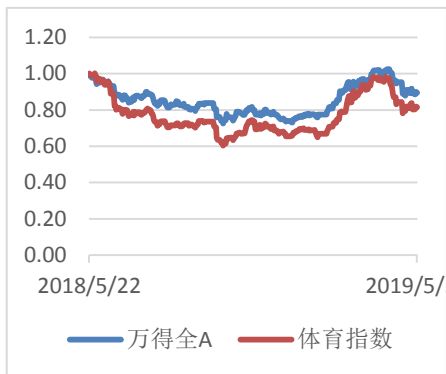


传媒体育

## 体育行业专题报告之一——历史悠久的赛马运动

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

### 报告摘要

现代马术起源于十六世纪的英国，比赛形式也发展为平地赛马、障碍赛马、越野赛马、轻驾车比赛和接力赛马等不同种类。十八世纪开始，现代马术运动慢慢普及于整个欧洲大陆。随后，众多的英国殖民地也开始开展赛马运动。

赛马行业产业链的上游主要工作是马匹的培育，一般在各大马场完成。核心驱动因素为：（1）赛马运动的需求。（2）人均可支配收入。（3）消费者信心指数。（4）贸易加权指数。（5）饲料价格。（6）人均休闲时间。美国马匹培育行具有以下特点（1）利润率较高。（2）行业集中度低。（3）外贸比重增加。（4）休闲马为主要培育品种，而赛马利润率最高。

赛马行业产业链的下游主要工作是赛马比赛。除开门票收入外，赛马比赛的诸多衍生活动也是赛马运动的重要收入来源，其中最引人瞩目的就是赛马博彩。核心驱动因素为：（1）年收入超过10万美元的家庭数量。（2）人均可支配收入。（3）消费者参加运动的比例。（4）互联网接入数。（5）广告总支出。（6）人均休闲时间。美国赛马比赛产生的收益主要由博彩，门票、停车、食品销售，教练和培育师服务，媒体转播以及广告和专项活动合同组成。赛马场所会提供 parimutuel 赌博服务，赛事运营商在赌注中可以获得巨额收入。而与我国同源的香港赛马会的运营主要由赛马及马场娱乐、会员会所、博彩及奖券以及慈善社区服务四大部分组成。

2019年5月22日，海南省旅游和文化广电体育厅已初步拟定了《海南省关于发展赛马运动的指导意见》，确立了海南省在我国赛马运动的核心地位。

给予体育行业“看好”评级，建议持有罗牛山（000735），海南润泽（002596）。

风险提示：赛马运动的发展不及预期，博彩开展进度不及预期。

### 相关研究报告：

证券分析师：倪爽

电话：010-88321715

E-MAIL: nis@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511030005

证券分析师：戚志圣

电话：021-61375783

E-MAIL: qizsh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100002

## 目录

一、历史悠久的赛马运动 .....	4
(一) 赛马运动的发展 .....	4
(二) 赛马产业链 .....	6
二、赛马产业链的上游 .....	6
(一) 赛马的育成 .....	6
(二) 关键驱动因素 .....	8
(三) 美国马匹培育市场 .....	8
三、赛马产业链的下游 .....	13
(一) 多元化的赛马比赛 .....	14
(二) 赛事奖金与博彩 .....	15
(三) 关键驱动因素 .....	16
(三) 美国赛马市场 .....	17
四、香港赛马会 .....	19
(一) 赛马会的运营 .....	20
(1) 赛马及马场娱乐 .....	21
(2) 会员会所 .....	22
(3) 博彩及彩券 .....	23
(4) 慈善社区服务 .....	25
(二) 香港赛马会的投注额及收入结构 .....	26
五、中国赛马市场 .....	27
(一) 海南地区发展赛马运动 .....	30
(二) 我国赛马运动的运营模式 .....	31
六、投资机会 .....	31

## 图表目录

图 1、古希腊赛马.....	4
图 2、近代赛马 .....	4
图 3、田忌赛马 .....	5
图 4、唐代赛马图.....	5
图 5、平地赛马 .....	5
图 6、障碍赛马 .....	5
图 7、赛马行业产业链.....	6
图 8、纯血马寿命.....	7
图 9、赛马训练 .....	7
图 10、2017 年全球各国赛马生育数量 .....	9
图 11、2013-2017 年美国赛马生育数量 .....	9
图 12、2014-2018 年北美马匹拍卖均价 .....	10
图 13、美国马匹培育行业营业利润率 .....	10
图 14、2018 年美国马匹主要出口国 .....	11
图 15、2018 年美国马匹主要进口国 .....	11
图 16、美国马匹培育市场结构.....	13
图 17、《一代骄马》(由第一匹美国三冠马王故事改编) .....	15
图 18、香港第一匹三冠马王“翠河” .....	15
图 19、2013-2017 全球赛马赛事平均奖金 .....	15
图 20、2013-2017 全球赛马博彩投注额 .....	16
图 21、2013-2017 年美国赛马比赛举办场次 .....	18
图 22、2013-2017 年美国赛马奖金总额 .....	18
图 23、2018 年美国赛马运动收益构成 .....	19
图 24、香港马会运营情况 .....	20
图 25、2017 年分级赛事精华 .....	22
图 26、“HAPPY WEDNESDAY”夜赛派对 .....	22
图 27、跑马地马会会所新楼 .....	23
图 28、北京会所“马运长廊” .....	23
图 29、香港赛马会 38 个汇合彩池合作伙伴.....	25
图 30、有节制博彩教育 .....	25
图 31、马会慈善信托基金 .....	26
图 32、2014-2018 财年马会捐献金额.....	26
图 33、2017 年各国赛马比赛投注额情况 .....	26
图 34、2014-2018 财年香港马会顾客投注额 .....	26
图 35、2017/18 赛季香港赛马会博彩及彩券收入结构.....	27
图 36、2017/18 赛季马会除博彩外的其它收入 .....	27
图 37、广州赛马场.....	28
图 38、武汉东方赛马场 .....	28
图 39、国内赛马场地区分布情况.....	29
表 1、香港赛马会发展历史 .....	20
表 2、中国现代赛马发展大事.....	29

## 一、历史悠久的赛马运动

### (一) 赛马运动的发展

赛马也称为骑术，是指骑乘、驾驭和训练马翻越障碍等相关技能。它是一种竞技性体育运动，也是历史最悠久的运动项目之一。赛马的历史可追溯至公元前1500年，早在《荷马史诗》中就有战车竞跑场景的描写。类似于现代赛马吸引观众参与其中的赛马活动，始见于古希腊和古罗马。罗马帝国全盛时代有驾车赛马、骑马竞赛以及所谓罗马式赛马。到了公元前680年，在第25届古代奥林匹克运动会上“最早”出现了马术比赛项目，“四驾战车竞技”和“二驾战车竞技”。经过几十年的变革之后，它们才变为“骑手驾驭”的形式。

到了公元1174年，在英国伦敦开始出现赛马活动。随着时间的推移，阿拉伯马逐渐传入到欧洲大陆，现代意义上的马术在当时欧洲大陆的王室及贵族阶级中特别流行，赛马运动也随之兴盛。中世纪欧洲贵族们追求古代骑士精神，赛马自然就被鼎力炫耀。甚至，当时的国王查尔斯二世也亲自参加赛马活动。可以说，现代马术起源于十六世纪的英国。在英国，马术是代表一个人身份地位的运动。马术同时也深得英国皇室的喜爱。有不少的皇室们曾经在大型马术比赛中获得优秀成绩。

图 1、古希腊赛马



资料来源：太平洋研究院整理

图 2、近代赛马

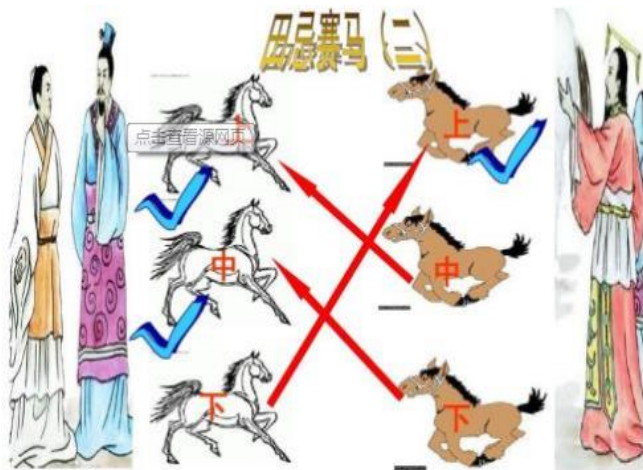


资料来源：太平洋研究院整理

在中国，赛马活动的出现是以远古的游猎生活为基础。西北河西走廊山崖峡谷中发现过大量的岩画，这些岩画中就有古代骑马、狩猎、作战的形象，这些岩画的时间当在公元前4000年至10000年之间。赛马这项运动在古代也称为“追逐”或“走

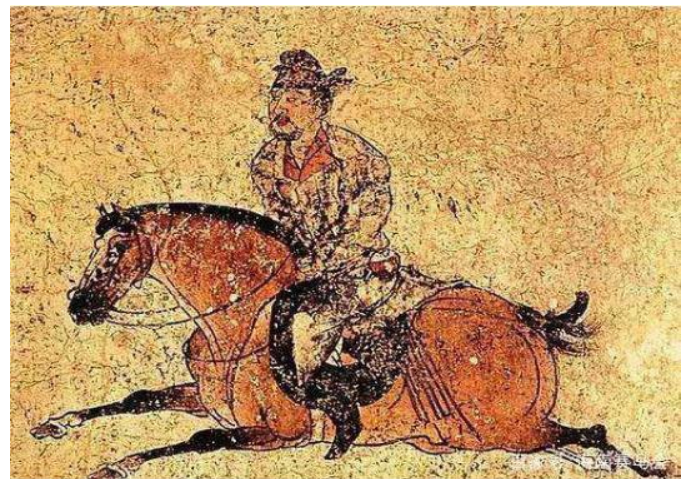
马”，是以骑乘与饲养马为基础的体育活动。早在商代晚期，人工饲养马匹并将马用于骑乘和争战就已经出现，到春秋战国时，赛马和马术活动就已形成，最有名的当属战国时期的“田忌赛马”这项出现在课本里广为人知的故事，因此赛马活动迄今在中国至少已有三千多年的历史。到汉代时，赛马不仅仅流行于民间，宫廷中也越来越盛行，因为汉武帝比较喜欢赛马，所以经常举行赛马活动，这种现象与当时汉朝尚武的风俗有很大关系，已出土的汉代画像和陶俑中，基本都出现了汉代的赛马形象。唐代赛马与马术十分盛行，从唐太宗李世民开始就将马术列为军事训练的科目，也足以体现当时国家对赛马运动和马术运动的重视，宋代的赛马和马术运动经过发展，已经不简单只是比拼马的运动速度，又发展了很多表演类的项目

图 3、田忌赛马



资料来源：太平洋研究院整理

图 4、唐代赛马图



资料来源：太平洋研究院整理

现代赛马运动竞赛方法和组织管理远比古代赛马先进和科学，比赛形式也发展为平地赛马、障碍赛马、越野赛马、轻驾车比赛和接力赛马等不同种类。英国人以其独特的方式将这项体育运动与博彩完美地结合起来，并将这种模式推向世界。十八世纪开始，现代马术运动慢慢普及于整个欧洲大陆。随后，众多的英国殖民地也开始开展赛马运动。到了十八世纪末，马术运动成为了一项独立的体育运动项目，这项历史悠久的优美运动在1900年法国巴黎夏季奥运会正式列入比赛项目之一。

