

行业名称 体育产业

智美集团 (1661.HK)

大众赛事运营龙头，领跑体育消费市场

智美集团首次覆盖

	穆方舟 (分析师)	吴冉劼 (分析师)	李黎亚 (研究助理)
	0755-23976527	0755-23976112	021-38674710
	mufangzhou@gtjas.com	wuranjie012899@gtjas.com	liliya@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880514080003	S0880114070048

评级: 增持

当前价格 (港币): 7.35

2015.04.13

交易数据

52 周内股价区间 (港币)	3.49-7.90
当前股本 (百万股)	1609.05
当前市值 (百万元)	10491.01

本报告导读:

我们看好公司作为纯正赛事运营龙头的成长前景; 预测 2015/16/17 年 EPS 为 0.27/0.33/0.40 元港币, 首次覆盖予以增持, 目标价 10.26 港币。

摘要:

首次覆盖予以“增持”评级, 目标价 10.26 元港币。公司凭借专业的赛事运营和商业开发经验, 培育并领跑体育消费市场的实力有待被市场进一步认识。我们看好公司作为纯正赛事运营龙头的成长前景; 预测 2015/16/17 年 EPS 为 0.27/0.33/0.40 港币。首次覆盖予以增持评级。参考 H/A 可比公司水平给予 38 倍 PE, 对应目标价 10.26 元港币。

大众赛事将成体育产业排头兵, 商业开发实力是核心竞争禀赋。国内体育产业前景广阔, 体育赛事、传播和参与环节构成体育产业链的上中下三大环节。作为体育上游环节, 赛事将激活产业链整体景气; 马拉松等群众基础较好的项目将最早实现商业化, 以路跑为代表的大众赛事市场潜力巨大。我们预测, 大众赛事产业的竞争焦点将从审批资格的获得向综合协调实力、资源匹配能力等关键能力转移。

移植品牌包装和资源协调能力, 切入大众马拉松赛事业务。智美集团定位于体育文化运营和服务中介商; 公司与央视和体育部门的多年合作经验为品牌包装和协调的关键资源能力建立了较高壁垒, 并将进一步延伸至马拉松、中华龙舟赛、四季跑等品牌赛事领域。在赛事审批简政放权的趋势下, 公司有望在提升赛事合作方、赞助商、体育用户等多方效用的同时, 增强在赛事运营圈中的主动性, 以提升资源变现实力、提升业绩弹性。

B2C 拓展多元盈利模式, 约赛网探索 O2O 流量模式创新。凭借线下赛事运营优势, 公司通过多种渠道向 B2C 领域拓展, 公司以约赛网为入口, 积极探索产业链消费和参与环节的流量模式, 以优质赛事实现用户流量的快速积累, 以场馆和约赛等产品等提升客户粘性; 在此创新流量模式中, 公司扮演的是赛事、场馆等体育资源与体育消费需求之间的中介角色, 这将有效增强智美集团在交易结构中的优势地位, 并为创新拓展多种盈利模式奠定了坚实基础。

催化剂: 四季跑、嘉年华等赛事创新拓展顺利; 约赛网流量模式变现提速。

风险提示: 获得广马等非自主品牌赛事承办权的不确定性。

相关报告

《体育产业振兴在即, 释放万亿政策红利》

财务摘要 (百万)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	581.46	687.15	883.90	1021.63	1376.91	1754.15	2048.48
(+/-)%	66%	18%	29%	16%	35%	27%	17%
毛利	179.07	267.55	436.06	474.20	697.25	907.82	1075.07
净利润	105.60	162.66	294.47	352.38	436.02	525.24	634.46
(+/-)%	57%	54%	81%	20%	24%	20%	21%
PE	-	-	37.46	21.91	23.95	19.88	16.46
PB	-	-	-	-	-	-	-

目 录

1. 体育产业前景广阔，大众赛事启动在即	3
1.1. 掘金体育产业，赛事将成排头兵	3
1.2. 大众赛事打响市场化第一枪，优质商业模式作用关键	4
1.3. 监管放权和大众体育消费需求渐起，催生赛事运营变革	6
2. 智美集团：立足品牌运营，率先发力体育产业	7
2.1. 智美集团在文化体育运营领域具备领先经验	7
2.2. 定位于体育消费市场培育者，赛事运营将成未来业务支柱	8
3. 开拓体育消费的流量模式，多元拓展 B2C 客户	10
3.1. 体育 B2C 消费者的多元需求有待被挖掘	10
3.2. 流量模式大势所趋，约赛网提供 O2O 平台入口	11
3.3. 约赛网启动轻资产模式，盘活体育场馆资源	13
4. 估值分析	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 估值分析	15
5. 风险提示	16

1. 体育产业前景广阔，大众赛事启动在即

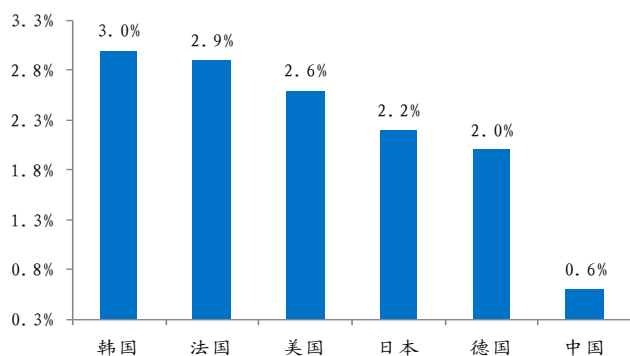
1.1. 掘金体育产业，赛事将成排头兵

在国内生活水平、社会文化环境不断提升的大背景下，中国体育产业已具备市场需求和产业化基础。2014 年 10 月，国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费若干意见》中提出体育产业要在 2025 年实现 5 万亿的市场空间；此后，各细分子行业等政策利好频传，体育产业市场化振兴在即。

在整体规模上，体育产业万亿市场空间可期。2013 年，我国体育产值为 3136 亿人民币，GDP 占比仅为 0.6%，而全球平均水平为 2.0% 左右。如果中国达到全球平均水平，产业整体规模将有望提升至万亿水平。

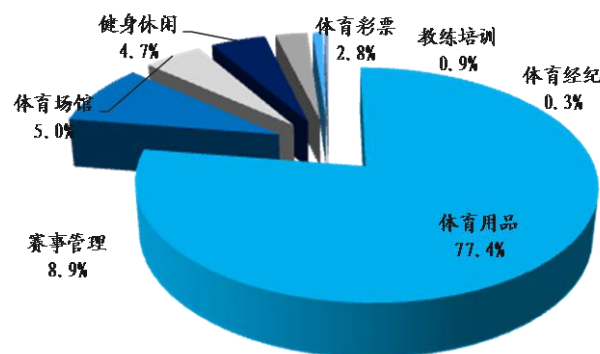
在产业结构上，体育服务业将迎来爆发期。在美国等发达国家，体育产业已进入成熟阶段，其服务业占比超过 50%。相比之下，国内体育用品制造等传统领域超过产业总规模的 70%。目前，国内体育用品制造业已步入成熟阶段；而体育赛事、传媒和体育服务业仍在萌芽和成长期，前景广阔。

图 1: 中国体育产业 GDP 中占比有待提升



数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

图 2: 美国体育服务业占比约 70%，远高于我国



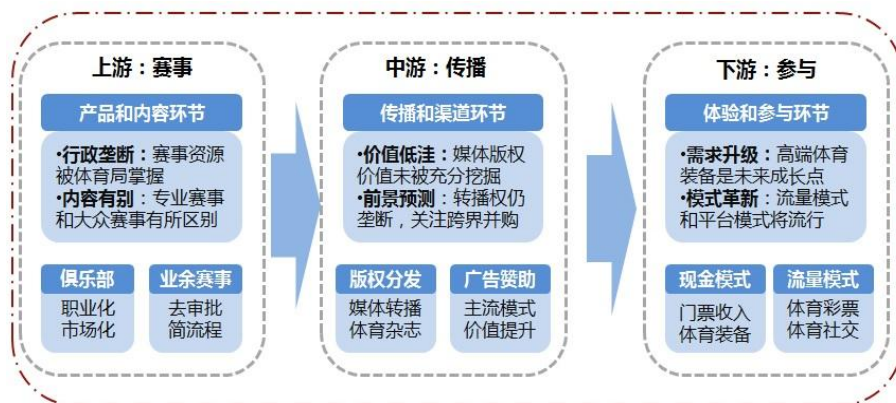
数据来源：《体育产业发展报告》，国泰君安证券研究

根据体育产业各细分行业的互相关系，体育产业可分为赛事、传播、参与三大环节，分别构成体育产业链的上、中、下游；三大环节发展现状和投资特点各不相同。

- 赛事环节为中游和下游提供内容产品，将从源头影响体育产业链整体景气。赛事环节由赛事运营、职业体育和生源储备等构成。
- 传播环节起到产业链条中承上启下的作用，具体为版权和广告两个大方向。对比海外，国内在体育转播资源流通方面有待市场化；在体育杂志方面，国内目前仍以赛事转播、图文发布为主；未来媒体对体育赛事的内容原创领域将有较大发展空间。
- 参与环节是体育赛事的下游环节，传统的体育用品制造、代表新方向的体育流量和体育社交都属于下游环节。未来，专业化、高端化

将成为体育用品和器械的发展关键字；而体育社交化和流量模式带来的盈利模式创新值得关注。

图 3: 上中下游存在良性互动机制，产业链景气提升在望



数据来源：国泰君安证券研究

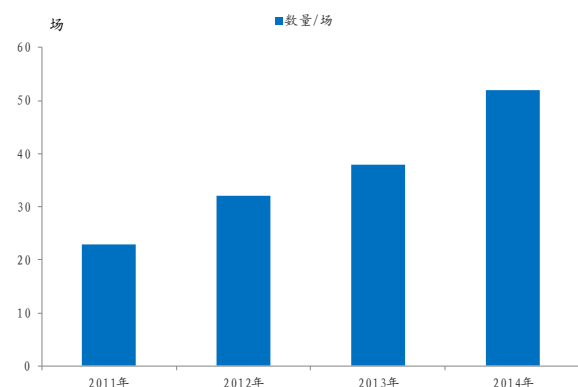
体育产业链上下游存在良性互动机制。赛事将放开将更多内容和产品供给，从而拉动产业链景气。而传播和下游的参与又可提升赛事影响和盈利水平，从而形成良性互动。

1.2. 大众赛事打响市场化第一枪，优质商业模式作用关键

赛事环节将成为激活体育产业活力的第一步。在具体细分赛事上，马拉松、龙舟赛、户外骑行等群众基础较好的项目或将最早实现商业化运营；同时，赛马、赛车等兼具观赏娱乐性的体育项目也值得关注。随着体育运动赛事环节的发展，参与环节的用户流量也将同步提升。

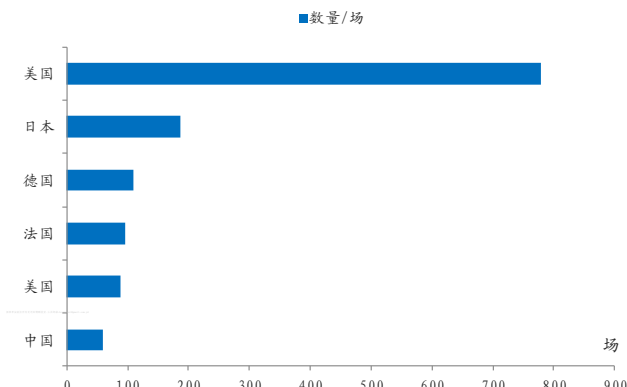
路跑是典型的大众赛事，从国内外纵横对比来看，中国路跑市场提升空间广阔。从国内纵向比较来看，国内跑步市场增速显著。全国在田径协会注册的马拉松赛事 2011 年为 22 场，2014 年已经达到 53 场。在这 53 场经注册的比赛包含 27 个全马、10 个半马，其余为其他类型跑步赛事。央视转播了其中的 10 场，从海外横向比较来看，美国 2012 年已达到 780 场，日本 200 场；2013 年美国马拉松达到 1100 场，台湾马拉松 211 场。其他类型的跑步比赛包括越野赛、超级马拉松、Color Run（彩色跑）、快乐跑、垂直跑、摇滚跑等。2013 年美国跑步比赛整体达到 3000 场。

图 4: 中国马拉松赛事数量近年来稳步提升



数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

图 5: 中国马拉松赛事数量仍有较大增长空间



数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

而从参与人数渗透率和人均消费来看，国内跑步市场潜力巨大。以美国路跑协会数据为例，2013 年美国跑步人口超过 2000 万，完成全程马拉松人数为 54.1 万，半马完成人数为 180 万；相比之下中国马拉松参与人数为 75 万，考虑其他短距离比赛，总人数不过 80 万人。从国家体育总局公布的全国锻炼人数来看，1996 年为总人口的 31.4%，2008 年为 37.1%。

图 6：垂直跑将地产、商务和赛事有机融合



数据来源：新鸿基 IFC 垂直跑

图 7：色彩跑等路跑赛事将娱乐和体育结合起来



数据来源：中国日报网

我们认为，以国内路跑市场为代表的大众赛事将率先爆发。随着赛事数量、参赛人数及人均消费的提升，国内跑步市场整体产值有望超越 400 亿。

图 8：国内跑步市场规模将超 400 亿，富矿有待挖掘



数据来源：虎嗅网，国泰君安证券研究

我们认为大众赛事将成为体育产业化和市场化的前沿阵地，对于这类体育赛事的商业化布局，上市公司或可借助自身关键资源和禀赋，切入到

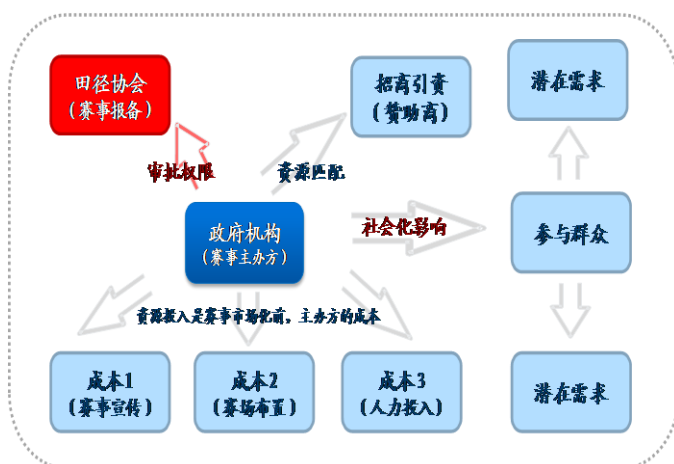
赛事运营利益相关者的核心圈，通过恰当的商业模式设计以实现盈利变现、同时拓展成长预期。

1.3. 监管放权和大众体育消费需求渐起，催生赛事运营变革

监管放松和大众消费两个需求的兴起，为大众赛事的商业化运营提供了基础，为提升体育赛事商业效率、提升利益相关方的收益奠定了基础。资源垄断、审批繁琐等是导致赛事运营经济效益低下的重要原因；赛事审批环节从严，也导致了上游赛事输出较少、对中游传播和下游参与的供给支持有限。

此前，赛事运营主要由各地政府、体育主管部门负责，公益性强于商业性。在由政府主导的大众马拉松赛事生态图中，政府主办方、田径协会、赞助商、赛事参与者和马拉松务人员等是该系统中的利益相关者。赛事运营过程一般是：某地政府主办方牵头向田径协会报备赛事举办事宜，同时投入人力、物力等。在赛事运营过程中，也可能会引入招商引资的过程，但主要经费来源是主要是通过财政拨款和公共性财政收入等。

图 9：运作偏行政化，主办方收益主要在于社会效应



数据来源：国泰君安证券研究

图 10：海口马拉松造成交通拥堵，组委会将改进



数据来源：南海网

在以上赛事生态图中，政府机构作为赛事主办方，亲力亲为组织比赛，以完成推广大众体育的职能指标。在此过程中，赛事宣传、赛场投入、人力组织等均作为成本投入完成，且需要协调各方关系。而对于赞助商来说，参与赛事赞助活动能够增加曝光率，但由于政府并非赛事品牌推广专业机构，故需赞助商定位潜在广告受众并进行合理的广告推送。而对于参赛和社会群众来说，他们也有各自需求有待优化。

表 1：政府运营的赛事利益相关者模式中，政府、赞助商和参赛群众效用均有提升空间

利益相关者	角色和互动关系	关键资源和能力	自身效率优化点
政府主办方	主办赛事、协调各方关系	赛事举办权；2. 协调赛会安保、医疗等资源	公益和商业平衡，协调能力
田径协会	审批赛事	赛事审批权，赛事举办的基本保障	/
赞助商	赛事招商引资	为赛事提供赞助资金和实物	广告受众需靠自己定位匹配
参赛群众	参与马拉松等大众体育赛事	提升赛事受欢迎程度，吸引更多招商投资	互动、娱乐等需求有待挖掘
社会群众	日常交通等会受到赛事影响	/	日常交通活动少受赛事影响

数据来源：国泰君安证券研究

随着体育产业简政放权的推进,我们认为赛事成功举办的核心能力开始从举办资格的获得向赛事综合协调、商业资源匹配这些关键能力转移。如果能够选择合适的商业模式进行赛事运作,则大众体育生态圈中利益相关者的收获和效率均能得到优化。智美集团可以作为大众赛事运营和体育产业领域的代表样本。

