



Research and
Development Center

足球布局正当时，关注有球队资源和梯队化管理的标的

——足球产业专题研究

2016 年 11 月 2 日

足球布局正当时，关注有球队资源和梯队化管理的标的

足球产业专题研究

2016 年 11 月 2 日

本期内容提要：

- ◆ **欧洲足球产业概览：英超盈利最佳，转播收入为主。**欧洲足球产业市场规模约为 200 亿欧元；其中，2013-2014 年度为 213 亿欧元，2014-2015 年度为 221 亿欧元，基本趋于饱和。大联赛（英超、德甲、西甲、意甲、法甲）占据着半壁江山，在最近两个年度都瓜分了 1 亿欧元以上的市场份额。从五大联赛所在国俱乐部各自的收入情况来看，英超是五大联赛中流砥柱，在五大联赛中拔得头筹。五大联赛的收入大体可被分为三个部分：比赛日、转播商业，其主要构成为转播收入和赞助收入。五大联赛 89% 的收入增长都被用于加大薪资投入，平均工资/收入比例上升至 62%。
- ◆ **国内足球产业：市场化正推进。**我国体育产业市场规模在近十年来不断扩大并保持较快的增长，2014 年体育及相关产业总规模达到 13574.71 亿元，实现增加值 4040.98 亿元人民币，同比增长 13.42%，2006-2014 年复合增长率达 19.33%。但相比于发达国家，中国人均消费额仅为美国的六分之一，法国的三分之一，日本的二分之一，还具有较大发展空间。**从产业链角度**，足球产业群体分为主管单位（足协）、俱乐部（球员、教练、投资方）、事联盟、转播方、赞助商、观众、衍生品、足彩供应商 8 大部分。球迷是最终消费端，球对足球赛事的直接支出和间接支出流向了俱乐部、赞助商、电视转播商和广告商，最终创了联盟和俱乐部的收入来源。**从组织方来看**，中国足协仍然对中超联赛具有相当大的控制权，但中超即将管办分离，形运营方、监管方、组织方三足鼎立的局面。即中国职业足球联盟负责办赛、中超公司负责事具体运营及商务开发、中国足协负责监管。中超公司由中国足协和中超俱乐部共同控股其中足协持股 36%，16 支中超俱乐部各占 4%（合计 64%），中国足协对中超公司有控权。
目前，国内职业足球俱乐部尚不具备盈利能力，中超联赛在收入规模、盈利状况、收支结上都和国外联赛存在较大差距。从收入结构来看，中国体育赛事收入通常则以商业赞助为。转播权收入比例非常低。体奥动力以 80 亿获得中超联赛 2016-2020 年全媒体版权的消息可视为对原有收入结构的一次巨大冲击，转播权收入所占的比例可能大幅上升。根据协议体奥动力将在 2016 和 2017 年分别支付版权费用 10 亿，而之后的三年的转播权每年价值亿。版权收入剧增将带来俱乐部分红大幅提振，甚至有可能是目前的 4-5 倍。

- ◆ **政策利好频出，提高竞技水平是关键。**自 2011 年以来，国家已经推出 8 项相关政策，重点鼓励发展足球。8 项政策当中，《中国足球改革发展总体方案》与《中国足球中长期发展规划（2016 至 2050 年）》尤其值得关注。《中国足球改革发展总体方案》提到：足协要与体育总局脱钩；国足要加大投入，新建 2 个训练基地；要建立职业联赛理事会（特指中超）；要研究发行中国联赛足球彩票；球队名称力求非企业化，打造百年球队；球员身价要合理，防止无序竞争；校园足球进入教学内容，增加学时。《中国足球中长期发展规划（2016 至 2050 年）》则从短期、中期、长期三个维度，提出了对中国足球的期许。根据《国务院关于加快发展体育产业、促进体育消费的若干意见》的规划，到 2025 年，我国体育产业总规模要超过 5 万亿。按照足球一般占全部体育项目产值 40% 的比例计算，到 2025 年，足球所贡献的产值将达到 2 万亿。
- ◆ **投资策略：足球布局正当时，关注有顶尖球队资源和梯队化管理的标的。**足球投资价值与其比赛成绩有明显正相关关系。在国内目前的足球产业背景下，我们认为，快速提高足球竞技水平主要有两种路径：（1）外部带动，积极学习欧洲先进的管理模式、战术技术，引进优秀球员、教练，提高中超联赛整体水平；（2）内生培养，借鉴欧洲青训经验，建设自己的足球梯队化序列，系统地、持续性地培养足球人才，提高竞技水平。据此，我们建议关注有国际顶尖球队资源和已经布局梯队化管理的投资标的。此外，主营体育场馆建设和升级改造的标的也可关注。
 - 1、拥有顶尖球队资源，建议关注棕榈股份（002431）、永大集团（002622）、当代明诚（600136）；
 - 2、拥有球员梯队化布局，建议关注当代明诚（600136）；
 - 3、产业发展带动体育场馆升级需求，建议关注奥拓电子（002587）、雷曼股份（300162）。
- ◆ **风险因素：**宏观风险：全球主要经济体经济增长下滑，海外投资风险增加；行业风险：中超竞技水平不达预期；政策风险：中国足协体制改革不达预期等。

目录

投资聚焦	1
欧洲足球产业概览：英超盈利最佳，转播收入为主	2
五大联赛占据半壁江山，英超中流砥柱	2
转播为主要收入，分配相对平均	3
球员薪资构成了五大联赛的主要支出	5
国内足球产业：市场化正推进	6
中国体育产业发展明显不足，未来空间巨大	6
足球产业：待开发的金矿	8
中超联赛：借鉴英超，管办分离	10
俱乐部经营：入不敷出，收入主要靠商业	11
80 亿转播收入及新资本介入有望改变现状	13
政策利好频出，提高竞技水平是关键	15
足球利好政策频出，资本大鳄频频出手	15
足球培训或成为重点	18
球队表现与其市场价值有明显正相关关系	20
投资策略：足球布局正当时，关注有顶尖球队资源和梯队化管理的标的	21
拥有顶尖球队资源，建议关注棕榈股份（002431）、永大集团（002622）、当代明诚（600136）	21
拥有球员梯队化布局，建议关注当代明诚（600136）	23
产业发展带动体育场馆升级需求，建议关注奥拓电子（002587）、雷曼股份（300162）	24
风险因素	25

表目录

表 1：五大联赛转播收入差距	5
表 2：中国足球联赛体系	10
表 3：原中超联赛与英超联赛组织方对比	11
表 4：2015 赛季中超俱乐部情况统计	14
表 5：中超球队相关上市公司	15
表 6：近年足球相关政策	16
表 7：鲁能足校与恒大足校对比	19
表 8：球队市场价值与场上表现的 Spearman 相关系数计算	20
表 9：主要标的估值情况	24

图目录

图 1：2013/14 欧洲足球市场规模组成（单位：十亿欧元）	2
图 2：2014/15 欧洲足球市场规模组成（单位：十亿欧元）	2
图 3：欧洲五大联赛俱乐部收入（单位：十亿欧元）	2
图 4：2010/11 至 2014/15 五大联赛俱乐部盈利能力（单位：百万英镑）	2
图 5：2014-15 欧洲五大联赛收入（单位：百万英镑）	3
图 6：英超收入结构（单位：亿英镑）	4
图 7：2013/14 赛季英超联赛收入分成（单位：百万英镑）	4
图 8：英超俱乐部总收入（单位：百万英镑）	5
图 9：五大欧洲联赛俱乐部收入及工资支出（单位：百万欧元）	5
图 10：中国体育增加值及增长率	6
图 11：世界各国体育产业占 GDP 比例	6
图 12：2014 年各国人均体育消费	7
图 13：2014 年中国人均体育消费（元）	7
图 14：中美体育产业结构对比	7
图 15：中国足球产业链各方关系图	9
图 16：英超联盟公司组织结构	10
图 17：未来中超联赛将实现管办分离	11
图 18：中超联赛俱乐部总体收入结构（2013 年）	12
图 19：中超联赛俱乐部总体收入结构（2014 年）	12
图 20：中超俱乐部 2010~2015 总收支状况（单位：亿元）	12
图 21：2015 年中超俱乐部支出结构（单位：亿元）	12
图 22：中超俱乐部往年转播分红情况（单位：万元）	13
图 23：中超未来 5 年版权费用分配（单位：亿元）	13
图 24：2015 中超俱乐部控制人背景	15
图 25：2016 中超俱乐部控制人背景	15
图 26：中国体育产业增加值	17
图 27：鲁能足校发展概览	18
图 28：恒大足校发展概览	18
图 29：广州恒大青训体系投入（单位：百万元）	19

投资聚焦

投资逻辑

1、从机制改革角度，中超即将管办分离，形成运营方、监管方、组织方三足鼎立的局面。即中国职业足球联盟负责办赛、中超公司负责赛事具体运营及商务开发、中国足协负责监管。中超公司由中国足协和中超俱乐部共同控股。

2、从政策角度，自 2011 年以来，国家已经推出 8 项相关政策，重点鼓励发展足球。《中国足球改革发展总体方案》提到：足协要与体育总局脱钩；国足要加大投入，新建 2 个训练基地；要建立职业联赛理事会（特指中超）；要研究发行中国联赛足球彩票；球队名称力求非企业化，打造百年球队；球员身价要合理，防止无序竞争；校园足球进入教学内容，增加学时。《中国足球中长期发展规划（2016 至 2050 年）》则从短期、中期、长期三个维度，提出了对中国足球的期许。按照足球一般占全部体育项目产值 40% 的比例计算，到 2025 年，足球所贡献的产值将达到 2 万亿。

在机制完善、政策利好下，辅以资本市场巨大的投资热情及中资在顶尖联赛的大量斥资，中国足球必将迎来跨越式的发展。

有别于大众的认识

国内职业足球俱乐部尚不具备盈利能力，中超联赛在收入规模、盈利状况、收支结构上都和国外联赛存在较大差距。从收入结构来看，中国体育赛事收入通常以商业赞助为主，转播权收入比例非常低。体奥动力以 80 亿获得中超联赛 2016-2020 年全媒体版权是对原有收入结构的一次巨大冲击，转播权收入所占的比例可能大幅上升。根据协议，体奥动力将在 2016 和 2017 年分别支付版权费用 10 亿，而之后的三年的转播权每年价值 20 亿。版权收入剧增将带来俱乐部分红大幅提振，甚至有可能是目前的 4-5 倍。新转播周期的高版权费用可能带来转机，中超将逐渐向英超这样的成熟赛事的收入结构转型。

投资策略

足球投资价值与其比赛成绩有明显正相关关系。在国内目前的足球产业背景下，我们认为，快速提高足球竞技水平主要有两种路径：（1）外部带动，积极学习欧洲先进的管理模式、战术技术，引进优秀球员、教练，提高中超联赛整体水平；（2）内生培养，借鉴欧洲青训经验，建设自己的足球梯队化序列，系统地、持续性地培养足球人才，提高竞技水平。据此，我们建议关注有国际顶尖球队资源和已经布局梯队化管理的投资标的。此外，主营体育场馆建设和升级改造的标的也可关注。

1、拥有顶尖球队资源，建议关注棕榈股份（002431）、永大集团（002622）、当代明诚（600136）；2、拥有球员梯队化布局，建议关注当代明诚（600136）；3、产业发展带动体育场馆升级需求，建议关注奥拓电子（002587）、雷曼股份（300162）。

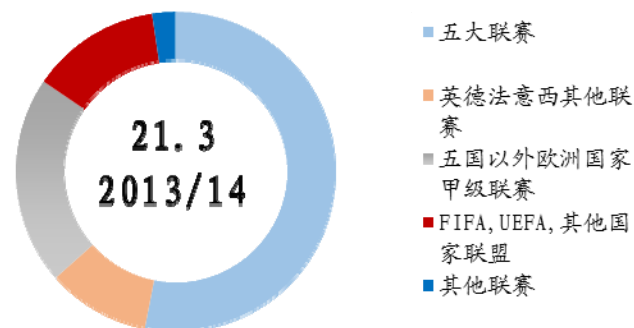
风险因素

宏观风险：海外投资风险增加；**行业风险：**中超竞技水平不达预期；**政策风险：**中国足协体制改革不达预期等。

欧洲足球产业概览：英超盈利最佳，转播收入为主

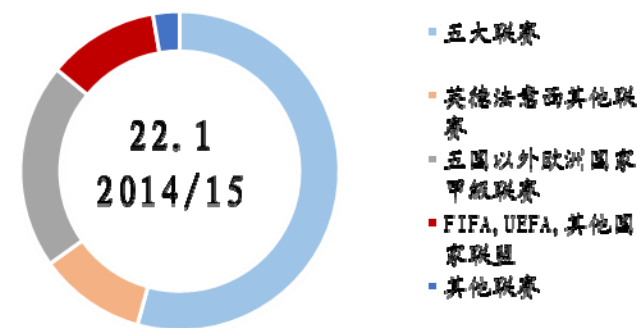
五大联赛占据半壁江山，英超中流砥柱

图 1：2013/14 欧洲足球市场规模组成（单位：十亿欧元）



资料来源：各联赛，UEFA，FIFA，德勤咨询，信达证券研发中心

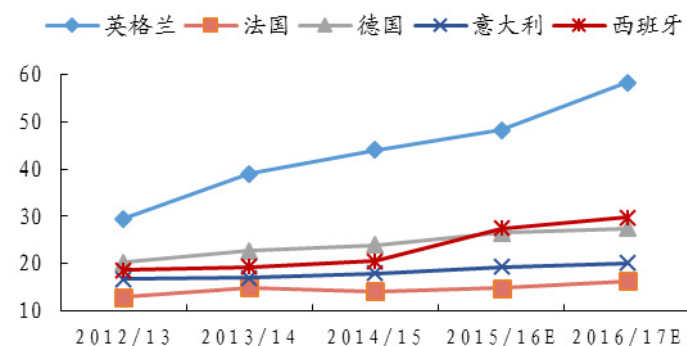
图 2：2014/15 欧洲足球市场规模组成（单位：十亿欧元）



资料来源：各联赛，UEFA，FIFA，德勤咨询，信达证券研发中心

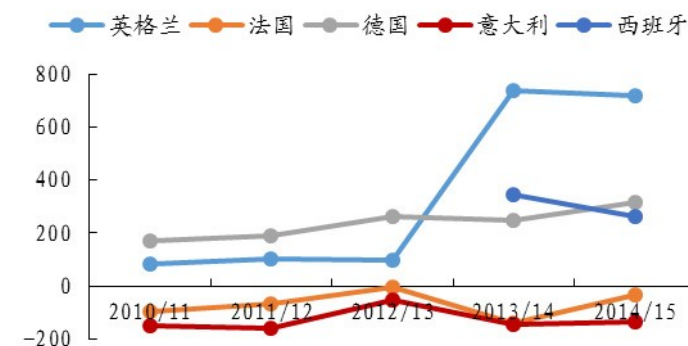
欧洲足球产业市场规模约为 200 亿欧元，其中，2013-2014 年度为 213 亿欧元，2014-2015 年度为 221 亿欧元，基本趋于饱和。五大联赛（英超、德甲、西甲、意甲、法甲）占据着半壁江山，在最近两个年度都瓜分了 100 亿欧元以上的市场份额。

图 3：欧洲五大联赛俱乐部收入（单位：十亿欧元）



资料来源：各联赛，德勤咨询，信达证券研发中心

图 4：2010/11 至 2014/15 五大联赛俱乐部盈利能力（单位：百万英镑）



资料来源：各联赛俱乐部，德勤咨询，信达证券研发中心

从五大联赛所在国俱乐部各自的收入情况来看，英超是五大联赛的中流砥柱，在五大联赛中拔得头筹。根据德勤咨询的报告，2014-2015 年度，英超俱乐部收入自 32.6 亿英镑增长至 33.5 亿英镑，同比上升 3%；将收入换算为欧元，由于英镑在 2014-2015 年度升值，英超俱乐部收入自 39 亿欧元增长至 44 亿欧元，同比上升 13%。德甲俱乐部收入自 22.8 亿欧元增长至 23.9 亿欧元，同比上升 5%。西甲俱乐部收入自 18.5 亿欧元增长至 20.5 亿欧元，同比上升 11%。意甲俱乐部收入自 18.5 亿欧元增长至 20.5 亿欧元，同比上升 11%。法甲俱乐部收入自 12.5 亿欧元增长至 15.5 亿欧元，同比上升 24%。

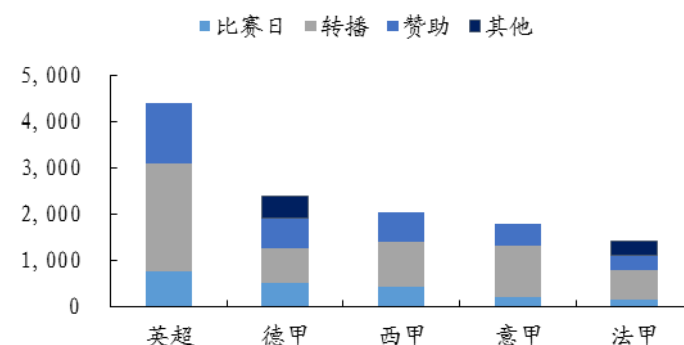
元，同比上升 5%。西甲和意甲俱乐部收入增长较小，其中，西甲自 19.3 亿欧元增长至 20.5 亿欧元，同比上升 6%；意甲自 17 亿欧元增长至 17.9 亿欧元，同比上升 5%。法甲是唯一在比较区间内收入有所下滑的联赛，其收入自 15 亿欧元缩水至 14.2 亿欧元，同比下降 5%。

而对于 2015-16 及之后的两年，英超被预期收入继续稳步上升，西甲则有较大飞跃，超越德甲。根据德勤咨询的预测，英超俱乐部收入的一大重要推力是转播权，下一个英超联赛的新一轮转播权开始于 2016/17 赛季，这将产生每赛季 30 亿英镑的收入，比上一轮转播权交易的 20 亿英镑高出 50%，从而主导俱乐部年收入的阶段性增长；同时，最大的几家英超俱乐部新签订了赞助协议，也为英超俱乐部的整体收入增长有一定贡献。西甲在未来两个赛季中将同样受到转播权的助力，2016/17 赛季起的转播权收入将会估值达到 15.6 亿欧元，是目前 7.8 亿欧元的两倍。德甲将主要依靠商业收入实现增长，而商业收入占德甲总收入的约 48%。意甲和法甲增长前景相较之下较为暗淡，意甲赞助收入降低，法甲则高度依赖圣日耳曼队。

从盈利情况来看，截止至 2014-2015 年度，**英超联赛**的总体营业利润连续两年超过了 5 亿英镑，20 支队伍中的 17 支在税前获得盈利。其他联赛方面，尽管工资支出增加，但是**德甲**的营业利润自 2.5 亿欧元增长至 3.2 亿欧元，同比上升 26%，18 个俱乐部中的 11 个实现盈利。财务透明和成本控制的改进在**西甲联赛**有所体现，皇马和巴萨在 2014/15 年度共占 80%全联赛的利润，西甲球队的营业利润尽管自 3.5 亿欧元下降至 2.6 亿欧元，缩水 24%，在五大联赛整体来看仍然处于较高利润区间。**法甲**仍挣扎于盈亏平衡线之下，但降低成本和集体的控制支出的努力使得众俱乐部显著减少经营亏损，在 2014/15 年度法甲收入下滑的情况下，法甲俱乐部反而实现了自 1.4 亿欧元下降至 0.4 亿欧元的营业亏损，同比亏损量减少 75%。

转播为主要收入，分配相对平均

图 5：2014-15 欧洲五大联赛收入（单位：百万英镑）

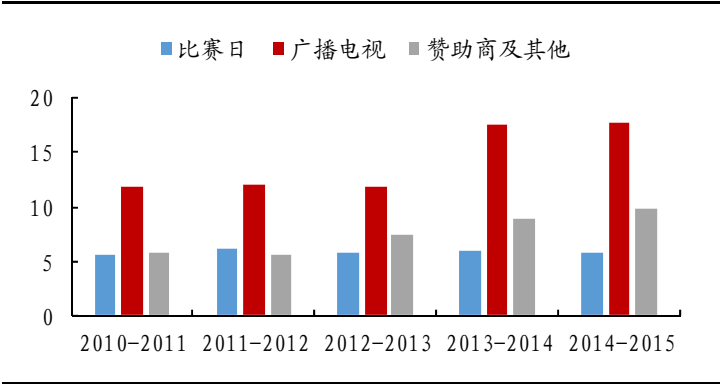


资料来源：德勤咨询，信达证券研发中心

五大联赛的收入大体可被分为三个部分：比赛日、转播、商业，其主要构成为转播收入和赞助收入。比赛日包含赛事门票在内的收入，一般为球队自营；转播收入则一般从各自联赛官方组织进行分成，分成方法不一；商业收入则包含赞助收入和其

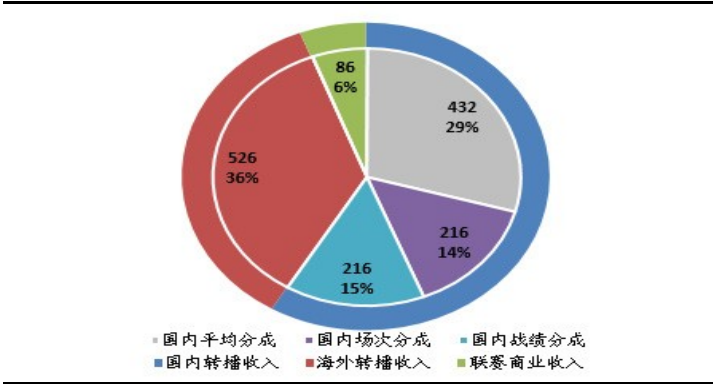
他广告营销收入等。

图 6：英超收入结构（单位：亿英镑）



资料来源：德勤咨询，信达证券研发中心

图 7：2013/14 赛季英超联赛收入分成（单位：百万英镑）



资料来源：iMephisto，信达证券研发中心

以英超联赛为例，电视转播收入包括国内转播和国外转播两部分；赞助和广告收入包括联赛冠名权、主场冠名权、球衣广告、球场广告牌等；而门票及相关产品则包括门票收入、出场费、球衣和纪念品等的销售。

英超联赛收入结构数据显示，电视转播在英超收入中占据稳固主要地位。2010-2011 年度，转播收入为 11.9 亿英镑，在当年总收入中占比 50%，而 2014-2015 年度转播收入为 17.78 亿英镑，在总收入中占比约 53%；五年间，媒体转播收入年复合增长率约 9%。商业收入所占比例也在英超收入结构中稳步上升。2010-2011 年度商业收入为 5.7 亿英镑，占当年总收入的 25%，而 2014-2015 年度商业收入上升至 9.85 亿英镑，占总收入的 29%；商业收入年复合增长率约 12%。相较之下，比赛日收入在整个收入结构中的重要性越来越低，2010-2011 年度比赛日收入为 5.6 亿英镑，而 2014-2015 年度这一数据仅微量增长至 5.84 亿英镑，在收入结构中比例自 24%下降至 17%。

在收入分配上，联盟公司从各个途径获得的收入将在各个俱乐部之间进行分配。电视转播收入的 50%被平均分配给联赛的 20 个俱乐部，25%按照不同球队比赛转播次数进行分配，而最后的 25%则根据联赛最终排名来确定。而对于除电视转播之外的收入，如联赛冠名费和赞助费，将全部平分到 20 个俱乐部。联盟公司每年会将总收入中的一部分，不超过 20%划拨用于公益事业，如用于青少年体育事业的发展。这种合作共赢分成模式的优势在于，减少联赛内球队的收入差距，防止球队之间实力差距过大的情形发生，保持联赛各个俱乐部的竞争平衡，避免出现个别俱乐部统治联赛的局面。除了英超联盟总收入的分配外，各俱乐部也有部分自己的收入来源，包括球员的转会费、俱乐部的赞助商等商业收入等。英超联赛商业化模式最为成熟，联盟公司和整个体系的运作很大一部分取决于各俱乐部共同决策。

表 1: 五大联赛转播收入差距

单位: 百万英镑	英超	德甲	法甲	意甲	西甲
最高	98	30	36	75	112
第三	94	27	33	62	38
最低	62	15	10	14	14
差距					
最高-最低	35	15	25	61	98
最高-第三	3	3	3	13	74
比率					
最高/最低	1.6	2.0	3.4	5.3	7.8
最高/第三	1.0	1.1	1.1	1.2	2.9

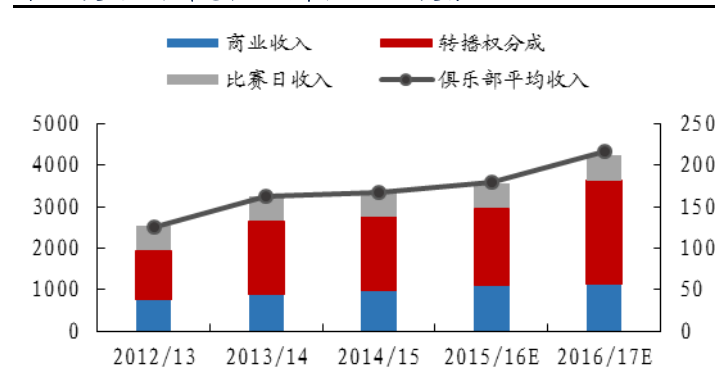
资料来源: iMephisto, 信达证券研发中心

英超联赛拥有全欧洲最为公平的分配模式之一。根据 iMephisto 的数据, 英超联赛中, 转播收入榜首与榜尾的比率为 1.6, 前三位甚至挣得相同转播收入。英超在转播收入上的不公平性相对其他联赛较低, 仅有德甲联赛 2.0 的比率与之接近。西甲联赛的榜首与榜尾收入差距最大, 达到了惊人的 7.8。

球员薪资构成了五大联赛的主要支出

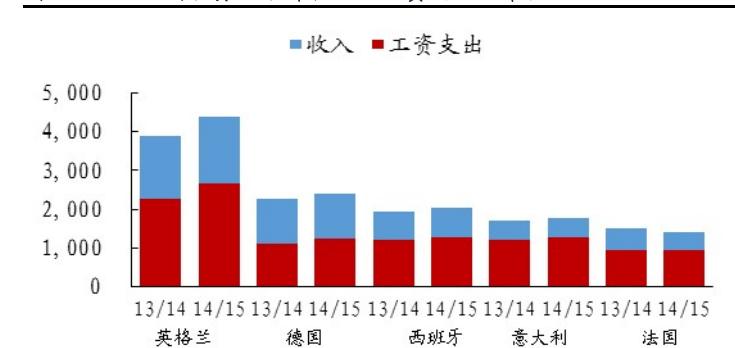
五大联赛 89% 的收入增长都被用于加大薪资投入, 其中总工资支出从 2013/14 年度的 67.7 亿欧元增长至 2014/15 赛季超过 74.4 亿欧元, 投入量上升 10%。这导致平均工资/收入比例从 60% 上升到 62%。目前, 欧洲足联用于监测俱乐部的财务可持续性而使用的工资/收入比门槛为 70%。

图 8: 英超俱乐部总收入 (单位: 百万英镑)



资料来源: 德勤咨询, 信达证券研发中心

图 9: 五大欧洲联赛俱乐部收入及工资支出 (单位: 百万欧元)



资料来源: 德勤咨询, 信达证券研发中心

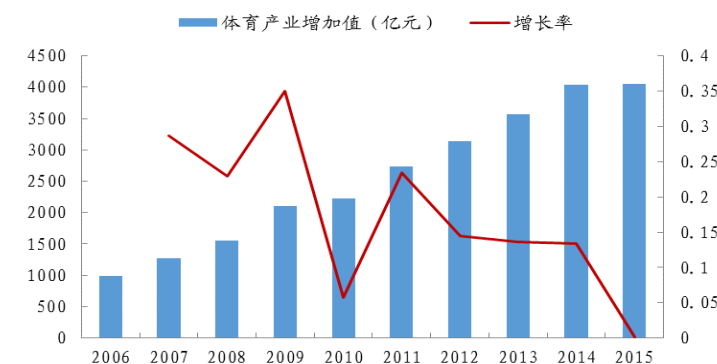
从各个俱乐部工资支出情况来看，英超工资支出从 2013/14 年度的 18.7 亿英镑增长至 20 亿英镑，同比上升 7%；换算为欧元，由于英镑当年升值，则为从 2013/14 年度的 22.8 亿欧元增长至 2014/15 年度的 26.7 亿欧元，同比上升 17%，超过西甲和德甲俱乐部的总和。英超的工资支出/收入比在 2014/15 赛季小幅上升，达到 61%。但这一数字已经显著低于之前几年。根据德勤咨询的数据，在 2012/13 年度，英超工资支出/收入为 71%。目前英超 30% 的收入增长用于投入薪资上涨，而在 2012/13 赛季之前的五年，这一数据是 99%；所有俱乐部中，仅有 6 家的薪资/收入比超过了欧足联指导的 70%，而在 2012/13 赛季，超出 70% 的有 11 家。

德甲工资支出从 2013/14 年度的 11.3 亿欧元增长至 2014/15 年度的 12.5 亿欧元，同比上升 11%，缩小了与意甲之间工资差距。德甲所有的收入增长几乎都用于额外的工资开支。西甲俱乐部的工资总额从 2013/14 年度的 12.1 亿欧元增长至 2014/15 年度的 12.8 亿欧元，同比上升 6%。西甲的工资上涨由皇马和巴萨主导，两队共增加工资 1.12 亿欧元；连同马竞，三队共占总工资支出 61%。意甲收入增加的 9200 万欧元几乎都被用于薪资增长，工资支出从 2013/14 年度的 12 亿欧元增长至 2014/15 年度的 12.9 亿欧元，同比上升 7.5%。意甲联赛中，罗马、佛罗伦萨、尤文图斯、萨索洛宫四支队伍是涨薪主力。对于法甲，尽管在 2014/15 年度工资/收入比例上升到 67%，法甲薪资反而小幅下降，因为收入有所下降。

国内足球产业：市场化正推进

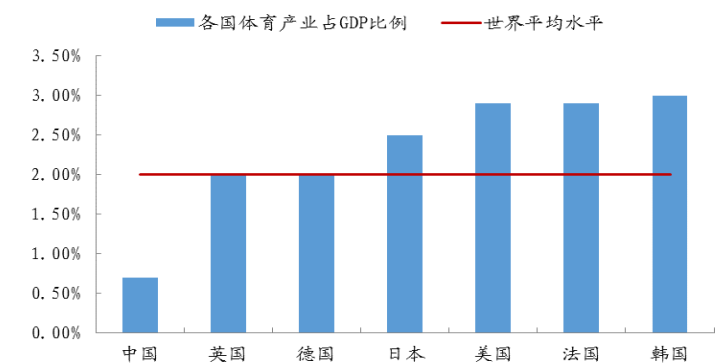
中国体育产业发展明显不足，未来空间巨大

图 10：中国体育增加值及增长率



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 11：世界各国体育产业占 GDP 比例

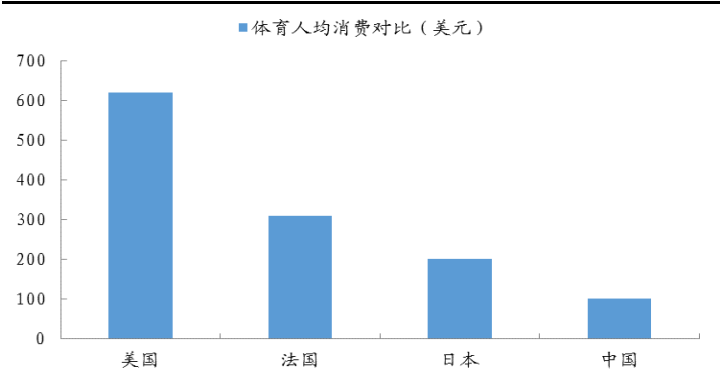


资料来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

我国体育产业市场规模在近十年来不断扩大并保持较快的增长，2014 年体育及相关产业总规模达到 13574.71 亿元，实现增加值 4040.98 亿元人民币，同比增长 13.42%，2006-2014 年复合增长率达 19.33%。国家体育总局估测 2015 年我国体育及

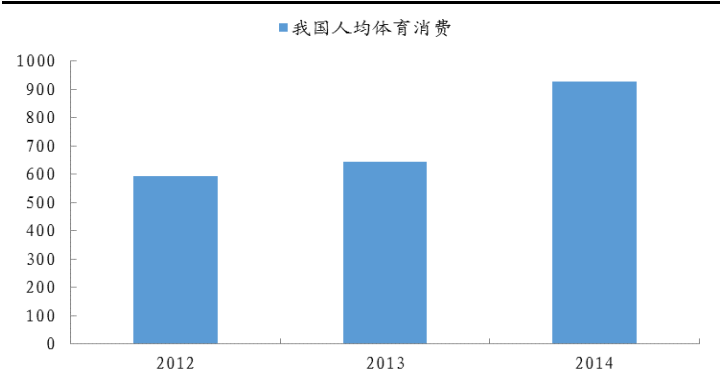
相关产业增加值占 GDP 比重约为 0.7%。

图 12：2014 年各国人均体育消费



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 13：2014 年中国人均体育消费（元）

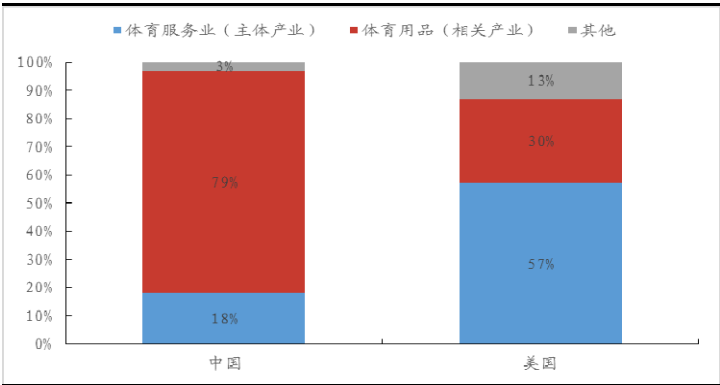


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

我国体育人均消费和体育人口占比均有了显著增长，但绝对水平仍显著低于发达国家，还具有较大发展空间。2014 年我国人均体育年消费达 926 元，较 2013 年增长 43.6%，而 2013 年增速仅为 8.8%，显示出随着居民收入水平的提高和消费习惯的改变，对“健康”的需求上升，从而使得体育相关消费快速增加。

但相比于发达国家，中国人均体育消费额仅为美国的六分之一，法国的三分之一，日本的二分之一，还具有较大发展空间。从体育人口占比情况来看，2009 年中国体育人口比例仅为 26%，同期欧盟该比例为 61%，德国为 67%，英国为 68%，而 2014 年中国体育人口比例上升至 33.9%，同期欧盟该比例为 58%，德国为 71%，英国为 65%。尽管中国体育人口比例仍远低于欧洲水平，但五年时间内中国体育人口比例大幅增加 14 个百分点，表明中国居民的体育参与度越来越高。

图 14：中美体育产业结构对比



资料来源：易观咨询，信达证券研发中心

相比美国体育服务业占到一半以上的成熟的市场结构，我国的体育服务业这一主体产业占比尚不到两成，而作为相关产业的体育用品业却占到了八成左右，产业结构相较而言失衡严重。造成这一现象的原因大体有二：第一，前期体育产业市场化程度不够；第二，举国体制、政府主导下的体育发展不成熟。同时，上述两个原因也造成了产业整体变现能力差、产值较低。

足球产业：待开发的金矿

根据德勤出具的报告，世界足球产业年生产总值达 5000 亿美元，占整个体育行业总产值的约 40%，被誉为“世界第 17 大经济体”。全球的球迷数量大约在 16 亿人，而中国球迷数量约为 3 亿人，可以说足球在国内是有着庞大的群众需求的。我国近年来体育产业增加值占 GDP 比重持续上升，但是总体比例和国外成熟市场相比依然偏低，因此还有很大的发展空间。

从产业链角度，可以将足球产业的群体分为主管单位（足协）、俱乐部（球员、教练、投资方）、赛事联盟、转播方、赞助商、观众、衍生品、足彩供应商 8 大部分。

1、足协：第三方监管服务机构。一般来说，足协作为足球联赛的主管单位，负责制定比赛规则、贯彻联合会的章程、代表大会决议、通过组织各级（业余、非业余、职业）比赛及其他手段发展协会会员、官员和运动员之间的友好往来等，一般应属于独立于联赛运营的第三方公众机构。

2、俱乐部：联赛运营主体。俱乐部核心主体是球员、教练及投资方，一般来说，明星球员与教练的薪酬构建了俱乐部运营的主要成本。例如中超球员的薪资从 2011 年之后开始急速提升，3 年的涨幅都在 20% 以上，2013 年更是有 43% 的增长。国脚年薪平均在 300 万元左右（不考虑赢球奖金）。而 2013 年恒大支付球员薪资近 4 亿元，其中工资占 49%；中超和足协杯奖金为 19%；亚冠赢球奖占 32%。教练员的薪资则较 2012 年增加了 7500 万元。

3、赛事联盟：利益最大化的开发主体。而各俱乐部为了增强赛事的影响力、持续性及规模效应，往往通过成立体育赛事联盟的形式，形成收益共享的共赢模式。例如中超商务股份公司与英超联盟，都属于典型的足球联赛联盟。可以看出，俱乐部是联盟的基础单位，独立获取自身的主场门票收入；联盟则获取包括转播权打包销售、商务赞助及衍生品开发整体的收益，并在各俱乐部之间按照股权比例及排名进行分配。

4、转播方：转播方包括传统电视台渠道与新媒体（如视频网站、互联网电视等）。更高的曝光度意味着更高的商业价值，因此除了现场观众外，通过电视直播或新媒体突破地理位置的限制，向全球传播极为重要。具备较高溢价能力的品牌联赛（如欧洲五大联赛）和足联世界杯可凭借转播权营收渠道巨额的收益。而转播方则可获取更多的流量及广告收益。

5、赞助商：高吸引力的强大观赏性的体育赛事意味着巨大的曝光机会，这使得众多商家对体育赛事争相追捧。一般来说，赞助商包括冠名赞助商、官方合作伙伴、官方供应商等不同层次，也对应不同的赞助门槛。例如运动品牌阿迪达斯，自 1970 年

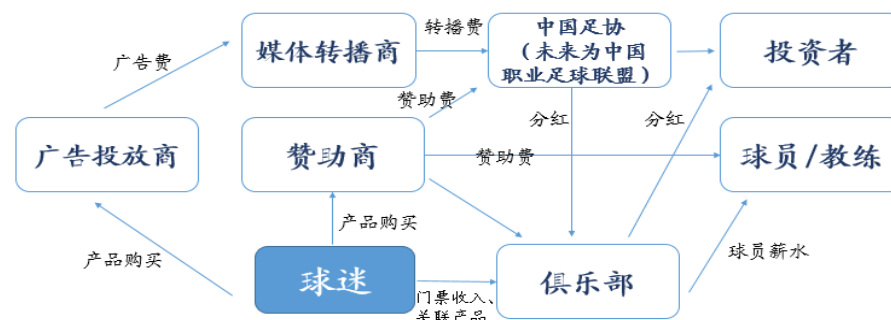
以来就一直是国际足联的赞助商。巨大投入的背后，是阿迪达斯在足球运动相关业务上的惊人营收规模。根据德国科隆的体育营销顾问彼得·奥尔曼测算，阿迪达斯 2013 年的足球业务收入为 24 亿美元，2014 年第一财季足球业务收入更是增长了 27%。阿迪达斯 CEO 赫尔伯特·海纳（Herbert Hainer）预计，2014 年集团足球业务收入将达到 20 亿欧元（约合 27 亿美元）。

6、观众：对应不同的传播渠道，观众可分为现场观众、转播收看观众，是体育产业做大做强的重要用户主体。

7、衍生品开发与授权：围绕着球星的肖像权收入，衍生品，以及球星的球衣，以及授权品牌经营克打造丰厚的营收回报。而能否获得这部分收入的关键之处在于能否有值得推广以及在球迷中具有巨大偶像号召力的球星。

8、博彩公司：足彩有胜负彩、进球彩、半全场、单场等花样繁多的种类，具有可预测性、观赏性，中奖率也高于其他彩票玩法。对盘口、赔率的技术分析与球队信息搜集是重要的中奖手段。在世界范围内，足彩由合法注册的博彩公司或者政府博彩机构进行足球彩票的销售。在国际上博彩公司往往也是俱乐部的重要赞助商。

图 15：中国足球产业链各方关系图



资料来源：信达证券研发中心

根据上述产业链群体划分可以看出，球迷是最终消费端，球迷对足球赛事的直接支出和间接支出流向了俱乐部、赞助商、电视转播商和广告商，最终创造了联盟和俱乐部的收入来源。

首先，球迷进入球场观看比赛直接为俱乐部创造了门票收入，而俱乐部也会开发相关的周边产品（如球衣）向球迷出售，拓宽了直接收入的来源。其次，赞助商通过赞助联盟、俱乐部或者球员的方式进行品牌产品推广，而球迷对赞助商产品的购买将支持赞助行为。电视转播商向联盟购买联赛的转播权，转而以收费电视的方式向观众收取费用。除收费节目的方式外，电视转播商还可以通过出售比赛时段广告的方式回收转播费，而广告投放商也可以从广告带来的收入增长中回收广告成本。

中超联赛：借鉴英超，管办分离

目前中国的足球联赛系统有中国足球协会超级联赛（中超）、中国足球协会甲级联赛（中甲）、中国足球协会乙级联赛（中乙）和中国足球协会业余联赛四级。中超是中国大陆地区最高级别的职业足球联赛（中国港澳台有各自的联赛），其前身为中国足球甲 A 联赛。

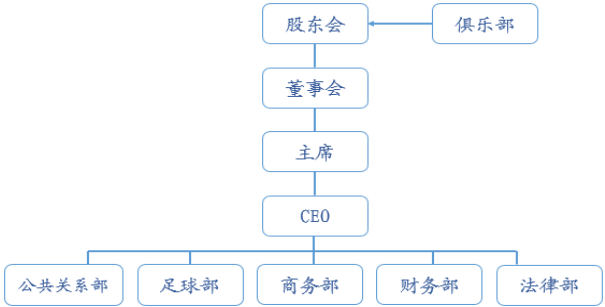
表 2：中国足球联赛体系

级别	联赛	专业或业余	升降级制度	参赛队伍
1	中超联赛	专业	升二降二	16 支
2	中甲联赛	专业	升二降二	16 支
3	中乙联赛	业余	不设升降级制度	南区 10 支，北区 10 支，共 20 支
4	足协业余联赛（原中丙）	业余	与中乙独立，不设升降级	16 支

资料来源：信达证券研究开发中心

在英国，类似于中国足协的机构是“英格兰足球总会”。和中国足协不同，英格兰足球总会的主要工作是负责足球推广、总杯开发和国家队管理，无权过问职业联赛。英超足球联赛已基本从足球协会中独立出来，负责经营管理联赛的是各个俱乐部共同组建的联盟公司。联盟公司独立于足球协会，具有对联赛的商务资源进行开发、赞助谈判、出售转播权的权利。联盟公司的股份为联赛成员的各个俱乐部持有，20 个俱乐部各持有英超联盟公司 5% 的股权，每个赛季结束时降级俱乐部将股权转让给升级的俱乐部，从而维持原有的股权结构。

图 16：英超联盟公司组织结构



资料来源：信达证券研发中心

联盟公司的经营决策则由各个俱乐部的代表共同决定，涉及重大商务合作事宜或是规则修订的提议则需要大部分俱乐部代表的同意才能通过。由此可见俱乐部是联盟公司的所有者和管理者，在联赛的经营管理上有很大的自主权。足协作为行政机构对联盟公司有一定的影响力，但不会对其经营有过多的干预。如英格兰足协是英超联盟公司的特别股东，对英超联盟极为重

要的人事问题拥有一票否决权（如英超委员会的主席或 CEO 的任免）。

表 3：原中超联赛与英超联赛组织方对比

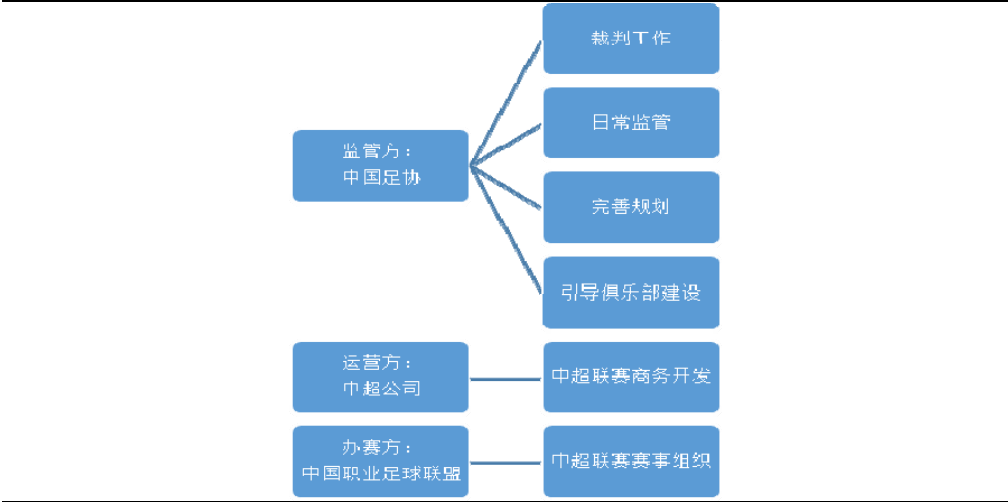
比较内容	组织性质	决策机构	利益分配	赛事产权
英超联赛	垄断性企业，经营权与所有权分离	联盟委员会	按照股权比例分配	产权清晰，责任明确
中超联赛	政企合一	中国足协	足协占相当大比重	产权混乱，责任划分不清

资料来源：信达证券研发中心

中超联赛在早年由中超联赛委员会负责举办，而这一委员会由中国足协设立。**改革之后，中超联赛的组织机制将向英超靠拢。**2016 年 2 月，足协相关负责人表示或将在 12 月之前成立“中国职业足球联盟”负责中超、中甲、中乙三级联赛的举办，而原先的职业联赛理事会将不再负责办赛。新的联盟地位将实现与中国足协平行，从而中国足球将终于实现管办分离。

改革后，中超的运营机制将形成三足鼎立的状态，即**中国职业足球联盟负责办赛、中超公司负责赛事具体运营及商务开发、中国足协负责监管**。**中超公司**由中国足协和中超俱乐部共同控股，其中足协持股 36%，16 支中超俱乐部各占 4%（合计 64%），中国足协对中超公司有控股权。

图 17：未来中超联赛将实现管办分离



资料来源：信达证券研发中心

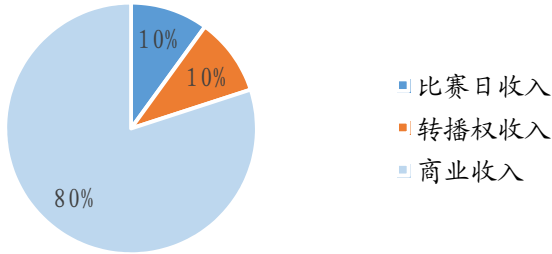
俱乐部经营：入不敷出，收入主要靠商业

目前，中超绝大部分球队仍采用私人所有（即资本投入）模式，投资人基本来自于中国国内，且形成国企和民营企业赞助俱乐部几乎对半开的局面。资本投入使得中超球队近年重金求得外援的案例高发，俨然形成“军备竞赛”的态势——根据德国

网站《转会市场》的数据，2016 赛季中超冬季转会窗口中，16 个中超俱乐部总投入超过三亿欧元，超越英超成为冬窗最烧的联赛。

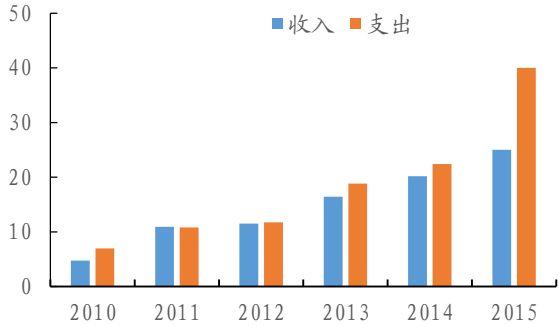
但是，国内职业足球俱乐部尚不具备盈利能力，几乎所有俱乐部都是靠投资人的持续投入，亏本经营。中超联赛在收入规模、盈利状况、收支结构上都和国外联赛存在较大差距。对于收入规模，中超俱乐部在总收入上与国外联赛几乎不处于同一数量级。直至 2015 年，中超俱乐部总收入达到 25 亿元，而早在 2013 年，西甲联赛收入已经达到 140 亿元，德甲、英超联赛收入规模则超过 200 亿元，日本 J 联赛收入规模也超过 10 亿元。

图 18：中超联赛俱乐部总体收入结构（2013 年）



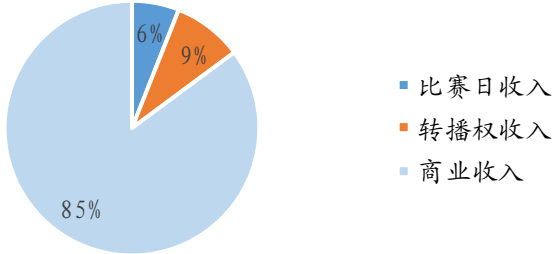
资料来源：《中超商业价值报告》，信达证券研发中心

图 20：中超俱乐部 2010~2015 总收支状况（单位：亿元）



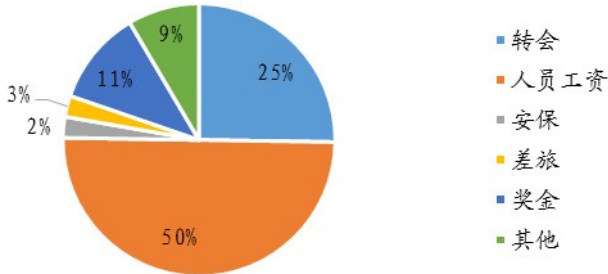
资料来源：《2015 年中超联赛商业价值报告》，信达证券研发中心

图 19：中超联赛俱乐部总体收入结构（2014 年）



资料来源：《中超商业价值报告》，信达证券研发中心

图 21：2015 年中超俱乐部支出结构（单位：亿元）



资料来源：维宁体育，信达证券研发中心

从收入结构来看，中国体育赛事收入通常则以商业赞助为主，转播权收入比例非常低，例如 2013 和 2014 年，中超版权收入占比仅分别为 9.73% 和 8.86%。转播费用低下原因有二：第一，中超联赛本身不如五大联赛精彩；第二，2016-2020

转播权周期前，中超所面临的转播市场并没有足够的竞争。2012 年，央视通过与中超公司成立子公司，免费获得了中超在央视的转播权，于是这一块按常理能成为中超转播费中流砥柱的收入化为乌有；2015 年，7000 万的转播权收入主要来自于络渠道，电视方面依然没有大幅进展。

从收支对比情况来看，中超俱乐部已经多年来入不敷出。2013 年中超俱乐部整体亏损达 2.64 亿元，2014 年亏损 2.2 亿元 2015 年，尽管收入爆发性地到达新高点，但由于不合理的收支结构，整体亏损达到 15 亿元，亏损量已经达到收入的 60%

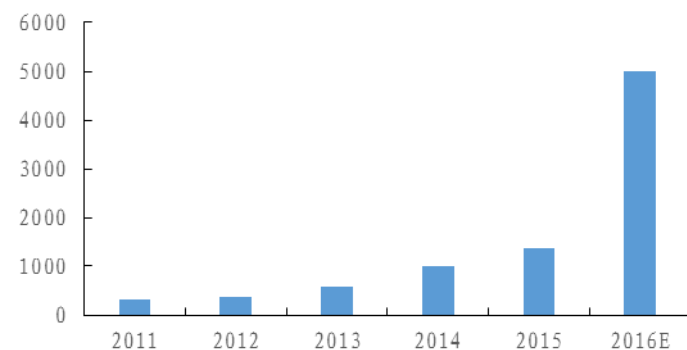
2015 年中超俱乐部的支出结构也引人注目。中超俱乐部人员工资和转会费用加总而来的人力成本已经到达了 75%，高过了足联所划定的 70%红线。考虑到中超目前还处于市场化转型期，收入尚未进入高速增长阶段，如此支出大多来自于资方的力投入。按此逻辑，一方面，资方实力雄厚的俱乐部将能在这场抢夺球员与教练的军备竞赛中越走越快、越战越强，而资稍弱的球队处境则会更艰难，中超联赛俱乐部两极分化严重。

中超目前仍然处于烧钱求发展的阶段，入不敷出、收入结构失衡，但新转播周期的高版权费用可能给形势带来转机。中超逐渐向英超这样的成熟赛事的收入结构转型，高转播权收入将使得联赛俱乐部之间的收入差距有一定程度的缩小。

80 亿转播收入及新资本介入有望改变现状

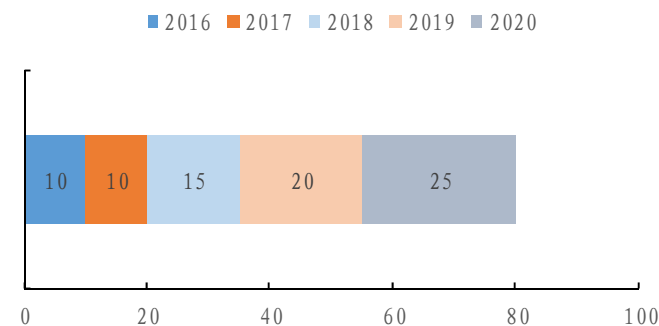
目前，中超俱乐部仍然高度依赖商业收入。不过，体奥动力以 80 亿获得中超联赛 2016-2020 年全媒体版权的消息，可视为原有收入结构的一次巨大冲击，转播权收入所占的比例可能大幅上升。根据协议，体奥动力将在 2016 和 2017 年分别支付版权费用 10 亿，而之后的三年的转播权每年价值 20 亿。版权收入剧增将带来俱乐部分红大幅提振，甚至有可能是目前的 4 倍。

图 22：中超俱乐部往年转播分红情况（单位：万元）



资料来源：维宁体育，信达证券研发中心

图 23：中超未来 5 年版权费用分配（单位：亿元）



资料来源：维宁体育，信达证券研发中心

以中超俱乐部中体量最大的广州恒大淘宝为例，2015 年年报数据显示俱乐部年收入在 3.5 亿元左右，转播收入占比不到 10%

且这还是恒大去年亚冠取得佳绩加成的业绩。2016 年后，如果俱乐部转播权分红大幅增长，转播收入占比可能达到 20%，收入结构改善。对于规模较小的俱乐部而言，改善幅度将会更大。

2016 年是新转播周期的第一年，中超俱乐部获得分红后在 2017 年将有机会发力提升水平，例如球员购买等。故而 2017 赛季将有可能有更多关注度，从而各界投入有更高收益。

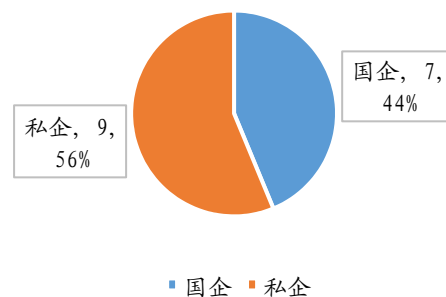
表 4: 2015 赛季中超俱乐部情况统计

俱乐部	俱乐部拥有者	球员平均年龄	球队市场价值(万欧元)	2015 赛季排名
广州恒大	恒大地产、阿里巴巴	26.6	4030	1
山东鲁能	鲁能集团	26.1	2460	3
上海申花	绿地集团	27.4	1958	6
上海上港	上港集团	25.4	1743	2
北京国安	中信国安	28	1168	4
天津泰达	泰达控股	27.5	1080	13
江苏舜天 (2016 赛季改为江苏苏宁)	国信集团 (2016 赛季改为苏宁集团)	26.4	1068	9
石家庄永昌	永昌地产	27.7	1035	7
长春亚泰	亚泰集团	26.4	808	10
贵州人和 (2016 赛季已降级至中甲)	人和商业控股	25.7	755	15
广州富力	富力地产	26.1	705	14
河南建业	建业住宅集团	25.7	683	5
重庆力帆	力帆集团	28.6	650	8
辽宁宏远	宏远集团	27.7	605	12
杭州绿城	绿城集团	25.4	490	11
上海申鑫 (2016 赛季已降级至中甲)	上海衡源	25.2	390	16
河北华夏 (2016 赛季升入中超)	华夏幸福	28.3	1950	N/A
延边富德 (2016 赛季升入中超)	富德集团	25.5	480	N/A

资料来源：转会市场，维宁体育，公开资料，信达证券研发中心

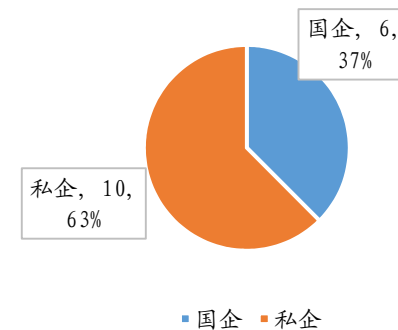
2015 年至 2016 年间，国企背景的俱乐部减少一家江苏苏宁至 6 家，而经历降级和升级的 4 支球队均为民企背景。表格中 18 支球队的投资企业大部分为房地产商。中超市场化进程中，俱乐部总支出连年增加，主要靠资方投入。国企背景俱乐部资金雄厚，2015 年国企背景的队伍在球队市场价值排名中占据了前八席中的六席，而相对市值最小的长春亚泰也在榜单中游。民企背景则以广州恒大淘宝背后的恒大集团与阿里巴巴集团为代表，广州恒大淘宝队每年重金挖来的强力明星外援保证球队稳坐中超联赛的头把交椅。同时，2016 年，苏宁集团的进入也大大增强了江苏苏宁队的经济实力，到目前 27 轮止，江苏苏宁队已经蹿升至联赛第二，而上赛季球队仅获第九名。

图 24：2015 中超俱乐部控制人背景



资料来源：信达证券研发中心

图 25：2016 中超俱乐部控制人背景



资料来源：信达证券研发中心

事实上，接近半数的中超球队与上市公司相关。上市公司实力较强，以下表格中提到的球队几乎都有较好表现。

表 5：中超球队相关上市公司

上市公司	相关俱乐部	简介
亚泰集团（600881）	长春亚泰	亚泰集团以地产、水泥、证券为主业，注资创建长春亚泰俱乐部。
中信国安（000839）、乐视网（300104）	北京国安乐视	1997 年，经北京市政府和中国中信集团批准，北京国安变更为直属中信国安集团管理。2016 年，乐视以 1 亿元人民币冠名北京国安，队名更改为北京国安乐视。
绿地控股（600606）	上海绿地申花	2014 年，绿地集团正式接手申花，同年二月更球队名为“上海绿地足球俱乐部”
泰达股份（000652）	天津泰达权健	母公司出资管理天津泰达俱乐部。
江苏舜天（600287）、苏宁云商（002024）	江苏苏宁（江苏舜天）	江苏国信舜天俱乐部由江苏舜天国际集团和江苏省体育局共同设立，2015 年 12 月，俱乐部被苏宁集团接管，并更名为江苏苏宁足球俱乐部。
上港集团（600018）	上海上港	2014 年 10 月，上港集团全资收购东亚足球俱乐部；同年 11 月，俱乐部正式更名为“上海上港集团足球俱乐部”。
力帆股份（601777）	重庆力帆	2000 年，力帆集团收购了重庆前卫寰岛红岩足球俱乐部，并重新组建了重庆力帆足球俱乐部。

资料来源：鼓掌财经，信达证券研发中心

政策利好频出，提高竞技水平是关键

足球利好政策频出，资本大鳄频频出手

自 2011 年以来，国家已经推出 8 项相关政策，重点鼓励发展足球。8 项政策当中，《中国足球改革发展总体方案》与《中国足球中长期发展规划（2016 至 2050 年）》尤其值得关注。《中国足球改革发展总体方案》提到：足协要与体育总局脱钩；国

足要加大投入，新建 2 个训练基地；要建立职业联赛理事会（特指中超）；要研究发行中国联赛足球彩票；球队名称力求非企业化，打造百年球队；球员身价要合理，防止无序竞争；校园足球进入教学内容，增加学时。《中国足球中长期发展规划（2016 至 2050 年）》则从短期、中期、长期三个维度，提出了对中国足球的期许。

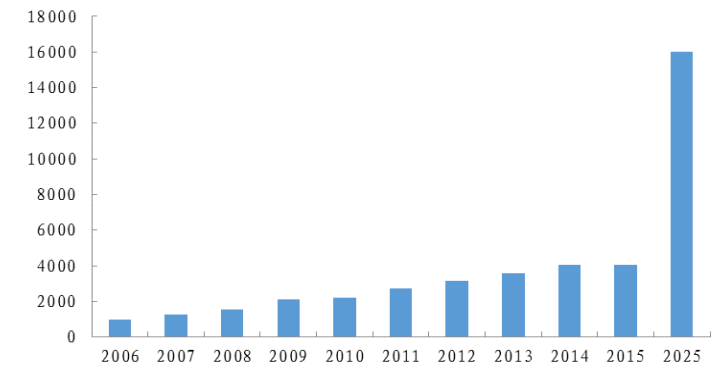
表 6：近年足球相关政策

时间	政策文件	主要内容
2011.4	《体育产业“十二五”规划》	进一步完善体育产业扶持政策，建立体育产业扶持政策体系；继续保持体育产业快速发展，增加值以平均每年 15% 以上的速度增长，到“十二五”末期，体育产业增加值超过 4000 亿，占国内生产总值的比重超过 0.7%，从业人员超过 400 万。优化体育产业结构，培养骨干体育企业，推动区域产业基地建设，盘活场馆资源，做好体育彩票管理工作等。
2012.2	《中国足球职业联赛管办分离改革方案》（试行）	中国足协设立“职业联赛理事会”，由理事会负责办赛，实现管办分离改革。不再设立中超、中甲联赛委员会。建立国家体育总局、中国足协、职业联赛理事会、中超公司分级管理层次。做大做强中超公司，整体提升职业联赛品牌价值。
2014.10	《国务院关于加快发展体育产业、促进体育消费的若干意见》	到 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿，人均体育场地面积达到 2 平方米，经常参加体育锻炼的人数达到 5 亿，大力推广校园足球、社会足球。政社分开、政企分开、管办分离，推进职业体育改革，创新场馆运营；鼓励社会资本参与，做强做精体育企业；优化产业布局，改善产业结构；完善体育设施，发展休闲项目和体育赛事。
2014.12	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》	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取消。完善赛事事后监管措施，加强体育赛事服务，切实防范办赛风险。
2015.3	《中国足球改革发展总体方案》	调整改革足协，提出足协和体育总局脱钩；完善俱乐部建设和运营模式，稳定发展、优化股权结构；改进竞赛体系和联赛体制；推进校园足球，社会足球；改进足球专业人才培养发展方式；推进国家足球队改革发展；加强足球场地建设管理；完善投入机制。
2015.8	《中国足球协会调整改革方案》	中国足协与体育总局正式脱钩，政社分开，体育总局不再参与足球业务工作；完善中国足协治理制度建设，优化健全管理机制，改进会员结构、执委会结构，健全专项委员会。
2016.4	《中国足球中长期发展规划（2016-2050 年）》	科学搭建中国特色足球管理体制；培养人才队伍，加强校园足球建设；到 2020 年全国特色足球学校达到 2 万所，全国足球场地数量超过 7 万块；2030 年职业联赛组织和竞赛水平达到亚洲一流；2050 年成为足球一流强国。
2016.8	《竞技体育“十三五”规划》	以足球改革为龙头，提升三大球发展水平；加快研究制定青少年运动员选材标准和教练队伍建设；落实《规划》，男足、女足参加世界杯、亚洲杯、奥运会等重大国际赛事有好的表现；全面深化中国足球协会改革，鼓励足球等体育项目走职业化道路。

资料来源：国家体育总局，中国足协，信达证券研发中心

同时，根据《国务院关于加快发展体育产业、促进体育消费的若干意见》的规划，到 2025 年，我国体育产业总规模要超过 5 万亿。按照足球一般占全部体育项目产值 40% 的比例计算，到 2025 年，足球所贡献的产值将达到 2 万亿。

图 26: 中国体育产业增加值



资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

近年来, 足球领域的收购案也是一个接一个, 国内资本大鳄频繁出手国际顶级俱乐部, 纷纷布局足球产业。

- 1、2014 年阿里巴巴 12 亿入股恒大俱乐部, 持有恒大 50% 股份。2015 年 11 月 6 日俱乐部在新三板挂牌, 为亚洲足球第一股。广州恒大亚洲俱乐部目前估值为 194.4 亿元人民币, 恒大淘宝的上财年收入为 3.81 亿元人民币, 净利润亏损高达 9.53 亿元, 三年累计亏损金额高达 20.12 亿元;
- 2、2014 年 7 月, 合力万盛花费 800 万欧元, 全资收购荷甲海牙俱乐部;
- 3、2015 年 1 月, 万达出资 4500 万欧元, 获得西甲马德里竞技俱乐部 20% 的股份;
- 4、2015 年 7 月, 中国公司莱德斯出手 700 万欧元, 成为法乙俱乐部索肖的唯一股东;
- 5、2015 年 9 月, 华信能源以近 1000 万欧元, 拿下捷克俱乐部布拉格斯拉维亚 60% 的股份;
- 6、2015 年 11 月, 互动娱乐以 1700 万欧元, 占得西甲西班牙人俱乐部 56% 股份;
- 7、2015 年 12 月, 华人文化付出 4 亿美元, 得到英超曼城俱乐部 13% 股份;
- 8、2016 年 5 月, 睿康集团出资 6000 万英镑, 收获英冠阿斯顿维拉俱乐部的所有股份;
- 9、2016 年 6 月, 当代明诚足球俱乐部管理公司以 3700 万欧元买下西甲格拉纳达俱乐部的全部股份;
- 10、2016 年 6 月, 苏宁旗下苏宁体育产业集团以约 2.7 亿欧元获得国际米兰俱乐部约 70% 的股份;
- 11、2016 年 7 月, 复星集团以 4500 万英镑, 全资收购英冠狼队的所有股份;

12、2016 年 8 月，上海云毅国凯体育发展有限公司成为英超西布罗姆维奇控股方，收购金额并未透露；

13、2016 年 8 月，中欧体育投资管理长兴有限公司收购意大利 AC 米兰俱乐部 99.93%股权，收购价格为 5.2 亿欧元，另需承担约 2.2 亿欧元的负债。

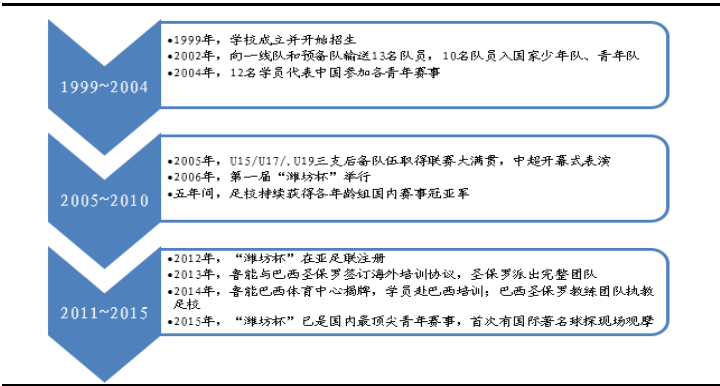
足球培训或成为重点

足球产业的发展核心动力是建立良好的机制促进提高我国的足球竞技水平，使比赛更好看，球迷更稳固。《中国足球中长期发展规划》中就写明，培养人才队伍、加强校园足球建设是重点。

重视青训，不仅是为俱乐部培养未来球星，更是让足球联赛保持持续的生命力，而不必一直依靠引进外援保证球赛的精彩程度。截至 2014 年，根据 CIES 统计，欧洲五大联赛的青训球员对所有球员的比例已经达到了 17.2%。以青训系统发达的德国为例，目前为止，德国足协在全国范围内建立了 390 个足球训练基地，集中了 2.2 万名从 11 岁至 17 岁的男女球员，1200 多名青年教练。根据德国足协官方资料显示，在德国将有近 180 万的年轻球员为全国 27000 家俱乐部效力，每 30 万个孩子之中，会有 1 万人脱颖而出。

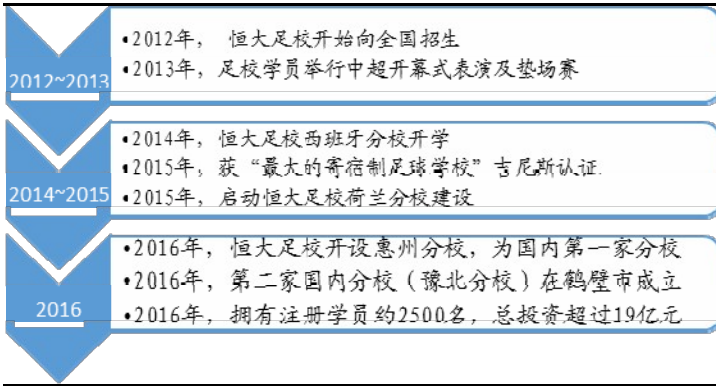
反观国内，到 2016 年，49 家中超、中甲及中乙俱乐部中仅有 20%拥有独立梯队，31%的俱乐部未建立梯队，符合 4 级标准梯队的俱乐部仅有恒大、鲁能、绿城、上港、富力等少数几家。目前，国内俱乐部在青训上的投入普遍不足，中超仅 9%的俱乐部青训的年投入量超过 1000 万，69%的俱乐部青训年投入达不到准入标准的 400 万元，而德国足协对青训体系每年投入上亿欧元。此外，国内青训竞赛体系并不完善，锻炼机会不足，中国球员与国外球员在比赛能力上存在明显差距。国内一般全年比赛在 20~30 场，且比赛质量参差不齐，一半为当地足协组织的包括预备队赛的赛事，其余的则是精英赛、U 系列比赛等，而德国青年球队一年比赛一般在 50 场以上，且比赛质量普遍较高。可见，中国足球产业在青训方面仍然潜力巨大。

图 27：鲁能足校发展概览



资料来源：鲁能足校官网大事记，信达证券研发中心

图 28：恒大足校发展概览



资料来源：恒大足球学校，信达证券研发中心

目前，国内主要有两所足球学校表现相对突出——鲁能足球和恒大足球。鲁能足校是中国青训系统中的常青树，而恒大足校作为后起之秀势头强劲。两所学校都和海外强队建立了合作关系，皇马和巴西圣保罗均向两所足校派出了教练组，两所足校均会选派优秀学员赴海外留学，学员均会参加西班牙或巴西当地球赛。高水平教练组和更完善的竞赛体系（例如鲁能在巴西一年可有 100 场比赛）都将使得球员有极大提升，几年后的中超联赛可拭目以待。

鲁能足校建校时间长，已经为各级别国家足球队培养 138 名队员，为中超、中甲、中乙各俱乐部也贡献了 156 名球员，是国内向各级别国家足球队和职业足球俱乐部输送队员最多的学校。同时，鲁能足校更期待于产业化经营自行产生利润，建立以各级后备梯队和俱乐部一线队球员经营和学校品牌经营为重点的经营模式，从而减少学校在学费上的依赖，尽力降低学费。

恒大足校建校时间不长，但在短时间内集中了巨额的投资，目前总投入已超 18 亿元。在青训体系建设上，恒大淘宝的投入已接近于日本职业俱乐部水平，占比约在 5% 以上。恒大足校比鲁能足校更加重视文化教育，文化与足球培养并举，覆盖小学、初中、高中全部 12 年基础教育。文化教育由人大附中负责。高质量的基础教育将改变以往中国球员文化水平低下、意识层次不够的刻板印象，高文化球员不仅社会生存能力提高，在球队中的合作表现也将有优化。

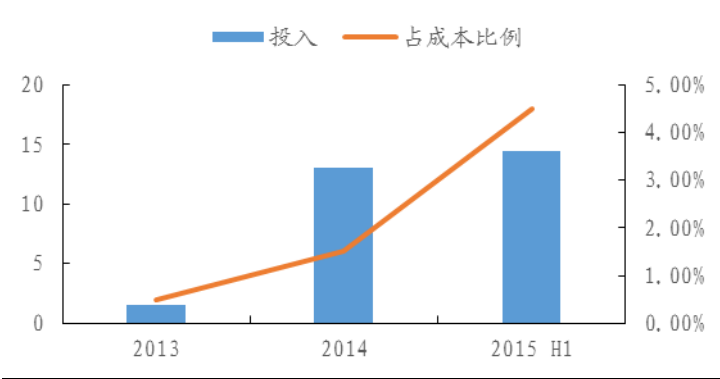
2015 年，恒大足校球员资产已注入俱乐部，足校毕业生未来将成为俱乐部球员供给的重要来源，足校也将与俱乐部 U11、U13、U15、U17、U19 五级梯队形成有效对接。同时，俱乐部也可从出售或出租球员中获益。

表 7：鲁能足校与恒大足校对比

学校名称	建校时长（年）	在校人数	招生规模	收费标准	海外训练
鲁能足校	17	309	80~120	22,000（鲁能青训精英队员免费培养）	鲁能巴西体育中心，对接圣保罗俱乐部
恒大足校	4	2800	800	50,000	恒大足校西班牙分校，对接皇马俱乐部

资料来源：鲁能足校、恒大足校、信达证券研发中心

图 29：广州恒大青训体系投入（单位：百万元）



资料来源：《恒大淘宝股票发行方案》，信达证券研发中心

球队表现与其市场价值有明显正相关关系

根据德勤咨询研究报告的测算，英超联赛 2013/14 赛季与 2014/15 赛季球队市场价值（主要体现为球员价值）与场上表现的 Spearman 秩相关系数分别为 0.67 和 0.74，说明球队市场价值与其场上表现具有较强相关性。换句话说，比赛成绩越好的球队，其赚钱效应越强，市场价值越高。

为研究国内中超联赛是否存在类似规律，我们按照相同的方法对国内球队进行了测算。即为探究球队市场价值（主要体现为球员价值）与场上表现的关系，我们计算出的两个因素的 Spearman 秩相关系数为 0.71，即球队市场价值与场上表现之间具有较高相关性。

表 8：球队市场价值与场上表现的 Spearman 相关系数计算

球队名	市场价值	2015 赛季排名	市场价值秩次	赛季排名秩次	秩次差 (di)
广州恒大	4030	1	16	1	15
山东鲁能	2460	3	15	3	12
上海申花	1958	6	14	6	8
上海上港	1743	2	13	2	11
北京国安	1168	4	12	4	8
天津泰达	1080	13	11	13	-2
江苏舜天	1068	9	10	9	1
石家庄永昌	1035	7	9	7	2
长春亚泰	808	10	8	10	-2
贵州人和	755	15	7	15	-8
广州富力	705	14	6	14	-8
河南建业	683	5	5	5	0
重庆力帆	650	8	4	8	-4
辽宁宏远	605	12	3	12	-9
杭州绿城	490	11	2	11	-9
上海申鑫	390	16	1	16	-15

资料来源：转会市场，维宁体育，信达证券研发中心

- （1）我们首先建立原假设 H_0 ：球队市场价值的排名与场上最终名次不相关；
- （2）数据源取上方表格，转换为秩次；

$$r'_{xy} = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

(3) 计算 Spearman 相关系数，运用公式 $r'_{xy} = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{n(n^2 - 1)}$ ，其中 d_i 为秩次差，此例中 $n=16$ 。计算结果为-0.70882，取正为 0.71；

(4) 查阅相关系数显著性检验表，查得在 $n=16$ 时，0.05 显著性的临界值为 0.429，则 $0.71 > 0.429$ ，拒绝原假设 H_0 。

投资策略：足球布局正当时，关注有顶尖球队资源和梯队化管理的标的

从机制改革角度，中超即将管办分离，形成运营方、监管方、组织方三足鼎立的局面；从政策角度，自 2011 年以来，国家已经推出 8 项相关政策，重点鼓励发展足球。在机制完善、政策利好下，辅以资本市场巨大的投资热情及中资在顶尖联赛的大量斥资，中国足球必将迎来跨越式的发展。

如前文所述，足球投资价值与其比赛成绩有明显正相关关系。在国内目前的足球产业背景下，如何快速提高足球竞技水平，我们认为，主要有两种路径：**(1) 外部带动**，积极学习欧洲先进的管理模式、战术技术，引进优秀球员、教练，提高中超联赛整体水平；**(2) 内生培养**，借鉴欧洲青训经验，建设自己的足球梯队化序列，系统地、持续性地培养足球人才，提高竞技水平。据此，我们建议关注有国际顶尖球队资源和已经布局梯队化管理的投资标的。此外，主营体育场馆建设和升级改造的标的也可关注。

拥有顶尖球队资源，建议关注棕榈股份（002431）、永大集团（002622）、当代明诚（600136）

1、棕榈股份（002431）：参与收购英超球队西布罗姆维奇，中国资本首次入主英超

棕榈股份（002431）是一家以风景园林景观设计和营建为主业，具有原建设部颁发的城市园林绿化一级资质和住建部颁发的风景园林工程设计专项甲级资质的综合性园林企业。2016 年 8 月 5 日，西布罗姆维奇足球俱乐部在其官方网站上宣布，棕榈将全资收购西布罗姆维奇控股有限公司（即西布罗姆维奇足球俱乐部）。俱乐部持有其母公司 West Bromwich Albion Holdings Limited 约 88% 的股权，故而棕榈也间接控制了俱乐部的母公司。收购协议于 6 月 24 日达成，棕榈并非直接持有俱乐部股份，而是通过设立的上海云郅体育产业基金与上海云毅、上海云劲共同投资了“云毅国凯（上海）体育发展有限公司”，其中上海云郅出资 3 亿元，占比 17.86%。这是中国 A 股上市公司首次控股英超球队。

西布罗姆维奇足球俱乐部成立至今有 138 年的历史，已经在英超联赛连续征战七个赛季，曾获得 5 次足总杯冠军、1 次联赛杯冠军，赛果稳定在联赛中游。该俱乐部是英超联赛中少有的无负债俱乐部，具有持续稳定投资价值。2014/15 赛季，西布罗

姆维奇的总收入为 9626.9 万英镑，净利润 529.3 万英镑，连续 6 个赛季实现净盈利。球队在青训体系、足球产业开发上拥有成熟的经验，可以为棕榈的生态城镇导入足球学校等产业内容，还可以注入英超这一顶级的主题 IP，进而将体育与文化、旅游、娱乐等产业有机结合，丰富生态城镇的产业内容。体育内容的导入，可以帮助棕榈股份关于“生态城镇”战略的落实，加快转型步伐。

根据棕榈股份的介绍，收购西布罗姆维奇后，公司一方面将英超现有相对成熟的青训体系（如足球学校）输入到生态城镇，另一方面则是优秀足球主题 IP 下的大体育产业机会。英超作为全球顶级联赛在中国拥有大量的球迷，以英超为主题 IP 的特色体育小镇将有以球迷为主的大量潜在客户，带动周边产业发展。棕榈股份体育小镇将包括基地体系、商业体系与教育培训体系 3 大体系，目前体育小镇的模块研究工作基本完成，将在未来项目落地过程中逐步实施与完善。

2、永大集团（002622）：参与收购意甲球队 AC 米兰，中资首次完全控制世界顶级俱乐部

永大集团（002622）传统业务主要从事永磁开关及高低压开关成套设备产品的研发、生产和销售。经过多年发展，公司已在北京、深圳等地设立多家全资子公司，并参股抚顺银行，成为抚顺银行第一大股东。目前，公司已经逐渐发展成为集科研开发、生产制造、系统集成于一体的跨电子、交通、电力、金融等行业于一体的现代化企业集团。公司即将更名“融钰集团股份有限公司”，证券简称变更为“融钰集团”。公司目前战略目标为构建综合性的金融控股平台。

2016 年 8 月 12 日，永大集团发布公告，称其全资子公司永大创新出资 3 亿与中欧体育合作参与投资的产业并购基金“中欧体育投资长兴合伙企业”与 Fininvest 签署协议，收购意大利 AC 米兰足球俱乐部 99.93% 股权。中欧体育投资长兴将向 Fininvest 支付转让款 5.2 亿欧元，并向俱乐部提供 1 亿贷款。永大公告显示，公司如后续顺利参与投资，将通过本次投资为公司带来品牌价值的大幅提升，有利于辅助公司实现战略目标，公司将通过产业基金的运作获得收益，改善公司原主业经营不善的状况。本次收购是中国资本首次控股世界顶级足球俱乐部。

AC 米兰创立于 1899 年，迄今共获得过 7 次欧冠冠军，18 次意甲联赛冠军，曾保持世界上夺洲际杯次数最多球队的记录。

3、当代明诚（600136）：收购欧洲经纪公司 MBS、拟收购南美经纪公司 Conecta，手握大量球员资源

当代明诚（600136）2015 年、2016 年经过连续资产重组后，剥离了原有业务，将主营业务变为影视和体育两大块。影视板块控股强视传媒，主营电视剧制作、发行；体育板块控股双刃剑（体育营销和版权贸易），西班牙、英国 MBS 公司（球员经纪），汉为体育（大众体育场馆运营），参股足球俱乐部管理公司。

当代明诚控制的是英国 MBS 和西班牙 MBS。MBS 在欧洲经营多年，与苏亚雷斯、伊涅斯塔、蒂亚戈等球星签有经纪合约，能够分享运动员转会收益权；同时代理了苏亚雷斯、鲁迪·费尔南德斯等大量足球及篮球明星的部分肖像权，能够进行球员商业综合开发；拥有塞尔吉·桑佩尔、李胜宇、布拉伊姆等有潜力的年轻球员的肖像权代理及体育事业独家代理权；与巴塞

罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等足球俱乐部建立了长期稳定的合作关系。收购 MBS 将对公司旗下其他业务产生积极的协同作用，实现 MBS 的长期可持续发展。

- “引进来”：（1）为中超联赛引进优质外援；（2）开发欧洲体育 IP 资源在中国的商业市场；（3）引入欧洲先进青训模式培养本土球员；（4）引进欧洲俱乐部先进的管理模式；（5）引进欧洲体育运动周边产品。
- “走出去”：（1）帮助中国年轻球员进入欧洲知名俱乐部；（2）帮助中国企业开拓欧洲体育营销市场。
- “转型扩张”：（1）涉足体育影视拍摄足球教学片；（2）打造全球化青训生态系统；（3）携手欧洲公司拓展体育传媒业务。

同时，当代明诚今年的非公开发行方案显示，公司将投入 8000 万元人民币用于取得南美经纪公司 Conecta 的 60% 股权。Conecta 公司是一家智利体育经纪公司，主要在南美地区开展业务，主营球员转会、以球员肖像权转让或许可为核心的体育经纪业务及咨询服务，拥有 Bravo 和 Vargas 等知名现役智利球星的肖像权，间接拥有智利 Santa Cruz 俱乐部的 143 名足球运动员在智利本土的联赛经纪权。Conecta 公司的业绩承诺为 2017~2019 的三年中，每年净利润不低于 150 万美元。目前，中超球队频繁寻求从南美引进外援，如本赛季身价排名前十中南美球员占据八席。打开南美经纪通道，将使得公司营收又获强大助力。

拥有球员梯队化布局，建议关注当代明诚（600136）

1、当代明诚（600136）：发起创办足球青训系统，国外与波佐家族结成联盟，国内共同投资设立郝海东体育

除了在球员经纪上积极布局，当代明诚亦致力于培养本土球员，通过发起创办足球青训系统、出资 800 万元与著名前国脚郝海东合作成立郝海东体育发展（上海）有限公司，形成球员梯队化布局。

今年 3 月 8 日，当代明诚发表公告称其全资子公司双刃剑将与 MBS、意大利波佐家族成立“desports 世界足球产业联盟”。

波佐家族拥有英超的沃特福德俱乐部、意甲的乌迪内斯俱乐部、西甲的格兰纳达俱乐部，主要业务为俱乐部管理和运营，在欧洲范围内有强大资源。该联盟提出“MORE 计划”，将围绕 Market innovation（市场革新）、Origin plan（“源”计划）、Red force（中国力量）和 Elite players（顶级球星）4 个部分进行信息交流和寻求业务合作。其中，“源”计划涉及青训，意在交流国际足球青训方面的先进经验，以期推动国内现有足球青训发展，从源头开始培养青少年和足球教练，这一方面的信息将由波佐家族提供。目前，该计划还没有具体执行方案，但与波佐家族的联盟保证了当代明诚青训体系的国际化，未来发展有潜力。

新成立的郝海东体育的主营业务为体育经纪及其周边业务包括组织体育（非职业）职能训练及培训、体育文化信息咨询（除经纪）；体育（或者足球）咨询及训练等。郝海东本人拥有丰富的足球资源，过去在国内外曾创办两所郝海东足球学校，执教过天津松江并用时三年成功率俱乐部冲上甲级。郝海东体育在足球训练方面的前景值得期待。

产业发展带动体育场馆升级需求，建议关注奥拓电子（002587）、雷曼股份（300162）

1、奥拓电子（002587）：利用原有技术、产品优势，布局体育产业

2016 年初，公司体育事业部正式成立，在设备租赁、场馆改造、体育营销及赛事运营等领域进行布局和拓展。

（1）设备租赁：为国内赛事提供专业设备租赁获取租金或者广告权益，公司已经为中国足协中国之队、中国大学生足球联赛、国际篮联（FIBA）亚锦赛、全国男子篮球联赛（NBL）等赛事提供比赛服务，总计 500 多场比赛。

（2）场馆改造：目前国内的体育场馆有较大提升空间，包括软硬件升级，声、光、视、讯四个方面拓展等。公司在照明、显示、信息发布等方面均有技术、产品优势，可作为智能化升级的总包集成。目前场馆改造项目尚无较好的模式，公司正在积极洽谈，筹划示范项目。

（3）体育营销：将设备租赁业务中置换来的广告权益销售出去。

（4）赛事运营：中长期规划，计划和国外机构合作开发一些有价值的赛事。

公司计划通过以上业务在体育市场打响知名度，建立圈子和人脉，后续遇到好的项目会涉足体育产业核心业务。

2、雷曼股份（300162）：坐拥中超、中甲资源，共享足球发展盛宴

公司作为国内优质 LED 产品服务商和顶尖体育资源运营商，坐拥中超、中甲等商务权益，并深入布局体育传媒、体育营销及球员经纪领域，有望享受 LED 市场以及体育产业增长的双重红利。10 月 19 日，公司公告成为 2017-2020 年中超联赛 LED 显示屏官方供应商征集项目（项目编号：2016-09-LED）的首选合作企业。

表 9：主要标的估值情况

代码	公司名称	股价	市值（亿）	EPS				PE				PB
				2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
002431	棕榈股份	10.58	146	(0.38)	0.15	0.20	0.25	-	71	54	42	3.5
002622	永大集团	13.03	109	0.22	0.33	0.39	0.46	61	40	33	28	9.5
600136	当代明诚	18.84	92	0.33	0.34	0.43	0.52	58	55	43	36	10.6
002587	奥拓电子	14.46	55	0.06	0.22	0.28	0.35	252	66	52	41	9.3
300162	雷曼股份	17.82	62	0.06	0.22	0.28	0.35	309	80	63	51	5.9

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：盈利预测引用 Wind 一致预期，股价为 2016-11-1 收盘价

风险因素

- 1、**宏观风险：**全球主要经济体经济增长下滑，海外投资风险增加等；
- 2、**行业风险：**中超竞技水平不达预期等；
- 3、**政策风险：**中国足协体制改革不达预期等。