

2015.10.14

体育商业化加速，全产业链模式塑王者

——旅游服务专题 15

	许娟娟（分析师）	陈筱（分析师）	穆方舟（分析师）
	021-38676545	021-38675863	0755-23976527
	xujuanjuan@gtjas.com	chenxiao@gtjas.com	mufangzhou@gtjas.com
证书编号	S0880511010028	S0880515040003	S0880512040003

本报告导读：

本文通过梳理体育产业结构，充分理解体育产业链各环节之间的相互关系，探究体育产业的发展趋势，寻找在产业变革过程中的行业龙头，发掘体育产业的投资机会。

摘要：

- **体育产业：资源垄断束缚产业成长，政策红利催生产业变革，打开万亿市场空间。**①市场规模：体育产业总产出 1.1 万亿，增加值 3563 亿，增速 14%；②行业现状：行业处于发展初期，资源垄断束缚成长，商业化程度亟待提高；政策红利促进产业变革，消费升级提振体育需求；③市场空间：2025 年总产值 5 万亿、增加值 2 万亿。
- **产业链格局：上游赛事资源为产业链核心，中游媒体传播为催化剂，下游衍生产业提供变现出口。**①体育产业分为核心层、外围层、相关产业层，分别对应产业链上游赛事资源，中游媒体传播，下游衍生产业；②赛事资源是产业链核心和动力，中游媒体传播是催化剂，扩大赛事影响力，集聚客户资源作用，下游为产业链提供了变现出口。
- **产业链各层级关系：赛事商业价值提升带动产业链繁荣，新兴媒体诞生全产业链商业模式，衍生产业受益消费升级提振需求，上游要素控制成关键。**①上游赛事具有稀缺性和排他性；中超联赛将成为职业联赛市场化改革先锋，商业价值提升提振行业景气度；大众体育受益政策宽松有望爆发，赛事组织存机会；国外核心赛事全市场化运作，版权费用逐年攀升；②中游传统媒体央视垄断格局难突破，新媒体巨头凭资本优势寡头垄断，积极布局上游资源，构建全产业链商业模式，有望诞生巨头；③下游衍生产业：体彩受益赛事关注度提升需求高涨；体育旅游发展方兴未艾，门票成为竞争优势关键所在；体育用品阿迪耐克寡头垄断下，国内公司可通过市场及价格差异化定位寻找机会。
- **他山之石：国外体育产业巨头模式多为覆盖全产业链的体育传媒生态圈。**①全球体育产业寡头垄断，核心赛事被巨头垄断，多为全产业链覆盖；②盈方凭资金及资源优势打造体育传媒生态圈；③ MSG 布局球队经营，体育传媒，构建以体育赛事为核心的全产业链体育帝国。
- **投资建议：给予增持评级。具备资本优势掌握优质资源的公司将掌握主动权，中游有望诞生全产业链模式巨头。**受益标的：①中游：国资背景资源优势明显的华录百纳；布局全产业链体育生态的乐视网；②上游：布局体育赛事运营的国旅联合以及智美体育；转型体育公司的莱茵体育；③下游：受益赛事关注度提升带动体彩景气的中体产业；布局体育旅游的中青旅；布局上游的贵人鸟。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

体育产业

增持

相关报告

旅游业：旅游服务专题 14《日本看中国：品牌为先，体验制胜》	2015.10.09
旅游业：旅游服务专题 13《韩国看中国：先发筑城，体验为王》	2015.09.11
旅游业：旅游服务专题 12《理性贬值“微创”出境组团市场》	2015.08.17
旅游业：旅游服务专题 11《两维“镀金”互联网旅游》	2015.07.21
旅游业：旅游服务专题 10《崛起的千亿中产消费 综合平台加速成长》	2015.07.21
旅游业：旅游服务专题 9《城市周边游 高频必需的细分旅游消费》	2015.06.02
旅游业：旅游服务专题 8《新模式适应新需求 行业将迎爆发式成长》	2015.04.07
旅游业：旅游服务专题 7《“三向两维”掘金旅游业国企改革》	2015.01.23
旅游业：旅游服务专题 6《Disney 点燃中国休闲娱乐“新纪元”》	2014.11.11
旅游业：旅游服务专题 5《迎城市演艺黄金年代 三大基因塑龙头》	2014.06.22
旅游业：旅游服务专题 4《资源禀赋定战略 拓展速度决胜负》	2014.06.20
旅游业：旅游服务专题 3《全面剖析在线旅游 着眼旅游电商》	2014.07.16
旅游业：旅游服务专题 2《PC 端大局已定 三标准甄选运营商》	2014.02.18
旅游业：旅游服务专题 1《掘出境游蓝海，纵向整合与 O2O 塑龙头》	2014.01.06

目 录

投资要点.....	5
1. 体育行业：政策红利催生变革，打开万亿市场空间	6
1.1. 行业现状：资源垄断束缚成长，商业化程度亟待提高	6
1.1.1. 国内体育产业 GDP 占比低，规模小	6
1.1.2. 赛事资源受政府主导审批，行政管制资源垄断束缚成长	6
1.1.3. 产业链市场化进程不同步，商业化程度亟待提升	7
1.2. 政策红利助力产业变革，消费升级提振需求	8
1.2.1. “简政放权”带来政策红利，体育产业振兴在即	8
1.2.2. 中国足协脱离国家体育总局，市场化之路迈出关键一步	8
1.2.3. 体育产业受众群体将扩大，消费升级提振需求	9
2. 产业链格局：赛事价值提升引领产业繁荣，新媒体催生全新模式	9
2.1. 产业链概述：市场化进程不同步，孕育全新商业模式	9
2.1.1. 赛事资源+媒体传播+衍生产业构成完整体育产业链	9
2.1.2. 价值提升引领产业繁荣，媒体传播孕育全新商业模式	10
2.2. 赛事资源：资源稀缺，市场化进程开启，含金量携价值回归	11
2.2.1. 国内联赛：开启商业化进程，价值提升将带动行业繁荣	11
2.2.2. 大众体育：赛事参与需求旺盛，监管放松激发市场活力	16
2.2.3. 国外赛事：稀缺资源垄断，市场化运作致版权费用骤增	19
2.3. 中游媒体传播：80 亿版权开启转播权天价时代，新媒体催生商业模式革新	19
2.3.1. 中游体育媒体传播是大市场，各细分领域空间广阔	19
2.3.2. 传统媒体：央视重要赛事资源垄断难以打破，地方台竞争其他核心赛事资源	20
2.3.3. 新兴媒体：资本助力寡头垄断，新兴商业模式雏形初现	22
2.4. 下游衍生产业：消费升级提振需求，上游要素控制成关键	26
2.4.1. 体育用品：增速放缓，寡头垄断下细分市场存机会	26
2.4.2. 体育彩票：赛事关注度提升点燃消费热情	27
2.4.3. 体育旅游：要素资源稀缺树壁垒，得资源者定成败	30
3. 他山之石：全球体育产业巨头商业模式巡礼	31
3.1. 全球体育产业资源呈现寡头垄断格局	31
3.2. 瑞士盈方：拥有成熟的体育传媒生态圈	31
3.2.1. 全球顶级顶级体育营销公司	31
3.2.2. 发展历程：资本助力公司多元化发展	32
3.2.3. 商业模式：赛事资源筑壁垒，多年经营积累赞助商伙伴	33
3.3. MSG：构建体育传媒娱乐帝国	34
3.3.1. 覆盖全体育产业的综合性服务商	34
3.3.2. 以赛事为核心，覆盖全产业链的体育帝国	34
4. 谁将成为明日之星：发现产业链中的龙头	36
4.1. 产业链各层级相关标的梳理	36
4.2. 产业链上游：先发优势定龙头	36
4.2.1. 国旅联合：设立体育发展公司，受益 16 年冬奥会	36
4.2.2. 智美集团：立足品牌运营，发力体育产业	37
4.3. 产业链中游：最有可能诞生全产业链体育巨头	38
4.3.1. 华录百纳：国资背景凸显资源优势，率先布局体育传媒有望成为龙头	38

4.3.2. 乐视网：赛事运营+内容平台+智能硬件+增值服务	38
4.4. 产业链下游：探索上游要素控制，寻求全产业链模式	40
4.4.1. 中青旅：体育旅游龙头，布局产业上下游	40
4.4.2. 中体产业：体育总局系统中唯一上市公司平台	40
5. 投资建议	42
6. 风险提示	42

图表目录

图 1：我国体育产业规模稳定增加	6
图 2：我国体育产业 GDP 占比显著低于全球平均水平	6
图 3：资源垄断行政化审批导致流程繁琐，经济效益低下	6
图 4：中超联赛运营方中超公司半行政管制半市场化运营	7
图 5：赛事资源、媒体传播、衍生产业构成完整体育产业链	9
图 6：我国体育产业体育用品相关业务占比达 79%	10
图 7：美国体育产业中体育服务约占 70%，结构合理	10
图 8：足球在体育产业中营收占比达 43%，影响力巨大	11
图 9：中超联赛运营模式主要依靠版权及广告赞助获得收入	11
图 10：中超联赛高收视率说明其具有巨大的社会影响力	12
图 11：中超联赛场均观众人数稳步提升	12
图 12：商业价值提升体现在中超公司赞助占比逐年增加	12
图 13：中超各俱乐部历年营收情况	12
图 14：中超广告赞助收入历经波折回归正轨	12
图 15：中超商业价值提升带动球员薪酬增加	12
图 16：中超俱乐部企业赞助占收入比例达 65%	14
图 17：欧洲主流俱乐部收入结构中赞助收入仅占 40%	14
图 18：CBA 运营模式	15
图 19：居民体育运动频率每周运动为主流	16
图 20：场地及人员因素致篮球及足球两大项目参与度低	16
图 21：租金贵，硬件设施差，交通不便困扰运动者	16
图 22：传统约球模式占比 70%，约球普遍存在困难	16
图 23：大众体育赛事运营模式	17
图 24：全新平台模式为大众体育赛事提供全新经营思路	18
图 25：1960-2012 奥运会转播收入 CAGR 达 80%	19
图 26：国外核心赛事转播费用大幅攀升	19
图 27：观众最爱收看的体育赛事篮球足球位居前二	20
图 28：国内赛事转播市场经历了从买方垄断到卖方市场形成的转变	20
图 29：地方台逐渐分化为三大梯队	21
图 30：央视收视比重达 70% 在体育频道竞争中绝对领先	21
图 31：CCTV5 足球等赛事资源丰富，赛事质量高	21
图 32：地方台赛事资源相对贫乏，缺乏竞争力	21
图 33：传统电视媒体广告收入占比普遍超 90%	22
图 34：电视观众逐渐向传统媒体分流	22
图 35：网络视频用户迅速增长 2009-14 年 CAGR=13%	22
图 36：互联网信息更新速度快吸引观众	23
图 37：世界杯选择通过互联网获取信息的比例逐渐提升	23
图 38：新英体育的“付费+免费”模式实现多屏幕覆盖	24
图 39：英超联赛的国内直播历经波折，进入免费+付费时代	24

图 40: 目前直播之外的观看需求未被满足	25
图 41: 新媒体提供更多变现模式, 满足观众直播以外的需求	25
图 42: 乐视体育的“平台+内容+终端+应用”全产业链商业模式	26
图 43: 运动鞋服行业 2014 年收入达 1420 亿元	26
图 44: 阿迪耐克在运动服鞋市场竞争优势明显	27
图 45: 近年来耐克阿迪竞争优势逐步巩固	27
图 46: 2008-14 体彩销售额 CAGR 达 23.8%	28
图 47: 与体育赛事相关的竞猜型彩票销售占比提升	28
图 48: 移动及 PC 端购彩方式占比已达 48%	28
图 49: 2007-14 互联网彩票销售额 CAGR 达 74.9%	28
图 50: 2007-14 年网销彩票占比 CAGR 达 45.6%	28
图 51: 体育彩票各环节利润分配	29
图 52: 淘宝彩票依靠淘宝平台成为互联网彩票龙头	29
图 53: 现阶段体育旅游分为观赛类和参赛类两种, 以观赛游为主	30
图 54: 盈方作为世界性体育传媒公司在各国设有超过 25 个办事机构	31
图 55: 盈方拥有包括世界杯、欧洲杯在内的众多核心赛事版权	32
图 56: 盈方前身为基尔希集团, 资本助力多元化发展	33
图 57: 盈方体育以赛事版权为核心, 提供一系列增值服务	33
图 58: 盈方成为产业链中链接上游资源和下游赞助商的纽带	34
图 59: 14 年 MSG 收入达 15.6 亿美元, 稳步增长	34
图 60: MSG 三大业务收入占比分布较为均匀, 相互协同	34
图 61: 智美集团营业收入实现快速增长	37
图 62: 智美集团体育版块值得关注	37
图 63: 国资背景民营机制	38
图 64: 娱乐产业、互联网+已具规模, 体育产业架构初步搭建	38
图 65: “平台+内容+终端+应用”的“乐视生态系统”格局初显	39
图 66: 中体产业为体育总局系统中唯一上市平台	40
图 67: 公司体育产业布局广泛, 大部分可创造营收	41
表 1: 中超联赛与国外主流联赛商业价值对比	7
表 2: 政策红利促进产业变革, 体育产业迎来振兴机遇	8
表 3: 中超联赛冠名费乱象体现市场对运营体制的不认可	13
表 4: 部分中超俱乐部赞助及迁移史	14
表 5: 《赛事名录》以外群众性体育赛事审批一律取消	17
表 6: 国外主流核心赛事主办方及运营公司	19
表 7: 国家体育赛事转播政策变化	21
表 8: 互联网寡头凭借资本优势垄断大部分核心赛事版权资源	23
表 9: 新兴媒体除广告收入外盈利模式多样化	24
表 10: 对互联网彩票的政策及监管逐渐完善, 监管依然严格	29
表 11: 通过官方合作方式获得门票票源较为稳定	31
表 12: 尼克斯上座率位居联盟前列, 上座率接近 100%	35
表 13: MSG 旗下场馆多为发达地区标志性建筑物, 可利用价值高	35
表 14: 体育产业相关标的梳理	36
表 15: 推荐标的盈利预测及估值情况 (2015.10.13)	42

投资要点

有别于大众的认识:

- 市场在看待赛事资源中的俱乐部的时候是以俱乐部是否盈利为出发点；我们认为应当从更宏观的视角来理解俱乐部的经营业绩，俱乐部最终目的并非追求高额利润，其追求的目标应当是持续健康稳定地运营，在联盟中维持高水平的竞争力，使得联赛水平提升，整体环境向好，培育体育文化，从而提升整体商业价值。
- 目前职业联赛的当务之急仍然为进一步推进商业化进程，提升联赛影响力继而提升赛事商业价值，继而提升整个产业链景气度。
- 未来体育产业链中游媒体环节最有希望产生覆盖全产业链的巨头。并且其竞争格局将会由央视一家独大转变为寡头垄断，优秀赛事资源成为竞争壁垒，寡头凭资本及先发优势垄断核心赛事资源；新兴媒体积极布局上游资源，发挥入口平台价值，并向下游延伸，打通全产业链，实现全内容的整合营销，打造体育生态圈。

核心逻辑:

- 体育产业：资源垄断束缚产业成长，政策红利催生产业变革，打开万亿市场空间。①市场规模：体育产业总产出 1.1 万亿，增加值 3563 亿，增速 14%；②行业现状：行业处于发展初期，资源垄断束缚成长，商业化程度亟待提高；政策红利促进产业变革，消费升级提振体育需求；③市场空间：2025 年总产值 5 万亿、增加值 2 万亿。
- 产业链格局：上游赛事资源为产业链核心，中游媒体传播为催化剂，下游衍生产业提供变现出口。体育产业分为核心层、外围层、相关产业层，对应产业链上游赛事资源，中游媒体传播，下游衍生产业；
- 产业链各层级关系：上游赛事商业价值提升带动产业链繁荣，中游新兴媒体诞生全产业链商业模式，下游衍生产业受益消费升级提振需求，上游要素控制成关键。①上游赛事资源存在稀缺性和排他性；中超联赛起步早，成为职业联赛市场化改革先锋，商业价值提升将提振行业整体景气度；大众体育赛事受益政策宽松有望爆发，赛事组织存机会；国外核心赛事全市场化运作，版权费用逐年攀升；②中游传统媒体央视垄断格局难突破，新媒体巨头凭资本优势寡头垄断，积极布局上游赛事资源，构建覆盖全产业链商业模式，有望诞生巨头；③下游衍生产业：体彩受益赛事关注度提升需求高涨；体育旅游发展方兴未艾，门票资源成为构建竞争优势关键所在；体育用品产业阿迪耐克寡头垄断下，国内公司可通过市场及价格差异化定位寻找机会。
- 他山之石：国外体育产业巨头商业模式多为打造覆盖全产业链的体育传媒生态圈。①全球体育产业寡头垄断，核心赛事被巨头垄断，多为全产业链覆盖；②盈方凭资金及资源优势打造体育传媒生态圈；③ MSG 布局球队经营，体育传媒，构建以体育赛事为核心的全产业链体育帝国。
- 投资建议：产业政策放开后拥有资本及先发优势提前锁定优质资源的公司将掌握主动权。①产业链中游：资源优势明显的华录百纳；打造全产业链体育生态的乐视网；②产业链上游：率先布局

体育赛事运营的国旅联合以及智美体育；转型体育公司的莱茵体育；③产业链下游：赛事关注度提升带动体彩行业景气的中体彩产业；布局体育旅游的中青旅；积极布局上游赛事组织及互联网体育的贵人鸟。

1. 体育行业：政策红利催生变革，打开万亿市场空间

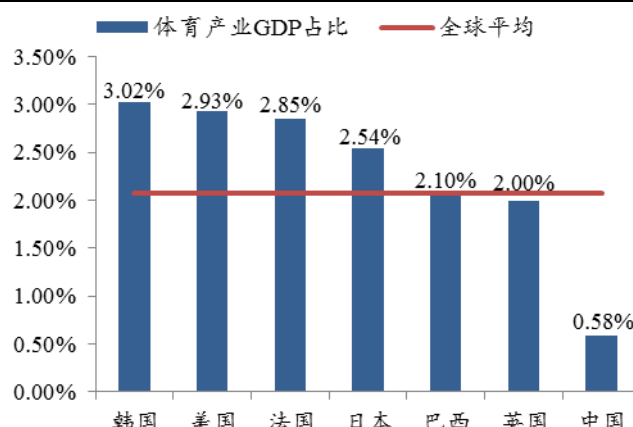
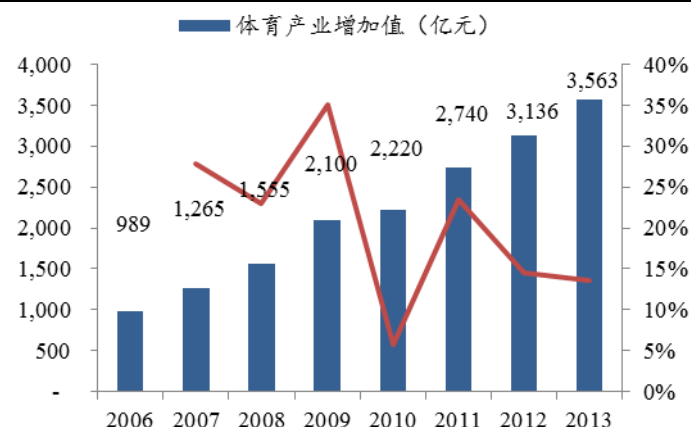
1.1. 行业现状：资源垄断束缚成长，商业化程度亟待提高

1.1.1. 国内体育产业 GDP 占比低，规模小

我国体育产业规模稳定增加，但 GDP 占比仍远低于世界平均水平。中国体育产业规模实现了稳步增长，2013 年全国体育及相关产业总产出 1.1 万亿元、同比增长 11.91%，实现增加值 3563 亿元、同比增长 13.62%，GDP 占比增至 0.63%。另一方面，2013 年美国的体育产业增加值达到 9000 亿美元，占 GDP3%，世界平均水平为 2.08%，我国体育产业 GDP 占比仍然远低于世界平均水平。

图 1：我国体育产业规模稳定增加

图 2：我国体育产业 GDP 占比显著低于全球平均水平



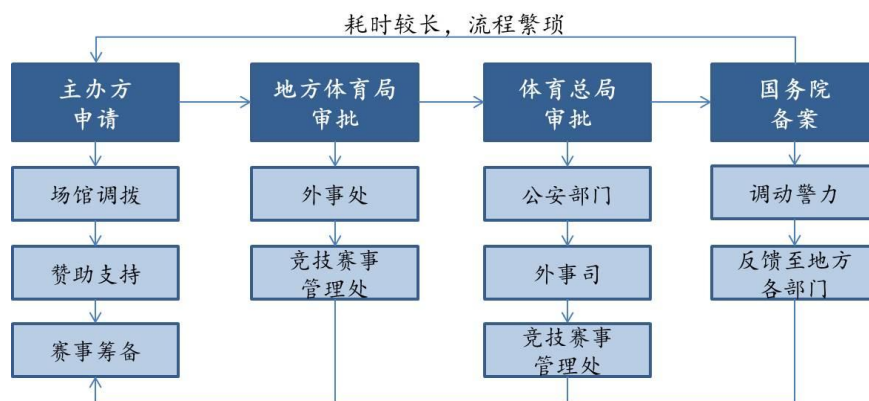
数据来源：体育总局、国家统计局、国泰君安证券研究

数据来源：Plunkett Research、国泰君安证券研究

1.1.2. 赛事资源受政府主导审批，行政管制资源垄断束缚成长

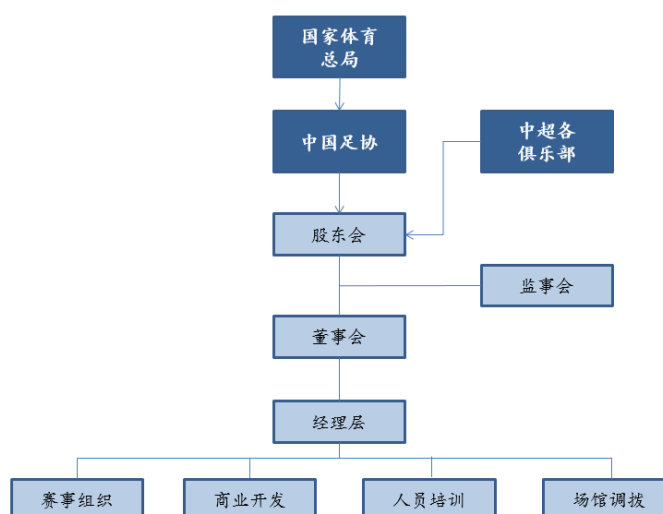
现阶段核心赛事资源的审批与管理权集中于国家体育总局，赛事运营管理政企不分。赛事审批行政化导致的繁琐的审批流程以及联赛资源半行政半市场化管理带来赛事运营效率低下，严重束缚了体育产业的发展。负责中超联赛运营的中超公司实际控制方为国家体育总局，中超联赛运营长期以来受制于半行政半市场化管理体制下，商业化进程缓慢。

图 3：资源垄断行政化审批导致流程繁琐，经济效益低下



数据来源：国家体育总局、国泰君安证券研究

图 4：中超联赛运营方中超公司半行政管制半市场化运营



数据来源：中超公司官网、国泰君安证券研究

1.1.3. 产业链市场化进程不同步，商业化程度亟待提升

体育产业链各环节商业化程度不同步，顶级联赛赛事群尚处萌芽。下游体育衍生产业以体育用品为主，市场竞争充分，商业化程度较高。产业链中游媒体传播与上游赛事内容受制于政府资源垄断，商业化进程起步较晚，价值发掘不够充分，商业化参与的程度普遍偏低。我国的顶级赛事群尚未形成，赛事价值与收入构成均与国际顶级赛事差异较大。以国内联赛中最具代表性、群众参与度和社会关注度的中超足球联赛为例，其商业化进程也仅仅有 20 年历史，联赛品牌价值、商业开发程度相比国外成熟联赛差距明显。

表 1：中超联赛与国外主流联赛商业价值对比

2013-2013 赛季	俱乐部总收入 (亿美元)	平均上座率 (%)	球员平均年薪 (千欧元)	场均座位收入 (欧元)	球队总身价 (亿欧元)
中超足球联赛	3.04	0.75	209	-	1.16
英格兰足球超级联赛	53	0.96	2,273	33	35.78
德国足球甲级联赛	31	0.90	1,456	19	18.72
西班牙足球甲级联赛	26	0.74	1,213	16	24.63

意大利足球甲级联赛	23	0.51	1,313	10	22.59
-----------	----	------	-------	----	-------

数据来源：德勤俱乐部财富报告、国泰君安证券研究

1.2. 政策红利助力产业变革，消费升级提振需求

1.2.1. “简政放权”带来政策红利，体育产业振兴在即

政策重点由提升国际竞技体育能力、承办重大国际赛事转为逐渐放松体育产业行政管理并给予政策优惠。2014年9月，李克强总理在国务院常务会议上明确提出要对体育产业“简政放权”，并且取消了商业性和群众性体育赛事在内的全国性体育赛事繁琐的审批程序，国家政策层面以及领导人释放的明确信号，会将振兴规划加速落实到产业链的各环节中。

表 2：政策红利促进产业变革，体育产业迎来振兴机遇

时间	政策文件	重点内容
2006 年 7 月	《体育事业“十一五”规划》	明确提出“‘十一五’时期我国体育产业的发展目标：初步建成与大众消费水平相适应，以体育服务业为重点，多业并举、门类齐全、结构合理、规范发展的体育产业体系
2014 年 3 月	《关于加快发展体育产业的指导意见》	到 2020 年，培育一批具有国际竞争力的体育骨干企业和企业集团，形成一批有中国特色和国际影响力的体育产品品牌；居民人均体育消费显著增加，体育服务贸易较快发展，体育产业从业人数占全社会就业人数比例明显提高，体育产业增加值在国内生产总值中所占比重明显提高；
2014 年 5 月	《体育事业“十二五”规划》	体育产业增加值以平均每年 15% 以上的速度增长，到“十二五”末期，体育产业增加值超过 4000 亿，占国内生产总值的比重超过 0.7%，从业人员超过 400 万，
2014 年 12 月	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》	除全国综合性运动会和少数特殊项目赛事外，包括商业性和群众性体育赛事在内的全国性体育赛事审批一律取消
2015 年 3 月	《中国足球改革发展总体方案》	中期目标：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：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；职业联赛组织和竞赛水平进入世界先进行列；积极申办国际足联男足世界杯；国家男足国际竞争力显著提升，进入世界强队行列。

数据来源：国家体育总局、国务院、国泰君安证券研究

1.2.2. 中国足协脱离国家体育总局，市场化之路迈出关键一步

8 月 18 日中国足球改革发展工作会议决定中国足协与体育总局脱钩，撤销足球中心并按规定核销相关事业编制。会议核心内容为：

- 撤销足球运动管理中心，足协与体育总局管办分离。将逐步实现国家体育总局足球运动管理中心由事业单位向社团常设办事机构的转变。
- 理顺中国足协与国务院体育行政部门的关系。管办分离后的中国足协定位于全国足球运动领域的社团法人，是代表中国参加国际足球组织的唯一合法机构。
- 改革并完善中国足协人事管理制度。足协员工将不拥有事业单位编制，新足协领导机构将由行政部门代表、地方足协代表、职业联赛代表、以及其他专家代表等组成。职业联赛组织代表等专业

人才比重将提升。

- 中国足协不再作为中央预算单位，将实现财务独立，将执行民间非营利组织会计制度，单独建账、独立核算，实行财务公开。
- 明确中国足协开展对外交流合作有关权限。中国足协可向与本协会有合作关系的外国人发出被授权单位邀请函，由体育总局审批或审核后报国务院审批。

足协与体育总局管办分离，人事管理制度完善，专业人才引进将提升足协管理水平，按照足球规律经营中国足球，从长远上提升中国足球水平。

中超公司脱离体育总局束缚将实现真正意义上的商业化运营，上游资源中超联赛商业价值提升将提振整条体育产业链景气程度；

足协脱钩具备示范意义，影响范围已超越体育界。从中国体育界的改革视角，展望到整个社会的改革层面，不仅将影响其他体育项目，还将成为体育以外行业未来改革的借鉴。

1.2.3. 体育产业受众群体将扩大，消费升级提振需求

GDP 增长促进文化消费爆发，体育产业受益消费升级有望实现顶层设计目标。人均 GDP 超过 5000 美元时，文化消费将呈现出高速增长的情况。截至 2014 年，我国人均 GDP 突破 6700 美元，居民文教娱乐支出占总消费支出的 12.7%，增长势头稳健。“政策红利”与“消费升级”双重利好将助力实现顶层设计 2025 年总产值 5 万亿、增加值 2 万亿的目标。赛事审批权简化以及赛事运营的市场化将最终提升整条体育产业链价值。

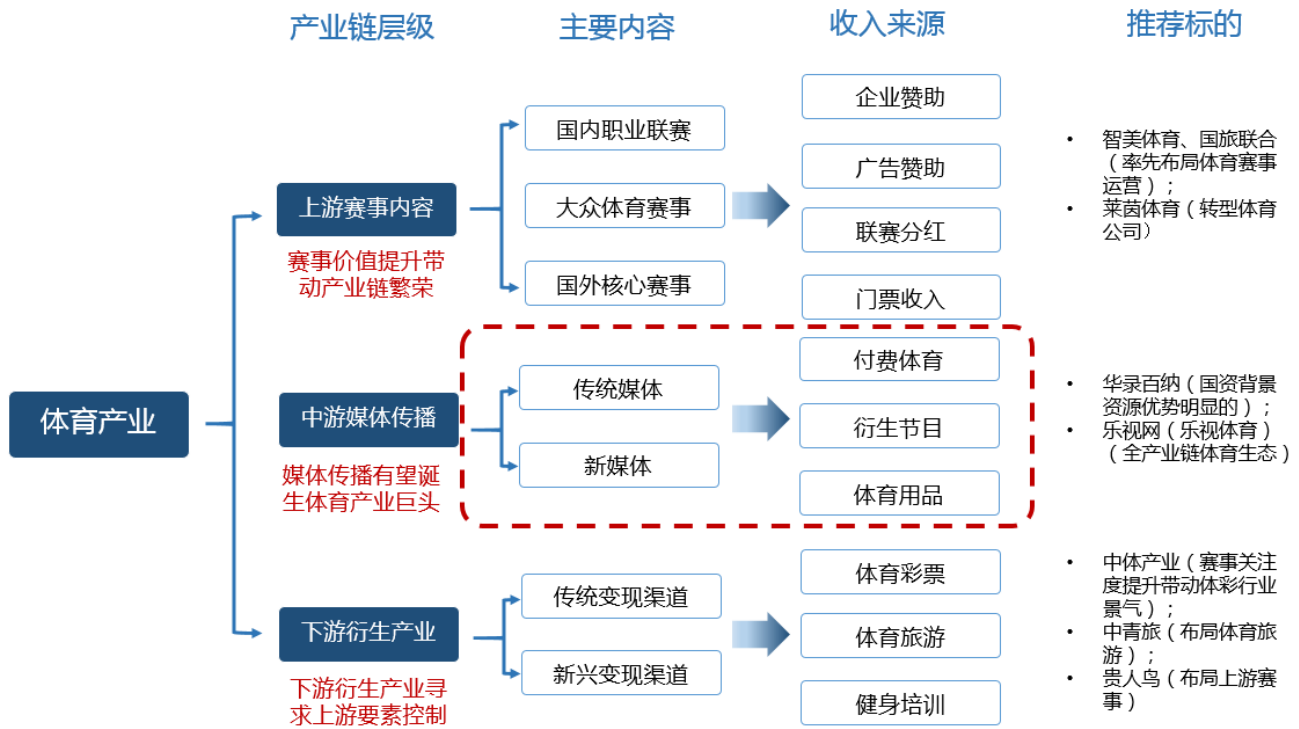
2. 产业链格局：赛事价值提升带动产业链繁荣，新媒体催生全新商业模式

2.1. 产业链概述：市场化进程不同步，孕育全新商业模式

2.1.1. 赛事资源+媒体传播+衍生产业构成完整体育产业链

体育产业可分为核心层、外围层和相关产业层，分别对应着产业链的上游赛事资源，中游媒体传播，下游体育衍生产业。作为稀缺资源的上游赛事可以分为：职业联赛、国际重大体育赛事、大众体育赛事。中游主要由传播媒体构成；下游衍生产业包括体育用品、体育彩票，健身培训等。而各环节主要变现方式包括：企业赞助、联赛分红、门票收入、转播费收入、付费用户订阅赛事内容、商品及彩票。

图 5：赛事资源、媒体传播、衍生产业构成完整体育产业链

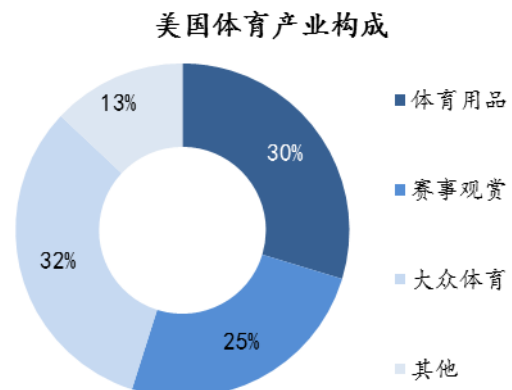
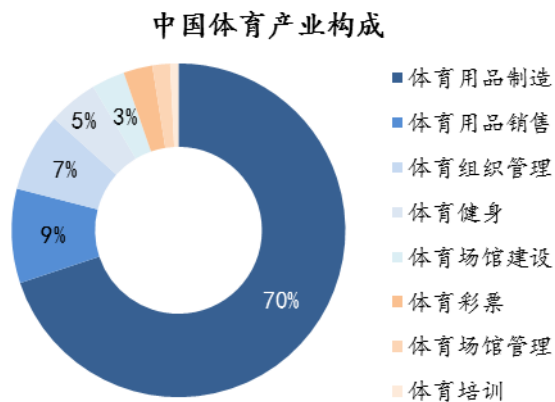


数据来源：国泰君安证券研究

产业链结构亟待优化，上游联赛资源将带动全产业链繁荣，上游及中游占比将持续提升。体育用品、服装鞋帽制造和销售的占比近 80%，而包含赛事运营、体育媒体、健身休闲、场馆服务等在内的体育服务业的占比则长期处于相对低迷的状态。体育服务业作为第三产业具有高附加值，高利润率的特点。欧洲和美国的体育产业结构体育服务业占比约 70%，国内以体育用品行业等衍生产业为主的结构将难以支撑体育产业的持续高速发展。而上游赛事与中游媒体将成为体育产业新的经济增长点。

图 6：我国体育产业体育用品相关业务占比达 79%

图 7：美国体育产业中体育服务约占 70%，结构合理



数据来源：《体育产业发展报告》、国泰君安证券研究

数据来源：《体育产业发展报告》、国泰君安证券研究

2.1.2. 赛事价值提升引领产业繁荣，媒体传播孕育全新商业模式

赛事资源位居产业链的核心，媒体传播成为产业繁荣的催化剂，衍生产业扮演变现出口角色。联赛含金量提高，整体氛围向好，赛事商业

价值上升将会是大势所趋；大众体育赛事受益政策红利有望爆发，居于产业链核心的赛事含金量的提高将提振整条产业链的景气程度。新媒体有望凭借先发优势和流量资源实现全内容营销，打造覆盖全产业链的全新商业模式。而作为主要变现方式的衍生产业中，体育用品竞争格局稳定，机会将在于细分市场中产生；体育彩票将全面受益赛事兴起，借助互联网平台，获得爆发增长。

