

海南迎来破局良机，中国赛马重装启航

投资要点:

● 海南率先破局，中国赛马绽放光芒

2018年4月，国务院发布《支持海南全面深化改革开放的指导意见》，首次提及在海南开展赛马运动。我们认为，该项政策本质上在于对建设海南“国际旅游岛”的再次推进，对于海南进一步开放吸收娱乐产业提出了指导性意见。结合近十年有关海南赛马的政策文件以及相关案例，我们认为海南赛马具备天时地利人和的优势，有望建成我国第三个无疫区，吸引国际重大赛事来华举办；或将通过有奖竞猜而非彩票更非博彩的形式，在制度允许范围内探索赛马相关娱乐活动；必将开展“体育+旅游”主题度假区，吸引国内外的游客来海南体验赛马运动的魅力。

● 赛马运动辐射多项相关产业，多样化收入助力稳健成长

赛马运动产业链上游以马匹为中心，涉及马匹的拍卖交易、饲养、训练、参赛、马场建设、马匹文化衍生活动等多项内容；产业链下游以赛马赛事为核心，涉及赛事运营、媒体转播、主题旅游、马彩等衍生产业。而国际重大赛事通常以丰厚的奖金吸引众多马主参与，2016迪拜赛马世界杯仅为一天的赛程，总奖金额就高达3000万美金。此外，赛马运动早已摆脱单一的收入模式，赛马日更像是重大节庆日，诸多衍生活动为赛马增添全新的乐趣。

● 赛马运动发达的国家和地区通常制度完备，盈利渠道广泛

在美国，赛马运动被看做是休闲娱乐活动，通常全家一同参与，中央和各州重视扶持赛马产业，博彩收入并非主要盈利来源。在日本，赛马立法先行，中央和地方赛马会各司其职，国际多项GI赛事都选择在日本举办。在爱尔兰，赛马可谓是支柱型产业，尤其是纯种马的拍卖，被看做是爱尔兰赛马的重要收入渠道，赛马场的主要收入来源并非是博彩业务，而是门票和餐饮服务。在中国香港，马彩受民间监督，多项政策保证赛马结果的公平公正，赛马会积极承担慈善事业，每年会将部分收入投入至慈善事业中。

● 相关推荐标的:

罗牛山(000735): 公司全资子公司投资“海南国际赛马娱乐文化小镇”;

海南瑞泽(002596): 成立圣华旅游，进军赛马、马术运动；与新疆汗血马共同推广赛马文化。

● 风险提示: 政策不及预期，海南娱乐项目开展进度不及预期。

最近一年行业指数走势



联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

陈俊希

联系人

chenjunxi@ctsec.com

021-68592230

相关报告

1 《龙头强者恒强，国企引领增长——2017年报&2018一季报总结:休闲服务行业专题报告》 2018-05-07

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (05.14)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
002596	海南瑞泽	103.99	9.68	0.16	0.38	0.47	60.50	25.47	20.60	增持
000735	罗牛山	123.21	10.70	0.28	0.14	0.15	37.8	77.0	69.1	中性

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

内容目录

1、 不同于市场的观点	4
1.1 提及赛马不必首先想到马彩，海南赛马还有多种可能	4
1.2 无疫区并不能掣肘海南赛马	4
2、 赛马产业链：上游围绕马匹展开，下游以赛事为核心	5
2.1 赛马运动辐射多项相关产业	5
2.2 上游：以马匹为中心，收入日趋多样化	6
2.3 下游：赛事种类多样，高级赛事奖金丰厚	7
3、 他山之石：赛马制度完善，盈利渠道广泛	10
3.1 美国：赛马偏于休闲娱乐，马彩并非主要盈利来源	10
3.2 日本：配套制度完善，中央和地方赛马会各司其职	11
3.3 爱尔兰：赛马产业地位重要，赛马场门票和餐饮服务是主要收入来源	13
3.4 中国香港：多项措施保证公平公正，赛马会积极参与慈善事业	15
3.5 经验总结：制度设计是关键，重视衍生品消费	17
4、 中国赛马方兴未艾，海南将成破局关键	18
4.1 历史回顾：中国赛马仍处于探索阶段，立法先行刻不容缓	18
4.2 政策助力，海南赛马重装起航	19
4.3 无疫区并非中国赛马的阿喀琉斯之踵，海南有望取得突破	20
4.4 海南开马彩仍需时日，有奖竞猜、体育+旅游将成发展方向	21
5、 相关推荐标的	23
5.1 罗牛山 (000735)：拟建“海南国际赛马娱乐文化小镇”	23
5.2 海南瑞泽 (002596)：旗下公司入军赛马产业项目投资	23
6、 风险提示	24

图表目录

图 1：赛马产业链的上游以马匹为中心，下游以赛事为中心	5
图 2：全球优良种马数量逐年下降	6
图 3：北美马匹拍卖行成交均价呈现上升趋势	6
图 4：马场收支主要渠道	7
图 5：赛马分为平地赛、障碍赛、耐力赛和轻驾马车赛	7
图 6：全球赛马赛事数量减少，但质量提升	8
图 7：近几年场均比赛奖金呈现上升趋势	9
图 8：马彩营业额在 2015 年突破千亿欧元	9
图 9：国外赛马运动趋于休闲娱乐化	10
图 10：美国赛马运动税收分配比例	11
图 11：爱尔兰赛马产业贡献 GDP18.4 亿欧元	13
图 12：爱尔兰赛马彩投注流程	15
图 13：爱尔兰赛马场 77% 的收入来自餐饮和门票	15
图 14：香港赛马会收入逐年提升	16
图 15：香港赛马投注总额逐年上涨	16
图 16：香港赛马会积极参与慈善事业	17
图 17：赛马运动需要制度设计保障及衍生品消费支持	17
图 18：中国不是国际赛马联盟 (IFHA) 成员	18
图 19：广州赛马场是内地唯一无疫区马场	20
图 20：从化无疫区内设立多所防疫站	20

图 21：海南旅游总收入持续上涨.....	21
图 22：海南旅游和第三产业蓬勃发展.....	21
表 1：2018 年一季度世界最佳赛马排行榜.....	6
表 2：平地赛可进一步分为让磅赛和条件赛.....	8
表 3：诸多国际高级别赛事在日本举行.....	12
表 4：日本中央和地方赛马会相关情况.....	12
表 5：每年爱尔兰都有众多赛马拍卖会.....	14
表 6：近年多项政策提及海南体育产业.....	19

1、不同于市场的观点

1.1 提及赛马不必首先想到马彩，海南赛马还有多种可能

在《支持海南全面深化改革开放的指导意见》发布后，市场有观点认为海南开放马彩在即，但我们认为，海南开赛马彩票仍需时日，开放博彩更是不切合中国实情，并且有违现有法律规定，必须严厉禁止。当前首要工作，一是探索类似彩票的模式；二是依托优越的旅游资源和大型赛事承办能力，进行体育旅游融合发展。

早在 2009 年《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》中就已经提出过探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票，近十年间，海南也做了许多尝试和努力，除 2014 年手机竞猜试点，2017 年申请开放国外赛马彩票被否之外，典型的是 2014 年红树林事件，起初该事件被定性为博彩，但今年年初三亚市中级人民法院认定红树林酒店从事的是“有奖游戏”，没有涉及现金或有价证券，更没有抽头渔利，并不具有赌博的本质特征，是合法的。因此，结合官网文件和立法层态度，我们认为可以从两个角度看海南马彩：一是政府支持海南发展娱乐产业，但绝不支持放开博彩；二是类彩票模式受到官方认可，有奖竞猜或将率先和海南赛马结合。

除彩票外，我们认为海南赛马完全可以和旅游相结合。国家体育总局多次提及在海南岛打造体育和旅游融合发展，赛马场的使用可以类比上海赛车场等赛车场馆，从事马匹推广、骑马体验活动等；或者可以类比迪拜梅登赛马场，打造成国际级别的赛马主题旅游度假区依托海南旅游资源探索多种盈利渠道。

1.2 无疫区并不能掣肘海南赛马

市场有观点认为，中国的无疫区仅有香港和刚刚建成不久的广州从化区，因为缺少无疫区，导致国际大型赛事难以在中国举办，这极大制约了我国赛马走向现代化、职业化。

我们认为，无疫区并不能掣肘海南赛马。一是由于海南人口密集度相对较低，方便划出一定区域设置无疫区，同时，旅游人数持续攀升，国际赛马运动落户海南后能够保证足够多的观众参与。二是根据内地承办国际赛马赛事的经验，海南可以通过临时授权，或者先建立“生物隔离区”的方式，循序渐进过渡至无疫区，这也给了海南赛马走向成熟更多的缓冲时间和操作空间。

2、赛马产业链：上游围绕马匹展开，下游以赛事为核心

赛马运动历史悠久，罗马帝国时代二轮战车比赛已具备赛马的雏形，“田忌赛马”的典故更是在我国尽人皆知。至 12 世纪时，十字军东征引进了纯种阿拉伯马，为赛马运动提供了极佳的马种，赛马也成为皇室贵族的娱乐活动，有“国王的运动”美誉。

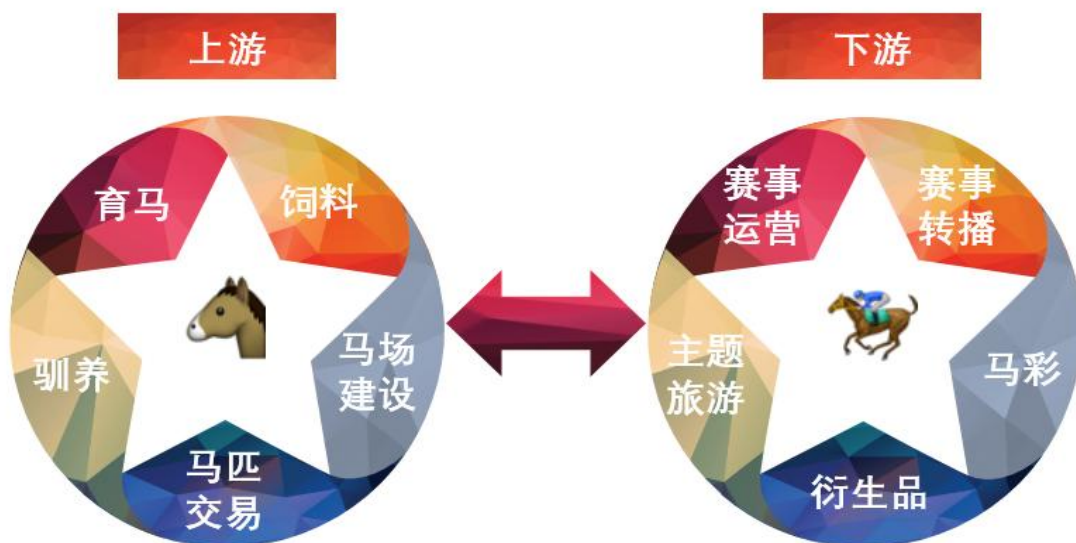
到 18 世纪时，随着工业革命如火如荼地开展，生产力进一步得到解放，马匹作为劳动工具的属性开始下降，赛马进入职业化阶段。1750 年，全球首个赛马会在英格兰纽马基特成立，为赛马运动订立了基本的规则和条约。1791 年纯种马族谱《General Stud Book》出版，该书记录了纯种马完整的进化史，并一直被完善和更新。

时至今日，赛马运动在全球近百个国家和地区开展，在美国、英国、日本、香港、爱尔兰等国形成了完善的产业链，上下游辐射种马培育、赛马驯养、赛事运营、媒体转播、马彩竞猜、体验旅游等多个行业，已经形成巨大的市场规模。

2.1 赛马运动辐射多项相关产业

赛马产业链的上游围绕“马匹”展开。马主通过人工配种或拍卖的方式获得优良马匹，投资建设功能全面的马场为马匹提供驯养服务，聘请养殖人员负责马匹的喂养，聘请驯马师对马匹进行训练，聘请骑师骑乘参加比赛。赛马产业链的下游以“赛马运动”为核心。覆盖赛马场建设，赛事运营，媒体转播，马彩以及围绕赛马延伸而来的主题旅游等等。

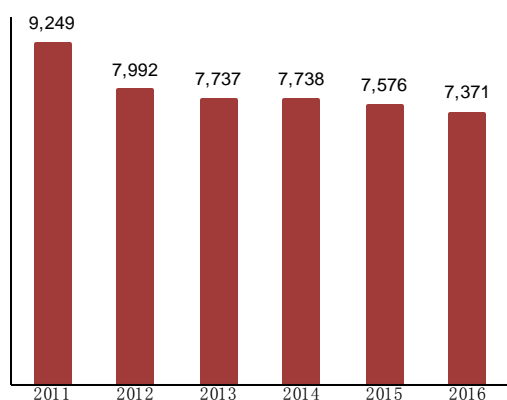
图1：赛马产业链的上游以马匹为中心，下游以赛事为中心



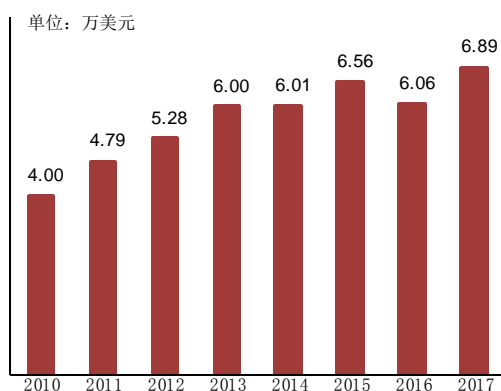
数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

2.2 上游：以马匹为中心，收入日趋多样化

全球顶级赛马首先通过配种繁育，进而登陆拍卖行进行交易。从近年全球优良种马数量来看，正呈现逐年下降趋势，2016年种马数量7,371匹，相较2011年锐减了近2,000匹。相应的北美马匹拍卖行成交均价水涨船高，2017年拍卖均价已经达到6.89万美元/头，但中位价始终维持在2万美元/头左右，不难推断出基因资质极佳的马匹卖价高企，卖家争相竞逐，拉高了成交价。我们认为，优良种马已经成为稀缺资源，加之种马配种年限制约，马匹成交价持续上升的趋势或将延续。

图2：全球优良种马数量逐年下降


数据来源：IFHA，财通证券研究所

图3：北美马匹拍卖行成交均价呈现上升趋势


数据来源：The Jockey Club 2017 fact book，财通证券研究所

获得高质量马驹之后，需要配套设施完善的马场驯养马匹，从而使其具有赛马的特质。马场通常需要具备几个条件，首先是饲料条件优异，例如美国著名的Keeneland马场，位于肯塔基州列克星敦城市西北郊，该地水草丰富，草地覆盖密集，极其适合马匹生长繁育。其次是需要驯马师对马匹进行培训，优秀的驯马师通常要价不菲，加之马匹的黄金参赛年龄仅2-3年，驯马的成本也成为赛马产业链中的重要支出。参赛前，还需要聘请骑师驾乘马匹上场比赛，争取高名次以获取奖金收入。

表1：2018年一季度世界最佳赛马排行榜

排名	马匹	国籍	评分	训练地
1	Gun Runner	美国	129	美国
1	Winx	澳大利亚	129	澳大利亚
3	West Coast	美国	124	美国
4	Benbati	英国	123	阿联酋
4	Happy Clapper	澳大利亚	123	澳大利亚
4	Thunder Snow	爱尔兰	123	阿联酋
4	Trapeze Artist	澳大利亚	123	澳大利亚
8	Hawkbill	美国	122	阿联酋
8	Mendelssohn	美国	122	爱尔兰

数据来源：IFHA，财通证券研究所

除此之外，马场不仅仅通过参加赛马比赛获得收入，拍卖活动、嘉年华活动都会为马场主带来丰厚的收入。例如美国的 Keeneland 马场，依托肯塔基州悠久的饲养马匹历史，其培育的纯种马每年都会受到世界各地买家的青睐，一年一度的 Keeneland 纯血马拍卖会向全球输出了诸多优秀纯种马。而在路易斯维尔市的 Churchill Downs 赛马道，每年都会举办“肯塔基州德比赛马节”，吸引无数爱马人士前来观看比赛，体验赛马文化。

总结来看，赛马运动的上游产业链成本端包括马匹交易成本、驯养成本及马场建设成本等等，收入端包括马场主通过参加赛马比赛获得奖金，同时还会拍卖自产优良马匹，参与赛马嘉年华表演等活动获得收入。

图4：马场收支主要渠道



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

2.3 下游：赛事种类多样，高级赛事奖金丰厚

从大类来看，赛马可以分为平地赛 (flat racing)，障碍赛 (jump racing)，耐力赛 (endurance racing)，以及小众的轻驾车赛 (harness racing)。其中平地赛是最为常见的赛事，主要特点在于奖金丰厚、赛马水平高，马主身份地位显赫，典型的案例就是香港赛马比赛。

图5：赛马分为平地赛、障碍赛、耐力赛和轻驾马车赛



数据来源：Pixabay，财通证券研究所

而平地赛根据负重不同，可以分为让磅赛和条件赛。之所以如此，一个重要的

原因是为了让比赛结果尽量不可预测，实力越强的马匹就越需要背负更多的重量参赛，而这个重量由骑师的体重和马鞍中额外的铅块共同组成。

- 在让磅赛中，有专门的评磅员为马匹评分，根据评分高低分班比赛。以香港为例，香港赛马会分为 5 班 (class)，数字越小意味着级别越高，由于评分和班级相对应，所以会出现升班或降班的情况，“升班马”也由此而来。
- 另一类比赛是条件赛。相对让磅赛而言，条件赛的标准相对客观，评分并不是由评磅员决定，而是根据相应的条件对马匹进行分类，不同分类的马匹获得不同的负磅，具体的条件包括年龄、性别、历史战绩等等。一般而言，年老的马匹比年轻的多负磅，雄马比雌马多负磅。条件赛进一步分类，又可分为低级的表列赛和较为高级的级别赛，而在级别赛中，又继续划分为三类级别赛，其中一级赛是条件赛中的最高赛事，相应的奖金也较高。

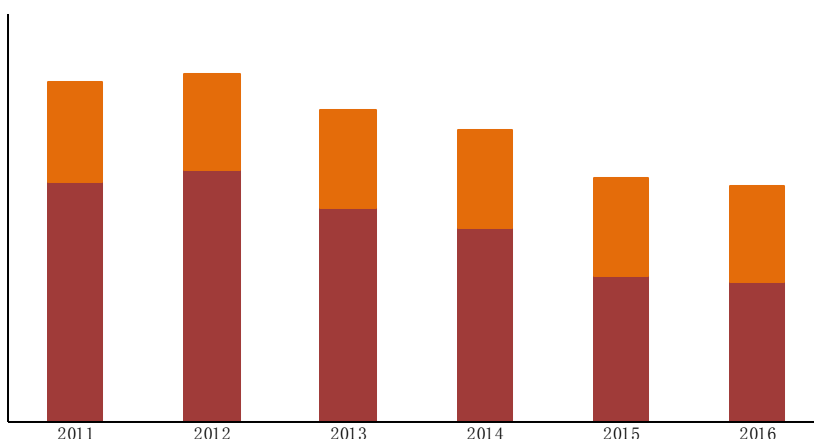
表2：平地赛可进一步分为让磅赛和条件赛

类型	特点	分级
让磅赛	专门评磅员为马匹评分	评分与分班相对应，例如香港赛马会分为 5 班
条件赛	根据马匹的年龄、性别、历史战绩等客观条件进行分类	进一步分为低级的表列赛和高级的级别赛

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

目前全球赛马赛事以平地赛为主，2016 年举办平地赛多达 14 万场，障碍赛 8 千多场。虽然赛事数量呈现下降趋势，但赛事质量不断提高，职业化、专业化水平有所改善。从 IFHA 公布的一级赛排名来看，2017 年法国凯旋门大奖赛(Qatar Prix de l'Arc de Triomphe) 以 126.25 的评分位列榜首，是自 2013 年以来的最高得分。

图6：全球赛马赛事数量减少，但质量提升



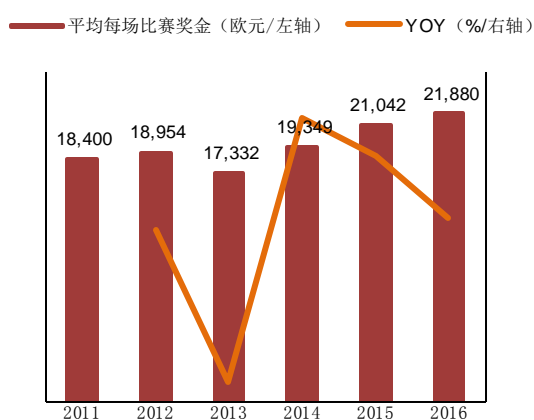
数据来源：IFHA，财通证券研究所

而在赛事奖金方面，近三年平均每场赛事奖金逐渐提高。2016 年平均单场赛事

奖金接近 2.2 万欧元，其中最奢侈的迪拜赛马世界杯仅为一天的赛程，总奖金额就高达 3000 万美金。

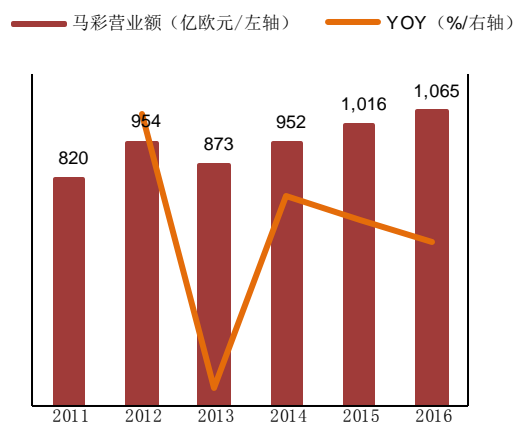
同时，赛马比赛日前后的诸多衍生活动吸引世界各国人民投身其中。比较知名的就是马彩，在 2015 年，马彩营业额突破千亿欧元大关，彰显赛马运动的强大吸引力。此外，旅游、酒店、餐饮、演艺等相关产业也借着赛马东风蓬勃起来。迪拜赛马世界杯比赛场地梅登（Meydan）赛马场，除了有可容纳 6 万人的看台和可停放 1 万辆车的双层停车场外，同时具有两公里长的马匹隧道及训练道，并且集住宅园区、博物馆、画廊、都市公园、五星级赛马跑道酒店于一身，赛前赛后有丰富的体验活动，赛马衍生服务贯穿赛事始终。

图7：近几年场均比赛奖金呈现上升趋势



数据来源：IFHA，财通证券研究所

图8：马彩营业额在2015年突破千亿欧元



数据来源：IFHA，财通证券研究所

3、他山之石：赛马制度完善，盈利渠道广泛

目前世界上开展赛马运动较好的国家和地区有英国、法国、美国、德国、爱尔兰、阿联酋、澳大利亚、日本，以及中国的香港和澳门等，各个国家赛马产业的运营模式和法律规范各有不同。

3.1 美国：赛马偏于休闲娱乐，马彩并非主要盈利来源

无论是马匹、赛事还是奖金等，美国是名副其实的世界第一赛马大国。根据 Horse Properties 的调查，美国赛马产业贡献近 260 亿美元，每年向政府缴税 19 亿美元，直接提供 45 万份工作。

不同于英国的贵族赛马和日本的竞技赛马，美国赛马更偏于休闲娱乐。美国赛马是一项全面参与的运动，参赛马匹的马主们基本都是一家老少三代十数人到场参与赛马活动，萨拉托加赛马场等大型赛马场还不断推陈出新，新开放了儿童游戏区和家庭区。虽然每年美国举办大大小小的赛马赛事多达十万场，每年平均赛马投注总额超过 150 亿美元，但单笔投注额却比较小，投注额 1 美元起步，人均年投注额约 53 美元，也因为如此培养了美国赛马健康和娱乐的精神。

图9：国外赛马运动趋于休闲娱乐化



数据来源：Pixabay，财通证券研究所

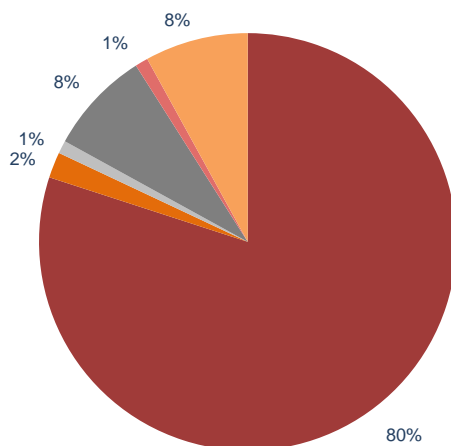
而从美国赛马运动的盈利模式来看，彩票并非最主要的盈利来源。由于美国涉马体育运动市场、涉马休闲娱乐市场的蓬勃发展，以及涉马生产产业、涉马文化产业的发达，美国各级政府对赛马业都极为重视，各项政策对赛马业都有明显倾斜。同时，马匹拍卖和赛马周边产业也为赛马运动带来了较多收入。

美国赛马在各州都具备合法地位，得到地方法律的保护和支持。美国国会和联邦

政府不参与商业赛马的立法和行政管理，全国性赛马、育马协会一般也不直接介入美国各州的相关活动，只是州政府设有专门的赛马管理机构进行监督和管理。同时，赛马业在州议会有自己的代表和专职议会游说师，直接参与相关法律的订立、修改和补充。此外，美国还拥有完善的赛马体制。美国的赛马与马彩采取合营模式，虽然以州为单位进行管理，但竞猜赛事可以跨州、甚至跨国进行。同时，美国赛马业制定有严谨的赛马规则，州政府还会派出由公务员担任的裁判或社会声誉良好的人士监督，以确保比赛的公平公正。

由于受到政府支持，美国各州赛马税收水平处于较低标准，平均税收约 17%，而赛马博彩税收比例低于 5%（香港税率 13%）。以马里兰州和肯塔基州收入分配规定为例，博彩金额 80% 返还投注彩民，其余的 20% 再按照本州税 2%，地方税、治安税、消防税和其他杂费 1%，马主、骑师和练马师奖金 8%，纯血马育种基金 1%，赛马场经营成本 8% 进行再分配。

图10：美国赛马运动税收分配比例



数据来源：NTRA，财通证券研究所

3.2 日本：配套制度完善，中央和地方赛马会各司其职

日本赛马产业发达，配套体制完善。1906 年，日本首次举行了销售马券的赛马，并掀起赛马高潮。但到了 1908 年，政府就决定禁止销售马券，然而无马券赛马一直持续着。1923 年，日本颁布《赛马法》，赛马法制正式确立。该法律明确允许札幌、福岛、东京等 11 个赛马俱乐部举行马券赛马，这种赛马被称为“公认赛马”。随着“公认赛马”的良好运营，政府为了进一步提高赛马效率并提升国库收入，于 1937 年将 11 个俱乐部解散并成立日本赛马会。二战后，日本于 1948 年颁布了新赛马法。该法律也奠定了现在日本赛马体制的雏形，即中央赛马（JRA）与地方赛马（NAR）并行的赛马体制。

日本的中央赛马会与地方赛马会各司其职，中央赛马负责举办世界顶级赛事，地方赛马则为地方注入活力并增加当地财政收入。而除中央赛马和地方赛马之外的

组织或个人禁止发售赛马彩票，从而以政府的公信力保证赛马彩票发行的公正性，有效的避免舞弊行为的发生。

日本中央赛马会（JRA）是由政府全额出资的国有企业和特殊法人，在农林水产省管辖监督下，全权运营日本的中央赛马业。其建立的目的是为了实现在日本赛马业健康的发展，振兴马匹的改良增殖及其畜牧业的发展。中央赛马会共有 10 个赛马场（东京、京都、阪神、小仓、札幌、函馆、新泻、福岛、中山），5 个海外办事处（伦敦、纽约、巴黎、悉尼、香港），38 个 WINS 及场外投注处（札幌、静内、钏路等）以及马事公苑、赛马学校等相关设施。

中央赛马的赛事分为 2 项平地赛（2-Y-0 flat、3-Y-0 & up flat）和 1 项障碍赛（Jump race）。同时，由于日本在 2007 年晋升为国际名册拍卖标准（International Cataloging Standards）一类国家之列，这些赛事还采用国际重奖赛 G1、G2、G3 的标识方式。目前，中央赛马举办的重要等级赛事共计 12 项，其中安田纪念是 AMC（亚洲英里挑战赛）系列赛之一，短途马锦标赛是 GSC（世界短途挑战赛）系列赛之一，而伊丽莎白女王杯、英里冠军赛、日本杯、日本杯沙道赛是 JAI（日本秋季国际赛）重要组成部分。

表3：诸多国际高级别赛事在日本举行

赛事等级	障碍赛	其他	合计
G1	2	10	12
G2	3	13	16
G3	5	26	31

数据来源：JAIRS，财通证券研究所

2017 年，中央赛马共举办 3455 次赛马比赛场次，实现马彩销售收入 2.75 万亿日元。每年，中央赛马马彩销售额的 10% 及年末经营结余金额的 50% 将上缴国库，该缴纳金中的四分之一用于社会福利事业，四分之三用于畜牧业的振兴。

表4：日本中央和地方赛马会相关情况

	中央赛马会 JRA	地方赛马会 NAR
赛马场数量	10	15
比赛日	288	1,297
比赛场次	3,455	14,750
2 岁马平地赛	636	939
3 岁马平地赛	2,693	12,139
障碍赛	126	NA
驮马赛	NA	1,672
电话投注用户数	4,029,789	1,496,525
投注收入（日元）	¥2,747,662,484,800	¥540,768,935,350
现场投注	¥85,513,657,300	¥44,232,114,100
场外投注	¥2,662,148,827,500	¥496,536,821,250
现场：场外	3.1：96.9	8：92

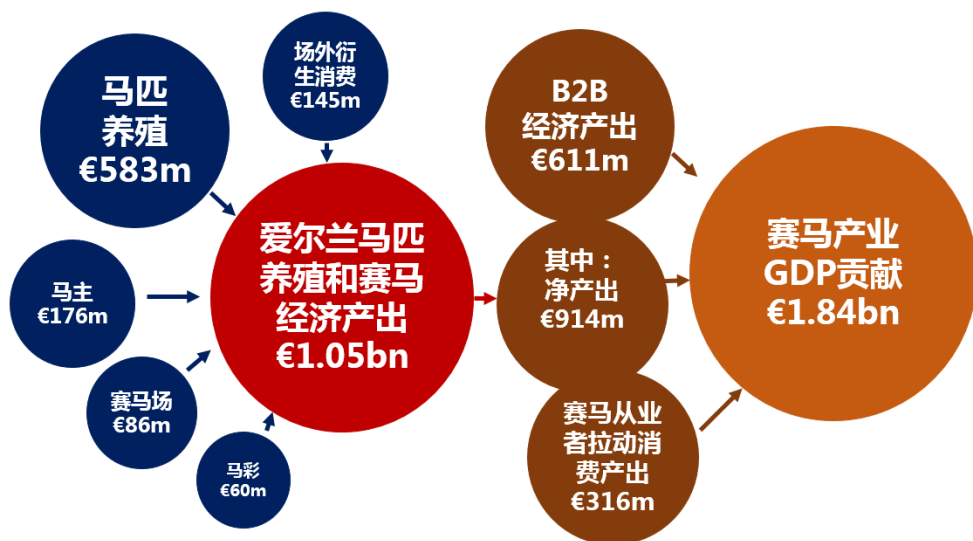
数据来源：JAIRS，财通证券研究所

地方赛马会（NRA）是都道府县或市町村等可举办赛马的自治体组织。地方赛马会同样在农林水产省的监督之下进行，运营目的是为地方自治体财政作出贡献。目前日本地方赛马会共计拥有赛马场 15 个，2017 年举办赛马赛事 14,750 场，实现马彩销售收入 0.54 万亿日元。与中央赛马不同的是，当具有地方赛马的市町村（含特别区）遭受严重灾害或因其他特别财政需要，地方赛马可以根据总务大臣和农林水产大臣的许可和指定举行赛马。

3.3 爱尔兰：赛马产业地位重要，赛马场门票和餐饮服务是主要收入来源

爱尔兰是世界第三大纯血马出产国，结合人口数量与英美等国对比，赛马产业在爱尔兰占据极其重要的地位。2016 年，爱尔兰赛马运动共产生 18.4 亿欧元的经济效益，其中包含 9.14 亿欧元的核心产业消费和 9.27 亿欧元的相关产业消费；产生驯马师等全职工作 28,900 份。目前发达国家体育产业 GDP 占国内 GDP 的比例在 2%-3%之间，我国体育产业 GDP 占比仍在 1%左右，爱尔兰仅赛马占国内 GDP 的比例就高达 0.7%，赛马产业对爱尔兰经济的重要性可见一斑。

图 11：爱尔兰赛马产业贡献 GDP 18.4 亿欧元



数据来源：HRI, Deloitte, 财通证券研究所

爱尔兰赛马产业链成熟完整，收入来源于赛马销售、投注博彩、媒体转播、餐饮住宿、门票等多个方面。2016 年，爱尔兰赛马销售收入达 4.89 亿欧元，赛马场消费 0.86 亿欧元，赛马观众的场外博彩收入 0.60 亿欧元，场外衍生消费（餐饮、住宿和交通等）1.45 亿欧元，电视转播和数据版权收入达到 0.06 亿欧元。

爱尔兰纯血马销售产业发达，赛马会设有专门的纯血马事务部（ITM），与爱尔兰赛马会赛场公司和博彩部（Tote）处于同一层级。作为世界第三大纯血马出产国，爱尔兰共有 6,500 饲育人，超过 60 个养马场，每 1 万人中就有 50 匹纯血马，人

均纯血马比例高于大多数赛马国家，甚至是英国、法国和美国的十倍。

纯血马主要通过拍卖的形式进行销售。爱尔兰的知名纯血马拍卖行有高夫斯 (GOFFS)、戈尔斯布里奇 (Goresbridge) 和塔特索斯爱尔兰 (Tattersalls Ireland)。2016 年爱尔兰举办大型纯血马拍卖会 21 场，高福斯集团成交额超过 1.7 亿欧元，塔特索斯爱尔兰的成交额为 0.45 亿欧元。

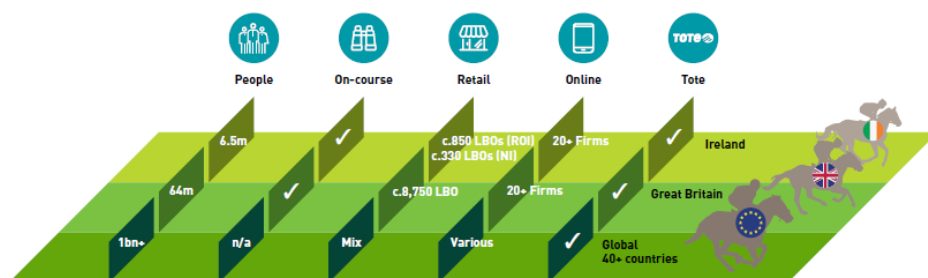
表5：每年爱尔兰都有众多赛马拍卖会

拍卖日期	拍卖会	拍卖公司
1. 31-2. 1	二月障碍赛马拍卖会	塔特索斯爱尔兰
2. 7-2. 9	二月拍卖会	高夫斯
4. 27	潘切斯帕拍卖会	高夫斯
5. 18-5. 19	在驯马拍卖会	戈尔斯布里奇
6. 13-6. 14	路虎揽胜拍卖会	高夫斯
6. 28-6. 29	德比拍卖会	塔特索斯爱尔兰
6. 30	德比拍卖会第二部分	塔特索斯爱尔兰
7. 21	混合拍卖会	戈尔斯布里奇
8. 16-8. 17	八月障碍赛马拍卖会	塔特索斯爱尔兰
9. 9	冠军拍卖会	高夫斯
9. 19-9. 20	九月一岁马拍卖会	塔特索斯爱尔兰
9. 21	九月一岁马拍卖会第二部分	塔特索斯爱尔兰
9. 26-9. 27	奥比拍卖会	高夫斯
9. 28-9. 29	运动家拍卖会	高夫斯
10. 26	已碎马和在驯马拍卖会	高夫斯
10. 27	混合拍卖会	戈尔斯布里奇
11. 10	十一月马驹和怀孕母马拍卖会	塔特索斯爱尔兰
11. 11-11. 18	十一月障碍赛马拍卖会	塔特索斯爱尔兰
11. 19-11. 24	十一月马驹拍卖会	高夫斯
11. 25-11. 26	十一月怀孕母马拍卖会	高夫斯
12. 13-12. 14	十二月障碍马拍卖会	高夫斯

数据来源：HRI，财通证券研究所

马彩方面，爱尔兰在线投注，尤其是智能电话投注盛行。爱尔兰赛马可以通过现场投注、LBO (Licensed Betting Offices, 持照投注点) 投注和在线投注三种方式进行投注。在过去几年里，现场投注和 LBO 投注的博彩收入持续下降，LBO 已经从 2008 年的 1,385 间减少到 2016 年的 850 间；相反，在线投注收入则在不断上升。尤其是智能电话渠道已经占据所有赛马博彩在线渠道的 50%。此外，海外投注刺激爱尔兰赛马投注额增长。爱尔兰赛马博彩不仅面向爱尔兰地区，英国以及澳大利亚、法国、以色列、南非、美国等 40 多个国家和地区都可以参与。目前，海外投注已经成为爱尔兰 Tote (博彩部) 收入增长的主要动力。2016 年，Tote 收入 0.97 亿欧元，相比 2012 年增长了 85%。

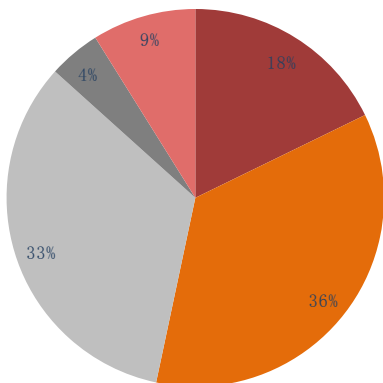
图12：爱尔兰赛马彩投注流程



数据来源：HRI, Deloitte, 财通证券研究所

除此之外，门票及餐饮收入占爱尔兰赛马场收入 77%。爱尔兰共有 26 座赛马场，其中 Leopardstown, Navan, Fairyhouse 以及 Tipperary 为 HRI 所有，其余赛马场均为当地公司、信托或慈善组织所有。2016 年，赛马场共实现收入 0.45 亿欧元，其中餐饮消费收入 0.20 亿欧元（44%），人均消费 15 欧元；门票收入 0.15 亿欧元（33%），人均消费 11 欧元。

图13：爱尔兰赛马场77%的收入来自餐饮和门票



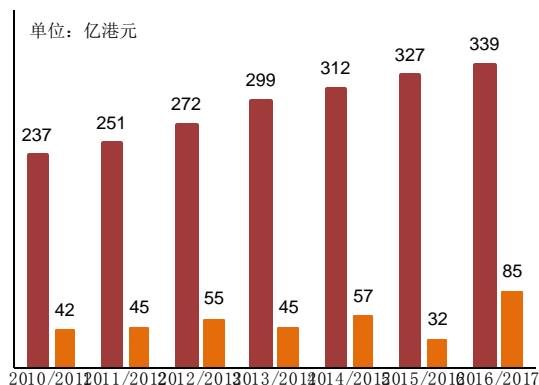
数据来源：HRI, Deloitte, 财通证券研究所

3.4 中国香港：多项措施保证公平公正，赛马会积极参与慈善事业

赛马在香港也被称为“跑马”，是香港规模最大、影响力最为深远的一项体育运动。自 19 世纪 40 年代，随着英国殖民文化的入侵，赛马运动开始在香港发展。现在，香港赛马会已经成为香港最大的单一纳税机构。2016/2017 年度，香港赛马会已经实现收入 339.08 亿港元，税后盈余 85.33 亿港元。

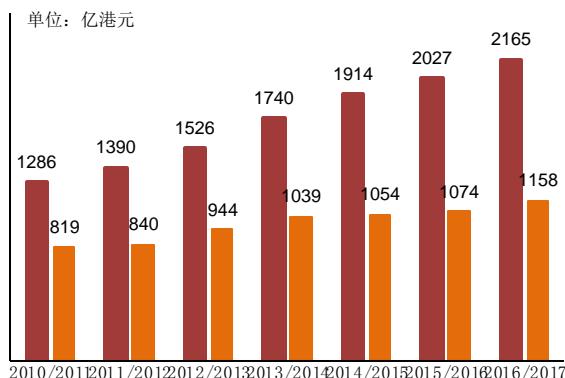
在马彩方面，香港赛马会每年返还近 8 成投注额作为彩金、回扣及奖券奖金，因此赛马中奖率也非常高，从而吸引了更多彩民加入投注。2016/2017 年度，香港赛马会本港及海外投注总额高达 2165.24 亿港元（其中赛马投注总额为 1158.18 亿港元，占比 53%），返还比例高达 84.5%。这个返还比例在全球范围内也处于较高水平，仅低于澳大利亚和英国。

图14：香港赛马会收入逐年提升



数据来源：香港赛马会，财通证券研究所

图15：香港赛马投注总额逐年上涨



数据来源：香港赛马会，财通证券研究所

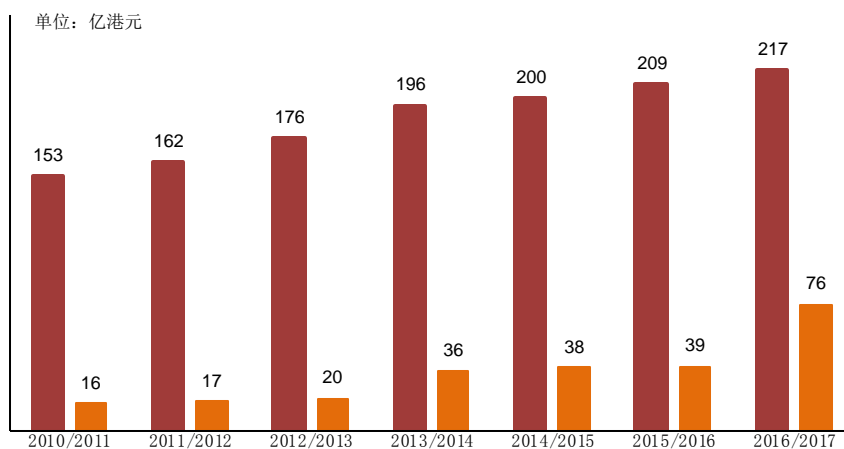
香港赛马有多重措施保障比赛公平公正，从而使香港马彩具有良好的公信力保证行业的持续运营。香港赛马在 2000 年前也曾发生“上海帮造马案”、“云中龙事件”等比赛造假事件。为了保证比赛的公平性，现在的香港赛马会从法律法规、质疑回应和道德监督三方面确立公信力。

- **法律法规。**香港赛马竞赛小组规定每一匹马出赛都要尽全力跑，骑师有任何不佳的表现都需要马上召见做出解释，若有违规就会被停赛。除此之外，香港法律第 148 章《赌博条例》、第 148A 章《赌博规例》等均为香港赛马会提供法律依据。
- **质疑回应。**如果有民众对赛马结果进行质疑，香港赛马会将立即召集驯马师、骑师以及质疑方等多方直面质疑，现场可带律师陪同。同时，赛马会还将对历年来、同等情况下的历史数据进行技术对比，并进行多角度、多机位，无剪切闭路电视回放以还原事实。
- **道德监督。**相较于政府机构或者第三方机构，民众更信赖自己认可的具备声誉和口碑的人。因此香港赛马选取民间具有威望的人士来现场观看，以“道德监督”的方式释疑公众。

香港赛马会以各种形式回报社会，其中，“赛马惠慈善”是香港赛马会一直以来秉承的经营理念。每年赛马会 94% 的税后盈余被捐赠给慈善信托基金，支持的项目涵盖艺术文化、教育培训、长者服务、扶贫救济、环境保护、家庭服务、医疗卫生、复康服务、体育康乐和青年发展 10 个范畴。2016/17 年度，香港赛马会社会捐赠共计 76 亿港元，其中包括支持 215 个慈善及社区项目及 35 亿港元的特别捐款，用以支持兴建香港故宫文化博物馆。同时，这些慈善捐赠会严格遵守香港会计师公会颁布的香港财务报表准则和香港赛马会慈善信托基金契约编制进财务报表，真实、公平地对外公布。正是这种慈善与透明，为香港赛马会建立了

良好的口碑。

图16：香港赛马会积极参与慈善事业

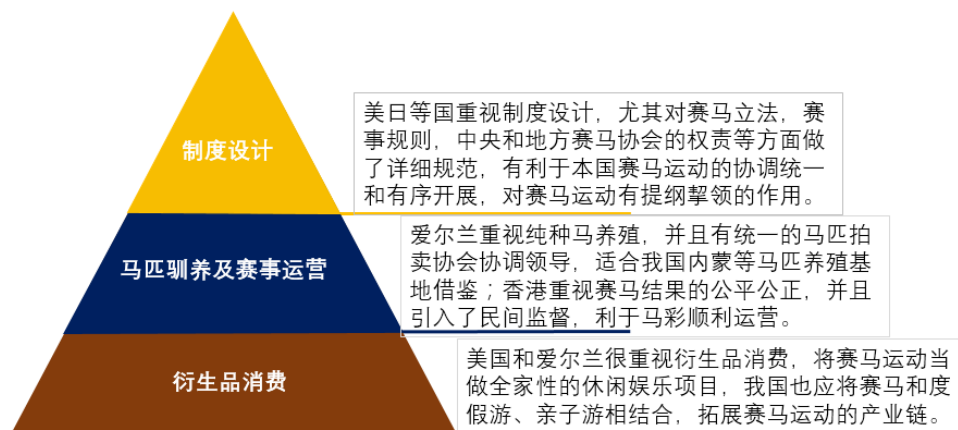


数据来源：香港赛马会，财通证券研究所

3.5 经验总结：制度设计是关键，重视衍生品消费

通过分析美国、日本、爱尔兰和中国香港的赛马产业经验，我们认为制度设计是赛马运动发展的关键，同时赛马运动衍生品消费使得赛马不仅仅依赖于赛事本身带来的收入，拓展了赛马运动的产业链。如果将赛马产业的几个关键组成部分看做是金字塔结构的话，我们认为，制度设计是顶层内容，衍生品消费是基石，做好这两块，才能保证马匹驯养和赛事举办的有序开展及运作。

图17：赛马运动需要制度设计保障及衍生品消费支持



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

4、中国赛马方兴未艾，海南将成破局关键

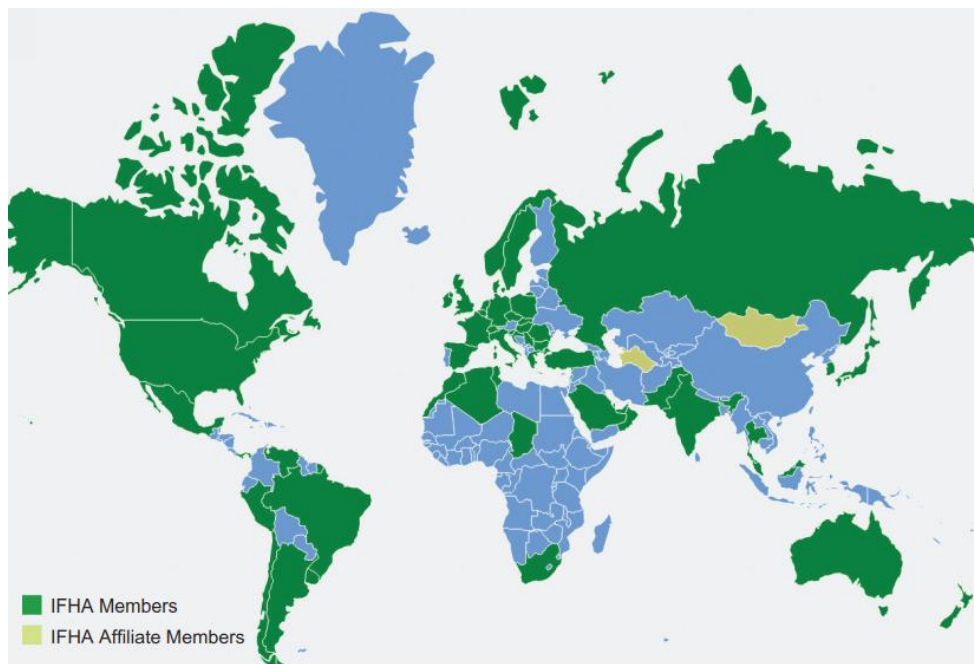
4.1 历史回顾：中国赛马仍处于探索阶段，立法先行刻不容缓

我国现代化的赛马运动起源于第一次鸦片战争后，《南京条约》割让香港给英国，英国人把赛马引入香港，并在 1884 年成立香港赛马会。内地最早在 1848 年，于上海租界成立上海跑马厅，并成为洋人和资本家敛财的工具，解放后由于跑马厅负债累累，交给政府抵债，1953 年陈毅、粟裕同志签署命令收回跑马厅建成上海人民公园。

新中国成立后，商业赛马被看做是赌博和旧社会资本家榨取人民血汗的工具而被严格禁止，马术运动也在大跃进和文革中遭受重创。直至 20 世纪 90 年代，赛马运动才在大陆燃起了星星之火，1993 年，真正具有博彩性质的赛马在广州试水，10 块钱下一两注，在当时十分火爆。但到 1999 年，广州市委市政府叫停赛马，广州赛马场被改建为汽车城、停车场。

时至今日，我国赛马运动仍处于探索阶段，立法缺失、赛马规则不完善等问题都制约我国赛马的发展。目前国内缺乏一套完整统一的赛马规则，单靠 20 年前广州赛马火爆期间体育总局拟定的一版基础赛马规则显然是不够的。目前大部分国家和地区的赛马比赛都是延续英国规则，评分标准大致相同，但我国还缺乏统一的评分机制，也没有全国的赛事规范管理，缺乏第三方监察机构。国际赛马联盟（IFHA）主席路易·罗曼尼曾指出，中国还没有一个由政府授权，并且可以代表整个行业的赛马协会，这也使得中国除港澳外，一直未能加入 IFHA。

图18：中国不是国际赛马联盟（IFHA）成员



数据来源：IFHA，财通证券研究所

4.2 政策助力，海南赛马重装起航

回顾赛马与海南的渊源，早在 1992 年 10 月底，经海南省计划厅批准立项，海南赛马娱乐有限公司成立，计划启动多达 2000 亩用地，其中 700 亩用来修建马场，1300 亩作为配套用地，用来建场馆、五星级酒店以及配套项目，总投资达 1.9 亿人民币。但在相关媒体报道中，被宣传成为开放马彩做准备，引起相关机构的关注。后来该项目易名为“海南国际体育村”，用于游乐场、市内外网球场馆、体育活动中心、购物中心、国际性赛车场、马术表演场等等，用途不仅仅局限于赛马运动。然而最终该项目还是以政策和资金问题被迫中止。

而后直至 2009 年 12 月，国务院发布的《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》中首次提及在海南试办一些国际通行的旅游体育娱乐项目，探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票。这项文件为海南发展体育彩票业务指引了方向，后来多项政策中都对彩票有所提及。到 2016 年，《全民健身计划（2016-2020 年）》中，明确提及了“发展马术等具有消费引领特征的时尚休闲运动项目”，马术运动首次被国家重视。2018 年 4 月，国务院发布《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，在该项政策文件中，明确提出了“支持海南建设国家体育训练南方基地和省级体育中心，鼓励发展沙滩运动、水上运动、赛马运动等项目，支持打造国家体育旅游示范区。探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票。”值得注意的是，该内容放在了“拓展旅游消费发展空间”的章节中，意味着赛马运动在海南落地后，将有望与当地旅游资源深度结合，打造完全不同的“体育+旅游”体验。

表6：近年多项政策提及海南体育产业

颁布时间	政策名称	发布部门	主要内容
2009	《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	国务院	在海南试办一些国际通行的旅游体育娱乐项目，探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票
2009	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要（2010-2020）》	国务院	除提及发展竞猜型体育彩票外，同时设计配套旅游产品开发等内容
2015	《加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》	海南省	提出促进体育产业与旅游、文化、教育、会展、医疗健康等产业融合起来
2015	《海南发展特色文体娱乐项目试行办法》	海南省	提出引进和发展一批国际通行的体育竞猜项目，开展智力型竞技项目、竞技性体育项目等有奖精彩游戏，大力拉动旅游消费
2016	《国务院关于印发全民健身计划（2016-2020 年）的通知》	国务院	提出培育马术等具有消费引领特征的时尚休闲运动项目
2016	《关于支持建设海南国际马文化体育旅游试验区的复函》	海南省	支持在海南发展国际通行的文化、体育、旅游、娱乐等设施，支持在海南试行与之相关联的体育有奖竞猜彩票与重大赛事即开彩票
2018	《支持海南全面深化改革开放的指导意见》	国务院	鼓励发展沙滩运动、水上运动、赛马运动等项目，支持打造国家体育旅游示范区。探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开型彩票

数据来源：政府官网整理，财通证券研究所

4.3 无疫区并非中国赛马的阿喀琉斯之踵，海南有望取得突破

长久以来，无疫区建设的缺失都是我国发展赛马或者马术运动的阿喀琉斯之踵。无疫区全称为无规定动物病疫区，其要求一定区域在规定期限内没有发生过某种或几种动物疾病，且在该区域及其边界和外围一定范围内，对动物和动物产品，动物源饲料，动物遗传材料，动物病料，兽药（包括生物制品）的流通实施官方有效控制，并经国家评估合格的特定区域。

目前我国仅有的无疫区是香港和广州从化区，后者是在 2010 年广州亚运会时建成的马术比赛分会场，并将在 2018 年三季度建设成香港赛马会的马匹训练中心。除了香港和从化外，我国再没有其他无疫区，这就意味着国际大型赛事用马无法进入国内参加赛事，即便来了，很可能也是有去无回。因为无疫区的缺失，1990 年北京亚运会马术比赛被取消，2008 年北京奥运会马术分会场放在了香港。

图19：广州赛马场是内地唯一无疫区马场



数据来源：广州市人民政府门户网站，财通证券研究所

图20：从化无疫区内设立多所防疫站



数据来源：广州市人民政府门户网站，财通证券研究所

我们认为，虽然无疫区是中国赛马国际化的最大掣肘，但海南岛在无疫区建设上较内地城市拥有更大优势。

- 一是海南岛坚持发展娱乐产业，同时城市人口较少。建设适合国际赛马运动的无疫区需要同时满足两个条件，一是有足够高的关注度，以保证观赛人数；二是赛马场周边地区限制居民和动物。相较内地较发达城市而言，海南岛旅游产业鼎盛，客流量稳定，旅游旺季举办国际赛马赛事能够保证观赛人数，同时人口密度相比东南沿海城市小，有利于无疫区的选址。
- 二是无疫区建设没必要一撮而就，循序渐进成为最好方式。中国内地存在从无疫区引进国际马匹参赛，而后返回原国家的先例，比如 2014 年 4 月在成都举办的迪拜国际杯赛马均由专机从阿联酋运往成都，赛事结束后再由专机运回阿联酋。同年 6 月在上海举办的世界最高级别马术赛事，也是在中欧动物检疫机构的介入下，通过了欧盟马匹入境上海，并在赛后返回欧盟的临时

许可。因此，海南建设无疫区，可以先建成区域规模较小的“生物安全隔离区”，而后循序渐进建设成为欧盟认可的无疫区，从而为国际高水平骑手和赛马来华参赛创造条件。

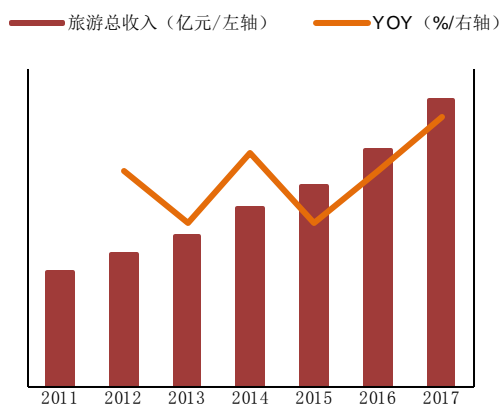
4.4 海南开马彩仍需时日，有奖竞猜、体育+旅游将成发展方向

在《支持海南全面深化改革开放的指导意见》发布后，市场有观点认为海南开放马彩在即，但我们认为，海南开马彩仍需时日，当前首要工作，一是探索类似彩票的模式，例如“有奖竞猜”；二是依托优越的旅游资源和大型赛事承办能力，进行体育旅游融合发展。

早在 2009 年《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》中就已经提出过探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票，近十年间，海南也做了许多尝试和努力，除 2014 年手机竞猜试点，2017 年申请开放国外赛马彩票被否之外，典型的是 2014 年红树林事件，起初该事件被定性为博彩，但今年年初三亚市中级人民法院认定红树林酒店从事的是“有奖游戏”，没有涉及现金或有价证券，更没有抽头渔利，并不具有赌博的本质特征，是合法的。因此，结合官网文件和立法层态度，我们认为可以从两个角度看海南马彩：一是政府支持海南发展娱乐产业，但绝不支持放开博彩；二是类彩票模式受到官方认可，有奖竞猜或将率先和海南赛马结合。

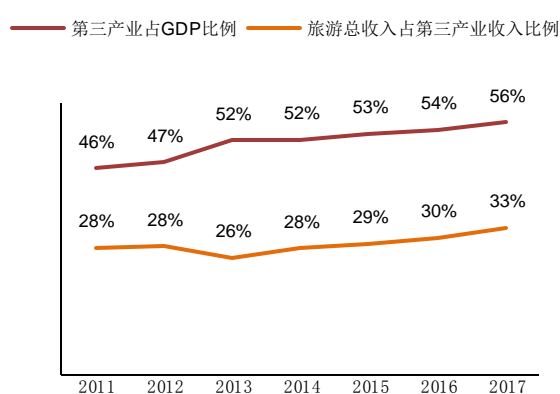
除了马彩之外，体育+旅游也是契合海南赛马的发展渠道。近年来，海南旅游产业规模不断扩大，2017 年达到 811 亿元，同比增长了 21%，第三产业占全省 GDP 的比例和旅游收入占第三产业的比例不断提升，2017 年，海南省有 56% 的 GDP 由第三产业贡献，而 33% 的第三产业收入来自旅游业，“国际旅游岛”名副其实。

图 21：海南旅游总收入持续上涨



数据来源：海南省统计局，财通证券研究所

图 22：海南旅游和第三产业蓬勃发展



数据来源：Wind，财通证券研究所

此外，海南拥有丰富的承办国际大型赛事经验，尤其是多场品牌体育赛事落户海

南，规模渐显。其中，环海南岛国际公路自行车赛、环海南岛国际大帆船赛、以及海南高尔夫球公开赛已经成为海南体育的三张名片。除此之外，海南儋州国际马拉松、海南国际沙滩马拉松、文昌航天城国际半程马拉松，加之多个国家级训练基地，使海南有良好的体育配套设施和文化基础。

海南打造特色体育赛事占尽天时地利人和，体育旅游融合程度位居全国前列。国家体育总局副局长赵勇曾在海南调研时提出，要将体育设施融入景点、景区、园区，推动体育产业链和旅游产业链深度融合，形成新业态，带动新的增长点。从海南现有体育+旅游的实践看，蜈支洲岛旅游区推出了水上运动体验游，2016年该类项目收入达3.5亿元，占景区总收入的40%。我们认为，赛马运动落户海南后，赛马运动体验游将成为全新的旅游目的地，并带动赛马在全国得到更大的关注。

5、相关推荐标的

5.1 罗牛山（000735）：拟建“海南国际赛马娱乐文化小镇”

公司下属全资子公司罗牛山国际马术俱乐部有限公司的“海南国际赛马娱乐文化小镇”项目已获得《海南省企业投资项目备案证明》，建设地点在海口市美兰区三江镇罗牛山农场，项目总投资额约 288 万元，规划占地 500 公顷，建筑总面积 62.5 万平方米，拟开工时间为 2018 年，拟建成时间为 2020 年。

5.2 海南瑞泽（002596）：旗下公司入军赛马产业项目投资

公司投资的海南圣华旅游产业有限公司近日已完成了工商注册登记手续，并取得三亚市工商行政管理局颁发的营业执照。圣华旅游经营范围包括旅游项目投资开发，赛马产业项目投资，赛事组织及策划，马术培训，马匹驯养，文化传媒。

在 3 月 16 日，圣华旅游与新疆汗血马文化产业有限公司签署了《海南三亚市现代马产业文化旅游综合项目战略合作框架协议》，双方拟共同出资在海南省三亚市选址建设马术体育赛事项目、马文化博物馆及马文化旅游特色小镇。

6、风险提示

政策推进不及预期，投资建设进度不达预期，海南娱乐项目引进不及预期。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。