

赛事龙头乘风发力，领跑体育文化产业

2015年3月13日

投资要点

- ❖ **智美集团：体育赛事运营龙头。**智美集团是集体育互动娱乐和影视娱乐业务于一体的文化产业集团，主要从事体育赛事筹办、传媒投资管理服务和电视节目制作与发行等业务。2013年，公司实现营业收入6.94亿元、净利润2.32亿元。公司是体育赛事运营龙头公司，独家运营广州/杭州等城市马拉松、中华龙舟赛等，与13个省市达成体育赛事全面战略合作，并明确了“中国体育文化产业领跑者”的品牌战略。目前虽然体育赛事收入占比仍相对较低，但呈现逐年提升趋势，预计公司2014-2016年体育业务收入占比分别为24%/37%/49%、毛利率占比分别为31%/44%/55%。
- ❖ **赛事运营：借力政策放松，掌控赛事内容资源。**体育赛事是体育产业的核心，能够实现体育内容生产和体育消费者聚集，各项赛事举办催生赛事运营繁荣发展。目前，我国政府主办赛事受到严格管控，赛事运营商话语权弱；国外引进赛事的品牌内容归属国外机构，赛事可拓展性和变现挖掘能力空间相对小；原创赛事所有权属于运营商，一旦赛事品牌价值形成可以复制并挖掘更多盈利模式。我国体育赛事市场化大势所趋，赛事运营商望借力政策放松、掌控赛事内容资源。路跑是最具潜力的群众体育，美国路跑赛事丰富（2013年28200场）、参与广泛（跑步/参赛分别超5400/680万人）、形式多样（2013年35个主题路跑系列）、变现潜力强（中产阶级/中青年），中国路跑在赛事举办/参与人数/盈利模式等均有巨大追赶空间。
- ❖ **体育O2O：掌控赛事资源，以约赛网为核心构建流量入口&数据中心。**1. 预期未来公司将保持马拉松先发优势，打造原创赛事，并探索更多群众体育类项目。预计2015年公司将独家运营4-6场马拉松，包括杭州、广州（需竞标续约、成功概率较大）、沈阳、武汉、青岛、长沙（待确定）；发展原创赛事，举办四季跑全国10站系列赛；拓展群众赛事，举办13省市6大系列赛事活动等。2. 目前“爱约赛”拥有中国最大的马拉松数据库，未来公司有望打通各省市报名系统积累上亿参与人群数据；同时通过提供活动召集/场馆预定/运动社交/专业指导/约赛裁判等服务增强用户粘性。
- ❖ **拓展盈利模式，从B2B到B2C。**目前公司赛事运营业务收入来源主要是赞助广告、变现方式较为单一，预期未来公司将积极向B2C模式转变，包括赛事嘉年华（实现服饰装备/纪念饰品消费、食品饮料消费、音乐会及游戏活动消费等多种变现）、衍生产品、体育旅游、体育培训等。公司具有多优势实现转型：1. 公司拥有多项赛事资源，为B2C业务提供了广泛的用户基础；2. 公司从传媒业务起家，具有丰富的传媒和节目制作先天优势，可以为公司开发体育相关产品提供支持，如将原创赛事资源进行包装并形成节目题材实现线下体育资源的二次变现；3. 公司拥有资本市场平台和资金实力，有能力与更多合作方共同推进B2C业务发展。
- ❖ **风险因素。**体育制度变革推进速度低于预期；公司央视节目代理权变更；公司赛事独家运营权变更。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司是赛事运营龙头，预计未来将在体育产业上下游不断延伸，看好公司体育领域先发优势及后续战略推进。测算预计2014/15/16年EPS为0.22/0.25/0.29港元，首次给予“买入”评级，目标价5.00港元，对应2015年20倍PE。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	557	694	781	922	1139
变化(%)	18.21	24.60	12.56	17.94	23.62
净利润(百万元)	132	232	280	315	376
变化(%)	54.30	75.42	21.06	12.23	19.65
每股收益(港元)	0.10	0.18	0.22	0.25	0.29
变化(%)	54.30	75.42	21.06	12.23	19.65
市盈率(倍)	39.20	22.34	18.46	16.45	13.75
每股经营性现金流(港元)	0.01	0.10	0.18	0.19	0.22
股价/经营性现金流(倍)	286.42	25.55	14.61	14.32	12.27
EV/EBITDA(倍)	35.69	18.12	14.08	12.48	10.27
每股红利(港元)	0.039	0.180	0.180	0.110	0.123
分红率(%)	0.97	4.44	4.44	2.71	3.04

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为2015年3月11日收盘价；汇率为2015年3月11日（1港币=0.7938人民币）；如非特别注明，报告中的货币单位均为人民币元。



买入（首次）

当前价：4.05 港元

目标价：5.00 港元

中信证券研究部

鞠兴海

电话：021-20262106

邮件：juxh@citics.com

执业证书编号：S1010510120059

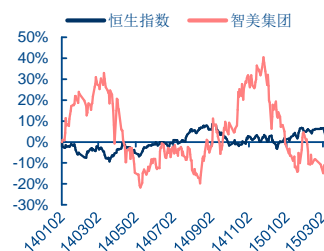
薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 体育行业周报（2015年第一期，2015.2.23-2015.2.27）—精采从“足球”开始.....2015-3-2
2. 中信体育产业周报（2015年第二期，2015.3.2-2015.3.6）—赛事审批放开及市场化望载入政府工作报告2015-3-9

目录

智美集团：体育赛事运营龙头，战略升级再起航	1
积淀深厚，体育赛事运营龙头	1
赛事运营为核心，影视节目强支撑	2
战略升级再起航：打造体育文化消费生态圈	5
赛事运营：借力政策放松，掌控赛事内容资源	6
市场化势在必行，做强品牌者胜出	6
路跑：最具潜力群众体育，盈利模式仍待挖掘	9
厚积薄发，多因素助力体育战略发展	12
掌控赛事内容资源，打造原创体育赛事	13
以爱约赛为核心，构建流量入口&数据中心	16
拓展群众体育商业模式，多优势助力 B2C 发展	17
风险因素	18
盈利预测与估值评级	18
盈利预测	18
投资建议及估值	19

插图目录

图 1：智美集团发展历程	1
图 2：智美集团营业收入和同比增速	1
图 3：智美集团净利润和同比增速	1
图 4：2013 年智美集团营业收入结构	2
图 5：智美集团赛事运营业务收入及毛利率占比	2
图 6：智美集团业务内容	2
图 7：智美集团赛事运营营业收入及同比增速	3
图 8：智美集团赛事运营业务毛利率	3
图 9：公司运营的体育赛事资料	3
图 10：公司马拉松赛事运营业务盈利模式	3
图 11：智美集团影视节目营业收入及同比增速	4
图 12：智美集团影视节目业务毛利率	4
图 13：智美集团影视节目收入及毛利占比	4
图 14：智美集团传媒品牌业务模式	4
图 15：公司构建世界级体育文化运营平台	5
图 16：公司体育文化运营平台产业链发展策略	5
图 17：公司体育 O2O	5
图 18：2015-2017 年公司赛事运营场次预计	6
图 19：2015-2017 年公司赛事参赛人次预计	6
图 20：2015-2017 年公司体育消费人次预计	6

图 21: 体育事业与体育产业融合发展	7
图 22: 体育产业与相关产业融合发展	7
图 23: 2013 年美国各路跑赛事完赛人数	9
图 24: 2013 年美国各路跑赛事举办数量	9
图 25: 美国马拉松和主题路跑历年参与人数	9
图 26: 美国主要主题路跑参与比例	9
图 27: 2013 年美国路跑赛事参赛者年龄分布	10
图 28: 美国跑步者性别比例历年变化	10
图 29: 美国路跑比赛收入构成	10
图 30: 美国跑友平均花费情况	10
图 31: 2013 年中国与其他几个国家和地区路跑比赛数量对比	11
图 32: 2014 年全球 71 个金银铜标马拉松分布	11
图 33: 中国境内马拉松及相关运动赛事审批流程	12
图 34: 公司四季跑赛资料	14
图 35: 公司“四季跑”系列路跑嘉年华活动盈利模式	14
图 36: 公司与 13 省市体育赛事联盟合作意义	15
图 37: 以爱约赛为核心构建流量入口和数据中心	17

表格目录

表 1: 体育赛事种类及其特征	6
表 2: 2013 年我国十大最具品牌价值赛事	6
表 3: 我国赛事运营公司举例	7
表 4: 我国体育赛事运营现状	8
表 5: 2013 年美国跑步人数	9
表 6: 2015 年我国马拉松 IAAF (国际田径联合会) 赛事	11
表 7: 中国田径协会赛事审批范围	11
表 8: 智美集团与 13 省市签订体育赛事全面战略合作协议	14
表 9: 爱约赛服务内容	16
表 10: 公司盈利预测假设	18
表 11: 公司盈利预测	19
表 12: 可比公司估值比较	19

智美集团：体育赛事运营龙头，战略升级再起航

积淀深厚，体育赛事运营龙头

智美集团是集体育互动娱乐和影视娱乐业务于一体的文化产业集团，主要从事体育赛事筹办、传媒投资管理服务和电视节目制作与发行等业务。

2000 年公司前身智美传媒成立，2006 年公司主要经营实体北京智美传媒成立。经过十多年积累和成长，公司旗下智美体育互动娱乐事业部已成为中国最大的体育赛事运营商之一。2013 年，智美集团于香港主板上市。

图 1：智美集团发展历程

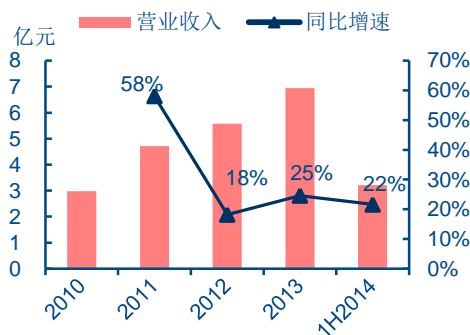


资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部整理

2013 年，公司实现营业收入 6.94 亿元、净利润 2.32 亿元，分别增长 24.6%、75.5%。2014 年中报，实现营业收入 3.21 亿元、净利润 1.02 亿元，分别增长 21.6%、43.1%。

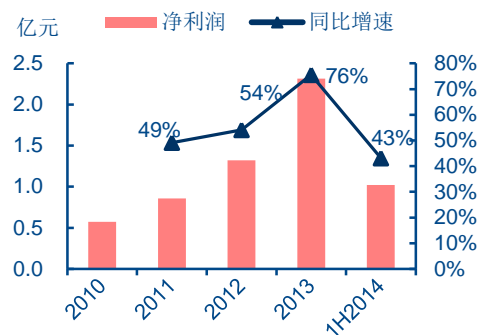
2013 年，公司来自广告服务、节目制作和体育赛事的收入占比分别为 66%、19%、15%。虽然体育赛事收入占比仍相对较低，但呈现逐年提升趋势，同时赛事运营毛利润占比高于收入占比，2014 年中报赛事运营收入、毛利润占比分别为 22%、32%。

图 2：智美集团营业收入和同比增速



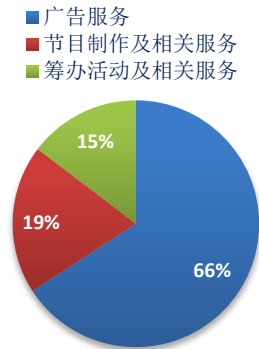
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：智美集团净利润和同比增速



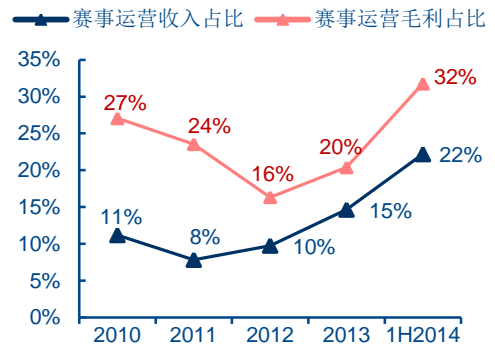
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2013 年智美集团营业收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：智美集团赛事运营业务收入及毛利率占比



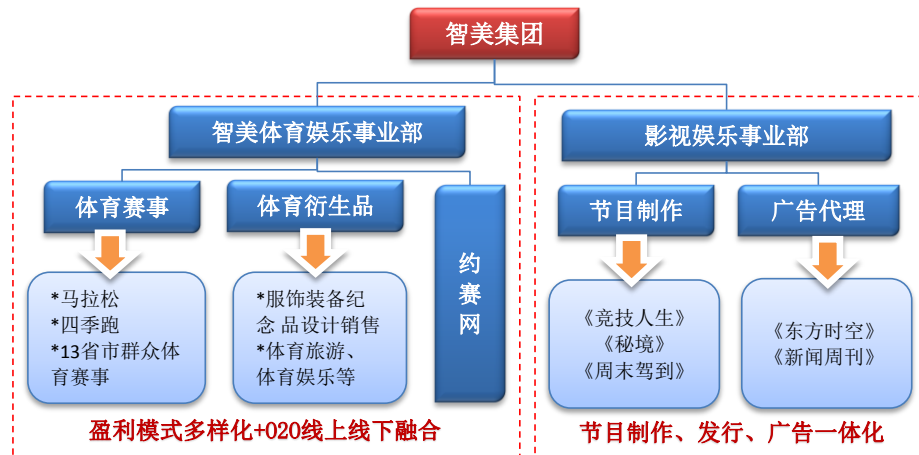
资料来源：公司公告，中信证券研究部

赛事运营为核心，影视节目强支撑

2014 年 12 月 18 日，公司发布《智美控股集团 2015-2017 年发展战略》，确立了公司做中国体育市场培育者的发展定位。未来，公司业务将全面升级，迎来“二次创业”的重要转折期，原有的三大业务线整合为两大事业部。

- ❖ **智美体育娱乐事业部**：由原有的体育赛事运营部升级而成，目前主要收入来源是品牌商赞助费、广告空间销售收入、报名费/门票收入。未来，公司将利用互联网和移动端的发展势头，将线下赛事、俱乐部和线上体育社区、体育应用、智能运动健康终端融合，实现 O2O 的发展模式。
- ❖ **影视娱乐事业部**：由原有节目制作与品牌推广两大业务合并而成，意在形成节目制作、发行、广告一体化产品，目前主要收入来源是广告时段的销售和赞助的植入式广告。

图 6：智美集团业务内容

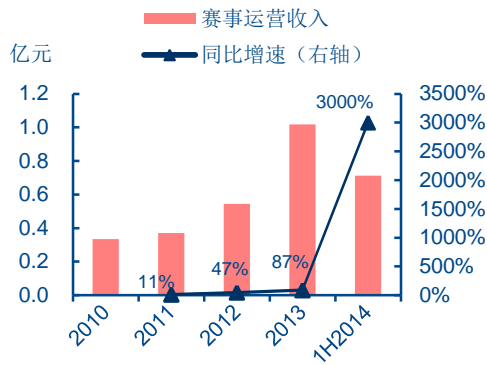


资料来源：中信证券研究部整理

赛事运营：核心业务，加速发展

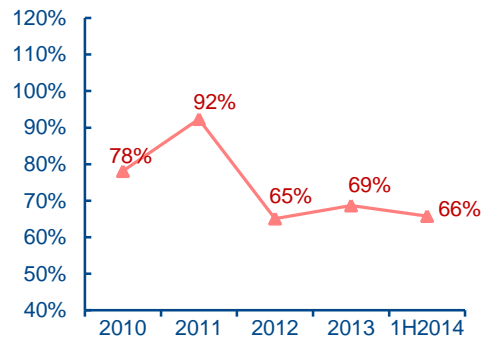
赛事运营是公司的核心业务。2014 年公司体育赛事运营业务进入高速增长期，2014 年中报，公司赛事运营业务营业收入增长 30 倍、毛利润增长 63.6 倍，毛利润占比由 0.6% 提升至 31.8%。公司赛事运营业务毛利率较高，2012、2013、1H2014 毛利率维持在 65%-69% 之间。

图 7：智美集团赛事运营营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：智美集团赛事运营业务毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2014 年公司共运营赛事 23 场，包括杭州&广州马拉松赛、国际龙舟联合会世界杯、中华龙舟大赛、FIM 花式摩托极限世界锦标赛等国内外多项重大体育赛事，构造了“海陆空”全覆盖赛事运营网络。

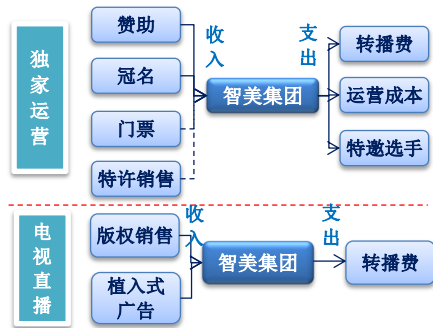
2012 年，公司成为首届广州马拉松赛的独立运营商，拉开公司运营马拉松赛事的序幕。公司参与马拉松赛的方式分为两种：独立运营和电视直播。独立运营赛事是公司马拉松运营收入的主要来源，目前主要盈利模式以 B2B 为主，即以品牌商广告、冠名等赞助收入为主要盈利模式。电视直播方式是指，公司与央视签订了每年 15 站马拉松赛事的制作及直播合作协议，公司可以为一些城市马拉松赛事提供制作直播服务，赚取转播价差及植入式广告等收益。

图 9：公司运营的体育赛事资料



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 10：公司马拉松赛事运营业务盈利模式



资料来源：中信证券研究部整理

影视节目：提供稳定业绩支撑，助力赛事运营快速发展

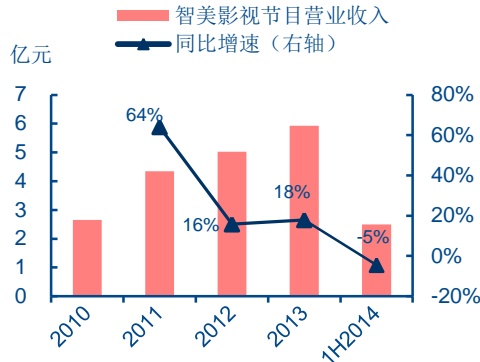
2014 年初，公司将原有品牌服务与影视制作两大业务合并为智美影视节目事业部，将电视节目制作、发行、广告服务形成一体化产品。目前，公司制作的节目播出覆盖中央电视台、省级电视台和地方电视台，累计超过 300 家，并为品牌客户提供有价值的传播平台。

提供稳定业绩支撑。目前影视节目业务仍是公司最重要的收入来源，为公司提供了稳定的业绩支撑。2013 年影视节目收入、毛利占比分别为 85%/80%，1H2014 影视节目收入、毛利占比分别为 78%/68%。

助力赛事运营业务快速发展。公司从传媒业务做起，在传媒资源、节目制作、合作品牌商等方面有较深积累，借力传媒资源和优势，公司逐渐涉及赛事运营业务，并通过央视独家马拉松赛事谈判权等夯实赛事运营领域地位。未来，公司还将运用传媒和节目制作方面的先

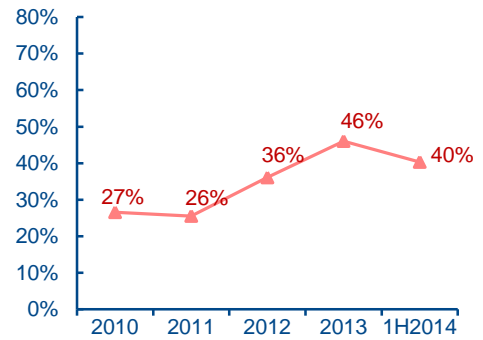
天优势，快速发展赛事运营业务，如将原创赛事资源进行包装并形成节目题材，实现线下体育资源的二次变现。

图 11: 智美集团影视节目营业收入及同比增速



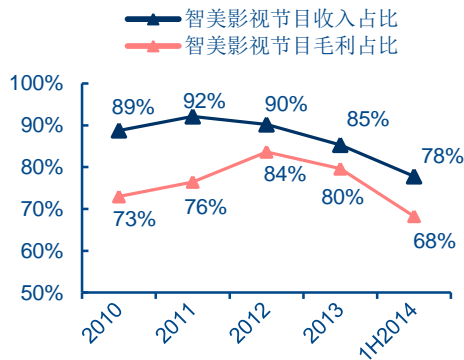
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 12: 智美集团影视节目业务毛利率



