

推荐 (维持)

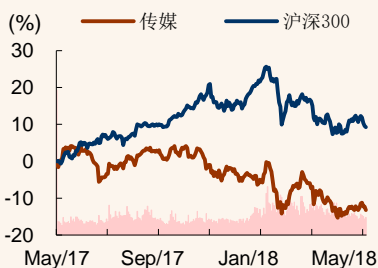
体育付费：携内容爆发之势，乘付费兴起之风

2018年05月29日

付费主题深度研究 (三)

上证指数	3135
行业规模	
	占比%
股票家数 (只)	115 3.3
总市值 (亿元)	14829 2.7
流通市值 (亿元)	9526 2.2

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.3	-10.5	-12.9
相对表现	0.0	-3.5	-22.4



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《付费主题深度研究 2—视频付费大风起，媒体之王之路可期》2018-05-10
- 2、《2018年4月电影票房点评—4月票房因高基数同比下降，5月期待《复联3》》2018-05-09
- 3、《传媒行业事件点评—视频网站渠道强势增长，利好优质内容商》2018-03-20

方光照

fanguangzhao@cmschina.com.cn
S1090515090002

顾佳

S1090513030002

朱琨

zhujun5@cmschina.com.cn
S1090516080002

本篇报告延续了我们对付费板块的研究和推荐，聚焦体育付费。从美国体育付费发展史和 ESPN 等付费龙头公司发展历程出发，结合国内体育赛事内容质量显著提升、视频付费人群规模扩大、版权保护加强等背景，我们判断国内体育付费大潮已至，即将开幕的俄罗斯世界杯有望加速付费进程，内容、平台及周边产业充分受益，建议重点关注当代明诚、奥拓电子、力盛赛车、金陵体育、龙韵股份等。

- **他山之石：美国体育付费由来已久，诞生全球付费龙头 ESPN。**美国体育付费已有近 80 年历史，并向全球输出付费理念。优质内容、媒介迭代下的技术进步、版权保护体系的完善，成为体育付费的基石。付费历史中诞生了 ESPN 这样的全球龙头，基于“频道细分化+内容多元化+全球化”的理念，全球最高付费用户数逾 1 亿。近几年随着有线电视付费用户向社交媒体等互联网迁移，ESPN 付费用户数下滑，面临压力，通过拓展移动端的流媒体和版权分销来积极应对。同时，用户向互联网端迁移也催生 fubo TV 等体育流媒体不断壮大。
- **国内体育付费历经浮沉，已来到爆发前夕。**国内体育付费历史上，天盛体育曾效仿英国天空体育，引入英超付费，却惨遭失败，我们认为原因在于当时版权保护不力、人们互联网内容付费意识未形成、价格“一刀切”战略以及线上支付不便捷。如今在视频付费人群不断壮大且付费群体年轻化的趋势下，结合版权保护政策不断加码、移动支付快速普及，体育内容付费迎来爆发前夕。我们基于视频付费整体规模和体育付费用户画像进行测算，预计线上体育内容付费规模有望从当前不到 20 亿增长至 168 亿。
- **内容、平台及周边方共享体育付费盛宴。**内容方面，一方面中超、CBA 等国内顶级赛事价值的显著提升，另一方面民营资本引进欧洲五大联赛、NBA 等顶级赛事版权，为国内付费创造条件，其中新英、苏宁、腾讯版权布局领先。平台方面，腾讯基于内容储备、流量及变现模式优势，一马当先；爱奇艺、优酷等走差异化、细分化路线；新英、苏宁携独家内容反哺平台；懂球帝、直播吧、章鱼 TV 等直播和体育社区成为崛起的第三股力量。周边产业方面，国际足联模式验证，IP 乘数效应带来线下消费、广告及衍生产品空间巨大。
- **投资策略及推荐：**看好体育付费内容、平台龙头及衍生产业受益方。相关受益公司包括**当代明诚**（布局顶级赛事版权，受益体育付费市场爆发）、**奥拓电子**（受益体育营销市场扩大）、**力盛赛车**（赛车全产业链布局）、**金陵体育**（体育器材龙头）及受益于体彩行业的**中体产业**、**龙韵股份**、**鸿博股份**。
- **风险提示：**1、侵权行为仍然存在；2、体育直播仍存在不流畅等技术问题。

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一、导论：从视频付费到体育付费，为何我们一再推荐付费板块.....	8
1.1 付费板块推荐回顾：从 0 到 1，从免费到付费，并将成就中国娱乐新征途.....	8
1.2 为何当前推荐体育付费？天时、地利、人和.....	8
二、他山之石：美国体育付费由来已久.....	9
2.1 美国体育付费由来已久，后向全球输出付费理念.....	9
2.2 优质内容、媒介迭代与版权保护成为体育付费的基石.....	9
2.2.1 内容方面：优质产品矩阵与平台互利共生.....	9
2.2.2 媒介方面：科技进步开拓移动互联网付费蓝海.....	11
2.2.3 政策方面：标准化版权保护体系为付费保驾护航.....	13
2.2.4 用户方面：体育付费用户 ARPPU 值更高.....	14
2.3 案例之 ESPN：全球体育付费龙头的成长之路.....	15
2.3.1 全球最大体育电视网，不断开启全球化进程.....	15
2.3.2 “频道细分化+内容多元化+全球化”构筑 ESPN 极强护城河.....	16
2.3.3 遭遇挑战，付费龙头的应对之策.....	17
2.4 案例之天空体育：以英超为筹码开启的进击之路.....	22
2.5 世界杯之于体育付费：拉动效应明显.....	23
2.5.1 世界杯对体育付费带动效应显著.....	23
2.5.2 世界杯带动体彩市场规模增长.....	26
2.6 国外成熟体育付费商业模式启示.....	27
2.6.1 体育赛事 IP 是产业链核心，拥有优质版权才能掌握竞争先机.....	27
2.6.2 体育产业潜力大，直播平台需战略化发展.....	27
2.6.3 社交媒体直播，打开体育付费的另一扇大门.....	28
三、国内视频付费大潮来袭，体育付费空间几何.....	29
3.1 国内体育付费的进阶之路：从盲目模仿，到量身定制.....	29
3.1.1 ESPN STAR Sports：体育付费模式在我国的第一次试水.....	30
3.1.2 天盛体育：崛起到衰败，只在一瞬间.....	30
3.1.3 新英体育：量身定制“免费+付费”模式，开启体育付费新时代.....	32
3.1.4 苏宁体育：重金揽入各大赛事版权，异军突起领跑体育付费行业.....	34
3.1.5 腾讯体育：独占篮球赛事版权，与苏宁体育两家独大.....	35

3.2 国内体育付费当前已具备爆发的条件.....	35
3.2.1 视频付费带动下体育付费迎来生机	35
3.2.2 网络观赛习惯不断养成，未来行走的体育频道成趋势	37
3.2.3 供给端：体育内容独特性，版权分销下供给端迎来红利时代	38
3.2.4 需求端：“天然付费群体壮大”是体育付费市场规模不断扩大的根基.....	39
3.2.5 技术端：第三方支付的便捷性激发付费意愿，避免重走天盛困局.....	40
3.3 国内体育付费市场空间测算	41
四、体育付费产业链：赛事 IP 及内容方、平台方、周边衍生行业共同受益	44
4.1 体育付费的产业链：内容+平台+周边	44
4.2 受益方之内容：国内赛事 IP 价值水涨船高，民营资本抢夺海外顶级赛事版权 ...	45
4.2.1 国内赛事 IP 价值水涨船高，为付费创造条件	45
4.2.2 线下观赛付费之风渐起，为线上付费打下基础	46
4.2.3 政策放开转播权垄断，民营资本纷纷抢滩海外顶级赛事转播	46
4.3 受益方之平台：腾讯综合实力独大，众平台走差异化之路，直播和社区是第三势力	47
4.3.1 三大版权布局：腾讯一马当先，爱奇艺走差异化之路，优酷定位长尾.....	47
4.3.2 其他平台：新英打通内容到平台，PPTV 紧抱西甲，直播和聚合平台成为第三势力	50
4.4 受益方之周边：赛事 IP 衍生产业付费空间大	52
五、相关标的推荐.....	56
5.1 当代明诚（600136）：携付费之势，享体育产业盛宴.....	56
5.2 奥拓电子（002587）：体育大赛打开 LED 应用空间，城市亮化照明需求爆发助推业绩增长	57
5.3 力盛赛车（002858）：赛车全产业链龙头，从 2B 到 2C，受益赛车消费市场空间打开	58
5.4 金陵体育（300651）：体育器材龙头，有望受益于器材行业市场需求改善	58
5.5 中体产业（600158）：携优质赛事 IP 并布局体彩业务，打开成长空间.....	58
5.6 龙韵股份（603729）：有望受益于体彩行业发展	59
5.7 鸿博股份（002229）：彩票全产业链布局，前景可期.....	59
六、风险因素	59

图表目录

图 1: 美国早期体育付费发展历程.....	9
图 2: 2017 年美国各类体育消费金额及占比.....	11
图 3: 视频传播媒介发展.....	12
图 4: 2018 年 fubo TV 被评为最受体育迷喜欢的流媒体.....	13
图 5: 美国体育产业消费人群画像.....	14
图 6: 2017 年各类付费视频的年 ARPPU 值 (单位: 美元).....	15
图 7: 2009-2017 年 ESPN 订阅用户及同比.....	18
图 8: 2009-2017 年 ESPN 月订阅费及同比增长.....	18
图 9: 2016 年-2021 年美国取消订阅有线电视用户量 (百万).....	20
图 10 : 2014 年至 2017 年 ESPN 各频道订阅量.....	21
图 11: 2014-2017 年 ESPN 移动数据端用户量及同比.....	21
图 12: 英国订阅 SKY 电视台的平均家庭数量 (百万户).....	22
图 13: 巴西世界杯与南非世界杯收视情况.....	23
图 14: 2014 年 6 月份 WatchESPN 同比增长情况.....	23
图 15: 2010 年与 2014 年精彩赛事观看次数 (百万).....	24
图 16: 世界杯转播权价格 (百万美元).....	24
图 17: 国际足联 2015-2017 世界杯收入构成.....	25
图 18: 国际足联 2011-2014 年世界杯收入构成.....	25
图 19: 国际足联转播权和赞助费收入.....	25
图 20: 国际足联收入构成.....	25
图 21: 世界杯投注金额及增长率.....	26
图 22: 体育产业版权的网状价值链结构示意图.....	27
图 23: 社交媒体体育内容占比.....	29
图 24: 最受欢迎的社交媒体讨论社区排名.....	29
图 25: 国内体育付费发展阶段.....	30
图 26: 2014 年中国与发达国家年均体育消费水平对比 (美元).....	31
图 27: 新英球迷年龄分布.....	33
图 28: 新英体育付费球迷分部及排名情况.....	33
图 29: 体育版权市场历经四轮洗牌.....	34
图 30: 苏宁体育产业合作图谱.....	35
图 31: 2016 年全球不同国家/地区视频付费用户规模 (万).....	36

图 32: 2014-2016 年中国视频付费用户规模	36
图 33: 2013-2020 年中国在线视频行业各业务营收占比	36
图 34: 2013-2020 年中国在线视频行业内容付费营收占比	36
图 35: 国内用户付费比例	36
图 36: 付费会员月支出上限	36
图 32: 2016 年用户的主要观赛方式	37
图 38: 用户愿意付费购买的主要体育会员权益	38
图 39: ESPN 入驻腾讯体育	38
图 40: 中国视频网民年龄结构	39
图 41: 视频付费用户年龄结构	39
图 42: 2017 年主要足球赛事球迷平均年龄	39
图 43: 腾讯体育直接 APP 内支付	40
图 44: 网上支付/手机网上支付用户规模及使用率	40
图 45: 2013-2020 年中国第三方支付综合支付交易规模	40
图 46: 2016-2019 年中国在线体育赛事直播用户规模	41
图 47: 2012-2018 年中国互联网体育用户规模	41
图 48: 中国网络视频付费用户规模	41
图 49: 2012-2017 体育赛事跨城观看票房占比	43
图 50: 2012-2016 体育赛事类平均票价	43
图 51: 体育赛事产业链结构	44
图 52: 中超联赛版权价格 (亿元)	45
图 53: 中超联赛的全球排名稳步提升	46
图 54: 中超场均上座人数 (万人)	46
图 55: CBA 场均观众人数 (人)	46
图 56: 腾讯体育业务布局	48
图 57: 腾讯体育全产业链营销体系	49
图 58: 体育 APP MAU 及全网渗透率 (2017 年 10 月)	49
图 59: 体育 APP DAU (2017 年 10 月)	49
图 60: 前三大体育 APP 百度搜索指数	49
图 61: 懂球帝品牌化布局及盈利模式探索	51
图 62: 懂球帝海外业务横向扩展	51

图 63: 迪士尼多轮变现模式.....	52
图 64: 美国动漫 IP 衍生品产业链.....	52
图 65: 国际足联衍生品收入及收入占比.....	53
图 66: 近两年世界杯各项业务占比.....	53
图 67: 近两年世界杯收入构成.....	53
图 68: 2009-2017 六月、七月彩票销售额对比 (亿元).....	54
图 69: 2009-2017 体育彩票年度销售额.....	54
图 70: 2010 年体育彩票销售额及增长率.....	55
图 71: 2014 年体育彩票销售额及增长率.....	55
图 72: 2005-2014 中国互联网彩票销售总额.....	55
图 73: 2016 年体育彩票销售额及增长率.....	55
图 74: 当代明诚的体育产业链布局情况.....	56
图 75: 网络直播痛点分析.....	60
表 1: 美国传统四大职业体育联盟.....	10
表 2: 美国电视体育直播的热点分布情况.....	10
表 3: 1960-1995 美国有线电视用户发展表.....	12
表 4: 美国标准版权保护体系.....	14
表 5: ESPN 发展历程.....	15
表 6: ESPN 美国有线电视各频道的特征及观众定位.....	16
表 7: ESPN 主营业务.....	17
表 8: 2017 年各体育频道订阅用户及订阅费.....	18
表 9: NBA 版权价格及同比.....	19
表 10: 2017 年 ESPN 主要赛事直播权价格.....	19
表 11: 社交平台及传统体育媒体的使用情况.....	20
表 12: 主要数字电视媒体套餐情况.....	21
表 13: ESPN+体育赛事直播内容介绍.....	22
表 14: 世界杯各国媒体端授权情况.....	24
表 15: 全球世界杯媒体端授权情况.....	25
表 16: 20 岁及以上人群各年龄组观看体育赛事途径的人数百分比 (%).....	32
表 17: 天盛体育大事记.....	32

表 18: 2017 年全国电视观众与网络视频用户最喜爱的节目类型 Top10(%).....	37
表 19: 体育付费市场规模测算 (亿)	42
表 20: CBA 版权价格变动历程	45
表 21: 各体育内容方对于赛事版权储备情况	47
表 22: 各平台付费用户数、会员价格、版权储备对比.....	51
表 23: 我国互联网彩票发展大事记.....	53

一、导论：从视频付费到体育付费，为何我们一再推荐付费板块

1.1 付费板块推荐回顾：从 0 到 1，从免费到付费，并将成就中国娱乐新征途

我们在 2015 年就意识到内容付费将成为文化传媒行业发展的重大趋势，于 2015 年 10 月撰写了《从<纸牌屋>到<盗墓笔记>，付费内容迎来黄金时代》的市场最早的付费推荐报告之一。经过 2 年的观察和验证，我们于 2017 年中提出“内容付费是传媒互联网领域未来 10 年最大的风口、付费成就中国娱乐新征途”的观点，通过 2017 年中期策略报告《无付费、不快乐——“天然付费”成就中国娱乐新征途》和 2018 年度策略报告《从免费到付费，尽享“从 0 到 1”的盛宴》两篇报告，系统梳理和分析了从游戏、视频到图片、阅读、音乐、知识付费的发展路径，付费市场爆发的原因、未来的空间测算和产业链受益公司。供给端的“版权保护力度不断加大”、需求端的“消费升级、天然付费群体壮大”和技术端的“移动支付快速普及”成为互联网内容付费实现“从 0 到 1，再到成就中国娱乐新征途”的重要推动力。付费各领域的龙头公司，如爱奇艺、快乐购、视觉中国、平治信息、阅文集团等，受益于付费群体的扩大，也迎来了市值的快速成长和业绩的持续超预期，验证了我们在报告中的判断。

此后我们更聚焦于视频付费这个细分领域，于 2018 年 5 月 10 日再度发布付费主题深度研究报告之《视频付费大风起，媒体之王之路可期》，从研究美国及全球视频付费龙头 Netflix 的市值成长之路出发，基于行业和公司对比，分析国内视频付费行业的发展趋势，得出结论，即我国视频付费行业进入量价齐升的快速发展阶段，国内视频付费平台的“3+X”格局将持续，推荐的龙头爱奇艺和差异化布局的快乐购、哔哩哔哩，有望走上市值不断成长之路。

1.2 为何当前推荐体育付费？天时、地利、人和

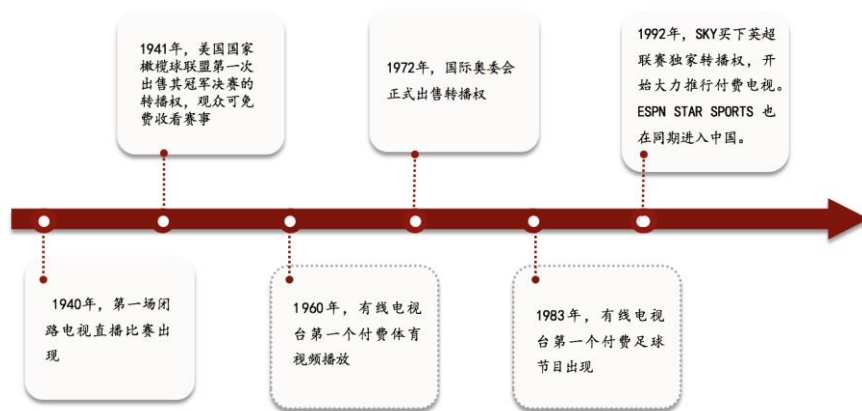
从海外经验看，体育付费历史由来已久，伴随并推动着体育这个大产业的发展。从国内看，基于天时、地利、人和的原因，无论是体育视频付费观看、体育彩票还是体育线下消费，当前都站在了爆发的前夕。天时：视频付费大浪潮已起，体育视频/直播的付费观看往往与其他视频共享平台，跟随视频付费之风而起，即将开幕的 2018 俄罗斯世界杯成为体育付费的推动力。地利：无论是万达、苏宁、新英、腾讯等为代表的民营资本密集布局海外顶级俱乐部及赛事版权，还是中超俱乐部密集引进优质外援，男篮世界杯、冬奥会、亚运会等后续重大赛事陆续在中国召开，带来国内赛事内容质量显著提升，都意味着世界体育的重心向中国东移，为付费创造肥沃土壤。人和：天然付费群体的崛起，年轻人群体越来越喜欢刺激、精彩的体育赛事，基于直播的特性，无论在国外还是国内，体育观赛付费比其他视频付费率及 ARPPU 值更高。综合这些原因，我们在研究付费的各个子板块领域时，聚焦到了之前提及较少的体育付费板块，海外有 ESPN 这样的成功先例，国内市场，在体育付费大浪潮来临后，内容、平台及衍生产业方将共同受益，踏浪而行。

二、他山之石：美国体育付费由来已久

2.1 美国体育付费由来已久，后向全球输出付费理念

从特定剧院的闭路电视到有线电视，美国体育付费历史已有七十八个春秋。美国最早的付费赛事是在特定的剧院通过闭路电视进行直播的，观众支付门票以观看赛事。1960年，有线电视台第一个体育付费赛事出现。二十世纪70年代，美国有线电视体育付费已初具规模。随着科技的发展，20世纪80年代，闭路电视逐渐被家庭电视所取代，有线电视台凭借特色优质的付费节目和出色的市场运营吸引了大批观众。到80年代末，美国有线电视台覆盖近半美国家庭，付费电视越来越被人们所接受与喜爱。二十世纪九十年代美国开始对外输出付费电视观念，以英国为例，SKY在1992年买下英超联赛独家转播权，并在英国大力推行付费电视。同样也是在九十年代，ESPN STAR Sports进入中国，开始在中国推出付费频道。

图 1：美国早期体育付费发展历程



资料来源：维基百科，招商证券

2.2 优质内容、媒介迭代与版权保护成为体育付费的基石

美国的付费体育赛事直播产业发展已经相当成熟，而且仍在不断成长。我们认为，除了美国高水平的职业体育产业作为奠基以外，体育赛事优质内容，媒介的迭代以及版权的保护也为体育付费保驾护航。

2.2.1 内容方面：优质产品矩阵与平台互利共生

职业体育产业为体育付费提供良好外部环境：职业体育产业是美国体育产业中历史悠久且富有巨大活力的领域。美国有四大传统职业体育联盟：全国橄榄球联盟（NFL）、棒球大联盟（MLB）、全国篮球协会（NBA）、及全国冰球联盟（NHL），总共一百多支职业队。近年来又有如足球大联盟（MLS）、全国足球协会（NSA）、女子职业垒球协会（WPF）等新兴职业体育联盟。可以说，美国拥有的职业队之多列全球之最。这为体育付费产业提供了良好的外部环境。

表 1: 美国传统四大职业体育联盟

体育联盟	球队	赛制
棒球大联盟 (MLB)	联盟共计 30 支球队，15 队属国家联盟，15 队属美国联盟。二联盟依美国地理区域各分为三区，各区的冠军及除了分区冠军队之外的战绩最佳的球队，即外卡 (Wild Card) 可参加季后赛。	每支球队在球季中要打 162 场比赛，与同一对手的手交次数则不一定，通常来说，以所属分区其他球队会最多。从 1997 年开始有了跨联盟比赛，一个球队和另一联盟的对手要打 12 至 18 场 (含在 162 场中)，比赛不采取和局制，以胜率决定分区的排名，各区胜率最高者为该区冠军。
全国篮球协会 (NBA)	NBA 一共有 30 支球队，分为东部联盟和西部联盟，每个联盟又被划分为 3 个赛区，每个赛区由 5 支球队组成。	NBA 每年赛季开始之前都会选秀，选秀之后有各球队新秀的夏季联赛，10 月上旬季前赛开始，10 月中下旬开始常规赛，此外在 2 月中下旬时有一项特殊的表演赛事 NBA 全明星赛，4 月中下旬，常规赛结束后，东西部前八名的球队开始季后赛的争夺，决出东西部冠军，晋级 NBA 总决赛。
全国橄榄球联盟 (NFL)	NFL 职业橄榄球联盟由 32 支来自美国不同地区和城市的球队组成，分为美国美式橄榄球联合会 (AFC) 和国家美式橄榄球联合会 (NFC) 两个联合会。每个联合会由东西南北四个分区组成，每个分区有四支球队和附属球员。	NFL 常规赛共有十七周，每周一轮，常规赛每支球队需要进行 16 场比赛，因此每支球队都会有一周轮空。常规赛从每年的 9 月中旬开始，到 12 月底或次年一月初结束。
全国冰球联盟 (NHL)	全国冰球联盟	赛季分为常规赛和季后赛两个阶段，常规赛共 82 场，主客场各 41 场，其中与同分区的球队交战 32 场，同赛区不同分区的球队 40 场，不同赛区的 10 场。

资料来源：百度百科，招商证券

周周有热点，天天有比赛，打造优质产品矩阵。美国体育赛事频繁，以篮球协会 (NBA) 为例，一共有 30 支球队，每队每个赛季要打 82 场比赛，相当于每周都要打 3-4 场比赛，常规赛之后还要打季后赛，比赛次数和强度都是中国的 CBA 不能相比的。大量的比赛为美国付费体育赛事直播产业提供了丰富的内容基础，能够让美国包括四大电视台 NBC, CBS, ABC 和 FOX 及专业的 ESPN, ESPN2, ESPN3 和 FSN 等有线电视台一天 24 小时播出体育节目。为了避免重要比赛日期冲突，美国的各大体育联盟会精心安排比赛日期，错开排赛，使得一年 52 周周周有热点，一年 365 天天天有比赛，产品矩阵丰富，为美国付费体育赛事直播产业提供丰富的内容基础。

表 2: 美国电视体育直播的热点分布情况

时间	赛事
一月	橄榄球进入季后赛，由此产生进入超级杯的两支球队；大学橄榄球进入杯赛阶段，最终决出总冠军；NBA 则渐入佳境，每天都有比赛；另外，高尔夫赛季正式开始。
二月	超级杯决赛，相当于美国人民的春晚；大学篮球联赛进入关键时期，能否参加 3 月举行的总决赛就看最后这一个月的表现了；NBA 赛季继续进行，每天都有比赛。
三月	著名的“三月疯狂” (March Madness)，也就是大学篮球联赛 (NCAA) 总决赛，64 个队打淘汰赛，决出全国冠军。
四月	NBA 常规赛进入最后阶段，竞争白热化；棒球新赛季正式开打，每天都有杯赛；高尔夫大满贯之一的“大师赛”开打，高尔夫赛季迎来第一个高潮。
五月	NBA 季后赛开打，16 支世界顶尖球队厮杀。
六月	NBA 季后赛进入高潮，最终决出联盟总冠军；棒球常规赛继续进行；高尔夫另两项大满贯赛事“美国公开赛”和“英国公开赛”开打，高尔夫赛季进入高潮。

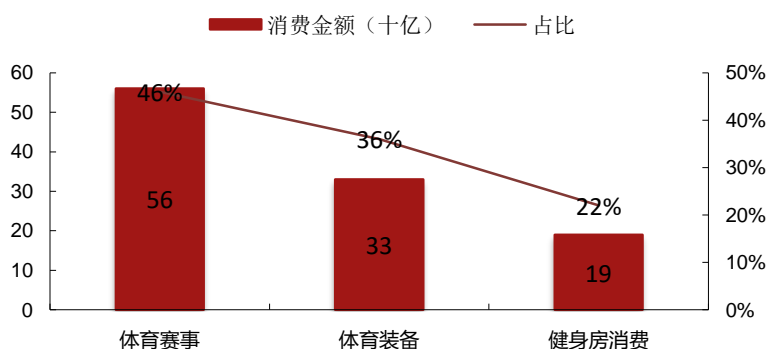
时间	赛事
七月	棒球赛季继续，每天都有数场比赛；网球、赛车和赛马等项目渐入佳境，每个周末都会安排重要比赛
八月	职业橄榄球训练营开始，大学橄榄球比赛开打，标志着最受美国人民欢迎的橄榄球赛季正式拉开序幕；高尔夫最后一项大满贯赛事“PGA 锦标赛”开打，高尔夫赛季接近尾声；棒球继续，每天都有比赛
九月	职业橄榄球联赛常规赛正式开打，大学橄榄球也渐入佳境，每个周末都安排数场重要比赛；棒球联赛进入了季后赛阶段。
十月	棒球季后赛进入高潮，最终决出“世界冠军”；职业和大学橄榄球赛季继续进行，每个周末过后排名都会出现大幅度变动；NBA 训练营开营。
十一月	大学橄榄球常规赛季进入最关键的时期；NBA 常规赛正式开打，每天数场比赛。
十二月	职业橄榄球常规赛季进入最后冲刺阶段，大学橄榄球开始各种节日杯赛，并一直持续到来年年初。

资料来源：滴答网，招商证券

在美国职业体育健康发展的环境下，商业化体制健全。根据 PwC 《2021 年北美体育市场展望》，北美五大联赛俱乐部的价值持续增长，每个联盟的俱乐部平均价值在过去 10 年里增加了 2.5 到 5 倍，而自 1990 年以来增加了 10 到 20 倍。同时，高度商业化的职业体育产业为职业体育的不断发展提供了持续激励。

优质产品矩阵下，海外用户体育消费意识与积极性较高。1997 年，米勒在《体育商业管理》中指出：“美国人每挣 8 美元就有 1 美元花在健身、娱乐的消费上”。2009 年，《美国户外运动联合报告》指出：“每 4 个美国人中就有 1 个是户外运动爱好者”。根据京东与尼尔森联合发布的《2017 互联网体育消费报告》，美国体育人口约占总人口的 70%，对体育的关注相对较高，而根据艾瑞咨询数据，2017 年美国消费者在体育方面的消费高达 1000 亿美元，且其中接近一半花费在观看体育赛事上，包括门票、交通、食物和饮料。

图 2：2017 年美国各类体育消费金额及占比



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

2.2.2 媒介方面：科技进步开拓移动互联网付费蓝海

科技进步驱使付费向多途径、高质量转移。随着技术进步，媒体平台逐步从有线电视、无线电视、卫星电视向互联网与移动媒体进化，付费观众可以多机位、多视角的收看比赛，自主选择赛事直播方所呈现的画面，赛事质量与可观赏性大幅提升。未来屏幕前的观众甚至可以享受 VR 和 AR 下的超强观赛体验。同时，叠加支付的便捷性，我们预计，移动互联网将颠覆传统的体育付费产业链，未来移动端线上赛事将进一步开拓付费蓝海。

图 3：视频传播媒介发展



资料来源：招商证券

十九世纪七十年代，美国有线电视就已初具规模，其特色的付费节目以及不同于无线电视过度依赖广告的优势，使得付费电视越来越被人们所接受。九十年代初，超过 60% 的美国家庭选择付费订阅有线电视台。进入二十一世纪，随着互联网与移动互联网的快速发展，互联网视频被广泛使用。据 Limelight Networks 统计，2017 年，全球仅 39.9% 的用户未曾使用互联网视频，约 30.60% 的观众会至少选择一个互联网视频门户。在美国，64% 的年轻观众（18 岁-29 岁）会选择线上观看视频。

表 3：1960-1995 美国有线电视用户发展表

年份	有线台数量	有线用户数量（百万）	占全美家庭百分比
1960	640	0.7	1.4
1965	1325	1.3	2.4
1970	2490	4.5	7.6
1975	3366	9.8	14.3
1980	4048	15.5	20.5
1985	6600	37.3	43.7
1990	10200	54.0	58.0
1995	13000	60.0	63.0

资料来源：罗波《天盛与新英—我国付费体育赛事直播的进程研究》，招商证券

流媒体红利下，体育视频也拥抱流媒体。自从 2005 年，iTunes 开始提供可选的视频下载，同年 YouTube 正式上线，不久后的 2007 年，Netflix 推出流媒体视频业务。更低的成本带来的是更低的订阅费，一般有线电视的入门套餐费用在 50~60 美元，而以 Netflix 为例，其基础套餐只要 7.99 美元。例如在 2018 年最受欢迎的流媒体评选中，**fubo TV** 被评为最受体育迷喜欢的流媒体。在 2017 年 10 月 fubo TV 已经有 10 万人，2018 年 2 月 Super Bowl LII 期间超过了 15 万的用户。

图 4：2018 年 fubo TV 被评为最受体育迷喜欢的流媒体

Product	DirecTV NOW	Sling TV	Hulu	CBS All Access	fuboTV	Amazon Video	HBO Now (for iPad)	Netflix	Sony PlayStation Vue	YouTube TV
Product										
Lowest Price	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT
Editors' Rating	●●●●○	●●●●○ EDITORS' CHOICE	●●●●○ EDITORS' CHOICE	●●●●○	●●●●○	●●●●○	●●●●○	●●●●○ EDITORS' CHOICE	●●●●○	●●●●○
Best For	Cord Cutters With AT&T	Cord Cutters	TV Fans	CBS Fans	Sports Fans	Bargain Hunters	Premium Content Fans	Original Programming Fans	Cord Cutters With PlayStation	Google Faithful
Starting Price	\$35/month	\$20/month	\$7.99/month	\$5.99/month	\$44.99/month	\$8.99/month	\$14.99/month	\$7.99/month	\$39.99/month	\$40/month
Concurrent Streams	2	1-4	1	2	2-3	2	Yes (undefined)	1-4	1-5	3
Live TV	✓	✓	✓	✓	✓	—	—	—	✓	✓
Original Programming	—	—	✓	✓	—	✓	✓	✓	—	—
Ads	✓	✓	✓	✓	✓	—	—	—	✓	✓

资料来源：clark 新闻，招商证券

观看体育直播比赛人数正在增长，但年轻球迷正在向社交媒体切换。根据 DIGDAY 新闻显示，2017 年 NBC 常规赛前两周的“周末夜足球”比赛观众同比下降 7%，ESPN 的“周一晚上足球赛”下降了 5%，每场尼克森的 Fox 和 CBS 的周日下午比赛平均观众分别下降了 11% 和 19%。在英国，英超联赛上赛季观看数量创下了七年来的最低点，平均观看的直播频道同比下降 14%。**同时，社交媒体直播正在兴起。**根据 DIGDAY 数据显示，超过一半（55%）的观众在 Twitter 上直播了上个赛季的 10 场 NFL 比赛，其中不到 25 岁；四分之一在美国以外。足球是 Instagram 上最受欢迎的运动。Instagram 表示，其中有五分之一（21%）的用户是足球迷。

以 Facebook 为例，Facebook 已经开始直播 46 场墨西哥足球联赛比赛，包括季后赛；至少 22 场大联盟足球比赛和 40 多场精彩集锦；来自世界冲浪联盟的主要赛事；2017 CrossFit 活动以及 2017-18 欧洲冠军联赛。**Facebook 对这些活动的报道将免费推送给用户。**

2.2.3 政策方面：标准化版权保护体系为付费保驾护航

美国对体育赛事版权的保护政策法规相对成熟。美国对标准版权的保护已经经历一个多世纪的发展，现已形成以版权法为基础、相关标准化组织政策为支持的美国标准版权保护体系，这对美国文化产业的繁荣发展有着重要作用。**体育赛事节目体现了作者原创性并以某种形式固定于有形介质上跟传输同时进行，属于视听作品，符合版权法保护标准。**在 1976 年版权法制定时，美国众议院司法委员会在“版权法修订”中曾明确指出：拍摄一场足球比赛时，当拍摄人员和摄影指导拍摄出相关赛事镜头画面并合理选取以呈现给公众时，赛事就“固定”于有形介质之上并具有了“作者身份”。同时，**美国国会批准了职业体育联盟与媒体平台在谈判上享受反垄断豁免，即美国职业体育联盟可以代表联盟的各支球队在体育赛事版权上统一与媒体进行谈判，获得利益再由职业联盟进行协**

调分配。这一法规在保护体育联盟组织方的集体利益的同时，也促进了体育版权市场的规范发展。

表 4：美国标准版权保护体系

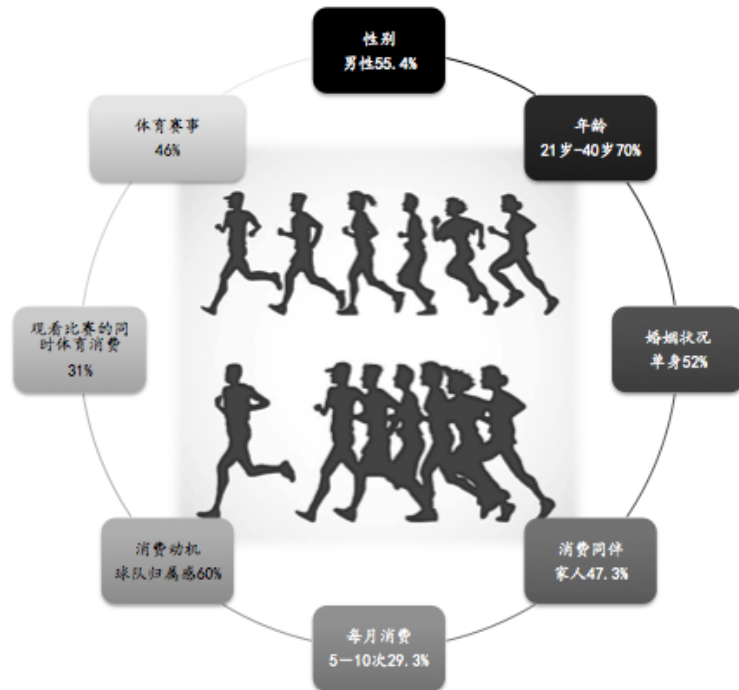
组成	主要内容
美国版权法	标准版权保护对象：对“文字、音乐、戏剧绘画、刻印、雕塑、电影和其他视听作品”等 7 类作品给予版权保护；明确规定版权所有者的专有权利，该专有权利可由版权所有者自行行使，也可由版权所有者授权他人行使；标准适用于“合理使用原则”，基于正当理由使用作品，不构成对版权的侵犯。
标准组织版权政策	美国国家标准学会规定，标准产品相关的所有权利包括知识产权，归属于标准制定者。用户可以在自己的唯一一台电脑上复制一份标准产品。标准不得同时在多台电脑或局域网中使用。国际标准组织 ASTM 通过其颁发的《ASTM 知识产权政策》等文件，对其标准的版权包含权利归属、许可、引入国际标准、合理使用等方面做出了具体规定。

资料来源：美国版权法，招商证券

2.2.4 用户方面：体育付费用户 ARPPU 值更高

分析美国体育产业消费者用户画像，健康的体育消费结构滋生了优良的体育付费土壤。根据披露的相关问卷调查数据，我们发现，美国体育产业消费者男性与女性比例相近，男性消费者占 55.4%，年龄在 21-40 岁的占七成，47.3%的消费者是同家人一起购物，29.3%的体育观众选择每月消费 5-10 次，60%的消费行为是源于对球队的归属感。根据相关新闻报道，**2016 年，46%的体育开支花在体育赛事上，全美在体育赛事方面的花费高达 560 亿。**

图 5：美国体育产业消费人群画像

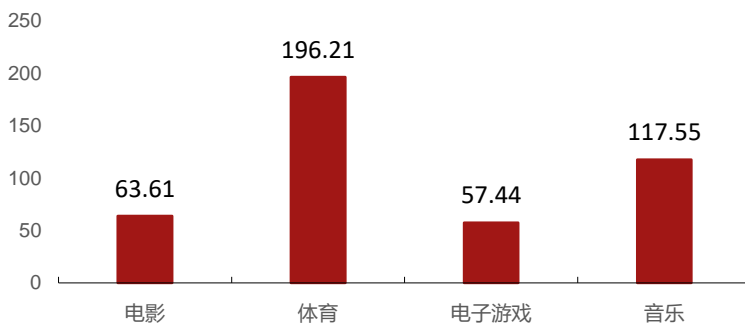


资料来源：张森《中美两国职业体育消费动机比较研究》，招商证券

美国的体育付费用户 ARPPU 值高于其他付费视频用户。根据 Statista 数据统计显示，

2017 年，美国体育付费用户年 ARPPU 值为 196.21 美元，远超电影人均年消费 63.61 美元以及游戏付费用户年 ARPPU 值 57.44 美元。同样，以最受欢迎的流媒体订阅费用为例，有体育频道的 Direct Now 以及 fubo TV 月均价格都在 35 美元以上，远超其他流媒体的订阅费用。

图 6：2017 年各类付费视频的年 ARPPU 值（单位：美元）



资料来源：Statista，招商证券

2.3 案例之 ESPN：全球体育付费龙头的成长之路

2.3.1 全球最大体育电视网，不断开启全球化进程

ESPN (娱乐与体育节目电视网) 是全球最大的体育电视网，总部位于美国康涅狄格州的布里斯托市。自 1979 年 9 月 7 日正式开播以来，ESPN 逐步成长为世界体育传媒第一品牌。目前，ESPN 的卫星网络在美国订阅用户近 9000 万，覆盖全球 200 多个国家，观众超过 2.1 亿人。

表 5：ESPN 发展历程

时间	事件
1979 年	ESPN 第一个电视节目“Sports”在布里斯托尔演播室录制。ESPN 启播时的定位是以播放标准电视新闻和体育资讯为主，由于资金运营规模限制，经常播放一些非传统体育节目。
1980 年	首次转播 NCAA 锦标赛，“March Madness”自此成为全美最受欢迎的篮球赛事之一。
1983 年	ESPN 开启全球化征程，首先落户于拉丁美洲。
1984 年	美国广播公司 (ABC) 从纳比斯科 (Rasmussens) 和格蒂 (Getty) 石油公司手中买下 ESPN，并为其提供资金以竞标大型体育赛事项目。
1987 年	ESPN 与全国橄榄球联盟 (NFL) 签订合同，将在周日晚播放 NFL 赛事，ESPN 的周日夜足球“Sunday Night Football Games”成为未来 17 年内获得最高评分的 NFL 电视节目，ESPN 从小型体育新闻平台一跃成为美国最大的有线电视台。
1992 年	ESPN 推出了 ESPN Radio，业务包括分析和评论节目以及体育赛事的音频播放。同年，ESPN 开始向亚洲各国和地区转播赛事。
1993 年	ESPN 2 首播，1000 万美国家庭选择收看。
1996 年	华特迪士尼收购美国广播公司(ABC)，同年 ESPNews 启播。
1997 年	ESPN 收购 Classic Sports Network (现 ESPN classic)。
1998 年	ESPN Magazine 发行，通过超大尺寸的照片及文字向全球体育迷介绍体育时事、原创视频、播客以及广播节目等。
2004 年	第一个 24 小时西班牙语体育频道 ESPN Deportes 正式启播。

时间	事件
2004 年	ESPN 在康涅狄格布里斯托成立高清电视中心。大部份电视节目，包括世界体育中心（Sports），今日棒球，国家足球联赛直播，校园赛事日等和其他 ESPN 播放的赛事都开始以高清标准放送。
2005 年	ESPNU 启播，频道专注于播送大学体育项目。
2011 年	适用于 iPad, iPhone 和 iPod 的 Watch ESPN 应用程序启用，同年 Longhorn Network 启播。
2014 年	由 ESPN 和东南联盟（Southeastern Conference, SEC）合作开设的频道 SEC Network 启播，将全天候播放东南联盟各项赛事。
2018 年	作为数字化转型的重要一步，旗下全新的订阅式流媒体服务 ESPN+已于 4 月 12 日正式上线。这项服务将融合于全新改版的 ESPN APP，二者也将在内容上实现整合。

资料来源：ESPN，招商证券

2.3.2 “频道细分化+内容多元化+全球化” 构筑 ESPN 极强护城河

作为世界体育传媒第一品牌，ESPN 拥有其独特的品牌经营策略和商业模式，其中“频道细分化、节目制作精良、内容多元化、全球扩张化”构筑了 ESPN 极强的护城河。在节目制作上，ESPN 作为世界体育传媒第一品牌，拥有世界最大、技术最先进的电视制作设备。另一方面，ESPN 王牌节目的解说员大多自身体育专业知识和实际经验深厚，个人解说风格明显。

内容优质丰富，以不同受众群体为对象实现频道细分化。目前，ESPN 共有 23 个体育赛事资源（主要分为国际赛事、美国国家联盟赛事及区域性联盟赛事）。8 个有线频道，18 个体育新闻节目，7 个谈话节目，2 个原创系列以及 23 个体育赛事直播权。其经典栏目市场竞争力仍然强盛，如 1979 年首播的 *Saturday Night Football*，以 24 小时播出体育赛事新闻、精彩赛事为主，其 2017 年平均每月观看人数仍能达到 1.15 亿人。

表 6：ESPN 美国有线电视各频道的特征及观众定位

频道	开播时间	频道特点	观众定位
ESPN	1979 年	最精良的赛事前瞻、赛事点评、体育新闻综述以及最红的体育节目主持人和赛事评论员	18-54 岁受过中等教育及以下的体育爱好者
ESPN2	1993 年	传统体育赛事与新型极限体育相融合、体育产业与影视娱乐相贯通	追求娱乐性的体育爱好者
ESPNEWS	1996 年	以播放精彩体育赛事，体育纪录片和体育主题电影为主	体育爱好者
ESPN Classic	1997 年	24 小时滚动播出世界各地各项比赛的赛况、即时比分、赛事评析及赛后集锦	体育爱好者
Spanish-Language ESPN Deportes	2004 年	ESPN 节目的西班牙语联播	西班牙裔体育爱好者
ESPNU	2005 年	转播大学体育赛事	大学体育项目爱好者
Longhorn Network	2011 年	由德克萨斯大学奥斯汀分校、ESPN 与 IMG 学院共同组建，由 ESPN 经营的体育电视频道，涵盖了德克萨斯大学奥斯汀分校德克萨斯长角牛队的各项赛事	德克萨斯长角牛队爱好者
SEC Network	2014 年	由 ESPN 和东南联盟（Southeastern Conference, SEC）共同开发的频道，全天候播放东南联盟各项赛事	东南联盟爱好者

资料来源：ESPN，招商证券

ESPN 同时也致力于与体育电视网相关业务的多元化经营。ESPN 经营拓展部于 1992 年 11 月正式成立,在充分利用多年体育专业化积累的品牌优势和各项资源的基础之上,该部门对于 ESPN 品牌消费产品进行了充分而科学的研发和业务拓展。

表 7: ESPN 主营业务

业务	业务特点
电视频道	本土有 8 个有线电视频道, ESPN International 遍布 6 个大洲。
广播	ESPN Audio 由全美最大的体育无线电网络 ESPN Radio、ESPN Podcasts 以及 ESPN Deportes Radio 组成,为遍布全美的 700 余家电台提供节目,其在美国本土的覆盖率已经达到了 80%。
数字传媒	包括 1995 年推出的全球领先的在线体育服务 ESPN.com; ESPN APP, ESPN3 和 ESPN Fantasy Sports (第一幻想足球比赛) 以及其他互动游戏。
体育杂志	ESPN Magazine。于 1998 年首次发行,曾连续四年获得“全美十大最受欢迎周刊”。每期发行量达到 1750 万。通过超大尺寸的照片以及长篇数字演示文稿向全球体育迷介绍体育时事、原创视频、播客以及广播节目等。
商品发行	包括品牌和联名品牌的服装和配饰,体育用品,以及室内、室外娱乐产品。X Games 系列产品可在线上线下购买,包括自行车,滑板,滑板车和街机游戏等。
赛事管理	拥有并经营着 30 多场比赛。其中, ESPYs (1993 年推出), X Games (1995 年推出), Winter X Games (1997 年推出)。
电子商务	体育观众可以登陆 ESPN.com 进行网购。如订购自己喜欢的球队的有关产品等。
其他	开设主题餐厅: ESPN Zone; ESPN 还借助母公司迪士尼集团的力量在遍及全球的迪士尼主题乐园内建立 ESPN 俱乐部。

资料来源: ESPN, 招商证券

遍布六大洲, ESPN 不断向全球化扩张。ESPN International 主要播出美国赛事(NFL, MLB, NBA, NASCAR, IRL, 高尔夫和网球大满贯赛事)和国际赛事(如欧冠、世界杯)。业务内容包括电视、广播、出版、互联网、宽带、无线、消费产品和赛事管理等。**ESPN 在全球共拥有 19 个电视频道,以四种语言(英语,西班牙语,葡萄牙语和法语)覆盖 61 个国家和地区。**

拉丁美洲、巴西以及印度等新兴市场成为贡献业绩主要增量。根据 2017ESPN 公告,全球视频浏览量与去年同期相比增长了 39%,达到 14.1 亿,新兴市场有显著增长:西班牙语拉丁美洲增长 107%,巴西增长 97%,印度增长 92%。

本地化叠加多元化合作, ESPN 在亚洲板块也早已布局。90 年代初期 ESPN 开始进入亚洲市场,与当地电视机构合作是其海外扩张的主要方式。如 ESPN 在亚洲的版图扩张,就是通过与新闻集团旗下 STAR Sports 合作,建立 ESPN STAR Sports 频道(ESS)实现的。成立于 1996 年的 ESS 目前是亚洲地区最大的体育有线及卫星电视网络。截至 2003 年 9 月,ESS 旗下包括了 ESPN 香港台、ESPN 印度台、ESPN 菲律宾台、ESPN 新加坡台、韩国 MBC—ESPN、STAR Sports 东南亚台及深受中国观众喜爱的 STAR Sports 亚洲台等 13 个频道,每天 24 小时不间断地向亚洲区 25 个国家和地区播送精彩的体育赛事和评论。亚洲市场媒体管理政策相对不完善;当地媒体发展不成熟;但同时,经济迅猛发展迅速;市场潜力巨大等条件推动着 ESPN 在亚洲极力扩大自己的市场占有率。

2.3.3 遭遇挑战,付费龙头的应对之策

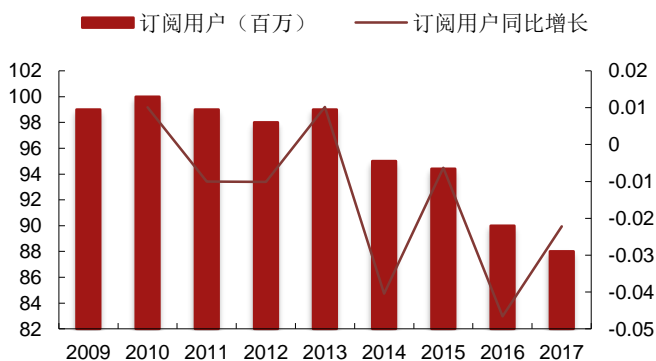
即使作为体育传媒巨头,近两年来,ESPN 也面临极大的挑战。一方面,ESPN 的订阅用户逐渐流失,另一方面,ESPN 的订阅价格却不降反升。高昂的版权成本成为拖累业

绩的主要原因，电视用户的流失也给 ESPN 带来一定的冲击，**ESPN 能否走出低迷的业绩，移动化、国际化以及版权分销是其必争之路。**

1) 订阅用户减少，订阅价格反升，剪刀差进一步加大

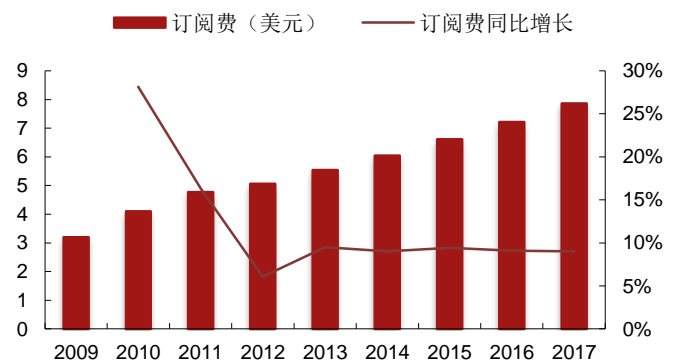
近十年来，**ESPN 订阅用户数量持续下降，订阅费用却仍然直线上升。**2017 年，ESPN 订阅数量约为 8800 万，相比于 2010 年，用户数量减少近 1200 万，下降了 12%。2014 到 2017 年，除 ESPN International 全球用户量有所上升以外，ESPN 旗下电视台其他 5 个电视频道订阅用户量均有所下降。

图 7：2009-2017 年 ESPN 订阅用户及同比



资料来源：华特迪士尼年报，招商证券

图 8：2009-2017 年 ESPN 月订阅费及同比增长



资料来源：SNL Kagan，尼尔森，招商证券

一方面，ESPN 拥有全球最多的订阅用户量，2016 年 ESPN 在线订阅用户量约为 9000 万，远高于其他同类型体育频道，另一方面，受累于美国有线电视订阅用户下降，ESPN 的订阅用户从 2013 年开始逐渐下降。

高昂的订阅费用也成为用户流失的主要原因。随着电视频道提供的套餐服务增多，订阅费用逐年上升。Kagan 的数据显示，2017 年，ESPN 平均订阅费用为 7.86 美元，较 2016 年增长了 9%，较 2009 年增长了 146%。2017 年，ESPN 的每月订阅费高达 7.86 美元，是 TNT 的 3.76 倍，在有有线电视订阅量下降的宏观环境下，ESPN 首当其冲，订阅用户逐年下降。**最后，体育迷们可以在社交媒体上免费收看精彩赛事，这极大的降低了体育观众的订阅需求。**

表 8：2017 年各体育频道订阅用户及订阅费

频道	订阅费 (美元/月)	订阅用户数 (千)
ESPN	7.86	87437
ESPN 2	0.98	87349
ESPNU	0.25	68574
Fox Sports1	1.3	84159
Fox Sports2	0.33	50164
NBC Sports	0.32	83790
Golf Channel	0.35	75678
TBS	1.02	91671
TNT	2.09	90332
NFL Network	1.4	70954
MLB Network	0.26	64014

频道	订阅费 (美元/月)	订阅用户数 (千)
NBA TV	0.23	50838
Pac-12 Network	0.39	12000
SEC Network	0.74	70000
Galavision	0.05	67204
Bellin Spoet USA	0.1	22679
Tru TV	0.25	86832

资料来源: SNL Kagan, 尼尔森, 招商证券

2) 高昂的版权成本成为拖累业绩的主要原因

体育赛事版权价格飙涨, 美国国家联盟赛事价格高于国际赛事。体育 IP 是体育产业的核心资源, 具有巨大的商业价值, 但世界顶级体育赛事的资源相对短缺, 因此, 版权争夺愈发激烈, 版权价格直线上涨。以 NBA 为例, 1998 年每赛季均价约为 6.6 亿美元, 而在 2015 年, ESPN 以每年超过 26 亿美元买入了之后 9 个赛季的转播权, 相较于 2008 年增长了 188.65%, 相较于 1998 年, 版权价格翻了近三番, 这极大的压缩了 ESPN 营业利润。

表 9: NBA 版权价格及同比

时间	均价 (亿美元)	赛季	同比增长
1998-2002	6.6	4	-
2002-2008	7.7	6	16.67%
2008-2016	9.25	8	20.13%
2016-2025	26	9	188.65%

资料来源: 尼尔森, 招商证券

表 10: 2017 年 ESPN 主要赛事直播权价格

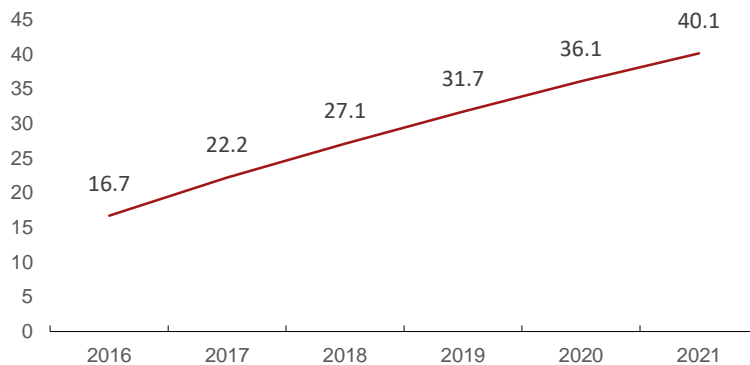
赛事	合约期 (年)	均价 (百万)	总价 (百万)	截止期 (年)
澳网公开赛	10	-	-	2021
杨百翰大学美洲狮队足球赛	8	-	-	2018
美国大学生足球季后赛	12	608.33	7300	2025
印地车赛	6	-	-	2018
美国棒球联盟 (MLB)	8	700	5600	2021
美国职业足球联盟 (MLS)	8	38	304	2022
美国职业篮球联赛 (NBA)	9	2670	24000	2024-25
美国职业橄榄球联盟 (NFL)	8	1900	15200	2021
美国大师赛	1	-	-	每年
美网公开赛	11	75	825	2025
温布尔登网球锦标赛	12	40	480	2023
美国女子篮球联盟	9	25	225	2025
美国大西洋联盟	7	18	126	2019-20
大西洋海岸联盟	20	240	4800	2035-36
大十二联盟	13	100	1300	2024-25
大十联盟	10	100	1000	2016-17
中美联盟	13	8	104	2026-27
太平洋十二校联盟	12	125	1500	2023-24
东南联盟	20	300	6000	2033-34

资料来源: SNL Kagan, 尼尔森, 招商证券

3) 数字电视媒体与社交平台的双重冲击，雪上加霜

越来越多美国人取消订阅有线电视用户，根据 eMarketer 数据，2017 年 2220 万美国人取消订阅有线电视，较上年增长了 32%，预计 2021 年取消订阅有线电视用户数将达到 4010 万。有线电视用户订阅量普遍下降，这离不开数字电视媒体与社交媒体的冲击。2017 年，72% 的互联网用户选择使用数字电视媒体观看视频，相较于 7.86 美元的 ESPN，40 美元的数字电视媒体资源丰富，节目类型更广，可使用更多的设备，移动端下可以随时随地观看喜欢的视频。另外，相较于传统体育媒体的移动端，社交平台上也可以收看精彩赛事花絮以及新闻短报播送，更重要的是，可以直接同全世界的体育迷交流，分享自己与众不同的体育观点。

图 9：2016 年-2021 年美国取消订阅有线电视用户量（百万）



资料来源：eMarketer，招商证券

表 11：社交平台及传统体育媒体的使用情况

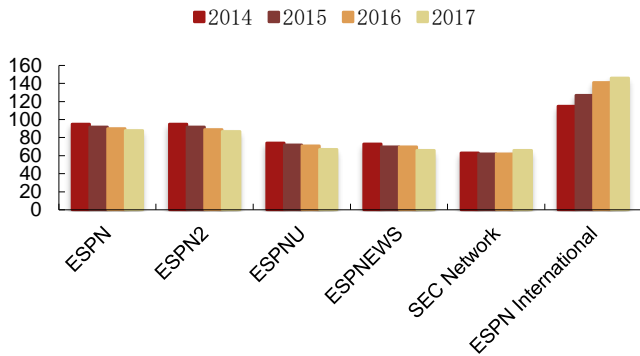
方式	观看精彩赛点	查询比分及新闻
传统媒体（使用以下至少一个）	45%	52%
ESPN 网站及 APP	37%	43%
NBC 网站及 APP	6%	7%
CBS 网站及 APP	6%	7%
FOX 网站及 APP	8%	12%
社交平台（使用以下至少一个）	67%	60%
Facebook	40%	36%
YouTube	42%	12%
Twitter	20%	20%
Instagram	18%	14%
Snapchat	9%	10%
Reddit	1%	2%

资料来源：麦肯锡，招商证券

4) 全球化、移动化与版权分销是解救 ESPN 业绩的三大法宝

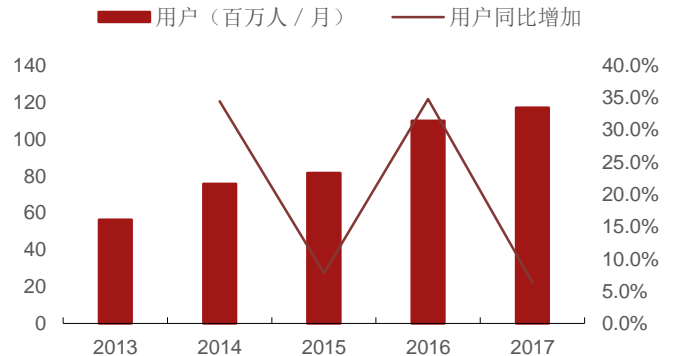
2013 年至 2017 年，使用 ESPN 移动端的用户数量不断提升。2017，移动数据端用户达到 1.17 亿人，同比增长 6.4%。作为数字化转型的重要一步，旗下全新的订阅式流媒体服务“ESPN+”已于 4 月 12 日正式上线。这项服务将融合于全新改版的 ESPN APP，二者也将在内容上实现整合。在 ESPN 的网站上，订阅用户同样可以享受到 ESPN+ 的内容服务。ESPN+ 的订阅费用为每月 4.99 美元或者每年 49.99 美元。

图 10：2014 年至 2017 年 ESPN 各频道订阅量



资料来源：华特迪士尼年报，招商证券

图 11：2014-2017 年 ESPN 移动端用户量及同比



资料来源：ESPN，招商证券

在电视端用户逐渐流失的今天，ESPN 也与不同的流媒体进行合作，将版权内容分销给流媒体，扩充自己收入来源。未来 ESPN 想要进一步扩张，跟当地的流媒体进行合作不失为重要战略之一。

表 12：主要数字电视媒体套餐情况

数字电视媒体	套餐		价格(美元 / 月)	频道	涉及体育行业的频道	设备	ESPN
DirectTV Now	live a little	基础套餐	35	60+	19	2	✓
	just right		50	80+	24	2	✓
	Go Big		60	100+	31	2	✓
	Gotta Have It		70	120+	32	2	✓
Sling TV	Orange		20	30	8	1	✓
	Blue		25	45	14	3	✗
	Orange+Blue		40	50	21	4	✓
	Sports Extra	额外套餐	+10	+12	+12	同基础套餐	同基础套餐
	Heartland Extra	额外套餐	+5	+5	+5	同基础套餐	同基础套餐
Fubo TV	Portugues	基础套餐	19.99	6	6	2	✗
	Lationo		14.99	13	13	2	✗
	Premier		44.99	60	60	2	✓
	Sports Plus	额外套餐	+9	+15	+15	同基础套餐	同基础套餐
PlayStation	Access	基础套餐	40	45	13	5	✓
	Core		45	66	24	5	✓
	Elite		55	90	28	5	✓
	Ultra		75	92	30	5	✓
	Sports Pack	额外套餐	+10	+22	+22	5	✓
YouTube TV	-	基础套餐	40	50+	25	6	✓
Hulu With Live	-	基础套餐	40	50	23	6	✓
ESPN+	Basic	基础套餐	4.99	14+	14+	5	✓
	Additional		+25	+2	+2 (MLB,NHL)	5	✓

资料来源：Flixed，招商证券

表 13: ESPN+体育赛事直播内容介绍

赛事	介绍
MLB	超过 180 场比赛直播, 全天候赛事报道, 涵盖 MLB 所有球队。
NHL	超过 180 场比赛直播, 从 2018-19 赛季开始推出“NHL 每日赛事”节目。
拳击	涵盖全年赛事直播, 重点报道焦点战役, 包括 4 月 21 日阿米尔·可汗对阵菲尔·洛·格列柯的“传奇之战”。
MLS	超过 250 场比赛直播, 成为芝加哥火焰队的独家主场报道团队。
美国大学赛事	橄榄球、篮球、棒球、网球、田径、足球、排球、曲棍球、摔跤、游泳、跳水、体操和冰球。
高尔夫巡回赛	31 项赛事直播, 贯穿全年 100 多个比赛日。
网球大满贯	温网、美网和澳网的数百场比赛直播。
英式橄榄球和板	汇丰世界七人制橄榄球系列赛、18 场英式橄榄球大联盟和美国职业英式橄榄球联盟的比赛。

资料来源: ESPN, 招商证券

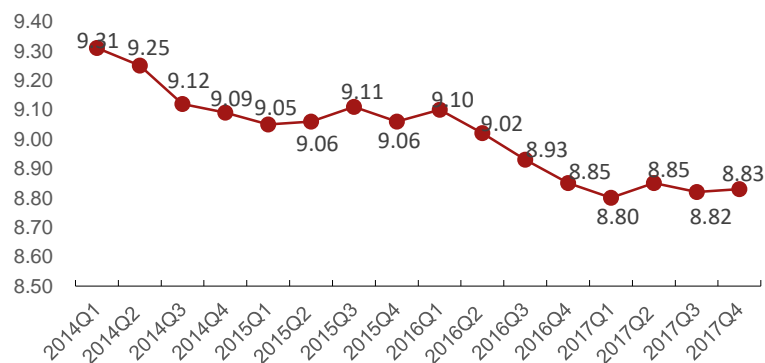
2.4 案例之天空体育: 以英超为筹码开启的进击之路

天空体育台 (Sky Sports) 成立于 1991 年 4 月 20 日, 是英国最著名的体育电视媒体之一。但在英超成立之前, Sky Sports 表现平平。**1992 年, Sky Sports 一举击败了 BBC、ITV, 以超过 3.04 亿英镑的价格夺下了英超最初五年的本土版权, 仅用了一年时间, 天空电视台从每年亏损 4000 万英镑成为了盈利超过 6700 万英镑的电视巨头。**

赛事内容丰富, 天空狂揽千万付费会员。英超精彩绝伦的赛事, 加上英式橄榄球、板球和高尔夫球等丰富的比赛项目, 五年间, Sky Sports 收获了大批的付费观众, 并牢牢抓住英超这一“法宝”, 以 6.7 亿英镑获得第二轮版权, 10.24 亿英镑获得第三轮版权, 客户数突破了 1000 万。2015 年 2 月, Sky Sports 更是以 51.26 亿英镑的天价获得英超 2016-2019 三个赛季的版权。

版权飙升压力下, 提价丧失部分用户。面对迅速飙升的版权费用, 天空体育提高了其订阅价格至每月 49.5 英镑, 但也造成了其订阅用户增量减少。2016 年前三个月, Sky Sports 订阅用户上涨约 7 万人, 2017 年同期只上涨了约 4 万人。面对增速下行的订阅用户数, 天空体育不得不对经营策略进行调整。

图 12: 英国订阅 SKY 电视台的平均家庭数量 (百万户)



资料来源: BARA, 招商证券

整改原有频道, 精准吸引目标用户。2017 年 7 月 18 日开始, Sky Sports 将原有的五台进行整改, 调整为包括大赛、新闻、综合、动感、竞技、英超、足球、版权、高尔夫、F1 在内的十个频道。

降低订阅价格, 高性价比吸引用户。用户可选择支付 18 英镑看 1 个频道、22 英镑看 2

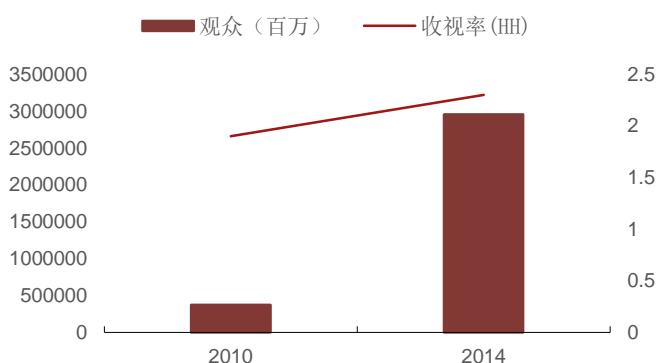
个频道、26 英镑看 3 个频道，或每月支付 77 英镑观看全部频道。相比于原来每月 49.5 英镑的订阅费用，观众可以针对自己喜好，以最低 18 英镑的价格收看自己喜欢的体育项目。

2.5 世界杯之于体育付费：拉动效应明显

2.5.1 世界杯对体育付费带动效应显著

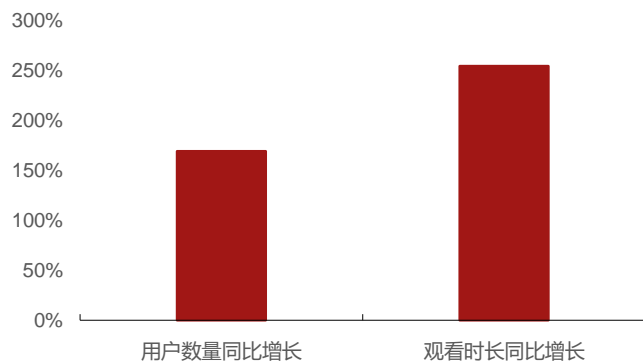
2014 年巴西世界杯期间，ESPN 收看人数明显高于同期，较 2010 年南非世界杯也有所增加。2014 年，3722 万名观众选择收看 ESPN，收视率及观众量较 2010 年分别增加了 21% 和 26%。ESPN、ESPN2 与美国广播公司的总观众量超过 6500 万人，较 2010 年同比增长了 16%。Watch ESPN 在 2014 年 6 月巴西世界杯期间累计共有 1470 万用户，观看时长约为 280 万分钟，较 2013 年 6 月分别增长了 169% 和 254%，ESPN linear networks 2014 年 6 月接近 100 万分钟，较 2013 年 6 月同比增长 603%。从最受关注的赛点来看，1554 万名观众收看 2010 年南非世界杯西荷赛，而在 2014 年世界杯足球赛中，美国队与葡萄牙队的 2-2 平手赛观看人数为 1822 万人。

图 13：巴西世界杯与南非世界杯收视情况



资料来源：ESPN，招商证券

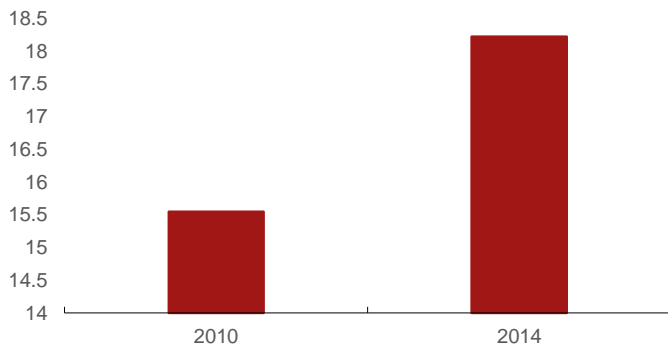
图 14：2014 年 6 月份 WatchESPN 同比增长情况



资料来源：ESPN，招商证券

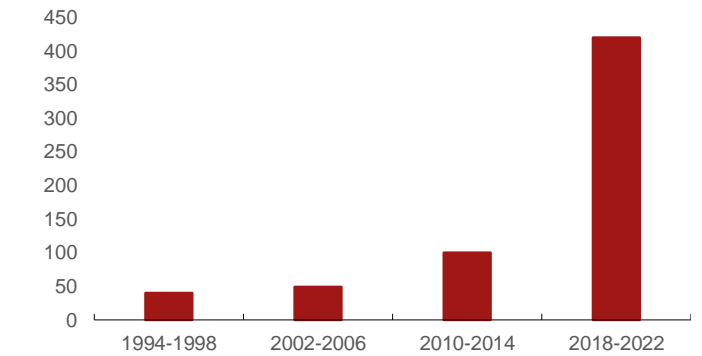
观众数量增加，直接推动世界杯转播权价格上涨。1994，ESPN 以 1100 万美元获得世界杯英语语言转播权，而后又增加一倍支出获得 1998 年法国世界杯转播权。2010 年和 2014 年的世界杯转播权共计近 1 亿美元，较于 1994 年同比增长了 809%。

图 15: 2010 年与 2014 年精彩赛事观看次数 (百万)



资料来源: 京东&尼尔森, 招商证券

图 16: 世界杯转播权价格 (百万美元)



资料来源: 京东&尼尔森, 招商证券

从世界杯授权媒体端来看, 移动端可转播国家数目大幅增长。世界杯的转播方面 TV 端一直都是更被偏好的选择。2018 年, 移动端和互联网端的转播权数量明显升高, 尤其是移动端, 增长率高达 141%。这一方面得益于可转播国家或地区数量的增加, 另一方面也得益于欧洲、美洲、大洋洲国家在移动端转播方面做出的重大贡献。从 2014 年和 2018 年授权的媒体端来看, 非洲、美洲、亚洲、欧洲、大洋洲的移动端可转播国家数分别增长了 2%、1100%、75%、643%、500%。增幅明显高于其他媒体端。

表 14: 世界杯各国媒体端授权情况

	2014	2018	增长
非洲			
可转播国家总数	53	54	2%
TV 端可转播国家数	53	54	2%
移动端可转播国家数	52	54	4%
互联网端可转播国家数	53	54	2%
美洲			
获转播权媒体总数	25	8	-68%
可转播国家总数	45	48	7%
TV 端可转播国家数	45	48	7%
移动端可转播国家数	4	48	1100%
互联网端可转播国家数	4	48	1100%
亚洲			
获转播权媒体总数	9	16	78%
可转播国家总数	21	36	71%
TV 端可转播国家数	21	36	71%
移动端可转播国家数	20 (印尼除外)	35 (阿富汗除外)	75%
互联网端可转播国家数	21	36	71%
欧洲			
获转播权媒体总数	47	13	-72%
可转播国家总数	53	56	6%
TV 端可转播国家数	53	56	6%
移动端可转播国家数	7	52	643%
互联网端可转播国家数	53	56	6%
大洋洲			
获转播权媒体总数	2	8	300%
可转播国家总数	17	18	6%
TV 端可转播国家数	17	18	6%

	2014	2018	增长
移动端可转播国家数	3	18	500%
互联网端可转播国家数	17	18	6%

资料来源：国际足联，招商证券

表 15：全球世界杯媒体端授权情况

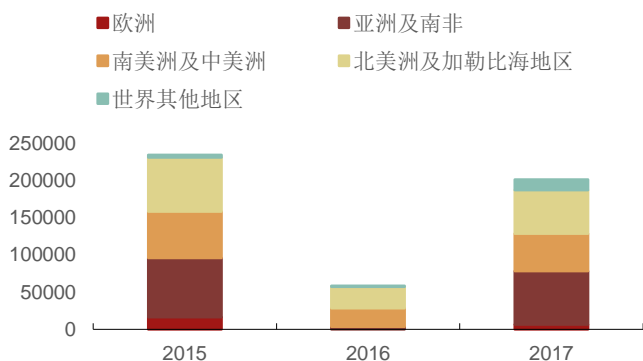
	2014	2018	增长
可转播国家总数	189	212	12%
TV 端可转播国家数	189	212	12%
移动端可转播国家数	86	207	141%
互联网端可转播国家数	148	212	43%

资料来源：国际足联，招商证券

从国际足联来看，转播权占国际足联的收入大头。2014 年的转播收入和赞助收入都较 2010 年有所提升，2014 年的转播费用达到了 24.28 亿美元，占国际足联收入的 50.31%。2011-2014 年间，世界杯相关收入也逐年提升。（2018 年世界杯由于更改会计记账方式，收入将摊销至 2018 年，因此前面几个年份确认收入较少）。

移动端大潮下，赛事版权分销流媒体是必然趋势。不管是世界杯的转播权还是 ESPN 向流媒体的分销，都体现出转播权向移动端转移的迹象。叠加流媒体以及社交媒体的飞速发展，预计未来移动端观赛将成为主流。体育付费也将向移动端偏移。

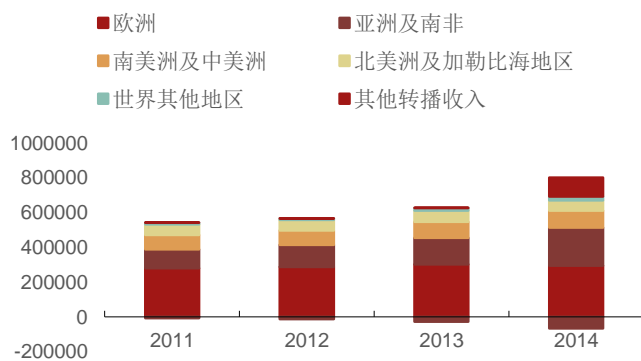
图 17：国际足联 2015-2017 世界杯收入构成



资料来源：国际足联年报，招商证券

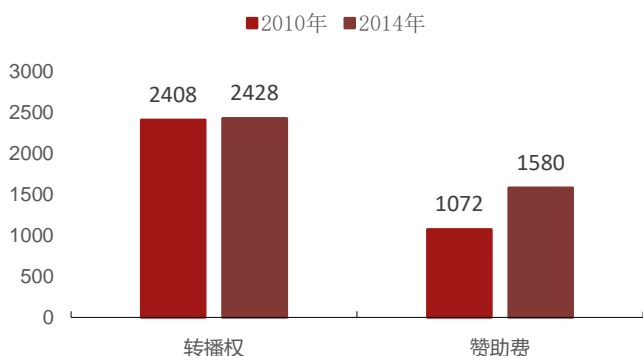
注明：由于更改会计记录方式，大部分收入将计入 2018 年

图 18：国际足联 2011-2014 年世界杯收入构成



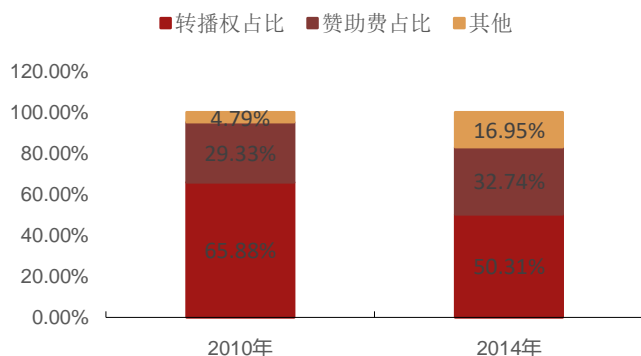
资料来源：国际足联年报，招商证券

图 19：国际足联转播权和赞助费收入 (百万美元)



资料来源：国际足联年报，招商证券

图 20：国际足联收入构成



资料来源：国际足联年报，招商证券

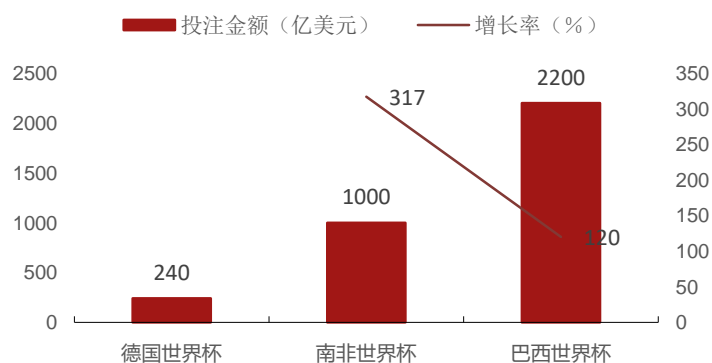
2.5.2 世界杯带动体彩市场规模增长

全球互联网彩票市场规模有望达到 43 亿。根据 Statista 数据显示, 2017 年, 全球博彩业市场规模高达 4150 亿美元, 作为博彩业的重要分支, 互联网博彩市场规模为 474 亿美元, 占比超过 10%, 较 2016 年同比增长 11.4%。互联网彩票的市场规模估计为 38.5 亿美元, 约占在线博彩市场总数的 8.1%。据 Statista 估计, 2018 年全球互联网博彩业市场规模将达到 530 亿美元, 如果按照 8.1% 的市占率, 2018 年互联网彩票业务预计空间在 43 亿左右。

美国互联网售彩业务仍处于探索阶段, 法律保护下的垄断经营是未来发展趋势。目前, 美国共有 7 个州开展互联网售彩服务, 并采用垄断经营模式, 即在具有较独立管辖权的州内只允许一个网站经营互联网彩票, 购彩者只能到该指定网站注册及完成所有购买彩票的程序, 彩票经营机构并不会委托其他网站销售彩票。而提供网络售彩服务的州, 都会要求购买者的设备必须位于其境内, 并且, 彩票当局还会进一步限制彩民的在线购买额度。目前, 各州正在为体育博彩行业积极申请寻求法律保护, 以新泽西和特拉华州为代表的各个州预计分别在将 2018 年 6 月和 7 月通过立法保护博彩行业的自有合法化。

博彩业在世界杯期间多次被验证呈现井喷式增长, 预计 2018 年世界杯也将迎来博彩行业的爆发增长。单就 2014 年世界杯来说, 根据 GBGC(Global Betting & Gaming Consultants)介绍, 世界杯是最大的一项博彩赛事, 每届世界杯的博彩规模都较上届有所增加。据公开数据统计, 2006 年德国世界杯时的全球博彩业的投注金额达到 200 亿欧元, 南非世界杯时所涉及的投注金额更是高达千亿美元, 巴西世界杯期间全球博彩业的投注金额则超过了 2000 亿美元。根据以上数据, 我们推测 2018 年博彩业也将迎来新一轮的爆发增长。

图 21: 世界杯投注金额及增长率



资料来源: 新浪财经, 招商证券

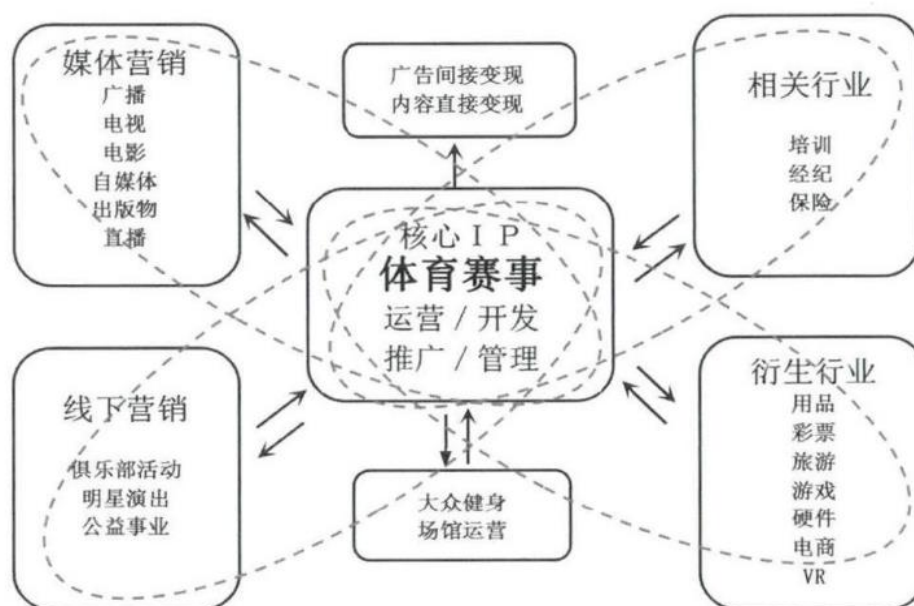
2.6 国外成熟体育付费商业模式启示

2.6.1 体育赛事 IP 是产业链核心，拥有优质版权才能掌握竞争先机

体育赛事 IP 是体育产业最重要的内容构成，是产业链核心。从某种意义上讲，体育产业可以看成核心赛事 IP 及围绕赛事产生的周边服务和产品的总和，体育赛事 IP 处于全产业链当中最为核心的位置。体育 IP 形成的时间极其漫长，顶级优质 IP 在资本市场上一直保持着极其稀缺的状态。体育赛事版权具有稀缺性，由于优质体育赛事较少，观赏价值高，优秀运动员培养时间长，赛事门槛高等，业界对高价值体育赛事版权的争夺异常激烈，成交价格屡创新高。

体育赛事 IP 变现方式多样化，IP 增值空间大。体育赛事 IP 变现方式呈现出多样化的特点，体育赛事 IP 拥有方可以通过如转播权、赞助、广告、门票、品牌授权、衍生品开发和销售等方式进行变现。仅以赛事转播权为例，既可以做转播权的分销，还可以做增值收入，也可以围绕体育赛事的直播、文字评论报道、赛事摄影图片以及后期创作的专题开发影视剧等作品。体育赛事 IP 的价值可以通过传统的广告售卖和内容产品化的形式直接变现，也可以通过电影、电视、网络等衍生品进行变现，IP 增值空间巨大。

图 22：体育产业版权的网状价值链结构示意图



资料来源：宋扬《IP 热背景下体育版权价值全产业链开发策略》，招商证券

2.6.2 体育产业潜力大，直播平台需战略化发展

1) 发展战略多元化

从 ESPN 来看，其业务不仅仅限于体育频道，它还拥有体育网站、体育杂志、体育商店、体育餐厅等多项业务。从 FIFA 来看，其广告收入、世界杯衍生品收入也占其总收入相当一部分比重，国内付费体育平台应充分开发赛事周边内容价值，深度挖掘体育赛事，实现多渠道媒介建设与价值链的延伸。

2) 节目内容精良化

立足于目标观众的需求，丰富平台的赛事资源，提升节目的专业化、精细化程度，专业化的内容生产是电视传媒最直接的竞争力，国内付费体育平台应加大对先进技术及制作团队投入，提升节目的制作水平以及解说团队的整体水平，调动观众对赛事进行回应互动，提高观众的观感体验。

3) 合理资源配置

对于版权供给方来说，版权收入应最大程度地投入到比赛场地维护建设、联赛影响力提升、体育运动宣传推广等一些与赛事相关的领域。对于版权购买方来说，应从赛程周期、职业化程度、市场潜力等多方面考虑购买直播版权。甚至可以考虑占领非主流的市场，以“非主流”赛事赢得一定市场份额。以 ESPN 为例，其赛事资源不仅仅限于国家级、国际性的体育赛事，它还相对较低的价格购买区域性联盟赛事，锁定一部分感兴趣的观众，获得市场份额。

4) 注重品牌维护

从节目内容与制作入手，立足于各项经营业务，借助多渠道宣传媒介，增强品牌意识，提升观众粘性。如 ESPN，它作为全球最大的体育电视网络，拥有众多经典体育直播与评论节目，通过多渠道营销，提升品牌认知度、可信度与权威性。

5) 关注价格敏感性

在版权价格不断飙升的情况下，要注意用户可接受的付费程度。例如天空体育的付费提升造成了客户的流失，因此在制定赛事内容付费观看套餐时，要细分客户，不能“一刀切”，特别要考虑价格敏感客户，盲目提价会造成用户的忠诚度下降。

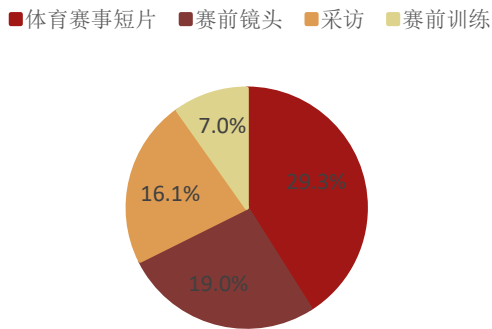
2.6.3 社交媒体直播，打开体育付费的另一扇大门

在体育付费浪潮中，流媒体的发展无疑为其注入了强心剂。但同时，也需要注意社交媒体对体育付费的冲击。

社交媒体直播，打开体育付费的另一扇大门。ESPN 的订阅用户减少，更多观众选择通过社交媒体免费观赛事片段，随着观众的转移，新的机会也出现了。一方面，品牌赛事可以通过社交媒体直播扩大其覆盖面和收视率；另一方面，观众可以同步、及时地关注喜欢的赛事并在平台上分享讨论，对于没有大块时间观赛的体育迷来说也是一种新选择。

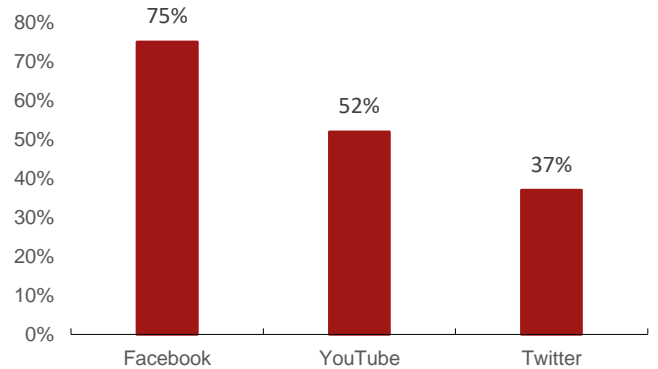
社交媒体直播在体育付费方面早已有探索。早在 2011 年，美国终极格斗锦标赛就曾在 Facebook 上进行赛事直播；2017 年 6 月，Facebook 与欧冠联赛达成协议，在其社交平台上播放赛事直播片段；2017 年 9 月，Facebook 又与美国的 Fox Sports 合作，将体育赛事现场比赛情况通过平台播放。Twitter 也加入社交媒体体育直播的阵营。2017 年 3 月，Twitter 宣布与 WNBA 达成协议，未来三年内将在其平台上直播 WNBA 的每周常规赛；NFL 则是在 Twitter 上量身定制了全新的直播节目。互利的格局将使社交媒体赛事直播成未来体育付费的另一种趋势，但是目前仍未形成成熟的付费模式。

图 23: 社交媒体体育内容占比



资料来源: Betting Sites, 招商证券

图 24: 最受欢迎的社交媒体讨论社区排名



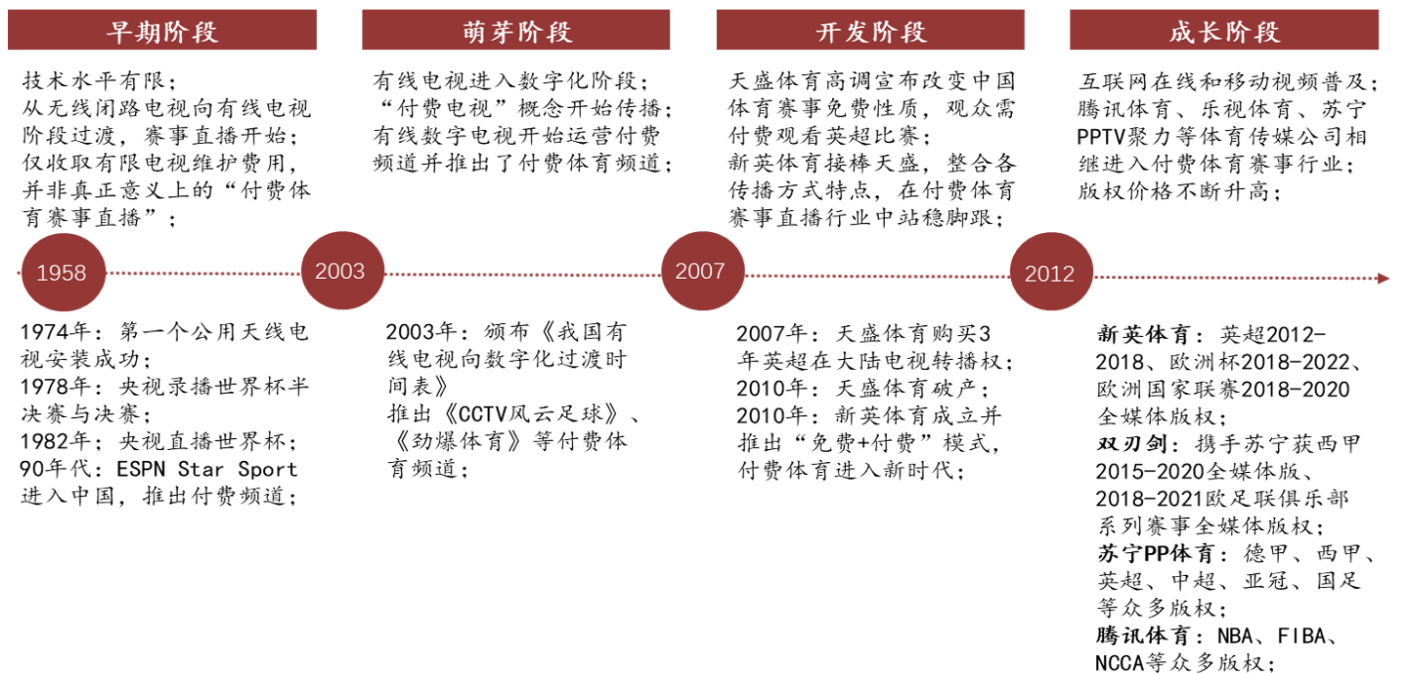
资料来源: Betting Sites, 招商证券

三、国内视频付费大潮来袭，体育付费空间几何

3.1 国内体育付费的进阶之路：从盲目模仿，到量身定制

90年代以来，中国体育付费模式走出了一条“从盲目模仿，到量身定制”的进阶之路。我国体育赛事直播在相当长的一段时间里，并不存在“付费”的概念。随着国人对于高水平体育赛事的追求愈加强烈，赛事的播出和制作成本愈加高昂，购买国外赛事的版权费用也水涨船高，我国开始了对“体育付费”模式的探索之路。从最初的体育付费频道 ESPN STAR Sports，到盲目模仿国外付费模式而失败的天盛体育，再到现如今根据国人喜好和消费水平量身定制的多家体育赛事直播平台，我国体育付费之路一波三折，逐渐走向正轨。

图 25：国内体育付费发展阶段



资料来源：招商证券

3.1.1 ESPN STAR Sports：体育付费模式在我国的第一次试水

国际顶级赛事引流国内，ESPN STAR Sports 成为体育付费模式在我国的第一次试水。

1993年，为了加快进军亚洲市场的步伐，美国 ESPN 出资 5.2 亿美元购买了星空传媒旗下卫视电视台 64% 的股份，并且落地广州。但由于当时的卫视电视台品牌不够响亮、内容不够吸睛，促使互相竞争的两大对手走到了一起。1996年，ESPN 与星空传媒在新加坡合资设立了 ESPN STAR Sports 电视台，双方各占 50% 的股份。凭借着精彩的赛事内容和两家公司良好的知名度和影响力，ESS 付费频道迅速发展成为亚洲最大规模的体育电视网，拥有包括英超、西甲、意甲、欧冠、NBA 等多项国际顶级赛事的亚洲转播权。在中国，ESS 拥有的独家赛事转播权甚至多于中央电视台。作为体育付费的雏形，ESS 将国际顶级赛事引向国内，开启了我国体育赛事直播付费的进程。

3.1.2 天盛体育：崛起到衰败，只在一瞬间

天盛体育：我国体育付费观赛模式“第一个吃螃蟹的人”。2007年，天盛体育以 5000 万美元获得 2007-2010 年大陆地区英超独家转播权，结束了英超版权由 ESPN STAR Sports 运营的时代。天盛 CEO 宋政高调对外宣布要改变中国体育赛事的免费性质，以付费形式面向受众，并为此专门创建有线数字付费频道。在版权运营方面，天盛参照了欧美国家的模式，比赛直播及所有视频仅允许在付费频道播出，订阅价格却十分高昂——单月 188 元，包赛季 1880 元。中国观众对此并不买单，高价面前激起了球迷强烈的抵制情绪。2007年，天盛体育数字付费电视业务收入 1298 万元，财务出现了亏损的态势。2008年，全年亏损 1.9 亿元，此后尽管天盛一路做出了降低订阅价格、免费试看

等营销活动，并将转播权分销给各个电视台，但都已于事无补。最终在 2010 年，天盛体育宣布破产。

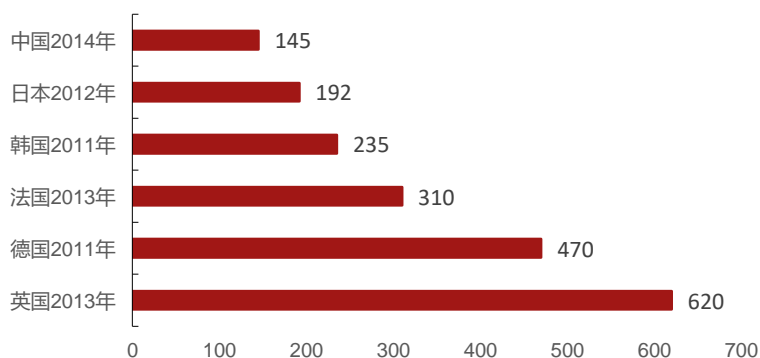
我们认为，盲目效仿和“一刀切”方式是天盛体育失败的主要原因。

1) 盲目效仿西方直播付费模式，忽略我国国情。发达国家频道付费由来已久，不仅仅是体育方面，教育、影视、新闻等不同类型的节目均有付费项目。例如英国仅有 BBC 和独立电台 ITV 两个传媒集团下的免费开路频道，而澳大利亚全国仅有 4 个免费开路频道，为内容买单成为外国观众习以为常的事情。但对于当时的中国，观众能够收到近 40 个开路电视频道，2007 年之前，大部分地区的英超球迷都能够通过各地体育台收看英超赛事，而在天盛体育买入英超版权后，盲目效仿西方国家付费模式，对于英超球迷来说无疑是重大打击。

另外，中国体育人口占总人口比例较低，对体育的关注度低。根据国务院印发的《全民健身计划》，2007 年，我国“经常参加体育锻炼”（每周参加体育锻炼活动不少于 3 次、每次不少于 30 分钟、锻炼强度中等以上）人数占总人口的 28.2%；然而，美国早在 2005 年“积极参加体育锻炼”（每周 5 天以上，每次 30 分钟以上，中等以上强度的体育锻炼）的人数占比就达到了 49%。相比于欧美国家“全民健身”的市场情况，中国体育人口占比较低，对体育的关注度较低，因而付费意愿也低。

2) 高估了观众的消费能力，“一刀切”的方式激化了观众的抵制情绪。当时中国观众的经济实力不能与发达国家相提并论，大多数观众难以接受上千元的订阅费用。根据国家体育总局公布的《2014 年全民健身活动状况调查公报》，2014 年我国人均体育消费 926 元，用于购买体育运动服装是消费中最为主要的形式，占比达 93.9%，还属于较低层次的体育消费。另外，付费观赛模式未给观众留有足够的缓冲期，对于观众来讲，如此高昂的订阅费无异于“抢劫”，有些球迷甚至大规模发帖呼吁抵制付费。尽管后期天盛体育推出了 588 元/年的优惠价格、免费试看等优惠活动，都难以安抚球迷的抵制情绪。

图 26： 2014 年中国与发达国家年均体育消费水平对比（美元）



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

中国消费者对于体育赛事直播一直存在免费思维，人均消费偏低。美国消费者对于体育赛事的付费意愿较高，而中国消费者受制于地区限制，选择付费赛事的比例较低。根据国家体育总局公布的《2014 年全民健身活动状况调查公报》，有 95.2% 的消费者选择通过电视转播观看体育比赛，仅有 3.7% 的消费者选择亲临比赛现场观看体育赛事。中国消费者对于体育赛事直播一直存在惯性思维，认为体育赛事直播本应该是免费的。加之当时我国观众的版权意识薄弱、盗版猖獗，想获得免费内容并不难，观众一时难以接受

付费观赛模式。

表 16：20 岁及以上人群各年龄组观看体育赛事途径的人数百分比 (%)

途径	20-29 岁	30-39 岁	40-49 岁	50-59 岁	60-69 岁	70 及以上	总计
电视转播	90.3	94.4	96.7	97.9	98.5	97.4	95.2
电脑网络转播	62.0	48.2	32.3	19.4	10.6	6.3	36.9
手机, IPAD 转播	42.8	30.1	17.6	8.9	3.8	1.8	22.4
比赛现场	4.8	3.7	3.3	3.7	3.3	2.2	3.7
电台广播	2.3	3.1	4.4	6.5	7.3	9.6	4.5
报纸	7.5	11.8	16.5	18.7	21.4	21.9	14.6
杂志	3.3	3.4	4.0	4.4	4.6	3.9	3.8

资料来源：国家体育总局，招商证券

体育付费频道办理流程繁琐且支付手段单一。天盛体育开放的付费观赛平台只限制于电视台。但在当时，电视台并没有实现线上付费，若想收看付费频道必需走一套繁琐的订购流程。对于一般的球迷来说，难以接受如此复杂的方式，大大削减了其订阅热情。对于移动支付手段极其丰富的今天，订阅体育内容的支付方式变得简单又便捷，从天盛的经验来看，目前体育付费迎来了更为成熟的时机。

表 17：天盛体育大事记

时	事件
2005 年 10 月 10 日	广东电视台推出全国性数字付费电视频道——“欧洲足球频道”，也就是天盛的前身；
2007 年 2 月 12 日	天盛传媒在钓鱼台国宾馆召开新闻发布会，宣布自己以 5000 万美金的价格击败 ESPN 等公司，获得 2007-2010 年的大陆地区英超独家转播权，英超从此进入付费时代；
2007 年 6 月 5 日	为了安抚球迷的抵制情绪，天盛宣布将欧洲足球频道每月 188 元的价格下调到每年 588 元的优惠价，但却收效甚微；
2008 年 12 月 3 日	天盛开始推出免费试看活动，但事后证明这仍是一次失败的营销策略；
2009 年 1 月 5 日	天盛推出“电子体育频道”，意图以 20 元每月的“低价”赢得上海球迷市场，但频道成立不久便告流产；
2009 年 7 月	天盛将部分转播权出售给地方体育台，同时将网络转播权出售给两家门户网站和一家校园网，“免费英超”的时代再次降临；
2010 年 3 月 24 日	天盛辟谣称外界有关天盛买断未来三年的英超转播权说法不准确；
2010 年 4 月	苏东离开天盛，加上之前离开的黄健翔、周亮和李元魁等人，天盛解说团队再无明星；
2010 年 7 月 12 日	天盛总部开始大规模裁员；

资料来源：新闻晨报，招商证券

3.1.3 新英体育：量身定制“免费+付费”模式，开启体育付费新时代

新英体育是一家体育内容运营商，采取的是“免费+付费”的版权运营模式。2010 年，新英体育获得了 2010-2013 赛季英超联赛在中国大陆和澳门的独家版权。**作为接棒公司，新英吸取了天盛失败的教训，并没有直接采取完全付费，而是针对国内球迷特点量身定制了“三步走”战略，让英超重回付费观赛时代。**

第一步，体育赛事直播回归免费时代。与天盛不同，新英一开始就本着亲民和开放的态度，与全国范围内的电视、网站、广播等机构合作，实现了英超的全媒体传播；同时在 2011 年推出了线下首个英超活动《英超零距离》，带领幸运球迷探访 7 家英超豪门俱乐

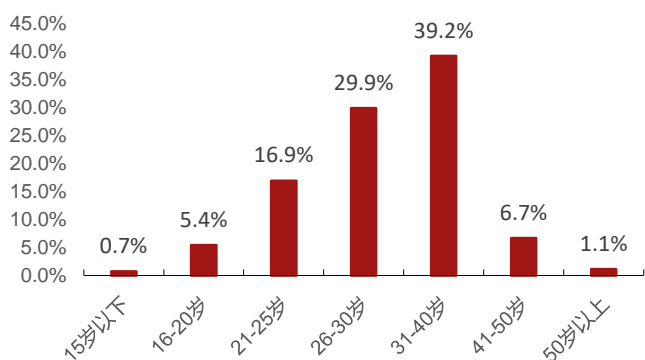
部。因天盛模式失败流失的球迷观众又逐渐壮大起来。

第二步，单场付费模式，渗透付费理念与照顾球迷情绪一举两得。2013 年版权到期后，新英体育再次获得 6 年的英超联赛版权，并采取部分场次收费观看的模式，单场标清赛事为 5.99 元，高清的则为 9.99 元，球迷花上少量金钱就能看到自己喜欢的场次的比赛；其余场次赛事则分销给各大平台，球迷仍然可以免费观看。单场付费模式既能给球迷逐渐渗透付费观赛理念，又不至于激起球迷的不良情绪，可谓是一举两得。

第三步，“免费+付费”模式常态化。球迷可以在新英体育网站观看部分免费视频，也可以通过购买新英体育视频网站“新英体育尊享会员”（29 元/年）观看更多内容，在开通会员后购买各类球票能更优惠，如“英超单场球票”（8-10 元/场）、“英超死忠通球票”（88 元/球队）、“英超全季通球票”（268 元/赛季）。新英体育开启了体育视频“免费+付费”的新时代。

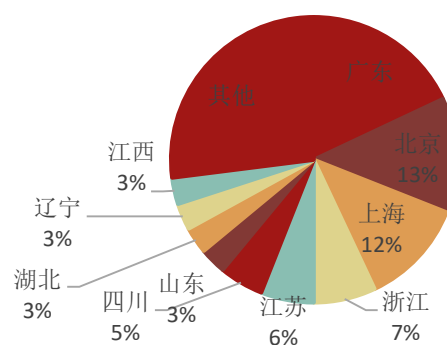
据新英统计，2017 年新英尊享会员开售当日付费用户数突破 10 万人，在接下来的 20 天里，付费会员数超过了 2016 年休赛期三个月的总和；在英超亚洲杯开赛当天，新英体育付费会员数又比近期单日增长了近 5 倍；截至 2016-2017 赛季，新英体育付费用户量已达到为 208 万人。在新赛季球票销售方面，由于在新的会员体系下购买全季通球票更优惠，从 2017 年 6 月 28 日至 7 月 30 日，新英全季通球票销量较去年同期提升了 24%。

图 27：新英球迷年龄分布



资料来源：新英体育，招商证券

图 28：新英体育付费球迷分部及排名情况



资料来源：新英体育，招商证券

近几年来“互联网+体育”快速发展，赋予体育新活力。在互联网时代快速发展的背景下，体育文化产业借助互联网实现全面升级，互联网融入体育实体，智能穿戴设备，运动 APP 普及，都是新模式。而互联网巨头们也纷纷进军体育行业，开始对赛事版权进行价值链开发。

赛事转播权限制放宽，互联网巨头纷纷布局体育赛事版权。在 2014 年以前，央视等几大有媒体垄断了各类体育赛事的独播版权资源，其他媒体包括新兴的互联网媒体在各类赛事版权竞争中缺乏竞争力。2014 年 10 月，国务院出台了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，明确提出了“放宽赛事转播权限制”，为长期以来的赛事版权制度约束松绑，点燃了体育赛事版权的市场，经历了四轮洗牌。

1) 2014 年以前，CCTV5、五星体育、广东体育三家电视台几乎垄断了各类体育赛事的独播版权资源。

2) 2014 年-2015 年，随着赛事转播权限制的放宽，腾讯体育、搜狐体育、新浪体育、网易体育等互联网平台开始进入体育赛事直播市场，但 CCTV5 仍手握大量转播权。

3) 2015 年-2017 年，乐视体育以巨额资金收割了多达 310 项版权，强势入主体育赛事直播，与 PPTV、腾讯体育争夺市场。

4) 2017 年至今，乐视体育倒下、苏宁联手当代明诚，只留下腾讯体育、苏宁体育两家争霸。

传统门户网站巨头新浪、网易、腾讯、搜狐，视频网络龙头爱奇艺、优酷土豆、腾讯视频等，投入巨额资金纷纷布局体育赛事版权，版权的争夺可谓厮杀激烈。独家版权固然能吸引用户，版权变现却又困难重重。目前，众多版权中，几乎只有 NBA 这一赛事版权能够实现盈亏平衡，其他版权皆为亏损。在会员付费艰难破冰的今天，谁能够找到付费模式的新途径，谁又能异军突起，还需我们继续观望。

图 29：体育版权市场历经四轮洗牌



资料来源：虎嗅，招商证券

3.1.4 苏宁体育：重金揽入各大赛事版权，异军突起领跑体育付费行业

体育付费逐渐走入人们视野，苏宁体育看准未来付费市场，重金揽入各大赛事版权，打造领先的体育观赛平台。2013 年，苏宁以 4.2 亿的价格收购 PPTV，并通过 PP 体育成功进军体育产业，随后便开启了体育赛事版权争夺之路；2015 年，苏宁斥资 2.5 亿欧元购买五年西甲全媒体独家版权；2016 年，以 7.21 亿美元竞得 2019-2022 赛季英超中国大陆及澳门地区独家媒体版权，又以 13.5 亿人民币获得中超 2017 赛季新媒体转播权。PP 体育作为其主要载体，成为当时版权最多、涵盖范围最广、集赛事直播与社区互动为一体等体育付费观赛平台。2017 年 7 月，苏宁体育与当代明诚成立合资公司，以共同开发体育媒体版权。苏宁体育传媒事业部常务副总裁曾钢表示，2017 年，公司付费会员量已超过 100 万，2018 年要实现付费会员数量 300 万的目标。

图 30：苏宁体育产业合作图谱



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

3.1.5 腾讯体育：独占篮球赛事版权，与苏宁体育两家独大

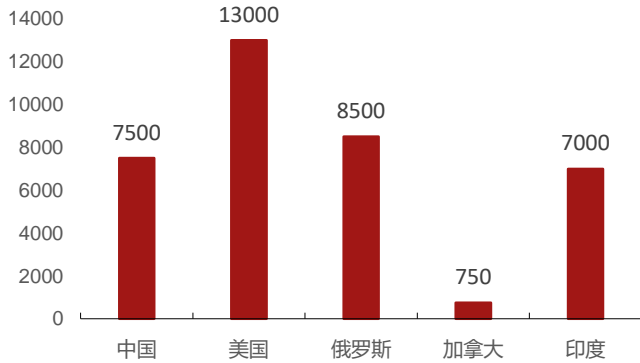
作为篮球版权的垄断平台，腾讯体育深耕篮球 IP，与苏宁体育形成两大独家的局面。2015 年，腾讯以 5 亿美元(约 31 亿人民币)的价格购得 NBA 未来五个赛季的网络独家直播权，相较于新浪获得 2010—2013 年 NBA 的 700 万美元的年均版权价格，和 2014—2015 年均 2000 万美元的续约合同价格相比可谓水涨船高，腾讯体育以 NBA 为契机开启了互联网体育赛事版权价值的开发；2016 年，腾讯成为 FIBA 在未来 9 年中全球顶级合作伙伴；此外，腾讯还拥有北美四大职业体育联盟中的 NHL、NFL 的独家版权。除了垄断所有篮球独家版权之外，腾讯在足球版权方面也不甘示弱，坐拥英超、意甲、法甲、欧冠、欧联等赛事版权。腾讯对版权的开发绝不仅仅停留在互联网独播上，而是以内容平台为基础，不断延伸 IP 的价值链，在社交、游戏、电商层面均进行了深度合作，最终向多维传播生态演进。在体育付费时代，版权之争正愈演愈烈。

3.2 国内体育付费当前已具备爆发的条件

3.2.1 视频付费带动下体育付费迎来生机

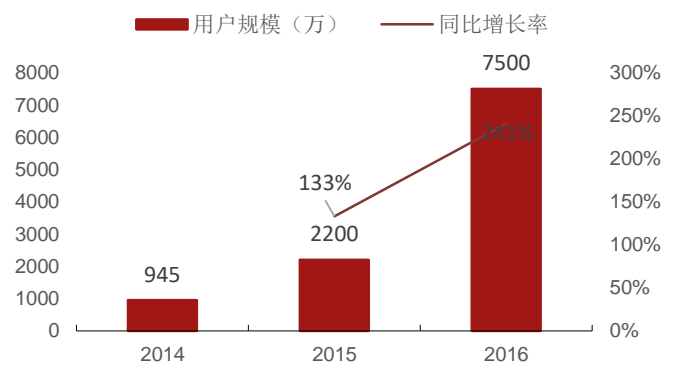
网络视频付费量价齐飞，体育付费趋势正好。在全球视频付费市场中，中国付费用户总量与发达国家仍有差距，但增速相当可观。2016 年，中国视频付费用户规模达到 7500 万，较 2015 年增长了 241%；而 2016 年北美国付费用户增长速度为 27%，中国增长速度是其 9 倍。根据艾瑞咨询的预测，未来三年，中国在线视频行业各业务营收占比将向更加均衡的方向发展，其中内容付费业务的营收占比稳步增长，未来三年在线视频行业内容付费营收占比将提升 10 个百分点，在 2020 年达到 35.5%。

图 31：2016 年全球不同国家/地区视频付费用户规模（万）



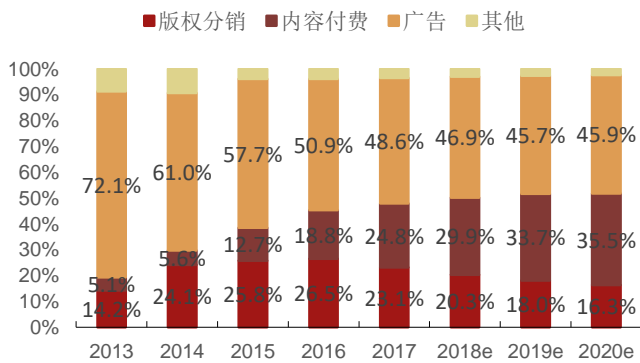
资料来源：艺恩咨询，招商证券

图 32：2014-2016 年中国视频付费用户规模



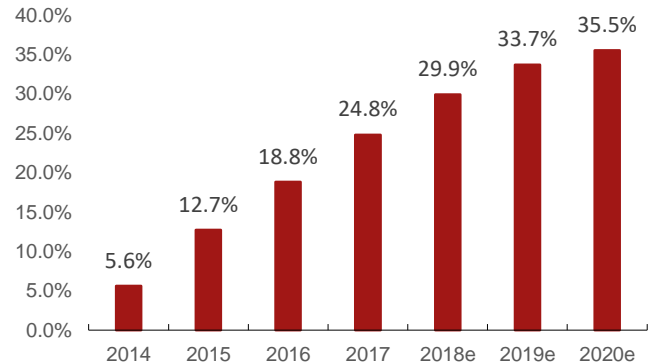
资料来源：艺恩咨询，招商证券

图 33：2013-2020 年中国在线视频行业各业务营收占比



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

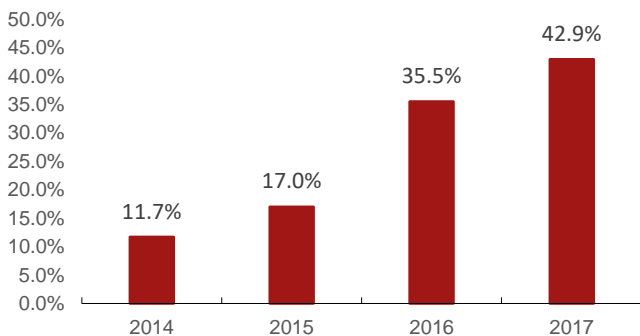
图 34：2013-2020 年中国在线视频行业内容付费营收占比



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

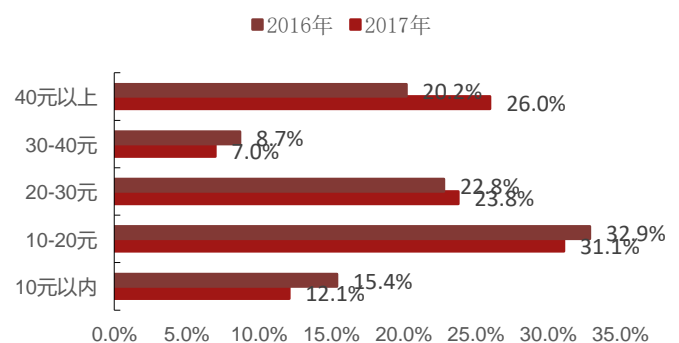
国内付费用户比例攀升，付费能力强劲。《2017 中国网络视听发展研究报告》中的数据 displays, 2017 年, 国内用户付费比例相比 2016 年增长了 7.4%, 进入了 40% 大关, 预计未来仍将保持较高速增长趋势。在付费能力方面, 付费会员月支出上限 40 元以上的比例已从 20.2% 提升至 26.0%, 上涨了 5.8%; 而支出上限 10 元以下的比例从 15.4% 缩减到 12.1%, 用户的付费能力正在增强, 对于体育付费的接受度也随之增强。

图 35：国内用户付费比例



数据来源：中国网络视听节目服务协会，招商证券

图 36：付费会员月支出上限



数据来源：中国网络视听节目服务协会，招商证券

3.2.2 网络观赛习惯不断养成，未来行走的体育频道成趋势

网络观赛用户规模不断增长。根据艾瑞咨询的预测，2019年，中国在线体育赛事直播用户将达到2.4亿人，从电视观众与网络视频用户最喜爱的节目类型可以看出，体育类节目更受网络用户的青睐。

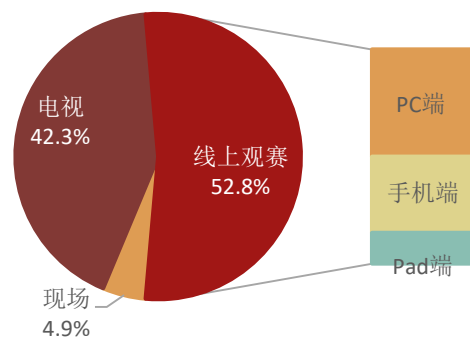
表 18：2017 年全国电视观众与网络视频用户最喜爱的节目类型 Top10(%)

排名	网络视频用户	排名	全国电视观众
1	电视剧类	1	电视剧类
2	综艺娱乐类	2	新闻资讯、评论类
3	电影类	3	综艺娱乐类
4	新闻资讯、评论类	4	电影类
5	体育类	5	专题谈话类
6	专题谈话类	6	生活服务类
7	生活服务类	7	法制类
8	音乐类	8	体育类
9	法制类	9	音乐类
10	游戏经济类	10	财经类

资料来源：美兰德咨询，招商证券

移动端观赛习惯，打破观赛限制，使体育付费更具可能性。在“媒体+互联网”的驱动下，从2010年巴西世界杯开始，移动端已逐渐成为用户观赛的新选择。2018年，世界杯移动端和互联网端的转播权数量明显升高，尤其是移动端，增长率高达141%。这一方面得益于可转播国家或地区数量的增加，另一方面也得益于欧洲、美洲、大洋洲国家在移动端转播方面做出的重大贡献。互联网端的增长则主要得益于美洲国家在互联网端转播权的选择出现了大幅上升。亚洲与非洲国家在移动端及互联网端的转播权数量在2014年与2018年的表现都比较强势。另外，艾瑞咨询的调查数据显示，2016年通过线上方式即PC端、移动端和PAD端观赛的用户达到52.8%。**移动端的使用，使用户充分利用碎片化的时间，打破了以往的观赛限制，使得体育付费更具可能性。**

图 32：2016 年用户的主要观赛方式

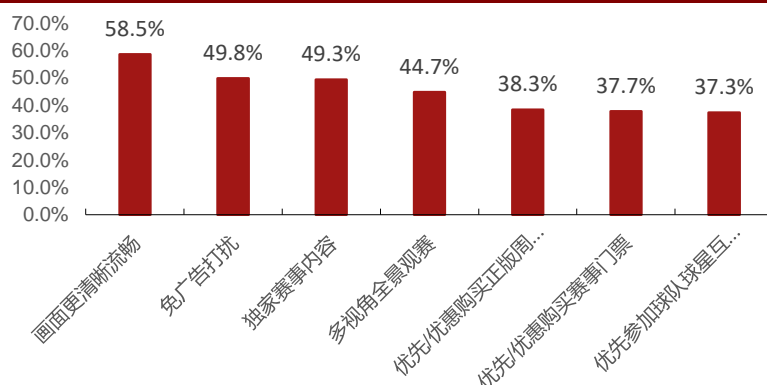


资料来源：艾瑞咨询，招商证券

3.2.3 供给端：体育内容独特性，版权分销下供给端迎来红利时代

体育赛事实时性，拉动体育内容购买需求。体育赛事，尤其是国外顶级赛事，相较于视频内容，对直播的实时性、视频转播质量都有更高要求。因此相对视频付费来说，体育内容付费具有其独特的优势。在对用户愿意付费购买体育会员权益的动因调查中，58.5%的用户渴望通过付费获得更流畅清晰的画面，将近半数的用户因为免广告打扰和独家赛事版权而愿意开通会员。用户对更好地观赛体验的需求，使得体育内容付费变得合情合理。

图 38：用户愿意付费购买的主要体育会员权益



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

体育版权分销时代下，体育付费有望迎来红利时代。电视端用户不断下降的情况下，ESPN 抓住主流趋势，不断向流媒体的渗透，预计国外体育版权商也会进一步将实现分销全球化，国内的流媒体例如腾讯等有更多的机会参与到版权分销带来的红利中，互联网企业预计将拿到更多的赛事版权，优质的内容也将进一步促进体育付费。

2016 年 2 月 23 日，腾讯与 ESPN 携手共进，腾讯成为 ESPN 在中国大陆地区的独家内容合作伙伴，将其社交性与 ESPN 的专业性完美结合。此次合作在以下几个方面展开：ESPN 将其 NCAA 篮球、橄榄球以及极限赛事视频版权授予腾讯体育共享；双方围绕 NBA 这一顶级 IP 联合制作了一档脱口秀节目；NBA 直播时，腾讯体育有权播出 ESPN 的现场采访与嘉宾点评；ESPN 将为腾讯体育提供篮球、足球等方面的专栏内容。此次合作，为腾讯体育开启了版权争夺战的新征程，**同时也证明了“以版权为基础，以内容为利器”才是未来体育付费道路的最佳选择。**

图 39：ESPN 入驻腾讯体育

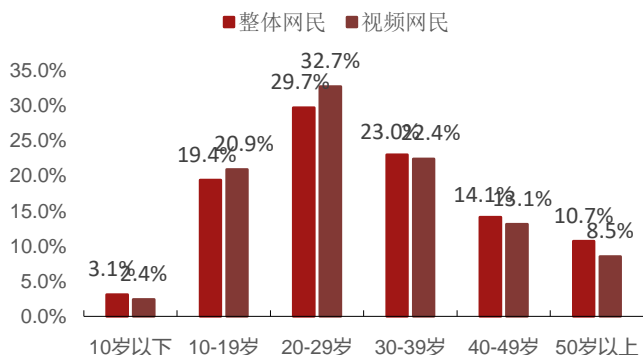


资料来源：腾讯体育，招商证券

3.2.4 需求端：“天然付费群体壮大” 是体育付费市场规模不断扩大的根基

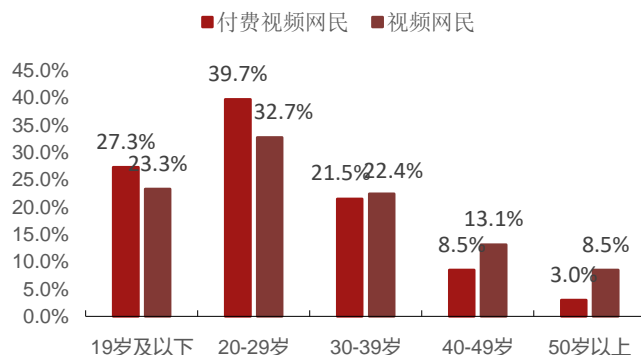
“天然付费群体”是中国视频网民用户的中流砥柱，占据网民用户的半壁江山。《2017 中国网络视听发展研究报告》数据显示，我国 20-30 岁之间的视频网民比例达 29.7%，10-30 岁的视频网民用户比例为 49.1%，占据了半壁江山。用户年轻化同时决定了付费视频用户的年轻化。数据显示，20-30 岁付费视频用户占据了总体的四成，90 后乃至 00 后以其开放的消费观念，成为视频付费用户的主力军。另外，根据艾瑞咨询《2017 年中国足球球迷画像洞察》中对球迷形象的刻画，**主要足球赛事的球迷平均年龄在 26-28 岁之间。体育用户的年龄区间与付费视频用户“主力军”年龄相吻合，未来在体育付费方面将有足够的用户支撑。**

图 40：中国视频网民年龄结构



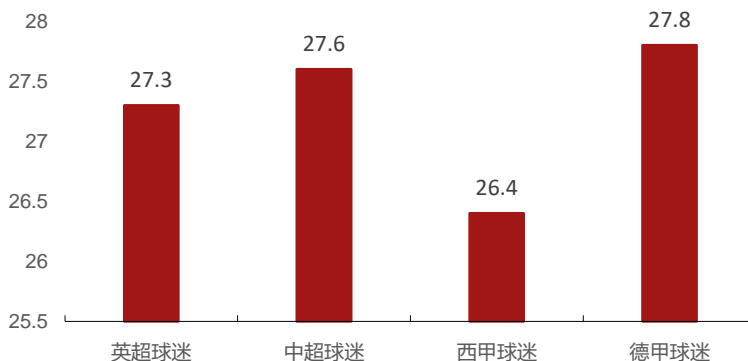
资料来源：中国网络视听节目服务协会，招商证券

图 41：视频付费用户年龄结构



资料来源：中国网络视听节目服务协会，招商证券

图 42：2017 年主要足球赛事球迷平均年龄



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

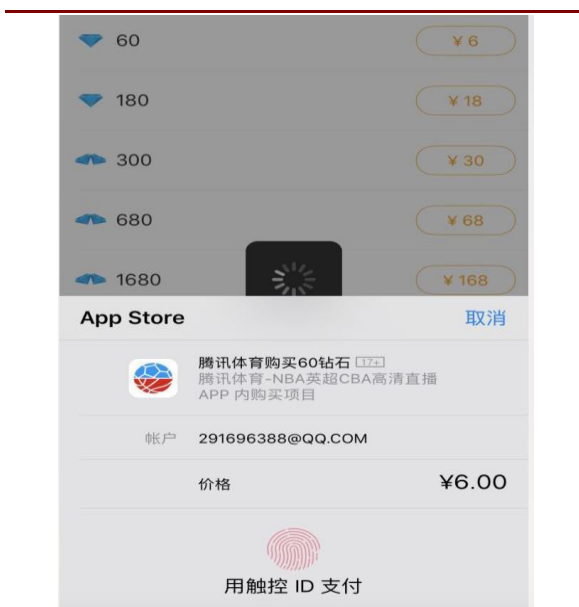
新媒体成为主流观赛方式，用户付费意识逐渐养成。根据艾瑞咨询《2016 年中国互联网体育用户洞察报告》，新媒体成为网民最主流的观赛方式，覆盖超过半数观赛网民。相比手机和 PAD，PC 端综合了屏大、观看方面、画面清晰流畅、上网互动方便等更好的观赛体验和多样化优势，成为最主要的线上观赛终端。用户对赛事付费的接受度也越来越强，据艾瑞咨询统计，2016 年 51.1% 的用户有过赛事消费，主要消费项目包括现场和线上观赛付费、正版周边产品。有 32.5% 的球迷有过线上付费观赛的行为，用户更

喜欢为关键赛事付费和赛事打包付费。

3.2.5 技术端：第三方支付的便捷性激发付费意愿，避免重走天盛困局

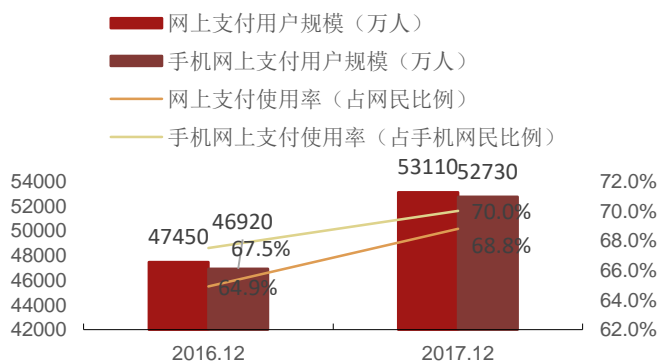
办理流程的复杂和支付模式的不成熟，是天盛体育失败的重要原因之一。如今，支付的便捷性打破了这一困局重演。数据显示，2017年网上支付用户规模达5.3亿，较2016年增长了5600万；手机网上支付用户数量增长至5.2亿，且手机网上支付使用率高达70%。不断增长的支付用户规模促进了第三方综合支付交易规模的扩大，预计达2020年，第三方支付综合支付交易规模将达到388.6万亿元，较2017年翻了一番，其便捷性和高效性一定程度上能够激发用户的付费意愿。据艾瑞咨询统计，2016年51.1%的用户有过赛事消费，主要消费项目包括现场和线上观赛付费、正版周边产品。有32.5%的球迷有过线上付费观赛的行为，用户更喜欢为关键赛事付费和赛事打包付费。

图 43：腾讯体育直接 APP 内支付



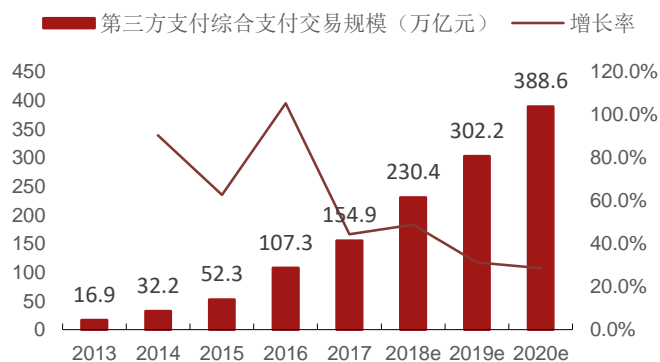
资料来源：腾讯体育，招商证券

图 44：网上支付/手机网上支付用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，招商证券

图 45：2013-2020 年中国第三方支付综合支付交易规模

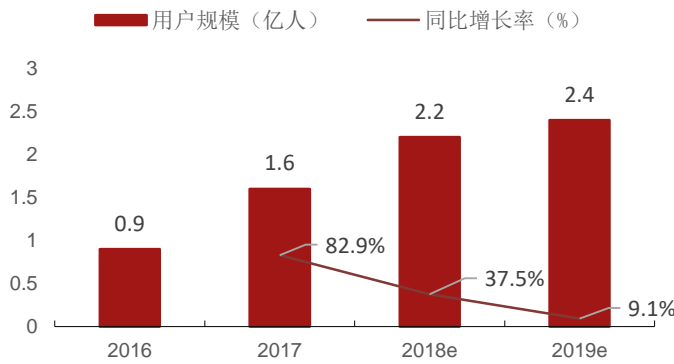


资料来源：艾瑞咨询，招商证券

3.3 国内体育付费市场空间测算

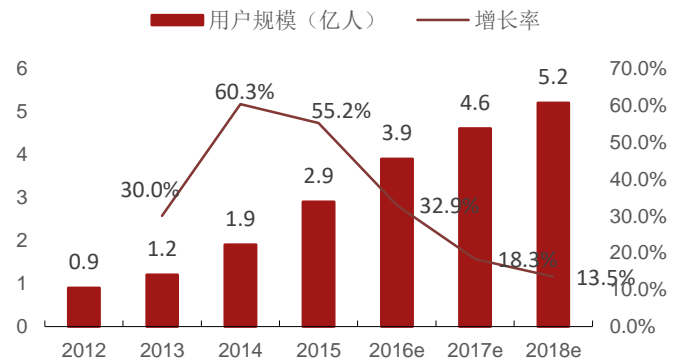
互联网体育用户规模稳定增长。艾媒咨询在 2016 年发布的《“欧洲杯观察”--2016Q2 中国体育类应用专题研究报告》对我国互联网体育用户规模进行了预测，2018 年，我国互联网体育用户将达到 5.2 亿。我国互联网体育用户规模将呈现稳定增长的趋势，估计未来几年可保持 10%~15% 的年增长率。

图 46: 2016-2019 年中国在线体育赛事直播用户规模



资料来源: CNNIC, 招商证券

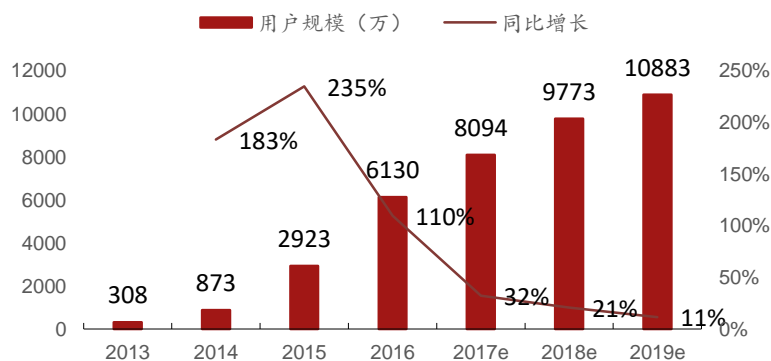
图 47: 2012-2018 年中国互联网体育用户规模



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

体育付费渗透率较低, 但未来发展态势良好。相较于视频付费来说, 我国体育付费规模尚小。易观咨询预计, 截至 2017 年底, 我国网络视频付费用户规模为 8094 万人, 2019 年将突破 1 亿人。根据新英体育总裁喻凌霄估计, 在成熟的香港市场为, 体育付费用户规模与视频付费规模之比约为 25%~30%。鉴于大陆市场体育付费仍处于起步阶段, 预估现阶段大陆体育付费用户规模为视频付费用户规模的 10%~15%。因此我们估算 2017 年我国体育付费用户规模为 809~1214 万, 根据艾媒咨公布的 2017 年互联网体育用户规模为 4.6 亿, 估计我国体育付费渗透率约为 1.8%~2.6%, 未来将有较大的发展空间。

图 48: 中国网络视频付费用户规模



资料来源: 易观咨询, 招商证券

体育付费用户 ARPPU 值仍存在一定提升空间。视频付费市场逐渐迈向成熟, 但体育付费仍处于探索阶段。现阶段我国视频付费头部企业的年 ARPPU 值平均为 200 元, 新英目前年会员价格也在 200 元左右, 我们预计体育 ARPPU 值为 200 元。美国 ESPN 用

户月 ARPPU 为 7.21 美元，年 ARPPU 值为 86.5 美元（约 550 元人民币）。考虑到国内体育付费刚刚兴起，年 ARPPU 值仍存在一定提升空间。

体育付费市场规模可超过 65 亿元，预计可达 168 亿元。体育付费市场规模=网络视频付费用户数*体育付费用户数占比*体育付费用户 ARPPU 值来测算。

做出如下情景假设：

假设 1：年 ARPPU 分别假设为 100 元，200 元，300 元三档；

假设 2：网络视频付费用户分别假设为 1 亿人~1.6 亿人四档；

假设 3：体育付费用户占比为 15%~35%五档；

通过测算，预计未来体育付费市场空间约为 15 亿元~168 亿元。按照中性假设，在体育付费市场发展中期，网络视频付费用户数达到 1.3 亿人，年 ARPPU 值为 200 元，付费渗透率为 25%，可测算中期体育付费市场空间为 65 亿元。未来体育付费市场以视频付费为基础，用户逐渐养成了付费习惯；体育版权价格攀升，企业相继开始探索体育付费模式，体育付费市场爆发将不再遥远。在未来，网络视频付费用户数突破 1.6 亿人，年 ARPPU 值达到 300 元，体育付费用户占比 35%，体育付费市场空间将有望达到 168 亿元。

表 19：体育付费市场规模测算（亿）

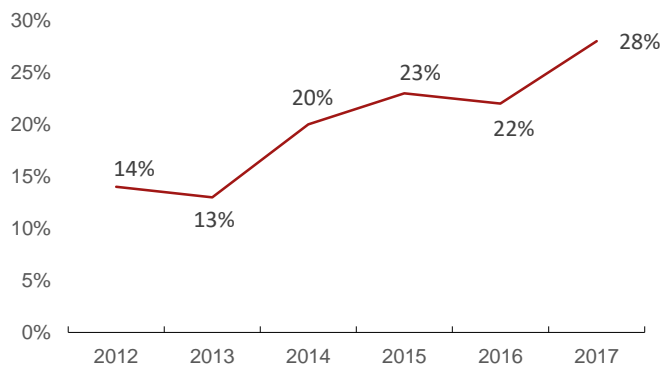
ARPPU=100 元				
视频付费用户数（亿人）	1	1.2	1.4	1.6
体育付费用户占比				
15%	15	18	21	24
20%	20	24	28	32
25%	25	30	35	40
30%	30	36	42	48
35%	35	42	49	56

ARPPU=200 元				
视频付费用户数（亿人）	1	1.2	1.4	1.6
体育付费用户占比				
15%	30	36	42	48
20%	40	48	56	64
25%	50	60	70	80
30%	60	72	84	96
35%	70	84	98	112

ARPPU=300 元				
视频付费用户数（亿人）	1	1.2	1.4	1.6
体育付费用户占比				
15%	45	54	63	72
20%	60	72	84	96
25%	75	90	105	120
30%	90	108	126	144
35%	105	126	147	168

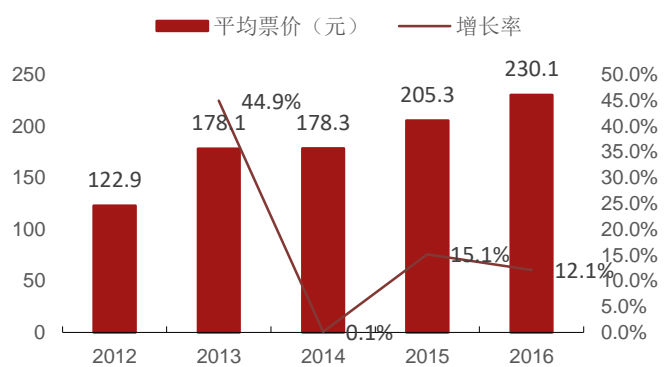
资料来源：招商证券

图 49: 2012-2017 体育赛事跨城观看票房占比



资料来源: 大麦网, 招商证券

图 50: 2012-2016 体育赛事类平均票价



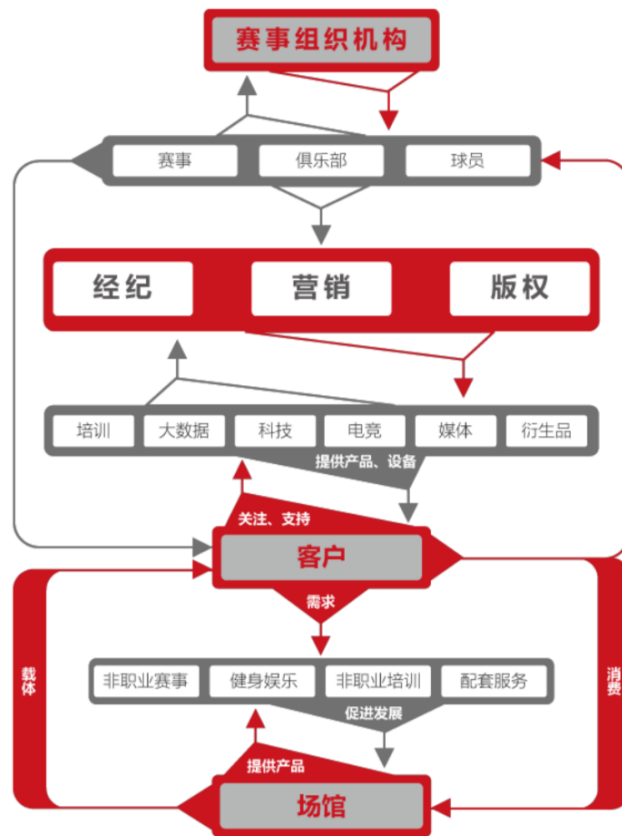
资料来源: 大麦网, 招商证券

四、体育付费产业链：赛事 IP 及内容方、平台方、周边衍生行业共同受益

4.1 体育付费的产业链：内容+平台+周边

体育付费产业链：从海外体育内容付费历程来看，顶级赛事 IP 及其形成的优质内容是吸引用户付费的核心原因，平台通过独占优质内容形成壁垒，吸引流量，并通过付费、广告和衍生的产业链来变现。而从体育赛事的角度看，赛事组织机构将 IP 转化成内容，通过媒体传播提供给用户，用户实现线上内容消费及线下衍生产业的消费。国内一些体育公司，如当代明诚，产业链布局也基本围绕“赛事内容+传播平台+衍生产业”的模式进行，当前更多还是依赖 To B 端的广告赞助、体育经纪、版权交易等模式变现，后续更多依靠 To C 端的用户付费来变现。而体育内容付费的产业链结构为：内容（由顶级赛事 IP 形成）——渠道（网络平台+电视台）——衍生品（IP 周边、线下付费等）。

图 51：体育赛事产业链结构



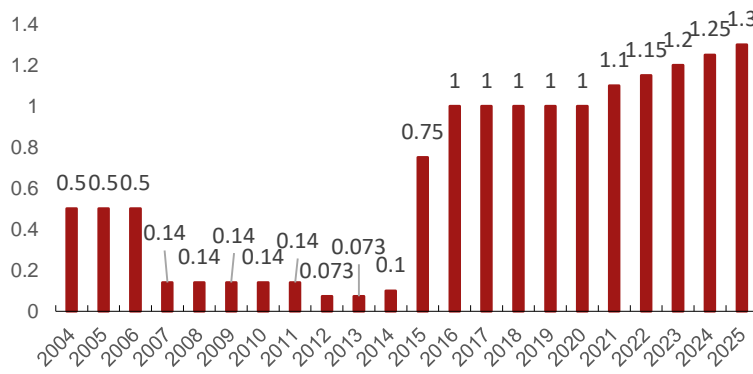
资料来源：当代明诚年报，招商证券

4.2 受益方之内容：国内赛事 IP 价值水涨船高，民营资本抢夺海外顶级赛事版权

4.2.1 国内赛事 IP 价值水涨船高，为付费创造条件

近几年国内如中超、CBA 等顶级赛事价值水涨船高，形成中国顶级赛事 IP，拉动国内体育内容质量显著提升。一方面，从版权价格看，中超、CBA 联赛版权价格大幅提升：2015 年 9 月，体奥动力以 80 亿元竞拍拿下中超联赛 2016-2020 年 5 个赛季的版权，2018 年 1 月，中超公司与版权方达成共识，版权合同 5 年延长至 10 年，价格由 80 亿元上涨至 110 亿元，具体的付款方式为：2016-2025 年每年分别支付 10/10/10/10/10/11/11.5/12/12.5/13 亿元。尽管平均每年的价格有所缩水，但是中超版权 10 年平均价格仍然达到了 11 亿元，高于 NBA、英超等海外顶级赛事中国地区的版权价格，较 2014 年单赛季 1000 万的版权价格上涨幅度高达 110 倍。在中超带动下，CBA 版权价格也不断走高，2017 年 CBA 网络版权新一轮签约价格由此前的千万级提升到亿级。

图 52：中超联赛版权价格（亿元）



资料来源：中国足协官网，招商证券

表 20：CBA 版权价格变动历程

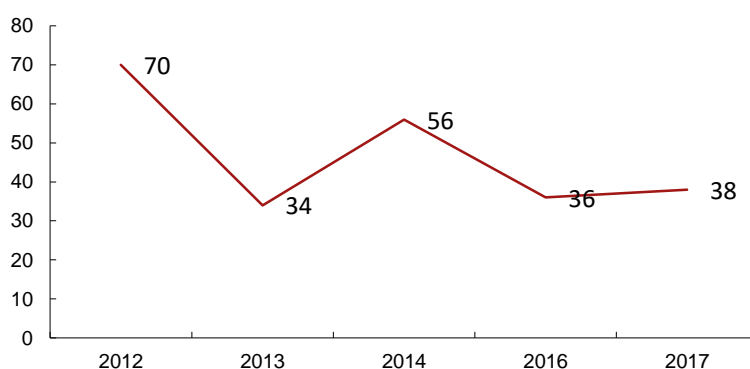
年份	合作方式	版权价格
2005 年	盈方成为 CBA 联赛商务推广合作伙伴，负责 CBA 联赛商务开发和电视转播。	每年 650 万美元（约 4000 万人民币）。
2008 年	CBA 的新媒体版权合同到期，网易获得 2009-2012 赛季三个赛季的 CBA 新媒体独家版权，包括 CBA 和 TCB 的独家视频直播、点播权利、新媒体分销权、优先续约权。	三年 1000 万左右
2011 年 6 月	搜狐和 PPTV 联合宣布成为中国男篮国家队及 CBA 联赛官方合作伙伴，搜狐成为男篮国家队及 CBA 官网的独家运营商，并与 PPTV 共同承建 CBA 官方网络电视媒体。	一年 1000 万左右
2014 年 1 月	搜狐和 PPTV 续约 CBA，期限为三年，乐视获得互联网电视平台的两年转播权，但由于搜狐的优先选择权，播放场次受到限制	三年 1500 万以上
2017 年	联赛实现管办分离，CBA 公司便承诺不卖独家版权	-

资料来源：腾讯体育，招商证券

4.2.2 线下观赛付费之风渐起，为线上付费打下基础

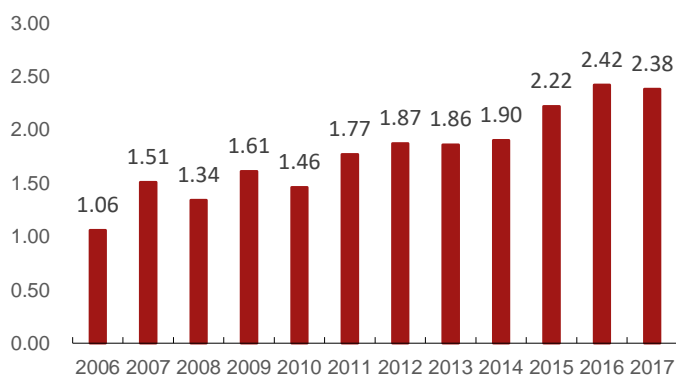
近几年，随着中超俱乐部的大笔投入，如广州恒大、上海上港、江苏苏宁、河北华夏幸福、北京国安、上海申花等俱乐部高价引进优秀的外援，其中不乏从欧洲五大联赛顶级俱乐部引进球员，中超俱乐部的品牌价值及中超联赛的全球排名稳步提升，赛事观赏性显著提高，中超现场观赛的场均人数稳步提升，线下付费观赛风潮渐起。而 CBA 也随着近几年的赛制改革（如常规赛缩短赛程使得时间更紧凑、季后赛增加场次）、俱乐部引进大牌外援（尤其是从 NBA 球队引进了大量外援）和赛事宣传加强，比赛的激烈程度和观赏性也不断提高，推动场均观众人数呈上升趋势。线下的现场付费观赛人群的增多，也进一步培养了用户体育付费的习惯，为线上体育内容付费打下基础。

图 53：中超联赛的全球排名稳步提升



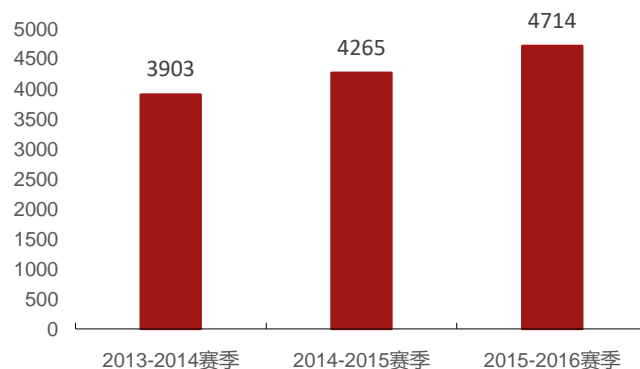
资料来源：国际足球历史和统计联合会(IFFHS)，招商证券

图 54：中超场均上座人数（万人）



数据来源：大米体育，招商证券

图 55：CBA 场均观众人数（人）



数据来源：大米体育，招商证券

4.2.3 政策放开转播权垄断，民营资本纷纷抢滩海外顶级赛事转播

2014 年 10 月，国务院发布的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（即“46 号文”）明确提出“放宽赛事转播权限制”，为长期以来的赛事版权制度约束松绑，点燃了体育赛事版权的市场。此外，国内民营资本纷纷抢滩布局海外顶级赛事版权，从英超、西甲、NBA、意甲、法甲、欧冠、亚冠等足球、篮球大众赛事，到网球四大满贯、高尔夫、拳击、赛车等相对小众赛事。这其中，部分互联网公司通过买断版权，在自身

平台独播，如腾讯独播 NBA、乐视体育 2015 年曾独播多个赛事，部分版权经纪公司买断版权之后，通过分销和在自身平台播放来盈利，比如新英体育对于英超版权的分销；苏宁体育对于西甲版权的分销以及通过自身聚力 PPTV 平台播放等。

表 21：各体育内容方对于赛事版权储备情况

购买版权时间	赛事版权	授权范围	
苏宁体育 (PP 体育)	2015-2020 赛季西甲联赛 (与当代明诚合作, 获得 2018-2022 西甲版权)	独家全媒体版权	
	2016 年 12 月 2 日	2019-2022 赛季英超联赛	独家全媒体版权
	2017 年 2 月 28 日	2016-2025 赛季中超联赛 (通过控股体奥动力)	独家全媒体版权
	2017 年 2 月 28 日	2016-2019 中国足协杯、超级杯 (通过控股体奥动力)	赛事版权
	2017 年 3 月 2 日	2017 赛季中超联赛	新媒体 (PC+移动+OTT) 全场次独家版权
	2017 年 3 月 2 日	2017-2020 年亚足联旗下所有赛事 (通过体奥动力, 包括亚冠、世界杯预选赛等)	全媒体转播权和信号制作权
	2017 年 4 月 3 日	2018-2023 赛季德甲联赛	独家全媒体版权
新英体育	2012 年 10 月 30 日	2013-2018 赛季英超联赛	独家转播版权
	2015 年年底	2018/2022 两届欧洲杯足球赛	新媒体版权和赞助权
	2017 年 9 月 21 日	2018/2020 两届欧洲国家联赛	独家数字媒体转播权
腾讯体育	2015 年 1 月 30 日	2015-2020 赛季 NBA	独家新媒体转播权
	2016 年 5 月 18 日	2017-2025 年 FIBA 赛事	数字媒体独家合作伙伴
	2017 年 1 月 18 日	2016-2020 赛季 NHL	数字媒体独家合作伙伴
	2017 年 8 月 21 日	2017-2020 赛季 NFL	数字媒体独家合作伙伴
	2017 年 10 月 27 日	2017-2020 赛季 CBA	非独家新媒体全场次版权
	2017 年	2017-2018 赛季意甲、足总杯、法甲、苏超联赛	非独家新媒体版权
阿里体育	2017 年 1 月	高尔夫欧巡赛、LPGA 巡回赛、亚巡	独家新媒体版权
	2017 年 2 月 6 日	20117 年亚冬会	独家新媒体版权
	2017 年 10 月 27 日	2017-2018 年中国排球超级联赛	新媒体版权
爱奇艺体育	2015 年 11 月 1 日	2016-2020 美国高尔夫巡回赛	官方视频网站
	2016 年	2017-2027 年 WTA	数字版权合作伙伴
	2017 年 7 月 24 日	2017-2020 年 ATP	独家新媒体合作伙伴
	2017 年 7 月 1 日	高尔夫英国公开赛	独家合作伙伴

资料来源：虎嗅，亿欧，招商证券

4.3 受益方之平台：腾讯综合实力独大，众平台走差异化之路，直播和社区是第三势力

4.3.1 三大版权布局：腾讯一马当先，爱奇艺走差异化之路，优酷定位长尾

腾讯、爱奇艺、优酷三大视频平台中，在体育方面，**腾讯无论是赛事版权储备、还是播放流量及付费用户都一马当先。**腾讯体育拿到了 NBA 在国内的新媒体独家版权，并在自身平台独播；另外，通过分销实现了对英超的直播，并通过制作德甲、欧冠、中超等顶级赛事相关视频内容获取用户。在足球、篮球大众品类上，实现全方位布局；在网球、

高尔夫、赛车等相对小众赛事上，也储备了大量版权。

爱奇艺在体育领域属于后起之秀，通过重点布局网球、高尔夫等休闲运动赛事，实现差异化竞争；如拿到澳大利亚网球公开赛和一系列 ATP、WTA 网球系列赛的国内新媒体独家版权并在自身平台独播，获取体育用户流量。

优酷在体育方面更多是布局一些长尾赛事；如东南亚地区的足球联赛，欧洲五大联赛的次一级联赛以及部分场次的 NBA 比赛，更多与竞彩和阿里电商体系结合，覆盖细分人群。

三大视频网站中，腾讯龙头地位显著。爱奇艺、阿里体育对体育媒体业务的重视程度与腾讯体育几乎不可同日而语。一方面，体育赛事能推广和塑造腾讯自身的品牌，另一方面，腾讯也将版权和品牌合作伙伴等在线下推广，与线上平台形成联动的多形态全案营销诉求。**腾讯对版权的开发绝不仅仅停留在互联网独播上，而是以内容平台为基础，不断延伸 IP 的价值链，在社交、游戏、电商、衍生品等层面均进行了深度合作，最终向多维传播生态演进。**

版权和付费会员运营能力深化+赛事和经纪业务的并进+良好用户体验，腾讯在体育板块的护城河不断挖深加宽。背靠腾讯大平台，除了资金实力雄厚外，产品体现社交性，有共同关注的圈子，“社交型观赛”先进理念一步到位；同时，移动端的定制观赛模式赋予了会员极大的自由度。

图 56：腾讯体育业务布局



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

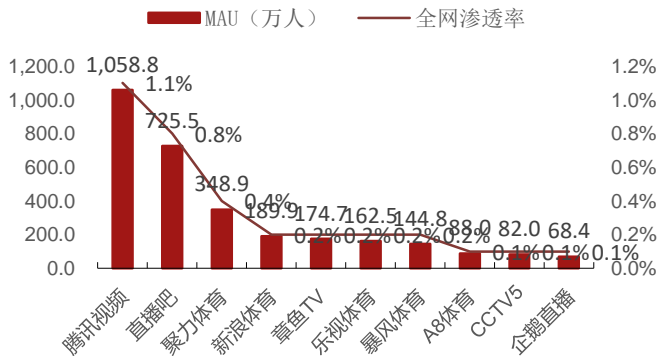
图 57: 腾讯体育全产业链营销体系



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

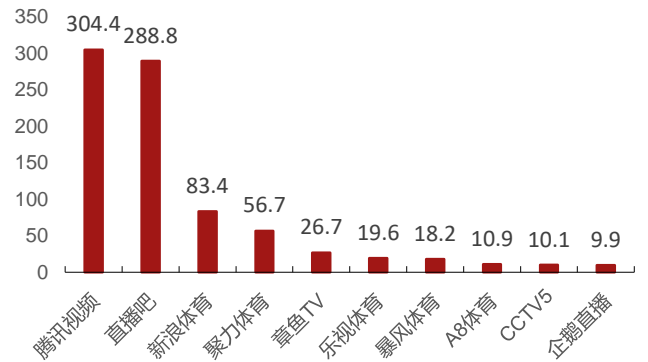
各大体育 APP 中, 腾讯也独占鳌头。根据易观千帆数据显示, 腾讯在 2017 年 10 月的 MAU 达到了 1058 万, 超过了第二名直播吧 (725 万) 整整 333 万, 龙头地位显著。同时百度指数也显示, 从 2015 年开始, 腾讯视频的搜索指数也远远高于同类 APP。

图 58: 体育 APP MAU 及全网渗透率 (2017 年 10 月)



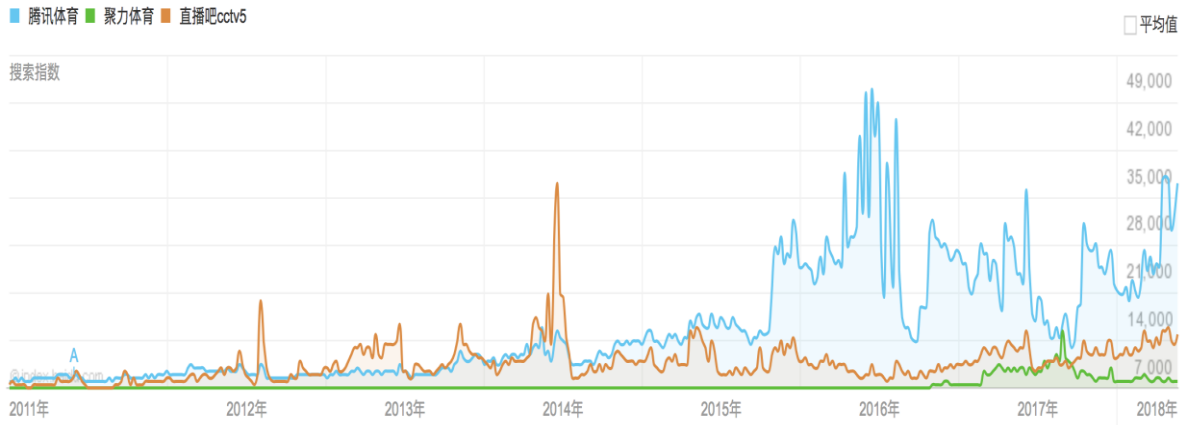
资料来源: 易观千帆, 招商证券

图 59: 体育 APP DAU (2017 年 10 月)



资料来源: 易观千帆, 招商证券

图 60: 前三大体育 APP 百度搜索指数



资料来源：百度指数，招商证券

腾讯体育运营总经理曾披露，腾讯体育会员收入占腾讯体育的比例约 15%，未来希望能够超过总收入的 50%，甚至能够达到 60%或者 70%。

腾讯体育目前的主要盈利模式包括体育赛事内容产品内植入商业广告、会员付费以及引流到线上商城实现电商付费。

4.3.2 其他平台：新英打通内容到平台，PPTV 紧抱西甲，直播和聚合平台成为第三势力

新英体育：以英超为基石，开拓体育付费新版图。一方面布局英超、西甲、欧洲联赛等版权，丰富优质内容储备，通过分销，与腾讯、乐视、新浪等平台合作，另一方面也推出自身平台，新英体育直播 APP 流量不断增长。新英以英超为基础，囊括英超精华、英超世界、英超前瞻、英超指南、英超射手多项内容；380 场火爆赛事，超清无卡顿；标清升级超清，会员永享 1080P 画质；普英粤多路解说，满足会员差异化需求，原版节目全媒体独播，带来新的视觉盛宴。

苏宁体育：基于西甲独家新媒体版权和 PPTV 聚力平台，实现西甲独播，当前也开始通过分销方式与其他平台共享资源。

另一方面，如**章鱼 TV**、**企鹅直播**等直播平台在体育付费中未来也将大行其道，基于体育赛事的互动和社交性，其平台流量也将不断增长。

章鱼 TV 是风云直播旗下的专注于体育直播的 APP，章鱼的直播内容包括中超、英超、足总杯、国王杯、WTA、MLB 等热门联赛，拥有海量的体育赛事直播与体育个性主播，致力于打造体育爱好者们最喜欢的体育视频内容。

企鹅直播：目前中国品类最全的体育赛事视频直播平台，提供免费 NBA 和 CBA 直播、足球直播、台球比赛等热门赛事直播，其提供高清流畅有趣的赛事观看体验。由于其高清、无广告、有趣的 NBA 体育视频直播平台而被市场认可。以及聚合赛事直播内容的社区-直播吧，也具备相当的用户和流量。

直播吧：是知名体育平台，直播吧客户端是知名体育网站直播吧、直播 8、zhibo8 的官方手机客户端，提供足球迷、篮球迷等直播、新闻资讯、数据、论坛社区、原创报道、视频集锦等服务。

垂直媒体社区案例——懂球帝

深耕足球细分领域，打造新娱乐视角年度最佳足球 APP。创立于 2012 年，懂球帝从移动端向球迷提供快速全面的足球新闻起家，目前为球迷提供兴趣社交、足球数据查询和足球比赛直播等服务。截止 2017 年 7 月，懂球帝已经累计了接近 3000 万的装机量，并有 1000 多万的月活人数。2017 年度易观之星获奖名单公布，懂球帝是荣获“新娱乐视角年度最佳 APP”的唯一足球 APP。

以**线上服务为核心，尝试线下赛事服务，共同探索商业化方向。**懂球帝以线上媒体社区为核心，提升品牌价值和影响力，尝试线下赛事服务，关注体育热门领域，探索商业化方向。未来随着客户端粘性的提高，开始探索 To C 端的商业化变现方式。

图 61：懂球帝品牌化布局及盈利模式探索



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

开拓海外市场，All Football 有望成功复制中国模式引入海外。懂球帝于 2013 年在中国大陆推出后，于 2016 年 11 月推出英文版移动客户端 All Football，根据维基百科数据，All Football 目前拥有超过 3000 万世界各地的注册用户，曾在 22 个国家的 Google Play 上 18 个体育 APP 中排行榜首位。2017 年共发布了 169597 篇文章，平均每天发布 465 篇文章。All Football 有望借助国内成功的管理经验，不断拓展海外市场。

图 62：懂球帝海外业务横向扩展



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

表 22：各平台付费用户数、会员价格、版权储备对比

名称	成立时间	付费会员用户数	会员价格	版权（含分销获得）
天盛体育	2006 年	4 万（2008 年）	年费 588~1888 元	英超、意甲
新英体育	2010 年	208 万（2017 年）	会员 29 元/年；包赛季 268 元；	英超、英冠、西班牙国王杯、欧洲国家联赛；
PP 体育	2003 年 12 月	100 万（2017 年）	高级体育会员：798 元/年	NBA、英超、西甲、意甲、欧冠、NFL 等；

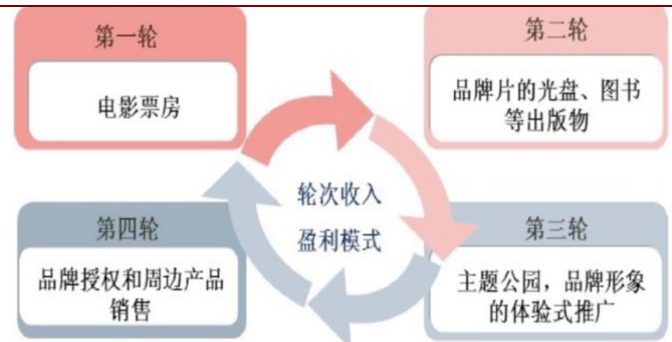
名称	成立时间	付费会员用户数	会员价格	版权（含分销获得）
腾讯体育	2005 年	未披露	体育会员：264 元/年； 高级体育会员：720 元/年	西甲、亚冠、英超、大足联赛、CBA、足协杯、UFC、WWE 中国房车锦标赛等

资料来源：新英体育官网，PP 体育官网，腾讯体育官网，招商证券

4.4 受益方之周边：赛事 IP 衍生产业付费空间大

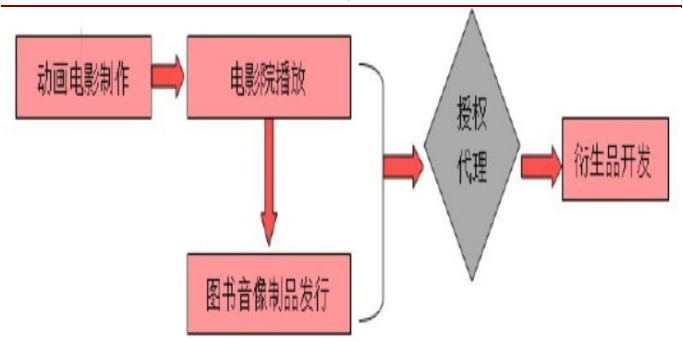
受益于 IP 乘数效应，体育赛事的衍生品收入会带来可观的盈利。对标迪士尼进行分析，迪士尼是一个典型的“IP 乘数型”企业，即通过动漫等 IP 电影完成第一轮盈利，再通过电影的成功进行周边产品开发，形成第二轮利润，打造一个由“电影+衍生品+娱乐地产”的 IP 生态圈。例如，迪士尼的《玩具总动员 3》拥有 8 倍 IP 乘数效应。《玩具总动员 3》电影为迪士尼带来了 11 亿美元的票房，但游戏、图书、DVD、版权和授权等领域为迪士尼带来了 87 亿美元的收入。体育直播平台通过布局原创内容制作，并基于原创内容进行衍生品开发，能够不断放大收入，创造稳定的现金流和长周期的持续变现。

图 63：迪士尼多轮变现模式



资料来源：天拓咨询，招商证券

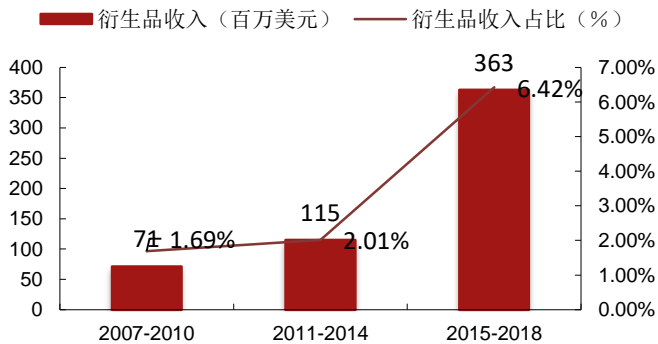
图 64：美国动漫 IP 衍生品产业链



资料来源：天拓咨询，招商证券

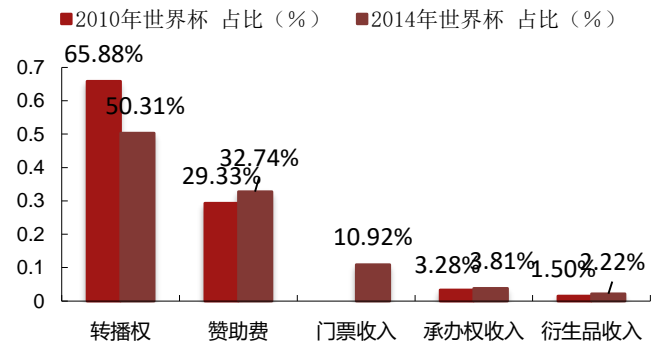
国际足联数据显示衍生品收入及收入占比也不断增长。根据 FIFA 的年报显示，国际足联通过销售世界杯及其他赛事周边衍生品，衍生品收入大幅增长的同时占比也有所提升。2007-2010 年衍生品收入为 7100 万美元，总收入为 41.89 亿美元，占比为 1.69%，2011-2014 年的衍生品收入为 1.15 亿美元，总收入为 57.18 亿美元，占比为 2.01%。2011 年-2014 年的衍生品收入较 2007 年-2010 年的衍生品收入增长了 61.17%。而在 2015 年至 2018 年，这一部分收入预计将达到 3.63 亿美元，总收入预计为 56.56 亿美元，衍生品收入占比约为 6.42%，相比 2011-2014 年将近 257% 的增长。具体到世界杯来看，2010 年南非世界杯衍生品收入约为 5500 万，2014 年巴西世界杯衍生品收入约为 1.07 亿，将近增长了 95%。

图 65: 国际足联衍生品收入及收入占比



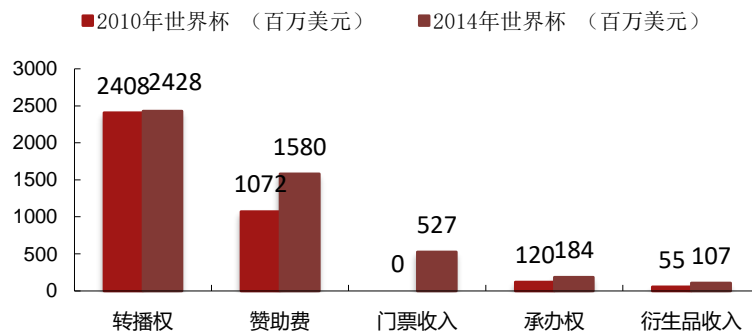
资料来源: 国际足联, 招商证券

图 66: 近两年世界杯各项业务占比



资料来源: 国际足联, 招商证券

图 67: 近两年世界杯收入构成



资料来源: 国际足联, 招商证券

世界杯预计将带来体育彩票的兴起。

几经沉浮, 我国互联网彩票经历了发展-禁止-再发展-再禁止的过程。我国互联网彩票销售起始于 2001 年, 2005 年以后, 随着第三方支付手段逐渐完善, 极大促进了我国互联网体育彩票的发展, 但由于法律法规不够完善, 互联网售彩存在着许多问题;

在 2007 到 2012 几年中, 互联网彩票曾被四度叫停, 一系列与彩票销售相关的条例与实施细则相继发布, 加强了对互联网彩票销售的规范和约束, 2012 年末, 仅有 500 彩票网和中国竞彩网两家网站拿到互联网体彩试点资质;

2013 年, 财政部发文将互联网售彩视为彩票销售的合法途径, 互联网彩票销售迎来了再次发展的春天;

2015 年 3 月 1 日起, 互联网彩票全面停售; 同年 4 月 3 日, 八部委针对互联网彩票联合发布公告, 全面禁止互联网彩票销售行为, 一直延续至今。

表 23: 我国互联网彩票发展大事记

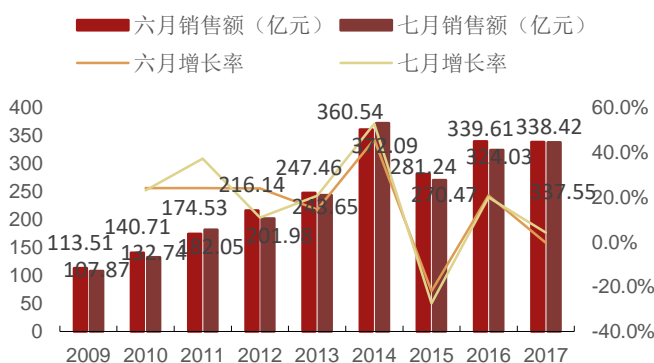
时间	内容
2001 年	中国足彩网成立, 是国内最早一批开展专业彩票咨询代购业务的互联网平台;
2005 年	电子商务在我国持续发展、第三方支付手段逐渐完善以及消费者网购习惯开始形成;

时间	内容
2007年11月	财政部联合四部委下发公告，对各地非官方主办的彩票销售网站进行为期30日的清查整顿，要求停止非彩票机构主办网站彩票销售业务并严厉查处和打击利用互联网非法销售彩票行为；
2008年1月2日	财政部再次向中彩中心、国家体彩中心，各省、自治区、直辖市财政厅(局)、民政厅(局)、体育局发出通知，要求通知下发之日起，一律停止利用互联网销售彩票；
2009年4月	《彩票管理条例》并未明令禁止网络销售彩票，各彩票销售网站相继重操旧业；
2010年8月17日	国家体育总局和中国福利彩票发行管理中心分别下发紧急通知，再度要求立即停止互联网销售彩票等无纸化销售方式；
2010年9月26日	财政部发布《互联网销售彩票管理暂行办法》，认可互联网作为一种彩票销售形式存在；
2012年3月1日	《彩票管理条例实施细则》实施，福彩中心和体育总局下发“停止电话和互联网销售”的紧急通知；
2012年9月29日	500彩票网和中国竞彩网拿到互联网体彩试点资质，当年11月，500彩票网开始恢复销售体彩；
2012年12月28日	财政部发布《彩票发行销售管理办法》，再次把互联网彩票视为与实体店销售、电话销售同样的彩票销售的合法途径；
2015年2月25日	财政部、民政部、国家体育总局联合下发了《关于开展擅自利用互联网销售彩票行为自查自纠工作有关问题的通知》，又一次对互联网销售彩票进行整顿；
2015年3月1日	各大网站纷纷发表公告停止互联网彩票销售；
2015年4月3日	国家财政部、公安部等八部委针对互联网彩票联合发布公告，全面禁止互联网彩票销售。

资料来源：王长斌《我国的互联网彩票：经营模式、发展策略与管制框架》，腾讯体育，招商证券

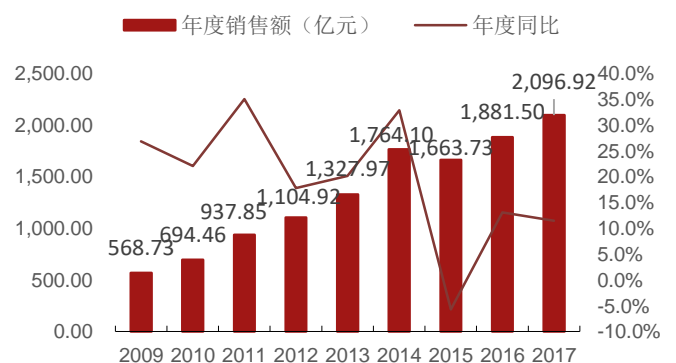
2014年世界杯验证，世界杯对彩票市场有明显的拉动作用。2014年巴西世界杯期间，六、七两月彩票销售额达到了360亿美元和372亿美元，较2016年同比增长分别为45.7%和52.7%。

图 68：2009-2017 六月、七月彩票销售额对比（亿元）



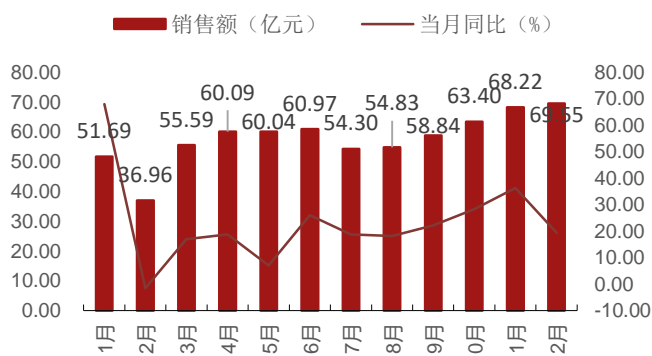
资料来源：财政部，招商证券

图 69：2009-2017 体育彩票年度销售额



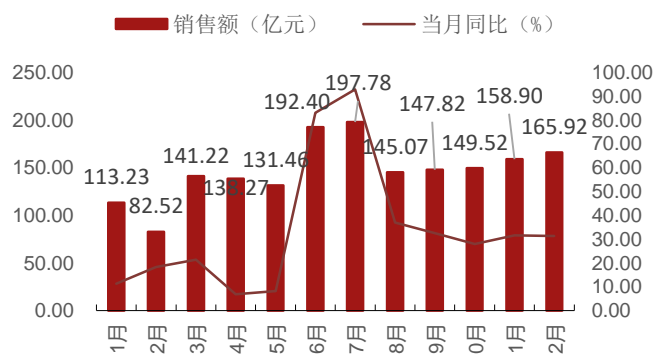
资料来源：Wind，招商证券

图 70：2010 年体育彩票销售额及增长率



资料来源：Wind，招商证券

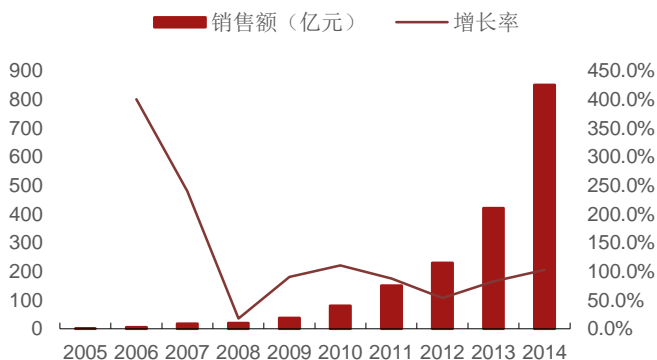
图 71：2014 年体育彩票销售额及增长率



资料来源：Wind，招商证券

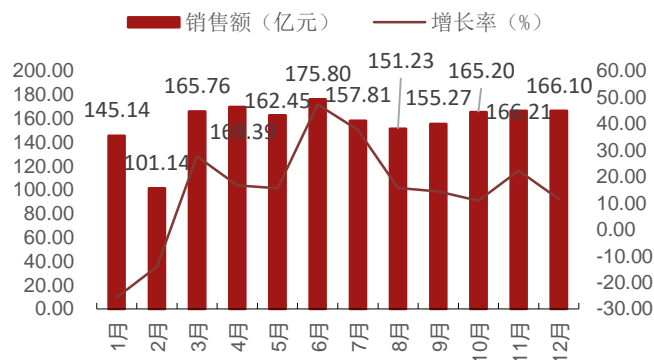
互联网彩票禁售，为线下彩票销售创造新的机遇。2015 年，八部委联合发布公告，全面禁止互联网彩票销售行为，给了互联网彩票行业沉重一击，一定程度上也影响了彩票的销售。2015 年，我国体育彩票年销售额为 1663.73 亿元，相较 2014 年下降了 5.7%。**但这种势头并没有持续太久。2016 年欧洲杯期间，体育彩票总销售额同比增长了 13.1%，六、七两月同比增长率更是达到 47.2%和 37.6%。**由此来看，线上购彩虽被禁止，但并未影响观众在重大体育赛事期间购买彩票的热情，随之而来的彩票消费行为从线上转移到线下，为线下体育彩票销售创造了新机遇。**因此我们判断，即使互联网彩票禁售，2018 年世界杯线下销售仍有望迎来新机遇。**

图 72：2005-2014 中国互联网彩票销售总额



资料来源：财政部、招商证券

图 73：2016 年体育彩票销售额及增长率



资料来源：Wind、招商证券

五、相关标的推荐

5.1 当代明诚（600136）：携付费之势，享体育产业盛宴

公司前身道博股份，通过一系列并购重组，形成“影视+体育”双轮发展的产业布局，打造综合性传媒娱乐集团。体育业务方面，公司打通付费上下游产业链，从赛事内容、到媒体传播，再到衍生行业均有涉足，通过体育营销、体育经纪、体育培训、体育内容线上付费和线下衍生品付费来变现。

图 74：当代明诚的体育产业链布局情况



资料来源：当代明诚年报，招商证券

1) 携手新英和苏宁布局英超、西甲等版权，打开体育付费变现空间。

公司拟收购新英体育，新英体育拥有 2013-2019 年英超联赛国内全媒体独家版权和 2018-2022 年欧足联国家队系列赛事国内新媒体独家版权。此外，公司与苏宁体育合作，于 2017 年成立合资公司，开展版权业务。2018 年 3 月 31 日，公司全资子公司耐丝国际经苏宁体育的关联方聚力传媒及其关联方同意，独家拥有 2017/2018、2018/2019、2019/2020、2020/2021 和 2021/2022 赛季共 5 个赛季西甲联赛(Laliga)以及 2017/2018 和 2018/2019 赛季从第三轮杯赛开始的皇家杯比赛（西班牙国王杯赛）（不包括杯赛决赛）全媒体版权，版权金额超过 5 亿元人民币。若收购新英完成，通过版权分销和新英体育自身平台用户付费，公司有望收益于体育付费市场规模的不断增长。

2) 以体育营销、体育经纪为两翼，深入挖掘体育资源变现。

公司子公司双刃剑体育与 FIFA 签署 2018 俄罗斯世界杯亚洲独家市场销售代理合同，开创国内公司先河，并协助雅迪集团成为俄罗斯世界杯 FIFA 亚洲区赞助商之一，双刃剑体育一次性确认收入 2000 万美元，后续预计还有赞助商席位落地。此外，双刃剑体育还与 ATP、WTA、澳网、中网等赛事，国际足联、奥组委、欧洲足球协会联盟等全球性体育组织，巴塞罗那、皇家马德里、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城、明尼苏达森林狼等足球及篮球顶级俱乐部，以及伊涅斯塔、苏亚雷斯、蒂亚戈、罗布雷多、拉奥尼奇等足球和网球明星合作，通过体育营销和体育经纪业务，挖掘体育资源变现。在体育付费人群不断增多的背景下，体育营销价值也进一步提升，为公司进一步打开变现空间。

3) 长线布局体育场馆运营、体育培训等周边业务，延伸产业链。

公司在体育产业链布局中，通过控股汉为体育和郝海东体育，拓展体育场馆运营和体育培训业务。汉为体育主要经营中小型体育设施的投资运营，辅以赛事运营和青少年体育

培训服务，同时引入餐饮、体育装备销售等增值业务，形成“场馆、赛事、培训、增值服务”四位一体的经营布局。2017年，公司共运营7个体育场馆，总面积约10万平方米；同时汉为体育还拥有 HANWAVE 电音节、武汉市篮球城市超级联赛、武汉市足球城市超级联赛、武汉马拉松预赛等核心赛事资源，开展足球、篮球、羽毛球、击剑等青少年培训业务，并筹备高尔夫、马术等高端培训业务。郝海东体育基于郝海东知名球星地位带来的粉丝效应，开展青少年足球培训。通过开展体育场馆运营和体育培训业务，公司扩大线下对 C 端用户的覆盖，对线上流量起到引导和补充作用，增强付费用户粘性。

4) 盈利预测：假设收购新英体育顺利完成，我们预测公司 2018/19/20 年备考净利润分别为 4.2/5.5/6.8 亿元，当前市值对应 PE 分别为 22/17/14 倍，看好公司未来在体育付费市场规模不断扩大的长期成长空间。

5.2 奥拓电子（002587）：体育大赛打开 LED 应用空间，城市亮化照明需求爆发助推业绩增长

公司主要经营 LED 显示系统及照明工程、金融电子和体育业务。

1) LED 显示设备连续服务三届世界杯，凸显公司技术实力，后续国内大赛进一步打开 LED 应用业务的市场空间。

公司的 LED 显示设备此前分别应用于 2010 年德国世界杯和 2014 年南非世界杯，并即将再次应用于 2018 年俄罗斯世界杯赛场，体现公司 LED 显示领域突出的技术实力和商务拓展能力。基于与国际足联、国际篮联等国际组织的良好合作，我们预计后续公司的 LED 显示设备将继续服务于全球体育大赛。国内市场上，公司成为“中国之队”系列足球赛唯一的场边 LED 显示设备提供商，未来随着 2019 男篮世界杯、2022 北京冬奥会和 2022 杭州亚运会等一系列重大国际赛事在中国举行，公司有望获得更多订单。另外，随着体育付费人群的扩大，推动参与体育运动的人群增长，国内如马拉松、自行车等赛事价值也将不断提升，公司 LED 显示设备有望通过商务权益置换、广告赞助等方式，提升变现价值。

2) 千百辉订单不断超预期，LED 照明工程业务发力，有望助推业绩持续高增长。

部分城市在重大会议等事件驱动，以及更新换代需求推动下，对景观亮化领域的投资不断加大，使得 LED 照明行业景气度向上。公司子公司千百辉布局厦门、青岛、西安、深圳、海南等地区，新签 LED 照明工程订单不断超预期，当前在手订单充足。公司 2018 年一季度业绩同比大增 385%，我们判断主要由子公司千百辉的 LED 照明业务驱动。在订单超预期的背景下，有望推动全年业绩持续高增长。

3) 盈利预测：基于公司当前订单情况，我们预测公司 2018/19/20 年归母净利润分别为 2.3/3.2/4.3 亿元，当前市值对应 PE 分别为 21/15/11 倍，估值优势凸显，建议重点关注。

5.3 力盛赛车（002858）：赛车全产业链龙头，从 2B 到 2C，受益赛车消费市场空间打开

1) 赛车运动全产业链运营商，赛事规模不断扩大。公司是赛车运动行业第一家上市公司，布局赛车赛事运营、车队经营、赛车场经营及汽车活动推广、赛车培训等赛车全产业链业务。独家运营中国房车锦标赛（CTCC）、中国卡丁车锦标赛、华夏赛车大奖赛等赛事，并承办世界房车锦标赛中国站的比赛。公司还经营上汽大众 333 车队等车队，以及上海天马赛车场、广东国际赛车场、汽摩中心培训基地等赛车场地。是国内赛车运动产业链龙头公司，受益于赛事规模的不断扩大，业绩持续增长，2017 年公司营业收入同比增长 17.15%，归属母公司股东的净利润同比增长 24.68%。

2) 受益于赛车消费人群的扩大，盈利模式从 2B 向 2C 拓展，打开变现空间。受益于年轻群体中赛车消费人群的扩大以及国内赛车赛事的增多，中国的赛车文化逐步形成，赛车产业由专业性为主的竞争体育向参与性为主的大众体育过渡。公司也顺应这一趋势，积极布局赛车培训、卡丁车馆运营、赛车游戏等 2C 端业务，由过去主要依靠广告赞助和汽车厂商付费的盈利模式，逐渐向 C 端付费延伸，进一步分享体育付费市场的高增长。

5.4 金陵体育（300651）：体育器材龙头，有望受益于器材行业市场需求改善

金陵体育主要从事体育器材（包括球类器材、田径器材等）和体育场馆设施的研发、生产和销售，并为各大体育赛事提供赛事服务。作为体育器材行业的龙头企业，金陵体育已与众多体育官方机构如国际篮联、国际排联等建立合作关系，并为众多国际赛事提供体育器材。从 2008 北京奥运会到 2010 国际田联钻石联赛布鲁塞尔总决赛，从 2014 仁川亚运会再到 2016 里约奥运会，金陵体育不断扩张其品牌影响力。预计随着世界杯掀起的运动潮，以及国家各项体育产业扶持政策陆续出台，体育器材行业市场需求大大提升，公司有望受益。

5.5 中体产业（600158）：携优质赛事 IP 并布局体彩业务，打开成长空间

1) 优质的赛事 IP 资源及领先的体育场馆运营能力构筑核心竞争力。公司是国内最早的以发展体育产业为本体的上市公司，已建立起成熟的体育全产业链覆盖的业务结构，涵盖“专业赛事管理及运营、体育场馆咨询及设计、场馆工程建设、设施提供、场馆运营管理、赛事内容提供、体育中介、体育彩票及体育地产业务。公司运营北京马拉松赛、武汉马拉松赛、环中国国际公路自行车赛、中国高尔夫俱乐部联赛等多项具有核心竞争力的品牌赛事，赛事 IP 价值显著。其中，北京马拉松赛是经国际田联（IAAF）认证、国际马拉松及公路跑协会（AIMS）备案的国际田联金标赛事。公司体育场馆运营能力突出，目前主要运营管理的项目有佛山岭南明珠体育中心、合肥体育中心、九江体育中心、青海体育中心、包头市体育场馆、福建马尾综合体育馆、天津武清体育中心、仪征

综合体育场馆、宁波全民健身中心等项目。

2)积极拓展体彩相关业务。公司积极开拓布局即开型体育彩票自助终端机运营及销售，推进产品升级选型工作，广泛参与项目招标并且成功中标多个项目，体彩行业发展对公司业绩有望带来积极贡献。

5.6 龙韵股份（603729）：有望受益于体彩行业发展

公司已完成现金购买长影置业 60%股权、长影娱乐 47%股权及按持股比例承接标的公司的债务。长影置业、长影娱乐负责超大型文化产业项目长影海南“环球 100”主题乐园中“荷兰村”区域的开发、管理和经营主体，竞争优势明显，建议重点关注。

5.7 鸿博股份（002229）：彩票全产业链布局，前景可期

公司作为国内彩票印制业务的绝对龙头，在彩票行业占有重要地位，世界杯期间体彩有望热销，拉动公司业绩进一步增长。公司积极布局彩种研发及电子彩票运营业务，新开发的“快乐十分”视频型彩票游戏已完成项目测试验收，并于 2018 年 4 月 18 日在重庆市福彩自助店（含中福在线店中店）和福彩主题吧 190 多家门店全线正式上市。受益于世界杯赛事，彩票业务前景可期。

六、风险因素

(1) 对于体育赛事直播侵权认定还不够明确，直播侵权行为仍然存在。2018 年 5 月 5 日，中国版权协会版权监测中心发布了 2017 年度国内主要赛事侵权监测情况，监测中心针对 546 场直播赛事进行监测，共监测到未授权链接 4633 条；点播共监测 2025 场赛事，监测到侵权链接 623159 条。虽然国家版权保护力度一直在加强，但目前对体育赛事直播的侵权认定还不够明确。

(2) 直播不够流畅、内容不够丰富及解说专业性欠缺，可能影响付费率的进一步提升。根据艾瑞咨询的相关调查数据，65.1%的被调查者认为卡顿、不流畅最需要改进，62.5%的被调查者认为节目覆盖率较低，另外有部分人认为赛事网络直播缺乏互动并且解说专业性较差，冷门赛事解说面临极大的解说缺口。这些问题若不能解决，可能会影响体育用户付费率的进一步提升。

图 75：网络直播痛点分析



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。

方光照，招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015年加入招商证券，2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。

朱璐，招商证券研发中心传媒行业分析师。清华大学会计硕士，2014年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。