2.2. 赛事资源：资源稀缺，市场化进程开启，含金量携价值回归

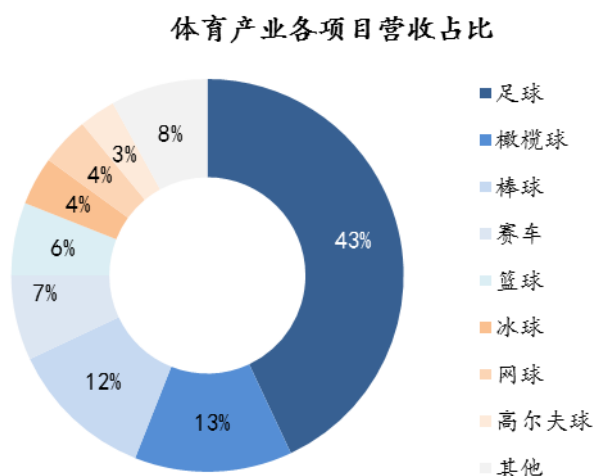
2.2.1. 国内联赛：开启商业化进程，价值提升将带动行业繁荣

上游赛事资源的运营公司整合俱乐部目标受众与赛事资源，负责常规性赛事的组织以及商业化的运作。其收入结构为媒体版权、门票、衍生产品、赞助收入等。俱乐部则主要依靠赛事分红，企业赞助以及相应衍生产品获得收入进而维持竞争力。

➤ 中超联赛：商业化起步最早，影响力最广，品牌价值最高

足球作为体育产业中最大的单一项目，全年年产值超过 8000 亿欧元，占有所有体育产业营收总额 43%，位列世界第 17 大经济体。超十亿级规模的球迷也为足球产业提供了广阔的市场和变现出口。

图 8：足球在体育产业中营收占比达 43%，影响力巨大

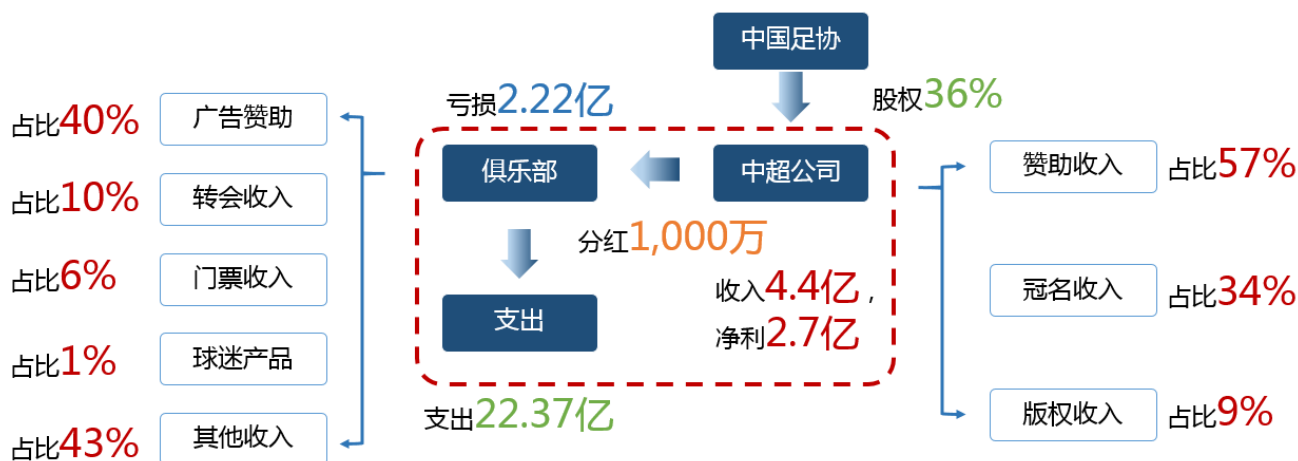


数据来源：A.T.Keardney. Analysis、国泰君安证券研究

影响范围广，商业化起步早，改革方案获批，中超联赛将成为国内联赛商业化进程的领头羊。中超联赛是国内最早启动商业化改革，走上市场开发道路的联赛，商业化程度领先其他国内联赛。联赛发展在经历了命途多舛得多次起伏之后，赛事水平和商业价值正逐步回暖，特别是在广州恒大夺得代表亚洲俱乐部最高水平的亚洲冠军联赛冠军点燃了国内的足球热情，中超联赛再次成为全国瞩目的焦点。

《中国足球改革总体方案》获中央全面深化改革领导小组通过，足球产业改革升级为国家战略，有望迎来产业发展黄金时代。

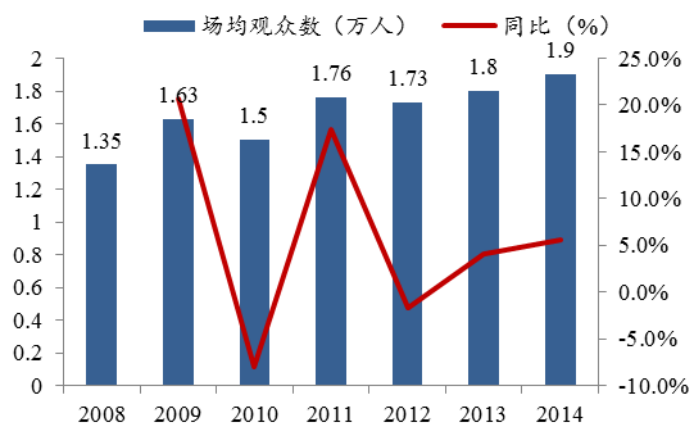
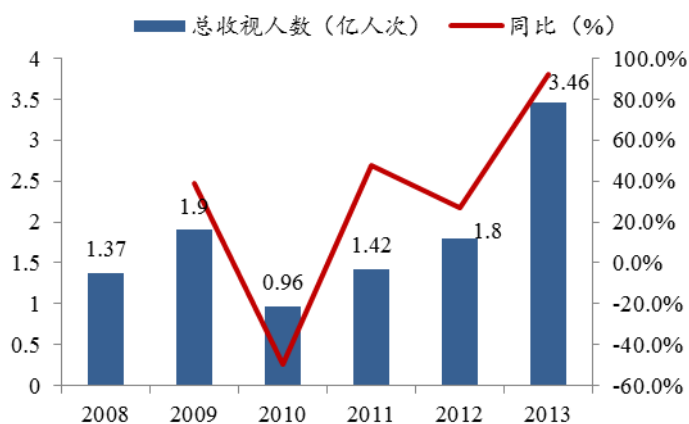
图 9：中超联赛运营模式主要依靠版权及广告赞助获得收入



数据来源:《2014 中超商业价值报告》、国泰君安证券研究

图 10: 中超联赛高收视率说明其具有巨大的社会影响力

图 11: 中超联赛场均观众人数稳步提升

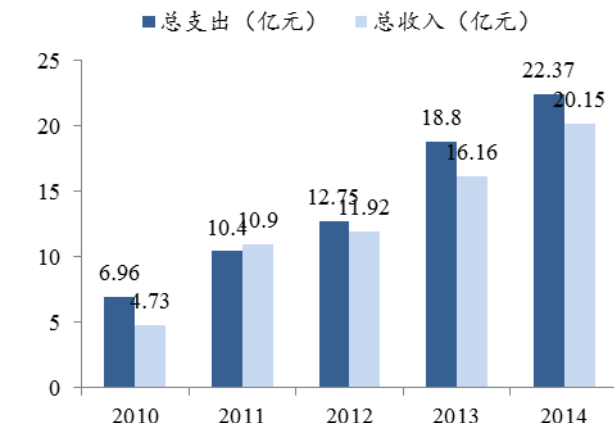
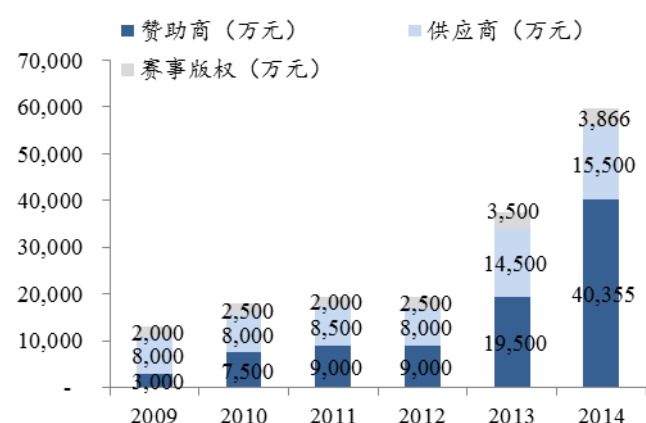


数据来源: 禹唐体育、国泰君安证券研究

数据来源: 禹唐体育、国泰君安证券研究

图 12: 商业价值提升体现在中超公司赞助占比逐年增加

图 13: 中超各俱乐部历年营收情况

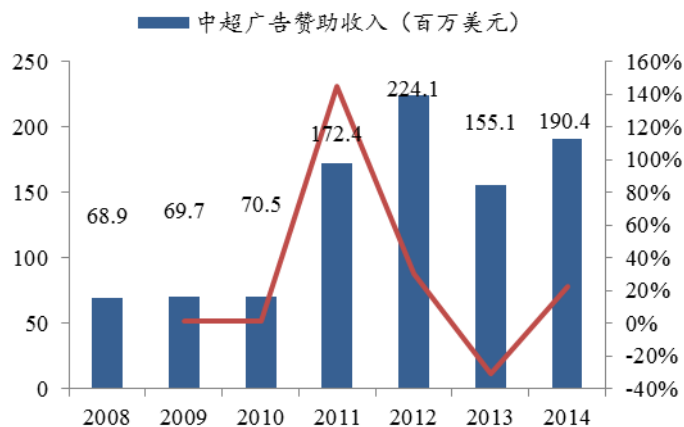


数据来源: 禹唐体育、国泰君安证券研究

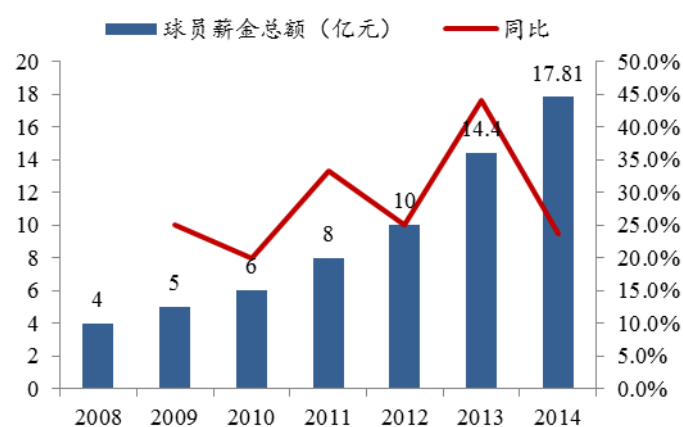
数据来源:《2014 中超商业价值报告》、国泰君安证券研究

图 14: 中超广告赞助收入历经波折回归正轨

图 15: 中超商业价值提升带动球员薪酬增加



数据来源:《2014 中超商业价值报告》、国泰君安证券研究



数据来源:《2014 中超商业价值报告》、国泰君安证券研究

俱乐部并非追求高盈利，稳健经营提升赛事含金量，借改革东风提升商业价值仍是当务之急。中超联赛目前的当务之急是提升商业价值；商业价值的影响因素包括：①赛事本身水平；②赛事关注程度（影响力）；③赛事所在市场空间大小。其中最为根本的是提升赛事水平，而俱乐部需要维持竞争力的性质决定了其经营目标并非追求高利润，维持健康稳定持续经营才是联赛含金量提升的基础。目前，尽管中超商业化开发正渐入佳境，但仍然存在诸多问题：

1 行政管理与市场运作并行，政企不分，足协脱离体育总局仅仅是万里征程第一步。负责中超联赛的中超公司受到国家体育总局下属的中国足协的管控，半市场化半行政管理的运作方式带来的是“不按照足球规律”办事，因此并不能得到市场认同。在 2005-2009 联赛动荡时期，一方面中超面临无主赞助商“裸奔”的尴尬境地；另一方面俱乐部以及众多赞助企业希望成立脱离中国足协管制的独立联赛（如当年的北京国安、大连实德罢赛事件）。种种乱象说明政企不分的管理方式严重影响了中超商业价值的提升。尽管中国足协已经脱离了国家体育总局，但这仅仅是市场化进程万里征途的第一步，从行政管制时代过度到市场化运营时代尚需时日。

表 3: 中超联赛冠名费乱象体现市场对运营体制的不认可

时间	赞助商	金额
1994-1998	万宝路	第一年赞助费用为 120 万美元，之后每年冠名费以 10%递增
1999-2002	百事可乐	冠名费用依次为 1000 万美元、1100 万美元、1200 万美元和 1300 万美元。2002 年末，百事可乐公司以 IMG 违约为原因提前中止合同
2003-2004	西门子	西门子移动以 500 万美元冠名甲 A，2004 年“甲 A”改制为“中超”，西门子以 800 万欧元冠名中超，但以未满足合同要求为由，在未全额支付 8100 万冠名费情况下宣布退出，原本制定的 1+2 合同也自动作废
2005	无	无主赞助商，联赛面临“裸奔”的尴尬
2006	爱福克斯	合同约定冠名费为 6000 万元人民币，但直到 2007 年初，对方才向中超公司支付 600 万元
2007-2008	深圳金威	2007 年与 2008 年冠名费分别为 3800 万、4000 万，但在 2008 年金威啤酒方面以武汉光谷退赛为由，只支付合同款一半冠名费，最后甚至提出用啤酒现货来抵赞助经费。

2009-2010	倍耐力	2009 年冠名费 4000 万，但倍耐力以赌球、腐败影响了中超联赛的声誉为由，第二年冠名费骤降至 2000 万。2011 年，倍耐力终止合约。
2011-2013	万达集团	三年分别为 5000 万、5500 万、5500 万
2014-2017	中国平安	冠名费将按“逐年递增”的方式支付，但单季冠名额度将达 1.5 亿，4 年下来的冠名费总额将突破 6 亿。

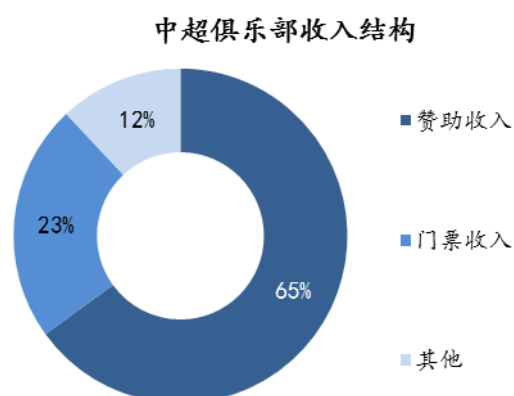
数据来源：中超公司官网、国泰君安证券研究

2 球队以企业为依托而非以城市为依托，造成球队经营不稳定。

中超俱乐部的命名揭示了俱乐部的股权结构，上海上港，北京国安，山东鲁能，广州恒大淘宝，这些命名体现出中超俱乐部持股结构高度集中，俱乐部的生存高度依赖于主赞助企业而非其所在的城市。

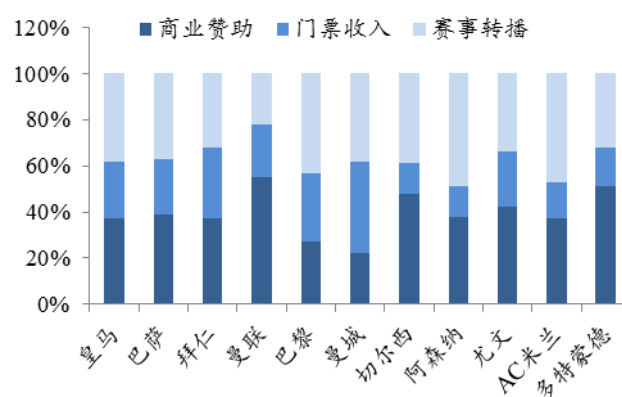
这种股权结构带来的直接结果就是一旦企业经营情况或投资意愿出现波动，俱乐部的经营将受到极大影响（如当年的上海国际，大连实德因赞助企业原因无法继续经营）。不利于俱乐部的稳定和品牌建设及提升。不仅如此，为数众多的省代表队更多是计划经济举国体制时代专业队制度的体现，这些省级代表队更加缺乏球迷基础，经营状况普遍差强人意，这也是国内俱乐部经营状况时好时坏，难以出现百年豪门，赛事含金量难以提升的主要原因。

图 16：中超俱乐部企业赞助占收入比例达 65%



数据来源：《2014 中超商业价值报告》、国泰君安证券研究

图 17：欧洲主流俱乐部收入结构中赞助收入仅占 40%



数据来源：德勤咨询、国泰君安证券研究

3 球队不依托城市造成缺乏球迷文化氛围缺失，球迷对球队缺乏归属感。

在欧洲，足球队往往是城市的名片，皇家马德里，巴塞罗那，拜仁慕尼黑，城市里的人们对自己的球队具有很强的归属感。而在中国，俱乐部依赖于企业导致球队经常因企业迁移，造成了球迷缺乏对球队的归属感，进而导致足球文化氛围的缺失。而缺乏本地球迷支持的球队难以获得其他变现出口，进而加深了对赞助企业的依赖，导致更多不稳定因素。比如上海申鑫是由南昌迁至上海，缺乏本地球迷认同，赞助企业缺乏投入意愿造成球队经营惨淡。

表 4：部分中超俱乐部赞助及迁移史

俱乐部	大股东变迁历程	球队变故
-----	---------	------

贵州人和	人和集团	陕西西安迁至贵州贵阳
上海申鑫	申鑫集团	原为南昌八一队，后迁移至上海
大连实德	实德集团	因企业赞助意愿改变球队退出中超
广州富力	广州富力集团	前身为沈阳足球队，后迁往深圳，变更为深圳凤凰足球队
上海绿地申花	绿地集团	前身为上海申花，后绿地集团入主

数据来源：中超公司官网、国泰君安证券研究

4 联赛的参与者并没有把球队作为体育产业来经营，而是作为实现目的的工具。投资足球可以是企业回报社会的一种方式（如欧洲俱乐部），也可以将球队作为体育产业来经营（如美国），但中超俱乐部更多是企业为了实现目的的工具。现阶段企业赞助中超俱乐部的主要动机可分为以下三类：①出于企业家个人爱好；②企业试图通过赞助足球获得关注；③国有企业完成地方政府要求的政治任务。联赛参与者的投机性也从某种程度上影响了联赛经营的稳定。

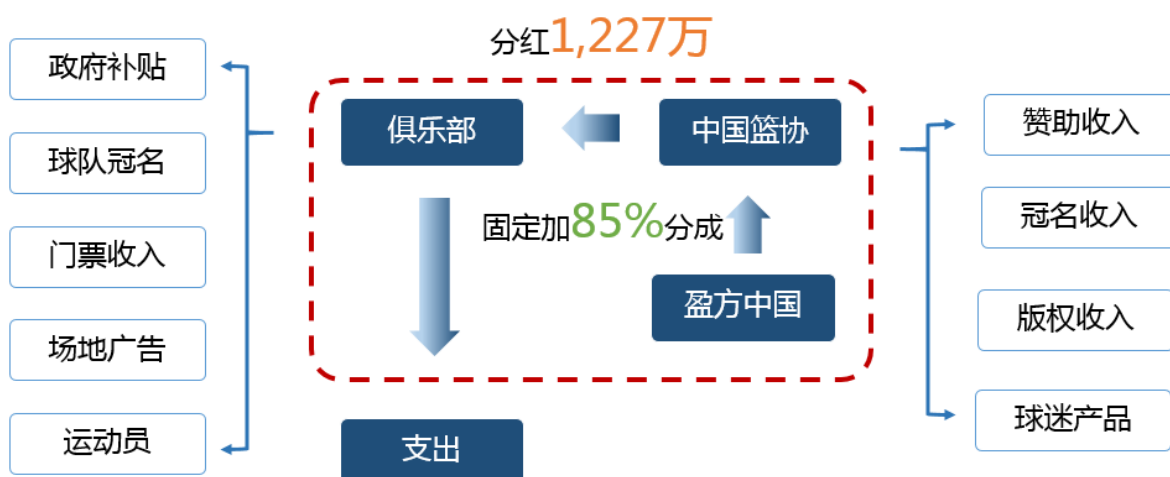
未来格局：球队以城市为依托，体育文化氛围渐入佳境。我们认为，未来上游赛事资源含金量提高，整体氛围向好，商业价值提升将会是大势所趋。中超公司脱离中国足协控制进行完全的市场化运营，政企分离将会加速联赛商业化进程；俱乐部股权结构变革将由高度集中发展成为多方持股，突出以城市为中心。球迷归属感增强，以城市为依托的体育文化氛围逐步成型。

➤ CBA：商业化程度亟待提升，中超或为最佳榜样

CBA 由中国篮球协会主办，归属于篮球运动管理中心（国家体育总局的直属单位）。CBA 篮球联赛最终由国家体育总局间接管理统筹，2005 年盈方中国与中国篮协签下 7 年合约，成为 CBA 联赛和中国国家篮球队的全球独家市场合作伙伴，受中国篮协委托代理电视转播和商业推广的赛事经营权，2012 年盈方再次续约。

CBA 的赛事运营模式与中超联赛具有诸多相似之处，但相比中超联赛，其市场化程度较低，多数俱乐部入不敷出。CBA 俱乐部的收入包括篮协分成（其中赞助收入为主，版权费用无法与中超相比）、球队冠名权销售、门票收入、场地广告等。

图 18：CBA 运营模式

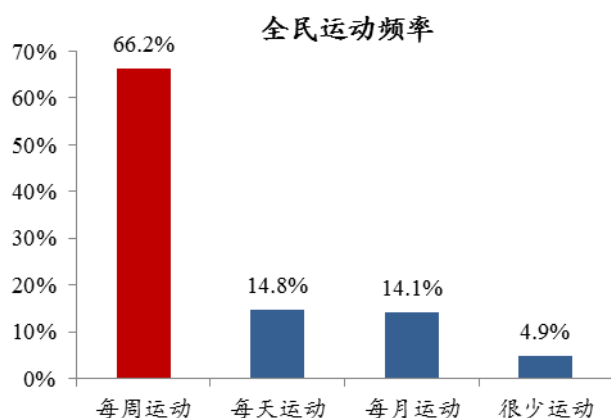


数据来源：《2014 中超商业价值报告》、国泰君安证券研究

2.2.2. 大众体育赛事：体育赛事参与需求旺盛，监管放松激发市场活力

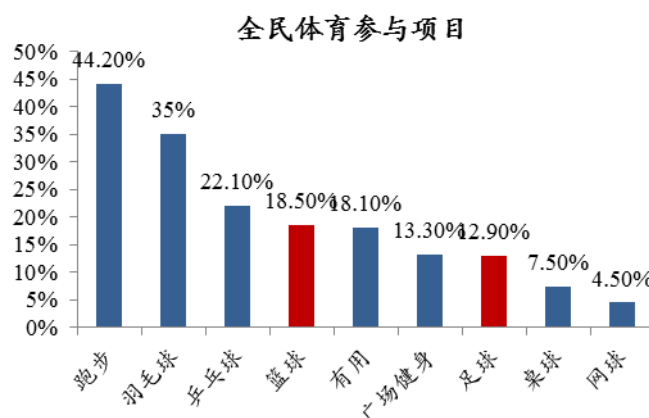
需求状况：随着全民健身的理念深入人心，对于大众体育赛事的参与需求近年来逐渐升温。根据艾瑞咨询调查显示，66%的居民每周会参与体育运动，各类体育活动中，跑步因其低门槛参与度最高，最具影响力的篮球及足球因为场地及人员因素导致参与度不高。

图 19：居民体育运动频率每周运动为主流



数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

图 20：场地及人员因素致篮球及足球两大项目参与度低

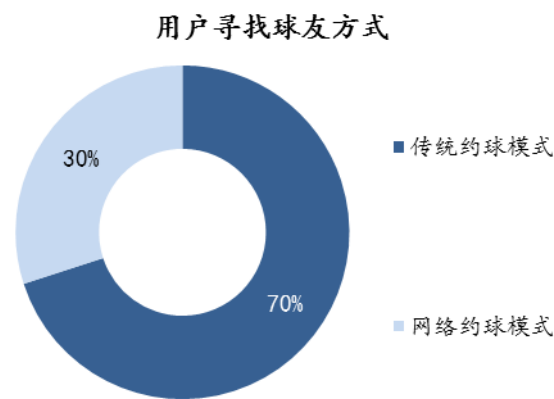
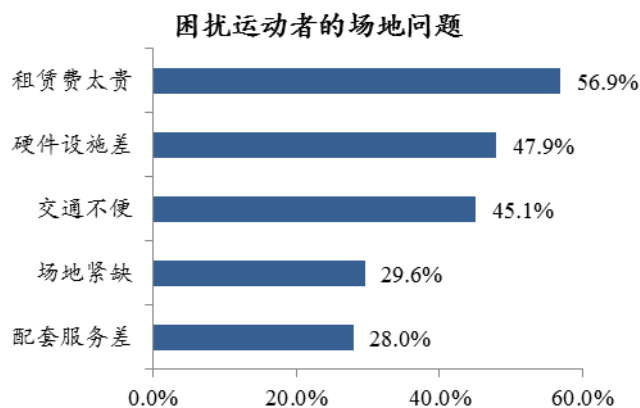


数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

三大因素决定大众体育赛事参与度：时间、地点、人员是运动参与者最关心的因素。根据艾瑞咨询调查，37%的运动者认为运动时间难以合理安排，44%的运动者认为运动场地受到限制，33.3%的运动者认为找不到满意的运动伙伴。

图 21：租金贵，硬件设施差，交通不便困扰运动者

图 22：传统约球模式占比 70%，约球普遍存在困难



数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

政策放松，审批流程简化；收入水平提高带来健康理念升级，带来群众体育赛事的繁荣。体育总局先后发布一系列文件，针对《赛事名录》外的赛事审批将一律取消，包括全国性单项体育协会，都可以依法组织和承办此类赛事。与此同时，受益于人均收入提升，民众健康理念升级，以提升民众身体素质为目标的大众体育赛事将迎来黄金时代。

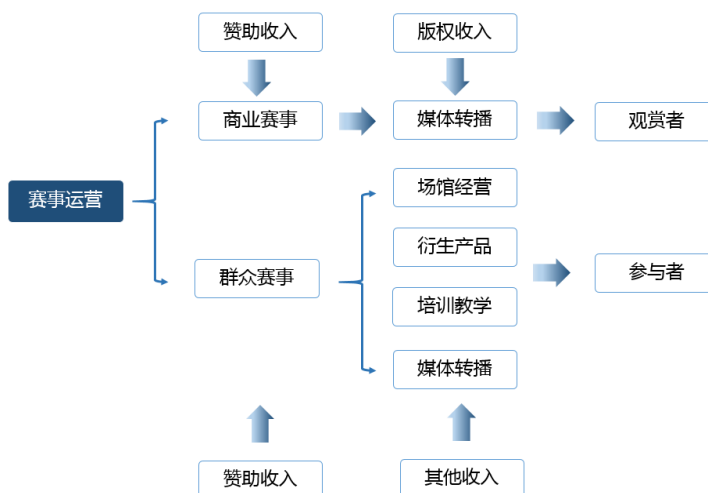
表 5:《赛事名录》以外群众性体育赛事审批一律取消

赛事类别	内容	审批方法	政策取向
全国综合性运动会	全国运动会、全国冬季运动会、全国青年运动会，以及由中央国家机关有关部门牵头主办的全国综合性运动会	仍然由国务院批准举办，按照现行的审批程序执行	不变
《赛事名录》内的赛事	只限于全国性单项体育协会主办的竞技体育重要赛事，主要是以专业运动员为参赛主体的国内最高竞技水平的体育赛事，既不包含商业性和群众性体育赛事，也不是各单项体育协会竞技体育的全部赛事	由全国性单项体育协会主办，一律无需体育总局及其各厅司局、直属单位审批	监管放松
《赛事名录》外的赛事	既包括商业性和群众性体育赛事，也包括公益性赛事中的部分赛事	体育总局及其各厅司局、直属单位针对此类赛事的审批一律取消。合法的法律主体均可以依法组织和承办此类赛事。	彻底放开
特殊项目赛事	涉及国家安全、政治、军事、外交等方面的特殊体育项目赛事	继续执行国家和有关主管部门的规定，按程序办理相关手续	不变

数据来源：国家体育总局、国泰君安证券研究

商业模式之一：传统大众体育赛事及其他非职业联赛商业模式以获取广告及赞助收入为主，占据主流。我国大众体育赛事等非职业联赛发展处于起步期，主要运营模式较为简单，商业赛事以获取赞助及广告收入以及相关版权收入为主；大众体育赛事还可通过相关衍生产品销售以及培训获得收入。

图 23: 大众体育赛事运营模式



商业模式之二：全新约战平台模式，提供大众体育赛事参与平台，在合适的时间、恰当的地点与满意的人一起运动。针对上述困扰运动参与者的时间、场地及人员问题，全新的商业模式正在不断涌现，通过提供在线约战平台，让用户在合适的时间、方便的地点与满意的人一起运动。而平台通过积累用户流量，通过广告及提供其他衍生服务获得收入。

图 24: 全新平台模式为大众体育赛事提供全新经营思路

约战平台让用户有机会在合适的时间、方便的地点与满意的人一起运动



未来格局：全民健身理念逐步普及，健身、校园体育赛事运营商机凸显。大众体育赛事运营商业化的步伐会率先涉足促进国民身体素质提高的马拉松等赛事；以在校学生，大学生为目标群体的校园体育等赛事也将诞生专业团队进行商业化运作；围绕职业联赛衍生出的业余足球，篮球，排球等民间赛事也将在各大运动品牌的商业化运作下欣欣

向荣，预计未来将会有更多高质量、商业化的单独运作商业赛事和群众性体育赛事，赛事运营商机凸显，赛事价值的提升将提振整条产业链的景气程度。

2.2.3. 国外赛事：稀缺资源垄断，市场化运作致版权费用连年攀升

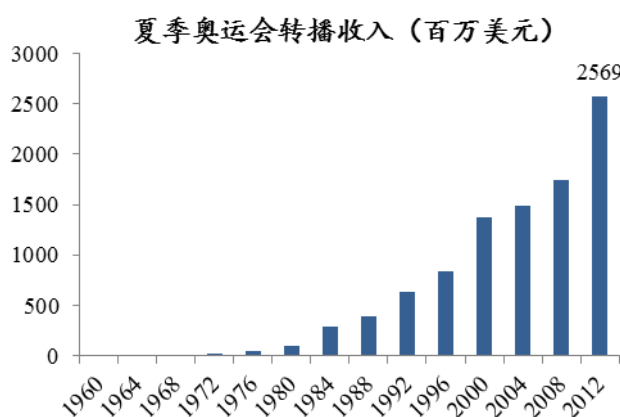
洲际性大赛及北美、欧洲主流体育赛事资源具有稀缺性，由主办机构及专业运营公司进行全市场化运作，近年来版权费用加速提升。世界主流顶级赛事资源主要包括夏季及冬季奥运会、世界杯、欧洲五大联赛、欧洲冠军联赛、NBA 等。其中，五大联赛及欧冠、NBA 等十大体育联盟占据了总转播权收入的 75%。由于主流赛事具有稀缺性，加上国外普遍采用纯市场化的方式对赛事进行商业开发，导致赛事转播权费用连年攀升。

表 6: 国外主流核心赛事主办方及运营公司

赛事	运营方	赛事版权归属公司
世界杯	国际足联	盈方体育，国内为央视独家
奥运会	国际奥委会	IMG、盈方以及各国媒体，国内为央视独家
欧洲杯	欧足联	盈方体育，国内为央视独家
欧洲冠军联赛	欧足联	国内为央视独家
英格兰足球超级联赛	英超公司	天空体育，国内为新英体育
NBA	美国及加拿大职业篮球联盟	ESPN、天空体育、国内为腾讯

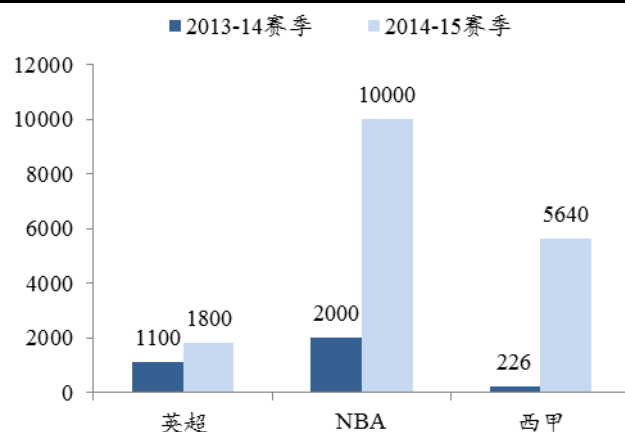
数据来源：Infront Sports & Media、国泰君安证券研究

图 25: 1960-2012 奥运会转播收入 CAGR 达 80%



数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

图 26: 国外核心赛事转播费用大幅攀升



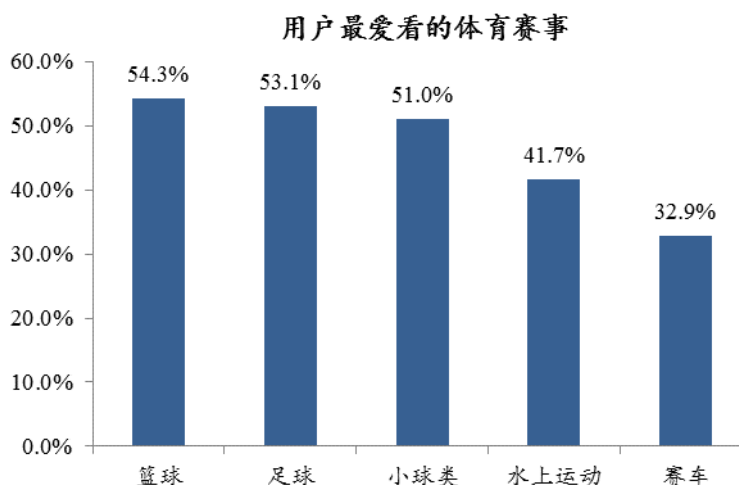
数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

2.3. 中游媒体传播：80 亿版权开启转播权天价时代，新媒体催生商业模式革新

2.3.1. 中游体育媒体传播是大市场，各细分领域空间广阔

体育直播是大市场，无论职业联赛还是大众赛事，各个细分领域都有充分挖掘空间。目前体育产业链中转播媒体主要分为以电视为代表的传统媒体和以 PC 端及移动端为媒介的新兴媒体。具体包括掌握极强赛事资源的中央电视台；具有区域优势的地方电视台；覆盖面广、互动性强的互联网新媒体构成。中游媒体的主要收入来源是广告收入，近年来付费模式兴起，付费用户的预订费用正逐渐成为新的收入来源。

图 27: 观众最爱收看的体育赛事篮球足球位居前二



数据来源: 艾瑞咨询、国泰君安证券研究

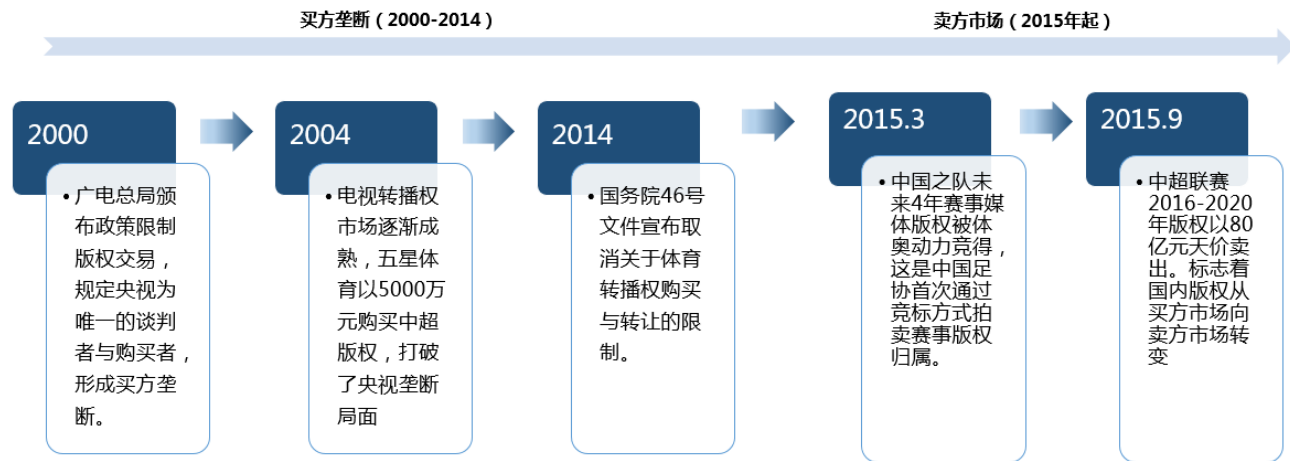
中国体育直播市场目前处在市场化初期, 龙头公司正加速布局, 探索全新商业模式。《中国足球改革总体发展方案》明确提出建立足球赛事电视转播权市场竞争机制, 体育直播的市场化进程正式拉开。以乐视体育等为代表的龙头公司已率先发力产业链上下游, 希望在体育直播市场化的浪潮中抢占先机。

