

疯狂体育集团(82.HK)

集数字体育娱乐于一身，受惠中国体育产业成长

买入(首次评级)

目标价: 2.52 港元

最新价: 0.495 港元

疯狂体育集团(82.HK)为国内一间数字体育娱乐小区营运商和互联网体育产业龙头，通过大数据、人工智能和区块链技术赋能，建构成「疯狂红单+彩票销售、IP+体育游戏、赛事+竞猜」之业务布局。

2020 年度，公司进行业务重组，将利润率低及资本密集的电信媒体业务出售和终止电商业务，并建构一个集数字体育娱乐于一身的生态圈，加上于海南之赛事竞技平台和积分系统投入营运，为业务提供一个新增长点。

中央近年大力推动全国体育产业发展，2019 年全国体育产业总规模达到 2.95 万亿人民币，非常接近「十三五」规划提出 2020 年达 3 万亿人民币的阶段性目标，下一步个目标，将于 2025 年剑指全国体育产业总规模达到逾 5 万亿人民币。而中央于今年 3 月发表《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，提出到 2035 年，中国要建构成体育强国，憧憬有更多政策落地支持体育产业。适逢多项大型体育赛事密集于 2021 至 2023 年之间举行，公司业务将会受惠其中。预期在上述期间，公司盈利会踏入快速增长期。

盈利预测及投资建议

预期公司 2021 和 2022 年归属于母公司股东净利润分别为 1.1 亿和 2.3 亿港元，相当于每股盈利 2.5 和 5.1 港仙。根据我们的贴现现金流(DCF)模型，推算目标价为 2.52 港元，相当于 2021 年度预测市盈率 19.7 倍。我们首次覆盖，给予「买入」评级。

港币	2020A	2021E	2022E	2023E
收入(百万元)	300.8	624.5	1091.9	1700.8
按年变动(%)	(87.7%)	107.6	74.9	55.8
归母净利润(百万元)	(131.9)	113.6	231.9	439.7
按年变动(%)	亏损收窄	亏转盈	104.1	89.6
每股收益(仙)	(3.07)	2.51	5.13	9.72
每股账面值(元)	0.2	0.2	0.3	0.4
市盈率(倍)	-	19.7	9.7	5.1
市账率(倍)	3.52	2.25	1.82	1.34

来源: 公司资料, 千里硕证券研究部

基本資料

總股數(百萬股)	4523.8
市值(億港元)	2229.3
行業	體育娛樂
52 週最高價(港元)	1.00
52 週最低價(港元)	0.12
发布日期	2021 年 9 月 15 日

分析員

何启俊 CFA, FRM
bevis.ho@elstone.com.hk
+852 3725-4353

公司概况

业务模式

- 自 2018 年公司收购疯狂体育后，成为核心业务及未来增长引擎。作为国内数字体育娱乐小区营运商和互联网体育产业龙头，通过大数据、人工智能和区块链技术赋能，建构成「疯狂红单+彩票销售、IP+体育游戏、赛事+竞猜」之业务布局。

疯狂体育业务布局

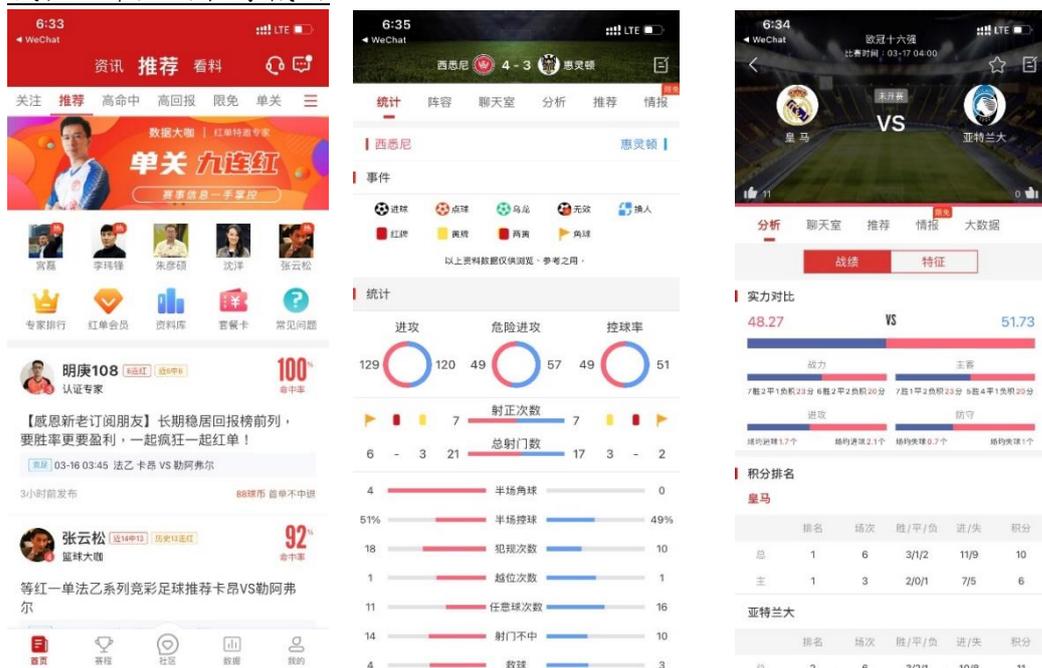


来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

体育彩票知识付款信息服务—疯狂红单

- 「疯狂红单」为一款以付费内容服务的手机应用程序，为彩民提供足球、篮球赛事的相关分析、讨论、预测、建议、投注率等信息，并且透过大数据算法和 AI 分析，按用户惯性，提供个性化推荐。
- 按易观发表的《中国在线体育市场年度综合分析 2019》报告中提到，「疯狂红单」的用户覆盖率在国内排名第一，远超其他竞争对手。数据显示，疯狂体育与合作伙伴的覆盖达到约七成体育人群，归因于疯狂体育于多年前已经开始营运中国足彩网及彩票 365 手机应用程序，累计注册人数逾 1.3 亿及 9,000 万。通过内部资源整合，将用户引流到「疯狂红单」，加上近 40 名合作伙伴在国内具有非常高知名度，如央视影音、腾讯体育、直播吧等。

疯狂红单应用程序截图



来源: 疯狂红单 apps

疯狂红单合作伙伴



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 除覆盖率高之外, 强大专家阵容确保「疯狂红单」中的付费内容有质量保证, 形成独有竞争优势。公司数据显示, 「疯狂红单」目前有逾 3 万名网红专家, 超过 300 名头部专家, 当中不乏知名退役足篮球员宫磊、李玮锋、焦健、张云松、刘子秋; 赛事记者沈洋、贾磊、马德兴; 赛事评论员李戈、孟洪涛、王宇等, 可谓星光熠熠, 有助提升用户体验及忠诚度。

