

产业步入稳定发展期，体育+成为发展趋势

——体育产业专题报告

专题研究小组成员：姚磊

2019年3月5日

专题研究小组

姚磊

SACNO S1150518070002

bhzyao@sina.cn

子行业评级

赛事运营	看好
版权营销	看好
运动装备	中性
场馆运营	中性
休闲健身	中性
俱乐部运营	中性

重点品种推荐

中体产业	增持
当代明诚	增持
金陵体育	增持
力盛赛车	增持
中潜股份	增持

创新点:

- 1 以产业发展和投融资视角综合分析 18 年体育产业发展状况
- 2 系统分析产业目前的竞争格局及龙头公司特征
- 3 以全产业链角度分析发展趋势和投资逻辑

投资要点:

● 国内体育产业进入稳步增长期，体育服务业增长显著

2018 年全国体育产业总规模 2.4 万亿元，同比增长 9.09%；实现增加值 8800 亿元，同比增长 12.82%。预计未来三年内行业整体将继续维持稳健的增长水平，体育产业增加值有望在 2020 年突破 1 万亿元；结构上体育服务业（除体育用品及相关产品制造、体育场地设施建设外的 9 大类）继续保持快速发展势头，增加值在体育产业中所占比重继续上升，从 2016 年的 55% 上升到 2017 年的 57%，其中直接与公众体育消费相关的体育竞赛表演活动、体育健身休闲活动增长突出，增长速度分别达到 39.2% 和 47.5%。

● 产业投融资：活跃度下降，单笔融资持续提升

2018 年 Q1 和 Q2 国内体育产业发生投资事件 48 和 45 起，同比分别下滑 12.73% 和 6.25%，产业的投资活跃度呈现持续下滑的趋势。但与之相对应的是体育产业投融资单笔金额正在持续提升：2016、2017 和 2018H1 产业单笔融资金额分别为 0.64 亿、0.45 亿和 0.94 亿人民币，亿级以上融资事件呈现出翻倍增长的趋势，百万级及以下的融资事件持续下滑，产业内的投资会更加集中于优势项目的趋势十分明显。

● 政策端：产业政策开始转向细分化、持续推进阶段商

我国体育产业还处于初级发展阶段，目前产业发展的最大驱动力在于国家顶层政策的强力助推。2014 年后以国务院以及足改领导小组为代表的国家顶层不断对体育产业连续推出多项重要改革政策，2017 年后体育产业的相关政策瞄准更加细分和专业的领域，显示出产业已经逐步进入精细化发展阶段。

● 产业竞争格局：打法日趋清晰，挖掘消费变现

上游方面，国内体育赛事市场处于快速发展期。受益于现有赛事商业化运营程度的快速提升，国内体育赛事市场规模处于快速增长阶段，但短板在于仍缺乏顶级赛事的流量效应，因此增速并未出现显著的高速增长特征。

中游方面，苏宁、腾讯两巨头基本垄断版权市场。目前国内体育版权市场以苏宁体育和腾讯双巨头为主导，两者基本垄断了足球和篮球版权，形成了极强的竞争壁垒。

下游方面，我国体育人口保持稳步增长，场地运动消费和体育旅游消费趋势最好。目前我国体育人口数量超过 5 亿人，已处于历史最高位，趋势上每年的体育人口总数都在刷新历史新高。预计到 2020 年，我国体育消费市场将会有 1.5 万亿的规模，驱动因素在于国内人均体育消费支出十年间 19.24% 的复合增速。细分消费来看，以体验和参与为主导的运动场地消费和体育旅游消费将呈现出更好的发展趋势，传统的体育用品消费逐步萎缩。

● 产业投资逻辑与个股推荐

我们认为 2019 年国内体育产业仍将处于持续培育期，但产业空间大、发展韧劲强的特点将持续显现，产业的投资逻辑有以下四点：

(1) 赛事依然是产业的核心内容；(2) 线下端价值被产业重新认可，但需要长时间培育；(3) 综合服务商和垂直细分平台是融资发展方向；(4) 体育生态打法以用户为基础，使体育+的经营业态更加丰富。

综上所述，我们维持对体育产业“中性”的投资评级，建议关注具备优质赛事运营和推广能力、平台型或生态型综合服务能力、精细赛道具备足够发展优势的产业内相关公司，还特别建议关注产业内具备线下消费开发落地能力的龙头公司，推荐标的：中体产业（600158）、当代明诚（600136）、金陵体育（300651）、力盛赛车（002858）和中潜股份（300526）。

● 风险提示

宏观经济低迷；产业重大政策变化；用户开发不达预期；体育消费市场开发不达预期。

目 录

1.体育产业:行业空间广阔,政策大力推进.....	5
1.1 2018 年国内体育产业增速平稳,发展后劲足.....	5
1.2 产业投融资:活跃度下降,单笔融资持续提升.....	7
1.3 产业投融资案例:巨头与小而美两翼齐飞.....	9
2.政策端:强力推动,引导居民需求逐步释放.....	10
3.产业竞争格局:打法日趋清晰,挖掘消费变现.....	12
4.发展案例:苏宁体育,打通线上线下的巨头.....	16
5.产业投资逻辑:盈利需要时间培育,垂直细分类平台更被认可.....	21
6.风险提示.....	22

图 目 录

图 1: 我国体育产业发展增速持续平稳	5
图 2: 体育产业增加值增速有所回落	5
图 3: 2017 年国内体育产业发展结构	5
图 4: 国内举办马拉松赛事数量持续增长	6
图 5: 马拉松参赛人数持续增长	6
图 6: 我国体育产业投资案例持续下滑	7
图 8: 2018 年体育产业投融资金额也在下滑	8
图 9: 18 年产业投融资中亿级以上项目数量占比提升	8
图 10: 2018 年体育产业投融资方式数量占比中并购投资有所提升	8
图 11: 国内体育产业链图谱	12
图 12: 国内体育赛事市场规模稳步增长	13
图 13: 苏宁体育拥有的部分赛事版权	13
图 14: 腾讯体育拥有的部分赛事版权	13
图 15: 我国体育人口基数持续稳步增长	14
图 16: 我国体育人口相对占比仍然不高	14
图 17: 我国体育人口人均消费持续提升	15
图 18: 我国体育人口的消费类型	15
图 19: 苏宁体育的生态图谱	16
图 20: PP 体育是国内足球赛事版权的集大成者	17
图 21: 国际米兰俱乐部的运营收入持续改善	18
图 22: 苏宁体育的线下门店打通零售与 IP 的界限	19