2. 智美集团: 立足品牌运营, 率先发力体育产业

2.1. 智美集团在文化体育运营领域具备领先经验

智美集团始创于 2001 年, 2013 年在香港主板上市。公司主业分为广告代理、自制节目和赛事运营。2011 年-2014 年期间, 公司营业收入和净利润保持良好快速增长, 其中智美体育板块突破较快, 成为公司未来业绩新增长点。

图 11: 智美集团包括传媒广告、赛事运营等业务



数据来源: 智美集团

图 12: 智美集团体育业务进展迅速



数据来源: 智美集团

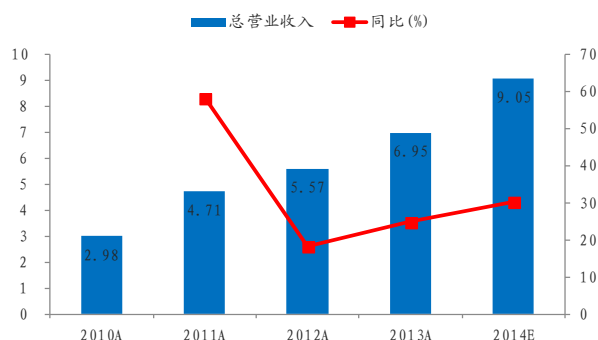
智美三大业务板块分为智美品牌、智美节目和智美体育。各自的盈利模式如下:

- 智美品牌主要为品牌顾问和广告代理服务, 通过价差模式为央视 5 档节目代理收视广告
- 智美节目主要是制作节目, 向主流媒体和新媒体等销售版权同时赚取广告费用, 重庆卫视周末驾到和天津卫视秘境等均是公司代表作。
- 智美体育是公司未来重点发展的业务, 主要是筹办国内国际体育赛事。目前, 智美体育收入主要来自汽车相关及其他品牌赞助费、销售比赛和活动场地广告时间、参与者的登记费和入场观众门票费。

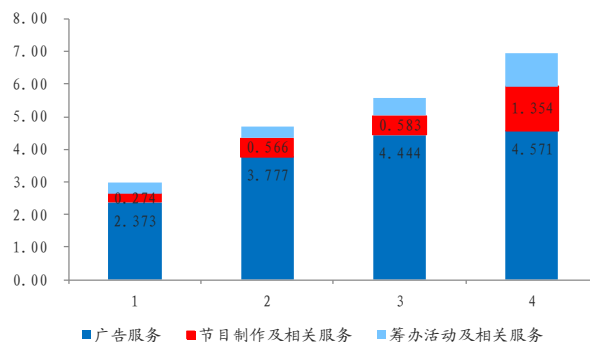
智美集团的关键能力在于文化体育领域专业运营、提升传媒价值的商业包装和需求匹配能力, 以及和中央电视台等主流媒体、各地方体育部门共同开发文体产品的良好合作关系。公司在对于文化体育产品的协调和商业化包装能力, 也可以顺利延伸和复制到大众体育赛事运营业务。

图 13: 智美集团营业收入实现快速增长

图 14: 智美集团体育板块业务值得关注



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

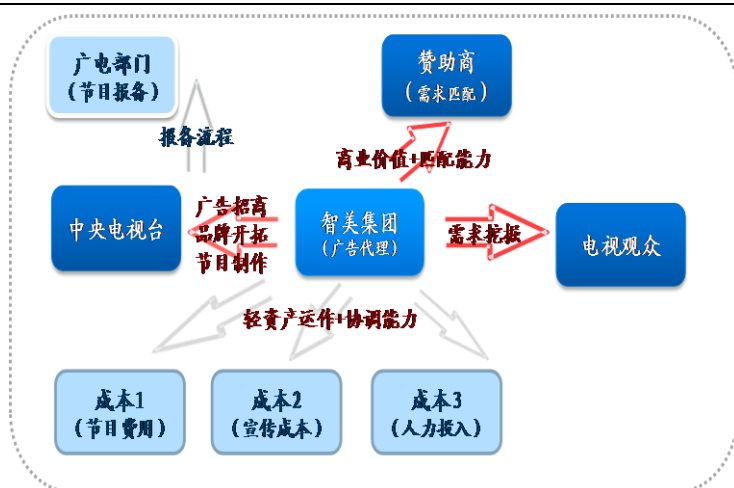


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

智美集团同广州市政府、杭州市政府等机构共同培育、开发城市马拉松品牌的经验实力,将有助于公司切入赛事核心圈、以提升自身和利益相关者的效用。正是由于智美集团同央视、各地政府等共同培育赛事的过程,也决定了智美集团的关键资源能力具备较高的壁垒性,短期内其商业模式很难被市场新进入者复制和超越。

图 15: 智美在传媒积累的关键能力可迁移至赛事领域

图 16: 布局马拉松,领跑体育生态消费圈



数据来源: 国泰君安证券研究



数据来源: sports.cn

2.2. 定位于体育消费市场培育者, 赛事运营将成为未来业务支柱

自 2012 年中标广州马拉松运营权以来, 公司体育赛事业务快速拓展。2015 年, 公司产品体系包括广马、行马等 5 场马拉松独家运营权, 十余场马拉松线上独家运营权、每年 8 场中华龙舟赛独家运营权, 以及与 13 个省市签订的 6 项非经济类赛事的独家运营权。

智美赛事运营主要是通过赛事运营获得 B2B 类的赞助收入, 同时拓展 B2C 类的门票和其他收入。在赛事审批简政放权的趋势下, 通过切入大众赛事运营生态圈, 智美集团可以提升利益相关者的效用收益、同时提升自身价值。从政府主办方来看, 智美集团可以凭借其专业协调优势, 将地方马拉松品牌效益做大做强; 通过轻资产运作模式, 在社会资源调动等方面更具效率性。赛事赞助商在此类商业模式中是智美集团的客户, 通过智美集团更加专业性的品牌推广服务, 赛事赞助商能够更好的实现品牌投入的目的。最后, 对于参赛群众和社会群众来说, 鉴于专业赛事运营机构的协调能力, 赛事的运营质量和效率能够更好的被满足;