图 5、平地赛马

图 6、障碍赛马



资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：太平洋研究院整理

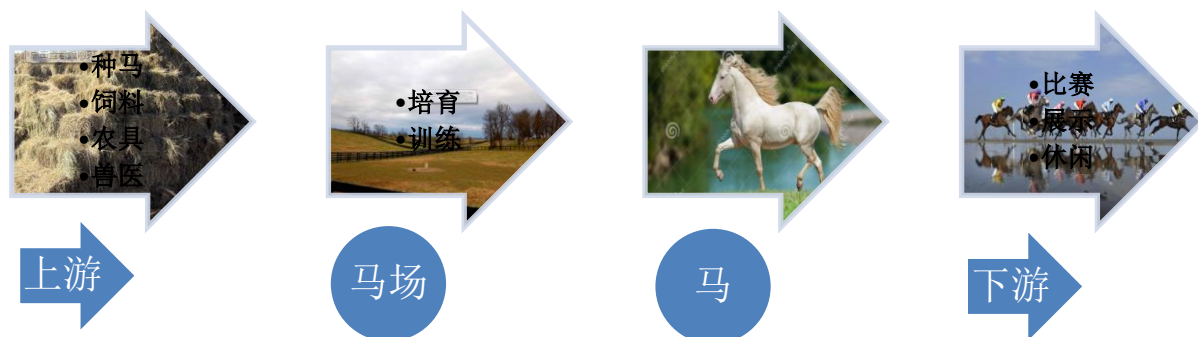
## （二）赛马产业链

从产业链的角度看，赛马行业的主体就是马匹本身，上下游皆是围绕着马匹展开。

行业上游主要负责培育和饲养马，骡子，驴和其他种类的马匹，培育和饲养马匹的场所通常被称为马场或农场，培育完成后的马匹主要作为赛马、展示、休闲马等多种类马匹使用。

行业下游主要包括各种赛马比赛。平地赛、障碍赛马、越野赛马、轻驾车等。不同种类的赛马比赛都是竞速赛，根据时间的快慢决出比赛的名次。

图 7、赛马行业产业链



资料来源：太平洋研究院整理

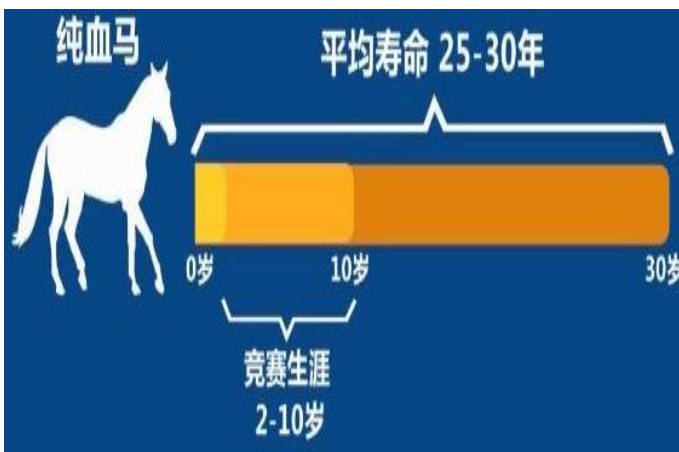
## 二、赛马产业链的上游

### （一）赛马的育成

优良的马匹品种是现代赛马的基础。不同赛马品种适用于不同的比赛类型。以平地赛为例，一般都选奔跑速度快的纯血马参赛。纯血马最早在英国培育而成，英国的育马者，以赛马竞赛成绩为主要依据进行留种，通过细致的培育计划和不懈的努力终于育成了纯血马这一优秀的赛马品种。这也意味着，纯血马是肩负着“使命”出生，保持血统纯正最为重要。在赛马界，只有战绩显赫，并且经过国际纯血马登记委员会认可的马匹才有资格繁育纯血马后代。在现代，参赛马匹必定会有一份血统书，清晰明了地记载着它的父系及母系资料。纯血马的平均寿命高达25到30年，但竞赛生涯大多是2到10岁这几年。一般纯血马不到两岁就要开始接受训练。成绩优异的赛马身价也会水涨船高。2018年世界排名并列第一的赛马“云丝仙子”身价就达到约1.15亿元人民币。像“云丝仙子”这样退役后的母马，大多成为繁育母马，比赛成绩好的公马成为种公马，资质稍差的马则会通过一系列的“退休安置工程”开启新的生活。

一匹赛马成名的背后离不开人力、物力、财力上的巨大投入。马饲料的价格基本维持在7000元-8000元/吨，而在马场的饲养费每年约为3万-10万人民币。例如英国小镇纽马基特，专门修葺了世界级的80公里驯马跑道，拥有冠军赛马的摇篮——沃伦山跑道，还成立了英国最大的赛马培训学校。纽马基特有8500个工作岗位直接或间接与赛马行业相关，每年为英国经济贡献上亿英镑收益。

图 8、纯血马寿命



资料来源：太平洋研究院整理

图 9、赛马训练



资料来源：太平洋研究院整理

速度赛马比赛要求不同年龄的骑师，通过熟记赛马知识，接受体能挑战训练，以求和马匹达到高度默契，创造出时间奇迹。骑马训练课从上午9点到12点，分热身跑圈和急速竞赛。每位教练和学员都随身配备无线设备，确保每一个动作的指令都可以第一时间下达和接收。教练也会对每位学员的室外骑马过程录像，然后逐一进行纠正。根据英国赛马协会的官方数据显示，全英拥有450名注册骑师以及300名业余骑手。

在与中国相邻的日本，竞赛马匹来源主要依靠引进海外优良品种，进行本土繁殖与培训。1991年，日本从美国引进了纯血种公马“周日宁静”，其优异的配种成绩带动了日本赛马繁育市场。每年日本各地牧场都要进口总数在300匹左右的海外优良种马，用来优化本土马匹的血统。日本国产纯血马的资质不断提升，现在已成为继“英国纯血”“澳洲纯血”之后，又一个能够代表赛马品质的响亮品牌。日本中央竞马协会还专门成立了研究所，为竞赛马匹的训练、饲养以及防疫做出科学而有效的指导。研究所还给马配备了跑步机，用于收集不同速度下马匹的血氧含量、心率变化等动态数据，从而为驯马师提供更为科学的训练依据。目前日本每年繁育的竞赛马匹数量在7000匹左右，马匹质量大幅提高，在各类国际赛事中的存在感显著增强。

## （二）关键驱动因素

**（1）赛马运动的需求：**赛马以及与其相关的体育赛事的增加将直接导致对参与此类活动的马匹的需求增加，从而扩大整个市场。**（2）人均可支配收入：**购买马匹的意愿和家庭可支配收入高度相关，因为饲养马匹是一种昂贵的爱好，饲养、寄宿、培训和兽医服务等年度常规花费高达数千美元。拥有较高可支配收入的消费者才能负担购买和维护马匹的费用。**（3）消费者信心指数：**由于购买赛马是一项昂贵且有风险的投资，因此对于马匹的需求相对于消费者的信心特别敏感。高昂的消费者信心会使得投资者愿意在赛马上进行投资或者参与赛马博彩等高风险的相关活动。**（4）贸易加权指数：**赛马是一项国际化的运动，英国、澳大利亚、日本、美国等马匹饲养大国将会把培育好的赛马卖给其他国家，货币汇率会影响马匹出口的价格竞争力。较高的贸易加权指数将导致该国马匹在全球市场上的成本相对提高，这使得它们的吸引力降低，从而对出口收入产生负面影响。**（5）饲料价格：**马匹饲料价格的上涨将增加行业收入，但如果不将投入价格上涨转嫁给下游客户，则会牺牲行业利润率。然而，过高的价格将会限制消费者对马匹的需求。如果饲料的投入价格过高会导致马场减少饲养的马匹数量。**（6）人均休闲时间：**消费者花在休闲上的时间包括社交、看电视/电影、上网、玩游戏、阅读、体育运动、锻炼和参与其他娱乐活动等。随着休闲时间的增加，更多的消费者将有更多的时间进行娱乐活动，例如参加赛马或者观看赛马比赛。

## （三）美国马匹培育市场

美国的马匹培育市场自2013年以来均保持着温和增长的态势，下游需求主要取决于人均可支配收入、赛马比赛活动和赛马运动的普及。随着可支配收入的增长，消费者对于购买马匹的意愿有所增加，购买以及维护马匹对于休闲骑手和专业赛马人士都

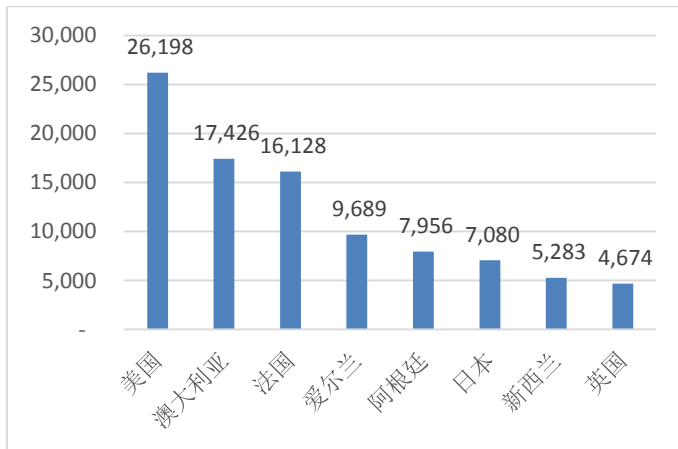


是相当大的花费。根据IBIS的数据，2018年美国马匹培育市场规模预计将增长至20亿美元。

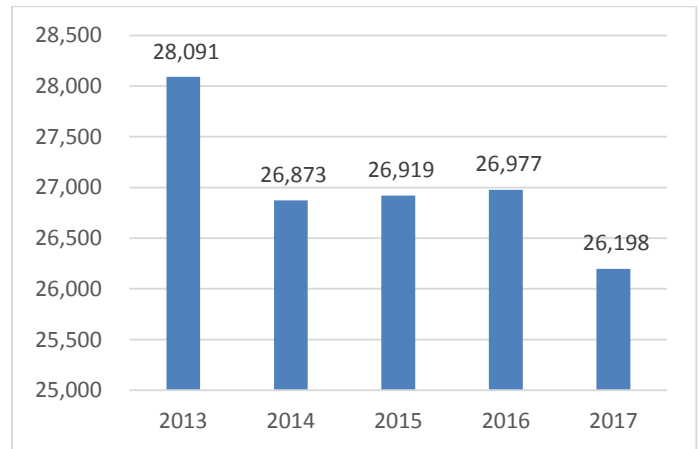
对赛马或马匹育种服务的需求主要受到美国和海湾赛马比赛参与者可获得的奖金金额的影响。相对应的，奖金数额又取决于赛马比赛门票的收入和观众博彩活动的收入。在过去十年中，对于赛马的需求一直在下降，部分原因是美国的经济增速下滑。随着可支配收入的减少，美国人参与赛马比赛的意愿在下降，特别是风险较高的赛马博彩。因此赛马比赛组织在博彩领域的收入下降，而赛马比赛的奖金金额也逐渐减少。这一趋势导致美国出生的纯种马的数量在过去五年中逐渐下降。根据美国赛马协会的数据，自2013年起，美国每年新生的马匹数量平均每年下降了1.4%，到2018年，美国新生马匹数量为19,925匹。而在2005年，美国全年新生的马匹数量接近40,000匹。尽管如此，消费者对赛马运动依然保持相当程度的热情，并且随着比赛的刺激程度有所波动。在2014年，当三冠王（Triple Crown）有可能出现时（美国三冠赛：三岁马必须在五至六月的短短五个星期内，胜出肯搭基德比Kentucky Derby（2000米）、必利时锦标Preakness Stakes（1900米）以及贝蒙锦标Belmont Stakes（2400米）合共三项一级赛），贝蒙锦标Belmont Stakes共吸引了2060万观众，而在2013年，观众人数仅为700万。2014年的观看人数是贝蒙锦标历史上第二高收视纪录，仅次于2004年。2015年，当“美国法老”赢得三冠王时，观众人数虽然低于2014年，但仍然吸引了1850万观众。2018年，当Justify在贝蒙锦标赢得三冠王时，观众人数为1530万，相较于2017年增长了138%，凸显了三冠王年对于收视率的提升作用。而2018年的三冠王的吸引力不如2015年，主要是因为2018年三冠王和2015年三冠王仅仅只间隔了三年，而2015年的三冠王距离上一次的三冠王诞生足足间隔了37年，这使得2018年三冠王的吸引力有所下降。这些趋势也在赛马博彩的投注总额中得到体现，在三冠王有可能诞生时，投注率往往更高。据《纽约时报》报道，2014年的赛马赌注总额为8,300万美元，2015年则为7,500万美元，均为三冠王年。而由于2016年和2017年没有三冠王诞生，所以总赌注分别下降至5220万美元和4720万美元。在2018年，投注额增加到7300万美元，比2017年增长35.0%，但仍略低于2014年和2015年的峰值。此外，“racinos”越来越受欢迎，它们是赛马场和赌场的结合体，在过去的几年里，它引起了消费者对这项运动更多的兴趣。

图 10、2017年全球各国赛马生育数量

图 11、2013-2017年美国赛马生育数量



资料来源：IFAH、太平洋研究院整理



资料来源：IFAH、太平洋研究院整理

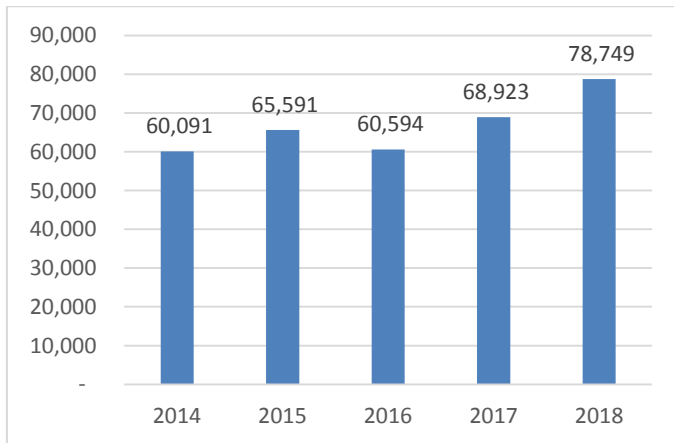
由于对赛马运动始终保持着较高的关注度，美国马匹拍卖成交价格也水涨船高。2019年1月，在美国莱克星顿基兰拍卖行，一匹赛驹以500万美元（折合人民币约3500万元）的价格被爱尔兰Power House拍得，该价格成为基兰拍卖行2019年1月各个年龄段的马匹的最高售卖价，也是基兰拍卖行马匹销售历史上的最高价格。根据Jockey Club的统计，2018年北美赛马拍卖均价为78,749美元，同比增长了14.3%。

马匹培育行业的利润率也处于较高的水平（美国所有行业的平均利润率为4.8%），特别是对于纯种赛马而言，这些赛马是专为高质量的比赛而培育。不稳定的动物饲料价格是影响行业利润率的重大因素，而且动物饲料价格和玉米价格高度正相关。动物饲料价格从2008年到2014年都处于急剧上升通道，仅有2009年和2010年略微下降。直到2013年，动物饲料的价格在后续五年每年平均下降了4.3%，导致行业的盈利能力有所提升。在过去五年，行业的平均利润率从2013年的8.7%增长到2018年的11.0%。

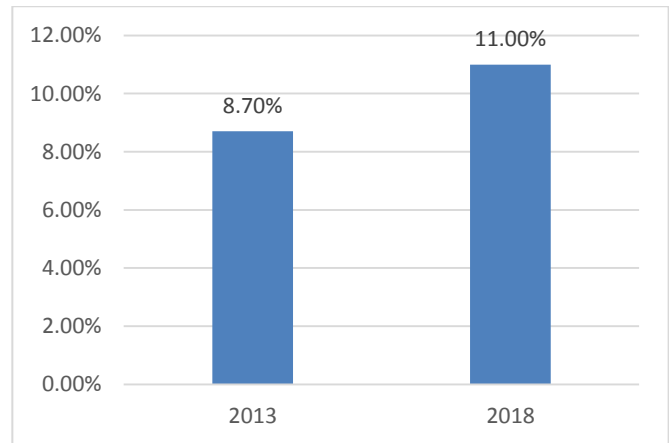
图 12、2014-2018年北美马匹拍卖均价

单位：美元

图 13、美国马匹培育行业营业利润率



资料来源：Jockey Club、太平洋研究院整理



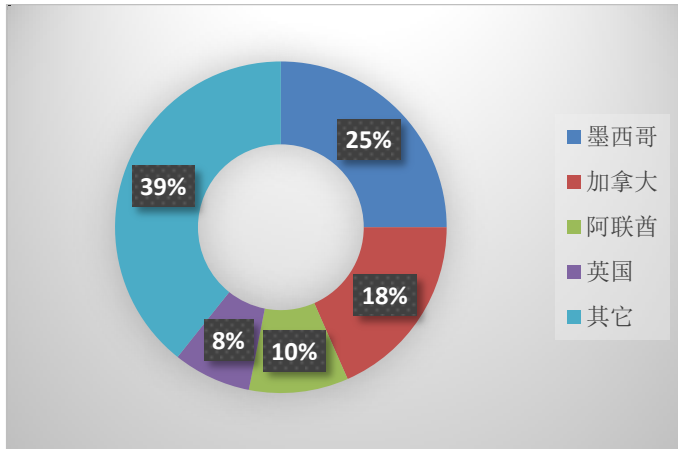
资料来源：IBIS、太平洋研究院整理

虽然马匹的运输工作非常困难且繁琐，但国际贸易仍然是该行业重要的组成部分。美国是全球最大的赛马养马国，培育出了大量优良血统的赛马和展示马。对于想要购买高端马匹的买家，必然会在美国市场寻找优良的马匹。由于过去几年美国饲养和培育的纯种马和其他高价马的数量减少，美国赛马的价格保持上涨。2018年，美国马匹出口占马匹培育市场收入的比例约为19.0%，价值3.83亿美元。马匹出口的大部分销售额来自赛马运动广受欢迎的国家，包括英国和阿联合酋，美国对其出口额占2018年出口总值的17.3%。英国拥有世界上最著名的赛马课程培训基地，包括纽马克特，阿斯科特和切尔滕纳姆。该国举办的著名赛马比赛包括Epsom Derby, Grand National和Cheltenham Gold Cup。墨西哥和加拿大也一直是美国马匹出口的主要目的地，占总出口价值的43.3%。美国与其邻国有共享牧场的历史，因此马匹经销商选择靠近边境的地方进行双边贸易，同时美国与墨西哥以及加拿大之间的边界便于运输，北美自由贸易协定（NAFTA）也进一步促进了马匹贸易。对这两个国家的出口商品主要是较为便宜的马匹。此外，自2007年美国禁止屠宰马匹以来，美国马匹需要出口到这两个国家进行屠宰。用于屠宰的马匹数量较多，然而只占出口总值的一小部分。

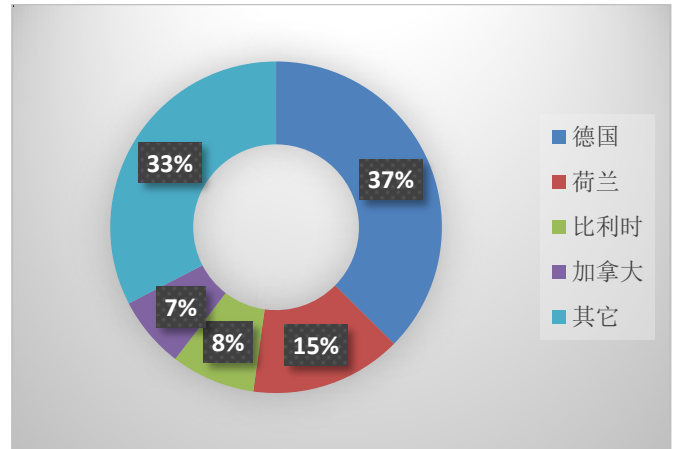
尽管美国在全球马匹培育市场处于领先地位，世界上依然有其他国家专注于培育有本地特色的优良马匹。随着赛马运动的普及，对温血马等马匹的需求保持着增长。在过去五年中，美国马匹的进口额年均增长13.6%，2018年美国马匹进口额达到了6.45亿美元，占国内需求的28.4%。美元的强劲表现使得海外马匹的价格相对便宜，推动了马匹进口的增长。部分美国的消费者更是倾向于从有着悠久传统赛马历史的国家购买马匹。美国马匹的主要进口市场是德国，荷兰，比利时和加拿大。

图 14、2018年美国马匹主要出口国

图 15、2018年美国马匹主要进口国



资料来源：IBIS、太平洋研究院整理



资料来源：IBIS、太平洋研究院整理

马匹培育行业的收入主要是通过马匹的销售获得，该行业最大的收入来源是通过出售赛马用马。同时，马场还可以通过为马匹提供寄宿和培训服务来获得收入。寄宿和培训的服务价格很高，特别是针对纯种赛马。总体而言，在过去五年中，每种马匹的产量都呈下降趋势。

**休闲马和其他类型马匹：**这一部分的马匹通常用于骑马休闲或马术学校，占马匹培育市场的51.2%。其中一些马匹甚至会被用于运输或其他目的。由于大多数此类马匹都被用于的非正式活动，因此这一部分的马通常不会用于任何特定的用途，只会根据其所有者的身份切换其角色和功能。

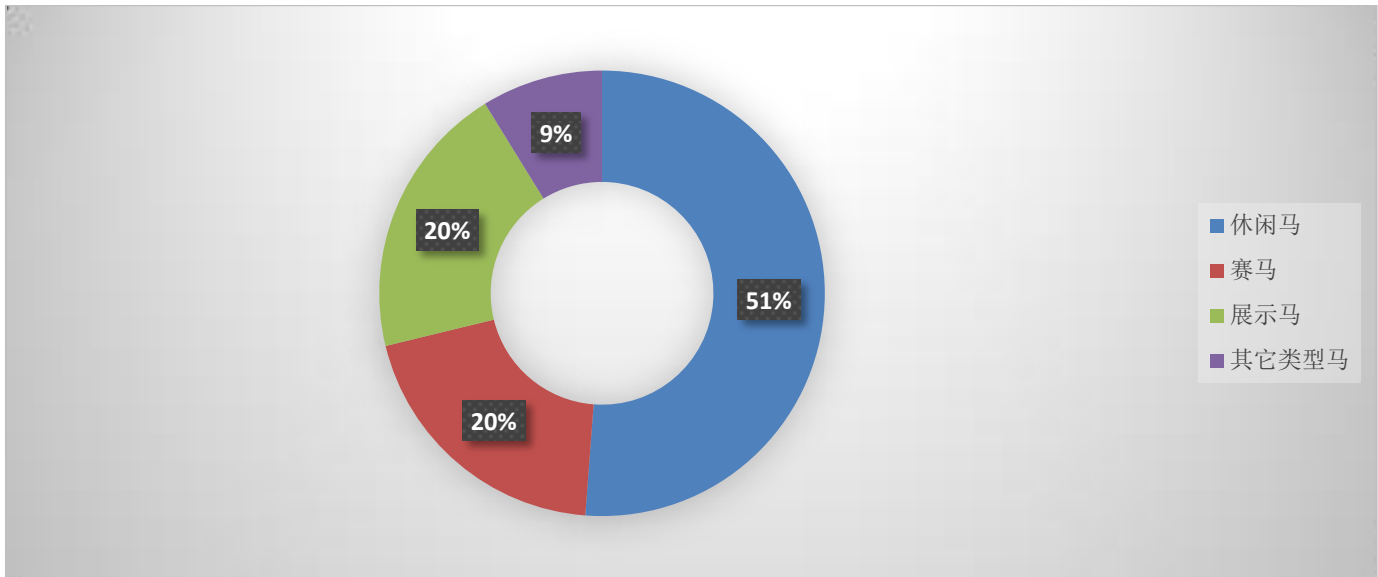
**展示马匹：**虽然展示马匹的价格远远高于休闲马，但依然低于赛马的价值。尽管如此，以展示为目的所培育的马匹的价格仍然会高达数万甚至数十万美金的高价，其中一些会参加马匹跳跃比赛。展示马匹的销售收入占全行业收入的20.0%。不过随着休闲马数量的增加，展示马的市场开始出现下滑的迹象。

**赛马：**广义上的赛马包括了参与赛马行业的所有马匹，例如纯种种马、纯种繁殖母马、纯种小马驹以及还在比赛的赛马。赛马的收入占行业总收入的20.0%。有良好血统的纯种马大多是为了赛马比赛而饲养的。根据马匹血统中先代马匹的表现，有些赛马的价值可以飙升到数百万美金，上万美金的价格则最为常见。雄性纯种马具有最高的繁殖价值，特别是那些具有成功记录的雄性纯种马，因此它们每年能够交配200头母马。

**其它类型马匹：**最后部分是其它类型马匹，包括骡子、驴子等，占行业收入的8.8%。这些动物传统上是用作负担和运输的功用，然而它们作为劳动力的用途在大多数农场或牧场已经过时。现在这些马会用于各种功能，包括作为宠物饲养、用于小孩的游乐

设施以及保存在马群中，通常对马群有镇静作用。

图 16、美国马匹培育市场结构



资料来源：IBIS，太平洋研究院整理

在美国，由于马匹的饲养和培育大部分由业余爱好者或兼职农场主完成，因此马匹培育市场是一个高度分散的行业，集中度较低。尽管专业赛马市场比其他马匹市场更为集中，但专业的马匹培育公司也只占该行业市场的一小部分。总体而言，美国99.0%的马场属于个人企业，这也证明了该行业的分散性。马匹的培育与其他畜牧业有很大的不同。其他畜牧产业主要以数量为重点，这些产业专注于提高其动物的繁殖量，以便形成规模效应。相比之下，马匹培育行业更注重提高马匹的质量，并不盲目的追求提高繁殖数量。基于对质量的追求，导致单一马场难以扩大其马匹的繁殖数量，反而促使马场的数量增多，并使业主集中度更为分散。此外，由于商业化程度较低的马场对于基础设施的需求也会降低，从而导致了小型马场仍然具有一定的竞争力。因此，马匹培育行业的集中度高度分散。

### 三、赛马产业链的下游

速度赛马是比马匹奔跑速度、骑手驾驭马匹能力的一种竞技活动。比赛形式有平地赛马、障碍赛马、越野赛马、轻驾车比赛和接力赛马等不同种类。速度赛马比赛是由选拔优秀马匹引伸出来的，因此比的主要是马，而不是骑手。虽然骑手本身的驾驶能力、与马配合的默契程度也很重要，但成绩的好坏主要取决于马的速度、耐力、足力及品种和父母辈的血统。速度赛马对骑手没有特殊的要求，一般来说体重越轻越好。世界上开展赛马运动较好的国家和地区有英国、法国、美国、德国、爱尔兰、意大利、

澳大利亚、日本、中国香港特别行政区和澳门等。以美国的赛马为例，每年要举行10万多场，观众达到9000万人次，马票售出金额高达120亿美元。

## （一）多元化的赛马比赛

平地赛马多数在场内进行，跑道长度多在1000米至2000米之间。比赛类似田径的中长跑，分为1000米、1400米、1600米、2000米、3000米等不同赛段。障碍赛马是一种检验马匹跑和跳的结合能力的比赛，参赛马应依次跳过设在赛道上的障碍物，障碍物一般为1至1.1米高的树枝，其间隔距离不等。最著名的障碍赛马是英国的利物浦杯，赛段距离为7300米左右。越野赛马多数在树林和丘陵地带进行。轻驾车是人驾马车进行的一种绕标或过水障的比赛，有单人驾、四人驾之分。不同种类的赛马比赛都是竞速赛，根据时间的快慢决出比赛的名次。

三岁马经典赛事俗称为三冠王，是赛马发达国家最受瞩目的赛马比赛。三岁马经典赛事都是竞争异常激烈的一级赛事(G1)，所以三冠马王十分罕见。1930年在美国赛马报纸上首次使用Triple Crown称呼当年胜出肯搭基打比、必利时锦标以及贝蒙锦标的三冠马王Gallant Fox。后来於1935年再次出现胜出此三项大赛的马匹时；各方媒体正式称当年三冠马王Omaha为三冠王Triple Crown，此称呼快速普及至全球各赛马大国，正式成为竞赛马界用来尊称夺得该国三岁马经典三项重要赛事冠军的马匹。

英国的三冠赛由三项经典赛事组成，包括二千坚尼(2000 Guineas) (1600米，五月初举行)、叶森打比(Epsom Derby) (2400米，六月初举行)以及圣烈治锦标(St Leger) (2800米，九月举行)。英国三冠马王十分罕见，最近一匹是尼真斯基Nijinsky，於1970年成为三冠王。1985年，Oh So Sharp成功摘下一千坚尼(1000 Guineas) (1600米)、橡树大赛(Oaks) (2400米)以及圣烈治锦标(St Leger) (2800米)，这三项赛事被视为英国雌马三冠大赛。美国三冠赛则由肯搭基德比Kentucky Derby (2000米)、必利时锦标Preakness Stakes (1900米)以及贝蒙锦标Belmont Stakes (2400米)合共三项一级赛组成。日本三冠赛事包括4月举办的皐月赏；5月的东京优骏(日本打吡)和10月举行的菊花赏。雌马三冠赛事包括樱花赏；优骏牝马；秋华赏。加拿大的三冠大赛是泥草混合战，由三场不同途程及不同场地的赛事组成，并分别在不同马场举行。头关女皇碟 (2000米，泥地) 在举国知名的活拜马场举行，次关威尔斯亲王锦标 (1900米，泥地) 转往伊利堡举行，而尾关加拿大育马者锦标 (2400米，草地) 则重返活拜马场进行。香港三冠大赛创办於1991/92年度马季，并於沙田马场举行。头关赛事为董事杯，而香港金杯为次关赛事，尾关赛事则为香港冠军暨遮打杯。三项赛事均为本地一级赛。

在香港赛马史上，第一匹在一季内胜出三冠大赛全部三关赛事的马匹是“翠河”，此马于1993/94年马季成功连闯三关，登上三冠宝座并顺利成为当届的马王。

图 17、《一代骄马》(由第一匹美国三冠马王故事改编)



资料来源：太平洋研究院整理

图 18、香港第一匹三冠马王“翠河”



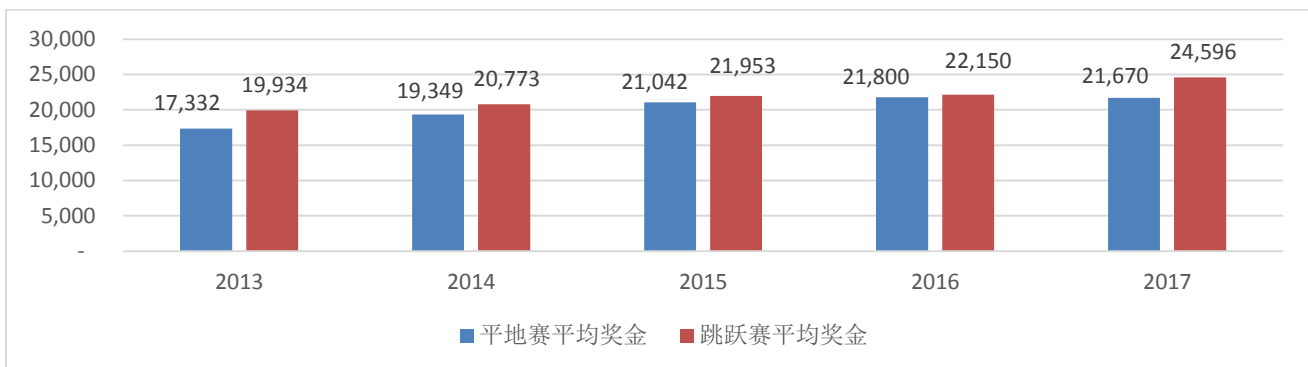
资料来源：太平洋研究院整理

## (二) 赛事奖金与博彩

作为世界上最为昂贵的运动之一，赛马比赛的奖金最高可以高达千万美金。2019年迪拜世界杯2000米泥地赛总奖金为1200万美元，头马奖金为720万美金。在香港举办的香港杯总奖金也有2800万港币。近几年来，平均每场赛马赛事的奖金都在逐年提高。2017年全球共计举办了平地赛140,869场，平均赛事奖金为21,670欧元，共计举办了跳跃赛8,383场，平均赛事奖金为24,596欧元。

图 19、2013-2017全球赛马赛事平均奖金

单位：欧元



资料来源：IFAH，太平洋研究院整理

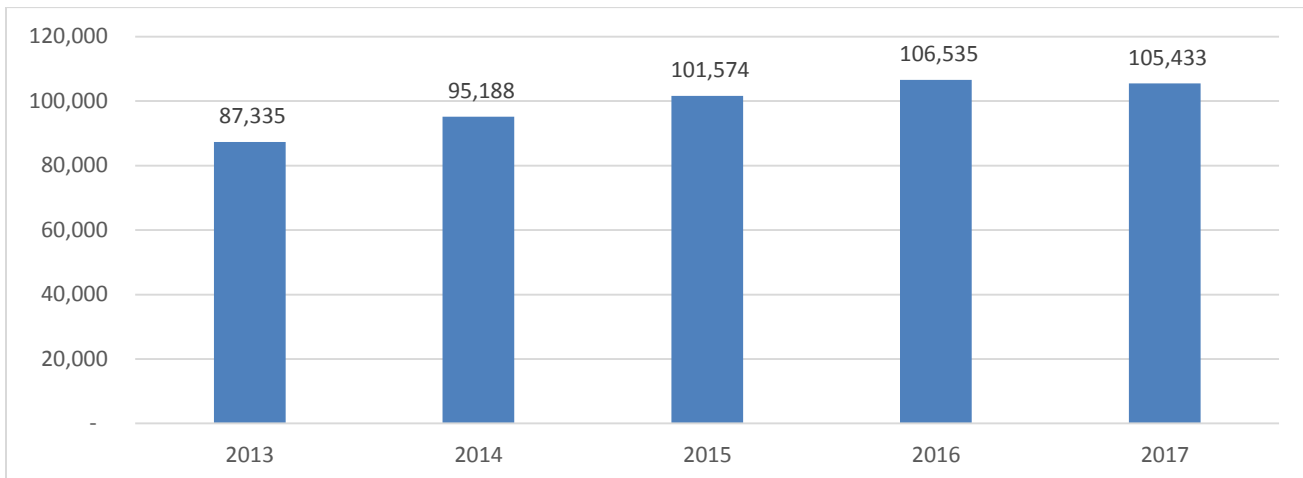
赛马比赛的诸多衍生活动也是赛马运动的重要收入来源，其中最引人瞩目的就是赛马博彩。赛马博彩是指对赛马比赛结果竞猜的一种特殊的彩票，由巴黎实业家奥莱(Pierre Oller)在19世纪发明的一种赌博方法，后来成为全世界最盛行的一种赛马赌博，多由赛马场主办。近几年来，全球赛马博彩投注额不断增长，在部分地区甚至成

为了赛马活动最主要的收入来源。在英国，赛马博彩是英国赛马产业的重要基石，赛马产业可以从博彩税以及与博彩公司协商的转播权这两个方面，获得可观收入，此外，还有一些赛事是博彩公司直接冠名。

除了赛马博彩以外，各国的马会也依托于赛马比赛纷纷发展旅游、住宿和餐饮等衍生活动。位于迪拜市的迈丹赛马场，是世界最豪华壮观的赛马场。赛马场历经三年施工完成，共耗资30亿美元，其奢华设施令人震惊，不仅拥有可容纳6万人的看台，40万平方公尺的商务包厢，二公里长的马匹隧道，可容纳一万辆车的双层停车场等，还拥有都市公园，全球第一座五星级赛马跑道酒店，太阳能月牙4屋顶，及世界最大、最长的户外LED屏幕。

图 20、2013-2017全球赛马博彩投注额

单位：百万欧元



资料来源：IFAH，太平洋研究院整理

### (三) 关键驱动因素

**(1) 年收入超过10万美元的家庭数量：**赛马是世界上最昂贵的运动之一，因此收入超过10万美元的家庭数量会直接影响到该国消费者购买体育赛事门票和体育用品的数量。收入超过10万美元的家庭数量的增加将改善消费者的消费频率和潜在消费可能性，这些消费者愿意在赛马等昂贵的体育活动中花更多的钱。**(2) 人均可支配收入：**人均可支配收入可能会根据全国就业率和各地方税率而变化。随着可支配收入的增加，个人购买可选消费品和服务的意愿也会增加，而收入水平的提高将增加消费者参与体育赛事的可能性。**(3) 消费者参加运动的比例：**有意愿参加赛马运动的人一般由经常参加体育赛事、体育锻炼和体育娱乐活动的人群构成。消费者参加运动的比例与体育行业的需求直接相关。随着消费者参与体育活动的比例提高，消费者对赛马运动的兴趣也可能增加。**(4) 互联网接入数：**由于互联网和移动互联网的普及，通过在线观看



和收听体育赛事的观众数量急剧增加。随着互联网越来越普及，不断扩大的互联网平台可以显著扩大体育赛事的曝光率并提高行业收入。**(5) 广告总支出：**广告是体育赛事和运动员最大的收入来源之一。大多数职业运动员通过代言协议赚取相当可观的收入，而电视节目制作人与专业体育赛事或者俱乐部会签订价值数百万美元的合同，以播放重大体育赛事。越来越多的赞助和商业广告为该行业带来了重大推动。**(6) 人均休闲时间：**消费者可以花在休闲活动上的时间会大幅度影响直接或间接参与体育赛事的人数。参与体育活动将消耗大量的休闲时间，拥有大量休闲时间的消费者参与体育赛事的可能性将会得到显著的提高。

### (三) 美国赛马市场

赛马运动属于个人体育行业下的细分市场之一，个人体育行业的成功主要体现在两个关键因素：受众的可自由支配的消费模式以及通过企业赞助产生的收入。与大多数娱乐行业一样，个人运动直接从消费者赚钱，特别是参与现场赛事和购买相关衍生产品的粉丝。尽管团队运动（例如橄榄球、篮球等）是体育迷们最关注的体育赛事，但个人运动（赛马、赛车、高尔夫等）作为体育娱乐项目也已经吸引了不少的粉丝。此外，由于越来越多的公开播放平台以及网络直播平台，特别是专注于个人运动的有线频道等平台的大力推广，个人运动的普及率也在逐年提升。随着观众人数的增加，该行业的广告和赞助也在增长。消费者收入和就业的波动对该行业的成功产生直接影响。

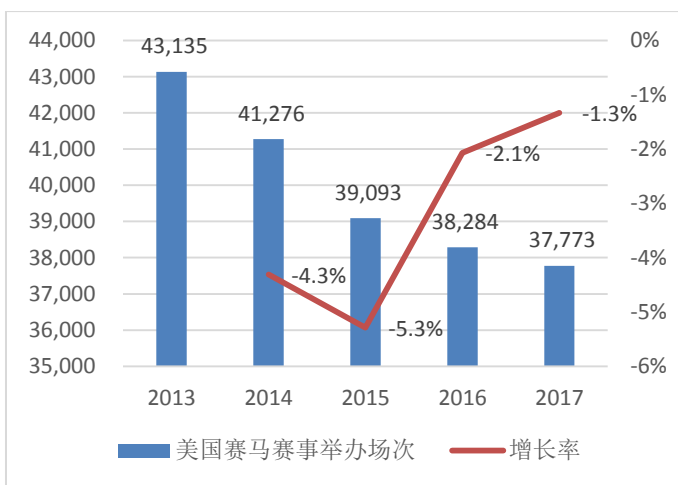
赛马的拥有者，主要依靠投资有前途的赛马获取收益。在购买赛马后，拥有者的作用是为赛马提供稳定适合的马场和雇用培训师来完成大量的训练。其他间接费用还包括了兽医服务，培训设施租赁和骑师费用。根据马匹本身的能力，所有者将会参加适当级别的各种赛马比赛。赛马比赛会根据比赛的水平和比赛的受欢迎程度产生奖金。虽然每匹成功的赛马都有一定的运气成分，但马匹的天赋依然显得尤为重要。马匹所有权的增长率非常的低，这意味着这项运动的直接参与者通常仅限于对这项运动极为热情的富有人群。

美国各大城市均有赛马场，大多建在交通方便、场地开阔的郊区。美国持有商业投注执照的赛马场超过100家，约占全球总数的8%。美国赛马与彩票由各州各自管理，美国国会和联邦政府不参与商业赛马的立法和行政管理。美国全国性赛马协会一般也不直接接入美国各州的相关活动，而是通过各个州的对口机构间接发挥作用。赛马业在州议会会有自己的代表和专职议会游说师，直接参与相关法律法规的订立、修改和补充。

多数州立法认可了“共利法”(pari-mutuel)。如马里兰州和肯塔基州规定彩金80%返还投注彩，其余的20%按照本州税2%，地方税、治安税、消防税和其它杂费1%，马主、骑师、育马师奖金8%，纯血马育种基金1%，赛马场8%的比例分配。美国的赛马和马彩采用合营机制，以州为单位，但可以跨州竞猜。每个赛马场还设置赛马执事委员会，承担着裁判任务。赛马执事委员会在多数地方是由政府出面组成，职务由公职人员担任，裁判员是州政府工作人员，与赛马场没有利益关系，以确保赛事的公开、公正和公平性。美国商业赛马的投注返还率在全球处于较高水平，而税率则处于全球较低的水平。政府的大力支持是美国赛马行业能处于全球领先水平的重要原因。

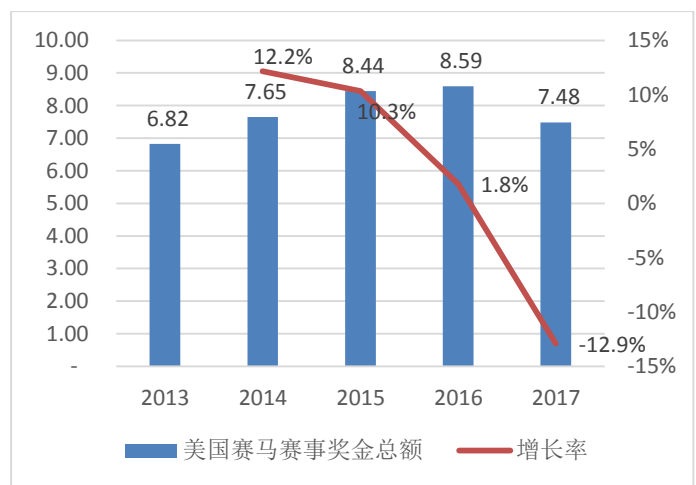
2017年，美国总共举办了37,628场赛马比赛，赛事数量全球第一。奖金总额高达7.43亿欧元，仅次于日本。投注额高达90.96亿欧元，全球第六。虽然每年举办的赛马比赛数量呈现出下降的趋势，但比赛的质量和奖金数量却呈现出上涨的趋势。

图 21、2013-2017年美国赛马比赛举办场次



资料来源：IFAH、太平洋研究院整理

图 22、2013-2017年美国赛马奖金总额

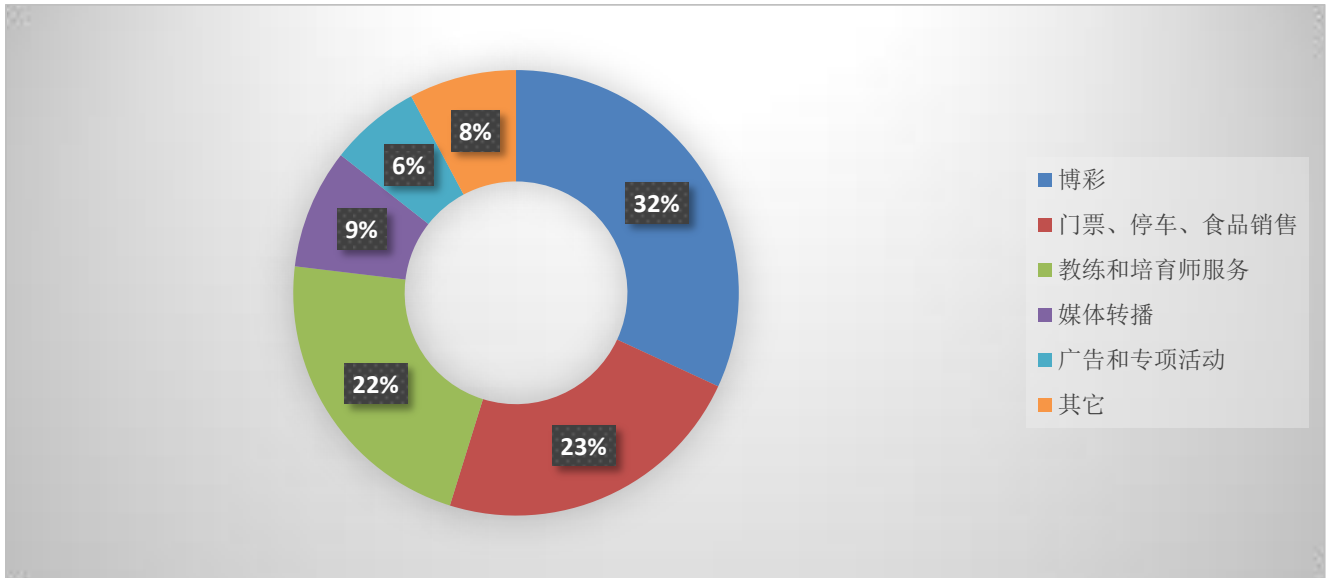


资料来源：IFAH、太平洋研究院整理

美国赛马比赛产生的收益主要由博彩，门票、停车、食品销售，教练和培育师服务，媒体转播以及广告和专项活动合同组成。赛马场所会提供pari-mutuel赌博服务，赛事运营商在赌注中可以获得巨额收入。这在传统赛马中尤为常见，因为它在高收入观众中比大多数其他个人运动更受欢迎。门票、停车、食品销售等服务也是重要的收入来源，关注度越高的赛事此项收入也会相应的提高。教练和培育师服务是赛马运动独特的收入来源，马场所有者及其员工必须提供全天候的培训和马匹护理。而其他运动的参与者通过不经常的教学获得收入，并不是他们收入来源的主要部分。赛马比赛通过电视和互联网播放平台广泛的播放，但赛马团队并不直接从这些转播中获得收入，收入更多来自于媒体对名称或者品牌的使用权。广告和活动合同收入主要来自于一些

赛马协会或者赛马场组办的现场活动。其他收入来源还包括管理服务、设备租赁和商品转售等。

图 23、2018年美国赛马运动收益构成



资料来源：IBIS，太平洋研究院整理

受限于地域以及赛事的分级，赛马比赛行业的集中度依然较低。Churchill Downs Incorporated是行业中的领先者。该公司总部位于肯塔基州路易斯维尔，其同名酒店举办赛马行业最知名的年度比赛之一——肯塔基德比。Churchill Downs Incorporated还通过其网站提供在线赛马投注，投注者必须在比赛前准备好资金。除Churchill Downs赛马场外，公司旗下还运营了东南部的三个赛马场以及在伊利诺伊州和路易斯安那州的22个投注点。Churchill Downs Incorporated在美国赛马行业的市占率大概维持在5%左右。

