

从海外龙头看国内体育中介服务公司发展



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——体育行业深度报告（第1期）

核心观点

通过对 IMG (WME-IMG)、Lagardere 和 Infront 三家全球领先的体育中介服务公司进行分析，我们认为：

❖ 资本助力收购兼并，实现业务形式的不断丰富和收入规模的快速增长

体育中介服务公司大多以单一业务起家，通过对行业细分领域公司的不断收购实现自身收入规模从小到大、服务形式和运动内容从单一到全面的快速扩张。而在这一过程中，能够提供资本支持的实力股东是公司发展的重要推动力，其中主要包括了专业的 PE 投资机构以及大型的媒体、文化集团。

❖ 媒体业务：以制作和分销为核心，尝试向付费播出平台扩张

体育赛事的转播与媒体版权是体育中介服务公司的重要业务。一般来看，体育中介服务公司会深度参与到赛事的转播与制作（赛事的信号制作、转播传输等+赛事的衍生制作）和媒体版权的分销（中介商模式+买断模式）两个核心环节。在观众从传统电视平台转向数字流媒体平台的趋势下，体育中介服务公司开始尝试切入 ToC 业务模式，通过 OTT 服务向观众提供赛事转播并收取订阅费用。

❖ 与上游合作保持业务稳定，向上游扩张锁定长期竞争力

锁定与上游体育 IP 的长期合作是体育中介服务公司稳定发展的重要因素。一般来看，体育中介服务公司与上游 IP 签署的合作协议周期至少为 4-8 年，同时随着合作内容的扩展与深入，双方将建立相互依赖的稳定合作关系，连续合作长达 20 年以上，进一步保证了公司业务规模的稳定性和可持续性。

不过，随着近年来市场对顶级内容和赛事 IP 的激烈争夺，体育中介服务公司的续约成本变得越来越高。因此，为了能够长期锁定成本，并提供独创性的内容，体育中介服务公司开始通过收购或者自建的方式来打造自有的赛事 IP 与内容，从而保证自身的长期竞争力。

❖ 投资建议：国内体育中介服务公司迎来发展机遇期

体育中介服务公司连接了体育产业的上下游并为体育产业提供全方位的服务，其成长直接受益于体育产业尤其是体育服务业的发展情况，同时体育产业的发展又与经济发展水平高度相关。在我国加快体育产业发展促进体育消费的背景下，产业的规模增长和结构改善将推动体育服务业实现快速增长，国内体育中介服务公司将迎来发展的机遇期。建议关注业务布局相对丰富、与上游资源锁定长期合作、参与媒体版权业务且拥有资本扶持推动的优秀公司。相关公司：当代明诚（600136）、体奥动力、盛开体育等。

❖ **风险提示：**我国体育产业及体育服务业的改革和发展不及预期；体育中介服务市场竞争激烈，导致获取上游资源的成本过高。

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	行业深度
所属行业	文化娱乐/休闲
行业评级	增持评级
报告时间	2018/9/27

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

尤鑫
证书编号：S1100116080008
021-68595231
youxin@cczq.com

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、中国体育服务快速增长，海外龙头公司具有借鉴意义	5
1.1 中国体育服务业：行业稳定增长叠加产业结构改善	5
1.2 体育中介服务公司格局：海外龙头公司为主	6
二、海外体育中介服务的龙头公司	7
2.1 IMG	7
2.1.1 公司概况：全球顶尖的体育中介服务公司	7
2.1.2 运营表现：媒体和大学体育占比较高，EBITDA 保持稳定增长	9
2.1.3 核心竞争力：全面性/IMG College/IMG Media/资本的推动	10
2.2 Lagardere	14
2.2.1 公司概况：媒体集团的细分业务板块，通过多项并购快速崛起	14
2.2.2 运营表现：成本控制和业务开拓实现扭亏为盈	17
2.2.3 核心竞争力：足球/高尔夫/Lagardere Plus	19
2.3 Infront	22
2.3.1 公司概况：万达控股的全球领先机构	22
2.3.2 运营表现：收入表现因世界杯举办与否产生波动	24
2.3.3 核心竞争力：足球/冬季运动	24
三、海外体育中介服务公司对中国市场的启示	26
3.1 资本助力收购兼并，实现业务形式和收入规模的快速增长	26
3.2 媒体业务：以制作和分销为核心，尝试向付费播出平台扩张	28
3.3 与上游合作保持业务稳定性，向上游扩张锁定长期竞争力	30
3.4 电子竞技：商业开发与 IP 自建并行	31
四、国内标的推荐	33
4.1 当代明诚（600136）	33
4.2 体奥动力（非上市公司）	36
4.3 盛开体育（非上市公司）	38
风险提示	39

图表目录

图 1:	我国体育产业总规模.....	5
图 2:	我国体育产业增加值与 GDP 占比.....	5
图 3:	体育产业增加值占 GDP 比重.....	5
图 4:	体育服务业占体育产业比重.....	5
图 5:	主要体育中介服务公司的全球竞争格局.....	6
图 6:	IMG 公司的发展历程.....	7
图 7:	IMG 的业务架构 (均为独立业务部门)	8
图 8:	IMG 的商业模式.....	8
图 9:	IMG 的收入 (百万美元)	9
图 10:	SPORTS & ENTERTAINMENT 的具体项目.....	9
图 11:	IMG 的 EBITDA (2004-2013, 百万美元)	9
图 12:	IMG 的多样性和全球化.....	10
图 13:	IMG 的全方位布局.....	10
图 14:	IMG COLLEGE 的业务内容	11
图 15:	IMG COLLEGE 的收入结构.....	11
图 16:	IMG COLLEGE 在业务版图	11
图 17:	LEARFIELD 的业务版图.....	11
图 18:	IMG MEDIA 的业务布局.....	12
图 19:	IMG MEDIA 的收入结构.....	12
图 20:	版权运营的细分收入结构.....	13
图 21:	节目制作的细分收入结构.....	13
图 22:	UFC 的历年收入 (百万美元)	14
图 23:	UFC 的 EBITDA 及占收入比重 (百万美元)	14
图 24:	拉加代尔集团的业务组成结构.....	14
图 25:	拉加代尔集团各部门收入占比.....	15
图 26:	拉加代尔集团各部门 EBIT 占比.....	15
图 27:	拉加代尔体育与娱乐的业务结构.....	15
图 28:	拉加代尔体育与娱乐的业务布局.....	16
图 29:	拉加代尔体育与娱乐的全球布局.....	16
图 30:	拉加代尔体育与娱乐的中国业务矩阵及全球资源.....	17
图 31:	拉加代尔体育与娱乐的营业收入和 EBIT.....	17
图 32:	营业收入的结构: 业务项目.....	18
图 33:	营业收入的结构: 地理区域.....	18
图 34:	拉加代尔体育与娱乐的足球业务占比 (年报仅披露到 2014 年)	19
图 35:	拉加代尔体育的足球业务布局.....	20
图 36:	高尔夫业务布局	21
图 37:	高尔夫业务占体育娱乐公司收入比重.....	21
图 38:	拉加代尔 PLUS 的业务布局.....	21
图 39:	盈方的主要发展历程.....	22
图 40:	盈方的股权结构	22
图 41:	盈方的全球布局	22

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

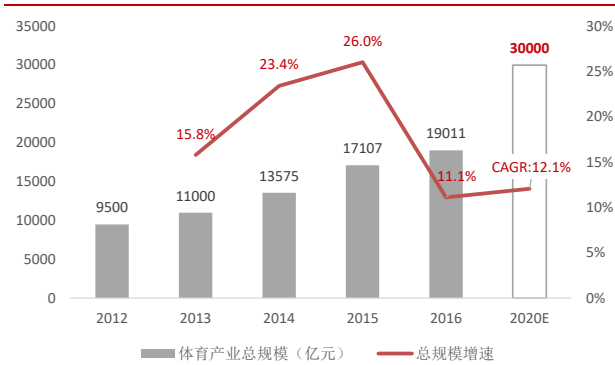
图 42:	盈方的商业模式	23
图 43:	盈方的核心战略	23
图 44:	盈方的营业收入	24
图 45:	盈方的收购估值	24
图 46:	盈方的世界杯项目	25
图 47:	盈方的足球合作伙伴.....	25
图 48:	收购兼并推动体育中介服务公司的快速扩张.....	27
图 49:	体育中介服务公司的扩张方向.....	27
图 50:	体育中介服务公司的主要业务模式.....	27
图 51:	体育媒体版权的产业链.....	28
图 52:	盈方控股 OMNIGON	29
图 53:	拉加代尔体育的虚拟广告.....	29
图 54:	体育版权的中介商服务 (AGENT)	29
图 55:	体育版权的采购与分销 (PRINCIPAL)	29
图 56:	全球电竞市场规模 (百万美元)	32
图 57:	全球电竞市场观众 (百万人次)	32
图 58:	当代明诚的体育布局.....	33
图 59:	当代明诚的体育营销与奥运战略.....	34
图 60:	2018 年世界杯亚洲区独家代理.....	34
图 61:	当代明诚的西甲版权.....	34
图 62:	当代明诚的亚足联权益.....	34
图 63:	新英体育的收入和利润 (亿元)	35
图 64:	新英体育的商业模式 (2017/18)	35
图 65:	新英体育的核心资产: 英超.....	35
图 66:	新英体育核心资产: 欧足联赛事.....	35
图 67:	新爱体育股权结构	36
图 68:	爱奇艺和新英体育付费用户数据 (万人)	36
图 69:	体奥动力的业务布局.....	36
图 70:	体奥动力的转播工作流程.....	37
图 71:	盛开体育的业务布局.....	38
表格 1.	IMG 及 ENDEAVOR (原 WME-IMG) 的投资人变化.....	13
表格 2.	体育版权合约储备 (百万欧元)	18
表格 3.	盈方与冬季运动协会的合作.....	26
表格 4.	媒体版权及制作能力对比.....	28
表格 5.	体育中介服务公司长期合作的赛事与组织 (不完全统计)	30
表格 6.	体育中介服务公司收购和创建上游 IP.....	31
表格 7.	海外体育中介服务公司在电子竞技领域的布局.....	32

一、中国体育服务快速增长，海外龙头公司具有借鉴意义

1.1 中国体育服务业：行业稳定增长叠加产业结构改善

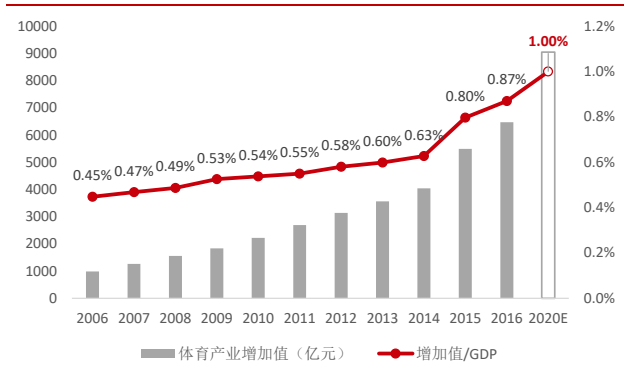
自 2014 年 46 号文出台以来，我国体育产业近几年一直保持着快速增长。根据国家体育总局的统计显示：2016 年，我国体育产业总规模(总产出)为 19011 亿元，同比增长 11.1%；增加值为 6475 亿元，同比增长 17.9%，占同期国内生产总值的比重为 0.87%。长期来看，若保持现有的稳定增长，我国体育产业预计将顺利完成 2020 年总规模 3 万亿和增加值占 GDP1% 的目标。

图 1： 我国体育产业总规模



资料来源：国家体育总局，国家统计局，川财证券研究所

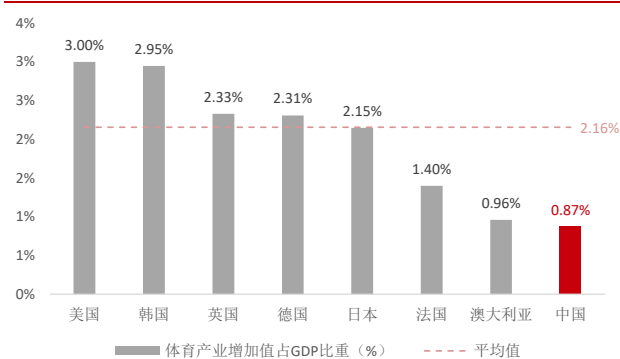
图 2： 我国体育产业增加值与 GDP 占比



资料来源：国家体育总局，国家统计局，川财证券研究所

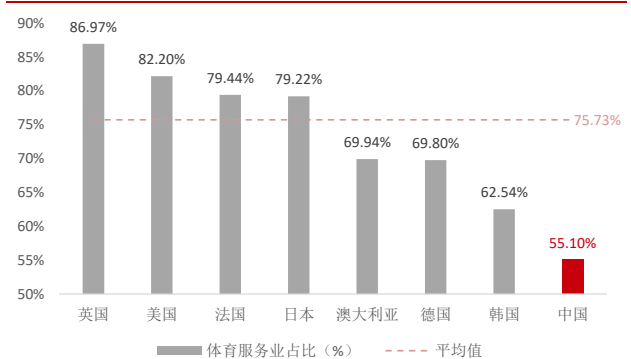
不过与发达国家相比，我国体育产业还存在着明显的差距。在产业总量方面：美国、英国、法国、德国、日本和韩国的体育产业占 GDP 比重均在 1%-3% 而我国目前还小于 0.9%，与发达国家的平均水平有明显差距。

图 3： 体育产业增加值占 GDP 比重



资料来源：国家体育总局体育经济司，川财证券研究所

图 4： 体育服务业占体育产业比重



资料来源：国家体育总局体育经济司，川财证券研究所

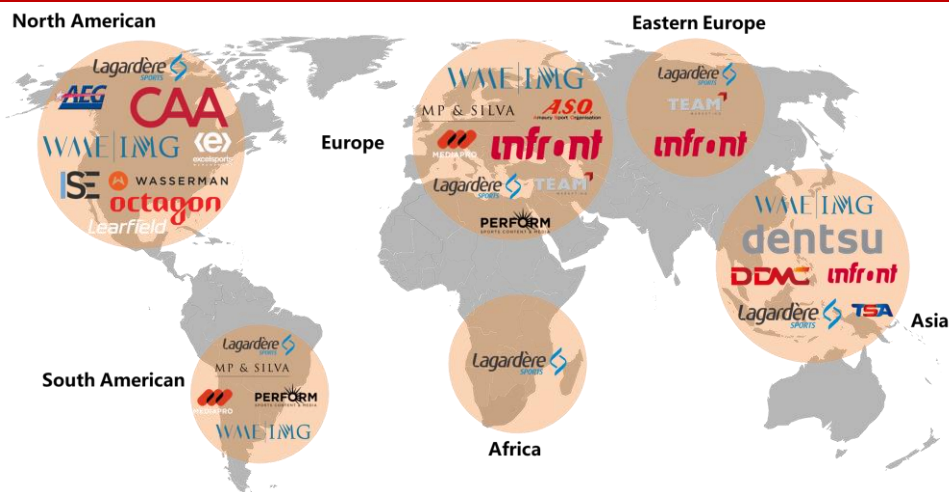
在体育服务业占比方面：发达国家的体育服务业占体育产业的比重均超过了60%，我国体育服务业的占比虽然已经在2016年达到了55%，但仍与发达国家的平均水平有着较大差距。同时，若考虑到我国体育服务业中体育用品的销售、贸易代理与出租项目的占比超过50%，则实际的体育服务业占比差距可能更加明显。

总的来看，与发达国家的发展情况相比，我国体育产业有着巨大的发展空间和潜力。随着体育发展环境的不断优化、市场消费水平的稳定提升以及体育产业政策体系的持续完善，我国体育产业有望在近年来实现快速发展。而其中体育服务业作为体育产业的核心业务，有望受益于我国体育产业的快速增长和体育产业结构的逐渐改善，在近年来实现高速发展。

1.2 体育中介服务公司格局：海外龙头公司为主

在我国体育产业及体育服务业有望快速增长的趋势下，体育中介服务公司有望直接受益。从当前的全球竞争格局来看：在北美地区，有着CAA、Wasserman、Octagon等多个大型的体育中介服务公司，这类公司更多以体育经纪和营销业务为主，管理的合约规模高达数十亿美元，不过受限于橄榄球、冰球、棒球等美国运动的全球影响力相对较弱，这些公司目前更多还是以北美市场为主，同时寻求全球化的发展。在欧洲地区，足球是最为重要的运动项目，因此深度参与足球运动并具有丰富业务形式的WME-IMG、Lagardere、Infront、MP&Silva等公司都是该区域市场上的主要参与者，同时受益于足球运动在全球的巨大影响力，这些公司的国际化相对较早。而在全球的其他区域，因经济和体育的发展相对落后，仅有电通依靠着日本的发展而规模较大。我国因体育产业具有较大的发展空间，有多家国内机构和海外机构参与其中。

图5：主要体育中介服务公司的全球竞争格局



资料来源：川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从全球体育中介服务公司的发展可以看到，体育中介服务公司连接着体育产业的上下游，并为体育产业提供全方位的服务，其成长直接受益于体育产业尤其是体育服务业的发展情况，而体育产业的发展又与经济发展水平高度相关，因此目前全球领先的体育中介服务公司主要均起步于经济和体育产业发达的北美和欧洲地区，并随着新兴市场的崛起逐渐寻求全球化的发展。

在我国体育产业尤其是体育服务业有望快速增长的背景下，国内的体育中介服务公司将迎来发展机遇期，而海外体育中介服务公司的发展经验将提供一定的参考和借鉴价值。下文中，我们将选取业务模式相对丰富且全球化布局相对较好的 IMG、Lagardere 和 Infront 为案例来进行分析。

二、海外体育中介服务的龙头公司

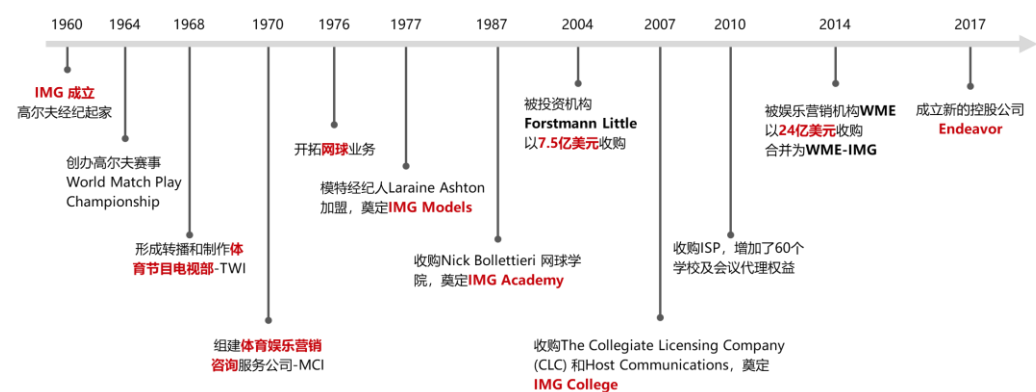
2.1 IMG

2.1.1 公司概况：全球顶尖的体育中介服务公司

IMG 于 1960 年由创始人马克·麦考马克（Mark McCormack）创立，公司从高尔夫运动和体育经纪业务起家，经过五十多年快速发展，目前已经成为了全球体育赛事、媒体和时尚领域的顶尖机构，在全球 30 多个国家和地区运营。公司目前代理了多名世界上最伟大的体育人物和时尚偶像，每年举办数百场现场活动和品牌娱乐活动，是全球最大的独立体育媒体生产商和分销商之一。同时公司还擅长针对品牌、体育组织、学院机构的营销、媒体和许可服务，以及体育培训、体育联盟开发等业务。

2014 年，IMG 被世界领先的娱乐机构 WME（联合 Silver Lake、KKR 等私募机构）以 24 亿美元收购，建立 WME-IMG 公司，并在近期通过创立新的控股公司更名为 Endeavor 集团（原 WME-IMG）。

图 6：IMG 公司的发展历程

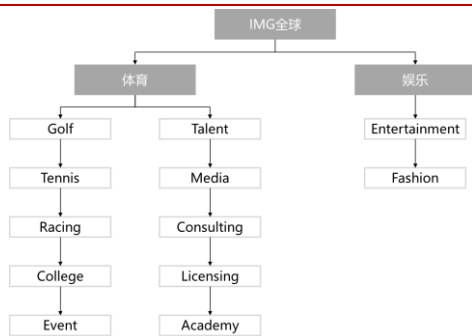


资料来源：公司官网，公开新闻整理，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

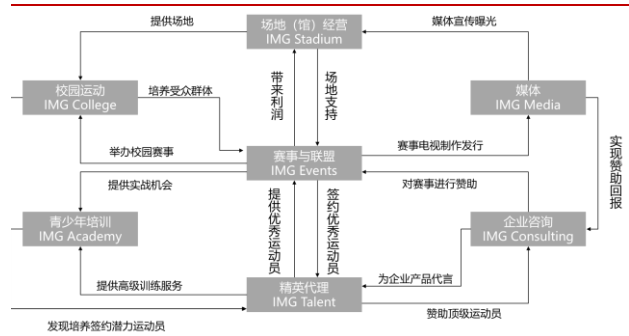
全方位的体育业务布局。经过 50 多年的快速发展，IMG 的业务布局已经深入到了行业的各个角落：1) 经纪业务：IMG 从早期为高尔夫球运动员代理经纪业务开始，逐步向体育娱乐业的各个分支领域渗透，现已经发展到了为世界顶级运动员、表演艺术家、作家、时装模特、广播电视节目主持人等各领域的顶尖人才提供经纪业务；2) 赛事项目管理：IMG 通过充分发挥自身在明星资源、场地资源和媒体资源上的优势，创造和参与管理了众多全球知名的体育赛事和娱乐活动；3) 媒体业务：公司旗下的 IMG Media 是世界上最大的体育节目制作商之一，代理超过 200 多个联邦、协会和赛事。IMG Media 每年向全球各大广播公司分发超过 45000 个小时的内容；4) 营销与咨询服务业务：公司为文化团体、大型跨国企业、世界级体育赛事、休闲度假村等组织提供设计品牌赞助与管理、品牌许可认证、赛事款待等咨询顾问业务；5) 培训学院业务：公司旗下的 IMG Acadey 是探索职业体育+传统教育相结合的人才培养模式的先行者，享有全球培养体育特长生最好学校的美誉。

图 7： IMG 的业务架构（均为独立业务部门）



资料来源：国际管理集团企业成长的实证研究，川财证券研究所

图 8： IMG 的商业模式



资料来源：国际管理集团企业成长的实证研究，川财证券研究所

推动中国体育的职业化发展，通过资本合作寻求进一步增长。IMG 是最早进入中国体育市场从事体育和娱乐工作的经纪和管理公司。早在 1979 年，IMG 成功运作了拳王阿里访华。此后多年，IMG 在中国举办了网球、羽毛球、体操、排球、高尔夫球等多项赛事，创建并管理过甲 A 足球联赛、中国职业篮球联赛、中国网球公开赛等职业赛事，并与 CCTV 成立了央视-IMG 合资公司。

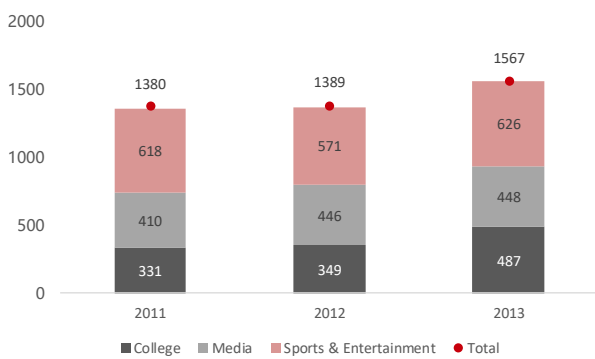
因为股权变化，目前公司在中国的机构是 WME-IMG 巍美。该公司是 Endeavor 集团（原 WME-IMG）的子公司，得到了红杉资本、腾讯、分众传媒以及方源资本的共同投资。公司的目标是以自身在中国过去数十年的耕耘为基础，致力于扩大 Endeavor 在中国的影响力及业务合作，推动公司在娱乐及体育领域的全方位发展。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.1.2 运营表现：媒体和大学体育占比较高，EBITDA 保持稳定增长

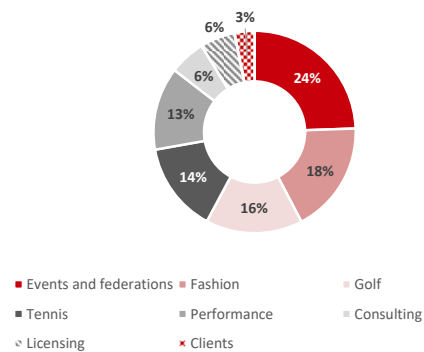
2011-2013 年，IMG 分别实现营业收入 13.80、13.89 和 15.67 亿美元，其中，IMG College 受益于美国校园体育的蓬勃发展，2013 年实现营业收入 4.87 亿美元；IMG Media 在全球体育版权高速增长的背景下，2013 年实现营业收入 4.48 亿元；剩余的收入来自于体育与娱乐项目，具体包括了娱乐、时尚、高尔夫、网球等多个独立业务部门。

图 9： IMG 的收入（百万美元）



资料来源：SportsBusiness Journal，川财证券研究所

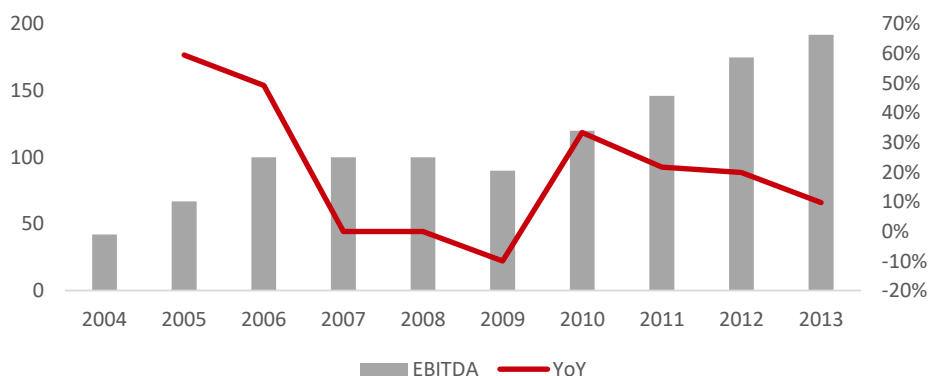
图 10： Sports & Entertainment 的具体项目



资料来源：SportsBusiness Journal，川财证券研究所

从盈利能力上看，IMG 近年来一直保持着稳定增长。2011-2013 年，公司分别实现 EBITDA 为 1.46、1.75 和 1.92 亿美元，占总收入分别为 10.6%、12.6% 和 12.3%。从 2004 年至今，公司的 EBITDA 的复合增速达 18.4%。

图 11： IMG 的 EBITDA（2004-2013，百万美元）



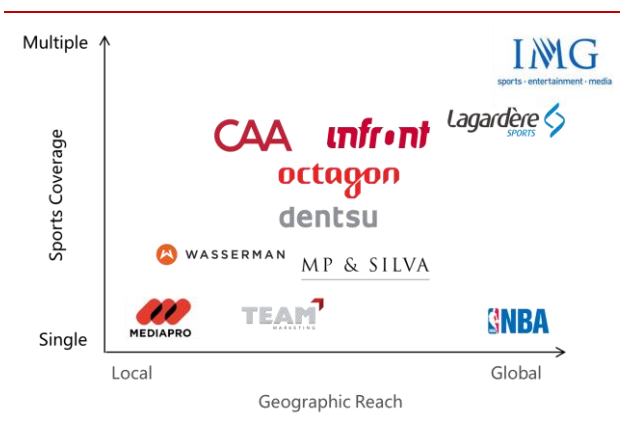
资料来源：SportsBusiness Journal，川财证券研究所

2.1.3 核心竞争力：全面性/IMG College/IMG Media/资本的推动

1) 全面性

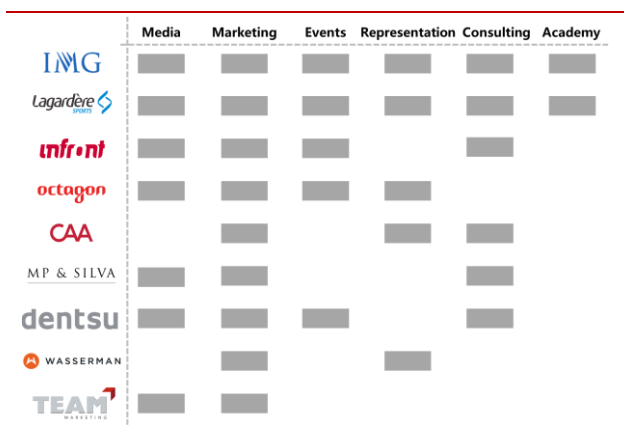
相比于其他竞争对手，IMG 目前是全球体育中介服务公司中最全面的公司。在业务布局方面：IMG 在媒体、赛事、经纪、营销、咨询和培训等全部项目上均有相应的业务和服务，从而能够为客户和运动员提供全方位的服务。同时，受益于 WME 的娱乐业务，公司在体育与娱乐的协同业务方面，有很多的合作开发机会。在运动项目方面：IMG 涉及足球、篮球、网球、高尔夫、马拉松等全球主流的体育项目，以及橄榄球、冰球、综合格斗、赛车、骑牛等多项领先的相对小众运动。在全球市场的拓展方面，IMG 目前在 30 多个国家和地区运营，是全球最早且最为领先的机构之一。

图 12： IMG 的多样性和全球化



资料来源：川财证券研究所

图 13： IMG 的全方位布局



资料来源：川财证券研究所

2) 核心部门：IMG College

IMG College 是美国领先的大学体育中介服务机构，公司成立于 2007 年，主要是通过通过对 The Collegiate Licensing Company、Host Communications 和 ISP 三家公司的收购和整合而形成。IMG College 目前在美国各地有近 100 个办事处，拥有近 90 所大学的独家商业代理权益以及超过 200 所大学授权合作。

IMG College 为美国大学体育提供了全方位的服务，具体涉及广播电视的视频转播和节目制作、数字资产管理（官方网站、移动应用、社交媒体活动等）、印刷与出版服务、品牌管理与赞助商谈判、商标授权和消费品合作、票务解决方案、体育场座位管理、融资以及赛事运营和款待项目等。其中多媒体版权是 IMG College 最核心的收入来源，公司每年在全国最大的网络上制作 3.5 万个小时的广播节目，每年制作 5000 个小时的电视节目，是大学体育出版物的主

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

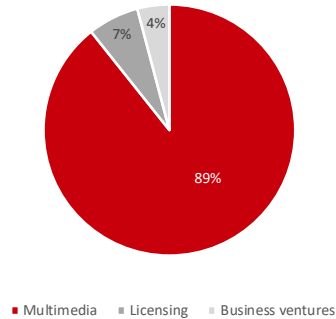
要出版商，平均每个月在其数字平台上有近 1900 万独立访问者。

图 14： IMG College 的业务内容



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 15： IMG College 的收入结构



资料来源：SportsBusiness Journal，川财证券研究所

2017 年，IMG College 宣布与另一家美国大学体育服务的龙头公司—Learfield 合并。随着两家公司的合并，新公司将拥有超过 200 所大学的多媒体版权，其中包括 power five 地区（美国大学体育比赛最富有的 5 个分区）65 所学校中的 56 所。同时，公司将进一步丰富自身的业务布局，能够提供除了电视播出外的全方位一站式服务。另外，合并后的公司将拥有更强大的销售力量，不但可以帮助赞助商在全国范围内推广，同时还能提供更多新的和衍生的合作机遇，同时让学校获得更多的赞助收益。

图 16： IMG College 在业务版图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 17： Learfield 的业务版图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

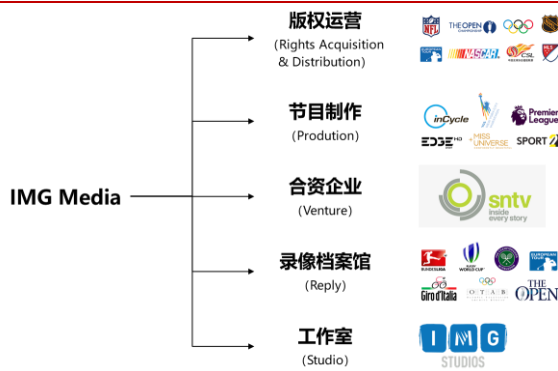
3) 核心部门：IMG Media

IMG Media 是世界上最大的体育节目制作商之一，代理超过 200 多个联合会组织、协会和赛事，每年向全球各大广播公司分发超过 45,000 小时的内容。

公司目前为客户提供了全方位的服务和项目，具体包括：1) 版权运营 (Rights acquisition and distribution)：公司为意甲、英超、西甲、中超等足球赛事以

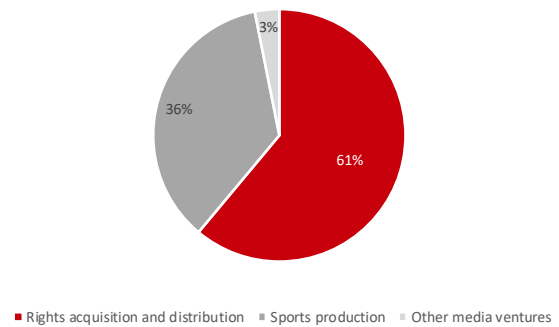
及 NFL、NHL、MLS、UFC 等北美地区运动赛事提供版权运营服务；2) 节目制作 (Production)：公司为英超联赛的国际转播机构提供包括现场比赛转播、赛事分析和定期杂志等节目的内容服务；通过 Sport 24 为航空和邮轮提供了 24/7 的体育内容；通过 EDGEsport 提供高端的极限运动频道；同时还提供 inCycle 和高尔夫世界的多媒体节目。3) 合资公司 (Venture)：公司与英超联赛 (英超制作公司)、欧洲职业高尔夫巡回赛 (欧洲巡回赛制作公司)、环球电视体育 (巴西联赛制作公司)、美联社 (SNTV) 和亚洲巡回赛 (亚洲巡回赛媒体公司)、中央电视台 (中国国家电视台) 建立了合资企业。4) 录像档案馆 (Reply)：IMG Media 拥有世界上最大的体育档案馆，包括了超过 25 万小时的录像素材。

图 18: IMG Media 的业务布局



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 19: IMG Media 的收入结构



资料来源：SportsBusiness Journal，川财证券研究所

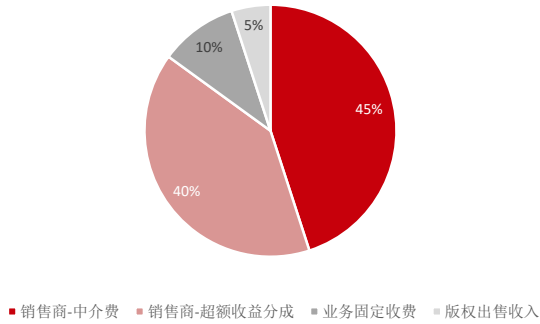
2013 年，IMG Media 实现营业收入 4.48 亿美元，其中版权运营实现收入 2.73 亿美元，占比 61%；节目制作等服务实现收入 1.60 亿美元，占比 36%，剩余的 0.14 亿美元主要来自于 IMG 与其他媒体公司成立的合资公司。

具体在版权运营方面，公司收入主要来自于 4 个方面：1) 作为中介商，撮合上游体育组织/赛事与下游转播商达成版权交易，一般收取 10% 的佣金；2) 与上游体育组织/赛事商定版权的最低售价，公司通过推销，获取 25% 的超额部分；3) 针对版权的管理和出售业务，向体育组织/赛事收取固定费用；4) 出售自有的版权。

具体在节目制作方面，公司的收入主要来自于 3 个方面：1) cost-plus 模式，主要针对公司的长期合作伙伴，一般在收取节目基本制作成本的基础上，额外收取成本的 15% 作为收益；2) fixed-fee 模式，针对短期或单次的制作需求，收取固定的项目制作费用；3) IMG 自有赛事的制作和出售。

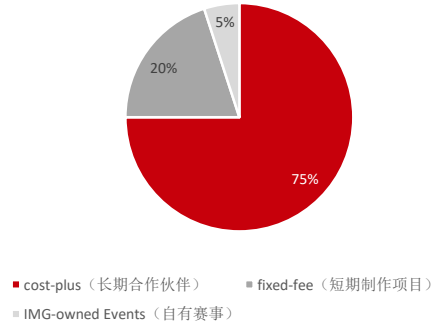
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 20: 版权运营的细分收入结构



资料来源: SportsBusiness Journal, 川财证券研究所

图 21: 节目制作的细分收入结构



资料来源: SportsBusiness Journal, 川财证券研究所

4) 投资机构的推动

从 WME-IMG 的发展历程可以看到, 资本对于公司的快速扩张有着极大的推动作用。对于 IMG, 在 2004 年被 Forstmann Little 收购后, 公司通过收购 Host Communications、CLC 和 ISP 三家公司, 迅速切入美国大学体育并成为了该领域的龙头企业之一。对于 WME, 公司在 2010 年获得了银湖资本(Silver Lake)的战略投资, 并在银湖资本的推动下, 完成了对 IMG 的 24 亿收购(银湖资本持股合并后公司的 50%)。对于 WME-IMG, 公司自合并后便开始在体育和娱乐领域不断收购扩张, 至今已经完成了超过 17 起的收购案例, 其中规模最大的是案例是以 40 亿美元收购 UFC, 2015 年 UFC 的收入规模超过 6 亿美元。

受益于自身在体育和娱乐领域的快速扩张和发展, 公司同时不断受到资本市场的认可。在 2016 和 2017 年, 软银 (Softbank)、富达 (Fidelity)、加拿大退休基金投资公司 (CPPIB) 和新加坡政府投资公司 (GIC) 先后与公司达成了战略投资协议, 公司的估值也已经达到 63 亿美元。随着新资本的注入, 公司将有望持续推动自身的业务扩张, 提升公司在体育娱乐领域的竞争力。

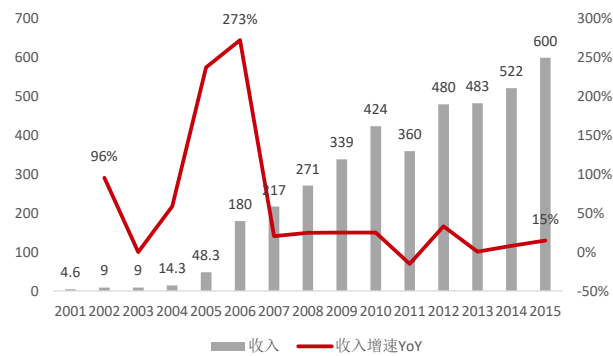
表格 1. IMG 及 Endeavor (原 WME-IMG) 的投资人变化

标的公司	IMG	WME	IMG	WME-IMG	
投资时间	2004	2010	2014	2016	2017
投资机构	Forstmann Little	Silver Lake Partners	Silver Lake Partners WME Mubadala Development	Softbank Fidelity	CPPIB GIC
投资形式	财务投资	战略投资	合并收购	战略投资	战略投资
控股占比	100%	31%	100%	-	-
投资金额(\$M)	750	200	2375	250+55	1000
标的估值(\$M)	750	650	2375	5500	6300

