

日期: 2019年09月05日

行业: 传媒



# 俱乐部业绩向好, 全年净利润有望实现高增

分析师: 胡纯青  
Tel: 021-53686150  
E-mail: huchunqing@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870518110001

## ■ 公司动态事项

星辉娱乐公布了2019年半年报, 上半年实现营业收入11.23亿元, 同比减少31.50%; 实现归母净利润1.26亿元, 同比减少10.76%; 实现扣非后归母净利润1.01亿元, 同比减少12.15%。

## 基本数据 (截止 2019 年 9 月 3 日)

报告日股价 (元)	5.07
12mth A 股价格区间 (元)	2.89/7.62
总股本 (百万股)	1244.20
无限售 A 股/总股本	73.53%
流通市值 (亿元)	46.38
每股净资产 (元)	2.30

## ■ 事项点评

### 剥离趣丸网络&球员转会收入波动导致公司上半年收入及利润下滑

上半年公司收入下滑主要是因为去年6月剥离了趣丸网络, 剔除其影响, 公司收入同比减少10.96%。球员转会收入对公司业绩影响较大, 但该业务每年的收入规模及收入确认收益并不固定。去年同期, 公司通过出售球员取得利润逾1亿元, 而今年上半年无同类收入, 导致上半年公司利润同比下滑。但下半年公司已经确认通过旗下俱乐部出售博尔哈·伊格莱西亚斯、马里奥·埃尔莫索等球员贡献约1.9亿元净利润。

## 主要股东 (2019H1)

陈雁升	32.77%
陈冬琼	13.36%

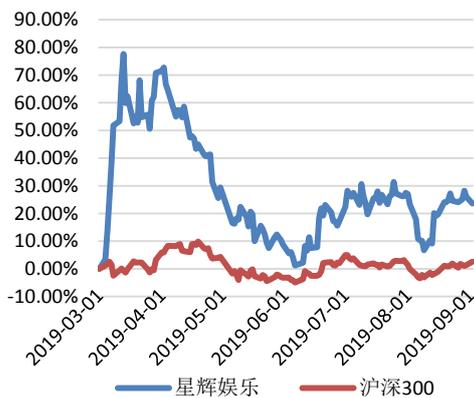
## 收入结构 (2019H1)

游戏	33.56%
体育	41.18%
玩具	20.56%

### 游戏业务: 推广费用下滑释放利润, 海外业务持续增长

上半年, 公司游戏业务实现收入3.77亿元, 占总营收的33.56%。剥离了低利润率的趣丸网络后, 公司游戏业务在国内的收入规模出现较大幅度减少, 但公司通过减少推广开支释放利润, 上半年公司游戏业务整体实现净利润0.84亿元, 同比增长24.14%。公司在海外市场保持持续扩张态势, 上半年实现收入1.26亿元, 同比增长33.28%。公司游戏业务中目前流水占比最高的产品是《三国群英传-霸王之业》, 该游戏在国内由腾讯代理, 整体运营情况稳定; 游戏自2018年陆续登陆了日韩、东南亚、港澳台等多个国家及地区, 在日韩地区表现尤其出色。目前, 该游戏在国内外的总流水维持在1亿元左右。公司下半年计划上线游戏较为丰富, 包括《重返文明》、《少女的王座》等游戏已处于测试阶段, 公司在研中的游戏还包括国产经典单机SRPG系列游戏《幻世录》的手游版等作品。

## 上市后后股票与沪深300比较



### 体育业务: 受益吴磊效应及转播协议更新, 俱乐部商业效应逐步显现

上半年, 公司旗下西班牙人俱乐部实现收入4.62亿元, 占总营收的41.18%。除球员转会收入外, 俱乐部电视转播、赞助及广告、衍生品等多项收入均实现了30%以上的正增长。未来, 俱乐部各项业务收入有望实现持续增长。电视转播是俱乐部收入最主要的来源, 占上半年俱乐部收入的约60%。而刚刚到来的2019/2020赛季恰逢西甲电视转播合同的更替期, 西甲电视转播合同由西甲联盟集体出售, 此前联盟以

44.85亿欧元的价格完成了未来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%；联盟也以34.21亿欧元的价格出售了未来3个赛季部分西班牙国内转播权，售价超出过去3个赛季西班牙国内转播权总额的15%。西甲各支俱乐部均将受益于电视转播金额的上涨，而球队所得分成又与俱乐部过去几年的历史战绩相关，在上一赛季，西班牙人俱乐部以联赛第7的成绩成功挺进欧联杯正赛，实现历史性重大突破。而吴磊加盟西班牙人俱乐部更使得俱乐部影响力大幅提升。近期，俱乐部已经陆续与中国移动咪咕、乐动体育、科大讯飞签署了战略合作或赞助协议，未来俱乐部赞助、广告、衍生品等收益有望实现持续提升。为备战2022年世界杯，中国足球采取球员归化辅以核心球员留洋的战略以求在短期内提升竞技水平，而未来为进一步提升足球综合水平，则需要依靠青训体制的逐步完善。这一系列做法可以说是参考了日本的成功经验，而西班牙人青训基础深厚、实力闻名欧洲。截止目前球队已在湖南、上海、山东等地开设足球学校，旨在发现和培养优秀的中国足球人才。未来，俱乐部有望充分享受中国足球产业大发展中伴随而来的商业价值的提升。

### ■ 盈利预测与估值

公司游戏及玩具业务全球化战略布局完善，业绩稳健；俱乐部商业价值提升，业绩弹性好。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 4.20 亿元、5.15 亿元和 6.04 亿元，对应每股 EPS 分别为 0.34 元、0.41 元和 0.49 元，PE 为 15.01、12.25、10.44 倍。给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

政策风险；俱乐部商业化不及预期；俱乐部成绩下滑；俱乐部经营方针变更；新游戏上线时间或流水不及预期；汇率波动风险；贸易壁垒加剧

#### ■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日(¥, 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2820.33	2695.08	2979.73	3385.15
年增长率	2.35%	-4.44%	10.56%	13.61%
归母净利润	238.46	420.27	514.90	603.99
年增长率	3.66%	76.24%	22.52%	17.30%
每股收益(元)	0.19	0.34	0.41	0.49
PE	26.68	15.01	12.25	10.44

资料来源：Wind 上海证券研究所

## 附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	258.70	404.26	448.67	1,034.43
应收和预付款项	648.61	568.06	773.62	753.79
存货	103.30	92.11	119.92	124.62
其他流动资产	9.38	9.38	9.38	9.38
流动资产合计	1,020.00	1,073.82	1,351.59	1,922.23
长期股权投资	657.77	707.77	757.77	807.77
投资性房地产	684.70	648.74	612.79	576.83
固定资产和在建工程	1,333.29	1,306.14	1,273.99	1,236.85
无形资产和开发支出	1,879.85	1,807.87	1,730.89	1,648.91
其他非流动资产	183.56	175.13	166.71	158.28
非流动资产合计	4,739.16	4,645.65	4,542.15	4,428.64
<b>资产总计</b>	<b>5,759.16</b>	<b>5,719.47</b>	<b>5,893.74</b>	<b>6,350.87</b>
短期借款	716.60	429.74	0.00	0.00
应付和预收款项	447.13	340.16	510.29	458.48
长期借款	1,460.33	1,460.33	1,460.33	1,460.33
其他负债	370.25	370.25	370.25	370.25
<b>负债合计</b>	<b>2,994.32</b>	<b>2,600.49</b>	<b>2,340.88</b>	<b>2,289.07</b>
股本	1,244.20	1,244.20	1,244.20	1,244.20
资本公积	88.44	88.44	88.44	88.44
留存收益	1,433.68	1,783.40	2,211.86	2,714.45
少数股东权益	(1.48)	2.94	8.36	14.71
<b>股东权益合计</b>	<b>2,764.84</b>	<b>3,118.98</b>	<b>3,552.86</b>	<b>4,061.80</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,759.16</b>	<b>5,719.47</b>	<b>5,893.74</b>	<b>6,350.87</b>
<b>现金流量表（单位：百万元）</b>				
<b>指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
经营活动现金流	618.49	730.96	767.42	875.50
投资活动现金流	(261.26)	(120.90)	(120.90)	(120.90)
融资活动现金流	(409.09)	(464.50)	(602.11)	(168.83)
<b>净现金流</b>	<b>(38.89)</b>	<b>145.56</b>	<b>44.40</b>	<b>585.77</b>

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,820.33</b>	<b>2,695.08</b>	<b>2,979.73</b>	<b>3,385.15</b>
营业成本	1,548.64	1,373.88	1,490.68	1,719.23
营业税金及附加	13.37	12.78	14.13	16.05
营业费用	534.31	431.21	476.76	524.70
管理及研发费用	1,130.28	363.84	387.36	440.07
财务费用	130.05	137.09	135.93	117.43
资产减值损失	104.06	40.00	40.00	40.00
投资收益	57.04	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	2.94	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>210.72</b>	<b>406.28</b>	<b>504.86</b>	<b>597.67</b>
营业外收支净额	33.09	30.00	30.00	30.00
<b>利润总额</b>	<b>243.81</b>	<b>436.28</b>	<b>534.86</b>	<b>627.67</b>
所得税	3.01	11.59	14.55	17.33
净利润	240.80	424.69	520.32	610.34
少数股东损益	2.34	4.42	5.42	6.35
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>238.46</b>	<b>420.27</b>	<b>514.90</b>	<b>603.99</b>
<b>财务比率分析</b>				
<b>指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
总收入增长率	2.35%	-4.44%	10.56%	13.61%
EBIT 增长率	6.19%	49.18%	14.25%	11.97%
净利润增长率	3.66%	76.24%	22.52%	17.30%
毛利率	45.09%	49.02%	49.97%	49.21%
EBIT/总收入	6.19%	49.18%	14.25%	11.97%
净利润率	7.97%	15.76%	17.46%	18.03%
资产负债率	51.99%	45.47%	39.72%	36.04%
流动比率	0.67	0.96	1.57	2.38
净资产收益率 (ROE)	8.04%	13.49%	14.53%	14.92%
存货周转率	14.99	14.91	12.43	13.80
应收账款周转率	5.44	6.24	4.81	5.89

## 分析师承诺

胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。