

Q3业绩达预告上限, 看好长线投资价值

投资要点

- **事件:** 公司公布三季报, 2019年前三季度实现营业收入21亿元, 同比减少8.1%, 归母净利润3.4亿元, 同比增加59.6%; Q3单季度实现营业收入9.4亿元, 同比大幅增加55.9%, 归母净利润2.1亿元, 同比增加199%。
- **体育业务盈利提升带动整体业绩触达预告上限。** 报告期内, 公司各项业务运转良好, Q3业绩大幅增加, 触达业绩预告上限。分业务来看, 公司原有游戏作品持续贡献丰厚流水, 新作品推出提供未来业绩保证。体育业务盈利能力大幅提升, 转播收入、赞助收入均呈现较好增长势头, 并通过出售博尔哈·伊格莱西亚斯、马里奥·埃尔莫索等球员收获至少1.9亿元交易净利润。
- **我们坚持既有观点, 看好西班牙人俱乐部长线价值。**

1) 西班牙人是业务融合最好的中资控股海外俱乐部之一, 经上市公司历时3年的潜心经营, 运营改善显著。俱乐部净资产规模由2016年底的4亿元增加至目前的12.4亿元; 归母净利润也由2016年的2944万元提升至2018年的1亿元。

2) 俱乐部平台价值处于上升阶段, 可予以重视。依托良好的“青训基础”+“球探体系”, 俱乐部形成了“良性球员流动”的运营模式, 可实现竞技实力&商业价值的双赢。目前, 俱乐部一线队球员总身价达到1.5亿欧元, 较此前的5000余万欧元有了长足进步, 这不仅是俱乐部平台价值的重要体现, 也是平台价值进一步抬升的坚实基础。

3) 西班牙人处于商业价值洼地, 仍有极大开发潜力。“武磊”效应下, 西班牙人俱乐部、西甲联赛在国内的关注度得到极大提升。目前, 俱乐部与乐动体育、咪咕、科大讯飞等企业实现合作, 其商业价值仍有极大发展空间。

4) 西班牙人是中国球员留洋的首选基地, 这个观点依旧不变。我们可以看到, 武磊通过不到1年的西甲赛场历练已获得技战术素养、身体素质的较大提升, 足可见“留洋”是提升国内球员水平的有效途径。对比欧洲其他联赛, 西甲联赛转会制度较为宽松, 西班牙人基础构建完毕, 是中国球员留洋的绝佳土壤。

- **盈利预测与投资建议。** 中国足球产业处于拐头向上的黄金上升期, 作为中资控股海外俱乐部的排头兵, 西班牙人俱乐部长线价值有望逐步得到认可, 我们维持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	27	15	13	11
PB	2.32	2.08	1.83	1.62

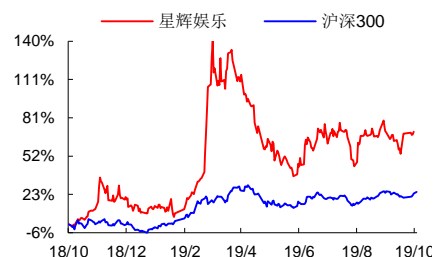
数据来源: Wind, 西南证券

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

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)	64.20
总资产(亿元)	62.18
每股净资产(元)	2.48

相关研究

1. 星辉娱乐(300043): Q3业绩高增长&换帅预期落地, 继续强烈推荐 (2019-10-08)
2. 星辉娱乐(300043): 高基数引起业绩变动, 全年业绩值得期待 (2019-08-30)
3. 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)
4. 星辉娱乐(300043): 中国球员留洋首选, 泛娱乐旗帜扬帆起航 (2019-07-12)

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	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	经营活动现金流净额	625.40	708.72	772.32	835.35
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	投资活动现金流净额	-261.26	2.62	2.73	2.69
营业利润	210.72	393.02	478.66	540.22	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
利润总额	243.81	423.24	509.83	571.08	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	筹资活动现金流净额	-409.09	-770.31	-727.53	-207.54
归属母公司股东净利润	238.46	415.93	501.03	561.21	现金流量净额	-31.97	-58.97	47.52	630.51
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	281.65	329.18	959.68	成长能力				
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	获利能力				
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%
资产总计	5955.58	5689.41	5664.15	6220.58	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	营运能力				
负债合计	3190.74	2603.71	2158.09	2250.69	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	资本结构				
股东权益合计	2764.84	3085.70	3506.06	3969.88	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%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	580.67	704.32	776.41	826.69	每股收益	0.19	0.33	0.40	0.45
PE	26.92	15.44	12.81	11.44	每股净资产	2.22	2.48	2.82	3.19
PB	2.32	2.08	1.83	1.62	每股经营现金	0.50	0.57	0.62	0.67
PS	2.28	2.28	1.99	1.79	每股股利	0.03	0.04	0.07	0.08
EV/EBITDA	10.81	8.23	6.73	5.55					
股息率	0.58%	0.74%	1.30%	1.56%					

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
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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