

第一视频(82.HK)

体育娱乐业务蓄势待发，上调目标价



京基證券集團
KINGKEY SECURITIES GROUP

- 去年完成业务重组并剥离电商及媒体业务后，集团的业务定位更为清晰，资源将集中在体育娱乐业务上。集团将更名为疯狂体育以反映其作为体育娱乐王国之地位。
- 我国体育产业市场价值超过人民币 3.0 万亿，到 2025 年有望超过人民币 5.0 万亿，当中蕴含庞大商机，有待疯狂体育发挖探索。
- 今年多项主要联赛如欧洲杯等复赛，且今后四年有多项全球体育盛事举行，如东京奥运会、世界杯及北京冬奥会等，将促进我国庞大彩民及体育粉群体对体彩及赛事相关信息娱乐之需求增长，集团定必受惠。
- 集团今年推出多款重磅体育手游，包括基于国际职业足球运动员联合会(FIFPro)授权并以欧洲杯为主题的实时在线足球手游《球场风云》及中超授权并为电竞联赛项目的《实况中超》。
- 集团于海南省开发以区块链技术驱动的赛事竞猜平台和积分兑换系统，将以 APP 作接口幅射全国，料今年第三季前面世。赛事竞猜平台将为集团开拓新收入来源，促进其他业务板块收入增长，更为其在线及线下体育娱乐生态圈导流。
- 基于今年多项大赛复赛及将举行奥运会，有利促进体彩销售及体育信息娱乐之需求，加上预期集团自其投资之收取股息增加，我们上调 FY21E 盈利预测 6%至 126.5 百万港元。
- 我们于去年 12 月 24 日建议买入第一视频，目标价设定在每股港元 1.01 元。当时其股价为港元 0.24。其股价于今年 2 月升至港元 1.0。我们维持买入第一视频建议，根据经调整体育娱乐业务之贴现金流估值(DCF)及分部估值总和(SOTP)，我们把目标价上调至港元 2.0 元，潜在升幅 2.9 倍。

基本数据

投资评级	买入
12 个月目标价(港元)	2.0
股价(截至 4 月 27 日)	0.7
总股数(百万股)	4,517.3
市值(亿港元)	3,162.1
股东持仓状况	张力军 (22.9%)
行业	互联网
发布尔日期	2020 年 4 月 29 日

财务资料

人民币	FY19A	FY20A	FY21E	FY22F
收入(百万)	186.0	300.8	529.3	889.2
变动(%)	-	61.7	76.0	68.0
净利润(百万)	(190.5)	(131.3)	126.5	247.6
变动(%)	-	-	-	95.8
核心利润(百万)	(97.3)	68.5	126.5	247.6
变动(%)	-	-	84.6	95.8
每股盈利(元)	(0.045)	(0.029)	0.028	0.055
市盈率(倍)	-	-	25.0	12.8
市账率(倍)	3.5	3.7	3.2	2.5
资产回报率(%)	(15.0)	(11.1)	9.4	15.3
权益回报率(%)	(21.2)	(15.2)	12.7	19.6



2020 年度業績

- 瘋狂體育 FY20A 的收入較 FY19A 大增 61.7% 至港元 3.0 億，但低於我們預測的港元 3.3 億。
- 瘋狂體育 FY20A 上半年度之收入較 FY19A 同期同比增長 53.0%，受惠於 2020 年下半年我國疫情進一步受控，其 FY20A 下半年度之收入更較 FY19A 同期增長 70.1%。
- 期內体彩知識付費平台瘋狂紅單、體育社交互動平台瘋狂體育、手游及体彩零售佣金收入分別按年增長 17.9%、14.9%、66.3% 及 0.8%。
- 瘋狂體育 FY20A 的毛利率為 43.5%，低於 FY19A 的 66.7% 及我們估計的 48.7%。期內毛利率變動是由於集團調整手游產品組合，增加發行棋牌遊戲以應對疫情期間之市場需求所致。
- 期內集團其他收益港元 8,340.5 萬，主要項目包括來自其持有之移動互聯網基金獲得股息收入港元 2,650.0 萬；來自其他金融資產之股息收入港元 1,956.9 萬；因亞洲銀行以美元 1,000.0 萬向獨立第三方出售了 3.3% 股權，亞洲銀行估值因而提升至美元 3.0 億，因此集團錄得非現金的理論出售收益港元 3,570.0 萬。
- 期內應占聯營公司虧損港元 3,173.4 萬來自亞洲銀行。
- 第一視頻 FY20A 全年錄虧損港元 1.3 億，較 2019 年度的虧損港元 1.9 億有所收窄，並高於我們預計的 FY20A 虧損港元 1.0 億。差異在我們低估了非核心虧損，主要為互聯網社交網絡服務資產及電商平台系統之無形資產撇賬，以及已終止電信媒體及電商業務之經營虧損等。
- 期內來自瘋狂體育的核心盈利達港元 6,852.5 萬，高於我們預測的港元 5,060.0 萬。而 FY19A 則錄得經調整後經營業務虧損港元 9,725.8 萬，集團 FY19A 業績包括虧損之電信媒體及電商業務。
- 集團的非核心資產包括移動互聯網基金(2020 年 12 月底賬面值近港元 2.6 億)、Golden Rock Fund(2020 年 12 月底賬面值近港元 1,930.0 萬)、亞洲銀行(2020 年 12 月底賬面值近港元 1,120.0 萬)、及於美國納斯達克上市之股份(2020 年 12 月底賬面值近港元 4,700.0 萬)以及中阿衛視基金(2020 年 12 月底賬面值近港元 8,590.0 萬)。集團的非核心資產總值為港元 4.2 億。
- 截至 2020 年底，集團持現金及淨現金分別為港元 1.1 億及港元 7,837.1 萬。
- 截至 2020 年底，集團總資產及淨資產分別為港元 11.9 億及港元 8.6 億。
- 2020 年底，集團以其中阿衛視業務和電商(量子港)及新媒體業務資產、兩項私募股權投資和杭州中金前海偉億投資合夥企業的有限合夥權益，按美元 1,108.0 萬對價，出售予中阿衛視基金；上述出售資產於 2020 年 12 月出售日期賬面值約接近港元 1.3 億。集團并按美元 1,108.0 萬對價，認購中阿衛視基金有限合夥人份額。由於上述交易，集團在 FY20A 錄得出售附屬公司虧損港元 2,235.5 萬。
- 中阿衛視基金由外部普通合夥人管理，雖然集團已不直接參與營運上述業務及資

产，但透过阿卫视基金仍可分享上述业务及资产之增值及增长。而且透过交易剥离电商新媒体后，集团的业务定位及财务表现更为清晰，並有助提升其营运以及财务表现。

- 於 FY20A，来自电商业务的收入占其总营业额的 87.8%，但该业务录得毛亏损港元 1,731.3 万。FY19A 来自电商业务的收入占其总营业额之 92.4%，但业务毛利率仅 0.1%，且毛利仅占集团当年度整体毛利的 2.5%。
- 集团于 2020 年 1 月按每股港元 0.2 配售 7,500.0 万股，集资港元 1,480.0 万。于 2020 年 12 月按每股港元 0.222 配售 215.2 百万股，集资港元 4,760.0 万。集团向管理层授出 2,300.0 万份 2020 年-2023 年，每份行使价港元 0.385 之购股权；4,700.0 万份 2020-2025 年，每份行使价港元 0.385 之购股权，以及 1,000.0 万份 2021-2026，每份行使价港元 1.12 之购股权。

在線付費體彩信息平台

- 「疯狂红单」為集團的在线付费彩票信息服务平台，該 APP 覆盖全国近八成的球迷及体彩玩家。「疯狂红单」为球迷及彩民提供英超、欧洲五大联赛及 NBA 等全球近 200 多个国家的联赛，以及世界杯、欧洲杯、奥运等大赛赛程及赛制信息。此外，「疯狂红单」签约业内专家、运动员、知名媒体记者等 KOL 入驻，为用户提供赛事前瞻分析、预测及建议。凭借整合过去二十多年 28 万多场赛事的大数据和数据分析，集团发展出人工智能的体育赛事分析工具，向用户提供赛事、胜负及赔率波动等精准分析模型。由于「疯狂红单」APP 获央视影音、爱奇艺体育、腾讯体育等拥有欧洲五大联赛以及 NBA 赛事新媒体版权合作方的赛事直播通知权限，用户可在疯狂红单平台直接跳转观看赛事直播。除竞猜型体彩信息外，平台上亦设常驻数据分析师，向用户提供乐透型彩票分析及预测。
- 「疯狂红单」的收入来源自 APP 用户消费及自第三方合作平台提取分成。疯狂红单 APP 向用户提供多项付费产品，包含单条内容收费、单独专家个人周期订阅收费、周期固定查看内容次数套餐卡收费、大数据模型周期订阅收费服务、以及疯狂红单用户会员收费等模式。

疯狂红单之内容发布渠道





- **市場领导者** 透過在 27 家第三方合作平台提供及发布付费体彩知识内容，包括新增的搜狐体育，疯狂红单不但扩阔体彩信息销售渠道从而增加收入，并提升其于体彩信息市场之占有率及品牌知名度。疯狂红单平台向第三方合作平台提供不同类型及格式之体彩信息产品。例如向国内知名的全球体育信息网博客虎扑体育提供新上线红单会员功能、AI 预测、大数据锦囊及赛事情报分析等。疯狂红单平台在国内知名的在线音频分享平台喜马拉雅向用户提供音视频付费红单赛事分析内容。不排除以后疯狂红单内容登上其他短视频应用平台。根据易观国际 2019 年的报告，「疯狂红单」APP 是我国付费体彩信息服务市场的绝对领导者，其覆盖近八成之互联网体育用户，在彩票知识付费平台中综合实力以及用户覆盖数中均位列第一。
- **高增长行业** 短期看，随着疫情缓和及各大联赛复赛，商业体育竞技比赛各利益方更着重从无现场观众的直播赛事中挖掘价值，以及未来两年将举行的全球体育盛事等因素，将有助推动市场对付费体彩信息内容之需求。着眼长远看，更多彩种及更多更方便的购彩渠道，以及体育比赛进一步娱乐化等因素，均促进彩民基数扩展从而推动付费体彩知识信息之需求。灼识咨询在其报告中预测，付费体彩知识信息行业之市场规模将由 2019 年的人民币 4.4 亿元增加至 2024 年的人民币 27.0 亿元，5 年均复合增长率达 43.4%。

體育視頻社交平台

- 「疯狂体育」手机应用程序是集提供体育赛事信息、体育短视频、体育赛事直播及短视频社交功能于一身。平台常驻体育记者，向用户提供足球、篮球和其他体育的报道、赛事分析、运动员信息以及体壇花边新闻等内容。「疯狂体育」于 2020 年引入赛事版权平台的版权赛事及赛事直播通知权限，其既播放赛事，并累积了相当数量的赛事相关视频，以及其平台专家、大咖录制的短视频内容，和引入其他平台内容，因此「疯狂体育」已建立起丰富的内容库。即使 2020 年上半年由于在疫情下各大联赛停赛，导致体育信息领域各主要平台用户流量下跌，得益于其丰富且兼具互动性和娱乐性的体育内容，「疯狂体育」用户数目在 2020 年上半年录得正增长。「疯狂体育」APP 的收入来源包括广告收入、付费阅读、付费视频、会员及用户充值打赏等。
- 「疯狂体育」APP 为「疯狂红单」、游戏及线下彩票销售导流。在「疯狂体育」APP 设「疯狂红单」之体彩推荐功能，并与赛事直播结合。赛事直播时，专家主播可以实时发送彩票分析内展示在 APP 内「商城」界面，会员可通过支付以获取分析，做到边看直播边看专家分析。此外，通过 APP 内活动，如签到、分享、发布原创内容等任务获得积分，以兑换红单、游戏等优惠券、礼包等，「疯狂体育」APP 搭建起积分获取和商城兑换体系，并培养用户习惯，为将在今年内推出的海南赛事竞猜平台和积分兑换系统项目打下基础。



體彩零售業務

- **全国便利店体彩终端网络** 疯狂体育在全国范围内的连锁便利店内，安装体彩终端机，便利顾客购彩，以及与 45 家彩票专营店合作，向疯狂体育及其合作渠道 VIP 会员，提供 1 对 1 的服务。在我国，体育彩票发行属国家财政部监管，并需由各省体彩中心专项审批，若要获得开设体彩业务之许可需符合多项严格要求，及营运商需向体彩中心为每台体彩终端机支付押金，因此，连锁便利店/超市与疯狂体育合作是最方便快捷且资本开支最少的途径开设彩票零售业务。疯狂体育已与 13 个省市之体彩中心签约並获许可进行体彩零售业务，包括北京、天津、重庆、山东威海、江苏南京、河南许昌、湖南长沙、湖南株洲、湖南衡阳广东广州、广东深圳、湖北武汉等。截止 2020 年底，疯狂体育在全国 13 个城市合共开通共 1,003 家彩票零售网点。据悉，由于疫情受控，开通速度得以加快，據估计集团于 2021 年 3 月底已开通超过 1,800.0 家网点。
- **网络快速扩张** 2020 年，疯狂体育与 18 家连锁便利店订立协议，并已开通网点的包括好邻居、全时、便利蜂、家家悦、广东 7-Eleven、优客家、千惠、天福、安徽的中商罗森(LAWSON)、最佳搭档、友邻有家、广东华润万家、大连快客、以及湖南和江西省中石化易捷等。其中中石化易捷集加油站与便利店于一身，店内除出售冷热食品饮料、各地特产及汽车用品外，还设置有 ATM 机、加油卡发卡中心等设施。预计疯狂体育将可在合作伙伴遍布中国的至少 30,000 家零售连锁店中安装、运营和维护自助体育彩票终端机。此外，疯狂体育与拉卡拉旗下之汇积天下技术服务就有关为后者之合作商户提供体彩销售及技术服务，于 2021 年 1 月达成战略合作协议。拉卡拉是我国领先第三方支付企业，以信息科技为中小微企业的经营赋能。截至 2019 年底，拉卡拉累计服务商户超过 2,100 万家，业务覆盖商超、便利店、社区零售店、物流、餐饮、物业、保险、贸易等行业。疯狂体育有望通过与拉卡拉合作加速其体育彩票零售网络扩张。
- **FY21E 有望收支平衡** 疯狂体育需向当地的国家体育彩票管理中心为每一台彩票终端机支付约人民币 1,500.0-2,000.0 元之押金，而每个销售点之一次性启动和营销开支估计低于人民币 2,500.0 元，而每台终端机的每月运行和维护费用估计为人民币 100.0 元至人民币 200.0 元。作为回报，疯狂体育将获得销售点产生之体育彩票销售收入之部份作为提成，大约范围为 2.0% 至 2.5%。由于业务主要开支为一次性启动和营销开支，估计每个销售点之收支平衡点為彩票投注额约人民币 100,000.0-172,000.0 元，即月投注额人民币约人民币 8,333.3-14,333.3 元。去年，广州、南京、天津的同店单月投注额已屡次超过人民币 10,000 元，其中，南京有销售点在 2020 年 11 月录得销售额人民币 19,936 元。估计在销售点增加(2021 年度有望增至 10,000 家)及同店单月销售上升推动下，疯狂体育的体彩零售业务将在短期内实现盈利。



- **为在线业务导流** 此外，体彩零售业务把线下彩民导向疯狂体育的在线业务。彩民在线下场景购彩后，可通过微信公众号、「疯狂红单」及「疯狂体育」等 APP 获在线客服、彩票信息及专家推荐内容，查询中奖及进行快捷兑奖。另一方面，彩票终端机上贴有「疯狂红单」APP 的二维码，彩民在购彩时可扫码以下载或登入「疯狂红单」APP，为「疯狂红单」APP 导流，他日海南竞猜平台上线，疯狂体育也能把下载或登入海南竞猜平台 APP 的二维码附设在彩票终端机上。便利店顾客在购物时顺道购彩，便利店彩票零售场境扩大彩民基础，有利疯狂体育生态圈内其他业务收入增长。其中一些疯狂体育的合作伙伴，推出一些推广活动如购彩送咖啡等以推广彩票，有助加快便利彩票普及化。

體育競技手遊

- **体育竞技手游定位** 疯狂体育定位为体育竞技手游商。其 16 家游戏研发及发行合作伙伴遍布我国、英国、西班牙、美国、俄罗斯、芬兰、奥地利及斯洛伐克等十多个国家，并已推出了 20 款以上以体育竞技为主题的手游，包括著名足球写实类游戏《梦幻足球世界》(Soccer Manger) 及《实况中超》。
- **进军电竞** 《实况中超》是中超联赛首款官方授权操控 11 人足球对战类手游，该游戏获由希鸥网发起，并由 40 家媒体单位和投资机构联合评审的 2020 年度最佳体育游戏大奖。2020 年 11 月，该手游获黑龙江省体育局批复，为省官方指定的电竞项目。疯狂体育亦将推出用于首届「龙江杯」电竞联赛在线选拔及线下电子竞技比赛之电竞版《实况中超》。微观上，成为电竞项目绝对有利《实况中超》之推广，有助推动该手游之下载及游戏内消费。电竞直播亦具备成为「疯狂体育」APP 和其平台及关联渠道上受欢迎之内容并创造广告收入之潜力，也有望成为海南赛事竞猜平台之其中一项项目，且能导入流量及有助鼓励疯狂体育生态圈内之用户消费，创造庞大商机。

实况中超、梦想足球及球场风云



來源: 公司資料

- **引入《Sociable Soccer》** 《Sociable Soccer》是一款实况对战类足球电竞手游，具

备流畅的对战画面及创新玩法。该游戏由 Tower Studios 及 Combo Breaker 开发，并由苹果在全球 150 多个国家独家发行。疯狂体育将联同游戏开发商之一 Tower Studios 及中国移动旗下咪咕互娱，联合制作及发行中国地区之《Sociable Soccer》，即《梦想足球》。《梦想足球》游戏版号已获得国家新闻出版署批准，预计 2021 年第二季内，在欧洲足球锦标赛前夕推出。

- **欧洲杯 IP 战略** 疯狂体育于今年 1 月，获得国际职业足球运动员联合会(FIFPro) 之 2021-2023 年正版 IP 授权。创立于 1965 年的 FIFPro 是代表全球 60 多个国家职业足球运动员的协会。FIFPro 之 IP 允许疯狂体育使用包括英格兰、法国、西班牙、意大利、荷兰等全球 54 个国家队及足球联赛之国际球星的姓名及肖像权。疯狂体育将在大中华区发行基于 FIFPro 之国际球星 IP，以欧洲杯为主题的实时在线 PVP 足球手游《球场风云》。该游戏具备约 60,000 名全球职业球员的姓名和肖像权，包括英格兰、法国、西班牙、意大利、荷兰等 54 个国家之知名球星，并融合 RPG 球员养成和俱乐部模拟经营。游戏独创球员技巧技能和战术套路体系，通过简单的按键即可让体验各种花式操作。玩家还可以在游戏中的操控球队进行天梯排位赛。玩家在游戏中收集球星，体验冠军之旅剧情、培养原创球员，并打造专属球队。
- 欧洲足球锦标赛(UEFA EURO) 是全球最受欢迎及瞩目的职业足球联赛，全球超过 120 家广播机构于 200 多个国家与地区转播欧洲杯赛事。由于疫情 2020 年欧洲杯已延至今年 6 月，令全球球迷引翘首以盼。若疯狂体育在今年次季欧洲杯前夕推出《球场风云》，将大收推广宣传之效，对推动游戏下载率及玩家在游戏内付费率肯定积极。透过签订独家代理协议，疯狂体育授权智傲控股(8282 HK) 在香港、澳门、台湾地区发行《球场风云》。《球场风云》正进行公测，游戏亦已在华为、OPPO、VIVO、UC、应用宝等渠道接受预约，预约玩家已超过 106 万人。
- **中超 IP 梦幻足球** 疯狂体育自 2017 年起成为中超联赛的官方游戏合作伙伴。自此，疯狂体育已在其发行的数款游戏中，使用 16 个中超俱乐部和 500 多名足球运动员的官方 IP，当中包括《实况中超》及《中超英雄》等游戏。疯狂体育正开发基于中超 IP 的范特西式足球游戏《梦幻中超》。我们认为，《梦幻中超》有机会成为疯狂体育海南赛事竞猜平台中的一部份，起驱动及推广整个平台的功能。
- **推出范特西/梦幻式游戏**，范特西或称梦幻体育游戏(Fantasy sports) 在美国风行已久，且玩家群体庞大，并已出现不少职业玩家。在我国，范特西体育游戏起步较晚，且该类游戏数目很少，当中比较出名的平台是《鹿战》。
- 梦幻类或范特西体育游戏其实是数据体育竞技平台，基本玩法是玩家从特定的比赛中选择现役球员组成阵容，并根据真实比赛中现役球员的实际表现（数据统计）计算得分并与其他玩家比分。较高阶玩法包括擂主赛、战队赛和淘汰赛等。
- 既然是数据体育竞技平台，玩家需具备体育运动比赛及现役运动员的知识，且要时刻追踪最新比赛数据及运动员动态和成绩并作出分析，从而组成及调整玩家在游戏内专属队伍。在美国，范特西体育游戏含博彩成份，玩法有每日制现金游戏及联赛。我国范特西体育游戏不含博彩成份。



- 贏家在獲勝後將獲得獎品或分數，這和瘋狂體育的海南賽事竞猜平台營運理念及模式相當匹配。而且，范特西玩家需要大量信息從而轉向集團的信息平台，將推動「瘋狂紅單」及「瘋狂體育」的流量及內容銷售。
- **手游儲備及發行渠道** 瘋狂體育具備充足新手游以供其推出市場。其已獲《足球主席》(Football Chairman)、《夢想籃球》、《超級灌籃》(Basketball Slam)、《夢幻籃球世界》(Fantasy Basketball Manager)、《漂移飛車傳奇》(Drift Legends)、《網球公開賽》(Tennis World Open)、《銀河保齡球》(Galaxy Bowling)、《可愛跑酷》(Cute Rush Runaway)、《火柴人大亂鬥》(Slapstick Fighter)等多款遊戲在中國之發行權，並將陸續發行上述遊戲。此外，瘋狂體育透過與360遊戲於2020年4月達成有關聯營遊戲的戰略合作協議，引入《全民奇蹟》、《射雕英雄傳》、《大航海時代》等120款以上遊戲。發行渠道方面，除360外，瘋狂體育是騰訊、網易和藍疊等合作夥伴。其亦與全游電競等下游渠道合作，通過遊戲公會、網吧聯盟等推廣發行遊戲。



海南策略：賽事競猜和積分兌換平台

- **立足海南，幅射全國** 2018年，我國中央政府支持把海南省建設為自由貿易試驗區，並透過《中國國務院關於支持海南全面深化改革開放的指導意見》文件，明確提出鼓勵海南發展沙灘運動、水上運動、賽馬運動等項目，支持在海南打造國家體育旅遊示範區，探索發展競猜型體育彩票和大型國際賽事即開彩票。海南省政府獲國家政策支持在當地發展特色體育娛樂業，並因而制定《海南發展特色文體娛樂項目試行辦法》及整體實施方案，研發有獎競猜積分系統平台和監控平台。多家企業因而向海南省相關部門提交了開展競猜業務的申請，而集團旗下的瘋狂體育已成功取得開展相關體育娛樂平台業務的批准。
- **瘋狂體育計劃**根據《海南省人民政府關於加快發展體育產業促進體育消費的實施意見》和《海南省人民政府辦公廳關於加快發展健身休閒產業的實施意見》之有關規定，正於海南省搭建以區塊鏈技術驅動的賽事競猜平台和積分兌換系統。該平台將推出體育競技比賽相關有獎競猜遊戲，以及推廣海南省內各類體育賽事及文旅事業並刺激當地消費。可供全國參與競猜項目包括如 NBA 及歐洲杯等國際足球及籃球聯賽及世界盃等國際大賽、其他在海南或海南以外地區舉行的賽事項目，包括自行車賽事、方程式賽車、拳擊及其他運動賽事，以至電競賽事等的有獎競猜活動。
- **推出賽事競猜 APP** 以區塊鏈技術驅動的海南賽事競猜平台和積分系統將以 APP 作用戶介面。設想中，該開發中的 APP 除了包括賽事競猜、充值及積分兌換等功能外，也包含「瘋狂紅單」及「瘋狂體育」的功能，包括賽事信息、賽事預測、賽事直播、體育社區等。用家需充值兌換成代幣以供 APP 內消費。若玩家要參與賽事競猜遊戲，代價為一定數量的積分或數字代幣。競猜遊戲中勝出的玩家將會獲得獎勵積分或數字代幣。用家可以積分或數字代幣在 APP 內換取其他內容及服務，包括「瘋狂紅單」及「瘋狂體育」的內容及服務，如以積分或數字代幣購買「瘋狂紅單」的体彩信息及比賽數據，打償「瘋狂體育」APP 平台上的主播，或是為瘋狂體育旗下的手游充值消費。海南賽事競猜平台的積分或數字代幣不能兌換現金。用家可以積分或數字代幣兌換取海南省內免稅店之商品、酒店及航空服務等文旅消費商品，有助達至推動海南旅遊消費之目標。這些商品由瘋狂體育斥資購置，視為營運支出。
- **與火鏈合作** 以區塊鏈技術驅動的海南賽事競猜平台及積分兌換系統是瘋狂體育與火鏈科技合作之首個項目。今年 2 月瘋狂體育與火幣集團旗下的火鏈科技簽訂戰略合作框架協議並建立戰略合作關係。雙方將圍繞於体彩相關事業內使用區塊鏈技術之可行性及探索區塊鏈+體育之商業模式進行共同研究及合作，包括以火鏈科技為基礎的區塊鏈技術底層，即於体彩業務生態圈利用 Plug In 智能合約技術，從



而实现全流程真实可信自动化执行；通过区块链的分布式存储和不可篡改技术，从而保证数字资产数据之真实性；基于多种链上技术模块组合，保证生态参与者的权益，并推进生态的多维延展。

- 创立于 2013 年，火币集团业务聚焦区块链技术和产业融合，发展包括产业区块链、公链、数字资产交易、数字资产安全钱包、矿池、投资、孵化、研究等业务。火币集团先后投资 60+ 上下游企业，形成了其数字经济产业生态体系。火币集团与阿根廷、俄罗斯、泰国、尼日利亚等多个国家开展区块链技术及应用领域合作，并在全球多个地区拥有数字资产服务商合规牌照。其于美国、日本、直布罗陀、泰国等 12 个国家和地区设有子公司或合伙公司，拥有超过 1,300 名员工。火币的数字资产交易平台为超过 170 国家的用户提供服务。火币集团旗下之火链科技为区块链技术供货商，已自主研发出多项自主知识产权的火链科技底层区块链技术，并以为零售业、快消品、电商、物联网、旅游业等 20 多个领域之企业作了区块链赋能实践。其亦设有火链科技研究院、火链科技大学、产业赋能中心、火链 Labs 等教育、推广及研发部门，推动区块链技术产业化发展。
- **以区块链技术驱动之优点** 区块链技术其实颇为合适为体彩业务及相关生态圈赋能。由于每一区块链上的数据都分别储存在不同的云端上，数据核算和储存都是分布式的，没有中心机制，这种去中心化的机制令区块链具备开放性，同时令攻击中心行为无效，大幅加强保安性。除加密信息外，任何人都可以透过公开接口去查询区块链中的数据。而且区块链上的数据是分布式的演算，无人可篡改网络上的数据，加上区块链中的每一项数据记录一经验证就永不可改动，彻底除去人为篡改可能性，保障数据记录绝对安全。在体彩及赛事竞猜游戏场景，用户均可透过应用程序查询游戏结果，无须担心结果被篡改，而且，基于区块链技术的去中心化及不可篡改性，用户于应用程序内账户储存的积分或数字代币等数字资产以及获奖记录等安全性高，不怕被盗及篡改。客户的个人资料保密度高且安全。
- **为生态圈导流及创收** 预期海南赛事竞猜平台及积分兑换系统将于今年第三季上线，估计除平台自身产生来自竞猜游戏的收入以及广告及海南文旅业务推广收入外，更会带动疯狂体育生态圈内多个业务板块之收入增长，并导入流量，如推动来自出售赛事分析及结果预测、提供贴士赔率以及赛事更新信息的收入，导流至其体育直播互动之社交平台，并创造更多在线收入，或引领用家到线下体彩票零售点购彩。海南赛事竞猜平台也可能成为疯狂体育拓展其电竞事业及推广其主打手游的切入点。潜在情景为疯狂体育发行之体育主题游戏，例如《实况中超》为在海南举办的电竞赛事项目，那么海南赛事竞猜平台就会推出电竞赛事关联之竞猜游戏及在多渠道直播赛事，在获取广告收入之余，大大提升疯狂体育旗下作为电竞赛事项目之游戏之关注度，有助提升游戏下载率及玩家在游戏内付费率。
- **我国体育娱乐事业商机庞大** 估计 2020 年中国体育产业市场价值超过人民币 3.0 万亿，我国国家体育总局宣布于「十四五」规划期间推动高质量的体育发展，目标 2025 年前，把我国体育产业市场价值增加至人民币 5.0 万亿，估计我国居民体育



- 消费的总量大概在人民币 1.5 万至 1.8 万亿。在深圳、上海、北京等一线大都会，人均体育消费已接近人民币 4,000.0 元。但是，我国居民体育消费中，约 75.0% 是花在体育服装及装备上，而在体育相关服务及娱乐之消费不到 25.0%，由此可见，我国体育产业市场内尚有很多领域，尤其是在赛事相关娱乐领域具备大幅增长之潜能有待挖掘。而体育彩票正是促进我国体育赛事相关产业增长之重要催化剂。
- **竞猜型体彩成主流** 根据灼识咨询在其报告中之预测，按收入计我国体育彩票行业之市场规模预计将由 2019 年的人民币 2,308 亿元增加至 2024 年的人民币 3,955 亿元。随着体育赛事娱乐化及我国球迷群体日渐扩大，竞猜型体彩占体育彩票销售总额之百分比由 2015 年的 35.0% 增长至 2019 年的 53.0%，预期到 2024 年该比率将增至 67.0%。



- **唯一于港交所上市之体育娱乐王国** 而第一视频正是于香港交易所主板的上市企业中，唯一专注体育娱乐之上市企业。鉴于其崭新独特且全面的体育及体彩生态圈，我们预期第一视频未来的收入增长率会高于我国体育产业市场之整体增长率。
- **赛事驱动收入及流量增长** 去年多项主要联赛因疫情关系延期，今年得以复赛。今年 6 至 7 月，将举行已延迟一年的欧洲杯及美洲杯足球赛。而且由今年起至 2025 年，有多项全球体育盛事举行，包括今年 7 至 8 月的东京奥运会及成都世界大学生运动会；2022 年举办的世界杯、北京冬奥会、冬残奥会及世界乒乓球锦标赛；及 2025 年的世界运动会。大型联赛及国际体育盛事将促进我国庞大彩民及体育粉群体对体彩及体彩相关信息娱乐之需求增长，第一视频旗下之疯狂体育定必受惠。
- 第一视频自 2009 年度起已从事彩票相关业务，包括彩票的线上销售及提供彩票资讯及周边服务。其原先彩票相关业务产生的收益 2009 年至 2014 年之五年均复合年增长率达 30.4% 增长，至 2014 年度的超过港元 2.4 亿；彩票相关业务的经营利润同期五年均复合年增长率 16.7% 增长，至 2014 年的港元超过港元 7,900.0 万。而我国自 2015 年禁止在线彩票，第一视频亦把业务重心转移至现时的体育赛事娱乐及体彩生态圈营运。在今天，互联网已成为生活必须，加上新技术如区块链的运用能增强在线售彩之安全性，我们预计在线彩票多方面的限制放宽将指日可待。



盈利預測及投資建議

- **海外线上体育竞技娱乐板块回报理想** 由于社交距离措施以及在家工作措施令人们在家时间增加，加上各欧美政府向国民发放现金救助，促进在线体育竞技娱乐游戏扩大客户并高速发展。长线而言，在线支付普及化，在线体育竞技娱乐游戏推陈出新，社交媒体全天候向用户提供各种体育、竞猜及游戏相关信息等均有助养成用户常玩在线体育竞技娱乐游戏习惯，由于在线体育竞技娱乐游戏受惠于疫情且行业增长前景理想，行业相关股份过去 12 个月也录得理想回报。

海外在线体育竞技娱乐企业估值比较

公司	代碼	市值 (美元百萬)	市盈率 (倍)	預測市盈率 (倍)	EV/EBITDA (倍)	預測 EV/EBITDA (倍)
EVOLUTION GAMING	EVO SS	328,336.1	63.7	48.4	51.5	39.7
ZEAL NETWORK SE	TIMA GR	9,171.8	79.9	43.1	39.9	24.4
LOTTO24	LO24 GR	5,885.4	-	-	-	-
OPAP SA	OPAP GA	40,027.1	12.8	11.2	7.8	6.9
WILLIAM HILL	WMH LN	30,792.6	36.2	28.0	13.6	11.1
FLUTTER ENTERTAI	FLTR LN	295,363.0	50.3	37.4	28.3	23.3
ENTAIN PLC	ENT LN	108,788.6	34.6	20.6	14.5	11.8
INTERNATIONAL GA	IGT US	27,769.7	29.7	17.0	8.9	8.0
DRAFTKINGS INC-A	DKNG US	182,538.2	-	-	-	-
PENN NATL GAMING	PENN US	112,601.0	58.6	43.1	11.4	12.7
FLUTTER ENT-ADR	PDYPY US	300,531.1	-	-	-	-
GOLDEN NUGGET ON	GNOG US	9,011.6	-	-	-	-
SCIENTIFIC GAMES	SGMS US	41,901.1	-	29.4	12.2	10.1
GAN LTD	GAN US	6,412.0	-	86.2	57.4	28.8
加權平均			51.8	38.0	30.3	24.3

來源: 彭博

疯狂体育的贴现现金流量估值(DCF)

港元百萬元	FY21E	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	退場估值
稅息折舊及攤銷前利潤	149.3	315.3	482.9	697.5	795.6	1,056.3	
營運資金變動	10.3	(58.0)	(45.1)	(17.4)	(15.7)	(6.9)	
資本支出	(34.4)	(55.0)	(60.1)	(66.1)	(72.5)	(5.5)	
自由現金流量	173.5	428.3	588.1	781.0	883.8	1,068.6	
貼現現金流量	150.8	323.8	386.7	446.5	439.4	462.0	6,337.7
貼現率	(%)	15.0					
企業價值倍數	(x)	6.0					
估值	港元百萬	8,546.9					
價值/股份 (港元)	港元	1.89					

來源: 京基證券集團研究部估計


第一視頻集團的分部估值总和(SOPT)

体育娱乐业务	贴现现金流量估值	(港元百万)	8,546.9
亚洲银行 46.0%权益	账面值	(港元百万)	11.2
其他金融资产	账面值	(港元百万)	412.3
净现金		(港元百万)	78.4
总数		(港元百万)	9,048.8

來源: 京基證券集團研究部估計

- 我们调整了计算集团体育娱乐业务的贴现现金流量估值模型，包括加入 FY26F 现金流预测，及提升退场之企业价值倍数致 6.0 倍，低於其 FY22F EV/EBITDA 9.8 倍，以及其他海外上市的线上体育竞技娱乐游戏企业之加權平均預測 EV/EBITDA 24.3 倍。模型中采用的贴现率维持在 15.0%。我们得出集团体育娱乐业务估值为港元 85.5 亿，每股港元 1.89。
- 我们以账面值计算集团的金融资产及其持有之亚洲商业银行权益。
- 集团的估值为港元 90.5 亿，每股港元 2.0 元。
- 我们于去年 12 月 24 日把第一视频纳入研究范围，并建议买入，且根据估值模型把目标价设定在每股港元 1.01 元，当时第一视频股价为每股港元 0.24。第一视频之股价亦于今年 2 月升至每股港元 1.0。
- 过去 12 个月，于海外上市的线上体育竞技企业股份回报表现理想。按市盈率，第一视频之估值在这些企业股份当中仅属偏低水平，而且这些企业当中有些企业估计未来 12 至 24 个月仍将录得亏损。
- 我们维持买入第一视频建议，根据经调整体育娱乐业务之贴现金流估值 (DCF) 及分部估值总和 (SOTP)，我们把 12 个月目标价上调至每股港元 2.0 元，潜在升幅 2.9 倍。



截至12月31日止财政年度之损益表

港元百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22F
收入	186.0	300.8	529.3	889.2
销售成本	(61.9)	(170.1)	(229.4)	(395.3)
毛利	124.1	130.7	299.8	493.9
其他	12.6	83.4	25.0	23.3
销售&分销开支	(48.9)	(52.9)	(91.2)	(109.6)
行政开支	(76.3)	(61.4)	(83.1)	(114.5)
减值	(71.8)	(0.9)	0.0	0.0
财务成本	(0.4)	(0.9)	(1.8)	(1.8)
联营公司亏损	(40.2)	(31.7)	0.0	0.0
除税前溢利	(100.8)	66.4	148.8	291.3
税项	3.6	2.1	(22.3)	(43.7)
核心盈利	(97.3)	68.5	126.5	247.6
已终止业务亏损	(93.3)	(199.9)	0.0	0.0
拥有人应占溢利	(190.5)	(131.3)	126.5	247.6

于12月31日之资产负债表

港元百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22F
固定资产	39.5	30.4	31.2	32.2
无形资产	210.0	53.1	77.1	126.6
商誉	404.7	426.9	329.8	323.8
其他	365.3	373.2	444.6	444.6
非流动资产总值	1,019.5	883.6	882.7	927.3
存货	36.3	0.4	2.0	2.0
应收账款	89.9	109.2	132.6	212.1
现金	58.9	109.8	249.6	401.4
其他	67.7	84.3	72.5	72.5
流动资产总值	252.8	303.6	456.6	688.0
借款	19.6	21.1	13.1	13.7
应付账款	154.1	94.9	99.9	80.0
应付税项	112.1	112.1	112.1	112.1
其他	50.6	61.6	84.0	105.5
流动负债总额	336.4	289.7	309.1	311.3
借款	13.4	10.3	14.2	14.9
递延税项	9.0	6.3	6.3	6.3
非流动负债	22.4	16.6	20.5	21.1
资产净额	897.0	864.3	993.1	1,266.3
少数股东权益	16.4	16.6	16.6	16.6

截至12月31日止财政年度之现金流量表

港元百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22F
税前利润	(194.1)	(133.5)	148.8	291.3
折旧及摊销	57.8	52.1	17.6	34.8
利息开支	1.2	1.1	0.8	0.1
非现金项目	119.5	79.7	(17.8)	(10.9)
EBITDA	(15.5)	(0.6)	149.3	315.3
营运资金变动	40.5	(20.7)	10.3	(58.0)
其他	26.1	(7.9)	-	-
已付税项	(2.0)	0.0	(22.3)	(43.7)
经营现金流量	49.1	(29.2)	137.3	213.6
资本开支	(23.5)	(2.9)	(34.4)	(55.0)
其他	(87.8)	30.1	41.6	(7.4)
投资现金流量	(111.3)	27.2	7.2	(62.4)
已派股息	0.0	0.0	0.0	0.0
贷款变动	5.6	3.4	(8.8)	0.0
利息开支	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.6)
其他	(14.2)	49.7	4.8	1.2
融资现金流量	(8.8)	52.7	(4.7)	0.6
现金变动	(71.0)	50.7	139.8	151.9
期初现金	131.9	58.9	109.8	249.6
变动	(2.0)	0.1	0.0	0.0
期末现金	58.9	109.8	249.6	401.4

财务比率

港元百万元	FY19A	FY20A	FY21E	FY22F
存货周转天数	7.7	39.4	1.9	1.8
贸易应收账款天数	4.9	33.8	14.2	2.9
贸易应付账款天数	31.3	267.1	29.2	29.2
毛利率(%)	66.7	43.5	56.6	55.5
经营利润率(%)	(54.2)	22.1	28.1	32.8
EBITDA率(%)	(8.3)	(0.2)	28.2	35.5
纯利率(%)	(102.5)	(43.7)	23.9	27.8
核心权益回报率(%)	(11.0)	8.1	13.0	19.8
核心资产回报率(%)	(7.6)	5.8	9.4	15.3
利息覆盖率(x)	-	-	-	-
流动比率(x)	0.8	1.0	1.5	2.2
速动比率(x)	0.4	0.8	1.2	2.0
资产负债比率(%)	-	-	-	-
派息比率(%)	-	-	-	-



免责声明

本报告由京基证券集团有限公司（「京基」）的研究部门发布，京基相信其资料来源可信，但概不就其公平性、准确性、完整性或正确性作出保证或承诺（无论有所表述或隐含）。本报告所有观点可予以变动，无须作出通知。所载资料仅供参考，并不作为买卖或处置于本报告提及的任何证券或投资的任何建议、要约或邀请。京基及彼等的雇员以及彼等的联系人或关连人士或会不时于市场惯例许可的范围内于公司担任职位或买卖证券或本报告提及的相关产品或投资。投资有风险。投资者务请注意，投资价值及证券价格可能会上升或下降，过往表现并非未来表现的必要指标。投资者务请寻求独立专业意见，京基概不对投资者就使用该报告资料可能遭受的任何利润的损失负责。本报告任何内容之知识产权归京基所有。未经京基许可，任何人不得以任何目的复制、出版或重新分配本报告全部或部分内容。本报告表述观点由证监会持牌分析师编制，其准确反映了分析师对该等证券的个人观点。除另有披露外，截至本报告发布日期，本报告分析师并无于本文件所述公司或与该等公司为同一集团的成员公司证券中拥有权益。权益披露：本研究报告所涵盖公司已向京基证券集团有限公司支付费用，以获得本研究报告。京基证券集团有限公司及京基证券集团有限公司分析师可就证券或发行自由发表任何意见。

京基证券集团有限公司

地址: 香港湾仔港湾道1号会展广场办公大楼44楼

电话: (852)3423 0090

传真: (852)3423 0099

电邮: kksg.info@kkgroup.com.hk