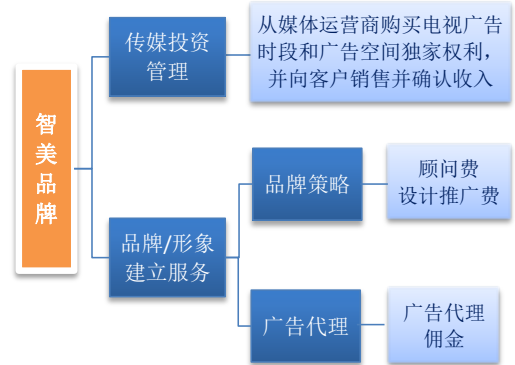
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 13: 智美集团影视节目收入及毛利占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 14: 智美集团传媒品牌业务模式



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

传媒品牌业务

公司传媒品牌业务分为**传媒投资管理**和**品牌及形象建立服务**。传媒投资管理业务中，公司从媒体运营商购买电视广告时段和广告空间的独家权利，并向客户销售并确认收入；品牌及形象建立服务中，公司为客户提供品牌策略顾问服务、广告代理服务，收入来自对公司品牌策略顾问服务及设计推广计划所支付的款项，和客户就广告代理服务支付的佣金，公司向广告客户收取的价格与公司就没有独家播放权的可得广告时段支付价格之差价。

2014 年 CCTV-13 新闻频道《东方时空》、《国际时讯》、《新闻周刊》、《世界周刊》及 CCTV-1 综合频道《寻宝》五个栏目独家承包经营权。其中，《寻宝》节目因播出时间将会增加，广告经营时间也随之增加。

节目制作业务

公司节目制作业务从汽车类节目起步，逐渐发展到文化综合节目和真人秀节目制作。经过多年积累，公司拥有较强的节目制作能力和制作团队，公司创始人任文曾经策划过包括《突破》在内的许多大型节目活动，公司现任首席内容官鹿郡曾经被评为中国十大青年导演，担任《艺术人生》、《同一首歌》策划十年之久。

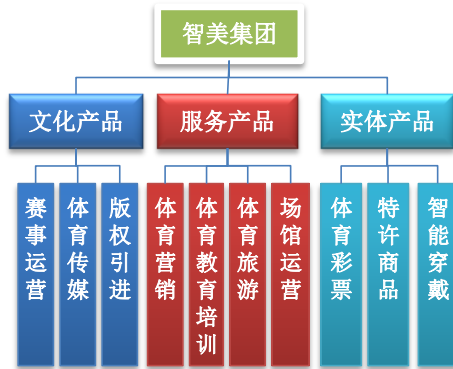
目前，公司节目制作业务的收入主要来自节目广告时段销售及客户赞助的植入式广告。未来，公司将把原创赛事资源进行包装并形成节目题材，实现线下体育资源的二次变现。

战略升级再起航：打造体育文化消费生态圈

2013 年底，公司明确了“中国体育文化产业领跑者”的品牌战略。2014 年 12 月 18 日，公司发布《智美控股集团 2015-2017 年发展战略》，确立了公司做中国体育市场培育者的发展定位，预计未来公司将努力构建完善的世界级体育文化运营平台，并努力打造体育文化消费生态圈。

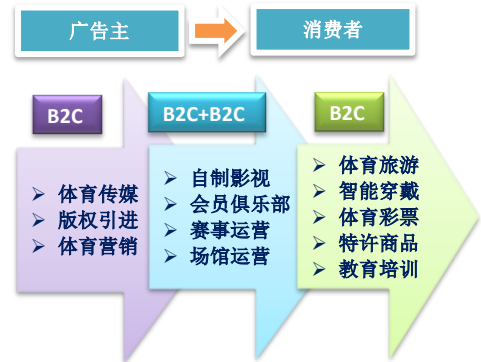
目前，公司各项赛事运营业务的收入来源主要是赞助广告，即 B2B 业务，变现方式较为单一。2015 年，预期公司将重点发展赛事 B2C 业务，形成更多变现方式和盈利模式。未来，公司体育赛事业务将从现在的 B2B 模式，逐渐向 B2C 转变。

图 15：公司构建世界级体育文化运营平台



资料来源：中信证券研究部整理

图 16：公司体育文化运营平台产业链发展策略



资料来源：中信证券研究部整理

同时，公司将全力打造中国体育健康数据平台，将各类赛事、体育俱乐部、体育培训旅游与网上体育社区、移动体育应用、智能穿戴、电商平台等进行关联互动，形成体育社交网络，实现 O2O 融合发展，让体育产业链的每个环节都创造出巨大的商业价值空间。

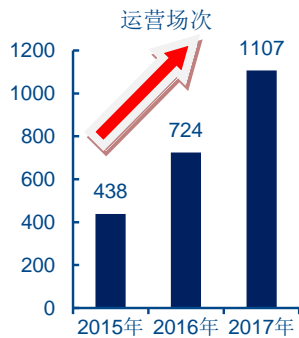
图 17：公司体育 O2O



资料来源：中信证券研究部整理

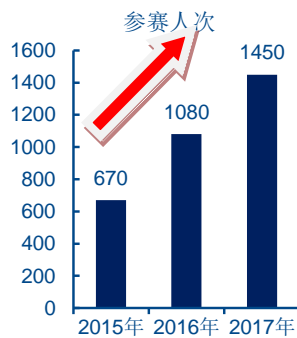
根据公司产品规划，到 2017 年公司运营的赛事数量将达 1,107 场，赛事参赛人次达 1,450 万人次，公司体育消费人次将达 500 万人次。

图 18: 2015-2017 年公司赛事运营场次预计



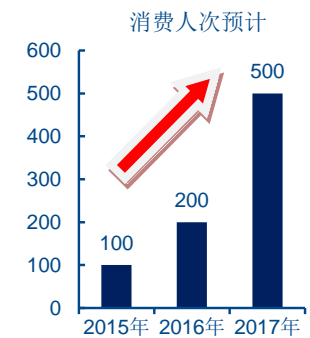
资料来源: 中信证券研究部根据调研情况整理及预测

图 19: 2015-2017 年公司赛事参赛人次预计 (万人次)



资料来源: 中信证券研究部根据调研情况整理及预测

图 20: 2015-2017 年公司体育消费人次预计 (万人次)



资料来源: 中信证券研究部根据调研情况整理及预测

赛事运营: 借力政策放松, 掌控赛事内容资源

市场化势在必行, 做强品牌者胜出

体育赛事是体育产业的核心资源, 位于整个体育产业链的上游。体育赛事总体可以分为 4 类。1) 职业联赛: 以俱乐部为基础, 赛事周期一般以季度和年为单位, 有固定的运作模式, 商业参与度较高。如美国的 NFL/NBA、中国的中超/CBA。2) 单独运作的商业赛事: 包括斯诺克台球、网球公开赛在内, 商业性较强, 能够吸引特定的一部分观众。3) 跨区域周期性赛事, 包括奥运会、世界杯在内, 覆盖面最广, 影响力极大。4) 群众性体育赛事, 包括社区学校运动会、马拉松、广场舞比赛等, 拥有广泛的受众基础, 但商业价值相对较低。

表 1: 体育赛事种类及其特征

赛事种类	举例	特征
群众性赛事	马拉松比赛、广场舞比赛	参与基础广泛、商业价值相对低
职业联赛	中超、CBA、NBA	模式固定、商业参与度较高
单独运作商业赛事	斯诺克、温布尔登网球公开赛	商业性强、吸引特定观众
跨区域周期性赛事	奥运会、足球世界杯	覆盖面广、影响力大

资料来源: 中信证券研究部整理

表 2: 2013 年我国十大最具品牌价值赛事

赛事名称	品牌价值估算	创办时间	市场开发收入	运营方
北京国际马拉松	>2.5 亿元	1981 年	收入 3,000 万元左右	中奥体育
中国网球公开赛	>3 亿元	2004 年	2 亿元左右(赞助商、票房、特许产品、报道权)	中网公司
中国男子篮球职业 BA	>3.5 亿元	1995 年开始职业联赛, 2005 年改名为 CBA	4.5 亿元左右(不包括各俱乐部收入)	盈方中国
中国足球协会超级联赛	>6.5 亿元	1989 年全国足球甲 A 联赛开始, 2004 年改名为中超联赛	估计 4 亿人民币左右(不包括各俱乐部收入)	盈方中国
环青海湖国际公路自行车赛	>1.5 亿元	2002 年	1,800 万元左右, 拉动旅游收入: >3 亿人民币	
NBA 中国赛	>1.6 亿元	2004 年	广告收益归 NBA, 票房收入 3,000 万元左右/主客场	NBA 中国公司
上海汇丰杯高尔夫冠军赛	>3 亿元	2005 年	汇丰银行赞助, 比赛奖金 850 万美元	
斯诺克上海大师赛	>1.2 亿元	2007 年	估计 2,000 万元	时博国际
中国杯帆船赛	>2.5 亿元	2007 年	5,000 万元左右	纵横四海
上海网球大师赛	>3 亿元	2002 年	劳力士冠名赞助, 奔驰、银联也参与赞助	上海久事

资料来源: 新浪体育专栏, 中信证券研究部整理

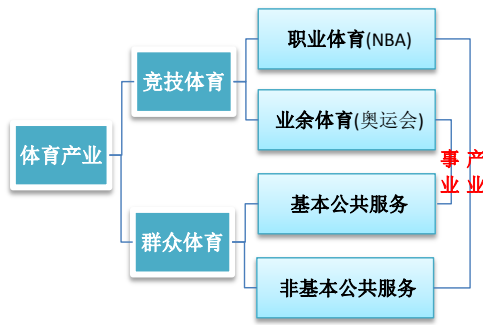
赛事内容是体育产业的核心，能够实现体育内容的生产和体育消费者的聚集，在此基础上，各个相关环节通过多种形式实现内容和流量的变现。

我国的体育赛事大多受政府严格管控，社会企业几乎没有赛事的主办资格，只有承办与销售资格，主办单位始终是以国家体育总局为代表的政府机构。根据当今国际体育赛事发展趋势，无论是公益性还是商业性体育赛事，都离不开市场化运作驱动，成功有效的市场化运作可以使体育赛事发挥社会效益的同时获得理想的经济效益。随着我国经济体制市场化的推进，一些大奖赛、巡回赛也进行了市场化改革的探索。

《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》强调，推动体育事业与体育产业融合发展、推动体育产业与相关产业融合发展。我国将从金牌体育逐渐过渡到全民体育，职业体育、群众体育等将成为体育产业的发展重点，体育赛事市场化运作是必然趋势。

