

## 高基数引起业绩变动, 全年业绩值得期待

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入11.2亿元, 同比减少31.5%; 实现归母净利润1.3亿元, 同比减少10.8%; 实现扣非后归母净利润1亿元, 同比减少12.2%。
- **趣丸网络剥离&球员转会收益高基数是业绩变动主因。** 报告期内, 公司收入、利润均有不同程度下滑, 主要由高基数效应引起。1) 2018年6月, 公司剥离趣丸网络, 如剔除其影响, 2019H1较去年同期下滑11%; 2) 2018H1, 公司出售杰拉德·莫雷诺实现利润1.1亿元, 而2019年转会事项均发生在下半年。2019年上半年, 公司综合毛利率为46.6%, 保持平稳状态。销售费用、管理费用和财务费用分别同比变化-50.5%、-22.5%和20%, 销售费用大幅下降系游戏业务推广投入减少所致。
- **A股唯一足球俱乐部资产, 平台价值稀缺。** 公司2016年实现了对西甲皇家西班牙人俱乐部的控股, 成为首家控股欧洲五大联赛俱乐部的上市公司。经过数年经营, 俱乐部运营改善显著, 净资产规模由2016年底的4亿元增加至目前的12.4亿元(体育分部数据), 盈利水平也得到大幅提升。2019年上半年, 俱乐部实现营收4.6亿元, 净利润4755万元, 成为公司重要的利润来源。

**国际化青训体系:** 西班牙人俱乐部素以青训蜚声足坛, 培育出一代又一代青年才俊。目前, 俱乐部共向西班牙各梯队国家队输送近20名球员, 马克·罗卡、达德尔、梅伦多等球员得到欧洲足坛普遍关注。此外, 俱乐部在全球范围开设11所国际足球学校, 青训国际化进程逐步深化。

**绝佳的平台价值:** 依托俱乐部强大的青训基础和球探体系, 俱乐部打造了“良性球员流动”的运营模式, 平台价值逐步显现。通过上调青训球员&买入潜力球星充实球队战力, 给予稳定上场和系统培训, 最终通过出售实现球员价值的最大化利用。在该模式下, 俱乐部不仅商业收益不断增加, 竞技实力也得到极大提升, 并时隔多年打入洲际比赛。2019年, 俱乐部出售博尔哈·伊格莱西亚斯、马里奥·埃尔莫索等球员贡献至少1.9亿元交易净利润。

**商业价值洼地:** 在“武磊效应”&西甲全球化催化下, 俱乐部影响力延伸至全球, 超过3.5亿人对武磊登陆西甲的新闻进行浏览和关注。近期, 俱乐部完成多笔赞助事项, 乐动体育成为俱乐部主赞助商, 签下4年1460万欧元的球衣胸前广告合同, 并于咪咕、科大讯飞达成合作。我们认为, 俱乐部商业价值仍处于洼地, 有巨大增长潜力。

**中国足球核心资产:** 武磊加盟西班牙人具备重大意义, 标志着中国球员可以实现竞技价值和商业价值并存, 成为中国球员新标杆。对比现有中资控股俱乐部, 西班牙人俱乐部业务融合较好, 且西甲联赛转会制度较为宽松, 是中国球员留洋的首选基地, 在中国足球发展历程中有望发挥重要作用。
- **“出海”+“IP”是游戏业务未来发展基石。** 星辉游戏是公司游戏业务实施主体, 是领先的研运一体游戏厂商。《三国群英传-霸王之业》国内外取得1亿元月流水, 其韩国版本《三国志M》一度登顶韩国地区App Store畅销榜榜首, 此外

### 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

分析师: 杭爱  
执业证号: S1250519080006  
电话: 010-58251921  
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)	63.58
总资产(亿元)	59.13
每股净资产(元)	2.23

### 相关研究

1. 星辉娱乐(300043): 球员转会持续创造收益, 坚定看好平台价值 (2019-08-15)
2. 星辉娱乐(300043): 中国球员留洋首选, 泛娱乐旗舰扬帆起航 (2019-07-12)



《三国霸王战纪》、《苍之纪元》也取得了较好的市场口碑和业绩表现。2019年上半年，公司游戏业务实现营收 3.8 亿元，其中海外游戏收入 1.3 亿元，同比增长 33.3%，出海战略获得较好成果。公司 IP 储备覆盖文学、漫画、动画、影视、游戏等领域，拥有《雪鹰领主》、《盛唐幻夜》、《长歌行》、《书剑恩仇录》等优质 IP，是游戏业务未来发展的坚实基础。

- **中国足球发展势头良好，看好主题投资机会。我们认为，中国足球正处于景气上行的黄金拐点。短期来看**，产业经验最丰富的一届足协管理层履新有望带来新气象；归化球员政策落地有效提升国家队竞技水平，晋级 2022 世界杯预期增强。**中期来看**，足球产业制度逐步完善，中超联赛进步显著，观赏性、竞技水平大幅提升。**长期来看**，青训积累逐步进入收获期，青训人才供给增加；基础设施建设升温，长期利好有效足球人口增加。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为，市场过度关注短期催化因素，忽视西班牙人俱乐部长期运营价值。随着市场预期差修复，公司有望带来超额收益。我们继续维持 7.72 元/股的目标价，维持“买入”评级。
- **风险提示：**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，竞技体育的不确定性风险，游戏业务发展或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2820.33	2816.51	3233.90	3596.46
增长率	2.35%	-0.14%	14.82%	11.21%
归属母公司净利润（百万元）	238.46	415.93	501.03	561.21
增长率	3.66%	74.42%	20.46%	12.01%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.33	0.40	0.45
净资产收益率 ROE	8.71%	13.55%	14.36%	14.21%
PE	25	15	12	11
PB	2.19	1.96	1.73	1.53

数据来源：Wind，西南证券

### 关键假设：

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 23%和 58%；

假设 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-10%、18%和 13%，毛利率保持 67%；

假设 3：玩具行业需求稳定增长，带动玩具市场持续向好。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务盈利预测**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
体育业务	收入	861.9	1347.5	1653.5	1921.1
	yoy	44.4%	56.3%	22.7%	16.2%
	毛利率	39.6%	44.7%	42.2%	40.0%
游戏业务	收入	1297.8	869.5	1026.0	1159.4
	yoy	-5.8%	-33.0%	18.0%	13.0%
	毛利率	54.3%	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	2816.5	3233.9	3596.5
	yoy	2.4%	-0.1%	14.8%	11.2%
	毛利率	45.1%	49.4%	48.7%	47.9%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2820.33	2816.51	3233.90	3596.46	净利润	240.80	418.02	503.55	564.03
营业成本	1548.64	1424.34	1657.99	1873.01	折旧与摊销	239.90	179.13	179.13	179.13
营业税金及附加	13.37	16.90	19.40	21.58	财务费用	130.05	132.16	118.61	107.34
销售费用	534.31	422.48	485.08	539.47	资产减值损失	104.06	50.00	50.00	50.00
管理费用	297.23	380.23	426.87	467.54	经营营运资本变动	29.70	-18.33	-27.64	-11.70
财务费用	130.05	132.16	118.61	107.34	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>708.72</b>	<b>772.32</b>	<b>835.35</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>393.02</b>	<b>478.66</b>	<b>540.22</b>	短期借款	46.36	-190.87	-525.73	0.00
其他非经营损益	33.09	30.22	31.18	30.86	长期借款	354.60	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>243.81</b>	<b>423.24</b>	<b>509.83</b>	<b>571.08</b>	股权融资	15.44	0.00	0.00	0.00
所得税	3.01	5.22	6.29	7.04	支付股利	-37.33	-47.69	-83.19	-100.21
净利润	240.80	418.02	503.55	564.03	其他	-788.17	-531.75	-118.61	-107.34
少数股东损益	2.34	2.09	2.52	2.82	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-409.09</b>	<b>-770.31</b>	<b>-727.53</b>	<b>-207.54</b>
归属母公司股东净利润	238.46	415.93	501.03	561.21	<b>现金流量净额</b>	<b>-31.97</b>	<b>-58.97</b>	<b>47.52</b>	<b>630.51</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	340.62	281.65	329.18	959.68	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	648.61	629.21	720.39	809.48	销售收入增长率	2.35%	-0.14%	14.82%	11.21%
存货	103.30	94.64	108.85	123.99	营业利润增长率	-7.94%	86.52%	21.79%	12.86%
其他流动资产	9.38	9.37	10.33	11.16	净利润增长率	-2.69%	73.60%	20.46%	12.01%
长期股权投资	657.77	657.77	657.77	657.77	EBITDA 增长率	3.34%	21.29%	10.24%	6.48%
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%	49.43%	48.73%	47.92%
无形资产和开发支出	1879.85	1776.37	1672.89	1569.41	三费率	34.10%	33.19%	31.87%	30.98%
其他非流动资产	298.06	295.54	293.01	290.48	净利率	8.54%	14.84%	15.57%	15.68%
<b>资产总计</b>	<b>5955.58</b>	<b>5689.41</b>	<b>5664.15</b>	<b>6220.58</b>	ROE	8.71%	13.55%	14.36%	14.21%
短期借款	716.60	525.73	0.00	0.00	ROA	4.04%	7.35%	8.89%	9.07%
应付和预收款项	594.37	551.52	625.63	712.70	ROIC	9.29%	14.67%	17.34%	19.48%
长期借款	1423.66	1423.66	1423.66	1423.66	EBITDA/销售收入	20.59%	25.01%	24.01%	22.99%
其他负债	456.11	102.80	108.81	114.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3190.74</b>	<b>2603.71</b>	<b>2158.09</b>	<b>2250.69</b>	总资产周转率	0.47	0.48	0.57	0.61
股本	1244.20	1244.20	1244.20	1244.20	固定资产周转率	2.43	2.20	2.68	3.18
资本公积	88.44	88.44	88.44	88.44	应收账款周转率	5.67	5.54	6.02	5.90
留存收益	1384.20	1752.44	2170.29	2631.29	存货周转率	13.99	14.33	16.09	15.87
归属母公司股东权益	2766.32	3085.09	3502.93	3963.94	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	0.61	3.13	5.95	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2764.84</b>	<b>3085.70</b>	<b>3506.06</b>	<b>3969.88</b>	资产负债率	53.58%	45.76%	38.10%	36.18%
负债和股东权益合计	5955.58	5689.41	5664.15	6220.58	带息债务/总负债	68.23%	76.28%	67.67%	64.88%
					流动比率	0.65	0.91	1.75	2.50
					速动比率	0.59	0.83	1.59	2.34
					股利支付率	15.65%	11.47%	16.60%	17.86%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.33	0.40	0.45
					每股净资产	2.22	2.48	2.82	3.19
					每股经营现金	0.50	0.57	0.62	0.67
					每股股利	0.03	0.04	0.07	0.08
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	580.67	704.32	776.41	826.69					
PE	25.41	14.57	12.09	10.80					
PB	2.19	1.96	1.73	1.53					
PS	2.15	2.15	1.87	1.68					
EV/EBITDA	10.19	7.72	6.26	5.12					
股息率	0.62%	0.79%	1.37%	1.65%					

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@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
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
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn