



## 对标曼联，“新三板足球第一股”值得期待！

2015 年 11 月 6 日

袁季(首席研究官)

黄莞 (研究助理)

电话:

020-88836102

020-88836112

执业编号:

A1310512070003

邮箱:

[yuanj@gzgzhs.com.cn](mailto:yuanj@gzgzhs.com.cn)

[huanguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huanguan@gzgzhs.com.cn)

广州恒大淘宝队最近可谓风头正劲！先是 10 月 31 日客场击败北京国安，赢得中超五连冠；然后又马不停蹄飞往迪拜，迎接将于明天到来的亚冠决赛首回合赛事。

图表 1. 广州恒大淘宝队阵容强大



数据来源：互联网

恒大淘宝赛场得意，资本市场上也不甘落后。今日恒大淘宝正式登陆新三板挂牌交易，股票代码 834338，转让方式为协议转让，主办券商为国泰君安证券。这意味着历时四个月，恒大淘宝终于来到了新三板，成为真正的“足球第一股”。

图表 2. 许家印和马云一起为恒大淘宝打开新大门



数据来源：互联网

### ➤ 恒大淘宝背景大公开

广州恒大淘宝足球俱乐部股份有限公司（以下简称：恒大淘宝）成立于 2006 年 2 月 24 日。公司提供的主要产品为球队参与的比赛以及相应的周边产品；提供的服务主要为商业代言、广告赞助等广告服务。其实从“恒大淘宝”的名字，我们也能知道这家公司的股东不简单。2014 年 7 月，公司增资入股引入股东阿里中国。本次增资后，恒大集团、阿里中国分别持有公司 50% 的股权。2015 年 5 月，恒大集团再次对公司进行增资，截止公开转让说明书出具日，恒大集团、阿里中国分别持有本公司 60% 和 40% 的股权。



图表 3. 马云亲自上阵，为恒大淘宝队摇旗呐喊



数据来源：互联网

恒大淘宝发展势头强劲，已成为国内乃至亚洲最有名的足球俱乐部。在最近的五年内，恒大淘宝已囊括亚冠、中超、足协杯、超级杯各项赛事共计 9 个冠军；球队场均人数常年保持在 4 万人/场左右，居全国第一。根据国际足球历史和统计联合会（IFFHS）最新的足球俱乐部年度滚动排名（2013 年 6 月至 2014 年 5 月），俱乐部全球排名第 41 位，位居亚洲各俱乐部之首。

#### ➤ 挂牌路上恰逢“懂球帝”

在恒大淘宝申请挂牌的过程中，股转系统分别于 7 月 23 日和 8 月 4 日给出了两份反馈意见，尤以第一份意见较为详实、细致。

除了要求公司“详细披露报告期内连续大额亏损的原因”、“论证公司的持续经营能力”及“补充披露有限公司阶段关联交易未确认收入的原因、金额及其占比，关联交易的定价机制及决策机制”等较为常规性的问题以外，股转系统还化身“懂球帝”，问出了一系列相当专业的问题，如“要求主办券商及律师结合国际足联《球员身份与转会规章》及中国足协《球员身份及转会暂行规定》补充核查签署球员的情况是否存在合同保护期内接触足球运动员、违反保护期规则等行为并发表意见。”

针对这些反馈意见，恒大淘宝当然不敢怠慢：依次解释了公司亏损的原因，结合行业特点、业务特色等论证了公司存在持续经营能力，并对与关联方的交易项目进行了论述；此外

还阐述了公司在全球范围内与其他足球俱乐部争夺最优秀的球员和教练资源过程中，不存在违反国际足联的相关规定等。

经过这两次对股转系统的反馈意见回复，恒大淘宝才终于如愿登上了新三板的舞台。

#### ➤ 对标曼联，恒大淘宝究竟价值几何？

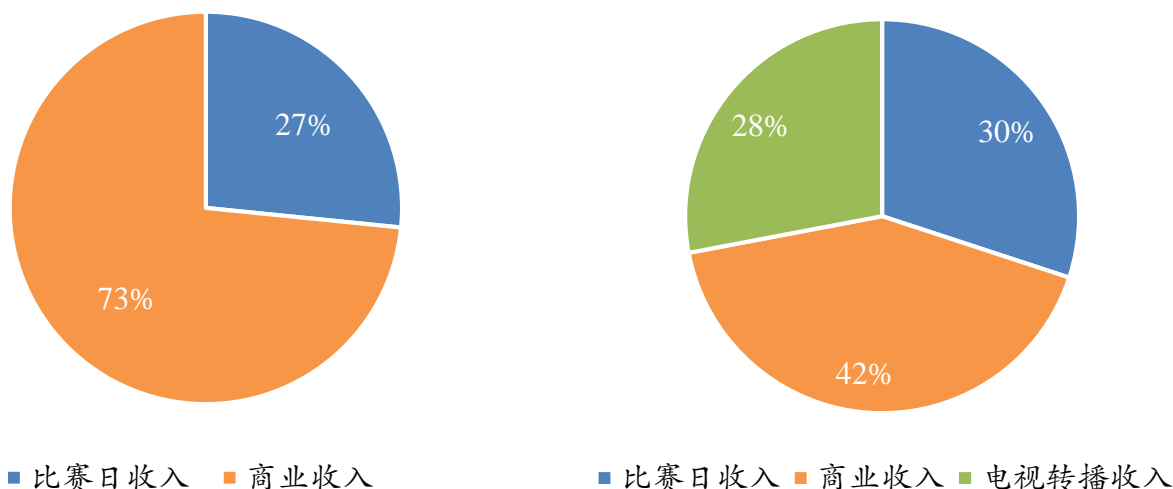
由于我国国内足球俱乐部大都以非公众公司的形式存在，大家对普通足球俱乐部的运作模式也不甚了解。因此我们选取英超冠军球队曼联来对比，从多角度对恒大淘宝进行深层次分析。

**从营业收入角度来看。**2013年，公司营业收入为4.13亿元，俱乐部当年进入亚冠决赛并最终夺取冠军，亚冠淘汰赛阶段（特别是半决赛、决赛两场主场比赛）取得的门票收入较高，因此公司当年营业收入超过其他年度。这也说明足球俱乐部的收入与比赛中取得的成绩高度相关。2014年度、2015年1-5月，公司的营业收入分别为3.43亿元和0.85亿元。从年内收入分布情况来看，恒大俱乐部收入主要集中在下半年，故2015年至今收入较少。相比而言，曼联在2013-2014赛季，实现收入约4.3亿英镑，净利润约2400万英镑（上赛季净利润约1.46亿英镑）。

通过分析其收入来源，我们发现比赛日门票收入和广告收入是恒大淘宝最主要构成。2014年度其商业收入占主营业务收入比为73%。相比起成熟的欧洲市场，缺少了电视转播收入，而在国外市场电视转播收入一般作为中小足球俱乐部收入的主要来源。曼联作为英超联赛近年来成绩最为出色俱乐部，商业开发能力很强，电视转播收入占据其主营业务收入的28%。

随着我国足球改革的不断推进，中超市场的持续火热，未来中超转播收入有可能获得提升，2014赛季中超联赛转播收入约为5000万元，同期英超联赛转播收入22.74亿欧元，相差巨大。恒大淘宝队作为当下中超赛场第一品牌，若中超赛事转播价格提高，公司电视转播等版权收入有望增加。

**图表 4. 恒大（左图）与曼联（右图）2014 年度收入来源分布**

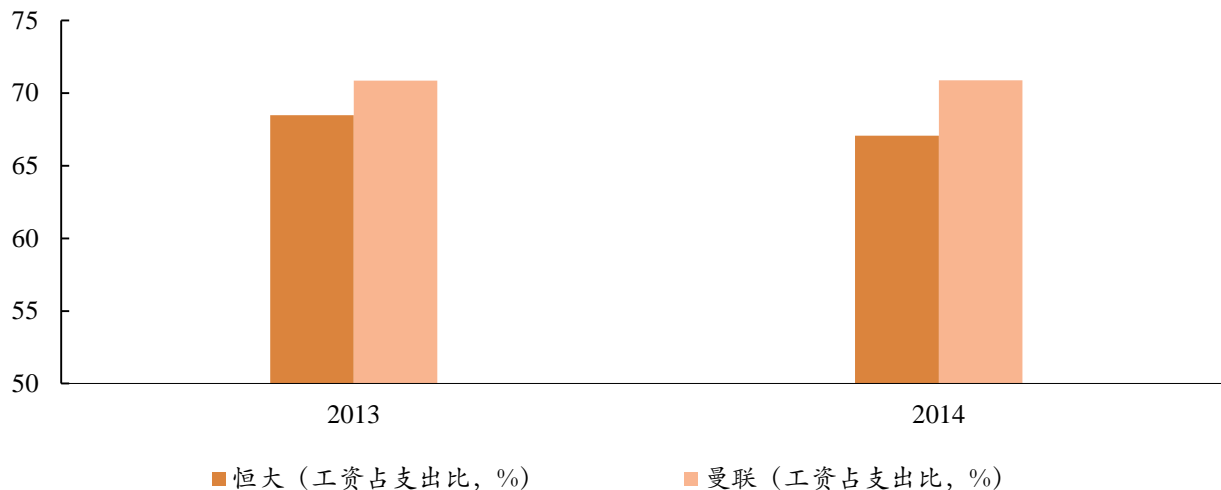


资料来源：股转系统、广证恒生

**从营业成本角度来看。**由于足球俱乐部之间的竞争主要反映在各队的竞技实力上，对高

水平运动员与教练员人力资本的投入始终占据俱乐部投入的最大一部分。在俱乐部的成本构成中，工资是最主要的投入部分。2013 及 2014 年度，恒大淘宝及曼联的工资支出均维持在总成本的 70% 附近。

图表 5. 足球俱乐部工资支出相对稳定



资料来源：股转系统、广证恒生

根据恒大淘宝历次增资情况，我们来看看它挂牌前的估值如何？

2014 年 7 月，阿里中国出资 12 亿元获得恒大淘宝 50% 股权，此时恒大淘宝估值约 24 亿元；

2015 年 5 月，恒大地产投入 4 亿元增资扩股，将股权比例由 50% 增至 60%，此时恒大淘宝估值约 40 亿元。

至于欧洲老牌劲旅曼联俱乐部，据体坛周报 10 月 30 日报道，以中信资本为首的中国收购方对曼联的整体估价为 35 亿欧元，这与今年 10 月《福布斯》杂志对其的估价接近。

### ➤ 结语

作为国内乃至亚洲最耀眼的球队，恒大淘宝要要想成为国际顶尖足球俱乐部还需要继续努力，中超联赛制度与欧洲五大联赛相比，也还有可以提高的地方。足球是公认的世界第一大运动，也商业化最为成功项目之一，据公开转让说明书显示，足球在全球范围内拥有球迷人数超过 16 亿，全球足球产业年值超 5000 亿美元，占整个体育产值比重超过 40%，是体育产业单一最大项目。根据上述比例当我国体育总产值达到 2 万亿元时，则足球相关产值达到 8000 亿元，具有极大的发展空间。

相信此次恒大淘宝挂牌新三板，不仅是广州恒大队的有益尝试，也会为我国足球产业的发展开辟新的前景。

数据支持：穆羽





## 新三板团队介绍

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了日报、周报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

## 团队成员

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官，新三板研究团队队长）：**从事策略研究逾十年，在趋势判断、资产配置和组合构建方面具有丰富经验，研究突出有效性、前瞻性和及时性，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的 100 位证券分析师”称号、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。

**赵巧敏（新三板研究副团队长，高端装备行业负责人）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，7 年证券从业经验，具有跨行业及海外研究复合背景，曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。

**肖超（新三板教育行业研究负责人，高级分析师）：**荷兰代尔夫特理工大学硕士，5 年证券研究经验，2013 年获中国证券报“金牛分析师”第一名，对行业及公司研究有独到心得与积累。

**陈晓敏（新三板医药生物研究员）：**西北大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，在 SCI、EI 期刊发表多篇论文。3 年知名管理咨询公司医药行业研究经验，参与某原料药龙头企业“十三五”战略规划项目。

**温朝会（新三板 TMT 研究员）：**南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞（新三板研究员）：**英国杜伦大学金融硕士，负责微信公众号“新三板研究极客”政策、市场等领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**林全（新三板环保行业研究员）：**重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

## 联系我们：

邮箱：[huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话：020-88836112



## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。