资料来源: Yahoo Finance, 川财证券研究所

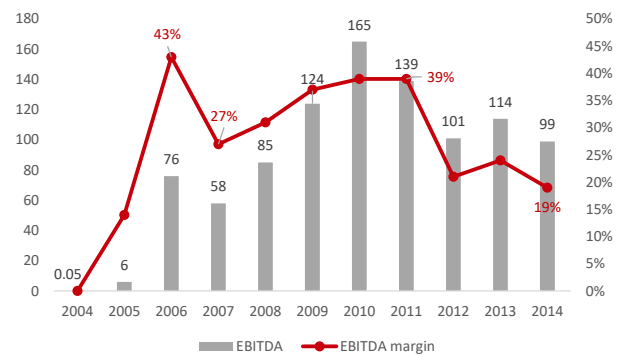
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 22: UFC 的历年收入 (百万美元)



资料来源: Bloody Elbow, 川财证券研究所

图 23: UFC 的 EBITDA 及占收入比重 (百万美元)



资料来源: Bloody Elbow, 川财证券研究所

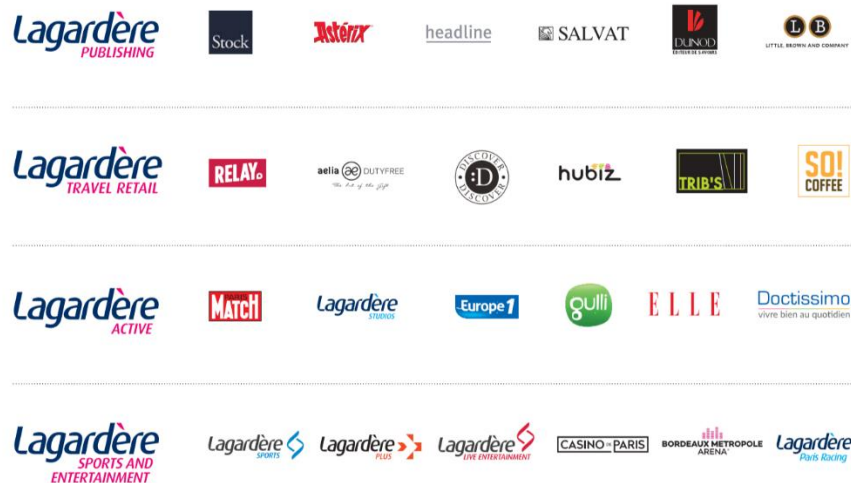
2.2 Lagardere

2.2.1 公司概况: 媒体集团的细分业务板块, 通过多项并购快速崛起

拉加代尔集团 (Lagardere) 是全球领先的媒体企业, 集团旗下由四个业务构成, 分别为出版、旅游零售、传媒和体育娱乐:

- Lagardere Publishing: 涉及图书和电子书
- Lagardere Travel Retail: 涉及旅行必备品、免税和时尚产品以及餐饮服务
- Lagardere Active: 涉及报刊、音像 (广播、电视、音像制作)、数字及广告销售经纪
- Lagardere Sports and Entertainment: 涉及赞助、内容、咨询、活动、运动员、场馆、演出、场馆和艺术家

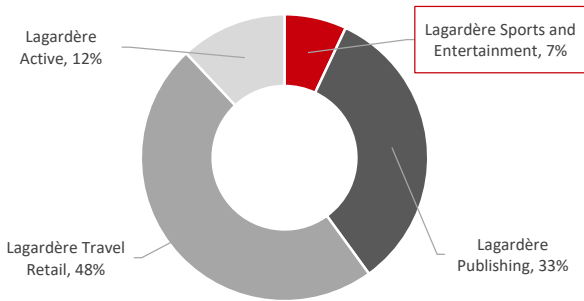
图 24: 拉加代尔集团的业务组成结构



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

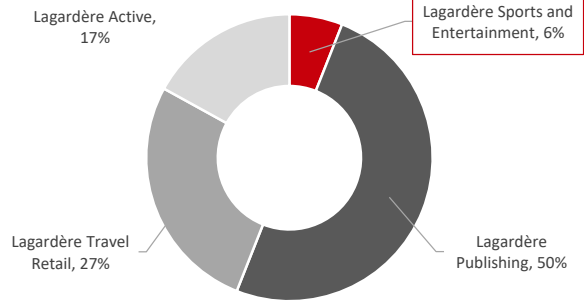
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 25：拉加代尔集团各部门收入占比



资料来源：公司年报，川财证券研究所

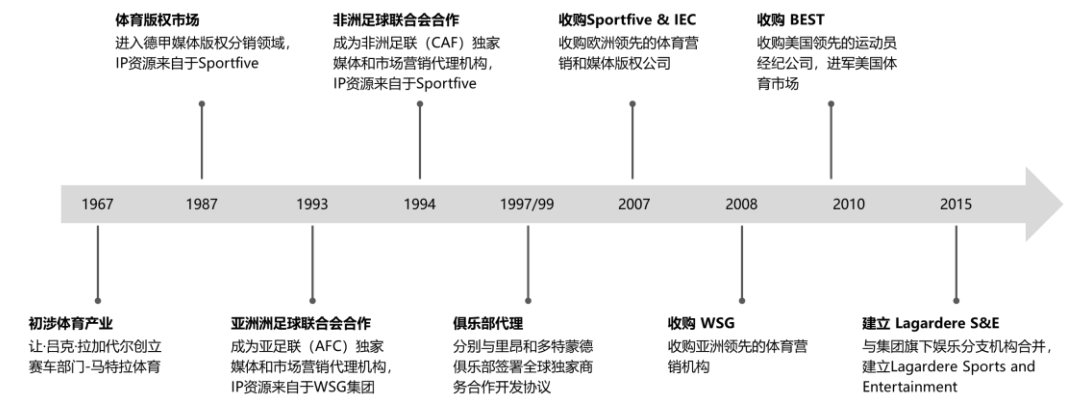
图 26：拉加代尔集团各部门 EBIT 占比



资料来源：公司年报，川财证券研究所

拉加代尔集团早在 1967 年就开始涉足体育产业，进入 21 世纪，通过对 Sportfive、IEC、WSG 等十几家公司的连续收购，拉加代尔迅速成为了全球领先的体育中介服务公司之一。2015 年，经过与集团旗下的娱乐分支机构合并，最终形成了拉加代尔体育与娱乐公司。目前，公司在全球 20 多个国家的 70 个城市中，拥有超过 1600 名员工。通过由各地本土专家构建的全球网络，公司致力于打造创新的解决方案，从而全面满足客户的需求。

图 27：拉加代尔体育与娱乐的业务结构



资料来源：公司官网，川财证券研究所

拉加代尔体育与娱乐公司目前分为拉加代尔体育、拉加代尔娱乐和拉加代尔 Plus 三大业务部门：

1) Lagardère Sports：全球领先的体育中介服务机构，服务于全球超过 450 个顶级 IP（包括协会、赛事、场馆、运动员在内），涉及足球、高尔夫、网球、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

赛车运动、美式橄榄球、棒球、电子竞技等超过 25 种体育项目。公司的业务涵盖了市场营销（赞助及品牌合作），内容分发（内容制作、媒体版权分销）、品牌咨询（战略制定、权益激活和数字媒体营销服务）、大型体育场馆运营解决方案、运动员经纪、赛事运营管理等多个方面。

2) Lagardere Live Entertainment: 提供现场演出与制作以及场地管理服务，该类业务目前主要在欧洲地区开展，涉及了音乐剧和时装演出，以及酒店、赌场、剧院等场地管理。

3) Lagardere Plus: 2017 年成立的新部门，整合了公司全球的体育娱乐咨询业务机构，致力于将传统品牌的赞助升级为极富创意和影响力的营销平台，实现品牌商在体育、娱乐和生活方式领域的投资最大化。同时针对快速发展的数字媒体领域，为版权所有者和品牌商提供创新性的数字媒体解决方案，从而更好的实现相关商业权益的管理和激活。

图 28: 拉加代尔体育与娱乐的业务布局



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

图 29: 拉加代尔体育与娱乐的全球布局



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

建立上海办公室，大幅度开拓中国业务。1992 年，拉加代尔体育成立香港分公司。2017 年，拉加代尔体育成立上海分公司，标志着公司开始大幅度增加中国业务。随着中国迅速成为体育与商业领域的中心舞台，国际与国内客户在中国的业务需求和发展雄心日益增长。拉加代尔体育将凭借对中国本地市场的深刻理解和洞察力，帮助品牌和资源方在中国地区实现其长期价值。

着眼全球，拉加代尔体育将致力于服务中国品牌，搭建民族品牌与国际体育 IP 的合作桥梁，助力中国民族品牌通过亚洲及世界顶级体育 IP，在全球体育迷、媒体和消费者面前提升品牌形象、实力，进军国际市场。同时，拉加代尔体育也将为自己在全球代理的数百家国际品牌寻找和匹配最合适中国本土体育赛事和营销方案，为中国 IP 引入更多国际品牌，助力本土体育赛事的国际化

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

发展。立足中国，拉加代尔体育将为数百家体育俱乐部、赛事、运动员们量身定制本土化、长期化的中国发展计划，协助他们扎根中国，实现自我发展的同时也为中国体育产业的长期发展添砖加瓦。

图 30：拉加代尔体育与娱乐的中国业务矩阵及全球资源

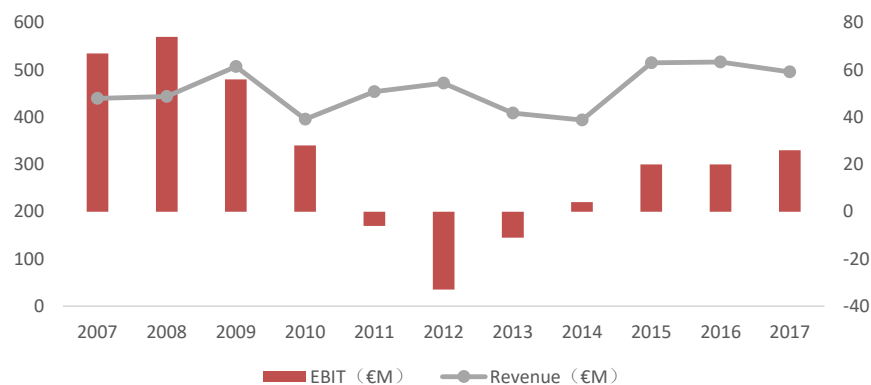


资料来源：公司官网，川财证券研究所

2.2.2 运营表现：成本控制和业务开拓实现扭亏为盈

从营业收入看，自 2006 年大力开拓体育中介服务开始，拉加代尔体育一直保持着稳定的收入规模，不过因公司合作赛事避让世界杯的影响，2010 年和 2014 年的营业收入均处于相对低位。从息税前利润（EBIT）看，从 2011 年开始，受部分重要赛事合约产生纠纷和未续签、媒体版权业务萎缩以及国际奥组委相关赛事的非经常性支出等多方面影响，公司连续三年亏损。不过通过对内部成本的削减和新业务的开发，近四年来公司的 EBIT 数据保持稳定增长。

图 31：拉加代尔体育与娱乐的营业收入和 EBIT

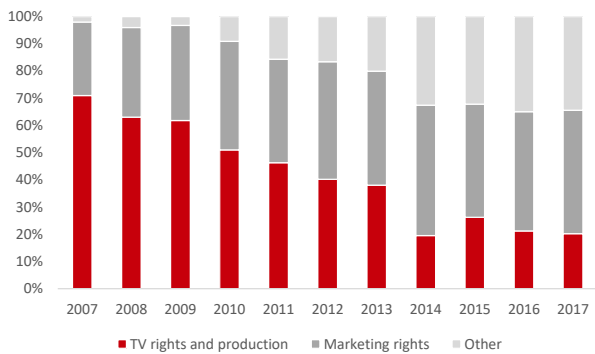


资料来源：公司年报，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

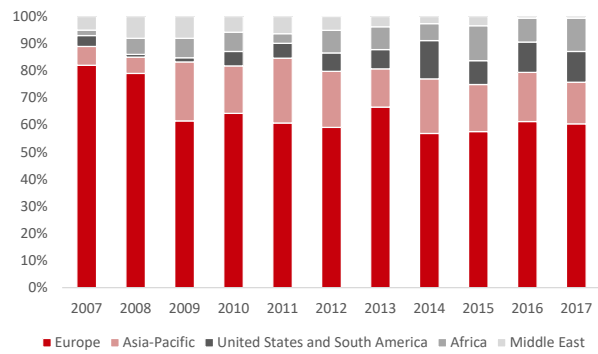
从收入的项目占比看，拉加代尔体育早期主要以版权业务为核心，不过受市场竞争的加剧和部分合约续签失败的影响，公司逐渐加大了对营销赞助、个人经纪、品牌咨询、体育场馆运动等业务的开拓力度，近年来形成了以版权和营销业务为核心，多项业务并行发展的格局。从收入的地区分布看，受益于集团所处的地理位置，拉加代尔体育超过 60% 的收入都来自于欧洲地区，同时通过与亚洲、非洲足联的长期合作，公司在亚太和非洲地区保持了稳定的业务收入。

图 32：营业收入的结构：业务项目



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 33：营业收入的结构：地理区域



资料来源：公司年报，川财证券研究所

在资源储备方面，根据拉加代尔集团年报披露的数据显示：目前，拉加代尔体育与上游的体育赛事 IP 签订的版权和赞助权益资源的合约金额为 10.64 亿欧元，其中 2018-2022 年分别需要支付 1.68/1.52/1.46/0.84/0.74 亿欧元，2022 年以后需要支付的金额为 4.40 亿欧元。

同时，拉加代尔已经将锁定的大量上游资源顺利的销售给了下游转播商和商业赞助品牌，总计未来的预期收益达到了 15.50 亿欧元，其中 2018-2022 年预计将分别获得 5.33/3.63/2.22/0.85/0.88 亿欧元收入，2022 年之后的收益约 2.59 亿元。总体来看，公司通过长期合约锁定了与上游资源的合作，并通过自身强大的网络与服务实现相关权益的销售，并获取超额收益。在长期的发展扩张阶段，公司也将持续加大对上游资源的投资。

表格 2. 体育版权合约储备 (百万欧元)

项目类别	2018	2019	2020	2021	2022	超过 5 年	总计 2017.12.31
与上游体育 IP 签订的体育商业权益合约的最低应付款项	168	152	146	84	74	440	1,064
与转播商和合作伙伴签订的体育商业权益营销合约规模	533	363	222	85	88	259	1,550

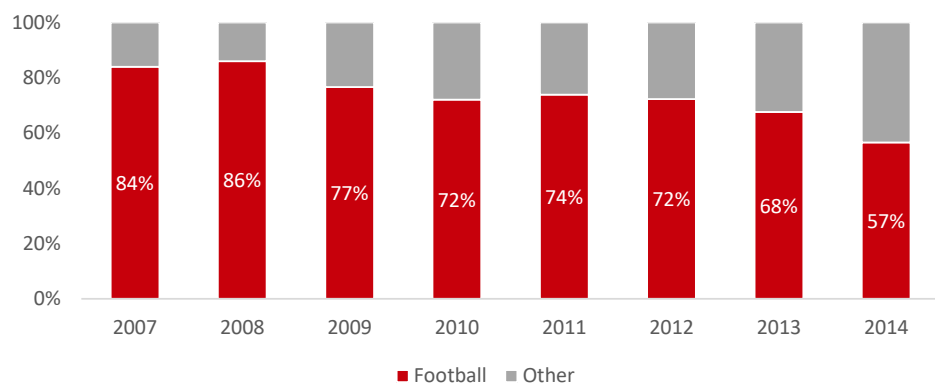
资料来源：公司年报，川财证券研究所

2.2.3 核心竞争力：足球/高尔夫/Lagardere Plus

1) 足球

足球是拉加代尔体育业务发展的基石，根据年报数据显示，足球业务近年来虽然有所下滑，但其占总收入的比重仍保持在 50% 以上。目前公司与超过 100 个欧洲俱乐部以及亚洲、非洲两大洲际国际足联联合会组织建立了合作关系，并在过去十多年来为客户创造了逾 60 亿美元的经济收益。

图 34：拉加代尔体育与娱乐的足球业务占比（年报仅披露到 2014 年）



资料来源：公司年报，川财证券研究所

欧洲地区：拉加代尔体育与欧洲 100 多家足球俱乐部合作。在德国，公司是 15 家职业足球俱乐部的独家代理，也是多家俱乐部的有限市场权益合作伙伴；在法国，公司负责 7 家职业俱乐部的商务开发，同时也是多家法甲俱乐部的非独家合作伙伴；在英国，公司与 11 家英超俱乐部和 22 家英格兰联赛俱乐部签订了独家合作协议，同时是英格兰足球协会、英格兰足球超级联赛和英格兰足球联赛等主要管理机构的代理公司。另外，公司还为 4 家瑞典俱乐部、3 家荷兰俱乐部和 1 家匈牙利俱乐部管理综合商务权益。

亚洲地区：公司是亚洲足球联合会（AFC）25 年的独家合作伙伴，负责亚足联旗下所有赛事的全部商业权益开发（媒体版权和商业赞助），具体包括了亚洲杯、世界杯亚洲区预选赛、亚足联冠军联赛等赛事。另外公司还负责东南亚足球盛事铃木杯东南亚足球锦标赛的商业开发。

非洲地区：公司是非洲足球联合会（CAF）24 年来的合作伙伴。负责非洲足协各大锦标赛的营销权和媒体版权销售，并提供电视转播制作服务，赛事包括非洲国家锦标赛、非洲超级杯、非洲冠军联赛、非洲联合会杯以及非洲国家杯。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

同时公司还负责为世界杯非洲区预选赛管理媒体版权分销并提供电视转播制作服务。

图 35：拉加代尔体育的足球业务布局



资料来源：公司官网，公司年报，川财证券研究所

2) 高尔夫

拉加代尔体育是全球高尔夫行业的领军企业。公司的高尔夫管理团队将数十年的丰富经验运用于服务球员、高尔夫组织和企业机构，在运动员和企业赞助商之间建立持久稳固的合作关系，不仅帮助运动员专注于比赛，同时帮助品牌实现商业目标。

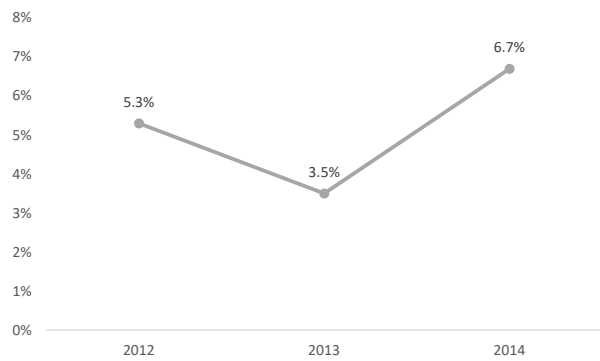
目前，拉加代尔的高尔夫业务主要包括了运动员代理、赛事运营管理和球场开发。其中运动员代理是公司高尔夫部门的核心业务，公司旗下管理着 100 多名球员，其中包括超过 35 名美国职业高尔夫巡回赛 (PGA Tour) 球员和 7 名大满贯冠军，使得公司成为了欧洲、亚洲和美国地区排名第一的高尔夫运动员管理机构；同时，公司是全球领先的高尔夫赛事承办和运营机构，参与了包括美国职业高尔夫巡回赛、欧洲、亚洲和澳大利亚地区的多项顶级赛事的运营管理工作；另外，公司还为客户提供高尔夫球场开发项目的协调、规划和咨询服务，致力于促成最优的球场设施规划和开发。这些球场内外的一系列独特服务使得公司成为高尔夫版权商、运动员、对高尔夫感兴趣的品牌商和转播商的理想合作伙伴。

图 36： 高尔夫业务布局



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 37： 高尔夫业务占体育娱乐公司收入比重



资料来源：公司年报，川财证券研究所

3) Lagardere Plus

在注意力极度分散的当下，拉加代尔相信正确的营销合作是品牌赢得体育迷内心的最成功途经。2017年，通过整合自身在全球体育娱乐咨询业务的服务机构，公司推出了全新的Lagardere Plus，从而更好地为客户提供定制化的世界级战略、创意、研究与数字媒体的服务。

Lagardere Plus 整合并收购了多家咨询服务机构：Akzio! (品牌咨询)、Sponsorship 360 (赞助激活专家，涉及赛车、网球、自行车、帆船等运动)、Zaechel (赞助策略及权益激活)、Brave (创意与品牌咨询)、Rooftop2 Production (体验式营销与制作)、VIP Sportstravel (体育旅游与赛事款待)。目前，公司聚焦于品牌建议、赞助激活和数据分析三个领域，为客户提供点对点的解决方案和定制化的专业意见。

图 38： 拉加代尔 PLUS 的业务布局



资料来源：公司官网，公司年报，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

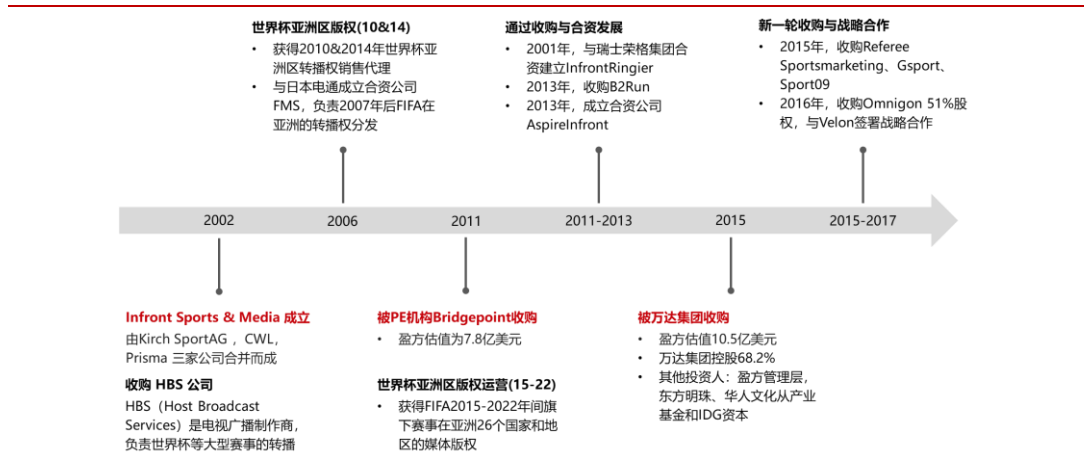
2.3 Infront

2.3.1 公司概况：万达控股的全球领先机构

盈方体育传媒集团 (Infront) 总部位于瑞士祖格，是一家全球领先的国际体育中介服务公司。公司通过战略性并购和有机增长相结合的发展方式，旨在创建能够提供综合性专业体育营销、赛事服务、具备顶级体育赛事权益开发能力的全服务代理机构。公司目前在全球 15 个国家设有 35 个办事机构，每年为全球各地的顶级体育赛事服务超过 4100 个赛事日，与 170 个体育权益组织、数百个赞助商和传媒公司都保持着长期的合作关系。

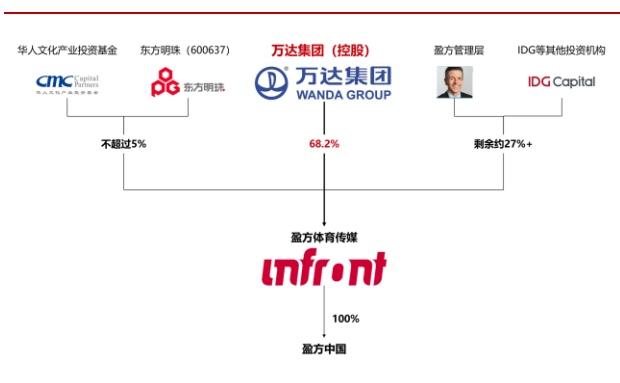
2015 年，万达集团联合东方明珠、华人文化产业基金和 IDG 资本等机构及盈方管理层以 10.5 亿欧元收购了盈方体育传媒集团，其中万达集团占比 68.2%。

图 39：盈方的主要发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 40：盈方的股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 41：盈方的全球布局



资料来源：公司官网，川财证券研究所

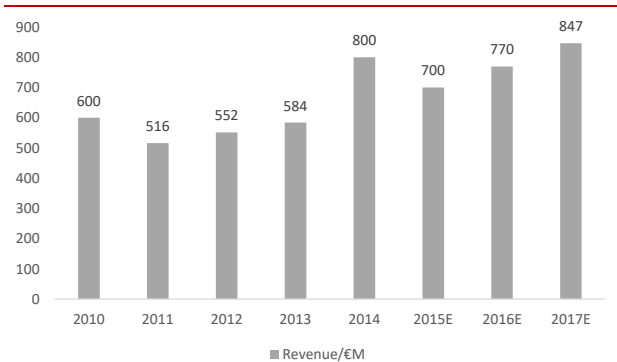
中国市场：重点打造 CBA 与中国男篮。盈方中国于 2003 年在北京成立，是盈方体育传媒集团的全资子公司。从 2005 年起，公司就成为了 CBA 联赛和中国国家篮球队的全球独家市场合作伙伴。经过十几年的合作，公司在帮助 CBA 厘清、建立商业推广模式和架构方面贡献显著，并帮助 CBA 提升了其在赞助及媒体版权方面的商业价值和自身运营能力。目前 CBA 已经成长为亚洲最顶级的职业篮球联赛，亦已成功跻身全球顶级职业联赛之列。

2.3.2 运营表现：收入表现因世界杯举办与否产生波动

2014 年，受益于巴西世界杯，公司实现营业收入 8 亿欧元，约合 9.13 亿美元，同比增长了约 37%。相比于上一个世界杯年的 2010 年，4 年的复合增速约 7.5%。总体来看，因为与国际足联的版权合作是公司重要的业务之一，因此公司的收入表现会因为世界杯的举办与否产生一定波动。

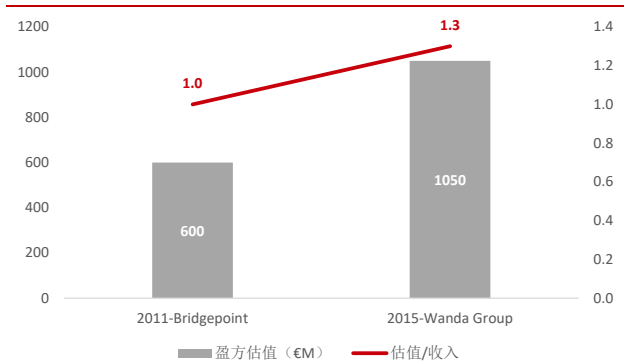
2015 年，万达集团收购盈方的估值约 10.5 亿欧元，估值与收入的比重大约在 1.3 倍左右，高于 2011 年 Bridge 收购时的 1.0 倍，不过略低于 2014 年 WME 收购 IMG 时的 1.5 倍水平。

图 44： 盈方的营业收入



资料来源：Bridgepoint，公开新闻报道，川财证券研究所

图 45： 盈方的收购估值



资料来源：Bridgepoint，公开新闻报道，川财证券研究所

2.3.3 核心竞争力：足球/冬季运动

1) 足球（尤其是与国际足联的合作）

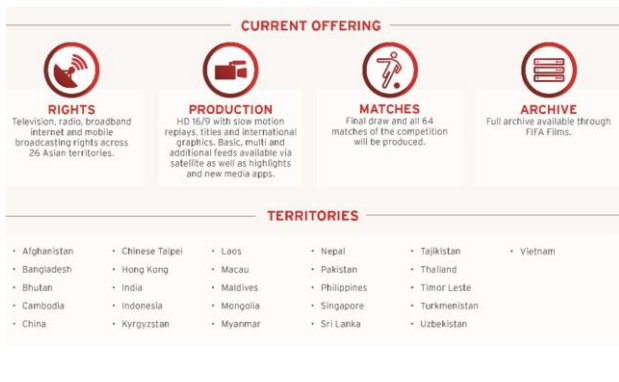
作为足球项目的领军者，盈方拥有 40 个顶级足球赛事的代表权益，为国际、国家、联赛以及俱乐部等各个级别的足球赛事提供全方位支持。

自 1997 年以来，盈方一直是国际足联（FIFA）的合作伙伴。不仅为 FIFA 世界杯及其它 FIFA 赛事提供主转播服务，还包括更加全面的业务支持——如亚

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

洲媒体版权分销、管理并销售已获授权的 FIFA 赛事历史资料片、转播服务、LED 广告以及贵宾款待。目前，盈方负责国际足联 2015-2022 年期间旗下赛事在亚洲 26 个国家和地区的媒体版权。其中不仅涉及了 2018 年和 2022 年两届世界杯，还包括了 FIFA 旗下的女足世界杯、FIFA 五人制世界杯 FIFA 联合会杯、以及 U20 男/女足世界杯等赛事。

图 46：盈方的世界杯项目



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 47：盈方的足球合作伙伴



资料来源：公司官网，川财证券研究所

另外，盈方还与众多权益持有者结成了长期互信的合作关系，包括欧足联、德国足协、德国国家队、德国杯、意大利足球甲级和乙级联赛、法国足球甲级联赛、瑞士足球超级联赛，以及众多足球协会与顶级足球俱乐部，如 AC 米兰、国际米兰和科隆等。

2) 冬季运动

在冬季运动领域，盈方是经验最丰富、实力最强大的体育营销公司。根据统计显示，盈方代理了冬奥会项目所属的全部 7 家国际单项体育联合会，并在冬奥会涉及的 15 个大项中，代理了除花样滑冰外的 14 个冬季奥运单项的国际大赛权益。

在雪上运动领域：盈方处于垄断地位。公司拥有国际滑雪联合会（FIS）世界杯 90% 以上赛事的媒体版权和市场推广权，并与承办过 FIS 高山滑雪世界杯、FIS 越野滑雪世界杯、FIS 跳台滑雪世界杯、FIS 北欧两项世界杯、FIS 单板及自由式滑雪世界杯等赛事的众多国家滑雪协会建立了商务合作关系。同时盈方还将为 2019、2021、2023 和 2025 年 4 届 FIS 高山滑雪和北欧滑雪世锦赛提供全方位服务。在冰上运动领域：盈方同样处于领先集团。公司与国际冰球联合会（IIHF）建立了长期合作关系，至今为 IIHF 冰球世锦赛提供媒体版权

和市场营销服务超过 35 年。同时，盈方还是冠军冰球联赛、大陆冰球联赛和若干国家冰球协会的核心商务伙伴。另外，盈方还与国际滑冰联盟、国际冬季两项联盟、国际雪车联合会、国际雪橇联合会以及世界冰壶联合会等组织所建立的合作关系上。

表格 3. 盈方与冬季运动协会的合作

冬季单项体育组织	英文简称	冬奥会项目	项目分类	盈方合作	重要赛事及业务合作内容
国际冰球联合会	IIHF	冰球	冰上项目	是	冰球世锦赛：商务/媒体/制作
世界冰壶联合会	WCF	冰壶	冰上项目	是	冰壶世锦赛&欧锦赛：商务/媒体
国际滑冰联盟	ISU	速度滑冰	冰上项目	是	世锦赛&欧锦赛&世界杯：商务
国际滑冰联盟	ISU	短道速滑	冰上项目	是	世锦赛&欧锦赛&世界杯：商务
国际滑冰联盟	ISU	花样滑冰	冰上项目	-	
国际滑雪联合会	FIS	高山滑雪	雪上项目	是	世锦赛&世界杯*：商务/媒体/制作
国际滑雪联合会	FIS	北欧两项	雪上项目	是	世锦赛&世界杯*：商务/媒体/制作
国际滑雪联合会	FIS	自由式滑雪	雪上项目	是	世锦赛：媒体版权；世界杯*：商务/媒体/制作
国际滑雪联合会	FIS	单板滑雪	雪上项目	是	世锦赛：媒体版权；世界杯*：商务/媒体/制作
国际滑雪联合会	FIS	越野滑雪	雪上项目	是	世界杯*：商务/媒体/制作
国际滑雪联合会	FIS	跳台滑雪	雪上项目	是	世界杯*：商务/媒体/制作
国际冬季两项联盟	IBU	冬季两项	雪上项目	是	世锦赛&世界杯：商务
国际雪车联合会	IBSF	雪车	雪上项目	是	世锦赛&世界杯：商务/媒体
国际雪车联合会	IBSF	钢架雪车	雪上项目	是	世锦赛&世界杯：商务/媒体
国际雪橇联合会	ILF	雪橇	雪上项目	是	世锦赛&世界杯：商务；欧锦赛：商务/款待

资料来源：公司官网，花样滑冰联盟，川财证券研究所

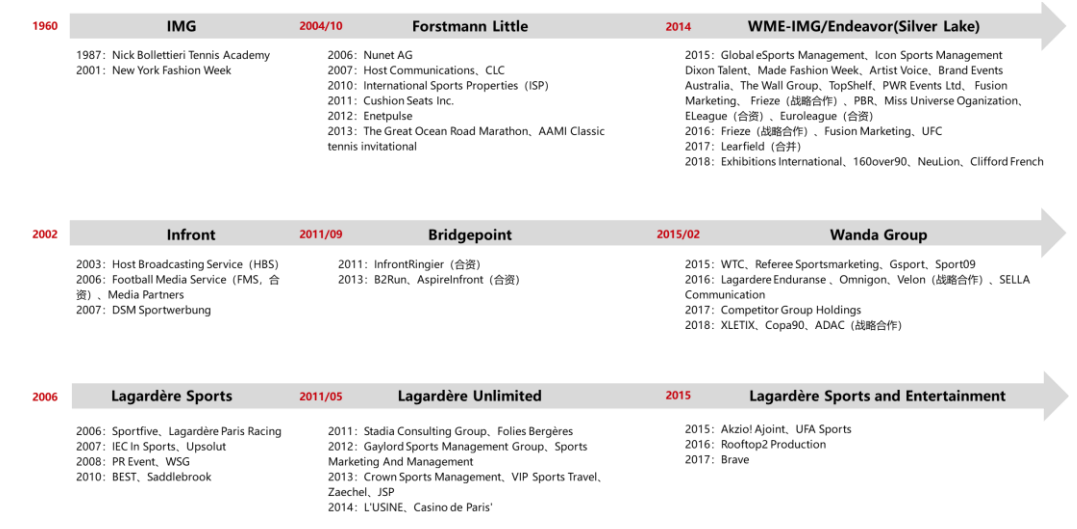
备注：(*FIS 的世界杯分为多站，业务合作根据每站调整)

三、海外体育中介服务公司对中国市场的启示

3.1 资本助力收购兼并，实现业务形式和收入规模的快速增长

从 IMG、拉加代尔和盈方三家海外龙头公司的发展历程可以看到：体育中介服务公司大多以单一业务起家，通过对行业细分领域公司的不断收购兼并或合资合作等形式，在短时间内实现自身收入规模从小到大、服务形式和运动内容从单一到全面的快速扩张，并进而实现公司专业化、职业化、综合化的发展。而在这一过程中，能够提供资本支持的实力股东是公司发展的重要推动力，其中主要包括了 Fortsmann Little、Bridgepoint 和 Silver Lake 等 PE 投资机构以及拉加代尔、万达等大型集团。

图 48：收购兼并推动体育中介服务公司的快速扩张



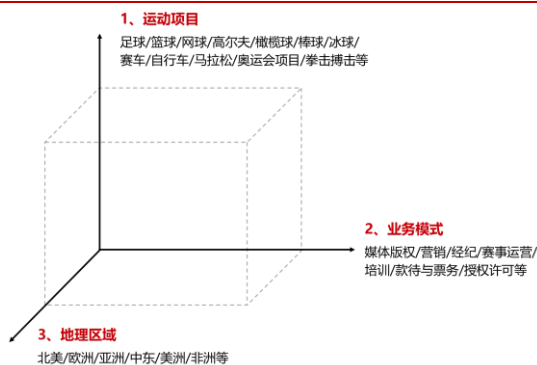
资料来源：公司公告，公司官网，公司相关新闻报道，川财证券研究所

同时，通过梳理被收购公司的情况可以发现，体育中介服务公司的扩张方向可以被归纳为三个维度，分别是运动项目、业务模式和地理区域：

1) 在运动项目方面，从单一的运动项目向多项目扩张，是公司发展的重要路径之一，尤其是目前产业规模较大的足球、篮球、高尔夫、网球、马拉松以及北美 4 大联盟的篮球、橄榄球、棒球和冰球等项目。另外，随着体育与娱乐的融合，向娱乐领域扩张也是公司可能的项目扩张方向。

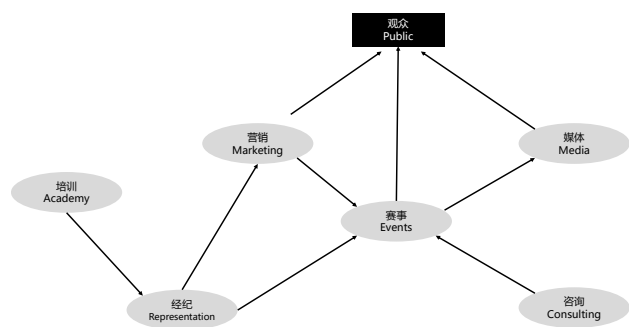
2) 在业务模式方面，体育中介服务因为其连接产业上下游的性质，从而涉及了体育领域的方方面面，具体包括了媒体版权、营销赞助、运动员经纪、赛事运营、商业资讯、培训学院、许可证授权等多类业务。对新业务板块的开拓不仅有利于提升客户粘性，还可能形成一定的协同效应。

图 49：体育中介服务公司的扩张方向



资料来源：川财证券研究所

图 50：体育中介服务公司的主要业务模式



资料来源：川财证券研究所

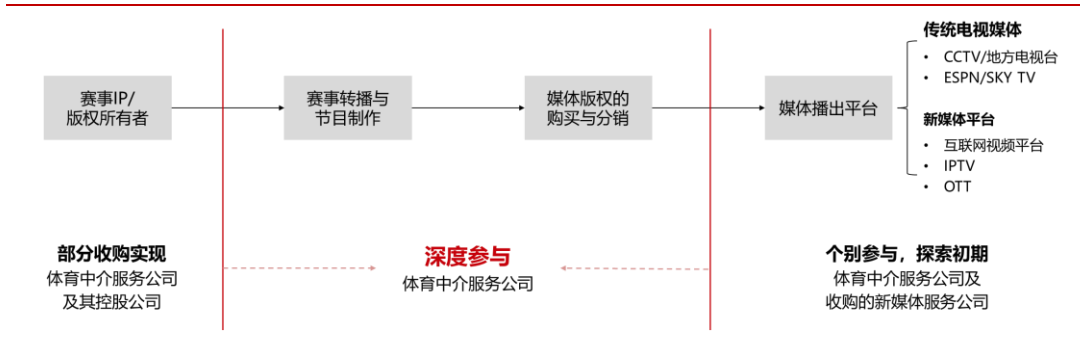
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3) 在地理区域方面，当前主要的体育中介服务机构均来自于体育相对发达的欧洲或者美国，不过随着新兴市场的快速崛起，体育中介服务公司开始通过全球化布局将已有的商业模式不断复制，从而加快对新兴市场渗透和培育，不仅寻求获取新兴市场成长期的高额收益，同时还能持续建立对全球体育产业发展的话语权。

3.2 媒体业务：以制作和分销为核心，尝试向付费播出平台扩张

体育赛事的转播与媒体版权是体育中介服务公司的重要业务。为了更好的服务于体育联合会组织、体育赛事等上游资源，海外龙头的体育中介服务公司在体育媒体领域均参与了赛事转播与制作以及版权购买与分销两个重要环节中。

图 51：体育媒体版权的产业链



资料来源：川财证券研究所

针对赛事的转播与制作服务一般可以分为两个环节：其一是针对体育赛事的现场转播，包括了信号的制作与传输、新兴数字化频道、户外转播车及媒体中心创建等内容；其二是针对赛事进行的衍生节目制作，包括了集锦、新闻、纪录片等形式。

表格 4. 媒体版权及制作能力对比

	WME-IMG/Endeavor	Lagardere	Infront
核心制作部门	IMG Production/Studio+NeuLion	媒体部及制作中心 (WSTV)	数字运营部+HBS+Omnigon
媒体节目转播时长 (小时/年)	转播总时长：45,000+ 衍生节目制作：1000+	转播总时长：10,000+ 衍生节目制作：500+	转播总时长：+41,000 衍生节目制作：—
主要赛事合作方	足球：英超、意甲、德甲、 其他：美国大学体育、网球、高尔夫球、娱乐时尚等	足球：亚足联、非洲足联 其他：高尔夫、	足球国际足联、意甲 其他：国际篮联、冬季运动等

资料来源：各公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

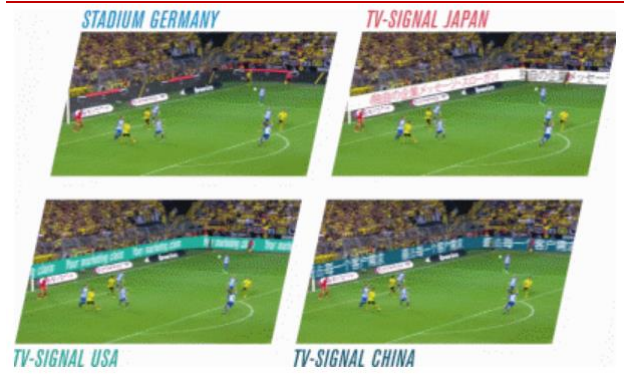
目前，IMG、拉加代尔和盈方三家公司均拥有强大的运营团队来负责世界杯类大型赛事和其他综合赛事的转播和制作过程中。同时，在当下数字流媒体快速发展的趋势下，Endeavor（WME-IMG 的控股公司）和盈方已经通过分别收购 NeuLion 和 Omnigon 完成了自己的初步布局。拉加代尔体育也推出了创新虚拟广告技术，目前已经与多特蒙德俱乐部开始合作应用，通过虚拟广告的帮助，多特蒙德俱乐部的区域合作伙伴可以针对性的在不同区域的电视转播上呈现，从而为俱乐部带来更多的商业收入。

图 52： 盈方控股 Omnigon



资料来源：万达集团，川财证券研究所

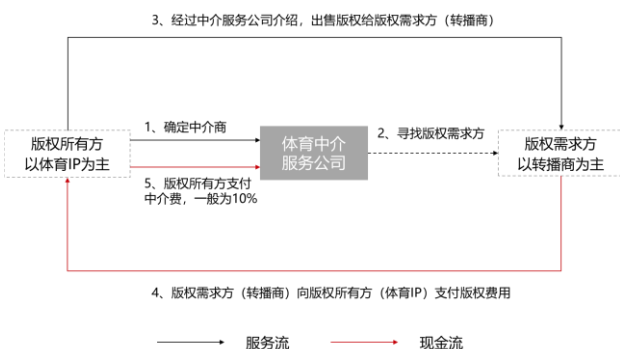
图 53： 拉加代尔体育的虚拟广告



资料来源：拉加代尔体育，川财证券研究所

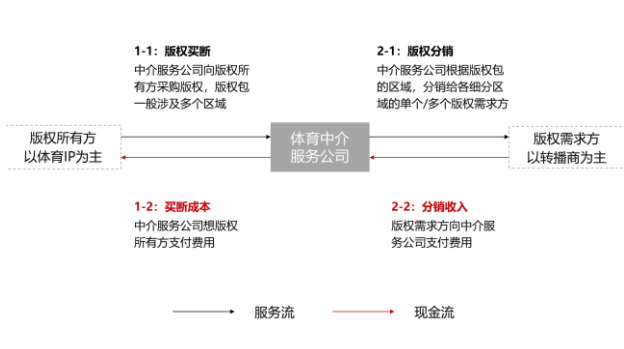
版权的采购与分销主要涉及了两种商业模式：其一是作为中介商（Agent），公司撮合版权资源方与媒体转播方达成协议，并通过收取中介费获得收益；其二是中介服务公司作为版权运营主体（Principal）的买断模式，公司先向上游版权资源方采购相应版权，再向下游的体育转播媒体平台出售，通过出售与采购价格的差异，获得收益。目前，IMG、拉加代尔和盈方三家公司均拥有经验丰富的媒体销售团队，能够为体育版权商提供全方位的解决方案，及时有效地对版权进行包装和货币化，并在区域和全球范围内实现版权价值的最大化。

图 54： 体育版权的中介商服务（Agent）



资料来源：川财证券研究所

图 55： 体育版权的采购与分销（Principal）



资料来源：川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

在观众逐渐从传统电视平台转向数字流媒体平台的趋势下，体育中介服务公司不断完善自身数字媒体服务的基础下，也开始尝试切入 C 端，通过自建 OTT 服务的形式，向观众提供赛事转播，并收取订阅费用。目前，IMG 已经在拉丁美洲推出了以意甲联赛为核心内容的 OTT 服务，在瑞典、挪威、丹麦推出了覆盖意甲和西甲的 OTT 服务。

3.3 与上游合作保持业务稳定性，向上游扩张锁定长期竞争力

对于体育中介服务公司来说，锁定与上游体育组织或赛事联盟的长期合作，是公司稳定发展的重要因素。从 IMG、拉加代尔和盈方的案例可以看到，他们通常会与上游的体育组织签署至少 4-8 年的合作（部分甚至达 10+ 年）。长期合作的签订保证了 IP 运营的稳定性，对于体育中介服务公司来说，公司敢于针对该 IP 进行前期的大规模投入，以期后续获得收益；对于赞助商来说，锁定一定期限的合作保证了公司营销策略的连续性。随着合作的逐渐扩展与深入，体育中介服务公司将与体育 IP 建立相互依赖的稳定合作关系（连续合作长达 20 年以上），从而进一步保证自身业务规模的稳定性和可持续性。

表格 5. 体育中介服务公司长期合作的赛事与组织（不完全统计）

公司	赛事组织	旗下主要赛事	主要合作内容	合作开始	合作到期	单合约跨度
IMG	英超联盟	英超联赛	电视节目制作服务	2004	2018/19	3
	中国足协	甲 A	独家商务开发合作	1993	2002	10
	中国足协	中超	战略合作伙伴	2012	2022	10
	美国女子职业高尔夫球协会	女子职业高尔夫巡回赛	全球电视转播	1996	2019	2-4
Lagardere	亚洲足联	亚洲杯、亚洲冠军联赛等	独家媒体及商务开发权	1993	2020	8
	非洲足联	非洲国家杯、非洲冠军联赛等	独家媒体及商务开发权	1994	2028	12
	东南亚足协	东南亚足球锦标赛	独家媒体及商务开发权	1996	2024	8
	多特蒙德俱乐部	-	全球独家商务开发	1999	2026	6
Infront	国际足联	世界杯	转播制作服务+版权分销	2002	2022	8
	中国篮协	中国之队、CBA 联赛	独家媒体及商务开发权	2005	2019*	5+7
	国际冰球联合会	世锦赛、Divison I 等	独家媒体及商务开发权	1983	2023	8

资料来源：川财证券研究所 *测算值

不过随着近年来市场对顶级内容和赛事 IP 的激烈争夺，体育中介服务公司的续约成本变得越来越高。因此，为了能够长期锁定成本，并提供独创性的内容，体育中介服务公司开始通过收购或者自建的方式来打造自有的赛事 IP 与内容。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从收购的角度看：近年来，WME-IMG 完成了对 UFC 和 PBR 的收购，万达集团针对越野跑步类赛事，完成了对 WTC、CGI 和拉加代尔耐力部的收购。不过总的来说，市场上可供收购的 IP 供给相对稀缺。因为目前具有较大商业价值的顶尖 IP 或赛事主要来自于国际性的体育组织（国际足联、国际奥委会）或者部分运动的联赛/联盟组织（NBA、英超等），这类 IP 大多属于非营利性组织和俱乐部掌握所属权的联盟，无法被个体企业收购。

从自建的角度看：近年来，WME-IMG 与 Turner sports 合作建立了电子竞技联赛，并与欧洲联赛公司成立合资公司来共同打造欧洲联赛；万达集团则在中国重点打造中国杯。一般来说，具有商业价值的顶尖体育赛事需要经过数十年甚至上百年时间的沉淀与培育，这类赛事可能缺乏价值。不过具体分析来看，以上三个 IP 均有快速发展的可能，其中电竞属于新兴的行业，还处于赛事培育期；欧洲联赛项目属于对已有赛事的升级；中国杯则既通过万达与国际足联的合作而获得国际足联积分认证，同时有望受益于中国快速发展的体育市场。

表格 6. 体育中介服务公司收购和创建上游 IP

集团/公司	赛事组织或公司	旗下主要赛事	形式	年份	收购价格 (亿美元)
Endeavor/IMG	PBR Inc.	美国职业骑牛大赛 (Professional Bull Riders)	收购	2015	1
	Zuffa	终极格斗冠军赛 (UFC)	收购	2016	40
	IMG+Turner	电子竞技赛事联盟 (ELEAGUE)	合资设立	2015	-
	IMG+Euroleague	欧洲篮球联赛 (Euroleague)	合资设立	2015	-
Wanda/Infront	WTC	铁人三项赛 (Ironman)	收购	2015	6.5
	拉加代尔耐力部	马拉松、自行车等赛事	收购	2016	未披露
	CGI	摇滚马拉松 (Rock N Roll Marathon)	收购	2017	未披露
	Wanda	中国杯国际足球锦标赛	设立	2017	-

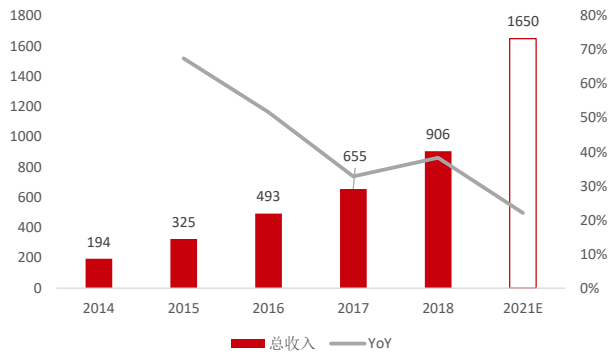
资料来源：川财证券研究所

3.4 电子竞技：商业开发与 IP 自建并行

电子竞技是目前体育行业中最具爆发力的产业之一。根据市场研究公司 Newzoo 的数据预测，2018 年全球的电子竞技观众人数将达到 3.80 亿人次，同比增长 13.8%；总收入达 9.06 亿美元，同比增长 38.3%。同时，电竞行业在未来 3 年还将保持高速增长，到 2021 年，全球的观众人数和总收入将分别达到 5.57 亿人次和 16.50 亿美元。

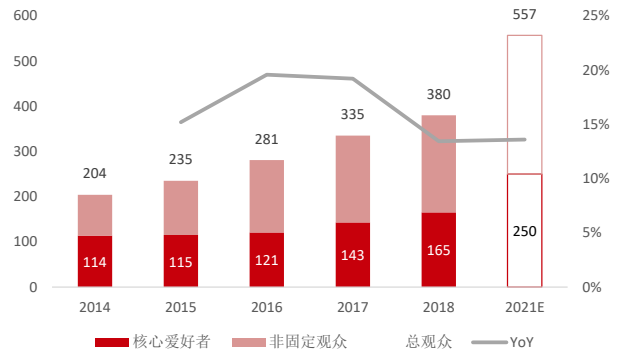
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 56: 全球电竞市场规模 (百万美元)



资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

图 57: 全球电竞市场观众 (百万人次)



资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

在电子竞技行业快速增长的背景下, IMG、拉加代尔和盈方三家公司近年来均开始逐渐拓展自身在电竞行业的业务与服务。其中基于品牌商对电子竞技参与人群年轻化、消费意愿强等特点的青睐, 与战队/电竞俱乐部签署独家的商业代理权益, 是目前体育中介服务公司最主要的业务合作形式, 也是公司传统营销业务的正常拓展。同时, 因为电竞行业正处于发展初期, 体育中介服务公司也在尝试直接切入上游来打造赛事 IP 或者创建职业战队, 从而通过自建 IP, 奠定公司在电竞行业的长期发展动力。

表格 7. 海外体育中介服务公司在电子竞技领域的布局

体育服务商	合作形式	合作对象	属性	主要合作内容
Infront	商业开发	Mkers	Team	商业营销开发+网络平台内容制作
	商业开发	Team Vitality	Team	独家市场合作伙伴
	商业开发	PENTA Sports	organisation	独家市场合作伙伴 (涉及俱乐部、赛事、场馆)
	商业开发	STARK eSports	agencies	战略合作
	商业开发	FOKUS CLAN	Team	与 STARK 的合作项目, 盈方负责商业开发
Endeavor (WME-IMG)	合资设立	IMG + Turner	event	建立电竞赛事: ELEAGUE
	收购	Global eSports Management	agencies	GSM 是电竞领域的经纪业务公司
	版权代理	PGL	event	旗下所有赛事的全球媒体版权分销
	商业合作	Cloud9, Dignitas	organizations	全球市场独家代理
Lagardere	商业合作	UoL、H2k、Roccat、Splyce、SK Gaming	Team	独家市场合作伙伴
	版权代理	RFRSH Entertainment	event	媒体版权
	赛事设立	Blast Pro Series Ekstraklasa	event	建立波甲电竞赛事, 并制定营销模式

资料来源: 各公司官网, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

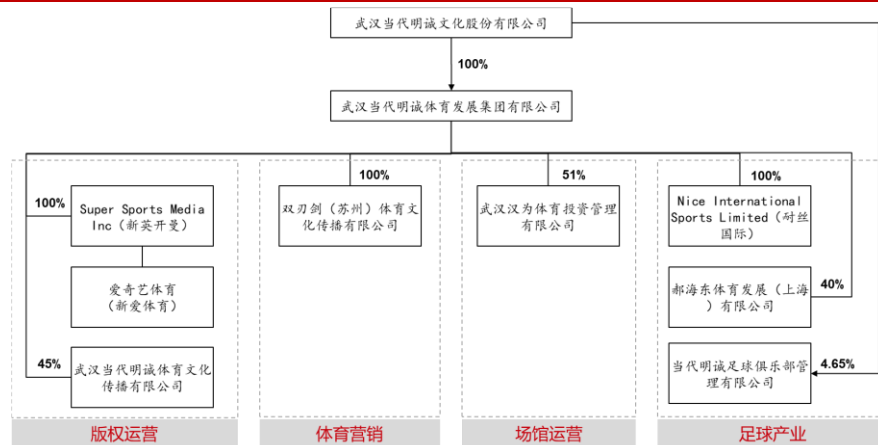
四、国内标的推荐

4.1 当代明诚（600136）

当代明诚是中国领先的文化、体育和娱乐业上市公司。在影视板块，公司以强势传媒为核心，布局影视剧制作、艺人经纪、影院管理、影视营销等业务；在体育板块，公司以当代明诚体育集团为控股平台，管理体育营销公司双刃剑体育，控股欧洲体育经纪公司 MBS、全民健身运营商汉为体育和足球青训机构郝海东体育，参股足球俱乐部产业生态集群当代明诚足球俱乐部管理公司和版权分销合作平台明诚传播。2018 年 8 月 31 日，公司顺利完成了对新英体育收购，将开拓版权运营和体育媒体转播领域，负责爱奇艺体育视频平台的运营。

总体来看，公司的体育板块涉及了体育营销、体育场馆、体育培训、体育经纪版权运营、视频播出等多种业务，同时借助集团的实力不断向上游 IP 开拓，相比于海外的体育中介服务公司，公司在业务丰富性上能够匹配，同时在不断推动自身国际化的发展和对上游 IP 的合作与收购，具有较强的竞争实力。

图 58：当代明诚的体育布局



资料来源：川财证券研究所

公司体育板块的核心公司双刃剑体育是国内顶级的体育中介服务公司，双刃剑与全球顶级的 IP 或赛事资源方一直保持着稳定合作，具体包括了国际奥组委、NBA、西甲、英超、ATP、WTA、澳网、中网、上海劳力士大师赛等。其中赞助奥运是公司从创立以来的重要战略，公司先后帮助多家国内企业赞助奥运参赛国的代表团，并在 2016 年帮助 361 度成为了里约奥运会官方赞助商，完成了从奥运赛事赞助外围走向核心的里程碑式的跨越。经过近 10 年的积累，公司目前与国际奥委会和近二十个国家和地区奥委会达成长期友好合作关系。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 59： 当代明诚的体育营销与奥运战略



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 60： 2018 年世界杯亚洲区独家代理



资料来源：国际足联官网，川财证券研究所

2018 年，公司持续扩大与上游体育 IP 的合作：1) 世界杯：公司与国际足联签署了《2018 俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理合同》，并最终帮助雅迪、指点艺境、帝牌 3 三家中国企业与国际足联达成合作；2) 西甲：公司与西班牙足球职业联盟签署协议，获得了中国地区（含澳门、台湾，不含香港）共计 5 个赛季的西甲版权(2017/18-2021/22)和 2 个赛季的国王杯版权(2017/18、2018/19)；3) 亚足联：公司获得了 2021-2028 年亚足联赛事全球独家商业权益（包括亚洲杯、世界杯亚洲区资格赛、亚冠联赛、足协杯等亚足联旗下 2021-2028 年全部赛事的赞助权及媒体版权）。

图 61： 当代明诚的西甲版权



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 62： 当代明诚的亚足联权益

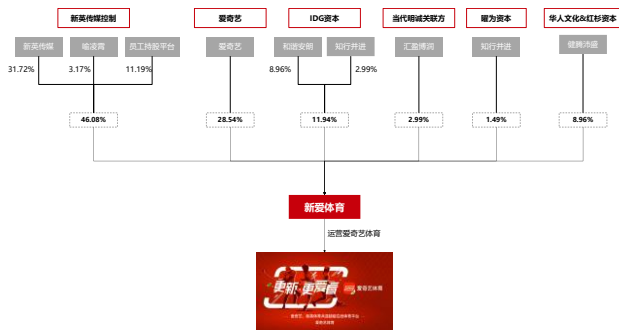


资料来源：公司公告，川财证券研究所

新英体育是国内领先的体育内容运营商，其核心业务包括体育赛事版权及其他商业权利的整合运营，在渠道上主要面向互联网、广电、运营商等媒体渠道，覆盖互联网网站、电视、IPTV、互联网电视移动终端等媒体终端。目前，新

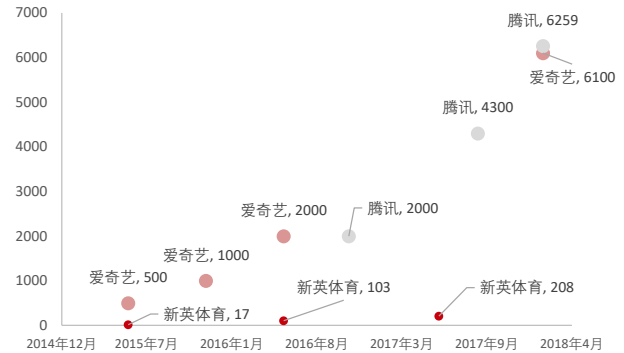
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 67：新爱体育股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 68：爱奇艺和新英体育付费用户数据(万人)



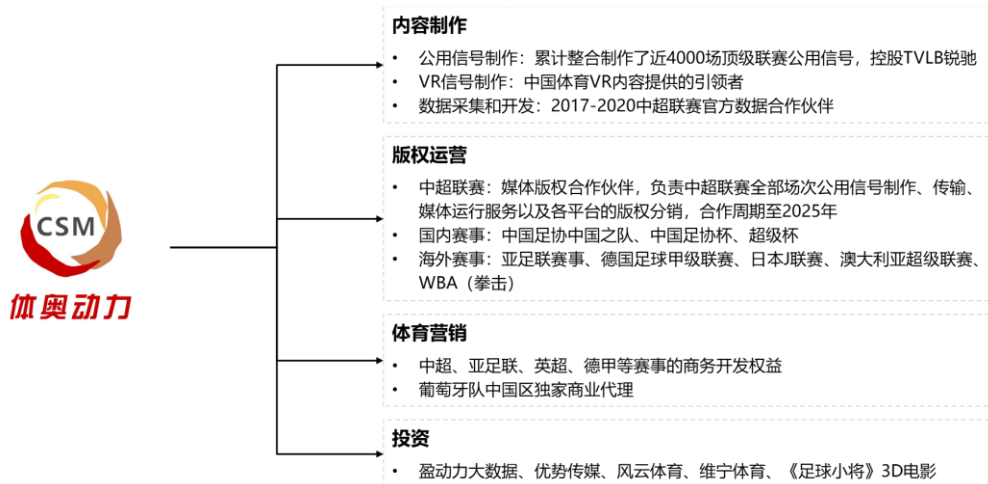
资料来源：公司公告，公开新闻报道，川财证券研究所

盈利预测：以新英体育 9 月份开始并表为基础，预计公司 2018-2020 年的净利润分别为 3.11、3.56 和 4.42 亿元，EPS 为 0.64、0.73、0.91 元/股，以 9 月 27 日收盘价 12.27 元为参照，对应的 PE 为 19.2、16.8、13.5 倍，估值明显较低，维持“增持”评级。

4.2 体奥动力（非上市公司）

体奥动力是中国体育产业的领军公司，拥有超过 15 年的从业经验。目前的主要业务包括了赛事公用信号制作、转播权运营、体育营销等方面。

图 69：体奥动力的业务布局



资料来源：公司官网，川财证券研究所

赛事信号制作和版权运营的龙头企业。公司是中国体育赛事信号制作及版权运营架构的建造者，有着超过 4000 场的信号制作经验，每年目前运营赛事与节目超 2000 小时，与超过 30 个体育赛事组织，20 个有线电视台和 15 个新媒体平台合作。同时，公司目前拥有超过 1000 平方米的制作中心，能够满足 24×7 全天候不间断赛事公用信号制作业务需求，具备并发 8 场次或 10 版本赛事公用信号的制作与分发能力。同时，公司控股的锐驰思创是中国民营电视转播服务行业的领先企业，主要业务是为转播和制作机构提供专业设备服务，并可以根据客户需要提供整体转播解决方案。

图 70： 体奥动力的转播工作流程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

签约 10 年，锁定中超版权的价值增长。2015 年，中国以 5 年 80 亿的价格成为了“2016—2020 年中超联赛电视公共信号制作及版权合作伙伴”。2018 年初，公司与中超公司续约至 2025 年。整体来看，中超联赛作为中国体坛目前最大的体育 IP，有着极大的商业开发空间。随着我国体育产业的快速发展、体育消费人群的不断增多以及中超联赛的职业化进步，中超联赛的媒体版权价值有望不断提升，而体奥动力作为中超联赛的信号制作及版权长达 10 年的合作伙伴，有望受益于中超联赛价值的不断增长，而获得良好的收益。

业务的多元化发展。近年来体奥动力不断拓展体育产业布局，2016 年起进入体育营销领域，为中超、国际冠军杯、WBA 拳王争霸赛等多个赛事引入了赞助商。同时公司还打造了多项自有赛事 IP，并将体育与娱乐融合发挥整合优势，目前已经进军职业拳击、体育经纪、专业人才培养等领域，并围绕体育主题投资动漫电影。

4.3 盛开体育（非上市公司）

盛开体育是中国领先的体育营销公司，总部位于北京，在瑞士洛桑和苏黎世设有办公室。公司目前已经在体育营销、媒体公关、款待票务、特许商品、赛事运营、体育旅游等多方面进行立体化布局，既包含了服务赛事、赞助商的 2B 模式，还有包括了直达普通体育粉丝的体育旅游等 2C 模式。

图 71： 盛开体育的业务布局

作为国际化的中国公司，盛开体育为全球体育机构在华发展提供战略与服务。



资料来源：公司官网，川财证券研究所

国际化且资源丰富的团队。盛开体育的团队成员资源丰富、能力出众。董事长李红曾在 2003 年-2008 年期间担任国际奥委会中国首席代表，在国际奥委会、国际足联等国际体育组织的资源非常丰富。CEO 冯涛曾就职于 ISL、亚足联市场开发公司和世界体育集团（WSG），是业内的体育营销专家。同时，其他的团队成员很多也都曾就职于国际体育组织，拥有国际化项目的运营经验。

美巡赛-中国的 20 年赛事运营权。盛开体育拥有美巡赛-中国从 2018 年开始的 20 年的赛事运营权。对于盛开体育来说，通过与美巡赛的合作，盛开体育将开拓赛事运营业务，丰富自身的业务模式。同时，通过帮助美巡赛构建更加立体化的赞助提升，进一步强化自身体育营销业务的业务能力。另外，公司扩大了自身覆盖的体育项目，切入的高尔夫球运动以中高端用户为主，受到大量品牌商的青睐，可以通过营销、广告、赞助等形式变现，保证了高尔夫赛事的商业开发能力。

赛事款待的国内领先企业。通过与多个世界体育组织的合作，自 2010 年起，盛开体育已经独家代理并成功运营了三届世界杯（2010、2014、2018）和两届欧洲杯（2012、2016）在中国区的官方赛事款待计划，同时公司目前也是 2018 年超级碗、莱德杯等赛事在大中华区的官方票务代理机构。同时，基于

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

赛事款待业务，公司目前已经建立了体育旅游公司，拥有独立的旅游与出境牌照，开拓观赛旅游、运动休闲旅游等体育旅游业务。

IDG 和曜为资本的投资与推动。2017 年，盛开体育获得了曜为资本领投的 3 亿投资，此前的投资方 IDG 也进行了跟投。通过这轮融资，公司有望通过加快自身业务的投资规模，并通过参与 IP 竞标、进行收购、合资等运作，从而进一步扩大自身的业务布局。同时，盛开体育还可以与曜为资本投资的 Glory、Formula E、动因体育等机构形成合作，持续扩大自身的业务项目和营收规模。

风险提示

- 1) 我国体育产业及体育服务业的改革和发展不及预期
- 2) 体育中介服务市场竞争激烈，导致获取上游资源的成本过高
- 3) 体育中介服务公司的增长速度不及预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003