

告别烧钱模式，恒大淘宝距离曼联还有多远？

以亚洲冠军身份参加世俱杯的恒大淘宝，虽负于欧洲冠军巴萨，但依然为中国足球带来了希望。

短暂的世俱杯征程已结束，但恒大淘宝的资本市场之路才刚开始。在本届政府大力推动足球改革的大环境下，房企纷纷进军足球产业，作为中国首家登陆资本市场的足球俱乐部，恒大淘宝的经营模式可作为学习样本。

一、恒大淘宝挂牌新三板意味着什么？

11月6日，广州恒大淘宝足球俱乐部（股票代码：834338）在新三板正式挂牌上市，交易方式为协议交易，总股本为3.75亿股，恒大地产与阿里巴巴分别持股60%和40%。

新三板是全国性的非上市股份有限公司股权交易平台，主要针对的是中小微型企业。**当前，新三板最大的问题是缺乏流动性。**由于新三板的投资门槛高、竞价交易制度不完善，导致整个交易市场活跃度低，投资者难以实现退出，因而积极性不足。

新三板投资门槛	
投资者	门槛
机构投资者	法人机构的注册资本为500万元以上
	合伙企业的实缴出资总额为500万元以上
个人投资者	本人名下前一交易日终证券类资产市值500万元人民币以上
	具有两年以上证券投资经验，或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历

资料来源：公开资料

为解决上述问题，证监会11月正式发布《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》，提出实施内部分层和差异化管理，研究推出新三板挂牌公司向创业板转板的试点，为新三板上市企业的发展带来了新的契机。

不过，无论是进入创新层还是转至创业板，都会对企业的营收、利润、增速等设置门槛，“盈利”是获得更优市场环境的基础。

二、恒大淘宝的运营模式能否盈利？

恒大淘宝是亚洲第一支登陆资本市场的足球俱乐部，因此在国内并无案例可供对比。而放眼国际足坛，运营能力最强的足球俱乐部主要集中在欧洲。欧洲豪门采用的运营模式主要有四种。

模式	应用情况	案例
会员制	起步较早，发展主要依靠会员费，带有半公益性质，目前仍以会员制运营的俱乐部较少	皇马、巴萨
会员+股份制	德甲不少俱乐部采用了该模式，即在会员制俱乐部和球队之间设立了一层股份公司	拜仁
背靠“金主”	即俱乐部老板为“土豪”王子、家族或财团，因个人爱好足球对俱乐部进行投资，愿意不断“烧钱”而不计较盈利	切尔西、曼城、巴黎圣日耳曼
上市运作	完全商业化运作，依靠资本市场推动俱乐部发展，既要保障俱乐部发展，又要为投资人带来收益	曼联、多特蒙德、里昂

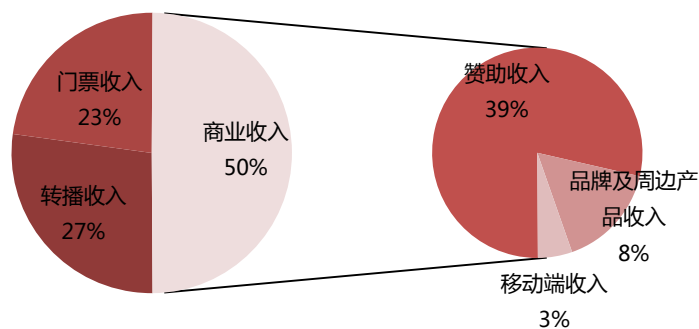
资料来源：公开资料

恒大淘宝早期发展采用的更像是“金主”模式，但随着俱乐部登录新三板，其运作模式也相应发生变化，向上市俱乐部靠拢。因此，我们以发展相对成熟的曼联(NYSE：MANU)为案例进行对比。

收入方面，曼联 14/15 赛季（2014 年 6 月 30 日至 2015 年 6 月 30 日）的收入为 3.95 亿英镑（约合 38.42 亿人民币），恒大淘宝 2014 年的收入为 3.40 亿人民币。

曼联的收入结构中包括了商业收入（赞助收入，品牌及周边产品收入，移动端收入）、转播收入（联赛、杯赛）、门票收入（联赛、杯赛）。14/15 赛季，曼联的商业收入占比最高达 50%，其中又以赞助收入为主。

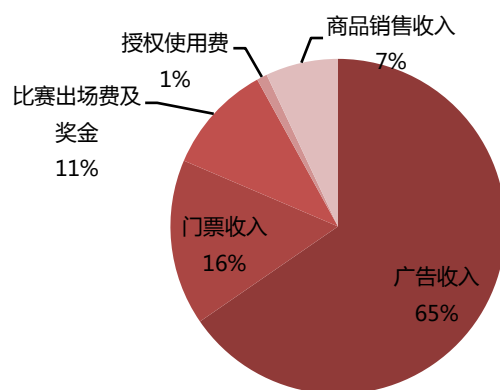
图：曼联 14/15 赛季收入构成



数据来源：曼联年报、克而瑞研究中心

恒大淘宝的主营业务收入则分为五类：广告、门票、比赛出场费及奖金、授权使用费及商品销售。2014 年，广告收入占恒大淘宝总营收的比例最高，达 65.4%，其次为占比 16.02% 的门票收入。

图：恒大淘宝足球 2014 年收入构成



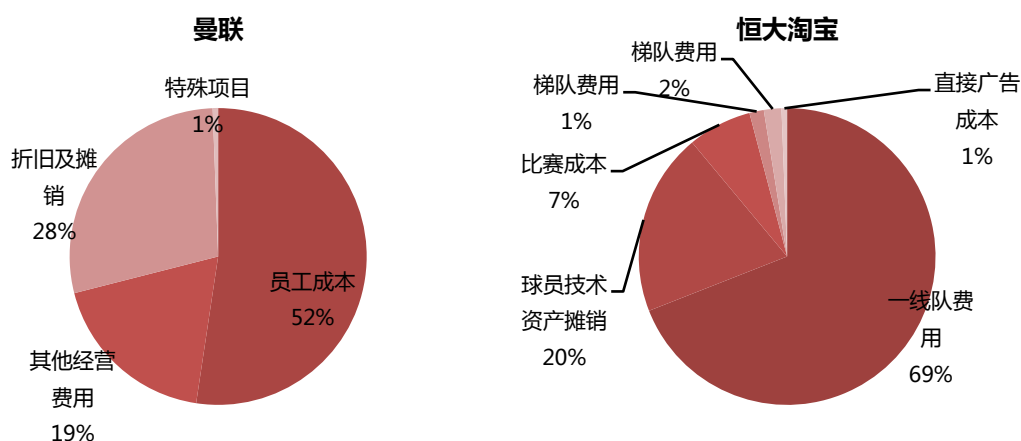
数据来源：恒大淘宝招股书、克而瑞研究中心

成本方面，曼联 14/15 赛季的成本为 3.88 亿英镑(约合 37.72 亿人民币)，恒大淘宝 2014 年的主营业务成本为 8.33 亿人民币。

曼联的支出主要包括人员薪酬、折旧及摊销、其他经营费用、特殊项目等。14/15 赛季，曼联的员工成本在占总成本的 52.37%，折旧及摊销占 28.38%，其他经营费用占 18.56%，特殊项目的支出较少仅占 0.59%。

而在恒大淘宝的成本结构中，一线队费用占 69.04%，球员技术资产摊销（转会费摊销）占 19.9%，比赛成本占 6.97%，梯队费用、商品成本和直接广告成本分别占 1.57%、1.91% 和 0.61%。

图：曼联 14/15 赛季、恒大淘宝 14 年成本构成



数据来源：曼联年报、恒大淘宝招股书、克而瑞研究中心

细化至单个业务进行对比，则能看出哪些板块未来的收入及盈利增长空间更大。

广告赞助收入。在 2015 年 6 月品牌金融发布的 2015 年足坛俱乐部品牌价值排行榜中，曼联以 12 亿美金高居榜首，而这也为曼联每年带来 1-2 亿英镑的广告赞助收入。恒大淘宝目前包括商标权和球员技术资产在内共 7.37 亿人民币，每年的广告收入大概在 2 亿多人民币。品牌撬动的广告收入比例未来还有可能进一步放大。

转播费收入。2014 年，恒大淘宝包含转播费在内的授权使用费收入在 341 万元，而 14/15 赛季曼联仅转播费就收获 1.08 亿欧元，当赛季曼联未能参与欧冠比赛，否则这一收入将更高。2016 年中超版权费是 10 亿人民币，如果中超采取英超的分配办法，意味着联赛第一的在 2016 年能拿到的版权收入是 6000 万以上。只要恒大淘宝继续卫冕，未来转播版权带来的收入都将是 14 年的几十倍。

门票收入。2015 年 1-5 月恒大淘宝的门票收入为 2761 万元，占比 32.62%，这一比例较 2014 年有大幅提升，得益于恒大淘宝对球员实力提升加强了的比赛观赏性，及更多的杯赛

参赛机会。2015 年下半年，恒大再次夺得亚冠，而仅亚冠决赛的门票收入便可达 2 亿人民币，可以预见，亚冠比赛收入将大幅提升恒大淘宝足球的全年门票收入水平。

周边商品收入。曼联品牌及周边产品收入占比在 8%左右，并不算高，但是对于收入是有效的贡献。恒大淘宝授权使用费+商品销售收入的占比也在 8%左右，贡献比例二者较为接近。

从国外俱乐部的发展看，周边产品的销售是必要环节，作为俱乐部的补充收入及加深球迷和球队的联系。未来，恒大淘宝将会发挥淘宝线上优势，线下建造皇马博物馆、酒吧、咖啡厅等，增强球迷体验，辅助增加相应收入。

球员转会或租借收入则被计为恒大淘宝主营业务外的其他收入。从目前来看，这部分收入几乎可以忽略不计，不过长远来看，国外不少球队将优秀的青年队员招入麾下，经过几年培养后高价出售给豪门盈利，恒大淘宝的培训机制也将逐渐成熟。

综上，恒大未来在广告、转播及门票收入方面都还有较大增长空间，球员转会收入也是值得看好的，但仍在培育期。此外在曼联收入构成中的移动端收入，恒大尚未拓展，目前国内互联网也在蓬勃发展当中，恒大也可尝试介入。

三、恒大淘宝未来有多大发展空间？

恒大淘宝所处的中国足球产业大环境尚未成熟，但这也意味着其已占据龙头企业的先发优势，并有更大的提升空间。**上市前的高额投入，均已转化为恒大淘宝内在价值的沉淀。**

球队发展迅速，成绩突出。恒大集团入主球队当年便冲超成功；随后的 2011 年以升班马身份夺得中超冠军，成为中国版凯泽斯劳滕；至 2015 年已实现中超五连冠；2013 年和 2015 年登顶亚冠，创造了中国足球的历史；目前亚洲排名第一，世界排名前三十。

对恒大集团品牌的提升。足球为整个恒大集团带来的知名度和美誉度不言而喻，助推了恒大房地产主业的销售，冰泉、粮油、保险等板块借重大赛事推出也带来了巨大影响力。这些无形的利好，实质上也是恒大足球价值的体现，未来有通过各种方式转化为收益的可能。

粉丝效应已经开始形成。作为中国最优秀的球队，恒大也满足了不少中国球迷的梦想，粉丝效应已经经过了六年的积累。这些忠实的粉丝，也将成为恒大未来转播、门票和周边商品的主力消费群体，价值发掘空间大

也就是说，对于恒大淘宝来说，最“烧钱”的成长阶段或已结束，将进入提高盈利回报股东的新阶段。而相比欧洲豪门，恒大淘宝能发挥的差异化优势主要有三点：

环境优势。2015年8月，《中国足球协会调整改革方案》正式出台，涉及机制调整、推进方向、青年培养、配套建设等方方面面，为未来中国足球的发展奠定政治基础。习近平主席也多次公开表明大力发展中国足球的愿望，并希望成功申办世界杯比赛。这一系列的动作都给予了中国足球未来良好发展的政治土壤。此外，中国有以亿计的球迷数量，相关的门票、转播、周边产业的潜在商业价值大，需要国足和俱乐部的成绩进步来激活。

集团优势。恒大集团的“家底”丰厚，并从战略上对足球产业高度重视。除了房地产主业外，恒大旗下还有文化、矿泉、粮油、奶粉、保险、健康、社区O2O等业务板块，在全国各城市都有大量渠道、网点和员工，能够与足球产业协同发展。同时，恒大以强大的执行力和效率闻名。恒大淘宝实施董事长领导下的主教练负责制，建立了科学的选帅、引援体系，制定了严格队规，实施约束与激励机制相结合的管理办法。

互联网优势。恒大集团当前将互联网业务作为未来发展的两大重点板块之一，并且与两大互联网巨头阿里和腾讯均有股权合作。恒大淘宝具备互联网属性，未来也计划将粉丝导入互联网平台变成用户，并与其互动，产生衍生收入。“互联网+体育”是传统足球俱乐部运营中并不包含的新业务，因此更具想象空间。例如，在线上边观看比赛，边进行评论、与嘉宾或

其他球迷讨论，甚至对喜爱的球员进行“打赏”；资产证券化，如将重大赛事门票收入收益权打包出让，赛后兑付，或赛前以球票形式返还给球迷等。