

增持

——首次

证券研究报告 / 行业研究 / 行业深度报告

日期：2017年7月4日

行业：体育行业



分析师：滕文飞

Tel:021-53686151

E-mail:tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120025

研究助理：胡纯青

Tel:021-53686150

E-mail:huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116120003

版权价值重估 资本竞逐优质 IP

——体育赛事媒体版权深度报告

■ 主要观点：

政策改革推动体育产业发展。

体育产业是现代服务业的重要组成部分，是新的经济增长点和促进社会就业的重要载体。随着“46号文”、“体育产业十三五规划”等一系列政策出台，体育产业作为国民经济和社会发展中不可或缺的有机组成，已进入快速成长阶段，将迎来前所未有的黄金发展机遇。预计到2020年我国体育产业GDP占比将达到1%，实现3万亿总产值，体育服务业占比超过30%。

版权价值重估，资本逐鹿优质赛事IP。

长期的垄断局面使得国内体育赛事版权价值以行政定价为主，处于严重低估状态。在我国体育赛事收入构成中，广告赞助平均占比80%以上，门票占10%左右，转播权收入占比通常不超过10%，造成总收入不高且结构严重失衡的局面。随着赛事版权的商业化推进，新媒体版权领域竞争尤为激烈。各企业从自身优势出发，布局赛事、传媒、智能体育等产业核心环节，并将体育业务与自有其他产品体系形成有效联动。

看好俱乐部运营及垂直体育社区。

职业体育俱乐部运营相当一个媒体资产的运营。以运营较为成功的曼联为例。在商业赞助收入的开发中，其采取多元化的经营，来自赞助、零售商品及授权、新媒体的营收占比分别约为6:2.5:1.5。职业体育俱乐部本身有成熟的运行机制与商业模式，职业体育俱乐部上市是确定性的趋势；垂直类体育资讯平台迅速崛起，此类平台在单项运动资讯的深度和广度上更胜一筹，用户也更容易于聚类统计，广告营销更为精准，因此将成为未来体育资讯的发展方向。

■ 投资建议：评级未来十二个月内，体育行业评级“增持”。

体育产业近年来出台了一系列重要政策，引导行业调整产业结构；人均可支配收入提升、中产阶级更加注重健康的生活方式，以及社会资本活力将成为带动体育产业爆发的几个主要驱动因素。我们认为体育产业未来在以下两个方面具有较强的投资吸引力：围绕改革带来的体育产业链投资机会；具备资源整合能力及赛事IP运营能力的公司有望成为细分体育项目龙头。

■ 风险因素：

体育产业市场化与职业化程度不达预期。

各地政策落地时间和推进仍有较大不确定性。

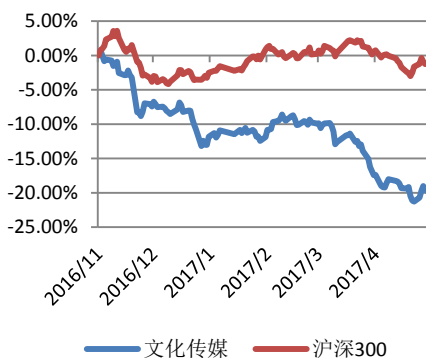
相关上市公司转型体育受阻、或体育产业外延布局进度缓慢。

行业经济数据跟踪

2015年体育产业总产值1.7万亿

2015年体育产业增加值5,494亿

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号：TWF17-IR03

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

目 录

一、 体育赛事版权的历史沿革	1
1.1 体育赛事版权产业链概述	1
1.1.1 体育赛事版权定义:	1
1.1.2 赛事版权产业链分析.....	1
1.2 国内体育版权发展概述	5
1.2.1 国内转播权市场发展情况.....	5
1.2.2 多方面因素导致体育媒体发展缓慢.....	7
1.3 国内体育媒体及重点赛事版权发展概述	9
1.3.1 CCTV5 是中国体育电视媒体的代表.....	9
1.3.2 中超转播权发展情况.....	12
1.3.3 CBA 转播权发展情况	13
1.3.4 英超转播权在我国发展情况.....	14
1.3.5 NBA 转播权在我国发展情况.....	15
1.3.6 管理体制的差异决定了中外赛事不同的发展路径。	16
1.4 国内赛事版权发展过程中的问题及原因	18
二、 改革进入实质阶段，资本助力体育发展	20
2.1 《46号文》等利好政策出台，进一步打破赛事版权垄断。220	
2.2 2014年以来国内重大赛事转播权价格快速攀升。	22
2.3 从赛事运营角度看改革	24
2.3.1 体育改革先看中超.....	24
2.3.2 中超俱乐部层面分析.....	27
2.3.3 中国资本投资海外俱乐部分析.....	30
2.3.4 CBA 改革取得重大突破.....	31
2.3.5 CBA 俱乐部层面分析	33
2.4 新媒体的版权经营分析	36
2.4.1 对标国外体育龙头公司，围绕体育版权的盈利模式清晰。	
337	
2.4.2 从乐视到苏宁，探索多元化的变现模式.....	40
2.4.3 深挖内容将成制胜法宝.....	42
三、 行业未来发展展望	43
3.1 各路资本继续加码体育产业	43
3.2 证券化是体育资产大趋势	44
3.3 看好俱乐部运营及垂直社区领域	45
四、 体育行业相关上市公司	48
五、 风险提示	52

图

图 1 体育赛事权益分类.....	1
图 2 赛事版权产业链.....	2
图 3 部分全球顶级赛事一览.....	2
图 4 2016 年全球主要赛事转播权收入.....	2
图 5 历年奥运会转播权价格增长趋势.....	3
图 6 历年 NFL 本土转播权价格增长趋势.....	3
图 7 ESPN 历年版权支出走势.....	3
图 8 全球主要体育媒体一览.....	3
图 9 国外体育媒体分类.....	4
图 10 国外体育赛事（英超）的收入比例.....	5
图 11 国内体育赛事（中超）的收入比例.....	5
图 12 国内体育转播发展大事记.....	7
图 13 国内体育电视频道数量及结构.....	9
图 14 2014 年海外主要体育电视频道订阅收入情况.....	11
图 15 英国天空电视频道历年订阅收入情况.....	11
图 16 ESPN 的历年订阅付费收入情况.....	11
图 17 2016 年美国付费电视订阅价.....	12
图 18 2016 年国内付费频道的订阅费用.....	12
图 19 甲 A 及中超各年转播收入.....	13
图 20 近年中超收入细分.....	13
图 21 CBA 新媒体转播收入.....	14
图 22 近年 CBA 商业运作收入（来自盈方）.....	14
图 23 英超在中国各年转播收入.....	15
图 24 英超在英国本土转播权收入（百万英镑/年）.....	15
图 25 NBA 在中国的新媒体转播收入.....	16
图 26 NBA 在美国本土的转播权收入.....	16
图 27 中超组织架构.....	17
图 28 英超组织架构.....	17
图 29 CBA 组织架构（改革前）.....	18
图 30 NBA 组织架构.....	18
图 31 2016 中超收入构成.....	26
图 32 中超转播权费用（万元）.....	26
图 33 五大联赛收入细分（单位：100 万欧元）.....	26
图 34 英超转播收入海外构成.....	26
图 35 足球联赛场均观赛人数（人）.....	27
图 36 中超赛事观赛人数变动趋势（万人）.....	27
图 37 曼联已基本实现盈利（百万英镑）.....	28
图 38 欧洲五大联赛整体营业利润情况（百万欧元）.....	28
图 39 恒大俱乐部盈利情况（百万元）.....	28
图 40 中超俱乐部收支水平（包括股东投资）（亿元）.....	28
图 41 恒大地产营收增长情况（亿元）.....	29
图 42 CBA 改革后的预计公司架构.....	32
图 43 CBA 联赛收入结构.....	33

图 44 CBA 俱乐部收入结构	33
图 45 2016 年 CBA 联赛赞助商费用	33
图 46 龙狮篮球（原佛山队，现广州证券队）盈利情况	36
图 47 2012/2013 赛季 CBA 各俱乐部收入支出情况	36
图 48 洛杉矶湖人队列年盈利情况（百万美元）	36
图 49 2015/2016 赛季 NBA 各俱乐部盈利情况（百万美元）	36
图 50 体育传媒布局情况	37
图 51 万达集团在体育产业布局情况	38
图 52 苏宁集团在体育产业布局情况	38
图 53 乐视在体育产业布局情况	39
图 54 腾讯体育在体育产业布局情况	40
图 55 体育版权变现模式	41
图 56 2013—2016 上半年国内体育项目融资数量	44
图 57 2013—2016 上半年国内体育项目融资金额	44
图 58 阿森纳足球俱乐部资产证券化案例	45
图 59 体育资讯向垂直平台快速演变	47

表

表 1 cctv5 和乐视体育模式比较	4
表 2 四大体育电视台收入情况	10
表 3 近年来体育行业发布的相关政策	20
表 4 三大球发展计划	21
表 5 国内足球产业相关政策	21
表 6 国内篮球产业相关政策	22
表 7 国内体育版权签约情况	23
表 8 中超俱乐部股东背景	29
表 9 国内资本投资海外足球俱乐部概览	30
表 10 CBA 俱乐部股东及冠名赞助商背景	34
表 11 苏宁体育足球版权成本	41
表 12 体育媒体会员收费标准	42
表 13 2016 年成立的部分体育产业基金	43
表 14 国内部分体育产业公司	49
表 15 海外部分体育产业公司	51

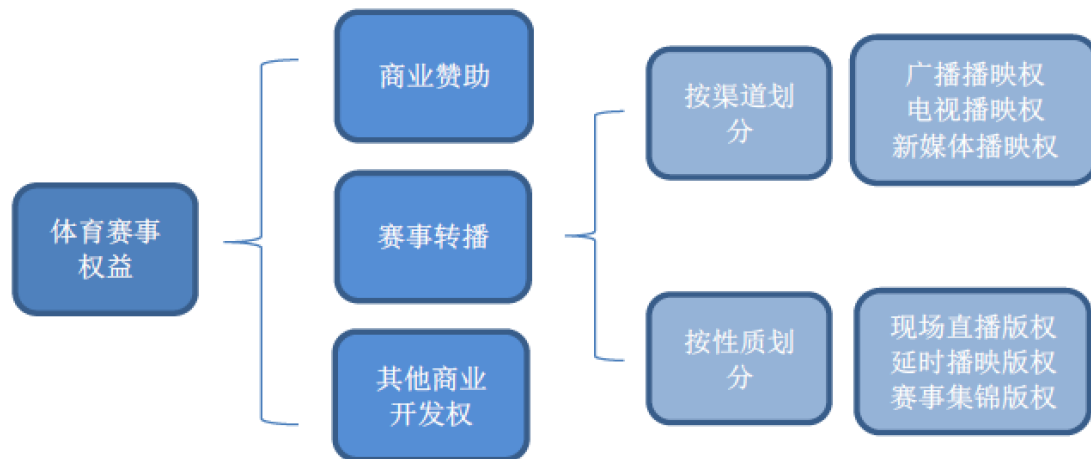
一.体育赛事版权的历史沿革

1.1 体育赛事版权产业链概述

1.1.1 体育赛事版权定义：

体育赛事版权是进行赛事运营的前提和基础，赛事版权权益有几种类型，包括商业赞助权、媒体转播权、门票销售权、商业开发权等。赛事运营企业以单项或多项的形式买断，也可以整体打包购买。赛事转播权是体育赛事版权中的核心资源，其是体育赛事方授权媒体转播商制播赛事视频以获取收入的权利。竞技类体育赛事强调观赏性与对抗性，具有极高的欣赏价值及传播价值，对应的转播权、赞助权以及相关授权具有很高的商业开发价值。传统的电视以及近年来发展迅速的新媒体现场直播版权最具价值。从国外经验来看，赛事转播权是体育赛事经济价值的重要组成部分。

图 1 体育赛事权益分类

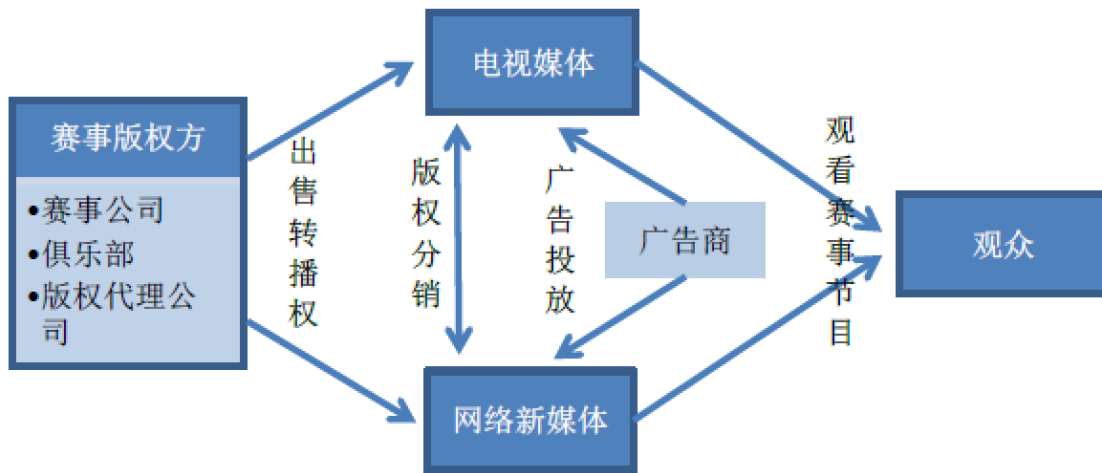


数据来源：上海证券研究所

1.1.2 赛事版权产业链分析

体育赛事版权产业链：上游的赛事 IP 持有方（赛事公司、俱乐部及版权代理公司等）向传统的电视媒体及新兴的网络媒体出售直播赛事的转播权，中游的体育媒体通过转播及制作体育节目提供给下游的观众，下游观众通过免费或者付费的手段收看感兴趣的体育比赛直播。

图2 赛事版权产业链



数据来源：上海证券研究所

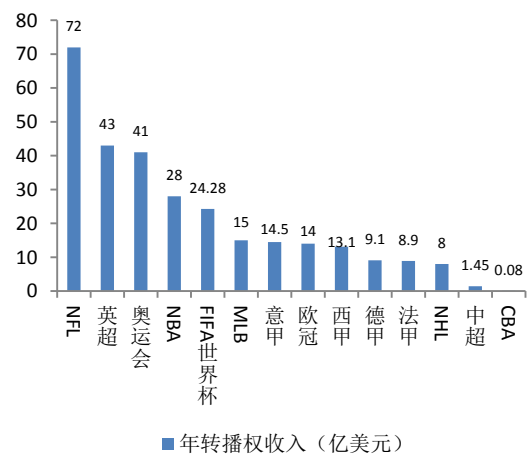
上游：顶级体育赛事的转播权属稀缺资源，各赛事间价格差距悬殊。世界顶级体育赛事转播权包括夏冬奥运会、世界杯、欧洲五大足球联赛以及美国四大职业联盟等。根据德勤的统计，欧洲五大足球联赛及冠军联赛、美国四大职业联盟等十大体育联盟占据了全球体育联盟（不含奥运会及世界杯等）总转播权收入的75%。2016年全球体育版权市场规模达430亿美金，其中NFL转播权年收入达72亿美金，是世界上版权最高的体育赛事，同期的中超转播权价格为10亿人民币。

图3 部分全球顶级赛事一览



数据来源：公开资料 上海证券研究所

图4 2016年全球主要赛事转播权收入

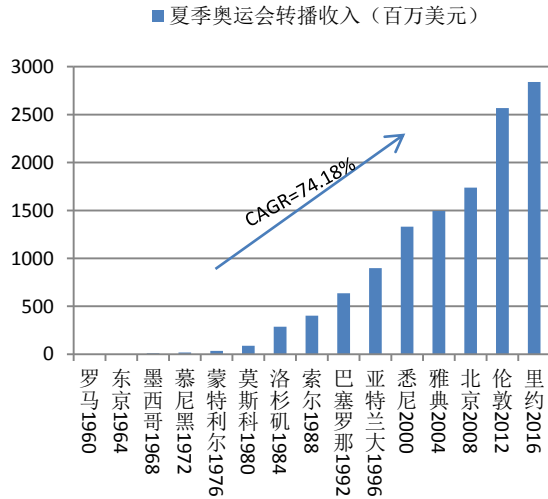


数据来源：公开资料 上海证券研究所

重大体育赛事影响力的持续增长，转播权竞争日趋激烈，版权价格也呈加速上升趋势。2016赛季，NBA与ESPN和Turner的新转播

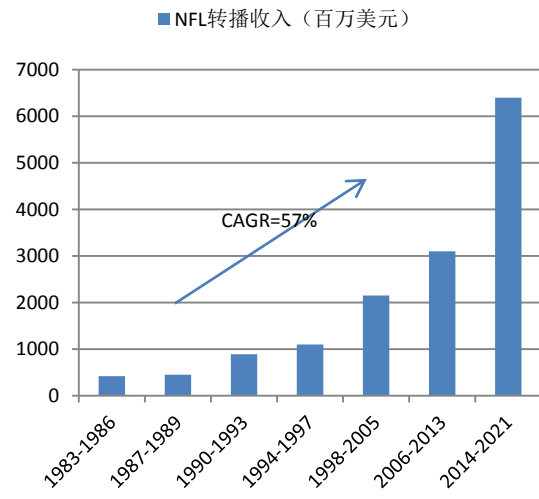
合同将会生效，年转播费用达 26 亿美金，为上一份合同的 2.8 倍。NBA 在中国区的转播权为腾讯独家获得，年转播费用达 1 亿美金，为上一份合同的 5 倍。而夏季奥运会与 NFL 的转播权合同金额的复合增长率分别达到了 74% 与 57%，且呈现加速增长的态势。

图 5 历年奥运会转播权价格增长趋势



数据来源：国际奥组委 上海证券研究所

图 6 历年 NFL 本土转播权价格增长趋势

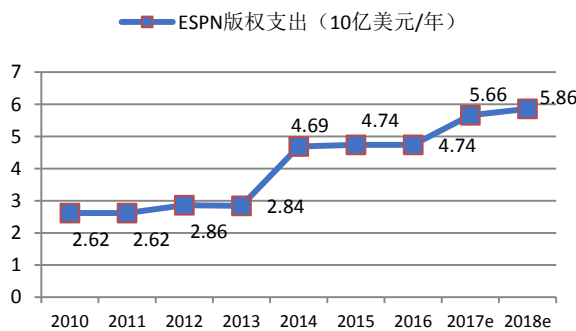


数据来源：A.T.Kearney 上海证券研究所

中游：传统电视媒体保持强势、网络新媒体加入竞争。

转播媒体是赛事与观众之间的媒介，负责赛事节目的制作与传播。其收入来源是广告商的广告费以及观众的订阅费。全球最大的体育节目电视网是美国的 ESPN，经过短短 35 年的发展，已成为市值超过 500 亿美金的传媒巨头。2017 年，预计 ESPN 仍保有 8600 万付费用户，有线电视订阅费贡献 72 亿美元，数字广告收入贡献约 18 亿美元。同时，ESPN 每年在赛事版权上的支出也将超过 50 亿美元。

图 7 ESPN 历年版权支出走势



数据来源：Business Insider 上海证券研究所

图 8 全球主要体育媒体一览



数据来源：公开资料 上海证券研究所

下游：体育节目观众群体观看及消费习惯不同，形成多种媒体运营

方式。

国外观众收看体育转播的主要渠道为电视端，网络转播主要为有线电视频道的衍生与辅助。观众付费收看高清、优质的体育内容已成习惯，使得国外体育转播媒体的付费收看模式得以推广。在国内，电视转播与网络转播并重。观众付费收看的习惯并未养成，付费模式有所起色但未广泛推行。电视媒体仍具有社会服务性的传统，收入主要来自于广告。年轻群体收看较多的网络媒体推行“免费+付费”结合的模式，获得一定的订阅费收入，并推广平台资源。

图 9 国外体育媒体分类



数据来源：上海证券研究所

表 1 cctv5 和乐视体育模式比较

主要代表		
特征	具有公共服务的性质	盈利目的
传播方式	公共数字电视	互联网 移动互联网
盈利模式	广告收入为主	付费会员收入、广告收入、赛事运营

数据来源：上海证券研究所

最看好优质赛事 IP 版权价值，这也是媒体争夺版权的重点。

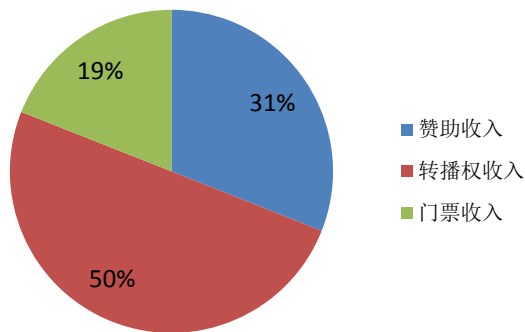
体育与媒体的关系日益密切，并能共同创造出商业价值的原因在于体育赛事自身所具有的激烈、对抗、精彩、悬念、新颖程度的特点和明星的影响因素；而媒体能直观反映体育赛事的真实情况。只有制作出观赏性较强的体育赛事电视节目，才能吸引广大观众观看，提高传播广度，进而引来大量的广告客户和赞助商；而广告、赞助的收益，又会使媒体、体育赛事机构都能获得较大的发展后劲。有较大商业价值的体育赛事电视节目，常常是体育赛事管理、举办部门和媒体密切配合、共同努力的结果。

国内体育赛事版权目前严重低估。

长期的垄断局面使得国内体育赛事版权价值以行政定价为主，处于严重低估状态。在我国体育赛事收入构成中，广告赞助平均占比 80% 以上，门票占 10% 左右，转播权收入占比通常不超过 10%，造成总收入不高且结构严重失衡的局面。以中超为例，根据《中超联赛商业价值报告》，2015 年中超给每个俱乐部分红仅 1500 万人民币，仅有极少数中超俱乐部能够盈利。短短 20 余年中超（甲 A）联赛历史，从未更名或搬迁的球队只剩下北京国安、山东鲁能、上海申花等寥寥数支，球迷对联赛以及球队的忠诚度受到极大影响。这样的

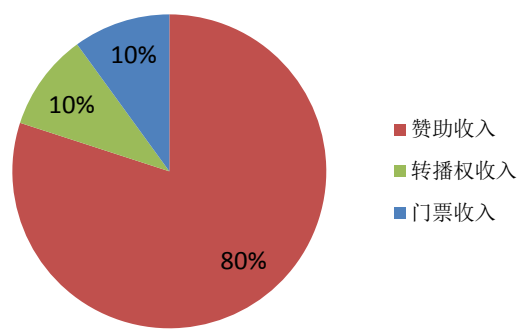
恶性循环对于整个联赛的发展不利。而转播费用的提升将为中超引入源源活水，持续提高赛事质量，促成体育转播业的良性循环。未来，随着政策的促进、资本的参与以及网络媒体与电视媒体之间的竞争与合作，中国体育转播市场将迎来全新的发展，从而带动体育产业整体的提升。

图 10 国外体育赛事（英超）的收入比例



数据来源：德勤 上海证券研究所

图 11 国内体育赛事（中超）的收入比例



数据来源：维宁体育 上海证券研究所

1.2 国内体育版权发展概述

1.2.1 国内转播权市场发展情况

转播权市场初期阶段（1994-1998 年）：

1993 年，国家体委曾筹备成立“中国体育电视台”，由于国家政策限制没有实现。

1994 年，我国在赛事转播权的有偿转让进行尝试。中央电视台向中国足协提供 56 万元赞助款，以广告形式支付，获得全国足球甲级联赛转播权，中央电视台与地方电视台联合转播了全部 132 场比赛。

1995 年，中央电视台成立了第五频道-体育频道。

1996 年，南京电视台出资 26 万元，购得四国女排邀请赛南京站比赛的转播权，开地方台单独购买转播权的先例。

1998 年，总局中体产业股份有限公司和中国教育电视台签署协议，合作成立了“中体影视有限公司”，制作、传播体育节目(含转播大型赛事)，营造了一个新的体育节目电视台购买市场。

1999 年，巴士股份成功举办“喜力”网球公开赛，并将电视转播权卖给东方电视台，为企业进入电视转播权市场作了有益的尝试。

初期阶段特征：1.体育赛事转播权市场开发起步于中国足球职业联赛，其它实行有偿转让电视转播权的体育赛事很少；2.体育赛事转播权的买卖双方没有形成真正的市场化运作，电视台掌握转播权市场开发的主动权和议价权；3.体育赛事电视转播权转让过程，主要

是通过用广告时间来交换赛事电视转播权，仅有部分商业性比赛项目通过货币转让转播权。

转播权市场逐步成熟阶段（1999-2010年）：

1999—2001年，中央电视台获得甲A联赛的全国独家首播权，直播78场联赛，共支付电视转播权1100万元，平均每年366.6万，每场14万。

2003年，上海文广集团以1.5亿的天价购买了3年中超联赛电视转播权，央视首次失去中超的转播权。

2005年，全国第十届全运会电视转播权由中央电视台和28家地方电视台话费1200万元购买，并且首次尝试向国外销售转播权。

2003-2010年，上海国际赛车场有限公司与央视体育中心达成F1电视转播合作及赛车运动推广战略合作伙伴。央视在获得赛事转播权上，已从纯粹的电视版权购买者，成为一项体育赛事的推广者和品牌经营者。一年费用接近1900万元人民币，以全年16站计，平均每场120万元。

逐步成熟阶段特征：1.中国体育赛事电视转播权货币化市场开发得到电视台的认可，国内体育赛事电视转播权的买卖突破了中央电视台独家垄断的局面，出现了地方电视台参与体育赛事转播权购买的竞争时期。2.电视转播权市场开发形式多样，价格不断攀升，并且实现了向海外出售电视转播权。

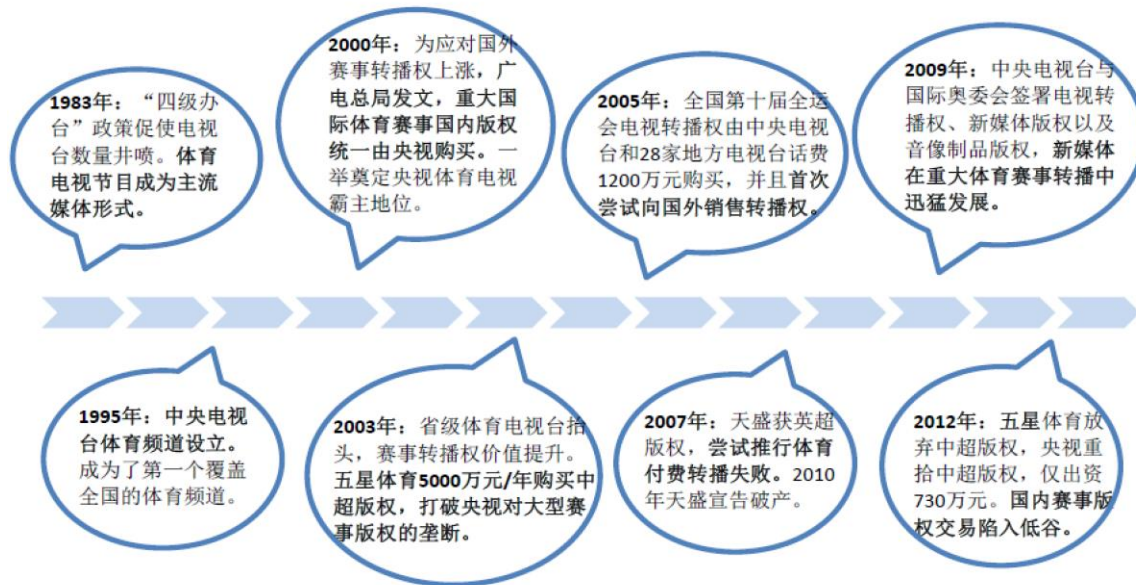
新媒体介入转播权市场（2006年—至今）：

2006年，世界杯首次引入网络直播形式，上海文广旗下的东方宽频花费3000万元购买了每天只能播放4分钟集锦节目的新媒体转播权。

2009年，中央电视台与国际奥委会签署2010年温哥华冬奥会和2012年伦敦奥运会的电视转播权、新媒体版权以及音像制品版权，这意味着新媒体在国内重大体育赛事转播中以迅猛发展的态势与传统媒体分庭抗礼。

新媒体阶段特征：1.互联网等新媒体平台正式纳入赛事转播渠道，充分说明新媒体作为新的传播渠道的社会价格和商业价值。2.央视国际网络有限公司将独家买断的新媒体转播权，采取二次转售的方式允许其它商业网站同步转播国际重大体育赛事。

图 12 国内体育转播发展大事记



数据来源：上海证券研究所

1.2.2 多方面因素导致体育媒体发展缓慢

体制障碍：央视一家独大，享受垄断红利。

中央电视台体育频道是唯一覆盖全国的体育电视机构，原国家广电总局出台了《关于加强体育比赛电视报道和转播管理工作的通知》(广发办字[2000]42号)“重大的国际体育比赛，包括奥运会、亚运会和世界杯足球赛(包括预选赛),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(包括有线广播电视台)不得直接购买”的政策。另外，不允许外资体育电视机构落地(除了三星级以上酒店等外),这些政策规定在一定时期保护了国内电视台体育频道的发展，但也造成了中央电视台体育频道的一枝独秀,缺少竞争。在中国体育赛事转播权自由竞争的市场开发机制缺乏的情况下，央视和其下属的央视国际体育网络有限公司垄断优质的国外体育赛事转播权市场，其它电视台和新媒体机构很难参与优质赛事资源的竞争，一定程度上损害了相关竞争者和体育观众的利益，造成了垄断竞争。

在美国，体育电视传媒机构竞争异常激烈，其中四大全国电视网都设有相应的体育频道或体育电视网,分别是 ESPN、CBS Sports、NBC Sports Network 和 FOX Sports，除此之外，还有两家全国性西班牙语电视台 Univision 和 Telemundo 也参与到体育赛事版权资源的争夺中。如 FOX Sports 在争夺 2018 年和 2022 年两届世界杯转播权(外加女足世界杯在内的其他一些赛事转播权)的较量中击败了 ESPN,以 4.25 亿美元的报价获得了美国地区的英语独家全媒体版权，而 Telemundo 以 6 亿美元获得了美国地区的西班牙语独家全媒体版权。纵观美国四大全国电视网,其体育版权资源比较均衡,形成了良性的产业竞争格局。反观我国体育电视传媒机构，国内体制在短期内保护了中国体育电视的发展，但由于中国体育电视媒体整体没有发展

起来,长期来看阻碍了中国体育电视媒体的发展。

中国体育电视的发展规模较小,且主要集中在以中央电视台为首的少数几家电视台,以下几个方面的重要影响不可忽视。

国外赛事版权充斥市场,国内赛事水平不足。根据普华永道的《全球体育市场报告》,2013年全球体育赛事产业的产值为1302亿美元,主要由门票、赞助商、版权及相关无形资产商品开发服务构成,其中2013年门票收入为413.2亿美元,赞助收入为402.4亿美元,版权收入为300.6亿美元,相关无形资产商品开发收入185.5亿美元,版权占全部收入的23.1%。像英超联赛的版权收入占到总收入的50%,NBA为60%。全球体育赛事产业发展良好,国外体育赛事版权不断渗透中国,世界杯、欧冠、NBA、英超、意甲、德甲及其它国际体育赛事充斥中国体育电视荧屏。

近些年,我国体育产业得到了一定程度的发展,拥有中超、CBA、中国排球联赛和中国乒乓球超级联赛等多个职业联赛及100多个职业体育俱乐部。俱乐部作为支撑联赛发展的重要组成部分,如果运营能力不足,就会影响赛事品质。从中超和CBA这两大联赛的发展看,尚且处于初级阶段,其它赛事水平可想而知。正是因为国外高水平赛事多,我国赛事发展的水平不足及赛事品质不高,导致我国体育电视机构引进国外体育赛事版权资源多,国内赛事资源相对较少,更是很少有将我国体育电视节目输出国外这样的局面。

电视机构的投融资受限制,掣肘了版权资源的购置与盘活。

从目前世界体育电视业发展趋势来看,电视媒体必须要有雄厚的资金来购买赛事版权资源,否则难以发展壮大。例如美国四大全国电视网对于NFL、MLB、NBA、奥运会、足球世界杯这些重要赛事的版权竞争极其激烈,为了要获得这些赛事的版权,其付出的版权费用连连上涨。如ESPN每年付出19亿美元获得2014-2022年NFL常规赛、职业碗(PROBOWL)、NFL选秀及赛事的电视和网络集锦权,比之前的11亿美元上涨了70%。

我国管理电视机构的政策是中央和地方的各级广播电视机构既是新闻宣传机关,又是事业管理机关,中心工作是宣传。根据这一至今沿用的政策,国内电视体育频道属于事业单位性质。我国形成了特有的“收支两条线”,财务支出由台里拨款,广告运营的管理模式。体育赛事版权购买的资金主要靠电视台拨款。我国体育电视媒体目前受限于体制,资金短缺,多媒体平台不足,资本市场又无法介入,这些都掣肘了体育版权资源的购置与盘活。

由于诸多垄断和限制,转播权市场没有按市场规律运营,这一价值在中国长期没有得到有效开发和利用。

长期以来我国优秀体育电视版权资源被中央电视台垄断,国内体育赛事资源被国家体育总局垄断,分别形成了国内体育电视媒体一枝独秀发展不均衡,职业体育不发达的局面,加上新媒体尤其是视频

网站和移动电视带来的冲击,投融资又受限制等多种因素导致我国没有形成合理的体育电视版权交易市场,不规范的体育电视版权交易市场不利于制造出优秀的节目内容,进而间接影响到体育赛事的发展,从而形成了中国体育赛事与体育电视之间的恶性循环。

1.3 国内体育媒体及重点赛事版权发展概述

1.3.1 CCTV5 是中国体育电视媒体的代表

经过 20 余年的发展,中国体育电视媒体形成了以中央电视台体育频道(包括 CCTV-5 以及 2013 年推出的 CCTV-5+)为第一阵营,北京体育频道、上海五星体育、广东体育频道为第二阵营,山东、天津、新疆、深圳等体育频道为第三阵营,其它为第四阵营的产业布局。之所以形成这样的局面,除了当地广告市场环境好及政策支持以外,与体育版权资源的构成有很大的关系。中央电视台拥有世界杯、奥运会、亚运会等大型体育赛事的版权资源,发展得较好的北京、上海、广东等体育频道拥有所在地的中超、CBA 等职业联赛的版权资源以及其它赛事资源相对丰富,而赛事资源相对匮乏的地区体育频道则发展得不好或者根本没有体育频道。

图 13 国内体育电视频道数量及结构



数据来源: 上海证券研究所

CCTV5 优势明显, 垄断核心赛事资源。

CCTV-5 目前在行业内竞争中具有资源、人才占有及全媒体传播等诸多优势,但其播出空间的限制和来料加工的较初级操作模式已成为制约未来发展的明显劣势。我国目前面临的体育产业大发展恰恰也是体育电视腾飞的机遇,国外大量赛事希望打开中国市场,为 CCTV-5 提供了几乎无尽的资源储备。央视获得的垄断地位使其以低价揽获了世界杯、西甲、德甲等顶级体育赛事的版权,促进了体育赛事的整体影响力。但同时也造成国内体育版权市场的不平衡发展。中超、CBA 等国内体育赛事的版权收入低于预期,甚至出现了

花钱邀请电视台转播的情况出现。以世界杯为例，2002 年和 2006 年两届世界杯全球电视转播权被德国 KIRCH 公司以数十亿英镑的价格从国际足联(FIFA)手中买走。而通过政府干预的方式，央视仅用 2500 万美元就从 KIRCH 的全资子公司 PRIS-MA 那里买到了两届世界杯的中国大陆有线、无线转播权。

转播资源及赛事资源分配不均衡，导致地方体育电视台日趋弱势。在转播资源方面，由于央视的垄断及网络媒体的强势，地方电视台较为匮乏，造成收视率占全国体育节目收视总比不足 12%。在赛事资源方面，北京、上海、广东拥有众多中超、CBA 等职业联赛的球队赛事资源及其它体育项目资源，丰富了体育频道的内容并培育了当地体育收视市场，具备更有利的发展条件。在转播资源及赛事资源分配不均衡的情况下，不少地方体育频道退出竞争，全国体育频道总数已由 1995 年的 100 余家下降为 2012 年底的 24 家。以英超版权为例，在 13-14 赛季英超转播阵营中，除去北上广地方台之外，还包括深圳、福建、山东、江苏等 15 家地方电视台。但在 14-15 赛季，英超版权费用飙升至 1100 万美元，只有北京体育、上海五星以及深圳体育等寥寥数家进行了转播。

我国传统电视媒体收入模式较为单一，广告是主要的收入来源。

不同于网络媒体，传统电视媒体的收入渠道较为单一且无付费订阅读收视收入，央视、五星体育、北京体育和广东体育等主要体育电视媒体 90% 以上的收入来自于广告。国内主要体育电视媒体的收入来自版权的很少，大部分为广告收入，平均超过 90%，其它很小一部分为频道赛事、活动、节目制作和增值服务等。

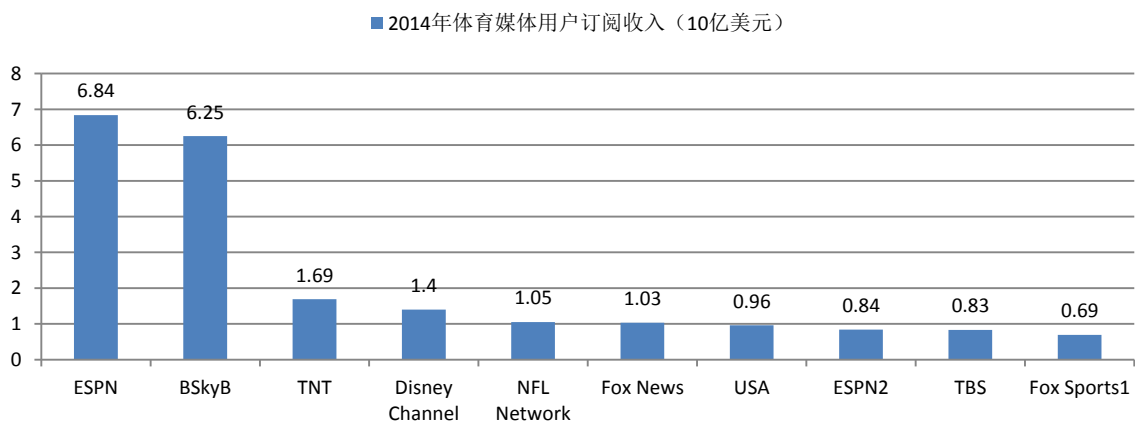
表 2 四大体育电视台收入情况

频道	收入来源	2010 年 收入概况
CCTV-5	中央电视台广告经营中心：负责大型赛事广告位黄金资源（世界杯、亚运会等）	超 10 亿
	北京未来广告有限公司：负责全频道硬广的招商	约 10 亿
	中视体育娱乐有限公司：负责全频道商业运营（软广、赛事运营等）	5 亿
五星体育	五星体育传媒有限公司：负责全部运营。90% 收入来自广告，自制节目、版权经营、赛事经营以及增值服务占 10%	超 3 亿
BTV-6	太动体育管理咨询有限公司：负责广告经营，广告占全部收入的 95% 以上；体育频道经营部分自主赛事与活动，收入很少。	约 1.8 亿
广东体育	太动体育管理咨询有限公司：负责广告经营，广告占全部收入的 95% 以上；部分节目制作收入，收入很少。	约 1.45 亿

数据来源:《中国体育电视媒体发展困境与出路》(国家广电总局社科研究重大项目)、上海证券研究所

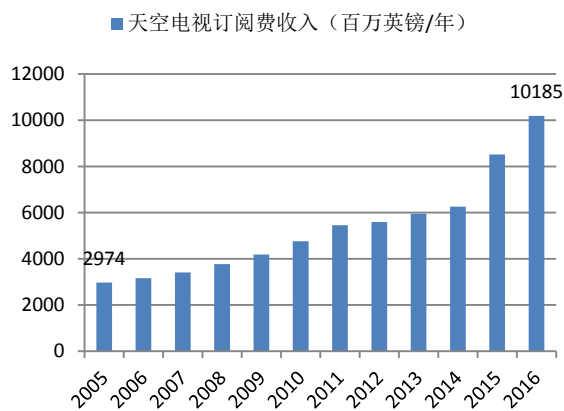
国外传统电视媒体盈利模式成熟,用户的付费订阅是主要收入来源。国外电视媒体方面,付费订阅模式已经发展成熟。2014年有超过84%的美国家庭订阅了付费电视服务,平均每月付费金额达89.78美元,较2009年增长了36%(ESPN占比最高,达6.84美元,)。在体育节目方面,美国体育收视人口平均每周收看8.3小时的体育节目,75%的人选择通过电视端收看。根据SNL Kagan的统计,2014年美国电视体育节目订阅收入已达172亿美元,较上年增长了12%,增速是非体育节目的两倍。ESPN作为全球最大的体育节目频道,其用户基数接近1亿人,约60%收入来自于有线电视订阅。2015年ESPN频道订阅收入已经超过72.8亿美元。天空广播集团运营着英国最大的付费电视频道群,2016年公司付费频道订阅收入超过100亿英镑,其中体育频道占订阅收入的主要部分。

图 14 2014 年海外主要体育电视频道订阅收入情况



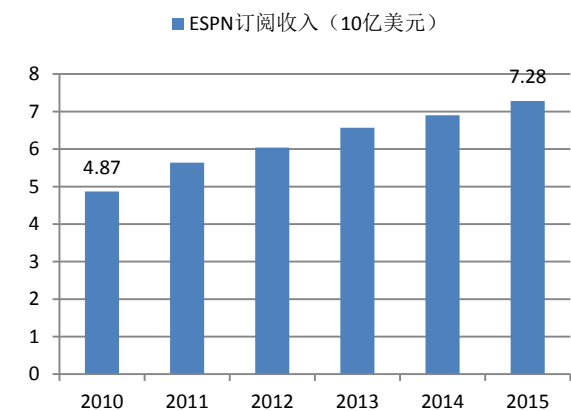
数据来源: Nielsen Bloomberg 上海证券研究所

图 15 英国天空电视频道历年订阅收入情况



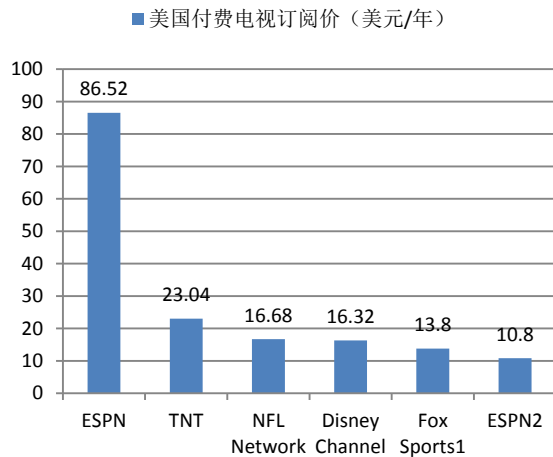
数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

图 16 ESPN 的历年订阅付费收入情况



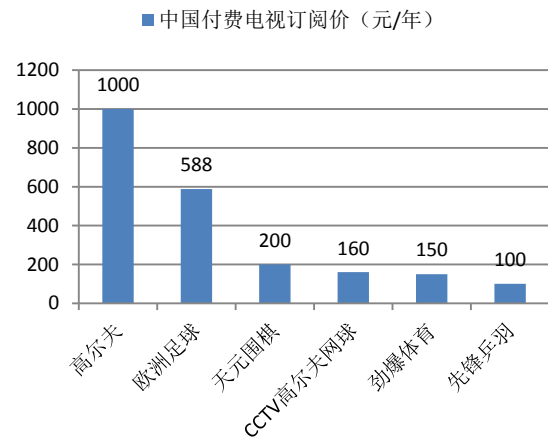
数据来源: Nielsen 上海证券研究所

图 17 2016 年美国付费电视订阅价



数据来源: SNL Kagan 上海证券研究所

图 18 2016 年国内付费频道的订阅费用



数据来源: 东方有线 上海证券研究所

1.3.2 中超转播权发展情况

1994-1998 年: 央视与中国足协签订了一份 5 年期的协议: 每轮转播一场, 以每次 2 分钟广告时段作为回报, 全年共计 56 万元。

1999-2001 年: 央视出资 1100 万元, 向中国足协购买了 3 年 78 场比赛的全国独家首播权, 平均每场比赛 14 万元。

2002 年: 央视希望维持每场比赛 14 万元的转播价格, 但是中国足协开价 18 万元。僵持之下, 央视没有对当年的甲 A 联赛前 6 轮进行转播, 而他们之间就转播权的裂痕也就此产生。后来, 双方各退一步, 最终以每场 16 万元, 总价 700 万元的价格成交。

2004 年: 甲 A 晋升为中超, 负责中超商务开发的福特宝公司向央视开出了 1 年 5000 万元的中超转播价格, 而央视提出只能接受一年 1000 万元的价格, 并坚决不肯做出让步。最终, 上海文广集团以 1.5 亿元的价格买断了 2004 年至 2006 年中超 3 年的境内电视转播权, 由此打破了央视对联赛转播权的垄断。于是在中超元年, 央视全面取消了对中超的比赛直播, 甚至在央视的新闻节目中, 也没有了中超联赛的画面, 只能以字幕的形式出现在观众面前。央视的黄金栏目《足球之夜》, 由于无法拍摄和使用中超的电视画面, 也没有了中超联赛的相关内容。

2006 年: 央视恢复了对中超联赛的直播, 他们以 200 万元的价格获得了当年中超联赛的剩余 12 场比赛转播权, 平均每场 16 万元。

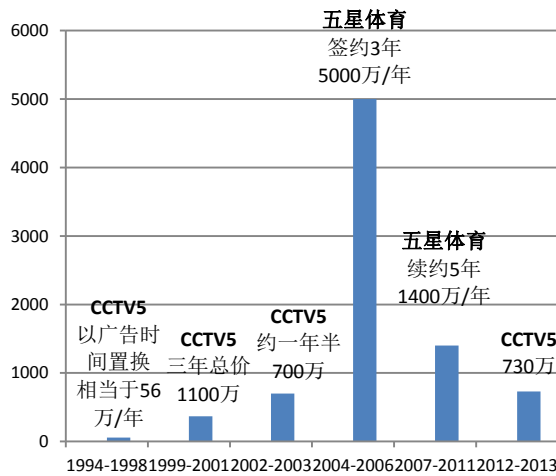
2007 年: 上海文广集团斥 7000 万元巨资从中超公司打包买下了未来 5 年的中超转播权, 折合每年 1400 万元, 而随后央视以 600 万元的价格买下了当年的全年转播权, 并且同样获得了主播电视台的地位。

2008 年: 11 月 12 日, 央视从第 27 轮开始全面停播中超联赛, 同时, 央视各档体育新闻也不见了任何中超的电视画面报道, 连最起码的字幕和口播新闻也被取消, 最新改版的《足球之夜》也已彻底抛弃中超, 关注重点变成青少年足球和欧冠联赛。

2012 年: 央视以 730 万的白菜价获得中超电视版权。

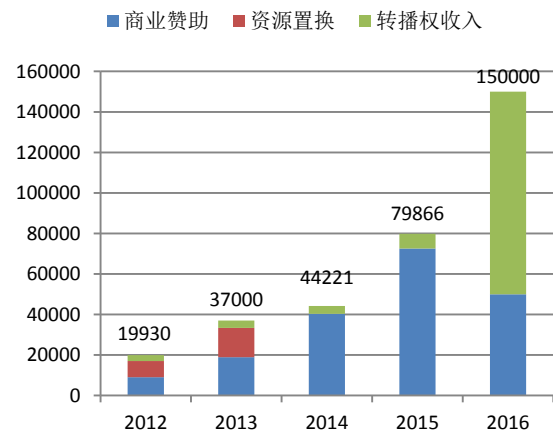
2014年，央视的转播费由过去的730万增加到1000万。

图 19 甲 A 及中超各年转播收入



数据来源：新浪竞技风暴 上海证券研究所

图 20 近年中超收入细分



数据来源：欧迅体育 上海证券研究所

1.3.3 CBA 转播权发展情况

1995-2002 年转播权运营初期：

在 CBA 联赛开展初期，联赛几乎无法通过电视转播权获取任何收入。中央电视台依靠其独特的地位优势一直几乎免费地转播 CBA 的联赛，从 1997 赛季开始，央视开始以广告时间置换的方式补偿给联赛的主管部门。另外，CBA 俱乐部有权将参赛场次转播权分销给当地电视台，然而实际进展并不顺利。在 1998 赛季，除央视外，只有江苏南钢、辽宁猎人分别以 50 万元、15 万元的价格将联赛电视转播权卖给当地电视台。

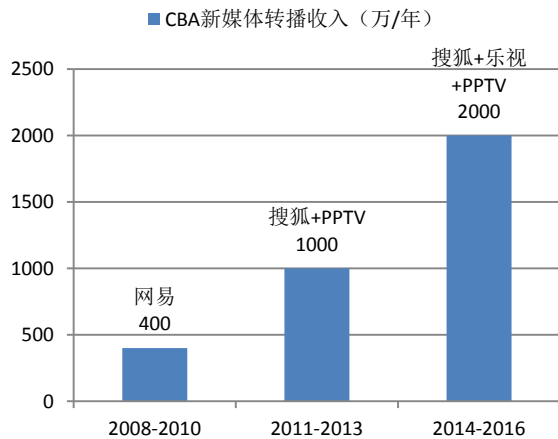
2003-2004 年上海文广时期：

2003 年，上海文广传媒公司进入中国职业联赛的电视转播权销售市场，央视的独霸局面也因此被打破。当年，上海文广以 500 万元左右的价格买下了 CBA 联赛随后 2 年的电视转播权，并在东方卫视、上海五星体育等电视台上播出。虽然 CBA 联赛 2 年的电视转播权仅售 500 万元左右，但它却意味着 CBA 联赛的经营空间获得了历史性的扩展，对 CBA 的发展有着重大的推动作用。

2005-现在 盈方公司时期：

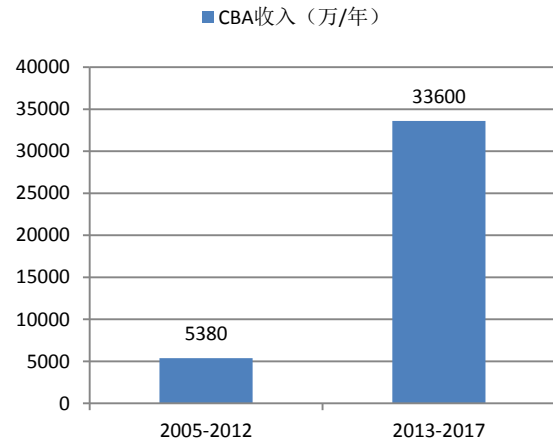
盈方公司从 2005 年获得 CBA 的商务开发权，在此期间，新媒体版权收入取得了一定的突破。网易率先在 2008 年从盈方公司购买 CBA 联赛的新媒体独家版权，当时网易每年支付的费用不过 400 万左右，三年的总价值不到 1500 万。2011 年，网易与盈方的合约到期，当时正处在中国篮球的低谷期，盈方当时采取的销售策略是分拆新媒体版权，最终，搜狐和 PPTV 共同拿下 CBA 三年的版权，每年的价格也不过 1000 万左右。2014 年，搜狐和 PPTV 又与盈方续约三年，每年的价格不到 2000 万元，再加上乐视拿到的互联网电视平台转播权，每年 CBA 在新媒体版权方面的收益，不过 2000 万出头。

图 21 CBA 新媒体转播收入



数据来源: 搜狐 上海证券研究所

图 22 近年 CBA 商业运作收入 (来自盈方)



数据来源: 公开资料 上海证券研究所

1.3.4 英超转播权在我国发展情况

1992-2001 年, 英国 CSI 公司时期:

CSI 是一家专门经营版权的商业机构, 负责亚洲地区的英超版权。1992 年英超联赛成立之初, 国内电视台并没有英超转播权, 只是北京、上海、广州等少数城市以集锦的形式在每周六下午播出。各地电视台卖广告时段就能够自给自足。

2001-2006 年, ESPN 时期:

2001 年, ESPN 从 CSI 手中接过了英超联赛亚洲主要地区(包括中国大陆)的转播权, 当时 ESPN 每 3 年需要为此向英超联盟支付大约 1 亿英镑的转播费, 英超在中国内地的转播进入 ESPN 时代。这一时期 ESPN 不仅仅是版权方也是播出方, 在卖给地方台版权时同样播出自己的广告, 这样对地方电视台利益是受损的。

2007-2009 年, 天盛时期:

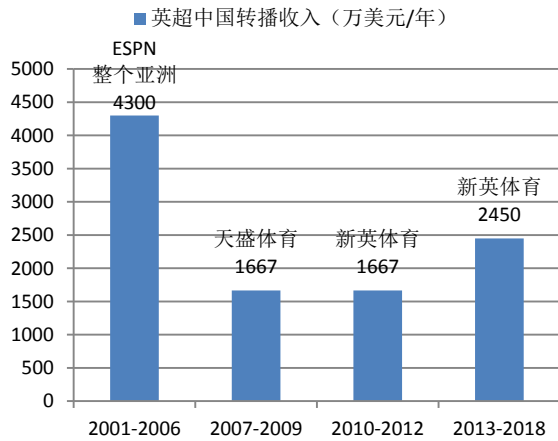
2007 年 2 月天盛公司以 5000 万美元的价格获得了英超 3 个赛季全部 380 场比赛的全媒体转播权。在当时任何的开路电视台中均看不到英超, 要收看比赛只有购买天盛推出的欧洲足球频道。价格方面, 要观看全赛季需付 1880 元的高价。在 2010 年我国居民平均每月用于文化、娱乐总共消费一共 135.6 元, 而天盛在 2007 年就推出了每月 188 元的付费看英超这远远高出了当时我国的消费水平, 这是天盛失败的主要原因。

2010 年-至今, 新英体育时期:

新英体育是由 IDG 资本与新雅迪传媒共同投资组建的一家创新的体育传播机构。新英推行了付费与免费并行的方法。主动权在新英, 场次安排由新英决定。2010 年之后, 随着互联网的普及和带宽的提高, 国内 4 大门户网站先后推出英超免费在线直播, 网络观球的队伍蔚然成型, 其受众数量激增成为传统电视转播之外的又一大群体。可以看到从英超最初登录中国几十万美元一个赛季到现在上千万美元一个赛季的转播费。对比英国国内转播费, 我国近两年在飞速上涨, 而且经历了付费失败到版权分销+付费直播, 整个市场在日

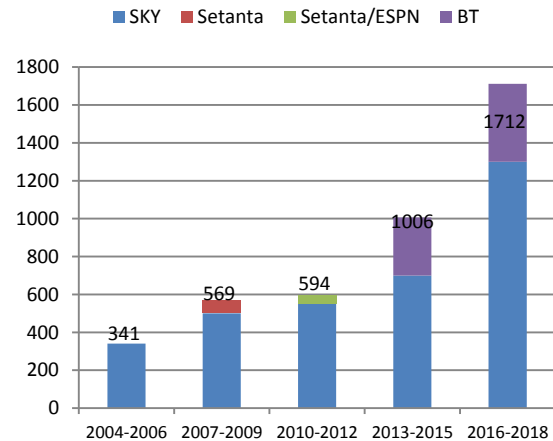
趋活跃。传播平台也在多样化,同样带来各种变化,包括收费模式、球迷的收费习惯都在探索阶段。

图 23 英超在中国各年转播收入



数据来源: 公开资料 上海证券研究所

图 24 英超在英国本土转播权收入 (百万英镑/年)



数据来源: 德勤 上海证券研究所

1.3.5 NBA 转播权在我国发展情况

1989-1998 年, 央视时期:

中央电视台转播 NBA 的比赛开始于 1989 年,当时 NBA 的总裁大卫·斯特恩亲自来华推销 NBA,并与中央电视台达成了如下协议:从 1990 年开始, NBA 把 1 场比赛压缩成 1 小时的录像带,再配上音乐,免费寄给中央电视台。此后,NBA 联盟一直免费为中央电视台提供节目内容及信号,甚至出资请中央电视台的转播小组到美国进行全明星赛和总决赛的现场直播。由于赛事在国内大受好评,央视在之后逐步加强了对 NBA 赛事的播出力度。1993 年,央视开始直播全明星赛,1994 年开始直播总决赛,1996 年开始直播 NBA 常规赛,一周一到两场。作为回报,NBA 和中央电视台对节目播放期间的广告收益进行了三七分成。

1999-2009 年, 群英荟萃时期:

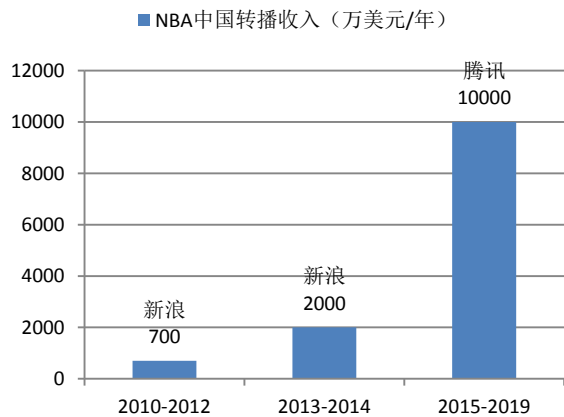
随着 NBA 在中国市场的不断升温, NBA 联盟与央视对赛事播出时间的广告收益分成比例也随之调整,由最初的三七分成上升到四六分成最后达到了五五分成。到了 2002 年,随着姚明通过选秀加盟 NBA, NBA 的赛事热度在国内急速提升。转播 NBA 比赛的电视台也迅速增加,达到了 14 家之多,其中也包括中央电视台。2004 赛季,中央电视台转播 NBA 比赛的场次达到每周 4 场,NBA 和中央电视台对节目播放期间的广告收益作五五分成。另外,中央电视台还要支付一定数额的转播费。与此同时,互联网新媒体开始直播 NBA 赛事,最初与 NBA 取得合作的是 Tom、搜狐、新浪等几家公司。

2010-2014 年, 新浪时期:

2010 年,新浪跟 NBA 签了 3 年协议,价格约为每年 700 万美元,协议约定新浪每天可以播放一场 NBA 比赛,并持有季后赛第二轮、

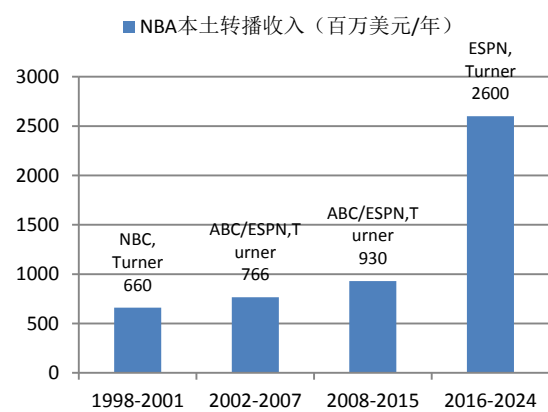
东西部决赛、总决赛的网络独播权。2013年，受微博业务拖累，面临经营压力的新浪加码NBA以每年2000万美元拿下NBA“2+1”（两年合同，但第三年新浪有优先续约的权力）的续约合同，除了比赛直播，NBA官方社区也落户新浪。在此期间，新浪获得了中国NBA网络直播的大多数份额，而Tom、搜狐失去直播权，腾讯仅能直播少量非核心赛事。

图 25 NBA 在中国的新媒体转播收入



数据来源：公开资料 上海证券研究所

图 26 NBA 在美国本土的转播权收入



数据来源：SportsBusinessJournal 上海证券研究所

1.3.6 管理体制的差异决定了中外赛事不同的发展路径。

中超：中国足球管理体制还是采取集权式的管理模式，隶属于中国体育总局直接领导，主要负责制定一系列足球联赛宏观政策，而联赛的日常监督、利益创造和正常运营还是由中国足协及其下设地方机构承担。为确保联赛的顺利进行，中国足协制定了相应的联赛运行机制，各足球俱乐部大致有以下几种类型：体企联办式、脱钩合并式和股份制(或有限责任制)式。2005年国家体育总局批准成立“中超联赛股份公司”，负责对中超联赛的商务资源进行开发。股权结构为中国足协占比36%，16家俱乐部各占4%。从组织架构设计可以看出，中国足协对中超公司具有绝对控制权。

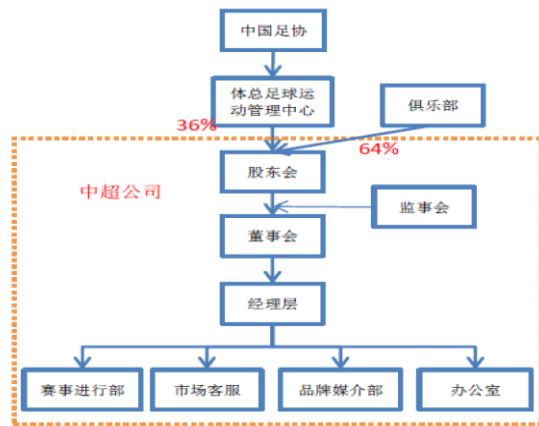
英超：英超的超级联盟是一个独立的组织，它完全独立地组织比赛、制定赛程，进行包括电视转播、冠名权、赞助商等商务开发；而作为足协的英格兰足总，它只负责国家队以及青少年培养，并不介入联赛的管理。其收入主要依靠国家队的比赛和足总杯赛以及有关的商业活动来获取，并不插手俱乐部的经营和管理活动。英超还严格规范各俱乐部及联盟成员的行为形成联盟自律。并且维护公众利益，给国家、社会和个人都带来综合效益。总体来说，英超联赛拥有相对完善的运行机制，主要包括：以俱乐部为枢纽的组织机制、俱乐部以市场需求为导向的市场机制、依托与社会的发展机制、联盟内部自我约束的自律机制以及政府宏观管理的管理机制。

中超模式的商业化程度较低，受行政干预影响较大，而英超模式则

是英国足协指导下的完全市场化运作。

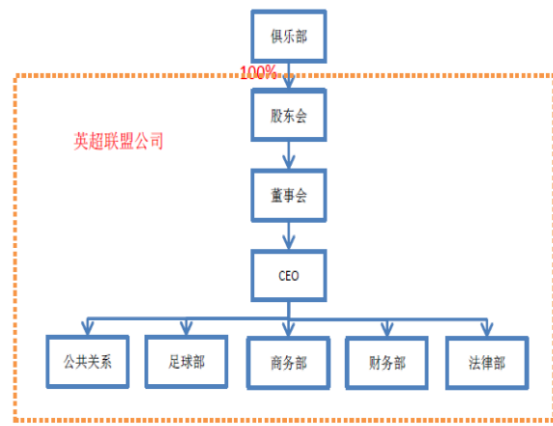
从中超和英超的联盟公司模式对比中可以看出，英超联赛的主体是由各俱乐部组成的英超联盟，它本身就是一个有限公司，其所有权属于二十家英超俱乐部，从成立之初就拥有独立于英足总的商业开发权，并有权单独进行转播和赞助合同的洽谈。英足总是英超联赛的一个特别股东，它在一些重要问题上拥有一票否决权，但在其它事务上没有发言权。而在我国，足协是赛事的主要受益方，绝大多数中超俱乐部处于亏损状态。

图 27 中超组织架构



数据来源：公开资料 上海证券研究所

图 28 英超组织架构

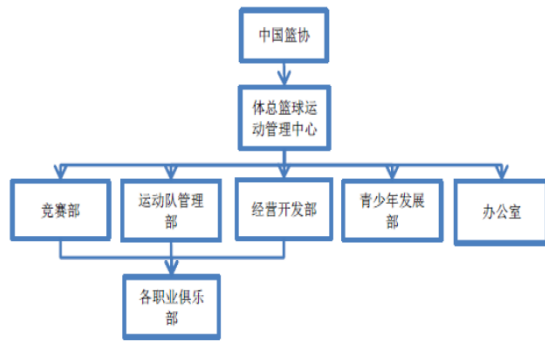


数据来源：公开资料 上海证券研究所

在篮球市场的开发与运作过程中，我国职业篮球联赛的委员会身兼多职，同时担负着决策者、管理者、经营者的角度。而各个篮球俱乐部大多隶属于企业，同时联赛委员会之间不存在直接的行政隶属关系和产权关系，这就导致联赛委员会既在管理中出现行政指令的色彩，却又无法对俱乐部产生完全的行政约束力和法律的约束力，造成各部门不协调不和谐的矛盾，各俱乐部不能完全市场化运作，使得篮管中心的某些管理方式在一定程度上限制了经营空间，这是对俱乐部经营的能动性和积极性的制约。

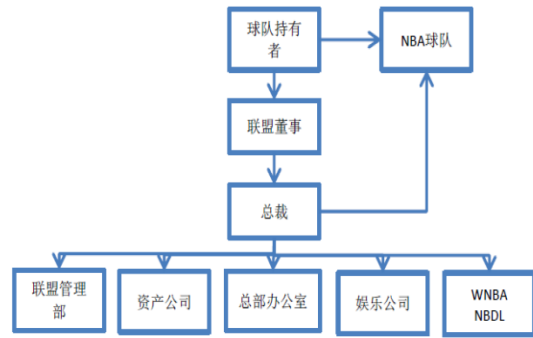
美国很多职业的体育俱乐部，大多为私人财团进行投资而不属于地方政府，俱乐部的责任、权力和利益具有高度的一致性，产权分明。得到球队老板授权后，赛事联盟可以对其联赛的电视转播权进行统一销售，再对所获利润进行分配，保障了每一球队投资者的利益。以NFL为例，其是第一个将转播权打包卖给电视网的职业体育联盟，而CBA的联赛经营权属于瑞士盈方公司，通常被作为企业的宣传名片，撤资和易名等问题较为严重。CBA为扩大影响，有的仍需球队俱乐部付费给电视台来转播。

图 29 CBA 组织架构（改革前）



数据来源：公开资料 上海证券研究所

图 30 NBA 组织架构



数据来源：公开资料 上海证券研究所

1.4 国内赛事版权发展过程中的问题及原因

体育产业在我国定位不清：

由于建国以来复杂的国际环境，中国体育长期被赋予过多政治、经济、军事的附加价值。经过几十年的沉淀，这些附加价值正在逐渐从体育剥离开来，同时体育显现出被长期掩盖的本质追求——促进人的生存与发展。我国体育产业管理以举国体制为主，体育产业属于公益福利事业，国家每年都投入可观的资金以推动其发展。目前我国体育事业经费来源主要依靠财政拨款、产业开发、体育彩票公益金收入，集中资源最大限度地调动各方面的积极性，积极配置全国的竞技体育资源，形成业余体校、体育运动学校、优秀运动队为基础的三级训练网，培养专业运动员。在举国体制下，我国在短期内取得了竞技体育成绩的巨大飞跃。但是，举国体制也影响了全国体育产业的进一步成熟与市场化发展，

版权高度垄断影响赛事发展：

我国管理电视机构的政策是中央和地方的各级广播电视机构既是新闻宣传机关，又是事业管理机关，中心工作是宣传。根据这一至今沿用的政策，国内电视体育频道属于事业单位性质。我国形成了特有的“收支两条线”即财务支出由台里拨款，广告运营的管理模式，体育赛事版权购买的资金主要靠电视台拨款。长期以来我国优秀体育电视版权资源被中央电视台垄断，国内体育赛事资源被国家体育总局垄断，分别形成了国内体育电视媒体一枝独秀发展不均衡，职业体育不发达的局面，加上新媒体尤其是视频网站和移动电视带来的冲击，投融资又受限制等多种因素导致我国没有形成合理的体育电视版权交易市场，不规范的体育电视版权交易市场不利于制造出优秀的节目内容，进而间接影响到体育赛事的发展，从而形成了中国体育赛事与体育电视之间的恶性循环。以中超为例，中超联赛的综合指数排名已跃居世界第 10 位，连续两年列亚洲之首。然而由于转播渠道的垄断，央视 2012 年出价购买中超的费用仅为 730 万元（直播中超的广告收入却达到了 9000 万元）。与此相反，日本 NHK 电视台需和 6 家民营电视台（日本天空、朝日、TBS、东京、

富士、独立 UHF) 进行充分竞争, 使得 J 联赛每年的电视版权一直不低於 3.6 亿人民币。

国内赛事质量不高影响转播效果:

国内体育赛事不能实现电视传媒的有效消费, 存在赛事和媒体各自内部的原因。关于电视传媒转播体育赛事到付费现象的原因有两点, 一点是来自电视传媒传统高调姿态与自身定位, 另一点是体育赛事产品的自身质量。在中国, 电视传媒的首要任务是传播新闻, 尤其是在计划经济体制下, 同作为事业单位的体育组织单位和电视传播媒介, 电视传媒对体育赛事的转播只能理解为对其工作的支持和宣传。另一方面是来自体育赛事举办方的原因, 在举办过程中先不提赛事规模、级别所显现的本质问题, 单纯看比赛中的纪律、秩序等现象, 就让观众有一种反胃的感觉。黑哨、假球、涉黑事件屡见不鲜, 极大地伤害了体育赛事的公信力。中国体育产业的落后, 本身也制约了体育电视产业的发展, 这也是需要两者在未来携手共进的重要原因。

体育产业管理机制尚需完善:

市场经济的基本要素之一就是公平竞争, 而体育本身是一种充满竞争的社会文化现象。体育的公平竞争要想实现, 就必须建立一套与市场经济相适应的竞赛规则和创造良好的竞争环境。为此, 应对现有的训练供给体制进行改革。一是要推行政企(事)分离, 把一些体育场馆作为产业剥离出去, 与作为政府职能的体委脱钩从而促进这些由国家财政投资建成的场馆转为企业实体。二是要充分发挥群众体育团体、组织的优势和积极作用, 引导各级各类体育团体、组织有条件地向经济实体转化, 以减少他们对体委财政的依附。三是要引导他们在有条件的情况下实施有偿服务, 帮助他们逐步建立起自我发展的新机制。四是要深化内部结构改革, 推行专业运动队产业化, 鼓励国家大企业赎买专业运动队。五是要允许各类体育团体、组织在职能机关的管理下, 开展各种形式的体育训练以利于开发体育人才。

亟需引入社会资本加快改革进程:

中国特殊的发展历史决定了很长时间内, 政府都处于社会各个领域的绝对强势地位, 而且发挥应有的作用。体育领域“举国体制”就是最好的例证: “长尾”原则的指引下, 我国将大量资源投入国际竞争力层次较低, 且一次投入多次回报的项目。然而后期由于运动员培养内容狭隘、成材率低、其他上行通道封闭、退役养老等问题, 显示出高投入与高消耗之间的突出矛盾。事实上, 当前中国职业足球联赛管办分离改革, 抑或中国职业足球治理体系改革, 都是在政府体制创新的背景下展开的, 实质上是一种政府与社会、市场之间互动方式调整的过程, 这种互动与调整蕴含于社会关系变迁实践中, 自然无法脱离社会资本力量的显现。培育社会资本, 不仅是撬动中国职业足球联赛管办分离改革的有效砝码, 也是中国职业足球联赛

后续发展需重点培育的内容所在。

二.改革进入实质阶段，资本助力体育发展

2.1 《46号文》等利好政策出台，进一步打破赛事版权垄断。

2014年，《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（46号文）出台。建立体育产业资源交易平台，创新市场运行机制，推进赛事举办权、赛事转播权、运动员转会权、无形资产开发等具备交易条件的资源公平、公正、公开流转。按市场原则确立体育赛事转播收益分配机制，促进多方参与主体共同发展。**放宽赛事转播权限制，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，各电视台可直接购买或转让。**11月国家发改委会同体育总局召开了《意见》贯彻落实工作的部门协调会，召集20个国务院相关部门就贯彻落实《意见》的重点任务进行了专题研究。转播政策放开将使CCTV5的转播地位被削弱，新媒体将成为赛事转播的主力。体育赛事的传播规模将在新媒体的推动下明显扩大，增加赛事的转播收入，赛事运营方将从中收益，从而带动市场更多的参与者进入。

表3 近年来体育行业发布的相关政策

政策名称	发文部门	主要内容
关于加快发展体育产业的指导意见	国务院	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。这是首次从产业角度确认体育产业发展规划，为体育产业发展定发展基调。
国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见	国务院	到2025年，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。同时要基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升。
政府工作报告	全国人民代表大会	李克强总理在政府工作报告中提出，2017年要做好冬奥会、冬残奥会筹办工作，统筹群众体育、竞技体育、体育产业发展，广泛开展全民健身，使更多人享受运动快乐、拥有健康体魄。
2017年青少年体育工作要点	体育总局	推动《青少年体育“十三五”规划》贯彻实施；推动《青少年体育活动促进计划》《关于加强竞技体育后备人才培养工作的指导意见》等法规政策的出台；大力推动青少年体育活动赛事广泛开展；积极引导青少年体育俱乐部有序发展；加快推进青少年体育场地设施标准化建设；进一步发挥青少年体育社会组织的作用；继续开展青少年体育国际交流活动和赛事等重要工作。
体育产业发展“十三五”规划	体育总局	明确了竞赛表演业、健身休闲业、场馆服务业、体育中介业、体育培训业、体育传媒业、体育用品业和体育彩票八大重点行业。
全民健身计划（2016-2020年）	国务院	到2020年，全民健身的教育、经济和社会等功能充分发挥，与各项社会事业互促发展的局面基本形成。

竞技体育“十三五”规划 体育总局 以筹办 2022 年北京第二十四届冬奥会为契机，大力推动冰雪运动开展；以足球改革为突破口，提升足、篮、排三大球发展水平。

数据来源：国务院 体育总局 上海证券研究所

我国体育产业在引导社会消费、调整产业结构、推动国民经济发展等方面，已经显露出巨大的潜力和发展空间。不管是赛事权益的开发还是市场参与者的成长都在朝着良好方向发展。由于体育产业具有可为社会提供高素质的人力、体育产业可以带动和推进相关产业的发展、有效调整改善产业结构等特征，以足球改革为龙头，加强对足、篮、排三大球等运动项目的扶持是国家未来的政策重心。

表 4 三大球发展计划

种类	计划内容
足球	落实《中国足球中长期发展规划（2016-2050 年）》、《全国足球场地设施建设规划》，男足、女足参加世界杯、亚洲杯、奥运会等重大国际赛事有好的表现。
篮球	男、女篮确保奥运资格，在亚洲保持领先水平，缩小与世界先进水平的差距，同时建立 30 个以上的篮球重点后备人才培养基地，举办好 2019 年男篮世界杯。
排球	中国女排保持在亚洲的领先地位和世界先进水平，中国男排逐步缩小与世界强队的差距，力争获得 2020 年东京奥运会参赛资格。

数据来源：体育总局 上海证券研究所

表 5 国内足球产业相关政策

时间	政策	发文部门	内容
2012.2	《中国足球职业联赛管办分离改革方案》（试行）	足协	足球职业联赛管办分离改革，中国足协依据章程设立“职业联赛理事会”，授权其负责职业联赛的相关事宜，同时不再设立中超、中甲联赛委员会。逐步理顺和建立国家体育总局、中国足协、职业联赛理事会、中超公司分级管理层次。做大做强中超公司，整体提升职业联赛品牌价值
2015.3	《中国足球改革发展总体方案》	国务院	明确足协的定位和职能，调整组建足协；完善俱乐部的建设和运营模式；改进竞赛体系和联赛体制；推进校园足球，社会足球；推进国家队改革发展；加强足球场地建设管理。
2015.8	《中国足球协会调整改革方案》	足协	中国足协与体育总局正式脱钩，实现管办分离；完善中国足协治理制度建设，优化健全管理机制。
2016.4	《中国足球中长期发展规划（2016-2050 年）》	发改委、体育总局、足协、教育部	科学搭建中国特色足球管理体制；培养人才队伍，加强校园足球建设；到 2020 年全国特色足球学校达到 2 万所，全国足球场地数量超过 7 万块；2030 年职业联赛组织和竞赛水平达到亚洲一流；2050 年成为足球一流强国。
2016.5	《全国足球场地设施建设规划(2016—2020 年)》	发改委、体育总局、足协、教育部	充分调动社会力量积极性，推动政府和社会资本合作。采取公建民营、民办公助、委托管理、ppp 等方式因地制宜建设足球场地设施。

数据来源：公开资料 上海证券研究所

表 6 国内篮球产业相关政策

时间	政策	发文部门	内容
2011.5	《篮球青少年后备人才培养中长期发展规划》	体育总局	成立中国篮球青少年工作委员会，对篮球项目后备人才培养情况进行深入调研。在全国重新评估和建立 30 个至 50 个篮球项目后备人才基地；全国 15 个篮球城市，每年要定期举办本市的青少年比赛，并参加全国青少年篮球比赛。组成国家 U14、U16、U18 集训队。
2016.4	《CBA 联赛管办分离改革“分两步走”方案》、《CBA 职业联盟成立方案》	篮协	第一是中国篮协把联赛商务权、赛事推广授权给“CBA 公司”（中国篮协占 30% 股份，其他 20 家俱乐部均占 3.5%，合计 70% 股份）；第二步是中国篮协适时将竞赛组织等办权授给竞赛组织等办权授给“CBA 公司”。待授权全部完成后，“CBA 公司”将全面负责联赛运营，包括组织、裁判、开发推广等业务，中国篮协承担监督管理、业务指导等任务。
2017.4	《关于篮球改革试点有关事项的通知》	体育总局	将国家体育总局篮球运动管理中心承担的业务职责交中国篮球协会，并以中国篮球协会名义开展工作。在职责移交之后，中国篮球协会将全面开展国家队、联赛、青少年发展、社会篮球等业务。

数据来源：公开资料 上海证券研究所

2.2 2014 年以来国内重大赛事转播权价格快速攀升。

过去体育产业没有实现良性发展，很大程度上是由于相关资源没有完全市场化，应有的经济功能、产业功能没有得到充分的开发。随着近几年市场化程度提高，相关赛事版权价值大幅攀升。然而国内体育传媒行业还处于初期发展阶段，专业化能力的建立需要配合市场化改革同步进行。

中超：2013、2014 年中超公司的版权收入为 5,000 万元、8,000 万元，采用分开售卖方式。以 2014 年为例，8,000 万中有 3,000 万左右来自四大门户网站，2,000 万来自一家地方卫视台，1,000 万来自版权签约商，有 1,200 万左右来自央视。每个商家都是以极低的价格，就拿到了一年的中超版权。2016 年中超公司以 5 年 80 亿元的价格整体打包卖给体奥动力，第一年定价 10 亿元，之后再由体奥动力分销给央视、地方卫视和新媒体网站，2016 年中超转播费迎来大幅增长。

CBA：2011 年盈方将新媒体分拆，搜狐和 PPTV 共同拿下 CBA 三年的版权，每年的价格也不过 1,000 万左右。2014 年搜狐和 PPTV 又与盈方续约 3 年，再加上乐视拿到的互联网电视平台转播权，目前 CBA 每年的新媒体版权收入略超过 2,000 万元。目前盈方与 CBA 的合作到 2017 年到期。

中国之队：中国之队是中国足球各级别国家队的总称，包括七支中国各级男女国家足球队。2015 年 3 月，中国足协首次通过竞标方式出售，体奥动力不仅评审资质最佳，而且报价也最高，击败央视、盈方、腾讯等机构拿下未来四年的全媒体版权，中标的价格在每年 5,000 万到 8,000 万，打破了央视对中国之队比赛电视转播的垄断。

英超: 2012年10月,新英体育以10亿元续约2013-2019赛季英超联赛独家转播权,每年版权费是1.67亿元。2014年开始,新英采取版权分销+付费转播的模式,2015-2016赛季,乐视、腾讯、新浪均以1,800万美元的代价买下部分场次的转播权,而且新英每轮只会给转播机构一场豪门比赛,其他豪门比赛需要去新英的平台付费观看,目前单场比赛标清收费5.99元,高清收费9.99元。新英还主动找到央视播放英超比赛和集锦,以扩大英超影响力,这是英超时隔12年后重返央视。

西甲: 2015年8月,背靠苏宁的PPTV以2.5亿欧元获得2015-2020年西甲中国地区全媒体版权,每年西甲版权价值达到3.5亿元人民币。PPTV目前在版权分销上进展较为缓慢,只是将电视转播权卖给了北京卫视和几家地方体育台,而新媒体平台上仍然是PPTV独家转播。

NBA: 2015年初,腾讯以5年5亿美元的价格取代新浪拿下NBA独家新媒体转播权,是之前新浪每年2,000万美元版权费的五六倍之多,NBA选择腾讯,更看重的是腾讯全媒体平台,腾讯除了获得NBA所有场次比赛,还将运营NBA官网+30支球队官网,打造NBA官方唯一中文社区及100大球星专属社区。

欧洲杯: 央视已经拿下2016年欧洲杯在中国大陆地区的独家版权,但下一届欧洲杯在国内的版权买卖可能引入竞争机制。2012年央视拿下欧洲杯全媒体版权后,在旗下的CNTV上进行网络转播,还分销给了腾讯、PPTV,版权费用为百万级别。

表7 国内体育版权签约情况

赛事	购买方	版权类型	期限	每年均价
中超	体奥动力	全媒体	5年(2016/2017-2020/2021赛季)	16亿元
中国之队	体奥动力	全媒体	4年(2015/2016-2018/2019赛季)	5000-8000万元
CBA	搜狐、PPTV、乐视	新媒体	3年(2014/2015-2016/2017赛季)	2000万元
英超	新英体育	全媒体	6年(2013/2014-2018/2019赛季)	1.67亿元
	PPTV	全媒体	3年(2019/2020-2021/2022赛季)	16.56亿元
西甲	PPTV	全媒体	5年(2015/2016-2019/2020赛季)	3.5亿元
意甲	乐视体育	新媒体	3年(2015/2016-2017/2018赛季)(已中断合作)	未披露
德甲	体奥动力	新媒体	3年(2015/2016-2017/2018赛季)	未披露
	PPTV	全媒体	5年(2018/2019-2022/2023赛季)	5000万美元

法甲	乐视体育	新媒体	未披露	未披露
欧冠	乐视体育、PPTV、新浪、腾讯	部分场次	3年(2015/2016-2017/2018赛季)	2000万元以上
	双刃剑	全媒体	3年(2018/2019-2020/2021赛季)	1.33亿美元
亚冠	PPTV	全媒体	3年(2017/2018-2019/2020赛季)	1亿美元
NBA	腾讯	新媒体	5年(2015/2016-2019/2020赛季)	1亿美元
NFL	阿里体育	全媒体	未披露	未披露
MLB	乐视体育	全媒体	3年(2016/2017-2018/2019赛季)	未披露
NHL	腾讯体育	新媒体	5年(2016/2017-2020/2021赛季)	未披露

数据来源：公开资料 上海证券研究所

2.3 从赛事运营角度看改革

2.3.1 体育改革先看中超

整体而言，中国竞技体育的职业化改革是以“放权让利”的方式进行。政府作为“放权”的主导方，通过政府管理体系控制职业化改革的速度和范围，从而避免中国竞技体育所承担的政治责任和社会义务等公共产品基本属性受到过度冲击，由此形成与我国非均衡性制度转型相对应的“举国体制下竞技体育职业化”发展框架。在此框架内，对于中超联赛，就产生了《中超联赛有限责任公司章程》等制度安排。正是有法可依的制度安排，形成了当前中超联赛的组织管理结构。

2012年2月，《中国足球职业联赛实施管办分离改革方案(试行)》出台。该方案虽然将“管”中国足球超级联赛的权力移交给了新成立的职业联赛理事会，“办”联赛商业事务的权利归属于中国足球协会与联赛俱乐部合股成立的中超公司。但事实表明中国足球的管理机构，通过承担社团组织、政府行政机关等多重角色，依然控制着中超联赛的关键要素，职业联赛理事会并没有发挥预期作用。

2015年2月，中央全面深化改革领导小组第10次会议审议通过《中国足球改革发展总体方案》。其中与职业联赛关系密切的改革要求，包括中国足球协会与体育总局脱钩，以及要改进完善足球竞赛体系和职业联赛体制。但是，要实现这一方案所提出的改革目标还需要更为具体的实现路径与策略。

中超联赛组织管理结构难以实现管办分离的重要原因是政府与投资者的博弈。

可以看到代表政府权力的职能部门提出，无论对中超联赛进行怎样的改革都不能剔除其公共产品的基本属性以及中国足球事业的特

殊公益性，并以此为依据极力维持政府主导控制的联赛组织管理结构，强调对联赛的控制权占有，以及联赛经济收益获取份额的合理性。但对于市场投资者而言，每个赛季投入到俱乐部的资金人力对比于产出并不相称。他们会通过各种方式对现有管理制度安排提出改革诉求，期望获得参与调整制度的权力以维护自身利益，可是在政府主导的制度改革前提下，职业体育管理部门相比俱乐部在制度设计和制度安排确定上具有绝对优势。这就导致中超联赛当中的政府与市场投资者形成了一种地位、力量不对等的“领导者—跟随者”博弈关系。因此，政府与市场投资者的非合作博弈关系所引发的利益取向、权力安排、政府干预与市场自由要求等方面的矛盾是改革的主要阻力。

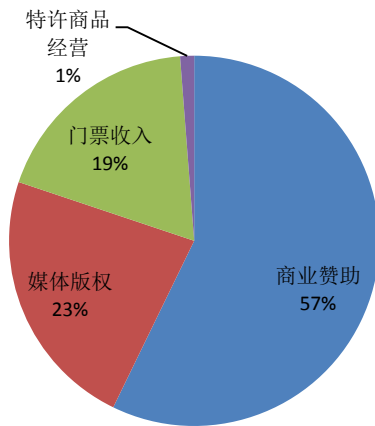
中超体制改革预期的实现路径。

我们认为以中国足球协会的双重代理改革转型为支点，构建符合“政事、政社、政企分离，管办分离”要求的中超联赛组织管理结构较为合理。将中国足球协会与国家体育总局脱钩，使中国足球协会成为与体育总局平等合作的独立性公共治理主体。作为政府职能部门的国家体育总局应当公开行政权力清单，在约束自身行为边界的基础上将与足球行业有关的中观、微观层面的具体职能赋权移交给中国足球协会，体育总局及其他与职业联赛相关的政府部门则保持调控、引导等宏观职能。“实体化”的中国足球协会与政府之间的关系应当是相互平等前提下的“伙伴相依”。例如中国足球协会通过整合、协调包括俱乐部在内的所有行业内利益主体的诉求向政府进行反映，并参与政府的政策规划及其实施过程。政府也可以采取各种间接措施给予中国足球协会的职能行使以支持，或者通过委托、公私合作等方式协同中国足球协会解决行业面临的共性问题。这样，中国足球及其职业联赛的发展目标达成将不再依靠于政府的干预，而是通过俱乐部、中国足球协会、政府之间的资源交换和对共同目标的认识与追求进行实现。具体改革措施为调整中国足球职业联赛理事会的权力结构，由俱乐部自主成立职业联赛理事会，并由该理事会组建符合市场机制要求和标准的企业法人负责中超联赛的商业规划、具体事项管理与运营事务。

中超盈利向好，但较欧洲先进国家差距仍然较大。

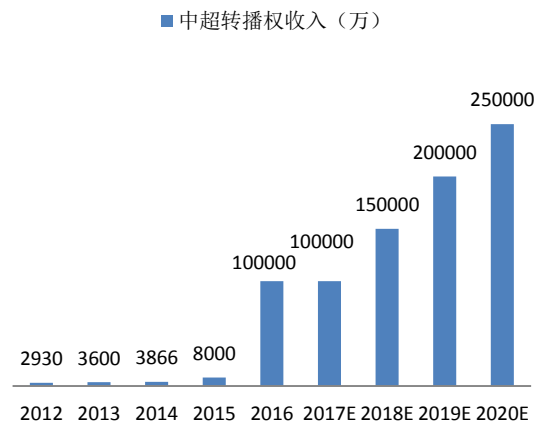
尽管版权价格大幅上升，中超赛事的收入水平还远低于国际先进水平，2016 赛季中超实现总体收入 87.33 亿元，收入水平较前一年度大幅提升，但总体收入依然仅为英超的约 1/8。中超主要收入来源为赞助及转播权。赞助方面，对于中超的赞助费额度一直屡创新高，中国平安对中超的冠名赞助已经持续三年，赞助额已经上涨到 1.8 亿元，而在转播权收益方面也取得了重大突破。从 2016 年起，中超版权进入“80 亿”时代，体奥动力将在 2016 年起的 5 年里总计支付给中超公司 80 亿转播费用以换取独家全媒体赛事转播权，其中第一年支付 10 亿，以后支付额逐年递增。

图 31 2016 中超收入构成



数据来源：中欧体育 上海证券研究所

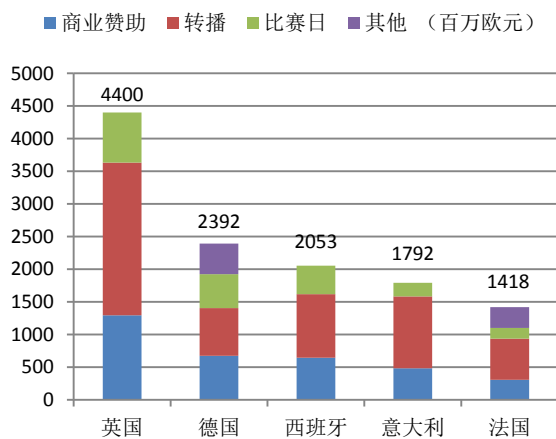
图 32 中超转播权费用 (万元)



数据来源：维宁体育 上海证券研究所

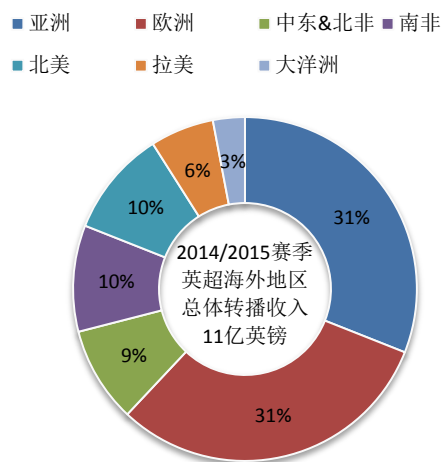
欧洲五大职业联赛：英超、德甲、意甲、西甲、法甲具有最高的商业价值，代表了国际足坛的顶尖水平，五大联赛的收入占据了欧洲足球联赛的半壁江山（超过 100 亿欧元）。尤其是英超，是五大联赛中当之无愧的翘楚，无论是在球迷数量、球星质量还是赛事的收入水平都是业内的领头羊。英超是英国四级职业联赛中的最高级赛事，赛事联盟由参赛的 20 支球队组成，球队分别持有联盟 5% 的股权，联盟负责联赛的具体运作情况。联赛采取末位降级制，降级的俱乐部所持有的联盟股权将转交给升级的队伍。

图 33 五大联赛收入细分 (单位: 100 万欧元)



数据来源：德勤 上海证券研究所

图 34 英超转播收入海外构成



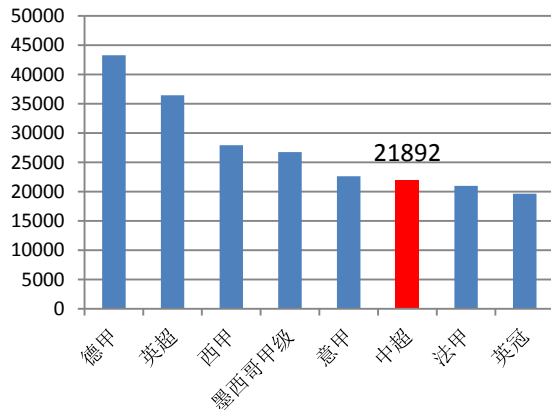
数据来源：德勤 上海证券研究所

中超是国内的顶级足球联赛，运作模式参照了英超的体系，也同样采取末位降级制。不同的是，代表赛事联盟的中超公司由中国足协控股，剩余股权由 16 家参赛俱乐部分别持有。中超虽然成立时间较五大联赛短，但其已经具有相当高的影响力，就观众人数来说，

场均观众人数超 2 亿人，位居亚洲第一，世界第六。

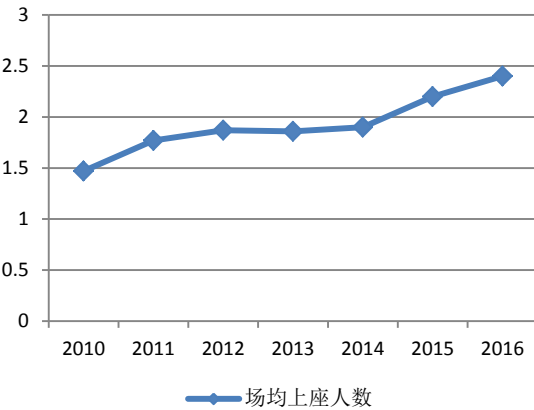
大资金涌入和新媒体渠道推广双重驱动下，中超赛事上座率明显上升，2016 年中超冬季转会市场异常火爆，中超各大球队开启“买买买”模式，不断登上全球各大体育媒体头条，转会价格也不断创出新高，重金投入的 2016 年中超呈现火爆态势。

图 35 足球联赛场均观赛人数 (人)



数据来源：维宁体育 上海证券研究所

图 36 中超赛事观赛人数变动趋势 (万人)



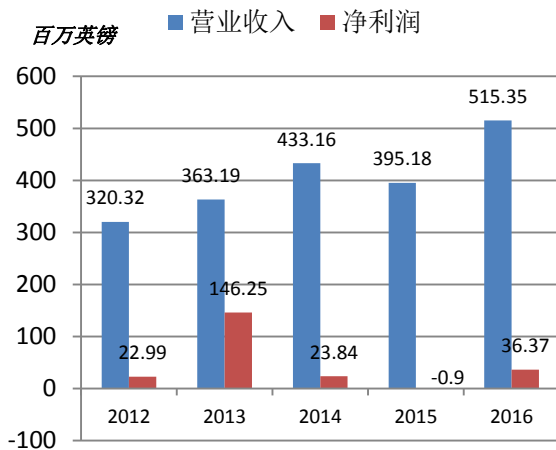
数据来源：欧迅体育 上海证券研究所

2.3.2 中超俱乐部层面分析

世界顶级足球联赛中的足球俱乐部是最具品牌商业价值的体育团体。英超联赛在商业化运作上的巨大成功也造就了一批成功的足球俱乐部，在德勤 2014/2015 赛季足球俱乐部财富排行榜中，有 9 支英超俱乐部进入榜单前 20 位，前 30 位中更是有 17 支俱乐部来自于英超。作为英格兰足球史上最成功的俱乐部之一，曼联是全球唯一一家成功登陆纽交所上市的足球俱乐部。根据福布斯榜单的数据，2014 年曼联整体估值高达 28.1 亿美元。和排名第一的皇家马德里（估值 34.4 亿美元）以及排名第二的巴塞罗那（估值 32 亿美元）是仅有的三家估值超过 20 亿美元的足球俱乐部。

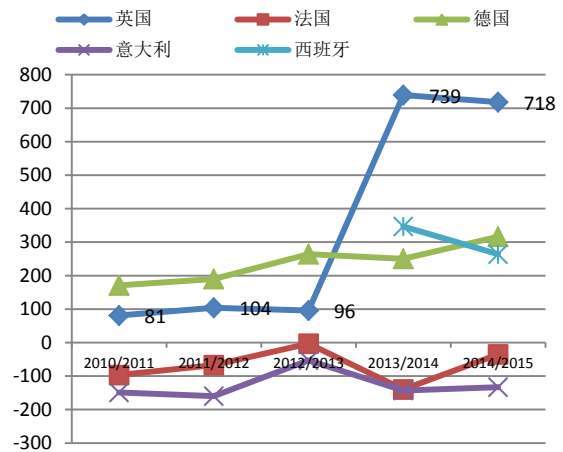
欧洲足球产业在商业模式上表现出典型的娱乐产业特征：收入的规模体量依赖于本土传媒市场及消费文化，收入结构以版权收益与赞助广告为支撑；收入集中度高，少数影响力最大的联赛及俱乐部份额高企；核心的球员（品牌）成本居高不下；自有球员培育体系成熟的联赛及俱乐部可持续发展潜力最大。除曼联等顶级俱乐部外，几大联赛中的普通俱乐部也整体实现了盈利。五大联赛中英超、德甲、西甲联赛整体税前营业利润分别高达 7.18 亿、2.64 亿、3.16 亿欧元。英超中 20 支球队中 17 支实现了营业利润为正，德甲中 18 支球队中 11 支实现了盈利。多家联赛俱乐部实现盈利除了因为这几大联赛的创收能力较强之外，薪酬警戒线也起了不小的作用。欧足联对欧洲俱乐部设定了薪酬范围，要求俱乐部薪酬支出不得高于整体收入的 70%，联赛本身对控制薪酬规模也各有规定，目前，五大联赛薪酬支出占营收重比约为 60%，有效地控制了薪酬这一最大成本，使得俱乐部整体财务情况比较健康。

图 37 曼联已基本实现盈利（百万英镑）



数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

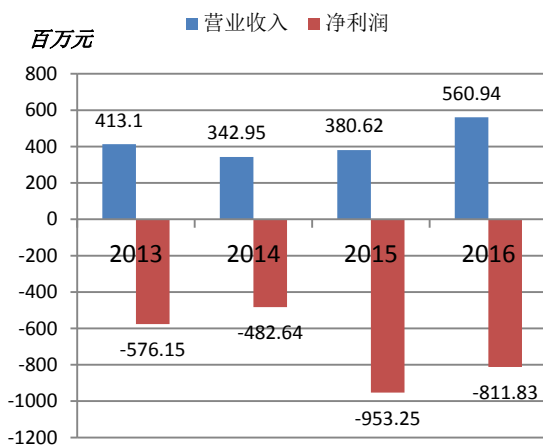
图 38 欧洲五大联赛整体营业利润情况（百万欧元）



数据来源: 德勤 上海证券研究所

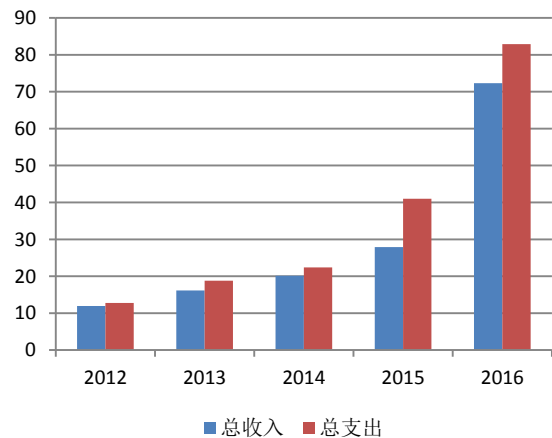
而在中国，目前中超俱乐部的投资人基本形成国企和民营企业赞助对半开的局面。根据欧迅体育统计的数据，2016 年中超俱乐部整体实现收入超过 80 亿元，其中有 41.4 亿元来自投资方的投入。资本的大量投入使得中超球队近年重金求得外援的案例高发，超越英超成为在转会市场上最烧钱的联赛：根据德国转会市场网站的数据，2016 赛季中超冬季转会窗口中，16 家中超俱乐部在转会市场上的总投入达到了惊人的三亿欧元。2016 年，中超俱乐部虽然有转播权分成收入的增加，但是转会费及球员薪酬已经成为俱乐部极其沉重的负担，国内俱乐部即使有着各自投资人的大笔投入，总支出额仍远高于收入。以恒大淘宝俱乐部公布的年报显示，近三年分别亏损 4.82 亿、9.53 亿、8.11 亿。

图 39 恒大俱乐部盈利情况（百万元）



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 40 中超俱乐部收支水平（包括股东投资）（亿元）



数据来源: 欧迅体育 上海证券研究所

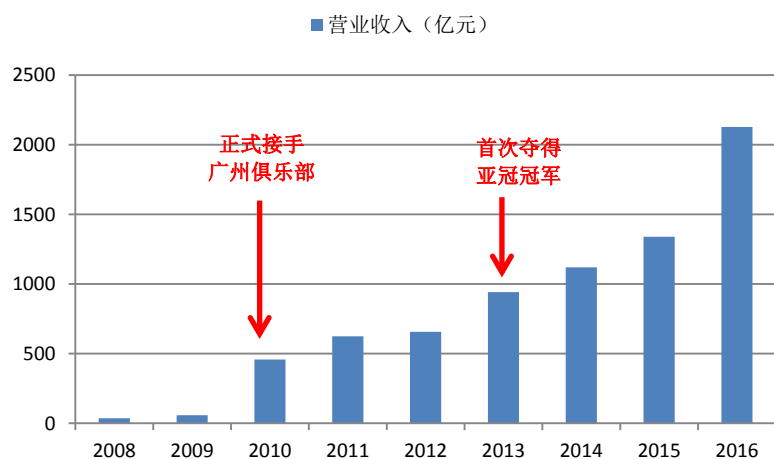
对于一家足球俱乐部来说，在运营成本较为固定的情况下，当其能

通过良好的竞技成绩获得海量的球迷及受众，并提升俱乐部的品牌价值，比赛日收入、商业赞助收入与授权使用费等收入超过各项成本之和时，公司就能获得持续盈利。根据欧迅体育《2016 中超联赛商业价值报告》，中超 16 家俱乐部中，保级球队平均投入 5.7 亿元，主要收入来源除了商业运作带来的赞助、转播权收益之外，还有过半收入来自俱乐部股东投资，去除股东投资部分，整体亏损超过 46 亿元。**造成亏损的主要原因是球员及教练的畸高薪资及转会费。**中超 16 家俱乐部总支出的 91% 用于支付球员教练薪资及转会费。目前的中超仍旧处于商业赞助占绝对主导的阶段，版权价值开发、比赛日球迷现场体验及收入的提升有非常大的成长空间。

从中超俱乐部的投资方来看，只来自国企和房地产企业两方面资本。中超 16 家俱乐部主要投资人和 10 家与中超公司签约的赞助企业中，房地产行业背景股东占据 90% 以上，可见房地产企业投资足球有其必然性。足球这样的大众体育项目是地产商实现冲出本地、走向全国的营销载体。行业过于集中带来的风险是，一旦该行业进入下降周期，足球俱乐部也不可避免地受到冲击。

以恒大为首的房地产企业积极布局中国足球，短短几年净亏损 30 余亿元，看似是亏钱的买卖。然而恒大从一个地方房地产企业成长为超越万科的巨头，发展最快的阶段恰恰是投资足球的阶段。恒大从 2010 年开始投资中超俱乐部，而恒大房地产销售额由 2006 年的 17 亿元，增长到 2016 年的 3734 亿元，增长 220 倍；现金余额由 20 亿元增长到 3043 亿元，增长 152 倍；总资产由 78 亿元增长到超过一万亿元，增长超过 150 倍。

图 41 恒大地产营收增长情况（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

表 8 中超俱乐部股东背景

俱乐部	股东	参投时间	所属行业
广州恒大淘宝	恒大集团	2010	地产
	阿里巴巴	2014	互联网

山东鲁能	山东电力	1998	电力、金融
	鲁能集团	2002	地产、矿业
上海申花	绿地集团	2014	地产、国资
上海上港	上港集团	2014	港口、国资
北京中赫国安	中赫置地	2017	地产
	中信集团	1992	金融
天津泰达	泰达控股	1998	金融、地产
江苏苏宁	苏宁集团	2015	零售、互联网、地产
长春亚泰	吉盛投资	2015	矿业、国资
广州富力	富力地产	2011	地产
河南建业	建业住宅集团	1994	地产
重庆当代力帆	当代集团	2017	地产、金融、医药
	力帆控股	2000	汽车、金融、地产
辽宁宏远	宏远集团	2006	港口、地产、矿业
河北华夏	华夏幸福	2015	地产
延边富德	富德集团	2015	金融、地产
天津权健	权健集团	2015	医药
贵州恒丰智诚	恒丰伟业	2015	地产
	智诚集团	2005	地产

数据来源：公开资料 上海证券研究所

2.3.3 中国资本投资海外俱乐部分析

近年来，中资资本加速收购海外俱乐部股权。海外俱乐部收购热潮主要是因为一、人民币汇率贬值压力大，中资海外并购以期资产避险，体育俱乐部估值稳定，保值价值相对较大；二、国内优质体育资产不仅稀少而且价格高，欧洲体育资产相对处于价值洼地；三、通过控股足球俱乐部，利用俱乐部在当地的重大影响力使公司迅速提高企业知名度，帮助公司其余业务快速进入国外市场；四、体育是热门题材，投资者可借此讲述完整的故事，获取资本市场的追逐和认可。

表 9 国内资本投资海外足球俱乐部概览

时间	事件
2014 年 7 月	合力万盛出资 800 万欧元全资收购荷甲海牙俱乐部。
2015 年 1 月	万达出资 4500 万欧元购得西甲马德里竞技俱乐部 20% 的股份。
2015 年 7 月	莱德斯出资 700 万欧元成为法乙俱乐部索肖的唯一股东。
2015 年 9 月	华信能源以近 1000 万欧元收购捷克俱乐部布拉格斯拉维亚 60% 的股份。
2015 年 11 月	星辉娱乐以 1700 万欧元收购西甲西班牙人俱乐部 56% 股份。

2015 年 12 月	华人文化出资 4 亿美元购买英超曼城俱乐部 13% 股份。
2016 年 5 月	睿康集团出资 6000 万英镑收购英冠阿斯顿维拉俱乐部的所有股份。
2016 年 6 月	当代明诚足球俱乐部管理公司以 3700 万欧元收购西甲格拉纳达俱乐部的全部股份。
2016 年 6 月	苏宁旗下苏宁体育产业集团以约 2.7 亿欧元收购国际米兰俱乐部约 70% 的股份。
2016 年 7 月	复星集团以 4500 万英镑全资收购英冠狼队的所有股份。
2017 年 3 月	罗森内里体育投资卢森堡公司（中资）以 5.2 亿欧元（包含 2.2 亿债务）完成对 AC 米兰的收购。

数据来源：公开资料 上海证券研究所整理

海外投资主体大致可分为以下几类，同时体现了不同的市场布局：

投资公司（代表企业：睿康集团、IDG 资本、复星集团等）：布局海外俱乐部主要因为欧洲俱乐部所处联赛体系成熟、俱乐部的影响力和品牌价值可以使投资资产实现不错的保值效果，尤其是当前欧洲经济相对低迷，俱乐部估值下降，具有较好的投资价值。

体育公司（代表企业：合力万盛、当代明诚等）：投资是为了扩展上游产业链，为公司在足球领域的发展而学习海外先进的管理、运营方法，进而提升公司海外市场影响力。

集团巨头（代表企业：万达集团、苏宁集团、华人文化等）：投资主要是为了向体育领域布局，是对公司业务的转型和优化，如苏宁收购国际米兰可以为国内江苏苏宁俱乐部引进先进的管理和训练方法，打通国内优秀球员与国际顶尖俱乐部的通道，完善足球领域布局。

而国内互联网体育公司则在 2016 年进一步加强与海外赛事的合作，除了购买一些大型赛事的版权外，还出现了签约商务合作、商业赞助、引进国外热门赛事并在国内二次开发等形式的各种合作，例如爱奇艺与 CAFL 的合作就是将美式橄榄球带进中国，打造出中国的橄榄球职业联赛，相比 2015 年比较单一的购买赛事 IP，2016 年国内企业在国际体育赛事的开发和合作方面变得更加多元化。

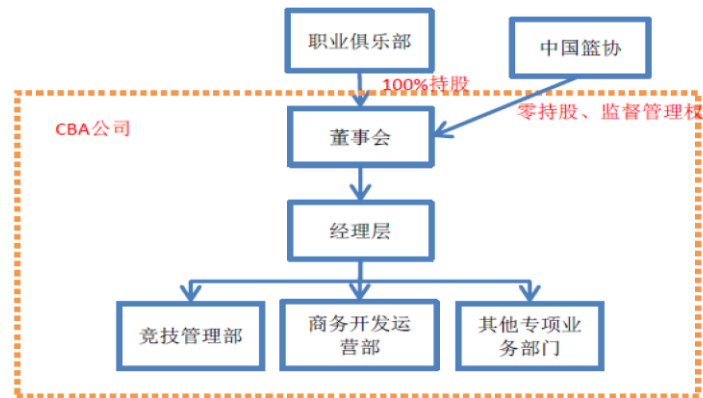
2.3.4 CBA 改革取得重大突破

我国的 CBA 职业篮球联赛是国家体育总局篮球管理中心全权负责管理，它既是管理部门办事机构，又是将决策、管理和实际操作集于一体的同时又具有行政能力的一个事业机构。由于篮球管理中心和职业篮球联赛是国家体育总局篮球管理中心全权负责管理，它既是管理部门办事机构，又是将决策、管理和实际操作集于一体的同时又具有行政能力的一个事业机构。

CBA 大股东中国篮协拟将所持有的 30% 股权以 858 万价格转让给 CBA 的 20 支球队，这样 CBA 公司将顺利实现国退民进。新的运营架构也已确定，在董事会的领导下，实施双总经理负责制。一位总经理负责主管联赛竞技层面的运营工作，一位负责联赛商务开发运营工作。未来 CBA 联赛实行管办分离之后，首先将明晰联赛主

体各方的产权关系，实现机构和人员的专业化、公司化运营。成立 CBA 联赛公司，通过引入更多专业人才与专业团队提升联赛经营水平，将联赛与各俱乐部利益捆绑，共同提升联赛内容与盈利，创造更多的商业模式，丰富球队收入来源，挖掘更大的市场潜力。而篮管中心的责任将放在国家队、社会篮球、女篮联赛等，这样的减重将让他们有充足的精力与人手来做好这方面的内容。可以说如今的 CBA 并不缺乏球迷与社会资本的关注，联赛水平的提高一方面可以吸引更多社会资源的倾斜，另一方面也与提升中国篮球整体实力的目标相契合。

图 42 CBA 改革后的预计公司架构

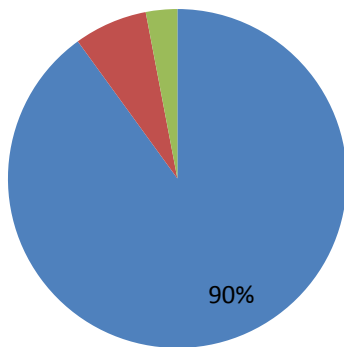


数据来源：公开资料 上海证券研究所

作为中国篮球的第一大职业赛事，其由中国篮球协会授权成立的联赛委员会管理各项事务。联赛运作方面，2005 年开始，联赛商业运营由篮协与瑞士盈方共同成立的合资公司负责，其中篮协拥有控股权（51%），瑞士盈方负责联赛的商业推广和电视转播部分。赛制方面 CBA 效仿 NBA 赛制，以准入制替代升降级制，联赛时间跨度从 10 月底到次年的 4 月份，设置季前赛、常规赛和总决赛，以及联赛中期的全明星赛。

图 43 CBA 联赛收入结构

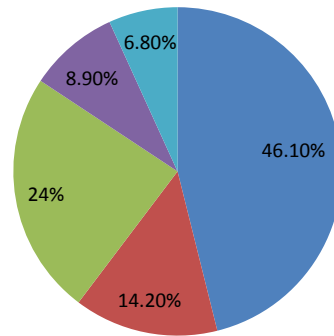
■ 赞助收入 ■ 门票及其他收入 ■ 转播收入



数据来源：中国篮协 上海证券研究所

图 44 CBA 俱乐部收入结构

■ 联赛分成 ■ 门票 ■ 企业赞助 ■ 政府补助 ■ 其他



数据来源：中国篮协 上海证券研究所

受制于政策环境及内容强度，央视在赛事转播方面具有垄断地位等影响，CBA 的收入中 90% 以上来自赞助收入，赛事转播收入占比极低。令人关注的是这个赛季后 CBA 将迎来全新的商务周期，在 CBA 公司已经成立的当下，新合同被各方寄予“厚望”，联赛和 CBA 球队的价值势必会“水涨船高”，大多数 CBA 球队多年来亏损越来越大的局面也或将得到缓解。

图 45 2016 年 CBA 联赛赞助商费用



数据来源：CBA 官网 上海证券研究所

2.3.5 CBA 俱乐部层面分析

CBA 联赛中的俱乐部产权形式有两种：一种是合资型的球队；另一种是独资型的球队。

合资型：合资型球队分为两种类型，一是地方体育局与投资企业以合资的形式进行合作，共同组建的俱乐部，例如 2002 年，山东黄金金斯顿公司与山东省体育局联合成立了山东黄金金斯顿俱乐部；青岛双星男子篮球俱乐部是由青岛市体育局和双星集团共同组建而成的，这种合作类型的球队还有新疆广汇篮球俱乐部、辽宁衡业篮球

俱乐部、江苏南钢篮球俱乐部等。二是部队和企业以合作的形式组建篮球俱乐部，在 CBA 联赛中只有一支，是由中国人民解放军八一体工大队和宁波富邦控股集团有限公司共同组建而成的八一富邦篮球俱乐部。

独资型：独资型俱乐部分为两种类型，一是企业独资型，例如广东宏远篮球俱乐部是广东宏远集团公司创办的首家民营独资型篮球俱乐部，像这种企业独资型的俱乐部队还有东莞新世纪、浙江广厦等。二是个人出资型，如在 1996 年 1 月，上海市体育运动技术学院与上海东方电视台合作成立上海东方篮球俱乐部。

表 10 CBA 俱乐部股东及冠名赞助商背景

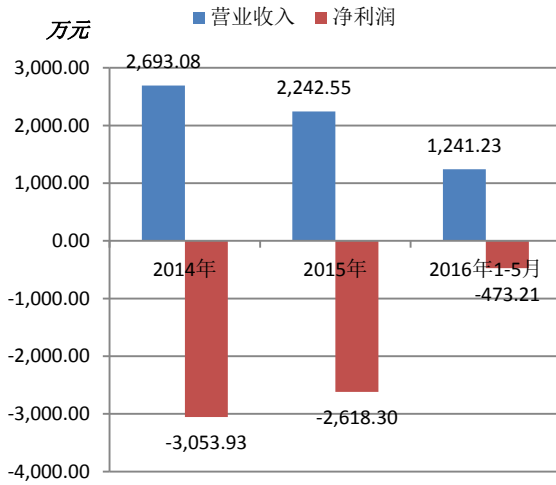
球队简称	股东	参投时间	所属行业	冠名赞助商	首次冠名时间	所属行业
新疆喀什古城	广汇集团	1999	汽车、地产、能源	喀什古城（因地方政策）	2016	旅游
广东东莞银行	宏远集团	1995	地产、纺织、医药	东莞银行	2008	金融
上海哔哩哔哩	上海泰戈鲨客投资管理有限公司	2009	投资管理	哔哩哔哩	2016	互联网
浙江广厦	广厦集团	2005	建筑、地产、能源	广厦集团	2006	建筑、地产、能源
辽宁本钢	衡业集团	2011	汽车、地产、矿业	本溪钢铁	2016	钢铁
	辽宁省篮球运动管理中心	1996	体育			
深圳马可波罗	新世纪房地产	2003	地产	马可波罗瓷砖	2015	陶瓷制造
四川品胜	金强实业	2009	地产	品胜股份	2016	电子
山东高速	山东高速	2014	路桥	山东高速	2014	路桥
北京首钢	首钢集团	1995	钢铁	北京首钢	1995	钢铁
江苏肯帝亚	肯帝亚集团	2015	木业	肯帝亚集团	2015	木业
	江苏省体育局训练中心	1995	体育			
天津泰笛生活	天津荣钢	2007	钢铁	泰笛生活	2016	互联网、生活服务
青岛潍坊高新	双星集团	2003	轮胎、机械	山东高创建设投资集团	2016	地产、工程
山西汾酒	汾酒集团	2013	白酒	山西汾酒	2011	白酒
九台农商银行	九台农商银行	2011	金融	九台农商银行	2011	金融
福建泉州银行	浔兴集团	1999	地产	泉州银行	2011	金融

浙江稠州 银行	稠州银行	2009	金融	稠州银行	2009	金融
	浙江体育职业技术学院	2009	体育、教育			
北京农商 银行	北控集团	2015	燃气、水务	北京农商银行	2016	金融
江苏同曦	同曦集团	2007	地产、铝业	同曦集团	2007	地产、铝业
广州证券	佛山兴普投资	2010	实业投资	广州证券	2016	金融
八一双鹿 电池	富邦集团	2006	工业	双鹿电池	2005	电池
	八一体育俱乐部	2006	体育			

数据来源：公开资料 上海证券研究所

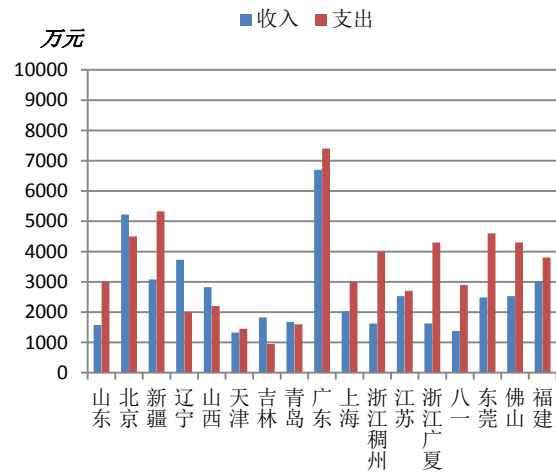
CBA 球队收入结构单一，大部分处于亏损状态。从公布的 2012-2013 赛季 CBA 球队收入来看，17 支球队总收入 4.52 亿元，总支出 5.78 亿元，其中仅有北京、辽宁、山西、吉林和青岛 5 支球队盈利，大部分俱乐部都处于亏损状态。而 NBA 联盟 30 支球队合计收入与经营利润达到 48 亿美元与 6.9 亿美元，全联盟仅有布鲁克林篮网队出现亏损，盈利能力最强的洛杉矶湖人队经营利润达到 1 亿美元。CBA 球队主要依靠联赛分成、主场门票收入、俱乐部冠名权收入、球员转会经纪收入、赛事组织收入与政府财政支持，相较于 NBA 各个俱乐部的收入和支出情况，CBA 俱乐部收入水平非常低，与 NBA 俱乐部相比差距悬殊。NBA 俱乐部投入运营，通过门票、广告赞助、电视转播权、球员转会、开发销售标志产品和球迷会员费等方式实现收入和盈利。票房是 NBA 俱乐部收入的主要组成部分，能够达到俱乐部收入的 50%，这得益于 NBA 的职业化和市场化运作的成功，球星效应、基建先进、场馆专业化运营等原因。俱乐部自身也有来自地方电视转播与电台转播的收入（独立于联盟整体的转播收入合同之外）。CBA 俱乐部收入主要来自篮协分成、企业赞助、票房收入等，其中篮协分成因赞助商投入较大而占比最高达 46%，票房收入占比不到 15%，政府支持与企业赞助是收入大头，对比 NBA 球队门票，媒体转播、衍生产品等一系列收入来源的现状，差距明显。

图 46 龙狮篮球（原佛山队，现广州证券队）盈利情况



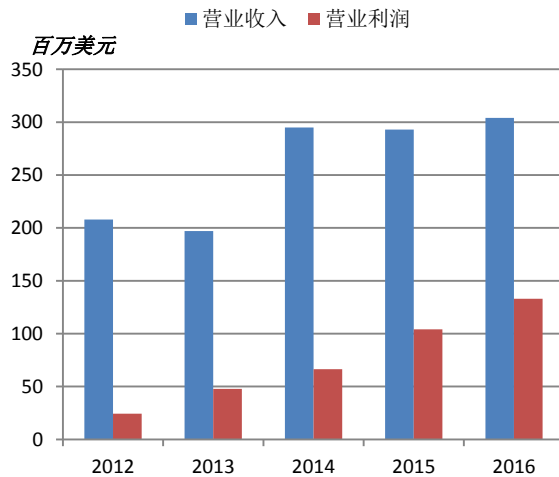
数据来源：公开转让说明书 上海证券研究所

图 47 2012/2013 赛季 CBA 各俱乐部收入支出情况



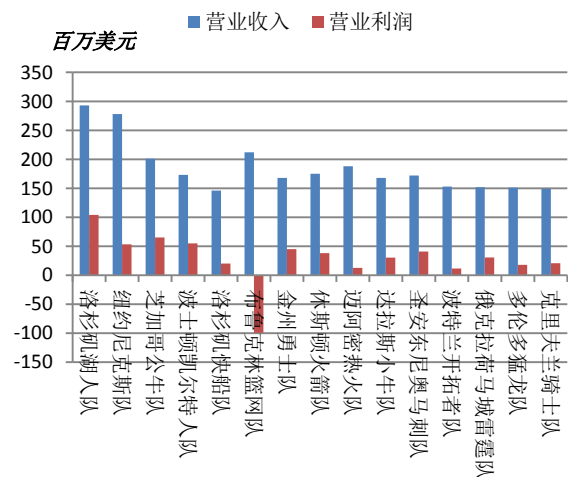
数据来源：网易体育 上海证券研究所

图 48 洛杉矶湖人队历年盈利情况（百万美元）



数据来源：Forbes 上海证券研究所

图 49 2015/2016 赛季 NBA 各俱乐部盈利情况(百万美元)



数据来源：Forbes 上海证券研究所

2.4 新媒体的版权经营分析

近年来，新媒体版权领域竞争激烈。各企业从自身优势出发，布局赛事、传媒、智能体育等产业核心环节，并将体育业务与自有其他产品体系形成有效联动，初现“春秋五霸”、“列国七强”的竞争态势。

图 50 体育传媒布局情况



数据来源：公开资料 上海证券研究所

2.4.1 对标国外体育龙头公司，围绕体育版权的盈利模式清晰。

体育资源的稀缺性决定了体育产业的集中度将越来越高，最终将由几大巨头垄断体育资源的开发（赛事权益开发、转播平台、体育营销等），这在国外体育市场已有先例。而目前国内体育产业尚处于初创期，没有成熟的盈利模式，观察国外的体育龙头公司可以发现，像瑞士盈方和 ESPN 都是围绕赛事版权，通过制作分销和付费转播的模式获得丰厚的回报。目前体奥动力连续拿下中国之队和中超全媒体版权，战略定位和发展路径与盈方颇为相似，而乐视体育、腾讯、新浪、PPTV 则基于赛事版权打造体育内容平台，目前还处于跑马圈地时代，乐视体育和腾讯最有可能成为中国的 ESPN

万达体育：通过并购与合作获得上游顶层资源

购买上游版权：加强和国际体育组织的合作。把与国际组织的合作作为重点，通过国际体育组织获得体育赛事授权，拥有体育赛事的 IP。盈方是全球第二大体育市场营销公司，曾负责 2014 年世界杯的转播，拥有国际足联在亚洲 26 个国家\地区球赛事转播独家销售权以及 2018、2022 两届世界杯的销售权。盈方在足球、冬季运动领域全球排名第一。足球领域拥有 40 个顶级足球赛事的代表权益，合作伙伴包括国际足联世界杯、欧洲杯、德国国家队、德国杯、意甲、AC 米兰俱乐部等；冬季冰雪项目代理了冬奥会项目所属的全部 7 家国际体育联合会。美国世界铁人公司拥有世界唯一的“铁人三项赛事品牌，占全球长距离三项赛事 90% 以上份额。

在中国举办世界级赛事：长白山举办世界级的滑雪挑战赛；WTC 旗下主打赛事品牌半程铁人三项 IRONMAN 首次在厦门举行；超级

铁人赛事 IRONMAN 将于 2017 年落地厦门；2016 年万达体育控股公司至少在中国落地举办了三大类赛事。

壮大相关产业：作为提前布局冰雪产业的企业，万达已在全国布局好了冬奥主题业态，并将冰雪运动作为产业在全国进行了推广。目前万达有六个冰雪项目确定落地，其中长白山冰雪已经正式经营。

图 51 万达集团在体育产业布局情况

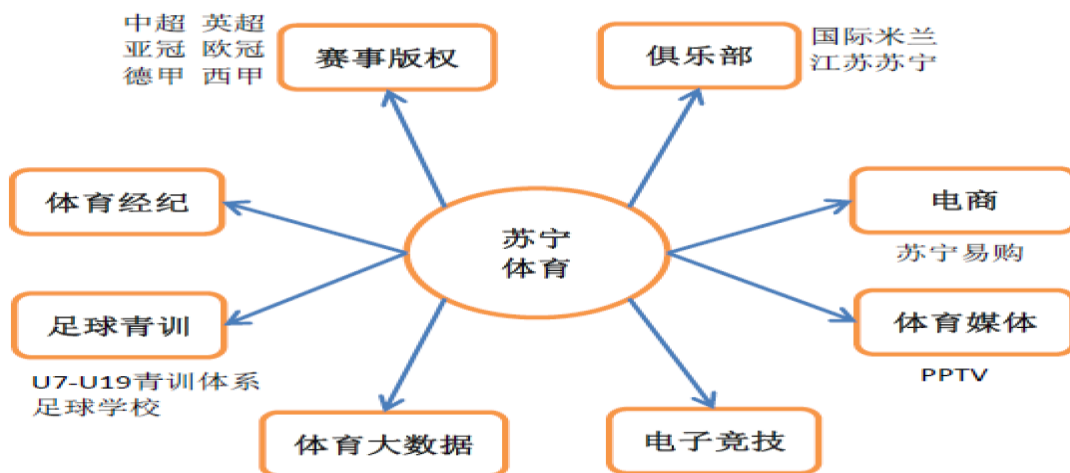


数据来源：易观 上海证券研究所

苏宁体育：加大投资，布局足球全产业链

苏宁体育集团在 2016 年 5 月正式成立，在这之前，苏宁集团对体育产业的布局早已展开。从巨资拿下西甲全媒体版权，到收购江苏舜天俱乐部，以及后来的投资创冰科技、懂球帝，在海外收购国际米兰俱乐部，巨资拿下英超版权和强化苏宁俱乐部的青训体系等等。苏宁体育一直围绕足球产业链的各个环节展开布局，上游的赛事资源和俱乐部是苏宁体育布局中的核心，利用上游优势资源获取大量用户，最终通过电商、付费会员、版权营销、赛事运营等方式变现。

图 52 苏宁集团在体育产业布局情况



数据来源：易观 上海证券研究所

乐视体育：豪赌版权，打造乐视体育生态

2014年3月，乐视体育作为独立公司从乐视网分离出来，由单一的视频媒体网站业务发展为基于“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”的全产业链体育生态公司。乐视体育的“生态化反”链条只有在拥有基数庞大观众的前提下才有实现的可能，于是抢夺赛事版权成了当务之急，“买买买”一度成为乐视体育的常态。乐视体育所持有的赛事版权最多时共有20个大项，超过250个小项，其中73%为独家持有，一年赛事直播超过12000场。而在接连失去亚冠、中超、等重要赛事版权之后，近期体奥动力也将终止向乐视提供其旗下的一系列赛事信号，包括中国之队、日本J-League、德甲。“钱荒”成为乐视体育内容竞争力下降的最大原因。

图 53 乐视在体育产业布局情况



数据来源：公开资料 上海证券研究所

腾讯体育：定位媒体平台，专注社区运营

2003年11月，腾讯体育频道作为腾讯网的六大频道之一正式问世，之后在腾讯体育频道的基础上发展成腾讯体育，定位为体育媒体和平台。腾讯的媒体基因决定了腾讯体育的战略布局由内容的切入，拿下顶级赛事版权，依靠强大的社交基因进行品牌和社群运营，一方面将用户有效串联在腾讯的生态内，另一方面通过衍生品销售、内容付费以及游戏实现变现。

图 54 腾讯体育在体育产业布局情况



数据来源：易观 上海证券研究所

内容付费：以电视转播数据为例，NBA 在中国每个赛季的观众规模拥有 5 个多亿，平均每场 NBA 比赛每分钟吸引到的观众人数更是达到了 600 多万，这种群众基础能让拥有 NBA 独家赛事的腾讯更容易实现内容付费。原腾讯体育会员价格为 30 元每月，而全新的“NBA 联盟通”则需要 90 元/月，年费则为 1080 元，而原会员价格仅为 298 元。

周边产品销售：背靠微信、QQ 的平台资源，与用户形成强关联互动。订阅用户可在“NBA 社区”体验和使用 NBA 游戏专区以及更全面的社交媒体电商平台等服务，海量高黏性用户可以为 NBA 周边商品的网上销售带来巨大的可能。

游戏变现：凭借游戏方面的优势将打造 NBA 主题互动游戏，在与 NBA 实况内容结合后，将会拓宽游戏的使用场景，PC 端、移动端都将会有更具场景化的游戏推出。

自制赛事 IP：腾讯围绕通过 NBA 版权建立的大量用户基础，2016 年举办了超级企鹅篮球名人赛，将体育和娱乐结合，取得了不错的票务销售成绩。与国际篮联的合作为腾讯未来的赛事开发又提供了更大的空间。

2.4.2 从乐视到苏宁，探索多元化的变现模式

优质体育赛事的版权培育需要漫长的时间，因此优质赛事版权具备稀缺性的特点，这一特点导致版权价格在国内市场充分放开后大幅上涨。体育赛事版权变现主要有内容付费和广告两种方式。从欧美成熟市场来看，内容付费占据主导地位，国内腾讯、乐视等版权所有者也在内容付费方面积极尝试，国内用户付费习惯的养成还需积累，版权方当前需要提高 IP 制播质量和探索更多变现方式。体育赛事版权属于需要资本密集投资的“重型资源”，因此网络媒体背后不乏产业巨头与知名投资方。同时，网络媒体为了应对日趋上升的版权费用挑战，不断丰富变现模式，并逐步推行“免费+付费”直播模式，

强调流量提升与多元变现。

图 55 体育版权变现模式



数据来源：易观 上海证券研究所

以乐视体育为例，传统的广告收入不足以担负以其近 200 项体育版权的费用，因此乐视积极开拓垂直生态链，创造衍生品、彩票、教育、培训、游戏和票务等收入。同时，在英超转播中，乐视推行“免费+付费”结合的模式，对于重要比赛和高清转播进行收费。截至 2016 年底，乐视体育上线一年营业收入超过 24 亿，是 2015 年度的 6 倍有余。乐视体育会员售价 590 元/年，目前会员数已突破 300 万人大关，是公司的主要收入来源。然而，虽然公司营收大幅增长，但其收入水平并不能覆盖其购买版权的巨额支出。加上年底乐视陷入资金吃紧的危机，不得已放弃了以中超为首的多个顶级赛事版权，乐视体育独占体育赛事版权，推进付费会员业务的布局已基本宣告破产。

在乐视体育接连受挫之时，苏宁体育却开始了他在足球版权上的进击。除了中超以外，苏宁体育传媒还拿下了西甲、英超、德甲、西甲、亚足联、欧冠等世界顶级赛事 IP 之后，苏宁体育的足球版权帝国已经基本成型。版权年均成本高达 38.5 亿元。

表 11 苏宁体育足球版权成本

赛事 IP	起始年份	结束年份	总成本	年均成本	版权类型
德甲	2018	2023	2.5 亿美元	3.4 亿元	独家全媒体
西甲	2015	2020	2.5 亿美元	3.4 亿元	独家全媒体
英超	2019	2022	7.21 亿美元	16.5 亿元	独家全媒体
中超	2017	2018	13.5 亿元	13.5 亿元	独家新媒体
亚冠	2017	2020	1 亿美元	1.7 亿元	独家全媒体

数据来源：公开资料 上海证券研究所

表 12 体育媒体会员收费标准

体育媒体	订阅价格	年价格	目标用户数
腾讯体育	22 元/月	价格较低-260 元	1480 万
Twitch	5 美元/月		
乐视体育	590 元/年	价格适中-600 元	640 万
ESPN	8 美元/月		
广州恒大主场年票	600 元起		
天空广播	10 英镑/月	价格较高-1200 元	320 万

注：目标用户数指可以覆盖 38.5 亿版权成本时的用户数

数据来源：公开资料 上海证券研究所

2.4.3 深挖内容将成制胜法宝

对于版权内容的衍生利用和多次开发是缓解版权成本压力的直接有效途径。随着赛事版权价格不断上升，依靠赛事转播产生流量与广告收入已经不能满足要求，深挖内容成为必然。以腾讯开发 NBA 独家版权为例，腾讯除了转播 NBA 赛事之外，还深挖 NBA 各项活动和授权产品的网站的共同运营权以及专属游戏的版权。腾讯的 NBA 2K OL 游戏签约勒布朗-詹姆斯作为代言，在国内体育游戏领域属于现象级产品。与此同时，为了提升内容质量和转播吸引力，腾讯还高薪聘请了原新浪 NBA 解说柯凡。

我们认为，体育赛事付费观看是世界上的主流模式，美国 ESPN、英国 SKY 等体育媒体都采取了有线电视收费订阅的方式。而 Twitch、乐视体育、腾讯体育等新媒体也是采取了网络付费订阅的模式。考虑到苏宁所持有的版权的丰富程度，同时比较各大体育媒体的收费情况，我们认为适中的年付费订阅价格应在 600 元左右。如果需要通过付费会员覆盖版权成本，则至少需要 640 万的年费会员。实际情况下轻度付费的会员会占到一个相当大的比重，因此目标会员人数应在 1000 万以上。考虑到国内球迷人数已经突破了 3 亿人，付费会员模式的长期前景值得看好。但目前，国内用户尚没有形成付费观看的习惯，市场的开拓需要一定的时间。虽说苏宁目前在体育赛事版权的布局程度上较去年的乐视甚至犹有过之，不过苏宁体育的付费会员业务至今仍未推出。与乐视不同，苏宁不仅拥有中国最早的互联网直播体育赛事平台，还有着丰富的线下资源，通过版权分销、体育衍生品零售、体育付费会员等多种盈利模式的共同发力，结合线上服务、线下体验，足以形成以足球为产业核心的内容矩阵。且苏宁早期就投资了中超俱乐部之一的江苏苏宁，对于体育产业的大投入有更深刻的了解，资金链也较乐视更为充沛。我们看好苏宁在体育传媒上的长期布局。

三.行业未来发展展望

3.1 各路资本继续加码体育产业

体育产业是文化产业中的“重工业”。继 2015 年大批体育产业基金相继成立的热潮之下，2016 年仍然有大额并购基金成立，据不完全统计，2016 年新增基金规模为 345 亿元，较 2015 年提升近百亿。但是目前国内体育产业整体还处于发展的早期阶段，优质的项目相对有限，多数早期项目的商业模式仍在探索中，虽然有大量社会资本的进入，但可投的优质项目相对稀缺，国内体育领域的赛道还需进一步开发。资本是体育产业崛起最为直接的动力，以万达、腾讯、阿里、乐视为代表的领军企业，数十家上市公司，上百亿专项产业基金进入体育产业，全面改变了产业格局、加速了行业进程；互联网对体育产业的推动主要体现在互联网对于体育产业中组织结构、信息流、现金流的重构，帮助供给与需求更为有效的匹配。

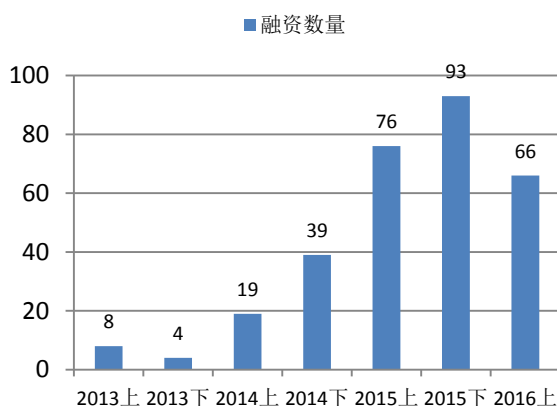
表 13 2016 年成立的部分体育产业基金

基金名称	投资规模	投资机构
元迅投资体育基金	1 亿元	懒熊体育、联科创盈、华人文化
分众方源体育有限合伙	4 亿美元	分众传媒、方源资本
阿里体育基金	100 亿元	阿里体育等
体育之窗体育产业基金	50 亿元	体育之窗等
双象体育投资基金	3 亿元	双象股份、无锡金融、双象投资
佳兆业凯兴体育基金	100 亿元	佳兆业、凯兴资本
体育文化产业并购基金	6 亿元	奥拓电子、松禾资本
江苏省体育产业投资基金	10 亿元	江苏省体育产业集团、江苏省政府投资基金等
邓亚萍体育产业投资基金	50 亿元	邓亚萍团队、中原资产管理有限公司

数据来源：公开资料 上海证券研究所

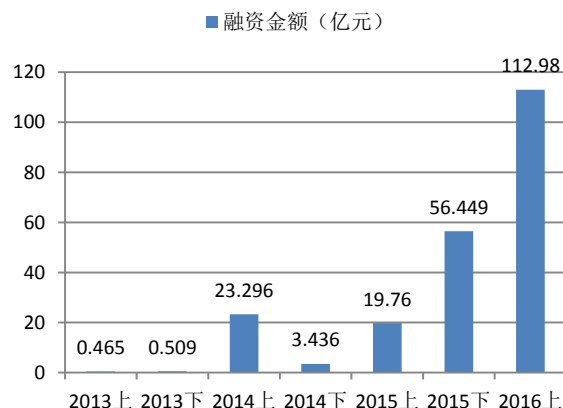
从融资数量来看，2016 上半年相比 2015 下半年减少了 27 个，受体育产业投资资本寒冬影响，降幅高达 27.84%。从融资金额来看，2016 上半年比 2015 下半年增长了 100.15%，B 轮、C 轮融资的企业数量明显增加是融资金额大幅增长的主要原因。其中融资金额较高的企业有乐视体育 B 轮融资 80 亿元，Keep 的 3200 万美元 C 轮融资，懂球帝 4 亿元 C 轮融资等。资本的相互竞争将推高核心赛事 IP 的价值，收入反哺赛事自身建设，进一步提升自身价值。赛事版权卖出更高的价格，联赛和俱乐部的收入大幅增加，收入增加驱使俱乐部加大投入规模购买优秀球员，提高赛事的竞技水平和关注度，赛事商业价值进一步提升，形成良性循环。上游赛事的价值和关注度的提升，带动中游体育媒体、体育营销的发展和下游体育用品和周边的培训、旅游、社交等的发展。

图 56 2013—2016 上半年国内体育项目融资数量



数据来源: Fellow Data 上海证券研究所

图 57 2013—2016 上半年国内体育项目融资金额



数据来源: Fellow Data 上海证券研究所

3.2 证券化是体育资产大趋势

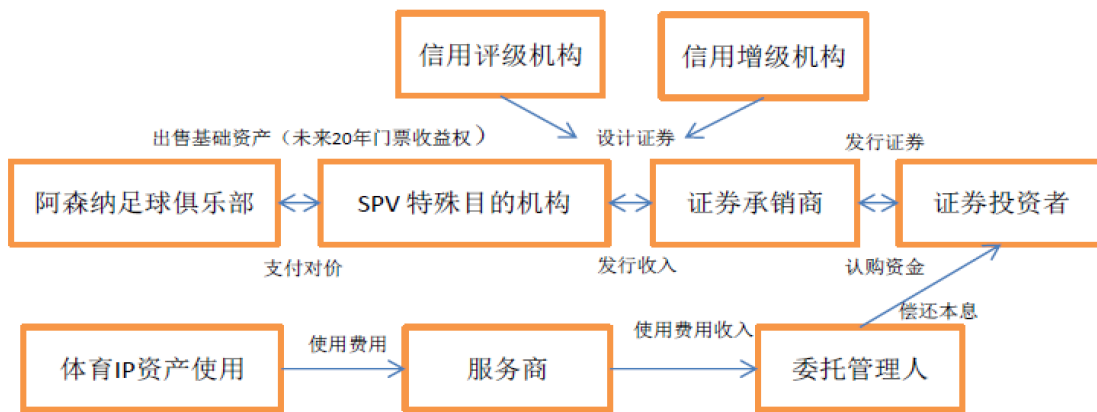
我国体育事业的资本配置呈现二元化特征。

一部分靠国家财政拨款，一部分靠企业投资。这种现状在全世界是唯一的，也是中国的一个特色。西方国家体育产业主要靠市场，政府不会用财政拨款，拿几十个亿来养这么大的一个行业。只有前苏联和我国以前的体育事业一样，没有市场募资，纯属事业型行业，主要是国家财政投放。我国目前国家财政仍拿出一部分钱投入体育事业，另外通过市场，由企业投资再获得一部分。这一特征导致了我国体育产业发展过程与其他国家不同的规律。资本市场的积极参与对于体育产业发展来说非常重要。体育项目在引入民间资本和产业资本后，将会产生更高的运作效率，带来体育产业整体商业价值的提升和资本市场的高额回报。

体育 IP 资产证券化有利于我国体育事业的发展。

在当今体育改革进程中，经费不足的问题已成为关系到各级体育组织及运动项目生存、发展和制约体育产业向更高层次梯度迈进的“瓶颈”。而解决方法其实就在如何进行卓有成效的“体育融资”。有了融资资本，就能进行选项投资、创造利润。体育产业资产证券化是体育融资的必经之路，即以体育 IP 资产的未来收益权为支撑，发行资产证券进行融资。

图 58 阿森纳足球俱乐部资产证券化案例



数据来源：北京体育学报 上海证券研究所

近年来体育上市公司多登陆盈利要求不高的新三板。

受制于目前国内的市场环境，体育行业公司多处于布局卡位时期，盈利能力普遍不佳。以主板上市公司为首的苏宁、乐视等，都选择将体育类资产放在集团层面进行培育，作为战略布局，尚不要求其实现盈利。而中小型体育公司则多选择在盈利要求不高的新三板挂牌上市，以进行融资扩大规模。虽然中国体育产业目前面临较大规模盈利的现状，但已经站在了未来黄金十年发展的起点，在资本和政策的推动下，上市公司的体育布局更加迅速，渗透到产业链的各个环节。新三板体育公司已超过 40 家，同时体奥动力、虎扑体育、体坛传媒等优质纯正的体育公司也即将登陆资本市场，势必会继续提振整个体育板块。

3.3 看好俱乐部运营及垂直社区领域

职业体育俱乐部本身有成熟的运行机制与商业模式，职业体育俱乐部上市是确定性的趋势。

职业体育俱乐部的投资机会除了足球和篮球，其它如职业摔跤、格斗、赛车等小众领域也比较看好。参考国外体育发展经验，在 1996 年前后，英超在商业领域的迅猛发展以及与天空电视台签订的超级天价转播合同，将英超俱乐部的上市热潮推到了巅峰。切尔西、纽卡斯尔、利兹联、阿斯顿维拉等英超俱乐部纷纷上市交易。到 1997 年底为止，英格兰已有 18 家俱乐部通过 IPO 募集资金，英超联赛更是出现了超过半数球队皆为上市俱乐部的辉煌局面。欧洲大陆的其他顶级联赛球队也纷纷摩拳擦掌，拉齐奥、阿贾克斯、罗马、多特蒙德、尤文图斯等球队先后成功实现了在本国的证券交易所上市。高市值的公司较容易获得银行借款等更多的融资渠道，也可以扩大知名度和公众关注，更契合了上市企业使股东财富最大化的公司目标。对于一个上市的足球俱乐部来说，在本身难以盈利，并且即使盈利也需要将资金投入球队以保持竞争力的情况下，基本上无法对股东进行分红。从持续十数年的眼光来看，几乎所有的上市俱乐

部股价都在稳定下跌，只有商业开发极其成功的曼联是个例外。但从某个时点的角度来看，俱乐部上市对于股东的回报还是非常丰厚的。

上市后的足球俱乐部由于投资主体的多元化，以及社会监督和市场监督机制的作用，能够通过外力提高俱乐部的管理水平，促进俱乐部的规范发展，增加工作的透明度，减少暗箱操作，从而形成现代企业管理制度。而且俱乐部实现产权多元化有助于避免因大股东撤资导致俱乐部无人经营的情况出现，这对整个联赛的平稳进行也有很大帮助。职业体育俱乐部运营相当一个媒体资产的运营。以运营较为成功的曼联为例。在商业赞助收入的开发中，其采取多元化的经营，来自赞助、零售商品及授权、新媒体的营收占比分别约为 6:2.5:1.5。随着曼联俱乐部国际知名度的提升，纯赞助带来的收入提升非常迅速，尤其是每年的球衣赞助。此外，曼联俱乐部注重开发衍生商业价值的开发，涉及的内容包括鞋服用品的授权和零售，通过零售、专卖店、电商等渠道销售，目前与 NIKE 的合作采取“13 年 3.03 亿英镑保底金额+50% 利润分成”的合作模式，2015 年开始的与 ADIDAS 的合作金额提升到 10 年 7.5 亿英镑。新媒体端，曼联已经尝试的包括内容授权及制作、社交媒体平台、移动 APP、电子商务、赞助广告、会员内容订阅等。

目前中国足球目前存在着俱乐部收入窘迫→比赛质量较低→门票收入及转播权销售困难→商业价值打折扣（覆盖用户群体有限）→俱乐部经营窘迫的尴尬恶性循环。国内大部分俱乐部依然是靠以地产、钢铁、制造业等传统资本依赖性行业的赞助。而恒大淘宝足球俱乐部登陆新三板，拉开独立上市序幕，上游资源方加速走向专业化运营。2016 年 1 月，恒大淘宝定向发行 2173.40 万股，发行价为 40 元/股，募集资金 8.6936 亿元。尽管融资估值高达 158 亿元，截止到 2016 年底仍无法实现盈利，俱乐部的生存靠投资人持续投入及赞助费。目前中国职业足球俱乐部的主要收入主要来自于广告收入及特许收入、门票收入、中超公司参赛费（含电视转播费分成）、球迷周边产品销售收入和出售球员所获转会费。恒大地产集团作为恒大淘宝最主要的客户，对于俱乐部的支持力度从销售金额可以体现出来。恒大地产集团为俱乐部的主要广告客户群体，2016 年，俱乐部在恒大地产集团的销售金额就达到了 2.68 亿元，销售占比 47.91%。随着中超价值的逐步提升，我们认为恒大淘宝作为联赛领头羊，未来必将能够实现盈利。

垂直社区：互联网媒体的专属机会。

体育媒体的价值在于放大体育 IP 的影响力，帮助其实现商业变现。纵观世界体育发展史，英超、NBA、NFL、奥运会的发展与电视媒体的转播密不可分。但在互联网渗透入生活各领域的今天，传统媒体已经不再拥有优势。由于媒体特性和我国广播电视体制的种种限制，未来电视将很难成为体育媒体的主流：CCTV 受制于体制的束

缚，难以花费高昂版权费用；省级上星台时段资源有限；地级电视台因为覆盖面等问题，更不可能成为市场主流。在新事物的接受和应用程度上，互联网也往往走在传统媒体的前头。因此，体育传媒未来的中坚力量将在以互联网为代表的新媒体。所以我们看到新赛季中超的传播渠道已经偏向互联网。当然，电视媒体作为覆盖面最广泛的大众媒体，在一定时间内将依然保持着较强的传播优势，对于赛事 IP 影响力的扩散具有相当的作用，尤其是对于不够成熟、知名度不高的赛事来说，成为其传播的必然选择。

在垂直于某一专项运动的体育资讯平台出现之前，综合类体育资讯平台新浪体育在用户规模和市场占有率方面一家独大。但是在足球领域和篮球领域出现了懂球帝和虎扑体育后，大量的用户被分流到了这两个平台，垂直类体育资讯平台迅速崛起，从易观千帆监测的2016年体育资讯APP用户数据来看，懂球帝和虎扑体育无论在月活跃用户人数、领域渗透率还是人均单日使用时长方面都超越了新浪体育，垂直类资讯平台在单项运动资讯的深度和广度上更胜一筹，用户也更易于聚类统计，广告营销更为精准，因此成为未来体育资讯的发展方向。

图 59 体育资讯向垂直平台快速演变



数据来源：易观 上海证券研究所

虎扑的发展模式：

线上媒体：与传统门户媒体不同，虎扑并不靠直播资源来赚钱，其最大的特点是对比赛内容的“二次开发”。以一场普通英超球赛为例，观众在第一屏（电视屏幕）上观看比赛时，虎扑在第二屏（手机等移动端）呈现的是一手报道、数据统计，以及球迷之间的互动。虎扑直播可以聚集几十万、几百万球迷进行互动，最多纪录是一场比赛球迷留下 300 万条互动纪录，有对场上球员的苛刻评论，也有对教练排兵布阵的吐槽等等。在一个真实的体育场上，虎扑更像是球场周围的那片座椅，提供以体育为话题的社交环境。

线下运营：在线下方面，配合线上用户资源的数据调查，开始着手引进海外高质量体育资源，举办高水平的线下赛事，实现真正意义上的 O2O 闭环。2013 年，虎扑在北京（国家体育总局训练局内）

设立子公司。一方面承担体育产业的政策研究、申报审批等工作，另一方面旨在更加便捷的对体育资源进行合理的整合，包括国际与国内所有体育资源的搜集与整理。同时，虎扑投资一亿元人民币用于地方性体育赛事的开展，至今虎扑已在全国 166 个城市组织了 125,300 场各类比赛。像北上广深，大型体育活动不胜枚举，但对三四线城市而言，全民参与的大型户外体育活动仍待开发。激活国内的基层赛事，带动体育消费氛围，是虎扑的切入点。

四.体育行业相关上市公司

雷曼股份 (300162.SZ): 深耕体育产业链

公司垄断国内顶级体育赛事 LED 设备,牵手中超与中甲深耕足球产业。公司每年为近 600 场顶级职业赛事提供 LED 显示屏设备及服务,占据 90% 以上的市场份额,在球赛中有着非常好的入口优势。在互联网+体育领域,公司针对中国职业联赛现场球迷开发“第 12 人”APP,产品除了一般看球类应用的资讯、社交、电商、竞彩等功能之外,更充分发挥了雷曼在球场 LED 显示屏方面的优势,实现球迷手机屏和赛场 LED 屏之间的双屏互动。公司与控股股东李漫铁先生、北京雷曼凯兴投资管理有限公司共同投资设立雷曼凯兴体育文化基金。其中首期规模 1 亿元。其中雷曼光电作为有限合伙人认缴基金份额的 60%,首期出资人民币 6,000 万元。基金作为雷曼体育产业布局的平台,将对优质的体育文化、体育科技、互联网等领域的标的进行筛选、储备和孵化,充分发挥资本市场的作用,为雷曼整合体育产业链资源提供充足准备,可帮助公司获取新的投资机会和新的利润增长点。

莱茵体育 (000558.SZ): 两大核心体系构建体育产业生态圈

公司最初主营房地产业务,2015 年进入文化体育领域,并逐渐剥离地产主业。公司已积极布局并发展足球领域的部分产业:包括混改浙江省女足俱乐部并负责运营;打造桐庐足球体育小镇;与皇家马德里基金会联合共同在国内重要城市举办了足球青训营等。公司确立了两大核心体系。即社会公共体育服务体系和优质 IP 运营体系。通过投资、并购重组、自建、合作等多种方式在足球、篮球、冰雪三大 IP 布局及产业链打造;通过拿地自建、租赁改造、PPP 等多种模式推进建设包含六大层级场馆体系的城市公共体育服务平台及户外体育服务体系。在“两大核心体系”的带动融合下,体育产业生态圈逐步形成。

贵人鸟 (603555.SH): 进军健身产业链

2016 年以来,公司先后收购体育用品零售商杰之行 50.05% 股权、网络代运营商名鞋库 51% 股权以及 AND1 大中华区运营权,整合线上线下优质品牌渠道资源,完善多品牌、多渠道布局,并表带来新增量的同时,未来的联动效应可期。在鞋服主业上,公司完成以 27.15 元/股非公开发行募资 4 亿元,用于服装供应链建设,在完善供应链,

巩固鞋服主业发展的同时，也将为多品牌多渠道经营提供供应链支撑。在体育产业布局上，公司已披露收购威康健身 100% 股权预案，拟进军健身房行业，所收购的足球经纪公司 BOY 完成并表，未来我们预计公司还会在体育大产业持续进行并购。

中体产业 (600158.SH): 体育总局旗下唯一上市公司

公司成立于 1998 年 3 月，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发起组建。其中体育基金管理中心持股 22.07%，是控股股东。公司是国家体育总局下唯一上市公司，公司的业务主要分地产开发销售和体育板块。公司早先已经确定回归体育产业的战略目标，逐渐剥离房地产业务。公司体育业务主要分为赛事运营、场馆运营、休闲健身、体育经纪、体育彩票、体育设施设计与建设等。其中赛事运营和彩票业务是体育板块的两大支撑。

体育之窗 (834358.OC): 体育产业服务平台

公司专注于为体育迷提供一流的现场体验服务，同时通过组织运营国际国内顶级赛事和大众体育运动、围绕城市场馆提供体育休闲服务，为客户提供整合营销、咨询和增值服务。公司以体育赛事运营推广和体育休闲服务为业务支点，借助中国之队赛事、中超联赛、NBA 中国赛、CBA 联赛、亚洲女子排球锦标赛、中国网球公开赛等国内外顶级体育赛事的影响力及其培养的体育爱好者，打造了覆盖赛事、场馆、体育迷、衍生商品及服务的多维度产业链。

博克森 (832338.OC): 搏击赛事 IP 运营商

博克森成立于 2011 年，是中国首家体育赛事节目集成发行及赛事播出平台管理服务的虚拟运营商。公司的主营业务主要来源于两个方面：一是数量庞大的搏击类体育赛事版权节目内容资源，二是独家运营的《世界搏击》多媒体多屏播出平台媒体资源。公司利用“产品+渠道”的两大平台优势，获取媒体广告、影视服务及赛事付费点播的分成收入。公司已与众多体育赛事优秀的传统电视媒体达成长期合作，拥有包括央视风云数字电视、华数传媒手机电视在内的可同步完成直播的“世界搏击”全媒体播出平台，作为内容集成商每年可提供 3000 小时的国际国内顶级搏击赛事与节目。同时，公司通过《世界搏击》多媒体多屏播出平台与互联网电视进行深度合作，展开“广告+付费”的商业模式。公司开展了 2015-2016 新赛季版权赛事节目规模化生产，体育影视梦工厂节目开始运转，《我就是拳王》系列搏击真人秀赛事节目获得各大媒体的认可。公司所采购的版权节目《紫禁之巅世界武术王者争霸赛》在 2011 年开始实现付费点播，该赛事节目在优酷、土豆等视频网站已获得 1.2 亿次点击量。

表 14 国内部分体育产业公司

分类	股票代码	公司简称	体育相关业务	体育收入占比	市值(亿元)	2016 年营业收入(百万元)	2016 年净利润(百万元)
----	------	------	--------	--------	--------	-----------------	----------------

	600158	中体产业	各类赛事运营; 健身俱乐部、体育场馆运营	43%	126.05	1,186.17 (+39.32%)	61.01 (-21.37%)
	000558	莱茵体育	赛事及体育场馆运营	1%	94.29	3,800.26 (+50.32%)	25.19 (+107.03%)
赛事运营	1661.HK	智美体育	马拉松赛事运营; NBL 商务运作	93%	26.71	482.21 (-29.36%)	93.36 (+83.81%)
	834358	体育之窗	以三大球为主的赛事运营及推广	100%	78.18	841.80 (+65.73%)	129.40 (+24.48%)
	832338	博克森	搏击类赛事版权发行及转播平台管理	100%	14.01	149.41 (+201.06%)	57.75 (+131.60%)
体育营销/经纪	300162	雷曼股份	中超、中甲 LED 官方赞助商; 球员经纪业务; 参投瑞士盈方	12%	42.32	562.50 (+47.72%)	30.76 (+54.06%)
	600136	当代明诚	足球赛事营销、经纪; 足球俱乐部商务开发	30%	81.80	569.04 (+31.98%)	122.18 (+128.51%)
	300291	华录百纳	足球及篮球赛事营销、商务开发	10%	162.65	2,574.86 (+36.61%)	378.46 (+41.80%)
俱乐部运营	300043	星辉娱乐	控股西甲球队皇家西班牙人; 足球青训、足校	8%	102.40	2,393.27 (+43.08%)	458.03 (+30.15%)
	834338	恒大淘宝	中超俱乐部运营	100%	190.43	560.94 (+47.38%)	-811.83 (+14.83%)
体育媒体	300104	乐视网	集团旗下乐视体育为国内主要体育直播平台	/	611.98	21,986.88 (+68.91%)	554.76 (-3.19%)
	002024	苏宁云商	集团旗下 PPTV 体育赛事版权丰富, 国内主要体育直播平台	/	944.97	148,585.33 (+9.62%)	704.41 (-19.27%)
	300431	暴风集团	成立暴风体育平台; 参与收购欧洲顶级体育赛事代理商 MPS65% 股份	/	83.41	1,647.35 (+152.62%)	52.81 (-69.53%)
	0700.HK	腾讯控股	NBA 新媒体独家版权持有方 & 直播平台; 电竞赛事运营	/	23,769.53	152,344.00 (+48.10%)	41,095.00 (+42.66%)
体育健身	603555	贵人鸟	拟收购国内最大连锁健身品牌威尔士; 国内知名运动鞋服运营商	100%	143.89	2,279.02 (+15.74%)	292.66 (-11.81%)
	835623	中航时尚	通过直管的健身会所提供一站式健康管理服务	60%	4.37	227.05 (+4.67%)	19.54 (+26.89%)
体育用品	2331.HK	李宁	中国领先的体育品牌。产品包括运动鞋、服装及配件等。	100%	110.89	8,033.88 (+13.11%)	643.25 (4,395.45%)
	2020.HK	安踏体育	中国领先的体育品牌。集设计、开发、制造及营销运动鞋服于一体	100%	591.77	13,348.03 (+19.96%)	2,385.55 (+16.91%)

	839064	舒华股份	跑步机&各类健身器械的研发、生产与销售商	69%	协议	1,063.40 (+0.50%)	134.54 (+0.78%)
户外用品	002780	三夫户外	国内知名户外用品零售商；布局户外赛事活动	100%	32.53	353.25 (+7.84%)	35.37 (+14.84%)
	300005	探路者	户外用品龙头；计划发展体育培训与健身业务	60%	70.77	2,877.83 (-24.42%)	165.61 (-37.13%)

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 15 海外部分体育产业公司

分类	股票代码	公司简称	体育相关业务	体育收入占比	市值 (亿美元)	FY2016 营收 (百万美元)	FY2016 净利润 (百万美元)
赛事运营&营销	IPG.N	埃培智 (INTERPUBLIC)	旗下八方环球(Octagon)为全球五大体育营销公司之一，管理运作超过13000个赛事和活动。	20%(CMG集团)	96.60	7,846.60 (+3.06%)	608.50 (+33.85%)
	MMB.PA	拉加代尔集团 (LAGARDERE)	子公司 Lagardere Sport 是全球体育营销巨头，业务涵盖大型赛事运营管理、明星经纪等。	7%	79.09	8,053.23 (+3.00%)	190.68 (+148.72%)
俱乐部	MANU.N	曼联俱乐部	英超足球俱乐部	100%	35.69	667.42 (+39.38%)	47.10 (5,392.54%)
	JUVE.BSI	尤文图斯俱乐部	意甲足球俱乐部	100%	10.41	401.50 (+14.44%)	4.43 (+85.27%)
体育媒体	DIS.N	迪士尼	旗下拥有 ESPN, ABC 等全球体育媒体巨头	30% (有线电视)	1,753.76	55,632.00 (+6.04%)	9,391.00 (+12.04%)
	SKY.L	英国天空广播	英国最大的数字电视付费运营商，其体育频道在英国占绝对领先地位	85% (付费订阅)	221.51	15,495.87 (+25.62%)	862.54 (-85.44%)
体育健身	PLNT.N	PLANET FITNESS INC	全美最大的也是发展最快的健身中心特许经营及运营商。	100%	20.60	378.24 (+14.43%)	21.50 (+16.10%)
体育装备	NKE.N	耐克公司 (NIKE)	全球体育鞋服类龙头公司	100%	906.11	32,376.00 (+5.80%)	3,760.00 (+13.66%)
	UA.N	安德玛 (UNDER ARMOUR)	新兴体育鞋服制造商，北美运动服装龙头	100%	90.69	4,825.34 (+21.75%)	256.98 (+10.49%)
户外用品	VFC.N	VF 服装 (VF)	美国最大的上市成衣公司之一，旗下拥有 North Face、Vans 等户外品牌	69%	230.15	12,019.00 (-0.11%)	1,074.11 (-12.79%)
	COLM.O	哥伦比亚户外	世界上最大的户外运动服装和鞋类公司之一	100%	40.06	2,377.05 (+2.19%)	191.90 (+10.07%)

数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

五.风险提示

1. 体育产业市场化与职业化程度不达预期。
2. 各地政策落地时间和推进仍有较大不确定性。
3. 相关上市公司转型体育受阻、或体育产业外延布局进度缓慢。

分析师承诺

滕文飞 胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。