2.3.2. 传统媒体: 央视重要赛事资源垄断难以打破, 地方台竞争其他核心赛事资源

早期政策造成央视对于洲际性核心赛事资源垄断。2000 年为应对境外体育赛事版权提价, 广电总局颁布相关规定明确央视具有对境外体育赛事转播的独家谈判权。央视凭借资金及政策优势拥有极强的赛事资源掌控能力, 拥有包括世界杯、欧洲杯、奥运会等一系列极具影响力的跨洲际性赛事独家转播权。全国体育赛事收视率央视占比超 88%。

政策松绑推进体育赛事版权市场化运营, 中超 80 亿版权开启制约联赛转播权天价时代, 地方体育台布局国内职业联赛转播权。2014 年国务院第 46 号文件放宽了转播权限制以盘活体育版权市场, 鼓励更多企业通过竞争与合作的方式获得优质赛事资源。体育赛事版权进入市场化阶段, 实现了由买方垄断到卖方市场的转变。近日中超版权以创记录的 80 亿元天价被体奥动力竞得, 开启了国内赛事版权天价时代, 市场化运营为职业联赛带来的巨大影响开始体现。地方台参与到除世界杯、欧洲杯及奥运会等赛事以外的包括中超、CBA 等其他细分赛事转播权的竞争中。

图 28: 国内赛事转播市场经历了从买方垄断到卖方市场形成的转变



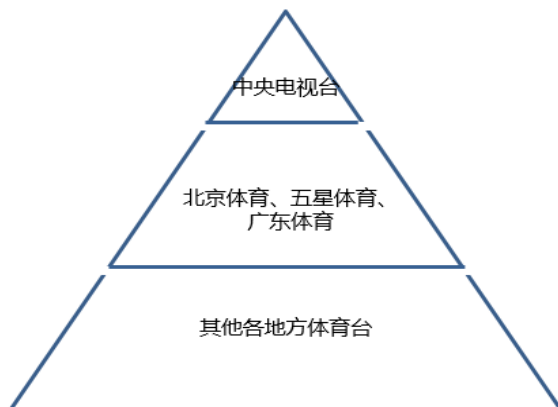
数据来源：国泰君安证券研究

表 7：国家体育赛事转播政策变化

政策	2000 年广电总局《关于加强体育比赛电视报道和转播工作的通知》	2014 年国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
主要内容	在我国境内的电视转播权统一由中央电视台负责谈判与购买，其他各电视台不得直接购买。	放宽赛制转播权限制，除奥运会、亚运会、世界杯足球赛外的其他国内外各类体育赛事，各电视台可以直接购买或转让
竞争格局	买方垄断市场	市场化拍卖，卖方市场

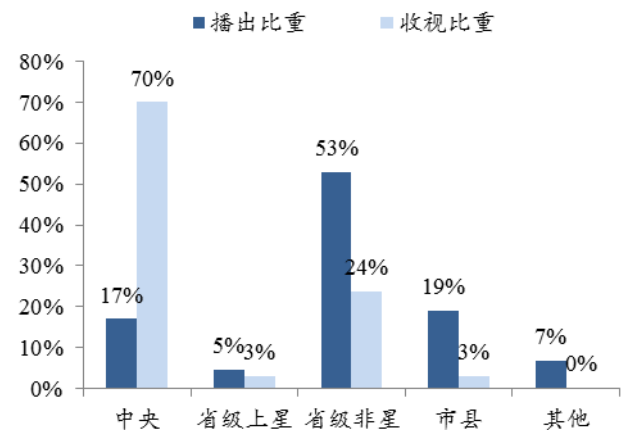
数据来源：广电总局、国泰君安证券研究

图 29：地方台逐渐分化为三大梯队



数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

图 30：央视收视比重达 70% 在体育频道竞争中绝对领先

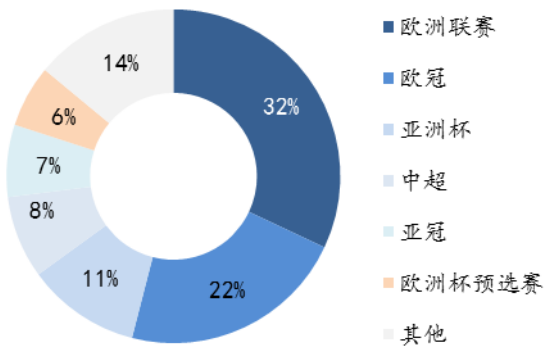


数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

图 31：CCTV5 足球等赛事资源丰富，赛事质量高

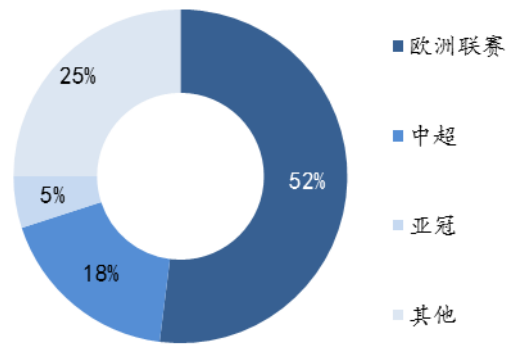
图 32：地方台赛事资源相对贫乏，缺乏竞争力

CCTV5足球赛事播出结构



数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

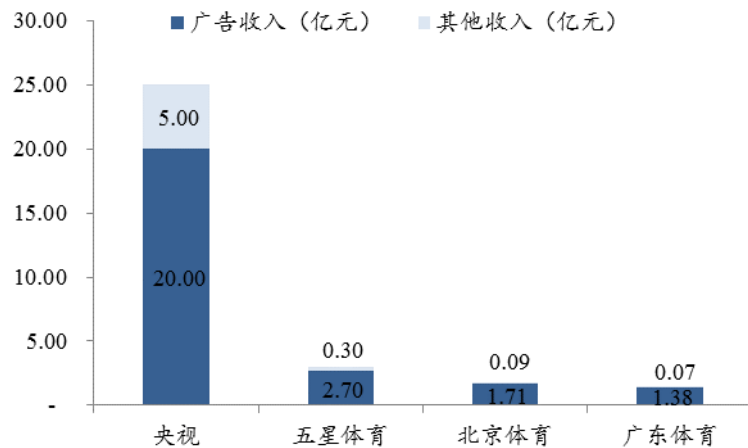
地方频道足球赛事播出结构



数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

传统媒体收入构成：传统电视媒体收入模式单一，广告收入占比超90%。传统电视媒体收入结构单一，收入结构中广告收入占比超过90%，网络媒体冲击下，广告收入将逐渐降低。

图 33：传统电视媒体广告收入占比普遍超 90%



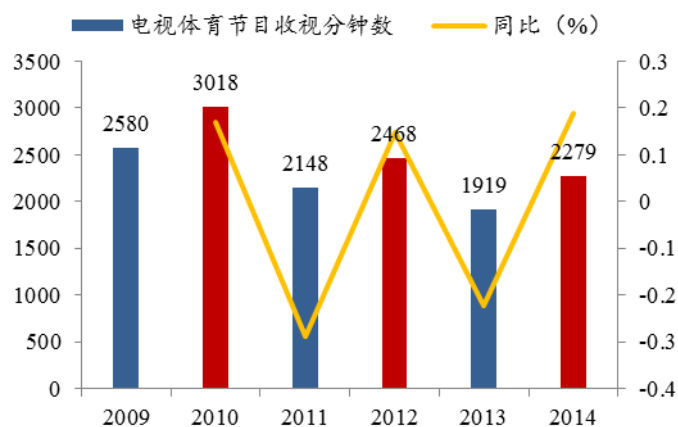
数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

2.3.3. 新兴媒体：资本助力寡头垄断，新兴商业模式雏形初现

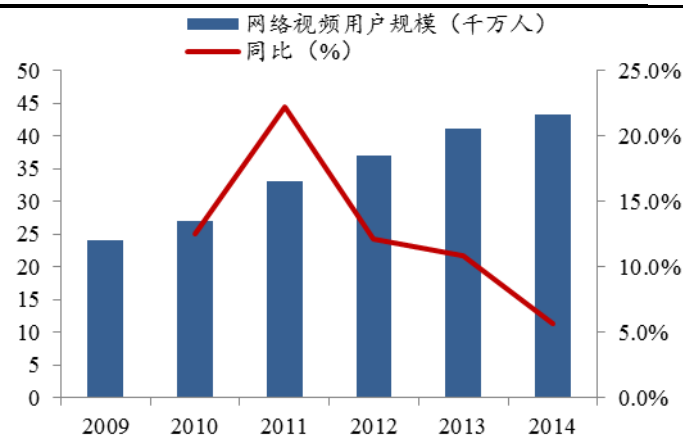
与传统媒体竞争格局：网络媒体影响力提升，电视人口向新媒体分流。截止 2014 年中国互联网普及率达 46.9%，网民规模大 6.32 亿，网络直播技术进步使得传统电视观众开始向新媒体分流，网络媒体在体育直播领域占比逐渐提升。

图 34：电视观众逐渐向传统媒体分流

图 35：网络视频用户迅速增长 2009-14 年 CAGR=13%



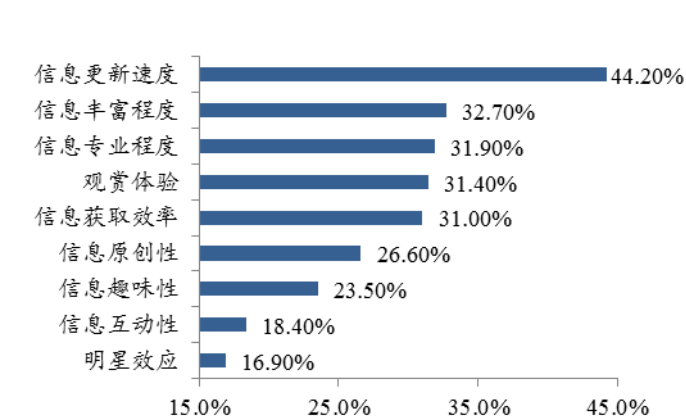
数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究（2010/12/14 为大赛年）



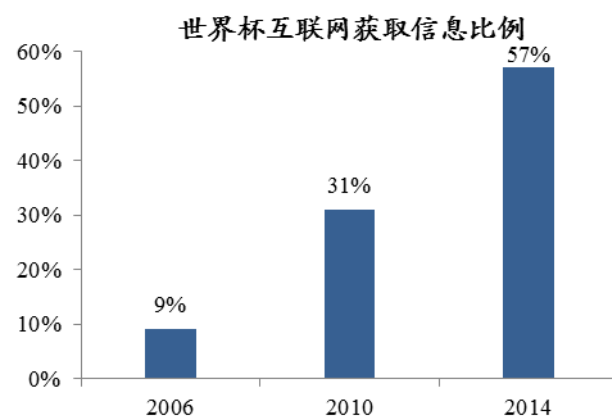
数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

图 36: 互联网信息更新速度快吸引观众

图 37: 世界杯选择通过互联网获取信息的比例逐渐提升



数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究



数据来源：CTR、国泰君安证券研究

体育新媒体行业内竞争格局：资本助力寡头垄断格局形成，龙头已经提前布局赛事资源。国内新媒体渠道的市场化竞争加剧，提前锁定优质资源的体育传媒公司将会具有更强主动性和话语权，足球及篮球等广受关注的项目成为多家新兴媒体布局的首选。赛事资源稀缺造成版权昂贵，进而导致体育产业的新兴媒体形成寡头垄断格局，几大巨头分别拥有核心赛事资源的转播权。

表 8: 互联网寡头凭借资本优势垄断大部分核心赛事版权资源

新兴媒体	资金支持方	主要赛事版权资源
腾讯体育	腾讯	NBA、英超、欧冠、德甲、中超、NFL
新浪体育	新浪、阿里巴巴	英超、欧冠、德甲、中超、NFL、UFC、中网
乐视体育	万达、云峰基金	欧冠、英超、德甲、中超、日本 J 联赛、韩国 K 联赛、高尔夫、网球、赛车等 200 个版权
PPTV 体育	苏宁、阿里巴巴	西甲、德甲、中超、荷甲、葡超、
新英体育	IDG 资本	英超独家版权分销

数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

新兴媒体商业模式之：“付费+免费”模式提供全新赛事版权变现思路。新兴媒体凭借互联网的互动属性优势相比传统媒体拥有更为丰富

的变现模式，在上游赛事资源版权费用日益昂贵的情况下，“付费+免费”的全新商业模式提供了全新的变现思路。

- 天盛体育曾经探索“付费模式”因国内付费体育市场尚不成熟而失败。2007年，天盛体育获得大陆地区英超联赛独家转播权，推行付费模式，但因为国内球迷并不习惯付费观看足球赛事，导致全付费模式难以推行，天盛体育以破产告终。
- 新英体育同时布局电视与在线平台，推行“免费+付费”的升级模式，国内付费直播市场逐渐发展，新模式收入稳步增加。新英体育采用每轮赛事提供免费场次+关键比赛付费的全新模式，在潜移默化中培养国内市场的付费习惯，目前新英体育网观赛卡销售额相比上赛季增长150%，免费+付费或成为未来一段时间内可行的变现模式。

图 38：新英体育的“付费+免费”模式实现多屏幕覆盖



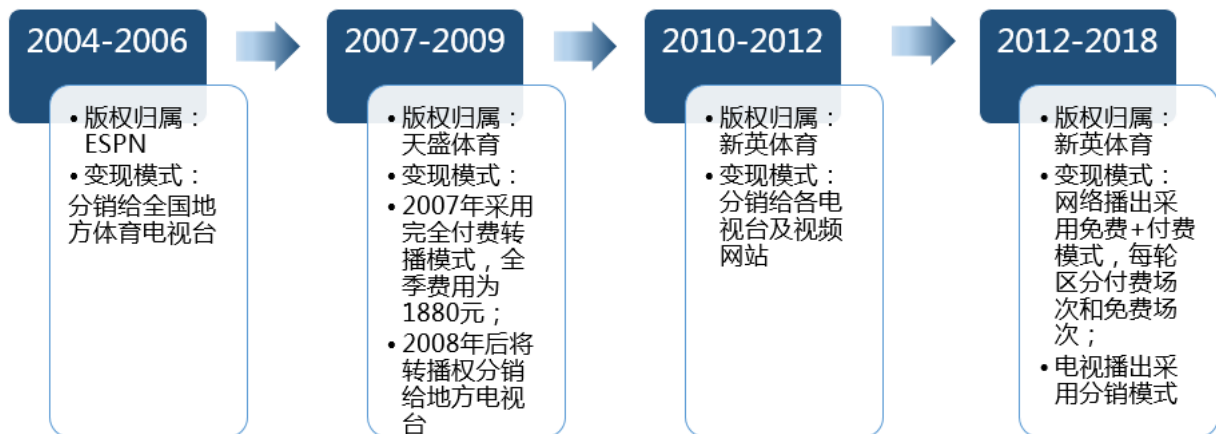
数据来源：新英体育官网

表 9：新兴媒体除广告收入外盈利模式多样化

新兴媒体	除广告收入外的盈利模式
腾讯体育	体育游戏
新浪体育	举办与核心赛事资源相关的大众体育赛事获得赞助收入；与合作方分成收入
乐视体育	用户付费收入；通过乐视 TV、乐视网客户端增强客户粘性
PPTV 体育	用户付费收入；利用苏宁门店销售衍生品；足球培训，旅游等收入
新英体育	版权分销收入；用户付费收入

数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

图 39：英超联赛的国内直播历经波折，进入免费+付费时代

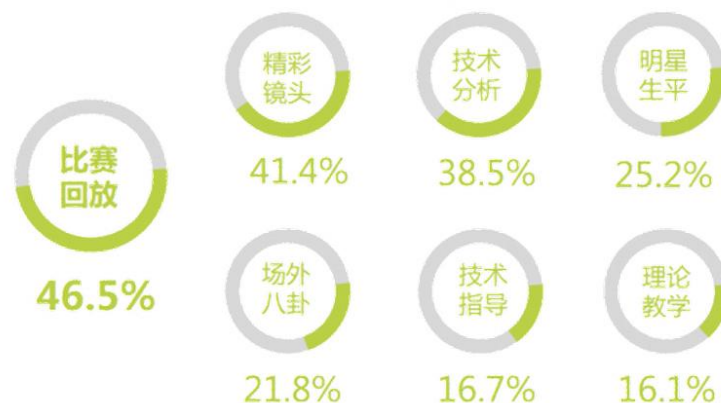


数据来源：禹唐体育、国泰君安证券研究

新兴媒体商业模式之：全内容整合营销诞生全产业链巨头。新媒体聚集体育用户，是体育产业的重要流量入口。体育新媒体的平台凭借积累的体育用户，通过对用户特征行为进行记录和分析，整合包括赛事直播、赛后集锦、赛事讨论等全内容，实现基于大数据的新内容开发和精准营销推广。

图 40：目前直播之外的观看需求未被满足

赛事集锦、技术分析、明星回顾均有旺盛的观看需求



数据来源：艾瑞咨询

新媒体能够更好实现体育产业各环节商业价值的打通。新媒体同时拥有赛事资源及下游客户，凭借资本优势，向上游掌握更多赛事要素；通过丰富的体育内容聚集用户，引导用户获取其他体育内容，增强用户粘性并实现内容 IP 在下游客户的流量变现，打造覆盖全体育产业链的全新商业模式。

图 41：新媒体提供更多变现模式，满足观众直播以外的需求



数据来源: 艾瑞咨询

图 42: 乐视体育的“平台+内容+终端+应用”全产业链商业模式



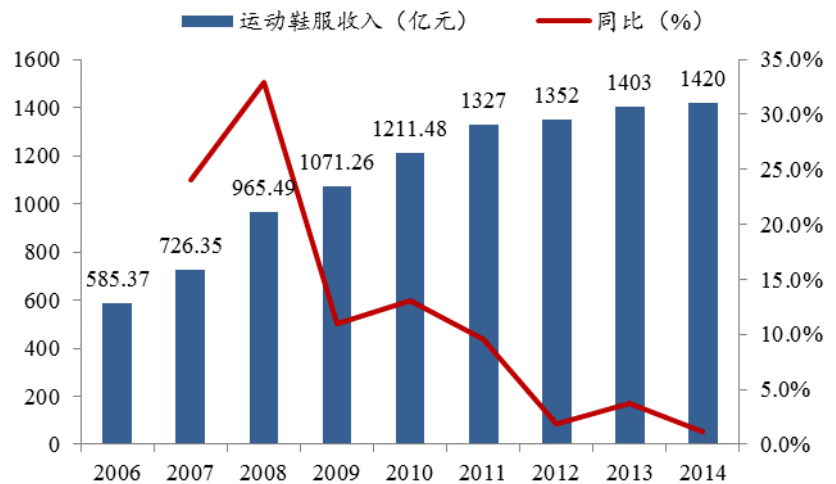
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.4. 下游衍生产业: 消费升级提振需求, 上游要素控制成关键

2.4.1. 体育用品: 增速放缓, 寡头垄断下细分市场存机会

市场规模: 根据 Euromonitor 统计, 我国 2014 年“运动鞋服”行业零售收入为 1420 亿元, 至 2019 年有望突破 2000 亿元。预计未来五年 CAGR8.3%, 运动鞋服市场规模约占我国整体服装市场容量的 7.6%。2007-11 年运动鞋服行业零售额 CAGR 为 15.74%; 2012 年和 2013 年运动鞋服零售额增速回落至-1.8%和 0.6%。

图 43: 运动鞋服行业 2014 年收入达 1420 亿元

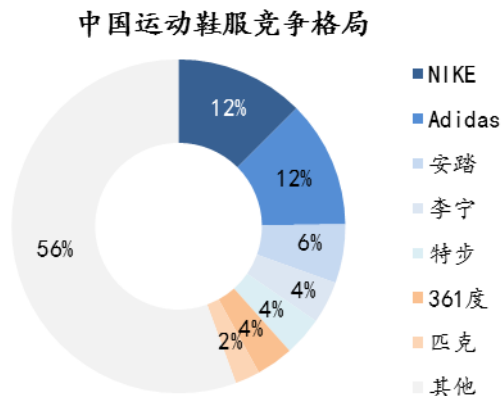


数据来源：Eruomonitor、国泰君安证券研究

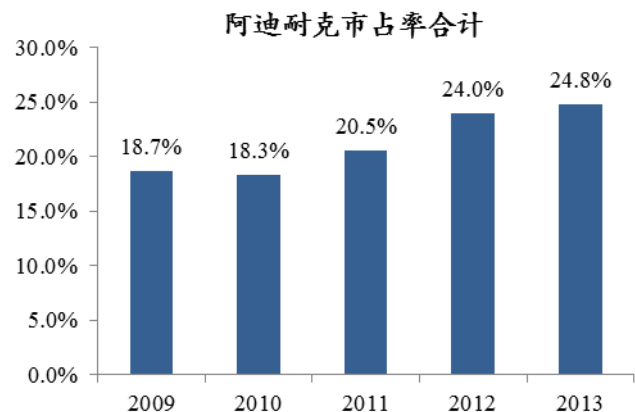
竞争格局：行业集中度高，阿迪耐克资金及资源优势明显，寡头垄断。中国运动鞋服市场中，具有一定影响力的品牌有 20 家左右，行业集中度方面，CR5=38%，CR10=58.8%。国外的两大体育用品巨头“耐克”和“阿迪达斯”竞争优势非常明显，两品牌市占率合计从 2009 年 18.7%提升至 2013 年的 24.8%。内资品牌龙头慢慢形成安踏、361 度、特步、匹克等品牌市占率均相对较为稳定。

图 44: 阿迪耐克在运动鞋服市场竞争优势明显

图 45: 近年来耐克阿迪竞争优势逐步巩固



数据来源：Eruomonitor、国泰君安证券研究



数据来源：Eruomonitor、国泰君安证券研究

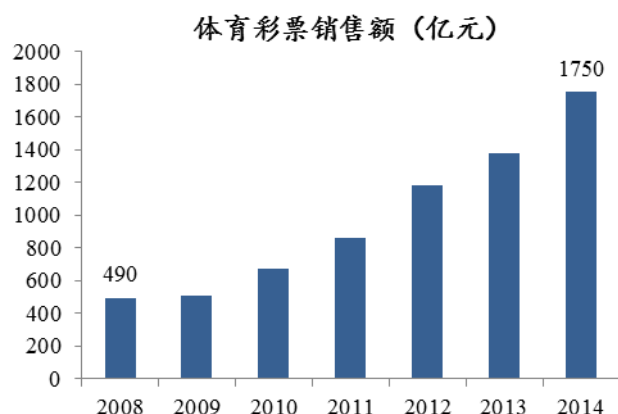
行业机会：寡头垄断下，通过市场及价格差异化定位发掘细分领域机会。阿迪与耐克凭借资本及上游赛事资源优势垄断了足球篮球等主要核心赛事相关的体育运动用品市场，但体育产业各细分领域近年来蓬勃发展，包括户外运动、跑步等细分领域寡头布局尚未完善。于此同时，阿迪耐克定位高端体育用品，考虑到国内消费水平参差不齐，国内体育用品企业可通过寻求差异化定位，发掘细分市场机会。

2.4.2. 体育彩票：赛事关注度提升点燃消费热情

市场规模：赛事关注度提升带动体彩繁荣，市场规模有望超过 2300 亿元。体育彩票市场受产业政策以及体育赛事关注度影响。2014 年在世界杯因素带动下，我国体育彩票销售收入 1746.10 亿元，同比增长

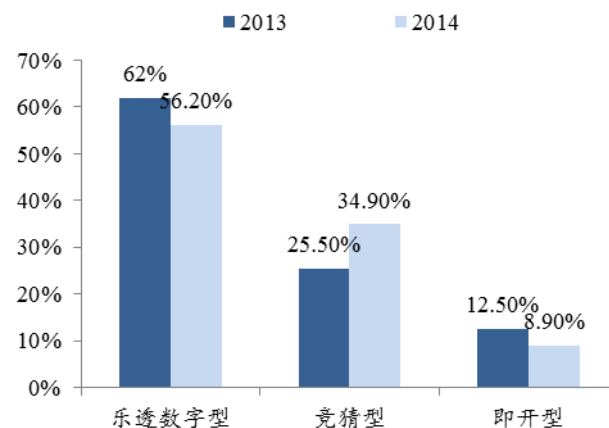
32.8%。考虑到未来整个彩票市场规模有望达到 6600 亿元，我们预计，未来与体育赛事相关的竞猜型彩票的销售占比达到 35%，体育彩票市场规模有望超过 2300 亿元。

图 46：2008-14 体彩销售额 CAGR 达 23.8%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

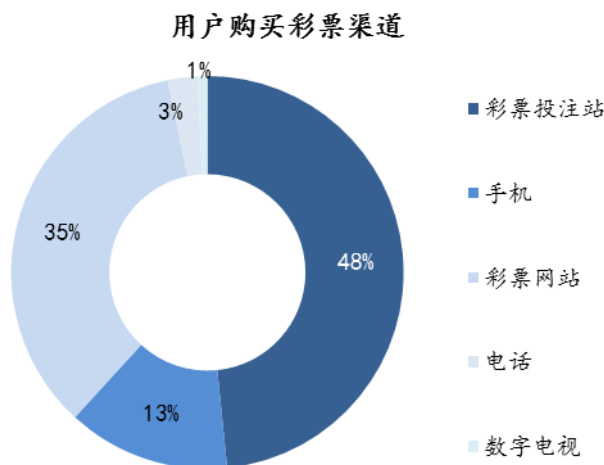
图 47：与体育赛事相关的竞猜型彩票销售占比提升



数据来源：财政部、国泰君安证券研究

互联网彩票发展渐入佳境，渠道革命打开成长空间。互联网售彩渠道的日益成熟，将继续推动彩票行业整体销售规模的快速增长。2014 年互联网彩票销售额达 850 亿元，同比增长 102.38%。

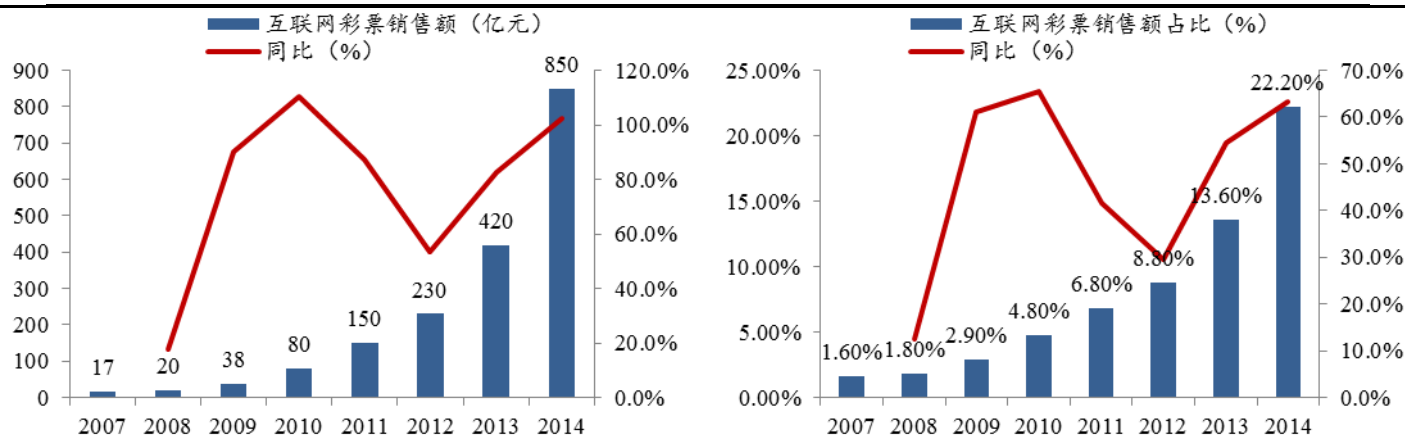
图 48：移动及 PC 端购彩方式占比已达 48%



数据来源：Eruomonitor、国泰君安证券研究

图 49：2007-14 互联网彩票销售额 CAGR 达 74.9%

图 50：2007-14 年网销彩票占比 CAGR 达 45.6%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: 财政部、国泰君安证券研究

政策监管逐渐完善, 互联网售彩发展提速, 互联网普及为网售彩票提供基础。国家首先认可了互联网彩票售彩的合法性, 又在 18 个省份放开电话售彩牌照, 使移动互联网售彩有法可依。

表 10: 对互联网彩票的政策及监管逐渐完善, 监管依然严格

发布时间	政策名称	主要内容
2002	《彩票发行和销售管理暂行规定》	禁止利用互联网发行销售彩票
2007	《2007 年第 36 号公告》	整顿彩票机构利用互联网销售彩票业务, 规范互联网销售彩票
2007	《2007 年第 84 号公告》	彩票机构及其网站一律停止利用互联网销售彩票
2012	《关于开展互联网销售体育彩票试点相关工作的通知》	同意国家体彩总局委托中体彩和易迅天空网络开展互联网网代理销售体彩试点牌照
2013	《彩票发行销售管理办法 (2013 年修订版)》	再次明确电话销售和互联网销售是合法的彩票发行办法
2015	《关于开展擅自利用互联网销售彩票行为自查自纠工作有关问题的通知》	1 月 15 日起, 国内各省、自治区、直辖市财政厅 (局)、民政厅 (局)、体育局针对目前彩票市场中存在擅自利用互联网销售彩票现象开展自查自纠工作。

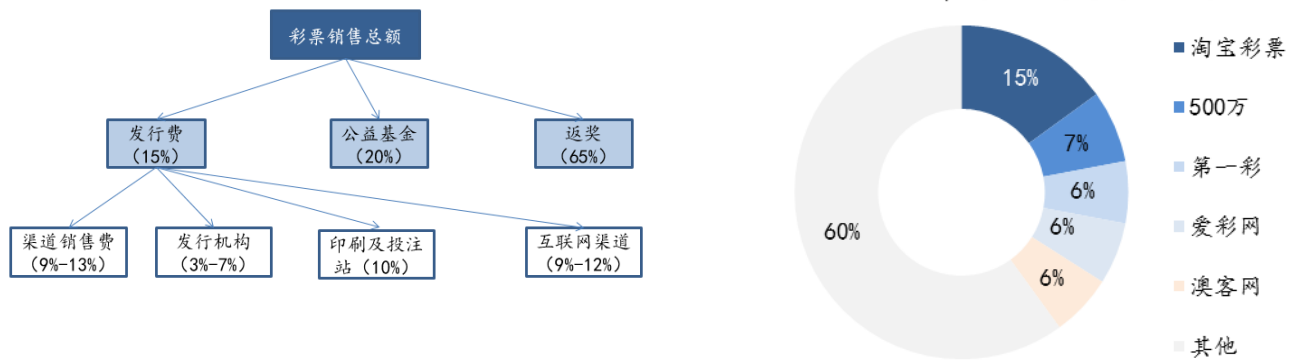
数据来源: 财政部官网、国泰君安证券研究

竞争格局: 销售额 15% 为发行费用, 其中国家及地方彩票机构分成为 5%。投注站的分成比例为 8%。线上渠道方面互联网渠道的分成比例能达到 8.5%-12% 的区间。

图 51: 体育彩票各环节利润分配

图 52: 淘宝彩票依靠淘宝平台成为互联网彩票龙头

中国网络彩票市场份额



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

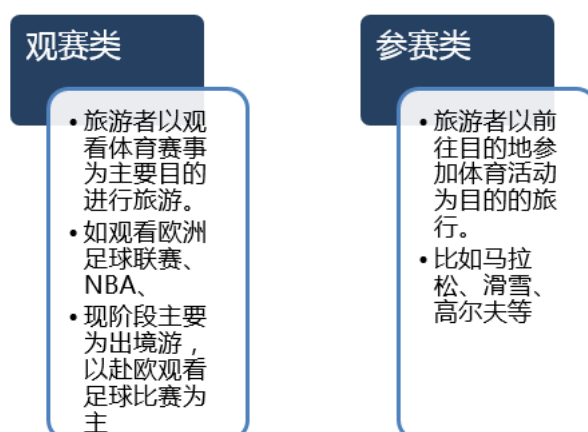
数据来源: 财政部、国泰君安证券研究

中超足彩推出可期，赛事关注度提升有望带动体彩全面爆发。国家体育总局网站发布文章《竞猜中超有望撬动亿万体育产业大盘》，称从目前掌握的情况看，竞猜中超近期就有希望实现。受益中超联赛关注度提升体彩有望实现全面爆发。

2.4.3. 体育旅游：要素资源稀缺树壁垒，得资源者定成败

行业发展阶段：定位主题旅游，分为观赛类和参赛类两种形式，观赛游为主，细分产业方兴未艾，产业处于发展初期。其中，观赛类以旅行者以前往目的地观看重要体育赛事为目的进行的旅游，主要为观看欧洲足球联赛，NBA 以及网球赛事等。参赛类指旅游者以前往目的地参加体育活动为目的，包括马拉松、滑雪、高尔夫等运动。目前整个产业处于发展初期，随着国民收入增加，消费升级，对于体育旅游细分市场的需求刚刚兴起，各细分领域方兴未艾。

图 53：现阶段体育旅游分为观赛类和参赛类两种，以观赛游为主



数据来源: 国泰君安证券研究

观赛类：门票等要素资源稀缺树壁垒。观赛游的性质决定了消费者更加关注重要体育比赛，现场观赛由于场馆限制具有稀缺性和垄断性，座位有限，门票销售渠道由俱乐部及相关运营公司控制。因此能够获得要素资源的企业将在观赛游细分市场成为龙头。

- **目前获得门票的途径主要有两种：官方合作获取门票以及依靠目的地代理公司获取门票。**官方合作比较具有代表性的是中青旅与曼联进行合作，今后有可能通过官方途径获得稳定门票资源，开拓出境游的观赛游细分市场。同时，市场上已经涌现出各类出境观赛游服务公司，主要通过接触当地球迷组织，以及目的地关系获得门票资源。

表 11：通过官方合作方式获得门票票源较为稳定

门票获取途径	特点	代表公司
官方合作	门票资源稳定，数量有保证，价格稳定； 但限制多，合作门槛高	中青旅、中国国旅、凯撒旅游、众信旅游
目的地代理	数量灵活，可定制； 但来源不稳定，价格高	众多定位体育旅游的细分创业公司

数据来源：国泰君安证券研究

- **竞争格局：高合作门槛下，大公司凭资源及产品设计能力抢得先机。**官方合作门槛高，要求公司具有较高知名度及资金实力，大型旅行社凭借品牌优势，资金优势以及全套目的地服务资源及产品设计能力抢得体育旅游市场先机。目前，包括中青旅、众信旅游、凯撒旅游纷纷推出了观赛游旅行团，抢占体育旅游细分市场。