从公开发布的各类官方文件中可以判断，未来，我国体育赛事政策放开方向主要包括：取消商业性和群众性体育赛事活动审批，加快全国综合性和单项体育赛事管理制度改革，推进职业体育发展等。

图 21：体育事业与体育产业融合发展



资料来源：中信证券研究部整理

图 22：体育产业与相关产业融合发展



资料来源：中信证券研究部整理

各项体育赛事的举办，催生了一批专门为赛事服务并从中获取收益的赛事运营公司。赛事运营的产业链相对明晰，运营公司作为整合俱乐部体系（如果是职业联赛）、链接目标受众与赛事资源的重要中介出现，负责常规性赛事的组织以及商业化的运作。其收入大致包含有媒体版权、赛事门票、授权产品、赞助商（包括冠名赞助、场地广告、服装广告、媒体广告等）等。

表 3：我国赛事运营公司举例

公司名称	公司背景	主营业务	赛事项目举例
央视-IMG(北京)体育赛事管理有限责任公司	中视体育与体育营销管理公司 IMG 联合组建	承办或赞助体育赛事，明星客户代理，为体育赛事和相关公司提供咨询和顾问服务。对体育赛事进行全方位整合	高尔夫：上海汇丰冠军赛、美兰湖上海名人赛，网球：中国网球公开赛，其他：中国房车锦标赛、“冰上之星”
时博国际体育赛事有限公司	北京市国有资产经营有限公司发起设立,北京北奥集团有限责任公司下属企业	赛事运营、媒体服务、产业资本、标准输出、授权代理多领域融合的业务结构	斯诺克中国公开赛、南美超级德比杯（巴西 VS 阿根廷）、巴萨中国行、北京奥运城市体育文化节、国际泳联在北京站跳水和短池赛事、亚欧全明星乒乓球对抗赛、世界超级跑车锦标赛北京站
厦门广播电视集团	经国家广电总局和中央文化体制改革试点工作领导小组办公室批复审核成立	厦门的主流媒体，有广播、电视、报纸、网络、移动电视等多媒体传播体系	独家负责厦门马拉松赛的品牌运营与市场开发
上海久事赛事管理有限公司	隶属于上海久事公司，系国有投资经营控股公司	赛事管理、赛车场管理、体育营销、品牌研究与咨询以及相关的版权管理	主要负责举办在上海的国际引进商业赛事：F1 中国大奖赛、上海劳力士 ATP1000 网球大师赛、上海国际赛车场，其他：上海浪琴杯环球马术冠军赛、世界耐力锦标赛、世界房车锦标赛、世博会赞助商
时博国际体育赛事有限公司	北京市国有资产经营有限公司发起设立,北京北奥集团有限责任公司	赛事运营、媒体服务、产业资本、标准输出、授权代理多领域融合的	斯诺克中国公开赛、南美超级德比杯（巴西 VS 阿根廷）、巴萨中国行、北京奥运城市体育文化节、

公司名称	公司背景	主营业务	赛事项目举例
	任公司下属企业	业务结构	国际泳联在北京站跳水和短池赛事、亚欧全明星乒乓球对抗赛、世界超级跑车锦标赛北京站
中奥体育产业公司	属中体产业集团（国家体育总局控股上市公司）	品牌赛事投资及运营，运动员经纪业务，综合性运动会运营管理	中国高尔夫俱乐部联赛、环中国国际公路自行车赛、北京马拉松赛和中国男篮巡回赛等
智美集团	民营企业，任文等创办，传媒业务起家、与央视关系良好	经营赛事运营、影视广告业务	马拉松（广州、杭州等城市），中华龙舟赛，老爷车拉力赛，四季跑
北京今日影响体育公司	民营企业，今日影响投资管理有限公司下的一个重要实体	组织国内外大型文化体育交流活动，体育赛事的商业开发推广等	国家体育总局水上运动管理中心指定的中国摩托艇联赛唯一运营机构，运营世界水上极速运动大赛、世界水上摩托锦标赛以及中国摩托艇联赛
上海力胜赛车文化股份有限公司	民营企业，由夏青创办，与央视IMG合作，是国内赛车领域的领军公司	赛车队经营，赛车场运营，赛事运营以及汽车活动推广	赛车比赛：中国房车锦标赛、世界房车中国锦标赛、POLO CUP中国挑战赛、天马论驾、TMC-房车大师挑战赛、中国卡丁车锦标赛、中国超级跑车锦标赛、风云赛道嘉年华和华夏赛车大奖赛
深圳市纵横四海航海赛事管理有限公司	民营企业，深圳市重点文化企业	帆船赛事运营，帆船赛事衍生品包括纪念品等营销以及开设帆船的培训和体验项目	帆船比赛：负责商业运营和承办中国杯帆船赛
深圳市美盛体育发展有限公司	民营企业，与地方政府、行业协会良好关系	自行车赛事的策划和推广工作，近年来增设竞赛器材租赁业务	自行车骑行赛事：负责策划和推广全国自行车邀请赛，负责“盛世丹霞杯”邀请赛、“喜德盛杯”山地自行车全国公开赛以及乐享骑行行业自行车赛等
大正传媒	民营企业，以移动新媒体拓展及专业赛事运营为主项的整合营销服务机构	高尔夫球网络媒体、赛事活动、数据库营销、商旅定制等	高尔夫球商业比赛：负责运营高尔夫城市挑战赛
众辉国际体育管理有限公司	以姚明的经纪管理团队为底蕴	运动员和运动队经纪，赛事运营，体育公关和体育营销	中国大学生男子篮球联赛，姚基金慈善之旅，丁俊晖-特鲁姆普顶尖挑战赛，NBA大篷车，NBA关怀行动和踏安杯国际篮球赛等
盛开国际体育	民营企业，李红、冯涛创办，有特殊的国内外人脉网络关系	贵宾款待设计、赞助商服务、赛事活动、数字媒体	迪拜赛马世界杯贵宾重聚晚宴，中国国家乒乓球队出征迪拜乒乓球世界杯晚宴，李娜主题红土网球推广活动等。

资料来源：各公司网站，中信证券研究部

目前，我国的赛事内容资源主要分为三类，即政府主办赛事、海外引进赛事、原创赛事（赛事运营商、俱乐部、品牌商等）。对于赛事运营公司来说：

- ❖ 政府主办赛事受政府严格管控，具有政府资源背景的公司具有天然优势，其他公司在赛事运营权等方面话语权弱、存在一定的经营不确定性。赛事政策放开利好市场化运作的赛事运营公司，但政策放开的时点和方向仍存不确定性，短期看仍较大程度上取决于政府决策。
- ❖ 海外引进赛事成本很高，但由于赛事品牌和内容始终属于海外机构，赛事的可拓展性和变现挖掘能力空间相对较小。
- ❖ 原创赛事方面，受商业性和群众性体育赛事活动审批等限制，我国原创赛事尚未形成规模和影响力；未来随着赛事政策放开，原创赛事的发展空间有望被逐渐打开。同时，对于赛事运营公司来说，公司拥有原创赛事的所有权，一旦赛事运营成功、获得商业品牌价值，公司可以将赛事内容复制拓展到其他地区、并挖掘更多盈利模式。

表 4：我国体育赛事运营现状

我国体育资源获取渠道	举例	赛事举办存在问题
体育部门、体育协会、各地政府政府主办	奥运会等大型综合性赛事 中超联赛、CBA 等职业联赛 中华龙舟赛、城市马拉松	政府垄断性资源，商业化程度低，社会资本只能进行运营或者提供咨询服务，央视转播权垄断
从海外的相关赛事供应商引进	F1 中国赛 成都世界斯诺克职业巡回赛	和国外主办方合作，合作成本很高，在未完全实现商业化和有高水平运营前提支撑下往往入不敷出，需要政府支持
赛事管理公司、俱乐部等原创比赛	李宁“十公里跑”，四季跑	审批流程复杂，赛事内容数量不足

资料来源：中信证券研究部整理

路跑：最具潜力群众体育，盈利模式仍待挖掘

美国路跑：赛事繁荣多元，受众广泛且消费力强

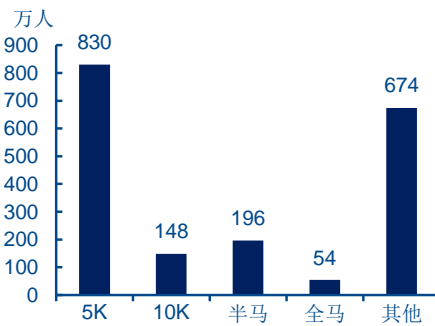
赛事丰富，参与人群广泛。美国路跑运动参与人群广泛，2013 年美国跑步总人数超 5,400 万，参与路跑赛事总人数超 680 万。2013 年，美国举办各类型路跑赛事达 28,200 场，完赛总人数超 1,900 万人。

表 5：2013 年美国跑步人数

人群	定义	参与人数 (百万人)	2012-13 年增速
跑步总人数	进行过跑步运动	54.2	5.30%
跑步者	年跑步天数大于 6 天	42	4.90%
不频繁跑步者	年跑步天数 6-24 天	12.5	2.50%
偶尔跑步者	年跑步天数 25-109 天	19.5	5.10%
频繁跑步者	年跑步天数大于 110 天	9.9	7.80%
赛事参与者	至少参与过一次跑步赛事	6.8	17.00%

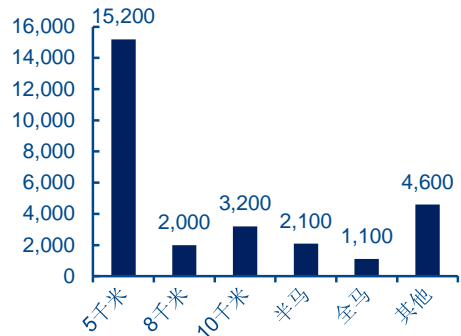
资料来源：NSGA, SFIA, 中信证券研究部整理

图 23：2013 年美国各路跑赛事完赛人数



资料来源：Running USA, 中信证券研究部

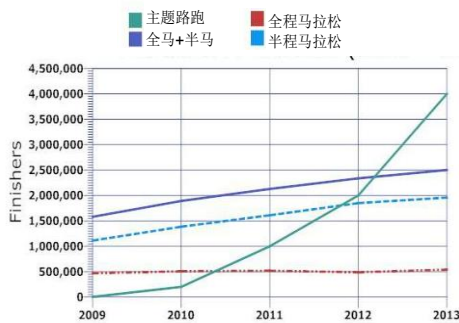
图 24：2013 年美国各路跑赛事举办数量



资料来源：Running USA, 中信证券研究部

路跑赛事形式多样。近几年，美国主题路跑赛事参与人数快速爆发，从 2009 年的几十万人激增到 2013 年的近 400 万人，且 2013 年主题路跑参赛人数首次超过传统马拉松赛事。据 Running USA 统计，2013 年美国有 35 个主题趣味路跑系列赛事举办，ACTIVE 公司进行的相关调查显示：受访的主题赛事参与者中，27% 的人参与的是泥地跑，26% 的人参与障碍赛，21% 的人参与彩色跑，剩余 11%、10%、4% 的人分别参与的是冒险赛跑、夜跑和僵尸跑。

图 25：美国马拉松和主题路跑历年参与人数



资料来源：Running USA, 中信证券研究部

图 26：美国主要主题路跑参与比例

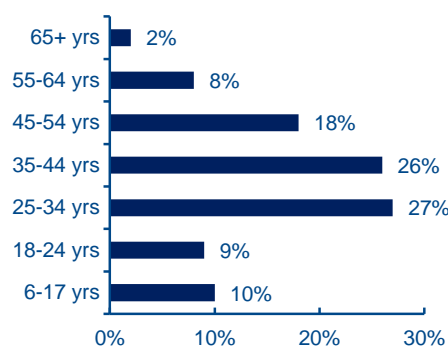


资料来源：Active.com, 中信证券研究部

路跑具有很强的变现潜力。美国路跑赛事完赛者的年龄分布主要集中在 25-54 的中青年，平均年龄为 37.3 岁；性别比例较平均，2012 年、2013 年女性跑步人数超过男性。同时，根据 Running USA 的一项针对专业跑步爱好者的调查显示，美国核心跑步者（年平均跑步天数 208 天）中有 75.8% 的跑步者受过高等教育并拥有大学学历（美国总体大学学历拥有者比例为 30.4%），73.3% 的跑步者的家庭年收入超过 7.5 万美元（美国家庭收入中位数为 5.3 万美元）。美国专业跑步爱好者和赛事参与者的文化程度和消费能力较高，跑步越来越成为都市白领为代表的中产阶级的一种生活方式，赛事运营方所能获得的商业利益的空间巨大。

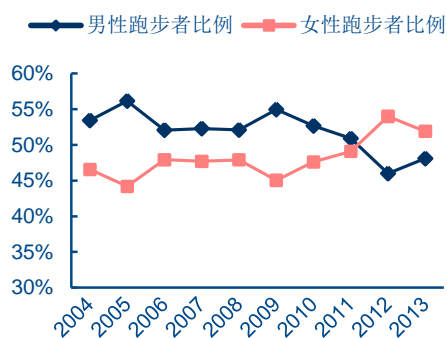
根据经验，美国节俭型、普通型、土豪型跑友的平均花费分别为 1.4 万美元、5.7 万美元、21.3 万美元。美国路跑活动的收入构成中电视版权、赞助商、票房、赛事纪念品分别占比 40%、30%、20%、10%。

图 27：2013 年美国路跑赛事参赛者年龄分布



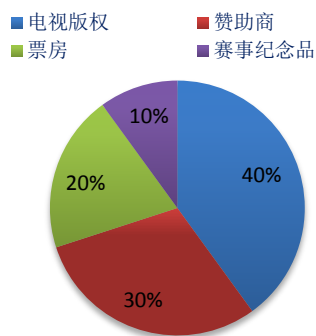
资料来源：Running USA，中信证券研究部

图 28：美国跑步者性别比例历年变化



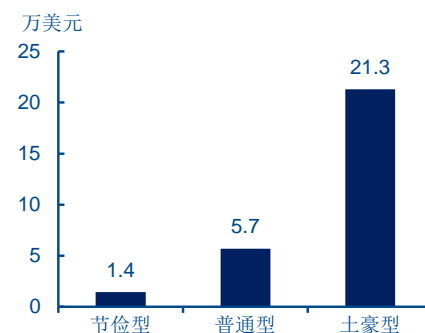
资料来源：Running USA，中信证券研究部

图 29：美国路跑比赛收入构成



资料来源：腾讯体育，中信证券研究部

图 30：美国跑友平均花费情况



资料来源：《跑者世界》，中信证券研究部

中国路跑：赛事稀缺，盈利模式有限

中国路跑赛事数量过少。2014 年，全国马拉松参赛 51 场，参赛人数约 90 万。民众参与热情高涨，多个城市都出现了一票难求的情况。但与其他体育赛事发展相对成熟的国家相比，我国路跑赛事数量远远低于美国、日本，以及中国台湾等国家和地区。

2015 年将新增 5 个马拉松赛事，全年在中国大陆举行的马拉松赛事达到 56 个。其中，达到国际田联金标的有 4 站，银标和铜标各 1 站，中国田协 A 级赛事 30 站。

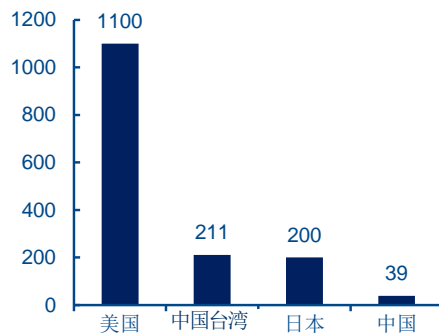
表 6: 2015 年我国马拉松 IAAF (国际田径联合会) 赛事

IAAF 赛事级别	赛事举办城市
金标赛事	北京、上海、厦门、扬州
银标赛事	东营
铜标赛事	兰州

资料来源: 中国田协官网, 中信证券研究部

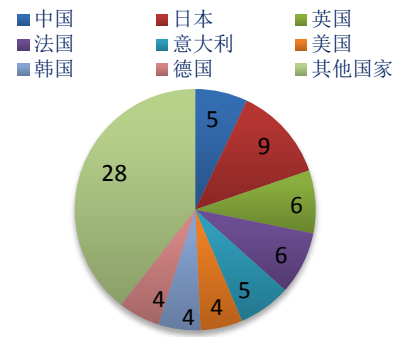
高质量赛事不缺, 比赛形式有限。目前, 2014 年全球共有 71 个金银铜标马拉松, 中国拥有 5 个 (北京、上海、厦门、扬州金标赛事和香港铜标), 仅次于日本 (9 个)、英国 (6 个) 和法国 (6 个)。中国虽然不缺乏高水平路跑赛事, 但是路跑形式仍较为有限, 与国外丰富的比赛类型相比 (超级马拉松、Color run 彩色跑、垂直马拉松、天空跑) 仍显数量不足。

图 31: 2013 年中国与其他几个国家和地区路跑比赛数量对比



资料来源: 腾讯体育, 中信证券研究部

图 32: 2014 年全球 71 个金银铜标马拉松分布



资料来源: 腾讯体育, 中信证券研究部

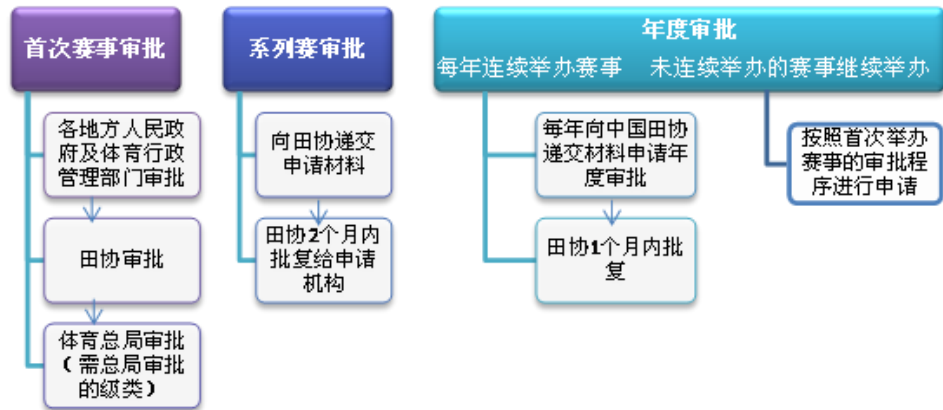
赛事资源政府掌控, 赛事审批有望放开。根据中国田径协会 (CAA) 2014 年 4 月 18 日公布的《中国境内马拉松及相关运动赛事管理办法》, 举办以下马拉松及相关运动赛事必须获得赛事举办地相关管理部门、省级体育行政管理部门及市级人民政府的书面批准后, 再获得中国田协的批准。在中国田协审批注册的赛事, 申请赛道认证及 A/B 类赛事认证, 符合条件的赛事可通过田协申请 IAAF (国际田径联合会) 金银铜标。

表 7: 中国田径协会赛事审批范围

田协审批范围
1. 在城市主要路段举办的代表城市形象的国际性和全国性马拉松以及半程马拉松赛事
2. 非城市主要路段举办的超过 10,000 人 (含 10,000 人) 的国际性和全国性赛事
3. 在两个或两个以上省份举办的系列赛事
4. 任何冠以“世界”、“亚洲”、“国际”、“中国”、“中华”、“全国”等类似名称的赛事

资料来源: 中国田协官网, 中信证券研究部整理

图 33：中国境内马拉松及相关运动赛事审批流程



资料来源：中国田协官网，中信证券研究部整理

中国田协提出全面取消对马拉松赛事审批。2015年1月3日，中国马拉松年会宣布中国田径协会将全面取消对马拉松赛事的审批，放宽准入条件，简化准入程序，以激发社会力量办赛的积极性，发挥行业协会的职能。这有助于进一步打开未来我国马拉松赛事发展的空间，但政策仍需细节出台落地。

盈利模式单一。目前，我国路跑赛事的盈利方式较为单一，最重要的盈利模式是品牌商的广告赞助收入，另外还有少量报名费、特许经营授权、政府财政拨款等收入。举办赛事的主要成本来自运营成本（包含场地搭建、安保成本等）和转播费，另外还有邀请知名选手和赛事奖金支出。

我国路跑活动的商业模式仍待挖掘培养，比如衍生产品（服饰、装备、纪念品）销售和体育旅游等，同时未来随着政策放开赛事版权收入值得期待。

赛事运营公司缺乏资源掌控能力，培育原创赛事将成为核心竞争力。目前，马拉松赛事主办方几乎均为地方政府和中国田协，马拉松赛事运营公司仅作为承办方或协办方参与其中，具有政府资源背景的公司具有天然优势、但也无法在多个城市复制资源；其他赛事运营公司话语权较弱，赛事品牌成熟后存在政府不再续约独家运营权等不确定性。

未来，将逐步取消商业性和群众性体育赛事活动审批，这为赛事运营公司提高了发展原创赛事的可能。赛事运营公司拥有原创赛事的所有权，一旦赛事运营成功、获得商业品牌价值，公司可以将赛事内容复制拓展到其他地区、并挖掘更多盈利模式。

厚积薄发，多因素助力体育战略发展

未来，公司将努力构建完善的世界级体育文化运营平台，并努力打造体育文化消费生态圈，致力于成为“中国体育文化产业领跑者”。公司具备以下多个竞争优势：

- ❖ 公司在体育赛事运营领域具有先发优势，积累了良好的赛事运营能力，拥有广州马拉松、杭州马拉松、中华龙舟赛等知名赛事的独家运营权；同时，公司利用赛事运营优势布局原创赛事，已成功举办原创赛事四季跑，并与多省市签订战略合作协议获得其群众体育赛事资源。

- ❖ 公司已布局爱约赛和动赢网，未来公司将以爱约赛为核心构建流量入口和数据中心。爱约赛和动赢网积累的用户数据将为公司体育消费生态圈的建立打下坚实基础，为公司业务扩张及体育产业链整合提供良好的流量入口，有利于公司实现体育 O2O 融合发展。
- ❖ 公司确立的赛事 B2C 业务发展方向符合产业趋势，同时公司具备多个优势助力 B2B 向 B2C 转型。1. 公司拥有多项赛事资源，为 B2C 业务提供了广泛的用户基础；2. 公司从传媒业务起家，具有丰富的传媒和节目制作先天优势，可以为公司开发体育相关产品提供支持，如将原创赛事资源进行包装并形成节目题材实现线下体育资源的二次变现；3. 公司拥有资本市场平台和资金实力，能够与更多合作方共同推进 B2C 业务发展。

掌控赛事内容资源，打造原创体育赛事

赛事内容是体育产业的核心，能够实现体育内容的生产和体育消费者的聚集，在此基础上，各个相关环节通过多种形式实现内容和流量的变现。

目前，公司已拥有多个城市马拉松、中华龙舟等独家运营权，预期未来有望重点发展原创赛事品牌。公司拥有原创赛事的所有权，一旦赛事运营成功、获得商业品牌价值，公司可以将赛事内容复制拓展到其他地区、并挖掘更多盈利模式。

马拉松：彰显赛事运营实力，拓展独立运营赛事

2014 年，公司独家运营的广州马拉松赛和杭州马拉松赛，均在中国 14 个马拉松金牌赛事之列，体现出公司赛事运营实力。

央视独家马拉松谈判权及承办地点选择权，增强公司马拉松运营业务话语权。2014 年初，中视体育（中央电视台全资公司）授予公司 2014-2018 年每年 15 站与当地政府独家马拉松赛事谈判权、承办权、承办地点选择权等，同时中视体育将与公司共同完成选定赛事的制作及直播。公司根据独家合作协议拥有的权益还包括赛事现场、新媒体开发、赛事衍生品等运营权。

目前，路跑运动是最具潜力的群众体育项目，参与门槛低、参与人群广泛。公司拥有央视独家马拉松谈判权及承办地点选择权，这将使公司成为各个城市马拉松与央视之间的纽带，增强公司马拉松运营业务的话语权，提高公司独家运营马拉松的可能性。

公司获得 2015 年沈阳马拉松、武汉马拉松和青岛马拉松的独家运营权，同时长沙马拉松独家运营权仍待确定，加上杭州马拉松（拥有 8 年独家运营权）、广州马拉松（2015 年需要竞标续约、公司成功概率较大），预计 2015 年公司将有有望独家运营 4-6 场马拉松。

发展原创赛事四季跑，引入嘉年华盈利模式

目前，公司正在努力做强智美原创路跑赛事品牌四季跑。公司拥有该项赛事的知识产权，随着该赛事不断探索成熟，未来有望形成丰富商业模式和颇具影响力的品牌形象，在更多地区推广复制。按照公司规划，2015 年将举办四季跑全国 10 站系列赛。

2014 年，公司举办的上海和长沙路跑嘉年华活动是其四季跑品牌赛事的开端。赛事主要包括嘉年华活动和四季跑比赛两部分。其中，嘉年华活动提供清凉跑、家庭接力跑、铁人三项等趣味赛，并组织美食街区和音乐舞台灯等娱乐活动；四季跑比赛则融入四季、人生等中国文化元素，给跑友们带来立体多感官体验。两场活动皆收获了很好的效果，微博话题备受关注、数千活动名额几天内报满，还吸引了近百位来自国外的跑友参加，且赛后陆续获得全国各大城市的邀请以及各地跑友的欢迎和期待。

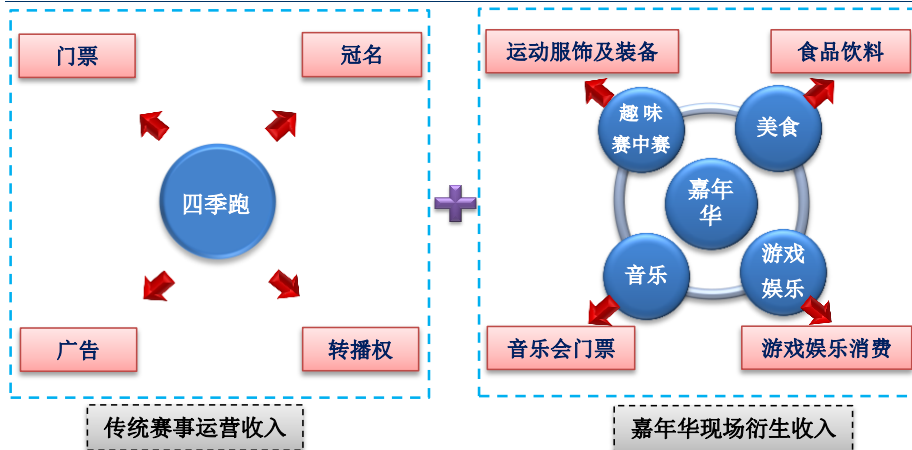
图 34：公司四季跑赛资料



资料来源：公司官网，中信证券研究部

在四季跑赛中，公司尝试加入更多盈利模式。赛前的嘉年华活动集趣味赛事、美食、音乐及其他娱乐活动于一身，其衍生出的运动服饰和装备消费以及赛事纪念品消费、食品饮料消费、音乐会及游戏活动消费将成为赛事的重要变现来源。

图 35：公司“四季跑”系列路跑嘉年华活动盈利模式



资料来源：中信证券研究部

建立“中国大众体育赛事联盟”，深化赛事资源获取

2014 年，公司与 13 个省市达成体育赛事全面战略合作协议，将独家承办其全部社会体育比赛，公司拥有赛事独家运营权、商业开发权、赛事衍生品开发及运营权等商业权利。体育赛事由当地政府进行线下赛事组织工作，公司负责赛事商业开发（赞助、冠名、转播等），同时负责各省市体育网络报名平台和运动员信息数据库管理系统的设计、建设、维护及运营。

表 8：智美集团与 13 省市签订体育赛事全面战略合作协议

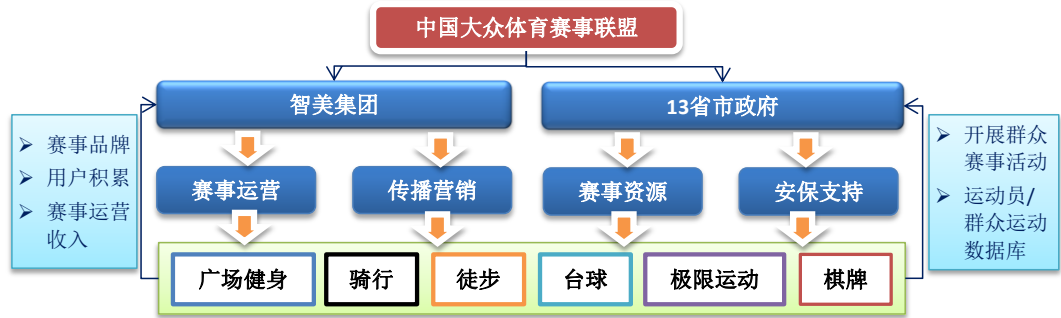
签约时间	省市	战略合作期限	内容
2014 年 4 月	湖北	2016 年底	6 省市合计年度组织群众性体育赛事场次达 180 场，参与人数超过 2,600 万人次
2014 年 4 月	浙江省	至 2018 年底	
2014 年 7 月	上海、天津、湖南、河南	2-4 年不等	
2014 年 8 月	河北、北京	至 2018 年底	2 省市合计每年群众体育赛事场次达 160 场，参与人数超过 800 万人次
2014 年 9 月	安徽、江苏、辽宁、重庆	至 2018 年底	每年群众体育赛事场次达 300 场，参与人数超过 500 万人次
2014 年 11 月	山东	至 2018 年底	每年群众体育赛事场次达 80 场

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

2014 年 12 月 18 日，公司与 13 省市政府正式建立“中国大众体育赛事联盟”。2015 年，公司将协同各省市组织 6 大系列赛事活动，包括广场健身、骑行、徒步、台球、极限运动（轮滑）、棋牌。

公司与各地政府的战略合作，能够资源互补、各取所需，有望实现长期稳定的共赢格局。从赛事举办角度看，政府提供赛事资源和安保支持，智美集团输出赛事运营管理和传播营销能力，双方共同合作保证了赛事举办顺利进行。从赛事举办利益分享角度看，政府借助公司的专业赛事运营能力，实现了当地政府开展群众体育赛事的目标，并在智美帮助下建立了运动员/群运动数据库；智美集团不但获得赛事运营收入，同时望积累赛事品牌资源和用户数据。

图 36：公司与 13 省市体育赛事联盟合作意义



资料来源：中信证券研究部

与多省市建立体育赛事战略合作关系，有助于公司体育运营业务以下三方面发展：

- ❖ **获得可观广告赞助收入。**单一群众体育赛事对于品牌商来说，受众较窄、曝光度较低，较难挖掘出巨大商业价值。公司通过与多省市合作的方式，能够将多场群众体育赛事打包出售，公司可以充分利用自身的赛事营销和媒体运营能力，实现赛事商业价值最大化。
- ❖ **积累用户数据，夯实 O2O 基础。**公司希望将各类赛事、运动健身与网上体育社区、移动体育应用、智能运动健康终端等进行关联互动，形成体育社交网络，实现 O2O 融合发展模式。目前，公司负责 13 省市报名平台和运动员信息数据库系统，有助于公司积累用户数据，并以此为基础挖掘商业模式。
- ❖ **塑造赛事品牌。**公司跨区域举办多系列赛事，有望迅速扩大赛事影响力。经过未来几年积累，如果各类赛事运作成功将逐渐获得品牌价值，为公司未来业务扩展打下良好根基。

有利于地方政府优化政府形象，为民生工作办实事。《意见》中提出丰富体育赛事活动的要求，未来将以竞赛表演业为重点，大力发展多层次、多样化的各类体育赛事。《意见》之后各级政府将加快推进体育产业发展，但是由于资金和专业人才等方面限制，仅靠地方政府的力很难满足群众的体育赛事需求。这为政府与专业赛事运营公司合作带来契机，《意见》中也指出，要引导支持体育社会组织等社会力量举办群众性体育赛事活动。借助智美专业创新的赛事运营模式和高效的媒体营销，以上 13 省市有望提高群众的体育参与度和积极性，提升城市的活力，满足市民休闲娱乐需求，为民生工程助力。

与湖北政府成立合资公司，深入合作新尝试

2015 年 1 月 26 日，公司与湖北签署战略合作协议，公司全资子公司与湖北省体育总会共同组建成立湖北省体育赛事股份有限公司，双方共同出资，湖北省体育总会控股。合资公司业务范围包括：1. 承接国际、国内体育组织及湖北省体育局主办的奥运、全运项目及其他商业体育比赛；2. 组织承接、创办国际国内商业性、体育赛事活动；3. 承接湖北省体育局授权的青少年后备人才培养年度赛事活动；4. 创办湖北省精品体育赛事活动；5. 从事体育公开赛事活动策划组织；6. 体育场馆运营；7. 互联网体育服务营销；8. 体育资讯服务；9. 体育经纪服务；10. 体育旅游及体育器材批发零售与租赁等相关业务。

公司与湖北省体育总会成立合资公司，突破了公司之前与各地政府仅限于群众体育赛事运营的合作方式，这既体现了体育产业改革的逐步推进落地，也体现出公司在体育领域较强的资源和影响力。

参与成立“中国校园足球发展联盟”

2014年12月，智美集团、北京大学和中国教育电视台共同宣布成立“中国校园足球发展联盟”，宣示将共同努力，推动中国校园足球发展。未来，公司可以从多个方面推动校园足球的发展，如校园联盟运营、品牌推广、足球培训等。

以爱约赛为核心，构建流量入口&数据中心

约赛网：打造中国第一运动社交平台

智美红土基金（公司与深创投共同设立的体育文化产业基金）投资的约赛网公司，负责运营体育新媒体和体育 O2O 等业务，2014年11月推出垂直体育运动互动平台网站“爱约赛”和同名移动客户端。爱约赛是国内首个全方位提供在线赛事服务及运动社交的综合性体育娱乐平台，主要提供赛事报名、活动召集、场馆预定、运动社交、专业指导等多方面的体育娱乐相关服务。

不同于现有体育新闻和视频门户网站、论坛以及 APP 移动端应用，约赛网主要围绕公众日常参与的体育赛事及健身休闲活动进行资讯整合及充当赛事活动中介，实现用户和各种日常赛事活动的完美连接，更突出线上线下的互动和参与度，享受体育的乐趣和健康。

爱约赛是公司体育产业的重要布局，公司望凭借自身资源助力其快速成长，逐渐实现体育 O2O。目前“爱约赛”拥有中国最大的马拉松数据库；同时公司与多个省市体育主管部门签订全面战略合作协议，协议规定由公司运营线上报名系统，未来将实现全国报名系统的联网，从而带来上亿参与人群的数据库。这些用户数据将为公司体育消费生态圈的建立打下坚实基础，为公司业务扩张及体育产业链整合提供良好的流量入口。

表 9：爱约赛服务内容

项目	内容
赛事及活动报名	提供国内众多马拉松、路跑、骑行、羽毛球、体育舞蹈等全民参与型专业赛事活动的报名服务，可实现线上比赛报名、支付、查询成绩
约活动	线上发起线下组团活动并结交同好，同时能够根据地理位置发现周围赛友组织的活动
场馆信息及预订	提供全面的场馆信息，方便赛友全面了解周边场馆位置、价格、联系方式、场馆评价等资讯，并提供场馆预定服务
运动社交	提供各种体育资讯及专业体育指导；同时提供优质交流平台，将线下的体育运动经历经验、运动成绩或心情在线上交流和分享

资料来源：爱约赛网站，中信证券研究部整理

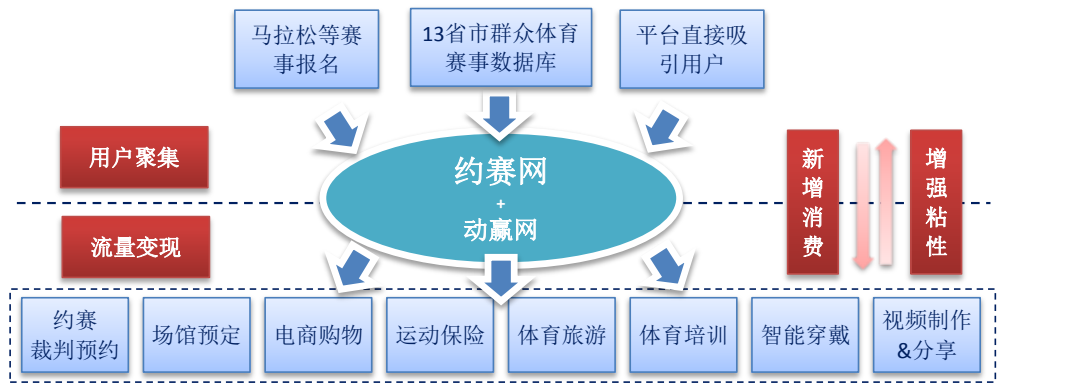
收购动赢网，与爱约赛协同

动赢网是一个实名注册的体育社区，主要为用户提供运动约战、个人活动管理、赛事管理、裁判预约、创建团队等个性化功能，给运动爱好者带来互动性强、突出个性的运动体验。动赢网拥有庞大的运动人群数据，目前网站注册人数已达 13 万。

B2C 比赛服务经验丰富。动赢网在大众健身赛事和专业赛事策划组织方面有丰富的经验，策划组织过足球、篮球、乒乓球、桌球、羽毛球等多类运动赛事，其中 BBL（Beijing Basketball League）业余篮球联盟联赛和 FFL（Free Football League）自由足球赛是最突出的两项赛事。目前动赢网已经累计组织了 4,000 场的篮球赛事，600 场足球比赛，平均每周组织 30-40 场比赛。除 B2C 赛事服务外，公司也提供 B2B 篮球赛事服务，如多次组织北大商学院、中欧商学院、长江商学院和清华商学院的篮球联赛。

动赢网与爱约赛在用户资源、数据积累、赛事运营经验、变现模式等多方面可以融合互补。未来，公司将以爱约赛为核心构建流量入口、数据中心和资源平台，并嫁接更多线上、线下盈利模式，实现用户消费变现。

图 37：以爱约赛为核心构建流量入口和数据中心



资料来源：中信证券研究部整理

拓展群众体育商业模式，多优势助力 B2C 发展

公司具备多个优势助力 B2B 向 B2C 转型：

公司拥有多项赛事资源，为 B2C 业务提供了广泛的用户基础。2015 年，公司拥有沈阳、武汉、青岛、杭州马拉松的独家运营权，同时广州马拉松竞标续约概率较高，长沙马拉松独家运营权仍待确定，预计 2015 年公司将独家运营 4-6 场马拉松。同时 2015 年公司将举办四季跑全国 10 站系列赛、13 省市 6 大系列赛事活动等。公司预计 2015 年将举办体育赛事 638 场，参赛人次达 670 万，广泛的用户基础将为公司 B2C 业务尝试提供充足的空间和潜力。

传媒和节目制作先天优势，助力公司体育相关产品研发推广。公司从传媒业务起家，具有丰富的传媒和节目制作先天优势，既可以为公司开发体育相关产品提供支持，如将原创赛事资源进行包装并形成节目题材实现线下体育资源的二次变现；又能够保证公司体育相关产品的宣传效果。

公司拥有资本市场平台和资金实力，能够与更多合作方共同推进 B2C 业务发展。2013 年 7 月，公司实现 H 股上市，募集资金净额 7.79 亿港元。截至 2014 年中报，公司拥有货币资金 4.19 亿元，公司市值 65 亿港元，是 A 股和 H 股唯一的赛事运营公司，有资金实力和平台优势展开产业布局和产业合作。

公司与深圳市创新投资集团有限公司合作设立智美红土体育文化产业基金，基金首期总体规模约人民币 1.55 亿元，经营期限为 7 年。该基金主要投资于体育文化产业各类型项目、体育健康相关企业整合并购、体育文化行业内优质及拟进行公开发行上市的企业。

未来，公司将逐渐从以下体育相关产品发力，尝试建立 B2C 业务雏形。

体育衍生品

2015 年 1 月 15 日，公司与 LKK 洛可可设计创新集团签署战略合作协议。洛可可集团是一家国际整合创新设计集团，是国内唯一独揽四项国际顶级设计大奖的中国设计企业，受邀故宫博物院联合研发了全主题系列文化创意产品。未来双方将针对大众市场，围绕体育娱乐创新产品及赛事衍生品，从产品设计、研发、市场营销等全体系进行商业拓展。

嘉年华

在四季跑赛中，公司尝试加入更多盈利模式。赛前的嘉年华活动集趣味赛事、美食、音乐及其他娱乐活动于一身，其衍生出的运动服饰和装备消费以及赛事纪念饰品消费、食品饮料消费、音乐会及游戏活动消费将成为赛事的重要变现来源。

体育旅游

未来，公司将推出真人秀节目《秘境》第二季以及带有主题的体育访谈节目。公司将把原创体育内容进行包装并形成节目题材，并实现线下体育资源的二次变现，借助节目影响力举办相应的群众体育赛事（如绿色骑行、徒步穿越等）和体育旅游活动（跟拍游）。

体育培训

未来公司将开展体育培训业务，比如赛事举办前的训练营活动、不同体育项目的课程培训等。

风险因素

1. 体育制度变革推进速度低于预期；
2. 公司央视节目代理权变更；
3. 公司赛事独家运营权变更。

盈利预测与估值评级

盈利预测

基于我们的盈利预测假设，公司 2014-2016 年营业收入分别为 7.81/9.22/11.39 亿元（智美体育业务占比逐渐提升，预计 2014-2016 占比分别为 23.8%/37.3%/49.3%）；2014-2016 年毛利润分别为 3.97/4.66/5.75 亿元（2014-2016 年智美体育业务占比分别为 31.0%/44.2%/54.8%）。2014-2016 年净利润分别为 2.80/3.15/3.76 亿元，同比增速分别为 21.1%/12.2%/19.7%，3 年 CAGR 18%。2014-2016 年 EPS 分别为 0.17/0.20/0.23 元（0.22/0.25/0.29 港元）。

表 10：公司盈利预测假设（百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	29,817	47,139	55,721	69,431	78,148	92,172	113,944
智美体育	3,341	3,702	5,445	10,179	18,600	34,410	56,182
YOY		10.82%	47.07%	86.94%	82.74%	85.00%	63.27%
影视娱乐	26,476	43,437	50,277	59,252	59,548	57,762	57,762
YOY		64.06%	15.75%	17.85%	0.50%	-3.00%	0.00%
毛利率							
智美体育	78.08%	92.32%	65.09%	68.67%	66.00%	60.00%	56.00%
影视娱乐	26.58%	25.55%	36.10%	46.06%	46.00%	45.00%	45.00%
收入占比							
智美体育	11.20%	7.85%	9.77%	14.66%	23.80%	37.33%	49.31%
影视娱乐	88.80%	92.15%	90.23%	85.34%	76.20%	62.67%	50.69%
毛利润占比							

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
智美体育	27.04%	23.54%	16.34%	20.39%	30.95%	44.27%	54.76%
影视娱乐	72.96%	76.46%	83.66%	79.61%	69.05%	55.73%	45.24%
费用率							
销售费用率	3.01%	3.37%	3.45%	3.58%	3.60%	3.70%	3.70%
管理费用率	5.33%	4.62%	6.36%	10.51%	10.00%	10.00%	11.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

表 11: 公司盈利预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	557	694	781	922	1139
变化 (%)	18.21	24.60	12.56	17.94	23.62
净利润(百万元)	132	232	280	315	376
变化 (%)	54.30	75.42	21.06	12.23	19.65
每股收益 (港元)	0.10	0.18	0.22	0.25	0.29
变化 (%)	54.30	75.42	21.06	12.23	19.65
市盈率 (倍)	39.20	22.34	18.46	16.45	13.75
每股经营性现金流 (港元)	0.01	0.10	0.18	0.19	0.22
股价/经营性现金流 (倍)	286.42	25.55	14.61	14.32	12.27
EV/EBITDA (倍)	35.69	18.12	14.08	12.48	10.27
每股红利 (港元)	0.039	0.180	0.180	0.110	0.123
分红率 (%)	0.97	4.44	4.44	2.71	3.04

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2015 年 3 月 11 日收盘价, 汇率为 2015 年 3 月 11 日 (1 港币=0.7938 人民币)

投资建议及估值

智美集团是国内体育赛事运营龙头公司, 体育赛事收入占比逐年提升, A 股市场体育产业标的稀缺, 参考美股中同样以体育、娱乐和媒体为主营业务的麦迪逊广场花园公司 2015 年 PE 为 36.9 倍, 此外, 三家赛车赛事运营及赛道管理公司 (国际赛道公司、高速赛道公司、Dover Motorsports 公司) 以及职业体育俱乐部管理公司曼联集团也同为体育赛事运营领域可比标的, 上述 5 家可比公司 2015 年预测 PE 的平均值为 21.5 倍。

公司是赛事运营龙头, 未来料将在体育产业上下游不断延伸, 打造中国体育健康数据平台, 实现赛事/俱乐部/线上社区/移动应用/智能穿戴等融合发展。看好公司体育领域先发优势及后续战略推进, 给予 2014/15/16 年 EPS0.17/0.20/0.23 人民币元的盈利预测 (0.22/0.25/0.29 港元)。首次给予“买入”评级, 目标价 5.00 港元, 对应 2015 年 20 倍 PE。

表 12: 可比公司估值比较

公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E
麦迪逊广场花园公司	471.78	11.69	9.02	14.59	16.06	40.36	52.3	32.34	29.38
国际赛道公司	190.98	7.47	9.06	8.52	9.34	25.57	21.08	22.42	20.45
高速赛车公司	133.39	5.53	3.51	6.34	7.46	24.12	38	21.04	17.88
Dover Motorsports 公司	14.15	0.77	0.78	1.37	1.5	18.37	18.14	10.29	9.44
曼联集团	97.52	1.08	1.8	-0.62	1.91	90.3	54.18	-	51.06
平均	-	5.31	4.83	6.04	7.25	39.74	36.74	21.52	25.64

资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

注: EPS 为 Bloomberg 一致预期, 股价为 2015 年 3 月 10 日收盘价

利润表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	557.21	694.31	875.94	1208.02	1580.27
销售及劳务成本	-340.25	-351.48	-446.48	-575.91	-714.44
毛利	216.96	342.83	429.46	632.10	865.82
其它收入	0.00	0.61	16.51	18.53	23.20
销售及推广费用	-19.22	-24.88	-30.66	-44.70	-61.63
其它经营费用	-21.63	-36.93	-48.22	-63.35	-78.59
其他收益及亏损	0.05	26.97	25.00	18.00	15.00
经营利润	176.16	308.61	392.10	560.59	763.81
应占联营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	177.80	311.23	392.10	560.59	763.81
所得税开支	-45.83	-79.72	-100.38	-143.51	-195.53
少数股东权益	-0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
股东应占利润	131.90	231.51	291.72	417.08	568.27
EBITDA	182.28	321.83	429.72	597.85	805.95
EBIT	177.83	316.57	392.10	560.59	763.81

现金流量表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	177.80	311.23	392.10	560.59	763.81
营运资金变动	-134.56	-105.22	-32.82	-56.11	-60.04
折旧及摊销	4.45	5.26	37.62	37.26	42.14
其他	-32.81	-44.38	-116.89	-162.04	-218.73
经营现金流	14.89	166.89	280.01	379.70	527.17
资本支出	-5.36	-4.89	-55.51	-62.08	-64.98
资产变卖	0.02	0.35	0.00	0.00	0.00
其它	1.67	7.22	0.00	0.00	0.00
投资现金流	-3.67	2.68	-55.51	-62.08	-64.98
发行普通股的所得款项	3.20	635.91	0.00	0.00	0.00
借贷变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
已付股息	-49.00	-85.00	-229.64	-145.86	-208.54
其它	-2.49	0.00	16.51	18.53	23.20
融资现金流	-48.29	550.91	-213.13	-127.33	-185.34
外汇汇率变动之影响	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
变动净现金流	-37.03	720.48	11.37	190.29	276.85
自由现金流	9.53	162.01	224.49	317.62	462.19

主要假设

12 月年结	2012	2013	2014E	2015E	2016E
影视节目收入同比增速	15.75%	17.85%	-3.50%	5.01%	3.36%
智美体育收入同比增速	47.07%	86.94%	198.84%	99.75%	57.95%
影视节目毛利率	36.1%	46.1%	40.0%	39.5%	39.0%
智美体育毛利率	65.1%	68.7%	66.0%	65.0%	65.0%

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	99.45	819.93	831.30	1021.59	1298.44
应收贸易账款及其他应收款项	227.03	343.60	342.32	433.80	537.56
存货	0.00	0.00	71.44	92.15	114.31
其他流动资产	4.68	2.82	2.82	2.82	2.82
流动资产合计	331.16	1166.36	1247.88	1550.36	1953.13
物业、厂房及设备	36.11	35.68	59.37	81.18	101.02
权益性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉及无形资产	2.60	2.28	-3.52	-0.52	2.48
其他非流动资产	0.72	0.91	0.91	0.91	0.91
非流动资产合计	39.43	38.86	56.75	81.57	104.40
总资产	370.59	1205.21	1304.63	1631.92	2057.53
应付账款票据及其他应付款	59.48	53.03	71.85	84.79	98.64
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	28.18	81.85	100.38	143.51	195.53
流动负债合计	87.65	134.89	172.22	228.30	294.18
长期借贷	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总负债	87.65	134.89	172.22	228.30	294.18
普通股股本	0.06	2.48	2.48	2.48	2.48
储备	0.00	0.00	1129.93	1401.14	1760.88
股东权益合计	282.94	1070.33	1132.41	1403.62	1763.36
总负债及总权益	370.59	1205.21	1304.63	1631.92	2057.53
已动用的资本	282.94	1070.33	1132.41	1403.62	1763.36
营运资金	243.51	348.72	381.54	437.65	497.69
净现金/(负债)	99.45	819.93	831.30	1021.59	1298.44
净负债比率 (%)	NC	NC	NC	NC	NC

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
毛利	49.4	58.0	25.3	47.2	37.0
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	54.0	76.6	33.5	39.1	34.8
除息、税前利润 (不计联营贡献)	55.1	78.0	23.9	43.0	36.3
股东应占利润	54.1	75.5	26.0	43.0	36.3
利润率 (%)					
毛利	38.9	49.4	49.0	52.3	54.8
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	32.7	46.4	49.1	49.5	51.0
除息、税前利润 (不计联营贡献)	31.9	45.6	44.8	46.4	48.3
股东应占利润	23.7	33.3	33.3	34.5	36.0
其它 (%)					
有效税率	25.8	25.6	25.6	25.6	25.6
已动用的资本回报率	46.6	21.6	25.8	29.7	32.2
股东回报率	54.8	34.2	26.5	32.9	35.9
资产回报率	39.0	29.4	23.2	28.4	30.8

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。