

2016.02.25

山不转水转 水不转人转

——运动员经纪专题

	陈筱 (分析师)	吴春阳 (研究助理)
	021-38675863	021-38674633
	chenxiao@gtjas.com	wuchunyang@gtja.com
证书编号	S0880515040003	S0880115050039

本报告导读:

随着中超、CBA 等国内体育赛事职业化、商业化进程不断加快,运动员作为 IP 资源其市场价值将逐步增高,相应的运动员经纪领域的投资曙光初现。

摘要:

- **运动员经纪是职业体育联赛成熟发展的必然产物。**职业比赛的竞争性在客观上要求运动员形成一种流动机制,从而为体育经纪人开启了服务空间。随着竞技体育不断职业化的进程,运动员需要更多地关注职业生涯的规划及合同薪酬等。而竞技体育不断商业化的过程中,球员的影响力作为一种可变现的资源也被逐步开发。因此经纪人作为协助运动员规划职业生涯、实现潜在商业价值并维护自身权益的主要角色,逐步为市场所认可并成为产业链的重要一环。
- **运动员经纪是推动体育联赛职业化、商业化发展的重要力量。**经纪人会以其专业的判断为球员找到适合其特点、有利于发挥其水平的俱乐部,促进球员资源在联赛中的优化配置,调节市场的供需矛盾。良好的经纪人发展环境配合规范的转会制度将有利于俱乐部和运动员沟通、运动员自身竞技水平的提高、俱乐部整体实力和联赛活力的增强、促进联赛职业化和商业化的发展。
- **明星运动员的影响力是可变现的资源,完善的体育经纪人制度是体育明星无形资产开发的催化剂。**专业运动员需要有经纪人帮助他们在有限时间内发挥体育潜能,利用其无形资产获取最大收益及规划退役后的生活。美国体育产业的蓬勃发展,很大程度上离不开体育经纪人对体育明星的包装、策划。体育经纪人作为体育组织、体育赞助商与体育明星之间的桥梁,是促进明星商业价值开发的主要推手。
- **随中超、CBA 等赛事的职业化、商业化进程加快,国内运动员经纪市场潜力巨大。**根据 IBISWorld 的数据,2015 年美国运动员经纪市场的规模已达 80 亿美金,美国最大的经纪公司 CAA 每年所得佣金收入高达 2.6 亿美金。相反国内由于制度因素制约,运动员经纪业发展较慢,目前从事运动员经纪的人员仅 1000 多人,持有国际经纪人执照的更是凤毛麟角,远远不能满足我国发展体育强国的需要。而随着中超、CBA 联赛的职业化和商业化进程加快,转会制度和薪酬制度改革的完善,国内球员商业价值的逐步开发,国内运动员经纪市场已出现了前所未有的良好发展环境,未来发展潜力巨大。
- **投资建议:**给予增持评级。鉴于运动员经纪市场空间巨大、市场中布局者不多,我们看好在运动员经纪领域拥有资源与经验的公司成为市场龙头。相关受益标的:**道博股份**(与 MBS 经纪公司达成合作)、**贵人鸟**(投资 BOY 公司,布局球员经纪蓝海)。
- **风险提示:**运动员经纪政策风险,体育经纪业不达预期风险。

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

体育产业:《体育商业化加速,全产业链模式塑王者》

2015.10.13

体育产业:《体育产业振兴在即,释放万亿政策红利》

2014.11.23

体育产业:《体育产业振兴在即,释放万亿政策红利》

2014.09.23

目 录

1. 运动员经纪与体育产业发展相辅相成.....	3
1.1. 运动员经纪的职能与盈利模式.....	3
1.2. 运动员经纪随竞技体育职业化、商业化应运而生	6
1.3. 运动员经纪对于竞技体育发展有重要的推动作用	6
1.3.1. 经纪人是影响运动员 IP 价值的重要因素	6
1.3.2. 经纪人是促进职业联赛转会的润滑剂	7
1.3.3. 经纪人制度是推动职业联赛规范化运营的基础	8
2. 运动员经纪已成为欧美体育产业链中的重要环节	8
2.1. 美国运动员经纪业发展情况.....	9
2.1.1. 美国运动员经纪业务历经百年发展.....	9
2.1.2. 运动员经纪对于美国体育产业的发展起了重要作用	9
2.1.3. 美国运动员经纪业保持稳定增长态势.....	10
2.2. 欧美体育产业具有代表性的体育经纪公司与体育经纪人.....	10
2.2.1. 精英运动员经纪王者——CAA.....	10
2.2.2. 足球经纪教父级人物——豪尔赫-门德斯.....	11
3. 国内运动员经纪市场曙光初现.....	13
3.1. 国内运动员经纪人市场起步较晚，限制较多	13
3.2. 赛事职业化、商业化点燃运动员经纪市场燎原星火	14
3.3. 中超军备竞赛愈演愈烈，足球产业将成运动员经纪突破口	15
3.3.1. 足球领域制度改革历史悠久，中超联赛商业化氛围渐浓 .	15
3.3.2. 豪掷 20 亿，多方因素促成中超转会市场火爆	16
3.3.3. 中超转会市场走向繁荣，球员经纪业将成最大受益者	20
3.4. 篮球经纪呼之欲出，CBA 联赛转会改革有望紧跟中超	21
4. 运动员经纪标的值得长期布局	22
4.1. 道博股份（600136.SH）：与 MBS 经纪公司达成合作.....	22
4.2. 贵人鸟（603555.SH）：投资 BOY 公司，布局球员经纪蓝海..	22

与众不同的认识：运动员经纪是体育产业发展的重要推动力量，其在国内的发展潜力已经逐渐释放。

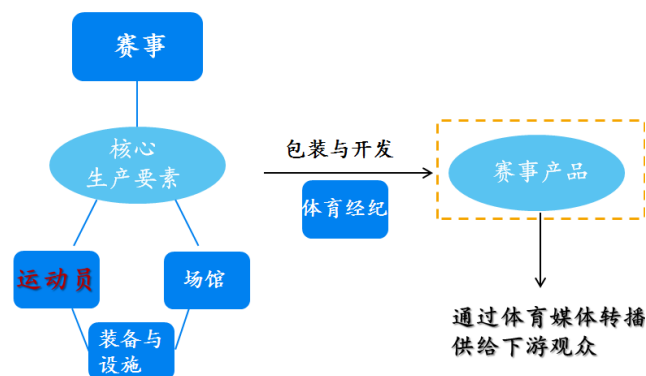
（1）市场普遍认为：运动员经纪是体育产业的一个并不重要的衍生领域。我们认为，运动员经纪是体育产业中一个不可或缺的环节，与体育产业发展相辅相成。经纪人制度有助于促进运动员无形资产的开发、促进运动员资源的优化配置以及促进联赛规范化运营。

（2）市场普遍认为：运动员经纪在国内的发展情况不容乐观。我们认为，运动员经纪的市场潜力已经逐渐释放，原本阻碍运动员经纪发展的诸多限制已经逐渐缓解。随着中超、CBA 联赛等赛事的商业化、职业化进程不断加快，球员的转会制度、薪酬制度将会逐渐完善，球员的商业价值也将进一步开放，运动员经纪的价值将凸显。在职业体育最为发达的美国，运动员经纪的市场规模已达 80 亿美金。

1. 运动员经纪与体育产业发展相辅相成

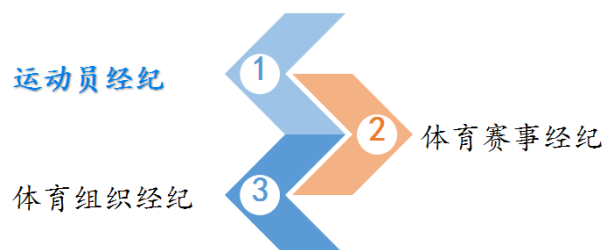
运动员、场馆、比赛用品是竞技体育赛事中主要的生产要素。运动员这一最重要生产要素的挖掘、开发和利用离不开经纪团队的专业运作。优秀体育经纪人能根据敏锐的判断以及广泛的人脉，帮助运动员规划好职业生涯、实现潜在商业价值并维护自身权益。因而，运动员经纪是体育经纪中最重要的组成部分。以服务对象划分，体育经纪可以分为运动员经纪、体育赛事经纪和体育组织经纪。

图 1：竞技体育赛事产品的供给链



数据来源：国泰君安证券研究

图 2：运动员经纪是体育经纪中最重要的组成部分



数据来源：国泰君安证券研究

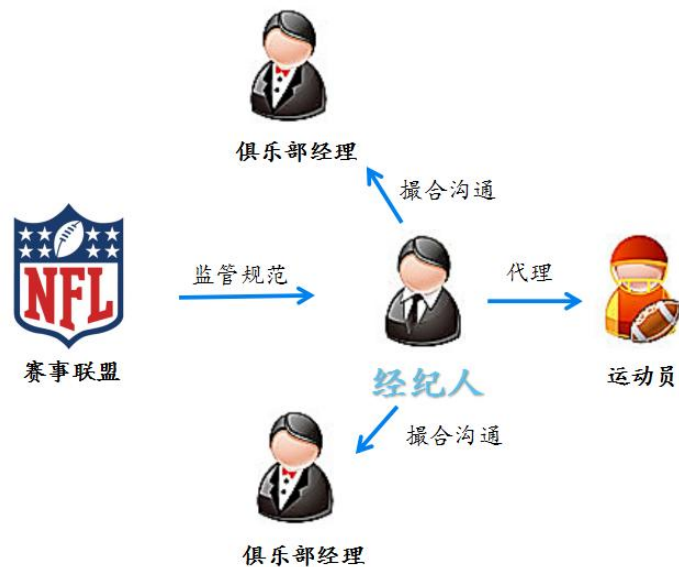
1.1. 运动员经纪的职能与盈利模式

运动员经纪人作为运动员的代理，其职责可概括分为三类：

- 第一，负责运动员转会与薪资合同签订，对运动员进行生涯规划指导。运动员经纪人根据所代理球员综合状况寻找合适的俱乐部，并与俱乐部进行交涉，争取球员利益、协商转会费用和工资。

- **第二，为运动员进行公关及形象包装营销，开发无形资产。**经纪人通过代表运动员和广告商进行磋商谈判，统筹安排球员适当出席商业活动，帮助运动员争取高额代言费。
- **第三，保护运动员的合法利益。**主要包括发现合同陷阱、避免决策失误、制止侵权行为等。

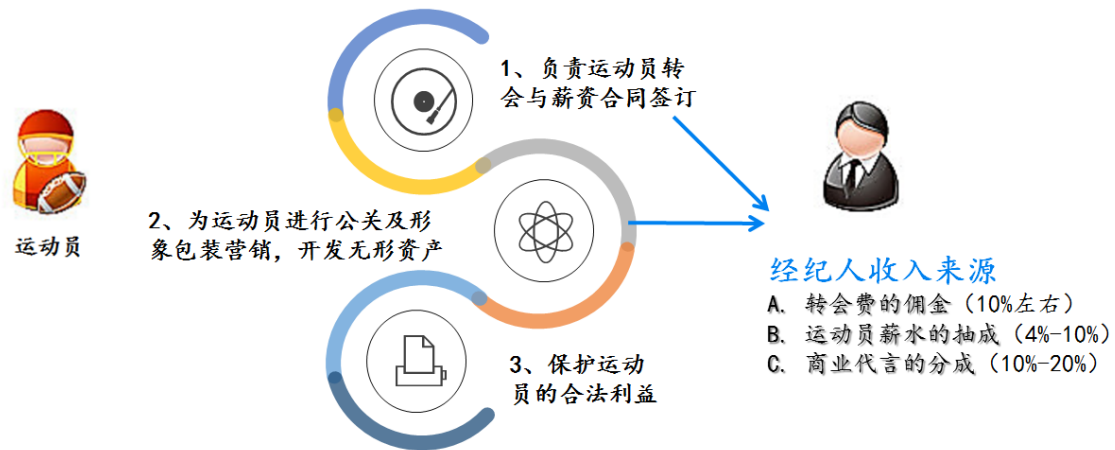
图 3：经纪人在体育联盟中降低了交流成本，提高了沟通效率



数据来源：国泰君安证券研究

运动员经纪人的盈利主要来自于三部分：**转会费的佣金、运动员薪水的抽成和商业代言的分成**。经纪人提成的比例在各个体育项目中有所区别。在足球转会中，经纪人一般会得到10%左右的佣金收入及新合同中10%左右的薪水抽成。而在NBA联盟，由于没有转会费用，经纪人的收入主要来自于球员薪水抽成和商业代言提成。按照NBA经纪人条款规定，经纪人佣金抽取球员薪资不得超过4%，但广告赞助合约可抽成10%到20%。随着NBA球员的商业活动形式不断丰富、商业活动的数量不断增多以及薪水报酬提高，经纪人将获得更多提成收益。以艾恩·泰勒姆为例，2013年旗下有45名NBA球员，其中全明星有12位。按旗下球员合同工资4%计算，仅在在工资抽成上就有上千万的收入。

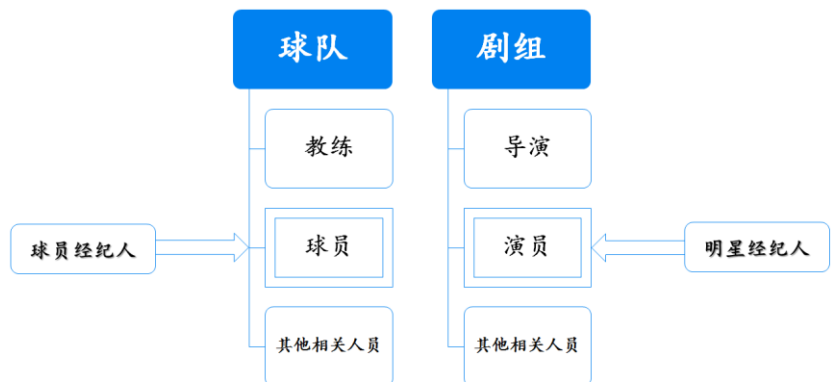
图 4：经纪人的主要职责和收入来源情况



资料来源：国泰君安证券研究

运动员经纪与艺人经纪在运作模式和机制较为类似。艺人经纪人根据自己对行业的理解，借助自身的专业知识与丰富的人脉，为艺人进行职业规划，提高所代理艺人的知名度。同时，通过安排一系列的商业活动和代言，使得艺人获得更多商业利益，自己则从各项活动中获取一定比例的佣金或者固定工资。艺人经纪人的出现使得明星能够专注于自身才艺培养。运动员经纪与艺人经纪均是市场经济高度成熟的产物。

图 5：球员经纪与艺人经纪的比较



数据来源：国泰君安证券研究

表 1:球员经纪人与明星经纪人对比

分类	经营对象	主要关注点	交涉对象	核心业务	收入模式	目的
球员经纪人	球员	球队质量	俱乐部/赞助商等	转会	佣金提成	最大化经营对象 知名度和身价
明星经纪人	明星	影视资源	制片人/赞助商等	影视剧接拍		

数据来源：《我国体育经纪业分析》，国泰君安证券研究

1.2. 运动员经纪随竞技体育职业化、商业化应运而生

职业比赛的竞争性在客观上要求运动员形成一种流动机制，从而为体育经纪人开启了服务空间。随着竞技体育职业化的进程，运动员需要更多地关注职业生涯的规划及合同薪酬等。而竞技体育不断商业化的过程中，球员的影响力作为一种可变现的资源也被逐步开发。因此经纪人作为协助运动员规划职业生涯、实现潜在商业价值并维护自身权益的主要角色，逐步为市场所认可并成为产业链的重要一环。在竞技体育职业化、商业化越成熟的市场，其运动员经纪业务也越发达。根据 IBISWorld 的数据，2015 年美国运动员经纪市场的规模已达 80 亿美金。

表 2:世界主要体育联盟的工资及经纪人佣金情况

运动项目	最低工资	最高工资	经纪人佣金范围
NFL（美国橄榄球联盟）	\$375,000	\$20,000,000	\$11,250 - \$600,000
NBA	\$473,000	\$28,000,000	\$9,460 - \$1,120,000
CBA	\$25,000	\$2,000,000	\$2,500 - \$200,000
MLB（美国棒球大联盟）	\$400,000	\$32,000,000	\$16,000 - \$1,280,000
NHL（美国冰球大联盟）	\$525,000	\$12,000,000	\$21,000 - \$480,000
MLS（美国足球大联盟）	\$32,604	\$6,500,000	\$1,304 - \$260,000
英超联赛	£ 24,000	£ 11,000,000	£ 1200 - £ 550,000
印度板球联赛	\$20,000	\$2,400,000	\$1,000 - \$120,000

数据来源：《中美体育经纪比较研究》，国泰君安证券研究

1.3. 运动员经纪对于竞技体育发展有重要的推动作用

图 6: 运动员经纪对于竞技体育的三大推动作用



数据来源：国泰君安证券研究

1.3.1. 经纪人是影响运动员 IP 价值的重要因素

运动员作为体育赛事中的重要 IP，其商业价值高低深受到经纪人运作的影响。一个成功的体育赛事离不开运动员明星效应号召，明星球员本身的影响力就是可以变现的资源。除了运动员本身的天赋与努力

之外，经纪人的运作营销能力直接关系到运动员职业生涯的成功与商业价值的实现。由于体育赛事的特殊性，运动员的职业生涯时间相对较短，经纪人需要制定计划为球员规划好职业生涯以取得出色的成绩与良好的薪酬回报。同时，也要通过营销和包装等手段打造商业品牌、提高球员知名度，从而在商业活动中获取更高的经济收入。以姚明为例，他在NBA的生涯中获得9340万元美金的大合同以及锐步、百事可乐、麦当劳等国际品牌的代言合同。在休斯顿火箭队取得的出色职业生涯以及其个人品牌价值的成功开发离不开其经纪团队姚之队的完美运作。

图 7：姚明成为 NBA 历史上商业价值最高的球星之一

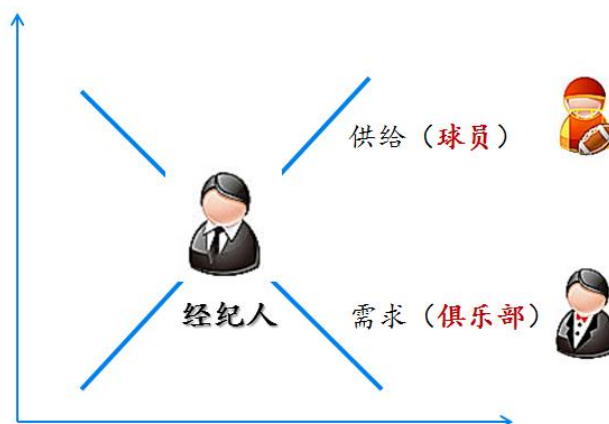


数据来源：ESPN

1.3.2. 经纪人是促进职业联赛转会的润滑剂

经纪人推动了运动员资源在体育赛事中的合理配置，促进了职业联赛的发展。一般经纪人在帮助运动员选择球队时需要综合考虑诸多因素，例如薪酬水平、合同期限、球队阵容、近期成绩和舆论压力等。经纪人会以其专业的判断为球员找到适合其特点、有利于发挥其水平的俱乐部，促进球员资源在联赛中的优化配置，调节市场的供需矛盾。良好的经纪人发展环境配合规范的转会制度将有利于俱乐部和运动员沟通、运动员自身竞技水平的提高、俱乐部整体实力和联赛活力的增强、促进联赛职业化和商业化的发展。

图 8：经纪促进了球员资源供给与需求的匹配



数据来源：国泰君安证券研究

1.3.3. 经纪人制度是推动职业联赛规范化运营的基础

经纪人作为球员的代理，致力于促进运动员与俱乐部的沟通，保护球员合法权益。在欧洲足球联赛与美国职业体育联盟中，经纪人对于联赛的规范化运营起了重要作用。例如在转会中，提供建议并积极参与球员的决策，避免其决策失误；在球员进行合同签约时，经纪人应及时发现合同陷阱；同时一旦发现市场上对于球员的侵权行为，代理球员进行制止以及索赔。姚之队曾因可口可乐侵犯姚明肖像权发起了“1元官司”，最终胜诉。整个事件在姚之队的公关管理下，塑造了姚明大气不拘小节的形象，同时又维护了可口可乐等广告客户的客情关系，还在一定程度上杜绝了日后的侵权，成为了一次经典的维权运作。罗纳尔多经纪人则成为了反面案例：因未能有效履行经纪人职责，2002年世界杯后中国企业以30万美元的低价在广告中滥用罗纳尔多的肖像权，致使其形象在中国受到破坏。

图9：经纪人的不作为导致罗纳尔多的肖像权受到损害



数据来源：新浪体育

2. 运动员经纪已成为欧美体育产业链中的重要环节

在欧美等体育产业发达国家，体育赛事已达到了高度的职业化和商业

化。随职业体育赛事应运而生的运动员经纪亦非常成熟，并已成为体育产业链中的重要环节。在其数十年的发展过程中，运动员经纪业极大地推动了欧美体育产业的发展，并涌现出如门德斯等杰出的体育经纪人以及如 CAA 等知名的体育经纪公司。

2.1. 美国运动员经纪业发展情况

2.1.1. 美国运动员经纪业务历经百年发展

美国体育经纪人的发展阶段大致可以分为三个阶段，分别是萌芽阶段、发展阶段和规范阶段。19 世纪末到 20 世纪初是萌芽阶段，职业体育兴起，但由于联盟相关制度的限制，只有少数运动员雇佣经纪人，经纪活动范围狭窄。20 世纪 60 到 80 年代，自由转会制度出台使得运动员经纪业进入快速发展阶段。美国最高法院取消了部分职业体育项目的“反垄断豁免”，运动员逐渐享有自由转会的权力，因此聘用经纪人来进行谈判和代理各种事务。俱乐部为了比赛成绩竞相争夺优秀球员，加快了运动员在俱乐部间的流动，经纪人迎来了广阔的发展空间。20 世纪 80 年代，进入规范发展阶段，经纪人进入了更多职业体育领域，逐渐形成较为完善的体育经纪人制度、机制和法律体系。

图 10：美国运动员经纪经历了三个发展阶段



数据来源：《中美运动员经纪对比》，国泰君安证券研究

2.1.2. 运动员经纪对于美国体育产业的发展起了重要作用

美国体育经纪人在繁荣美国的体育产业的过程中起积极推动作用。从微观上看，体育经纪人以其特有的组织、运作和协调能力，为运动员提供了全方位服务，使运动员在充分发挥运动潜力，保持较高的运动水平的同时获得应有的经济收入。从宏观上看，体育经纪人在流通领域中促进了运动员这一体育生产要素的合理分配及开发挖掘，加速了体育竞技价值向商业价值的转变，使美国体育赛事的商业化、职业化不断提升，促进了体育产业的整体发展。

图 11：美国主要的体育经纪公司

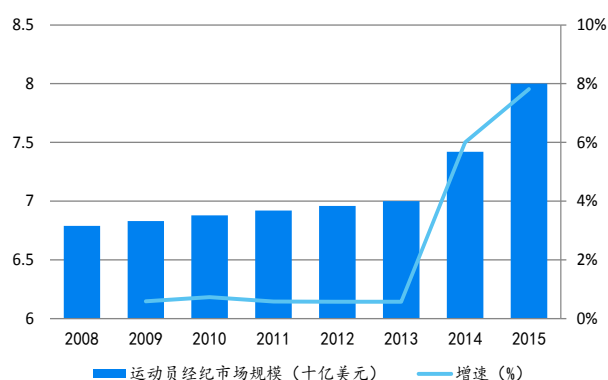


数据来源: BleachSports

2.1.3. 美国运动员经纪业保持稳定增长态势

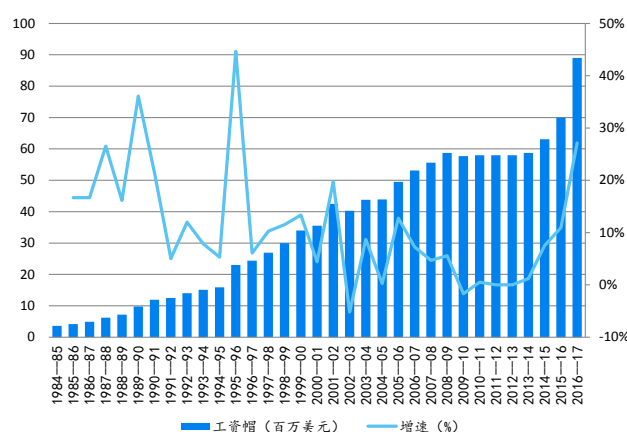
2015 年美国运动员经纪业的市场规模达 80 亿美金, 运动员收入的不断增加将使得运动员经纪业保持长期稳定的增长。以 NBA 为例, 联盟工资帽在过去 30 个赛季中保持了 10% 以上的高速增长。而在 2014 年, NBA 获得价值 9 年 240 亿美金的新一轮电视转播合同, 价格是原先合同的 3 倍之多。因此, NBA 工资帽将会在未来几年出现快速增长, 球员工资收入将会不断上升。除了工资之外, 球员的代言收入亦不断上升, NBA 球星凯文-杜兰特与耐克的新代言合同达 10 年 3.5 亿美金, 比原先 7 年 6000 万美金的合同翻了 3 倍之多。因而经纪人将成为球员收入的最大受益者, 运动员经纪业将在未来几年保持稳定高速增长。

图 12: 美国运动员经纪市场的规模不断扩大



数据来源: 福布斯, 国泰君安证券研究

图 13: NBA 工资帽额度进入飞升阶段



数据来源: NBA, 国泰君安证券研究

2.2. 欧美体育产业具有代表性的体育经纪公司与体育经纪人

竞技体育产业的发达和运动员薪酬增加推动了经纪人的收入逐步上升, 欧美国家中已涌现出如 CAA 这样大体量的体育经纪公司以及豪尔赫-门德斯这样能主宰足球转会市场的顶级经纪人。

2.2.1. 精英运动员经纪王者——CAA

CAA 公司专注精英运动员的经纪业务，是目前体量最大的体育经纪公司。CAA 公司（全称 Creative Artists Agency，创新艺人经纪公司）创立于 1975 年，以从事演艺领域经纪业务起家，逐步拓展到其他领域，代理范围涵盖了电影、电视、音乐、体育、电子游戏等多个领域。CAA 公司目前是世界排名第一的精英人才经纪代理公司，在 2015 年福布斯运动员经纪公司排行榜中高居榜首，估算所得佣金高达 2.6 亿美金，是第二名 Boras 公司的两倍。

表 3: 2015 全球最具价值体育经纪公司

公司	主营体育项目	佣金（亿美元）	合同交易额（亿美元）
Creative Artists Agency(CAA)	橄榄球、棒球、篮球、高尔夫球、冰球	2.6	64
Boras Corp	棒球	1.17	17
Relativity Sports	橄榄球、棒球、篮球	1.14	33
Wasserman Media Group(WMG)	橄榄球、棒球、篮球、足球、高尔夫球	1.14	23
Mondial Sports Management	足球	1.05	11
Excel Sports Management	篮球、棒球、高尔夫球	0.94	20
Gestifute International	足球	0.96	9.6
Octagon	橄榄球、棒球、篮球、冰球	0.95	22
Newport Sports Management	冰球	0.55	14
Stellar Group	足球	0.44	4.4

数据来源：福布斯，国泰君安证券研究

CAA 在体育领域起步较晚，但通过出色的运作已在橄榄球、棒球和篮球领域确立了领导地位。CAA 在 2006 年将经纪业务拓展到体育领域，通过从竞争对手 IMG 中延揽了不少出色的体育经纪人，并在短短十年间成为了世界体育经纪公司的领跑者。CAA 代理了 1000 多名世界顶级的棒球、橄榄球、冰球、篮球、足球、高尔夫球运动员，为他们提供多样式的服务，甚至延伸球场下的赞助、慈善等活动。CAA 在橄榄球领域的掌控力无人能敌，囊括了 NFL 超过 1/3 的四分卫运动员，9 个 NFL 最有价值球员，25 个有资格参加 NFL 全明星赛的运动员。代理合同总价值接近 28 亿美元。在棒球领域，CAA 也以 11 亿美元的合同代理金额排在行业第二。CAA 还与 NBA 的球星展开合作，合同代理金额超过 7 亿美元。

表 4: 2015NBA 代言费前五球员（单位：百万美元）

运动员	代言费收入	工资收入	总收入	运动鞋赞助商
勒布朗·詹姆斯	44	20.8	65	耐克
凯文·杜兰特	35	19.1	54	耐克
科比·布莱恩特	26	23.5	49.5	耐克
德里克·罗斯	15	18.9	34	阿迪达斯
德文·韦德	12	15.2	27.2	李宁

数据来源：福布斯，国泰君安证券研究

2.2.2. 足球经纪教父级人物——豪尔赫·门德斯

尽管经纪公司在欧美体育市场中占有较大比例，但个体体育经纪人对欧美的体育发展起着不可低估的作用。个体体育经纪人如拳击经纪人

唐金、篮球经纪人大卫·法尔克等甚至影响了一个体育项目的发展。一般来说，个体经纪人虽然在规模、资金、设备等方面无法与公司相比，但其在自由性、灵活性和针对性上形成了独特的优势。特别是在运动员代理方面，个体经纪人提供了一种经纪公司无法替代的自助餐式的便利服务。

表 5: 2015 全球最具影响力体育经纪人

经纪人	主营体育项目	佣金（百万美元）	合同交易额（亿美元）	经纪公司
Scott Boras	棒球	117.1	23	Boras Corp
Jorge Mendes	足球	95.6	9.6	Gestifute International
Tom Condon	橄榄球	59.4	15	Creative Artists Agency
Jonathan Barnett	足球	44	4.4	Stellar Group
Volker Struth	足球	42.4	4.2	SportsTotal
Sam & Seth Levinson	棒球	42.3	8.5	ACES
Greg Genske	棒球	33.5	6.7	The Legacy Agency
Dan Lozano	棒球	33.4	6.7	MVP Sports Group
Jeff Schwartz	棒球	33.2	8.3	Excel Sports Management
Pat Brisson	冰球	33	8.2	Creative Artists Agency

数据来源：福布斯，国泰君安证券研究

“足球经纪教父”豪尔赫·门德斯是顶级体育经纪人的代表。自 1996 年运作了第一笔转会之后，门德斯通过几年的成功运作垄断了葡萄牙足坛。随后又通过多次优秀的转会运作，逐步打入了英超市场、西班牙市场，最后达到了全欧布局的效果。门德斯拥有众多球星资源，并通过运作转会获得高额收入。他旗下最著名的球星是 C 罗，此外还包括 J 罗、迪马利亚、佩佩、迭戈·科斯塔和德赫亚等多人。根据福布斯杂志报道，门德斯在 2015 年共获得 9500 万美元的佣金，仅次于棒球经纪人斯科特·波拉斯，处于世界足坛经纪人的领先地位。

表 6: 门德斯运作的十大转会

年份	球员	转会金	转出	转入
2009 年	C 罗	9600 万欧元	曼彻斯特联	皇家马德里
2014 年	J 罗	8000 万欧元	摩纳哥足球俱乐部	皇家马德里
2014 年	迪马利亚	7500 万欧元	皇家马德里	曼彻斯特联
2013 年	法尔考	6000 万欧元	马德里竞技	摩纳哥足球俱乐部
2013 年	J 罗	4500 万欧元	波尔图足球俱乐部	摩纳哥足球俱乐部
2011 年	法尔考	4000 万欧元	波尔图足球俱乐部	马德里竞技
2014 年	曼加拉	4000 万欧元	波尔图足球俱乐部	曼城足球俱乐部
2014 年	迭戈·科斯塔	3800 万欧元	马德里竞技	切尔西
2007 年	安德森	3200 万欧元	波尔图足球俱乐部	曼彻斯特联
2007 年	佩佩	3100 万欧元	波尔图足球俱乐部	皇家马德里
2011 年	科恩特朗	3000 万欧元	本菲卡	皇家马德里

数据来源：腾讯体育，国泰君安证券研究

门德斯之所以有如此庞大的版图，主要源于他善于挖掘球员并与俱乐部建立了良好的关系。门德斯背后拥有庞大的球探团队，并会在葡萄

牙各个足球学校观察优秀的年轻球员。因此门德斯几乎掌握了最优秀的球员资源，同时与俱乐部最高领导人保持沟通、建立极佳的关系。通过不断为俱乐部输送优秀球员，帮助球员成长。门德斯在球员与俱乐部之间树立了良好的口碑，在足球经纪业务上取得了领先身位。

图 14：门德斯的广泛人脉使其在世界足坛得以呼风唤雨



数据来源：ESPN

3. 国内运动员经纪市场曙光初现

体育产业在我国长期被作为社会公益事业进行发展，行政化属性较浓。但随着中超、CBA 等职业联赛不断发展，尤其是 2014 年 46 号文的发布，体育产业的职业化和市场化进程不断加快，其商业化属性开始凸现。在体育产业市场化条件下，原本制约体育经纪业成长的因素逐渐弱化，体育经纪人及经纪活动拥有了良好发展的环境，有望成为受益最大的细分领域。

3.1. 国内运动员经纪人市场起步较晚，限制较多

运动员经纪市场在我国发展较晚，经纪人供不应求，未形成市场规模效应。我国运动员经纪市场起步于 20 世纪 80 年代末和 90 年代初，随体育竞赛职业化后逐步形成。但由于制度因素制约，运动员经纪业发展较慢。据不完全统计，我国目前从事运动员经纪的人员仅 1000 多人，持有国际经纪人执照的更是凤毛麟角，远远不能满足我国发展体育大国强国的需要。

受传统举国体制影响，运动员的转会受到较大束缚，加之转会频率较低，限制了经纪业务的开展空间。我国的运动训练采用的是“一条龙”的三级训练网，大部分运动项目的运动员经过业余体校进入专业体工队，运动员的成长是由国家出资培养的，国家拥有运动员的所有权和处置权。因此运动员的转会问题，一般要涉及到政府体育行政部门，情况复杂以致经纪人难以介入。同时，由于转会制度的不完善、市场的不流

通，国内转会频率较低、所涉及的转会费不高，加之转会费又需多家分成，导致从事运动员转会经纪所获取的佣金数额不大，制约了体育经纪公司充分开展经纪业务。

图 15：脱离体制管辖的李娜获得了成绩上与商业上的双丰收



数据来源：体坛网

运动员无形资产开发受限较多，运动员代言收入不高，限制了经纪业务收入。目前如跳水队、乒乓球队、羽毛球队等我国大多数运动队由国家体育总局统一管理，并制定营销方案，因而不允许运动员个人签约经纪公司，进行无形资产的开发。例如跨栏运动员刘翔，其商业合同和活动受到田管中心管理；游泳运动员孙杨，全权由游泳中心安排其日常训练、生活和学习。唯一例外的是网球运动员李娜，她在单飞后成立职业化的团队安排训练和比赛，在取得骄人成绩的同时借助高额的代言收入占据了 2013 年国内运动员财富榜的榜首。

表 7:2013 年中国体坛财富榜

排名	运动员	项目	金额
1	李娜	网球	1.245 亿
2	林丹	羽毛球	3000 万
3	孙杨	游泳	2200 万
4	郑智	足球	1900 万
5	冯潇霆	足球	1600 万
6	彭帅	网球	1500 万
7	易建联	篮球	1500 万
8	曾诚	足球	1500 万
9	黄博文	足球	1500 万
10	郜林	足球	1480 万

数据来源：腾讯体育，国泰君安证券研究

3.2. 赛事职业化、商业化点燃运动员经纪市场燎原星火

随着体育职业化和商业化的不断发展,限制经纪业务的体制坚冰逐步化解。在我国部分体育项目中已经开始了以职业联赛为标志的职业化改革,职业联赛要求对参赛运动员实行球员自由转会制度,运动员经纪人开始发挥作用,代理运动员工资谈判及转会合同。如在职业化比较成功的中超

联赛和 CBA 联赛中,一批明星球员已经开始通过自己的经纪人顺利完成转会流动。如足球明星孙继海、邵佳一、董方卓等曾成功转会欧洲俱乐部,而篮球明星王治郅、姚明、巴特尔、易建联也先后登陆美国 NBA 联赛获得其职业生涯的拓展。在体育产业的行政化逐渐褪色之后,运动员经纪的燎原星火将随着体育赛事的职业化和商业化而被点燃。

图 16: 国内球员不断尝试进入高水准的国外赛事来提升职业生涯



资料来源: 体坛网

国内运动员 IP 升值迅速,对于运动员经纪人的需求将不断升高。随着体育产业在国内逐渐升温,体育赛事的商业价值将大幅上升,对于运动员这一无形资产的开发也将提升。但国内运动员经纪人处于长期供不应求的状态,未来运动员经纪市场潜力巨大。NBA 联盟的现役球员有 435 人,而 NBA 球员工会注册的体育经纪人有 400 多位,几乎每个球员都有自己的经纪人。反观 CBA 现有球员约 280 人,而篮协批准的篮经纪人仅几十人,球员与经纪人数量比例严重失调,潜力空间巨大。

表 8:经纪人和运动员人数对比(美国四大职业联盟)

联盟名称	在册经纪人人数	在册运动员人数
NBA	350 (不足 100 人有客户)	350
NHL	186	750
NFL	1112 (30%有客户)	1900
MLB	328	1200

数据来源:《中美体育经纪对比研究》,国泰君安证券研究

3.3. 中超军备竞赛愈演愈烈,足球产业将成运动员经纪突破口

3.3.1. 足球领域制度改革历史悠久,中超联赛商业化氛围渐浓

中国足坛从 1992 年“红山口会议”起进入了职业化历程,足球一直是政策改革的先锋。我国职业足球运动员转会制度发展经历了 5 个阶段:1994-1997 自由转会阶段,1998-2000 年摘牌制度(顺摘)阶段,2001-2002 年摘牌制度(倒摘)阶段,2003-2004 年双轨并存制度阶段,2005 年以后有限制的自由转会制度。总体来说,转会制度市场化程度较高。2015 年 3 月,足协率先实现管办分离,成为我国体育领域去行政化改革的标杆。

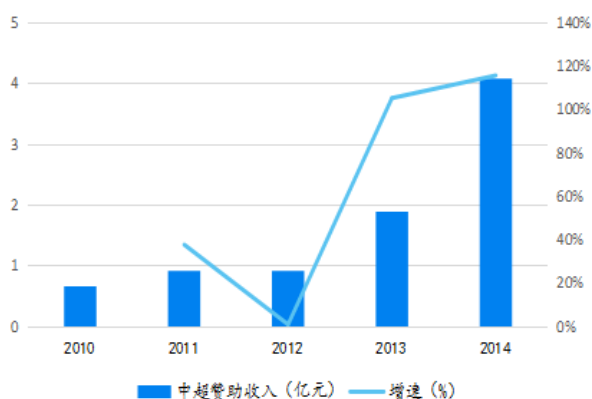
图 17: 足球领域的转会制度发展历史悠久



资料来源：《我国体育经纪业的现状研究》，国泰君安证券研究

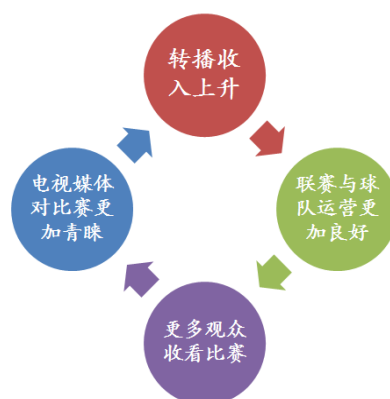
中超联赛历经 20 余年的发展，随着体育产业不断升温，其商业价值凸显。经过甲 A 联赛以及中超联赛长达 20 余年的沉淀，我国职业足球联赛已具备了商业化运营的一切条件。在转播版权售出 5 年 80 亿人民币之后，中超联赛将会迎来良性循环。高于原先合同金额 20 倍的巨额版权收入将会反哺联赛、反哺球队、反哺青训，促进联赛整体水平的提高。加上政策对于足球产业的倾斜，我们认为，未来几年中超联赛仍将是国内最有商业价值的体育赛事。

图 18: 中超商业价值不断快速提升



数据来源：《2014 中超商业价值报告》，国泰君安证券研究

图 19: 中超转播版权收入上升使联赛进入良性循环



数据来源：国泰君安证券研究

3.3.2. 豪掷 20 亿，多方因素促成中超转会市场火爆

中超联赛挥金如土，冬窗支出额高居世界第一。根据德国 Transfermarkt 公布的数据，中超联赛引援总支出高达 2.67 亿欧元（截止 2 月 5 日），超过英超的 2.47 亿欧元，高居世界足坛冬季转会支出榜的第一，支出金额为 2015 年同时期两倍多。其中，中超俱乐部江苏苏宁队以 5000 万欧元将顿涅茨克矿工中场阿莱士-特谢拉引入，成为了冬季转会窗的最贵转会。江苏苏宁队也成为世界足坛冬窗转会总支出最多的球队，共计达 6920 万欧元。广州恒大和河北华夏幸福队分列第二位和第三位。同时，中甲联赛以 4910 万欧元高居联赛冬季转会总支出榜的第 4 位，成为前十榜单中唯一的次级联赛。

表 9:2015 足坛冬窗转会球员转会费前五名中中超占据 4 席

运动员	年龄	转会费 (万英镑)	市场价值 (万英镑)	国籍	转入
阿莱士 特谢拉	26	3750	2250	巴西	中超江苏苏宁
杰克逊 马丁内斯	29	3150	2250	哥伦比亚	中超广州恒大
拉米雷斯	28	2100	1875	巴西	中超江苏苏宁
吉亚内利 因布拉	23	1819	1350	法国、比利时	英超斯托克城
埃尔克森	26	1388	338	巴西	中超上海上港

数据来源：德国《转会市场》，国泰君安证券研究

表 10:中超联赛高居 2015-2016 冬季转会联赛支出榜第一

联赛名称	总支出 (万欧元)	总收入 (万欧元)	结余 (万欧元)
中国足球超级联赛	26702	8662	-18040
英格兰足球超级联赛	24729	9075	-15655
意大利足球甲级联赛	8585	10655	2070
中国足球协会甲级联赛	4910	798	-4112
德国足球甲级联赛	4792	4567	-225
英格兰足球冠军联赛	3857	5374	1517
法国足球甲级联赛	3304	4490	1186
西班牙足球甲级联赛	3192	6265	3073
墨西哥足球甲级联赛	3152	1722	-1430
巴西足球甲级联赛	2623	7990	5367

数据来源：德国《转会市场》，国泰君安证券研究

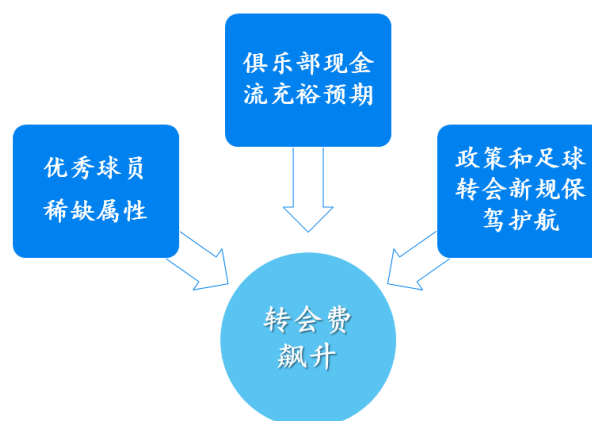
中超费用的飙升、转会市场火爆发酵于多重因素，主要分为三部分：第一，**需求端**——预期的巨额转播分成刺激俱乐部购入优秀球员的需求；第二，**供给端**——优秀球员弱供给弹性决定了优秀球员稀缺属性；第三，**市场环境**——相关的制度改革激发转会的活跃程度。

图 20: 豪华中超开启，延揽多名国际知名球星



数据来源：网易体育

图 21: 三大因素促使中超转会费飙升

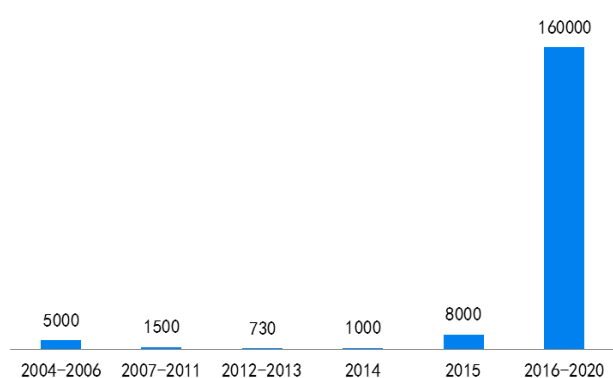


数据来源：国泰君安证券研究

需求端：新赛季转播分成大幅上升，刺激俱乐部购买优秀球员的需求。2016 的中超新赛季将迎来体奥动力 5 年 80 亿“大版权时代”的开篇。第一个赛季中超公司将获得 10 亿元转播版权收入，每家俱乐部通

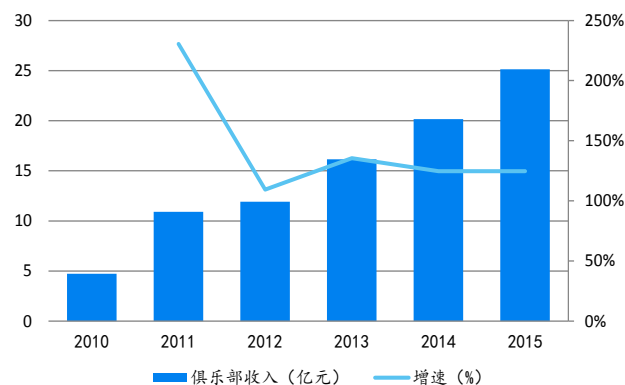
过4%的股权占比，仅依靠转播分成即可获得4000万的分红。而在刚过去的2015年，每家俱乐部从中超公司得到的总分红约为1400万。版权价格的飙升对中超各俱乐部的经营情况产生了前所未有的影响，同时改变了联赛格局。随着预期中超分红增加，俱乐部纷纷投入巨量的资金吸引明星球员加入球队，通过打造精英球队和全方位经营以带动俱乐部发展。以江苏苏宁队、河北华夏幸福队为代表的新势力开始借鉴广州恒大队在过往几年贯彻的“高投入，高产出”方针，砸下重金以期挑战后者的中超霸主地位。

图 22：中超联赛的转播版权收入飙升



数据来源：维宁体育，国泰君安证券研究

图 23：中超俱乐部近年收入呈现快速上升状态

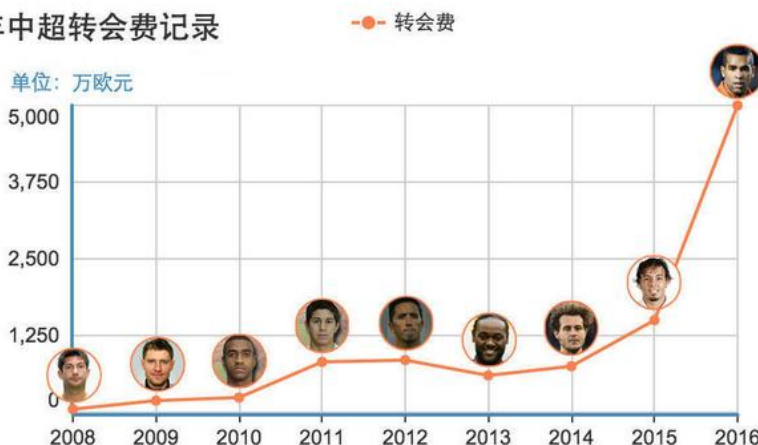


数据来源：维宁体育，国泰君安证券研究

供给端：优秀球员供不应求，引发资本角逐。一方面，本土优秀球员供给不足。以往国内对于青训重视程度不足，只有少数俱乐部拥有真正梯队，缺少培育优秀球员的土壤，导致目前阶段潜力新秀青黄不接。目前我国注册职业球员数量仅5000人，而日本则达到了60万人。另一方面，优秀外援难以觅得。受制于联赛的整体水平及适应问题，中超对于优秀的外籍球员吸引力仍然较弱，俱乐部不得不开出高额转会费以及高额工资以达成转会。2015年冬季转会窗口中不断出现斥巨资引进外援的现象，阿莱士-特谢拉的5000万欧元转会费、杰克逊-马丁内斯的4200万欧元转会费和拉米雷斯的2800万欧元转会费一再刷新记录，不仅成了国内体育媒体的头条，也成了外媒报道的焦点。

图 24：中超转会费记录被不断刷新

历年中超转会费记录



数据来源：好奇心日报

市场环境：政策推动作用明显，转会新规盘活转会市场。国务院 46 号文、足协管办分离等政策颁布之后，对于足球产业的整体发展产生了明显的推动作用。同时，2015 年年底中国足协正式下发《中国足球协会球员身份与转会管理规定》：取消原先 5% 的转会管理费，足协在办理球员转会过程中将不收取任何手续费；球员出场时间不到 10% 可获自由身；降低年龄门槛，16 岁以上的球员可以参加职业联赛；球员合同到期前半年可签新合同等规定。新规的颁布体现了足球改革的决心和力图与国际接轨的勇气，有效地促进了球员在俱乐部间的流动，保护了球员的合法权益并规范了国内足球转会市场。

表 11: 中国足球领域转会改革大刀阔斧，转会新规盘活市场

新规亮点	新规	旧规	影响
取消转会手续费	新规第 21 条：中国足协在办理球员转会过程中不收取任何手续费。	旧规第 19 条：发生转会费的球员转会，原俱乐部应当向中国足协以及原协会分别交纳转会费总额 5% 的转会管理费；	减轻俱乐部财务负担，从而聚集资金引进更优秀球员和教练
出场时间不到 10% 可获自由身	新规第 46 条：若一名职业球员在赛季中代表其所注册俱乐部参加比赛的上场时间少于该俱乐部官方比赛时间总和的 10%，则该球员有权以正当体育理由提前终止合同。	-	保护球员的权益
16 岁即可踢职业联赛	新规第 50 条：16 周岁以上不满 18 周岁可以签订劳动合同。	旧规第 47 条：不满 18 周岁的球员不得签订劳动合同。	促进具有潜质的年轻球员提前进入职业联赛，加速技术和心理层面的成长
合同到期前半年可签新合同	新规第 51 条：球员只有在原劳动合同期限届满或原劳动合同将在 6 个月内届满时方可签订新劳动合同。	旧规第 49 条：球员只有在原劳动合同期限届满或原劳动合同将在 3 个月内届满时方可签订新劳动合同。	转会谈判时间更加宽松，促进球员在俱乐部间的流动。
青训补偿翻倍	中超俱乐部、中甲俱乐部、中乙俱乐部培训费用分别为：10 万元人民币/年、6 万元人民币/年、2 万元人民币/年	中超俱乐部、中甲俱乐部、中乙俱乐部培训费用分别为：5 万元人民币/年、3 万元人民币/年、1 万元人民币/年	购买年轻球员成本增加，青训、球员经纪业务受益，引导俱乐部向青训倾斜

数据来源：中国足协，国泰君安证券研究

国际足联颁布新规，间接推动国内转会市场的发展。2014 年国际足联决定取消其经纪人条例，取而代之的是中介条例，并将监管权力下放至各国足协。同时开放市场，允许任何自然人和法人从事中介服务。该项规定已从 2015 年 4 月起开始执行。依据新规，足球经纪人可以通过预付费的方式和优秀球员签订超过 5 年的合同长约（此前只有 2 年）经纪公司可以从球员的工资、肖像权和转会中提成，可以在球员的长期职业生涯中赢得利润。经纪公司甚至可以通过资本杠杆直接兼并收购拥有长期合约的其他经纪公司。

图 25：恒大淘宝 4200 万欧元签约门德斯旗下球员杰克逊-马丁内斯



数据来源：腾讯体育

3.3.3. 中超转会市场走向繁荣，球员经纪业将成最大受益者

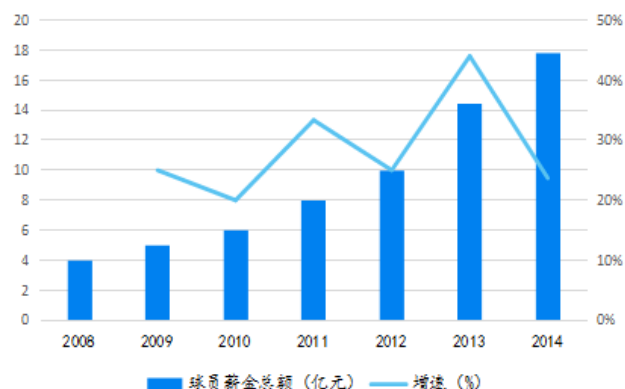
原本流动性受限的中超转会市场走向繁荣，球员经纪业得到了发展的沃土。由于国内青训的培养需要长期积累，优秀年轻球员的供给在短期难以满足高企的需求，球员身价和工资在未来一段时间内仍将保持较高水平。同时，球员的无形资产开发将受益于联赛整体商业价值提升，或将为球员带来可观的代言收入。因此，国内足球经纪将会有巨大的开展空间，以匹配球员与俱乐部各方的需求。

图 26：2015 年中超球员税后年薪已达世界级水准

图 27：中超球员薪酬高涨将刺激球员经纪业务发展

排名	球员	球会	税后年薪(万欧元)
1	孔卡	上海上港	450
2	高拉特	广州恒大	400
3	塔尔德利	山东鲁能	380
4	蒙蒂略	山东鲁能	370
5	阿兰	广州恒大	300
6	埃尔克森	广州恒大	200
7	德扬	北京国安	200
8	达维	上海上港	195
9	阿洛伊西奥	山东鲁能	160
10	巴塔拉	北京国安	150
11	恩里克	上海申花	150
12	乌索	山东鲁能	150

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

3.4. 篮球经纪呼之欲出，CBA 联赛转会改革有望紧跟中超

CBA 联赛制度建设尚待完善，球员转会阻碍重重。CBA 与中超一样，拥有 20 多年的发展历程，但在转会制度建设方面却相对落后。球员的自由转会限制颇多，俱乐部之间的球员流动受到母队以及地方体育局的束缚。王治郅、姚明在登陆 NBA 前均经过了与篮协以及母队较长时间的前后沟通，而丁锦辉和李根等明星球员的国内转会则更为艰难。同时，

本季 CBA 新推出的选秀制度差强人意，未能实现促进球员流动的目标，制度建设仍待完善。

图 28: CBA 联赛的转会制度建设仍远远落后于 NBA



数据来源：搜狐体育

配套转会制度改革已推出，CBA 公司成立加速联赛商业化、职业化进程，2014 年篮协已出台的新版本青年队球员注册管理规定：从青年队升入 CBA 的球员，可以选择与培养自己的球队签下一份“4+2”的合同；期满后有权选择成为自由球员，合约的后两年为球队选项；同时明确规定出了球员每年工资上调的标准。此项规定完善了原有的自由转会制度，促进了年轻球员的自由转会。2016 年 1 月，体育总局批复成立由中国篮协牵头，篮协、各俱乐部共同出资组建的 CBA 联赛公司。中国

篮协将分两步走，逐步将商务权、赛事推广权、竞赛组织、裁判选派等办赛权，授予 CBA 联赛公司，以加快 CBA 联赛的商业化和职业化进程。

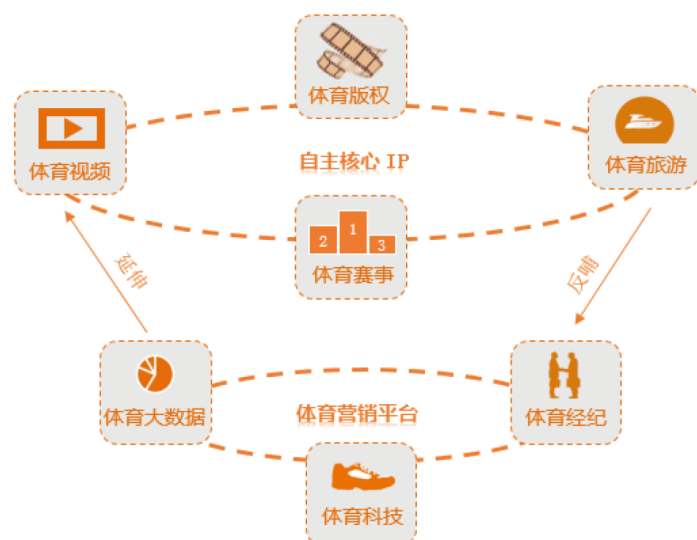
4. 运动员经纪标的值得长期布局

目前国内现有的体育经纪公司主要从事赛事经纪，引进各种大型职业赛事或者大众赛事，以及赞助方面的经纪业务，缺乏球员经纪板块。从国外发展的经验来看，在球员经纪方面，主要表现为需求推动供给，因此球员经纪的发展需要依托国内相关政策的松绑和法律的明晰。目前，得益于体育产业商业化、职业化改革的进程，市场上部分转会费已大幅提高，运动员 IP 价值也将被不断挖掘，布局运动员经纪的上市公司有望占据先发优势而持续受益。相关受益标的：**道博股份**（与 MBS 经纪公司达成合作）、**贵人鸟**（投资 BOY 公司，布局球员经纪蓝海）。

4.1. 道博股份（600136.SH）：与 MBS 经纪公司达成合作

与 MBS 经纪公司达成合作，掘金球员经纪。2015 年 7 月，公司定增逾 8 亿元收购体育营销公司苏州双刃剑，通过外延并购成功切入体育产业。双刃剑是一家集体育赞助服务、体育媒介广告服务、体育营销咨询等多维度业务同时展开的体育产业领导者。2015 年 7 月通过与欧洲顶级经纪公司 MBS 达成战略合作，快速建立起中国与欧洲体育的沟通桥梁，双方召开新闻发布会，宣布将在足球领域展开涉及球员经纪、球员肖像权商业开发、中国品牌赞助欧洲顶级俱乐部，以及收购欧洲俱乐部等业务。近日计划引进梅西同名电影更是充分迎合国内球迷需求，进一步帮助开拓 C 端客户。

图 29：双刃剑在体育产业的全面布局



数据来源：双刃剑

4.2. 贵人鸟（603555.SH）：投资 BOY 公司，布局球员经纪蓝海

重金投资西班牙足球经纪公司 BOY，布局体育经纪蓝海。公司通过全资子公司贵人鸟（香港）有限公司入股西班牙足球经纪公司 BOY（THE BEST OF YOU SPORTS,S.A），投资总额 2000 万欧元。BOY 公司主要从事足球经纪业务，收入主要源于对球员服务和对俱乐部服务两部分。自 2012 年以来，BOY 服务过多名知名球员和教练，并与皇马、切尔西、国米等知名俱乐部保持良好关系。以经纪业务相关球员数量和身价为标准，在西班牙 500 余家经纪公司中，BOY 处于最顶尖水平。BOY 服务过的现役或前皇马知名球员包括：伊克尔·卡西利亚斯、哈维·阿隆索、马塞洛、阿尔瓦罗·阿韦洛亚、埃斯特万·格拉内罗等。

图 30：BOY 参与的球员经纪与俱乐部



数据来源：新浪体育

公司已制定球员人才“引进来”、“走出去”战略，促进中外球员转会交流。
“引进来”战略：公司意在利用 A 股资本杠杆整合欧洲足球产业资源，同时将欧洲的足球人才、赛事资源、管理经验和青训体系引入国内，与国内线上线下体育产业资源结合，探索足球经纪行业的商业模式。“走出去”战略：公司计划将中国年轻球员输送到欧洲进行培训，并将中超联赛的优秀球员输送到欧洲主流联赛，培育中国足球人才，提升足球竞技水平。随着国内职业联赛关注度上升和观赏性的提高，转会费用呈现爆炸性增长，球员服务价值日益凸显，贵人鸟在体育经纪的布局有望得到资本市场的正向反馈。

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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		