表 目 录

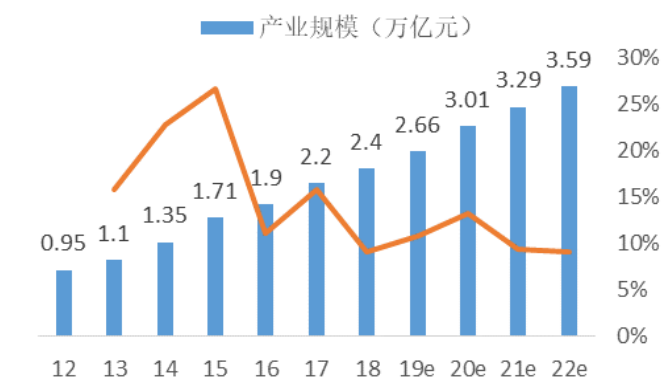
表 1: 2018 年众多垂直细分运营平台成为国内体育产业投资热点	9
表 2: 2014 年以来体育产业政策梳理	10
表 3: 国内体育赛事影响力 TOP10 排名	12

1. 体育产业:行业空间广阔,政策大力推进

1.1 2018 年国内体育产业增速平稳,发展后劲足

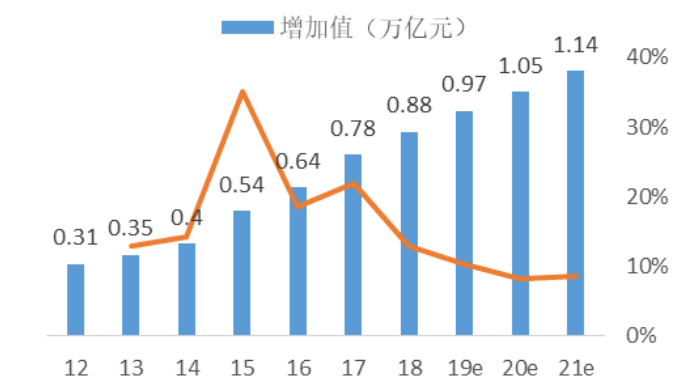
国内体育产业进入稳步增长期。2018 年全国体育产业总规模 2.4 万亿元,同比增长 9.09%; 实现增加值 8800 亿元,同比增长 12.82%。预计未来三年内行业整体将继续维持稳健的增长水平,体育产业增加值有望在 2020 年突破 1 万亿元。

图 1: 我国体育产业发展增速持续平稳



资料来源: 中商产业研究院, 渤海证券

图 2: 体育产业增加值增速有所回落



资料来源: 中商产业研究院, 渤海证券

结构上, 体育用品及相关产品制造的总产出和增加值最大, 分别为 1.35 万亿元和 3264.6 亿元, 增长速度分别为 12.9%和 14.0%。体育服务业 (除体育用品及相关产品制造、体育场地设施建设外的 9 大类) 继续保持快速发展势头, 增加值在体育产业中所占比重继续上升, 从 2016 年的 55%上升到 2017 年的 57%, 其中直接与公众体育消费相关的体育竞赛表演活动、体育健身休闲活动增长突出, 增长速度分别达到 39.2%和 47.5%。此外我国体育场馆、健身步道、体育公园等全民健身设施建设力度不断加大, 增长速度达 94.7%, 反映出我国体育场地设施建设快速蓬勃的发展势头。

图 3: 2017 年国内体育产业发展结构

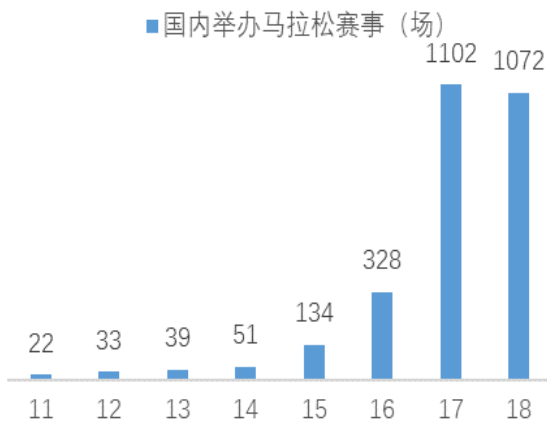
体育产业类别名称	总量 (亿元)		结构 (%)	
	总产出	增加值	总产出	增加值
体育产业	21987.7	7811.4	100.0	100.0
体育管理活动	504.9	262.6	2.3	3.4
体育竞赛表演活动	231.4	91.2	1.1	1.2
体育健身休闲活动	581.3	254.9	2.6	3.3
体育场馆服务	1338.5	678.2	6.1	8.7
体育中介服务	81.0	24.6	0.4	0.3
体育培训与教育	341.2	266.5	1.6	3.4
体育传媒与信息服务	143.7	57.7	0.7	0.7
其他与体育相关服务	501.6	197.2	2.3	2.5
体育用品及相关产品制造	13509.2	3264.6	61.4	41.8
体育用品及相关产品销售、贸易代理与出租	4295.2	2615.8	19.5	33.5
体育场地设施建设	459.6	97.8	2.1	1.3

资料来源：国家统计局，渤海证券

趋势上，我国体育产业已经进入良性发展时期。主要表现在以下几个方面：

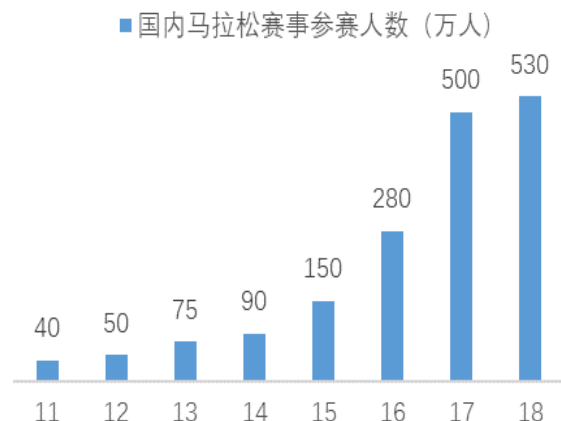
全民健身热潮开始掀起，体育消费多元化释放。目前我国人均体育消费仅为发达国家的十分之一，潜力巨大。发展趋势上，体育消费需求从传统的体育制造用品初次消费转向娱乐性消费、观赏性消费；消费者对于新型体育运动的消费需求增强，如马拉松、竞技体育、雪上运动、户外运动等。例如从 1995 年 6 月我国国务院正式颁布《全民健身计划纲要》起，截止目前全民健身计划已经推行了 20 余年，马拉松赛事在近年来持续火热—国内马拉松比赛从 2011 年 22 场增长至 2017 年的 1102 场，复合增长率高达 95.07%；截止 2018 年 11 月底，我国马拉松举办赛事为 1072 场，参赛人数为 530 万人，发展势头强劲。