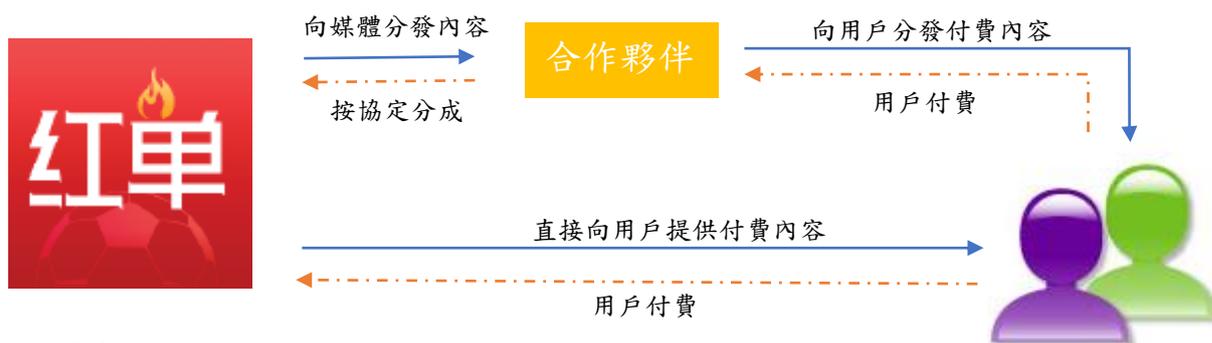
疯狂红单专家阵容鼎盛



来源: 疯狂红单 apps

- 「疯狂红单」的变现模式分为两大类，第一类为直接向付费用户提供内容，终端用户通过 Apps 内的充值功能购买球币，以购买各专家的方案。第二类为经过合作伙伴向用户分开付费内容，终端用户收取用户费用后，按协议的方式与「疯狂红单」进行分成。

疯狂红单变现模式



来源: 公司资料，经千里硕证券整理

体育彩票新零售

- 由于国内对彩票行业加强监管，加上2020年全球爆发新冠肺炎爆发，令体育彩票行业雪上加霜，部分彩票专营店被逼退出市场。公司把握机会布局体彩新零售战略，与全国多间大型连锁便利店合作，通过便利店零售网点和高流客量，接触更多潜在彩民，有利将流量转化成网上用户，进行交叉销售。截至目前，疯狂体育与29间大型连锁便利店签订合作协议，如华润万家、便利蜂、天福、广东7-11等。截至2021年6月底止，获各省市体彩中心批准的彩票零售网点共5,101间，覆盖全国17个省市。公司会陆续在各网点安装体育彩票终端机。此外，公司获授权经营45家智能彩票专门店，提供1对1VIP会员彩票销售服务。

签订协议之大型连锁便利店



来源: 公司资料

体育彩票终端机



来源: 疯狂体育官方网站

体育手游

- 疯狂体育的目标顾客为内地体育人群，对用户的喜好和消费习惯相当熟悉，故此疯狂体育推出的手游非常适合目标顾客口味。现时旗下的体育休闲游戏大致分为三类，分别是体育竞技棋牌游戏、模拟经营足球游戏和实时竞技足球游戏。截至目前，公司已发行的游戏有 8 款。

疯狂体育手游产品组合

已发行游戏



来源: 公司资料

已签约将发行游戏



疯狂体育手游类型

实时竞技足球游戏



来源: 疯狂体育官方网页



模拟经营足球游戏



来源: 疯狂体育官方网站



- 疯狂体育为中超联官方游戏合作伙伴，拥有 2017 至 2022 年中超联及中超各球会全部形象 IP 授权，涵盖 16 支中超球队以及逾 500 名球员 IP 权益，不仅可以利用 IP 制作不限平台(计算机、主机及移动端)、不限范围、不限数量的营运权益，并可邀请顶级球星为游戏任代言人。同时，疯狂体育拥有 2017 至 2022 年「中超官方游戏中心」独家营运权，能够对中超官方游戏及其他体育游戏进行分发。
- 「实况中超」充份利用中超联 IP 打造的国内原创手机游戏，属于足球电竞类游戏，其玩法集球员育成、球员交易以及实况对战于一身，游戏内部支持在线 PVP 锦标赛、挑战赛和巅峰赛等对战系统，作为进军电竞市场的踏脚石。2020 年末游戏获黑龙江省体育局指定为官方电子竞技运动项目，为配合在线选拔及线下电子竞技比赛，「实况中超」将会推出电竞版本。今年上半年，游戏成功首发 2021 新赛季版本。

「实况中超」游戏截图



来源: <https://apps.apple.com/cn/app/%E5%AE%9E%E5%86%B5%E4%B8%AD%E8%B6%85-2020%E8%B6%B3%E7%90%83%E7%94%B5%E7%AB%9E/id1502065953#?platform=ipad>

- 为响应今年6月份开锣的欧洲国家杯，公司旗下重磅足球电竞手游「球场风云」Android版及iOS版已经上线，长期获两个平台推荐。「球场风云」获得国际职业足球运动员联合会（FIFPro）正版IP授权，游戏中覆盖54个国家及联赛、超过6万名职业球员的真实姓名及肖像，当中不乏知名球星如C朗拿度(Cristiano Ronaldo)及美斯(Lionel Messi)等。疯狂体育于今年3月份月上旬，与智傲集团(8282)签订代理协议，智傲将会独家代理「球场风云」的香港、澳门及台湾市场。
- 游戏独创「一球成名」玩法，让玩家进行角色扮演，从少年球员经过训练、参加比赛、聘请教练、技能提升等逐步成长为国际巨星。同时，游戏中加入球员养成、及球员技能、战术套路、教练系统等热门玩法，相信非常符合中国玩家的游戏习惯。
- 顺带一提，于今年9月初，「球场风云」推出新赛季电竞版本，通过崭新「花火」3D游戏引擎，竞技玩法更加公平，摒弃卡牌品阶、战力属性差异，以实时数据算法调整双方对手战力，更加考验玩家的操作和实时判断能力。

「球场风云」游戏截图



来源: 疯狂体育官方网站

- 另一手游大作「梦想足球」于6月上旬开启删档计费测试，有望短期内上市。「梦想足球」一款实况对战类足球电竞手游，海外版《Sociable Soccer》发行权由苹果公司独占，在全球逾150个国家获重点推荐。「梦想足球」

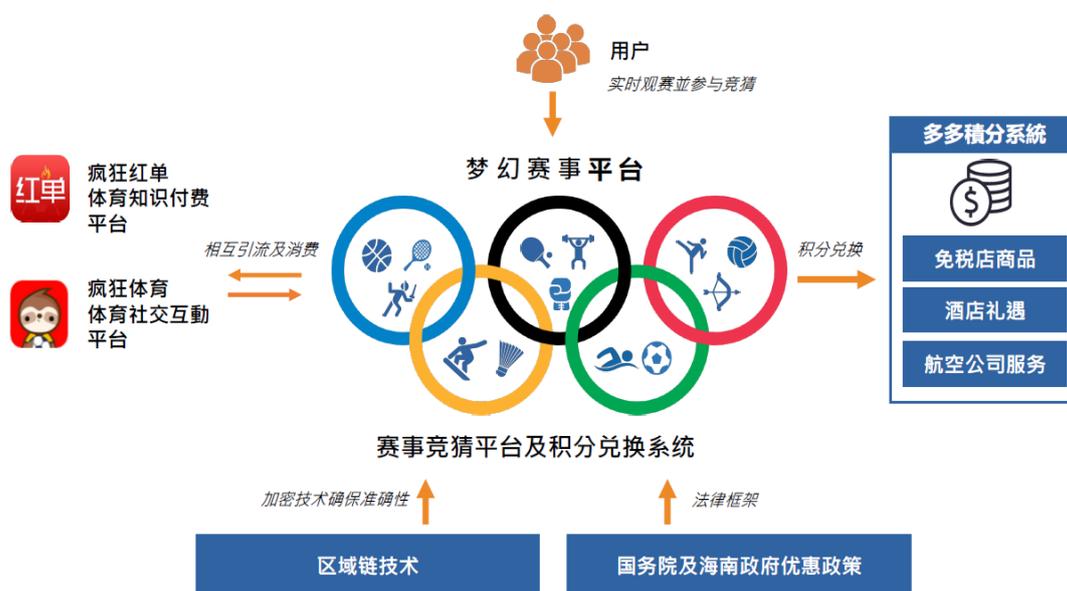
由疯狂体育、中国移动旗下咪咕互娱、Tower Studios 联合制作，进一步丰富公司的游戏组合。

- 事实上，「实况中超」、「球场风云」及「梦想足球」均有 IP 作加持，对于热爱足球玩家而言，游戏中的球会及球员均耳熟能详，有效加强真实感，相当容易引起玩家之间的共鸣，课金意愿相对较高，令游戏产品周期更长。

海南赛事竞技平台和积分系统

- 于今年 1 月初，按照《海南省人民政府关于加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》和《海南省人民政府办公厅关于加快发展健身休闲产业的实施意见》，疯狂体育宣布获海南省当局批准于海南搭建一个赛事竞技平台和积分兑换系统，分别命名为《梦幻赛事平台》和《多多积分商城》。
- 《梦幻赛事平台》以区块链为核心技术，内含较受欢迎的国际足球、篮球赛事的有奖竞猜活动之余，亦有海南各类游戏竞技大赛、单车赛、方程式赛车、拳击等赛事。胜出有奖竞猜活动的参加者，可以获得奖励积分。通过《多多积分商城》，参加者可兑换海南省免税店的商品、酒店、航空公司服务等。除有奖竞猜活动部分，平台会提供各项赛事信息、赛事预测、赛事直播、体育小区等，以丰富用户体验。
- 一般而言，区块链技术具有上数据防篡改、可保真、可溯源的特性，借助相关特性，令《梦幻赛事平台》和《多多积分商城》有更好透明度和公信力，以加强参与者的投入度。为此疯狂体育与火链科技已签订战略合作框架协议。除打造围绕有奖竞猜的平台之余，双方会展开其他深度的战略合作，如探索区块链技术在体育竞猜行业的深度应用；通过区块链的分布式存储和不可篡改技术，保证资产数据的真实性；基于多种链上技术模块的组合，确保生态参与者的权益等。
- 火链科技隶属于火币集团旗下，拥有多项自主知识产权的 HuoChain 底层区块链技术，应用于零售、快速消费品、电商、物联网、旅游业等 20 多个产业，积极推动各行各业数字化。
- 内地民众在《梦幻赛事平台》上，可通过完成每日任务或购买赛事付费服务获取积分，不只参与有奖竞猜活动，亦可以参与平台提供的服务，例如与体育 KOL 互动等。疯狂体育藉此将客户引流至其他业务，例如体育社交互动平台，甚至手机游戏，业务间便产生协同效应，为客户创造更多价值，以提升客户黏度和体验。

海南赛事竞技平台和积分系统运作模式



来源: 疯狂体育资料

- 今年 6 月下旬，疯狂体育与国际职业拳击联盟(International Professional Boxing Unite)达成战略合作框架协议，将推动国际性拳击赛事于海南举办，助力拳击运动在海南普及化。根据协议，计划在未来 3 年内，于海南主办数以百场计之国际性拳击赛事，首场预料于 2021 年内于澳门举行。作为海南拳击赛事互动娱乐服务的唯一合作伙伴，「梦幻赛事平台」与「多多积分商城」将成为赛事指定唯一互动娱乐平台，为推进海南赛事竞技平台和积分系统发展的重要里程碑，有望打造成典型案例，未来进一步借镜至其他运动项目。

战略投资

- 疯狂体育除自身业务发展外，将部分财政资源分配至战略投资，中长线有助赚取投资回报和提升企业价值。公司投资分为两部分，包括私募股权基金和亚洲银行。截至 2020 年 12 月 31 日，公司于私募股权基金的投资总额为 4.6 亿港元。
- 另外，公司目前持有亚洲银行 45.5%权益，业务为提供网上数字银行服务，已为 45 个司法权区之客户开设账户，客户分布于亚洲、欧洲、中东、加勒比和南美洲。

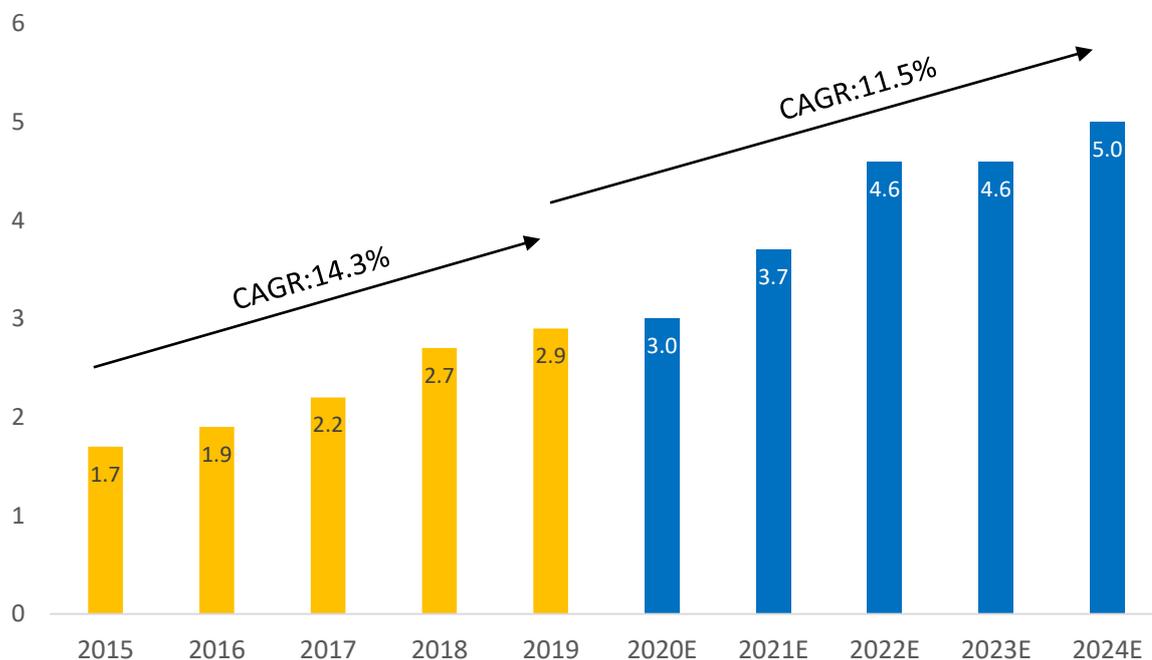
前景展望

「十四五」体育产业冲击5万亿人民币规模

- 自「十三五」开始，中央政府便不遗余力推动国内体育产业发展。期间，由国务院发表的体育产业政策有三项，包括举足轻重的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，俗称「46号文件」。而国家体育总局与其他部委联合发布的产业规划有12个，其余涉及体育产业的政策文件更多不胜数。
- 为配合「46号文件」在全面落实，全国多个省市的地方政府按照自身情况与侧重点，推出更多针对性措施，例如吸引民营资本、赛事改制、加强体育产业监管等。在中央和地方政府多管齐下合力推动体育产业发展，根据国家统计局数字，2015至2019年全国体育产业总规模的复合年增长率达到14.3%，明显高于GDP增长速度。

中国体育产业总规模

人民币(万亿元)



来源: 国家统计局、灼识咨询, 经千里硕证券整理

- 2019年全国体育产业总规模达到2.95万亿人民币，非常接近「十三五」规划提出2020年达3万亿人民币的阶段性目标，相信即使在新冠肺炎疫情影

响下，有望超额完成目标。2021年为「十四五」开局之年，又是后疫情时代起点，全国体育产业总规模将会向2025年达到逾5万亿人民币的下一阶段目标进发。

- 2021年3月，中央发表《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，提出到2035年，中国要建构成体育强国，与文化、教育和人才并列4大强国目标。憧憬体育「十四五」规划出台后，会有更多政策落地，推进整个产业发展。
- 中国国务院于2021年8月初印发《全民健身计划(2021-2025年)》，以促进全民健身更高水平发展，满足群众健身和健康需求。事实上，今次《计划》为「十三五」时期同一政策延伸，在「十三五」基础上，更着重给予基层支持，强调标准化建设，以打造更高水平之全民健身公共服务体系。
- 整个《计划》提出五大目标和八大任务。《计划》目标到2025年，全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，县（市、区）、乡镇（街道）、行政村（小区）三级公共健身设施和小区15分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员2.16名，重申中国体育产业总规模达到5万亿元人民币。
- 八大任务方面，当中包括加大全民健身场地设施供给、广泛开展全民健身赛事活动、提升科学健身指导服务水平、激发体育社会组织活力、促进重点人群健身活动开展、推动体育产业高质量发展、推进全民健身融合发展、营造全民健身社会氛围等。

体育消费将受惠产业加速数字化

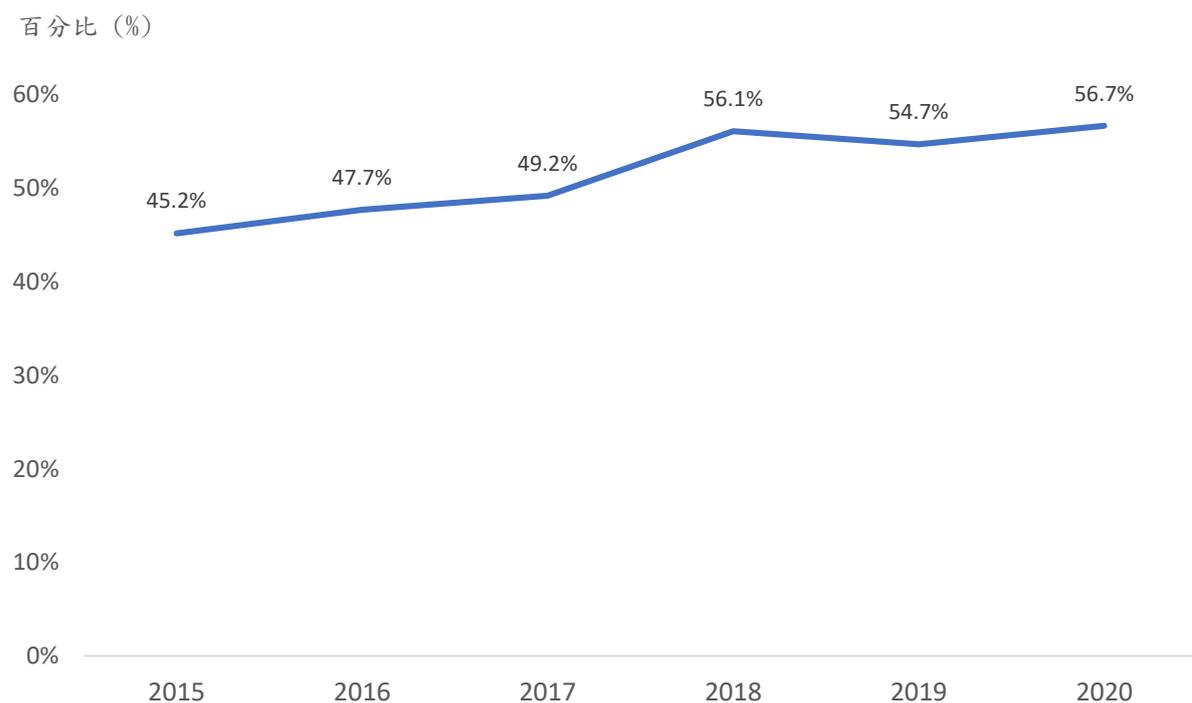
- 事实上，体育活动不仅能强身健体和舒缓生活压力，藉此提升社会生产力和减少公共医疗开支。通过观赏体育赛事和参与体育运动，有助凝聚群众，建立和谐社会。除此以外，随着内地消费者收入提高，消费需求起了质的变化，由以往单纯的物质消费，转移至新型消费类别，如体育消费，预期将成为扩大内需的重要支柱。
- 2020年，为应对疫情对国内实体经济冲击和落实国务院于2019年发布《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，国家体育总局确定40个国家体育消费试点城市。针对体育消费一环，意见提到要优化体育消费环境、出台鼓励消费政策以及培养终身运动习惯等。故此，国家政策为体育消费推动力之一。
- 按中国互联网信息中心统计，截至2020年底，中国网民规模达到9.89亿，占全球约20%比重。基于庞大网民基础，中国为全球最大在线零售市场，2020年中国网上零售额达到11.76万亿人民币。展望「十四五」，在5G、人工智能、大数据、云技术等创新科技助力下，体育产业数字化属大势所

趋，尤其「在线引流+实体消费」将成为新主流，配合大型体育赛事及体育明星形成的 IP，将创造更多消费场景，为体育消费市场发掘更多增长潜力。

大型体育盛事密集举行，体育彩票销售增长可期

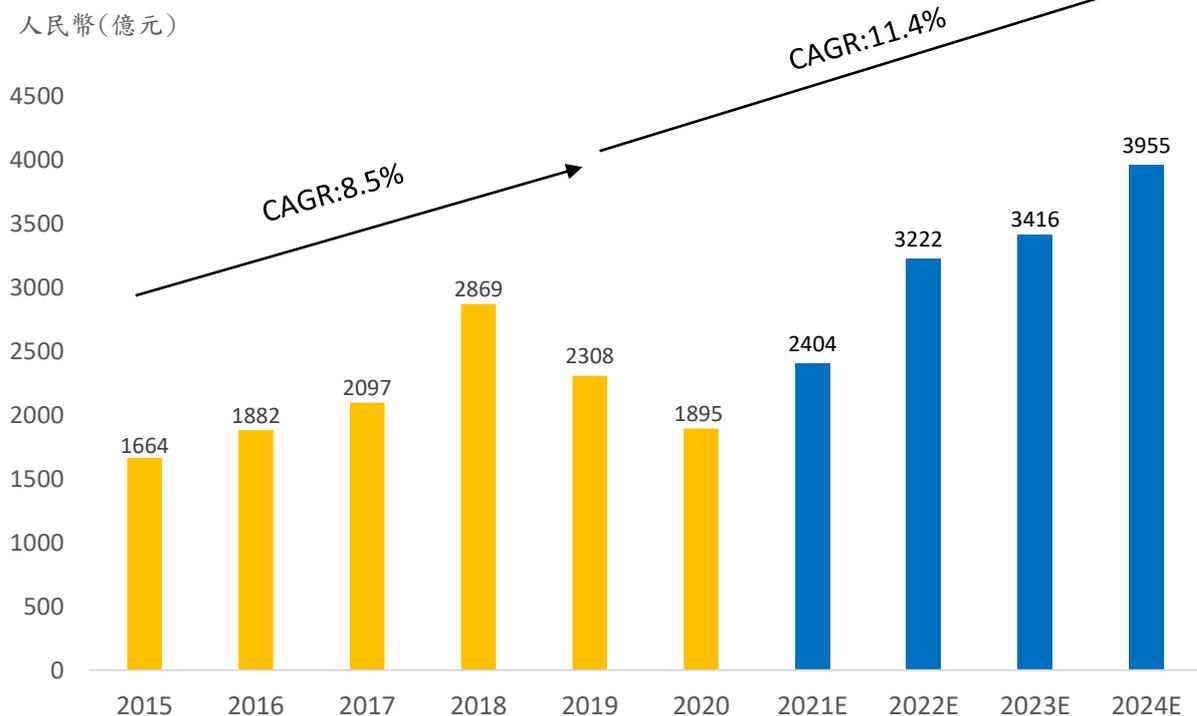
- 按照国家统计局及国家体育总局的分类，整个体育产业可细分为 11 个项目，其中体育彩票归类为「其他与体育相关服务」。伴随体育产业规模扩大，体育彩票细分领域亦会受惠其中。由于中国居民收入水平提升、对自身健康意识提高以及国家积极推动一系列支持体育产业政策，更多人参与体育活动，间接提高对体育彩票的兴趣。
- 根据财政部数据，近年全国体育彩票销售高峰于 2018 年，当年举行世界杯盛事，体育彩票的销售额达到 2869.2 亿人民币。随后连续两年回落，2020 年因疫情缘故，多项体育赛事停摆，销售额仅有 1894.6 亿人民币。不过，体育彩票销售额占整体彩票的比重呈上升趋势。

中国体育彩票销售占比



来源:中国财政部,经千里硕证券整理

中国体育彩票销售额



来源:中国财政部、灼识咨询,经千里硕证券整理

- 灼识咨询预测,中国体育彩票销售额到2024年,将会达到接近4,000亿人民币,2019至2024年的复合年增长率为11.4%,高于2015至2019年的复合年增长率8.5%。
- 由于2022年新冠肺炎疫情在全球肆虐,部分大型体育赛事如东京奥运会、欧洲国家杯及美洲国家杯均要延期至2021年进行。因此,2021至2022年可谓「体育大年」,连同上述三项延期赛事,卡塔尔世界杯、北京冬奥运动会以及杭州亚运会等鱼贯上演。大型体育赛事密集举行,将有利刺激体育彩票销售额以及周边产业(体育彩票知识付费信息及体育休闲游戏)的需求。

海南省受惠众多政策,支持体育产业发展

- 海南作为中国最南端的省份,自成立以来已经被列为经济特区。中央先后于2018及2020年发表《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》及《海南自由贸易港建设总体方案》两份文件,确立海南省于深化改革及开放政策中的独有优势。自贸区政策不仅推动海南经济提速发展,更重要是国内发展开放型经济的试金石。在众多产业中,预计体育旅游业、服务业及高科技业会成为海南省重点发展产业。
- 为支持及指导海南省大力发展体育旅游业及推动建设国家体育旅游示范区,

海南省政府于 2020 年上旬发表《海南省国家体育旅游示范区发展规划(2020-2025)》，通过「体育旅游化」和「融体于旅」两大思路，打造体育旅游示范项目，循序渐进推进集体育、旅游、教育、文化、康养为一体的融合型体育发展模式。

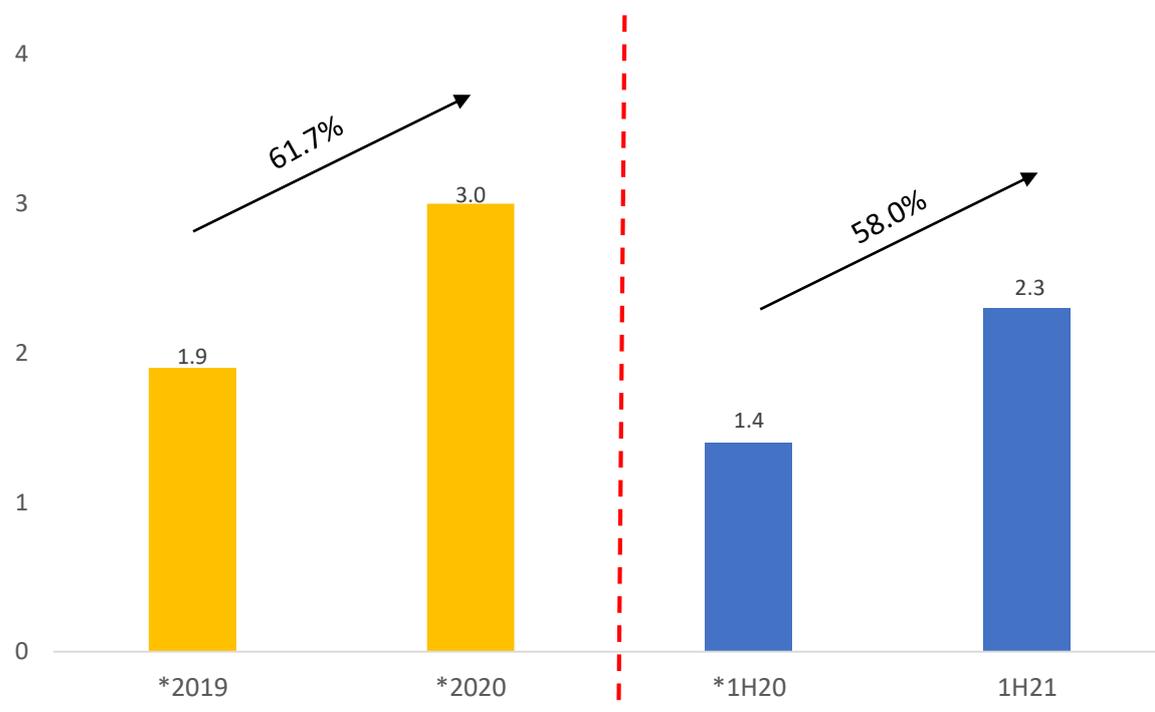
- 今年 4 月份，中央再有多份文件出台，内容均提及海南省体育产业发展。国家发改委联合商务部发布《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》，提到放宽体育市场准入；支持在海南建设国家体育训练南方基地和省级体育中心，支持打造国家体育旅游示范区，鼓励开展沙滩运动、水上运动等户外项目，按程序开展相关授权；又鼓励网络游戏产业发展和探索将国产网络游戏试点审批权下放海南省。
- 在金融领域方面，中国人民银行联合其他金融部委亦发布《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》，明确表示支持海南推广体育产业专项债券和建立体育企业信用大数据平台等。
- 上述各项政府文件反映中央和海南省政府高度重视当地体育相关产业的发展。承上文，疯狂体育于海南搭建一个赛事竞技平台和积分兑换系统，意味疯狂体育将直接受惠于政策利好因素，为业务发展提供一个新增长引擎。

财务分析

- 承上文，公司自 2018 年收购疯狂体育后积极转型，于 2020 年进行业务重组，将电信媒体业务剥离及于 2021 年首季起停止营运电商业务。2021 年上半年，为公司重组后首份中期业绩，持续经营业务之收益按年增长 58.0% 至 2.3 亿港元，已经占 2020 年全年收入 76.7%。收益快速增长，归因于体育娱乐平台总用户数按年增长 63.4% 至 3,890 万，每月活跃用户达 262 万，按年增长 275.2%。

公司收入增长

港币(亿元)



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

*只计算体育及彩票相关收益

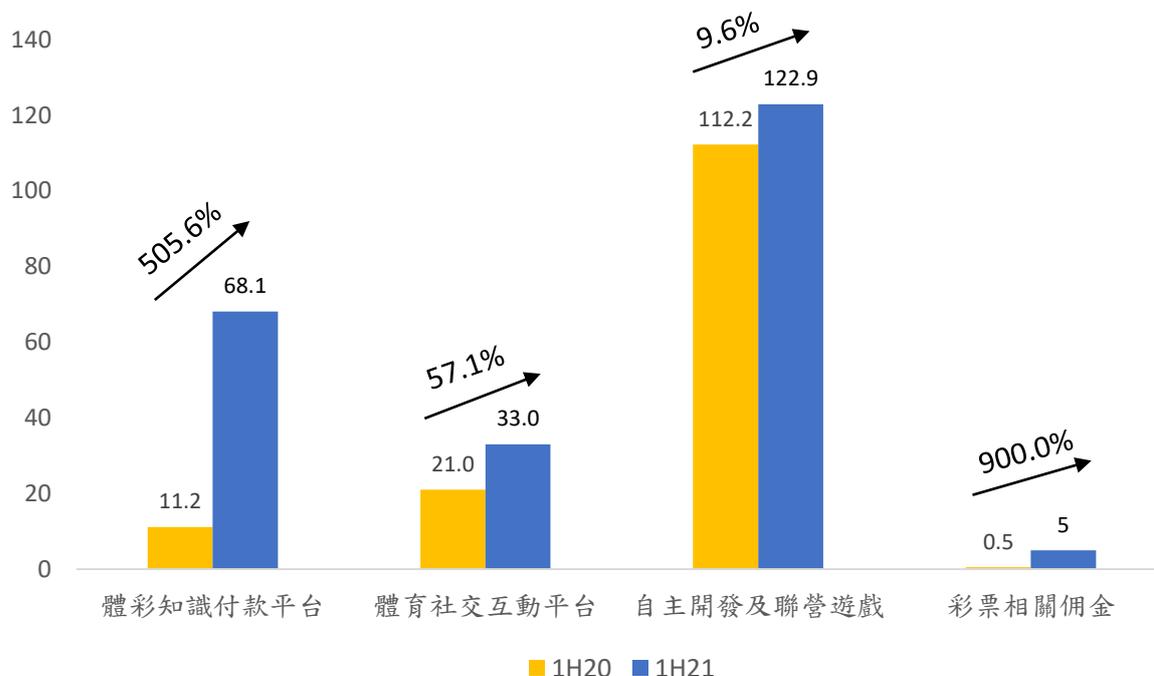
- 公司收益来自四个领域，包括体育知识付费平台；体育社交互动平台；体育及休闲游戏和彩票相关佣金收入。期内，所有细分领域收益均录得正增长。首先，全球多项大型体育赛事于欧洲五大足球联赛、中超联赛及 NBA 如常举行，加上自有平台及与 40 多间国内体育流量平台合作，可谓对全国体育及彩民覆盖已经非常全面，使疯狂红单内之知识付费内容产品需求大增，上半年来自体育知识付费平台收入按年急升近 5.1 倍至 6,810.0 万港元。而体育社交互动平台—疯狂体育 Apps 提供体育赛事信息、短视频之余，又与体育游戏账号结合，促成业务间的交叉销售，拉动收入同比增加 57.1%

至 3,295.8 万港元。

- 尽管 2020 年上半年，新冠肺炎疫情在国内肆虐，民众留家时间更长，令「宅经济」风头一时无俩，期内公司体育及休闲游戏业务增长加快，形成高基数效应。不过，疯狂体育于 2021 年上半年推出新游戏《火柴人大乱斗》及《球场风云》以及《实况中超》2021 新赛季版本，丰富产品组合，分部收入按年上升 9.6% 至 1.2 亿港元。
- 在体育彩票零售服务方面，公司与近 30 间连锁便利店签订合作协议，令彩票零售网点数量大幅增长，截至 6 月底止，获批的网点数目共 5,101 间 (2020 年底: 1,003 间)，拉动彩票销量显著上升，故此来自彩票销售服务佣金收入同比飙升 9 倍。

FY21 各业务分部收入明细

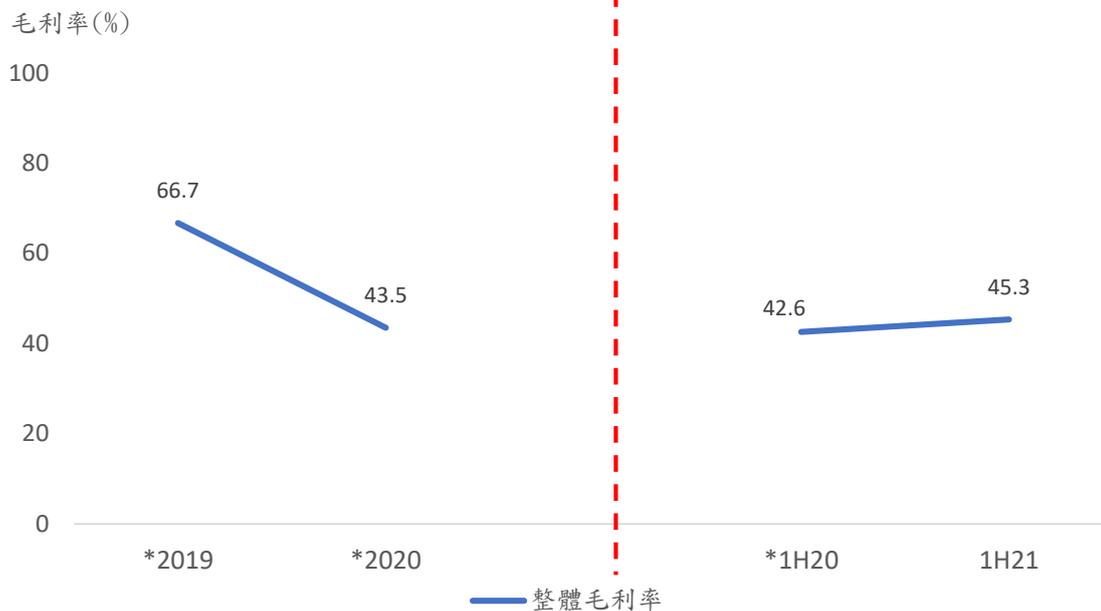
港币(百萬元)



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 毛利率方面，由于体育娱乐平台用户人数增加以及多项大型体育赛事举行，高毛利率的体育知识付费平台收入占比提升，拉动整体毛利率按年上升 2.7 个百分点至 45.3%。

公司整体毛利率及分部毛利率

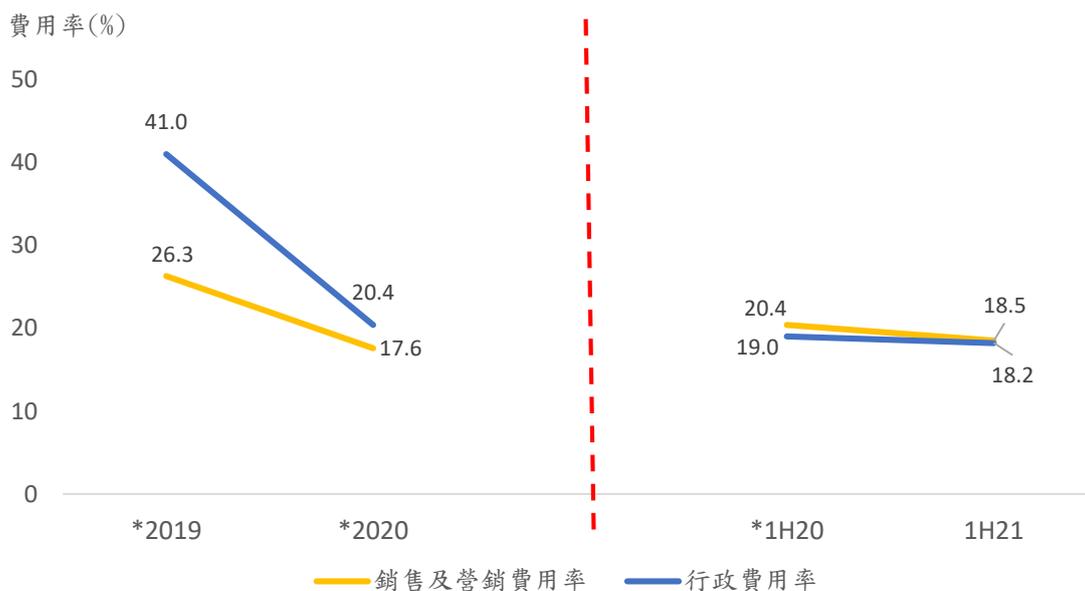


来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

*只计可持续经营业务

- 期内, 公司发布新体育游戏以及加强推广体育数字娱乐应用程或, 销售及营销费用按年上升 43.7% 至 4240.2 万港元, 占收入比重则由 2020 年同期之 20.4%, 下降至 18.5%。至于行政费用率, 由 2020 年上半年之 19.0%, 下跌至 18.2%。

公司各项费用率

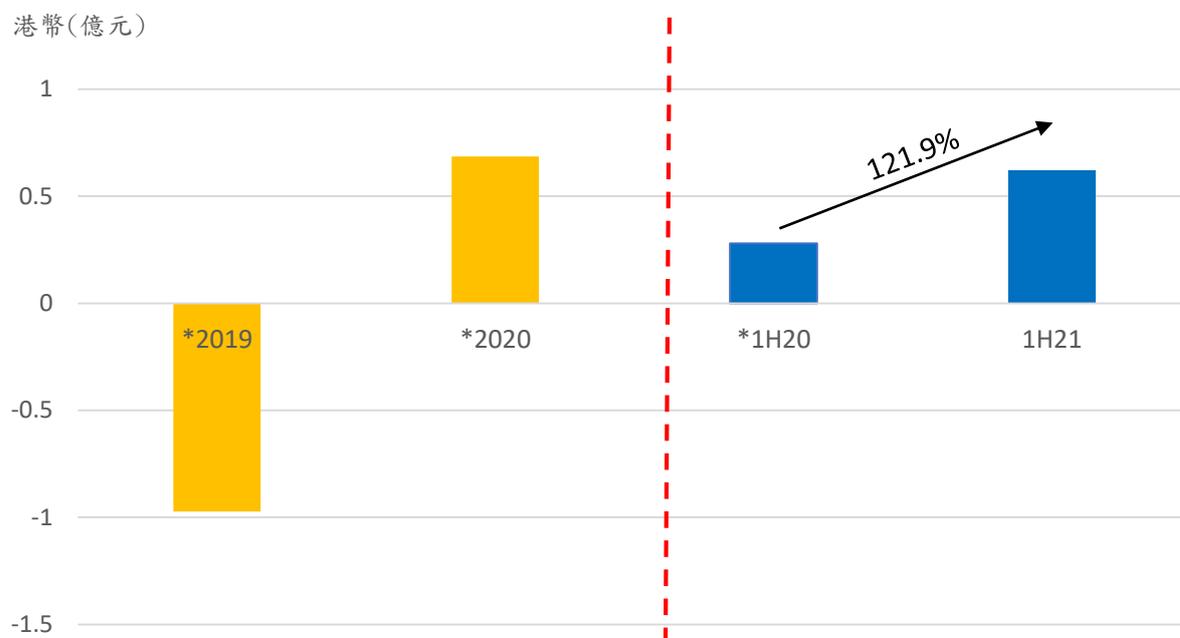


来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

*只计可持续经营业务

- 2021年上半年，持续经营业务溢利按年上升121.9%至6196.7万港元，归因于各业务收入增长，毛利率向上以及主要费用率下滑。单计上半年盈利，已经达到2020年全年盈利的90.4%。

公司年度溢利/(亏损)



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

*只计可持续经营业务

- 截至2021年6月底止，公司手头现金为8,762.0万港元，短期负债为1202.4万港元。换句话说，净现金水平为7559.6万港元，财政水平相当健康，资本负债比率仅为0.9%。

盈利预测及投资建议

- 由于智能设备普及化和在线支付系统趋向成熟，在线体育竞技娱乐在全球发展提速，而且涉及之体育竞技项目和娱乐玩法增多，吸引更多民众参与。特别是去年新冠肺炎疫情在全球肆虐，各国实施严厉的社交隔离措施和遥距办公，民众留家时间更长，参与在线体育竞技娱乐机会上升，进一步令在线体育竞技娱乐渗透率提高。
- 疯狂体育集团于2020年度将盈利能力欠佳的电信媒体业务出售和终止电商业务营运，目前资产为一直录得盈利的疯狂体育部分。适逢中央近年大力推动全国体育产业发展以及多项大型体育赛事密集于2021至2023年之间举行，公司业务将会受惠其中。我们预期在上述期间，公司盈利会踏入快速增长期。
- 预期公司2021和2022年归属于母公司股东净利润分别为1.1亿和2.3亿港元，相当于每股盈利2.5和5.1港仙。根据我们的贴现现金流(DCF)模型，推算目标价为2.52港元，相当于2021年度预测市盈率19.7倍。我们首次覆盖，给予「买入」评级。相比之下，海外在线体育娱乐企业于2021及2022年预测市盈率分别为39.4倍及27.2倍，疯狂体育的预测市盈率明显较为落后。

海外在线体育娱乐企业估值

公司名	上市编号	市值(百萬元)	2021预测 市盈率(倍)	2022预测 市盈率(倍)
EVOLUTION AB	EVO SS Equity	299,004.4	47.9	36.4
ZEAL NETWORK SE	TIMA GR Equity	921.6	98.0	43.1
LOTTO24	LO24 GR Equity	644.1	-	-
OPAP SA	OPAP GA Equity	4,482.9	15.2	11.8
PENN NATIONAL GAMING INC	PENN US Equity	12,201.3	23.8	26.5
FLUTTER ENTERTAINMENT PLC-DI	FLTR LN Equity	25,316.4	46.8	34.5
ENTAIN PLC	ENT LN Equity	11,155.5	34.8	21.8
INTERNATIONAL GAME TECHNOLOG	IGT US Equity	4,442.3	25.4	16.9
DRAFTKINGS INC - CL A	DKNG US Equity	24,390.9	-	-
PENN NATIONAL GAMING INC	PENN US Equity	12,201.3	23.8	26.5
FLUTTER ENTERTAINM-UNSP ADR	PDYPY US Equity	35,195.7	-	-
		平均	39.4	27.2

来源: 彭博

- 潜在下行风险: 政策风险; 疫情反复致大型体育赛事延期

贴现现金流估值

港币(百万元)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前溢利	129.2	268.3	512.8	651.6	789.2	913.6	1055.9	1166.2	1287.0	1381.1
已付所得税	(19.4)	(40.2)	(76.9)	(97.7)	(118.4)	(137.0)	(158.4)	(174.9)	(193.0)	(207.2)
折旧及摊销	12.1	17.1	44.8	22.2	25.1	28.5	32.4	36.8	41.9	47.7
营运资金转变	40.0	(37.3)	(58.1)	(25.5)	(30.5)	(27.5)	(31.6)	(24.2)	(26.7)	(20.5)
其他	(74.5)	(26.7)	(35.7)	16.6	11.6	6.6	1.6	(3.4)	(8.4)	(13.4)
经营现金流	87.4	181.1	386.9	567.2	677.1	784.2	899.9	1000.5	1100.8	1187.8
资本开支	(16.7)	(69.1)	(69.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)
自由现金流	70.7	112.0	317.8	563.1	672.9	780.1	895.8	996.3	1096.7	1183.6

永续增长率	3.0%									
折现年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折现率	0.88	0.77	0.68	0.60	0.53	0.47	0.41	0.36	0.32	0.28
折现自由现金流	62.2	86.8	216.8	338.1	355.7	363.0	366.9	359.2	348.1	330.7

无风险收益率	1.34%
风险溢价	12.3%
啤单系数	1.14
股票成本	11.88%
税前债务成本	2.05%
税率	15.00%
税后债务成本	2.40%
债务/资本	2.50%
加权平均资本成本	13.6%

2021-2030自由现金流现值	2827.5
折现终值	3213.4
亚洲银行权益账面值	6.5
金融资产账面值	496.4
加:净现金	120.7
股权价值(百万港元)	6664.5
每股价值(港元)	2.52

来源:千里硕证券研究部

综合收益表(截至12月底止)

港币(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	300.8	624.5	1091.9	1700.8
收益成本	(170.1)	(312.2)	(524.1)	(782.3)
毛利	130.7	312.2	567.8	918.4
其他收入及收益	83.4	37.3	44.4	53.4
销售及营销开支	(52.9)	(90.5)	(152.9)	(212.6)
行政费用	(61.4)	(103.0)	(169.2)	(229.6)
联营权益减值	(0.9)	0.0	0.0	0.0
应占联营溢利	(31.7)	(26.7)	(21.7)	(16.7)
融资成本	(0.9)	0.0	0.0	0.0
税前利润	66.4	129.2	268.3	512.8
所得税开支/抵免	2.1	(19.4)	(40.2)	(76.9)
持续经营业务利润	68.5	109.8	228.1	435.9
已终止业务年度亏损	(199.9)	0.0	0.0	0.0
非控股权益	(0.6)	3.8	3.8	3.8
归属于母公司净利润	(131.9)	113.6	231.9	439.7

资产负债表(截至12月底止)

港币(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
应收账款及其他应收款	35.8	74.3	129.9	202.4
预付款项、按金及其他应收款项	73.4	124.9	209.7	312.9
现金及现金等价物	109.8	120.7	273.0	640.2
其他	84.7	59.0	59.4	60.0
流动资产合计	303.6	378.9	672.0	1215.5
物业、厂房及设备	7.8	5.4	3.0	0.3
无形资产	53.1	56.0	106.4	129.2
商誉	426.9	423.2	419.5	415.8
其他	395.7	500.1	500.1	500.1
非流动资产合计	883.5	984.8	1029.1	1045.5
资产总计	1187.2	1363.7	1701.1	2260.9
应付帐款及其他应付款	94.9	168.0	271.5	389.6
借款	8.8	0.0	0.0	0.0
其他	186.0	179.9	179.9	179.9
流动负债合计	289.7	347.9	451.4	569.6
租赁负债	10.3	10.3	10.3	10.3
其他	6.3	9.0	9.0	9.0
非流动负债合计	16.6	19.3	19.3	19.3
负债总计	306.3	367.2	470.7	588.9
股本及储备	864.3	979.9	1213.8	1655.5
非控股权益	16.6	16.6	16.6	16.6
权益总计	880.9	996.5	1230.3	1672.1

现金流量表(截至12月底止)

港币(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	(133.5)	129.2	268.3	512.8
折旧	15.5	3.1	3.2	3.4
其他	250.9	(65.5)	(12.9)	5.7
营运资金变动	(165.1)	40.0	(37.3)	(58.1)
息、税开支	3.0	(19.4)	(40.2)	(76.9)
营运现金流	(29.2)	87.4	181.1	386.9
资本开支	(2.9)	(16.7)	(69.1)	(69.1)
其他	30.1	(50.5)	40.8	49.8
投资现金流	27.2	(67.2)	(28.4)	(19.3)
发行新股	62.7	0.0	0.0	0.0
借款变动	3.3	(8.8)	0.0	0.0
其他	(13.3)	0.0	0.0	0.0
融资现金流	52.7	(8.8)	0.0	0.0
期初现金	58.9	109.8	120.7	273.0
现金流变动	50.8	10.9	152.3	367.2
期末现金	109.8	120.7	273.0	640.2

财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
收入增长(%)	-87.7%	107.6%	74.9%	55.8%
毛利增长(%)	2.7%	138.9%	81.9%	61.7%
归母净利润增长(%)	亏损收窄	亏转盈	104.1%	89.6%
盈利能力				
毛利率(%)	43.5%	50.0%	52.0%	54.0%
净利率(%)	-	18.2%	21.2%	25.9%
股本回报率(%)	-15.0%	11.4%	18.8%	26.3%
资产回报率(%)	-11.1%	8.3%	13.6%	19.4%
偿付能力				
负债比率(%)	25.8%	26.9%	27.7%	26.0%
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.0	1.1	1.5	2.1
速动比率	0.7	0.7	1.0	1.5
每股指标				
每股盈利(港仙)	(2.93)	2.51	5.13	9.72
每股账面值(元)	0.2	0.2	0.3	0.4
每股派息(元)	-	-	-	-
估值				
市盈率(倍)	-	19.7	9.7	5.1
市账率(倍)	2.53	2.25	1.82	1.34
股息率(%)	-	-	-	-

免责声明

本报告由千里硕证券有限公司(“千里硕”)研究部刊发，内容基于其认为可靠的来源，但就其是否公平、准确、完整或正确，千里硕概不作出或发出任何明示或默示的保证或承诺。本报告中的所有意见如有更改，恕不另行通知。所提供的信息仅供参考和阅览，并非就本文提及的证券或投资进行买卖或交易的建议、要约或招揽。在市场惯例允许的情况下，千里硕及其员工和亲属或联系人，可不时就本报告中提及的公司的证券或相关产品或投资持有头寸，以及进行买卖。投资涉及风险。投资者应注意，投资的价值和证券的价格可以上升或下跌，过往表现不一定未来表现的指标。投资者应寻求独立专业意见，千里硕在任何情况下，就投资者使用此报告的信息而可能蒙受的利润损失，概不在任何方面承担责任。本报告的内容的版权属于千里硕所有。未经千里硕许可，任何人不得就任何目的复制、发佈或分发本报告的全部或部分內容。本报告所载观点，由证监会持牌分析师拟备，并准确反映分析师对有关证券的个人意见。除非另有披露，否则于本报告刊发日期，就本文谈及的公司或与该等公司属同一集团的成员公司的证券，本报告的分析师并无持有任何权益。权益披露一本研究报告所涵盖之上市公司已向千里硕证券有限公司支付费用，已获得本研究报告。千里硕证券有限公司及旗下分析师可就证券或发行自由发表任何意见。

千里硕证券有限公司

地址: 香港中环干诺道中 168-200 信德中心西翼 16 楼 1601-1604 室

电话: (852)3725 4300

传真: (852)3725 4399

电邮: enquiry@elstone.com