同时也为未来对 B2C 类客户创新奠定基础。

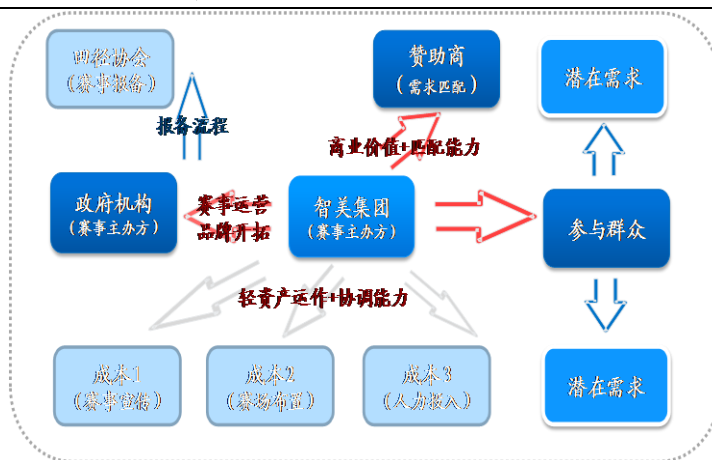
表 2: 智美运营的赛事模式中, 智美集团、政府、赞助商、参赛群众的效用均得到了提升

利益相关者	角色和互动关系	关键资源和能力	自身效率优化点
智美集团	赛事主办方, 协调各方关系	协调和商业需求匹配能力	拓展业务来源
政府主办方	申请赛事, 负责医疗等资源	申请举办, 协调赛会安保、医疗等	公益和商业平衡, 协调能力
田径协会	赛事审批放宽	赛事审批权, 简政放权趋势渐显	赛事流程简化
赞助商	赛事招商引资	为赛事提供赞助资金和实物	智美集团为期进行需求匹配
参赛群众	参与马拉松等大众体育赛事	提升赛事受欢迎程度, 吸引更多招商投资	提供互动社交等多方需求
社会群众	日常交通等会受到赛事影响	/	赛事安排更加有效

数据来源: 国泰君安证券研究

对公司自身来说, 体育运营业务还可以有效增强公司在交易结构中的主导地位、同时打开新商业成长点。在同央视等媒体的广告代理业务中, 央视作为公司的核心供应商, 占据了绝对主要的地位。对公司业务的成长起到了至关重要的作用。以 2010 年-2011 年为例, 公司对央视采购金额分别占到采购总额的 80.4%、85.7%和 72.7%。虽然公司与央视合作关系较为稳定, 但如果央视节目出现变动, 也将会对公司业务带来影响。而在开拓体育赛事、特别是创立具备自主品牌优势的体育赛事产品, 将有助于公司提升主动地位。

图 17: 国内赛事资源丰富, 市场化前景好



数据来源: 国泰君安证券研究

图 18: 智美不断完善体育产品体系



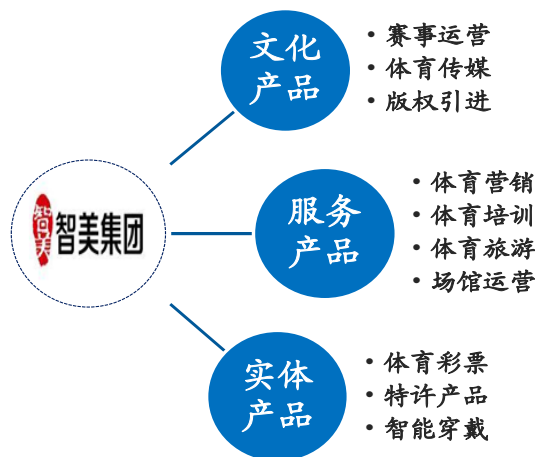
数据来源: 智美集团, 国泰君安证券研究

未来在战略布局基础上, 公司将针对路跑市场进行精耕细作, 进一步扩大赛事种类和数量。2015 年, 公司计划自营的马拉松数量将由 2014 年杭州、广州两场增加到 5-6 场, 在原有基础上将赛事拓展到长沙、沈阳、青岛等省会城市及经济发达区域。同时, 2014 年享有良好口碑的自主知识产品品牌“四季跑”将升级为全年 10 站的系列赛事, 并将覆盖深圳、天津、重庆、北京、上海、南京等地, 为赞助商提供持续传播形态, 同时为广大跑友提供更多参与路跑活动的机会和体验。在群众赛事领域, 结合 2014 年与 13 个省市主管部门的战略合作, 公司将系统推出跨省群众体育赛事联赛模式。

按照规划, 智美体育产业将包括三个方面产品: 文化产品、服务产品、实际产品。文化产品中运营体育传媒为主, 这也是中国最常见的产品。

而体育营销、体育教育培训、旅游场馆等与服务相关的体育产品是我国比较薄弱的地方，彩票、智能穿戴等未来将有很大的市场。通过先行打造文化产品，实现品牌效应以吸引群众参与其中，为其他产品的推广做好铺垫。

图 19: 逐步完善文化、服务和实体产品



数据来源: 智美集团, 国泰君安证券研究

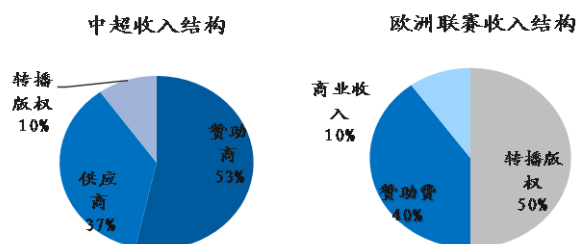
在盈利模式上，无论是赛事运营模式还是其他新业务，目前公司主要是以 B2B 的业务为主。B2B 业务广告运营主要是针对大型企业客户，每年需要通过投标和客户争取的形式进行。而随着公司对 B2C 类客户的开拓，未来公司的收入结构也将会更加优化。

3. 开拓体育消费的流量模式，多元拓展 B2C 客户

3.1. 体育 B2C 消费者的多元需求有待被挖掘

在成熟国家的体育产业中，不论是四年一次、以观赏消费为主的奥运会，还是以职业竞赛为主的皇马、曼联等足球俱乐部，亦或是以大众体育消费为主的美国路跑市场，有一个规律就是体育产业的 B2B 客户和 B2C 消费来源是一般在 7:3 左右。而目前在国内，B2C 类的消费需求和潜力还远远没有被开发出来。随着国内生活水平提升和互联网等推动下，我们认为国内体育产业或将成为最有吸引力的 O2O 市场之一。

图 20: 海外体育产业 B2C 业务较为均衡



数据来源: 中超官网, 新浪体育, 国泰君安证券研究

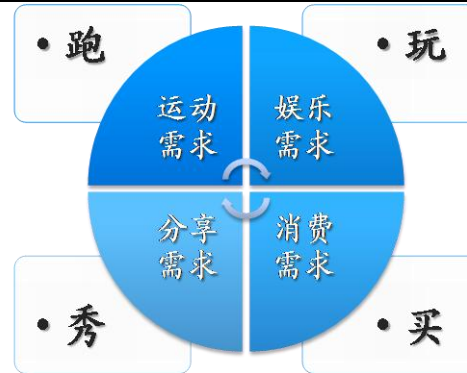
图 21: 国内大众体育消费具备天然社交和传播土壤



数据来源: 新百伦, 微信

针对体育产业 B2C 类客户，除了运动需求外，体育娱乐和社交化需求也逐步提升。以国内跑步市场为例，我们认为赛事数量、参与人数和人均消费三大因素的同步提升，将推动国内路跑市场超越 400 亿规模。除了赛事数量和参与人数提升因素外，我们认为人均消费提升是促进整个路跑市场的扩容的主要原因。而在这部分人均消费中，有很大比例将来自和体育相结合的社交、娱乐需求。

图 22：体育消费者的不同需求值得被挖掘和产业化



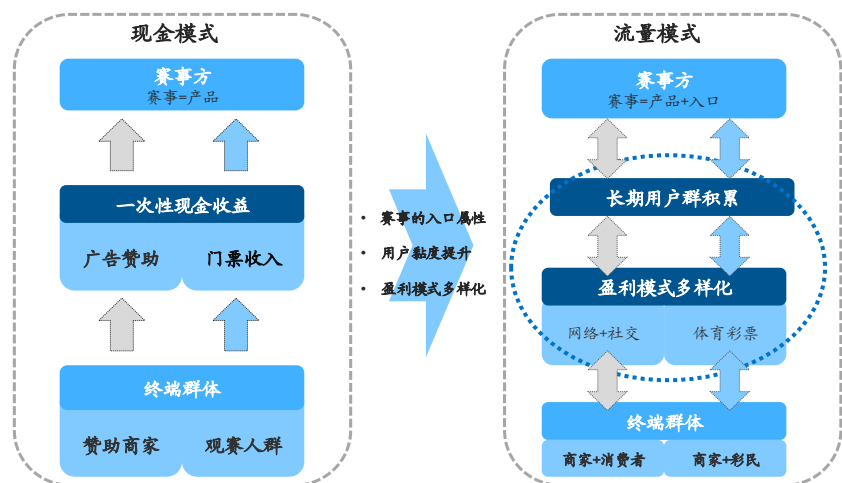
数据来源：智美集团，国泰君安证券研究

针对 B2C 客户的这部分需求开拓新的盈利增长点，企业可以从用户的角度为他们打造集四种需求与一体的大众体育娱乐项目；以不断完善商业模式，提升智美集团、体育用户及其他利益相关者效用的有效途径。

3.2. 流量模式大势所趋，约赛网提供 O2O 平台入口

在传统的赛事 B2C 盈利模式中，赛事运营和体育服务一般是通过广告、门票等实现一次性的现金收益，收入易于波动。而在流量模式中，赛事兼具产品和入口属性；通过社交网络平台、体育彩票等平台，聚集用户群，并为盈利项目的创新提供基础。

图 23： B2C 客户的流量模式将积累用户群，盈利模式多样化提供基础



数据来源：国泰君安证券研究

由于体育产业一定需要有线下体验这一环节，因此流量模式在体育产业主要通过 O2O 等模式实现。目前，智美集团布局的约赛网和爱约赛移动端，就是以互联网和移动互联网作为渠道入口，以体育赛事、体育社交、

体育线上线下互动业务为核心，打造新一代参与型大众体育健康消费的互联网新平台。

约赛网已于 2014 年 11 月上线，目前在试运行阶段。其两大功能是约赛事和体育社交，主要功能包括赛事包括、约场馆、约活动等。智美约赛网主要是起到了信息中介和匹配功能。目前，约赛网已积累超 18 万人次；根据网站目前发展速度，3 年内或将累积 2000 万的体育用户数据。

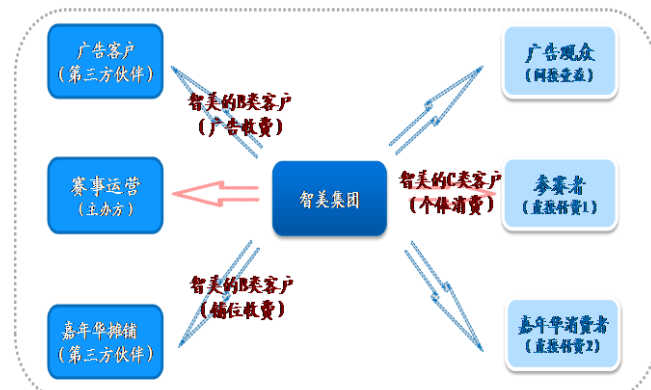
以爱约赛平台为入口，智美集团进一步完善了 B2C 客户业务布局，庞大的客户基础也为各种盈利模式衍生奠定了基础。在 B2C 利益相关者的交易结构中，智美约赛网承担了赛事、场馆等体育资源和体育消费需求的中介匹配作用，处于主导地位。而利用约赛网平台，智美不仅仅实现了流量入口的作用，更加速了体育资源和需求的匹配。

图 24: 约赛网和爱约赛打造智美 O2O 平台



数据来源：约赛网，国泰君安证券研究

图 25: 智美体育生态圈拓展至 B2C 等多类客户



数据来源：国泰君安证券研究

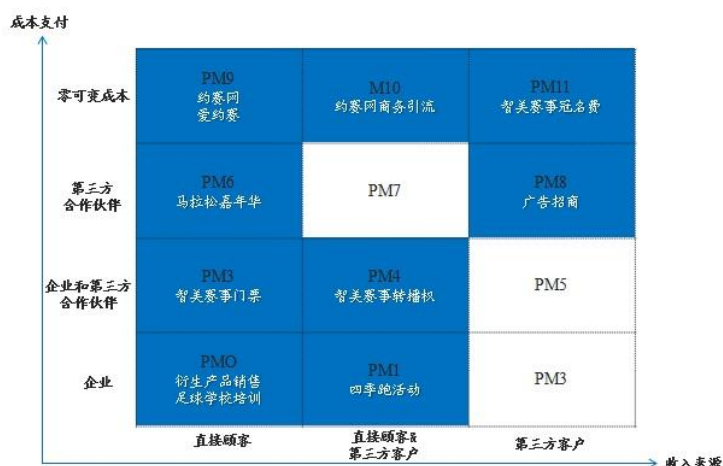
以赛事实现用户流量汇聚，以产品提升 B2C 用户粘性是智美在约赛网方面的布局。在发展计划上，2015 年是智美集团的布局期，2016 年是培育期，2017 年是拓展期。期间，智美约赛网将发挥中国最大的马拉松赛事报名数据库优势，加快跟地方体育局的合作，经过品牌化包装，将优秀的体育模式落地中国。

图 26: 智美约赛网通过 O2O，实现线上线下产品的互通



数据来源：智美集团，国泰君安证券研究

图 27: B2B 将脉冲式增加收入, B2C 盈利模式将保证公司稳健发展



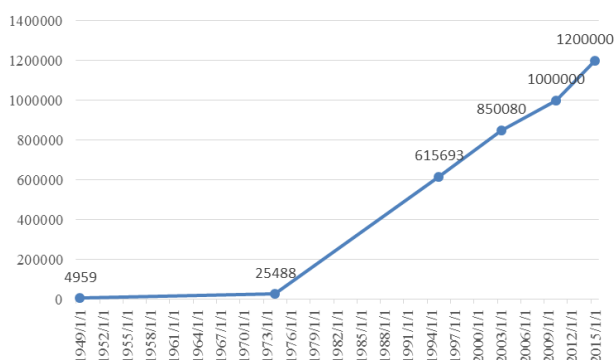
数据来源: 魏朱商业模式, 国泰君安证券研究

3.3. 约赛网启动轻资产模式, 盘活体育场馆资源

智美集团约场馆开创了较好的商业模式。在此种商业模式中, 智美集团将自己定位于体育需求资源中介匹配商, 在盘活场馆资源的同时, 还匹配了体育用户寻找场馆的需求。目前, 中国有超过 100 万个体育馆, 但是能盈利的只有 5%, 大多数体育场馆处于亏损状态, 单纯依靠门票等收入难以覆盖运营成本。

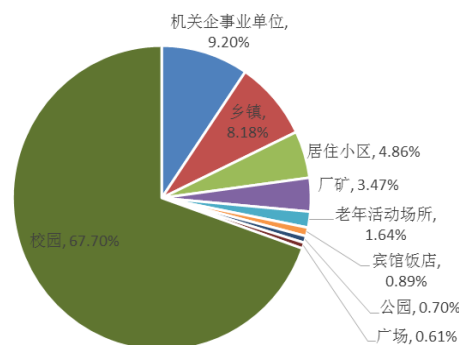
在场馆信息端, 智美约赛网平台中已经收录了全国 1 万多家场馆信息, 这部分场馆通过智美约赛平台, 将更快实现与体育用户的信息互通。

图 28: 我国体育场馆储备丰富, 逐年增长



数据来源: 中国体育年鉴, 国泰君安证券研究

图 29: 大多数场馆为公益运营, 资产有待盘活



数据来源: 第五次全国体育场馆普查, 国泰君安证券研究

在用户端, 目前网站注册用户已超过 18 万人, 而广州马拉松等报名就一次性贡献了 6 万多人流。通过以上模式, 约赛网实现了用户流量的快速沉淀。最终, 借“约场馆”这一业务, 以实现了场馆和用户信息的匹配。未来, 公司将尝试将场馆货币化、社交人群互动互联, 开发体育旅游、海外赛事旅游等新项目。

图 30: 智美爱约赛汇集 1 万余家场馆信息

图 31: 爱约赛以赛事报名等为入口, 实现用户引流



数据来源：约赛网，智美集团



数据来源：约赛网，智美集团

4. 估值分析

4.1. 盈利预测

根据智美集团目前发展情况和未来方向，我们对其财务预测进行一下关键假设：

1. 智美赛事运营：赛事运营将成为公司未来的重点发展方向，收入实现较快增长。在毛利率方面，通过 14-15 年的前期投入和嘉年华等，赛事运作盈利能力将有一定提升。

2. 智美影视节目：智美影视节目包含原有的智美广告代理和节目制作业务。其中，智美广告代理将保持较为稳定的收入和毛利水平，考虑主要合作方中央电视台的龙头地位，我们认为该部分业务可提供一定的安全边际。节目制作业务未来将保持较为平稳的水平，我们预计公司未来将重点放在节目创意环节、同时外包制作环节等方式进行运作。

据此，公司的分部盈利预测和财务关键数据如下。

表 3: 智美集团分部盈利预测

百万港币	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
智美影视节目							
收入	535.79	620.00	753.65	698.71	810.50	915.87	1,025.77
毛利率(%)	25.56%	36.10%	46.06%	40.31%	42.00%	41.00%	40.00%
智美赛事运营							
收入	45.67	67.15	129.47	320.82	566.41	838.28	1,022.71
毛利率(%)	92.31%	65.09%	68.67%	60.02%	63.00%	63.50%	65.00%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 4: 智美集团利润表摘要

百万港币	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	581	687	884	1,022	1,377	1,754	2,048
增长率	65.9%	18.2%	28.6%	15.6%	34.8%	27.4%	16.8%
营业利润	141	217	358	380	571	687	831
营业利润率	24.2%	31.6%	40.5%	37.1%	41.4%	39.1%	40.6%
归属于母公司的净利润	106	163	294	352	436	525	634

净利率	18.2%	23.7%	33.3%	34.5%	31.7%	29.9%	31.0%
EPS	-	-	-	0.22	0.27	0.33	0.40

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

4.2. 估值分析

考虑到智美集团立足于广告业务, 向体育赛事运营发展的战略情况, 我们将同时参考港股的传媒板块以及 A 股传媒、体育板块的可比标的进行估值分析。

在港股传媒板块, 我们选取了以广告代理为业务主体、主营收入主要来自内地的 H 股进行分析, 可比标的包括现代传媒、白马户外媒体、线传媒、中视金桥和北青传媒。同智美集团和可比标的情况来看, 港股传媒板块的估值水平一般在 50 倍以下。值得指出的是, 不同于港股可比公司, 智美集团目前属于较为纯正的体育赛事运营标的, 在估值时需要考虑以上因素。

表 5: 港股可比标的分析

	公司简称	收盘价/HKD	2014EPS/HKD	PE-2014A	PE-TTM
1661.HK	智美集团	6.52	0.22	30.30	30.61
0072.HK	现代传播	1.90	0.11	17.31	17.87
0100.HK	白马户外媒体	8.25	0.57	14.56	18.48
0550.HK	先传媒	1.55	0.30	5.17	6.55
0623.HK	中视金桥	4.70	0.69	6.85	7.07
1000.HK	北青传媒	4.93	0.06	77.89	46.19
平均估值	-	-	-	24.11	20.61

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究; 估值日期为 2015 年 4 月 9 日

在 A 股传媒板块, 我们同样选取了以广告代理为主营的标的进行分析, 可比标的包括中视传媒、蓝色光标、思美传媒、省广股份、当代东方、粤传媒以及浙报传媒。相比港股的较低估值, A 股传媒广告板块相关标的 PE 一般在 50 倍以上。

表 6: A 股传媒板块可比标的

	公司简称	收盘价/HKD	2014EPS/HKD	PE-2014A	PE-TTM
600088.SH	中视传媒	27.93	-	-	161.38
300058.SZ	蓝色光标	34.70	0.75	46.27	47.03
002712.SZ	思美传媒	72.86	0.83	87.78	82.09
002400.SZ	省广股份	38.21	0.74	51.64	54.21
000673.SZ	当代东方	27.97	-	-	983.60
002181.SZ	粤传媒	26.25	0.33	80.69	82.95
600633.SH	浙报传媒	26.36	0.44	59.91	60.55
平均估值	-	-	-	56.26	210.26

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究; 估值日期为 2015 年 4 月 9 日

在 A 股体育板块, 我们选取同属于赛事运营和传媒环节的公司进行分析。相比之下, A 股体育产业估值相对更高, 平均估值水平已经达到 146.53 倍。

表 7: A 股体育产业可比标的

	公司简称	收盘价/HKD	2014EPS/HKD	PE-2014A	PE-TTM
600158.SH	中体产业	24.32	0.12	199.02	198.99
300005.SZ	探路者	28.00	0.58	48.57	50.83
603555.SH	贵人鸟	37.23	0.51	72.32	73.21
600662.SH	强生控股	14.62	-	-	76.60
300104.SZ	乐视网	91.84	0.44	208.73	212.22
300162.SZ	雷曼光电	59.60	0.20	294.76	267.31
平均估值	-	-	-	164.68	146.53

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究; 估值日期为 2015 年 4 月 9 日

我们认为公司凭借专业的赛事运营和商业开发经验, 培育并领跑体育消费市场的实力有待被市场进一步认识。我们看好公司作为纯正赛事运营龙头的成长前景, 参考 H/A 可比公司水平给予 38 倍 PE, 对应目标价 10.26 元港币。

5. 风险提示

获得非自主品牌赛事承办权的不确定性。公司目前已经开始大力发展四季跑等具备自主品牌权的赛事运营, 但主营业务中很大一部分仍来自同各地方体育部门协作举办的路跑等赛事, 赛事商业开发权一般由投标的方式获得。如果智美集团不能成功获得相关赛事承办权的话, 将对公司的赛事运营业务带来较大影响。

广告代理业务的核心供应商风险。中央电视台是智美广告业务的核心供应商, 智美集团和央视的合作历年来保持了较为稳定的发展。如果央视相关节目出现受客观原因取消等情况, 公司的广告品牌代理业务将受到较大影响。

体育政策及个股标的不确定性。未来, 我国体育产业政策走向仍然存在不确定性, 产业链相关受益标的存在个股风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		