参赛类：体验为王，目的地服务成关键。参赛游较观赛游目的性更强，旅行者更关注于赛事本身，希望得到最好的参赛体验。因此相比观赛游，为客户提供完善的目的地服务，使得客户将全部注意力集中到赛事本身成为关键。

3. 他山之石：全球体育产业巨头商业模式巡礼

3.1. 全球体育产业资源呈现寡头垄断格局

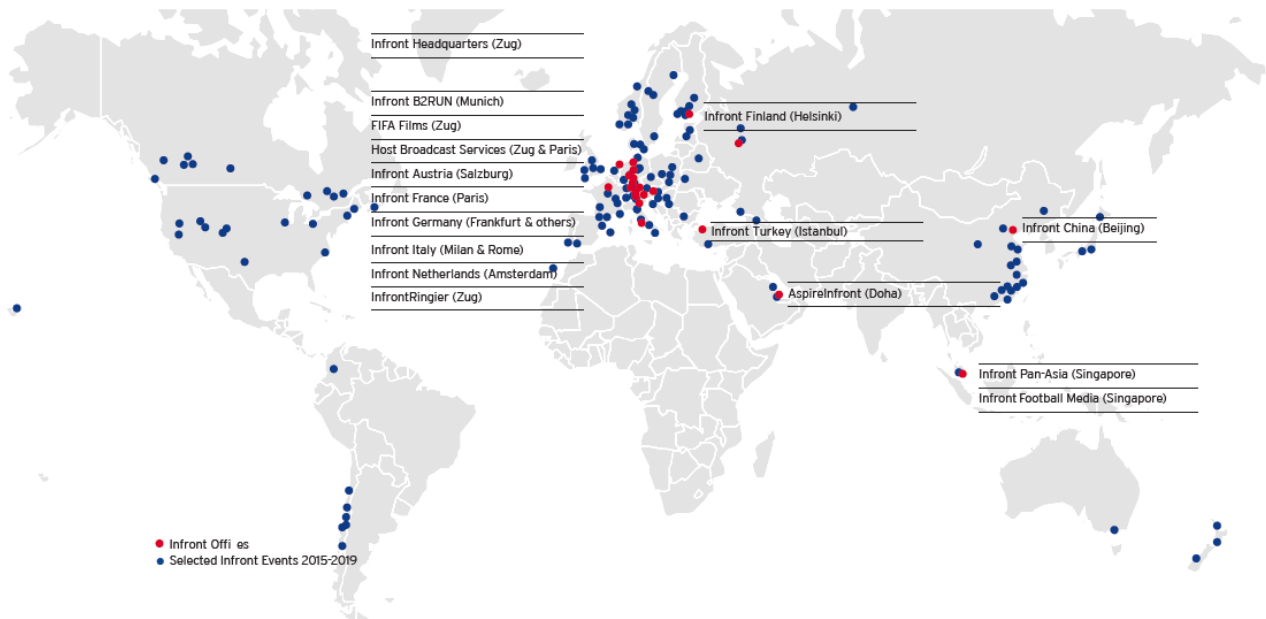
全球体育产业呈寡头垄断格局，核心体育赛事资源被极大巨头凭资金及先发优势垄断，巨头商业模式多为全产业链覆盖。全球主要体育巨头包括：盈方、IMG、八方环球、拉加德雷、WSG、MSG 公司。这些公司大多背靠实力雄厚的股东，布局上游赛事资源，掌控着全球最核心、最优质的体育资源，构建竞争壁垒。凭借丰富的市场化商业运营经验，从单一业务起家，多元化发展，最终构建覆盖全体育产业链的生态模式，并通过国际化将商业模式不断复制扩张。

3.2. 瑞士盈方：拥有成熟的体育传媒生态圈

3.2.1. 全球顶级体育营销公司

盈方作为全球排名第二的体育营销公司（第一为 IMG 集团）。经营业务包括提供专业的体育营销、赛事服务，具备顶级赛事权益的开发能力，在全世界 13 个国家及地区设有超过 25 个分支机构，2014 年营业收入超 8 亿欧元，同比增速超过 35%，净利润超 0.8 亿欧元。

图 54：盈方作为世界性体育传媒公司在各国设有超过 25 个办事机构



数据来源：Infront Group Profile

盈方拥有众多赛事资源，在足球领域优势尤为明显，拥有包括世界杯、欧洲杯在内的核心赛事版权。2015 年，盈方运营的赛事日总数超过 4,000 天，其中包含 20 个世界锦标赛。此外，盈方集团也是全球最大的体育电视内容制作及转播公司。盈方所拥有权益的媒体转播总时长高达 30,000 小时每年——相当于 3.4 年不间断播出。其全资子公司 HBS 主要负责国际赛事转播，2002 年起成为世界杯的主转播商，凭借公司高层与国际足联的关系，持续获得 2006/2010/2014/2018 年世界杯版权。

图 55：盈方拥有包括世界杯、欧洲杯在内的众多核心赛事版权



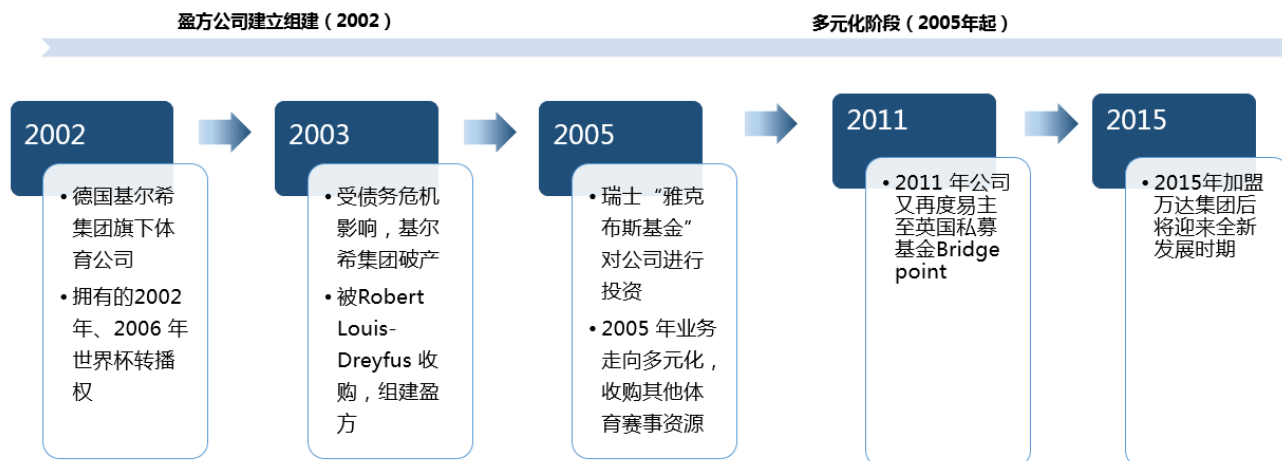
数据来源：Infront Group Profile

3.2.2. 发展历程：资本助力公司多元化发展

足球赛事转播起家，资本投资助力公司多元化发展。盈方前身曾是欧洲知名传媒集团德国基尔希集团旗下体育公司，受债务危机影响，2002 年基尔希集团破产，其所拥有的 2002 年、2006 年世界杯转播权等资产被 Robert Louis-Dreyfus 收购，后者于 2003 年组建盈方。随后瑞士“雅克布斯基金”对公司进行投资，公司得以发展壮大，2005 年

业务开始走向多元化，布局足球以外的其他体育赛事资源。2011 年公司又再度易主至英国私募基金 Bridge point，2015 年加盟万达集团后将迎来全新发展时期。

图 56: 盈方前身为基尔希集团，足球版权运营起家，资本助力多元化发展

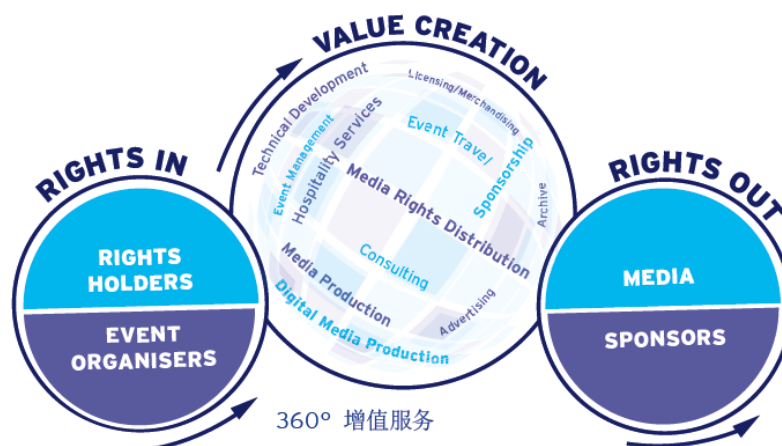


数据来源：Infront Group Profile、国泰君安证券研究

3.2.3. 商业模式：掌控赛事资源筑壁垒，多年经营积累赞助商伙伴
依托丰富的产业资源和广泛的战略合作伙伴，构建以体育赛事版权为核心的体育传媒生态。盈方通过与上游的合作为媒体、赞助商提供专属匹配、多样化的内容产品及全方位服务，又通过与下游的合作为赛事机构提供强大的媒体和市场平台，成为了联结产业链的重要纽带。

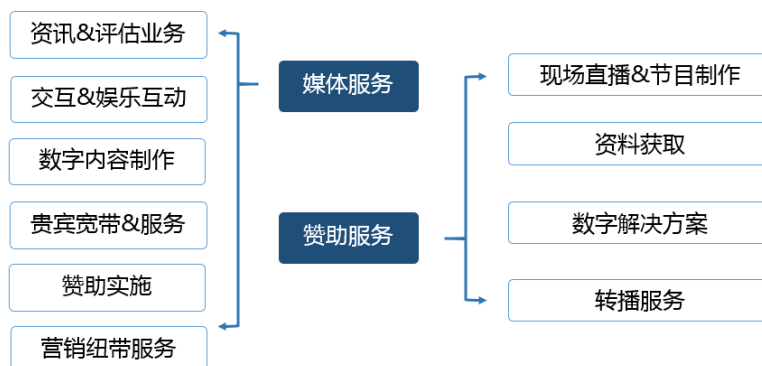
- **上游赛事资源：**多元化发展的盈方依靠资金与品牌影响力以及上层关系与超过 160 家赛事组织建立战略合作，包括国际足联、国际冰球联合会等权威机构，对于顶级赛事资源和商业开发权益拥有强大的控制力。
- **下游赞助商合作伙伴：**凭借超过 30 多年的运营经验，在全球也积累了数百家赞助商、媒体机构合作资源。

图 57: 盈方体育以赛事版权为核心，提供一系列增值服务



数据来源：Infront Group Profile

图 58：盈方成为产业链中链接上游资源和下游赞助商的纽带



数据来源：Infront Group Profile、国泰君安证券研究

3.3. MSG：构建体育传媒娱乐帝国

3.3.1. 覆盖全体育产业的综合性服务商

MSG 位于美国纽约，三大主营业务为体育、传媒和娱乐。公司于 2009 年在纳斯达克上市，目前市值接近 60 亿美元。体育业务包括球队经营、场馆运营、赛事运营，外加体育传媒。2014 年公司收入 15.6 亿美元，同增 16%，传媒、体育、娱乐三大业务的占比分别为 46%、35%、19%。

图 59：14 年 MSG 收入达 15.6 亿美元，稳步增长

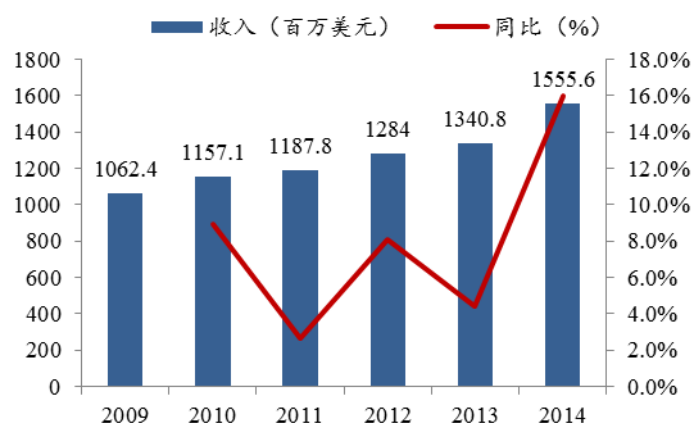
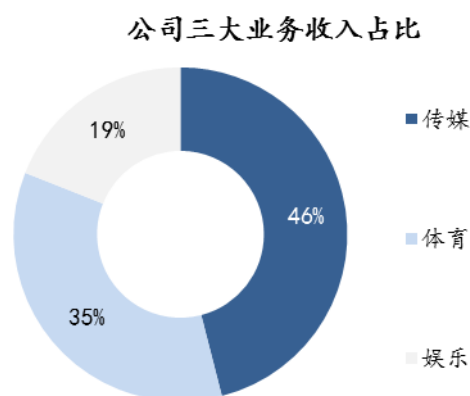


图 60：MSG 三大业务收入占比分布较为均匀，相互协同



数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

3.3.2. 以赛事为核心，覆盖全产业链的体育帝国

- 以上游资源为核心：“拥有球队+赛事运营权”打造核心竞争优势：公司拥有众多顶级人气职业球队，并拥有部分赛事的所有权和运营权，通过这种方式进入体育产业上游，打造独有的竞争优势。

公司拥有纽约尼克斯(NBA)、纽约游骑兵(NHL-国家冰上曲棍球联盟)、纽约自由人(WNBA)、哈特福德群狼队(AHL-美国冰球联盟,为NHL的小联盟)。公司获得了Westchester Knicks(NBA发展联盟)的所有权和运营权,并以不同方式介入其他颇具影响力的赛事,例如拳击世锦赛、法国巴黎银行网球赛、美国东部大学生篮球、大学生冰球、大学生摔跤等。

上游赛事经营变现模式: 公司的体育业务收入来自票务、转播权、商业赞助、餐饮配套、店铺招商、特许商品等。优质的内容是吸引现场观众和电视观众的关键,是产生门票收入和转播权收入的驱动力。

表 12: 尼克斯上座率位居联盟前列,上座率接近 100%

球队	上座率排名(2014)	主场上座率	到场人数
纽约尼克斯	3	100%	19,812
洛杉矶快船	7	100%	19,212
密尔沃基雄鹿	30	76%	13,487
多伦多猛龙	10	92%	18,252

数据来源: ESPN、国泰君安证券研究

- **媒体平台扩大赛事影响力,与上游资源优势互补:** 公司拥有两个电视频道(MSG Network, MSG+),一个视频直播网站(MSG.com)。MSG的电视网络是美国最大的有线电视网络之一,全年直播约700场体育比赛,拥有超过780万订阅用户。

媒体平台变现模式: 传媒业务的两大收入来源是加盟收入和广告收入。加盟费为公司将自有内容分销给加盟媒体渠道获得的收入,占比为10%。广告收入则是来自节目间隙的商业广告,收入贡献少于加盟收入。

- **娱乐业务:自有赛事+自有剧目+场馆租赁。** 公司娱乐业务包含内容制作、娱乐营销、标志性场馆和品牌。各类演出包括音乐会、演唱会、家庭秀、行为艺术和其他特殊活动,每年超过1000场,观众超过300万人次。公司还有自产剧目Radio City Christmas Spectacular和the New York Spring Spectacular等。

娱乐业务变现模式: 公司凭借旗下拥有众多场馆,举办各类体育赛事、演唱会、音乐剧,获得场地租金收入。麦迪逊花园广场供体育赛事和文艺表演两用,是NBA最佳主场同时也是世界顶级明星演唱会的首选之地。全年的赛事活动中,体育活动占比60%,非体育活动占比40%。

表 13: MSG旗下场馆多为发达地区标志性建筑物,可利用价值高

场馆	所在地	容量	物业类型
麦迪逊花园球场	纽约	21000座	自由
无线电城音乐厅	纽约	6000座	租赁

贝肯剧院	纽约	2800 座	租赁
芝加哥剧院	芝加哥	3600 座	租赁
The Forum	加州	7000-17800 座	自由
王剧院	波士顿	3700 座	代订协议

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4. 谁将成为明日之星：发现产业链中的龙头

4.1. 产业链各层级相关标的梳理

根据产业链层级划分，我们梳理了各产业链层级中的相关标的。其中，中体产业、乐视网已经实现全产业链布局，正朝着全产业链模式迈进。

表 14：体育产业相关标的梳理

产业链层级	相关业务	标的公司
产业链上游	赛事组织、运营	国旅联合（赛事运营）；中体产业（北马、高尔夫、环中国，赛事运营，票务销售）；智美集团（马拉松）；莱茵体育；探路者（户外运动赛事）；浔兴股份（大股东旗下 CBA 球队）；雷曼光电（赞助中超联赛）；广弘控股（赛事运营）；乐视网（赛事组织）；贵人鸟（赛事组织）；江苏舜天（拥有中超球队）；中信国安（拥有中超球队）；
产业链中游	媒体传播	华录百纳（赛事转播）；乐视网（赛事转播）；苏宁云商（旗下 PPTV 体育赛事转播）；贵人鸟（布局网络媒体虎扑体育）；中体产业（赛事版权）
产业链下游	体育衍生产业服务	中体产业（体育彩票、体育经纪）；探路者（户外装备）；凯瑞德（彩票）；信隆实业（体育器材）；新国都（体育手游）；金亚科技，浙报传媒，万好万家（电子竞技概念股）；中青旅（体育旅游）；乐视网（衍生产品）

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 产业链上游：先发优势定龙头

4.2.1. 国旅联合：设立体育发展公司，受益 16 年冬奥会

2014 年公司原控股股东国旅集团将 17% 股权转让，厦门当代成为第一大股东。新股东对原有的业务进行清理和资产剥离，目前仅经营南京汤山颐尚温泉。公司转型方向为演艺+体育：① 演艺布局与山水盛典合作，首选南京厦门，投资《昭君出塞》巡演：南京秦淮八艳旅游演出已启动、厦门“一带一路”主题演出初步选址，2015 年将与山水盛典合作运营《昭君出塞》全球巡演项目；② 体育领域开始涉足：公司设立体育发展有限公司，同时合作运营 2016 年冬运会。

- **设立体育发展公司，布局体育产业。**2014 年 12 月 30 日，公司董事会通过决议，拟出资 5000 万元设立“国旅联合体育发展有限公司”，经营范围为与体育有关的经营经营活动。
- **介入 2016 年冬运会开发市场公司。**2015 年 2 月 26 日与奥林匹克经济技术开发区公司、北京国奥世纪资产管理有限公司、乌鲁木齐迪鸿艺商贸有限公司签署《（2016 新疆）第十三届全国冬季运动会市场经营联合开发协议书》四方以承接此次赛事的冠名、赞助招商、特许商品经营、赛前推广活动的策划与实施、赛后品牌商品销

售。

- 设立体育并购基金。国旅联合与华设资产共同发起设立“国旅联合-华设资产体育产业并购基金”，并购基金将围绕上市公司的发展战略，针对（1）体育营销传媒类公司；（2）体育广告类公司；（3）赛事运营、赛事转播权、市场开发及广告代理权；（4）体育场馆、运动场馆运营；（5）境内外其他相关体育资产的投资与收购等。并购基金将配合上市公司进行并购与产业整合，完善国旅联合产业布局。

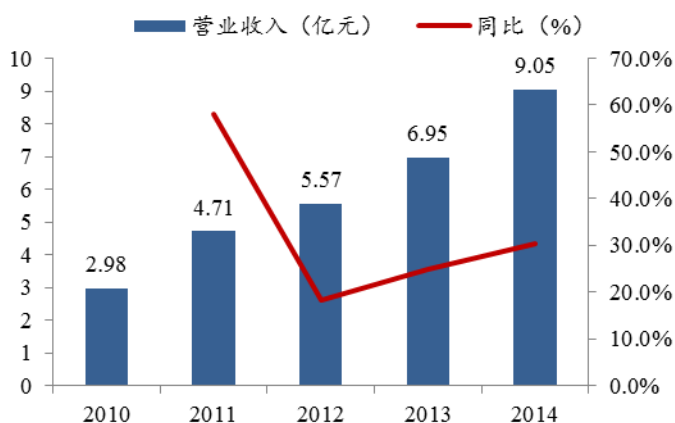
4.2.2. 智美集团：立足品牌运营，发力体育产业

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。

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：

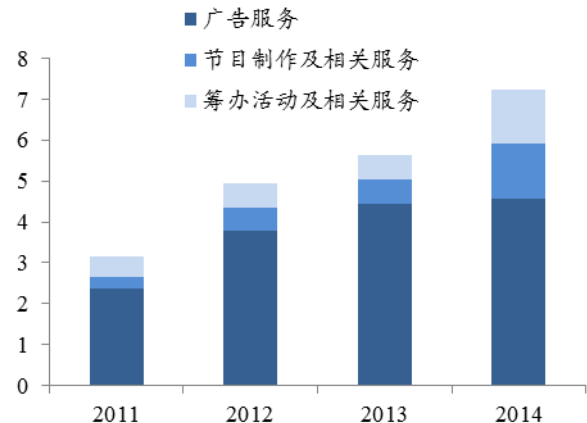
- 智美品牌主要为品牌顾问和广告代理服务，通过价差模式为央视5档节目代理收视广告
- 智美节目主要是制作节目，向主流媒体和新媒体等销售版权同时赚取广告费用，重庆卫视周末驾到和天津卫视秘境等均是公司代表作。
- 智美体育是公司未来重点发展的业务，主要是筹办国内国际体育赛事。目前，智美体育收入主要来自汽车相关及其他品牌赞助费、销售比赛和活动场地广告时间、参与者的登记费和入场观众门票费。

图 61：智美集团营业收入实现快速增长



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 62：智美集团体育版块值得关注



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

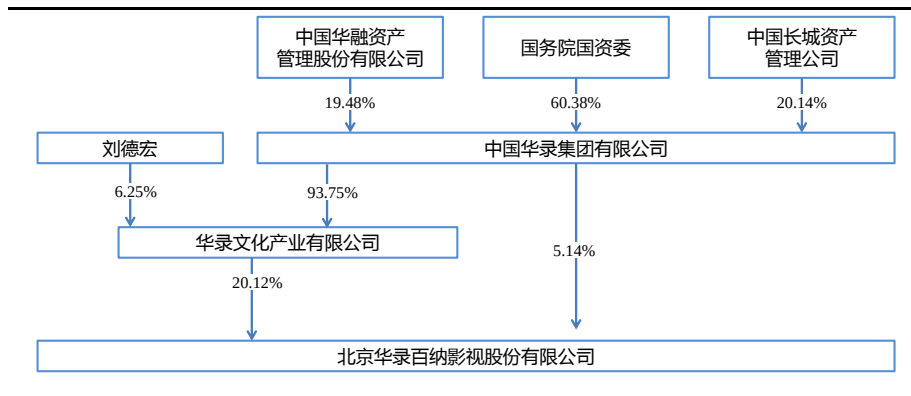
智美集团的关键能力在于文化体育领域专业运营、提升传媒价值的商业包装和需求匹配能力，以及和中央电视台等主流媒体、各地方体育部门共同开发文体产品的良好合作关系。公司在对于文化体育产品的协调和商业化包装能力，也可以顺利延伸和复制到大众体育赛事运营业务。

4.3. 产业链中游：最有可能诞生全产业链体育巨头

4.3.1. 华录百纳：国资背景凸显资源优势，率先布局体育传媒有望成为龙头

北京华录百纳影视股份有限公司成立于 2002 年，隶属于国资委主管的中央企业中国华录集团，主要从事影视制作、内容营销、媒介代理等业务。公司具有国资背景，有望在体育产业逐步市场化的进程中获取资源优势；但由于其良好激励机制，管理层具有较强执行力，经营机制具有民营特征。

图 63：国资背景民营机制

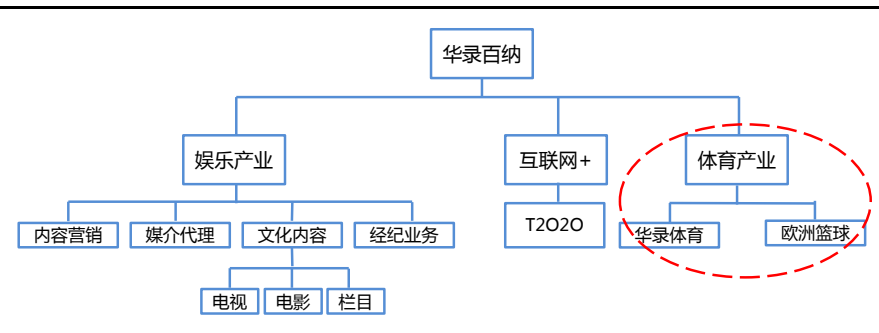


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

目前，华录百纳娱乐产业和 T2O2O 上具有了一定的规模和成绩，体育产业架构初步搭建完毕。

- 2015 年 6 月，公司公告对采声集团拟建立的欧洲篮球中国公司进行不少于 500 万元的增资，增资完成后，公司占 75% 股份，采声集团占 25% 股份。这意味着公司获得了欧洲篮球 IP。
- 2015 年 7 月 7 日，公司与河北省在冰雪产业品牌赛事领域开展合作，将在河北张家口市打造融合极限冰雪赛事、冰雪音乐节、演唱会、旅游文化节等于一体的“极限冰雪嘉年华”。通过体育、娱乐、传媒、旅游等产业的跨界融合，推动冰雪产业在国内的普及，实现习总书记提出的“推动三亿人从事冰雪运动”的目标。

图 64：娱乐产业、互联网+已具规模，体育产业架构初步搭建



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4.3.2. 乐视网（乐视体育）：赛事运营+内容平台+智能硬件+增值服务

乐视体育成立于 2014 年 4 月，是由乐视网拆分体育类资产及运营团队所形成的公司，最初起步于乐视网的体育频道，为用户提供足球、篮球、网球、高尔夫等赛事的直播、点播和资讯的视频服务，具备较高的技术水平，之后开始独立打造基于“赛事运营+内容平台+智能硬件+增值服务”的软硬件相结合、全产业链的体育平台型公司。

- 全内容整合营销，构建“平台+内容+终端+应用”的“乐视生态系统”。**以内容为基础，加强相关增值服务的开发及应用，在多屏领先技术优势与乐视生态的垂直产业链的整合布局支持下，通过 PC、Phone、Pad、TV 大屏等多屏终端为用户带来较好体验。目前，公司逐步打造的乐视生态已具有较强的兼容性及延展性，生态各要素之间形成了紧密协同的运营机制，能创造出比单一经营要素独立运营更高的效率。

图 65：“平台+内容+终端+应用”的“乐视生态系统”格局初显



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

- 公司积极布局赛事资源，体育赛事要素控制能力不断加强。**乐视体育 2015 年上半年持续发力，运营女超联赛，获 5 个赛季全球独家媒体版权，冠名赞助销售权，商业开发权及全部赛事信号制作，参与中国职业体育改革；启动 ICC 国际冠军杯；乐视体育电商平台上线；与帕奎奥联合成立 020 俱乐部；成功获取英超、意甲和欧冠版权；锁定新赛季英超联赛，购买 2015-2018 三个赛季的欧冠版权，以及抢到 2015-2018 三个赛季的意甲独家版权。乐视体育的持续发力，使得视频资源全终端日均 UV 持续增长，日均突破 644 万，并且随着重要赛事进入决赛阶段，将继续保持增长状态。乐视体育与乐视网在平台、应用、内容、终端及创新业务的发展和多元的业务协作方面，互推互进，互助互赢。

4.4. 产业链下游：探索上游要素控制，寻求全产业链模式

4.4.1. 中青旅：体育旅游龙头，布局产业上下游

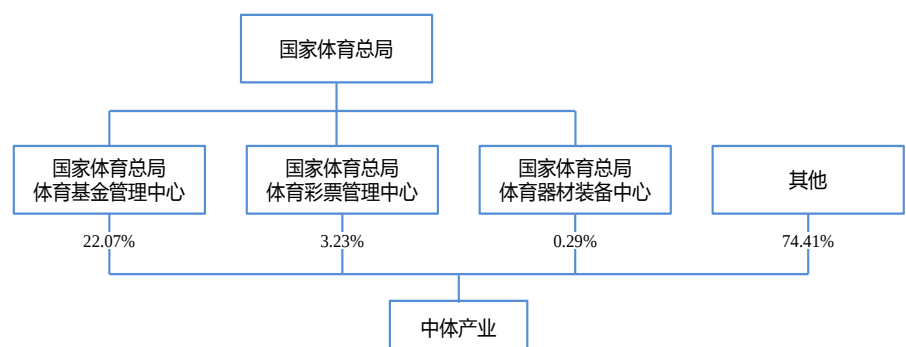
公司是共青团中央下属企业，受到大股东的干预也较少，这种市场化的运营状态决定了其强大的创新基因。公司管理团队非常优秀，主要体现在领先意识和经营能力。公司目前的激励机制相对完善，相比同类企业有明显的优势。

- **布局体育赛事服务：**中青旅于2012年成立了联合体育旅游公司，主打高端体育旅游尤其是高尔夫旅游业务，经历两年多时间发展，目前已经宣传与承办了如南京青奥会、高尔夫邀请赛，并成功入选米兰世博会中国馆授权服务商，为2015年米兰世博会中国馆场馆运营提供服务，积累了较为丰富的体育赛事服务经验。目前主营①自主的品牌“速度周末”团队（主要是汽车运动），通过引入社交网络、成绩机制及合理的分组设置，打造全民汽车运动体验平台，并为2015国际冰联女冰世锦赛、曼联足球俱乐部（北京）球迷嘉年华活动提供服务。此外还从事②非自主品牌赛事服务活动主要针对赛事主办方，公司可以提供地面运营+营销服务，具体内容包括了：会议服务、门票管理、销售与推广，接待服务、场馆与运营管理等全方位服务。
- **受益冬奥会，迎发展契机：**赛事服务既可以针对B端（机构客户和赛事主办方）又可以对C端（游客服务，如门票销售与推广），随着体育赛事服务的市场需求不断扩大，中青旅基于会展服务的品牌效应与竞争优势将会凸显，我们认为本次冬奥会公司将积极参与，并与多赛事承办方合作，公司未来有望借助本次冬奥会契机，扩大体育赛事服务业务。

4.4.2. 中体产业：体育总局系统中唯一上市公司平台

中体产业成立于1998年3月，是由国家体育总局体育基金管理中心、国家体育总局体育彩票管理中心、国家体育总局体育器材装备中心和中华全国体育基金会等共同发起组建的中国体育产业规模最大的股份制企业。中体产业作为体育总局系统中目前唯一上市公司平台，具有雄厚的资金支持和丰富的业内运作经验。

图 66：中体产业为体育总局系统中唯一上市平台



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

➤ 目前，公司体育产业业务覆盖了赛事管理及运营、体育场馆运营管理、休闲健身、体育经纪、体育彩票以及体育设施设计及建设六个方面。公司自 2012 年开始实施以“体育化、资本化、国际化”为方向的战略转型，目前已经取得较好的成果。与国内其他体育相关公司相比，中体产业在体育产业的布局更为全面，同时，依靠国家体育总局的股东背景，公司在获取体育资源方面也更加具有优势。

1) 赛事管理及运营。公司在赛事运营管理领域深耕多年，拥有多项传统品牌赛事，包括：

环中国公路自行车赛、马拉松赛、中国高尔夫球俱乐部联赛、国际排联沙滩排球世界大满贯及巡回赛等。此外，2014 年，公司在全国 19 个城市举办了第 28 届奥林匹克日长跑活动，启动了“2014 全民健身万里行”活动，并联合发起了北京市青少年足球普及教育活动。

2) 体育场馆运营管理。公司是国内唯一的纵贯体育场馆前期规划、涉及、建设、内容提供和长期运营的全产业链服务商，独立参与建设 60 余个国内外体育场馆设施，在全国经营和将要经营的体育设施近 10 个，目前年承办或主板国内外体育赛事及活动近 200 场次，直接服务人群每年超过 300 万人次。目前，公司运营的体育场馆有九江市体育中心、青海体育中心等。

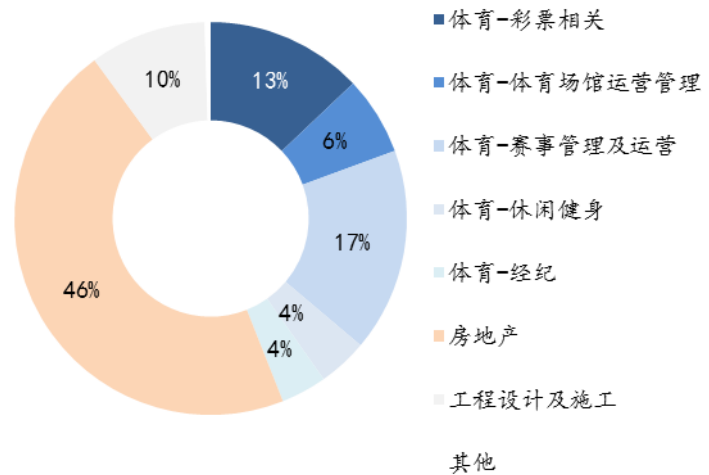
3) 休闲健身。公司已经初步形成了“中体倍力”、“中体健身会”、“中国国际健身大会”、“世界行走日”等多个知名品牌、项目。此外，成都足球公园作为新的商业运营模式的代表也开始逐步稳定运营。

4) 体育经纪。公司通过与中国奥委会和体育单项协会的合作，成为其代理机构，同时为知名企业提供体育明星代言等相关服务。公司是 2014 年索契冬奥会中国辖区票务代理机构，这一资源已为公司带来了良好的业绩。

5) 体育彩票。体育彩票业务是公司 2012 年新进入的一个业务板块，也是公司进军体育彩票业务的一个里程碑。营业收入主要来自彩票投注专用设备的销售和运营服务。在体育彩票专用投注设备提供领域，公司已与 28 个省、区、市建立了紧密的合作关系，为数亿中国彩民提供负责任的彩票娱乐，在中国体育彩票市场服务商中取得了市场领先的地位。

6) 体育设施设计及建设。在这一块业务内，公司从事的是我国政府援外体育项目的执行工作，是公司实施国际化战略的核心业务。目前公司在加蓬、几内亚、吉布提、尼日尔等非洲发展中国家的国际项目进展顺利，也为未来其他国际业务的开展带来了极大的机遇。

图 67：公司体育产业布局广泛，大部分可创造营收（2014 年年报数据）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

- 公司体育化战略转型成果卓著，在体育产业布局较为全面，同时优质股东背景为公司带来更为稳定和优质的体育资源。此外，公司作为上市公司，在进一步拓展体育业务上也更具备资金优势。

5. 投资建议

给予体育产业增持评级。政策放开后拥有资本及先发优势掌握优质资源的公司将掌握主动权，产业链中游最有希望诞生全产业链模式巨头。

推荐标的：产业链上游：推荐率先布局体育赛事运营的国旅联合；产业链下游：布局体育旅游，体育赛事运营组织的中青旅。

受益标的：①产业链中游：国资背景资源优势明显的华录百纳；打造全产业链体育生态的乐视网；②产业链上游：转型体育公司的莱茵体育，布局体育赛事运营的智美体育；③产业链下游：积极布局上游赛事组织及互联网体育的贵人鸟。受益赛事关注度提升，彩票需求持续火爆的中体产业。

表 15：推荐标的的盈利预测及估值情况（2015.10.13）

上市公司	股本 亿	收盘价	市值 亿元	EPS				PE				PB	ROE
				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	14A	14A
国旅联合	4.3	11.9	51	0.02	-0.38	0.04	0.17	595	-31	298	70	7.6	-44%
中青旅	7.2	21.3	153	0.44	0.50	0.66	0.82	48	43	32	26	2.7	10%

数据来源：国泰君安证券研究

6. 风险提示

- 未来我国体育产业政策走向仍然存在不确定性，上游职业联赛市场化进程存在低于市场预期风险；
- 同时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

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沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

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沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 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:	gtjaresearch@gtjas.com		