

## 实控人兜底增持, 公司泛娱乐布局信心不减

### 投资要点

- **事件:** 2017年6月5日, 公司董事长向全体员工发出增持公司股票的倡议, 承诺凡2017年6月6日至6月9日期间, 公司员工及全资子公司、控股子公司员工通过二级市场净买入星辉娱乐股票且连续持有12个月以上(在12个月内持股数不低于上述期间买入)并在职的, 若因增持星辉娱乐股票产生的亏损, 由董事长本人予以全额补偿, 收益则归员工个人所有。
- **公司实控人向全体员工发出增持股票倡议, 彰显进一步推动公司发展的信心。** 公司2016年业绩开始回暖, 在2017年Q1、Q2季度业绩持续向好的基础上, 公司实际控制人发出兜底增持倡议书, 号召全体员工增持股票, 彰显对2017年公司业绩和进一步推动公司泛娱乐布局的信心。
- **泛娱乐集团雏形初显, 四大板块业绩持续向好。** 公司玩具车模、游戏、体育、投资四架马车势头强劲, 2016年实现营业收入23.93亿元, 归母净利润4.58亿元, 分别同比增长43.08%和30.15%, 其中游戏业务快速增长占营收的47.21%、体育业务开始盈利, 其营收占公司总营收的20.09%。2017Q1公司实现营业收入6.33亿元, 同比增加112.26%; 实现归母净利润1.2亿元, 虽同比降低46.77%, 但扣除2016年Q1按会计准则释放较大投资收益的影响, 公司2017Q1扣除投资收益后的归母净利润为5009万元(前值-1.12亿元), 仍有大幅度的增长。公司在保持玩具车模传统业务营收稳定的基础上, 游戏、体育开始迅速崭露头角并成为公司业绩的强力支撑。
- **游戏: 研发加码+下乡出海市场战略力振星辉游戏品牌。** 2017年3月, 公司发布配股公开发行预案, 拟使用募集资金中的3.2亿元投入游戏研发项目, 成为公司游戏业务持续增长的引擎。2017年公司新发游戏产品包括《三国群英传》(腾讯独代)、《传奇》、《超神学院》、《鬼吹灯》、《莽荒纪》、《雪鹰领主》等, 其中《超神学院》的历史点击超过10个亿, 排名国内动画前三。2016年下半年公司战略布局海外发行业务+三四线城市地方棋牌游戏, 两者业绩有望同时在2017年体现。
- **体育: 球队成绩提升利好业绩, 享受转播权持续水涨船高的红利。** 公司目前持有皇家西班牙人足球俱乐部99.35%股权, 2016-17赛季的西甲联赛中, 皇家西班牙人取得56个积分(前值43), 排名联赛积分榜第8位(前值13), 创造了近12年来同期最高的联赛积分。球队成绩的提升有望带动球场上座率、广告、IP运营等全方位收入的提升。公司后续将继续通过合理的球员运作, 实现球队收入与成绩共振上升。与此同时, 受益于西甲转播分成改革和足球联赛转播权持续水涨船高的趋势, 俱乐部转播收入预计4000-5000万欧元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.42元、0.47元、0.56元, 归母净利润5.17亿、5.84亿、6.94亿。通过可比公司一致性预期情况, 17年平均PE为25.69倍, 我们给予星辉娱乐26倍估值, 17年市值预计134.42亿元, 对于现有股本12.44亿股, 股价约为10.80元。
- **风险提示:** 宏观经济不景气的风险; 体育产业发展不及预期的风险; 业绩承诺不及预期的风险; 并购整合风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2393.27	2893.66	3667.38	4755.66
增长率	43.08%	20.91%	26.74%	29.67%
归属母公司净利润(百万元)	458.03	517.18	584.03	694.28
增长率	30.15%	12.92%	12.92%	18.88%
每股收益EPS(元)	0.37	0.42	0.47	0.56
净资产收益率ROE	18.92%	18.73%	17.44%	17.14%
PE	24	21	19	16
PB	4.54	3.71	3.06	2.54

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 罗亚琨  
电话: 0755-88604093  
邮箱: lyk@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.44
流通A股(亿股)	8.37
52周内股价区间(元)	7.55-15.8
总市值(亿元)	106.25
总资产(亿元)	58.62
每股净资产(元)	1.99

### 相关研究

1. 星辉娱乐(300043): 上市公司雄厚财力 助推俱乐部腾飞 (2016-11-24)

## 关键假设:

假设 1: 欧洲央行 2016 年 12 月 22 日公布的经济月报重申了欧元区经济将继续温和稳固复苏。美国商会表示, 4 月份的个人平均消费量成长了 0.4%, 比 3 月份多出了 0.3%, 购买力水平 4 个月以来最高。预期未来海外经济形势会有所好转。车模业务欧洲占比约 40%, 美洲占比约 10%, 该业务能从海外经济形势的好转中收益。

假设 2: 二胎政策叠加第四次婴儿潮, 每年新增新生儿 250 万, 刺激国内玩具市场持续向好;

假设 3: 游戏行业基本面不发生较大变化, 趣丸网络发展符合预期;

假设 4: 公司对皇家西班牙人的整合顺利, 俱乐部 16/17 赛季排名第八, 战绩相对 14/15 赛季转好, 符合球员身价公允价值排名预期, 带动商业价值提升, 转播费用上升。

假设 5: 公司三费率无明显变化。

## 盈利预测:

根据过去业绩和未来前景的双重考量, 我们对公司各业务板块未来 3 年的业绩增长和毛利率做如下假设:

1) 车模业务: 亚洲市场汽车文化普及和欧美市场需求回升将助车模业务企稳, 预计 2017-2019 年车模销量增幅分别为 5%、10%、15%, 保持 36% 的毛利率水平;

2) 婴童及其他玩具业务: 二胎政策与婴儿潮叠加, 婴童及其他玩具销量保持稳定增长, 2017-2019 年增速分别为 5%、10%、15%, 毛利率维持 35% 的水平;

3) 游戏业务: 受益于内生快速增长和趣丸网络的并表, 公司游戏业务 16 年实现爆发式增长, 我们认为趣丸网络将增强游戏板块盈利能力, 但游戏板块整体人口红利逐渐消失, 开始头部集中, 故预计增速放缓, 预计 2017-2019 年游戏业务流水增速维持 40%, 毛利率依据 16 年并表趣丸后的水平 32%;

4) 电视转播收入: 一个赛季横跨两个会计年份, 一般在 8 月底开始, 次年 5 月结束, 其间圣诞节开始到次年 1 月中旬为冬歇期, 冬歇期无比赛, 电视转播收入按月确认, 15/16 赛季转播收入约 2200 万欧元, 16/17 西班牙人联赛最终排名第八可获得约 4000-5000 万欧元转播分成。因此若后面的赛季保持当前排名水平, 我们预测 2017 年转播收入为 5000 万欧元, 约 3.35 亿元。依据西甲综合实力水平前七一般是皇马、巴萨、马竞、瓦伦西亚、塞维利亚、比利亚雷亚尔、毕巴, 所以保守估计 18、19 年与 17 年成绩持平, 转播收入随整体增速上升, 估计为 10% 左右。毛利率沿用 16 年 27%。

5) 赞助及广告收入: 2016 年赞助收入为 5600 万元, 预计 2017-2019 年增速分别为 10%、15%、20%, 保持 16 年 33% 的毛利率水平;

6) 票务收入: 根据 Wikipedia 数据显示, 16/17 本赛季场均上座率较去年增长 11.6%, 2016 年票务收入为 5850 万元, 上座率与战绩直接挂钩, 15/16 赛季排名第十三, 16/17 赛季排名第八, 门票收入较上赛季提升 20%, 保持成绩不变的情况下, 上座率至少与 16/17 赛季持平, 因此前半程球票收入高于后半程, 因此预计 2017-2019 年均增速 5%, 毛利率为 30%;

7) 足球衍生品收入: 2016 年衍生品收入为 1886 万元, 17-19 年预计分别为 5%、10%、15% 增速和 72% 毛利率水平;

8) 球员转让收入: 西班牙人俱乐部的运营模式为“青训+转让”, 转让收入是体育业务重要收入来源。既然有转让, 那也肯定会有购买, 而且由于球队下赛季冲击欧联杯或有新的引援, 预计会有支出, 就目前的转会新闻而言, 就有买断租借的 AC 米兰门将迭戈洛佩兹的计划。因此由于转会市场的不可预知性, 我们采用保守估计, 2017-2019 年不产生收入。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
车模	收入	518.40	544.32	598.76	688.57
	yoy	-11.18%	5.00%	10.00%	15.00%
	成本	332.42	348.37	383.20	440.68
	毛利率	35.88%	36.00%	36.00%	36.00%
婴童及其他玩具	收入	182.39	191.51	210.66	242.26
	yoy	6.36%	5.00%	10.00%	15.00%
	成本	119.03	124.48	136.93	157.47
	毛利率	34.74%	35.00%	35.00%	35.00%
游戏业务	收入	1,129.82	1,581.75	2,214.45	3,100.23
	yoy	145.37%	40.00%	40.00%	40.00%
	成本	760.66	1,075.59	1,505.83	2,108.16
	毛利率	32.67%	32.00%	32.00%	32.00%
电视转播	收入	297.95	335.00	368.50	405.35
	yoy		10.00%-	10.00%	10.00%
	成本	215.03	244.55	269.01	295.91
	毛利率	27.83%	27.00%	27.00%	27.00%
赞助及广告	收入	55.98	61.57	70.81	84.97
	yoy		10.00%	15.00%	20.00%
	成本	37.24	41.26	47.44	56.93
	毛利率	33.48%	33.00%	33.00%	33.00%
票务	收入	58.50	61.43	64.50	67.72
	yoy		5.00%	5.00%	5.00%
	成本	40.48	31.00	45.15	47.41
	毛利率	30.81%	30.00%	30.00%	30.00%
衍生品	收入	18.86	19.81	21.79	25.06
	yoy		5.00%	10.00%	15.00%
	成本	3.883	4.48	6.1006	7.0157
	毛利率	79.42%	72.00%	72.00%	72.00%
球员转让	收入	49.48	-	-	-
	yoy		-	-	-

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	成本	10.14		-	-
	毛利率	79.51%		-	-
其他	收入	81.89	98.26	117.92	141.50
	yoy	323.83%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	68.65	19.19	23.03	27.64
	毛利率	16.16%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	2393.3	2893.7	3667.4	4755.7
	yoy	43.08%	20.91%	26.74%	29.67%
	成本	1587.5	1888.9	2416.7	3141.2
	毛利率	33.67%	34.72%	34.10%	33.95%

数据来源：公司公告，西南证券

## 估值

由于公司三大业务板块分属不同行业，故选择业务相对多元，但以游戏为主业的几家上市公司作为可比标的，具体选取的公司有奥飞娱乐、天神娱乐、昆仑万维、巨龙管业、恺英网络。依据 Wind 一致性预期，以上公司 2017 年平均 PE 为 25.69，我们给予星辉娱乐 26 倍估值，17 年市值预计 134.42 亿元，对于现有股本 12.44 亿股，对应股价约为 10.80 元。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002292.SZ	奥飞娱乐	15.45	0.49	0.60	0.62	32.59	26.37	25.72
002354.SZ	天神娱乐	19.59	1.28	1.56	1.82	16.47	13.47	11.52
300418.SZ	昆仑万维	22.43	0.85	1.06	1.27	27.37	22.06	18.35
002619.SZ	巨龙管业	6.37	0.25	0.32	0.38	25.87	19.88	16.80
002517.SZ	恺英网络	32.82	1.30	1.64	1.86	26.14	20.74	18.30
均值						25.69	20.50	18.14

数据来源：wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2393.27	2893.66	3667.38	4755.66	净利润	455.55	634.83	698.73	824.00
营业成本	1587.53	1888.91	2416.69	3141.20	折旧与摊销	132.24	256.23	256.23	256.23
营业税金及附加	12.75	17.61	21.39	28.14	财务费用	82.30	-11.46	-16.02	-20.12
销售费用	257.10	319.29	401.10	521.66	资产减值损失	114.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	241.28	271.70	352.80	453.84	经营营运资本变动	253.37	374.88	76.36	152.46
财务费用	82.30	-11.46	-16.02	-20.12	其他	-845.41	-289.34	-273.02	-273.26
资产减值损失	114.89	50.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	192.94	965.14	742.29	939.32
投资收益	326.21	280.00	280.00	280.00	资本支出	-1189.02	-1811.26	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.54	-1.00	-1.25	-1.02	其他	599.52	347.15	266.68	268.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-589.51	-1464.11	266.68	268.45
<b>营业利润</b>	422.11	636.61	720.17	859.93	短期借款	406.99	351.43	-874.39	0.00
其他非经营损益	31.14	27.94	29.14	28.68	长期借款	620.79	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	453.25	664.55	749.31	888.60	股权融资	30.24	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.30	112.91	127.31	150.97	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	455.55	551.64	622.00	737.63	其他	-986.07	-3.83	16.02	20.12
少数股东损益	-2.48	34.46	37.97	43.35	<b>筹资活动现金流净额</b>	71.96	347.60	-858.37	20.12
归属母公司股东净利润	458.03	517.18	584.03	694.28	<b>现金流量净额</b>	-284.98	-151.36	150.59	1227.89
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	440.73	289.37	366.74	1493.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	621.08	757.17	957.81	1244.13	销售收入增长率	43.08%	20.91%	26.74%	29.67%
存货	125.77	150.33	192.51	250.43	营业利润增长率	-4.94%	50.82%	13.13%	19.41%
其他流动资产	15.91	28.75	32.42	43.77	净利润增长率	13.30%	21.09%	12.75%	18.59%
长期股权投资	444.17	444.17	444.17	444.17	EBITDA 增长率	12.77%	38.44%	8.96%	14.12%
投资性房地产	24.81	23.53	23.63	23.64	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1014.59	1443.93	1327.50	1211.07	毛利率	33.67%	34.72%	34.10%	33.95%
无形资产和开发支出	2084.60	3214.62	3079.14	2943.67	三费率	24.26%	20.03%	20.12%	20.09%
其他非流动资产	350.05	288.73	290.68	291.17	净利率	19.03%	19.06%	16.96%	15.51%
<b>资产总计</b>	5121.69	6640.58	6714.59	7945.44	ROE	18.92%	18.73%	17.44%	17.14%
短期借款	522.96	952.46	31.72	0.00	ROA	8.89%	8.31%	9.26%	9.28%
应付和预收款项	686.83	1171.74	1487.02	1938.14	ROIC	19.91%	13.17%	13.27%	17.01%
长期借款	625.09	625.09	625.09	625.09	EBITDA/销售收入	26.60%	30.46%	26.19%	23.05%
其他负债	879.20	946.75	1004.21	1078.04	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2714.08	3696.04	3148.04	3641.27	总资产周转率	0.57	0.49	0.55	0.65
股本	1244.20	1244.20	1244.20	1244.20	固定资产周转率	3.29	2.39	2.69	3.81
资本公积	69.30	69.30	69.30	69.30	应收账款周转率	8.19	6.76	6.90	6.97
留存收益	1027.69	1544.87	2128.90	2823.18	存货周转率	10.76	13.59	14.03	14.13
归属母公司股东权益	2355.89	2858.37	3442.40	4136.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.34%	—	—	—
少数股东权益	51.72	86.18	124.15	167.49	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2407.61	2944.54	3566.54	4304.17	资产负债率	52.99%	55.66%	46.88%	45.83%
负债和股东权益合计	5121.69	6640.58	6714.59	7945.44	带息债务/总负债	69.79%	62.87%	44.57%	37.66%
					流动比率	0.92	0.54	0.89	1.36
					速动比率	0.82	0.47	0.78	1.24
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.37	0.42	0.47	0.56
					每股净资产	1.94	2.37	2.87	3.46
					每股经营现金	0.16	0.72	0.57	0.69
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	636.64	881.38	960.38	1096.03					
PE	23.85	21.12	18.70	15.73					
PB	4.54	3.71	3.06	2.54					
PS	4.56	3.78	2.98	2.30					
EV/EBITDA	18.84	14.34	12.11	9.55					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn