

## 球员转会持续创造收益, 坚定看好平台价值

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 控股孙公司皇家西班牙人俱乐部拟以 2814 万欧元对价出售球员博尔哈·伊格莱西亚斯·昆塔斯(简称博尔哈)至皇家贝蒂斯俱乐部。
- **转会事件再次验证俱乐部平台价值。** 博尔哈于 2018 年 7 月 8 日转入皇家西班牙人俱乐部, 后者拥有其 100%注册权益、100%经济权益, 双方设立了 2814 万欧元的违约金。交易完成后, 公司获得的交易净利润为 1486 万欧元(约合 1.2 亿元)。加上此前马里奥·埃尔莫索·坎塞科(简称埃尔莫索)的转会交易, 公司预计可确认 2422 万欧元(约合 1.9 亿元)交易净利润。

此次转会事件是对我们此前推荐逻辑的再次验证。我们认为, 西班牙人是业务融合最为出色的中资控股俱乐部, 平台价值出众——可通过“青训培养”+“外部转会”聚集大量潜力球员, 提供系统训练、稳定出场, 使其竞技水平、商业价值实现快速提升, 最终通过转出球员实现商业获利。

- **核心球员转会俱乐部竞技实力影响可控, “青训基础”+“球探体系”保障平台运营的可持续性。** 部分投资者担心核心球员流失会影响俱乐部竞技成绩, 进而对整体业绩造成不良影响。我们认为, 俱乐部平台运营具备一定可持续性。

**1) 俱乐部青训梯队输送新鲜血液。** 本赛季, 俱乐部自 B 队提拔三名潜力球员, 分别为阿德里亚·佩德罗萨、尤易斯·洛佩斯等 3 名球员, 其中佩德罗萨年仅 21 岁, 身价已高达 1000 万欧元。此外, 阵中仍有青训球员马克·罗卡(2019 欧青赛冠军, 22 岁, 身价 3000 万欧元)、塞尔吉·达德尔(25 岁, 1400 万欧元)、奥斯卡·梅伦多(21 岁, 1000 万欧元)。

**2) 俱乐部已完成针对性引援。** 本赛季俱乐部转入马蒂亚斯·巴尔加斯、费尔南多·卡莱罗。其中, 巴尔加斯年仅 22 岁, 曾入选阿根廷国家队, 个人技术娴熟, 可出任多个位置; 卡莱罗, 23 岁, 原为西甲巴拉多利德后方核心, 防守数据优于埃尔莫索(卡莱罗 VS. 埃尔莫索: 场均抢断 1.4:1.2; 场均拦截 1.5:1.2; 场均被突破次数 0.4:0.6)。

- **盈利预测与投资建议。** 考虑到俱乐部业绩变动, 我们调高目标市值至 96 亿元(采用分部估值法), 对应目标价为 7.72 元/股, 相当于 23 倍估值, 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, 游戏业务发展或不及预期的风险, 海外运营风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2820.33	3530.30	4076.17	4585.59
增长率	2.35%	25.17%	15.46%	12.50%
归属母公司净利润(百万元)	238.46	422.36	504.18	575.47
增长率	3.66%	77.12%	19.37%	14.14%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.34	0.41	0.46
净资产收益率 ROE	8.71%	13.78%	14.47%	14.53%
PE	26	14	12	11
PB	2.21	1.98	1.74	1.53

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: 010-58251921  
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)	61.09
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): 中国球员留洋首选, 泛娱乐旗舰扬帆起航 (2019-07-12)

### 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 22%、18%和 15%，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	1583.3	1868.3	2148.6
	yoy	-5.8%	22.0%	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	3530.3	4076.2	4585.6
	yoy	2.4%	25.2%	15.5%	12.5%
	毛利率	45.1%	53.0%	52.5%	52.0%

数据来源：西南证券

### 分部估值：

#### 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 2.73 倍，考虑到西班牙人俱乐部的高成长性、巨大市场潜力，我们给予公司体育板块 4 倍 PS 估值，体育板块 2019 年预计实现约 13.5 亿元营收，则对应市值为 54 亿元。

**表 2: 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	17.34 (USD)	-0.23	0.47	-0.03	3.79	3.83	3.49
JUVE.BSI	尤文图斯	1.50 (EUR)	-0.02	-0.05	0.00	3.03	2.60	2.43
BVB.F	多特蒙德	9.45 (EUR)	0.27	0.25	0.27	1.66	1.76	1.76
中值						3.03	2.60	2.43
均值						2.83	2.73	2.56

数据来源: Bloomberg 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2019.8.14)

## 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 18.21 倍, 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 34 亿元。

**表 3: 可比公司相对估值**

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603444.SH	吉比特	238.96	10.06	12.10	14.04	14.72	19.75	17.03
002555.SZ	三七互娱	14.35	0.47	0.89	1.06	19.89	16.45	13.83
300418.SZ	世纪华通	8.70	0.41	0.47	0.56	50.10	18.42	15.45
中值						19.89	18.42	15.45
均值						28.24	18.21	15.44

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券 (数据截至 2019.8.14)

## 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 48.76 倍, 考虑到行业增速放缓影响, 故给予玩具板块 20 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 8 亿元。

**表 4: 可比公司相对估值**

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002292.SZ	奥飞娱乐	5.48	-1.20	0.16	0.20	-4.57	34.25	27.40
603398.SH	邦宝益智	9.49	0.20	0.15	0.15	47.45	63.27	63.27
均值						21.44	48.76	45.34

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2019.8.14)

通过分业务测算, 我们估算公司 2019 年对应市值为 96 亿元, 当前股本为 12.44 亿股, 对应股价为 7.72 元/股, 相当于 23 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**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	3530.30	4076.17	4585.59	净利润	240.80	426.51	509.12	581.11
营业成本	1548.64	1659.89	1935.94	2199.42	折旧与摊销	239.90	179.13	179.13	179.13
营业税金及附加	13.37	18.74	20.87	23.76	财务费用	130.05	132.39	120.78	107.26
销售费用	534.31	776.67	896.76	1008.83	资产减值损失	104.06	50.00	50.00	50.00
管理费用	297.23	494.24	570.66	641.98	经营营运资本变动	29.70	-75.69	-41.17	-23.76
财务费用	130.05	132.39	120.78	107.26	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>660.07</b>	<b>766.54</b>	<b>840.29</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>400.99</b>	<b>483.89</b>	<b>557.03</b>	短期借款	46.36	-70.61	-509.43	-136.56
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>431.83</b>	<b>515.48</b>	<b>588.37</b>	股权融资	15.44	0.00	0.00	0.00
所得税	3.01	5.33	6.36	7.26	支付股利	-37.33	-47.69	-84.47	-100.84
净利润	240.80	426.51	509.12	581.11	其他	-788.17	-531.98	-120.78	-107.26
少数股东损益	2.34	4.14	4.95	5.64	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-409.09</b>	<b>-650.28</b>	<b>-714.68</b>	<b>-344.65</b>
归属母公司股东净利润	238.46	422.36	504.18	575.47	<b>现金流量净额</b>	<b>-31.97</b>	<b>12.41</b>	<b>54.59</b>	<b>498.33</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	353.03	407.62	905.95	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	648.61	782.59	901.13	1023.43	销售收入增长率	2.35%	25.17%	15.46%	12.50%
存货	103.30	110.38	127.44	145.82	营业利润增长率	-7.94%	90.30%	20.67%	15.12%
其他流动资产	9.38	11.00	12.25	13.42	净利润增长率	-2.69%	77.12%	19.37%	14.14%
长期股权投资	657.77	657.77	657.77	657.77	EBITDA 增长率	3.34%	22.71%	10.01%	7.61%
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%	52.98%	52.51%	52.04%
无形资产和开发支出	1879.85	1776.37	1672.89	1569.41	三费率	34.10%	39.75%	38.96%	38.34%
其他非流动资产	298.06	295.54	293.01	290.48	净利率	8.54%	12.08%	12.49%	12.67%
<b>资产总计</b>	<b>5955.58</b>	<b>5931.54</b>	<b>5943.83</b>	<b>6404.88</b>	ROE	8.71%	13.78%	14.47%	14.53%
短期借款	716.60	645.99	136.56	0.00	ROA	4.04%	7.19%	8.57%	9.07%
应付和预收款项	594.37	658.86	748.84	859.39	ROIC	9.29%	14.63%	16.85%	19.01%
长期借款	1423.66	1423.66	1423.66	1423.66	EBITDA/销售收入	20.59%	20.18%	19.23%	18.39%
其他负债	456.11	108.86	115.95	122.72	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3190.74</b>	<b>2837.36</b>	<b>2425.00</b>	<b>2405.77</b>	总资产周转率	0.47	0.59	0.69	0.74
股本	1244.20	1244.20	1244.20	1244.20	固定资产周转率	2.43	2.76	3.38	4.05
资本公积	88.44	88.44	88.44	88.44	应收账款周转率	5.67	6.18	6.04	5.93
留存收益	1384.20	1758.88	2178.58	2653.21	存货周转率	13.99	15.48	16.10	15.91
归属母公司股东权益	2766.32	3091.52	3511.22	3985.86	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	2.66	7.61	13.25	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2764.84</b>	<b>3094.18</b>	<b>3518.83</b>	<b>3999.11</b>	资产负债率	53.58%	47.84%	40.80%	37.56%
负债和股东权益合计	5955.58	5931.54	5943.83	6404.88	带息债务/总负债	68.23%	74.24%	65.85%	60.70%
					流动比率	0.65	0.93	1.55	2.28
					速动比率	0.59	0.85	1.41	2.12
					股利支付率	15.65%	11.29%	16.75%	17.52%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.34	0.41	0.46
					每股净资产	2.22	2.48	2.82	3.20
					每股经营现金	0.50	0.53	0.62	0.68
					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	712.51	783.80	843.42					
PE	25.62	14.46	12.12	10.62					
PB	2.21	1.98	1.74	1.53					
PS	2.17	1.73	1.50	1.33					
EV/EBITDA	10.27	7.76	6.34	5.14					
股息率	0.61%	0.78%	1.38%	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