



300043.SZ

买入

原评级: 买入

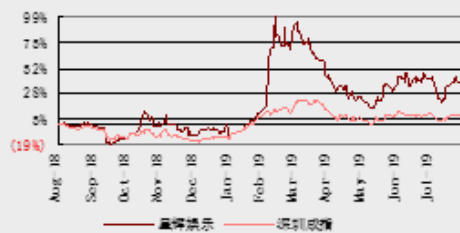
市场价格: 人民币 5.24

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 皇家西班牙人队有望成为中国足球出海口。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60.2	1.6	15.1	40.5
相对深证成指	28.7	1.1	10.8	32.2

发行股数(百万)	1,244
流通股(%)	74
总市值(人民币 百万)	6,520
3个月日均交易额(人民币 百万)	69
净负债比率(%) (2019E)	3
主要股东(%)	
陈雁升	33

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年8月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

方光照

(8621)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519010001

星辉娱乐

游戏业务表现稳健, 体育业务下半年发力

公司发布2019年半年度报告, 实现营业收入11.23亿元, 同比减少31.50%; 归属于母公司股东净利润1.26亿元, 同比减少10.76%。

支撑评级的要点

- 剥离趣丸使营收同比下滑, 上年同期球员转会高基数使归母净利润回落。如剔除趣丸网络的影响, 按同口径公司2019年上半年营收同比下降10.96%。公司2018年上半年出售球员杰拉德·莫雷诺实现利润10,625.47万元, 2019年上半年未出售类似球员, 致球员转会收入及利润同比减少。
- 游戏业务毛利率大增和推广费用下降, 成为业绩主要驱动力; 西班牙人足球俱乐部业绩三季度开始有望充分释放。2019年上半年, 游戏业务收入下降, 但毛利率大幅提升12.38个百分点及推广费用降低, 使得游戏业务净利润同比增长24.14%; 老游戏《三国群英传-霸王之业》在推广费用下降情况下仍能维持1亿元左右月流水, 体现出公司打造长生命周期游戏的能力; 《三国群英传: 霸王之业》海外版和《苍之纪元》在海外市场陆续上线, 推动上半年游戏业务海外收入同比大增33.28%。从三季度开始, 埃尔莫索和博尔哈转会收入的确认, 新赛季西甲联赛转播、票务、衍生品收入的增长及“武磊效应”带来的广告赞助收入增多, 加之进入欧联杯正赛的比赛奖金收入, 西班牙人俱乐部业绩有望充分释放。
- “青训-转会”及“武磊效应”带来的西班牙人俱乐部商业价值提升, 仍是公司业绩长期助推器。西班牙人俱乐部以青训闻名, 俱乐部经营兼顾球队成绩及商业变现, 形成良性循环, 一方面通过“青训-球队培养-转会创收”商业模式有望创造稳定的收益, 另一方面俱乐部有望成为中西足球交流的平台和打通国内青训的桥梁, 创造长期效益。“武磊效应”随着其第二个赛季的开启, 有望加快B端广告赞助和C端衍生品变现。

估值

- 基于对西班牙人俱乐部比赛奖金、转会、转播、赞助收入明显增长的预期, 调整对公司2019-2021年归母净利润的预测至4.71、4.36和4.96亿元, 当前市值对应市盈率分别为14、15、13倍, 维持公司“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 新游戏未能取得版号或不能如期上线, 西班牙人俱乐部成绩下滑。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,755	2,820	3,320	3,429	3,706
变动(%)		2.35	17.73	3.26	8.09
净利润(人民币 百万)	230	238	471	436	496
全面摊薄每股收益(人民币)	0.18	0.19	0.38	0.35	0.40
变动(%)		3.66	97.36	(7.39)	13.82
原先预测每股收益(人民币)			0.25	0.31	0.39
变动(%)			50.20	13.27	3.90
全面摊薄市盈率(倍)	28.3	27.3	13.9	15.0	13.1
价格/每股现金流量(倍)	0.23	0.50	0.55	0.59	0.49
每股现金流量(人民币)	23.20	10.42	9.56	8.83	10.76
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.34	9.91	8.09	8.03	6.88
每股股息(人民币)	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04
股息率(%)	15.08	0.57	0.62	0.58	0.65

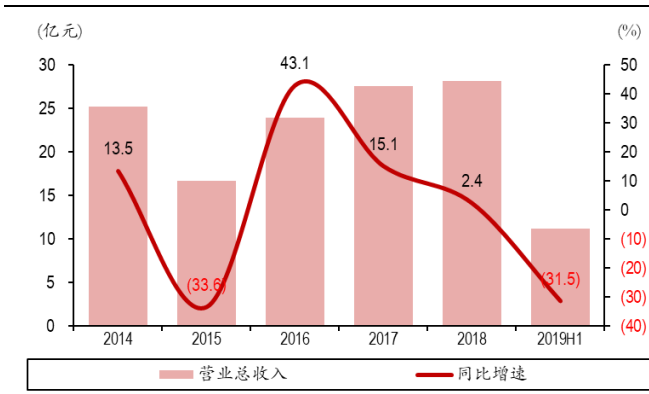
资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

点评:

剥离趣丸使营收下滑，球员转会致使归母净利回落

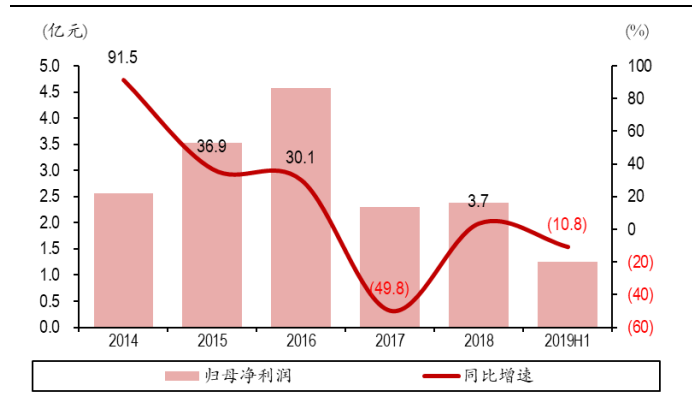
公司发布 2019 年半年度报告，公司实现营业收入 11.23 亿元，较上年同期减少 31.50%，原因为 2018 年 6 月份剥离了趣丸网络，如剔除趣丸网络的影响，按同口径统计，公司 2019 年上半年营收同比下降 10.96%；归属于母公司股东净利润 1.26 亿元，较上年同期减少 10.76%，原因是公司 2018 年上半年出售球员杰拉德·莫雷诺，实现利润 10,625.47 万元，而今年同期未出售类似球员，致报告期内球员转会收入及利润同比减少；公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 1.01 亿元，较上年同期减少 12.15%；基本每股收益为 0.1 元/股，稀释每股收益为 0.1 元/股；报告期内，公司的销售毛利率为 46.59%，销售净利率为 11.29%，期间费用率为 36.51%，同比减少 4.30%，主要是由于报告期内公司管理费用和研发费用的降低所致，其中，报告期内的销售费用率为 16.09%，管理费用率为 13.56%，财务费用率为 6.85%。

图表 1. 2014-2019H1 公司营业收入和同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 2014-2019H1 公司归母净利润和同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 公司 2019H1 业绩摘要

(百万元)	18H1	19H1	同比 (%)
营业收入	1,638.82	1,122.55	(31.50)
营业成本	865.30	599.54	(30.71)
毛利润	773.52	523.01	(32.39)
税金及附加	7.03	7.32	4.13
销售费用	364.82	180.65	(50.48)
管理费用	196.34	141.41	(27.98)
财务费用	64.05	76.92	20.09
资产减值	28.43	5.16	(81.85)
投资收益	24.63	3.74	(84.82)
营业外收入	22.94	31.47	37.18
营业外支出	1.98	0.28	(85.86)
利润总额	168.16	139.24	(17.20)
所得税	24.85	12.54	(49.54)
净利润	143.31	126.69	(11.60)
少数股东损益	2.21	0.78	(64.71)
归属母公司股东的净利	141.09	125.91	(10.76)
基本每股收益(元)	0.11	0.10	(9.09)
主要比率(%)			
毛利率	47.20	46.59	(1.29)
净利率	8.74	11.29	29.18

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

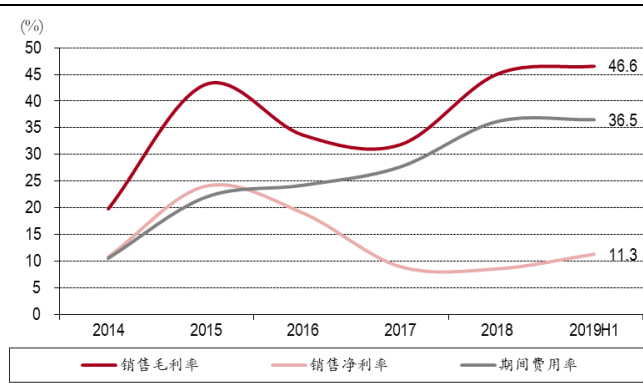
业务结构方面，公司稳步推进各项足球俱乐部业务、游戏业务和玩具业务的发展，打造三大产业齐头并进的局面。公司持续专注产品的研发与创新，不断进行文化创造，提升用户体验和产品核心竞争力，为用户提供优质的内容服务和深度的娱乐体验，取得了良好的效果。

足球俱乐部业务：实现主营业务收入4.62亿元，占营业总收入的41.18%，其中来自电视转播权收入2.84亿元，来自赞助及广告、票务会员、球员转会、足球衍生品等方面收入1.78亿元；实现净利润4,784.80万元。报告期内，公司足球俱乐部业务业务的毛利率为39.40%，同比减少5.89%。足球管理模式优势逐渐凸显，球队的竞技实力不断提升，目前西甲联盟业绩也在持续爆发中，星辉娱乐与西班牙人球员武磊正式签约，武磊成为星辉游戏、星辉玩具的全球独家品牌代言人。巨大的关注度和粉丝量将有机整合公司各业务的竞争优势，实现多元业务叠加效应，助推公司高质量发展。

游戏业务：实现主营业务收入3.77亿元，占营业总收入的33.56%。由于游戏业务海外布局的进一步优化和推广费用的降低，公司2019年上半年游戏业务实现净利润8,379.14万元，同比增长24.14%；实现海外流水4.08亿元，同比增长7.56%，占游戏总流水的37.84%。报告期内，公司游戏业务的毛利率为64.49%，同比增加12.38%。公司的游戏业务不断布局海外市场，提高产品在海外市场的份额，此外，深耕SLG策略类、二次元类等细分游戏市场，持续巩固细分游戏市场产品研发运营的领先地位。2019年下半年新品游戏类型丰富，产品涵盖MMORPG、SLG、二次元、动作类、模拟经营等多种类型。报告期内，公司把握5G浪潮，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。

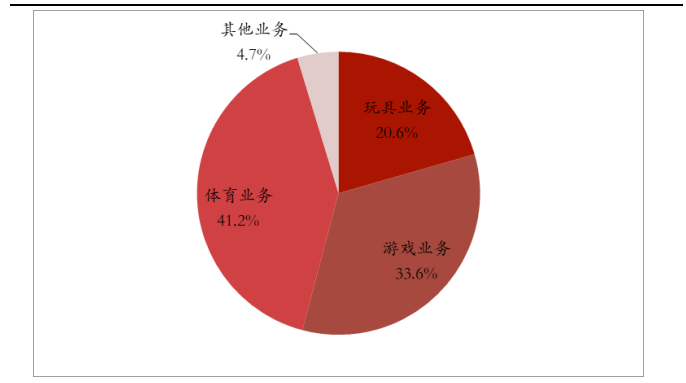
玩具业务：实现主营业务收入2.31亿元，占营业总收入的20.56%。其中车模玩具业务实现营业收入1.70亿元，同比减少2.49%；婴童用品实现营业收入0.60亿元，同比减少28.91%。报告期内，公司玩具业务的毛利率为38.04%，同比增加0.21%。公司近年来在研发方面持续保持比较高的投入，为公司提供知识产权积累和新产品研发生产优势，推动产品技术的创新。2019年我国将深化增值税改革，将制造业等现行16%的税率降至13%。增值税税率的下降减轻将减低公司的税负水平、降低生产经营成本、提振玩具产品的销售，从而实现玩具业务的业绩稳步提升。

图表 4. 公司盈利能力变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 2019H1 公司各项业务占比情况



资料来源：万得，中银国际证券

现金流情况方面，公司报告期投资活动现金流入和流出分别为12.09亿元和10.26亿元，同比减少31.50%和32.59%，经营活动产生的现金流量净额为1.83亿元；报告期投资活动现金流入和流出分别为0.90亿元和0.84亿元，同比增长542.86%和16.67%，投资活动产生的现金流量净额为0.06亿元；报告期筹资活动现金流入和流出分别为8.17亿元和11.15亿元，同比增长138.89%和86.77%，筹资活动产生的现金流量净额为-2.98亿元。

上半年公司的总资产为59.05亿元，同比减少1.44%，流动资产合计为11.38亿元，同比减少10.25%，非流动资产为47.68亿元，同比增加0.93%；总负债为30.47亿元，同比减少8.57%，流动负债合计为19.38亿元，同比减少11.63%，非流动负债为11.09亿元，同比减少2.63%；股东权益为28.59亿元，同比增加7.52%，归属母公司股东的权益为28.60亿元，同比增加0.11%。



盈利预测：

基于对西班牙人俱乐部比赛奖金、转会、转播、赞助收入明显增长的预期，调整对公司 2019-2021 年归母净利润的预测至 4.71、4.36 和 4.96 亿元，当前市值对应市盈率分别为 14、15、13 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：

新游戏未能取得版号或不能如期上线，西班牙人俱乐部成绩下滑。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,755	2,820	3,320	3,429	3,706
销售成本	(1,897)	(1,562)	(1,742)	(1,893)	(2,089)
经营费用	(700)	(994)	(989)	(1,026)	(1,064)
息税折旧前利润	403	424	620	584	642
折旧及摊销	174	214	140	140	140
经营利润(息税前利润)	229	211	480	444	502
净利息收入/(费用)	(122)	(130)	(145)	(122)	(99)
其他收益/(损失)	219	110	45	67	0
税前利润	255	244	490	454	511
所得税	(8)	(3)	(15)	(14)	(10)
少数股东权益	(17)	(2)	(5)	(4)	(5)
净利润	230	238	471	436	496
核心净利润	230	238	471	436	496
每股收益(人民币)	0.185	0.192	0.378	0.350	0.399
核心每股收益(人民币)	0.185	0.192	0.378	0.350	0.399
每股股息(人民币)	0.030	0.030	0.038	0.035	0.040
收入增长(%)	15.1	2.4	17.7	3.3	8.1
息税前利润增长(%)	n.a.	(7.9)	127.7	(7.4)	12.9
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	5.3	46.1	(5.7)	9.8
每股收益增长(%)	n.a.	3.7	97.4	(7.4)	13.8
核心每股收益增长(%)	n.a.	3.7	97.4	(7.4)	13.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	256	244	490	454	511
折旧与摊销	174	214	140	140	140
净利息费用	(122)	(130)	(145)	(122)	(99)
运营资本变动	(173)	(6)	13	6	(21)
税金	(9)	1	15	14	10
其他经营现金流	84	118	(57)	87	(65)
经营活动产生的现金流	281	625	682	738	606
购买固定资产净值	67	44	0	0	0
投资减少/增加	140	195	15	27	27
其他投资现金流	(1,103)	(500)	(5)	(0)	(0)
投资活动产生的现金流	(897)	(261)	10	27	27
净增权益	(37)	(37)	(47)	(44)	(50)
净增债务	803	539	232	(524)	(293)
支付股息	37	37	47	44	50
其他融资现金流	(334)	(1,078)	882	(288)	(247)
融资活动产生的现金流	72	591	(409)	1,259	(690)
现金变动	(25)	(45)	1,950	75	191
期初现金	441	302	341	2,291	2,366
公司自由现金流	(616)	364	692	765	632
权益自由现金流	309	1,033	1,069	363	438

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	302	341	2,291	2,366	2,557
应收帐款	505	591	516	627	608
库存	117	103	181	128	214
其他流动资产	969	999	3,003	3,088	3,389
流动资产总计	1,086	1,102	3,184	3,216	3,603
固定资产	1,008	1,315	1,257	1,198	1,139
无形资产	768	812	731	650	569
其他长期资产	3,118	2,726	2,714	2,710	2,710
长期资产总计	4,894	4,854	4,701	4,557	4,418
总资产	5,980	5,956	7,885	7,774	8,020
应付帐款	354	352	407	419	493
短期债务	670	717	949	1,114	1,263
其他流动负债	497	632	630	634	648
流动负债总计	1,521	1,701	1,986	2,167	2,404
长期借款	1,069	1,424	1,424	734	293
其他长期负债	1,844	1,490	1,491	801	360
股本	1,244	1,244	1,244	1,244	1,244
储备	1,256	1,473	3,161	3,554	4,000
股东权益	2,500	2,717	4,406	4,798	5,244
少数股东权益	71	(1)	3	8	13
总负债及权益	5,980	5,956	7,885	7,774	8,020
每股帐面价值(人民币)	2.04	2.22	3.54	3.86	4.21
每股有形资产(人民币)	0.30	0.71	2.10	2.48	2.90
每股净负债/(现金)(人民币)	6.89	5.11	0.01	(0.24)	(0.42)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.1	16.9	22.0	18.9	18.7
息税前利润率(%)	5.8	9.4	17.8	14.9	14.9
税前利润率(%)	9.3	8.6	14.8	13.2	13.8
净利率(%)	8.4	8.5	14.2	12.7	13.4
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	1.6	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	1.3	2.0	4.1	4.2	5.6
净权益负债率(%)	57.5	66.2	1.8	-10.8	-19.1
速动比率(倍)	0.6	0.6	1.5	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	28.3	27.3	13.9	15.0	13.1
核心业务市盈率(倍)	28.3	27.3	13.9	15.0	13.1
市净率(倍)	2.6	2.4	1.5	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	23.2	10.4	9.6	8.8	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	9.9	8.1	8.0	6.9
周转率					
存货周转天数	17.3	9.9	8.1	8.0	6.9
应收帐款周转天数	15.5	13.4	19.9	13.7	21.0
应付帐款周转天数	66.9	76.5	56.7	66.7	59.9
回报率					
股息支付率(%)	68.2	82.3	85.4	80.7	86.2
净资产收益率(%)	15.1	15.5	9.9	9.9	9.9
资产收益率(%)	9.5	8.7	10.8	9.2	9.5
已运用资本收益率(%)	3.8	4.0	6.0	5.6	6.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371