

投资评级 优于大市 维持

19年体育业务高速增长，关注公司新游上线及国际化布局

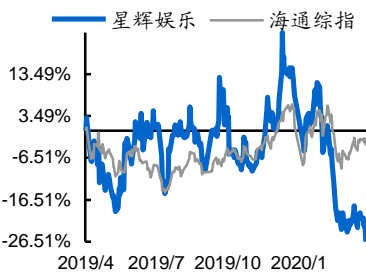
股票数据

04月24日收盘价(元)	3.77
52周股价波动(元)	3.75-6.42
总股本/流通A股(百万股)	1244/915
总市值/流通市值(百万元)	4691/3449

相关研究

《游戏+体育双驱动，泛娱乐布局协同发展》
2019.08.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.5	-33.4	-32.2
相对涨幅(%)	-11.2	-25.3	-27.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxc11774@htsec.com

证书:S0850519070002

投资要点:

- **19年扣非归母净利润高增长，受疫情影响20Q1业绩有所下滑。**2019年公司实现营收25.94亿元，同比下降8.01%；实现归母净利润2.59亿元，同比增长8.41%；实现扣非净利润2.69亿元，同比增长37.72%；实现经营性现金流净额8.20亿元，同比增长31.10%。公司资产负债率水平逐步下降，由2018年的53.58%下降至48.65%，财务管控取得成效。2020年第一季度，受新冠疫情影响，公司实现营收3.97亿元，同比下降22.20%；实现归母净利润0.13亿元，同比下降59.54%。
- **体育：体育业务增长显著，俱乐部战绩提升，商业影响显著增长。**19年公司足球俱乐部业务实现营收12.12亿元(YOY+40.59%)，实现净利润2.24亿元(YOY+116.14%)。足球俱乐部业务成为公司营收增长的主要来源，收入主要包括电视转播权、球员转会以及赞助和广告。19年俱乐部成绩取得突破，西班牙人以53个积分位于联赛榜第7位重返欧战，欧联杯取得32强的成绩。19年1月，中国球员武磊加盟西班牙人俱乐部引起“武磊效应”，极大提高了俱乐部和球队在国内的知名度。随着战绩的提升和武磊的加盟，球队的商业价值影响力逐渐增大。19年俱乐部分别与中国移动咪咕、乐动体育、科大讯飞翻译机和爱健适完成合作。我们认为，随着球队阵容的补强，未来战绩有望进一步提升，足球俱乐部业务将为公司带来持续的营收增长。
- **游戏：深耕细分游戏市场，国际化布局深化发展，丰富多元化IP矩阵。**19年公司游戏业务实现营收8.07亿元(YOY-37.79%)，占比总营收的31.12%，实现净利润1.27亿元(YOY-17.25%)；实现海外游戏业务营收2.53亿元，海外流水8.45亿元，占比游戏总流水的37.48%。公司深耕SLG策略类、二次元类等细分游戏市场，19年公司自研并由腾讯独家代理的古风历史策略游戏《三国群英传-霸王之业》全球月均流水规模维持1亿元左右。该游戏邀请武磊担任游戏代言人实现公司游戏IP与体育IP的联动。国际化布局方面，公司新上线手游《霸王之野望》，《苍之纪元》以及《盛唐幻夜》均海外市场表现优异。多元化IP方面，公司联合影视行业推出原创动画，其中《逆转次元：AI崛起》表现抢眼。2020年公司还将推出《拾光梦行》、《少女的王座》、《幻世录》等多款游戏。
- **盈利预测与估值分析。**我们预测公司2020-2022年EPS分别为0.19元、0.29元和0.36元。参考同行业公司，我们给予公司2020年20倍-25倍动态PE估值，对应合理价值区间为3.80-4.75元，维持优于大市评级。
- **风险提示：**疫情影响公司体育业务开展，新游戏上线推迟。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2820	2594	2185	3187	3685
(+/-)YoY(%)	2.4%	-8.0%	-15.8%	45.8%	15.6%
净利润(百万元)	238	259	238	362	449
(+/-)YoY(%)	3.7%	8.4%	-8.0%	52.3%	23.9%
全面摊薄EPS(元)	0.19	0.21	0.19	0.29	0.36
毛利率(%)	45.1%	47.7%	48.5%	47.1%	47.6%
净资产收益率(%)	8.6%	8.8%	8.1%	12.4%	15.0%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
当代明诚	600136	8.54	-	0.44	0.71	-	20	12
世纪华通	002602	13.46	0.43	0.65	0.76	31	21	18
吉比特	603444	377.91	11.26	15.22	18.02	34	25	21
平均						32	22	17

注: 对应为 2020 年 4 月 24 日收盘价
资料来源: wind, 海通证券研究所

盈利预测假设。 1) 受疫情影响, 2020 年公司体育业务开展受到一定限制, 营收将有所下滑, 我们预计 2021 年体育业务有望恢复正常。2) 公司新游戏储备丰富, 部分重点游戏有望 2020 年上线, 我们认为公司新游上线有望推动游戏板块高增长。3) 随着高毛利率游戏业务收入占比提升, 2020 年公司整体毛利率水平将有所提升, 而后逐渐趋于稳定。

表 2 公司各分项收入、成本预测 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
收入	25.94	21.85	31.87	36.85	毛利	12.38	10.59	15.03	17.53
游戏	8.07	11.70	14.04	16.85	游戏	5.06	6.98	8.38	10.06
电视转播	6.15	3.08	7.38	8.86	电视转播	1.7	0.84	2.01	2.41
球员转让	3.97	0.79	2.60	3.12	球员转让	2.97	0.59	1.94	2.33
车模	3.49	3.32	3.15	2.99	车模	1.32	1.26	1.19	1.13
赞助和广告	1.02	0.51	1.22	1.35	赞助和广告	0.34	0.17	0.41	0.45
婴童用品	1.01	0.96	0.91	0.87	婴童用品	0.38	0.37	0.35	0.33
票务收入	0.72	0.36	0.86	0.95	票务收入	0.24	0.12	0.29	0.31
足球衍生品	0.26	0.13	0.31	0.34	足球衍生品	0.19	0.10	0.23	0.25
其他	1.26	1.01	1.39	1.52	其他	0.21	0.17	0.23	0.26
成本	13.56	11.27	16.84	19.32	毛利率 (%)	47.73	48.45	47.15	47.57
游戏	3.01	4.72	5.66	6.79	游戏	62.68	59.68	59.68	59.68
电视转播	4.47	2.24	5.37	6.44	电视转播	27.23	27.23	27.23	27.23
球员转让	1.01	0.20	0.66	0.79	球员转让	74.68	74.68	74.68	74.68
车模	2.17	2.06	1.96	1.86	车模	37.90	37.90	37.90	37.90
赞助和广告	0.68	0.34	0.82	0.90	赞助和广告	33.12	33.12	33.12	33.12
婴童用品	0.62	0.59	0.56	0.54	婴童用品	38.13	38.13	38.13	38.13
票务收入	0.48	0.24	0.58	0.64	票务收入	33.12	33.12	33.12	33.12
足球衍生品	0.07	0.03	0.08	0.09	足球衍生品	73.45	73.45	73.45	73.45
其他	1.05	0.84	1.15	1.27	其他	16.73	16.73	16.73	16.73

资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2594	2185	3187	3685
每股收益	0.21	0.19	0.29	0.36	营业成本	1356	1127	1684	1932
每股净资产	2.37	2.36	2.35	2.41	毛利率%	47.7%	48.5%	47.1%	47.6%
每股经营现金流	0.66	0.32	0.40	0.46	营业税金及附加	15	12	18	21
每股股利	0.00	0.20	0.30	0.30	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	441	372	542	627
P/E	18.14	19.72	12.95	10.45	营业费用率%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
P/B	1.59	1.60	1.60	1.56	管理费用	269	227	330	382
P/S	1.81	2.15	1.47	1.27	管理费用率%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
EV/EBITDA	11.07	15.96	12.05	10.30	EBIT	452	396	537	636
股息率%	0.0%	5.3%	8.0%	8.0%	财务费用	144	138	141	144
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	5.6%	6.3%	4.4%	3.9%
毛利率	47.7%	48.5%	47.1%	47.6%	资产减值损失	-20	0	0	0
净利润率	10.0%	10.9%	11.4%	12.2%	投资收益	7	6	8	9
净资产收益率	8.8%	8.1%	12.4%	15.0%	营业利润	293	274	418	518
资产回报率	4.5%	4.3%	6.1%	7.3%	营业外收支	5	0	0	0
投资回报率	7.9%	7.0%	9.3%	10.9%	利润总额	298	274	418	518
盈利增长 (%)					EBITDA	726	401	538	628
营业收入增长率	-8.0%	-15.8%	45.8%	15.6%	所得税	38	35	53	66
EBIT 增长率	22.7%	-12.3%	35.3%	18.5%	有效所得税率%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
净利润增长率	8.4%	-8.0%	52.3%	23.9%	少数股东损益	2	2	3	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	259	238	362	449
资产负债率	48.6%	47.4%	50.7%	51.0%					
流动比率	0.59	0.52	0.57	0.60	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.52	0.46	0.49	0.52	货币资金	384	300	300	300
现金比率	0.19	0.16	0.14	0.13	应收账款及应收票据	555	468	682	789
经营效率指标					存货	60	50	74	85
应收帐款周转天数	78.14	78.14	78.14	78.14	其它流动资产	169	143	207	237
存货周转天数	16.06	16.06	16.06	16.06	流动资产合计	1169	961	1263	1411
总资产周转率	0.45	0.39	0.54	0.60	长期股权投资	458	458	458	458
固定资产周转率	2.00	1.65	2.36	2.67	固定资产	1297	1324	1351	1378
					在建工程	26	26	26	26
					无形资产	721	739	757	775
					非流动资产合计	4571	4627	4676	4730
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	5740	5588	5939	6141
净利润	259	238	362	449	短期借款	884	859	931	922
少数股东损益	2	2	3	3	应付票据及应付账款	375	312	466	535
非现金支出	302	5	1	-8	预收账款	106	89	130	151
非经营收益	233	142	142	144	其它流动负债	629	591	683	726
营运资金变动	24	6	-16	-15	流动负债合计	1994	1851	2211	2334
经营活动现金流	820	393	492	573	长期借款	758	758	758	758
资产	-277	-61	-49	-47	其它长期负债	40	40	40	40
投资	106	0	0	0	非流动负债合计	799	799	799	799
其他	40	6	8	9	负债总计	2792	2650	3009	3132
投资活动现金流	-130	-56	-41	-37	实收资本	1244	1244	1244	1244
债权募资	1652	-25	73	-9	普通股股东权益	2947	2936	2925	3000
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1	3	5	9
其他	-2376	-397	-523	-527	负债和所有者权益合计	5740	5588	5939	6141
融资活动现金流	-724	-422	-451	-536					
现金净流量	-37	-84	0	0					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 24 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒
毛云聪 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 当代明诚,光线传媒,顺网科技,平治信息,芒果超媒,城市传媒,完美世界,华策影视,中南传媒,横店影视,星辉娱乐,中信出版,分众传媒,游族网络,浙数文化,立思辰,吉比特,掌趣科技,中国电影,新媒股份,金科文化,中文传媒,昆仑万维,北京文化,新经典,阿里巴巴-SW,三七互娱,慈文传媒,宝通科技,万达电影

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。