



体育产业

万达体育 (WSG)

目标星辰大海，体育旗舰终启航

——首次覆盖报告

	陈筱 (分析师)	陈融 (分析师)
	021-38675863	021-38675863
	chenxiaogt@gtjas.com	chenrong016553@gtjas.com
证书编号	S0880515040003	S0880518080002

评级: 增持

当前价格 (美元): 4.20

2019.08.05

交易数据

52 周内股价区间 (美元)	4.12-6.2
当前股本 (百万股)	205.03
当前市值 (百万美元)	574.1

相关报告

体育产业:《健身热潮涌动, 周边服务业潜力逐步释放》 2019.05.19

体育产业:《政策东风依旧, 冰雪产业再迎利好》 2019.04.01

体育产业:《人才培养模式走向成熟, 国内足球产业发展有望超预期》 2019.03.22

体育产业:《电竞产业链成型, 职业化商业化远超预期》 2019.02.15

体育产业:《世界杯渐行渐近, 相关标的迎布局良机》 2018.05.13

体育产业:《平昌冬奥会临近 冰雪运动再加速》 2018.02.08

本报告导读:

公司在收购盈方和 WTC 之后逐渐跃升国际体育巨头, 资源禀赋独一无二。随着国内体育参与和消费意识增强, 叠加北京冬奥及足球产业改革东风, 公司未来发展值得期待。

摘要:

- **万达体育是全球领先的体育行业巨擘, 拥有无可比拟的赛事与版权资源。**公司核心资产包括 (Infront)、世界铁人公司 (WTC)、万达体育中国 (WSC), 主营赛事运营、赛事营销和赛事转播等。截止 2018 年末, 公司共拥有 160 个版权合作伙伴以及 251 份版权合同, 涵盖了足球、冬季运动和夏季运动。通过对世界体育产业上游核心资源的持续并购, 公司已在冰雪、足球运动的赛事转播、营销领域位居世界第一。同时在原有赛事运营的基础上, 公司向产业中下游延伸业务链, 完成赛事 IP、运营、推广、制作和传播的一体化业务模式, 形成全产业链的生态闭环。公司拥有的世界杯、夏奥会、冬奥会等核心赛事版权将保障未来的长期收益, 并牢牢掌握体育行业话语权。
- **国内体育产业进入黄金发展期, 龙头企业将率先享受市场红利。**在政策引导下, 国内体育参与和消费意识增强, 中国体育媒体和活动市场整体增速远高于全球, 预计 2018-22 年复合增长率 20.7%, 市场发展潜能巨大。公司通过整合国外顶级赛事, 使之在国内落地, 推动大众体育浪潮, 旗下中国杯足球赛、摇滚马拉松等赛事 IP 已渐成规模。
- **借力北京冬奥, 国内冰雪产业含苞待放, 公司占据发展先机。**盈方代理冬奥会 7 个协会 (冰球、滑雪、冬季两项、有舵雪橇、冰壶、无舵雪橇、滑冰项目等), 几乎垄断国际冰雪运动赛事。同时公司凭借世界一流水准的媒体制作与服务, 掌握了冬奥会转播权。在国内冬奥催化与冰雪运动发展的背景下, 公司将依靠自身绝对优势脱颖而出。
- **逐梦世界杯, 国内足球产业最大推动者与受益者。**世界杯扩军叠加归化政策, 国足世界杯梦不再遥远, 足球产业发展可期。母公司万达集团常年深耕于中国足球产业, 将享有 2016-2030 国际足联顶级赞助商权益。同时盈方则代理至 2022 年权益周期内所有 FIFA 旗下赛事在亚洲 (含中国) 的媒体版权, 确保公司长期受益国内足球产业发展。
- **风险提示:** 负债率较高的财务风险, 体育版权续约风险

财务摘要 (百万美元)	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入	-	924.01	1,139.86	1,291.10
(+/-)%	-	-	8.82	18.29
毛利润	-	90.99	141.57	124.94
净利润	-	-30.60	92.19	59.05
(+/-)%	-	-	365.79	-33.10
PE	-	-	-	13.0
PB	-	-	-	1.57

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 国际级体育巨头公司，旗下体育资源丰富	3
1.1. 借力盈方实现高举高打，体育资源得天独厚	4
1.1.1. 盈方为国际顶级的体育营销公司，资源优势明显	4
1.1.2. 历经多年积累，铸就盈方龙头地位	5
1.1.3. 借北京冬奥契机发力中国市场，盈方与万达珠联璧合	6
1.2. 股权结构集中，国际化董事会加深公司全球性视野	7
1.3. 营收增长稳健，三大业务支撑公司发展	8
2. 参与度与消费力提升，国内体育行业前景光明	11
2.1. 全球体育产业规模将维持稳步增长	11
2.2. 政策推动+消费升级，国内体育行业趋势迎头向上	13
2.2.1. 政策助力：体育产业上升为国家战略，助推大众体育 ..	13
2.2.2. 消费升级：中产阶级崛起，体育参与和消费意识增强 ..	15
2.3. 体育版权为皇冠上的明珠，价值增长稳定	17
3. 体育行业大势向好，多元优势下公司有望长期受益	19
3.1. 聚拢丰富体育赛事，迎合大众体育浪潮	20
3.2. 体育资源禀赋独一无二，助力公司掌握话语权	21
3.3. 北京冬奥催化，冰雪运动热潮最大受益者	23
3.3.1. 政策春风频吹，“三亿人上冰雪”目标明确	23
3.3.2. 冬奥盛会刺激冰雪设施建设，促进冰雪产业成熟	25
3.3.3. 国内冰雪产业含苞待放，公司占据发展先机	26
3.4. 足球产业布局深厚，长远受益于中国足球提升	27
4. 万达体育与行业估值水平比较	29
5. 风险提示	29
5.1. 负债率较高的财务风险	29
5.2. 体育赛事版权续约风险	30

1. 国际级体育巨头公司，旗下体育资源丰富

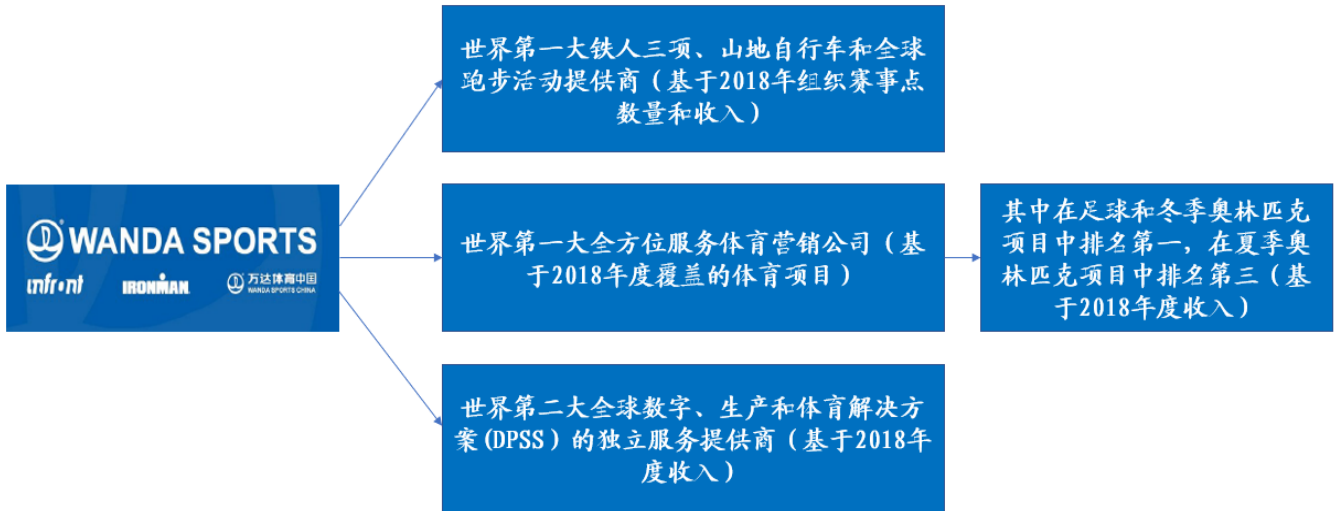
公司是全球顶尖的国际级体育巨头公司，坐拥丰富的体育资产与资源。万达体育的核心资产分为三块，分别是盈方 (Infront)、世界铁人公司 (WTC)、万达体育中国公司 (WSC)。主营体育赛事举办、运动员经纪、赛事营销和赛事转播等。截止 2018 年 12 月 31 日，万达体育共拥有 160 个版权合作伙伴以及 251 份版权合同，涵盖了足球、冬季运动和夏季运动。公司是国际足联、国际篮联、世界羽联、国际自联等十多个世界体育组织全球或中国独家商业合作伙伴，在全球 13 个国家设立 25 个办公室，在超过 20 个国家运营足球、冰雪、自行车、篮球、马拉松、铁人三项等 20 多项体育运动。其主要业务则分为大众参与性体育业务、观赏型体育业务、DPSS (数字制播、服务解决方案) 业务等三类。根据 2018 年收入规模，公司是世界第一大全方位服务体育营销公司，其中在足球和冬季奥林匹克项目中排名第一，在夏季奥林匹克项目中排名第三。同时公司也是铁人三项、山地自行车和全球运营活动的头号供应商，以及全球第二大独立 DPSS 服务提供商。

图 1: 公司拥有三大核心资产以及众多体育版权与赛事资源



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

图 2: 公司是当之无愧的国际级体育巨头公司, 世界第一大全方位服务的体育营销公司



资料来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

1.1. 借力盈方实现高举高打, 体育资源得天独厚

公司起步虽晚, 但近年来通过一系列资本运作与收购, 弯道超车完成体育产业布局。2015 年万达集团以 4500 万欧元入股西甲马德里竞技俱乐部, 同年又先后以 10.5 亿欧元并购瑞士盈方体育传媒 (Infront)、以 6.5 亿美元收购美国世界铁人公司 (WTC)。通过对世界体育产业上游核心资源的持续并购, 万达体育已在冰雪、足球运动的赛事转播、营销领域位居世界第一。同时在原有赛事运营的基础上, 公司向产业中下游延伸业务链, 完成赛事 IP、运营、推广、制作和传播的一体化业务模式, 最终发展成体育中上游全产业链相互连接的生态闭环。由万达体育中国创立中国杯足球赛、摇滚马拉松、环广西公路自行车世界循环赛等赛事 IP, 已渐成规模。

图 3: 公司主要发展大事件



资料来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

图 4: 公司“中国杯”足球赛事影响力逐步扩大



资料来源: 公司官网

1.1.1. 盈方为国际顶级的体育营销公司, 资源优势明显

盈方不仅是欧洲最大的体育营销公司, 还是全球最大的体育赛事信号制作及转播公司, 足球世界杯是盈方在赛事信号制作和转播方面的收入支

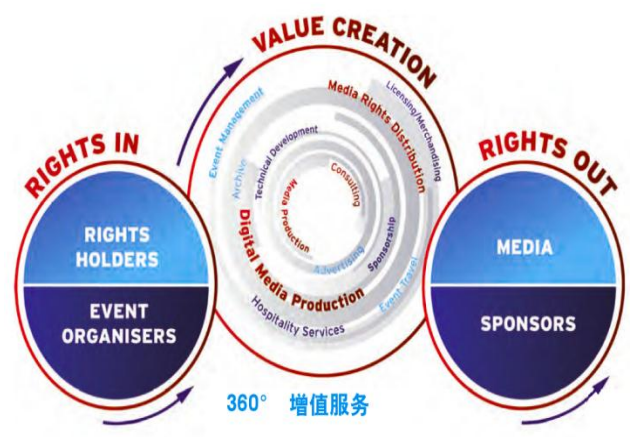
柱。盈方主营赛事权益销售、电视信号与节目内容制作、赛事运营、品牌推广、赞助商服务及在线娱乐。盈方凭借丰富的经验与人才优势，以赛事运营以及版权服务为体育赛事赋能、增加价值，通过版权销售和赞助销售获益。目前盈方旗下拥有 2022 年足球世界杯、冬奥会等的转播权以及意甲、铁人耐力赛、CBA 等稀缺版权资源。经过 16 年的发展，盈方已成为推动世界体育营销产业发展、革新的重要力量，成为享誉全球的体育营销公司。

图 5: 盈方拥有的主要赛事版权极具价值



数据来源: 盈方体育

图 6: 盈方是体育服务增值的创造者



数据来源: 盈方体育

图 7: 盈方旗下体育资源种类多、数量大



资料来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

图 8: 盈方集团在体育营销业务上全球领先

- 与世界足坛具有独特渊源
- 冬季运动领域排名第一的体育营销公司
- 夏季运动领域享有崇高声誉

- 全球领先的体育营销公司之一
- 世界上最好的体育电视内容制作公司之一

资料来源: 盈方官网, 国泰君安证券研究

1.1.2. 历经多年积累, 铸就盈方龙头地位

盈方的前身可追溯到 1972 年成立的欧洲最早且最具影响力的 CWL 集团。CWL 集团从滚动广告版业务起家, 之后与国际冰球联合会 (IIHF) 合作, 为国际冰球赛事提供体育营销业务。2000 年 Kirch 集团收购 CWL 集团, 并将旗下的 Prisma Sports & Media 和 CWL 集团合并组成 Kirch Sports。之后 Kirch Sports 将重点瞄向付费电视业务, 投入大量资金开发技术与节目, 并试图培养用户习惯。受限于时代与技术限制, 这项业务最终失败。Kirch Sports 转变思路, 希望通过优质、独家的体育赛事转播内容建立用户付费的模式, 因此集团与 ILS 联手 14.5 亿英镑拿下世界杯

转播权、15 亿欧元获得 F1 转播权、十数亿欧元获得德甲转播权。最终集团不堪资金压力重负，于 2002 年宣布破产。

图 9: CWL 集团为盈方占领冬季体育营销打下基础



资料来源: The Hockey Writers

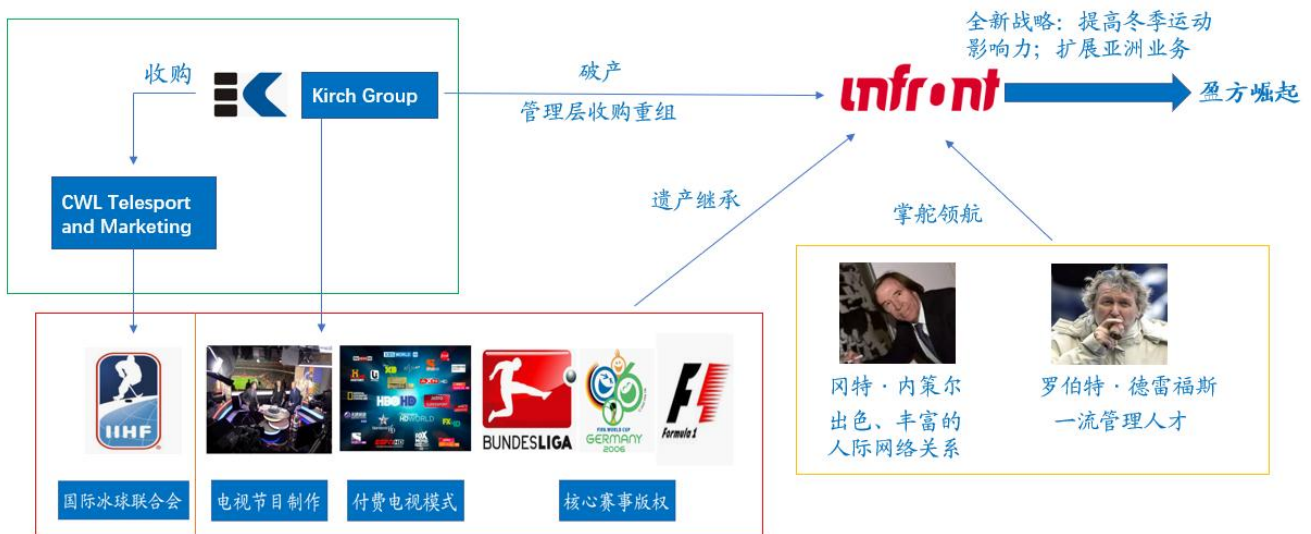
图 10: Kirch 集团为盈方留下了丰厚的遗产



资料来源: Kirch, 国泰君安证券研究

Kirch 集团破产后原 Kirch Sports 管理者们进行了管理层收购，在继承原集团资源的基础上成立了盈方体育传媒集团。在此过程中，原 CWL 执行董事、德国足球先生冈特·内策尔和法国富翁罗伯特·德雷福斯在盈方崛起过程中扮演了关键角色。冈特·内策尔球员时期技术出众，退役之后历任汉堡俱乐部总经理、CWL 集团总经理，他出色和丰富的人际网络关系为盈方在足球领域的扩张提供了便利。罗伯特·德雷福斯历任盛世长城广告公司、阿迪达斯所罗门公司的 CEO，并成功将两家公司从困境中解救出来，之后成为盈方董事长。重组后的盈方除了拥有优质丰富的赛事资源，也拥有优秀和经验丰富的管理团队，并逐渐成长为世界体育营销巨头。

图 11: 盈方历经多年耕耘与起伏，终成国际体育营销与媒体制作巨头



资料来源: 体育产业生态圈, 国泰君安证券研究

1.1.3. 借北京冬奥契机发力中国市场，盈方与万达珠联璧合

在冬季运动与足球领域，盈方拥有无可比拟的优势，将受益于北京冬奥

东风。盈方代理了除国际滑冰联合会 (ISU) 之外的所有冬奥会项目所归属的国际体育协会，并代理了许多国家的冬季体育协会，负责众多冬季项目世界杯、世锦赛的商务开发，掌握了冬季体育方面全球最具优势的核心资源。随着 2022 年冬奥会的临近，盈方手握的核心冬季运动资源将助力万达在北京冬奥舞台斩获先机。在足球领域，盈方是国际足联 (FIFA) 合作伙伴，代表其运营 2022 世界杯在亚洲区的核心权益，将有望受益于中国足球产业的长期发展。与此同时，盈方旗下盈方中国是中国顶级职业篮球联赛 CBA 和中国国家篮球队的全球独家市场合作伙伴，并与欧洲手球联合会 (EHF)、欧洲排球联合会 (CEV) 有着长期合作关系，助力于铁人三项、摩托车锦标赛在中国的推广。2019 年 8 月男篮世界杯将在中国举办，而盈方中国将全方位负责国际篮联篮球世界杯本土市场开发。

图 12: 盈方与体育赛事组织和俱乐部合作紧密，资源丰富

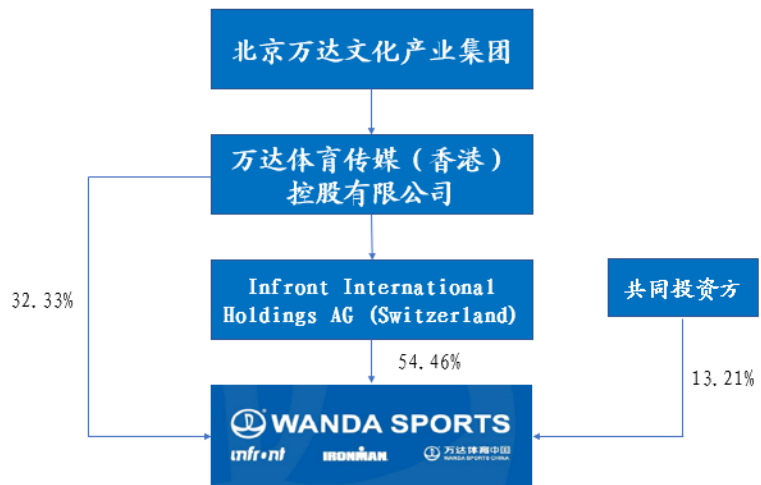


资料来源: 公司官网

1.2. 股权结构集中，国际化董事会加深公司全球性视野

公司实际控制人为北京万达文化产业集团有限公司，实际持有公司 86.79% 的股权，股权结构极为集中，公司决策力、顶层战略延续能力强。

图 13: 公司发行前股权结构示意图



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

在收购盈方之后，万达保留了盈方的核心管理团队。目前万达集团本土高管、盈方公司高管、WEH 公司高管共同构成了万达体育管理层，使公司在战略设计上具备国际化视野，加速公司全球化布局。

表 1: 管理层由万达本土高管、盈方高管、WEH 公司高管共同构成

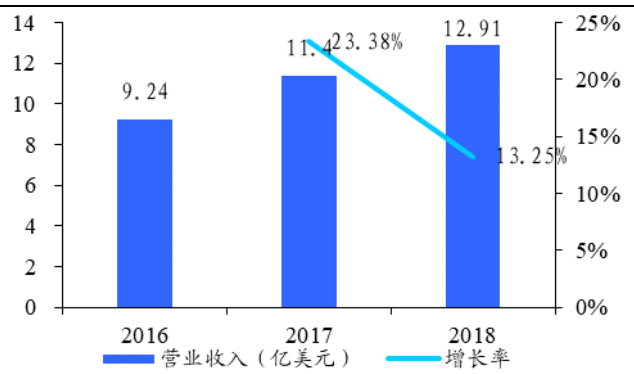
董事和执行官	职位/头衔
张霖	董事会主席
杨恒明	总裁、首席执行官、董事
廖宏辉	首席财务、董事
Philippe Blatter	董事会副主席；盈方首席执行官
Andrew Messick	WEH 总裁、首席执行官；董事
杨东伟	WSC 总裁、首席执行官；董事
Edwin Fung	独立董事

资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

1.3. 营收增长稳健，三大业务支撑公司发展

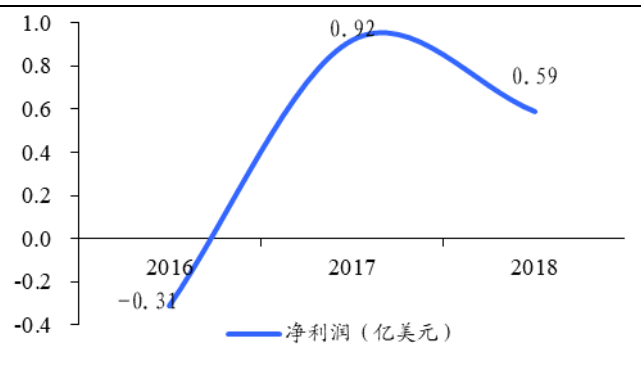
公司近三年营业收入快速增长，增速均在两位数左右，同时实现净利润扭亏为盈。2018 年，公司实现营业收入 12.91 亿美元，其中观赏型体育运动业务占比 46.37%，大众参与运动业务占比 25.13%，DPSS 业务占比 28.40%。2016 至 2018 年，公司营业收入分别同比增长 8.89%、18.32%。2017、2018 年分别实现净利润 0.92、0.59 亿美元，扭转了 2016 年净亏损 0.29 亿欧元的局面。在 2017 年扭亏为盈后，2018 年的净利润同比下滑超 30%，这主要是因为会计准则的更改，导致 2018 年的折旧摊销费用同比上升近 50%。若以调整后的 EBITDA 口径计算，从 2016-2018 年，万达体育的息税前利润从 1.48 亿增至 2.17 亿美元，年复合增长率超 20%。

图 14: 2016-2018 公司营业收入迅速增长



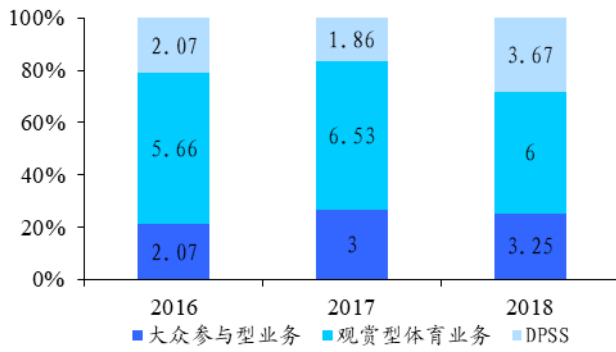
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 15: 近三年公司实现扭亏为盈，发展稳健



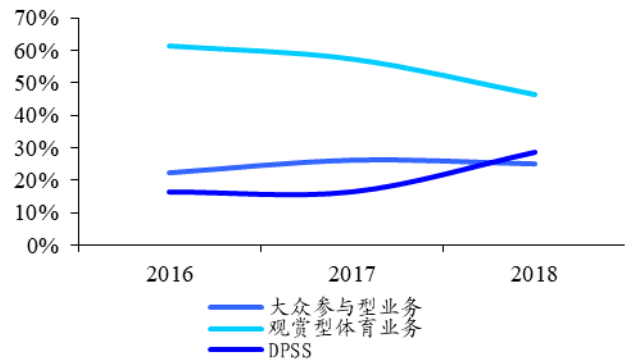
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 16: 观赏型体育业务是公司主要收入 (亿美元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 17: 大众参与型业务、DPSS 业务收入占比上升



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

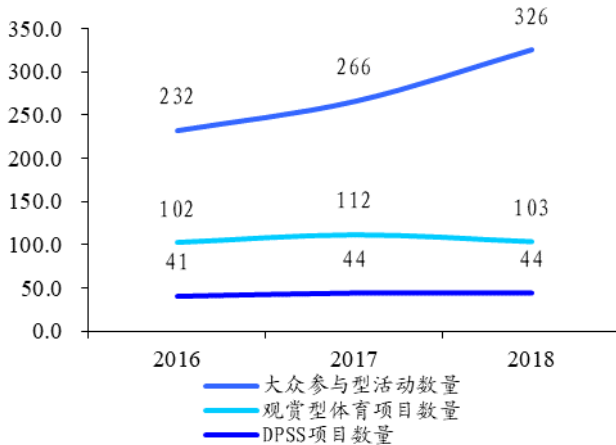
公司主要业务包括大众参与型体育活动业务、观赏型体育活动业务和 DPSS 业务。三项业务增长稳定, 其中 DPSS 业务易受大赛的周期产生波动, 往往在双数年收入较高。

图 18: 公司三大业务支撑增长, 发展平衡



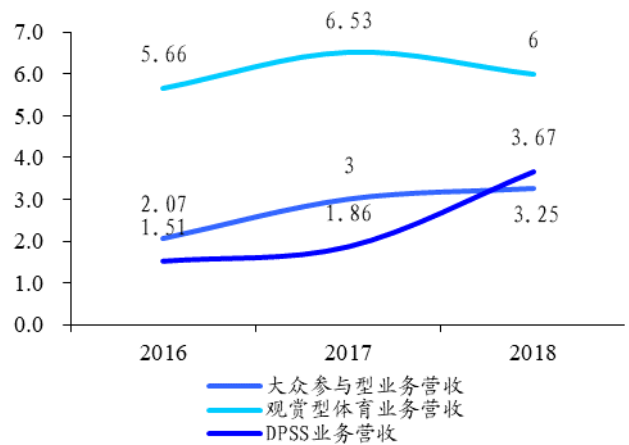
资料来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

图 19: 三大细分业务活动和项目量增长稳健 (个)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 20: 三大细分业务营收增长情况 (单位: 亿美元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

大众参与型运动业务是通过对其自有赛事 IP 的组织、运营、传播等获

得收入。公司主要发力铁人三项、路跑、山地自行车等项目，与国内中产阶级消费升级的路径一致。针对相关运动消费者付费意愿较高、价格弹性低、高端收入人群占比较大的特点，万达体育近些年着重收购了包括 WTC 在内的头部 IP，逐渐建立起在此业务上的优势。

表 2: 公司大众参与型运动主要 IP 及规模，主要涵盖铁人三项、路跑等高阶型体育运动

项目	主要 IP	办赛次数 (2018 年)	参赛人数 (2018 年)
铁人三项	IRONMAN IRONMAN 70.3 5150	186 次	25.4 万人
跑步	摇滚马拉松系列赛 双遗马拉松	102 次	100 万人
山地自行车	南非 Cape Epic 瑞士 Swiss Epic 新西兰 The Pioneer	9 次	8900 人
公路自行车	德国 EuroEyes Cyc classics Hamburg	3 次	2.4 万人
障碍跑	XLETIX Challenges Muddy Angel Runs	26 次	18 万人

资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

观赏型体育业务是通过向 IP 主购买其版权的代理权 (Rights-In)，然后对购入版权进行商业开发或分销 (Rights-Out) 从而获利的相关业务。万达体育目前所拥有的版权资源类别极为丰富，集中在篮球、足球、冰雪运动等核心体育赛事，且版权周期较长，对于下一个世界杯和奥运周期的业务开展较为有利。

表 3: 公司观赏型体育 IP 版权丰富，手握世界杯、奥运会、冬奥会等核心权益

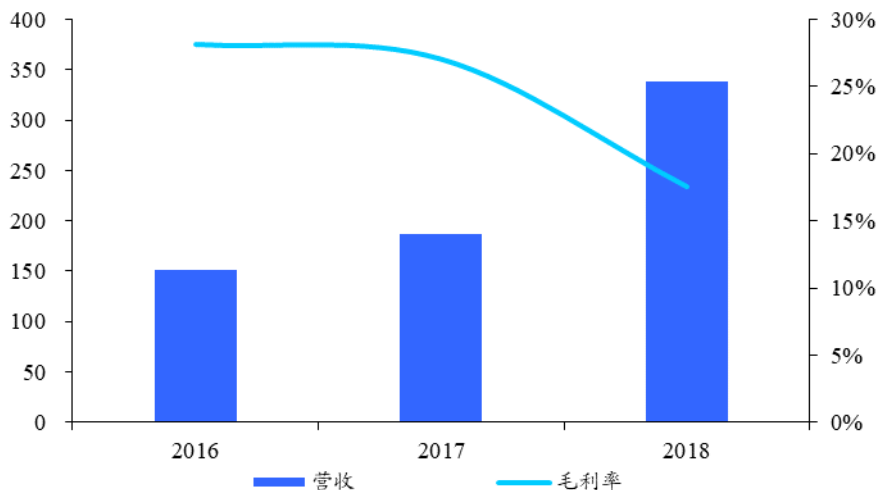
版权方	主要 IP	当前权益周期	主要权益概述
足球			
国际足联 (FIFA)	2022 卡塔尔世界杯 2018 俄罗斯世界杯 2019 法国女足世界杯 2015 加拿大女足世界杯	2015-2022	代理权益周期内所有 FIFA 旗下赛事在亚洲 26 个国家及地区 (含中国) 的媒体版权
篮球			
国际篮联 (FIBA)	篮球世界杯正赛及资格赛 篮球洲际赛正赛及资格赛	2016-2033 2016-2023	独家代理 FIBA 旗下世界杯、洲际杯赛事在国际市场商务开发权益
	2019 篮球世界杯	2019	独家代理 2019 篮球世界杯在中国市场的商务开发权益
中国篮协	中国篮球国家队	2019-2020	中国篮球国家的全球市场独家合作伙伴
羽毛球			
世界羽联 (BWF)	羽毛球世锦赛 汤姆斯杯&尤伯杯 苏迪曼杯	2017-2025 2017-2025 2017-2025	世界羽联全球独家商业合作伙伴，独家代理权益周期内 BWF 旗下所有国际比赛的全部商务开发权益
冬季运动			

国际冰球联合会 (IIHF)	冰球世锦赛	2019-2023	代理权益周期内 IIHF 旗下冰球世锦赛在全球市场的全媒体版权
国际滑雪联合会 (FIS)	FIS 高山滑雪和北欧滑雪世锦赛	2018-2025	代理权益周期内 FIS 旗下高山滑雪和北欧滑雪世锦赛在全球市场的全媒体版权
世界冰壶联合会 (WCF)	2019 世界男子冰壶锦标赛 2019 世界女子冰壶锦标赛	2018-2022 2018-2022	代理权益周期内 WCF 旗下世界冰壶锦标赛在全球市场 (除美国、加拿大、日本) 的全媒体版权
夏季运动			
国际奥委会 (IOC)	2020 东京奥运会 2020 洛桑青奥会 2022 北京冬奥会 2022 达喀尔青奥会 2024 巴黎奥运会	2019-2024	获得权益周期内撒哈拉以南非洲地区转播权, 覆盖 46 个国家; 与国际奥委会合作制作全新的电视节目, 目光锁定非洲大陆优秀运动员; 在 46 个撒哈拉以南非洲国家提供三种语言、超过 200 小时的 2020 东京奥运定制节目

资料来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

DPSS (媒体制作及服务) 业务是指公司为相关赛事提供地视频信号制作、媒体传播、市场营销、广告咨询等服务型业务。此项业务与观赏型体育业务联系较为紧密, 通常公司在获得某项 IP 版权时会为版权主提供配套的赛事服务。截至 2018 年底, 公司拥有 81 份 DPSS 业务合同, 但营收水平易受世界大赛影响产生波动。

图 21: 公司 DPSS 业务营收及毛利率变化 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

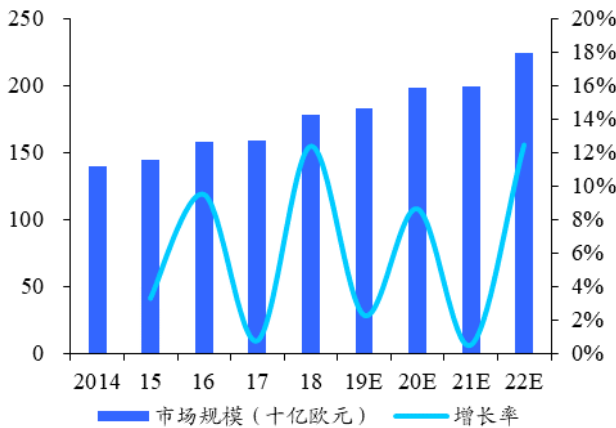
2. 参与度与消费力提升, 国内体育行业前景光明

2.1. 全球体育产业规模将维持稳步增长

体育赛事兼有参与性与观赏性, 整体规模将稳步增长, 中国为最重要的增长极。以奥运会与世界杯为代表的体育赛事是全球人民的盛会, 联结

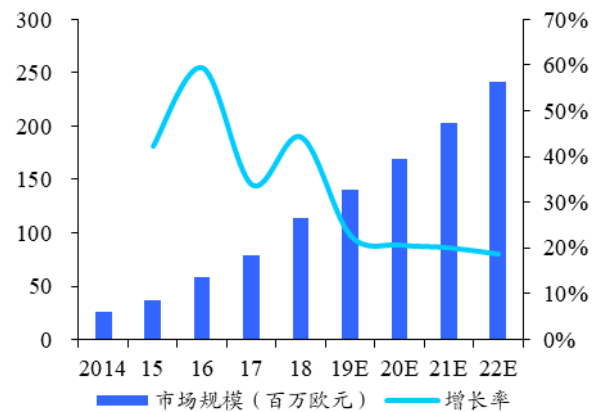
文化的重要纽带。经过百余年发展，全球体育行业经久不衰，体育媒体和活动市场规模预计超过 2000 亿欧元。据 Frost&Sullivan 公司测算，2018 年全球体育媒体和活动市场规模达到 1790 亿欧元，预计 2022 年达到 2240 亿欧元，复合增长率接近 5.9%。由于重大体育赛事如世界杯、欧锦赛等均在偶数年举办，增长率在偶数年增长更加显著。中国体育媒体和活动市场尚处于起步阶段但整体增速远高于全球，2014-2018 年复合增长率达到 44.8%，受益于大赛的举办以及体育参与与观赛意识的提升预计 2018-2022 年复合增长率 20.7%，市场发展潜能巨大。

图 22: 2014-22 全球体育媒体和活动市场维持稳增



数据来源: Frost&Sullivan, 国泰君安证券研究

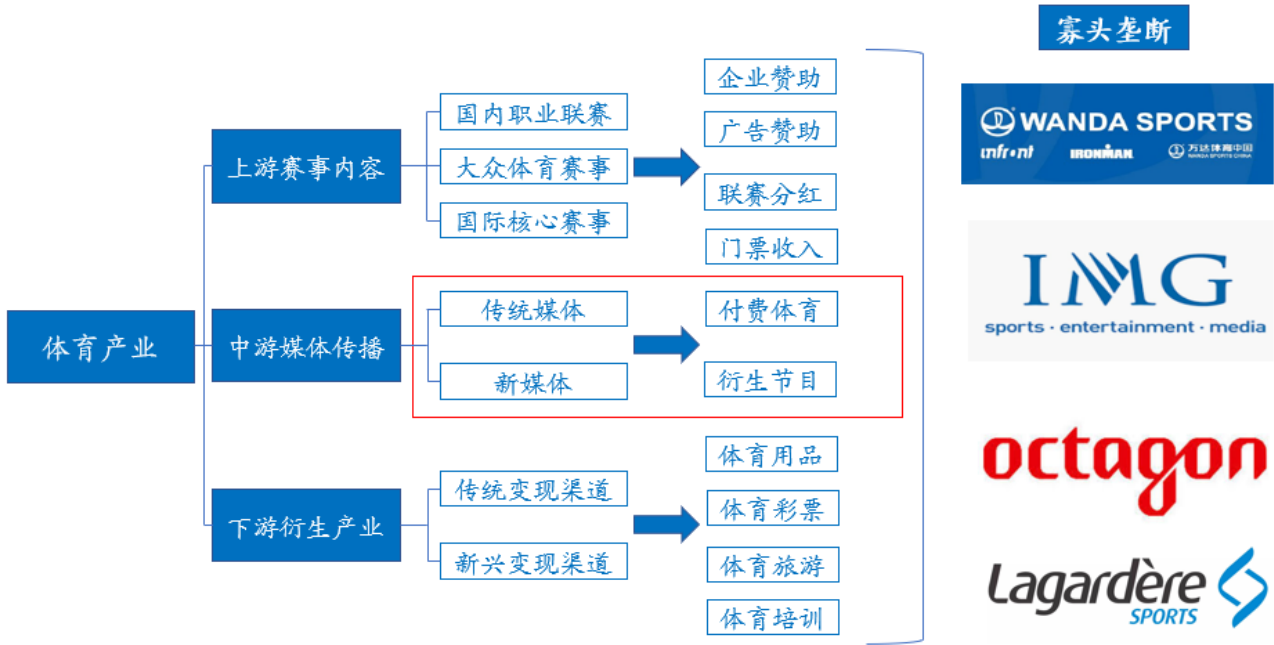
图 23: 2014-22 中国体育媒体和活动市场高速增速



数据来源: Frost&Sullivan, 国泰君安证券研究

全球体育产业多年发展明确上中下游分工，体育媒体为产业链核心，竞争呈寡头垄断格局。体育产业链上游为赛事资源，包括职业联赛、国际重大体育赛事、大众体育赛事；产业链中游主要有传播媒体构成；下游衍生产业包括体育用品、体育彩票、体育培训等。各环节变现方式主要为企业赞助、联赛分红、转播费收入、付费用户订阅赛事内容、大众赛事报名费、商品及彩票。全球核心体育赛事资源被包括万达体育、IMG、拉加代尔等在内的几大巨头凭资源及先发优势垄断，且格局较为稳固。

图 24: 赛事资源、媒体传播、衍生产业构成完整体育产业链



资料来源: 国泰君安证券研究

2.2. 政策推动+消费升级, 国内体育行业趋势迎头向上

2.2.1. 政策助力: 体育产业上升为国家战略, 助推大众体育

2010年后, 政府陆续推出了一篮子纲领性文件和计划, 旨在加强全民的体育健身意识, 提升大众体育运动组织开展的效率。2014年10月国务院46号文将“全民健身”上升到国家战略, 极大地推动了体育产业的发展。在此之后, 又有多项纲领性文件陆续出台, 定调产业未来发展方向。在政策的指引下, 未来体育产业将逐步走向市场化、大众化。我国体育产业指导政策的出发点已经从只追求职业运动员在各种赛事竞赛成绩的“金牌战略”逐渐转变为顺应消费升级下的“大众体育”需求, 促进体育产业全面发展、增加各类体育运动参与人数。

图 25: “金牌战略”是我国曾经主要的体育政策



资料来源: CCTV

图 26: “大众体育”参与和消费意识被唤醒



资料来源: 北京国际马拉松

表 4: 2010 年至今主要体育产业纲领性政策——着重于提升大众体育运动组织开展的效率

政策	颁布年份	颁布机构	行业影响
《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。
《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、促进体育消费推动大众健身》	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。
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014 年 10 月	国务院	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。
《体育发展“十三五”规划》	2016 年 5 月	国家体育总局	提出到 2020 年全国体育产业总规模超过 3 万亿、经常参加锻炼人数达到 4.35 亿、人均体育场地面积达到 1.8 平方米。
《体育产业发展“十三五”规划》	2016 年 7 月	国家体育总局	到 2020 年体育产业总规模超过 3 万亿，从业人员数超过 600 万人、体育服务业增加值占比超过 30%；建设 50 个国家体育产业示范基地、100 个国家体育产业示范单位，100 个国家体育产业示范项目、体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。
《全民健身计划（2016-2020）	2016 年 6 月	国务院	到 2020 年每周参加一次及以上的体育锻炼人数达到 7 亿、经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿、体育消费总规模达到 1.5 万亿。

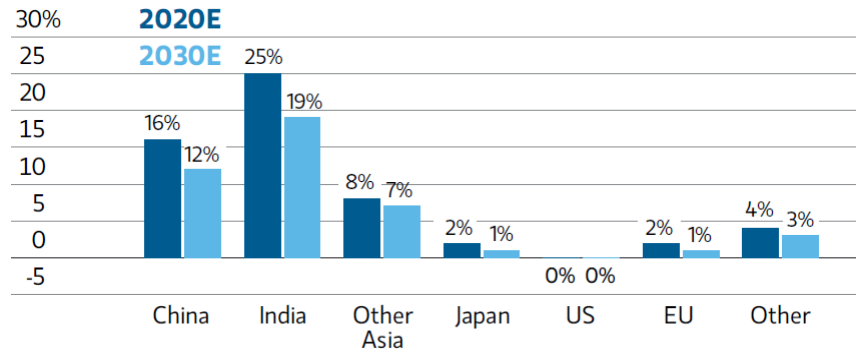
年)》			
《竞技体育“十三五”规划》	2016年8月	国家体育总局	以足球改革为龙头,加强对足、篮、排三大球等运动项目的研究和重点扶持。研究制定在国内竞赛、人才交流、体教结合、奖励机制、后备人才、基地建设等方面对三大球项目的倾斜政策。
《“健康中国2030”规划纲要》	2016年10月	国务院	到2030年健康服务业总规模将达16万亿、到2030年经常参加体育锻炼人数达到5.3亿人、确保学生校内每天体育活动时间不少于1小时、2030年实现每千人拥有社会体育指导员2.3名。
《关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》	2016年11月	国务院	提出大力促进体育消费、提高体育场馆使用效率,盘活存量资源、制定实施冰雪运动、山地户外运动、水上运动、航空运动等专项运动产业发展规划。
《中国体育群众发展报告(2018)》	2018年9月	体育总局	建设一批健身步道、建设一批体育公园、建设一批社区健身中心、建设一批智能健身房、建设一批共享健身服务平台、建设一批体育运动休闲综合体、建设一批经过改造的体育设施、建设一批群众体育业余俱乐部等
《进一步促进体育消费的行动规划(2019-2020)》	2019年1月	体育总局,国家发改委	到2020年,全国体育消费总规模达到1.5万亿元,人均体育消费支出占消费总支出比重显著上升,体育消费结构更为合理。

资料来源:国家体育总局官网,国泰君安证券研究

2.2.2. 消费升级: 中产阶级崛起, 体育参与和消费意识增强

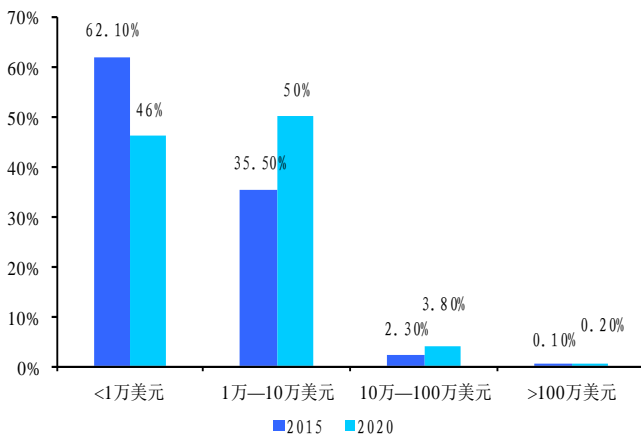
体育作为一种文化其传播具有一定的阶层性。而目前中产阶级正在成为我国的消费主体,并由一定的物质基础享受高端运动、一定的认知水平接受小众体育项目。根据瑞士信贷银行(Credit Suisse)观点,中国中产阶级是财富在2.8万美金-28万美金的人群。在2008年金融危机之后,各国中产阶级的比例都在缩小,唯独中国不改强劲增长势头。中国是21世纪以来唯一一个财富年均增速超过5%的国家,具有极强的发展后劲。中国的中产数量在2000-2015年间增加了3800万人,财富增长了5.6万亿美元。2015年中国中产阶级占全国成年人口的11%,占全球中产阶级人数超过16%,高达1.09亿人,为全世界最多。同时在全球化的背景下,新的消费文化正在中国形成,而中产阶级成为中国新消费文化的引导主体。根据摩根斯坦利(Morgan Stanley)的预测,以2009年为基数,到2020年中国中产阶级消费的CAGR将高达16%,到2030年CAGR达12%。我国中产阶级消费将长期保持强劲增长。

图 27: 国内中产阶级未来 15 年的消费的 CAGR 将超过 12%



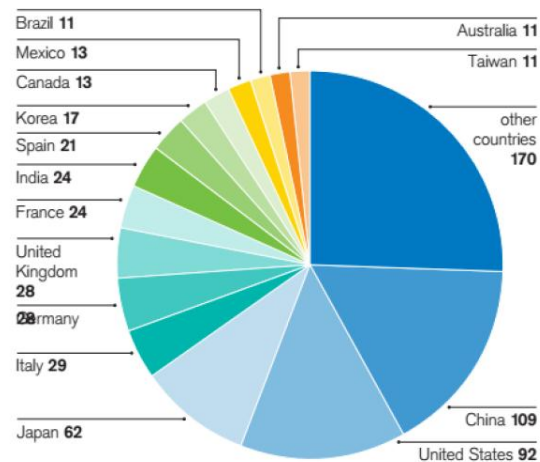
数据来源: Morgan Stanley

图 28: 中国 1 万-10 万美金财富人群未来接近半数



数据来源: Credit Suisse, 国泰君安证券研究

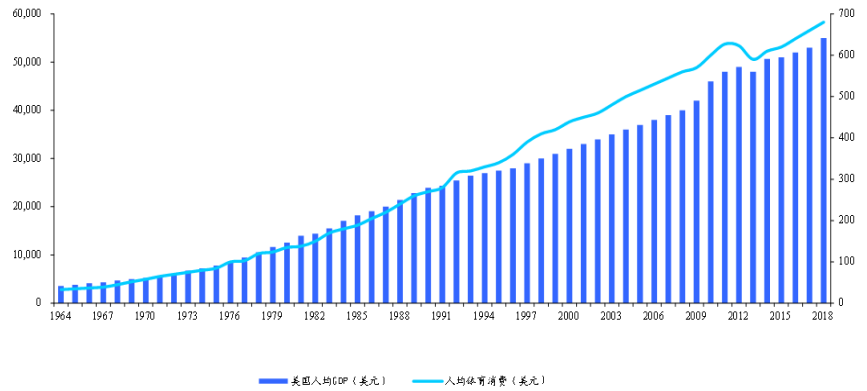
图 29: 中国中产阶级人数位居全球第一



数据来源: Credit Suisse Global Wealth Report 2015

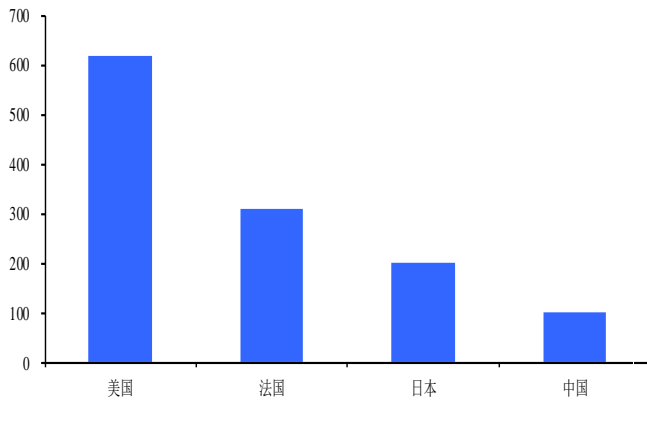
从历史规律端、政策端及资本端出发，国内的体育消费升级已如在弦之箭，呼之欲出。**历史规律端：**体育消费升级基础已备。发达国家体育产业发展规律显示，当人均 GDP 高于 5000 美元时，文娱消费将大幅增长，我国已经于 2011 年达成该指标，具备体育消费升级基础。但人均体育消费只相当于全球平均水平的十分之一，人均消费水平仍有很大提升空间。**政策端：**“金牌战略”逐渐走向“大众体育”。我国体育政策已由注重体育竞赛成绩转向为产业化发展——竞赛和大众体育协同发展。体育政策开始适应体育消费升级，众多细分新兴运动促进性政策文件已出台。**资本端：**新兴运动领域公司受到资本青睐，将驶入发展的快车道。消费升级背景下，资本纷纷抢滩冰雪、潜水、击剑、铁人三项等小众赛事，万达等体育巨头竞购头部资源。

图 30: 美国人均体育消费伴随人均 GDP 的上升而增加



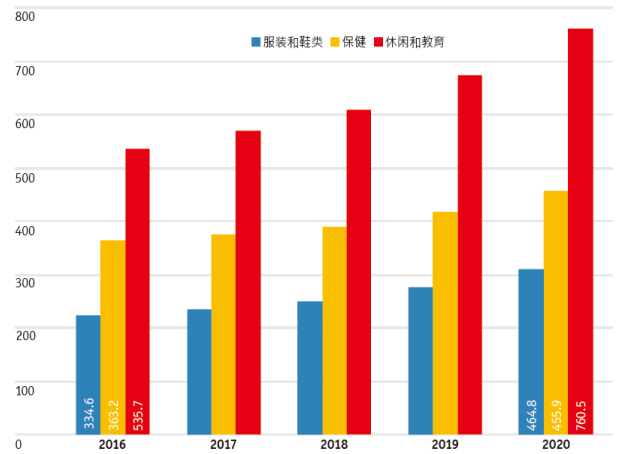
数据来源: World Bank、BEA、国泰君安证券研究

图 31: 中国体育人均消费尚处低位 (单位: 美元)



数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

图 32: 未来中国保健和休闲娱乐支出将大幅增长



资料来源: 经济学人智库, (平均每年, 单位为元)

2.3. 体育版权为皇冠上的明珠, 价值增长稳定

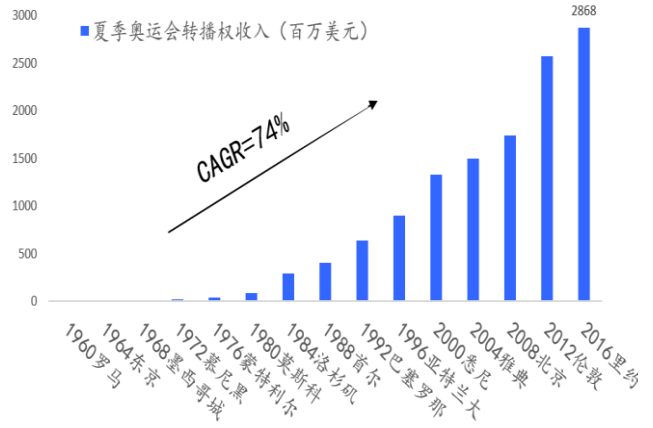
体育赛事拥有极高的观赏性和悬念性, 其价值在媒体传播中得到最大的实现。随着转播技术的革新, 体育赛事影响力不断扩大, 版权价格逐年加速攀升。在上世纪有线电视的普及以及卫星电视转播技术的成熟使得体育赛事走入寻常百姓家。进入新世纪后, 互联网转播技术的出现使得体育转播覆盖面更广、变现渠道更为多样, 与此同时电视转播权竞争日趋激烈, 版权价格也呈现加速上升的态势。以夏季奥运会为例, 转播版权合同价格从 1960 年罗马奥运会的 120 万美金到 2016 年里约奥运会的 28.7 亿美金, 转播权合同金额的复合增长达到了 74%。2016 赛季新一周期 NBA 与 ESPN 和 Turner 的新转播合同年转播费用达 26 亿美金, 为上一份合同的 2.8 倍。新一轮 NBA 在中国区的转播权为腾讯体育独家获得, 年转播费用达 3 亿美金, 为上一份合同的 3 倍。

图 33: 奥运会影响力的提升离不开媒体的传播



数据来源: IOC

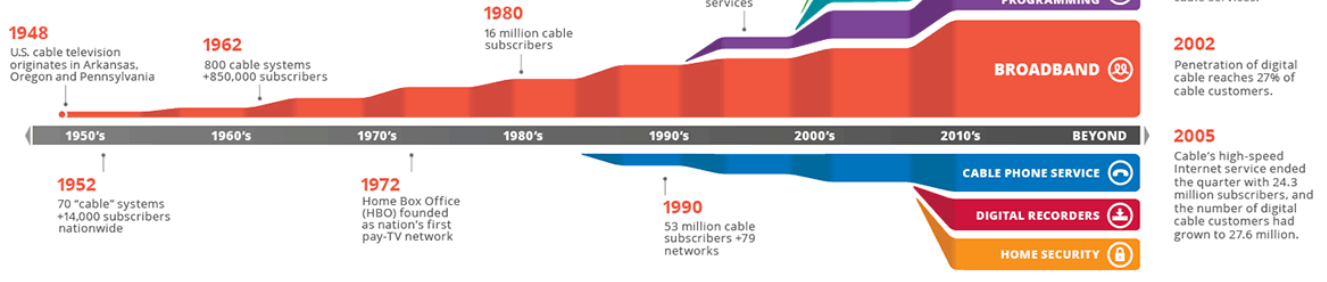
图 34: 夏季奥运会转播权价格逐年稳定增长



数据来源: IOC, 国泰君安证券研究

图 35: 从广播、闭路电视、卫星电视, 再到网络直播, 转播技术不断革新使得体育赛事覆盖人群大幅提升

The Evolution of Cable Beyond the Box



资料来源: CalCable.org

国内体育版权市场空间广阔, 新媒体竞争加剧推升版权价格。不同于国际体育版权价格逐年攀长的规律, 国内体育版权价格一直为制度垄断所压低。2014 年, 国务院颁布 46 号文, 放宽赛事转播权限制以盘活体育版权市场, 促进更多企业通过竞争与合作的方式获得优质赛事资源。随着网络媒体与地方电视台参与竞争, 体育版权市场将更为市场化与规范化, 版权价格从行政定价转向市场定价, 拉开了国内对境内外赛事版权争夺大战的序幕。与此同时, 体育传媒新渠道迅速崛起, 加剧竞争格局。移动互联网的兴起, 使得新兴传媒渠道打破央视的播出垄断。优酷以 16 亿人民币的价格获得 2018 年世界杯转播权, 揭幕战拉动优酷移动端新用户增长环比近 160%, 世界杯直播观看人数超过 1200 万, 创造优酷平台直播历史新高。新兴媒体的支付意愿、支付能力和变现能力都更强, 新老传媒相互竞争的格局将使优质赛事的转播权价格出现巨幅增长。

图 36: 核心体育版权在国内出现价格跳升

	2015年之前版权价格	最新版权价格
 CSL	0.8亿元/年	10年110亿元
 NBA	0.2亿美元/年	5年5亿美元
 Premier League	6年10亿元	3年50亿元
 LFP	5年0.1亿欧元	5年2.5亿欧元

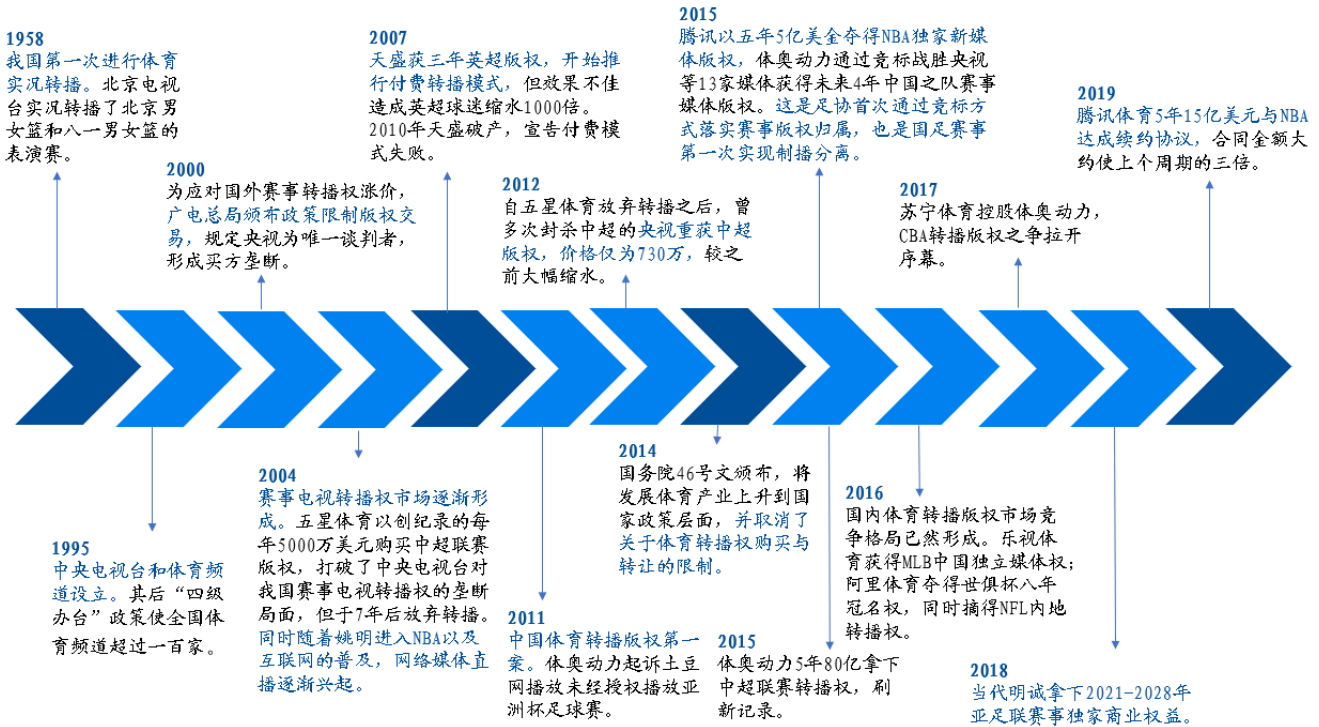
数据来源: 易观智库, 国泰君安证券研究

图 37: 优酷成为体育转播市场新入局者



数据来源: 优酷官网

图 38: 中国体育转播市场大事记——新媒体逐渐占领市场推行付费模式, 版权价值得以挖掘



资料来源: 新浪体育, 虎扑体育, 禹唐体育, 国泰君安证券研究

3. 体育行业大势向好, 多元优势下公司有望长期受益

在政策驱动、消费升级等多因素作用下, 体育行业大势向好, 公司在具备多元优势的背景下有望长期受益。公司已经进行了覆盖全产业链的商业布局, 凭借多样化业务构成和丰富的赛事资源锁定未来体育行业发展所带来的红利。Frost&Sullivan 报告显示, 中国是全球体育赛事和媒体及营销业务发展最快的市场之一, 伴随着北京冬奥会的来临, 未来4年中国大众参与型体育、观赏型体育市场规模的年复合增长率将达到21%, 而数字、媒体和体育服务的年复合增长率为10%, 这些均是推动公司快速增长的因素。

3.1. 聚拢丰富体育赛事，迎合大众体育浪潮

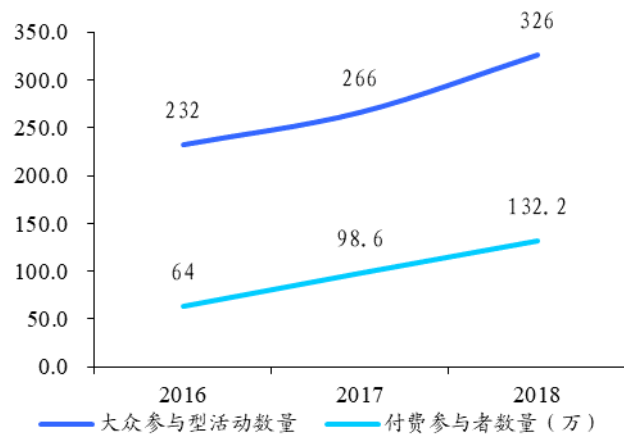
公司的发展目标是通过整合国外顶级赛事，使之在国内落地，推动大众体育浪潮。中国体育市场的发展规模与世界体育的发展规模还有着相当大的差距，但是低发展水平也间接代表了未来高增长的可能性。公司通过收购盈方和 WTC，公司从 A 端(赛事举办)和 B 端(赛事转播、代理、营销)同步发力，打造全球最大的体育赛事和媒体营销平台。公司在 48 个国家拥有 326 项大众参与型体育活动，在 23 个国家组织 241 项赛事。在中国公司组织举办四类体育赛事：马拉松、铁人三项、自行车、足球。在全民健身浪潮不断推进、居民健康意识不断提升、消费不断升级的背景下参加参与体育赛事的人数呈现上涨趋势。2018 年度公司共在国内组织体育活动、赛事 30 次，接近 15 万的参与者参与其中。

图 39: 万达体育在中国举办多项的体育赛事



资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

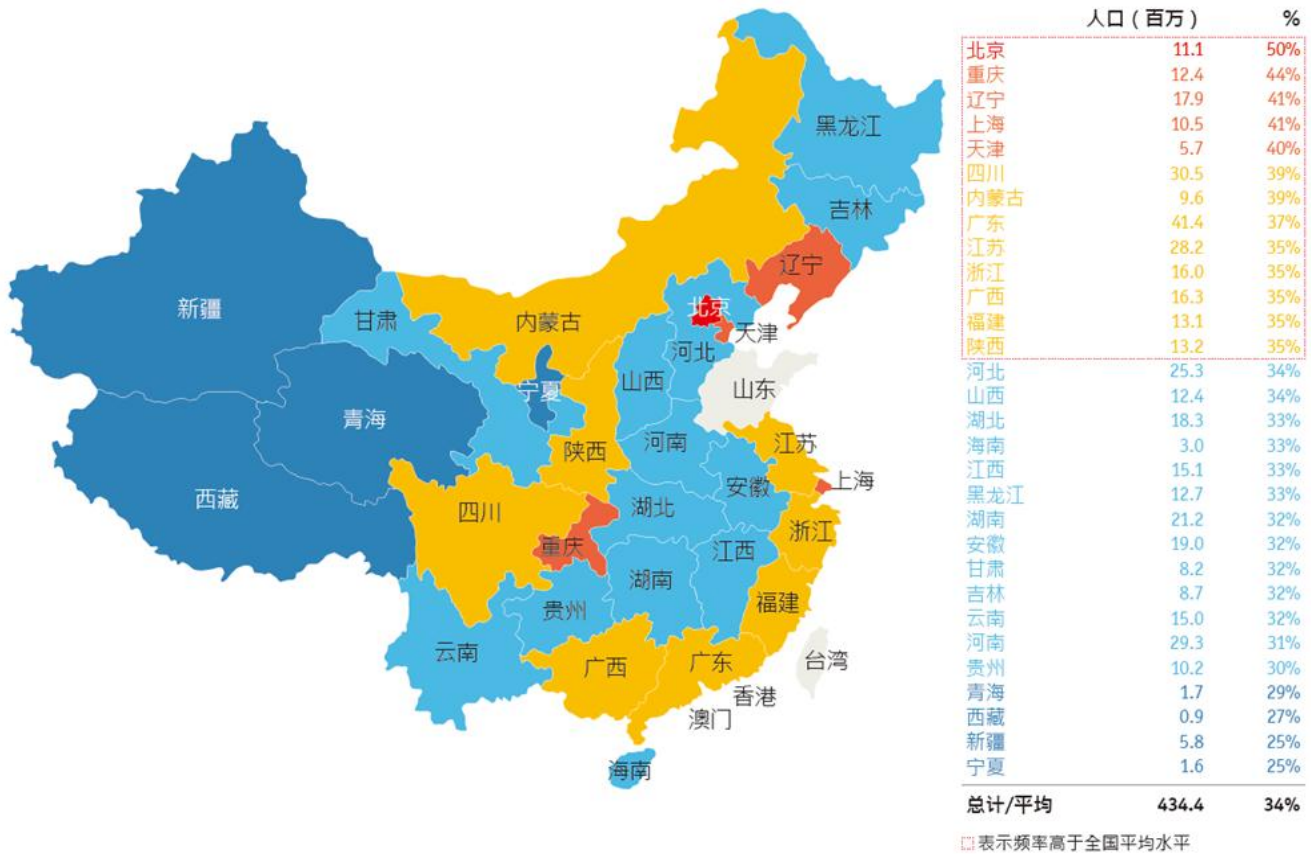
图 40: 大众参与型体育活动参与人数呈上涨趋势



资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究

公司将长期受益于国内民众体育参与和消费意识的增强。在未来一段时期内，欧美市场仍将是公司主要收入来源，但国内市场收入的增速将远远高于欧美。国际体育产业拥有成熟的收入来源和盈利模式，比如版权分销、特许商品和门票收入等。而在中国，体育参与和消费意识仍处于培育初期，但随着政策推动与消费升级，体育产业孕育高增长性。在国内有巨大的消费群体需求增强的情况下，赛事的供给侧提升亟需改善。公司举办的“环广西公路自行车世界巡回赛”、“中国杯国际足球锦标赛”、“摇滚马拉松”和“铁人三项”等一系列赛事展现了极强的运营能力。盈方与 WTC 的成熟团队与丰富资源使万达体育的赛事在创立之初就越过赛事品牌的积累周期，直接拥有了多个头部赛事的 IP。未来头部赛事 IP 在中国市场积累的品牌效应将为公司带来可观的营收。

图 41: 各省、直辖市经常参与体育锻炼的人口占比情况: 与欧美国家差距较大, 仍有很大潜力待挖



资料来源:《中国群众体育发展报告(2015)》, 经济学者企业网络组织

3.2. 体育资源禀赋独一无二, 助力公司掌握话语权

公司拥有的世界杯、夏奥会、冬奥会等核心赛事版权将保障未来收益, 掌握行业话语权。公司通过收购盈方公司等方式获得了大量核心体育资源, 覆盖足球、冬季奥林匹克项目和夏季奥林匹克项目, 其中公司全部代理了冬奥会所归属的 7 个国际体育协会, 在足球项目合作的广度与深度在全球体育营销领域无人能及。公司是国际足联 (FIFA) 的长期合作伙伴, 与超过 30 家欧洲足球俱乐部达成合作协议。公司通过旗下盈方体育传媒集团等与多个全球权利所有人有着良好、成功、长期的合作关系, 并基于这些关系建立起全面和多样的体育权利和服务组合, 使公司能代表权利所有人提供体育媒体和市场营销权利来吸引广播公司、数字媒体合作伙伴和品牌。在这套长期稳健的合作关系下, 公司享有行业发展带来的优先受益权。

图 42: 公司与各大协会保持了长期合作关系



资料来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 43: 公司现有体育战略合作伙伴涵盖各类体育运动, 为公司的长期发展铺平道路

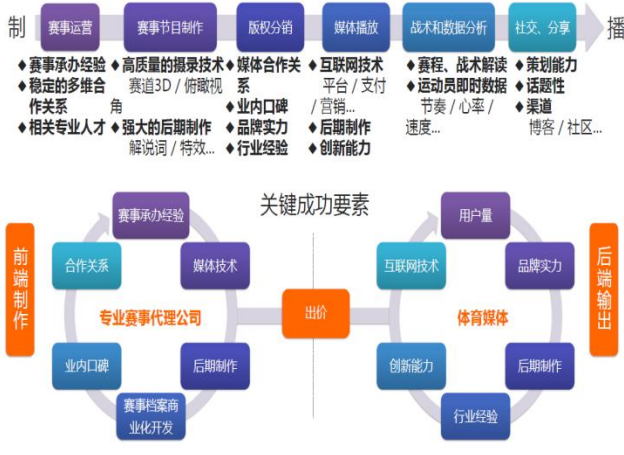


资料来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

公司在传统媒体生产中使用技术创新, 推动 DPSS 服务内容优化深化。体育媒体在获得体育版权之后亦需要进行精良的制作并通过高质量的传播将体育节目展现给观众以获得回报。体育媒体的用户量、品牌实力、后期制作、行业经验、创新能力和互联网技术的强弱亦是能否从上游获得版权的关键。公司通过建立 Ix.co 平台和盈方实验室, 在超过十年的时间内处于数字解决方案技术创新的领先地位。公司所掌握的尖端技术如虚拟广告、人工智能和数字科学等将帮助公司有效跨越体育类别和地

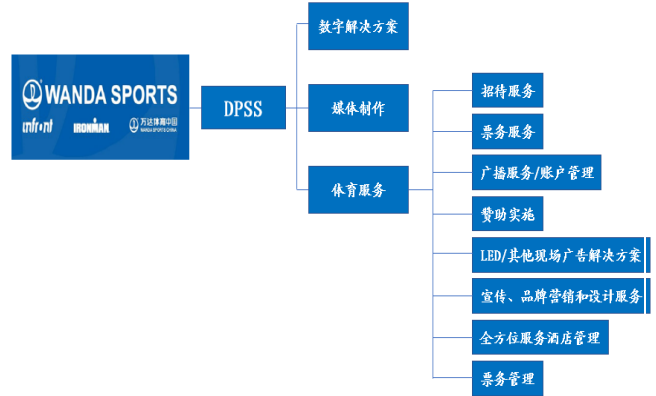
域性限制，在降低成本的同时收获新的客户群。公司提供 DPSS 服务经验丰富、类型多样，市场竞争优势显著。在 DPSS 领域，公司为客户提供从媒体制作到场边 LED 广告版的多种类型服务，基本覆盖整个体育产业营销过程，国际体育组织、重大赛事、体育俱乐部可从公司获得 DPSS 一站式解决方案。

图 44: 版权运营方的制作能力和传播能力至关重要



数据来源：易观研究

图 45: 公司 DPSS 业务一直处于全球领先地位



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

公司实现全产业链布局，体育产业生态已经成型。公司通过旗下盈方、WTC 与万达体育中国，实现体育赛事运营、媒体版权与赞助销售、票务管理等产业上中下游全面布局。在布局完成后的公司建立起一套以多元独特体育资源为核心，体育资产、业务、机会、利益相关者为辅助的完整体育产业生态，使用体育营销和体育媒体将赛事、品牌、广告商、运动员和观众联系在一起，覆盖了体育产业的上中下游。在未来全球体育产业繁荣的趋势下，公司享有充足的市场话语权与显著竞争优势。

图 46: 万达体育形成完善的产业生态



资料来源：招股说明书

3.3. 北京冬奥催化，冰雪运动热潮最大受益者

3.3.1. 政策春风频吹，“三亿人上冰雪”目标明确

北京冬奥会申办成功后，国家体育总局及相关部门相继出台了多项政策规划。申办冬奥会的陈述中，中国向国际奥委会提出了“三亿人上冰雪”

的宏伟目标。同时，在体育产业十三五规划中也明确提到将冰雪运动作为发展重点，大力支持冰雪场馆的建设，在 2020 年时冰雪产业规模达到 6000 亿元。据冬奥组委会的数据，2022 北京冬奥会总预算支出约为 31 亿美元，场馆建设预算约为 15.1 亿美元。2017 年北京冬奥组委启动商业开发计划，整体筹备工作将逐步启动，冰雪运动热度将持续升温。习近平总书记非常关注冰雪产业发展，在 2017 年春节前期考察张家口冬奥会筹办工作。2019 年 3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》，冰雪运动的关注度再次提升。

图 47：我国致力于“三亿人上冰雪”的宏伟目标



数据来源：视觉中国

图 48：习总书记借力冬奥蓬勃开展冰雪运动



资料来源：人民网

表 5:2016 年以来各部门陆续出台多项冰雪运动及相关产业政策规划

时间	发文部门	政策名称	重要内容
2016 年 7 月	国家体育总局	《体育产业发展“十三五”规划》	以足球、冰雪等重点运动项目为带动，通过制定发展专项规划、开展青少年技能培养、完善职业联赛等手段，探索运动项目的产业化发展道路。重点打造冰雪运动等特色的体育产业集聚区和产业带；以冰雪等运动为重点，引导具有消费引领性的健身休闲项目发展。
2016 年 8 月	国家体育总局	《竞技体育“十三五”规划》	以筹办 2022 年北京第二十四届冬奥会为契机，大力推动冰雪运动开展并扩大我国冬季项目发展规模与布局。推进“冰雪运动南展西扩”战略，鼓励有条件的南方和西部省市积极开展冰雪运动。
2016 年 9 月	国务院办公厅	《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	以举办 2022 年冬奥会为契机，围绕“三亿人参与冰雪运动”的发展目标，以东北、华北、西北为带动，以大众滑雪、滑冰、冰球等为重点，深入实施“南展西扩”，推动冰雪运动设施建设，全面提升冰雪运动普及程度和产业发展水平。
2016 年 11 月	国家体育总局	《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》	到 2025 年，形成冰雪运动基础更加坚实，普及程度大幅提升，竞技实力极大提高，产业体系较为完备的冰雪运动发展格局。全面推进冰雪运动“南展西扩”战略，以京津冀为引领，以东北三省提升发展为基础，发挥新疆、内蒙古等西北、华北地区的后发优势，带动南方地区协同发展，形成引领带动、三区协同、多点扩充的发展格局。

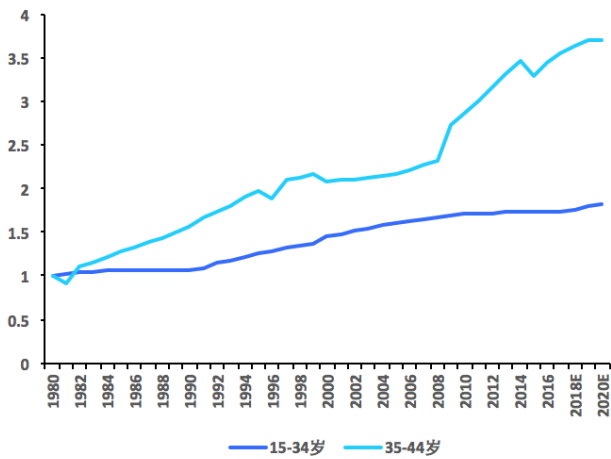
2016年11月	国家体育总局	《全国冰雪场地设施建设规划(2016-2022年)》	到2022年,全国滑冰馆数量不少于650座,其中新建不少于500座;滑雪场数量达到800座、雪道面积达到10000万平方米、雪道长度达到3500千米,其中新建滑雪场不少于240座、雪道面积不少于7000万平方米、雪道长度不少于2500千米。全国冰雪场地设施有效供给极大提升,经济社会效益明显提高,初步形成布局合理、类型多样、基本满足需求的冰雪场地设施网络。
2016年11月	国家体育总局	《群众冬季运动推广普及计划》	旨在大力发展群众冰雪运动,推动冬季群众体育运动开展,夯实冬季运动群众基础,传播积极健康的生活方式,引领全民健身新时尚,实现“带动三亿人参与冰雪运动”的目标。
2018年5月	河北省政府办公厅	《河北省冰雪产业发展规划(2018-2025年)》	提出立足于培育河北经济新的增长极,建成冰雪产业强省。到2022年,全省滑雪场馆达到80个,滑冰场馆达到200个,冰雪产业规模达1200亿元;到2025年,全省滑雪场馆达到100个,滑冰场馆250个。培育10个国际品牌赛事和活动,打造10个冰雪产业龙头企业,冰雪产业总规模达1500亿元。
2018年9月	国家体育总局公布	《带动三亿人参与冰雪运动“实施纲要”(2018-2022年)》	提出到2022年,实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。2019年至2020年,动员各方力量,逐步形成政府主导、社会协同、群众参与的发展格局,初步实现冰雪运动进校园、进机关、进社区、进家庭;2020年至2021年,冰雪运动“南展西扩东进”战略深入实施,冰雪运动基本覆盖全国各省区市;2021年至2022年,群众性冰雪运动发展态势基本形成,努力实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。
2019年3月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》	力争到2022年,我国冰雪运动总体发展更加均衡,普及程度明显提升,参与人数大幅增加,冰雪运动影响力更加广泛,冰雪产业蓬勃发展,产业规模明显扩大,结构不断优化,产业链日益完备。

数据来源: 腾讯网, 国泰君安证券研究

3.3.2. 冬奥盛会刺激冰雪设施建设, 促进冰雪产业成熟

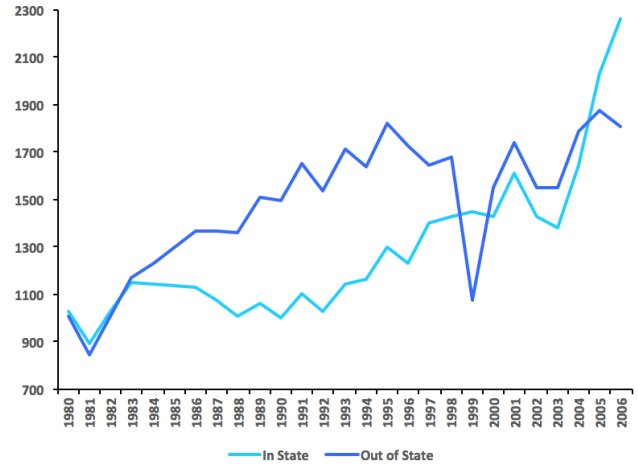
冬奥会是东道主国家发展冰雪运动与冰雪产业的良机。东道主通过政策支持以及媒体传播两大方面对民众进行宣传引导,借举办契机从多个方面完善产业配套设施。举办赛事前期,大量的配套设施开工,为当地带来就业机会,并且完善了周围地区的交通情况;赛事举办期间,餐饮、住宿行业受益;赛事过后,旅游和体育产业受到持续影响,民众参与冰雪运动的热情也会大幅提升。以2002年盐湖城冬奥会为例,在盐湖城冬奥会结束后,美国滑雪人数持续上升,其中35-44岁的滑雪人次上升超过200%。飞速的增长得益于酒店、度假村的新建以及滑雪索道的更新,让更多的家庭选择在此度假。冬奥会加速了犹他州高速公路系统的更新,促进发展州内滑雪度假,犹他州也成为了全球知名的滑雪胜地。

图 49: 美国滑雪参与者年龄分布 (1980 年人数为 1)



数据来源: Utah Ski Database, 国泰君安证券研究

图 50: 犹他州滑雪游客来源(千人)州内游客大幅增长

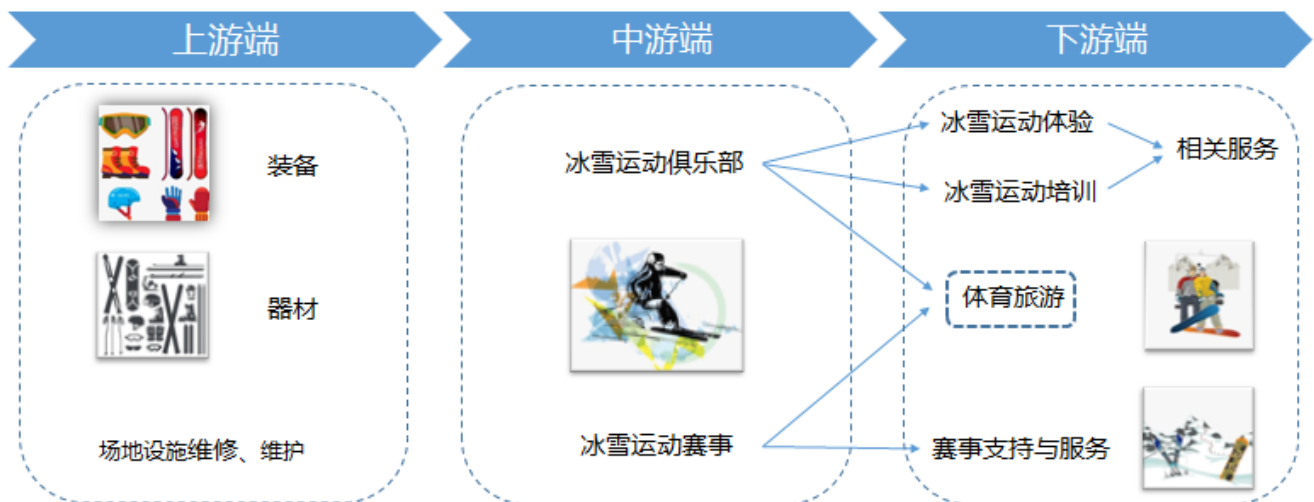


数据来源: Utah Ski Database, 国泰君安证券研究

3.3.3. 国内冰雪产业含苞待放, 公司占据发展先机

国内冰雪产业链逐渐构筑, 赛事、雪场、装备、培训等多个领域潜力巨大。冰雪运动的产业链包括上游的装备、器材、体育设施市场, 中游的俱乐部及赛事市场, 以及下游的冰雪旅游及相关服务市场。2015 年北京冬奥会申办成功后, 当年国内新增滑雪场 108 座, 增幅首次突破 20%。2017 年中国滑雪总人次为 1750 万, 一次性体验者人数占比由 2016 年的 77.8% 下降为 75.2%。2017 年人均滑雪次数由 2016 年的 1.33 次上升为 1.45 次, 可见滑雪发烧友的比例也在稳步增长。随着冰雪爱好者不断增长, 冰雪赛事、雪场运营、冰雪装备、冰雪培训领域潜力巨大。

图 51: 冰雪运动产业链上中下游概览

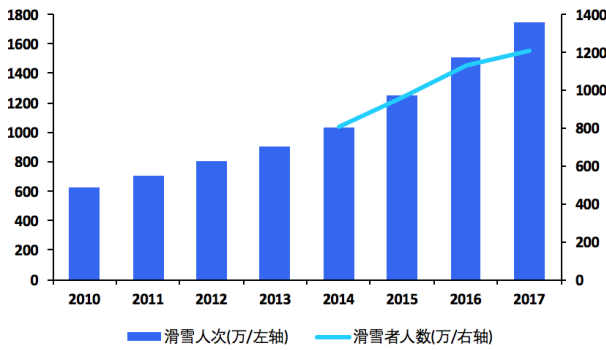


资料来源: 国泰君安证券研究

2010 至 2016 年是国内冰雪运动发展的黄金时期, 借力申办北京冬奥会的东风, 参与人数及新增运动设施逐年提升。7 年间, 国内滑雪人次复合增长率高达 139.68%, 全民健身计划与冰雪运动的完美结合已初见端倪。2017 年中国滑雪总人次为 1750 万, 比 2016 年增加了 240 万。滑雪者人数约为 1210 万, 相比 2016 年的 1133 万, 增长 6.8%。其中, 一次

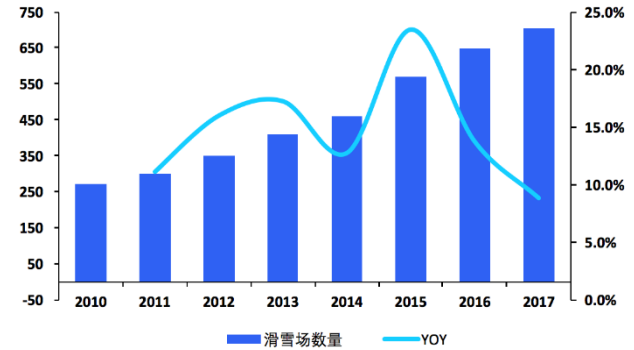
性体验者人数占比由 2016 年的 77.8% 下降为 75.2%。2017 年人均滑雪次数由 2016 年的 1.33 次上升为 1.45 次。这些数据表明，在滑雪总人口、总人次上升的情况下，滑雪发烧友的比例也在稳步增长。随着“北冰南展西扩”步伐的加快，“三亿人参与冰雪运动”日渐成为现实，我们认为在群众基础扩大和竞技水平提升的双轮驱动下，中国冰雪产业有望将在北京冬奥会后进入发展高峰期。

图 52: 2010-2017 年滑雪人次增长显著



数据来源:《2017 年中国滑雪产业白皮书》, 国泰君安证券研究

图 53: 2010-2017 年滑雪场数量保持高速增长(个)



数据来源:《2017 年中国滑雪产业白皮书》, 国泰君安证券研究

公司是冬奥会下辖全部 7 个大项的国际体育协会的战略合作伙伴, 拥有冬季运动领域最核心的体育资源, 占据发展先机。冬奥项目总共包括 7 个大项, 归属于 7 个国际体育协会, 盈方代理了这 7 个协会 (包括冰球、滑雪、冬季两项、有舵雪橇、冰壶、无舵雪橇、滑冰项目等), 几乎垄断了国际冰雪运动赛事。同时公司凭借世界一流水准的媒体制作与服务, 掌握了冬奥会转播权, 这也是中国企业首次掌握冬奥会转播权。在国内冬奥催化与冰雪运动发展的背景下, 公司或将依靠自身绝对优势在竞争中脱颖而出, 抓住此次机遇在国内市场得到巨大发展。

图 54: 公司拥有冬奥会转播权以及与七大冰雪协会的紧密合作关系



资料来源: 招股说明书

3.4. 足球产业布局深厚, 长远受益于中国足球提升

世界杯扩军叠加归化政策, 国足世界杯梦不再遥远, 足球产业发展可期。国际足联此前在 2017 年 1 月已正式宣布, 从 2026 年世界杯开始, 世界杯参赛球队将扩军至 48 支。亚洲区的出线名额将有望从 4.5 只升至 8 只, 中国队晋级世界杯的概率大大提升。且随着归化政策放松、留洋计

划开启，中国足球产业未来十年黄金发展期到来，国家队与中超球队战绩提升可期。目前中国已举办过奥运会、亚运会并即将举办冬奥会，世界杯为唯一未曾举办的大赛，因此后续存在较强本土举办世界杯预期。同时根据国家发改委、国家体育总局、国务院足球改革发展部等最新印发的《全国社会足球场地设施建设专项行动实施方案》，对部分试点城市的新建 11 人制标准足球场，每个球场补助 200 万元；对其新建 5 人制、7 人制（8 人制）足球场，每个球场补助不超过 100 万元。在天时地利人和方面都有利好刺激，中国足球产业的发展值得期待。

图 55：世界杯扩军在即，中国队圆梦概率大幅提升



数据来源：量子足球

图 56：侯永永与李可成为首批归化的球员



数据来源：PPTV

图 57：部分目标归化球员及主要信息

球员名	年龄	位置	原国籍
侯永永 (John Hou Saeter)	20 岁	中场	挪威
李可【延纳里斯】 (Nico Yennaris)	25 岁	后腰	英格兰
萧高进 (Javen Siu)	19 岁	前腰	英格兰
杨明阳 (Ming-Yang Yang)	23 岁	中场	瑞士
罗伯托·萧 (Roberto Siucho)	21 岁	前腰	秘鲁
卡雷尼奥 (Jaime Carreno)	21 岁	前腰	智利
钟塔西 (Tahith Chong)	19 岁	前腰	荷兰
布朗宁 (Tyias Browning)	25 岁	后卫	英格兰
钱杰给 (Ndombou)	27 岁	边锋	加蓬

数据来源：虎扑体育，国泰君安证券研究

图 58：中国男足球衣赞助金额高居世界第六

国家队名称	赞助金额 (欧元)	赞助商
法国队	4260 万	耐克
英格兰	3250 万	耐克
巴西队	3000 万	耐克
德国队	3000 万	阿迪达斯
意大利队	2000 万	彪马
中国队	1150 万	耐克
俄罗斯队	1000 万	阿迪达斯
荷兰队	1000 万	耐克
葡萄牙队	1000 万	耐克

资料来源：虎扑体育，国泰君安证券研究

公司足球渊源深厚，有望乘国内足球产业腾飞东风。母公司万达集团常年深耕于中国足球产业，为之发展做出了不可磨灭的贡献。万达集团于 2016 年成为国际足联八大顶级赞助商之一，将享有 2016 - 2030 国际足联顶级赞助商权益，拥有使用国际足联及其举办的包括足球世界杯在内的所有赛事进行全球市场营销的权利。同时盈方则代理至 2022 年权益周期内所有 FIFA 旗下赛事（世界杯等）在亚洲 26 个国家及地区（含中国）的媒体版权。不仅为 FIFA 世界杯及其它 FIFA 赛事提供主转播服务，还包括更加全面的业务支持——如亚洲媒体版权分销、管理并销售已获授权的 FIFA 赛事历史资料片、转播服务、LED 广告以及贵宾款待。深厚的足球资源积累，将使公司成为国内足球产业发展的最大受益者之一。

图 59: 万达系与足球产业拥有不解之缘, 将受益国内足球产业发展



资料来源: 公司官网

4. 万达体育与行业估值水平比较

我们选取体育行业可比公司当代明诚 (600136.SH)、世界摔跤娱乐 (WWE.N) 和麦迪逊花园 (MSG.N) 做市销率 PS 的比较。当代明诚旗下新英体育 (体育版权运营)、双刃剑 (体育营销), 世界摔跤娱乐 WWE (体育赛事运营), 麦迪逊花园 MSG (体育媒体, 体育俱乐部和场馆运营) 等与万达体育业务具备可比性。通过对四家公司市销率 PS (TTM) 的对比, 万达体育的市销率为 0.45, 市盈率为 12.97, 显著低于行业平均水平。随着国内体育参与和消费意识增强, 叠加北京冬奥及足球产业改革东风, 我们认为万达体育的发展前景远远好于成熟市场的世界摔跤娱乐 (WWE.N) 和麦迪逊花园 (MSG.N), 因此我们看好其的长期投资价值。

表 6: 可比公司的市销率对比, 市值与营收单位为亿美元 (2019 年 8 月 2 日收盘价)

证券代码	公司名称	总市值	营业总收入 (TTM)	市销率 PS (TTM)	市盈率 PE (TTM)
WSG.O	万达体育	5.74	12.81	0.45	12.97
600136.SH	当代明诚	6.48	4.29	1.54	24.98
WWE.N	世界摔跤娱乐	54.57	9.12	5.98	71.03
MSG.N	麦迪逊花园	68.79	16.85	4.08	178.18

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

5.1. 负债率较高的财务风险

公司资产负债率较高, 在 2017、2018 年公司的资产负债率超过 100%。虽在 2019Q1 有所缓解, 下降至 83.9% 的水平, 但仍面临一定财务风险。

5.2. 体育赛事版权续约风险

截止 2018 年 12 月 31 日, 万达体育共拥有 160 个版权合作伙伴以及 251 份版权合同, 涵盖了足球、冬季运动和夏季运动。公司是国际足联、国际篮联、世界羽联、国际自联等十多个世界体育组织全球或中国独家商业合作伙伴。这些赛事是公司业务开展的保证, 但在版权到期之后, 公司所拥有的体育赛事媒体版权存在到期后未能续约的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的美国标普指数涨跌幅为基准。	增持	相对美国标普指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对美国标普指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对美国标普指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对美国标普指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的美国标普指数的涨跌幅。	增持	明显强于美国标普指数
	中性	基本与美国标普指数持平
	减持	明显弱于美国标普指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		