

## 中国球员留洋首选，泛娱乐旗舰扬帆起航

### 投资要点

- **推荐逻辑:** “武磊效应”催动俱乐部商业价值飙升，有望带动体育板块盈利能力；俱乐部是中国球员留洋首选基地，具备构建“中国足球IP”的条件，平台属性凸显、稀缺性强；公司研发实力雄厚，游戏业务未来看好；公司未来三年归母净利润有望实现年均28%的复合增长，目前2019年PE仅为19倍。
- **体育业务: 中国球员留洋的首选平台，打造“中国足球IP”生态。**公司全资控股的皇家西班牙人俱乐部系西甲传统劲旅，在潜心经营下平台价值开始显现。
  - 1) 俱乐部运营日臻完善，深入挖掘俱乐部品牌、人力资源价值，通过良性人员流动实现竞技水平、商业价值的双重得利，具备可持续性&长期投资价值。
  - 2) 国内足球鼎力革新，未来有望出现新一轮留洋热潮。中资控股的西班牙人俱乐部立足欧洲顶级联赛，有望凭借自身先进管理理念、武磊标杆效应以及西甲较宽松的引援政策，有望成为中国球员留洋首选平台和中国足球海外旗帜。
  - 3) 18/19赛季，西班牙人俱乐部位列联赛第7位，获得下赛季欧联杯资格赛席位，将充分享受欧战红利，收益、影响力或将双双登上新台阶，如顺利打入欧联杯正赛保守估计至少可获得约600万欧元收益。
- **游戏业务: 抓住极具潜力的细分市场，借势手游出海红利。**我国游戏市场“人口红利”消失，进入存量博弈阶段，海外市场和细分品类或成博弈胜负手。针对市场变化，公司依靠自身研发优势和海外产品的成功经验，开发出极具针对性的精品游戏，取得了较好的业绩表现(剔除趣丸网络影响，2018年游戏业务营收同增52.4%)。同时，公司拥有大规模IP储备，资源储备完善丰富，是游戏业务未来发展的坚实基础。
- **玩具业务: 多重利好叠加，有望带来复苏。**全球玩具市场增速稳定增长，我国0-14岁人口数量逐步企稳，2018年回升至2.35亿，玩具需求市场有望迎来复苏。公司拥有全球知名汽车品牌IP授权，持续加强玩具及衍生品的研发工作。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2019-2021年归母净利润复合增速达28%。通过分部估值法，我们估算公司2019年对应市值为78亿元，对应股价为6.27元/股，相当于23倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2820.33	3249.68	3624.83	3996.99
增长率	2.35%	15.22%	11.54%	10.27%
归属母公司净利润(百万元)	238.46	334.37	414.68	496.90
增长率	3.66%	40.22%	24.02%	19.83%
每股收益EPS(元)	0.19	0.27	0.33	0.40
净资产收益率ROE	8.71%	11.23%	12.47%	13.29%
PE	26	19	15	13
PB	2.28	2.10	1.88	1.67

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: 杭爱  
电话: 010-57758568  
邮箱: ha@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)	9.15
52周内股价区间(元)	2.98-7.3
总市值(亿元)	62.96
总资产(亿元)	59.13
每股净资产(元)	2.23

### 相关研究

## 投资要件

### 关键假设

1. 西班牙人俱乐部经营稳定，竞技水平、商业价值大幅提升，未来 3 年电视转播收入、赞助广告收入复合增速分别为 17%和 35%；
2. 游戏行业政策不发生较大变化，新游研发上线顺利进行，考虑到趣丸网络剥离、行业政策边际改善因素，预计未来 3 年游戏业务流水增速分别为 25%、18%和 15%，毛利率保持 67%；
3. 玩具行业需求稳定增长，带动玩具市场持续向好。

### 我们区别于市场的观点

市场普遍认为公司长期投资价值欠缺，股价表现偏短期博弈。我们认为西班牙人俱乐部是西甲老牌劲旅，历史战绩排名联盟第 7 位；青训基础深厚，青训实力闻名欧洲。经过多年经营，俱乐部运营已臻完善，通过良性球员流动实现球队竞技层面、价值层面的利益最大化。西班牙人俱乐部是国内球员留洋首选基地，具备极其稀缺的平台化属性，具备长期投资价值。

### 股价上涨的催化因素

俱乐部竞技成绩超预期，重要赞助权益出售，重磅球员转会发生，新上线游戏产品反馈良好。

### 估值和目标价格

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 3.3 亿元、4.1 亿元和 5.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.33 元和 0.40 元。通过分部估值法，我们估算公司 2019 年对应市值为 78 亿元，当前股本为 12.44 亿股，对应股价为 6.27 元/股，相当于 23 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资风险

宏观经济不景气的风险，产业政策变动的风险，俱乐部经营或不及预期的风险，游戏业务发展或不及预期的风险。

## 目 录

<b>1 公司概况：领先的互动娱乐产业集团</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：泛娱乐行业前景看好</b> .....	<b>3</b>
2.1 体育行业：用户消费潜力巨大，足球产业有望爆发.....	3
2.2 游戏行业：行业发展成熟，新的增长点出现.....	6
2.3 玩具行业：多重利好助力行业复苏.....	8
<b>3 公司分析：领先的 IP 生态构建者</b> .....	<b>12</b>
3.1 体育板块：稀缺五大联赛标的，持续构建“中国足球 IP”生态.....	12
3.2 游戏板块：优质作品贡献丰厚流水，“IP+海外”共促未来增长.....	24
3.3 玩具板块：国内车模玩具龙头.....	27
<b>4 财务分析</b> .....	<b>30</b>
4.1 成长能力分析.....	30
4.2 偿债能力分析.....	30
4.3 费用分析.....	31
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>32</b>
5.1 核心假设与盈利预测.....	32
5.2 绝对估值.....	32
5.3 相对估值.....	34
<b>6 风险提示</b> .....	<b>35</b>

## 图 目 录

图 1: 互动娱乐产业集团 .....	1
图 2: 公司股权结构图 .....	1
图 3: 公司近年营业收入及增速 .....	2
图 4: 公司近年净利润及增速 .....	2
图 5: 公司 2016 年以来主营业务结构情况 .....	2
图 6: 公司 2018 主要业务毛利情况 .....	2
图 7: 体育是人的刚性需求 .....	3
图 8: 2013-2018 年体育创业领域融资规模 .....	4
图 9: 我国体育产业增加值及占 GDP 比重 .....	4
图 10: 世界主要国家体育产业占 GDP 比重 .....	4
图 11: 中美体育产业结构对比 .....	5
图 12: 各国经常参加体育锻炼人口比例 .....	5
图 13: 2018 年中国运动健身人群年均消费水平 .....	5
图 14: 2018 年中国运动健身人群的年均消费结构 .....	5
图 15: 2018 年中国运动健身人群运动场景选择情况 .....	6
图 16: 2018 年中国运动健身人群对运动健身场景的期待 .....	6
图 17: 中国游戏市场实际销售收入 .....	7
图 18: 中国游戏用户规模 .....	7
图 19: 中国游戏市场规模及用户规模增速对比 .....	7
图 20: 中国自主研发网络游戏海外市场销售收入及增速 .....	8
图 21: 中国二次元移动游戏市场实际销售收入 .....	8
图 22: 中国游戏市场女性用户消费规模 .....	8
图 23: 家庭平均玩具消费支出 .....	9
图 24: 近年我国居民人均可支配收入及增速 .....	9
图 25: 中国玩具市场规模及增速 .....	9
图 26: 2009 年以来我国玩具行业出口额及增速 .....	9
图 27: 2015 年玩具行业出口额分省占比 .....	10
图 28: 玩具行业竞争格局 .....	10
图 29: 2006 年以来我国 0-14 岁人口数及增速 .....	10
图 30: 2018 年世界 0-14 岁人口数量排名 .....	10
图 31: 1978 年以来我国登记结婚人数 .....	11
图 32: 1950 年以来我国出生人口数 .....	11
图 33: 2009 年以来我国动漫衍生品市场规模及增速 .....	11
图 34: 我国动漫衍生品细分市场市场份额 .....	11
图 35: 职业俱乐部产业链 .....	13
图 36: 西班牙职业联盟转播分成制度 .....	15
图 37: 马里奥·埃尔莫索身价变化一览 .....	16
图 38: 博尔哈·伊格莱西亚斯身价变化一览 .....	16
图 39: 杰拉德·莫雷诺身价变化一览 .....	16

图 40: 武磊身价变化一览.....	16
图 41: 俱乐部名宿——里卡多·萨莫拉.....	17
图 42: 俱乐部名宿——劳尔·塔姆多.....	17
图 43: 西班牙人足球学校遍布全球.....	18
图 44: 俱乐部核心财务数据一览.....	19
图 45: 武磊斩获职业生涯西甲首球.....	19
图 46: 前国足队长肇俊哲担任国家队管理部部长.....	20
图 47: 休斯顿火箭队是中国球迷的重要情结.....	22
图 48: 游戏模型制作高度还原.....	24
图 49: 《三国志·M》海报.....	25
图 50: 《苍之纪元》海报.....	25
图 51: 游戏业务营业收入.....	27
图 52: 游戏业务占营业收入比.....	27
图 53: 汽车市场成交额.....	28
图 54: 私人和民用汽车拥有量.....	28
图 55: 公司汽车品牌 IP 矩阵.....	28
图 56: 宝马 BMW 儿童自行车.....	28
图 57: 公司玩具产品种类丰富, 覆盖面广.....	29
图 58: 玩具及衍生品业务营业收入.....	30
图 59: 玩具及衍生品业务占营业收入比.....	30
图 60: 公司资产负债率.....	31
图 61: 公司流动比率和速动比率.....	31
图 62: 公司总资产、营业收入和营业利润.....	31
图 63: 公司费用情况.....	31

## 表 目 录

表 1: 中国队亚洲及国际排名 .....	6
表 2: 部分玩具上市公司市场占比情况 .....	10
表 3: 西甲联赛总排行榜 .....	12
表 4: 历年世界最佳联赛 .....	13
表 5: 西甲兼具技战术水平及商业价值 .....	14
表 6: 2018 年福布斯运动员收入排行榜 .....	14
表 7: 武磊加盟后俱乐部拥趸增长显著 .....	15
表 8: 西班牙人俱乐部转会市场一览 .....	16
表 9: 2019 年第 19 届地中海国际杯比赛结果 .....	18
表 10: 全球范围中资背景足球俱乐部 .....	21
表 11: 2018/2019 赛季西甲联赛积分榜 .....	22
表 12: 欧联杯分成比例一览 .....	23
表 13: 2017-18 赛季西甲球队欧联收入 .....	23
表 14: 2018 年公司游戏板块所获奖项 .....	26
表 15: 公司 IP 储备情况 .....	26
表 16: 分业务盈利预测 .....	32
表 17: 绝对估值假设调节 .....	33
表 18: FCFE 估值结果 .....	33
表 19: 估值敏感性分析 .....	33
表 20: 可比公司相对估值 .....	34
表 21: 可比公司相对估值 .....	34
表 22: 可比公司相对估值 .....	35
附表: 财务预测与估值 .....	36

## 1 公司概况：领先的互动娱乐产业集团

星辉娱乐的前身是成立于 2000 年的澄海市星辉塑胶实业有限公司, 2008 年 6 月 6 日整体变更为广东星辉车模股份有限公司, 并于 2010 年 1 月 20 日在深圳证券交易所创业板挂牌上市。公司于 2016 年 8 月 29 日将股票简称变更为“星辉娱乐”。公司深耕“互动娱乐”理念, 业务涉及玩具、游戏和体育产业, 构建了以玩具、游戏、体育为载体、IP 全版权运营的互动娱乐产业集团。

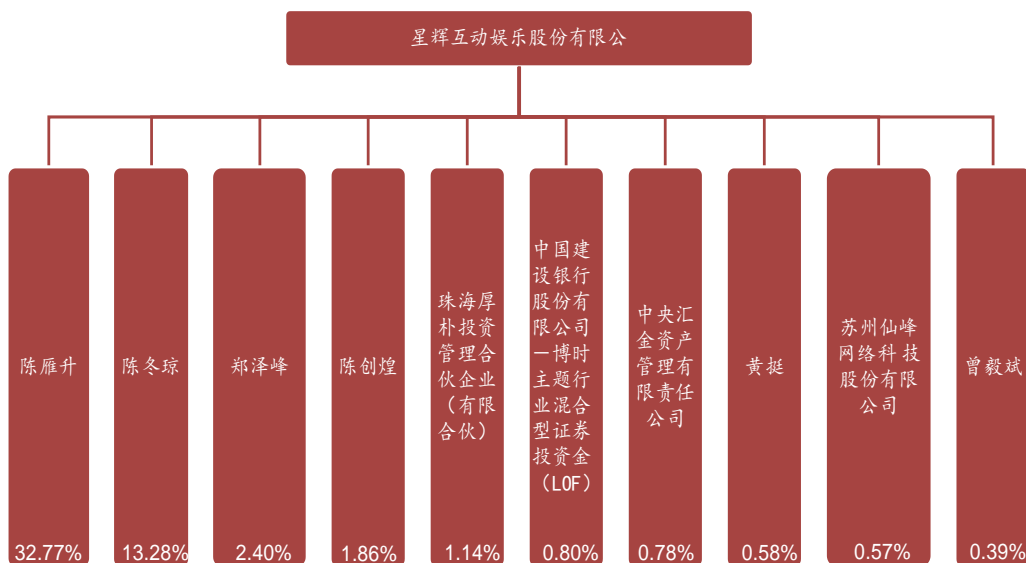
图 1：互动娱乐产业集团



数据来源：西南证券

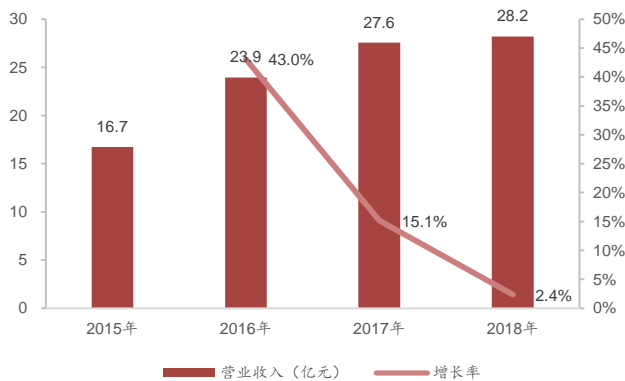
**公司股权结构：**公司实际控制人为陈雁升、陈冬琼夫妇，直接持有公司 46.1% 股份，陈创煌系陈雁升、陈冬琼之子。公司股权结构较为稳定，管理团队平均拥有超过 20 年的行业经验，管理卓有成效，公司业绩持续向好。

图 2：公司股权结构图

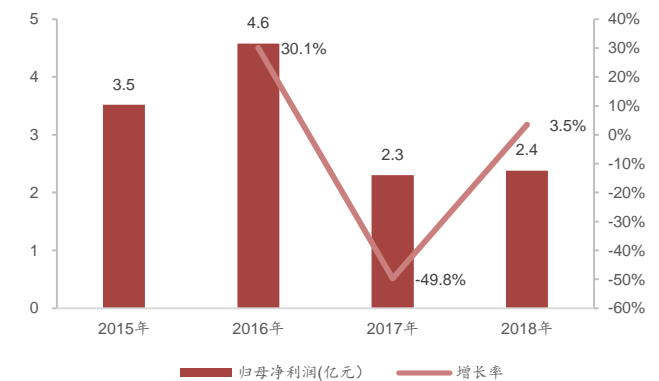


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩状况：**公司多业务协同发展，是一家具有业务创新能力、产品研发能力和商业运营能力的综合性互动娱乐产业公司。近年来公司营业收入保持稳定增长，2018 年公司实现营业收入 28.2 亿元，同比增长 2.4%。净利润水平于 2017 年出现下滑，主要是公司投资业务实现的净利润同比减少且利息费用增加所致，2018 年公司的归母净利润相较于上年有所增加，为 2.4 亿元，同比增长 3.5%。

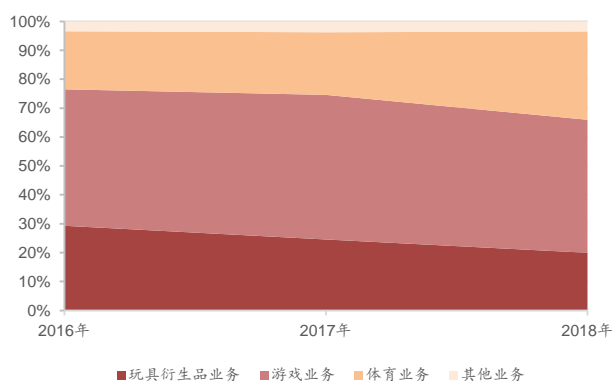
**图 3：公司近年营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

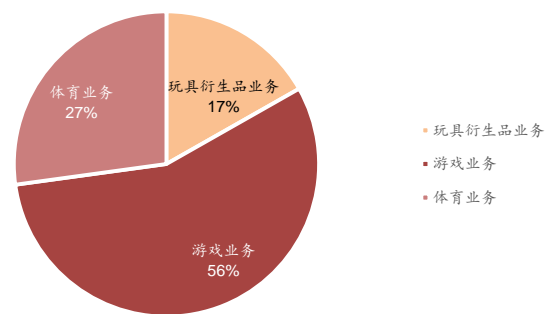
**图 4：公司近年净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：**公司主营业务大致分为玩具衍生品业务、游戏业务和体育业务等三个板块。近年来，玩具衍生品业务贡献营收比重持续下降，游戏业务成为公司主要的收入来源，体育业务迎来快速增长。2018 年，公司玩具衍生品业务实现营收 5.6 亿元，占公司营收比重为 20%；游戏业务实现营收 13 亿元，占比近半；体育业务创造营业收入 8.6 亿元，占比为 30.7%，较上年增长近 9 个百分点。2018 年，公司游戏业务实现毛利 7.1 亿元，为公司最大的毛利贡献来源，体育业务贡献毛利润 3.4 亿元，玩具衍生品业务贡献毛利润 2.1 亿元。

**图 5：公司 2016 年以来主营业务结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：公司 2018 主要业务毛利情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理



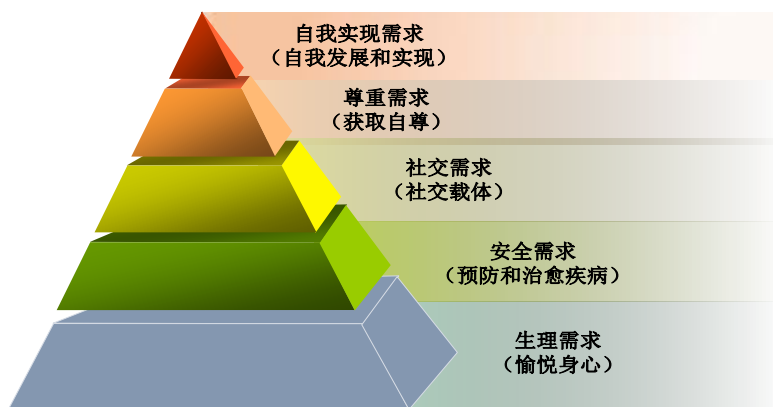
## 2 行业分析：泛娱乐行业前景看好

### 2.1 体育行业：用户消费潜力巨大，足球产业有望爆发

体育是人们与生俱来的需求，是人们自我实现、自我超越的重要途径，其中蕴藏着巨大而深刻的精神价值。随着人类社会的不断演进，这种精神价值被不断传播和放大，逐渐产生了巨大的商业价值——体育产业随即产生。究其核心来讲，**体育是一类强 IP，具有以下特点：**

- 1) **观赏性强：**体育赛事具有一定不确定性，戏剧性较强；充满对抗性，能充分体现体育文化的精髓；
- 2) **持久性强：**与影视剧 IP 不同的是，体育 IP 持久性较强，很多赛事、俱乐部历久弥新，吸引力长久不衰；
- 3) **受众粘度强：**体育受众兴趣培育周期长，一旦形成，其热情不易消退。

图 7：体育是人的刚性需求

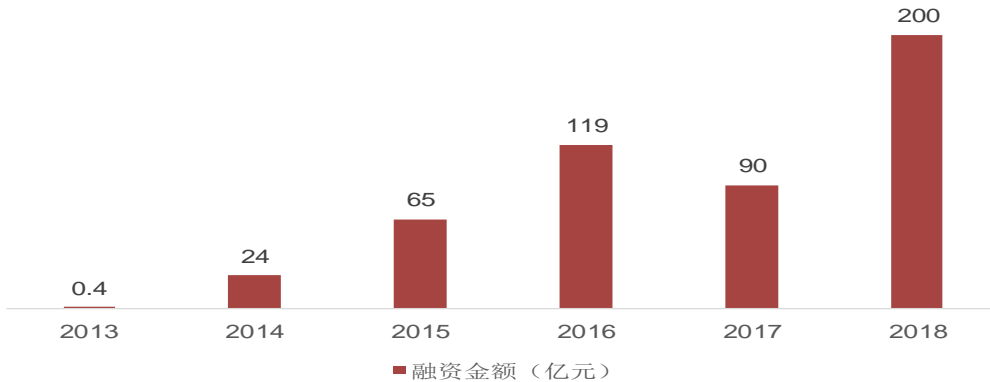


数据来源：西南证券

#### 2.1.1 政策支持力度大，激活资本市场投资热情

体育产业是受国家政策影响较大的产业，长久以来，我国奉行“举国体制”，长期以专业体育为发展纲领，限制体育产业市场化运作，导致体育产业市场化程度较低。在调整产业结构和转变经济发展方式的背景下，近年国家将体育产业作为重点发展的行业，出台了很多政策法规。2010 年，国家提出“建立以体育服务业为重点，门类齐全、结构合理的体育产业体系；体育产业增加值在国内生产总值中所占比重明显提高”的目标；2014 年，国家对体育产业进行了大刀阔斧的简政放权，取消了商业性和群众性体育赛事审批，放宽了赛事转播权限制。政策支持聚焦了社会资本的关注，2018 年体育产业投融资规模约 200 亿元，是 2013 年投资总额的 500 倍。

图 8: 2013-2018 年体育创业领域融资规模

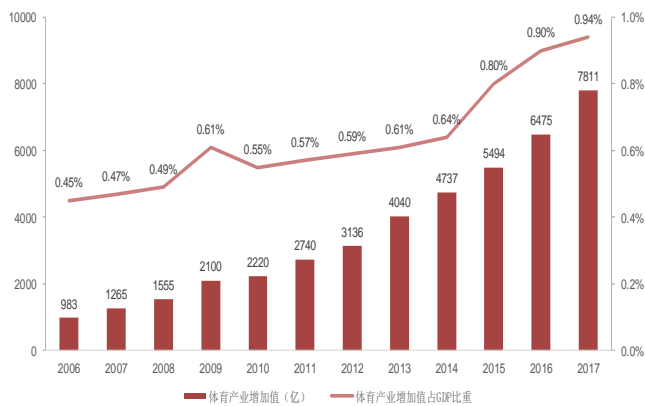


数据来源: 艾瑞咨询, 曜为资本, 西南证券整理

### 2.1.2 产业蓬勃发展, 结构仍需改善

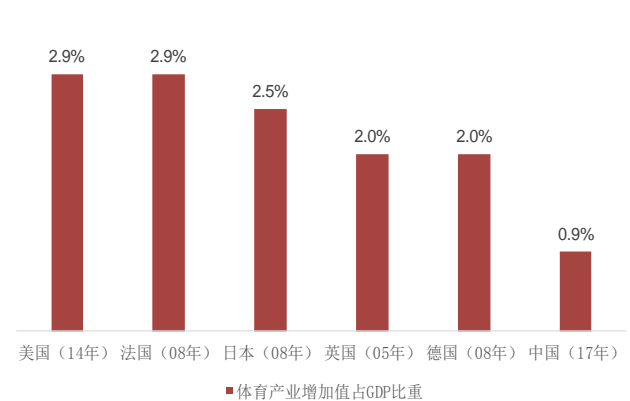
2017 年, 我国体育产业总产值约 2.2 万亿, 增加值约 7811 亿元, 增加值占 GDP 比重为 0.9%, 世界主要国家体育产业占 GDP 比重普遍在 2%-3% 左右, 仍存在较大差距。2014 年 11 月, 国务院颁布《关于加快发展体育产业、促进体育消费的若干意见》(即 46 号文), 提出到 2025 年中国体育产业总规模将达到 5 万亿元, 未来 5-10 年我国体育产业将迎来重要发展机遇期。

图 9: 我国体育产业增加值及占 GDP 比重



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

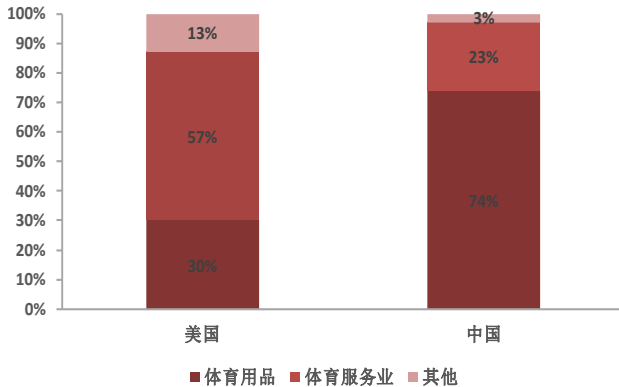
图 10: 世界主要国家体育产业占 GDP 比重



数据来源: 曜为资本, 西南证券整理

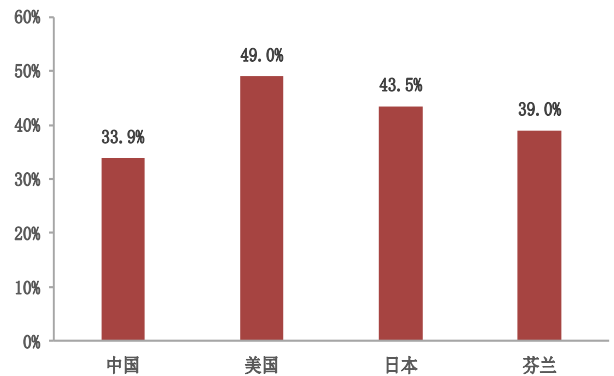
由于政策原因, 我国体育产业发展初期市场化程度较低, 导致我国体育产业结构严重失衡, 处于衍生行业的体育用品占比达到 74%, 作为主体产业的体育服务业占比仅为 23%, 而美国体育服务业占整个体育产业的比重达到 57%, 差距较大。此外, 我国竞技体育相对发达, 而大众体育发展严重滞后。根据全民健身活动状况调查公报显示, 经常参加体育锻炼(每周参加 3 次及以上, 每次锻炼持续时间 30 分钟以上, 每次锻炼强度达到中等及以上)的人口比例为 33.9%, 这一比例相比美国的 49%、韩国的 45%、日本的 43.5% 和芬兰 39% 的体育参与度相比均存在一定差距(这些数据均为 2005 年数据, 且统计口径在频次、持续时间和锻炼强度方面均高于我国)。

图 11: 中美体育产业结构对比



数据来源: 易观智库, 体育总局, 西南证券整理

图 12: 各国经常参加体育锻炼人口比例

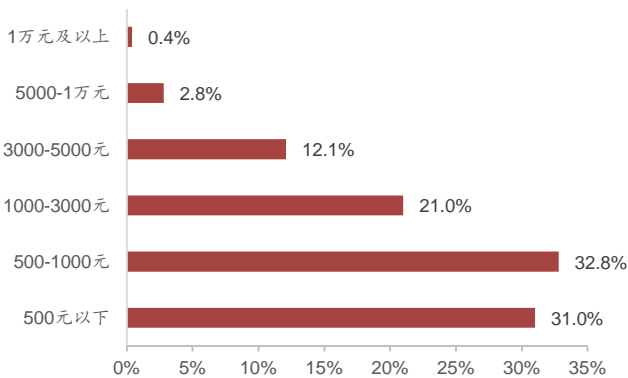


数据来源: 易观智库, 西南证券整理

### 2.1.3 消费潜力巨大, 用户需求清晰

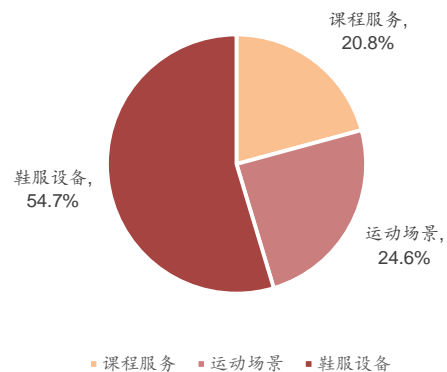
2018年,中国运动健身人群年均消费水平集中在500元以下和500-1000元这两个区间,31%的用户年均消费在500元以下,32.8%的用户消费水平高于500元,但低于1000元,消费金额相对较低。在运动健身人群的年均消费结构中,54.7%的消费投入在鞋服设备上,24.6%投入在运动场景上,另有20.8%投入分布在课程服务上。在运动健身消费方面,大部分用户仍停留在较低水平,相对国人的人均可支配收入而言,用户在这一领域的消费潜力还可挖掘,消费结构尚能进一步优化。

图 13: 2018年中国运动健身人群年均消费水平



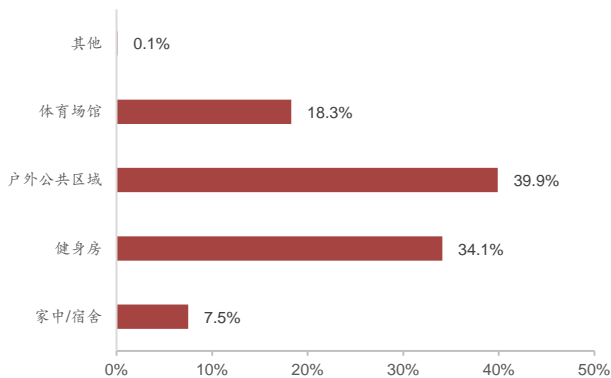
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 14: 2018年中国运动健身人群的年均消费结构

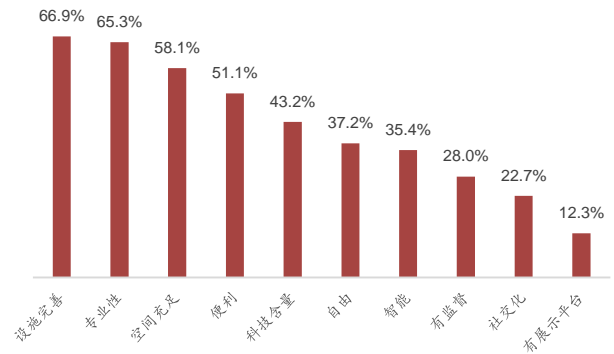


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

2018年,39.9%的用户选择在户外公共区域健身,34.1%的用户选择在健身房,另有超四分之一的用户选择体育场馆或家中/宿舍,分别占比18.3%和7.5%。选择专业性场景的用户较少,人们的选择仍以便利性、低成本为主要考量因素。根据艾瑞咨询的调查显示,运动健身人群对场景的期待值最高的为设施完善,65.3%的用户看重场景的专业性,期待运动场景空间充足、便利、科技含量高的用户较多。居民对于运动健身的基础设施已经提出了更高要求,专业度高、便利且具有科技元素的场景将会受到用户的喜爱。

**图 15: 2018 年中国运动健身人群运动场景选择情况**


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

**图 16: 2018 年中国运动健身人群对运动健身场景的期待**


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

### 2.1.4 大型赛会利好不断, 中国队有望直接受益

2019 年 6 月 4 日, 亚足联在巴黎召开的亚足联特别代表大会上宣布, 2023 年第十八届亚洲杯将由中国承办, 中国足球无疑将受到很大的关注。2018 年 6 月 13 日, 国际足联第 68 届代表大会确认了 2026 年北美世界杯将历史上第一次扩军到 48 支球队参赛。根据分配方案, 亚洲区参赛名额将由 4.5 提升至 8.5 个。目前, 中国国家队积 1339 分, 排在亚洲区第 8 位, 是最受益世界杯扩军的队伍。“世界杯扩军”对中国足球来讲, 是重大利好。中国队有望再次打入世界杯决赛圈, 形成全社会的聚焦效应, 美国、日韩的足球产业兴起即源于世界杯, 中国队若再次出线将对国内体育产业形成空前的提振。

**表 1: 中国队亚洲及国际排名**

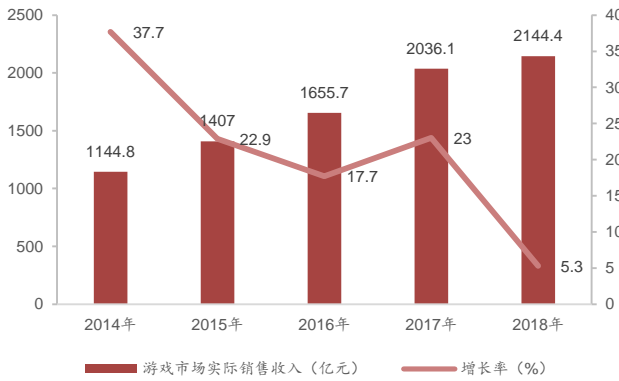
亚洲区排名	国际足联排名	名次变化	国家
1	20	+1	伊朗
2	28	-2	日本
3	37	0	韩国
4	43	-2	澳大利亚
5	55	0	卡塔尔
6	67	0	阿联酋
7	69	+3	沙特
8	73	+1	中国
9	77	-1	伊拉克
10	82	+3	乌兹别克斯坦

数据来源: 国际足联, 西南证券整理

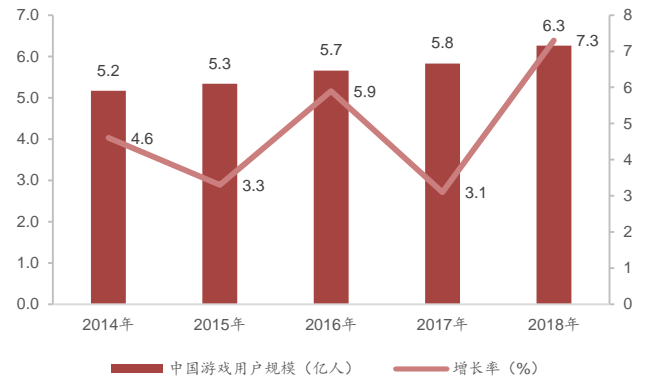
## 2.2 游戏行业: 行业发展成熟, 新的增长点出现

### 2.2.1 最大的游戏市场, 人口红利消失殆尽

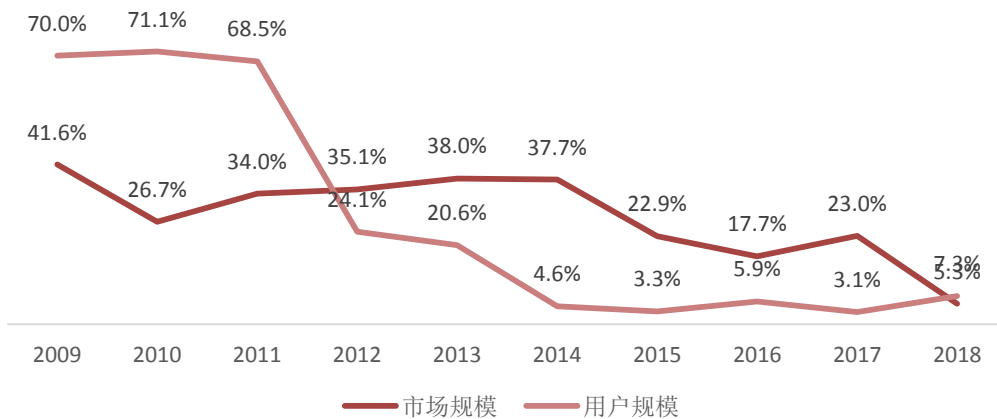
2018年,全球游戏行业总规模约为1379亿美元,同比增长13.3%。其中,我国游戏市场规模约为379亿美元,占全球游戏市场规模的27.48%,超过美国成为全球最大的游戏市场。我国游戏用户规模已达6.3亿,同比增长7.3%。

**图 17: 中国游戏市场实际销售收入**


数据来源: GPC, CNG, 西南证券整理

**图 18: 中国游戏用户规模**


数据来源: GPC, CNG, 西南证券整理

**图 19: 中国游戏市场规模及用户规模增速对比**


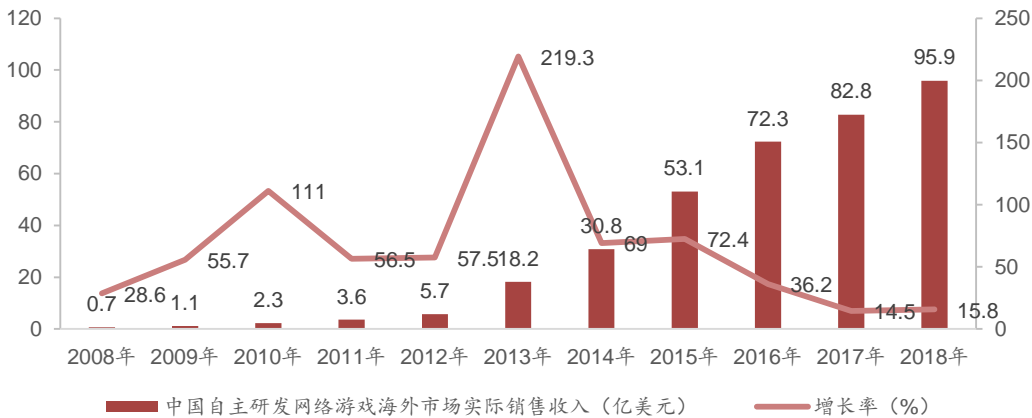
数据来源: 中国文化市场网、西南证券整理

过去,行业增长主要依赖于用户规模的持续扩张,但中国移动互联网人口增量空间已经有限,过去由人口推动的增长模式将难以持续。**我们认为,游戏行业增长动力已从前期“跑马圈地”扩张用户数量向存量用户争夺、提高用户 ARPU 值切换,这也是游戏行业未来的核心看点。**

### 2.2.2 海外市场重要性凸显,成为各家必争之地

我国游戏市场竞争格局趋于稳定,行业集中度不断提升,业务扩张的难度逐步提升,海外市场成为了国内游戏厂商重要的方向。相较于已基本成熟的中国市场,潜力明显更足。2018年中国自主研发网络游戏在海外市场实现实际销售收入95.9亿美元,同比增长高达15.8%,逐步成为国际游戏行业重要的参与主体。为实现海外战略的顺利落地,熟悉海外用户的偏好、提升游戏质量,建立当地发行和运营系统是各大厂商需要解决的难题。

图 20: 中国自主研发网络游戏海外市场销售收入及增速

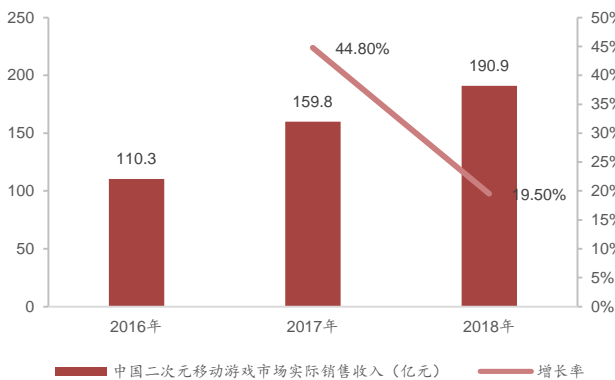


数据来源: GPC, CNG, 西南证券整理

### 2.2.3 二次元和女性用户市场崛起，行业迎来新的增长点

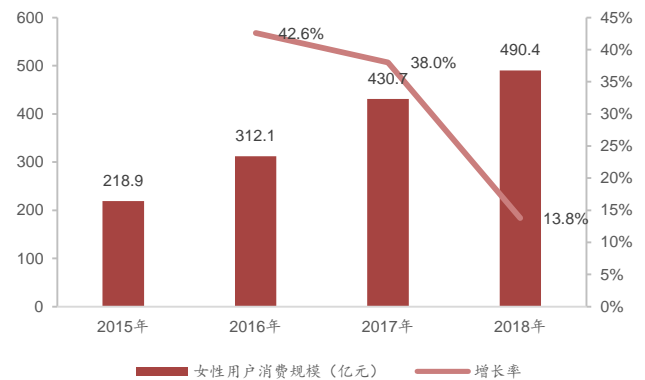
随着互联网群体逐渐年轻化，加之各类网络文化发展迅猛，二次元群体在泛娱乐产业中地位的重要性逐渐提升，2018 年中国二次元移动游戏市场实现实际销售收入 190.9 亿元，同比增长 19.5%。女性用户市场也逐渐显现，2018 年中国游戏市场女性用户消费规模为 490.4 亿元，较 2017 年增长 13.8%。以往专门针对二次元和女性群体的游戏相对较少，受众群体有着强烈的游戏需求。把握住这两个细分市场，有利于企业拿下未来的利润增长点，有望实现国内市场的弯道超车。

图 21: 中国二次元移动游戏市场实际销售收入



数据来源: GPC, CNG, 西南证券整理

图 22: 中国游戏市场女性用户消费规模



数据来源: GPC, CNG, 西南证券整理

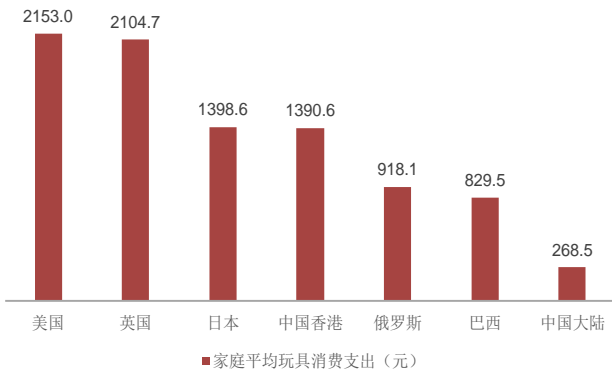
## 2.3 玩具行业：多重利好助力行业复苏

### 2.2.1 玩具制造“大”国 vs 玩具消费“小”国

我国是全球最大的玩具生产国和出口国，全球约 75%的玩具在中国生产。2018 年，我国玩具行业实现对外出口 250.8 亿美元，较 2017 年增长 2.3%，主要出口市场是美国、英国、菲律宾等国。而我国居民玩具消费水平相对较低。根据 Euromonitor 统计，我国家庭平均玩

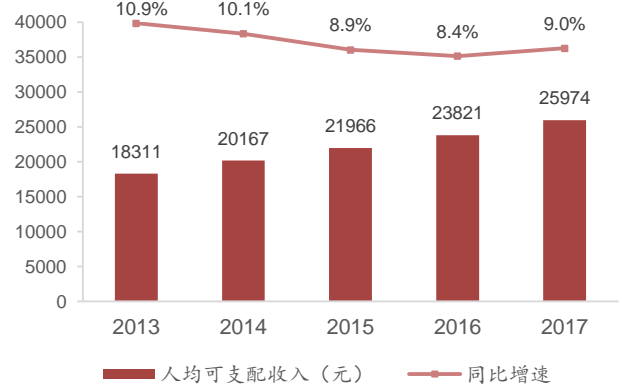
具消费支出为 268.5 元,这一水平不仅与欧美发达国家动辄 1000-2000 元的消费水平对比悬殊,即便与巴西、俄罗斯等国也存在不小差距。对比近 2.6 万元居民人均可支配收入来说,我国玩具需求市场仍存在较大发展空间。

图 23: 家庭平均玩具消费支出



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

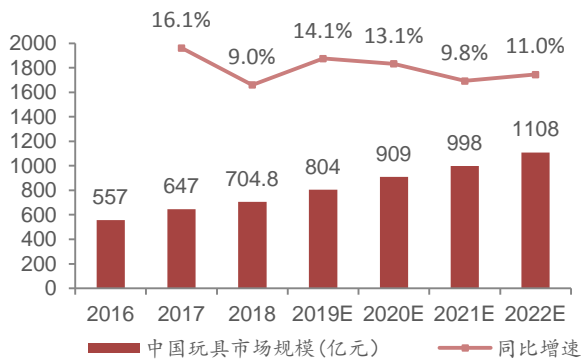
图 24: 近年我国居民人均可支配收入及增速



数据来源: 统计局, 西南证券整理

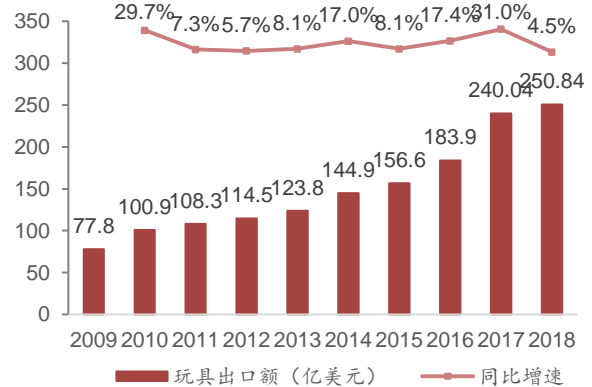
2018 年,中国玩具市场规模达到 704.8 亿元,同比增长 9%。据前瞻研究院的数据预测,2019 年中国玩具市场规模将突破 800 亿元,至 2022 年市场规模有望突破 1100 亿元。2018 年中国玩具市场规模与玩具行业出口额增速都有较明显的回落,主要原因是受到中美贸易摩擦以及美国玩具反斗城破产的影响。

图 25: 中国玩具市场规模及增速



数据来源: 贸易总局, 前瞻研究院, 西南证券整理

图 26: 2009 年以来我国玩具行业出口额及增速



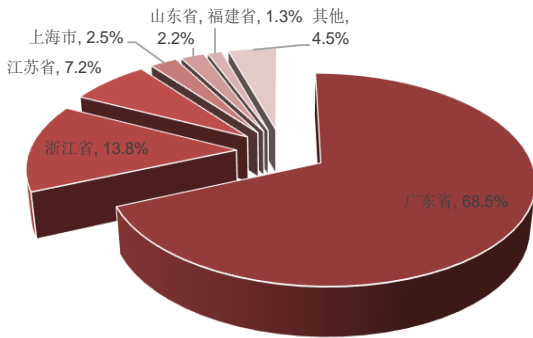
数据来源: 中国制造网, 西南证券整理

### 2.2.2 集群优势明显, 行业集中度较低

我国玩具行业集聚效应显著,主要集中在“五省一市”,即广东、浙江、江苏、山东、福建以及上海市。其中,广东和福建省以电动玩具和塑料玩具为主,江苏和上海以毛绒玩具为主,浙江以木质玩具为主。广东省是我国玩具出口第一大省,2018 年广东省玩具出口额占全国玩具出口额比例为 62%,紧随其后的是浙江省和江苏省,占比分别为 14.9%和 6.6%。



图 27: 2015 年玩具行业出口额分省占比



数据来源: 中国制造网, 西南证券整理

图 28: 玩具行业竞争格局



数据来源: 西南证券

国内玩具厂商数量众多, 但规模较小, 行业集中度低。但随着行业洗牌的持续进行, 行业集中度不断提高。国内玩具厂商大多为出口代工型企业, 普遍存在创新乏力、品种单一、缺少自主品牌等问题, 仅凭借低廉的价格占据中低端市场, 而国内高端玩具市场则被国外品牌主导。经过多年发展, 虽产生了一批规模较大的玩具企业和品牌, 如奥飞娱乐、星辉娱乐、高乐股份等, 但仍难以与国外品牌相抗衡。

表 2: 部分玩具上市公司市场占比情况

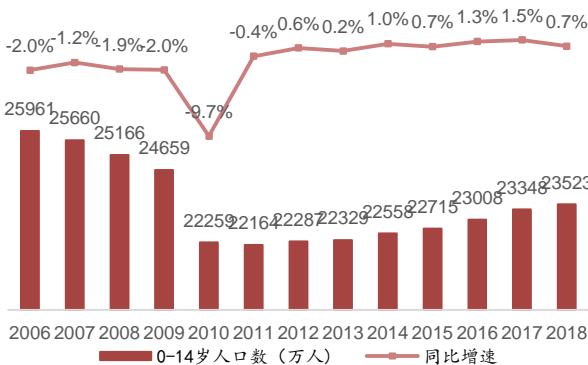
	2018 年营业收入	占比
奥飞娱乐	20.7	2.9%
星辉娱乐	5.6	0.8%
高乐股份	4.6	0.7%
邦宝益智	3.8	0.5%

数据来源: Wind, 中国制造网, 西南证券整理

### 2.2.3 二胎政策、第四次婴儿潮打开市场空间

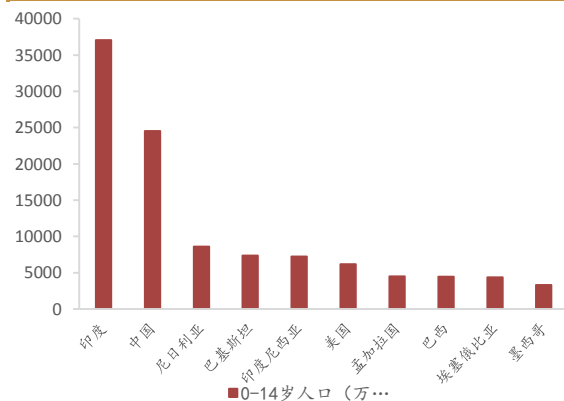
玩具行业的消费用户群体为 0-14 岁儿童, 由于计划生育国策的实施, 我国该年龄段人口数不断下降, 在 2011 年达到最低点 2.22 亿人, 占人口比例也从 2006 年的 19.8% 下降到 16.5% 左右。自 2012 年起, 我国 0-14 岁人口数量逐步增加, 2018 年达到 2.35 亿。

图 29: 2006 年以来我国 0-14 岁人口数及增速



数据来源: 统计局, 西南证券整理

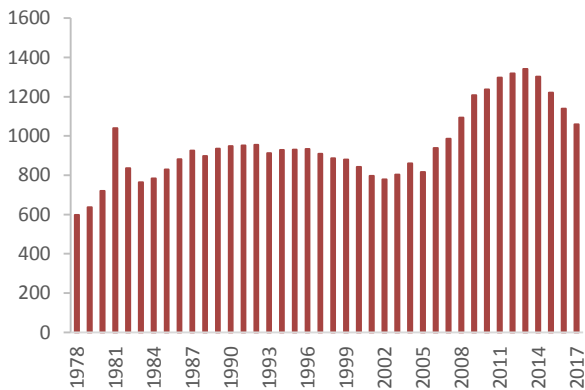
图 30: 2018 年世界 0-14 岁人口数量排名



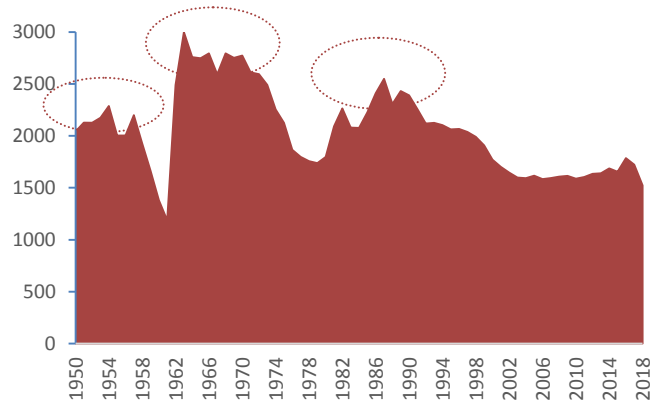
数据来源: Wind, 西南证券整理



自 2013 年局部放开二胎政策之后，我国新生儿数量快速增长。我国 2016 年 1 月 1 日正式实施二胎政策，新生儿将直接拉动婴幼儿玩具的销售。2018 年，新出生婴儿为 1523 万人，近三年累计出生人口为 5032 万人。虽然 2018 年的出生人数较上年有所减少，但是总体人口仍然呈上升趋势的。随着适龄儿童数量的增加以及二胎政策的落实，玩具行业需求有望复苏。

**图 31：1978 年以来我国登记结婚人数**


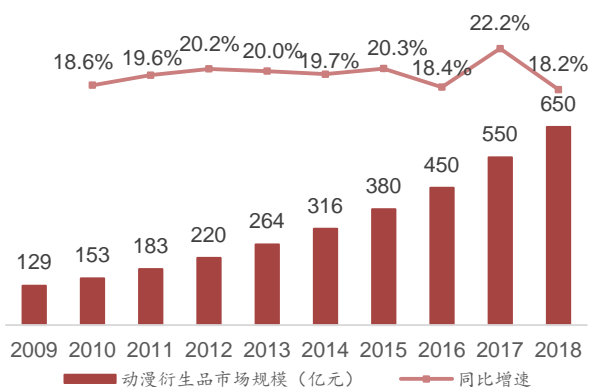
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 32：1950 年以来我国出生人口数**


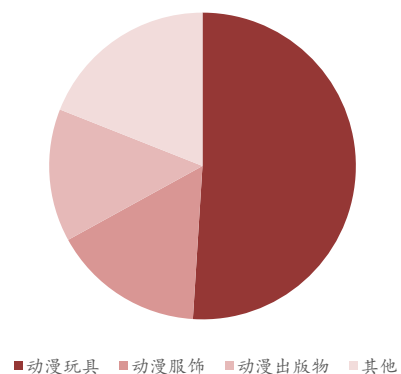
数据来源：Wind，西南证券

## 2.2.4 泛娱乐兴起助推玩具产业复苏

玩具行业与动漫、游戏等相关产业联系紧密，其联动效应得到主管部门重视。2012 年，文化部产业司发布《“十二五”时期国家动漫产业发展规划》，明确提出“要促进与动漫形象有关的服装、玩具、食品、文具、电子游戏等衍生产品的生产和经营，延伸动漫产业链，扩大动漫产业的盈利空间 and 市场规模”。在政策带动下，越来越多具有影响力的动漫、游戏 IP 被二次开发为动漫衍生产品。2018 年，我国动漫衍生品市场规模达到 650 亿元，同比增长 18.2%，其中动漫玩具占比最大。

**图 33：2009 年以来我国动漫衍生品市场规模及增速**


数据来源：产业信息网，西南证券整理

**图 34：我国动漫衍生品细分市场份额**


数据来源：产业信息网，西南证券整理

### 3 公司分析：领先的 IP 生态构建者

#### 3.1 体育板块：稀缺五大联赛标的，持续构建“中国足球 IP”生态

足球运动是世界产值最大、影响力最为深远的单项体育运动项目，全球共有 16 亿球迷，覆盖范围超过全世界总人口的 25%，足球产业产值占整个体育产业的比例约 43%。足球俱乐部是体育产业核心 IP，整个足球产业链围绕俱乐部展开，俱乐部通过投入资金运营球队并参与各项赛事，通过良好的竞技成绩获得海量球迷和受众，借此提升俱乐部的品牌价值，形成可持续的商业生态平台。

##### 3.1.1 皇家西班牙人：西甲老牌劲旅，历史排名联盟第 7 位

2016 年，公司斥资 1 亿欧元收购皇家西班牙人 99.35% 股权，其中股权对价 2679 万欧元、增资 7500 万欧元。于 1900 年成立的皇家西班牙人俱乐部是西甲老牌强队，历史战绩排名西甲第七位，曾四次获得西班牙国王杯冠军、两次打入欧洲联盟杯决赛。俱乐部位于西班牙巴塞罗那市，与世界著名足球俱乐部巴塞罗那是同城死敌，两支球队之间的“巴塞罗那德比”场面火爆，是西班牙足坛著名的足球盛宴。

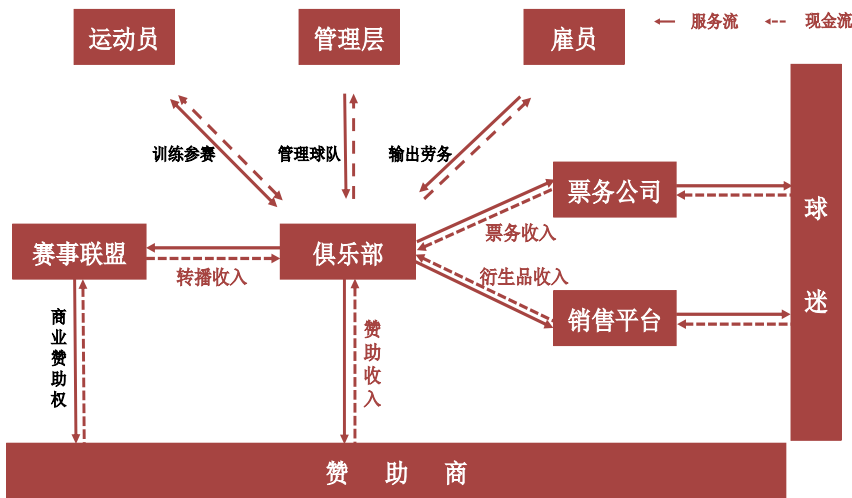
表 3：西甲联赛总排行榜

排名	球队	赛季	总分	冠军	亚军	季军	第四名	第五名	第六名
1	皇家马德里	88	4529	33	23	10	8	3	4
2	巴塞罗那	88	4442	26	25	12	12	4	6
3	马德里竞技	82	3597	10	10	16	9	7	6
4	巴伦西亚	84	3520	6	6	10	13	10	7
5	毕尔巴鄂竞技	88	3464	8	7	10	5	8	10
6	塞维利亚	75	2936	1	4	4	5	12	7
7	西班牙人	84	2894	-	-	4	5	2	5
8	皇家社会	72	2672	2	3	2	5	4	3
9	萨拉戈萨	58	2109	-	1	4	5	4	4
10	贝蒂斯	53	1995	1	-	2	3	4	5

数据来源：Wikipedia，西南证券整理

2018 年，西班牙人俱乐部实现营收 8.6 亿元人民币，同比增长 44.4%，占公司总营收比例达 30.6%，已成为公司重要的收入来源。考虑到俱乐部打入欧战，并在中国地区获得了极大社会关注度，其收益能力仍将持续增长。

图 35：职业俱乐部产业链



数据来源：西南证券

### 3.1.2 西甲联赛：兼具观赏性、话题性和创新性的顶级联赛

**极具观赏性的明星联赛。**西班牙足球甲级联赛（La Liga）是西班牙最高级别的职业足球联赛，也是世界竞技水平最高的职业联赛，在国际足球历史和统计联合会（IFFHS）权威发布的世界最佳联赛排名中连续 9 年荣膺榜首。

表 4：历年世界最佳联赛

年度	最佳联赛榜首
2018 年	西班牙
2017 年	西班牙
2016 年	西班牙
2015 年	西班牙
2014 年	西班牙
2013 年	西班牙
2012 年	西班牙
2011 年	西班牙
2010 年	西班牙
2009 年	英格兰
2008 年	英格兰
2007 年	英格兰
2006 年	意大利

数据来源：IFFHS，西南证券整理

西甲联赛注重战术和技术，具有很强的观赏性，加之语言优势和较低的税率，吸引了一大批优秀球员倾力加盟，诞生了全世界最多的金球奖和世界足球先生，素有“明星联赛”、“先生联赛”的美誉。根据西甲联盟公布的财报显示，17/18 赛季西甲实现营收 44.8 亿欧元，同

比增长 20.6%，业绩持续爆发，考虑到转播分成改革的实施和商业开发力度的加大，西甲的商业价值还将产生较大幅度增长。

**表 5：西甲兼具技战术水平及商业价值**

联赛名称	竞技水平	商业价值	联赛评分
英超	对抗激烈，攻防转换快	商业开发完善，为全球之最	★★★★★
西甲	注重技术与进攻，观赏性强	进行转播分成改革，分配更为合理	★★★★☆
意甲	战术素养高，条理性强	影响力及商业价值不及往昔	★★★
德甲	球风硬朗，战术执行度高	政策限制最多可获得 49% 股权	★★☆
法甲	个人技术突出，战术性不强	影响力不足，商业价值较低	★★

数据来源：西南证券

**全球聚焦，话题性较强。**西甲联赛拥有世界最富盛名的两支俱乐部皇家马德里和巴塞罗那，数十年来一直吸引着世界顶级球星的加盟，两支球队交锋的国家德比更是屡屡创下收视纪录。从齐达内、贝克汉姆到梅西，这些在西甲达到职业生涯巅峰的世界级球星在全球各地都拥有大批忠实拥趸，极具商业价值，为西甲带来了相当高的话题度。2018 年福布斯运动员收入排行榜前十有 3 位足球运动员，3 位都曾在或正在西甲效力。

**表 6：2018 年福布斯运动员收入排行榜**

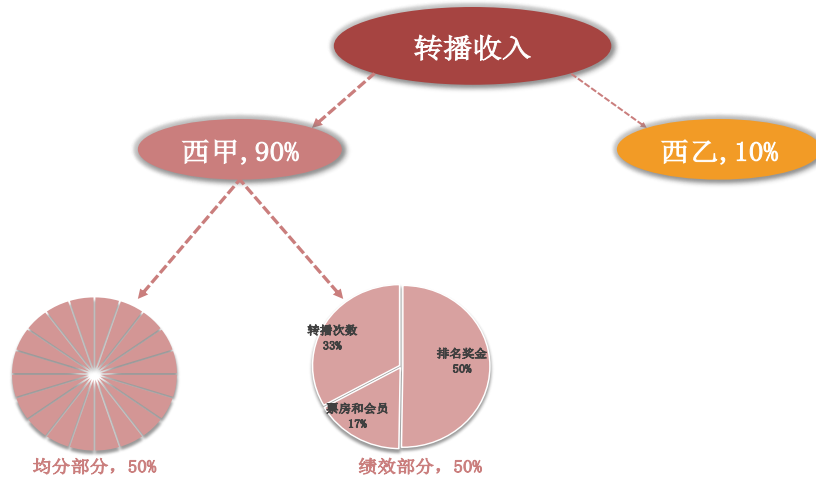
排名	姓名	年收入 (百万美元)	从事职业	排名	姓名	年收入 (百万美元)	从事职业
1	梅威瑟	285	拳击	5	内马尔	90	足球
2	梅西	111	足球	6	勒布朗·詹姆斯	85.5	篮球
3	C 罗	108	足球	7	费德勒	77.2	网球
4	Conor McGregor	99	综合格斗	8	斯蒂芬·库里	76.9	篮球

数据来源：福布斯，西南证券

西甲联赛在国内一直受到极高关注，随着武磊加盟西班牙人，对于中国球员在西甲赛场的表现，国内球迷对西甲的热情再度被点燃。西班牙人后半程对阵比利亚雷亚尔和巴萨的比赛，仅 PP 体育这一网络渠道收看人数就分别达到 1058 万人和 2372 万人。

**创新迭出，进击的西甲联赛。**转播收入历来是西甲俱乐部最大的收入来源。以往，西班牙职业联盟采取俱乐部自主签约转播合约的方式，皇马和巴塞罗那依靠超强的竞技实力和广泛影响力均签下大额电视转播合约。以 13/14 赛季为例，皇马和巴塞罗那均签下 1.4 亿欧元的大单，而埃尔切、巴列卡诺等小球会，仅拿到 1800 万欧元转播合约，二者的比例达到 1:8。这种分成制度也造成了皇马和巴塞罗那两强独大的局面。从 16/17 赛季开始，西班牙职业联盟效仿英超实行转播权打包出售，再进行合理分配。西班牙职业联盟的转播收入分成 90% 给西甲，西甲获得的转播收入的 50% 由西甲球队均分，剩下 50% 根据转播次数、排名和票房和会员指标分配。

图 36: 西班牙职业联盟转播分成制度



数据来源: 西南证券

2018 年, 西班牙职业足球联盟以 44.9 亿欧元的价格出售未来 5 个赛季的西甲联赛海外转播权, 平均每年收入相较 2017/18 赛季增长 34%; 同时以 34.2 亿欧元的价格出售未来 3 个赛季部分西班牙国内转播权, 较过去 3 个赛季西班牙国内转播权总额多 15%。**西甲深化转播权改革, 各大俱乐部将直接受益, 转播所获分成将会显著增加, 相较于球员转会收入的不确定性和波动性, 转播分成收入通常更为稳定。**

同时, 为了更好地实施西甲全球化战略, 西甲积极配合各地区时差调整相应的比赛时间。一般而言, 西班牙与中国有 6 个小时的时差, 如果在传统的当地时间 19 点开球, 则中国已到凌晨。为了迎合中国球迷作息安排, 西甲将西班牙人的比赛日程提前至白天, 中国球迷得以在黄金时段观看球赛, 进一步提高了西甲联赛、西甲球队的国内关注度。

### 3.1.3 “潜心经营” + “优质青训”, 俱乐部未来发展的长效支撑

**细致经营, 俱乐部迈入良性发展。**足球俱乐部是足球产业核心 IP, 其成功经营有赖于专业高效的运营系统有效执行, 进而充分挖掘俱乐部品牌、人力资源价值。随着西甲联赛的蓬勃发展、国内关注度的快速提升, 俱乐部经营拥有极大提升空间, 我们看好俱乐部未来经营的持续性和稳定性。

- 1) **俱乐部品牌层面:** 经过“武磊效应”催化, 俱乐部全球范围知名度显著提升。俱乐部拥有中国顶尖球星——“武磊”坐镇, 不仅收获了中国国内数以千万计的球迷关注, 也成为了中国足球对外交流、展示的窗口, 促进中外足球的交融合作。

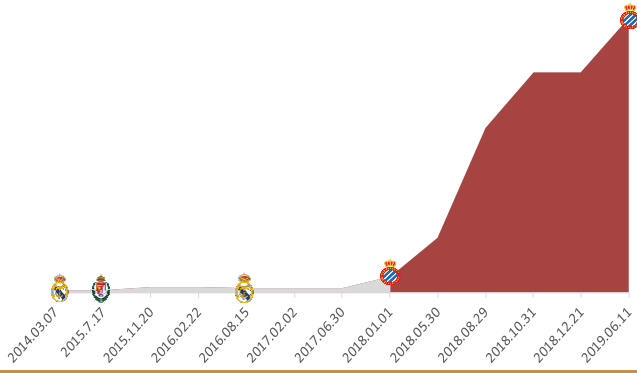
表 7: 武磊加盟后俱乐部拥趸增长显著

	武磊加盟前	武磊加盟后
Weibo	1 万	11 万
Twitter	10 万	42 万
Facebook	-	44 万
Instagram	-	18 万
懂球号	2945	8 万*

数据来源: 社交平台, 西南证券整理 (\*号为 3 月数据)

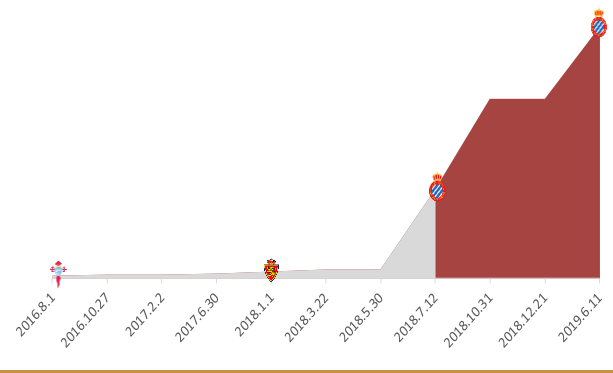
2) 人力资源方面：根据 Transfer market 最新数据，西班牙人俱乐部球队总身价已达 1.5 亿英镑，为俱乐部历史新高。这主要得益于俱乐部竞技水平的提升、独到的转会市场策略，往往可以享有球员运动生涯黄金增值区间实现球员价值的最大化利用。

图 37：马里奥·埃尔莫索身价变化一览



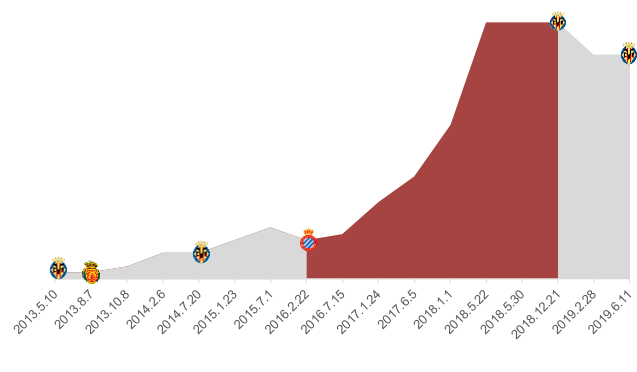
数据来源：Transfer Market, 西南证券整理

图 38：博尔哈·伊格莱西亚斯身价变化一览



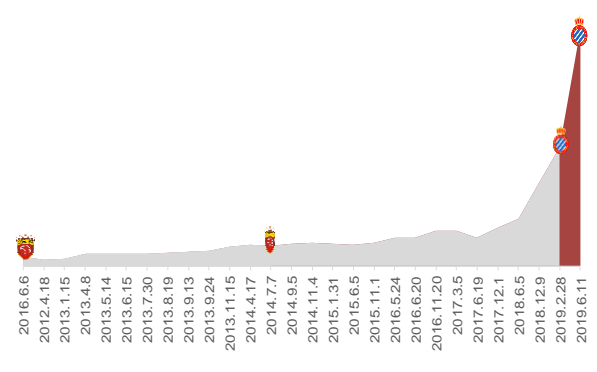
数据来源：Transfer Market, 西南证券整理

图 39：杰拉德·莫雷诺身价变化一览



数据来源：Transfer Market, 西南证券整理

图 40：武磊身价变化一览



数据来源：Transfer Market, 西南证券整理

俱乐部形成了一整套转会市场策略，内部挖潜+外部引援充实球队竞争实力，通过专业训练和稳定联赛出场帮助球员积累比赛经验，提高技战术水平和商业价值，最后以相对理想的价格进行出售获取转会差价。与充满不确定性的偶然事件相比，良性球员流动的商业逻辑更具有长期确定性。

表 8：西班牙人俱乐部转会市场一览

赛季	概况 (百万英镑)	球员姓名	转会俱乐部	转会价格 (百万英镑)	转入价格 (百万英镑)
18-19 赛季	总收入：27.72 总支出：18.00	Gerard Moreno	Villarreal CF	18.00	1.35
		Leo Baptista	WH Zall	5.22	6.30
		Marc Navarro	Watford	1.80	0.09
17-18 赛季	总收入：6.93 总支出：4.10	Felipe Caicedo	Lazio	2.25	自由转会
		Mamadou Sylla	KAS Eupen	2.07	自由转会
		Javi Fuego	Villarreal	1.35	0.90



赛季	概况 (百万英镑)	球员姓名	转会俱乐部	转会价格 (百万英镑)	转入价格 (百万英镑)
16-17 赛季	总收入: 5.40 总支出: 16.56	Joan Jordán	SD Eibar	0.90	青训球员
		Rubén Duarte	Alavés	0.36	青训球员
		Álvaro González	Villarreal	3.60	0.99
		Anaitz Arbilla	SD Eibar	0.63	-
15-16 赛季	总收入: 13.68 总支出: 2.84	Kiko Casilla	Real Madrid	5.40	-
		Héctor Moreno	PSV Eindhoven	3.15	2.25
		Cristhian Stuani	Middlesbrough	2.70	-
		Sergio García	Al Rayyan	1.35	1.62
		Lucas Vázquez	Real Madrid	0.90	0.45

数据来源: Transfermarket, 西南证券整理

**强大青训持续输送优秀球员。**青训是欧洲俱乐部最为重要的人才培养方式之一,皇家马德里、巴塞罗那、阿贾克斯等欧洲主流豪门都重金投入青训工作,为青训工作聘请知名教练、建设专门的青训场地、建设系统的青训培养方案,梅西、卡西利亚斯、托马斯·穆勒等世界著名球星正是诞生于俱乐部青训体系,成为各家球队的旗帜性领袖人物。相较于通过高额转会方式引进巨星,青训显然成为了各家的首选,青训培养的优秀球员一方面降低了俱乐部的成本压力,另一方面有利于培养球员对俱乐部的忠诚度。

西班牙人长期以青训著称,拥有较为完善的青训梯队建设,从西班牙人 B 队到 U8 共 12 个梯队(未包括女队、特殊人士队),为世界足坛输送过许多优秀球员,如里卡多·萨莫拉、阿尔弗雷多·迪斯蒂法诺、劳尔·塔姆多等。截至目前,皇家西班牙人各梯队总计有 19 名球员入选相应年龄段西班牙国家队,其中国家队 1 名、U21 梯队 1 名、U19 梯队 2 名、U18 梯队 3 名、U16 梯队 3 名、U15 梯队 5 名,另有 4 名外籍球员入选国家队不同梯队。

图 41: 俱乐部名宿——里卡多·萨莫拉



数据来源: Wikipedia, 西南证券整理

图 42: 俱乐部名宿——劳尔·塔姆多



数据来源: Google, 西南证券整理

不久前,西班牙人俱乐部在第 19 届地中海杯青少年国际足球邀请赛中收获“五冠一亚”的亮眼成绩。地中海国际杯赛为最高水平的国际足球青少年竞赛,现已举办 19 年,梅西、内马尔、法布雷加斯等世界级巨星都曾参加过这项比赛。作为地中海杯的传统参赛强队,近五年球队青训各梯队总计获得地中海杯赛事 10 个冠军 7 个亚军,为该项赛事的“常胜将军”,充分彰显了俱乐部不俗的青训实力。

**表 9：2019 年第 19 届地中海国际杯比赛结果**

梯队级别	名次	决赛对阵	结果
U18	冠军	西班牙人-加尔德德乌	5-0
U16	亚军	西班牙人-巴塞罗那	0-0 (2-3)
U14	冠军	西班牙人-顿涅茨克矿工	1-0
U12	冠军	西班牙人-巴塞罗那	3-2
女足 U19	冠军	瓦伦西亚	1-1 (7-6)
特殊人士	冠军	-	-

数据来源：赛事官网，西南证券整理

此外，俱乐部在全球范围内广泛设立足球学校，持续巩固青训基础。截至目前，已在全球开办 11 所足球学校，在全球各地挖掘优质苗子的同时，也有利于打开当地市场。未来俱乐部的足校规模将会持续增长，将青训优势巩固并且不断深化，提升世界市场影响力。

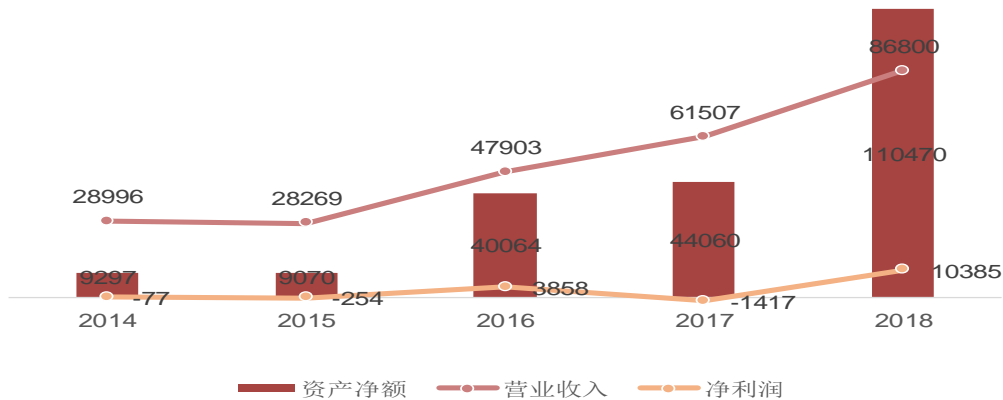
**图 43：西班牙人足球学校遍布全球**


数据来源：公司公告，西南证券整理

经过多年精耕细作，西班牙人俱乐部逐步进入发展快车道，2018 年末资产净额达到历史性的 11 亿元，营收、净利润分别达到 8.7 亿、1 亿元的水平，2014-2018 年资产净额和营收复合增速分别达到 85.7%和 31.5%，净利润由 2014 年的-77 万元增加至 2018 年的 1.04 亿元。



图 44: 俱乐部核心财务数据一览



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.1.4 中国球员留洋首选基地, “中国足球 IP” 想象空间大

“武磊效应” 点燃球市, 中国球员留洋新典范。2019 年初, 原上海上港前锋武磊以 180 万英镑加盟西甲皇家西班牙人足球俱乐部, 并于 3 月 2 日成功斩获职业生涯西甲首球。创造了西甲赛场上中国球员首次进球的历史记录, 也打破了中国球员在欧洲五大联赛 3731 天的进球荒, 这一新闻迅速登上新浪微博热搜榜前列。4 月 25 日, 武磊为球队首开纪录, 攻入其在西甲联赛的第二球; 5 月 18 日, 武磊西甲收官战为球队锁定胜局, 收获个人西甲第三球。

图 45: 武磊斩获职业生涯西甲首球



数据来源: 网络资料, 西南证券整理

武磊在中超赛场实力出众，2018 赛季包揽中超金球奖和金靴奖，是中国国家队的主力队员。武磊远渡重洋进入最富盛名的西甲赛场，引发了中国球迷的热切期待。根据西班牙《阿斯报》的报道，在官方宣布签下武磊后，西班牙人俱乐部的社交网络官方账号新增粉丝 37.3 万；官宣后 48 小时内，中国大陆有超过 3.5 亿中国人对武磊登陆西甲的新闻进行了浏览。武磊第一次在西甲首发登场，超过 1900 万人在 PP 体育观看了当场赛事直播，开场仅 146 秒，直播间人数突破 1000 万。中国杰出球员得以登上世界最高水平赛事的舞台，迅速点燃了市场热情，随着俱乐部打入欧战，中国球市有望迎来新热度。

欧洲足球是世界足球版图中的重要一环，运营成熟、技战术领先。与东亚邻国日本和韩国相比，中国球员留洋的成功率相对较低，过去五大联赛俱乐部引入中国球员多出于打开市场的商业考量，而非基于球队实际战术需求。武磊加盟西班牙人以来共出场 16 次，其中首发 12 次，获得 3 个进球 1 个助攻，9 个关键传球，显著提升了球队的竞技实力，为球队进军欧战立下汗马功劳。武磊的成功证明中国优秀球员可以实现竞技价值和商业价值的并存。

**足协改革进展良好，留洋新热潮有望来临。**近年，中国足球经历了自上而下的变革，职业化、专业化进程逐步深入，专业人事接连担任足协重要职务，例如前国足队长肇俊哲担任国家队管理部部长。同时，中国足协继续深化“管办分离”，去行政化趋势显著，将职业联赛各项权利交还职业联盟，由职业联盟享有联赛的管理权、经营权和利益分配权。

图 46：前国足队长肇俊哲担任国家队管理部部长



数据来源：新华社，西南证券整理

与此同时，中国足协逐步重视留洋带来的正面影响，鼓励更多有潜力、有能力的年轻人走出国门，而非拿着高薪在国内赛场“养老”。尤其是武磊在西甲表现喜人，也给予足协当局和中国其他球员以信心，中国足球有望迎来新一轮留洋热潮，通过全球最高水平联赛的历练反哺中国足球。

**西班牙人俱乐部是中国球员留洋首选基地。**中资控股的俱乐部在欧洲足坛已非新鲜，但成功运营并取得一定成绩的俱乐部却并不多见。西班牙人俱乐部是较早实现中资控股的欧洲俱乐部，后者在俱乐部重大决策上拥有充分的话语权。成功运作武磊转会并收获一个完美赛

季证明了公司对俱乐部的绝对控制。前有成功先驱案例，后有中方管理层作为依仗，西班牙人俱乐部无疑具备中国球员留洋基地的绝对优势。

**表 10：全球范围中资背景足球俱乐部**

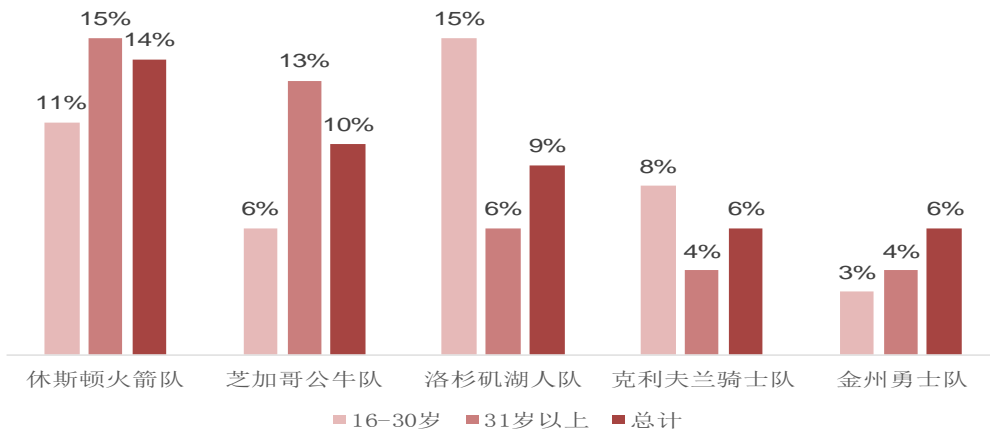
所属联赛	俱乐部	中国资本	联赛排名
英超	南安普顿	莱茵达	16
	曼城	华人文化中信资本	1
	狼队	复星国际	7
英冠	雷丁	人和集团	20
	阿斯顿维拉	联合瑞康	5
	伯明翰	TTA	17
	西布朗	云毅国凯	4
意甲	国际米兰	苏宁体育	3
	帕尔马	双剑体育	16
法甲	尼斯	七天连锁	8
法乙	欧塞尔	奥瑞金	15

数据来源：公司公告，西南证券整理

从球员转会难易程度上来看，西甲的转会政策对外籍球员的包容度最高，是出海留洋最具性价比的选择。

- **英超：**非欧盟球员到英格兰踢球必须持有劳工证，其所属国家足协在国际足联的排名必须在前 50 名，同时在申请劳工证之前的 24 个月，球员应保证一定的国家队出场次数。
- **意甲：**每个赛季每支球队最多只能从国外引进两名非欧盟球员，并且当球队引进一名非欧盟球员时，队中原有一名非欧盟球员或离开球队或在赛季末获得欧盟护照。
- **德甲：**每支球队至少 12 名本土球员，其中 4 人为俱乐部培养球员，每队至少 8 名本国青训培养球员，非本土球员在球队内面临激烈竞争。
- **法甲：**法甲对外籍球员数量的要求较为宽松，但受限于法甲自身的竞技水平和商业价值，对中国球员的吸引力有限。
- **西甲：**虽然西甲限制大名单中非欧盟球员最多为三人，但是根据西甲通过的《克托努协定》，非洲、加勒比海和太平洋地区等 79 个成员国的球员不受非欧盟球员名额限制。

“武磊效应”火爆吸睛，“中国足球 IP”想象空间极大。我们认为，武磊之于西班牙人俱乐部可类比于姚明之于火箭队。根据 Nielsen Sports 对中国球迷的调查显示，火箭球迷占比高达 14%，在 31 岁以上球迷中占比超过 15%，姚明对火箭队乃至整个 NBA 联盟的重要性不言而喻。自武磊加盟球队以来，俱乐部各大社交平台粉丝数迅速上涨，Twitter 账号粉丝数突破 42 万，Facebook 账号粉丝数高达 44 万；咨询公司 Kantar 调查显示，64% 的受访者表明他们在朋友圈讨论过武磊，其中女性占大多数，西甲联赛在亚洲 11.5% 的用户观看的是西班牙人的比赛，67% 的受访者知道武磊加盟西班牙人之前在哪里踢球，西班牙人俱乐部品牌形象在全社会范围内得到极大传播。

**图 47: 休斯顿火箭队是中国球迷的重要情结**


数据来源: Nielsen Sports, 西南证券整理

6月27日, 西班牙人俱乐部与中国移动咪咕在上海签订战略合作协议, 双方将联手打造咪咕西班牙人粉丝俱乐部, 为会员打造独家短视频、记录视频、独家预备队比赛直播、优惠观赛、优惠购买周边、俱乐部球星零距离接触等全场景体验。**我们认为, 西班牙人俱乐部拥有构建“中国 IP 生态”或“粉丝经济”的天然优势, 有望借此形成巨大的社会效益和经济收益。**

### 3.1.5 成功挺入欧战赛场, 有望实现“名利双收”

2019年5月18日, 西班牙人结束了本赛季西甲的最后一战, 凭借武磊在西甲赛场的第三粒进球, 西班牙人2:0击败皇家社会, 以53分位列积分榜第七, 并获得了欧联杯的附加赛席位, 这也是时隔多年, 中国人再一次出现在欧战赛场上。

**表 11: 2018/2019 赛季西甲联赛积分榜**

排名	球队	轮次	胜	平	负	得分	备注
1	巴塞罗那	38	26	9	3	87	欧冠小组赛
2	马德里竞技	38	22	10	6	76	
3	皇家马德里	38	21	5	12	68	
4	巴伦西亚	38	15	16	7	61	
5	赫塔菲	38	15	14	9	59	欧联杯小组赛
6	塞维利亚	38	17	8	13	59	
7	西班牙人	38	14	11	13	53	欧联杯预选赛
8	毕尔巴鄂竞技	38	13	14	11	53	
9	皇家社会	38	13	11	14	50	
10	皇家贝蒂斯	38	14	8	16	50	
11	阿拉维斯	38	13	11	14	50	
12	埃瓦尔	38	11	14	13	47	
13	莱加内斯	38	11	12	15	45	
14	比利亚雷亚尔	38	10	14	14	44	
15	莱万特	38	11	11	16	44	

排名	球队	轮次	胜	平	负	得分	备注
16	瓦拉多利德	38	10	11	17	41	
17	塞尔塔	38	10	11	17	41	
18	赫罗纳	38	9	10	19	37	降级
19	韦斯卡	38	7	12	19	33	
20	巴列卡诺	38	8	8	22	32	

数据来源：西甲官网，西南证券整理

**欧战赛事的参与将推动球队走上发展的新台阶，从财务层面而言，欧战赛事将为球队带来大量的奖金、杯赛分成和赞助商奖励；从影响力层面而言，球队有望通过欧战提升知名度，同时拥有欧战资格的球队对球员更具吸引力，优秀球员的加盟无疑是球队长期发展的重要基石。**

根据近年欧联杯的俱乐部收入分配政策，球队进入欧联杯正赛后的收入由四部分构成，其中固定赛事初始分成为 260 万欧元，与小组赛成绩挂钩的固定分成占比 30%，15%根据过去 10 年球队系数分配，最后 30%由市场决定。

表 12：欧联杯分成比例一览

	比例	分成依据
100%	25%	固定赛事初始分成 (该分成由 48 支小组赛参赛队伍共同拥有)
	30%	与成绩挂钩的固定分成
	15%	根据过去 10 年表现测算的系数
	30%	市场转播量等指标

数据来源：Wikipedia，西南证券整理

根据过往案例，西班牙人俱乐部一旦从小组赛突围，即可获得近 1 千万欧元收入。其中，皇家社会和比利亚雷亚尔两支球队止步于第一轮淘汰赛，获得 455 万欧元的市场池收入，毕尔巴鄂竞技止步于八分之一决赛，获得市场池收入 543 万欧元。同时小组赛的球队表现也左右了球队所获收入，小组赛获胜一场可得 57 万欧元奖金，打平一场可获得 19 万欧元奖金。

表 13：2017-18 赛季西甲球队欧联收入

球队名称	参赛奖金	小组赛表现奖金	淘汰赛奖金	市场池	合计
Villarreal CF	260	206.4	50	455.2	971.6
Athletic Club	260	206.4	125	542.61	1134.0
Real Sociedad de Fútbol	260	193.2	50	455.2	958.4

数据来源：UEFA，西南证券整理（数据单位均为万欧元）

最近 5 个赛季的欧联冠军被西甲、英超承包，其中西甲球队塞维利亚包揽了 13/14、14/15、15/16 三个赛季的欧联冠军，马德里竞技则获得了 17/18 赛季的欧联冠军，西甲球队在欧联赛场具有传统优势。**根据 2019/20 赛季欧联杯分成方案，西班牙人俱乐部一旦进入小组赛阶段，即可以获得 292 万欧元参赛奖金，即便在竞技层面未能取得突破，也能获得至少约 600 余万欧元的财务收入。若进入 32 强，则俱乐部从欧联赛场获得的保底收入将接近 1000 万欧元。**



## 3.2 游戏板块：优质作品贡献丰厚流水，“IP+海外”共促未来增长

互联网技术日新月异，公司深刻认识到游戏产业的广阔前景，于 2013 年通过现金+股权方式并购知名游戏开发商天拓科技和畅娱天下切入高速增长的游戏领域，并迅速成为公司新的利润增长极。2018 年，公司游戏业务实现营业收入 13.0 亿元，同比减少 5.9%。公司于 2018 年 6 月剥离了趣丸网络，如剔除趣丸网络的影响，按同口径统计公司 2018 年度游戏业务营业收入同比增长达 52.4%，净利润同比增长 35.0%。

### 3.2.1 现有游戏流水可观，二次元游戏引领潮流

《三国群英传·霸王之业》是由宇峻奥汀科技股份有限公司授权，公司开发制作，腾讯独家代理的一款三国背景题材的自研策略游戏，于 2017 年 9 月正式上线。游戏以三国时代为背景，玩家可扮演主公的身份，招募三国的名将加入自己的军队，并通过建造城池、抢占资源、培养兵种等途径，来壮大自己的军队实力，从而实现一统三国的梦想，游戏画风写实，还原度高。发布仅 15 天流水即突破 1 亿元人民币，2018 年上半年，游戏国内外月流水均维持在 1 亿元左右。

图 48：游戏模型制作高度还原



数据来源：公司官网，西南证券整理

《三国群英传·霸王之业》实行全球化发行策略，是公司品牌化、系列化、全球化布局的重要产品，现已登陆港澳台、韩国、日本，2018 年下半年登陆越南、印度尼西亚、马来西亚、新加坡等东南亚市场以及欧美和中东地区，以其特有的中国传统文化为基础，在世界范围内与玩家进行文化交流。

《三国志·M》是《三国群英传·霸王之业》的韩国版本，上线初期即创造韩国地区策略类手游的新纪录，获得极好的市场反响。根据 App Annie 数据，《三国志 M》从 3 月 19 日上线以来，一直位列畅销榜游戏排行 Top10，长期保持在韩国 App Store & Google Play 双畅销榜 Top10；在 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。

图 49:《三国志·M》海报



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

《苍之纪元》是公司自主研发的一款二次元游戏，集日系精致画风、即时战斗、英雄养成以及多种社交休闲玩法于一体的手游。于 2018 年 3 月在国内全平台正式首发，获得苹果 App Store 应用商店中国区游戏品类免费榜第 8 名、畅销榜第 9 名、角色扮演类游戏第 1 名的榜单成绩，并获得 TapTap、腾讯应用宝、UC、小米、硬核联盟、Bilibili 等多家主流游戏渠道的主推，《苍之纪元》的峰值日流水亦实现近千万元人民币，峰值月流水达到亿元水平。

图 50:《苍之纪元》海报



数据来源: TAPTAP, 西南证券整理

### 3.2.2 研发投入加大，游戏品类丰富

公司游戏业务的研发体系已经建立了完善的项目系统、后台数据平台、立项前期用户调研流程等，为研发的工作提供更完善的配置和支持。同时，公司也加大投入人才培育，以储备不同梯队和产品专长的研发人才。公司积极探索云游戏模式，古风历史策略游戏《三国群英传-霸王之业》已开始进行云游戏的适配测试，近期将上线腾讯游戏旗下云游戏平台“腾讯即玩”，探索战争策略游戏的云模式。而针对第五代移动通信技术（5G）带来的网络带宽、响应速度的巨大提升趋势，公司布局了多款重度移动游戏以及 H5 游戏，不断推动游戏产品的创新升级。

2019 年公司拟在国内和海外发行的游戏新品计划丰富，包括古风战争策略手游《重返文明》《末世王者》、古风正版仙侠手游《择天仙侠》、古风 3D 卡牌手游《百万亚瑟王》、古风经典魔幻手游《幻世录》、古风女性手游《少女的王座》等，产品涵盖 MMORPG、SLG、二次元、动作类、模拟经营等多种类型。公司研发能力出众，公司和所研产品获得业内一致好评，屡屡斩获业内重要奖项。

**表 14：2018 年公司游戏板块所获奖项**

获奖主体	所获奖项
星辉游戏	2018 腾讯应用宝“年度合作伙伴奖”
	金陀螺奖“年度最佳移动游戏发行商奖”
《三国群英传-霸王之业》	苹果 App Store 2018 年度“人气策略游戏”
	黑石奖“年度最受欢迎动作游戏”
《苍之纪元》	2018 腾讯应用宝“年度畅销游戏奖”
	苹果 App Store 2018 年度“人气二次元游戏”
	金陀螺奖“年度最佳移动游戏网游奖”
	黑石奖“年度最受欢迎二次元游戏”
子公司星辉天拓	金翎奖“玩家最喜爱的移动网络游”
	“广州文化企业 50 强”
	“广州年度最具关注文化企业奖”

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2.3 储备优质 IP，助推泛娱乐开发

具有较高知名度的 IP 可以通过大量已有受众最大限度地降低改编游戏的用户获取成本，大大提高游戏产品的收益。在游戏 IP 方面，公司已经建立充足、丰富、完整的 IP 资源储备，涵盖文学、漫画、动画、影视、游戏等多样化的 IP 矩阵，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。公司将持续在产品制作上根据 IP 原创精神进行制作，确保 IP 在立项、研发、发行以及产业融合四个层面上做到精耕细作，充分释放 IP 的生命力。

超级 IP《盛唐幻夜》由星辉娱乐参与孵化，该电视剧在腾讯视频开启独播，仅一周时间全网播放量突破 3 亿，而星辉游戏自主研发、腾讯游戏独家代理的《盛唐幻夜》电视剧官方合作手游《逍遥诀》已于 2018 年 11 月在微信、手机 QQ、应用宝等腾讯主要移动游戏平台发行。

**表 15：公司 IP 储备情况**

作品名称	IP 类型
影视	《盛唐幻夜》、《侠客行》、《蜀山传》
游戏	《三国群英传》、《热血传奇》、
文学	《雪鹰领主》、《长歌行》、《莽荒纪》、《书剑恩仇录》、
动画	《雄兵连》、《末世之战》、《超神学院》、《不良人》

数据来源：公司公告，西南证券整理

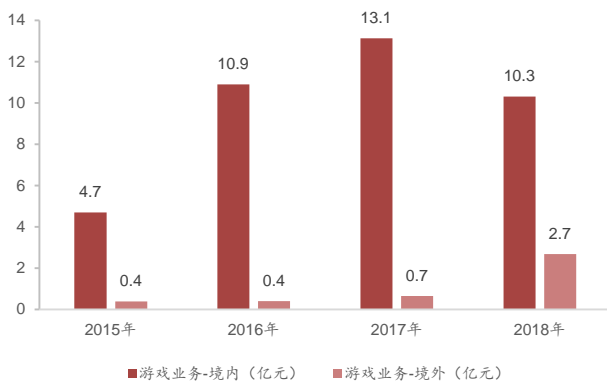


公司与天工艺彩联合打造的原创动画剧集《末世觉醒之入侵》于 2018 年 5 月在腾讯视频正式首播，播出至今创下了总播放量突破 5 亿的佳绩；公司与超神影业共同打造的原创动画剧集《雄兵连 2》于 2019 年 1 月在腾讯视频开播，累计播放量近 4 亿。公司联合云图动漫出品的大型 3D 原创动画《逆反纪元》预计于 2019 年内开播，星辉娱乐将通过《逆反纪元》探索 IP 动漫游戏深度联动机制，联动动漫粉丝和游戏玩家，创造深度游戏和动画体验。

### 3.2.4 重视海外市场，推动系列产品出海

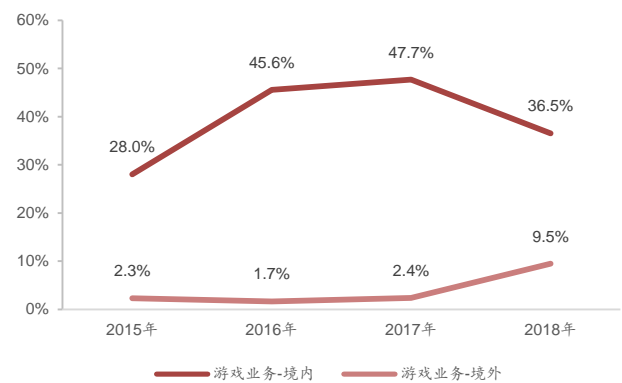
公司移动游戏出海业务创下佳绩。《三国群英传-霸王之业》的韩国版本《三国志 M》已成功发行，创造韩国 SLG 策略类手游历史上最好成绩，引领了韩国手游的“三国+策略”类游戏潮流；日本版本《三国霸王战纪》也在近期上线，获 Google Play 市场的首页推荐。

图 51：游戏业务营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 52：游戏业务占营业收入比



数据来源：公司公告，西南证券整理

针对国际市场特点，公司储备了多种类型的海外发行移动游戏产品，如二次元手游《苍之纪元》、现代战争策略手游《重返文明》、生存策略手游《末世王者》等，将现代游戏形式与中国优秀文化结合，并结合发行当地的语言特色和文化背景，增强本土化元素，打造综合性娱乐产品，以期提高产品在海外市场的接受度，从而实现手游出海战略的新突破。国外游戏业务在公司营收中所占比重逐渐提高，2018 年公司境外游戏业务实现营收 2.7 亿元，同比增长 311.3%，占公司总营收比重也从前三年的 2% 左右水平提升至 9.5%。

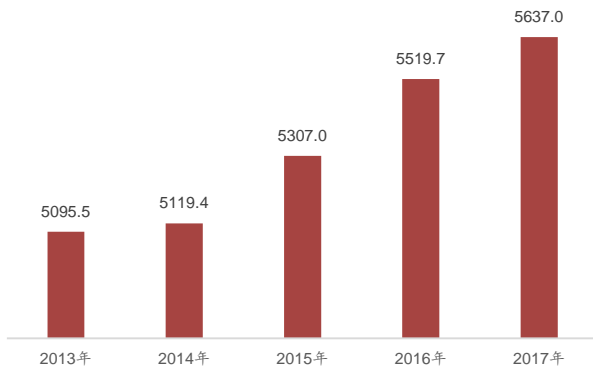
## 3.3 玩具板块：国内车模玩具龙头

公司成立之初，主要生产积木、写字板、遥控玩具车等传统塑胶玩具。由于原材料、劳动力成本持续上涨，市场处于无序价格竞争状态。自 2005 年起，公司着手进行创新升级，与汽车厂商签署授权协议，重点发展高附加值的车模产品。在此之后，公司利用 IPO 超募资金丰富产品线，切入婴童玩具市场。

### 3.3.1 汽车销售增长，汽车文化普及

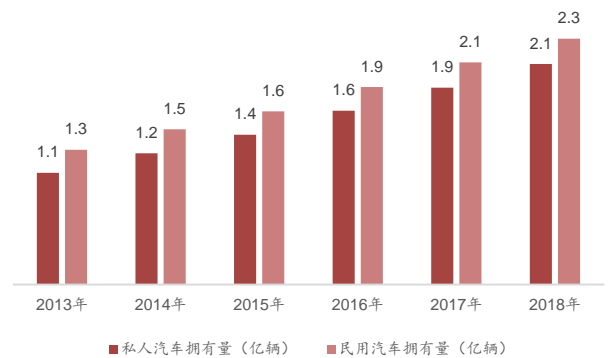
车模是汽车品牌、汽车文化的载体，一定程度上满足了车迷了解汽车文化、释放个人欲望的需求。近年，我国汽车销量持续上行，2017 年我国汽车市场成交额达到 5637 亿元，2018 年私人汽车拥有量和民用汽车拥有量分别达到 2.1 亿和 2.3 亿。居民对于汽车的消费热情持续上涨，汽车文化也逐渐得到普及，未来车模销量有望进一步提升。

图 53: 汽车市场成交额



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 54: 私人和民用汽车拥有量



数据来源: 网络资料, 西南证券整理

此外, 我国居民人均文化产业消费支出和占总消费支出比例不断增加, 二胎政策的落地实施将显著刺激玩具行业需求, 车模行业作为玩具行业重要组成部分也将受益。

### 3.3.2 三位一体, 核心竞争力强

#### ➤ 品牌授权构筑护城河

汽车模型作为高度精细化的小件摆具, 需要非常强大的工艺能力作为基础。近年来, 消费者愈发看重车模的质量和品牌, 车模厂商唯有借助知名汽车品牌授权才能更好地获得市场认可。汽车厂商的授权条件比较严格, 要求车模厂商具有较强的研发设计能力、生产工艺水平和市场推广能力。公司是国内车模玩具龙头企业, 拥有较强的研发实力和品牌优势, 颇受汽车厂商青睐, 目前公司是国内车模企业中获得授权数量最多的企业之一, 公司累计获得宝马、奔驰、奥迪、兰博基尼等 30 多个知名汽车品牌的超 300 款车模生产的品牌授权, 丰富的 IP 储备进一步巩固公司在车模领域的龙头地位。

2018 年 1 月, 星辉娱乐与德国宝马汽车公司正式签订为期 6 年的全球独占性授权合同, 成为宝马公司动态车模、儿童自行车系列产品的全球唯一授权商。星辉娱乐自 2011 年起获得宝马全系列动态车模的全球独占性可转授授权, 此次授权合同的签署更新了产品品类的授权周期。在原“宝马 MINI”品牌的基础上, 星辉娱乐还获得了主品牌“宝马 BMW”儿童自行车系列产品的全球独占性授权, 成为公司玩具业务创新产品的又一发力点。

图 55: 公司汽车品牌 IP 矩阵



数据来源: 西南证券

图 56: 宝马 BMW 儿童自行车



数据来源: 西南证券

与国内大多数 OEM、ODM 车模代工企业不同的是，公司经过多年潜心笃志，成功打造了国内外知名的“RASTAR”品牌，公司品牌在全世界几十个国家和地区进行注册，并和授权的知名汽车品牌一同出现在公司产品上，形成了“双品牌”销售格局，得到海内外市场广泛认可，为公司后续发展奠定了坚实基础。

### ➤ 精研细琢打造丰富产品线

公司近年来在研发方面持续保持占营收 5% 比例的高投入，先后通过 CE、FCC、ASTM F-963 等国际安全认证，也是国内第一批获得 CCC 认证的玩具企业，为公司带来深厚的知识产权积累和新产品研发生产优势。为了提升自主研发能力，缩短研发周期，不断优化产品结构，公司组建了车模研发综合实验室，将用于汽车工业的 SLA 激光快速成型机应用于车模研发设计，使得车模的研发周期从 1 年以上缩短为 4 个月以内。2018 年玩具板块公司共申请专利 19 项，包括实用新型专利 14 项、外观专利 5 项。

公司持续为市场推送时尚新颖的新产品，提升产品市场占有率。公司新上线智能太空系列-智能特犬-杜高、太空二号-未来战士、路虎儿童自行车等重点新产品，公司先后研制了法拉利 LaFerrari 开门款童车、合金变形帕加尼战警、太空 1 号机器人、宝马 S1000XR 摩托车、智能特犬等重点新产品。公司正有序地拓展母婴玩具的新品类，玩具领域公司已经实现了星辉车模、星辉婴童、自有品牌的多品牌矩阵，涵盖动态、静态车模、儿童三轮车自行车、儿童车、滑板车、手推车等多元化产品线，总计超过 400 款优质玩具产品远销 120 个国家和地区，产品覆盖所有年龄段。

图 57：公司玩具产品种类丰富，覆盖面广



数据来源：公司公告，西南证券整理

### ➤ 国内+国外，渠道优势更为显著

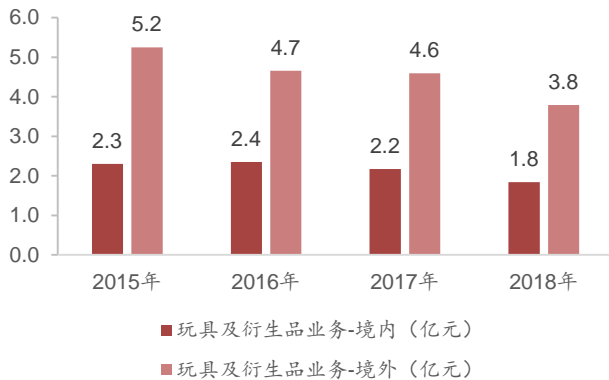
公司通过全球化的实体销售渠道体系，公司的玩具及婴童产品远销 12 多个国家和地区；借助亚马逊及阿里巴巴全球速卖通等国际化大型平台，顺利实现电商运营的全球化无缝对接。历经十几年的沉淀，公司玩具品牌“RASTAR”已经在 50 多个国家和地区拥有商标知识产权，获得超过 35 个世界知名车企授权，已成为知名的玩具品牌。

公司与世界上多个国家的玩具代理商建立了长期稳定的合作关系，主要的代理商包括意大利的 MONDO、英国的 TESCO 和 Argos、德国的 Jamara、波兰 Joinco、西班牙的 Color baby s. l、俄罗斯的 Detsky Mir 和 Simbat、南非的 Prima、北美的 IRONMAX BIKES & TOYS 和 Sam、

拉丁美洲的 COTO、La Novia de Villa 等。这些知名玩具代理商在当地都具有较强的市场推广能力和市场覆盖能力，有助于提升公司在海外市场的品牌形象，拉动海外销售收入。

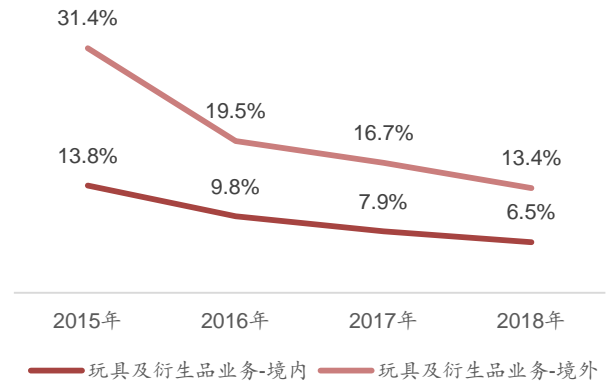
2018 年，公司国内的玩具及衍生品业务实现营收 1.8 亿元，国外业务实现营收 3.8 亿元，分别占总营收比重为 6.5% 和 13.4%，国内国外双市场繁荣成功拉动公司业绩。

图 58：玩具及衍生品业务营业收入



数据来源：公司公告，西南证券

图 59：玩具及衍生品业务占营业收入比



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 财务分析

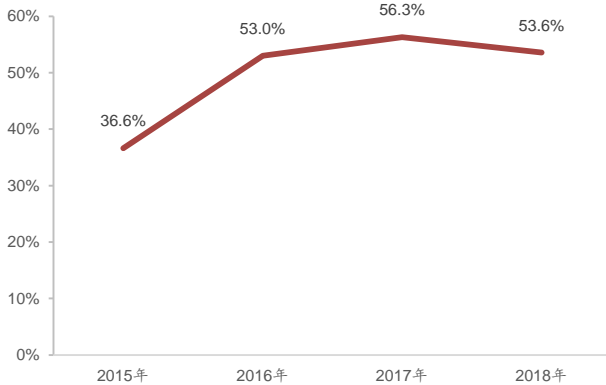
### 4.1 成长能力分析

近年来，随着公司各项业务开展顺利，尤其是新兴的游戏业务和体育业务发展较快，公司总资产规模实现了较快增长，由 2015 年的 33 亿元增长至 2018 年的 59.6 亿元，复合增长率达到 21.7%。公司的营业收入也实现了较快增长，2018 年达到 28.2 亿元。由于公司扩张较快，费用增速明显，近两年的营业利润较 2015 年、2016 年下降明显。随着业务运转稳定，公司利润水平改善预期较强。

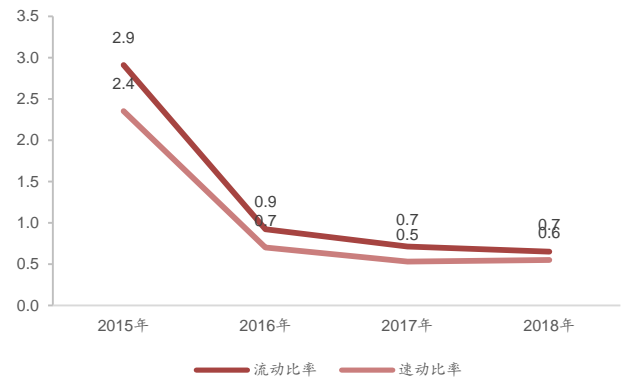
### 4.2 偿债能力分析

**长期偿债能力：**2015 年至 2018 年，公司的资产比率分别为 36.6%，53.0%，56.3%，53.6%。鉴于公司近年有多项投资支出进行业务转型，略高的资产负债率是正常现象。

**短期偿债能力：**公司流动比率近三年保持在 0.65-0.92 左右，速动比率近三年维持在 0.55-0.7 之间，公司处于快速扩张期和转型期，需要输出较多资源，考虑到宏观融资环境有所好转、主营业务发展前景良好，公司偿债能力改善预期较强。

**图 60: 公司资产负债率**


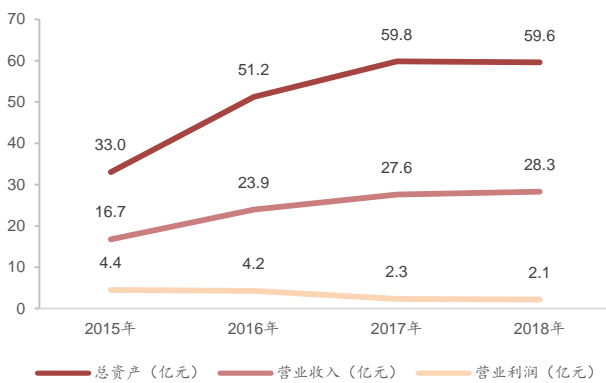
数据来源: Wind, 西南证券

**图 61: 公司流动比率和速动比率**


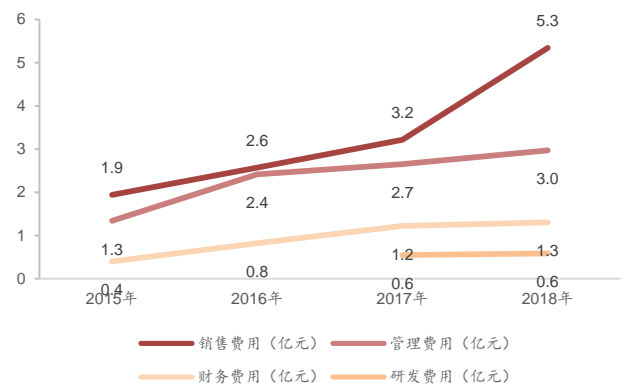
数据来源: Wind, 西南证券整理

### 4.3 费用分析

公司费用中占比最大的为销售费用, 2018 年公司销售费用达到 5.3 亿元, 较 2017 年增长 66.3%, 主要是由于公司游戏业务推广投入增加。管理费用约 3 亿元, 同比增速为 12.4%。财务费用和研发费用为 1.3 亿元和 0.58 亿元, 分别增长 6.8% 和 6.7%, 增速较为合理。

**图 62: 公司总资产、营业收入和营业利润**


数据来源: Wind, 西南证券

**图 63: 公司费用情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 核心假设与盈利预测

#### 核心假设:

1. 西班牙人俱乐部经营稳定, 竞技水平、商业价值大幅提升, 未来 3 年电视转播收入、赞助广告收入复合增速分别为 17% 和 35%;
2. 游戏行业政策不发生较大变化, 新游研发上线顺利进行, 考虑到趣丸网络剥离、行业政策边际改善因素, 预计未来 3 年游戏业务流水增速分别为 25%、18% 和 15%, 毛利率保持 67%;
3. 玩具行业需求稳定增长, 带动玩具市场持续向好。

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 年的收入增长和毛利率做如下假设:

表 16: 分业务盈利预测

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
体育业务	收入	861.9	1027.9	1156.2	1279.7
	yoy	44.4%	19.3%	12.5%	10.7%
	毛利率	39.6%	35.9%	34.2%	32.9%
游戏业务	收入	1297.8	1622.2	1914.3	2201.4
	yoy	-5.8%	25.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
玩具业务	收入	562.4	506.2	465.7	431.7
	yoy	-16.9%	-10.0%	-8.0%	-7.3%
	毛利率	37.5%	37.6%	37.6%	37.6%
其他业务	收入	98.2	93.3	88.7	84.2
	yoy	-5.3%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	19.0%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	收入	2820.3	3249.7	3624.8	3997.0
	yoy	2.4%	15.2%	11.5%	10.3%
	毛利率	45.1%	51.2%	51.6%	51.9%

数据来源: 西南证券

### 5.2 绝对估值

我们采用 FCFE 估值法进行绝对估值, 关键假设如下:

- 1) 永续增长率为 3%, 过渡期增长率 8%, 过渡期年数 5 年;
- 2) 无风险利率选择 10 年期国债收益率为 3.17%;
- 3) 以公司近 100 周无杠杆  $\beta$  作为公司无杠杆  $\beta$  的近似值;
- 4) 有效税率设定为 15%。



**表 17: 绝对估值假设调节**

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	8.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.17%
市场组合报酬率 Rm	8.49%
无杠杆 $\beta$	1.28
有杠杆 $\beta$	1.57
债务资本比重 Wd	21.01%
债务资本成本 Kd	6.20%
有效税率 Tx	15.00%
股权资本成本 Ke	11.52%
无杠杆成本 Ku	9.98%
WACC	10.21%

数据来源: Wind, 西南证券整理

**表 18: FCFE 估值结果**

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)
FCFF	568.54
(利息费用-利息收入)*(1-t)	1.75
长期债务的增加(减少)	(350.11)
短期债务的增加(减少)	(35.64)
FCFE	181.04
PV(FCFE)	162.33
股票价值	6208.52
每股价值	4.99

数据来源: 西南证券

**表 19: 估值敏感性分析**

	10.02%	10.52%	11.02%	11.52%	12.02%	12.52%	13.02%
1.5%	5.42	5.08	4.77	4.49	4.24	4.01	3.81
2.0%	5.65	5.27	4.94	4.64	4.37	4.13	3.91
2.5%	5.91	5.50	5.13	4.81	4.52	4.26	4.02
3.0%	6.21	5.75	5.34	4.99	4.68	4.40	4.14
3.5%	6.55	6.03	5.59	5.20	4.85	4.55	4.28
4.0%	6.94	6.36	5.86	5.43	5.06	4.72	4.43
4.5%	7.41	6.75	6.18	5.70	5.28	4.92	4.60

数据来源: 西南证券

从绝对估值看，公司每股内在价值约 4.99 元。但由于绝对估值对各系数的敏感性太大，估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性，我们采取相对估值法的估值结果。

## 5.3 相对估值

由于公司三大业务板块分属不同行业，我们采用分部估值法进行预测。

### 1) 体育板块：

公司是国内稀缺的五大联赛俱乐部标的，A 股缺少相关可比公司，且足球俱乐部净利润波动较大，常用 PS 估值法进行估算。我们选取曼联 (MANU.N)、尤文图斯 (JUVE.BSI)、多特蒙德 (BVB.F) 作为可比公司，2019 年 PS 均值为 2.76，考虑到西班牙人俱乐部巨大市场潜力，我们给予公司体育板块 3 倍 PS 估值，体育板块 2019 年预计实现约 10.3 亿元营收，则对应市值为 30.8 亿元。

表 20：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价	EPS			PS		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
MANU.N	曼联	18.69 (USD)	-0.23	0.47	-0.03	3.81	3.93	3.87
JUVE.BSI	尤文图斯	1.52 (EUR)	-0.02	-0.05	0.00	3.03	2.63	2.46
BVB.F	多特蒙德	8.84 (EUR)	0.27	0.25	0.27	1.66	1.72	1.66
中值						3.03	2.63	2.46
均值						<b>2.83</b>	<b>2.76</b>	<b>2.66</b>

数据来源：Bloomberg 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2019.7.11）

### 2) 游戏板块：

公司游戏业务主营网页游戏和手机游戏，我们选取吉比特、三七互娱、世纪华通等 3 家上市公司作为可比公司，2019 年 PE 均值为 18.29，我们给予公司游戏板块 18 倍估值，游戏板块 2019 年预计实现约 1.9 亿元归母净利润，则对应估值为 35 亿元。

表 21：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603444.SH	吉比特	211.90	10.06	11.61	13.45	14.72	18.25	15.76
002555.SZ	三七互娱	13.72	0.47	0.89	1.06	19.89	15.41	12.95
300418.SZ	世纪华通	10.42	0.41	0.49	0.55	50.10	21.22	18.98
中值						19.89	18.25	15.76
均值						<b>28.24</b>	<b>18.29</b>	<b>15.89</b>

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2019.7.11）

### 3) 玩具板块

我们选取奥飞娱乐、邦宝益智作为可比公司，2019 年 PE 均值为 55.76 倍，考虑到行业增速放缓影响，故给予玩具板块 30 倍估值，玩具板块 2019 年预计实现 0.4 亿元净利润，对应市值为 12.2 亿元。



**表 22: 可比公司相对估值**

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002292.SZ	奥飞娱乐	6.08	-1.20	0.16	0.20	-4.71	38.29	30.06
603398.SH	邦宝益智	15.22	0.20	0.21	0.21	55.70	73.23	71.60
<b>均值</b>						<b>25.50</b>	<b>55.76</b>	<b>50.83</b>

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2019.7.11)

通过分业务测算, 我们估算公司 2019 年对应市值为 78 亿元, 当前股本为 12.44 亿股, 对应股价为 6.27 元/股, 相当于 23 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6 风险提示

- 1) 宏观经济不景气的风险:** 全球宏观经济呈现回暖趋势, 但未来宏观经济波动仍难以估计, 或对公司业务造成影响。
- 2) 产业政策变动的风险:** 体育产业政策支持力度较强, 游戏产业政策监管存在边际改善, 但未来仍存在不确定性。
- 3) 俱乐部运营或不及预期的风险:** 目前公司体育业务发展顺利, 且依托中国市场拥有极大发展潜力, 但体育行业变化、俱乐部竞技结果存在不确定性。
- 4) 游戏业务发展或不及预期的风险:** 公司游戏业务发展良好, 主要游戏作品表现极佳, 但随着行业竞争加剧, 存在经营不达预期的可能。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2820.33	3249.68	3624.83	3996.99	净利润	240.80	337.65	418.75	501.78
营业成本	1548.64	1586.66	1755.71	1922.76	折旧与摊销	239.90	179.13	179.13	179.13
营业税金及附加	13.37	17.25	18.56	20.71	财务费用	130.05	133.74	124.10	110.58
销售费用	534.31	714.93	797.46	879.34	资产减值损失	104.06	50.00	50.00	50.00
管理费用	297.23	438.71	489.35	539.59	经营营运资本变动	29.70	-49.87	-34.40	-21.35
财务费用	130.05	133.74	124.10	110.58	其他	-119.11	-52.26	-51.33	-53.45
资产减值损失	104.06	50.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>625.40</b>	<b>598.38</b>	<b>686.26</b>	<b>766.69</b>
投资收益	57.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-118.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.94	2.62	2.73	2.69	其他	-142.82	2.62	2.73	2.69
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>	<b>-261.26</b>	<b>2.62</b>	<b>2.73</b>	<b>2.69</b>
<b>营业利润</b>	<b>210.72</b>	<b>311.02</b>	<b>392.39</b>	<b>476.70</b>	短期借款	46.36	-35.64	-460.50	-220.46
其他非经营损益	33.09	30.84	31.59	31.34	长期借款	354.60	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>243.81</b>	<b>341.86</b>	<b>423.98</b>	<b>508.04</b>	股权融资	15.44	0.00	0.00	0.00
所得税	3.01	4.22	5.23	6.27	支付股利	-37.33	-47.69	-66.87	-82.94
净利润	240.80	337.65	418.75	501.78	其他	-788.17	-533.33	-124.10	-110.58
少数股东损益	2.34	3.28	4.07	4.87	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-409.09</b>	<b>-616.65</b>	<b>-651.47</b>	<b>-413.98</b>
归属母公司股东净利润	238.46	334.37	414.68	496.90	<b>现金流量净额</b>	<b>-31.97</b>	<b>-15.65</b>	<b>37.52</b>	<b>355.40</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	340.62	324.97	362.48	717.89	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	648.61	723.23	802.87	892.32	销售收入增长率	2.35%	15.22%	11.54%	10.27%
存货	103.30	105.49	115.39	127.32	营业利润增长率	-7.94%	47.60%	26.16%	21.49%
其他流动资产	9.38	10.36	11.22	12.07	净利润增长率	-2.69%	40.22%	24.02%	19.83%
长期股权投资	657.77	657.77	657.77	657.77	EBITDA 增长率	3.34%	7.44%	11.50%	10.18%
投资性房地产	684.70	684.70	684.70	684.70	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1333.29	1260.16	1187.03	1113.91	毛利率	45.09%	51.17%	51.56%	51.89%
无形资产和开发支出	1879.85	1776.37	1672.89	1569.41	三费率	34.10%	39.62%	38.92%	38.27%
其他非流动资产	298.06	295.54	293.01	290.48	净利率	8.54%	10.39%	11.55%	12.55%
<b>资产总计</b>	<b>5955.58</b>	<b>5838.58</b>	<b>5787.37</b>	<b>6065.86</b>	ROE	8.71%	11.23%	12.47%	13.29%
短期借款	716.60	680.96	220.46	0.00	ROA	4.04%	5.78%	7.24%	8.27%
应付和预收款项	594.37	621.67	674.73	750.56	ROIC	9.29%	12.29%	14.67%	17.23%
长期借款	1423.66	1423.66	1423.66	1423.66	EBITDA/销售收入	20.59%	19.20%	19.19%	19.17%
其他负债	456.11	106.97	111.32	115.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3190.74</b>	<b>2833.26</b>	<b>2430.17</b>	<b>2289.83</b>	总资产周转率	0.47	0.55	0.62	0.67
股本	1244.20	1244.20	1244.20	1244.20	固定资产周转率	2.43	2.54	3.01	3.53
资本公积	88.44	88.44	88.44	88.44	应收账款周转率	5.67	5.95	5.94	5.87
留存收益	1384.20	1670.88	2018.69	2432.65	存货周转率	13.99	15.14	15.71	15.64
归属母公司股东权益	2766.32	3003.52	3351.33	3765.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.34%	—	—	—
少数股东权益	-1.48	1.80	5.87	10.74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2764.84</b>	<b>3005.32</b>	<b>3357.20</b>	<b>3776.04</b>	资产负债率	53.58%	48.53%	41.99%	37.75%
负债和股东权益合计	5955.58	5838.58	5787.37	6065.86	带息债务/总负债	68.23%	75.58%	69.16%	63.77%
					流动比率	0.65	0.87	1.37	2.19
					速动比率	0.59	0.79	1.25	2.03
					股利支付率	15.65%	14.26%	16.13%	16.69%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.27	0.33	0.40
					每股净资产	2.22	2.41	2.69	3.03
					每股经营现金	0.50	0.48	0.55	0.62
					每股股利	0.03	0.04	0.05	0.07
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	580.67	623.89	695.62	766.41					
PE	26.40	18.83	15.18	12.67					
PB	2.28	2.10	1.88	1.67					
PS	2.23	1.94	1.74	1.58					
EV/EBITDA	10.60	9.27	7.60	6.14					
股息率	0.59%	0.76%	1.06%	1.32%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn