

证券研究报告—动态报告

传媒

互联网

星辉娱乐(300043)

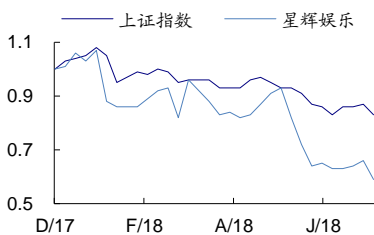
增持

2018 年半年报点评

(维持评级)

2018 年 08 月 14 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,244/903
总市值/流通(百万元)	4,815/3,493
上证综指/深圳成指	2,794/8,752
12 个月最高/最低(元)	8.40/3.49

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

联系人: 董博雄

电话: 010-88005318
E-MAIL: dongboxiong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

游戏体育双驱动, 优质 IP 与国际化战略效益凸显

● 营收高速增长, 游戏与体育业务齐发力

1) 2018H1 公司实现营业收入 16.38 亿元, 同比增长 25.58%, 归母公司净利润 1.41 亿元, 同比减少 14.32%。报告期内公司净利润同比下降, 主要 Q1 非经常性损益项目较上年同期同比下降。剔除 2018Q1 影响, 公司 Q2 归母净利润较上年同期大幅度增长 138.35%。

2) 游戏板块增速最快, 于报告期内实现营业收入 8.67 亿元, 同比增长 34.97%, 主营业务收入占比 52.96%; 足球俱乐部业务实现营业收入 4.83 亿元, 同比增长 33.13%, 占比 29.51%; 玩具业务实现营业收入 2.59 亿元, 同比减少 11.11%, 占比 15.82%。游戏与体育业务收入高速增长, 提升公司业绩。

● 优质 IP 结合先进研发能力, 深耕细分品类打造行业龙头

1) 公司已建立包涵文学、漫画、影视等在内的多样化 IP 资源矩阵, 注重与影视动漫的深度结合。未来将进一步聚焦 SLG、二次元等细分品类, 布局“00”后、女性游戏品类, 加强品牌与渠道建设, 注重研发能力, 深耕细分市场。

2) 得益于世界知名汽车品牌的品牌授权与公司内部先进的研发能力, 公司在玩具业务上坚持高毛利战略, 安全边际优势显著。

● 细分行业动态调整, 国际化战略效益凸显

1) 游戏出海业务收益斐然, 海内外流水持续增长。《三国群英传-霸王之业》报告期国内外月流水持续维持在 1 亿元左右, 《苍之纪元》于 3 月首发, 获苹果 App Store 中国区游戏畅销榜第 9 名、角色扮演类游戏第 1 名, 并获数十家主流游戏渠道主推, 日流水近千万元; 《三国志 M》上线以来一直位列畅销榜游戏排行 Top10 (App Annie 数据), 获中国手游出海吸金榜第七名的成绩。

2) 体育业务 H1 营收 4.84 亿元, 其中 2.16 亿来自电视转播权, 2.68 亿来自赞助及广告收入等。西班牙人俱乐部球员总价值进一步上升, 达 1.10 亿欧元。

● 投资建议

我们预计公司 2018/19/20 年备考归母利润分别为 3.46/4.14/5.32 亿元, 对应同期 14/12/9 倍 PE, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

政策监管风险、游戏发行进度不及预期风险等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,755	3,444	4,133	4,753	5,656
(+/-%)	15.1%	25.0%	20.0%	15.0%	19.0%
净利润(百万元)	230	345.66	413.82	531.69	615
(+/-%)	-49.8%	50.3%	19.7%	28.5%	15.7%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.28	0.33	0.43	0.49
EBIT Margin	7.9%	16.1%	16.4%	17.0%	17.1%
净资产收益率(ROE)	9.0%	13.3%	15.6%	19.5%	22.0%
市盈率(PE)	21.0	14.0	11.7	9.1	7.8
EV/EBITDA	20.9	12.6	10.8	9.5	8.3
市净率(PB)	1.90	1.87	1.83	1.78	1.72

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收高速增长，游戏与体育业务齐发力

营业收入与扣非净利润高速增长。2018 年上半年公司营业收入实现高速增长，同比上升 25.58%，达 16.39 亿元；归母公司净利润 1.41 亿元，同比减少 14.32%；扣非净利润 1.14 亿元，同比增加 28.29%。报告期内公司净利润同比下降，主要是公司 2018 年第一季度非经常性损益项目确认的利润较上年同期同比下降。剔除 2018 年第一季度的影响，公司第二季度的实现的归属于母公司所有者的净利润，较上年同期大幅度增长138.35%。

图 1：2015-2018H1 公司营收及增速

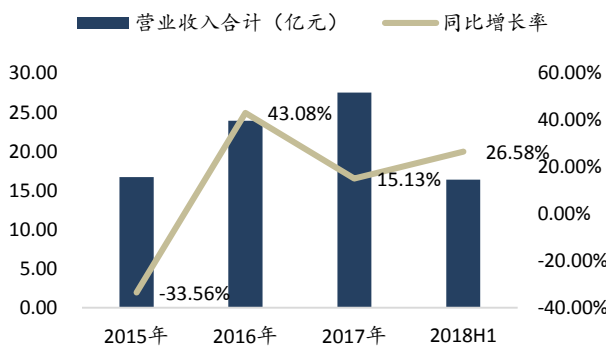
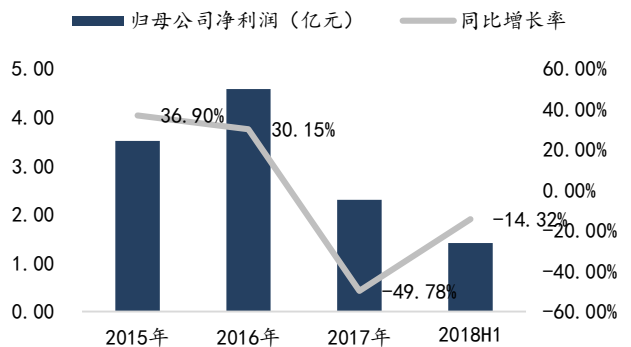


图 2：2015-2018H1 公司归母净利润及增速



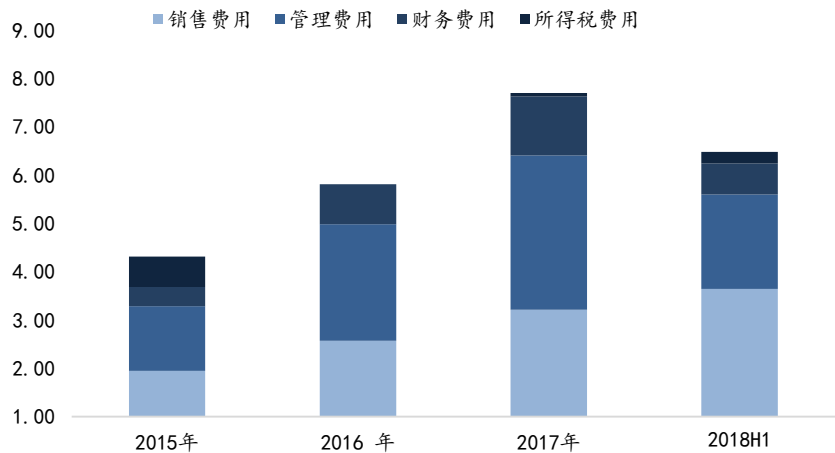
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国际经济形势冲击有限，公司业务均衡发展。中美贸易争端加剧、人民币汇率适度波动下，公司多板块、全球化经营的特点帮助公司扬长避短，充分发挥体系优势。一方面，游戏业务和足球俱乐部业务暂无对美业务、公司玩具业务对美销售额占总收入不到 1%，目前几乎不会受到中美贸易争端对业务的影响；另外一方面，公司体育业务主要结算币种为欧元，海外游戏业务及玩具出口业务主要核算币种为美元，上述业务除了自身业务量增长外，还得益于人民币的适度贬值，外币币值相对上升，带来并表收入及收益的增加。

借款利息与所得税费用增加导致期间费用增加。2018H1 年度公司销售费用为 3.64 亿元，同比增长 148.06%，主要系报告期内公司游戏业务推广投入增加所致；管理费用为 1.96 亿元，同比增长 25.92%；财务费用为 0.64 亿元，同比增长 53.62%，主要系上年同期俱乐部利息补偿收入增加；所得税费用为 0.24 亿元，同比减少 30.73%，主要系报告期内公司利润减少所致。

图 3: 2015-2018H1 年四大费用规模 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

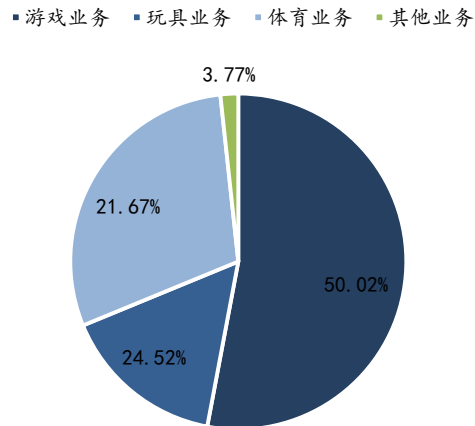
玩具业务收入持续下降, 游戏与体育产业拉动公司营收增长。公司当前三大主营业务为游戏业务、玩具业务以及体育业务。2018 年度体育板块增长最快, 于报告期内实现营业收入 4.84 亿元, 同比增加 67.26%; 其次为玩具业务, 营业收入 8.67 亿元, 同比增加 34.97%; 相比之下, 玩具业务营收出现下滑, 为 2.59 亿元, 同比下降 11.65%。体育与游戏业务盈花瘦均实现增长, 但营业成本上升更快, 出现毛利下降现象。游戏业务与足球俱乐部齐发力, 超越玩具业务, 成为拉动公司业绩增长的主要动力。

表 1: 2018H1 年公司三大业务营收表现

业务类型	营业收入 (亿元)	同比增长率
游戏业务	8.67	34.97%
体育业务	4.83	67.26%
玩具业务	2.59	-11.65%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4：2018H1 年度公司三大业务营收占比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

多层次开发优质 IP，深耕细分品类打造行业龙头

围绕优质 IP 开展泛娱乐游戏全产业链布局，聚焦细分品类市场打造行业龙头。公司已建立包涵文学、漫画、影视等在内的多样化 IP 资源矩阵，基于《三国群英传》、《超神学院》《书剑恩仇录》等优质授权，为后续以游戏为基础的泛娱乐综合开发提供深厚的 IP 基础；公司围绕变现能力较强的游戏产业上下链开展投资布局与整合渗透，投资的标的涵盖手游研发与发行、移动互联网渠道、IP 企业及周边等，贯穿整个移动游戏产业链；公司注重与影视、动漫的深度结合，通过优质 IP 资源加高质量游戏、动漫等泛娱乐领域游戏开发与应用能力为公司构建了产业和人才的护城河。在未来，公司将聚焦已有 SLG、二次元等细分品类，进一步布局“00”后、女性游戏品类，加强品牌与渠道建设，注重研发能力，深耕细分市场。

表 2：公司获奖游戏

项目	获得奖项
《三国群英传-霸王之业》	金翎奖“最佳原创移动游戏”、金陀螺奖“年度最佳网游移动游戏”、金口奖“年度影响力游戏”、金狗奖“最具人气手机游戏”
《苍之纪元》	游戏制作人大赛“最佳移动游戏设计创新奖”
《永恒仙域》	金趣奖“年度最佳移动游戏奖”；
《超神学院》	黑石奖“最受欢迎动作类游戏”、新华网中国游戏盛典“年度最受欢迎网络游戏奖”；
《大圣之怒》	品味榜“十大最受玩家欢迎手机游戏”；
《末世王者》	安趣网“最受期待移动游戏奖”

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 3：2017 年公司影视、动漫孵化项目

合作方	项目	进度
华策影视	影视 IP《盛唐幻夜》	即将在 2018 暑期档与观众和玩家见面
超神影业	原创动画剧集《雄兵连》	于 2017 年 6 月在腾讯视频开播，截至年底累计播放量达 13.3 亿
天工艺彩	原创动画剧集《末世觉醒-入侵》	预计 2018 年上半年开播
云图动漫	数十部原创漫画作品	在腾讯动漫、快看漫画等平台连载，其中《恋爱云书》、《承万视天象》、《茶楼浮生梦》、《恋爱 1/2》等作品人气超 6 亿

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

围绕品牌价值研发打造高附加值产品，维护玩具产业安全边际。公司主要专注于动、静态车模、收藏型车模和电动童车等产品的生产、研发及销售。一方面，已获宝马、兰博基尼等 20 多个世界知名汽车品牌的超 300 款车模生产的品牌授权，IP 资源丰富；另一方面，公司研发综合实验室和现代化生产基地已达国际最先进水平，居国内领军地位。丰富的 IP 储备与多层次产品研发能力助力公司打造高附加值、高毛利产品，使公司玩具业务在原材料价格上升期仍具有较大安全边际，巩固了公司在车模领域的龙头地位。

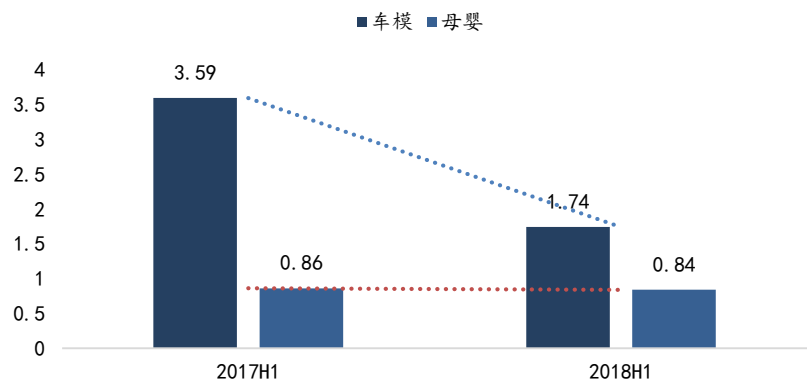
细分行业动态调整，国际化战略效益凸显

游戏出海业务收益斐然，细分市场优势显著。2018 年公司游戏业务海内外流水持续增长，报告期末上半年游戏总流水已接近 2017 年全年流水，自研产品连续两款（《三国群英传-霸王之业》、《苍之纪元》）峰值月流水达到亿元水平。SLG

方面，公司自研并由腾讯独家代理的《三国群英传-霸王之业》于 2017 年 9 月中旬正式上线，发布 15 天流水突破 1 亿元人民币，报告期国内外月流水持续维持在 1 亿元左右；二次元方面，《苍之纪元》于 2018 年 3 月在国内全平台正式首发，获苹果 App Store 中国区游戏免费榜第 8 名、畅销榜第 9 名、角色扮演类游戏第 1 名的榜单成绩，并获 TapTap、腾讯应用宝等数十家主流游戏渠道的主推，日流水近千万元人民币；《三国志 M》同样成绩斐然，3 月 19 日上线以来一直位列畅销榜游戏排行 Top10（App Annie 数据），创造韩国地区策略类手游的新纪录，Sensor Tower 公布的 2018 年 4 月中国手游海外收入榜单中，《三国志 M》获得中国手游出海吸金榜第七名的成绩。

玩具业务动态调整，国际化业务拓宽销售渠道。公司玩具业务营收出现进一步下降（2.60 亿元，同比减少 11.65%），主要由于车模玩具收入下降（营收 1.74 亿元，同比减少 15.52%）所致，新领域婴童用品业务实现营业收入人民币 0.84 亿元，同比下降 2.47%。

图 5：2017H1-2018H1 年玩具业务发展（亿元）



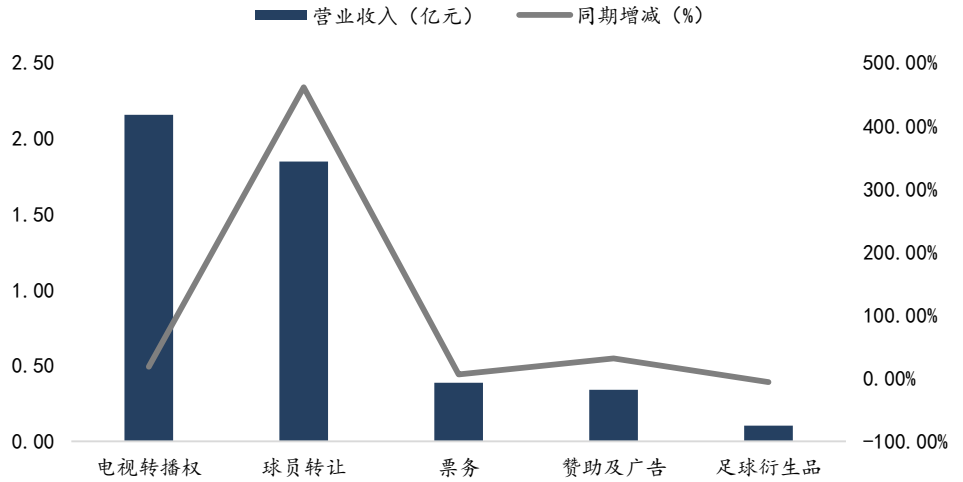
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

足球俱乐部业务高速发展，助力公司经营绩效。公司已获得西班牙足球甲级联赛皇家西班牙人足球俱乐部 99.25% 的股份，是首家控股欧洲五大联赛顶级俱乐部的 A 股上市公司。报告期内公司的足球俱乐部业务实现营业收入 4.84 亿元，其中 2.16 亿元来自电视转播权收入，2.68 亿元来自赞助及广告收入等其他收入。

球员转会收入、电视转播权收入的增加，对公司本期净利润产生了积极的影响。

2018 上半年，皇家西班牙实现净利润 8,396.43 万元。根据 Primetime Sport 的数据报告，截止 2018 年 6 月底，皇家西班牙人俱乐部球员总价值达 1.10 亿欧元。

图 6: 2018H1 年足球俱乐部业务发展



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

西甲联盟转播改革深化, 持续利好球队发展。报告期内, 西班牙职业足球联盟以 44.85 亿欧元的价格完成未来 5 个赛季的西甲联赛海外转播权的出售, 平均每年收入相较 2017-18 赛季增长34%; 也以 34.21 亿欧元的价格出售未来 3 个赛季部分西班牙国内转播权, 超出过去 3 个赛季西班牙国内转播权总额的 15%。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	302	371	337	354	营业收入	2755	3444	4133	4753
应收款项	505	631	723	793	营业成本	1879	2308	2769	3185
存货净额	117	0	0	0	营业税金及附加	18	21	25	29
其他流动资产	162	202	243	279	销售费用	321	344	405	442
流动资产合计	1086	1205	1304	1428	管理费用	319	217	255	289
固定资产	1033	1843	2612	3306	财务费用	122	100	162	150
无形资产及其他	695	667	639	611	投资收益	176	0	0	0
投资性房地产	2701	2701	2701	2701	资产减值及公允价值变动	(58)	(87)	(72)	(80)
长期股权投资	465	465	465	465	其他收入	14	0	0	0
资产总计	5980	6881	7721	8511	营业利润	229	367	445	579
短期借款及交易性金融负债	882	1629	2273	2867	营业外净收支	26	26	26	26
应付款项	354	422	504	577	利润总额	255	394	471	605
其他流动负债	285	328	389	440	所得税费用	8	21	25	32
流动负债合计	1521	2379	3165	3884	少数股东损益	17	27	32	41
长期借款及应付债券	1816	1816	1816	1816	归属于母公司净利润	230	346	414	532
其他长期负债	27	19	11	3					
长期负债合计	1844	1835	1827	1819	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3365	4214	4992	5702	净利润	230	346	414	532
少数股东权益	71	75	79	85	资产减值准备	(55)	40	35	38
股东权益	2544	2592	2649	2723	折旧摊销	174	166	227	291
负债和股东权益总计	5980	6881	7721	8511	公允价值变动损失	58	87	72	80
					财务费用	122	100	162	150
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1119)	94	36	49
每股收益	0.18	0.28	0.33	0.43	其它	58	(36)	(30)	(33)
每股红利	0.16	0.24	0.29	0.37	经营活动现金流	(655)	696	754	957
每股净资产	2.04	2.08	2.13	2.19	资本开支	49	(1075)	(1075)	(1075)
ROIC	8%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(0)	(0)	(0)	(1)
ROE	9%	13%	16%	20%	投资活动现金流	28	(1076)	(1076)	(1076)
毛利率	32%	33%	33%	33%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	16%	16%	17%	负债净变化	444	0	0	0
EBITDA Margin	14%	21%	22%	23%	支付股利、利息	(198)	(298)	(356)	(458)
收入增长	15%	25%	20%	15%	其它融资现金流	(4)	747	644	594
净利润增长率	-50%	50%	20%	28%	融资活动现金流	488	449	287	137
资产负债率	57%	62%	66%	68%	现金净变动	(139)	69	(35)	17
息率	4.1%	6.1%	7.4%	9.5%	货币资金的期初余额	441	302	371	337
P/E	21.0	14.0	11.7	9.1	货币资金的期末余额	302	371	337	354
P/B	1.9	1.9	1.8	1.8	企业自由现金流	(685)	(291)	(170)	30
EV/EBITDA	20.9	12.6	10.8	9.5	权益自由现金流	(244)	332	321	445

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032