



证券研究报告 · 行业深度

体育文化传播的引领者：智美集团

传媒

公司有三大主营业务，体育赛事运营已成最核心业务

公司一直以来有三大主营业务：分别是体育赛事运营，栏目制作和广告代理。13年公司营业收入达6.9个亿，同比增长24%。其中栏目制作毛利占比14.9%、体育赛事毛利占比16.4%、广告代理业务毛利占比68.7%。14年公司对原有的部门结构进行了整合，将原来的三大事业部合并为体育赛事运营和传媒广告两大事业部。业务部门整合之后，体育业务成为公司两大事业部之一，这彰显了公司未来将把体育业务作为核心业务开展战略。

传媒广告事业部业务：包含两大业务，业务协同效应将逐步展现

2013年传媒广告事业部收入达5.92亿元，同比增长17.93%。该事业部是由原有栏目制作业务和品牌服务业务两大业务体系合并而成。2013年影视节目收入的快速增长主要得益于栏目制作业务，其同比增长高达132.76%。同时，对收入贡献较大的品牌服务业务的规模也保持了一定的稳定增长，同比增速为2.93%。

栏目制作业务：将呈现快速增长态势

2013年智美栏目业务收入达1.35亿元，同比增长132.76%。2013年智美栏目收入的快速增长主要得益于新栏目《中国潮》的首播，以及栏目整体质量的提高。2014年公司对栏目业务进行了改良，暂停了《周末驾到》栏目（正在改版），并希望未来能够通过优质版权的引进和基于自身赛事版权优势的基础将该业务做大做强。与此同时，公司会继续依托自身的赛事资源，充分挖掘自身的体育IP资源，为观众呈现出具有体育基因的原创精品栏目。我们预计公司栏目制作业务在未来三年将继续呈现快速增长态势，增长的动能主要来自优秀版权的引进和自身IP资源开发的日益成熟。

盈利模式：主要收入的来源是自制节目广告时段的销售、客户赞助的植入式广告和出售栏目版权收入。成本方面，公司栏目的成本主要包含制作费用和宣传推广费用。

品牌服务业务：未来继续与体育业务协同发展

2013年智美品牌服务业务收入达到4.57亿人民币，同比增长2.93%。虽然，公司该业务的规模增速明显下滑，但是该业务仍然是公司营收的重要来源，2013年智美品牌服务业务收入占集团总收入的66%。我们预计公司的品牌服务业务在未来会继续依托央视强势栏目，整体规模保持稳定增长，其主要贡献将是为公

维持

买入

陶静

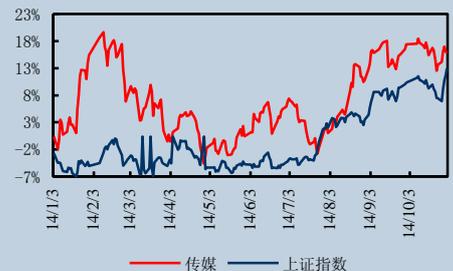
taojing@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440512070007

发布日期：2014年11月7日

市场表现





司体育业务发展提供良好的现金流和业务协同支持。

盈利模式：该业务收入主要来自客户就广告服务支付的佣金；成本则主要是媒介代理成本。

体育赛事运营事业部业务：公司核心业务大有可为，拥有绚丽未来

公司的经营数据，也体现出体育赛事承办业务正成为公司核心业务的趋势。2013 年公司体育赛事运营业务收入达 1.02 亿元，同比增速更是高达 88.89%。公司 2014 年中报显示，体育业务毛利占比已达 30%，较去年的 16% 有明显的上升。我们预计 14 年全年体育业务的毛利占比将达 40%，并且公司未来两年体育赛事运营业务将保持 100% 左右的爆发式增长。原因有三点：1、从目前与公司签订的赛事运营合同来看，明年会至少新增 12 个省市与公司开展体育赛事承办的合作。2、公司深耕体育赛事运营业务，随着赛事承办经验的增加，公司的赛事运营产业链将被扩展。3、体育行业自身的快速发展保障公司新增的项目来源。从业务盈利模式来看，公司体育赛事运营有三大成本，分别是赛事转播成本、赛事组织执行和赛事授权成本。其中，赛事组织执行和赛事转播成本是公司最主要的成本。在赛事授权的获取方面，公司目前主要还是和地方政府深度合作，协助对方完成体育赛事承办，一般不需要为赛事承办支付相关费用。该业务主要收入的 90% 以上是赞助费和广告费，除此之外还有参赛报名费和衍生品销售等收入来源。

体育赛事承办业务所涉项目已涵盖“海”、“陆”、“空”

公司良好的声誉以及和主办单位良好的合作关系，会为公司带来源源不断的合作项目。从公司在未来三年内的计划项目来看，公司承办的赛事已涵盖了海、路、空三个不同的运动领域，且其承办的赛事具有观赏性强、参与性强、大众基础广泛、商业价值巨大的特点。

具体来看，未来三年体育娱乐事业部全年共计举办赛事将超过 40 余场，包括马拉松赛事 12-15 场，这些比赛城市包括广州、杭州、重庆、长沙等中国发达地区；9 场龙舟比赛包括 8 站“中华龙舟大赛”和每两年一届“2014 龙舟世界杯”；1 场“热气球嘉年华”；1 场“国际摩联花式极限摩托世界锦标赛”。同时，公司还会与各地方体育局进行深度合作，推出各地方的体育特色赛事。

体育行业：行业已经进入加速提升阶段，行业发展空间巨大

中国体育文化总产值目前正呈一个加速上升的态势，13 年产值为 3919 亿元，相对 2012 年同比增长 25%，13 年同比增速也为近 4 年新高。对于未来，即使按 25% 的保守增速预计，到 2015 年中国体育行业产值也将达到 6879 亿元。近些年，随着国家对体育产业的重视力度加强，以及诸如北京奥运会和广州亚运会这类国际一级赛事在国内的举办，国内体育行业的产值占 GDP 的比重也呈现出逐年上升的态势。虽然经过了多年发展，但和美国等发达国家相比差距仍然巨大。2013 年中国体育产业产值占 GDP 的比重仍仅为 0.68%，美国 13 年体育产业占 GDP 的比重接近 3%，一般的国际发达国家的平均水平也有 2%。差距代表潜力，就算和发达国家的平均水平相比，中国的体育行业增长空间也至少有 1 倍以上。

盈利预测与估值

公司是目前 A+H 股当中最纯正的体育标的，体育业务将是公司未来最大看点。一方面，从目前公司所承办的赛事和经营的产品来看，未来两年业绩维持 40% 左右的快速增长基本确定。未来两年，公司现有的赛事会保持稳定，特别是为公司贡献较大收入的马拉松和龙舟赛事均签了 4 年以上的合作协议。在此基础上，公司也会在原有项目上继续承办新的赛事。比如，公司明年计划新增海侠两岸龙舟赛、世界名校龙舟赛和马拉松衍生项目“四季跑”。与此同时，公司的盈利模式正在逐步多元化，已经可以通过线上线下、电视端、PC 端和移动端进行产品推广，并以广告或赞助费的形式对体育内容进行变现。另一方面，公司的整体估值提升空间巨大。



美股中，与智美类似的体育概念股麦迪逊广场花园 (MSG) 公司近三年的动态 PE 估值一直维持在 27-40 倍之间，动态估值中枢大概在 33 倍，但智美 14 年动态 PE 仅为 28 倍。因此，智美集团在业绩和估值上都有很大的提升空间，我们预计 14-15 年 EPS 分别为 0.21 和 0.29 元，当前股价对应 14-15 年估值为 28 倍和 20 倍。



目录

一、发展历程：起步于汽车栏目制作，赛事运营已成为核心业务.....	4
1.1 公司起步源于汽车栏目制作，2012 年开始独立承办赛事.....	4
1.2 体育赛事运营已成公司核心业务	5
1.3 智美目标：打造拥有完整体育生态链的文化传播集团公司.....	6
二、公司主营业务：结构调整之后，两大事业部轻装上阵，有望两翼齐飞.....	7
2.1 栏目制作业务：打造独具特色的体育栏目.....	7
2.1.1 公司栏目制作业务发展稳健	7
2.1.2 栏目制作行业发展稳健	9
2.2 品牌服务业务：未来继续稳定增长可期，行业增长空间仍然巨大.....	10
2.2.1 公司品牌服务业务：未来继续稳定增长可期.....	10
2.2.2 广告行业：对比国际发达国家，行业提升空间巨大，未来将有万亿市场.....	12
2.3 体育赛事运营业务：拥有绚丽未来的核心业务.....	13
2.3.1 公司各业务中体育赛事毛利占比快速放大,未来有望翻倍增长.....	13
2.3.2 体育赛事运营盈利模式：一次投入，多次收益.....	14
2.3.3 体育赛事承办业务所涉项目已涵盖“海”、“陆”、“空”三大领域.....	15
三、体育行业：处在风口的朝阳行业，未来发展空间巨大.....	16
3.1 行业规模：行业已经进入加速提升阶段，发展空间巨大.....	16
3.2 体育政策：国家将体育产业视为未来经济支柱，未来有望打造 5 万亿市场.....	17
3.3 体育赛事商业化创造品牌价值，“体育+广告”的商业模式已经成熟.....	19
四、公司核心竞争力:.....	20
4.1 在赛事承办领域公司拥有先发及全产业链布局优势.....	20
4.2 公司依靠用户资源，打通 B2C 商业通道	21
盈利预测与估值	22



图目录

图 1: 2010-2013 年智美集团分业务收入情况 (单位: 百万元)	5
图 2: 2010-2013 年智美集团公司整体和体育赛事承办业务毛利率变化	6
图 3: 智美集团业务模式	6
图 4: 2010-2013 年智美集团栏目制作收入情况 (单位: 百万元)	7
图 5: 2011-2013 年智美集团栏目制作总时长 (单位: 分钟)	7
图 6: 公司制作的节目 (注: 周末驾到正在改版)	8
图 7: 公司栏目制作业务盈利模式	8
图 8: 中国电视节目制作收入 (单位: 十亿元)	9
图 9: 中国汽车电视节目制作收入及增长率.....	9
图 10: 2010-2013 年智美集团品牌服务业务收入情况 (单位: 百万元)	10
图 11: 2014 年智美集团央视代理栏目汇总.....	11
图 13: 2008-2013 年中国广告市场规模	12
图 14: 2008-2013 年中国广告市场占 GDP 的比重	13
图 15: 2010-2013 年智美集团体育赛事运营业务收入情况 (单位: 百万元)	14
图 16: 2010-2013 年智美集团品牌推广业务收入情况 (单位: 百万元)	14
图 17: 公司运营的若干赛事	15
图 18: 2006-2013 年国内体育产业增加值及占 GDP 比重的变化	16
图 19: 2013 年各国体育行业产值及产值占 GDP 的比重.....	17
图 20: 2013 年英超联赛收入分布图	20
图 21: 2000-2014 年曼联四大球衣赞助商赞助费变动	20
图 22: 2010-2013 年智美集团品牌推广业务收入情况 (单位: 百万元)	21
图 23: 2014-2016 年智美约赛网用户导入目标	22



表格目录

表 1: 公司发展历程中主要里程碑	4
表 2: 智美集团 2014-2017 年主要赛事赛历 (拟定)	15
表 3: 中国历年体育政策汇总及影响	17
表 4: 《福布斯》世界体育赛事品牌价值十强.....	19
表 5: 预测和比率	23



一、发展历程：起步于汽车栏目制作，赛事运营已成为核心业务

1.1 公司起步源于汽车栏目制作，2012 年开始独立承办赛事

智美集团最早成立于 2006 年，和其它大部分广告传媒公司不同的是，公司在成立之初主要是做汽车栏目制作。具体栏目有包含 2007 年的“CCTV 汽车评选”；2008 年与中国汽车运动联合会联合举办了“全国城市汽车节油极限挑战赛”，同年还制作了“国际车展特别报道”。

从最早的汽车栏目制作做起，智美集团和其广告客户逐渐的尝到了“体育概念”为其带来的巨大广告效益。至此，智美便开始在集团内植入了独树一帜的体育基因。2012 年，公司的体育业务获得实质性突破。除了两档自制栏目《驾尚》和《周末驾到》首播以外，公司成功的举办了“国际摩聊花式极限摩托世界锦标赛”广州分站赛、“2012 老式汽车中国拉力赛”和“2012 年广州马拉松”。三大赛事的成功举办，标志着智美集团已经具备了独立承办重大体育赛事的能力。

表 1：公司发展历程中主要里程碑

年份	主要里程碑
2006 年	北京智美传媒注册成立
2007 年	CCTV 年度汽车评选首播
2008 年	与中国汽车运动联合会联合举办《全国城市汽车节油极限挑战赛》 举办《车影星光绿色风尚祝福奥运环保公益酒会》 制作《国际车展特别报道》
2009 年	成立广州骐步
2010 年	北京智美传媒由有限责任公司转为股份有限公司 成立智美车文广告 本集团的汽车相关节目在卫星电视台首播 我们制作的电视节目的播放时间达 720 分钟 我们获央视授予于其广播频道播放的精选节目之独家广告时段播映权，节目包括《国际时讯》、《新闻周刊》、《世界周刊》、《寻宝》、及《东方时空》 我们荣获《最具品牌影响力传媒公司》 我们荣获《CV Awards 最具潜力企业 100》
2011 年	成立新创智力品牌及智美领航 《车风尚》及《驾尚》首播 我们制作的电视节目的播出时间达 1930 分钟 我们荣获《中国广告金牌综合策略公司》 我们荣获《广告主长城金伙伴奖》
2012 年	《周末驾到/天天驾到》首播 我们制作的电视节目的播出时间达 3985 分钟 举办《国际摩聊花式极限摩托世界锦标赛》广州分站赛 举办《2012 老式汽车中国拉力赛》 举办《2012 广州马拉松》 我们荣获《中国广告金牌综合策略公司》



我们荣获《广告主长城金伙伴奖》
我们荣获《中国汽车行业整合传播大奖》
我们荣获《中国汽车摩托车运动突出贡献奖》
我们荣获《中央电视台年度承包公司杰出贡献奖》

2013 年

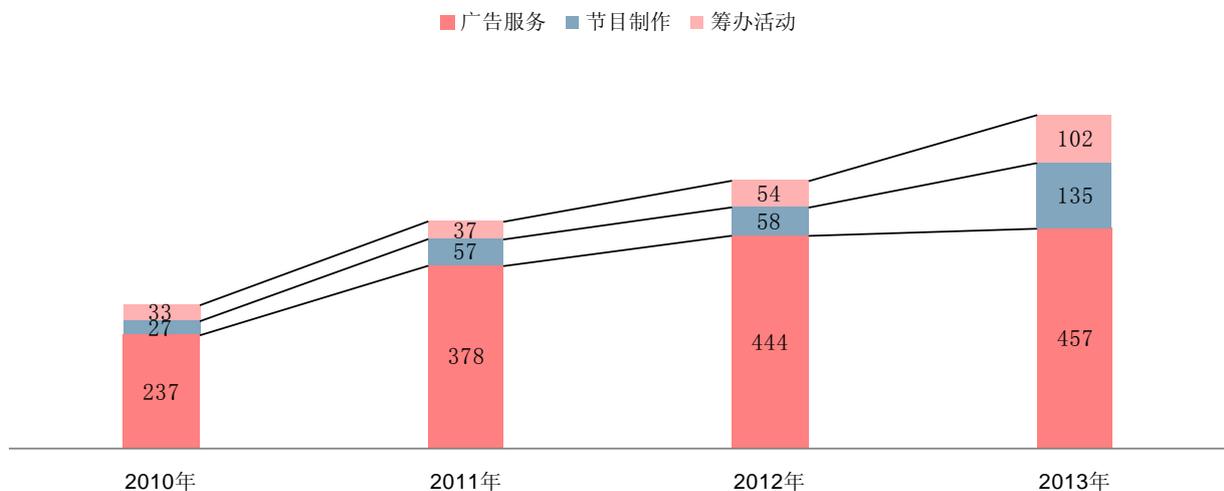
《中国潮》首播；
杭州马拉松成功举办

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

1.2 体育赛事运营已成公司核心业务

公司有两大事业部三大业务，两大事业部分别为体育赛事运营事业部和传媒广告事业部。公司有三大主营业务：分别是体育赛事运营和传媒广告事业部的栏目制作、广告代理业务。公司 13 年整体营业收入达 6.9 个亿，同比增长 24%。其中栏目制作毛利占比 14.9%、体育赛事毛利占比 16.4%、广告代理业务毛利占比 68.7%。14 年公司对原有的部门结构进行了整合，将原来的三大事业部合并为体育娱乐事业部和智美影视娱乐事业部。业务部门整合之后，体育业务成为公司两大事业部之一，这彰显了公司将把体育业务作为核心业务开展的决心。数据上也在不断地验证体育赛事正在成为公司核心业务的趋势，根据 2014 年中报，公司体育业务毛利占比已达 30%，较去年的 16%有明显的上升，预计 14 年全年体育业务的毛利占比将达 40%，15 年毛利占比有望超过 50%。

图 1：2010-2013 年智美集团分业务收入情况（单位：百万元）

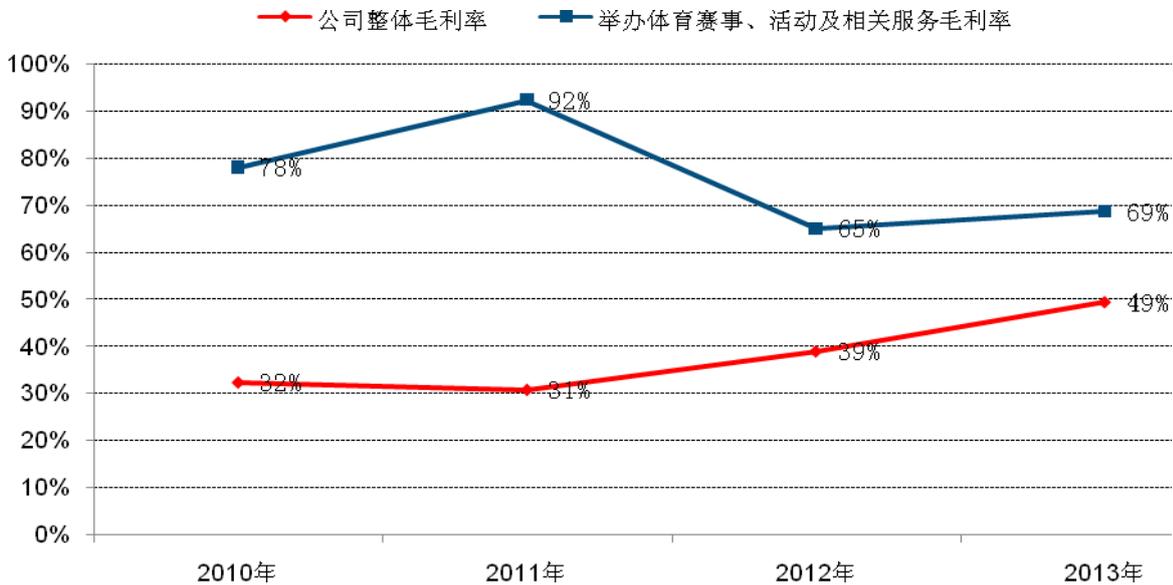


资料来源：公司财务报表，中信建投证券研究发展部

公司的体育承办业务一直保持着较高的毛利水平，虽然近些年由于新赛事赛事的加入使整体成本有所上升，但是 2013 年公司该业务毛利率仍然高达 69%，保持着非常高的水平。随着高毛利率的体育业务在公司业务中的重要性日益提升，公司整体的毛利率水平也有明显的上升。2013 年公司整体毛利率达到 49%，较 2011 年增长了 18 个百分点。



图 2：2010-2013 年智美集团公司整体和体育赛事承办业务毛利率变化

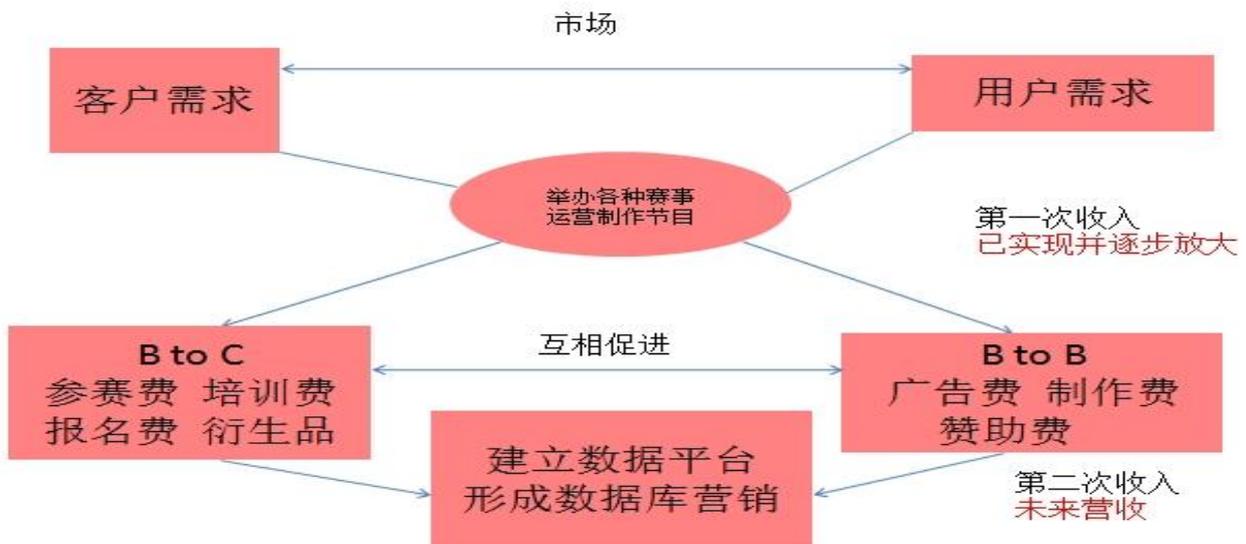


资料来源：公司财务报表，中信建投证券研究发展部

1.3 智美目标：打造拥有完整体育生态链的文化传播集团公司

为了满足客户的营销需求，公司多年来一直致力于对体育产业链进行深度挖掘。公司不仅有节目制作和品牌服务业务，还可以通过各种赛事线下承办,使客户的品牌推广效果达到最佳。目前，公司已经实现了通过 B2B 模式的收入，并正在通过建立数据平台以及延长体育赛事承办产业链来培育 B2C 收入渠道。最终，公司希望打造一个涵盖 B2B 和 B2C 两种业务形态的体育文化传播集团公司。

图 3：智美集团业务模式



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部



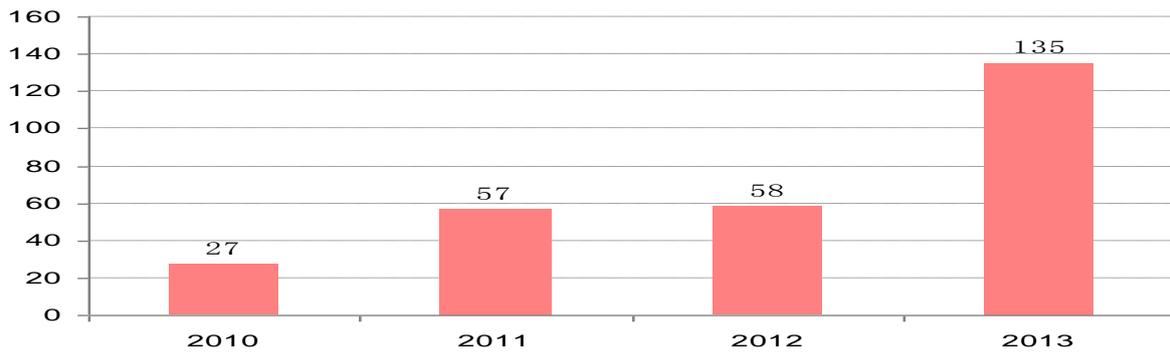
二、公司主营业务：结构调整之后，两大事业部轻装上阵，有望两翼齐飞

2.1 栏目制作业务：打造独具特色的体育栏目

2.1.1 公司栏目制作业务发展稳健

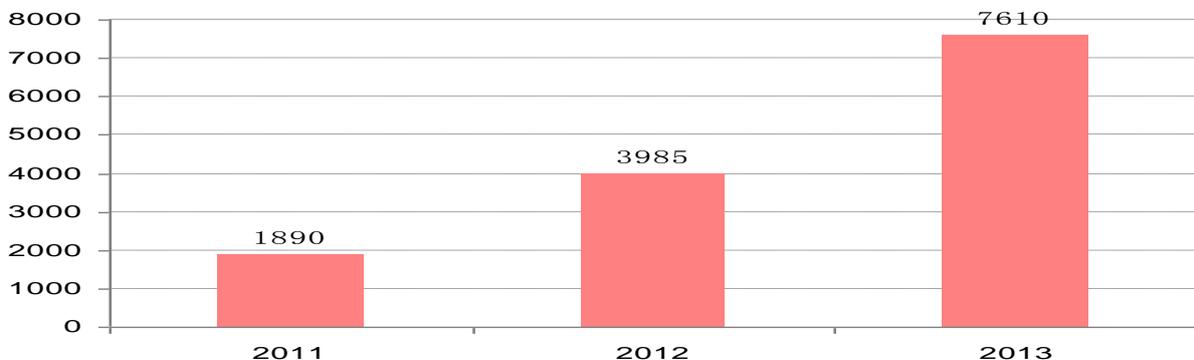
2013 年智美栏目业务收入达 1.35 亿元，同比增长 132.76%。2013 年智美栏目收入的快速增长主要得益于新栏目《中国潮》的首播，以及栏目整体质量的提高。2014 年公司对栏目业务进行了改良，暂停了《周末驾到》栏目（正在改版），并希望未来能够通过优质版权的引进和基于自身赛事版权优势的基础将该业务做大做强。与此同时，公司会继续依托自身的赛事资源，充分挖掘自身的体育 IP 资源，为观众呈现出具有体育基因的原创精品栏目。我们预计公司栏目制作业务在未来三年将继续呈现快速增长态势，增长的动能主要来自优秀版权的引进和自身 IP 资源开发的日益成熟。

图 4：2010-2013 年智美集团栏目制作收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司财务报表，中信建投证券研究发展部

图 5：2011-2013 年智美集团栏目制作总时长（单位：分钟）



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部



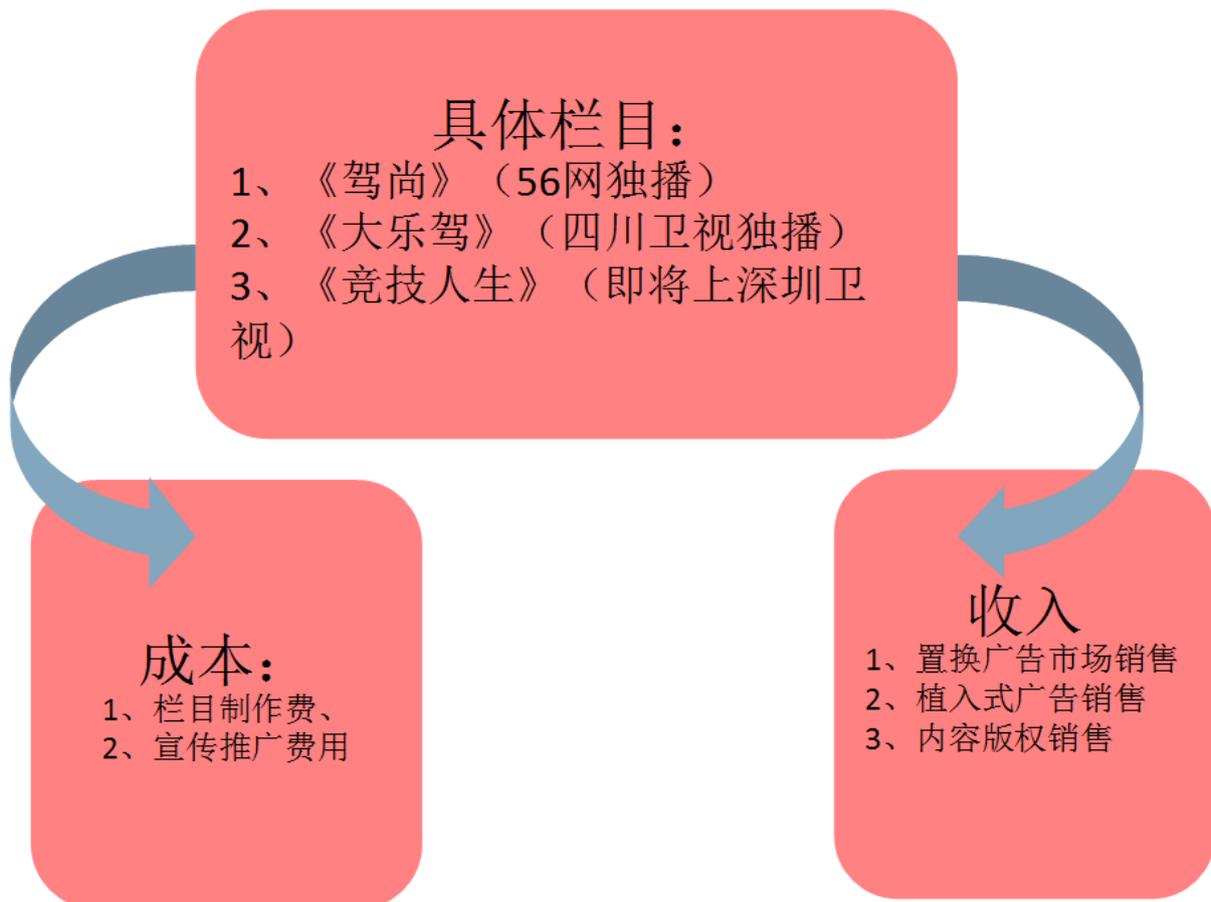
从盈利模式上来看，智美节目主要收入来源是自制节目广告时段的销售、客户赞助的植入式广告收入和出售栏目版权收入。成本方面，公司栏目的成本主要包含制作费用和宣传推广费用。

图 6：公司制作的节目（注：周末驾到正在改版）



资料来源：百度图片，中信建投证券研究发展部

图 7：公司栏目制作业务盈利模式



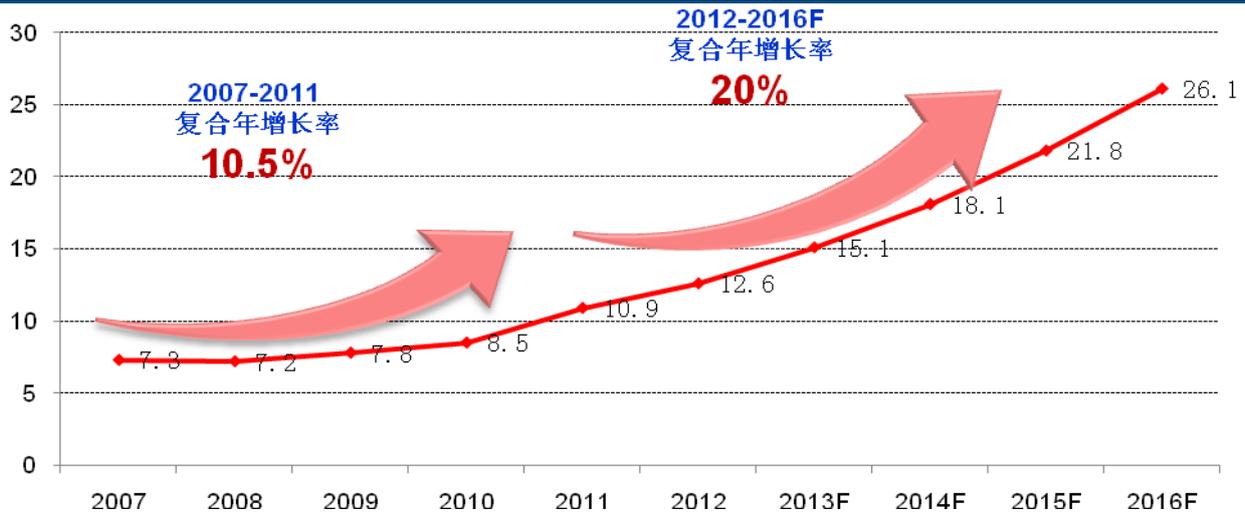
资料来源：中信建投证券研究发展部



2.1.2 栏目制作行业发展稳健

在制播分离的大趋势下，近几年民营资本快速流入栏目制作行业，民营制作团队的崛起为整个行业都带来了活力。从行业规模来看，Ipsos 公司预计在 2012 年之后，整个行业将进入一个加速上升的阶段。该公司预计 2012-2016 年期间，整个行业将保持 20% 的年复合增长率，到 2014 年整个行业规模应能达到 180 亿人民币，到 2016 年整个行业规模应有 216 亿人民币的规模。

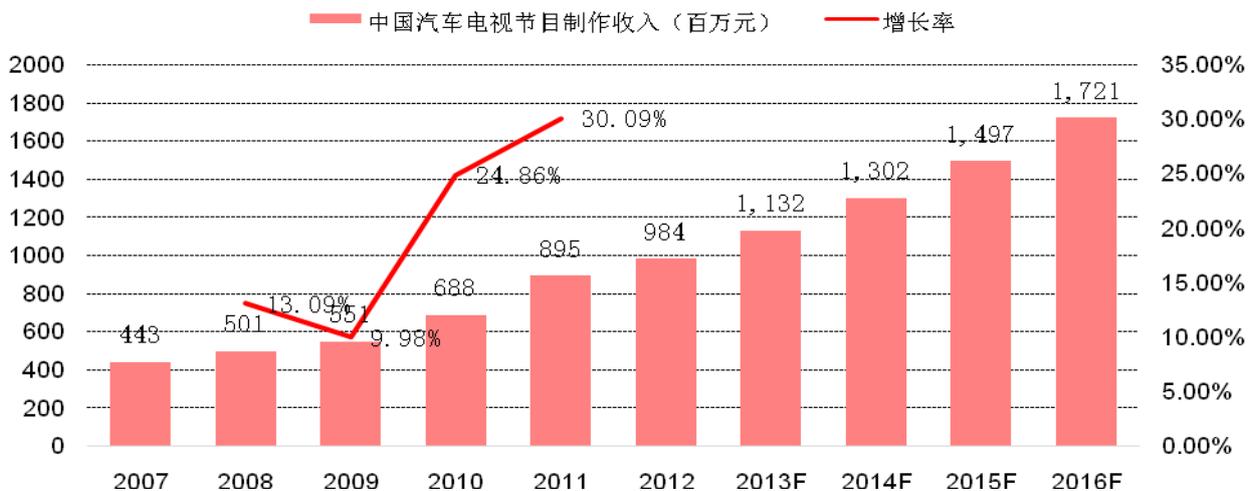
图 8：中国电视节目制作收入（单位：十亿元）



资料来源: Ipsos, 中信建投证券研究发展部

智美集团的栏目制作种类主要还是以汽车类栏目为主，Ipsos 在 2012 年对中国汽车电视节目制作收入进行了统计。到 2014 年整个汽车电视节目制作收入将达 13.02 亿元，2013 年之后行业年复合增长率将保持在 15% 左右的水平。

图 9：中国汽车电视节目制作收入及增长率



资料来源: Ipsos, 中信建投证券研究发展部

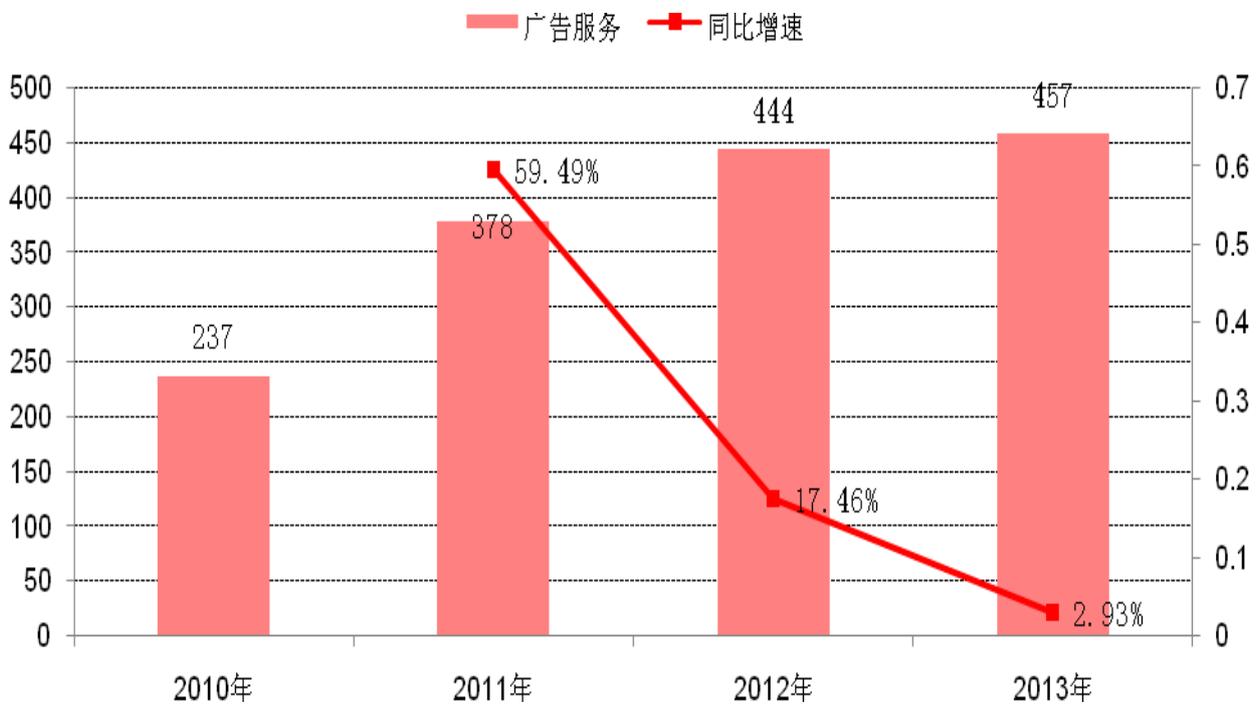


2.2 品牌服务业务：未来继续稳定增长可期，行业增长空间仍然巨大

2.2.1 公司品牌服务业务：未来继续稳定增长可期

2013 年智美品牌服务业务收入达到 4.57 亿人民币，同比增长 2.93%。虽然，公司该业务的规模增速趋于平稳，但是公司的品牌服务业务仍然是公司收入的重要来源，2013 年该业务仍占集团总收入 66%。公司品牌推广服务业务收入规模的增速下滑主要有两个原因：1、公司将业务重点逐步转移到体育赛事运营业务；2、公司此项业务收入主要来源于电视广告代理业务，但整个电视广告行业规模增速近几年也趋于下滑。我们预计公司的品牌服务业务在未来会继续依托央视强势栏目，整体规模保持稳定增长，其主要贡献将是为公司体育业务发展提供良好的现金流和业务协同支持。

图 10：2010-2013 年智美集团品牌服务业务收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部



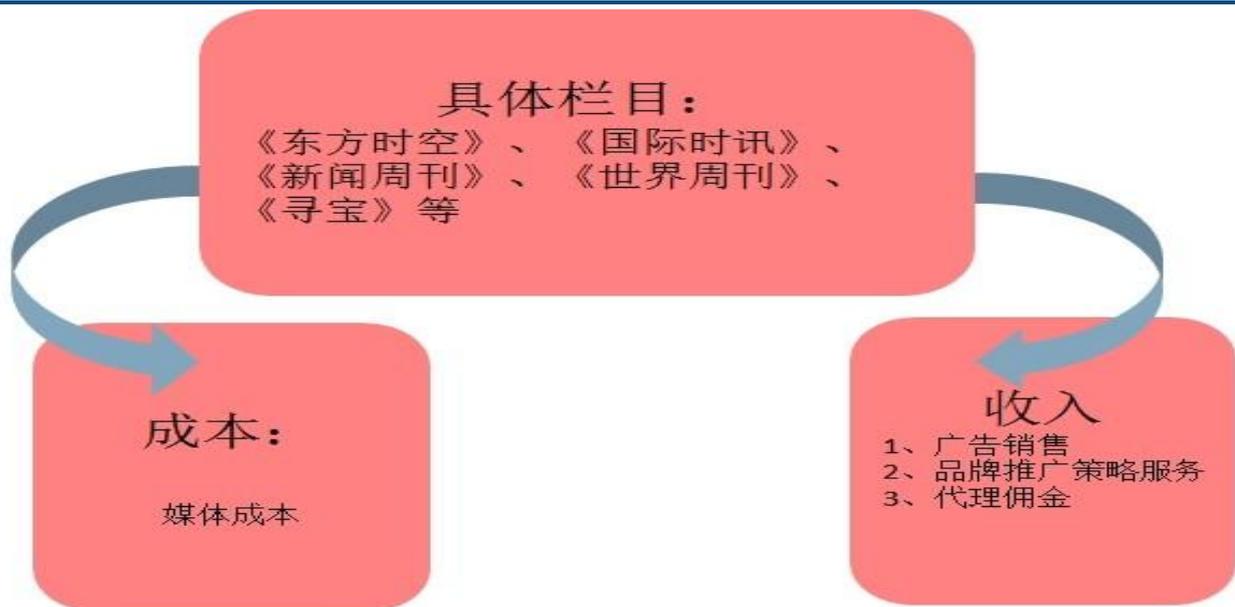
图 11：2014 年智美集团央视代理栏目汇总



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

智美品牌服务业务为客户提供了传媒投资管理及品牌和形象建立两项服务。传媒投资管理业务，公司以向客户销售本集团从媒体营运商购买的电视广告时段及广告空间的独家权利赚取收入，并将客户向公司支付的金额确认为收入。品牌及形象建立服务是指为客户提供品牌策略顾问服务，以及广告代理服务。公司的收入来自为客户提供品牌策略顾问服务之顾问工作及设计推广计划。公司该业务的主要成本是媒介成本。

图 12：公司品牌服务业务盈利模式



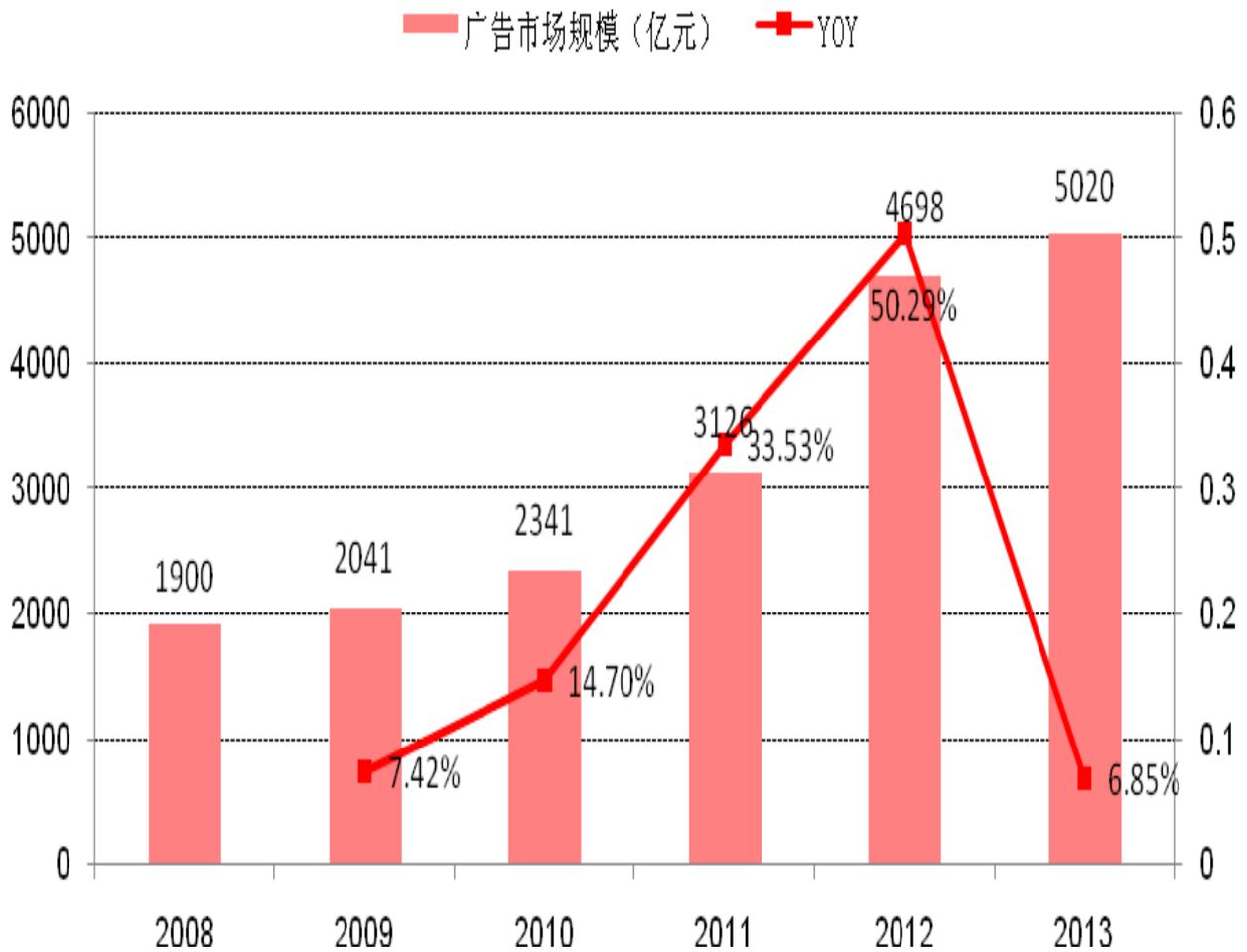
资料来源：中信建投证券研究发展部



2.2.2 广告行业：对比国际发达国家，行业提升空间巨大，未来将有万亿市场

在经济转型的背景下，经济发展由依靠外需向内需转型，由依靠投资到依靠消费转型，本土消费品牌处于品牌打造阶段。处于品牌建立阶段的中国企业营销费用的支出呈现稳步上涨的趋势，2013年中国广告市场规模达5020亿元，同比增长6.85%，过去5年复合增长率21.45%。

图 13：2008-2013 年中国广告市场规模

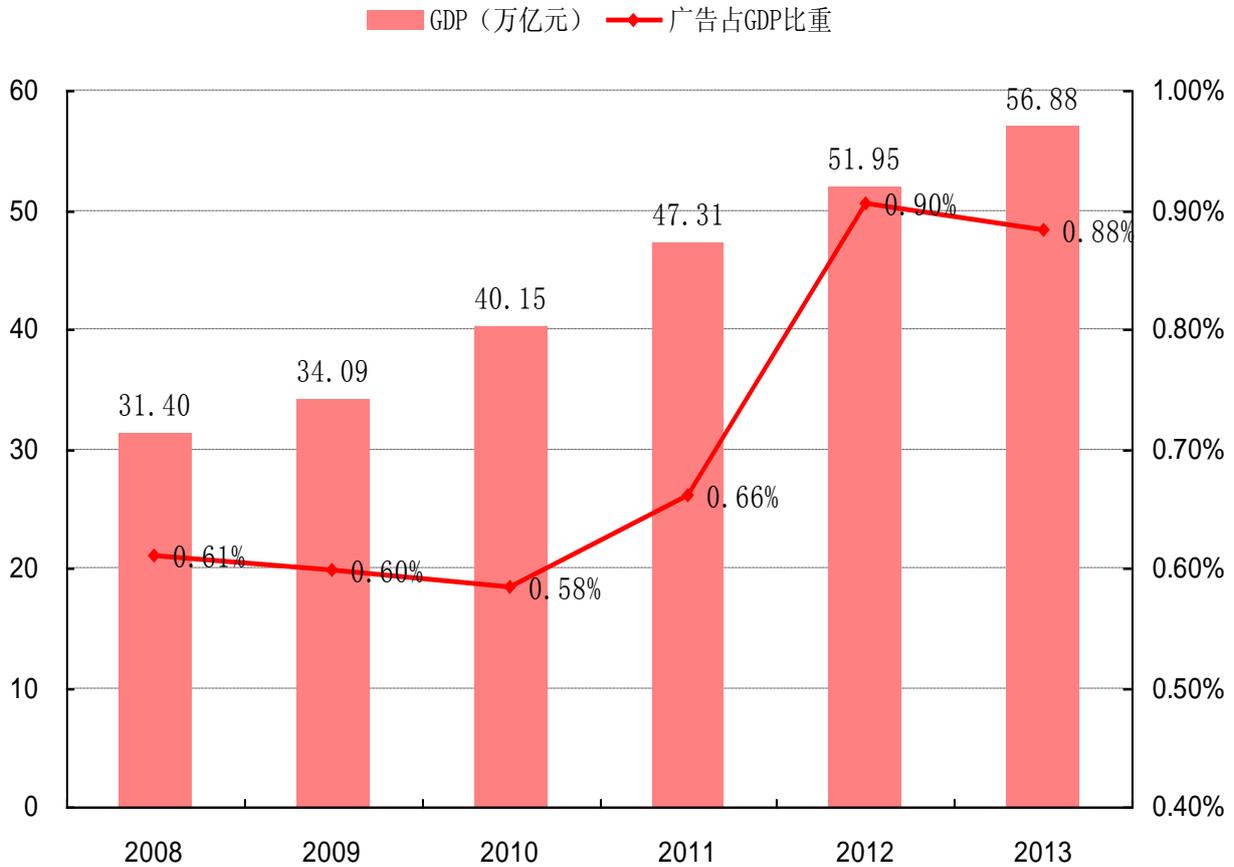


数据来源：工商总局 中信建投研究发展部

2013年中国广告市场规模占GDP的比重为0.90%，之前很长一段时间内徘徊在0.6%与0.75%之间，这一数值与美国、日本等国相比明显偏低，空间广阔。一方面，我国广告市场起步较晚，产业分散、市场成熟度较低，媒体资源价值没有得到充分挖掘；另一方面，国内企业总体处于产品广告阶段，对于品牌塑造、建设和维护尚未展开，广告预算也相对较低。随着我国经济结构调整，创新战略、品牌战略的持续推进，我们认为国内广告的预算将大幅提高，媒体资源价格还将继续上扬，共同推动广告市场规模的占比将加速上升，逐步接近美国。未来五年，我们认为广告市场占GDP的比重可能达到1%-2%，复合增长率达到10%-20%，五年将拥有万亿规模。



图 14：2008-2013 年中国广告市场占 GDP 的比重



数据来源：国家统计局 中信建投研究发展部

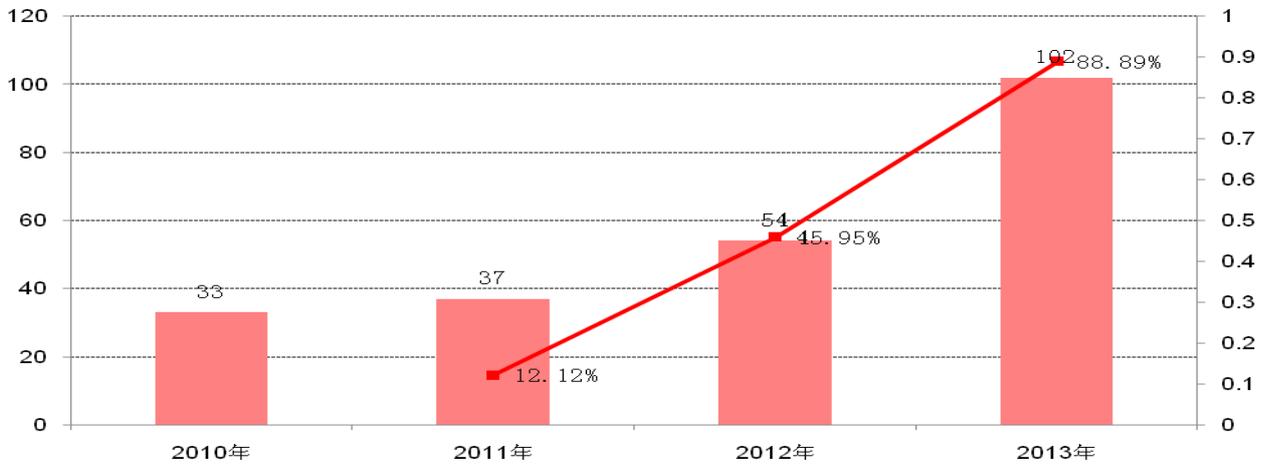
2.3 体育赛事运营业务：拥有绚丽未来的核心业务

2.3.1 公司各业务中体育赛事毛利占比快速放大,未来有望翻倍增长

2013 年公司体育赛事运营业务收入达 1.02 亿元，同比增速更是高达 88.89%。同时，公司 2014 年中报显示，公司体育业务毛利占比已达 30%，较去年的 16% 有明显的上升，预计 14 年全年体育业务的毛利占比将达 40%。我们预计，公司体育赛事运营业务将在未来两年保持 100% 左右的爆发式增长。原因有两点：1、从目前与公司签订的赛事运营合同来看，明年会至少新增 12 个省市与公司开展体育赛事承办的合作。2、公司深耕体育赛事运营业务多年，随着赛事承办经验的增加，公司在赛事运营产业链上的收入渠道将逐步增多（特别是 B2C 收入）。3、随着人们消费观念的改变，体育行业将迎来快速发展期，这将市场对公司赛事承办业务的巨大需求。



图 15：2010-2013 年智美集团体育赛事运营业务收入情况（单位：百万元）

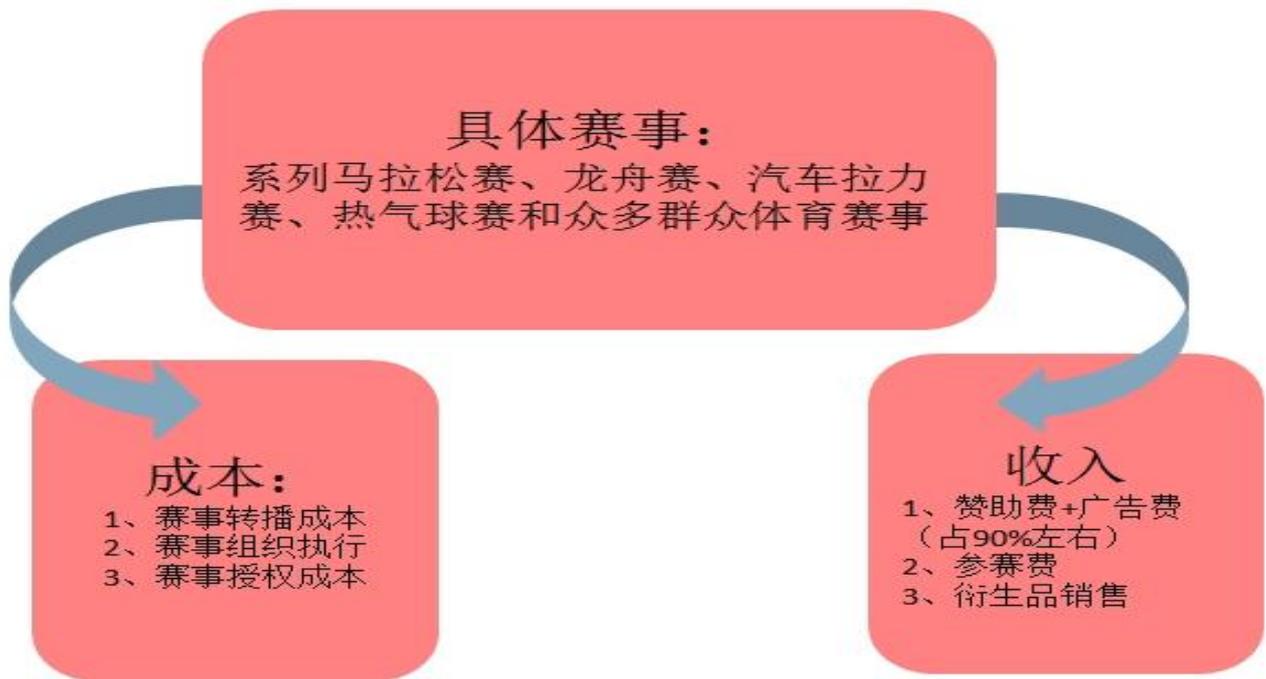


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

2.3.2 体育赛事运营盈利模式：一次投入，多次收益

从业务盈利模式来看，公司体育赛事运营有三大成本，分别是赛事转播成本、赛事组织执行和赛事授权成本。其中，赛事组织执行和赛事转播成本是公司最主要的成本。在赛事授权的获取方面，公司目前主要还是和地方政府深度合作，协助对方完成体育赛事承办，一般不需要为赛事承办支付相关费用。公司体育赛事运营的主要收入来源是赞助费和广告费，其次还有参赛报名费和衍生品销售等收入来源。随着公司业务在体育产业链的深化，公司体育赛事运营业务正逐步打造出“一次投入，多次收益”的盈利模式。

图 16：2010-2013 年智美集团品牌推广业务收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部



2.3.3 体育赛事承办业务所涉项目已涵盖“海”、“陆”、“空”三大领域

公司良好的声誉以及和主办单位多年来保持了融洽的合作，这些都为公司带来了源源不断的合作项目。从公司在未来三年内的计划项目来看，公司承办的赛事已涵盖了海、路、空三个不同运动领域，且各赛事具有观赏性强、参与性强、大众基础广泛、商业价值巨大的特点。

在“海”上项目方面，公司获得了 2014 年国际龙舟联合会世界杯的独家经营权和 2014 年-2018 年中国国际龙舟大赛的长期独家经营权，中国国际龙舟大赛预计明年有 9 场比赛。

在“陆”上项目方面，公司储备项目充沛。公司与中视体育签订 2014 至 2018 年全年马拉松赛，每年十站的独家合作协议。公司的储备项目中，还有以老爷车和极限摩托为主题的项目正在筹划中。未来新项目的持续“落地”也会进一步推动公司体育业务的规模扩大。

在“空”中的项目，智美体育的项目也在逐步展开。公司已经获得了诸如中坦建交 50 周年热气球活动独家承办权，该活动于今年在坦桑尼亚和中國大陸两地举行了系列庆祝活动。同时，公司计划在未来几年内筹办“飞跃中国”等热气球活动。

总的来看，未来三年体育娱乐事业部全年共计举办赛事将超过 40 余场，包括马拉松赛事 12-15 场，这些比赛城市包括广州、杭州、重庆、长沙等中国发达地区；9 场龙舟比赛包括 8 站“中华龙舟大赛”和“2014 龙舟世界杯”；1 场“热气球嘉年华”；1 场“国际摩联花式极限摩托世界锦标赛”。同时，公司还会与各地方体育局进行深度合作，推出各地方的体育特色赛事。

表 2：智美集团 2014-2017 年主要赛事赛历（拟定）

编号	比赛名称	主办单位	承办单位
1	中国马拉松大满贯 (每年 12-15 站)	中国田径协会 各地市政府	智美体育 各地体育局
2	中国国际龙舟赛 {每年八场}	国家体育总局社会指导中心 中国新闻文化促进会体育文化促进 分会	智美体育 中视体育

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 17：公司运营的若干赛事



资料来源：百度图片，中信建投国际研究部

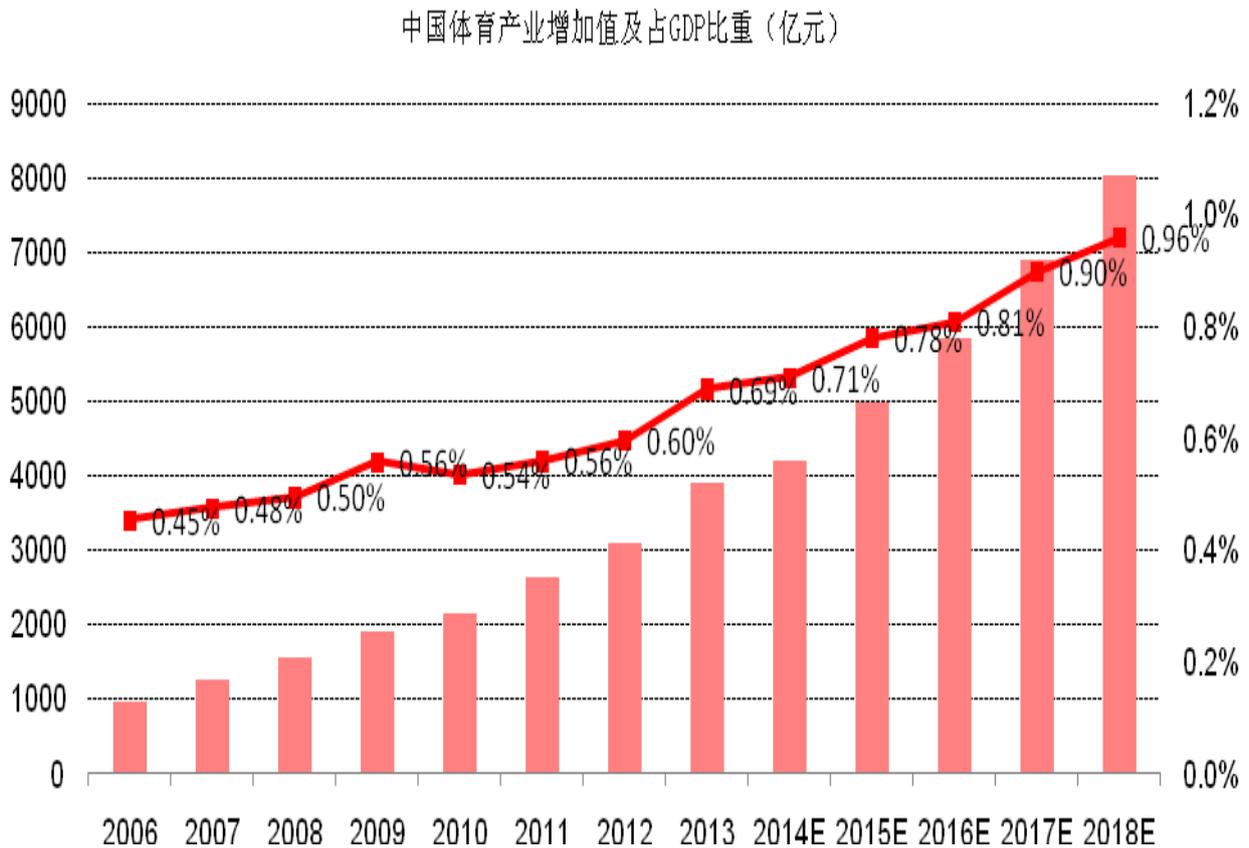


三、体育行业：处在风口的朝阳行业，未来发展空间巨大

3.1 行业规模：行业已经进入加速提升阶段，发展空间巨大

中国体育文化总产值目前正呈一个加速上升的态势，13年产值为3919亿元，相对2012年同比增长25%，13年同比增速也为近4年新高。对于未来，即使按25%的保守增速预计，到2015年中国体育行业产值也将达到6879亿元。近些年，随着国家对体育产业的重视力度加强，以及诸如北京奥运会和广州亚运会这类国际一级赛事在国内的举办，国内体育行业的产值占GDP的比重也呈现出逐年上升的态势。虽然经过了多年发展，但和美国等发达国家相比差距仍然巨大。2013年中国体育产业产值占GDP的比重仍仅为0.68%，美国13年体育产业占GDP的比重接近3%，一般的国际发达国家的平均水平也有2%。差距代表潜力，就算和发达国家的平均水平相比，中国的体育行业增长空间也至少有1倍以上。

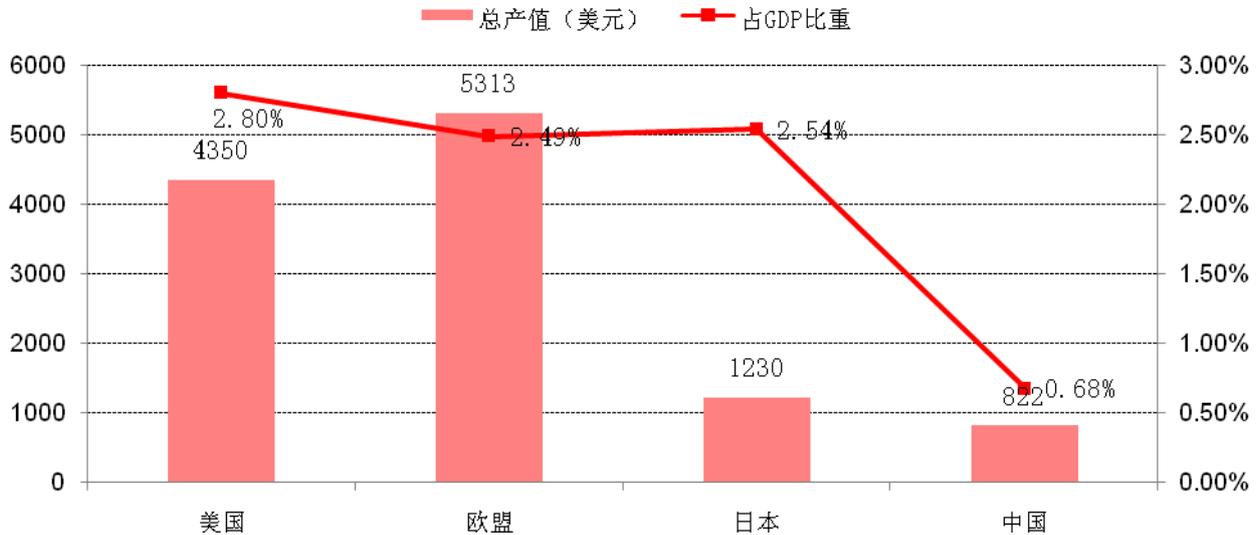
图 18：2006-2013 年国内体育产业增加值及占 GDP 比重的变化



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部



图 19：2013 年各国体育行业产值及产值占 GDP 的比重



资料来源：国家体育总局，中信建投证券研究发展部

3.2 体育政策：国家将体育产业视为未来经济支柱，未来有望打造 5 万亿市场

20 世纪 90 年代，我国体育产业还处在发展不成熟需要国家政策大力扶持的阶段，体育产业生产的产品大多是公共品和准公共品。国家制定的相关体育产业政策的侧重点还主要放在建立健全相关法律法规体系和加强体育产业的规范管理上，政策所推行的行业协会制和俱乐部制对今后的体育产业的发展起到了至关重要的作用。21 世纪初，为保证优势项目在国际上的领先地位，体育产业政策向竞技体育优势项目倾斜，这一时期体育产业相关政策的制定，大多是为 2008 年奥运会的成功举办提供了强有力的政策支持。2009 年，《全民健身条例》的颁布开始把政策侧重点从竞技体育转向全民健身，并引发了全民健身的热潮，从而进一步促进了相关体育产业如体育服务业的发展。近 5 年来，国家政策把重点放在了挖掘体育产业巨大空间上，利用体育产业的发展拉动内需、促进消费、增加就业上，大力鼓励体育产业与文化创意和设计服务业的融合，引导社会资本流向存在巨大发展潜力的体育产业。国务院近两个月来颁布和实施的关于体育产业发展的政策说明政府开始充分重视体育产业对国民经济发展的贡献作用，鼓励投资者进入一个充满机遇的蓝海领域。体育产业一直是一个关乎国计民生的产业，鼓励全民参与体育运动，提高国民身体素质一直是政府工作的重点，同时体育产业和体育消费在新的经济环境下成为了拉动经济增长的重要马车，未来政府势必会继续鼓励体育产业的发展，使体育产业成为新的经济增长点。在《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》中，政府明确提出了到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元的宏伟目标，并使之成为推动经济社会持续发展的重要力量。

表 3：中国历年体育政策汇总及影响

政策	颁布年份	颁布机构	行业影响
《中华人民共和国体育法》	1995 年	国务院	《体育法》的颁布，不仅填补了国家立法的一项空白，而且标志着中国体育工作开始进入依法行政、以法治体的新阶段，这是新中国体育事业发展的一座里程碑，标志着体育工作有了一个根本大法。
《体育产业发展纲要》	1995 年	国家体育总局	纲要提出中国体育产业要用十五年时间逐步建成适合社会主义市场经济体制，



要1995—2010》

《关于加快体育俱乐部发展和加强体育俱乐部管理的意见》	1999年	国家体育总局	符合现代体育运动规律、门类齐全、结构合理、规范发展的现代体育产业体系，促进了社会主义体育事业的发展。 此项意见的提出有利于建立与社会主义市场经济相适应的体育体制，为实施全民健身计划和奥运争光计划提供了组织保障，同时有利于加强规范管理，促进体育俱乐部的健康发展，同时也有利于加强体育法制建设，完善体育法规体系。
《2001-2010年体育改革与发展纲要》	2000年	国务院	纲要的制定促进了竞技体育优势项目的发展，保证了优势体育项目在国际上的领先地位；体育产业开始朝着社会化、科学化、产业化、法制化发展，为在新世纪中叶基本实现体育现代化打下了坚实基础。
《体育事业“十一五”规划》	2006年	国家体育总局	《规划》明确提出了“十一五”时期体育事业发展的指导思想，以科学发展观为统领，以筹办二〇〇八年奥运会为契机，把满足群众日益增长的体育文化需求作为工作的全部出发点和归宿，把提高全民族健康素质作为根本目标，为〇八年奥运会的举办提供了政策支持。
《全民健身条例》	2009年	国务院	引发了全民健身的热潮，激励了人民群众参与健身活动的积极性，有利于保证公民参加健身活动的权利，提高公民的身体素质，在大力发展竞技体育的同时鼓励全民参与到体育运动中来。
《关于加快发展体育产业的指导意见》	2010年	国务院办公厅	出台了加大投融资力度、完善税费优惠政策等多项具体政策和措施，引导了投资方向。支持有条件的体育企业进入资本市场融资，拓宽了体育产业的融资渠道。积极鼓励民间和境外资本投资体育产业，兴建体育设施，拉动了国内剩余劳动力的就业。同时鼓励金融机构适应体育产业发展需要，开发新产品，开拓新业务，促进了体育产业向多元化的方向发展。为我国体育产业发展、拉动体育消费提供了政策支持。
全民健身计划（2011—2015年）	2011年	国务院	在《全民健身条例》的基础上，全民健身活动获得了财政预算更大力度的保障，拉动了国内相关体育产业如体育服装业、体育健身业的进一步发展。更加完善的财政、税收、金融和土地等优惠政策，引导和鼓励了社会力量的投资和捐资、更多的投资人开始愿意出资兴办全民健身事业。
《体育产业“十二五”规划》	2011年	国家体育总局	突出强调了体育产业在国民经济中所占比重仍过低的问题，加大了对体育产业投融资的力度，开始尝试转变政府职能，把政府工作重点放在管理上。规划中提出了创新体育场馆运营机制推进了体育场馆所有权和经营权相分离，体育场馆运营专业机构开始蓬勃发展。同时规划强调了对体育赛事品牌建设的重视和体育无形资产的保护，体育赛事品牌的概念开始深入人心。
《中国足球职业联赛管办分离改革方案》(试行)	2012年	中国足球协会	通过深化职业联赛管办分离的改革，充分地尊重了参与职业联赛各主体的地位，发挥了各主体的作用，为职业联赛健康发展的体制机制指明了方向。改革方案使行政决策权力得到了必要和有效的监督与制约，弱化了行政干预，使职业联赛的商务运作机制更加透明。
《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	2014年3月	国务院	文化创意和设计服务活动与一、二、三产业都密切相关，体育产业被确定为其中的重点。体育产业开始与文化创意和设计服务这些高附加值的产业相融合。体育产业的发展空间进一步扩大，该意见进一步引导了体育竞赛表演事业、体育服务业的发展，同时促进了体育衍生品的设计与开发，进一步促进了相关行业的发展。
《部署加快发展体育产业》	2014年9月	国务院常务会议	为有关体育产业规划的出台奠定了基础，体育产业开始被定位为拉动内需和经



育产业、促进体育 月
消费推动大众健
身》

《关于加快发展体 2014年10 国务院
育产业促进体育消 月
费的若干意见》

资料来源：互联网，中信建投证券研究发展部

济转型升级的“特殊”产业。强调了我国体育产业化程度低和存在巨大开发空
间的问题，鼓励体育核心产业的发展。

把体育产业作为推动经济社会持续发展的重要力量，开发体育产业巨大的潜在
市场空间，利用体育产业扩大内需，促进消费，围绕体育消费的相关个股将迎
来投资机会，并提出到 2025 年打造出 5 万亿规模的体育市场。

3.3 体育赛事商业化创造品牌价值，“体育+广告”的商业模式已经成熟

从传播媒介的角度来看，体育赛事与体育赞助商品牌或产品的名称、标识需要进行有机地结合，体育赛事借此便能成为赞助商的传播载体。体育赛事的观众群巨大，且常常伴随着电视直播，因此，巨大的受众群体是体育赛事成为厂商青睐的主要因素。各项体育赛事的举办，也为举办地政府带来诸如经济发展、刺激旅游、城市形象提升等正面收益。另一方面，许多大型的体育赛事，也因其成功的商业化运作，在观众群中形成了极高的吸引力、巨大的影响力，而拥有很高的商业价值。下表为福布斯杂志在 2013 年评选出来的十大最具商业价值的体育赛事：

表 4：《福布斯》世界体育赛事品牌价值十强

排名	体育赛事	品牌价值
1	超级碗	4.64 亿美元
2	夏季奥运会	3.48 亿美元
3	国际足联世界杯	1.6 亿美元
4	美国大学生体育协会总决赛	1.37 亿美元
5	美国职棒大联盟全球系列赛	1.35 亿美元
6	冬季奥运会	1.23 亿美元
7	欧冠赛	1.17 亿美元
8	代托纳 500	9800 万美元
9	肯塔基赛马	9700 万美元
10	美国职棒大联盟全明星周	8600 万美元

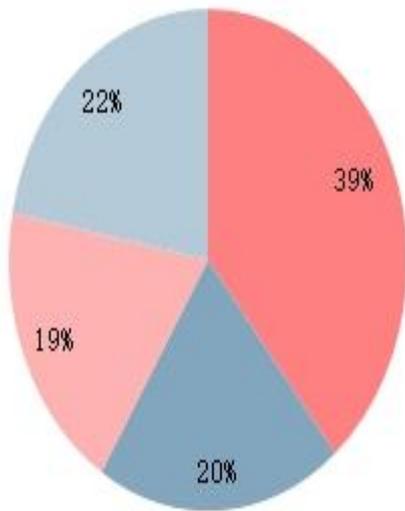
资料来源：Forbes，中信建投证券研究发展部

体育赛事的品牌影响力是毋庸置疑的，因此越来越多的广告主想借助赛事的品牌来为自身品牌进行推广，这也就使广告收入成为了体育赛事价值变现的最直接方式。从国外优秀赛事运营公司和体育联盟的收入来看，目前体育内容通过广告费的形式变现已经十分成熟。我们认为，一般赛事的广告收入主要包括电视转播费和直接赞助费两种形态。从英超联赛的收入结构来看电视转播收入和赞助商收入是最大两块收入，合计占比达 61%。单就赞助费用来看，近些年来体育赛事的赞助费也呈现水涨船高的现象，这点从曼联球衣的胸前广告售价上就可见一斑。2014 年曼联球衣胸前广告以 4.92 亿英镑的价格卖给了雪佛兰公司，这个售价在 14 年间增长了 6 倍之多。



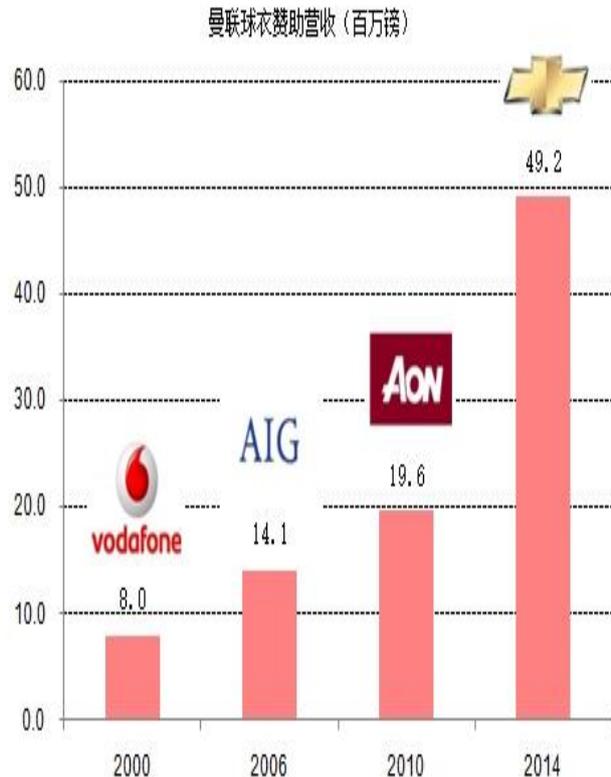
图 20：2013 年英超联赛收入分布图

■ 电视转播权 ■ 球赛门票 ■ 纪念品销售 ■ 赞助商



资料来源：英超协会，中信建投证券研究发展部

图 21：2000-2014 年曼联四大球衣赞助商赞助费变动



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

四、公司核心竞争力：

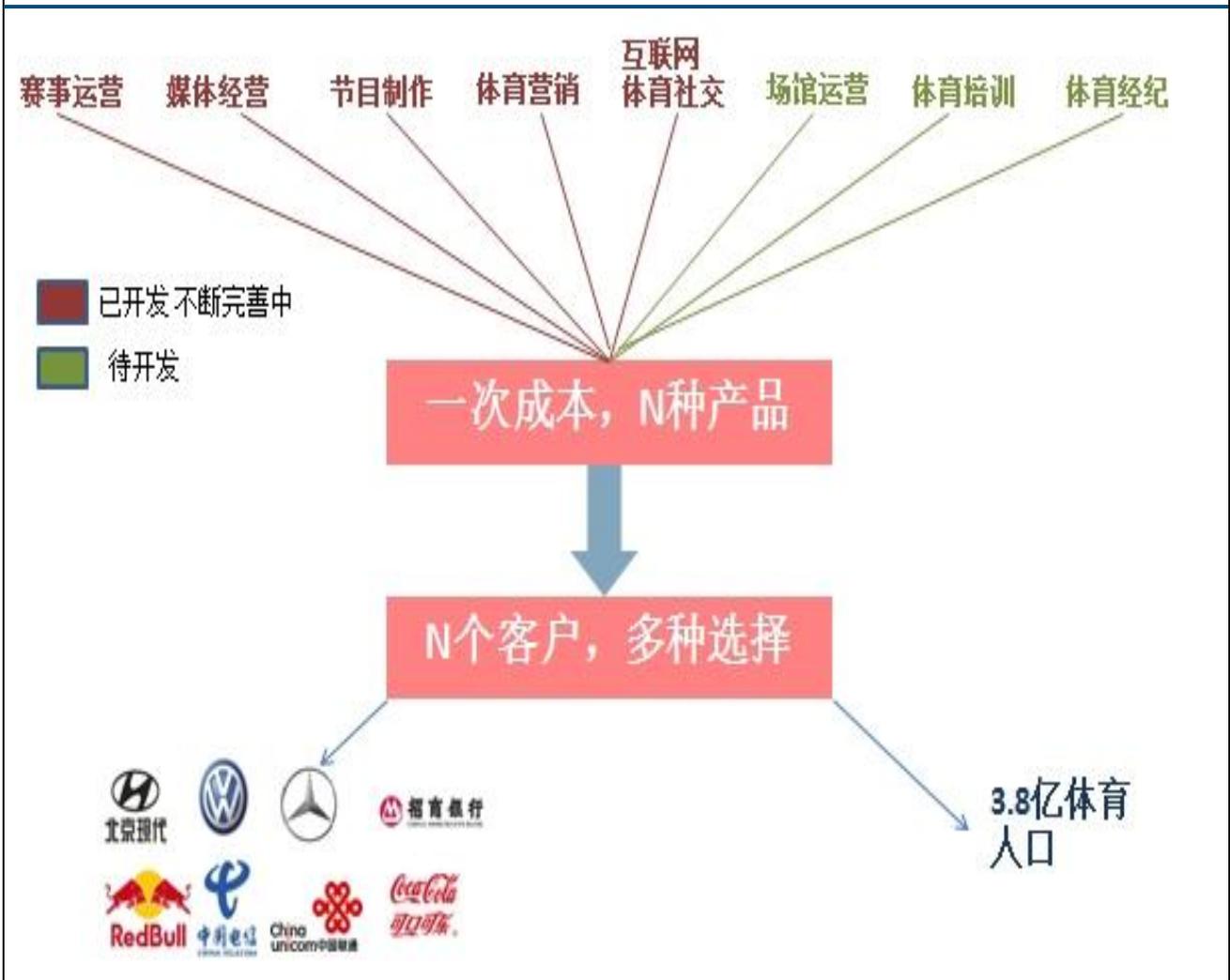
4.1 在赛事承办领域公司拥有先发及全产业链布局优势

公司的管理层已经拥有多年的体育行业或者电视台行业从业经验，在业内拥有足够的资源去进一步扩展公司的业务。公司也是国内第一批涉足赛事承办领域的公司，拥有行业的先发优势。与单独做节目或者赛事的项目型公司不一样，公司是一个平台型媒体运营商，又是一个在体育全产业链布局的体育赛事承办商。公司一方面拥有众多长期稳定有持续投放力的优质客户，一方面构建了电视联播网、新媒体、体育赛事资源为一体的线上线下载覆盖全国的综合传播平台，这样的平台结构，具备极强的低风险、高回报特征。

随着公司业务在体育产业链上的延伸，公司已能做到“一次成本，N 次收益”的商业模式。目前，公司的体育赛事运营业务收益渠道已涵盖了，包括赛事运营、媒体经营、体育营销和互联网体育社交等多方面。未来公司产业链还将延伸到场馆运营、体育培训和体育经纪等方面。



图 22：2010-2013 年智美集团品牌推广业务收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

4.2 公司依靠用户资源，打通 B2C 商业通道

公司的 B2C 媒体通道搭建能力，不仅能为企业客户提供广告、品牌推广服务，也可从广大受众产生收入来源，使公司的服务、产品达到更广泛的消费群体，进一步提高服务的价值和回报。

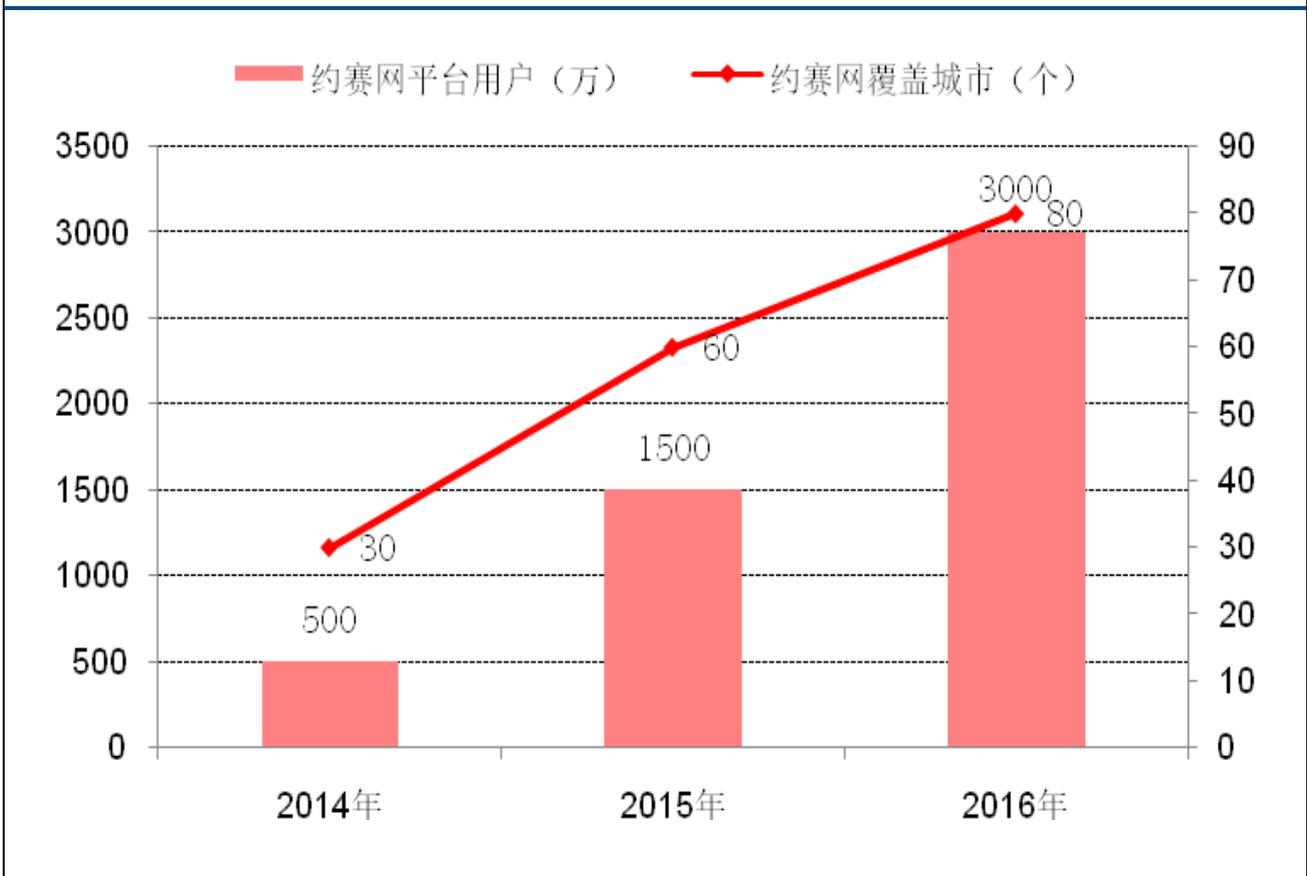
凭借电视联播网平台、互联网平台、线下平台全平台结构，公司进行 B2C 盈利模式的业务将非常便利且未来空间巨大。通过该服务，不但能产生来自企业客户的收入，更可由不同来源产生来自普通大众的收入。公司通过线上节目、线下活动、会员俱乐部，向消费者获得包括电子商务、门票收入、参赛报名费、书刊杂志费、特许商品销售等多种直接收入。

由于公司制作娱乐电视节目及筹办针对普通大众的体育赛事受众广泛，参与者数量巨大，线下观众已达数万级别、数十万级别；电视观众由于覆盖全国的央视、卫视、地方电视构建的电视联播网平台，影响受众达到上亿级的规模。



特别值得注意的是，公司所承办的体育赛事参与者目前已经能达到百万级水平，这百万参与者将成为公司精准数据的最可靠来源。为了充分利用体育赛事的精准数据资源，公司也打造出了诸如“约赛网”等互联网产品，用来扩宽公司收入来源。未来公司的约赛网客户端将成为一个体育健康互动平台，公司计划分三个阶段发展该产品。第一阶段，以报名为基础，挖掘用户需求及价值，同步拓展社会化互动模式；第二阶段，围绕专业、健康形成社交、电商双平台；第三阶段：全面构建体育健康社会化数据营销体系。运营核心是通过报名系统，将用户导入数据库。运营重点：(1)提升社区应用功能；(2)体现专业性；(3)丰富约赛内容；(4)会员价值管理；(5)会员需求满足；(6)会员以个体转向家庭为单位。该产品的具体目标为：到2016年该产品的用户规模达到3000万，覆盖城市达80个，覆盖人口约3亿人。

图 23：2014-2016 年智美约赛网用户导入目标



资料来源：中信建投证券研究发展

盈利预测与估值

公司是目前 A+H 股当中最纯正的体育标的，体育业务将是公司未来最大看点。一方面，从目前公司所承办的赛事和经营的产品来看，未来两年业绩维持 40% 左右的快速增长基本确定。未来两年，公司现有的赛事会保持稳定，特别是为公司贡献较大收入的龙舟赛、马拉松比赛均签了 4 年以上的合作协议。在此基础上，公司也会在原有项目上继续承办新的赛事。比如，公司明年计划新增海侠两岸龙舟赛和世界 21 个名校参加的世界龙舟比赛。马拉松项目上也会有新增衍生项目，比如“四季跑”。与此同时，公司的盈利模式正在逐步多元化，已经可以通过线上线下、电视端、PC 端和移动端进行产品推广，并以广告或赞助费的形式对体育内容进行变现。另一方面，公司的整体估值提升空间巨大。美股中，与智美类似的体育概念股麦迪逊广场花园 (MSG) 公司近



三年的动态 PE 估值一直维持在 27-40 倍之间，动态估值中枢大概在 33 倍，但智美 14 年动态 PE 仅为 28 倍。

因此，智美集团在业绩和估值上都有很大的提升空间，我们预计 14-15 年 EPS 分别为 0.21 和 0.29 元，当前股价对应 14-15 年估值为 28 倍和 20 倍。

表 5:预测和比率

	2012	2013	2014E	2015E
营业收入（百万）	557.21	694.3	902.18	1111.32
营业收入增长率	18.21%	24.60%	29.94%	23.18%
净利润（百万）	131.9	231.5	340.05	473.3
净利润增长率	55.14%	75.40%	46.89%	39.19%
EPS（元）	0.08	0.14	0.21	0.29
P/E	73	42	28	20



分析师介绍

陶静：南京大学金融学硕士、理学学士，3年TMT行业研究经验。2012年《新财富》、《水晶球》最佳分析师通信第一名团队，2011年《新财富》、《水晶球》最佳分析师通信第三名团队。

报告贡献人

王瀚宁 010-85130966 wanghanning@csc.com.cn

陈英 010-85156476 chenyingzgs@csc.com.cn

徐飞 010-85156473 xufei@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622