图 4：国内举办马拉松赛事数量持续增长



资料来源：前瞻产业研究院，渤海证券

图 5：马拉松参赛人数持续增长



资料来源：前瞻产业研究院，渤海证券

“体育+”的商业模式开始发散和清晰，体育服务业发展迅速。体育产业逐步由运动、装备等单一消费与“互联网+”、“AI+”“物联网”快速融合，使体育服务业的占比快速提升，形成以智能装备、全民健身、休闲旅游等业务为基本架构，整合教育、医疗、金融、旅游、文化等“体育+”资源，另外体育综艺、体育真人秀节目、体育自创赛事等新业态层出不穷，使体育新媒体营销市场得受众持续扩大，开始覆盖到了众多女性用户，拓宽了体育产业的消费潜力，构建出更完整的体育生态系统，使产业的盈利方式更加丰富和立体化。

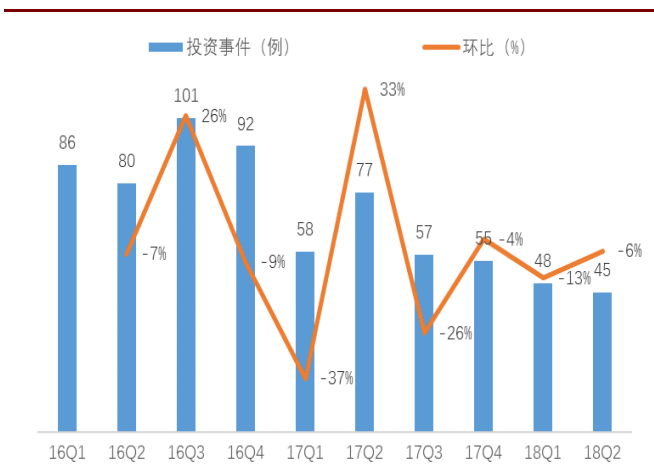
政策持续助推对体育产业的促进作用很大。如 2016 年 6 月 15 日，国务院印发《全民健身计划(2016—2020 年)》，提出到 2020 年群众体育健身意识普遍增强，参加体育锻炼的人数明显增加，每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数达到 7

亿，经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿，群众身体素质稳步增强。全民健身将成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。

1.2 产业投融资：活跃度下降，单笔融资持续提升

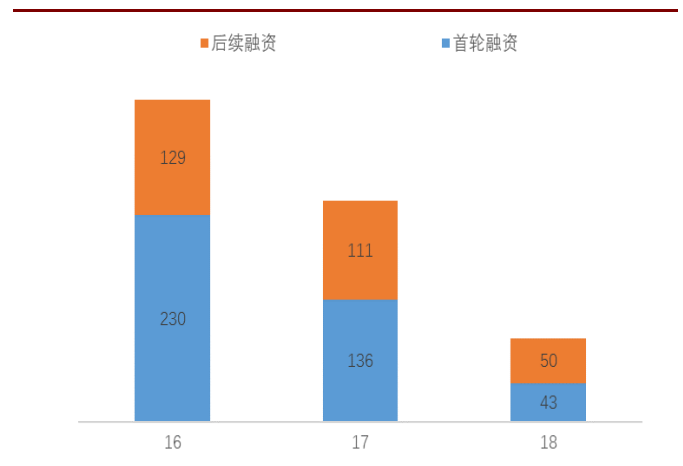
2018 年体育产业并购市场活跃度下滑明显，投资机构的风险偏好持续降低。2018 年 Q1 和 Q2 国内体育产业发生投资事件 48 和 45 起，同比分别下滑 12.73% 和 6.25%，产业的投资活跃度呈现持续下滑的趋势。从并购企业所处发展周期来看，2018 年首轮融资企业的数量占比持续下滑，约占整体融资案例的 46%；后续轮融资企业的占比持续提升，约占整体融资案例的 54%，显示出投资机构的风险偏好度下降，更青睐于商业模式成熟、规模相对较大的相关公司。因此整体看国内体育类的投融资市场将持续收紧，行业对于投融资事件的观点也更加审慎和保守。

图 6：我国体育产业投资案例持续下滑



资料来源：前瞻产业研究院，渤海证券

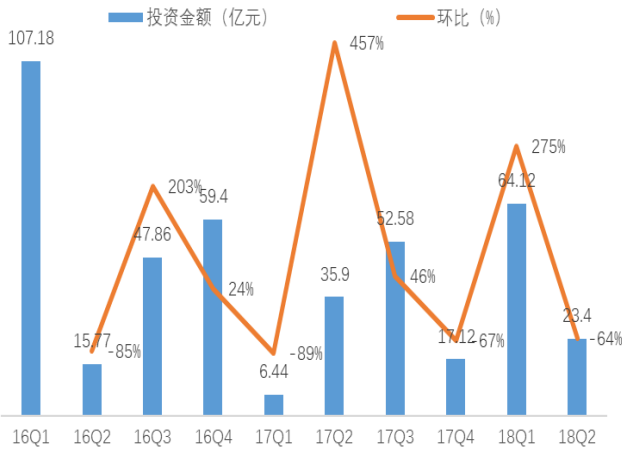
图 7：18 年体育产业后续轮融资事件比例超过首轮投融资



资料来源：前瞻产业研究院，渤海证券

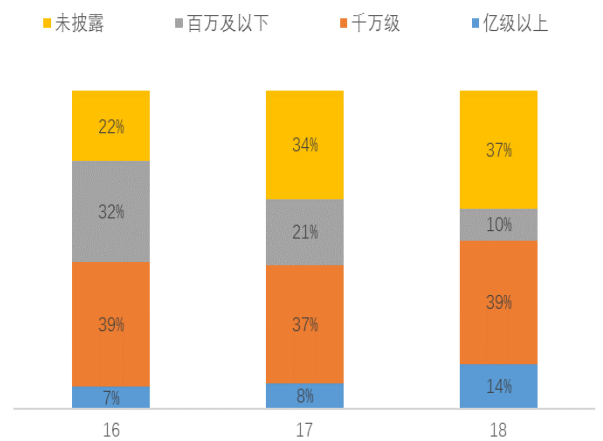
2018 年单笔融资金额在大幅提升。2016、2017 和 2018H1 国内体育产业融资金额分别为 230.12 亿、112.04 亿和 87.52 亿元，整体的融资金额同比增速正在持续放缓，这与产业投资案例下滑呈现出相同的结论。但与之相对应的是体育产业投融资单笔金额正在持续提升：2016、2017 和 2018H1 产业单笔融资金额分别为 0.64 亿、0.45 亿和 0.94 亿人民币，亿级以上融资事件呈现出翻倍增长的趋势，百万级及以下的融资事件持续下滑，产业内的投资会更加集中于优势项目的趋势十分明显。

图 8：2018 年体育产业投融资金额也在下滑



资料来源：前瞻产业研究院，渤海证券

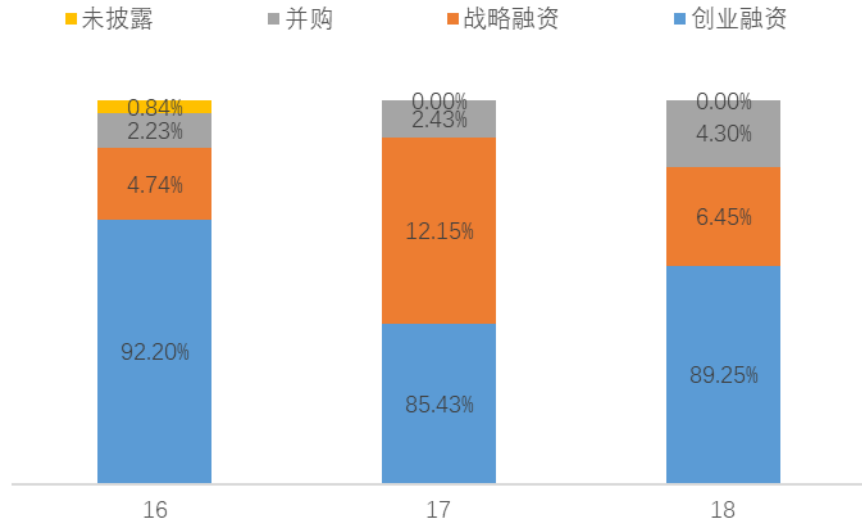
图 9：18 年产业投融资中亿级以上项目数量占比提升



资料来源：前瞻产业研究院，渤海证券

创业投资仍占主导，但并购开始增多。投资方式来看，国内体育产业投融资仍以创业投资为主，占比接近 90%，但 2018 年并购案例开始逐步增多，因此从这方面看产业的整体还未成熟，需要一定的时间培育和成长。

图 10：2018 年体育产业投融资方式数量占比中并购投资有所提升



资料来源：前瞻产业研究院，渤海证券

1.3 产业投融资案例：巨头与小而美两翼齐飞

18 年体育产业融资案例呈现两极分化特征，产业巨头与小而美的垂直细分类平台公司更加受市场青睐，显示出市场对于体育产业的投资策略更加成熟和稳健，

案例一：阿里体育完成超 12 亿元 A 轮融资，估值超 80 亿人民币

2018 年 4 月阿里体育宣布完成超 12 亿元 A 轮融资，估值超 80 亿人民币，由云锋基金领投，太平保险等知名机构跟投。阿里体育定位于中国体育经济的基础平台，即公司不需要高价购买版权获取用户和流量，采取对体育内容再开发的手段实现最终盈利，并形成全产业链的体育 IP 变现平台模式。

案例二：苏宁体育完成 6 亿美元融资，估值超过百亿人民币

苏宁体育经营范围包括体育传媒、智能硬件、商业零售及足球青训四大业务。在其体育传媒这一核心业务中，苏宁体育此前斥资百亿拿下了包括西甲、英超、德甲、中超、亚冠等多项独家足球赛事版权。苏宁体育的目标市场是抓住中国 6 亿体育用户消费需求：观看、资讯、互动、用品、培训及健身，打造中国最大最智能化的体育社区。

案例三：众多综合性垂直运营平台脱颖而出

2018 年更多的垂直细分领域国内体育产业投资方向，金额超过 2 亿人民币的 HHONMA、虎扑体育、健康猫、Liking 健身和西十区几个案例为更为垂直细分运营平台类公司，产业已经由大众观赏性运动逐步向专业参与性运动发展，更加细分垂直的运动内容将会被持续挖掘商业价值。

表 1：2018 年众多垂直细分运营平台成为国内体育产业投资热点

序号	项目名称	融资类型	时间	交易金额	业务方向
1	HONMA	战略融资	18-02	6.7 亿人民币	高尔夫产品品牌服务商
2	虎扑体育	E 轮	18-01	6.18 亿人民币	体育赛事资讯网站
3	健康猫	C 轮	18-06	5 亿人民币	体育产业平台
4	Liking 健身	C 轮	18-01	3 亿人民币	移动健身 O2O 平台
5	西十区	C 轮	18-02	2 亿人民币	在线票务交易平台
6	咕咚	C+轮	18-02	2000 万美元	运动社交平台
7	三体云动	B 轮	18-04	1.1 亿人民币	健身行业智能化平台
8	Space Cycle	A 轮	18-01	1 亿人民币	运动健身平台
9	小乔体育	Pre-B 轮	18-01	1 亿人民币	家用跑步机品牌
10	APAX Recreation	A 轮	18-04	1 亿人民币	极限运动主题公园运营平台

11	悦跑圈	C 轮	18-03	1 亿人民币	跑步主题运营平台
----	-----	-----	-------	--------	----------

资料来源：体坛周报，渤海证券

2.政策端：强力推动，引导居民需求逐步释放

体育产业政策开始转向**细分化、持续推进阶段**。由于我国体育产业还处于初级发展阶段，因此目前产业发展的最大驱动力在于国家顶层政策的强力助推。自2014年开始，以国务院以及足改领导小组为代表的国家顶层不断对体育产业连续推出多项重要改革政策，我们认为此举意在用简政放权的形式对多年来行业的严重政策束缚，最上游商业性还有群众性带是审批的取消以及中游赛事转播权的市场化改革极为有针对性的破解了困扰行业多年已久的政策痛点，逐步引导国内居民对于体育及相关产业的消费需求，激发居民的消费热情，因此政策在未来红利的持续释放将加速产业自身的发展进程。2017年后体育产业的相关政策瞄准更加细分和专业的领域，显示出产业已经逐步进入精细化发展阶段。

