

体育产业系列深度报告之六

借鉴海外体育巨头转型经验，挖掘体育板块新一轮驱动力

分析师：李音临 S0260512030006



020-87555888-8690



lyl9@gf.com.cn

分析师：申 烨 S0260514080002



020-87555888-6218



shenye@gf.com.cn

● 未雨绸缪，耐克主动转型

从耐克（Nike）的发展历史中我们可以看出，在挑选运动选手作代言方面，耐克一直独具慧眼，较之已经发光的明星，耐克更热衷于有潜力的新秀。耐克能做到这一点，要归功于它专业的体育市场团队。耐克除了通过体育市场团队对未来体育之星有精准的把握，对处于金字塔顶端的球队豪门也牢牢的掌握在手中。体育资源方面，球员资源竞争已经白热化，知名球星已经被耐克、阿迪这类国际企业瓜分完毕，后来者很难在这方面有所建树，国内转型企业要想分得一杯羹，只能在尚为蓝海的赛事资源方面提前布局。传统的球员资源对于企业的损益表只是一项成本，而向赛事资源转型的趋势正逐渐将这一成本转变为收入。

● 反客为主，阿迪抢占先机

阿迪达斯（Adidas）在体育运动品牌上的先发优势逐渐被新生品牌赶超。早在八十年代耐克就凭借低成本实现了迅速崛起和对阿迪达斯的超越。21 世纪中国市场的开放虽然带来了新的销量增长，但同时也带来了中国本土的体育品牌如李宁、匹克、安踏、特步等。阿迪达斯采取的策略是着手从制造业商业模式向轻资产商业模式转型，在体育文化和赛事运营方面提早布局，拓展体育概念、推广个性化体育文化，最终转向体育竞技赛事资源经营的轻资产商业模式。阿迪达斯近年来自主举办的赛事包括攀岩挑战赛、皮划艇竞技、校园阿迪杯、绿茵成长计划等。虽然阿迪旗下赛事运营尚处于相对早期，但随着坚持不懈的推广形成知名度后，将给阿迪达斯带来自有体育赛事的无形资产，依靠吸引相关企业赞助、电视转播权等获得收入。

● 结合国情，挖掘体育板块新一轮驱动力

基于我国体育行业的发展契机以及国内体育人口比例的增长势头，竞技体育和大众健身等相关需求正与日俱增。在体育产业万亿红利释放在即的历史时刻，无论是国家政策的扶持力度，还是坐拥巨大的体育人口、国民特有的粉丝情节以及对快乐健身的向往，都为国内有志转型到经营体育事业的企业提供了乐观的发展前景和巨大的市场潜力。因此，我们在此明确提出 A 股 2015 年体育板块的新一轮投资驱动力：在体育政策陆续落地、改革方向坚定的背景下，已经从 2014 年下半年单纯的政策预期转换到上市公司充分利用资本运作将体育业务做强做大，最具转型实力或可能的标的包括贵人鸟、雷曼光电和中体产业。

● 风险提示

国内体育品牌的核心业务多为体育用品，转型其他体育领域的运营经验略显不足，转型效果存在一定不确定性；并购基金等资源整合方式的协同效应有待观察，存在一定风险。

相关研究：

体育产业系列深度报告之五：足球改革首推中甲，市场化运作曙光初现！	2014-12-22
体育产业系列深度报告之四：体育改革足球为先，中超价值潜力无限！	2014-12-05
体育产业系列深度报告之三：人才篇：双线揭示体育人才现状，海外借鉴政策红利促发展	2014-10-14
体育产业系列深度报告之二：财税篇：探究体育财税收入格局，政策思路彰显改革决心	2014-09-17
体育产业系列深度报告之一：政策篇：前瞻性探究中国球市，市场化改革蓄势待发	2014-09-02

目录索引

一、未雨绸缪，耐克主动转型	4
（一）耐克公司发展历程及主营业务	4
（二）耐克体育资源布局	6
（三）耐克资本运作模式	12
二、反客为主，阿迪抢占先机	16
（一）阿迪达斯产品演变、资本运作及体育核心资源	16
（二）商业模式进化转型，打造个性化体育文化	20
三、结合国情，挖掘体育板块新一轮驱动力	27
（一）政策推动体育发展，把握本土消费趋势	27
（二）体育事业以人为本，竞技健身齐头并进	28
四、国内体育转型的受益标的	32
（一）贵人鸟（603555.SH）	32
（二）雷曼光电（300162.SZ）	33
（三）中体产业（600158.SH）	34
五、风险提示	35
六、附录：虎扑崛起	36
（一）发展历程	36
（二）公司现状	37

图表索引

图 1：耐克公司发展历程	4
图 2：2014 年耐克销售收入构成	4
图 3：2010~2014 年耐克销售区域分布图	5
图 4：2004~2014 年耐克区域销售比例	5
图 5：体育参与人数对比图	6
图 6：体育资源的结构图	6
图 7：1987~2014 耐克公司销售收入图	7
图 8：耐克签约老虎伍兹、阿姆斯特朗与乔丹	8
图 9：球员运营所受关注度分类图	9
图 10：2012 伦敦奥运会耐克广告：活出你的伟大	10
图 11：耐克 2006~2014 销售收入图	10
图 12：耐克举办耐克巅峰赛	11
图 13：耐克建立篮球公园、足球公园	12
图 14：耐克市场营销战略转型趋势	12
图 15：耐克获得 Bauer、Converse、Umbro 品牌	13
图 16：2004~2014 年耐克子品牌销售比例	14

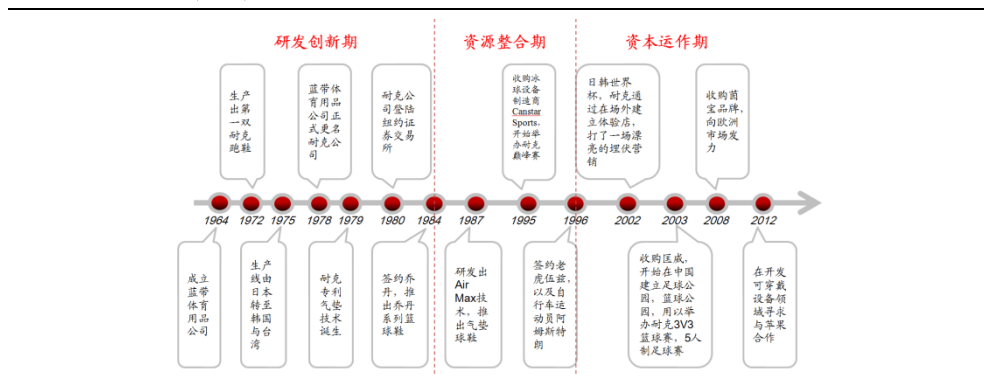
图 17: 耐克公司与科技巨头苹果合作	14
图 18: 耐克与苹果塑造的新体育形象	15
图 19: 阿迪达斯赞助奥运会和助力德国世界杯	16
图 20: 阿迪达斯品牌集团	18
图 21: 阿迪达斯签约的足球巨星、篮球巨星	19
图 22: 阿迪达斯国际大赛赞助与销量对比	21
图 23: 耐克国际大赛赞助与销量对比	21
图 24: 阿迪达斯发起的体育项目	23
图 25: RockStars-抱石赛颁奖	23
图 26: Sickline-湍流皮划艇冠军赛颁奖	25
图 27: 商业模式转型	26
图 28: 中国体育产业规模及增速 (亿元)	27
图 29: 体育产业占 GDP 规模比重不断攀升	27
图 30: 我国体育人口占总人口比例	28
图 31: 中国球市职业化 20 年间的上座人数变化	29
图 32: 2013 赛季中超票房收入 (单位: 万元)	29
图 33: 马拉松比赛火爆场景	30
图 34: 我国马拉松赛事数量 (个)	31
图 35: 我国马拉松参赛人数 (万人次)	31
图 36: 马拉松比赛形式走向趣味化	31
图 37: 贵人鸟收入结构 (2014 年中报)	32
图 38: 贵人鸟收入利润增速	32
图 39: 中体产业是体育总局系统中目前唯一上市公司平台	34
图 40: 中体产业收入构成 (2014 年中报)	35
图 41: 虎扑发展历程	36
图 42: 虎扑发展阶段	37
图 43: 虎扑业务现状	38
图 44: 虎扑体育网体育资讯	39
图 45: 虎扑体育网特色板块	39
图 46: 移动互联网产品	40
图 47: 虎扑体育线下活动	41
图 48: 虎扑体育赛事案例	41
图 49: 虎扑体育电子商务体系	42
图 50: 虎扑体育联合运营游戏产品	42
表 1: 参加耐克巅峰赛的中国球员表	11
表 2: Nike 并购事件	13
表 3: 阿迪达斯与奥运会的全面合作	19
表 4: 阿迪达斯自主举办的个性化体育赛事	22
表 5: RockStars 赛事赞助商	24
表 6: Sickline-湍流皮划艇冠军赛赞助商	24
表 7: 雷曼光电主营产品及服务	33

一、未雨绸缪，耐克主动转型

（一）耐克公司发展历程及主营业务

1964 年，耐克公司前身“蓝带体育用品公司”成立于美国俄勒冈州，由菲尔奈特和其田径教练比尔鲍尔曼二人以 1000 美元作为初始投资创立，并于 1980 年以耐克公司的身份登陆纽约证券交易所。

图1：耐克公司发展历程

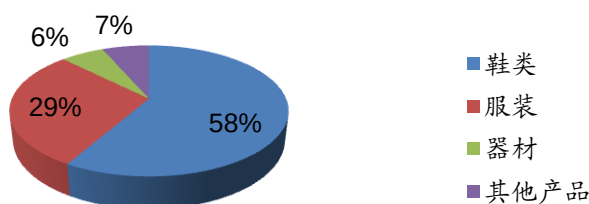


数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

从图 1 可以看出，耐克至今的发展历程可总结为三个阶段：研发创新期（1964~1980）、资源整合期（1980-1995）、资本运作期（1995 至今）。在公司发展的初期，耐克主要通过产品的创新研发抓住美国本土客户群的需求；在公司发展的中期，耐克通过自己的体育市场团队精准挖掘明日体育之星，运用精细化赞助的手段支持球队提高公司的知名度；在公司发展的后期，在现有领域已经做强之后，主要通过兼并其他运动领域的公司来实现公司业务领域的多元化，达到壮大耐克的目的。例如：2003 年收购匡威（Converse），2008 年收购茵宝（Umbro）。

在至今 51 年的发展历史中，耐克公司将主要力量集中于产品研发、耐克品牌的打造两个方面，逐步发展为体育用品行业的龙头公司。其主营业务包括：跑步、足球、篮球、冰球、高尔夫、网球等运动领域的运动鞋、运动服及运动器材的研发与营销。公司三大类产品：运动鞋、运动服及运动器材是耐克的主要收入来源。分析 2014 财年耐克销售收入构成，鞋类产品所占比例最高，为 58%；其次分别为运动服（29%）和运动器材（6%）。由此也可看出，耐克作为一家体育用品公司，其业绩与体育产业的兴衰、与一个国家的体育人口比例有着正向的联系。体育产业兴旺，体育人口的比例提高，体育用品的消费需求就会提高。

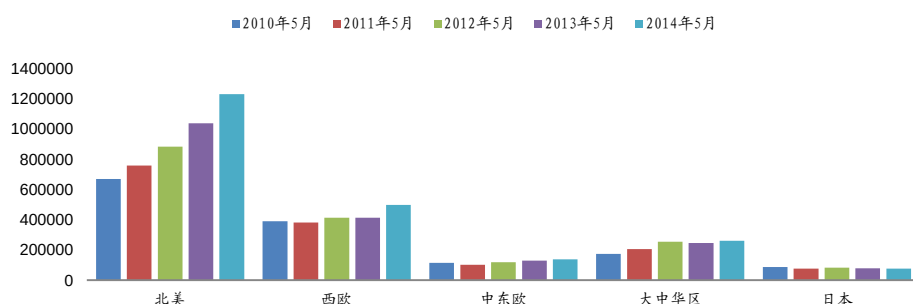
图2：2014年耐克销售收入构成



数据来源：Nike，广发证券发展研究中心

目前耐克在全球拥有六大销售区域，即北美、西欧、中东欧、大中华区、日本和新兴市场。北美是耐克的本土市场，耐克在北美拥有远高于其他区域的销售收入。2010~2014年间，耐克在北美地区实现了13%~18%的销售增速，而在其他地区销售收入基本保持稳定，日本地区甚至出现负增长。2014年，耐克在大中华区和日本的销售占比有所下降，其中，大中华区占比由2013年的12.8%跌倒11.8%，而同时北美占比上升1.3%。因此，我们认为，未来耐克将在巩固其北美本土市场第一占有率地位的同时，更多的将其市场重点布置于大中华区与欧洲，增强与阿迪达斯在国际市场的竞争。

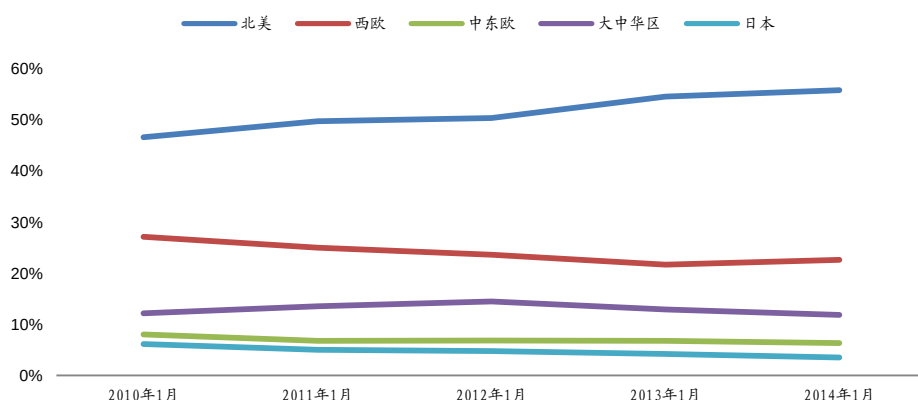
图3：2010~2014年耐克销售区域分布图



数据来源：Nike年报，广发证券发展研究中心

我们认为，耐克作为运动品牌行业的后来者能够超过阿迪、并购匡威成为全球第一，一个重要的原因是美国市场对运动用品的消费需求巨大。从图4中可以看出，近五年来，北美市场对Nike收入的贡献已经超越了50%，并呈现出缓慢上升的趋势。

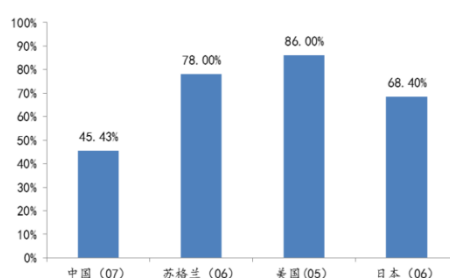
图4：2004~2014年耐克区域销售比例



数据来源：Nike，广发证券发展研究中心

我们在2014年10月14日的深度报告《体育产业系列深度报告之三：人才篇：双线揭示体育人才现状，海外借鉴政策红利促发展》中已经分析了长期以来，苏格兰、美国、日本民众的体育参与度较高，其中美国于2005年体育参与率就高达86%，远超过我国的大众体育水平。

图5：体育参与人数对比图



数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

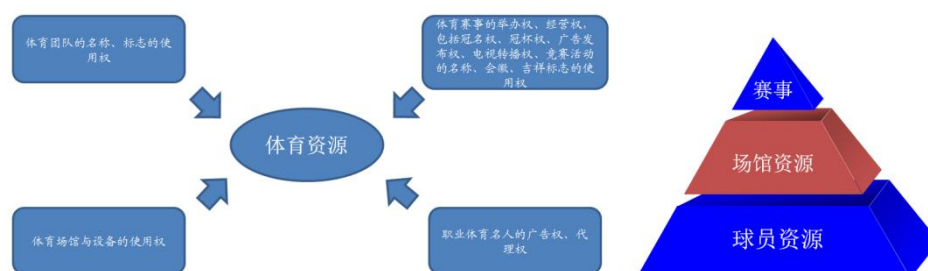
因此，我们认为耐克的快速增长得益于公司充分认识到了本土市场的消费空间和以及精准的把握了潮流趋势，例如，1980-1980 年代，慢跑运动风靡美国之时，耐克推出适合城市街道的柔软鞋底跑鞋；1979 年起，NBA 经过“新秀选拔制”以及“薪金限额制”改革开始吸引人们眼球时，耐克联合乔丹推出乔丹系列篮球鞋；1988 年网球恢复奥林匹克正式比赛时，耐克与具有代表性的网球选手签约并推出第一款网球鞋。

综上，我们简介了耐克公司以产品研发和品牌打造作为主营业务的经营模式，依赖“体育产业增长”与“本土消费”的特点。由于产品的研发设计主要集中在服饰领域，我们这里不做探讨。下面我们将深入分析整合体育资源以及资本运作两大战略是如何使耐克发展为体育用品行业第一的位置。

（二）耐克体育资源布局

上文我们分析了耐克是依赖体育产业成长的公司，我们认为耐克依赖的核心是体育作为一个产业所拥有的独特资源。这些体育资源可以总结为四类：1、体育赛事的举办权、经营权，包括冠名权、冠杯权、广告发布权、电视转播权、竞赛活动的名称、会徽、吉祥标志的使用权（属于赛事运营资源）；2、体育团队的名词、标志的使用权（属于球员运营资源）；3、体育场馆与设备的使用权（属于场馆运营资源）；四、职业体育名人的广告权、代理权（属于球员运营资源）。这四类体育资源按运营方式又可总结为三类：1、赛事资源；2、球馆资源；3、球员资源。其中，球员资源是整个体育产业的基石，资源数量大，资源个体之间水平参差不齐，资源价值受球员成绩影响较大；场馆资源则是联系球员与比赛的中介；赛事资源占据体育资源链的最顶端，拥有的资源最为丰富，同时价值也最大。

图6：体育资源的结构图



数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

由下文的分析我们可以看出，耐克的体育资源结构正从传统的体育名人、体育团队的广告权、代理权逐步向体育赛事的举办权、经营权过度，体现了耐克由传统的球员资源模式向赛事资源模式的转型。

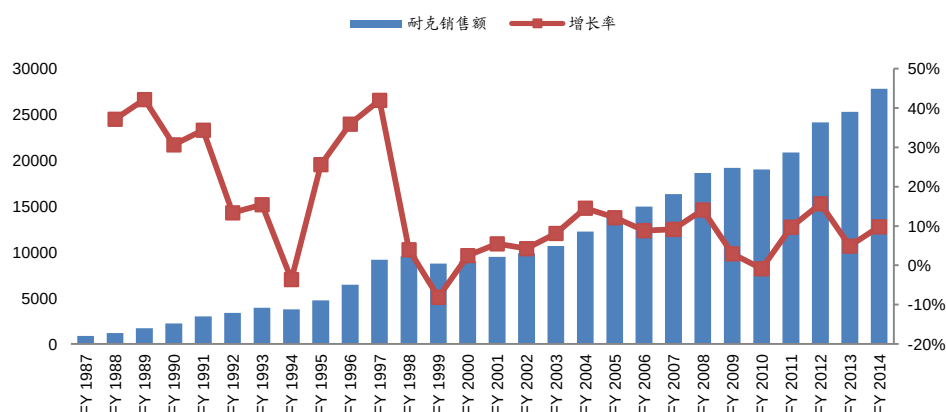
1、球员资源：挖掘潜力新秀+青睐知名球队

(1) 运用体育市场团队精准挖掘潜力新秀

在挑选运动选手作代言方面，耐克一直独具慧眼，较之已经发光的明星，耐克更热衷于有潜力的新秀。耐克能做到这一点，要归功于它专业的体育市场团队。耐克体育市场部的团队均为体育背景出身，或是已经退役的运动员或是体育教练，精通所在领域的运动项目，亦或曾经获得过冠军。例如：现任耐克中国体育市场部总监的李彤，便是刘翔之前的 110 栏记录保持者，同时也是帮助耐克挖掘出刘翔的星探。耐克体育市场部的团队并不在办公室工作，而是全天候的往返于各运动场、各赛事之间，记录下每一名青少年运动员的运动记录。通过这些记录，耐克的分析师可以通过自己的经验以及大数据分析精准的判断出这些青少年的未来体育发展，从而找出那些更具有潜力的球员。

1984 年，耐克与当时的大三学生迈克尔乔丹签约，并为他推出了“Air Jordan”系列篮球鞋。1985 年乔丹便被芝加哥公牛队选中，并被评选为年度最佳新人，乔丹的篮球天赋从此开始绽放光彩。5 次 NBA 冠军（1991~1993 年，1996~1997 年）。5 次 NBA 常规赛 MVP（1988、1991、1992、1996、1998）。10 次入选 NBA 最佳阵容（1988-1993,1996-1998 年）。8 次得分王（1987~1993,1996~1997 年）。乔丹共 12 次参加全明星赛，其中 1988、1996 年和 1998 年三次被评为全明星赛 MVP。5 次 NBA 总决赛 MVP（1991~1993,1996~1997 年）。1984 年，耐克公司的销售收入曾迅猛下降，关于其破产的谣言亦是沸沸扬扬。通过与乔丹签约并推出“Air Jordan”系列篮球鞋，耐克公司销售额从 1984 年的 7 亿美元飙升至 1993 年的 40 亿美元，在美国同类产品的市场占有率高达 40%。并且在这 10 年间，耐克公司的销售收入保持了 20%~40% 的高速增长。因此我们认为，乔丹的个人能力让所有的对手都甘拜下风，他所穿的球鞋自然也受到关注。而后随着 NBA 的全球推广战略，乔丹的国际知名度也不断上升，耐克通过对“乔丹”这一资源的把握，在公众的心中成功打造了乔丹和耐克的品牌形象。

图7：1987~2014耐克公司销售收入图



数据来源：Nike年报，广发证券发展研究中心

1996 年,耐克与高尔夫球新秀老虎伍兹签约,从此便开始了他野心勃勃的高球职业生涯。2000 年伍兹连续夺得四大锦标赛冠军:美国公开赛、英国公开赛、PGA 锦标赛、及 2001 年名人赛,缔造了广为流传的“老虎大满贯”,而耐克也随之名声大噪。老虎伍兹成功地代言了 NIKE 高尔夫系列,带来了巨大的知名度效应。当老虎伍兹在 2003 年 Buick 高尔夫邀请赛时穿上一件耐克红色 T 恤后,立即受到观众欢迎并迅速成为打高尔夫球的专用球衣。

1996 年,耐克与自行车运动员阿姆斯特朗签约,同年阿姆斯特朗被诊断出睾丸癌,但是这一噩耗没有击溃这位自行车运动员。在身体恢复之后,阿姆斯特朗再次成为自行车赛场上的传奇人物,1999 年获得环法大赛的车手总成绩冠军。之后直到 2005 年,他连续七次夺冠。阿姆斯特朗 10 次参加环法大赛实现环法车手七连冠,创造了环法历史上的奇迹,阿姆斯特朗成为传奇的同时,也完美的代言了耐克坚韧不拔的体育精神。

图8: 耐克签约老虎伍兹、阿姆斯特朗与乔丹



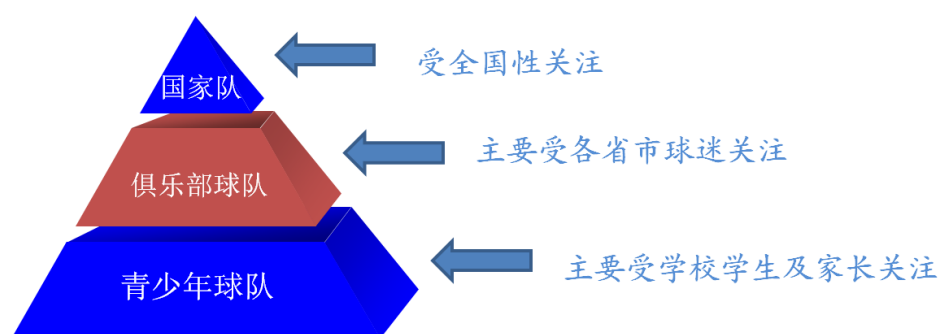
数据来源: 公开信息, 广发证券发展研究中心

以上我们列举了三位耳熟能详的耐克挖掘的新星,耐克通过签约乔丹实现了十年的高速增长,通过签约老虎伍兹实现了对高尔夫球衣的规范,通过签约阿姆斯特朗表现了自己坚韧不拔的体育精神。这样的例子其实还有很多,例如 NBA 华裔球星林书豪,网球巨星李娜,110 米栏奥运冠军刘翔等。我们认为,耐克能做到精准挖掘未来体育之星绝不是凭借海选靠运气,而是依靠自身有经验的体育团队以及独特的评价体系。

(2) 青睐知名球队,擅用埋伏营销

上一节我们分析了耐克对球星的挖掘,下面我们将详细探讨耐克对体育团队的选择。我们认为,一个国家的球队按所受关注度的高低可分为三类:第一类是国家队,集合了全国最优秀球员组成的球队,代表国家与其他国比赛,受民众关注度最高;第二类俱乐部球队,主要参加国内联赛以及所在洲冠军杯联赛,例如亚冠、欧冠,主要受各城市球迷关注,参加冠军联赛时才会得到全国性的关注,因此受民众关注度处于中间位置;第三类是青少年球队,主要参加校级比赛,受众群体为本校学生及学生家长,受民众关注度最低。

图9：球员运营所受关注度分类图



数据来源：公开信息，广发证券发展研究中心

耐克除了通过体育市场团队对未来体育之星有精准的把握，对处于金字塔顶端的球队豪门也牢牢的掌握在手中。盘点耐克赞助的知名球队，国家队：中国、荷兰、葡萄牙、巴西、美国、澳大利亚、法国、克罗地亚、沙特阿拉伯；俱乐部：阿森纳、巴塞罗那、马德里竞技、国际米兰、尤文图斯、不来梅、多特蒙德、巴黎圣日耳曼、博卡青年以及中超。

我们可以发现耐克的赞助战略是牢牢的掌控金字塔顶端，也就是大量赞助国家队，同时在金字塔中间部分选择性的赞助俱乐部豪门，即那些常年位列积分榜三甲的球队。

拥有了球员与球队这样的资源后，耐克主要运用这些资源为自身的知名度做广告。但是耐克在宣传方面有自己独特的特点，那便是喜欢埋伏营销。

埋伏营销是指体育赛事的非赞助者通过各种营销活动给消费者造成一种虚假印象，误以为他们也是赛事的赞助者，或在某种程度上与赛事有联系。更确切地讲，就是直截了当地让对手明白它也是比赛的赞助商。通常，体育活动赞助花费巨大，且存在排他性条款，为埋伏营销的涌现提供了条件。另外，如果体育活动组织者无法很好地包装赞助的品牌，或者营销活动运作不到位，那么，埋伏营销出现的可能性就会比较大。通过广告和推广大战，直接减弱那些通过支付赞助费获得体育组织认同的官方赞助商的影响。

以 2012 年的伦敦奥运会为例，阿迪达斯向伦敦奥运会赞助 1 亿英镑，成为 2012 年伦敦奥运会指定的官方合作伙伴，并获得了 2012 年伦敦奥运会的营销权和特许权，通过此次赞助，阿迪有权使用“奥运五环”标志以及在广告中使用“奥运”字样，有权在伦敦奥运会比赛场馆出售该品牌运动装备。根据奥运会赞助商的排他性条款，非奥运赞助商不得使用奥运会 Logo、五环标志、甚至不准在广告词中出现“伦敦奥运”或者“奥林匹克”的字样，不可以奥运场馆内出售该品牌产品。

深谙“埋伏营销”之道的耐克没有向奥委会支付这笔高昂的赞助费用，不仅如此，还通过自己的宣传策略规避了奥组委的管制，成功的将耐克与奥运会联系在了一起。如图 7 所示，耐克在全世界（除了英国）叫伦敦的地方拍摄广告，并重点突出了带有“伦敦”的标志。赛后，据美国网络调查显示，消费者根本不知道谁才是名正言顺的官方赞助品牌，被访的 1034 名美国人，37%认为耐克是本届奥运会赞助商，事实上耐克不是，而只有 24%的被访者正确说出阿迪才是真正的奥运会赞助商。

图10: 2012伦敦奥运会耐克广告: 活出你的伟大

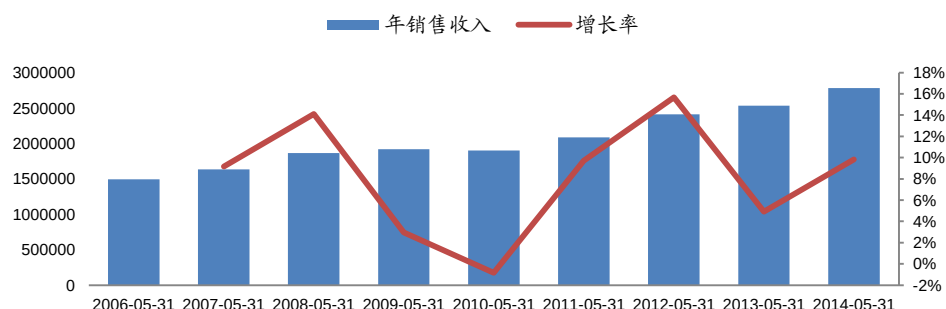


数据来源: 公开信息, 广发证券发展研究中心

类似的事件并非只有一次, 1996 年亚特兰大奥运会, 耐克购买了奥运村、奥运场馆周边全部的广告牌位, 虽然不是奥运会的官方合作伙伴, 但它的这种营销手段将耐克品牌与奥运会的概念牢牢结合在了一起; 2002 年日韩世界杯, 耐克在球场外建立 Nike Town, 并邀请与耐克有签约的体育明星前来助阵, 赛后, 据韩国的一项调查报告显示, 高达 70% 的受采访群众认为耐克是世界杯的官方赞助商。

我们认为, Nike 这种营销方式相对于 Adidas 高成本高回报的官方路线具有低成本高回报的特点, 达到了不交赞助费却收获了赞助商地位的效果。如图 11 所示, 耐克的销售收入呈现增长的趋势, 但增长率的波动较大。奥运会年份, 如 2008 年和 2012 年, 耐克均达到 15% 左右的高增速, 这也证明了耐克在奥运会期间所做的埋伏营销的意义, 在节省了赞助费用的同时, 达到了赞助商才能收获的宣传效果。

图11: 耐克2006~2014销售收入图



数据来源: Nike, 广发证券发展研究中心

综上, 耐克从创立至今, 坚持不赞助大型体育赛事, 而是将目光集中在球员以及赛事周边, 在节省高昂的体育赛事赞助费的同时, 利用自身独特的营销手段, 从而获得和赞助商相同的宣传效果。

2、赛事资源: 成本转型为收入

耐克以球员资源为主的体育资源结构并非完美且一成不变, 耐克通过自身的布局也为我们揭示了其在体育资源布局上的转型趋势。

1995 年, 耐克开始在美国创办耐克巅峰赛, 每年 4 月举办, 由美国高中生组成

的美国队对抗由 19 岁以下非美国国籍球员组成的国际队。这项赛事每年都会吸引 NBA 球探以及大学球队的代表，通常球员在结束耐克巅峰赛后便会选择加盟哪所大学。美国大学生联赛（NCAA）是 NBA 挑选球员的平台，而耐克举办的耐克巅峰赛则成为了美国大学选择球员的平台。

图12：耐克举办耐克巅峰赛



数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

耐克举办的巅峰赛，由于规格极高，近似成为美国篮球的高中生联赛，通过参加耐克巅峰赛而走上 NBA 道路的球星比比皆是，例如加内特（1995），奥尼尔（1996），诺维茨基（1998），帕克（2000），王治郅（1996），易建联（2004），以及 2012 年作为首发登场，上场时间 22 分钟，19 分 8 篮板带领国际队走向胜利的福建小伙王哲林。由于比赛的高规格性，耐克巅峰赛获得了可以与美国大学生联赛相媲美的关注度。从而原本耐克要向赛事举办方支付的赞助费用，包括冠名权、冠杯权、电视转播权等，现在成为了耐克的一项收入来源。

表 1：参加耐克巅峰赛的中国球员表

球员	出场	参加年份	上场时间	得分	赛后发展
王治郅	替补	1996 年	14 分钟	6 分	加盟 NBA 达拉斯小牛队
易建联	首发	2004 年	28 分钟	7 分	加盟 NBA 雄鹿队,后转会篮网、奇才、小牛队
吉喆	替补	2006 年	8 分钟	0 分	加盟北京金隅队并入选国家队
陈江华	替补	2007 年	9 分钟	0 分	加盟广东宏远队并入选国家队
郭艾伦	替补	2011 年	16 分钟	4 分	入选国家队
王哲林	首发	2012 年	22 分钟	19 分	加盟福建泉州银行队

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

耐克不仅在美国成功部署了巅峰赛这一赛事资源，在中国耐克也开始了自己的赛事布局。2003 年起，耐克陆续在成都、广州、北京、上海四地建立耐克篮球公园及足球公园。成都耐克篮球公园场地一共有 6 个标准全场，其中有一个是带棚的风雨球场，篮球氛围很浓，到处都投出去耐克的气息，旁边还有一家耐克的旗舰店。广州耐克篮球公园位于广州海印东川运动名店城旁边，耐克经常在这里举办新潮篮球活动。北京耐克足球公园位于东单体育中心，上海耐克篮球公园共有 6 个全场场地，1 个半场场地，1 个儿童场地，同时也是 NBA 巨星来上海必到的地方。耐克建立的篮球公园与足球公园为耐克在中国举办的三人篮球赛以及五人制足球赛提供了场所并铺平了道路。

图13: 耐克建立篮球公园、足球公园

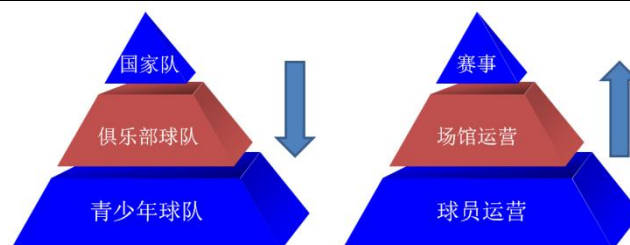


数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

2004 年起，耐克开始在中国举办三人篮球赛，分为南北赛区，决出南北八强，最后再进行总决赛。耐克杯的获胜者将可获得耐克赞助的球衣、球鞋，耐克杯的举办旨在推广并扶持青少年的足篮球的发展，建立一个适合青少年的比赛交流平台。除此之外，耐克还不断参与其他小型赛事的举办，例如 2011 耐克 10 公里跑步比赛。

我们认为，体育资源方面，球员资源竞争已经白热化，知名球星已经被耐克、阿迪这类国际企业瓜分完毕，后来者很难在这方面有所建树；同时细分球员运营，各国家队、俱乐部球队是国际企业争夺的重点，往往需要付出高于竞争对手 2~4 倍的价格才能抢到一支知名球队，而青少年球队却无人问津。因此，我们的观点是：球员资源已经是红海，竞争激烈，国内转型企业要想分得一杯羹，只能在尚为蓝海的青少年球队、赛事资源方面提前布局。

图14: 耐克市场营销战略转型趋势



数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

我们认为，耐克无论是举办耐克巅峰赛，还是举办三人篮球赛、五人足球赛，都代表了耐克对体育资源布局结构由传统的球员资源向赛事资源转型的趋势。传统的球员资源对于耐克的损益表只是一项成本，而耐克向赛事资源转型的趋势正逐渐将这一成本转变为收入。

（三）耐克资本运作模式

上文中我们介绍了耐克的主营产品包括跑步、足球、篮球、冰球、网球等运动领域的运动鞋、运动服以及运动器材，回顾耐克的历史，可以发现耐克的发展是依靠跑步起家，依赖对市场已经成名的其他运动领域品牌的并购或合作，逐步进入足篮冰网等领域。

1、品牌并购：产品互补，成为行业龙头

1995 年,耐克通过并购冰球设备公司 Canstar Sports,从而获得了全球第一的冰球鞋品牌 Bauer。收购后的 1998 年,Nike Bauer Hockey 成立,耐克不仅保留了 Bauer 的多种原有优点,同时结合了耐克在运动产品上的创新能力,因而在冰球产品领域树立了稳固的领导地位。2002 年,耐克收购 Hurley 国际公司,Hurley 国际公司设计和销售极限运动鞋服,包括冲浪、滑板等,此举帮助 Nike 成功进入极限运动领域。

2003 年 7 月 9 日,耐克宣布收购运动用品公司匡威(Converse)。消息公布后,耐克公司的股票价格从 7 月 9 日的 53 美元涨到 7 月 10 日的 53.66 美元,上涨了 66 美分,涨幅达到 1.2%。匡威是一家成立于 1908 年的老店,该公司生产的“泰勒全明星”帆布鞋在同类产品市场上占据了龙头地位。目前公司旗下拥有的经典产品,包括 All Star 和 One Star 等拥有许多忠实的消费者。匡威的帆布鞋拥有与耐克不同的顾客群和消费市场,正好填补了耐克在休闲鞋市场上的空白。在耐克并购匡威后,利用耐克公司的巨大影响,把匡威品牌产品继续推向全世界。

图15: 耐克获得Bauer、Converse、Umbro品牌



数据来源: 公开资料, 广发证券发展研究中心

2008 年耐克收购英国足球鞋品牌茵宝 (UMBRO),茵宝创立于 1924 年,主打足球鞋产品,与英国、瑞典、爱尔兰和挪威国家足球队以及英国 6 个领先的足球俱乐部有赞助和签约,主要面向英国市场。茵宝符合耐克向欧洲足球鞋市场扩进的战略,并购后,茵宝作为耐克位于英国的独立子公司,受益于耐克强劲的市场营销能力和雄厚的财力。同时茵宝和耐克在足球鞋市场上因销售区域不同,从而形成产品高度互补,因而各自具有良好的发展空间。

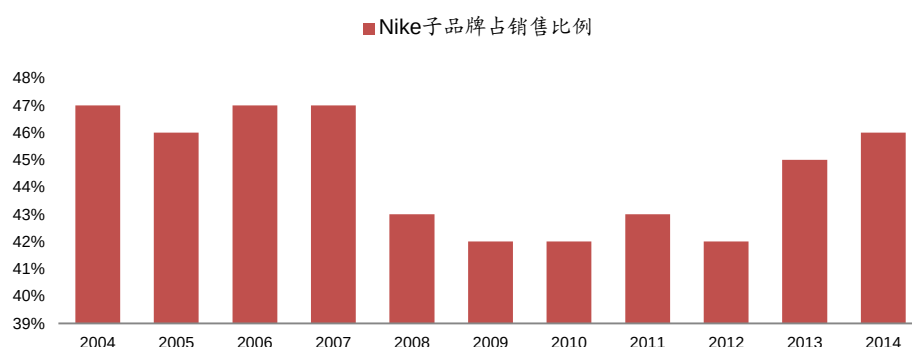
表 2: Nike 并购事件

时间	事件	意义
1995 年	Nike 收购冰球设备公司 Canstar Sports	获得全球第一冰球品牌 Bauer, 进入冰球领域
2002 年	Nike 收购极限运动设备公司 Hurley	Nike 进入冲浪、滑板等极限运动领域
2003 年	Nike 收购匡威	填补 Nike 在休闲鞋市场上的空白
2008 年	Nike 收购足球鞋公司茵宝	帮助 Nike 扩进欧洲足球鞋市场

数据来源: 公开资料, 广发证券发展研究中心

截止到 2015 年 1 月,耐克拥有的子品牌有 Jordan Brand、Hurley、Nike Golf 以及 Converse,耐克收购的 Canstar Sports 与 Umbro 基于削减成本的考虑,分别于 2008 年和 2012 年卖出。统计耐克 2004~2014 年所有子品牌的销售收入,可以看出耐克的总销售,子品牌要占据半壁江山,占比为 42%~47%,其中 2008 年至 2012 年期间,由于 Canstar Sports 与 Umbro 的卖出,导致比例有所下降,但是即使是 42%的销售比例也可以看出子品牌对于耐克的重要性。

图16: 2004~2014年耐克子品牌销售比例



数据来源: Nike, 广发证券发展研究中心

综上所述, 耐克通过收购 Canstar Sports 进军冰球领域, 收购 Converse 在休闲鞋方面也分得一杯羹, 收购 Umbro 从而向阿迪的大本营欧洲发起进攻。因此, 我们认为, 与其投入大量资金去研究新市场的需求趋势, 去研发新领域的产品, 不如并购已经在该领域已经有所建树的企业, 达到 1+1>2 的效果。

2、品牌合作: 强强联合, 拓展交叉领域发展

对于经营不善的公司, 如 Canstar Sports 和 Converse, 耐克可以采取并购的策略, 但是面对实力强劲的企业, 耐克只能通过合作达到强强联合、壮大自身的目的。

在互联网高度发达的今天, 数字化体育概念已深入人心。早在 2007 年, 耐克公司就开始与科技巨头苹果联手推出运动鞋, 将运动量计测和音乐播放的功能合二为一, 成功推广了 Nike+iPod 运动配件。Nike+iPod 即把 Nike+ 配件放入 Nike 鞋中, 通过无线的方式连接到 iPod, 这样 iPod 就可以存储并显示运动日期, 时间、距离、热量消耗值和总运动次数, 运动时间, 总距离和总卡路里等数据。运动结束后, 可以将 iPod 连接到电脑, 运动数据便会自动同步到 Nike+ 进行统计和显示。

这不是耐克与苹果的唯一一次合作。借助于数字化体育概念, 耐克独立开发出智能健身腕带 FuelBand, 并于 2012 年 2 月和 2013 年 10 月分别推出第一代产品和第二代产品, 二代产品除搭载蓝牙可进行实时信息显示及颜色不同外, 其他与一代并无显著差异。耐克此举正逢健身追踪蓬勃发展之时, 但耐克此时却知难而退, 主动寻求与苹果合作, 共同开发适合苹果平台的健身追踪软件。

图17: 耐克公司与科技巨头苹果合作



数据来源: 公开信息, 广发证券发展研究中心

我们认为耐克做出这个决定是基于两点原因：第一、竞争激烈：可穿戴设备已经是富有挑战性的行业，市场上并非只有耐克一家产品，随着其他大型竞争对手的介入，竞争即将变得更加激烈。苹果将在 2015 年一季度发布 iWatch，其一大重心就是健康追踪。另外，苹果 CEO 库克也是耐克董事。因此可以看出，在硬件方面与苹果这样的巨头竞争是不智的选择，耐克只能退而求其次，向软件领域转型，借助苹果的硬件平台发展。第二、技术复杂人才难留：技术方面，鞋和健康追踪器是完全不同的两项业务。在鞋的领域耐克的秘诀就是将运动鞋的研发设计与营销结合起来，这与可穿戴领域截然不同。可穿戴领域的核心是数据处理，耐克获得了大量的用户生活习惯数据，但却不知道该如何处理这些数据。人才方面，耐克总部位于俄勒冈州，位于美国西北部地区，南邻加州，北接华盛顿州，与加州的温暖气候及硅谷的高薪相比，耐克难以留住硬件及大数据工程师。

图18: 耐克与苹果塑造的新体育形象



数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

如图 18 所示，正是通过与苹果的合作，耐克才成功塑造了美国年轻白领的运动形象：夕阳的余晖下，漂亮的城市白领穿着装有传感器的耐克跑鞋慢跑在城市中，手腕上的耐克手环记录着她的每一步脚印、每一下心跳，口袋中的苹果手机播放着美妙的音乐。

以上我们分析了耐克与科技巨头苹果公司联手开发 Nike+iPod 和智能运动手环 FuelBand，并从竞争以及技术人才两方面解释了耐克寻求合作的原因。我们认为，正是耐克与苹果的合作，才成功引导了美国人今天的运动潮流。

综上所述，耐克在不断前瞻美国市场运动潮流趋势紧抓本土市场的同时，运用自身巨大的财力将知名球星、球队收入旗下，以及运用自身的影响力举办倍受关注的耐克巅峰赛，开始由球员资源向赛事资源的转型，进一步扩大自身的知名度，最后通过不断并购或与其他运动领域的龙头品牌合作实现了自身向全运动领域发展的战略目的。当然这并不是国际运动品牌转型的唯一方式，我们将在第二部分将介绍耐克的强力竞争对手阿迪达斯的转型之路。

二、反客为主，阿迪抢占先机

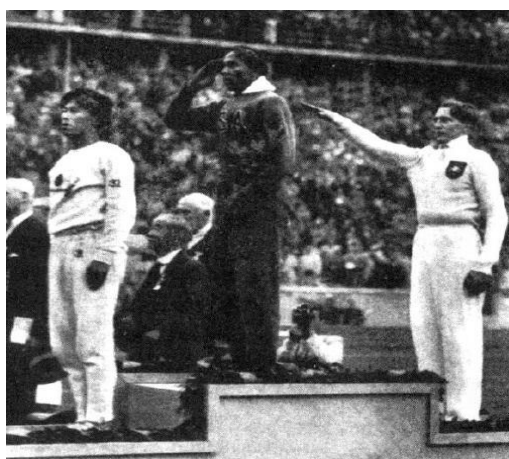
（一）阿迪达斯产品演变、资本运作及体育核心资源

阿迪达斯已有90年的历史，其前身达斯勒兄弟公司于1924注册成立。早期专注打造足球和田径运动鞋，二战之后美国驻军对篮球鞋和棒球鞋的需求带给阿迪达斯新的生机。六七十年代阿迪达斯快速扩张，产品包括篮球鞋、网球鞋、足球运动衣等。八十年代来自耐克和锐步的竞争使阿迪达斯在北美市场逐渐衰落。九十年代开始阿迪达斯家族股权逐渐出清并迎来新领导人，终于在94年开始扭亏为盈。21世纪以来阿迪达斯加强资本运作和企业并购，收购了锐步（2005年）、乐步（2006年）等品牌。与此同时，阿迪达斯打造更丰富的产品领域，涵盖足球、篮球、网球、跑步、户外装备等。除了产品创新和资本运作，阿迪达斯还拥有强大的品牌营销能力。从上世纪中期开始，阿迪达斯就在奥运会和世界杯赛场上帮助德国运动员取得了举世瞩目的成绩，后来成为奥运会官方合作伙伴、国际足球联合会（FIFA）以及NBA的顶级合作伙伴，并成为德国、法国、西班牙等多只足球国家队赞助商。阿迪达斯将自家商标与万众瞩目的竞技赛事、体育明星紧紧联系在一起，深深影响了全世界范围内的消费者，带来了令人满意的销量。

1、从专注鞋匠到全面巨头

阿迪达斯的前身是达斯勒兄弟公司，由德国人鲁道夫·达斯勒和阿迪·达斯勒兄弟二人创办，1924年注册成立。早期致力于“为运动员打造最好的装备”，专注设计和制作高质量的足球鞋和田径运动鞋。二十年代中期德国经济出现短暂黄金时期，为阿迪达斯提供了良好的成长环境。三十年代德国政府促进体育运动发展，阿迪达斯抓住机会提高销量，并在1936年奥运会上通过赞助美国黑人运动员杰西·欧文斯和德国运动员鲁兹·朗（二人在竞争激烈的跳远比赛中分别获得金牌和银牌，见图19左）为阿迪达斯品牌赢得了关注和声誉。

图19：阿迪达斯赞助奥运会和助力德国世界杯



资料来源：《阿迪达斯对阵彪马》、广发证券发展研究中心

二战期间企业被迫大幅减产，一度面临关闭。战后美国驻军正是因为听说阿迪达斯曾赞助杰西·欧文斯获得奥运金牌而对企业产生好感，决定委托阿迪达斯生产篮

球鞋和棒球鞋，使企业重新回到良好的运营状态。1954年的世界杯决赛上，德国队凭借阿迪达斯的新发明——可替换防滑鞋钉有效地克服了雨天的影响，逆转匈牙利队夺得了冠军。这场胜利被视为德国战后民族的复兴，阿迪·达斯勒也因此获得了“民族鞋匠”的美誉。（见图19右）

六十年代末，阿迪·达斯勒的儿子霍斯特·达斯勒开始迅速扩张阿迪达斯的经营范围和品牌。这个从阿迪达斯法国分部成长起来的“二代企业家”一步步掌控了阿迪达斯，并凭借自己旺盛的精力和交际能力在全世界范围内推广阿迪达斯产品。六十年代末霍斯特领导阿迪达斯开发篮球市场，推出“Superstar”系列篮球鞋。七十年代“美国3/4的职业篮球运动员穿的都是阿迪达斯运动鞋”，篮球领域的贸易额在阿迪达斯销售中所占的份额超过10%。七十年代初霍斯特进军网球市场，通过赞助美国运动员史丹·史密斯和罗马尼亚运动员伊勒·纳斯塔斯，使得阿迪达斯网球运动鞋成为市场上的王牌产品。霍斯特还掌控了法国品牌乐卡克，出品与阿迪达斯运动鞋配套的足球运动衣、运动裤。

八十年代阿迪达斯在北美市场遭遇了来自耐克和锐步的巨大打击。美国慢跑运动从七十年代开始盛行，耐克把握时机在市场建立了他人无法企及的优势。然而此时阿迪达斯技术人员对新潮流并不在意，甚至表示“慢跑就不是体育运动”，这与德国美国文化差异有关——德国人热衷足球和越野跑，需要高强度的运动鞋；美国人喜欢城市中的慢跑，需要带有优质软垫的运动鞋。另一个新品牌锐步也迅速凭借“自由风格”和“有氧运动”的标签攻占女性运动鞋市场。阿迪达斯在欧洲大面积生产场地所需的高成本使得其毛利率只有25%左右，而耐克从远东进口廉价原材料可以将毛利保持在40%以上。十年之间，阿迪达斯在美国的市场份额从70%下降到不足5%，美国分部每年损失3000万美元。从八十年代末期开始，阿迪达斯的股份逐渐被转让，九十年代家族股权出清并迎来营销天才罗伯特·路易斯·德赖富斯成为领导者，后者1993年3月接管阿迪达斯，并带领阿迪达斯在1994年开始扭亏为盈。他推出了复古风的“Originals”系列产品，至今仍为阿迪达斯旗下倍受欢迎的系列产品之一。进入二十一世纪之后阿迪达斯继续产品方面的创新，与日本设计师合作打造高端休闲服装品牌Y-3，并经营高尔夫、户外装备、可穿戴设备等，重新夺回领先优势，巩固了国际体育品牌巨头的地位。

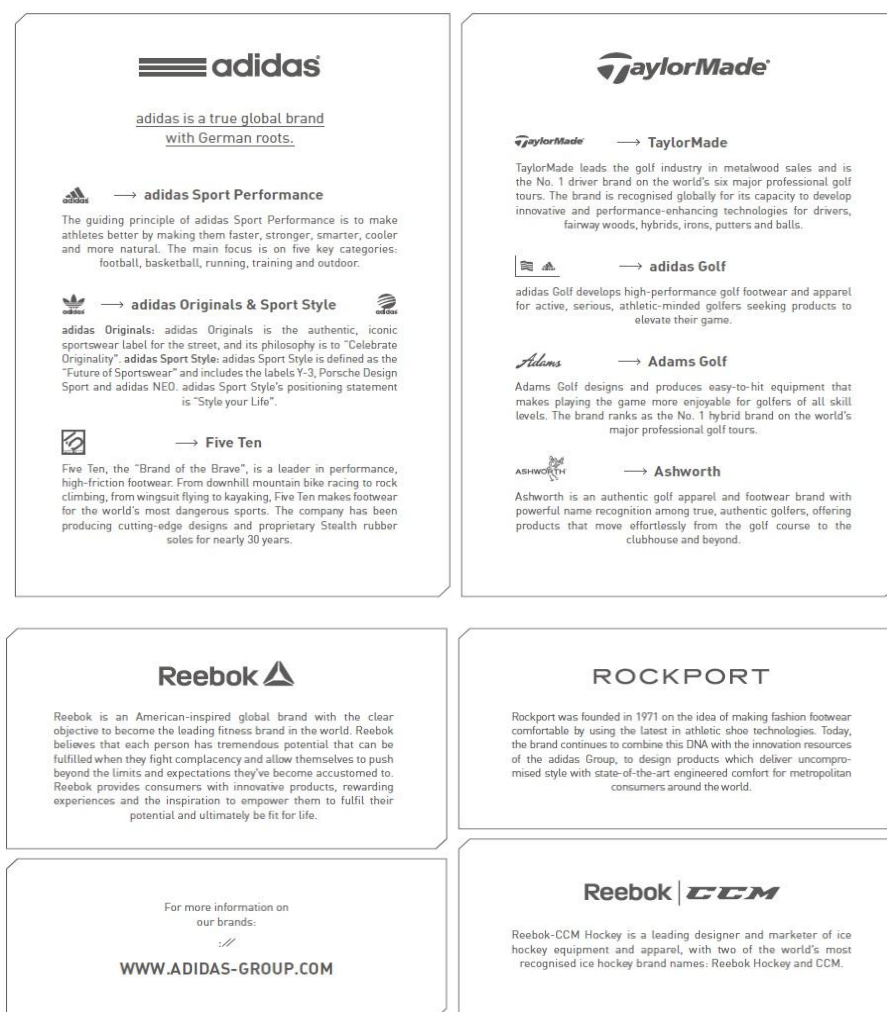
2、资本运作出色，建立品牌帝国

阿迪达斯不仅在产品开发推广方面具有过人之处，在资本运作方面同样出色。上文提到的天才经理人罗伯特·路易斯·德赖富斯接管阿迪达斯之后首先收购的就是“体育用品公司”，用意在于将其大股东罗布·施特拉塞尔纳入阿迪达斯的团队。施特拉塞尔是一位优秀的经理人，曾经是耐克团队的中流砥柱。被阿迪达斯收购后的“体育用品公司”更名为“阿迪达斯（美国）”，施特拉塞尔拥有了阿迪达斯的股份。施特拉塞尔给阿迪达斯员工带来了新风气，领导团队打破企业旧常规，将工作重点从技术领域转移到营销领域——“先研究市场需求，然后再解决技术问题”。

阿迪达斯于1999年收购高尔夫球杆制造公司泰勒梅，又在2002年收购高尔夫球及配件制造公司Maxfli，将这两家公司各自领域的优势和阿迪达斯在衣物、球包方面的影响力联合在一起，取得了市场上他人无法企及的地位。2006年，阿迪达斯以38亿美元收购锐步公司的全部股份，将曾经的世界第三大体育品牌收编到自己旗下。同一年阿迪达斯收购“舒适行走”为理念的休闲鞋品牌Rockport（美国乐步），把阿迪达斯的运动鞋科技应用到乐步正装及休闲鞋中。

截至2013年末，阿迪达斯已经拥有一个强大的品牌集团，产品领域涵盖足球、篮球、网球、跑步、户外装备等。（见图20）

图20：阿迪达斯品牌集团



资料来源：阿迪达斯2013年企业年报、广发证券发展研究中心

3、体育赛事强势赞助，巩固营销核心资源

除了产品创新和资本运作，阿迪达斯还拥有强大的品牌营销能力。阿迪达斯的领导人很清楚地认识到，**品牌能否成为一种文化，关键在于如何给品牌赋予更多的意义**。也正是基于这个理由，阿迪达斯一直非常重视体育赛事的赞助和运动员明星效应的经营。

从1970年开始，阿迪达斯就成为世界杯的官方合作伙伴和比赛用球供应商，赞助合约一直延续到2030年。阿迪达斯还成为德国、法国、西班牙等多只足球国家队赞助商。1998年阿迪达斯赞助的法国队夺得世界杯冠军，2010年赞助西班牙队夺冠，2014年赞助德国队夺冠。近二十年间阿迪达斯赞助的球队三次夺冠，而其竞争对手耐克和彪马赞助的球队分别只夺冠一次，使得阿迪达斯和世界足球最高荣耀融为一体。此外阿迪达斯还拥有欧洲冠军球队拜仁慕尼黑10%的股份，并签约了大量欧冠球队的明星球员，如齐达内、贝克汉姆、劳尔等。（见图21左）

而在篮球领域，阿迪达斯则与科比·布莱恩特、凯文·加内特等超级巨星签订了稳

定的合同（一份合同一般持续5年以上），并根据球星特点推出很多系列的高品质篮球鞋。（见图21右）

图 21：阿迪达斯签约的足球巨星、篮球巨星



资料来源：公开资料、广发证券发展研究中心

阿迪达斯与奥运会的合作更加紧密而且全面，从赛事官方合作到运动员赞助面面俱到。据统计，1960年罗马奥运会上75%的田径运动员穿着阿迪达斯运动鞋参赛，1968年墨西哥城奥运会这个数字达到了惊人的85%，而到了1972年慕尼黑奥运会上，获得奖牌的选手有78%都是穿着阿迪达斯运动鞋完成的比赛！九十年代之后，阿迪达斯不仅赞助运动员，还全面为奥运项目提供运动装备，1996年亚特兰大奥运会达到巅峰，有超过6000名运动员使用阿迪达斯产品。21世纪以来阿迪达斯则进一步成为奥运会官方合作伙伴，作为最高级别赞助商，牢牢地和奥林匹克文化结合在一起。

表3：阿迪达斯与奥运会的全面合作

年份	主办城市	阿迪达斯取得成绩
1928	阿姆斯特丹	阿迪达斯勒的运动鞋首次出现在奥运会的赛场上。
1932	洛杉矶	阿瑟·乔纳什成为第一位穿着阿迪达斯勒制造的运动鞋赢取奖牌的运动员。
1936	柏林	杰西·欧文斯穿着阿迪达斯运动鞋夺得四枚奥运金牌。
1952	赫尔辛基	阿迪达斯成为当届奥运会最受追捧的运动鞋品牌。
1960	罗马	75%的田径运动员穿着阿迪达斯运动鞋参赛。
1964	东京	80%的运动员穿着阿迪达斯运动鞋参赛。
1968	墨西哥城	85%的选手穿着阿迪达斯运动鞋参加了田径比赛。
1972	慕尼黑	阿迪达斯首次成为奥运会官方供应商，获奖选手中 78%穿着阿迪达斯运动鞋。
1976	蒙特利尔	83%的选手选择阿迪达斯装备。
1988	汉城	120 个参赛国代表团选用了阿迪达斯装备，76%的金牌获得者选择阿迪达斯。
1996	亚特兰大	为全部 26 个项目中 21 项提供运动装备、超过 6000 名运动员选择阿迪达斯。
2004	雅典	官方供应商、为总共 28 个奥运项目中的 26 项提供比赛装备。
2008	北京	北京奥组委最高级别的赞助者、为所有工作人员和技术官员提供装备。
2012	伦敦	奥运会及残奥会的一级合作伙伴、官方指定运动服装合作伙伴。

数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

综合看来，阿迪达斯在产品研发设计、资本运作、品牌营销等方面都在业内处于领先地位，并把握着很多体育核心资源。但是，随着国际市场竞争加剧，以及新兴市场（如中国）体育品牌的崛起，阿迪达斯在上述优势领域均受到不同程度的挑战，甚至在一些竞争中处于劣势。因此近十年来阿迪达斯采取了商业模式转型的策略，并在个性化体育运动方面做出了创新。这正是本篇报告第二部分的重点。

（二）商业模式进化转型，打造个性化体育文化

阿迪达斯在体育运动品牌上的先发优势逐渐被新生品牌赶超。早在八十年代耐克就凭借低成本实现了迅速崛起和对阿迪达斯的超越。21世纪中国市场的开放虽然带来了新的销量增长，但同时也带来了中国本土的体育品牌如李宁、匹克、安踏、特步等。在产品方面，中国品牌虽然尚未能与阿迪达斯媲美，但凭借性价比吸引消费者；赛事赞助营销方面，匹克和安踏相继成为NBA官方合作伙伴，不断追赶阿迪达斯。阿迪达斯采取的策略是着手从制造业商业模式向轻资产商业模式转型，在体育文化和赛事运营方面提早布局，拓展体育概念、推广个性化体育文化，最终转向体育竞技赛事资源经营的轻资产商业模式。阿迪达斯近年来自办赛事包括攀岩挑战赛、皮划艇竞技、校园阿迪杯、绿茵成长计划等。虽然阿迪达斯旗下赛事运营尚处于相对早期，但随着坚持不懈的推广形成知名度后，将给阿迪达斯带来自有体育赛事的无形资产，依靠吸引相关企业赞助、电视转播权等获得收入。

1、长江后浪推前浪，转型开辟新蓝海

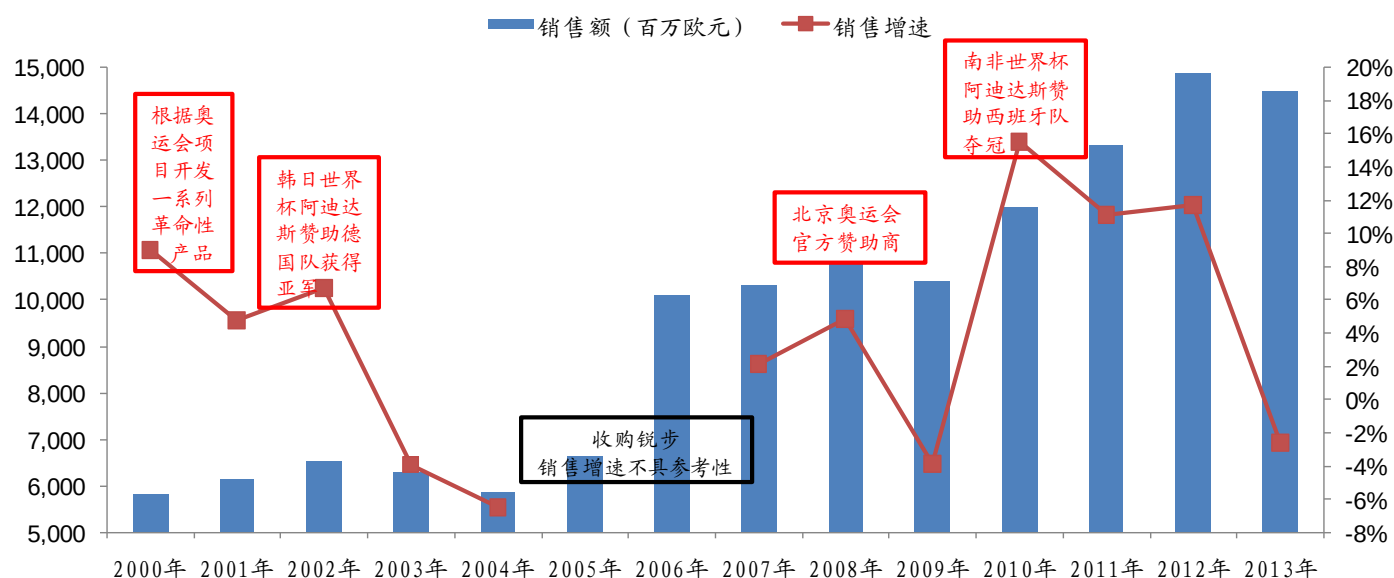
阿迪达斯第一次溃败出现在上世纪八十年代。德国人在运动方面追求传统的欧洲贵族体育风尚，在运动鞋的设计研发方面精益求精。在欧洲市场，阿迪达斯始终凭借设计方面孜孜不倦的耕耘领先压制着彪马，然而北美大陆上发生的变化让固守本行的阿迪达斯遭受了打击。在迅速扩张的美国市场上，耐克的销售增长率明显加快。虽然耐克在技术上不及阿迪达斯，但却在抢占越来越多的市场份额。阿迪达斯不得不承认，耐克在市场营销和生产成本方面的优势弥补了设计领域的不足。体育用品市场正在由卖方市场向买方市场转变，满足市场需求的重要性已经排在了产品研发的前面。二十一世纪以来，中国体育品牌如李宁、安踏、匹克等，一如当年北美市场兴起的耐克，在产品设计和质量方面虽然刚刚起步，但是凭借性价比方面的竞争优势，也给阿迪达斯带来了强有力的竞争。

在资本运作、品牌营销（赛事赞助和明星代言）等方面，阿迪达斯的领先优势同样难以保持。资本运作是否出色在于收购成绩，而耐克收购匡威和可汗(Cole Haan)也同样是成功的运作，丝毫不逊于阿迪达斯收购锐步和乐步。品牌营销方面，虽然2000年之后详细披露的年报显示，奥运会和世界杯这两大举世瞩目的赛事中，阿迪达斯凭借大力赞助比赛和参赛队伍，获得了高于其他年份的销售增速（见图22），但是我们同样观察了耐克的销售额之后，发现奥运会、欧洲杯这样的国际大赛年份里，耐克也获得了高于往年的销售增速（见图23）。也就是说，阿迪达斯花重金担当奥运会官方合作伙伴，赞助赛事、运动员，虽然牢牢握住了体育核心资源，但是对于体育品牌营销而言这些并不是无法撼动、不可替代的垄断竞争力，因为耐克也同样借助国际大赛的东风获得了销售额的高增长。另外在NBA赛场上，匹克从2006年开始成为休斯顿火箭队主场赞助商，一直到2013年都是NBA中国官方合作伙伴。这7年间匹克销售额从6.24亿人民币增长到26.13亿，年复合增速高达23%，体育赛事营销贡献十分明显。2014年安踏取代匹克成为NBA中国官方合作伙伴，签约的年

赞助费金额是匹克之前签约的数倍,可见NBA为中国体育品牌带来的营销贡献之大。

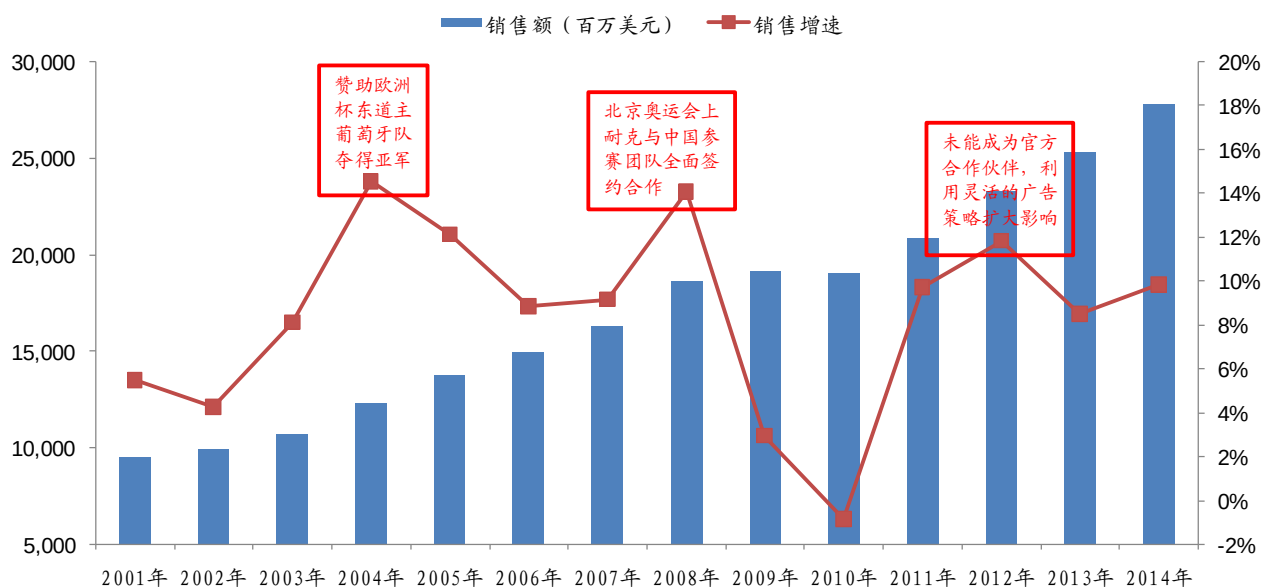
为了在二十一世纪的全球市场上保持领先地位,获得良好且稳定的销售增速,阿迪达斯已经意识到商业模式必须做出转变。从目前我们观察到的趋势来看,阿迪达斯采取的是向轻资产商业模式转型,寻找新的蓝海。

图22: 阿迪达斯国际大赛赞助与销量对比



数据来源: 阿迪达斯年报、公开资料、广发证券发展研究中心

图23: 耐克国际大赛赞助与销量对比



数据来源: 耐克年报、公开资料、广发证券发展研究中心

2、商业模式轻资产, 拓展体育新概念

我们发现, 阿迪达斯近十年内已经在体育文化和赛事运营方面提早布局, 拓展

体育概念、推广个性化体育文化，最终将很可能转向体育竞技赛事资源经营的轻资产商业模式。上个世纪阿迪达斯、彪马和耐克的竞争历程让我们看到“拼设计”不如“拼用户体验”——注重用户需求的耐克后来居上超越了注重设计研发的阿迪达斯和彪马。进入二十一世纪之后市场进一步国际化，我们认为“拼用户体验”的营销手段将被“体育文化营销”逐渐取代，后者将成为更有效的营销方法。体育文化营销的一个例子是个性化体育运动的推广，也正是阿迪达斯布局的发展方向之一。

在体育赛事领域，NBA是轻资产商业模式的一个榜样。以洛杉矶湖人主场迎战迈阿密热火为例：比赛场馆斯台普斯中心属于办公用品企业Staples和其他一系列场馆赞助商，湖人队股份属于房地产大亨巴斯家族的二代人物吉姆·巴斯，热火队股份属于游轮商人米基·阿里森。可以说，绝大部分有形资产都不属于NBA联盟——联盟是轻资产运作的，只不过NBA电视台属于联盟而已。NBA联盟本身每年利润达到数十亿美元，这些利润大多来自合作赞助商收入和电视转播权收入，可持续性良好。稳定高盈利的来源是赛事本身的无可替代性和体育文化垄断能力。

因此，如果能让一种体育运动、体育精神牢牢地和阿迪达斯的品牌结合在一起，就能创造出这种独一无二、无可替代的体育文化，从而给阿迪达斯带来垄断能力和相应的利润。阿迪达斯近年来自举办的个性化体育赛事包括RockStars-抱石赛、Sickline-湍流皮划艇冠军赛(Sickline Extreme Kayak World Championship)、Utah Soccer Adidas Cup校园阿迪杯、阿迪达斯绿茵成长计划等（见表4）。而由阿迪达斯发起的体育项目还包括峡谷穿越、山地自行车、滑翔伞、雪山登山、高空缆绳挑战等，这些虽然只是阿迪达斯发起的个人或者团体活动，尚未成为赛事，但在将来有潜力发展为众人关注的比赛（见图24）。

表 4：阿迪达斯自主举办的个性化体育赛事

赛事名称	赛事举办地	赛事诞生时间	赛事内容
Utah Soccer Adidas Cup 校园阿迪杯 	美国	2008 年	美国校园青年足球竞技
阿迪达斯 绿茵成长计划 	中国	2009 年	中国青少年足球竞技
Sickline Extreme Kayak World Championship 湍流皮划艇冠军赛 	奥地利	2010 年	湍流皮划艇

RockStars-抱石赛



全球

2011 年

无绳索抱石攀岩

资料来源：公开资料、广发证券发展研究中心

图24：阿迪达斯发起的体育项目



资料来源：阿迪达斯户外网站(www.outdoorsportsteam.com)、广发证券发展研究中心

3、建立知名度任重道远，赞助转播权赢在未来

虽然阿迪达斯旗下运营的个性化体育赛事和所发起的个人/团队项目活动尚处于相对早期，但随着坚持不懈的推广形成知名度后，将给阿迪达斯带来自有体育赛事的无形资产，依靠吸引相关企业赞助、电视转播权等获得收入。

我们仔细关注RockStars-抱石赛和Sickline-湍流皮划艇冠军赛两项赛事，寻找阿迪达斯转型做体育赛事运营的趋势。从图26中的墙面上可以看到，RockStars-抱石赛的主办者是阿迪达斯，同时有很多赞助商，如GORE TEX, LBS, ÖTZTAL等。

图 25：RockStars-抱石赛颁奖



资料来源：阿迪达斯RockStars官方网站、广发证券发展研究中心

根据阿迪达斯RockStars官方网站的披露，RockStars的主办方是阿迪达斯，还有一系列的赞助商。赞助商的主营业务分布很广，包括户外防护服制造商、金融服务商、媒体等。具体赞助商列表、商标及主营业务见表5。

表 5: RockStars 赛事赞助商

赞助商名称	赞助商国别	赞助商商标	主营业务
Gore-tex	美国		户外防护服制造
LBS	德国		银行业
Ötztal	德国		旅游开发
Five Ten	美国		户外运动鞋
Energy	德国		广播电台
Schenker	德国		国际货运
SportScheck	德国		体育用品零售
Hilton Garden Inn Stuttgart Neckerpark	德国		酒店业
Sportklinik Stuttgart	德国		医疗急救
Bänfer	德国		健身器材制造

资料来源：阿迪达斯RockStars官方网站、广发证券发展研究中心

从图26我们同样看到，Sickline-湍流皮划艇冠军赛的主办者是阿迪达斯，同时也有很多赞助商的商标，如ÖTZTAL，Red Bull等。实际上根据阿迪达斯Sickline官方网站的披露，除了主办方阿迪达斯之外，有多家赞助商支持赛事承办，这些赞助商的主营业务包含摄影器材制造、旅游企业、咖啡连锁店等。具体赞助商列表、商标及主营业务见表6。

表 6: Sickline-湍流皮划艇冠军赛赞助商

赞助商名称	赞助商国别	赞助商商标	主营业务
GoPro	德国		摄影器材制造
JacksonKayak	美国		皮划艇制造商

Ötztal	德国		旅游开发
Area47	奥地利		旅游业
Softub	奥地利		浴缸
Swiftwater Rescue	奥地利		陪护营救
Sportklinik Stuttgart	德国		医疗急救
Segafredo Zanetti	意大利		咖啡连锁

资料来源：阿迪达斯RockStars官方网站、广发证券发展研究中心

图26: Sickline-湍流皮划艇冠军赛颁奖

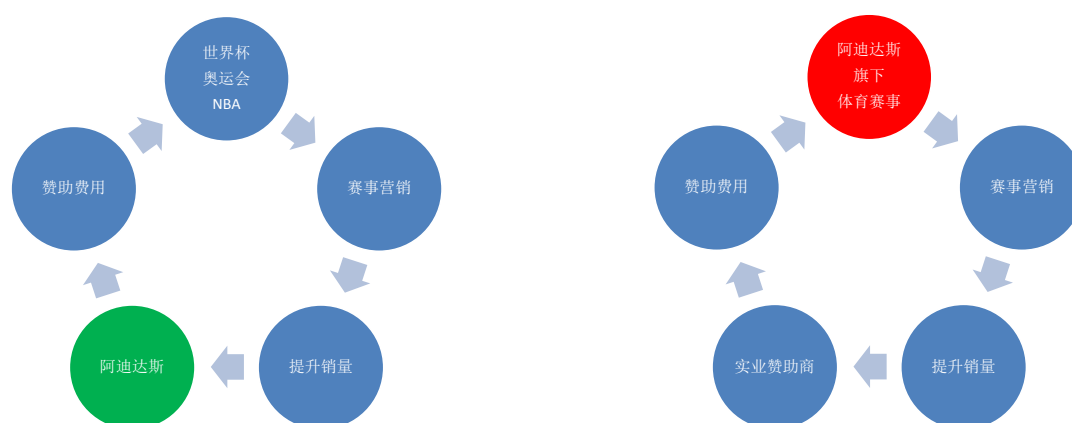


资料来源：阿迪达斯Sickline官方网站、广发证券发展研究中心

像RockStars-抱石赛和Sickline-湍流皮划艇冠军赛这种类型的赛事,最初开始举行的若干年参与者可能较少,但是随着阿迪达斯对这种个性化体育赛事的推广,让这种形式新颖、具有独特性和定制性、能给参与者带来成就感和满足感的体育运动将会渐渐形成一种新的体育文化和体育精神,而这种活动对人的吸引力带来的商业价值会和阿迪达斯牢牢地结合在一起,也就是说这种体育资源是具有垄断性的,同行难以模仿。

正如图27所示,当阿迪达斯旗下运营的赛事能够媲美NBA时,阿迪达斯就可以凭借体育赛事本身这个无形资产来盈利,途径包括赞助商合作和赛事转播权等。这就实现了体育产品制造业向轻资产商业模式的转变。

图27：商业模式转型



资料来源：广发证券发展研究中心

阿迪达斯的个性化体育赛事运营刚起步不足十年，全面转型轻资产商业模式依然任重道远。但是我们回想到，NBA成立也存在初期经营规模小、关注度低、赛事进程不顺利这些问题，若然年的耕耘积累后毕竟成为了全美关注度数一数二的赛事，带来了客观的利润。由此看来，阿迪达斯个性化体育赛事运营的未来是充满光明的。

综合看来，阿迪达斯虽然拥有产品研发设计、资本运作、品牌营销等方面的优势，但都受到同行业强大竞争者和后起之秀的威胁。阿迪达斯的销售额也在一些年份出现下滑，为此采取了反客为主谋求转型的办法，打造个性化体育，发展赛事经营。这一点对于国内有志于做体育转型、赛事经营的企业是有借鉴意义的。而国内体育品牌需要做的不仅仅是学习耐克阿迪这样的国际巨头如何转型，更要重点把握中国的特点，做到自家事自家知，找到因地制宜的好办法。在政策层面、资本运作层面、公众参与和消费层面，中国和西方都很不一样。我们将在下一部分呈现更深入的相关研究。

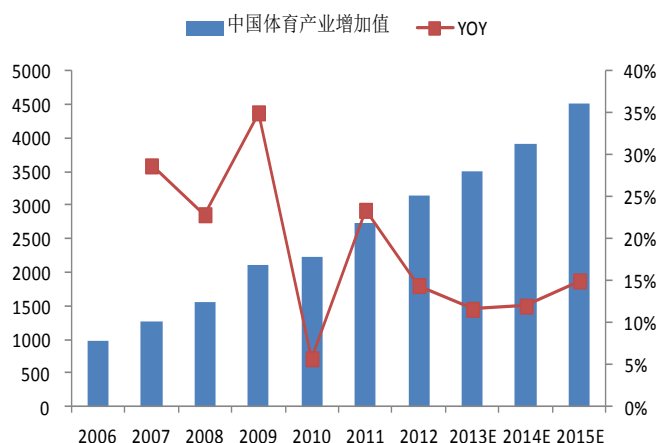
三、结合国情，挖掘体育板块新一轮驱动力

（一）政策推动体育发展，把握本土消费趋势

回顾上文耐克的成功因素，支持其品牌不断发展壮大的基础是美国85%的民众体育参与度以及前瞻性地把握本土市场的消费趋势。1980-1980年代，慢跑运动风靡美国之时，耐克推出适合城市街道的柔软鞋底跑鞋；1979年起，NBA经过“新秀选拔制”以及“薪金限额制”改革开始吸引人们眼球时，耐克联合乔丹推出乔丹系列篮球鞋；1988年网球恢复奥林匹克正式比赛时，耐克与具有代表性的网球选手签约并推出第一款网球鞋。

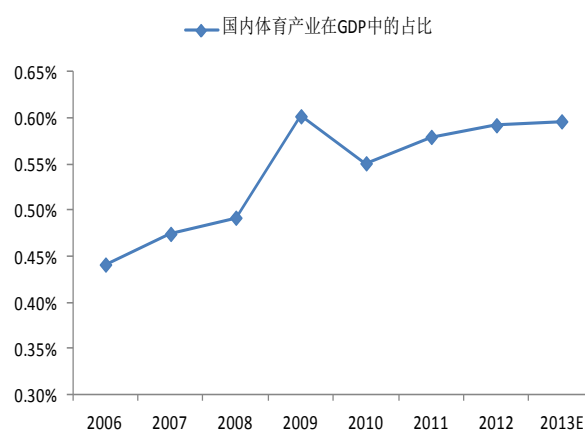
我们在2014年9月2日的深度报告《体育产业系列深度报告之一：政策篇：前瞻性探究中国球市，市场化改革蓄势待发》中已经详细分析了随着现代服务业的迅速发展，国内体育产业也将顺应全球性产业结构调整的趋势，加速体育服务标准化、要素流通全球化、体育用品品牌化，进而发展为庞大的产业集群，并初步形成国际化的竞争格局。并且据统计，美国、欧盟体育产业占各自GDP的比重分别为3-4%。相比之下，2013年我国体育产业在GDP总规模中的占比只有0.6%，由此可见国内体育产业的发展空间十分巨大。随着社会经济的发展，政府“全民健身”活动的开展，国民对身体健康的重视程度越来越大，体育健身行业面临着巨大的机遇。目前，中国已成为世界上最大的体育健身市场，中国体育健身产业正处于高速发展时期。近几年来，我国体育健身俱乐部的数量和规模都有大幅度提高，城市居民用于个人健身的消费每年以30%的速度递增，明显高于全球20%的平均速度。我们认为，随着人均可支配收入的提升、健身意识的不断增强和政策的大力支持，体育行业必将迎来前所未有的发展契机。

图 28：中国体育产业规模及增速（亿元）



数据来源：国家体育总局、广发证券发展研究中心

图 29：体育产业占 GDP 规模比重不断攀升

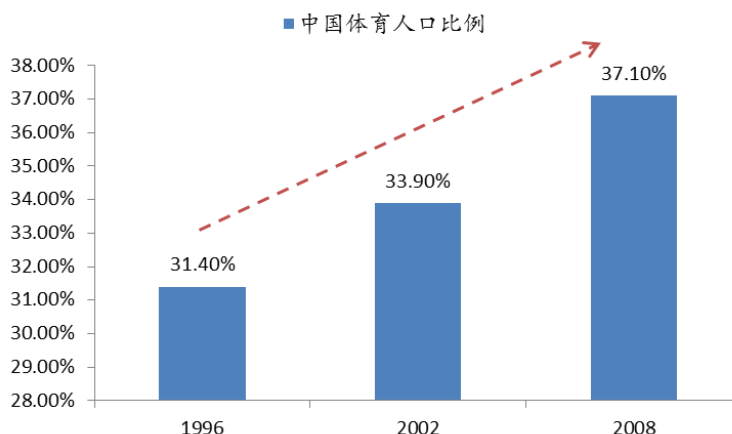


数据来源：国家体育总局、广发证券发展研究中心

我们在2014年10月14日的深度报告《体育产业系列深度报告之三：人才篇：双线揭示体育人才现状，海外借鉴政策红利促发展》中分析了从宏观层面来看，我国体育人口比例表现出明显的增长势头。据国家体育总局统计，我国1996年体育人口比例为31.4%，到了2008年增长到37.1%，平均每年增长0.5%左右，按照13亿人口来

算，这意味着我国体育人口每年递增约600万人。体育总局最新的调查采用“经常参加体育锻炼”作为统计口径，结果表明我国2007年经常参加体育锻炼的比例为28.2%，2013年为32.7%，平均每年增加0.75%，按此标准计算经常参加锻炼人口每年递增接近1000万人。

图30：我国体育人口占总人口比例



数据来源：国家体育总局，广发证券发展研究中心

目前国家体育总局尚且没有公布最新的体育人口比例，但按最近几年国家对全民健身事业投入的加大，以及百姓健身理念的增强，我们认为体育人口比例超过40%还是比较乐观的。那么以我国的人口基数，超过40%的体育人口比例意味着高达5、6亿的经常运动人口，同时代表着巨大的体育用品消费。

因此我们的观点是：基于我国体育行业的发展契机以及我国体育人口比例的增长势头，我国对体育用品的需求趋势将进入上行通道，耐克的成功充分证明了行业后来者未必落后，只要紧紧把握本土消费的潜在趋势，后来者也能战胜老牌企业成为龙头，只有占据本土的品牌，才是世界的品牌。

（二）体育事业以人为本，竞技健身齐头并进

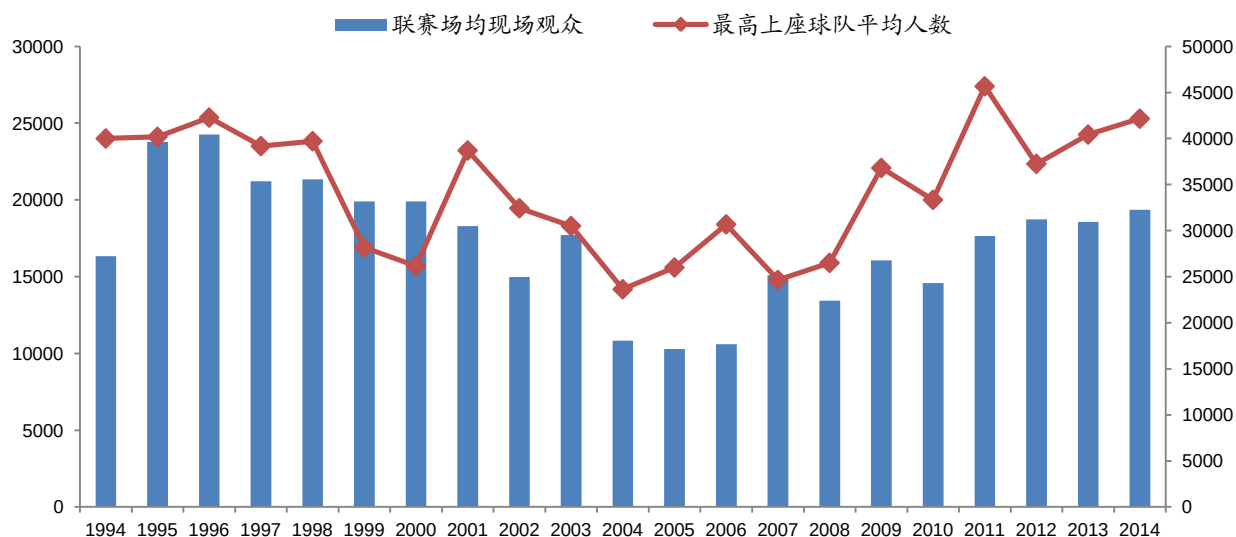
通过在上文的阐述，我们已经明晰体育产业链的核心是体育竞技和全民健身活动。

竞技赛事领域，强者恒强的“二八”效应非常明显，粉丝大量集中在明星球员和豪门球队上。在种类繁多的竞技运动项目中，足球运动作为世界上最受人们喜爱、开展最广泛、影响最大的体育运动项目，被誉为“世界第一运动”。一场精彩的足球比赛，吸引着成千上万的现场观众甚至数以亿计的电视观众，有关足球赛事的报道，占据着世界上各种媒体的头条篇幅，当今足球运动已成为人们生活中不可缺少的组成部分。赛事的冠名权，门票、广告、电视转播权的出售以及赞助费等收入，使各大足球俱乐部和球队联盟盆满钵满，足球博彩、足球学校、足球用品等与足球相关的体育产业也蓬勃发展。

足球产业实力基础在于这一产业“人口”存量。以我国中超联赛为例，2012年3月，央视重新开始转播中超2011赛季，中超联赛场均上座人数达到了17600人次，2012赛季中超联赛的现场观众总数449.76万人、场均观众18740人。2013年万

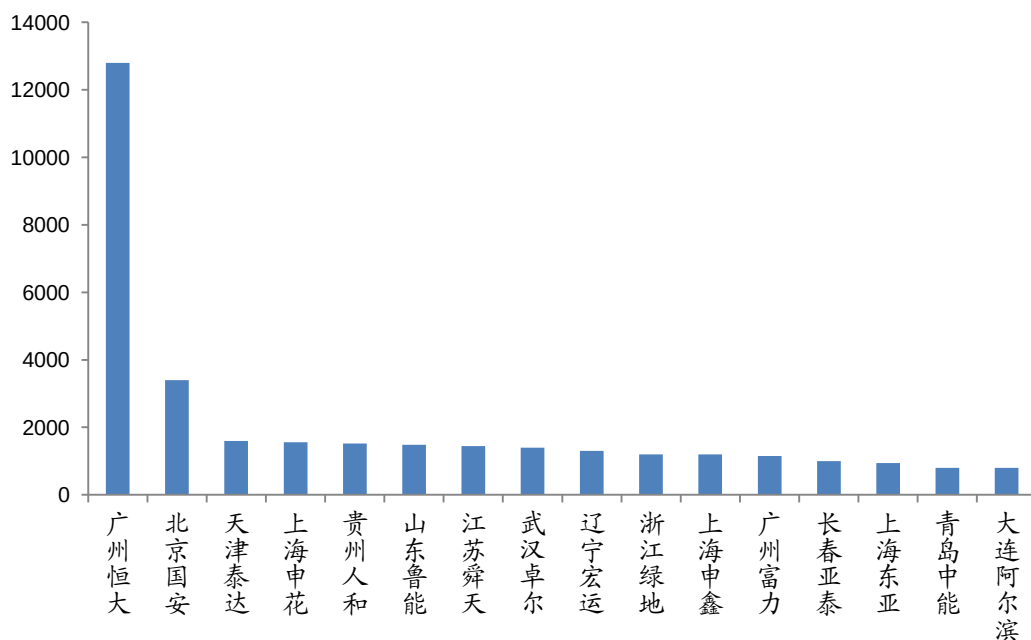
达广场中超联赛共有 445.7 万球迷到场观看比赛，场均观众人数为 18571 人。2014 年中超联赛场均观众人数达到创记录的 1.98 万人次。2012 年中超联赛电视观众达 2.95 亿，而 2013 年中超联赛收视人次达到 3.46 亿，较 2012 年多出了 17%，播出时长达到 3684 小时 21 分。

图31：中国球市职业化20年间的上座人数变化



数据来源：网易中超数据库、广发证券发展研究中心

图32：2013赛季中超票房收入（单位：万元）



数据来源：2013中超商业报告、广发证券发展研究中心

从中国足球观众数量上来看，在经历了我国政府强有力的打假反赌，我国球市出现了明显回暖，自 2007 年起，观看足球的人数屡创新高。同时结合 2013 赛季中

超各俱乐部的票房收入，可以明显发现我国球迷看球存在着“强者效应”，广州恒大一支俱乐部的票房收入几乎相当于其他俱乐部的全部收入。因此，在我国目前大力推动足球发展、打假打赌的政策下，第二支、第三支“恒大”的出现不再是梦想，强队的出现会进一步带动观众数量的增长，从而拉动体育用品消费。

对于我国国内企业来说，在2014年12月30日之前，转型体育赛事还只能是空想。但是在这之后，转型赛事已经成为了可行的战略。12月30日，体育总局在其网站发布了《关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》。根据此文件，除全国综合性运动会和少数特殊项目赛事外，包括商业性和群众性体育赛事在内的全国性体育赛事审批一律被取消。同时体育总局还印发了《全国性单项体育协会竞技体育重要赛事名录》，其中所列的167项赛事，一律无需体育总局及其各厅司局、直属单位审批，标志着国内体育赛事审批制度改革迈出了实质性的一步。这也表明国内企业向赛事转型在政策上的可行性。

全民健身领域，国内主要参与形式包括青少年足篮球活动和城市跑步运动等。不同于竞技比赛的粉丝效应，参与感、体验感是全民健身领域最大的吸引力所在。

青少年参与足篮球活动的热情受国家足球篮球专业联赛水平和国家队在世界赛场上表现的影响。在2000年，中国足球达到高峰状态，全国在足协注册的足球学校有84所，注册的青少年球员则有37051人。教育部计划从2014年起用3年时间，把校园足球定点学校由目前的5000余所扩展到2万所，并从今年起逐步建立健全小学、初中、高中和大学四级足球联赛机制。

城市跑步活动包括马拉松和荧光夜跑、彩色跑等趣味跑步活动。我们前文提到的个性化体育运动之所以受西方社会欢迎，是因为大量中产阶级的存在。传统的足球、篮球、棒球联赛只能满足公众的观看需求，却因为专业性较强而不能满足公众的参与需求。中产阶级的消费能力可以支付上文中提到的攀岩、皮划艇、山地自行车等个性化体育运动，而这些运动也能够满足中产阶级生活品味的追求，使其得到挑战自我的成就感。而在中国，无论是在中产阶级比例，还是消费能力、消费观念等方面，都和西方社会有一定差异。现在的国内马拉松赛事参赛人数已超过75万人次，参赛选手涵盖运动员、学生、白领、公务员等等，赛事种类也拓展为全程马拉松、半程马拉松、迷你马拉松等多种形式。每一场马拉松赛事都异常火爆，甚至出现报名人数过多而要进行抽签的情形，媒体对比赛进行密集报导，群众热情空前高涨。

图33：马拉松比赛火爆场景



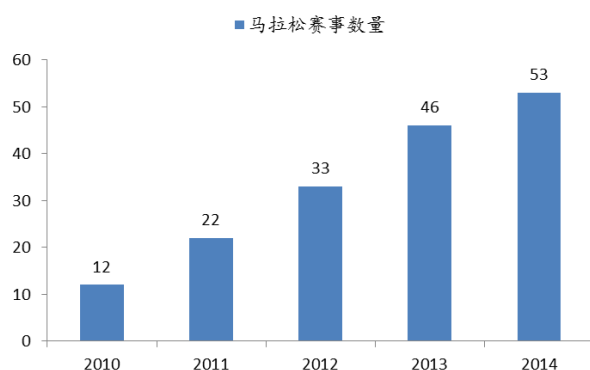
广州马拉松

上海国际马拉松

北京马拉松

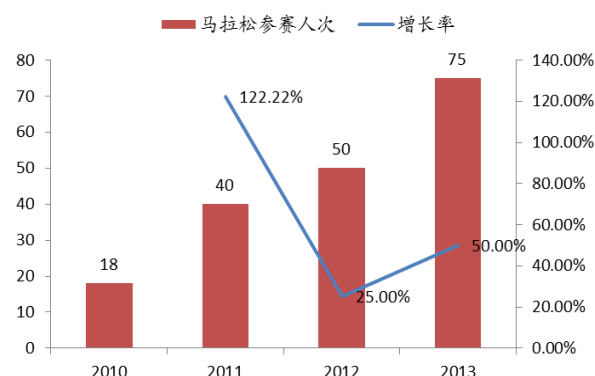
数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

图 34: 我国马拉松赛事数量 (个)



数据来源: 田径运动管理中心、广发证券发展研究中心

图 35: 我国马拉松参赛人数 (万人次)



数据来源: 田径运动管理中心、广发证券发展研究中心

近五年来,国内马拉松赛事持续升温。在2010年我国举办了12场大型马拉松赛事,第二年赛事数量接近翻倍。2013年共举办46场赛事,按照田径运动管理中心的计划,2014年的赛事将增加至53场。相应的,马拉松的参赛人数也实现了快速的增长。在2010年约有18万人次参加各种路跑赛事,到2013年参赛人数超过了75万人次,是2010年的4倍,平均每年增长60%。值得注意的是,除参赛者外还有更多没有抽中签的报名者。2014年上海国际马拉松共有1.8万个参赛名额,但报名人数高达230万,中签率不足1%。据此推算,我国有意愿参加马拉松赛事的人数可能超过7000万人,这足以表明我国大众体育的惊人潜力。

目前国内城市跑步参与人数不断增加的同时,活动形式也开始走向趣味化,提升公众的参与感、体验感。从前马拉松夺冠往往是黑人选手具有强大优势,国人很难拿到名次获得成就感。近年来马拉松的参赛形势逐渐趣味化,参赛者可以化身“唐僧”、“蝙蝠侠”等角色参加比赛,即使拿不到好的名次,也可以在比赛中获得快乐,实现“快乐运动”的主题。

图 36: 马拉松比赛形式走向趣味化



数据来源: 公开资料、广发证券发展研究中心

综合来看,国内体育事业一方面得到了国家政策支持,一方面坐拥巨大的体育人口和国民特有的粉丝情节以及对快乐健身的向往,为国内有志转型到经营体育事业的企业提供了乐观的发展前景和巨大的市场潜力。

四、国内体育转型的受益标的

纵观耐克和阿迪两大国际运动品牌的发展历程，我们不难发现，无论是前者顺应潮流的前瞻性布局，还是后者逆境中的华丽转身，都离不开在体育行业深耕细作之下的一系列兼并收购背后强大的系列资本运作。我们认为，借鉴海外具体成功经验，国内立志投身体育产业的企业需要符合两大特点：一是具备强大的资金实力或融资能力，这一点上市公司优势明显；二是要在体育产业的某一领域有着多年专业的运营经验，具备较强的进入壁垒。

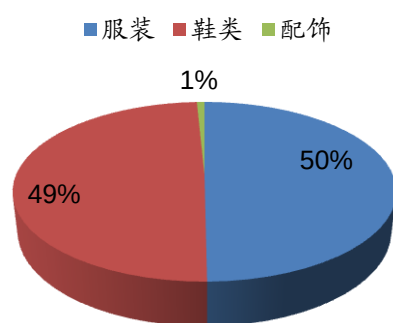
因此，我们在此明确提出A股2015年体育产业投资驱动力与2014年下半年的不同之处：在体育政策陆续落地、改革方向坚定的背景下，已经从单纯的政策预期转换到有实力的上市公司充分利用资本运作将体育相关业务做强做大。而综合以上两大特点，我们认为最具转型实力或可能的标的包括贵人鸟、雷曼光电和中体产业。

（一）贵人鸟（603555.SH）

公司是中国知名的运动鞋服品牌企业，主要从事贵人鸟品牌运动鞋、运动服装的研发、设计、生产和销售，分为“专业运动”和“运动休闲”两大系列。公司产品侧重于运动休闲，营销网络重点布局国内二、三、四线城市市场，贵人鸟品牌主体消费群定位在16-28岁时尚运动爱好者，辐射范围为14-35岁的运动爱好者。

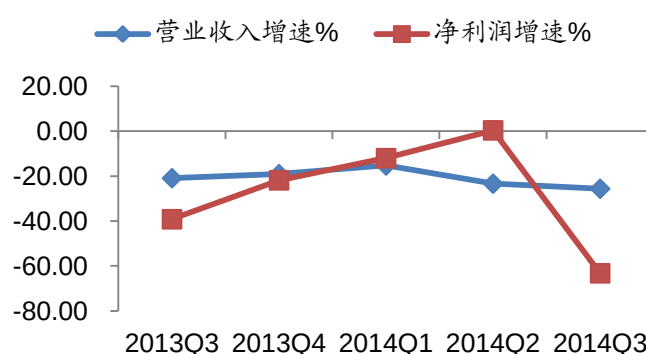
贵人鸟三类主营产品分别是运动服、运动鞋以及配饰。从下图中我们可以看到，运动服和运动鞋占了贵人鸟99%的销售收入，由此可见贵人鸟传统上是以鞋及服装为销售主力的。而公司自上市以来，单季度营业收入呈现出持续下滑的趋势，净利润也只有在2014年二季度勉强实现盈利。由此可见，贵人鸟现有的业务模式难以以为公司提供持续高速增长的驱动力，转型势在必行。

图37：贵人鸟收入结构（2014年中报）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图38：贵人鸟收入利润增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

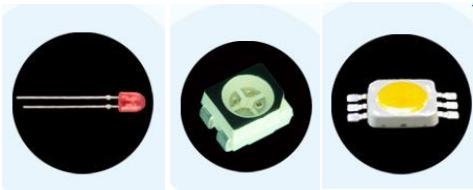
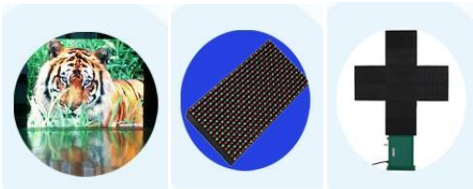
2015年1月19日，贵人鸟发布公告，表示公司拟与虎扑体育（虎扑体育的详细介绍见附录）构建战略合作伙伴关系。根据公告，双方拟合作成立体育产业基金，基金目标规模20亿元，分两期设立，其中第一期基金规模10亿元，贵人鸟拟在未来三年分两期向产业基金投入10亿元人民币，其中第一期投入5亿元。同时双方将开展线上线下合作，努力形成公司线下体育产业资源和虎扑体育线上流量资源有效商业化的双赢局面。

我们认为，贵人鸟此次转型开创了国内体育运动品牌转型的先河，未来将会有更多的国内运动品牌顺应转型浪潮，在体育产业万亿红利释放在即的历史时刻，创造出更大的商业价值！

（二）雷曼光电（300162.SZ）

雷曼光电是国内领先的专业化、国际化、高品质的LED制造商，同时也是亚太地区乃至国际市场有影响力的厂商之一。公司始终致力于为客户提供高效、节能、稳定的LED封装器件和应用产品，其超高亮全彩系列、大功率多规格LED产品，涵盖全彩色显示屏、景观照明、交通信号及信息显示三大领域。

表 7：雷曼光电主营产品及服务

业务	产品/服务	特点
LED 产品	封装器件	 直插，贴片全彩/白光 户外显示屏用贴片式技术，以及户外 SMD 全彩显示屏应用技术 适合户外显示屏高温和高湿等要求
	显示屏	 深交所新大厦证券显示屏 人民大会堂 LED 照明改造工程 国庆天安门广场使用高品质 LED
	照明产品	 各类室内外灯具 户内照明 T 管技术、超轻/超薄磁冷路灯技术
LED 服务	体育传媒	 中国足协战略合作伙伴 中超联赛唯一球场显示屏供应商
	节能	 提供专业的能源诊断、改善方案评估、项目设计、资金与财务计划、产品采购、工程施工、监造管理、节能量确认等全方位节能服务

数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

自2011年起，雷曼光电就开始布局体育产业，成为2012-2016年中超联赛LED设备制造类唯一合作伙伴。根据公司与中超公司签署的协议，雷曼光电在此期间为中超联赛提供赛场全彩广告显示屏设备及相关服务，通过提供LED显示屏设备置换每次中超比赛12分钟的广告时间。2013-2014赛季，公司将可对外出售的10分钟广

告时间销售给中超公司，剩余2分钟用于自身品牌推广，共获得1800万元的营业收入（广告收入1500万元，附加服务费300万元）。

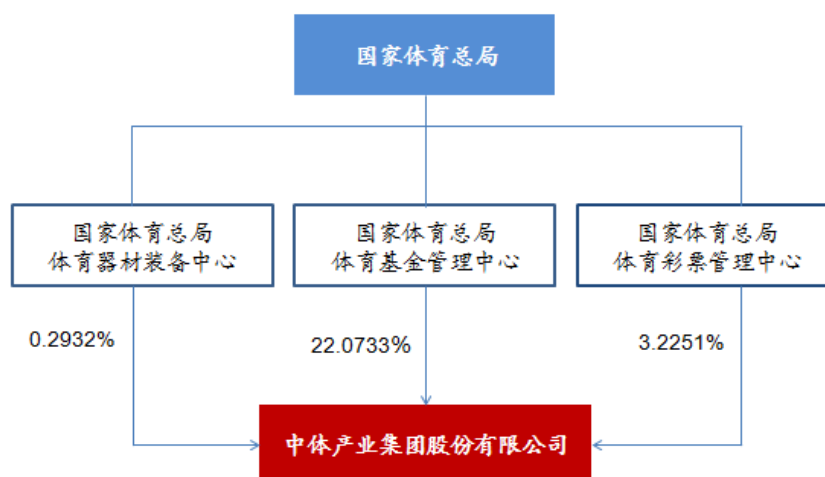
目前，公司已经开始销售2015赛季中超足球联赛商务权益。**2014年9月22日，雷曼光电与山东爱达传媒有限公司签订了中超广告资源销售合同**，将公司拥有的中超足球联赛2015全赛季16家俱乐部240场中超比赛2分钟的球场LED显示屏广告展示时间对外进行了销售，交易金额800万元，价格较之前明显提升，标志着公司在体育传媒领域的商业价值得到进一步确立并获得认可。雷曼光电总计拥有2015赛季中超足球联赛的12分钟商务权益。

除了与中超公司现有的战略合作之外，公司坚信中国足球联赛的商业价值处于持续上升趋势，积极开发体育传媒领域的商业价值。公司在中超合作运营的经验积累基础上，已成为超过12家中甲联赛俱乐部成员的赞助商和合作运营商，并将通过广告运营等商务开发方面获得更高的话语权，正在复制中超模式，战略性前瞻布局。公司将进一步打造优势体育营销平台，与赞助商、合作伙伴共同开发足球联赛的商业价值，同时赞助商借助足球联赛的营销平台，获得比赛现场的显示屏广告推广时间、比赛的电视和网络转播宣传、比赛球票上品牌LOGO的推广机会。

（三）中体产业（600158.SH）

中体产业成立于1998年3月，是由国家体育总局体育基金管理中心、国家体育总局体育彩票管理中心、国家体育总局体育器材装备中心和中华全国体育基金会等共同发起组建的中国体育产业规模最大的股份制企业。中体产业作为体育总局系统中目前唯一上市公司平台，具有雄厚的资金支持和丰富的业内运作经验。

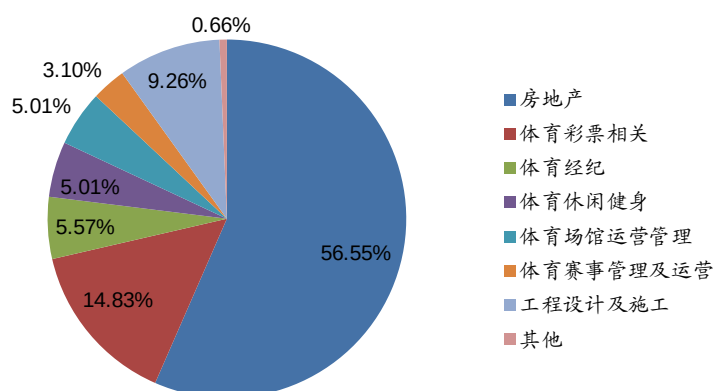
图39：中体产业是体育总局系统中目前唯一上市公司平台



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司始终坚持将体育产业作为立足和发展之根本，主营业务涉及复合型城市体育地产开发、赛事管理与运营、体育场馆运营管理、休闲健身、体育经纪、体育彩票、体育设施设计及建设。

图40: 中体产业收入构成 (2014年中报)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

- **体育地产:** 致力于体育主题地产的开发和管理, 已从单纯的住宅建设发展到开发运营城市体育综合体与中央体育商务区, 形成了较完备的产业链。
- **体育场馆建设与运营:** 国内唯一的纵贯体育场馆前期规划、设计、建设、内容提供和长期运营的全产业链服务商, 拥有多家专业公司, 为百余个大型体育场馆提供过前期规划与设计咨询。
- **体育服务:** 以奥林匹克推广、大型赛事运营、体育营销和体育明星经纪等业务为核心, 汇集了大批相关领域的精英, 拥有和经营优质体育资源, 为企业和城市提供全面的体育营销与推广服务。**在赛事管理与运营方面, 公司目前拥有环中国自行车赛、北京马拉松、职业高尔夫赛等重大体育赛事的运营权。**
- **体育彩票:** 拥有覆盖终端硬件产品、系统软件、游戏玩法等彩票全产业链的开发运营能力, 是行业领先的电脑彩票终端设备、彩票计算机交易系统、彩票业务管理信息化系统、彩票市场运营管理服务产品的供应商与服务商。其控股子公司(45%)**北京英特达系统技术有限公司**成立于1998年, 是中国体彩中心彩票终端机指定供应商之一, 为全国25个省市级体彩中心提供彩票终端机及售后服务。英特达被收购前的2011年全年营业收入达1.32亿元, 净利润为1014万元。

五、风险提示

1. 国内体育品牌的核心业务多为体育用品, 在其他体育领域的运营经验略显不足, 转型效果存在不确定性;
2. 并购基金等资源整合方式的协同效应有待观察, 存在一定风险。

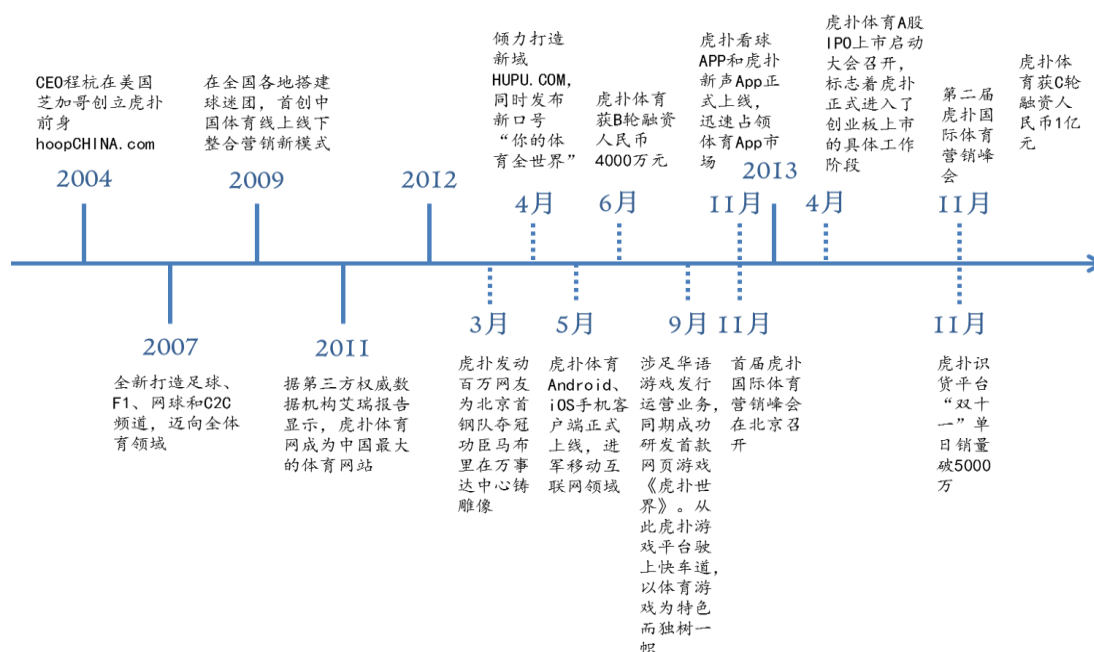
六、附录：虎扑崛起

（一）发展历程

虎扑体育网是目前中国最大的垂直体育门户网站,由程杭和杨冰于2004年成立。最开始它只是一个专注篮球的网络社区(2004年至2007年)。2007年以后,虎扑体育网相继推出了GoalHi足球、HelloF1赛车等社区。2012年4月,虎扑创始人程杭将hoopCHINA、GoalHi和HelloF1三个独立网站全部统一到hupu.com的域名之下。并提出了“虎扑体育网,你的体育全世界”的新口号,打造全新的虎扑体育网(www.hupu.com),从此虎扑体育网正式转型成为体育门户网站。

从2004年成立起,虎扑在9年时间内生根发芽,逐步成长为中国访问量和影响力第一的体育门户。根据艾瑞咨询公布的数据,虎扑2011年已经成为中国访问量最大的体育网站。并在各方面都取得了不错的成绩。**篮球方面,虎扑篮球是中国最大最有影响力的篮球网站。**专业报道NBA、CBA、NCAA、FIBA等各大篮球赛事提供最新最全的新闻、图片、赛事直播、视频、数据分析。拥有NBA、CBA、街头篮球、篮球鞋装备、约战等篮球板块。**足球方面,GoalHi足球是中国最大的足球网站。**专业报道世界杯、欧洲杯、英超、西甲、意甲、德甲中超等各类足球赛事。通过三年的努力,已经成为了百万PV级的网站。拥有热情理性的足球讨论社区供足球迷交流讨论。**F1方面,HelloF1赛车是中国最大的赛车网站。**专业报道F1、MotoGP、勒芒系列赛、CTCC房车赛等赛事。提供F1赛车内容相关的图片、直播、赛程、视频和F1赛事报道等内容的在线观看。F1论坛包含了网友原创翻译的F1新闻与流言,车队车手讨论分析等相关内容。

图41: 虎扑发展历程

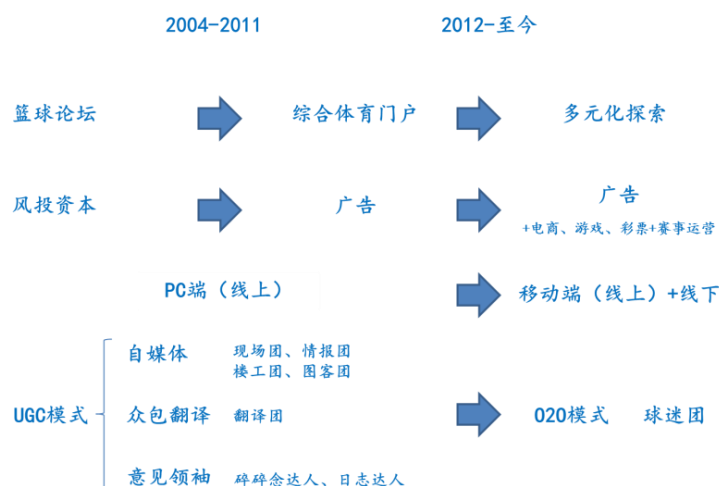


数据来源: 公开资料、广发证券发展研究中心

经过多年的用心经营,虎扑实现了从论坛到门户的华丽转身,收获了诸多口碑

和荣誉。与此同时，也进行了多样化的商业化探索。在线上，虎扑逐渐将触角伸向电商、游戏、彩票等领域。在线下，虎扑一方面与新浪、搜狐抢占职业体育赛事资源，另一方面投资基层体育赛事，意图推动国内体育生态系统的建立。从2012年起，虎扑体育的线下业务，就从广告主的线下项目执行逐步转型成自营赛事业务。

图42：虎扑发展阶段



数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

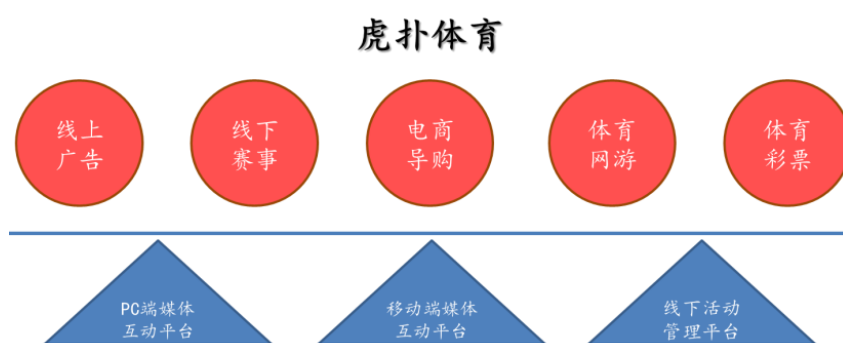
从近十年的发展历程来看，虎扑网用8年时间从一个**小众篮球论坛**发展成了一个**综合体育门户网站**。近年来也依托体育对电商、游戏、彩票等领域进行过一些**多元化的探索**。

整体来看，虎扑网的发展可大致分为两个阶段：第一阶段是2004年至2011年，这一阶段虎扑主要在PC端积累用户，不断丰富其PC端的体育门类，使从一篮球论坛成长为了综合体育门户，并探索出了以广告为主盈利稳定的商业模式。第二阶段是2012年至今，从2012年虎扑发布新口号“你的体育全世界”可以看出，这一阶段虎扑主要为其用户在不同平台上全方位提供更加多样化的产品和服务，提高用户体验。并且进行了电商、游戏、彩票等诸多不同方向的探索，意图开辟多渠道的盈利模式。从第一阶段到第二阶段，虎扑逐渐将重心从线上转向线下，着力打造O2O模式，进一步增强与用户的互动。

（二）公司现状

虎扑体育坚持从论坛做起，在体育领域从篮球、足球等项目为基础逐渐发展，最后转为体育垂直门户网站。发展至今，虎扑体育在线上、线下、PC端、移动端做全面覆盖：互联网方面有hupu.com网站，移动互联网方面有虎扑看球app、虎扑体育app、虎扑识货app、虎扑跑步app等产品。线下方面在超过160个城市设立有虎扑联络管理人员（虎扑球迷团），范围覆盖全国。虎扑致力于在**互联网、移动互联网和线下平台**为中国体育迷提供全方位的互动交流平台，为企业和组织提供一站式体育营销整合服务。现已形成了线上线下相结合的战略布局，涉及赛事营销、电子商务和网络营销等多方面的业务。

图43: 虎扑业务现状



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

1. PC端媒体互动平台

虎扑体育旗下专业体育媒体——虎扑体育网(www.hupu.com)成立于2004年，是目前中国最大的体育网站，拥有数千万的活跃用户，日均访问数近亿，已成为中国体育迷的第一选择。

虎扑体育网目前内设 13 个频道，超过 200 个独立的论坛版块。虎扑体育网的频道和版块都是以论坛作为主要传播载体，实际上虎扑体育网所传播和发布的信息，基本都可以在论坛中找到原帖（部分新声类微博短消息除外）。而如果进一步对虎扑体育网的频道和版块进行划分，它也可以分为**体育类频道（版块）**和**非体育类频道（版块）**两种。

体育类频道

虎扑用户大多是体育爱好者，因此体育类频道和版块是虎扑传播的重点，在虎扑的 13 个频道中，有 9 个频道都是与体育相关的。由于虎扑最早是依靠 NBA 起家发展的，因此关于篮球项目的传播又是重中之重。

虎扑体育网的篮球论坛分为 NBA 论坛和 CBA 论坛两大频道，其传播内容涉及篮球领域的方方面面，例如球员的数据、分析、B 计划等等，传播方式通常以文字配以图片、音频乃至视频。所有的 NBA 和 CBA 球队都拥有自己的专属球队版块，篮球场通常会邀请明星用户创造一些比较有深度的帖子，裁判区和虎扑 Knowing 对篮球知识进行科普和解答。而湿乎乎的话题区则为用户提供了一个互相讨论和交流的通道，同时为了进一步方便受众进行选择，又专门开辟深篮讨论区，以供有深度的用户展示自己的水准。

围绕最核心的篮球论坛，虎扑体育网还提供了运动装备区、街球实战区和虎扑社团等相关频道和版块，使其对于用户的服务更加完善。对于篮球之外的运动项目，无论是热门的足球、网球、F1 赛车，还是在中国大陆相对冷门，但在世界部分地区属于热门项目的橄榄球、冰球等项目，虎扑体育网也都为其开设了专门的版块，这也使得篮球项目之外的爱好者，同样可以在虎扑体育网中找到符合自己爱好的容身之地。为了增加用户体验，让更多的用户融入到虎扑体育网当中，虎扑也组织用户建立了一些自建版块和相关社团，并对参加的用户给予一定的奖励，从而调动起用户的积极性。

图44: 虎扑体育网体育资讯



数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

非体育类频道

虎扑体育网是中国最大的体育类垂直社区,既提供篮球、足球、网球、赛车等主流职业体育项目资讯,也有按照运动类型和球队细分的各种论坛,也有电商导购、体育彩票、游戏等特色版块。

虎扑体育的用户人群属性报告中,大多数用户除了是体育爱好者,同时也很喜欢影视、动漫和综艺节目,为了吸引对这部分内容感兴趣的网友,以及延长老用户的停留时间,虎扑体育网也特意开设了不少与体育无关的特色版块,以保障网站的多元化,而这其中最著名的就是甘比亚大陆频道下属版块——虎扑步行街。通过这些特色类的频道和版块,虎扑体育网还是进一步扩大了自己的受众面,并很好地避免了用户流失。

图45: 虎扑体育网特色板块





数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

2. 移动互联网媒体平台

虎扑体育自主开发虎扑体育手机客户端(ios& android)、手机站（m.hupu.com）等多个移动互联网产品。虎扑体育iPhone客户端长期位居APP STORE体育类排名首位。

虎扑体育的移动互联网平台布局广泛。虎扑看球是虎扑手机端产品系列中的一个亮点，除此之外还包括虎扑体育、虎扑新声、虎扑识货、虎扑跑步，虎扑体育致力于打造“你的体育全世界”。以虎扑看球客户端为例，虎扑的移动端产品在同类型产品中深受用户喜爱，具有较强的竞争力。其具体的数据对比和竞争分析请参见附录二。

图46：移动互联网产品



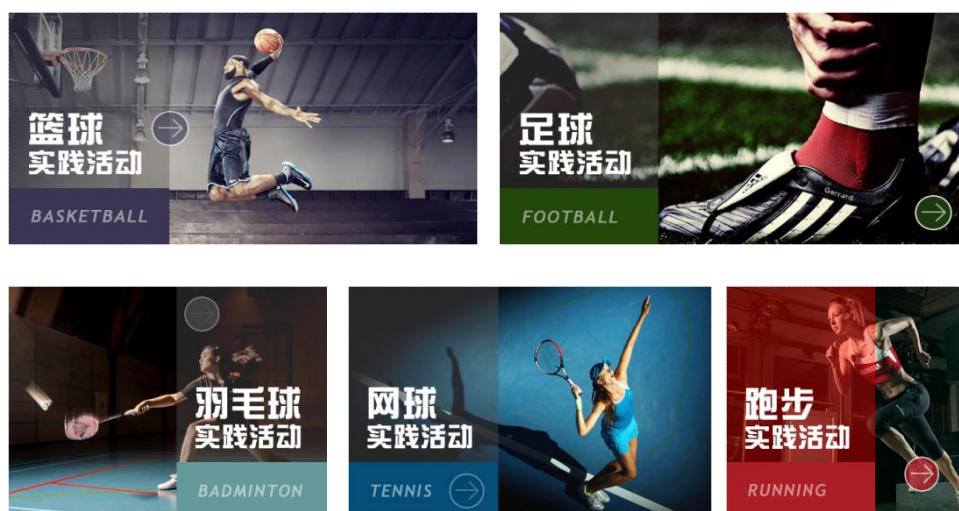
数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

3. 线下活动管理平台

虎扑团队覆盖全国，超过160个城市设立有虎扑联络管理人员，可协助进行线下公关活动，采访报道，信息调查反馈等多项职能。这些虎扑团队的成员并不是虎扑公司的正式员工，而是一群体育爱好者，被称为虎扑球迷团。虎扑球迷团运营部负责全国球迷团的组织规划，每个城市球迷团则由专人“虎扑市长”负责管理。

虎扑已经在166个城市举办了158160场线下活动，共有8393874位虎扑用户参加了活动。活动类别覆盖篮球、足球、羽毛球、网球、跑步等多种类别。此外，还搭建了高校体育联盟网络，已于广州、深圳、东莞、厦门、长沙等56座城市，142所高校成立篮球及跑步俱乐部，组织校际对抗赛6538场比赛。

图47：虎扑体育线下活动



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

4. 赛事营销

虎扑体育拥有丰富的体育营销资源，与国内外众多知名体育明星、俱乐部保持密切联系，并与全国各地政府展开深度合作。虎扑北京设立体育资源经纪公司，从体育总局到各大俱乐部均有密切联系，同时与国内外的知名球星都有良好合作关系，提供媒体和明星包装代言，赛事营销，大型公关活动等一系列资源整合。此外，虎扑具备大型赛事的运维和营销能力，已在全国各地组织过各类比赛，有利地推动了全民健身事业发展。

图48：虎扑体育赛事案例

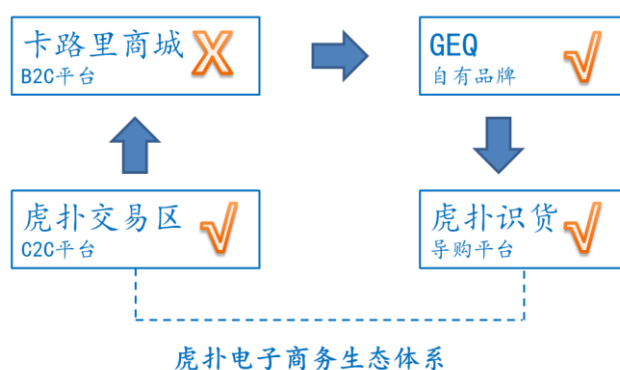


数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

5. 电子商务

在电子商务领域，虎扑体育进行了多年的试验和探索，逐步找到了自己合适的模式。目前主要以虎扑交易区和识货平台结合，辅以少量自有服饰品牌GEQ的销售运营的电子商务体系，取得了不错的成绩。

图49：虎扑体育电子商务体系



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

6. 网络游戏

虎扑体育推出了自主研发的游戏产品——虎扑世界。虎扑世界融合了现代RPG游戏元素、独特的NBA篮球明星探索与养成和公平的天梯赛和势力战，让每位爱好游戏与篮球迷们体验到与众不同的游戏乐趣。

此外，虎扑体育还与其他公司联合营运了近二十款各具特色的游戏产品。这些游戏产品主题多与体育相关，契合虎扑体育营销一站式体育平台的定位。现今，虎扑体育的游戏产品多以网页游戏为主，并逐渐推出相对应的手机游戏。

图50：虎扑体育联合运营游戏产品



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

广发造纸轻工行业研究小组

- 李音临：首席分析师，伦敦政治经济学院管理学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。2012 年新财富最佳分析师造纸印刷行业第四名（团队），2014 年新财富最佳分析师造纸印刷行业第三名（团队）。
- 申 烨：资深分析师，南京大学金融学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。2012 年新财富最佳分析师造纸印刷行业第四名（团队），2014 年新财富最佳分析师造纸印刷行业第三名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。