#### 四、香港赛马会

香港赛马会是香港一家非牟利的俱乐部组织，通过其全资子公司HKJC Horse Race Betting Limited, HKJC Football Betting Limited和HKJC Lotteries Limited提供赛马博彩、六合彩以及足球博彩等娱乐活动。马会由香港政府批准，专营香港的赛马、慈善机构，每年的慈善捐献仅少于东华三院和公益金。此外，马会亦为其二万名会员提供饮食、娱乐、社交等服务。

香港赛马会成立于1884年，令赛马活动在香港奠下更稳健的基础。当时，马会只负责主办所有赛马活动，投注业务则由私人会所经营，马会仅从中抽取佣金。1971年，马会由业余赛马转为职业赛马。1973年，政府授权马会设立场外投注处，同年开始增设夜马赛事。1974年，马会设立六间场外投注处，以打击非法外围赌博活动。此外，增设电话投注服务，共有二千个电话投注户口。1978年，新界沙田马场落成启用，可容纳超过八万名观众，被誉为世界最完善的马场之一。1981年，电话投注系统完成电脑化程序，场外投注处亦於两年後全面电脑化。1995年，跑马地马场完成重建工程，成为一个世界级水平的全草地马场。2002年，在马会的鼓励下香港政府通过法例，禁止在香港接受跨境赌博。任何人在香港投注境外的赌博亦被列为刑事罪行。2003年起，马会获准接受海外足球赛事的投注，即足智彩。2005年与澳门赛马会签订协议，容许澳门赛马会在澳门接受香港赛马投注。2018年，从化马匹训练中心正式运作。

表 1、香港赛马会发展历史

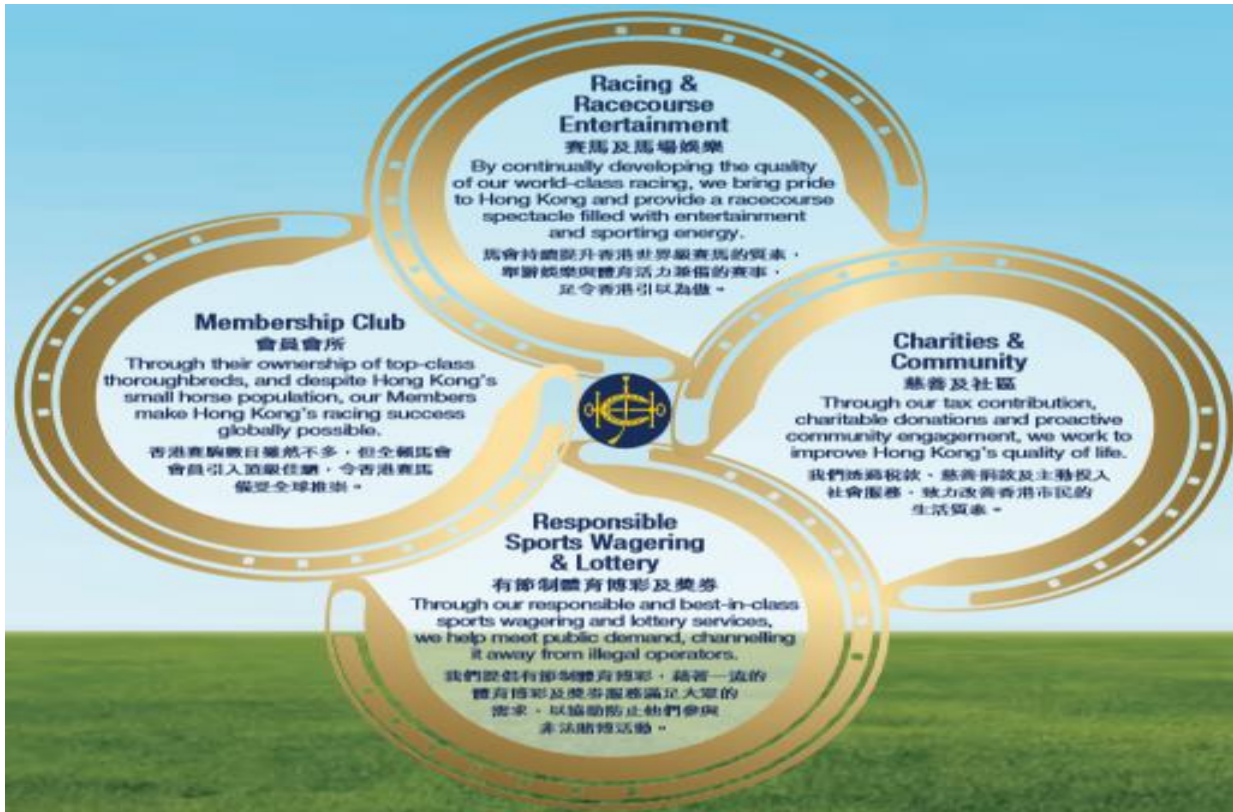
1884	香港赛马会成立
1971	由业余赛马转为职业赛马
1974	设立场外投注点
1978	沙田马场落成
1981	电话投注系统电脑化
1995	跑马地马场完成重建
2003	获准接受海外足球赛事投注
2005	与澳门赛马会达成合作协议
2018	从化马匹训练中心正式运作

资料来源：太平洋研究院整理

### （一）赛马会的运营

香港赛马会由董事局掌管，董事局以主席为首，共12位在香港有声望的董事组成，各董事均义务任职，并无支取薪金；日常管理工作，在行政总裁领导下的管理委员会负责执行。马会的运营主要由赛马及马场娱乐、会员会所、博彩及奖券以及慈善社区服务四大部分组成。

图 24、香港马会运营情况



资料来源：香港赛马会，太平洋研究院整理

## (1) 赛马及马场娱乐

2017年，香港共举办了赛马比赛807场，奖金总额高达1.27亿欧元。其中有11项国际一级赛竞逐全球百大一级赛年终排名榜，有九项赛事上榜。2017年12月举行的2017年浪琴表香港国际赛事，吸引了一众国际及本地顶尖赛马参赛，四场一级赛事总奖金高达8,450万港元。国际赛当天超过94,000人进场欣赏各场精彩赛事。此外，香港共有22匹赛马列入2017年浪琴表世界马匹年终排名榜。马会的从化马匹训练中心也于2018年8月正式投入运营。广东省广州市从化区是中国首个亦是目前唯一一个大型无规定马属动物疫病区。从化马匹训练中心为赛马提供崭新的先进的训练设施，包括达世界级标准的马医院和康复设施、一条1100米长的草地登山跑道及放草场地。马会在香港及从化实施两地营运模式，沙田仍然是香港赛马的主要训练基地，辅以从化马匹训练中心的设施。2018年8月，约有九位练马师在从化及香港两地设厩，他们的马房养马数目上限由62匹增至70匹。预计2018/19年度马季，约有220匹赛马在从化马匹训练中心受训。随着日后有更多练马师在香港及从化两地设厩，驻于从化的赛马数目将逐渐增加。

马会于2014/15年度马季推出“优异成绩特别奖金计划”，鼓励马主投资优质赛马，确保香港赛马保持良好质素。共有20匹评分不低于80分的赛马于五岁前胜出第二级赛

事，获得75万港元的特别奖金。因为从化马匹训练中心投入运营，马会在2018年香港国际马匹拍卖会上增加了拍卖马数目。2018年两次马匹拍卖会共售出40匹拍卖马。承购价最高的拍卖马是Holy Roman Emperor子嗣，该马以1,100万港元成交，创下香港马匹拍卖会历来最高成交价。马会的见习骑师学校隶属赛马培训发展委员会，一直致力为香港马坛培育明日之星。

2017年，两个马场的入场人数高达210万人次，再度印证赛马活动是香港最受欢迎的体育运动，而马场更成为香港的旅游热点。马会举办的国际一级赛及其他顶尖分级赛悉数在沙田举行，入场人士除可欣赏紧张刺激的赛事外，亦可参与跑马地的“Happy Wednesday”夜赛派对。马会通过“Happy Wednesday”品牌活动，成功将跑马地马场塑造为城中消闲热点。

图 25、2017年分级赛事精华



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

图 26、“Happy Wednesday”夜赛派对



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

## (2) 会员会所

2017年，跑马地会所新楼工程进展良好，新楼连同会所大楼及运动综合大楼，将组成“The Hilltop in the Valley”，现拟于2020年启用。

新楼的修建旨在将马会会所打造为综合型会所，尽量满足会员不同的需求。老会所大楼将继续为会员提供宁静的环境及更多传统设施服务，而新楼则较富时代感，提供新时代生活体验。跑马地会所新楼的体育设施主要为动感及高体能需求的运动而设。三楼的游泳池长50米，共有六条线道，并驻有奥运级教练协助会员改善泳姿。五楼的健身室设有先进的器材。健身室内还设有四间活动室，供私人课堂及小班活动之用，配合不同会员的健身需要。新楼还将设有不同风格的餐厅，提供各式餐饮服务。爱好

美食的会员可享用位于六楼的国际厨房所提供的各款亚洲及西式佳肴。七楼的中餐厅则提供中国各省美食，并设有全日供应各式美食的西式餐厅。七楼同时设有新式的室内儿童游戏区，更可在此举行私人生日会。喜欢扩阔人际网络、社交会友的会员，可以使用八楼的设施。八楼设有餐厅、360度吧台以及威士忌及雪茄享用区等设施。新楼与会所大楼之间由另一座大楼连接，该大楼设有酒窖，让会员分享美酒资讯，亦设有扩充后的LEVADE礼品零售点。

马会会籍的会员能够拥有马匹，欣赏全球各地的名马，享受赛马之乐。香港拥有全球顶尖的赛马，每年举办12项国际一级赛。2017年，位于沙田马场第一座看台一楼的全新马主厢房启用，进一步扩充马主设施。此外，马主及他们的赛马能够享用全新从化马匹训练中心的设施，包括马主贵宾室。北京会所全新的“马运长廊”亦有表彰其马主会员的成就。“马运长廊”展示的内容包括马术骑手于国家级及国际赛事的成就，以及香港12项国际一级赛的得奖赛马及其马师。同时，马会每年6月还将举办会员日，让会员共庆赛马之乐。

马会是全球十大慈善捐助机构之一，马会会员也乐于为社会上有需要的人士伸出援手，包括参加马会会员义工队。义工队自2011年成立以来，超过900位会员义工已贡献逾16,300小时服务。2017年内，会员参与了14项义工活动，包括探访赛马会屯门盲人安老院、清洁沙滩、带领弱势儿童参观屯门公众骑术学校等。北京会所会员于北京会所第十届慈善拍卖酒宴筹得615万元人民币，净收益拨捐至民政部属下的中社社会工作发展基金会，支持弱势儿童的教育、医疗及复康服务。

图 27、跑马地马会会所新楼



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

图 28、北京会所“马运长廊”



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

### (3) 博彩及彩券

香港马会为消费者提供有节制及世界级体育博彩服务。根据香港现行的有节制博彩的营运模式，马会获政府授权营办赛马、足球博彩及六合彩奖券服务，透过规范化

的博彩渠道，满足消费者对博彩活动的需求。同时，马会亦与政府紧密合作，提倡有节制博彩，以减低市民参与借贷赌博、非法赌博及因此而衍生的有组织罪案。此营运模式亦确保博彩收益可以透过政府税收及马会的慈善捐款，回馈社会。

马会致力提倡有节制的博彩，并根据有节制博彩政策制定多项措施。这些措施包括不接受信贷投注，同时严禁未成年人士使用场外投注处、电话投注、网上投注及流动投注服务等所有投注渠道。此外，马会所有投注处、网站及宣传品均于显眼位置展示关于有节制博彩的资讯，包括问题赌博治疗及辅导服务资料，而马会所有前线投注部员工均须接受有节制博彩政策培训。马会亦获国家体育总局中国体育彩票中心邀请，为中国内地制定有节制博彩框架。马会同时是平和基金的主要捐助机构，资助及统筹各项预防及缓减问题赌博的相关工作。自2015年起，马会平均每年资助平和基金的金额为4,500万港元。至2019年，马会将合计捐助3亿6,000万港元予平和基金。马会致力防止成为洗黑钱的渠道，按照国际认可打击清洗黑钱财务行动特别组织的建议及业内最佳方案，制订反洗黑钱政策及框架。

2017/18赛季，马会的博彩及奖券投注额打破纪录，而税款、慈善捐款及奖券基金贡献同时再创新高，大力支持社会发展。赛季内，马会的整体博彩及奖券投注额为2,340亿港元。香港赛马比赛达到了世界级水平，并坚守最高诚信，得以继续吸引全球马迷。赛季内，汇合彩池大幅增长，汇合彩池投注额较2016/17季度上升154.8%至166亿港元。马会海外汇合彩池合作伙伴数目有所增加，达到38个。2017/18赛季赛马投注额高达1,228亿港元，而2017日历年则录得1,243亿港元，分别上升6%及5.8%，创下历年新高。受世界杯分组赛带动，足球投注额再创新高，达1,031亿港元，较去年上升11.2%。至于六合彩，投注额较去年上升1.2%，达81亿港元。

季内，共有23个海外赛马日及十场个别赛事在转播香港，包括迪拜世界杯赛马日、法国凯旋门大赛、英国冠军锦标赛马日及英国赛马盛事皇家雅士谷赛期其中四天赛事等全球顶尖赛马日，以及南非的冠军挑战锦标赛马日、日本的大阪杯赛马日及新加坡的克兰芝一哩赛日等顶级海外赛。

马会继续加强数码资讯及投注服务，以便提升客户体验。2017年，马会推出“HKJC网上客户中心”，为投注户口持有人提供一站式的自助网上客户服务，让客户管理自己户口的资料及客户奖励计划，以及预订马场设施。“HKJC TV”手机应用程序亦已推出加强版，除了提供直播赛马节目外，亦增设第二萤幕播放赛事，以供即时分析之用，其他新增功能包括第一手资料提示及实时讨论区。部分马会场外投注处已设置全新显示器，所播放的内容更加丰富，现场直播赛事解像度更高、显示赔率及赛事结果的字



体更大。同时，马会全新综合资讯及投注系统取得良好进展，所有投注客户经已顺利转移至全新系统，可更快捷及更灵活回应顾客需要，加强马会协助打击非法赌博运营商的能力。

图 29、香港赛马会38个汇合彩池合作伙伴



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

图 30、有节制博彩教育



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

#### (4) 慈善社区服务

马会直接透过香港赛马会慈善信托基金为社会作出贡献。2017/18年度，马会将92%的税后经营盈余拨捐慈善信托基金，基金同期共支持222个项目，捐款总额达42亿港元。基金所支持的项目涵盖十个范畴，包括艺术文化及保育、教育培训、长者服务、扶贫救急、环境保护、家庭服务、医疗卫生、复康服务、体育康乐及青年发展。由于马会业务策略取得的亮丽成果，令基金近年有更多资源，在持续支持原有范畴的同时，亦可以策略性地重点推动青年、长者、体育和艺术、文化及保育四大范畴的慈善工作，扩展其社会角色。

马会慈善信托基金多年来致力与不同的政府机构、社区伙伴及慈善业界紧密合作，回应社会需要。基金透过14个基金主导项目创建跨界别平台，促进多方协作，至今已与多达13间本地及海外高等及职业教育学府、超过50个非政府机构及专业团体、逾500间学校及670多个商界伙伴建立合作关系，并大力支持创新服务模式及善用新科技，为社会的长远发展共同努力。基金另一个合作交流平台是“慈善共创 都市聚焦”国际慈善论坛。这个由基金举办的论坛主旨探讨大城市面对的社会议题及公益慈善机构扮演的角色。论坛于2016年首次举办，共吸引来自17个国家约1,000位意见领袖及代表出席，与超过50位知名讲者领袖分享交流。第二届“慈善共创 都市聚焦”国际慈善论坛于2018

年9月举行。

无论是获得基金拨款支持或是由基金主导展开的项目，都包含协助慈善团体及非政府机构提升能力的元素，以应对不断变化的社会需求，同时务求于项目完结后，仍能继续长期惠及广大市民。基金另一协助业界提升能力的方案是推行“BACKS”监测及评估框架，以成效为本（outcome-based）的量度方法，从行为（Behaviour）、态度（Attitude）、状态（Condition）、认知（Knowledge）及满意度（Satisfaction）方面评估基金捐助项目的效用，促进持续学习，让项目不断改进。基金在评估项目成效的同时，亦期望为政策制定者及业界人士提供实证为本的数据参考。马会支持香港持续发展的同时也关注全球范围的社会议题。2016年，联合国宣布全球“可持续发展目标”。为支持实践有关目标，马会慈善信托基金与香港中文大学合作，携手成立“联合国可持续发展解决方案网络”香港地区分会，以此推动上述可持续发展目标，并鼓励各界及不同背景的人士一同为相关目标努力。

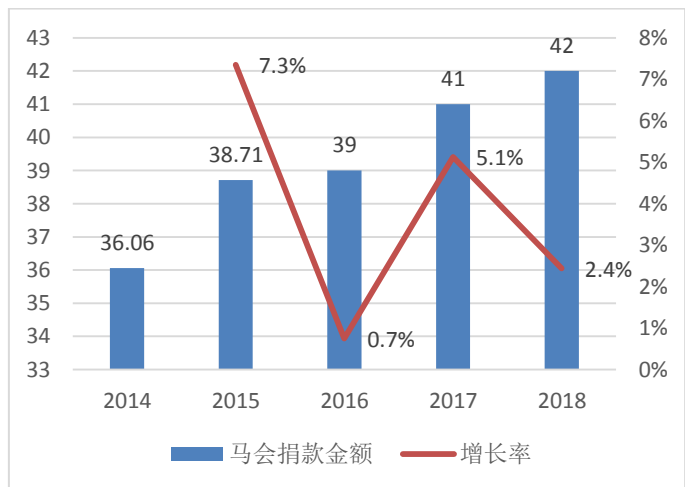
图 31、马会慈善信托基金



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

图 32、2014-2018财年马会捐献金额

单位：亿港元



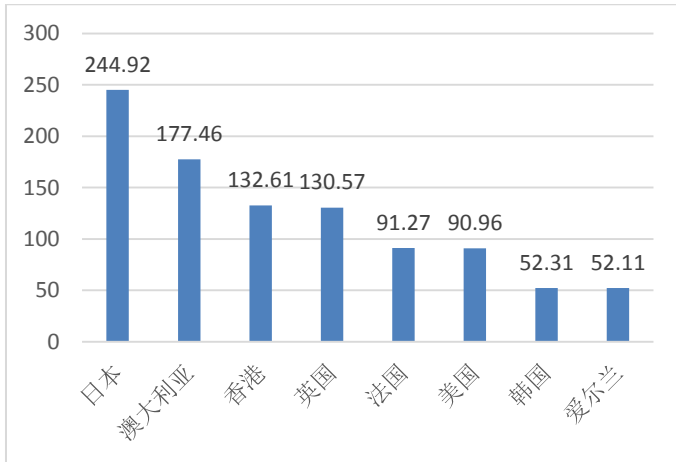
资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

## （二）香港赛马会的投注额及收入结构

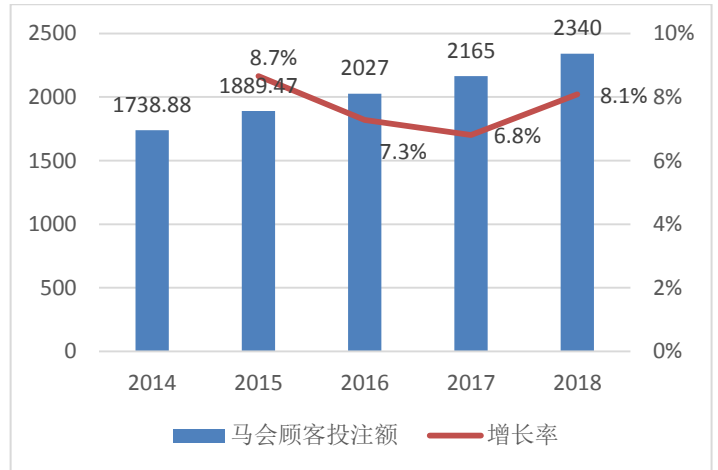
根据IFAH数据，2017年香港赛马比赛获得的总投注额高达132.61亿欧元，位居全球第三，仅次于日本244.92亿欧元和澳大利亚177.46亿欧元的投注额，高于英国等传统赛马体育强国。根据香港赛马会的官方数据，自2013/14赛季以来，香港赛马会的顾客投注额保持着每年6.1%的复合增长率，到2017/18赛季，香港赛马会的顾客投注额高达2340亿港元，相较于2016/17赛季增长了8.1%。

图 33、2017年各国赛马比赛投注额情况 单位：亿欧元

图 34、2014-2018财年香港赛马会顾客投注额 单位：亿港元



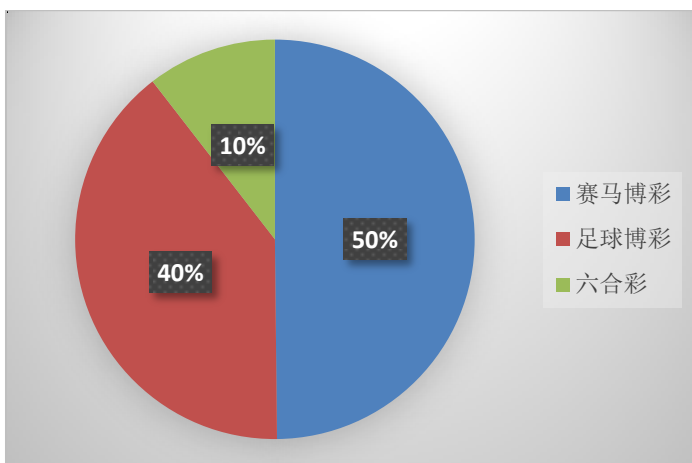
资料来源：IFAH、太平洋研究院整理



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

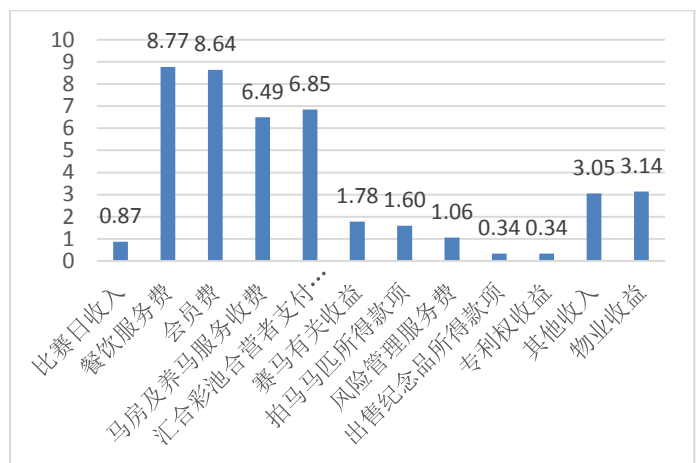
香港赛马会将一切由本地博彩及奖券活动产生的净收益及亏损，均列作收入，此金额相等于以本地顾客投注总额减去派彩及回扣和奖券奖金后所余的差额。马会每年的主要收入来源均来自于旗下的博彩及彩券收入，2017/18赛季，香港赛马会博彩及彩券的收入为355.83亿港元，占马会总收入的89%。其中赛马博彩的收入为177.32亿港元，足球博彩的收入为141.19亿港元，六合彩的收入为37.32亿港元。在不考虑足球博彩和六合彩的情况下，赛马博彩收入占香港马会总收入的比例为80.5%。在博彩收入以外，马会的收入还包括比赛日收入、餐饮服务费、会员费、马房及养马服务收费、汇合彩池合营者支付的联络费及许可费、拍卖马匹所得款项等。

图 35、2017/18赛季香港赛马会博彩及彩券收入结构



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

图 36、2017/18赛季马会除博彩外的其它收入 单位：亿港元



资料来源：香港赛马会、太平洋研究院整理

## 五、中国赛马市场

中国的现代赛马活动，始于19世纪60年代，到了20世纪30年代，除了香港的赛马业迅速发展外，上海有2个赛马场，天津有3个赛马场。目前全国的赛马场逐步发展到

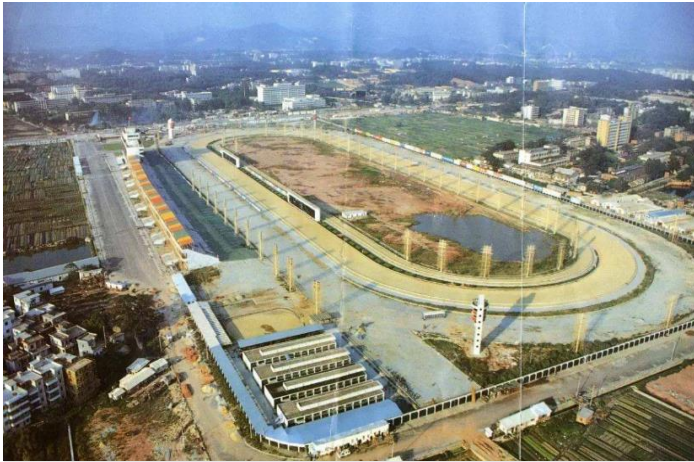
20多个。上海赛马场曾一度成为亚洲最大的赛马场。

在新中国成立后，赛马运动一度处于停滞状态，直至1980年代末，国家才酝酿恢复赛马比赛。1992年，广州市政府正式提出关于举办赛马的活动方案；当时，由广州体育发展有限公司牵头，成立了“广州赛马会”，注册资金高达6600万元，时任广州市长黎子流更是担任广州赛马会理事会名誉主席；成立后，“广州赛马会”便立即投入8000多万元兴建赛马场。1993年1月，广州赛马场竣工，位于珠江新城东北角、黄埔大道与华南快速干线两条广州市中心主干道交会处，占地33公顷、共设4个跑道、可容纳4万观众，规模仅次于香港的沙田马场；与此同时，其也是大陆首个有博彩性质的马场。1994年，广州赛马的名气便已享誉全国。当时每周开场三天，分日赛和夜赛，每一场比赛都能吸引三四万观众到场观看；为了能方便更多人观赛和投注，马会还耗资800万元建立103个场外投注站。随后的几年时间里，广州赛马的规模和影响力更是节节攀升，先后开通电话购票系统和卫星转播系统，市民在场外和家中都可直接观看到赛事进程。广州赛马娱乐总公司巅峰时期拥有3000多员工，骑师40人，训马员400多人，竞赛马匹1200匹，3800多名会员。直到1999年，广州赛马会在7年时间里共向国家上缴税费1.4亿，并捐赠社会公益事业3亿元。1999年，国家开始对广州赛马会进行调查，最终时任赛马娱乐总公司董事长黄启桓因受贿罪和挪用公款罪被判处有期徒刑19年；同年12月14日，广州赛马场宣布停赛停业。停业的最主要原因在于赛马一直没有合法化。

此外，位于长江与汉江交汇之处的武汉则号称自己为中国的赛马之都。1925年至1935年是武汉赛马的黄金时期，3家赛马场同时开赛，位居全国之首。而同时期上海只有两个，香港只有一个。2008年，新中国首次商业赛马会在武汉重新开幕，目前武汉已经连续举办了多届“武汉国际赛马节”，成为武汉的一张新名片。除此以外，在武汉举行的“中国速度赛马公开赛”，是国家体育总局批准的中国最大规模的日常赛马联赛。位于武汉东西湖区的东方马城，占地面积达到100多万平方米，是华中地区唯一的一个国际标准赛马场，也是国家体育总局中国马术协会指定的唯一马术与速度马训练基地。不仅如此，这里还是一个新兴的旅游景点，游客可以在这里体验骑马的乐趣。

图 37、广州赛马场

图 38、武汉东方赛马场



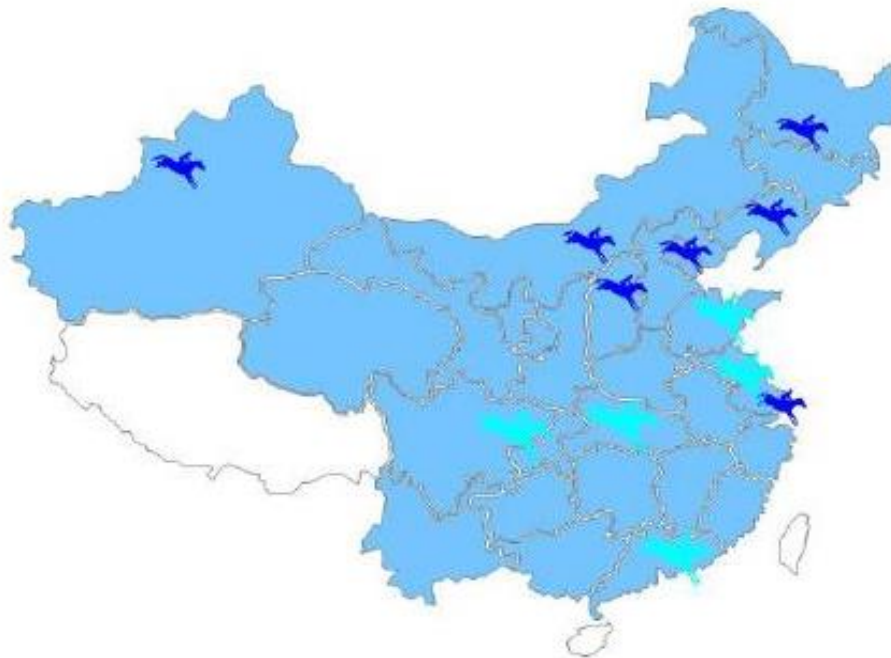
资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：太平洋研究院整理

随着国内赛马产业的不断发展，国内赛马场的建设也未曾停止，但因赛事数量不足，仍处于探索阶段。国内主要赛马场分布在广州、武汉、南京、济南、成都、北京、上海、太原、呼和浩特等地，其中武汉、成都、南京、广州、济南等地建成了可容纳上万人的赛马场。然而国内的部分赛马场面临着经营风险，延伸赛马下游产业链、寻求新的盈利点是国内许多赛马场急需考虑的问题。

图 39、国内赛马场地区分布情况



资料来源：中为咨询，太平洋研究院整理

表 2、中国现代赛马发展大事

1991	新中国第一次有奖赛马在西安举行
1993	广州赛马场竣工
1999	广州赛马场停业
2001	北京通顺赛马场开展博彩赛马
2002	五部委联合发文，禁止经营带有博彩性质的赛马运动
2005	北京通顺赛马场停业
2016	中国马会正式加入亚洲赛马联盟
2018	国务院提出鼓励海南发展赛马运动，探索发展竞猜型体育彩票
2019	《海南省发展赛马运动指导意见》拟订，报省政府审定

资料来源：太平洋研究院整理

## （一）海南地区发展赛马运动

2018年4月，中共中央国务院印发《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，在拓展旅游消费发展空间领域明确提到“支持在海南建设国家体育训练南方基地和省级体育中心，鼓励发展沙滩运动、水上运动、赛马运动等项目，支持打造国家体育旅游示范区。探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开型彩票”。2018年12月，国家发展改革委正式出台《海南省建设国际旅游消费中心的实施方案》，提出27项措施，包括实施更加开放便利的离岛免税政策、拓展邮轮旅游、壮大健康旅游消费等，目标到2025年，国际旅游消费中心基本建成，其中包括鼓励发展赛马运动。文件在分点内容中明确指出要培育旅游消费新业态，要扩大体育旅游消费，全面推进体育与旅游产业融合发展，建立完善的体育旅游产品体系和产业政策体系，建设国家体育旅游示范区。鼓励沙滩运动、水上运动、赛马运动、航空运动、汽车摩托车运动、户外运动等项目发展。支持海南加快探索休闲渔业规范化管理，有序发展游艇游钓。放宽参赛运动船艇、飞行器、汽车摩托车的入境限制。加快建设国家体育训练南方基地，打造一批国际一流的运动训练和赛事基地。积极开展赛事展览、运动培训和休闲体验，打造体育运动休闲度假小镇，培育滨海休闲体育运动消费市场。探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开型彩票。2019年5月22日，《海南省发展赛马运动指导意见》已拟订，报省政府审定。

各项文件的出台，又一次明确海南省在建设全景式旅游产业中的战略定位。从国家层面支持海南发展赛马运动的说法再次浮出水面，连同进一步探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开型彩票将在未来落到实处。政府放宽对赛马运动的控制，整个产业链都会得到迅速发展。

2019年2月，海南文昌市生态环境保护局发布《关于长驰国际马术俱乐部（一期）项目环境影响评价的公示》显示建设项目为赛马运动项目。这意味着，海南有望迎来

首个赛马运动落地项目。

## （二）我国赛马运动的运营模式

从2018年-2019年国家发布的各项文件可以看出政府再度从宏观层面明确要在海南开展赛马运动，彰显了国家对赛马运动这一在全国乃至全球范围内极具发展空间的体育项目的决心。产业链的上游（培育马匹）并不局限于海南省，在距离海南较近的广东、广西等省份均可以开展。特别是广州从化地区，是我国仅有的无疫区，由香港赛马会出资投资的从化马场也已正式启用。

同时我们认为，产业链的下游（赛马比赛）无法完全模仿欧美国家的运营模式，更无法全盘私有制。首先，我国的人均可支配收入与欧美发达国家依然有不小的差距，休闲类赛马服务面临着巨大的挑战，直接参与赛马运动的消费者依然稀少，大部分参与赛马运动的消费者都是以马彩等间接方式参与。其次，从我国的立法角度看，从支持海南赛马竞技开始，国家对马彩的发行就持极为谨慎的态度。我国《彩票管理条例》认为除国务院授权发行的福利彩票与体育彩票外，其他彩票均不合法。目前，我国发行的竞猜型彩票仅有足彩和篮彩，且都是借用境外赛事平台作为竞猜对象。凭借对即开型、竞猜型体育彩票的多年探索与实践，我国在该类彩票的发行、奖金分配等方面形成了较为系统的框架。虽然发行马彩有益于筹措社会资金、增加税收，但以国内现有的竞技赛道、规则、马匹进出口检验、繁育与训练条件来看，马彩的发行仍需沉淀与时机。马彩最初的形式可能与足球和篮彩类似，借用境外赛事平台作为竞猜对象，因为丰富、优质的赛事资源则是体育竞猜彩票发展的内在动力和“体彩经济”的核心增长点。而海南赛马比赛则将借着政策的东风，力争发展为不逊色于香港的全球顶级赛马运动。

## 六、投资机会

目前我国赛马运动尚处于初期发展阶段，随着支持政策不断的落地，和赛马运动有关的行业都将迎来阶段性利好。我们建议投资者积极参与此次主题性投资机会。

**罗牛山 (000735)：**2018年5月，公司公告全资子公司罗牛山国际马术俱乐部有限公司的“海南国际赛马娱乐文化小镇”项目已获得《海南省企业投资项目备案证明》，项目总投资约 287亿元。

**海南瑞泽 (002596)：**2019年2月，公司公告全资子公司海南圣华旅游产业有限公

司与海南农垦神泉集团有限公司、深圳市跃华马术文化产业有限公司共同签署了《海垦·南田马术文化小镇项目合作合同》，经友好协商，各方就共同合作开发海垦·南田马术文化小镇项目达成战略合作。2019年3月，圣华旅游与广州一马赛马有限公司签署了《合作协议》，双方拟整合双方资源及产业优势，共同推动马术文化产业的发展。

给予体育行业“看好”评级，建议持有罗牛山（000735），海南润泽（002596）。

风险提示：赛马运动的发展不及预期，博彩开展进度不及预期。



## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。