表 2：2014 年以来体育产业政策梳理

时间	相关政策	主要内容
2014.03	《关于加快发展体育产业的指导意见》	到 2020 年，培育一批具有国际竞争力的体育骨干企业和企业集团，形成一批有中国特色和国际影响力的体育产品品牌；建立以体育服务业为重点，门类齐全、结构合理的体育产业体系和规范有序、繁荣发展的体育市场；形成多种所有制并存，各种经济成分竞相参与、共同兴办体育产业的格局；形成体育公共服务与市场服务相互结合、体育事业与体育产业协调发展的良好局面
2014.09	《部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身》	要坚持改革创新，更多依靠市场力量，加快发展体育产业，促进体育消费，推动大众健身。一要简政放权、放管结合，取消商业性和群众性体育赛事审批，放宽赛事转播权限制，最大限度为企业“松绑”。二要盘活、用好现有体育设施，积极推动公共体育设施向社会开放，在更好服务群众的同时提高自我运营能力。三要优化市场环境，支持体育企业成长壮大。加快专业人才培养。让体育产业强健人民体魄，让大众健身消费助力经济社会发展。。
2014.10	《国务院关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见》	到2025年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。
2014.12	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》	全面推进体育赛事审批制度改革，打破社会力量组织、承办体育赛事的制度壁垒。规范全国性单项体育协会的服务收费，破除利益固化的藩篱。充分调动社会多方面的积极性，建立办赛主体多元化的体育赛事体系。发挥体育赛事的积极作用，宣传推广全民健身，发现和培养高水平竞技人才，繁荣体育竞赛市场，促进体育产业发展。

2015.03	《中国足球改革具体方案》	近期目标是要理顺足球管理体制，制定足球中长期发展规划，创新中国特色足球管理模式。中期目标是要实现青少年足球人口大幅增加，职业联赛组织和竞赛水平达到亚洲一流，国家男足跻身亚洲前列，女足重返世界一流强队行列。远期目标是要使中国成功申办世界杯足球赛，男足打进世界杯、进入奥运会。
2016.04	《中国足球中长期发展规划（2016-2050年）》	2020年全国足球场地数量超过7万块，使每万人拥有0.5-0.7块足球场地；2030年每万人拥有1块足球场地
2016.05	《体育产业发展“十三五”规划》	2020年体育产业总规模超过3万亿，产业增加值在国内生产总值中的比重达1%
2017.08	《全民健身指南》	主要包括体育健身活动效果、运动能力测试与评价、体育健身活动原则、体育健身活动指导方案等内容
2018.12	《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	提出到2025年，体育竞赛表演产业总规模达到2万亿元，推出100项具有较大知名度的体育精品赛事，打造100个具有自主知识产权的体育竞赛表演品牌，基本形成产品丰富、结构合理、基础扎实、发展均衡的体育竞赛表演产业体系

资料来源：渤海证券

3.产业竞争格局：打法日趋清晰，挖掘消费变现

体育产业链以赛事内容为核心，消费是变现渠道。体育产业以最上游体育竞技赛事（职业联赛、国际重大体育赛事、大众体育赛事等）为核心、中游的体育媒体（电视、移动互联网、互联网、报刊杂志）及营销为传播扩展渠道的泛体育服务业是产业链的中枢环节，而下游的衍生品领域（体育场馆、用品、彩票、健身培训等）是产业链的根基，并进一步循环反哺中上游产业链的相关市场价值。

图 11：国内体育产业链图谱



资料来源：公开资料，渤海证券

上游方面，头部赛事以国外主导，国内相关运营公司价值凸显。目前国内具有顶级商业价值和影响力属性的体育赛事仍以国外著名赛事为主导，例如世界杯、英超、西甲、NBA 等，国内还缺乏具有足够影响力和运营能力的优秀赛事，因此具备优质赛事培育和运营能力的公司具有很强的发展空间。

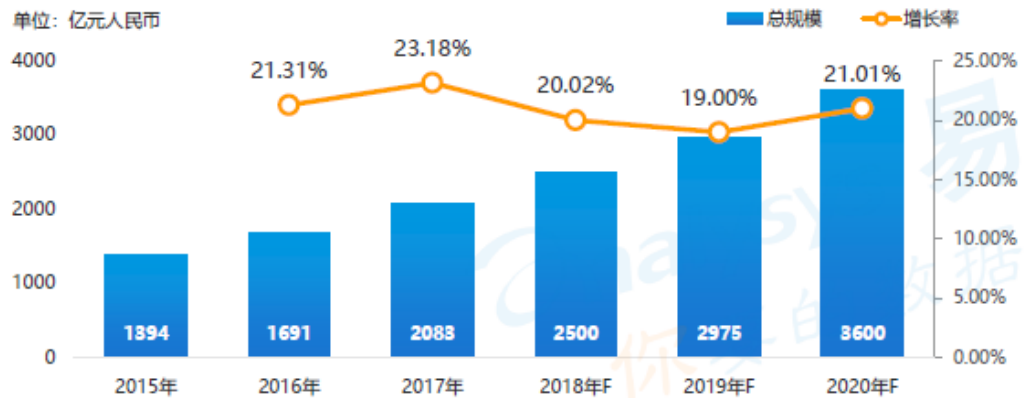
表 3：国内体育赛事影响力 TOP10 排名

	赛事名称	热度	商业价值	影响力	相关运营公司
1	中超	8	10	10	中超公司
2	CBA	9	9	9	CBA 公司
3	LPL	10	6	6	腾竞体育
4	足协杯	6	7	8	中国足协
5	中国网球公开赛	6	8	7	中网体育推广公司
6	NBA 中国赛	6	7	7	AEG
7	北京马拉松	7	6	6	中奥路跑
8	F1 中国大奖赛	5	7	6	F1 管理公司
9	KPL	7	5	4	VSPN
10	中国排球超级联赛	6	5	5	排球之窗

资料来源：体坛周报，渤海证券

国内体育赛事市场处于快速发展期。受益于现有赛事商业化运营程度的快速提升，国内体育赛事市场规模处于快速增长阶段，但短板在于仍缺乏顶级赛事的流量效应，因此增速并未出现显著的高速增长特征。整体看体育赛事市场仍具备长期的投资价值，尤其是具备顶级赛事发展潜力相关项目和公司。

