

# 亚洲杯重回中国, 政策支持下足球产业迎 来黄金发展期

郝艳辉 资格证书编号: S0850516070004

毛云聪 资格证书编号: S0850518080001

孙小雯 资格证书编号: S0850517080001

联系人: 陈星光

2019年6月13日

- 1) 足球是世界第一运动，2023年亚洲杯时隔19年重回中国，行业关注度有望提升。根据《46号文》政策目标，2025年我国体育产业规模将达到5万亿元，我们认为，在高强度产业政策推动下，未来五年足球产业有望迎来黄金发展期。
- 2) 从产业链商业价值角度分析，国内目前中游版权分销及体育营销商业模式明确，龙头公司盈利能力较强。但国内上游俱乐部球员转会、薪酬成本高，俱乐部普遍亏损严重，下游付费模式和欧美发达国家相比仍有较大差距，变现能力较弱。我们认为未来在政策约束下，上游俱乐部、职业赛事将更规范化，同时在内容付费习惯逐步养成的大背景下，下游付费市场有望打开，足球产业链有望形成良性循环。
- 3) 我们重点推荐商业模式明确、盈利能力较强的产业链中游市场，以及稀缺上游优质俱乐部资源。推荐**当代明诚**，关注**星辉娱乐**。
- 4) 风险提示：产业发展增速不及预期，俱乐部经营和盈利风险，版权价值高估风险。

## 第一节要点:

- 亚洲杯时隔**19**年重回中国
- 武磊西甲首赛季结束，西班牙人重返欧战
- 足球运动国内关注度高，产业发展可期
- 政策引导，体育行业将高速增长
- 政策支持足球产业改革发展

# 亚洲杯时隔19年重回中国

6月4日，亚足联大会确认中国获得2023年亚洲杯举办权。中国曾于2004年主办亚洲杯，东道主中国队和日本队决赛比赛在国内收视率高达18.5%，创体育赛事收视率的最高记录。我们认为中国再次举办亚洲杯这一亚洲地区顶级足球赛事将再次掀起国内足球运动热潮，带动足球产业发展。

图 中国将成功举办亚洲杯



表 重要体育赛事收视率数据

赛事与综艺名称	收视率
2004年亚洲杯决赛（中国vs日本）	18.50%
2002年世界杯（中国vs巴西）	14.40%
2014年世界杯决赛（德国vs阿根廷）	5.59%
2015年亚洲杯1/4决赛（中国vs澳大利亚）	4.16%
2013年澳网女单决赛（李娜vs阿扎伦卡）	3.34%
2015年亚洲杯小组赛（中国vs朝鲜）	3.19%
2011年法网女单决赛（李娜vs斯齐亚沃尼）	2.76%
2015年亚洲杯小组赛（中国vs沙特阿拉伯）	2.32%
2015年亚洲杯小组赛（中国vs乌兹别克斯坦）	2.08%

# 武磊西甲首赛季结束，西班牙人重返欧战

2019年中国球员武磊正式转会至西甲西班牙人俱乐部，双方签约吸引3.5亿中国观众关注，武磊代表西班牙人的首秀吸引超过4000万中国观众观看，“武磊效应”在中国球迷中出现。目前，武磊加入西班牙人俱乐部后的首赛季已结束，西班牙人在本赛季获得了西甲联赛的第7位，时隔13年后再次获得下赛季欧联杯资格赛的席位，我们认为武磊在欧洲赛事中的表现将继续获得中国球迷的高度关注。

图 武磊转会



表 2018/19赛季西甲联赛排名

排名	球队	排名	球队
1	巴塞罗那	6	塞维利亚
2	马德里竞技	7	西班牙人
3	皇家马德里	8	毕尔巴鄂竞技
4	瓦伦西亚	9	皇家社会
5	赫塔菲	10	皇家贝蒂斯

资料来源：星辉娱乐公司官网，西班牙人俱乐部官网，百度体育，海通证券研究所

# 足球运动国内关注度高，产业发展可期

在体育产业内，足球是世界第一运动，近年来中国球迷数量增加。根据体育产业生态圈微信公众号援引尼尔森2018年调查统计，中国对足球运动感兴趣的人口占比为32%。根据《46号文》政策目标，2025年我国体育产业规模将达到5万亿元。若对比其他国家人口对足球运动的感兴趣程度，我们认为中国球迷数量在未来有望继续增长，足球产业规模有望继续扩大。

图 中国足球球迷画像

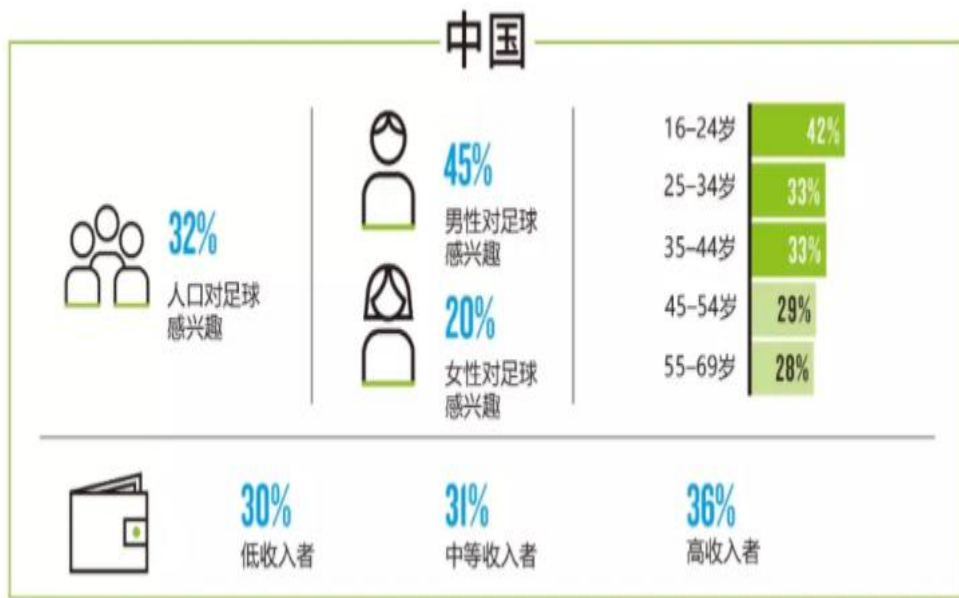


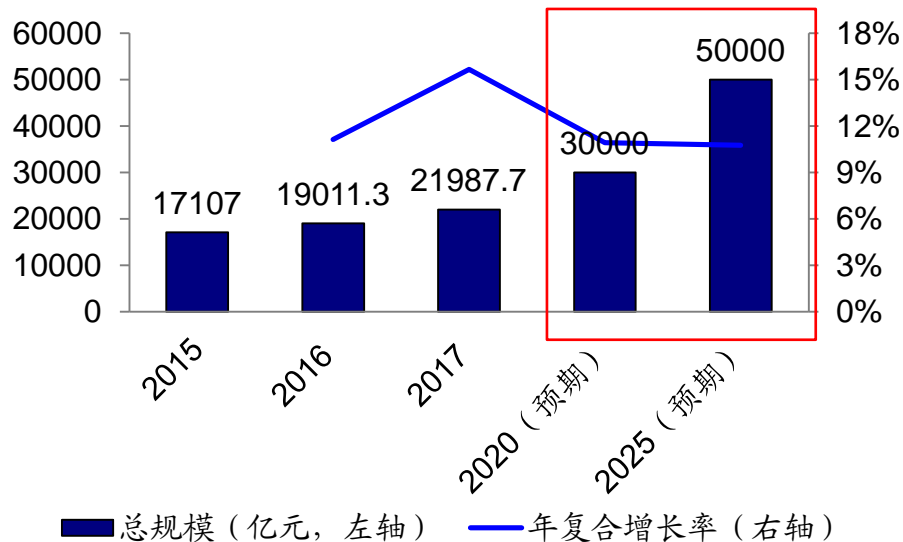
表 部分国家对足球感兴趣的人口比例

	国家	对足球感兴趣人口比例
1	阿联酋	80%
2	泰国	78%
3	智利	75%
4	葡萄牙	75%
5	土耳其	75%
6	墨西哥	73%
7	西班牙	70%
8	南非	70%
9	意大利	67%
10	波兰	67%

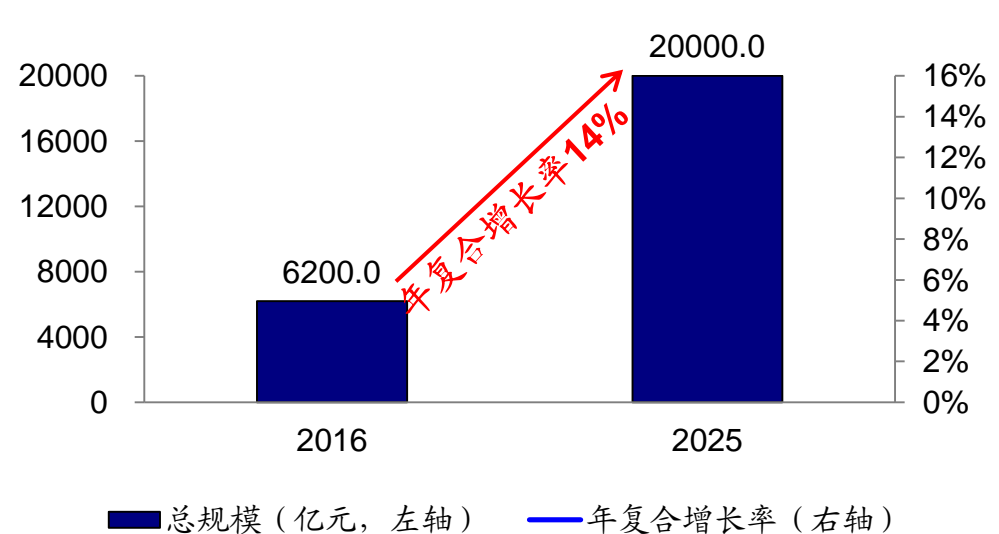
# 政策引导，体育行业有望进入高速增长期

在供给端，国家也出台了一系列积极引导政策推动体育产业发展。2014年，国务院发布《46号文》，提出2025年体育产业总规模达到5万亿元的发展目标。2018年，《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》提出到2025年体育竞赛表演产业总规模达到2万亿元的目标。根据以上政策目标，预计未来体育行业总规模会以11%的年复合增长率增长，其中竞赛表演产业年复合增长率高达14%。在体育行业发展的大背景下，足球产业也将迎来发展黄金期。

### 图 体育产业总规模及年复合增长率



### 图 体育竞赛表演产业总规模及增长率



# 政策支持足球产业改革发展



政策	时间	主要内容
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014年10月	以足球、篮球、排球三大球为切入点，加快发展普及性广、关注度高、市场空间大的集体项目，推动产业向纵深发展。
《中国足球改革发展总体方案》	2015年3月	中国足球“三步走”战略，即近期目标是要理顺足球管理体制，制定足球中长期发展规划，创新中国特色足球管理模式；中期目标是要实现青少年足球人口大幅增加，职业联赛组织和竞赛水平达到亚洲一流，国家男足跻身亚洲前列，女足重返世界一流强队行列；远期目标是中国足球实现全面发展，足球成为群众普遍参与的体育运动，全社会形成健康的足球文化等。
《中国足球中长期发展规划（2016~2050年）》	2016年4月	对校园足球提出的近期目标（2016~2020年）：校园足球加快发展，全国特色足球学校达到2万所，中小学生经常参加足球运动人数超过3000万人。全社会经常参加足球运动的人数超过5000万人。
《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	2018年12月	大力发展职业赛事。着力发展足球、篮球等职业联赛。支持引进一批品牌知名度高、市场前景广的国际顶级赛事。
《进一步促进体育消费的行动计划（2019-2020年）》	2019年1月	积极引导竞赛观赏消费，支持社会力量举办各级各类赛事活动，打造一批有影响力、高质量的品牌赛事。培育体育消费观念，支持发展多媒体广播电视、网络广播电视、手机应用程序（APP）等体育传媒新业态。



### 第二节要点:

#### 上游

中超联赛收视率高，商业价值有待提升

- 中超俱乐部营业成本压力大，盈利能力待提升
- 借鉴欧足联经验，中超俱乐部向健康、可持续方向发展

#### 中游

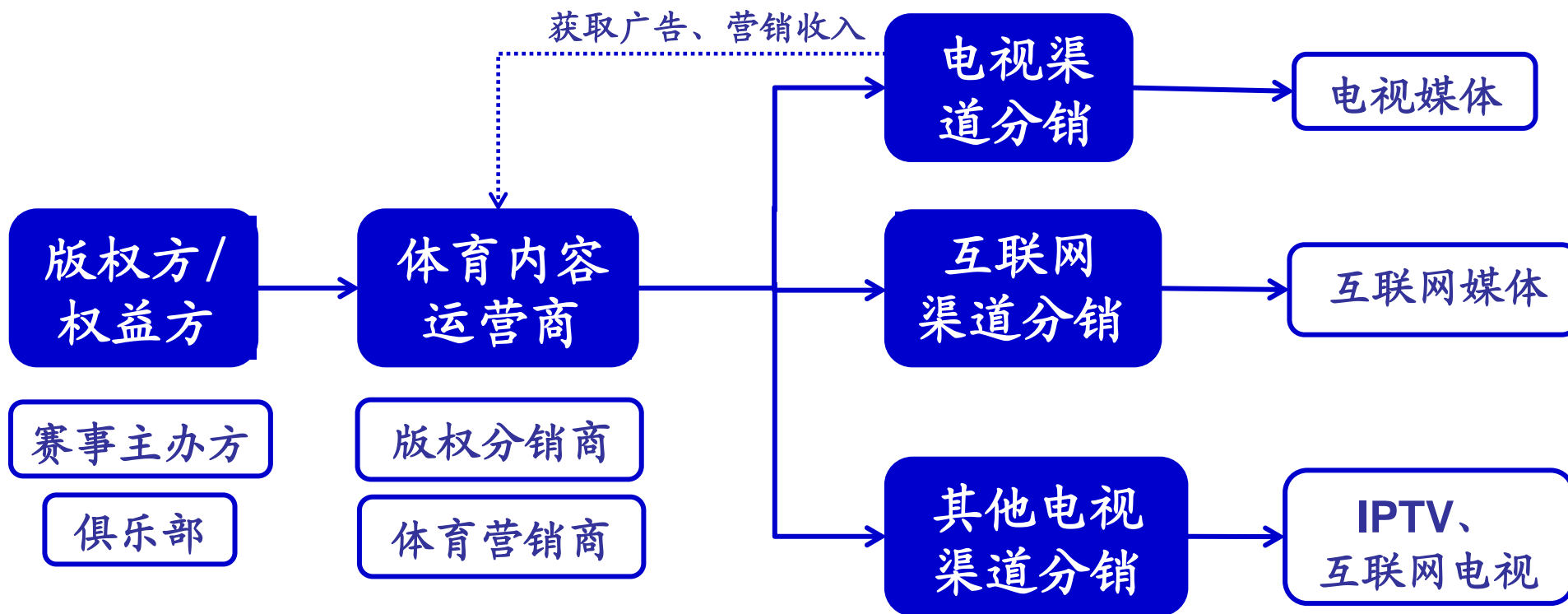
- 版权分销-以版权获取、定价能力为核心，新媒体成主要版权持有方
- 体育营销-商业化运营提升品牌效应

#### 下游

- 视频付费有待开启逐步打开体育内容付费市场
- 体育直播+顶级IP成为品牌塑造和推广的新渠道

# 足球产业链分析

足球产业链条中，上游主要由赛事主办方举办赛事，形成版权方/权益方，是产业链条中内容的创造者。中游主要由经营版权分销及体育营销等B端业务的公司构成。下游则由经营C端付费业务的传统媒体及新媒体公司构成，如电视媒体、互联网媒体、IPTV等。

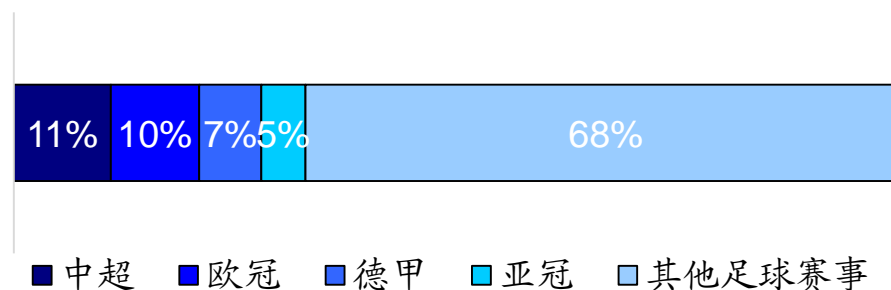
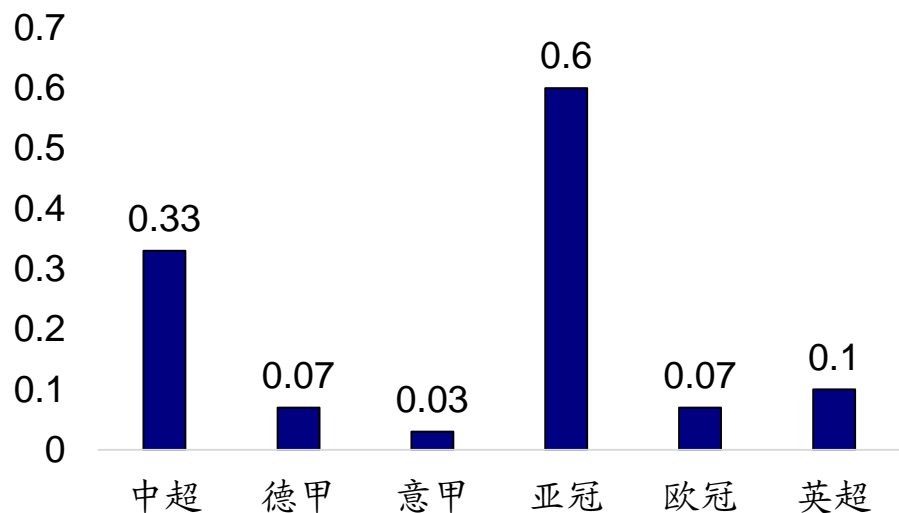


# 上游：中超联赛收视率高，球迷关注本土球赛



与欧洲足球赛事相比，中超联赛在国内收视率更高，占比总足球赛事播出时长11%。同时中超联赛海外媒体数量众多，海外转播机构覆盖96个国家和地区，辐射上亿人群。2018年中超联赛场均观众数量增长到2.4万人，转播累计收视6.9亿人次，现场观众和收视人次均大幅增长，这说明中国球迷对本土球赛、本土球员的关注度较高。

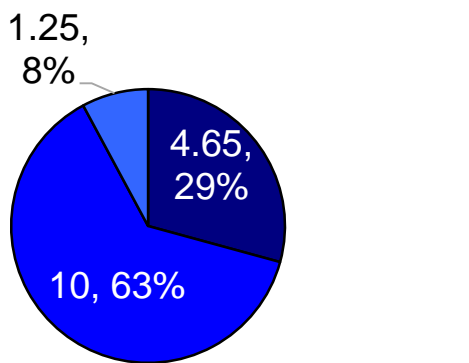
图 不同足球赛事的收视率对比（2017，%） 图 不同足球赛事的播出时长占比（2017年，%）



# 上游：中超联赛商业价值有待提升

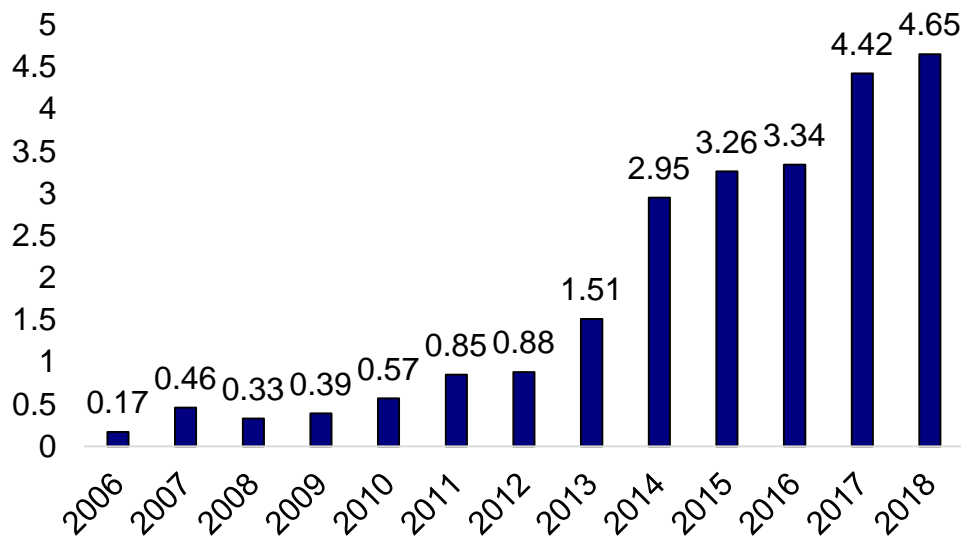
中超公司在2018年的总收入创历史新高，达到15.9亿元，相比欧洲五大联赛在2016/17赛季市场规模为147亿欧元，我们认为中国足球产业方兴未艾，中超联赛的商业价值有待进一步提升。中超联赛与体奥动力签约，获得2016-2025年10年版权收入110亿元，中超联赛的赞助收入也不断上升，2018年赞助收入达到4.65亿元。

图 2018年中超公司各收入（亿元）及占比（%）



■ 赞助商收入 ■ 版权收入 ■ 其他收入

图 中超联赛总赞助金额（亿元）



# 上游：中超俱乐部成本压力大，盈利能力待提升



受球员薪酬和转会费等营业成本的限制，中超俱乐部目前仍面临盈利难题。2018年恒大足球俱乐部所属公司ST恒宝营业收入6亿元，但营业成本高达24.3亿元，同比增长41%，主要是由于球队球员变动较大，球员短期租借成本、转会摊销成本及薪酬成本较上年大幅增加。而2018年中超冠军上港俱乐部全年实现营业收入23.4亿元，营业利润为-2700万元，归母净利184万元，盈利能力较低。

图 ST恒宝营业收入及增长率

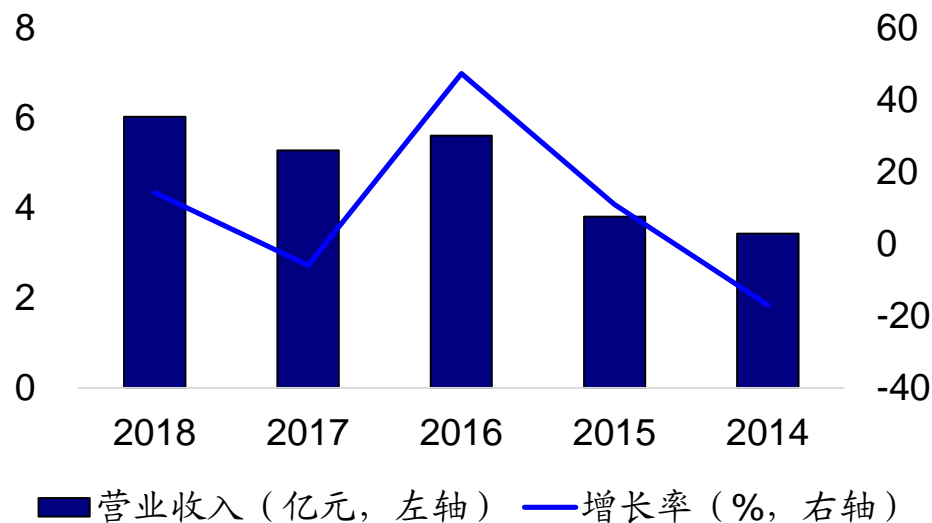
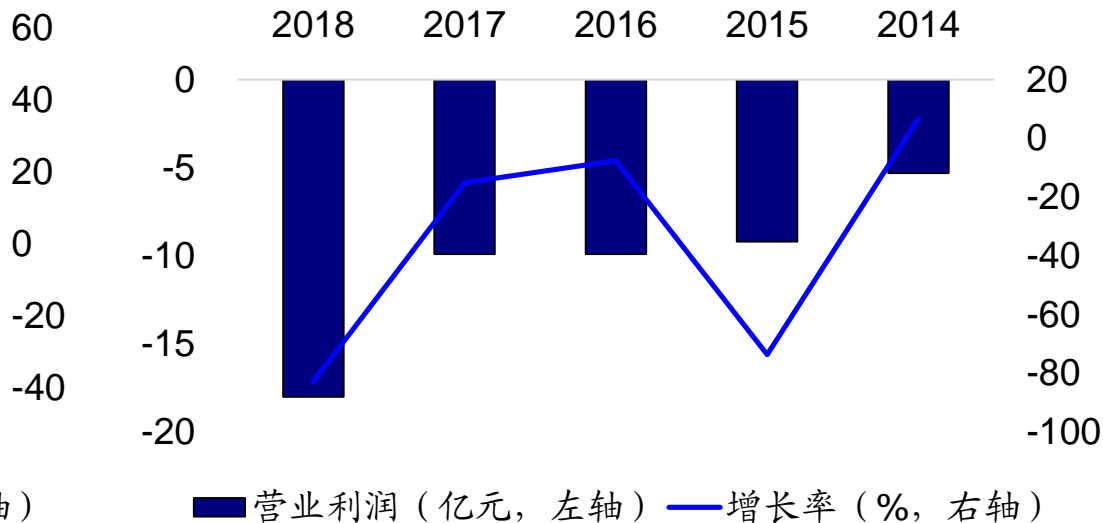


图 ST恒宝净利润及增长率

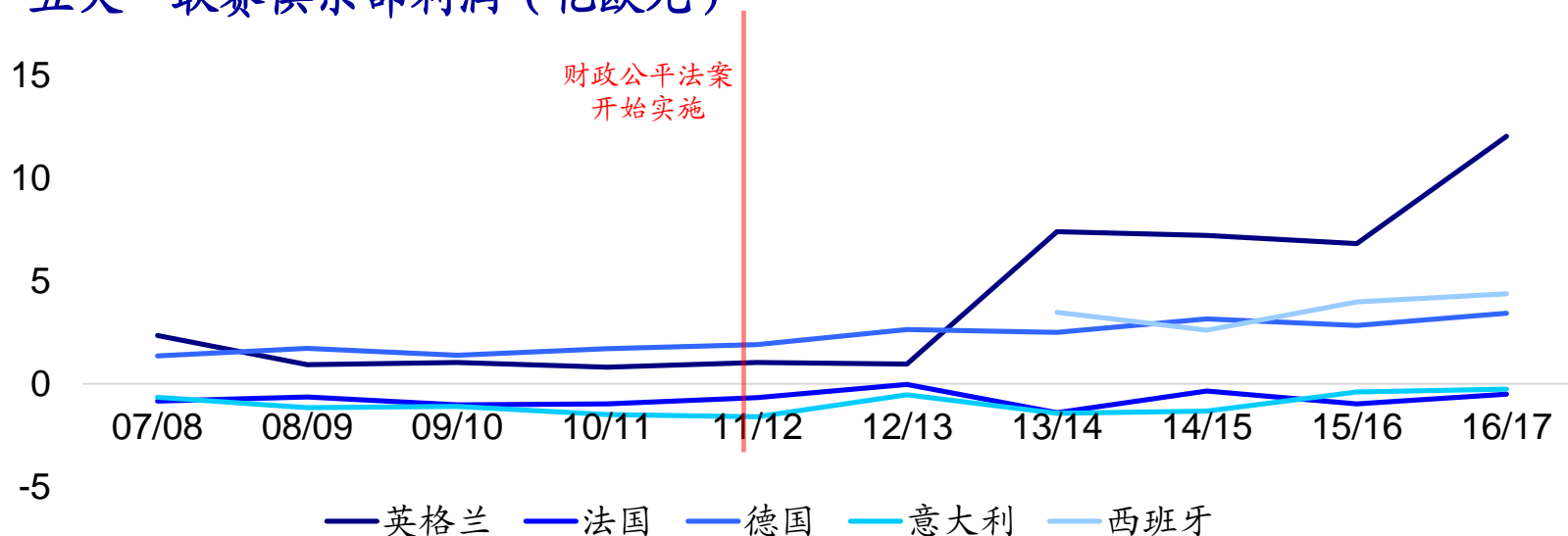


# 《财政公平法案》促进欧洲俱乐部实现收支平衡



欧洲足球俱乐部早期也面临盈利难题，超过50%的俱乐部出现持续亏损。欧足联为控制俱乐部在转会市场上的过度消费、维持俱乐部收支平衡，于2011年起实行《财政公平法案》，英超俱乐部在这一法案实施后利润有了显著增长。2018年5月欧足联发布《新版财政公平法案》，对俱乐部的财务状况提出了更高的要求，俱乐部盈利水平有望进一步改善。借鉴欧足联的经验，我们认为若能有效控制中超俱乐部转会成本等财务成本，俱乐部盈利水平有望改善。

图 欧洲“五大”联赛俱乐部利润（亿欧元）



为规范和提高足球俱乐部财务工作，有效控制俱乐部成本，中国足球协会出台“四大帽”政策，对俱乐部的总支出、薪酬支出、奖金总额、投资人注资额均设置上限，引导俱乐部和职业联赛健康发展。我们认为中国足球俱乐部未来财务状况有望改善，职业联赛将向更规范、成熟的方向发展。

表 中超俱乐部部分相关政策

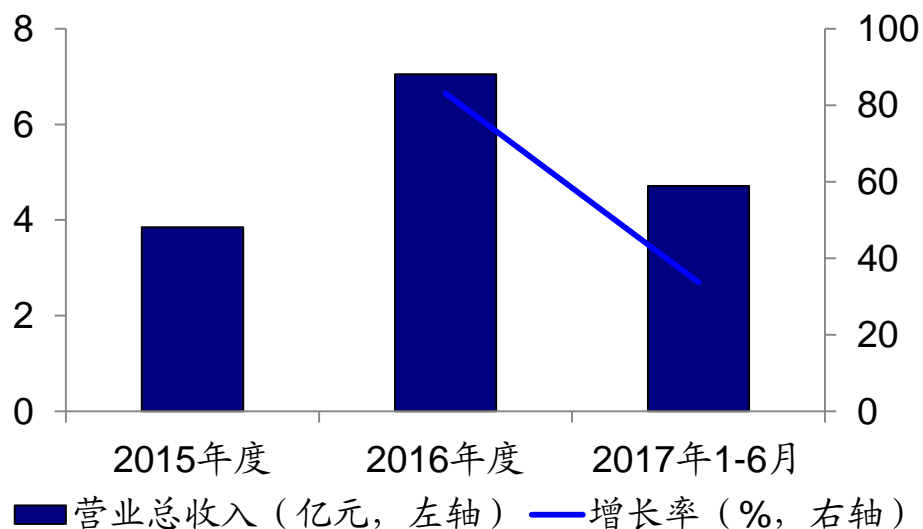
政策	主要内容
《中国足球协会职业俱乐部财务监管规程（2019年版）》 《中超俱乐部财务约定指标（2019-2021）》	主要内容为“四大帽”： 支出限额：设置俱乐部总支出的最高限额。 注资帽：减少俱乐部对母公司的依赖，促使俱乐部加强经营开发，设置投资人注资限额。 薪酬帽：降低俱乐部薪酬总额，设置中超俱乐部薪酬限额。 奖金帽：设置全年奖金总限额。

# 中游版权分销：以版权获取、定价能力为核心

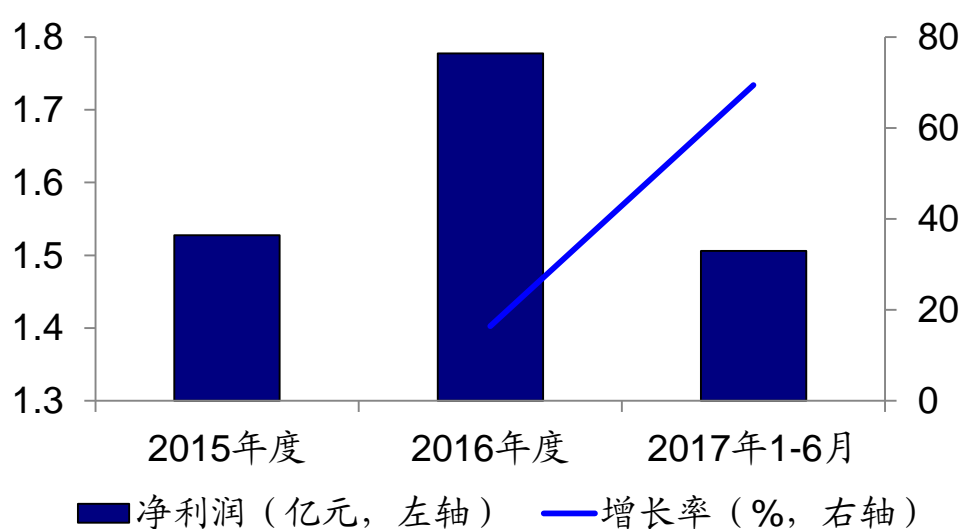


中游版权分销商业模式为从赛事主办方处购买赛事转播权，再分销给下游媒体，因此我们认为能否对赛事定价进行正确评估、获得优质版权资源并成功分销是决定分销商竞争实力的重要因素。新英体育是国内领先的体育内容运营商。自2013/14赛季以来，新英体育拥有英超联赛连续6个赛季在中国大陆和澳门地区的独家转播权及相关节目版权，通过出色运营英超版权、推广英超联赛，公司的版权整合营销业务成效显著，公司2015年来营业收入和净利润均保持高速增长。

### 图 新英体育营业总收入



### 图 新英体育净利润



资料来源：wind，《当代明诚重大资产购买报告书（草案）》，海通证券研究所 16

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



# 中游版权分销：巨头布局体育版权市场



近年来苏宁体育、当代明诚、体奥动力等公司相继布局体育版权市场，成为大多数重要赛事的主要版权持有方。

赛事	版权方	版权	赛季
西甲	当代明诚	全媒体版权	2019/20-2024/25赛季
法甲	苏宁体育	新媒体转播权	2018-2021赛季
	央视	电视转播权	2017-2021赛季
德甲	苏宁体育	新媒体转播权	2018-2023赛季
意甲	苏宁体育	新媒体转播权	2018-2021赛季
英超	苏宁体育	全媒体转播权	2019-2022赛季
欧冠	苏宁体育	新媒体转播权	2018-2021赛季
欧足联比赛	当代明诚（新英体育）	数字媒体权	2020年欧洲杯、2020年欧洲杯欧洲区预选赛、2022年世界杯欧洲区预选赛等
亚冠	苏宁体育	新媒体转播权	2018-2020赛季
亚足联比赛	当代明诚	赞助权和版权	包括2023年和2027年两届亚洲杯，2022年和2026年两届世界杯亚洲区资格赛及期间的全部8届亚冠联赛等
中超	体奥动力	全媒体版权和信号制作权	2016-2025赛季

资料来源：搜狐，PP体育官网，体育大生意，当代明诚2018年年度报告，当代明诚《与西班牙足联签署音像权利许可协议的进展公告》，体奥动力官网，海通证券研究所

球迷对足球赛事中赞助商的关注度和认可度均较高，品牌在联赛中曝光能提高知名度和美誉度。体育营销商为品牌产品设计营销方案，为赛事主办方、俱乐部与赞助商搭建桥梁，营销商自身的商业化运营能力会对其营销效果产生较大影响。体育营销公司双刃剑在2018年世界杯期间促成了多个体育赞助或代言项目，如协助华帝燃具成功赞助法国国家队，促成内马尔成为TCL代言人，促成苏亚雷斯成为国美手机代言人等，获得较好的营销效果。

图 中超球迷对赞助中超联赛可以提高赞助品牌关注度和美誉度的认同比例

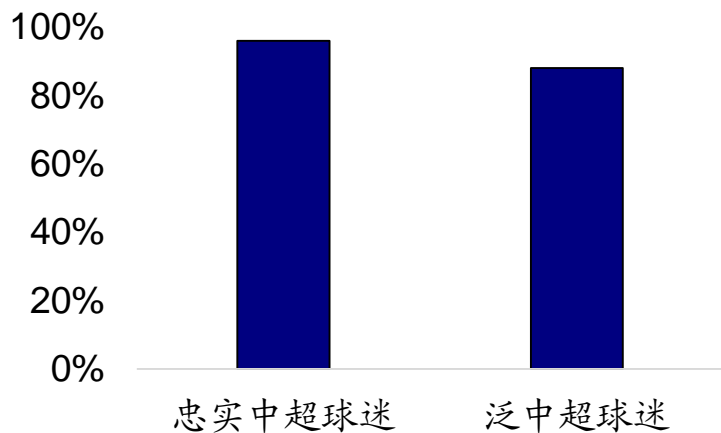
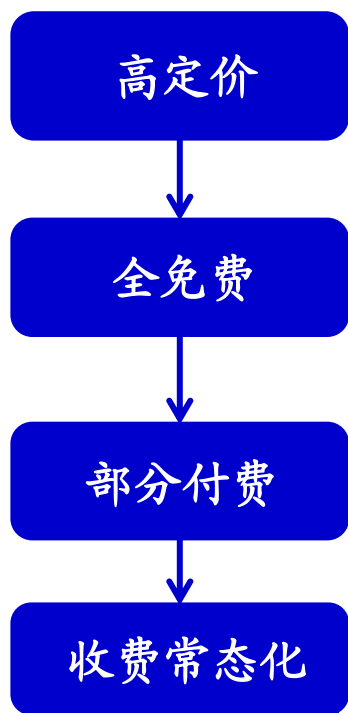


表 双刃剑2018年度部分体育营销成功业务

	项目名称
1	雅迪世界杯赞助权
2	指点艺境世界杯赞助权
3	帝牌世界杯赞助权
4	华帝法国国家队赞助权
5	TCL-内马尔代言
6	国美-苏亚雷斯代言

# 下游：逐步打开体育内容付费市场

尽管在国内的足球赛事转播收视人次高，但中国体育付费观看模式处在探索期。天盛是首个尝试中国体育赛事付费的公司，但由于收费过高及国内版权意识几乎空白，未能打开付费市场。新英体育在获得英超版权后，首先全免费直播赛事培养球迷基础，推广英超联赛，继而对部分赛事收费，我们认为未来体育赛事直播收费将逐步走向常态化。



2007年，天盛以三年英超版权为切入口，希望打开国内体育赛事付费市场，但当时国内版权意识几乎空白，球迷基础少，且天盛将赛事直播的价格定得过高，愿意为版权付费的人较少。

在获得2010-2013赛季的英超版权后，新英体育以“亲民”的姿态登场，让英超重新回归免费电视播出，并推进全媒体转播。除了赛事直播，新英还通过开创英超在中国的赛外活动、引入英超奖杯巡展等方式，增强球迷参与感，壮大了英超球迷队伍，推广了英超联赛。

新英体育继续获得2014-2019赛季的英超版权，开始对英超赛事采取部分场次收费观看，部分场次免费分销给各大平台，且转播价格较高。付费观看模式正式开启。

新英体育进一步推动体育付费市场发展，免费观看的英超比赛场数减少，新英体育网的付费用户数量激增。2018年新英体育与爱奇艺共同组建新爱体育，加速体育赛事版权相关业务的发展。

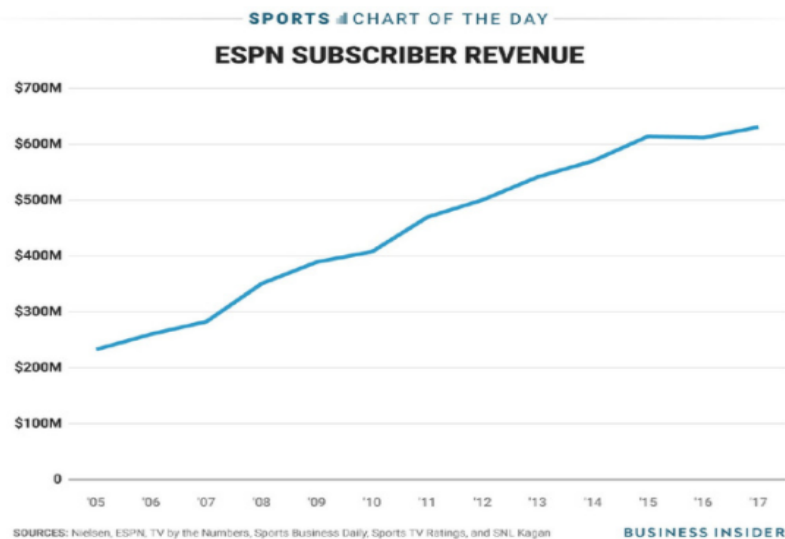
# 潜在付费用户数量大

新爱体育2018年9-12月实现营收5216万元，净利润亏损1.3亿元，版权下游变现依旧较弱。我们认为目前体育直播资源仍主要发挥引流的作用，提高平台用户数和用户活跃度。基于国内用户知识付费意识增强，网络视频付费用户数呈增长趋势，根据国外体育平台ESPN订阅用户为8800万，订阅收入在05-17年内稳定上升，我们认为未来中国潜在付费用户数量巨大，体育付费市场存在较大增长空间。

表 新爱体育财务数据（万元）

	2018年9-12月/2018年12月31日
合并总资产	83803
归属于母公司净资产	25834
营业收入	5216
净利润	-13464
归属于母公司净利润	-4270

图 ESPN订阅收入



# “互联网+”模式为体育直播注入新活力



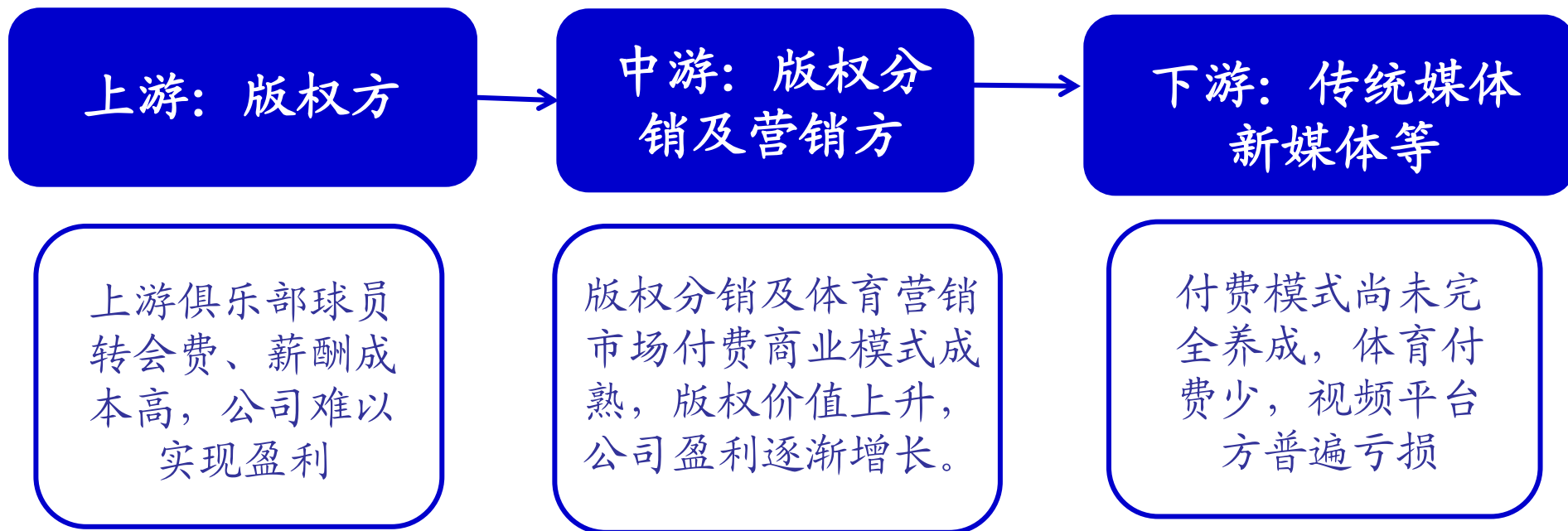
随着“互联网+”模式的发展，体育直播从传统的电视直播逐步向具有互动、分享、社区等特征的互联网直播过渡。以腾讯体育运营NBA赛事为例，篮球球迷主要为35岁以下的年轻人群，腾讯体育依托NBA赛事IP和平台的优势吸引这一细分群体，为品牌植入提供更精准的投放平台。在“互联网+”模式的互动中衍生也出了“球迷文化”，部分品牌凭借著名球星代言的优势，推出了一系列爆款“球鞋”等商品。我们认为体育直播与强势IP结合，正逐步成为品牌塑造和推广的新渠道。

表 腾讯体育NBA直播植入品牌

品牌	行业	节目名称	广告形式	广告时长(秒)
Beats	便携式播放器才/音响器材及配件	NBA湖人VS勇士	合作伙伴	54
NBA2K Online	移动应用与服务	NBA开拓者VS爵士	合作伙伴	683
Under Armour	衣着系列产品	NBA湖人VS勇士	合作伙伴	57
VIVO	通讯产品	NBA湖人VS勇士	合作伙伴	3494
VIVO	通讯产品	NBA开拓者VS爵士	合作伙伴	3529
安踏	衣着系列产品	NBA湖人VS勇士	合作伙伴	4000
安踏	衣着系列产品	NBA开拓者VS爵士	合作伙伴	1034
广汽三菱	交通工具	NBA湖人VS勇士	合作伙伴	3821
广汽三菱	交通工具	NBA开拓者VS爵士	合作伙伴	1648
杰士邦	个人健康产品	NBA湖人VS勇士	合作伙伴	126
口味王	零食糖果	NBA湖人VS勇士	合作伙伴	1428
耐克	衣着系列产品	NBA湖人VS勇士	合作伙伴	89

# 总结：下游付费习惯逐渐养成，产业链有望实现良性循环

从产业链商业价值分析，目前国内市场上游俱乐部球员转会费、薪酬成本高，造成俱乐部普遍亏损严重。而下游付费模式和欧美发达国家相比仍有较大差距，变现能力较弱，造成平台方亏损严重。目前国内中游版权分销及体育营销市场发展较好，龙头公司盈利能力较强。我们认为在未来借助政策约束，上游俱乐部、职业赛事将更规范化，同时在消费升级、内容付费习惯逐步养成的背景下，下游付费市场有望打开，足球产业链有望形成良性循环。



#### 第三节要点:

- 甲A联赛成立，中国足球开启职业化发展道路
- 市场化过程中充满坎坷
- 中国足球发展步入良性发展轨迹

足球运动及产业在中国迅速发展与其职业化机制的完善和商业化体系的成熟密不可分。1992年，全国足球工作会议明确了中国足球走职业化道路的方向，中国足球成为深化体育改革的突破口。1994年，中国甲A联赛正式揭幕，共有127个职业俱乐部参与，联赛总场数达到3024场。2004年，足协推出“中超联赛”，2013年和2015年中超联赛冠军广州恒大获得亚冠冠军，中超联赛的推出，极大的提升了中国足球的职业化和商业化程度。

## 图 国内足球联赛发展历史

1993年，中国足协“棒槌岛会议”讨论决定把1994年甲级A组联赛作为联赛改革试点，把中国足球推向市场经济轨道，逐步与国际接轨

2004年，足协总结中国十年职业足球的经验，正式推出“中超联赛”。5月15日，中超首轮开战。甲A联赛退出中国顶级足球联赛的历史舞台

2013年和2015年中超联赛冠军广州恒大获得亚冠冠军。



# 市场化过程中充满坎坷

在中国足球职业化、市场化过程中，曾出现假球、黑哨、赌博等违法行为，严重阻碍了足球运动健康发展，2009年中国足球进行反腐扫黑，相关问题才得到重视并解决。在国家队比赛中，国足曾于1984年和2004年两届亚洲杯获得亚军，但自2007年亚洲杯以来，国足屡次止步于小组赛、八强，未获得理想成绩。中国足球改革目标明确，2015年国务院通过的《中国足球改革发展总体方案》即提出了“职业联赛组织和竞赛水平达到亚洲一流，国家男足跻身亚洲前列”的中期目标，但目前国足实力与这一目标尚有差距。

表 国足历届亚洲杯战绩

1976	季军	2000	四强
1980	小组赛	2004	亚军
1984	亚军	2007	小组赛
1988	四强	2011	小组赛
1992	季军	2015	八强
1996	八强	2019	八强

图 中国国家男子足球队



# 中国足球发展步入良性发展轨迹

“世界杯出线”一直是国足的重要目标。5月24日，足协宣布“世界杯冠军教练”里皮再次执教中国国家队，备战将于9月开始的2022年卡塔尔世界杯预选赛。而在中国国家男子足球队最新集训名单中，李可成为中国首位归化国脚，为国足注入新鲜血液。近期中国足协换届选举，上港集团董事长陈戌源担任筹备组组长，有望为足协带来专业的管理经验。我们认为，我国足球改革在经过多年的艰难探索后，目前已经步入良性发展道路。

图 中国国家男子足球队主教练里皮



表 中国国家男子足球队最新集训名单

上海上港	颜骏凌、贺惯
广州恒大淘宝	郑智、张琳芃、黄博文、徐新、高准翼、韦世豪、杨立瑜
山东鲁能泰山	王大雷、蒿俊闵
北京中赫国安	于大宝、王刚、张稀哲、李磊、李可、张玉宁
江苏苏宁	吴曦、吉翔
上海绿地申花	朱辰杰
天津天海	张鹭、杨旭
重庆斯威	冯劲
天津泰达	木热合买提江

### 第三节要点：

#### 3.1 投资逻辑

#### 3.2 建议关注标的：当代明诚、星辉娱乐

我们认为，足球是世界第一运动，近期随着武磊留洋，以及2023年亚洲杯时隔19年再回中国，有望提高足球产业关注度，目前足球产业政策支持力度大，未来随着下游用户付费的逐步开启，足球产业有望迎来良性高速发展周期。我们重点推荐商业模式明确、盈利能力较强的产业链中游市场（体育版权分销+营销），以及运作能力较强、关注度较高的上游优质俱乐部资源。

**推荐当代明诚：**体育板块龙头，拥有亚足联、欧足联、西甲等核心赛事的权益，是2023年亚洲杯落地中国的直接受益公司。

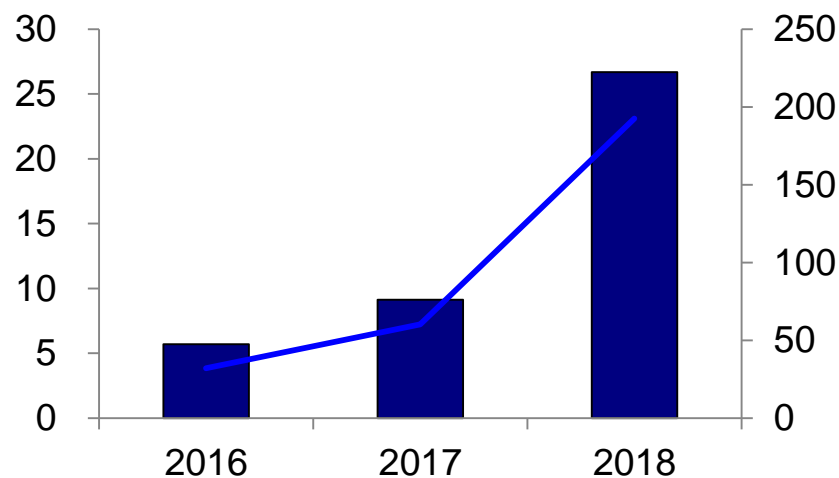
**关注星辉娱乐：**西甲俱乐部西班牙人控股方，武磊加盟，并助力球队成功进入欧联杯资格赛，赛事关注度有望提升。

**风险提示：**商誉减值风险。

# 当代明诚：打造优质体育产业生态链

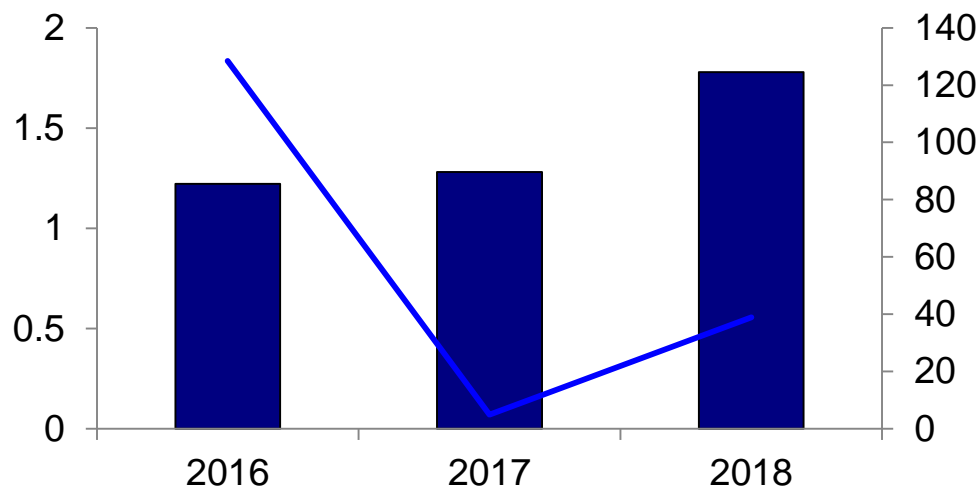
2018年，公司实现营业收入26.7亿元，同比增长193%；实现归属母公司净利润1.8亿元，同比增长39%。公司旗下的双刃剑在国内体育营销行业中处于领先地位，在2018年世界杯中成功协助多支知名球队和多名知名球员开发亚洲区域的商务权益。另外，公司通过完成对新英开曼的收购工作后，进一步完善了自身产业链，涉足体育版权领域。我们认为公司未来有望打造“体育营销+体育版权+体育平台+超级IP”的优质体育产业生态链。

图 2016-2018年营业收入及增长率



■ 营业收入 (亿元, 左轴)    — 增长率(%, 右轴)

图 2016-2018年归母净利润及增长率



■ 归母净利润 (亿元, 左轴)    — 增长率(%, 右轴)

# 当代明诚：版权丰富，将成为亚洲杯直接受益者



海通证券  
HAITONG

目前公司拥有西甲联赛2019/20-2024/25赛季全媒体版权、2021-2028年亚足联赛事全球独家赞助权和版权等权益，版权内容丰富，是2023年亚洲杯申办成功的最直接受益者之一。

风险提示：商誉减值风险。

赛事	时间	版权
亚足联相关赛事	2021-2028年	所有赛事的全球独家赞助权和版权，包括的重大赛事有：2023年和2027年两届亚洲杯，2022年和2026年两届世界杯亚洲区资格赛、8届亚冠联赛等
英超	2013/14至2018/19赛季	中国大陆和澳门地区的独家转播权及相关节目版权
欧足联国家队系列赛事	2018年1月1日至2022年11月30日	2020年欧洲杯正赛及预选赛、2022年世界杯欧洲区预选赛的新媒体独家版权以及全球赞助商权益
西甲	2019/20至2024/25赛季	全媒体版权
西班牙国王杯赛	2017/18和2018/19赛季	从第三轮杯赛开始的全媒体版权

# 星辉娱乐：营业收入持续增长，财务状况更稳健



海通证券  
HAITONG

2018年公司实现营业收入28.20亿元，较上年同期增长2.35%，归母净利润2.38亿元，较上年同期增长3.66%。为支持“趣丸网络”独立上市，公司在2018年6月剥离了“趣丸网络”，若剔除该影响，公司2018年度营业收入同比增长应为23.82%，19Q1营业收入同比增长8.67%。公司2015-2018年营业收入持续增长，2018年公司全年经营性现金流净额达到6.25亿元，同比增长123%，近5年复合增长率达61%，公司主营业务的盈利能力持续提升，债务负担下降，财务状况更加稳健。

图 2015-2018年营业收入及增长率

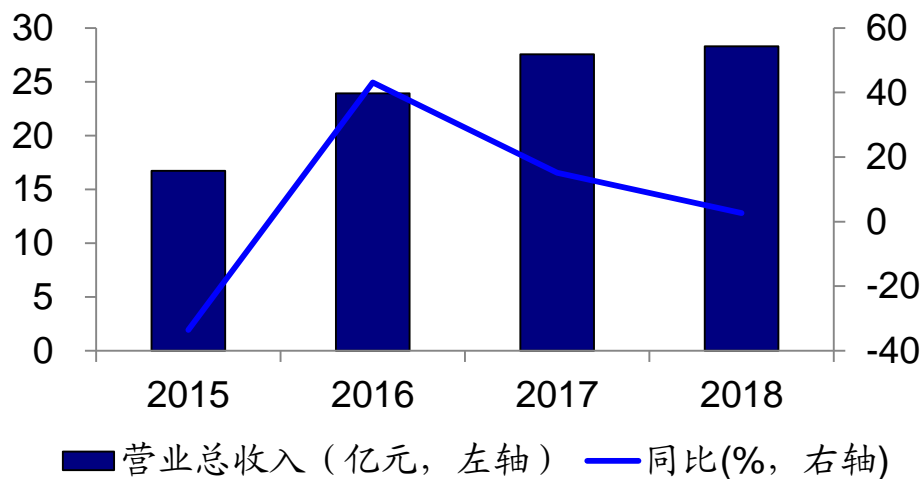
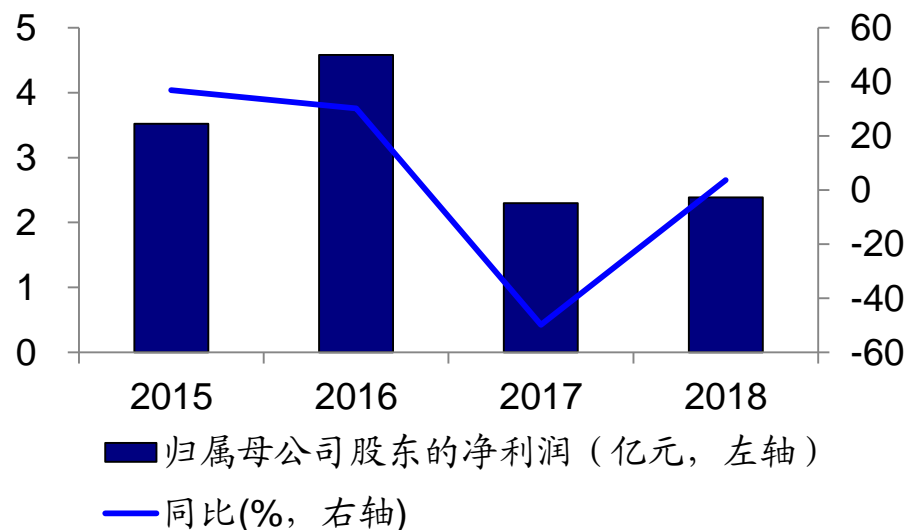


图 2015-2018年归母净利润及增长率



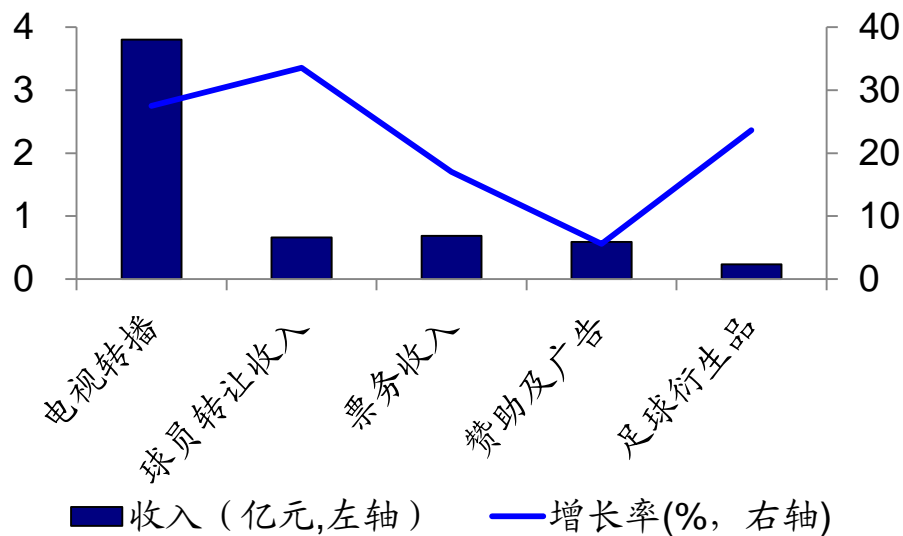
# 星辉娱乐：“武磊效应”提高关注度和粉丝量



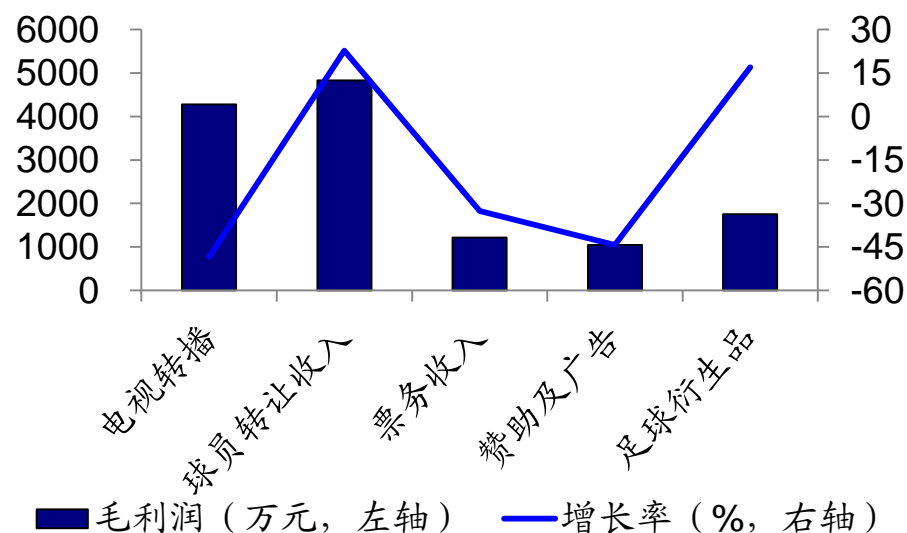
2018年足球俱乐部业务实现营业收入8.62亿元，同比增长44.41%，实现净利润1.04亿元。其中，受益于西甲联盟出售转播权的收入分成提升、及球队竞技能力提升，公司电视转播权收入增加。武磊转会皇家西班牙人提高了俱乐部报道的内容及电视新闻出镜率，星辉娱乐正式签约武磊为星辉游戏、星辉玩具的全球独家品牌代言人，我们认为，巨大的关注度和粉丝量将拓宽公司盈利渠道，实现公司多元业务叠加效应，提升公司的盈利能力。

风险提示：游戏流水下滑风险。

### 图 2018年公司体育业务营业收入及增长率



### 图 2018年公司体育业务毛利润及增长率





# 附：近年重大足球赛事表

重要赛事	时间	版权方	版权内容
2019-2020赛季欧冠联赛	2019-2020年	苏宁体育	独家新媒体转播权
2019亚冠联赛	2019年	苏宁体育	独家新媒体转播权
2020年欧洲杯	2020年	当代明诚	全球赞助权和数字媒体权利
2022年世界杯亚洲区预选赛 (四十强赛)	2019年9月- 2020年6月	当代明诚	全球独家商业权益 (包括赞助权和版权)
2022年世界杯亚洲区预选赛 (十二强赛)	2020年-2021 年	当代明诚	全球独家商业权益 (包括赞助权和版权)
2022年世界杯	2022年	—	——
2023年亚洲杯	2023年	当代明诚	全球独家商业权益 (包括赞助权和版权)

## 4.风险提示

- 1、产业发展增速不及预期
- 2、俱乐部经营和盈利风险
- 3、版权价值高估风险

## 分析师声明

郝艳辉 毛云聪、孙小雯

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 传媒研究团队:

传媒行业首席分析师 郝艳辉

电话: (010)58067906

Email: [hyh11052@htsec.com](mailto:hyh11052@htsec.com)

联席首席分析师: 毛云聪

电话: (010)58067907

Email: [myc11153@htsec.com](mailto:myc11153@htsec.com)

分析师: 孙小雯

电话: (021)23154120

Email: [sxw10268@htsec.com](mailto:sxw10268@htsec.com)

联系人: 陈星光

电话: 021-23219104

Email: [cxg11774@htsec.com](mailto:cxg11774@htsec.com)

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。