图 12: 国内体育赛事市场规模稳步增长



资料来源: 易观, 渤海证券

中游方面，巨头基本垄断版权市场。目前国内体育版权市场以苏宁体育和腾讯双巨头为主导，两者基本垄断了足球和篮球版权。其中苏宁体育的媒体平台 PP 体育在 2016 年以 7.21 亿美元拿下了 2019-2021 赛季的英超版权，2017 年相继接中超和亚足联版权，2018 年又签下了德甲、法甲和欧冠的独家媒体版权。目前 PP 体育拥有了包括五大联赛、欧冠、中超、亚冠在内的绝大部分国内外顶级足球赛事版权，以及 UFC、WWE 等搏击类小众赛事，成为雄踞一方的体育媒体巨头。而腾讯体育以篮球赛事为主导，拥有 NBA 和 CBA 的直播版权以及 FIBA 国际篮联旗下赛事的版。此外腾讯还握有北美其他三个体育联盟 NFL、MLB 和 NHL 的版权，以及网球、F1 等小众赛事。

图 13: 苏宁体育拥有的部分赛事版权



图 14: 腾讯体育拥有的部分赛事版权

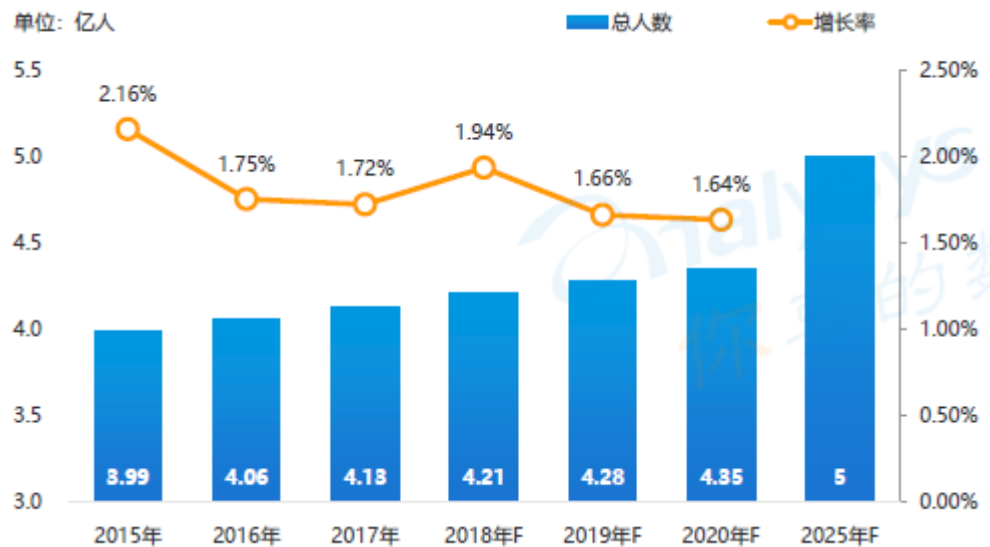


资料来源：中国企业家，渤海证券

资料来源：中国企业家，渤海证券

下游方面，我国体育人口保持稳步增长。体育人群基础是实现体育消费市场增长的首要条件。目前我国体育人口数量超过 5 亿人，已处于历史最高位，趋势上每年的体育人口总数都在刷新历史新高，且根据国家政策引导，未来我国经常参加体育锻炼的人数还会持续提升。

图 15：我国体育人口基数持续稳步增长



资料来源：体育总局，渤海证券

但我国体育人口相对占比仍不高。从体育人口占比这一项数据来看，目前国内距离世界发达国家平均水平还存在差距，与美国体育人口占比水平相比仍然存在 1 倍的扩展空间。

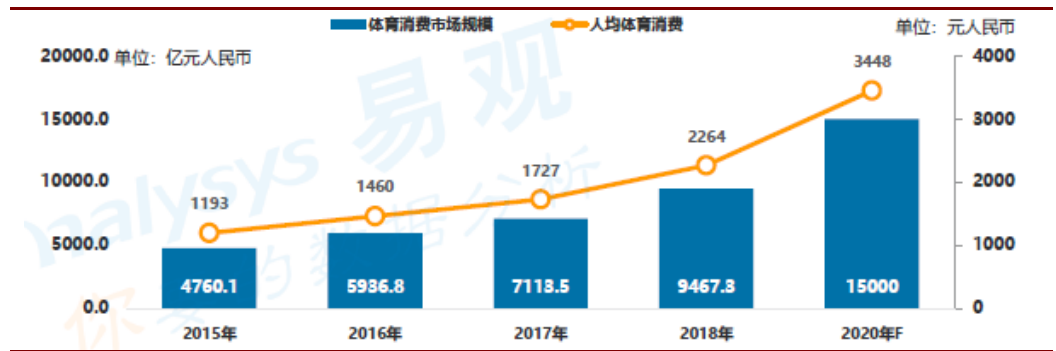
图 16：我国体育人口相对占比仍然不高



资料来源：体育总局，渤海证券

体育消费市场持续增长，人均消费快速提升。2018 年我国体育消费市场规模已接近万亿人民币。此外根据国务院所印发的《全民健身计划》，预计到 2020 年，我国体育消费市场将会有 1.5 万亿的规模，而驱动因素在于人均体育消费支出的快速增长—由 2011 年的人均 593 元增长到 2018 年的 2264 元，并有望在 2020 年达到 3448 元，十年间的复合增速为 19.24%。

图 17: 我国体育人口人均消费持续提升



资料来源: 易观智库, 渤海证券

细分消费来看, 场地运动消费和体育旅游消费趋势最好。体育用户消费可分为参与型体育消费和观赏型体育消费两大类型, 其中以体验和参与为主导的运动场地消费和体育旅游消费将呈现出更好的发展趋势, 传统的体育用品消费逐步萎缩。

图 18: 我国体育人口的消费类型

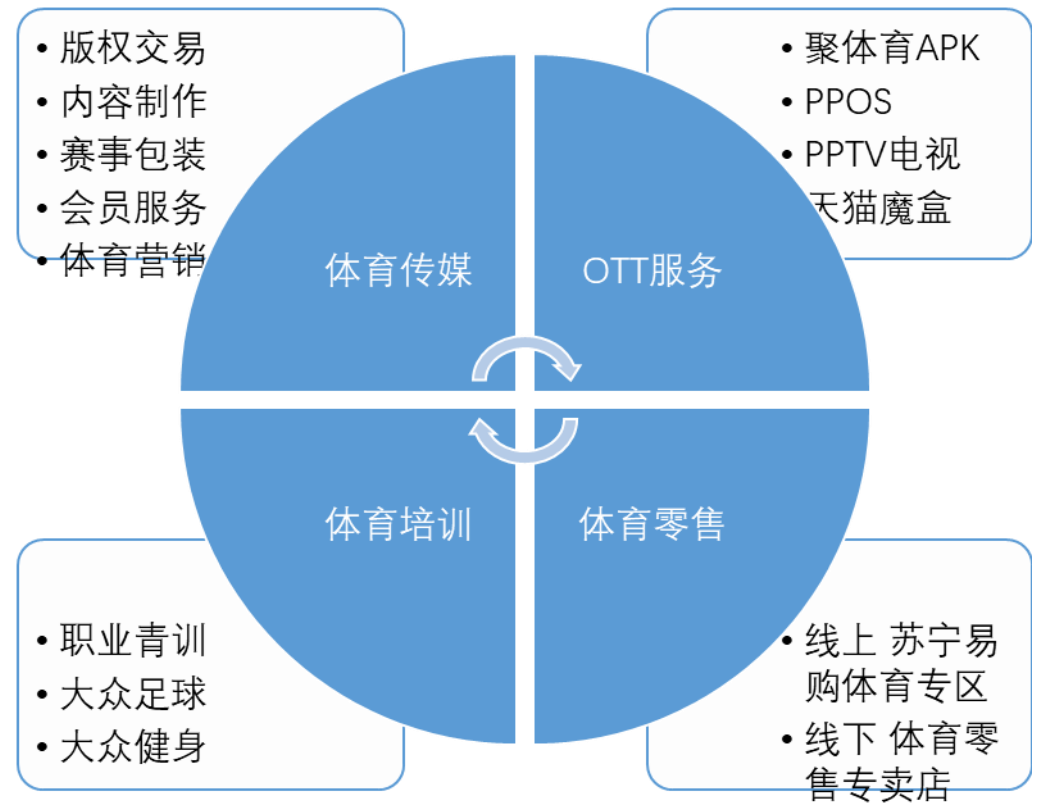
细分领域	典型厂商	领域内的关键发现	发展趋势	
参与型体育消费	体育用品消费	安踏、李宁、红双喜、keep	体育用品能否从传统的走量和低附加值模式中得到解放是关键所在。未来积极迎接信息技术和数字化的赋能也许会令整个行业别开生面。	↓
	运动场地消费	威尔士、趣跑吧、世纪星、浩沙健身	有越来越多的运动场地将自身定位成一个线上线下体育资源集合场景。更加便利和舒适的运动体验将会刺激体育人群在运动场地内进行体育消费	↗
	体育培训消费	动因体育、巨石达阵、YBDL、恒大足校	运动培训规模扩张将会对相应配套体育资源带来考验, 从而减少盈利空间。积极开发相关赛事、自营场馆等相关下游体育产品会有助于培训的流量变现	→
	体育旅游消费	携程旅游、途牛旅游、盛开体育、世界观体育	体育旅游是旅游行业内用户需求升级所激发出的一种行业融合新业态。热门体育旅游目的地打造, 以及与热门赛事的合作将会帮助体育旅游消费规模增长。	↗
	体育赛事消费	双刃剑体育、中海智胜、禹唐体育、远山体育	热门项目的职业联赛依然会受到更高的关注与更好的商业化前景。另外, 电竞赛事极有可能在未来成为中国体育赛事行业在全球获得领先地位的“X因素”。	→

资料来源: 易观智库, 渤海证券

4.发展案例：苏宁体育，打通线上线下的巨头

苏宁体育是国内领先的体育产业集团，以提供“高品质的体育产品和服务”为宗旨，以整合体育资源、打造中国产业链最完整的国际化体育集团为目标，布局体育全产业链生态圈，已经布局或筹划的业务包括：俱乐部运营管理、体育传媒运营、青少年足球培训、体育赛事版权经营、体育商业运营、体育地产开发等。公司旗下拥有江苏苏宁足球俱乐部、国际米兰足球俱乐部和江苏苏宁女子足球俱乐部；苏宁体育传媒平台 PP 体育是国内首支集齐英超、西甲、德甲、意甲、法甲、欧冠等欧洲五大联赛版权的传媒平台，同时拥有中国之队、中超、亚冠、WWE 等重量级体育版权，公司整体的竞争力在产业内名列前茅。

图 19：苏宁体育的生态图谱



资料来源：互联网，渤海证券

经过几年的布局和发展，苏宁体育在 2018 年完成了 6 亿美元的 A 轮融资，成长为体育产业的独角兽企业。目前苏宁体育全面进入整合落地阶段：在体育媒体平台上建立版权运营壁垒，俱乐部进行精细化运营，线下围绕体育打造新物种，并将顶级体育 IP 资源在整个集团内进行整合，逐渐释放了体育 IP 的商业能量。

(1) 内容端：PP 体育建立版权壁垒，持续深化运营

苏宁体育旗下的子公司 PP 体育是目前国内体育版权集大成者，壁垒优势明显，公司目前拥有欧洲五大联赛、欧冠、中超和亚冠的版权，成为握有最顶级足球版权的运营方，并依此建立了体育版权壁垒。

2018 年 PP 体育拥有超过 40 项赛事版权，进行了多达 8000 场比赛的直播。目前 PP 体育的用户数超过 5000 万，付费用户数超过了 500 万，成为当之无愧的第一足球媒体平台。除了核心版权的壁垒，PP 体育还建立了运营上的壁垒。首先在外部版权运营上 PP 体育进行了合纵连横，分别与优酷和咪咕达成战略合作，不仅通过合作伙伴触达更多的用户，同时还可以分摊版权成本，使国内体育媒体的版权竞争格局进入到合纵连横阶段，同时这种战略联盟还可以减少版权上的恶性竞争，使体育版权行业更加健康发展。

图 20：PP 体育是国内足球赛事版权的集大成者



资料来源：互联网，渤海证券

PP 体育目前逐步深化版权运营，对版权进行精耕细作，打造了一支专业素质过硬的运营团队，提供了球迷互动、现场观赛、豪门球队的场外生活内容、体育衍生品等更丰富立体的服务体验，营造了更为立体的盈利模式。例如 PP 体育在 2018 年打造了现象级的体育综艺节目《足球解说大会》，进行台网联动，取得了近 20 亿的点击量。此外 PP 体育还与众多合作的联赛、俱乐部一起探索更深层的合作方式，例如与德甲进行青训合作等项目，希望加深与球迷之间的联系；PP 体育还结合苏宁的电商属性，通过打造“燃 Goal 嘉年华”等活动，挖掘赛事外延的商业价值，打造线上和线下链接多种消费和体育场景。

运营端：控股俱乐部，进一步完善内容 IP

苏宁体育的足球俱乐部运营成果优秀。苏宁体育旗下目前共运营三家足球俱乐部，分别是国际米兰、江苏苏宁和苏宁女足，2018年在竞技成绩上都取得了巨大提升。苏宁在2016年接手国际米兰后，通过引援和管理不断提升阵容实力，球队成绩稳步提升，2018年获得意甲第四，时隔六年重返欧冠。此外国际米兰俱乐部运营成绩的持续改善：18年度营收达到3.47亿欧元，品牌价值增长了100%；国米还成立了中国办公室，让国米的青训、球迷、商务、品牌在中国全面落地——18年以来国米在商务开发上收获颇丰，在中国签下了十几家赞助商，并与四家合作伙伴推出了6款定制化产品。

图 21：国际米兰俱乐部的运营收入持续改善

Ricavi commerciali

Club	2016-2017 (in mln €)	2015-2016 (in mln €)	Variazione
Bayern Monaco	343,4	342,6	0,23%
Manchester United	325,2	363,8	-10,61%
Real Madrid	301,4	263,4	14,43%
Barcellona	296,2	296,1	0,03%
Paris Saint-Germain	274,1	305,3	-10,22%
Manchester City	230,5	238,9	-3,52%
Chelsea	162,7	163,1	-0,25%
Liverpool	161,6	159,8	1,13%
Borussia Dortmund	148,2	140,2	5,71%
Arsenal	136,5	142,9	-4,48%
Inter	130,1	54,9	136,98%
Juventus	114,4	101,7	12,49%
Schalke 04	94,6	98,3	-3,76%
Tottenham Hotspur	83,9	77,5	8,26%
Atletico Madrid	70,5	53,2	32,52%
West Ham United	41,2	40,4	1,98%
Napoli	34,3	n.d.	-
Everton	30,5	n.d.	-
Leicester	29,9	30,1	-0,66%
Southampton	19,6	n.d.	-

Fonte: Elaborazione Calcio e Finanza su dati Deloitte

资料来源：互联网，渤海证券

在国内赛场方面，苏宁体育旗下的江苏苏宁俱乐部过去三年在球队建设、后勤保障、俱乐部管理、青训体系建设和球迷文化建设上一直走在中超前列，苏宁女足

则卫冕了足协杯冠军，并获得联赛亚军。两支球队的稳定表现也让俱乐部在商务开发上取得突破，世界 500 强企业三星电子与苏宁签约三年，成为俱乐部顶级赞助商。因此整体看苏宁体育在俱乐部运营层面经过布局梳理和稳扎稳打，已经逐渐进入收获期。

下游零售端：打通零售边界，创造线下新物种

苏宁体育与零售持续结合，线下变现体育 IP 资源。苏宁体育用智慧零售理念为体育零售业赋能，改造线下传统体育零售业的现状，通过线上与线下一体化发展，为用户带来智能化、无缝化的消费体验，打造体育产业生态圈。目前苏宁体育在南京率先开出首家体育零售旗舰店后，又相继开出 5 家体育零售店，经过迭代的苏宁体育零售店未来将在全国全面落地。

图 22：苏宁体育的线下门店打通零售与 IP 的界限



资料来源：互联网，渤海证券

开发体彩智慧零售门店。而面对庞大的体育彩票市场，苏宁体育在 18 年 6 月开出了首家体育彩票智慧门店，围绕体育、传媒和社区打造体育彩票零售新业态，希望聚合门店附近 3 公里范围内的球迷、彩民和其他用户，将苏宁彩票智慧门店打造成为以体育彩票销售为核心的综合性体育休闲场所。目前苏宁体育彩票智慧门店已经有三家，计划在 2019 年底门店数量达到 50 家。

此外，苏宁通过整合苏宁小店的业务，打造了国内首家全自主品牌的便利店+健身房的全新业态。公司目前主打以苏宁小店&INTER-FIT 智能健身房为代表的复合业态形式，是苏宁利用体育 IP 赋能线下业务的全新尝试。从体育零售店、体

育彩票智慧门店到无人智能健身房，可以看出苏宁体育线下业态的全面落地，扩展体育产业的商业空间和市场潜力。

5.产业投资逻辑：盈利需要时间培育，垂直细分平台更被认可

我们认为 2019 年国内体育产业仍将处于持续培育期，但产业空间大、发展韧劲强的特点将持续显现，产业的投资逻辑有以下四点：

(1) 赛事依然是产业的核心内容，因此具备运营能力和商业开发的公司更具价值。目前热门赛事 IP 的市场价值已经很高，因此需要投资方寻找未来能够成为优质赛事的运营公司，进行赛事商业价值的逐步开发并培育成熟。

(2) 线下端价值被产业重新认可，但需要长时间培育。经过 2016 年产业的投资泡沫后，市场对于互联网+体育概念的认知已经逐步清晰。由于体育产业具有消费升级、反人性、线下体验非常重要、需要一定的专业性（资源、装备、指导、培训）四大特点，因此这意味着产业发展需要更长的时间培育，短时期内不会像其他互联网+行业出现爆发式增长的路径；且线下的参与和体验成为提高用户忠诚度和付费能力的重要措施。

(3) 综合服务商和垂直细分平台是融资发展方向。从发展趋势看，垂直细分领域是更容易出现具有优势的龙头公司，赛道上单一赛事或俱乐部 IP 等上游内容端以及体育装备、器械、互联网+体育等下游应用端逐步被产业证伪，具备盈利能力、综合运营能力强的中游平台类公司更被市场认可，因此产业内部分经营发展稳健的垂直细分领域也具备很好的投资价值。

(4) 体育生态打法以用户为基础，使体育+的经营业态更加丰富，跨界生态打法形成更立体的商业模式。体育+地产、体育+旅游、体育+娱乐等模式使体育产业的盈利模式更加多元化，形成更加立体的商业打法、更深厚的综合竞争力。

综上所述，我们维持对体育产业“中性”的投资评级，建议关注具备优质赛事运营和推广能力、平台型或生态型综合服务能力、精细赛道具备足够发展优势的产业内相关公司，还特别建议关注产业内具备线下消费开发落地能力的龙头公司，推荐标的：中体产业（600158）、当代明诚（600136）、金陵体育（300651）、力盛赛车（002858）和中潜股份（300526）。

6.风险提示

宏观经济低迷；产业重大政策变化；用户开发不达预期；体育消费市场开发不达预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123
李元玮
+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白琪玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn