

上市公司雄厚财力助推俱乐部腾飞

投资要点

- **事件:** 11 月 21 日, 公司召开 2016 年第三次临时股东大会, 高票通过了《提名郑泽峰先生为公司董事的议案》、《控股股东陈雁升、陈冬琼向公司提供无息借款的议案》以及《为全资子公司皇家西班牙人(香港)提供担保的议案》。
- **点评:** 游戏板块战略地位得到确认, 俱乐部财政状况有望进一步改善。郑泽峰系星辉天拓创始人, 在游戏领域拥有超过 20 年的行业经验, 近年助力公司游戏板块发展壮大, 是公司游戏板块的核心管理人才。此次董事提名不仅是公司绑定核心管理人才的有力举措, 同时也彰显了游戏板块在公司整体战略布局中的重要地位, 游戏板块的未来发展值得期待。2016 年, 公司斥资收购西甲老牌劲旅皇家西班牙人俱乐部, 涉足体育板块。公司通过增资等措施对俱乐部原有债务进行了偿还, 使俱乐部整体财务状况得到好转, 此次担保事宜是对俱乐部财政的进一步保障, 为俱乐部的未来投入发展进行背书, 我们有理由相信, 西班牙人俱乐部借助上市公司雄厚财力, 将在竞技实力和商业价值上实现大幅提升。
- **三轮驱动, 明年业绩可期。**公司是车模行业龙头, 目前构建了以 IP 为核心、覆盖玩具、游戏、体育板块的泛娱乐产业集团。预计明年业绩有望实现大幅增长, 原因有三: 1) 欧美是公司玩具板块的主要销售市场, 受到美国经济逐步复苏、二胎政策叠加第四次婴儿潮的利好, 公司玩具板块有望企稳回升; 2) 趣丸网络业绩明年有望爆发, 与原有业务协同将显著提升游戏板块盈利能力; 3) 受益于西甲转播分成改革和赞助收入的大幅提升, 俱乐部营收有望爆发。
- **五大联赛俱乐部标的, 稀缺性强。**皇家西班牙人俱乐部是西甲创始球队, 拥有 116 年历史, 素以青训蜚声世界足坛, 可为中国足球输送先进的技战术理念和管理经验, 作为 A 股少有的顶级联赛俱乐部标的, 可以桥接国内外足球市场, 其较强的稀缺性和标杆性将为公司提供较高溢价。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 4.5 亿、6 亿和 7.5 亿元, 未来三年保持 28.8% 的复合增速, 对应的 EPS 分别为 0.36 元、0.49 元、0.61 元。通过分部估值, 我们测算公司 2017 年对应市值为 192 亿元, 当前股本为 12.44 亿股, 对应股价为 15.43 元, 相当于 43 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济不景气的风险; 体育产业发展不及预期的风险; 并购企业业绩实现或不及承诺的风险; 并购整合风险。

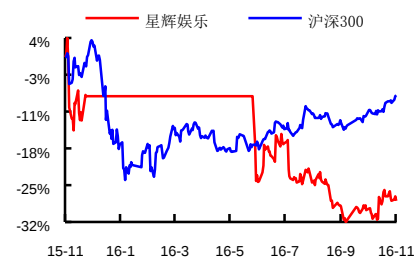
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1672.66	2131.68	3068.36	3700.32
增长率	-33.56%	27.44%	43.94%	20.60%
归属母公司净利润(百万元)	351.93	452.42	604.05	752.79
增长率	36.90%	28.55%	33.52%	24.62%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.36	0.49	0.61
净资产收益率 ROE	19.22%	19.63%	21.54%	21.94%
PE	44	34	25	20
PB	7.34	6.14	5.02	4.09

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: 罗亚琨
 电话: 0755-88604093
 邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

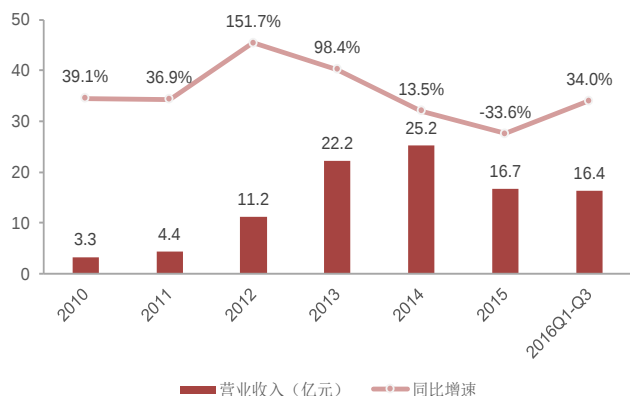
总股本(亿股)	12.44
流通 A 股(亿股)	7.89
52 周内股价区间(元)	11.6-17.74
总市值(亿元)	153.16
总资产(亿元)	50.94
每股净资产(元)	1.82

相关研究

近年业绩情况:

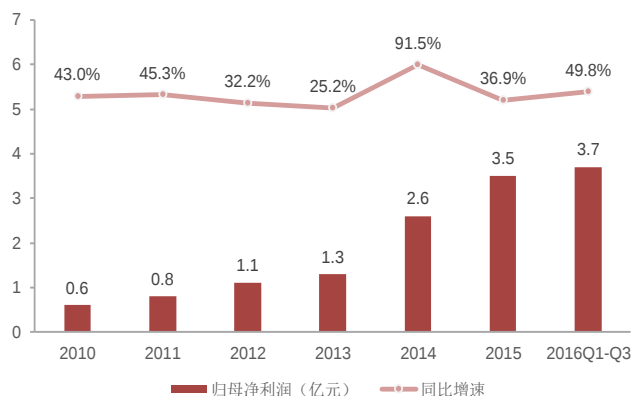
近年,公司营收和利润规模实现稳步增长,2010-2015 年复合增速分别达到 38.3%和 42.3%。2012 年,公司收购星辉材料 70%股权开拓原材料业务,并于 2014 年进行剥离,由于原材料业务具有高营收、低利润的特点,因此导致了 2012-2015 年营收和利润增速出现了较大程度的背离现象。2016 年前三季度,公司实现营业收入 16.4 亿元,同比增长 34%,实现归母净利润 3.7 亿元,同比大幅增加 49.8%,业绩增长的原因主要由趣丸网络、皇家西班牙人并表所致。

图 1: 公司 2010 年以来营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

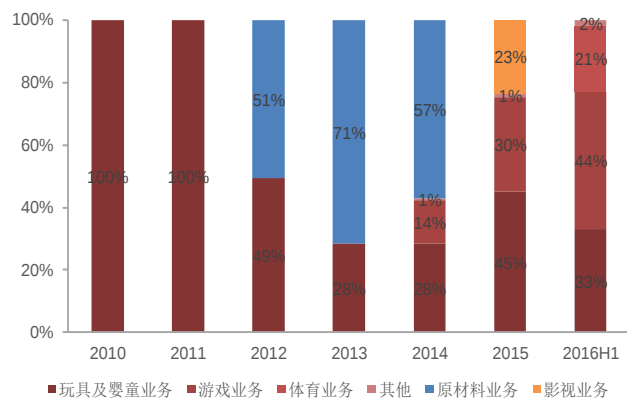
图 2: 公司 2010 年以来净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

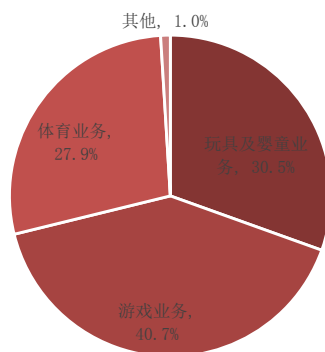
从主营业务角度来说,作为公司传统主业的玩具板块是公司业绩最稳定的一环,为公司外延发展输送了源源不断的现金流。自 2013 年起,公司切入游戏产业,受益于游戏产业爆发式增长,公司游戏板块不断发展壮大,营收占比已超过玩具板块成为公司业绩主力。2016 年,公司斥资并购西甲皇家西班牙人俱乐部,成为国内第一家控股欧洲五大联赛俱乐部的上市公司。2016 年上半年,游戏业务贡献营收 4.0 亿元,占比 44.3%,营收占比首次超越玩具及婴童业务;玩具及婴童业务实现营收 3.0 亿元,占比 33.0%;体育业务实现营收 1.9 亿元,占比 20.9%。毛利占比方面,游戏、玩具及婴童、体育业务分别贡献 40.7%、30.5%和 27.9%。体育业务以其较高的毛利率水平有望成为公司业绩增长第三极。

图 3: 公司 2010 年以来主营业务结构情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2016 上半年主营业务毛利情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

关键假设：

假设 1：汽车文化普及和欧美市场需求回升将助车模业务企稳，预计 2016-2018 年车模销量增幅分别为-10%、5%、5%，保持 36%的毛利率水平；

假设 2：二胎政策与婴儿潮叠加，婴童及其他玩具销量保持稳定增长，2016-2018 年销量增速分别为 5%、10%、10%，毛利率维持 35%的水平；

假设 3：受益于内生快速增长和趣丸网络的并表，公司游戏业务实现爆发式增长，我们认为趣丸网络将填补公司游戏业务空白领域，形成全产业链经营态势，将显著增强游戏板块盈利能力，预计 2016-2018 年游戏业务流水增速分别为 100%、80%、30%，毛利率分别为 35%、40%、42%；

假设 4：自 16/17 赛季开始，西甲进行转播分成改革，转播分配更加合理，预计西班牙人可获得约 5000 万欧元转播分成（15/16 赛季为 2200 万欧元）。同时，随着主赞助商归位，俱乐部商业价值将暴涨，毛利率维持在 51%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
车模	收入	583.64	525.27	551.54	579.11
	yoy	-2.11%	-10.00%	5.00%	5.00%
	成本	373.64	336.17	352.98	370.63
	毛利率	35.98%	36.00%	36.00%	36.00%
婴童及其他玩具	收入	171.48	180.05	198.06	217.86
	yoy	46.29%	5.00%	10.00%	10.00%
	成本	112.54	117.03	128.74	141.61
	毛利率	34.37%	35.00%	35.00%	35.00%
游戏业务	收入	460.45	920.90	1657.63	2154.91
	yoy	76.48%	100.00%	80.00%	30.00%
	成本	199.17	598.59	994.58	1249.85
	毛利率	56.75%	35.00%	40.00%	42.00%
体育业务	收入	-	480.33	631.00	712.26
	yoy	-	-	31.37%	12.88%
	成本	-	232.21	311.28	351.02
	毛利率	-	51.66%	50.67%	50.72%
其他	收入	19.32	25.12	30.14	36.17
	yoy	50.10%	30.00%	20.00%	20.00%
	成本	15.99	19.19	23.03	27.64
	毛利率	17.22%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	1672.66	2131.68	3068.36	3700.32
	yoy	-33.56%	27.44%	43.94%	20.60%
	成本	950.81	1303.20	1810.60	2140.79
	毛利率	43.16%	38.87%	40.99%	42.15%

数据来源：公司公告，西南证券

分部估值:

由于公司三大业务板块分属不同行业，我们采用分部估值法进行预测。

1) 玩具板块:

目前 A 股玩具上市公司共有 5 家，分别为奥飞娱乐、高乐股份、群兴玩具、邦宝益智和
本公司。群兴玩具市盈率过大 (502 倍 PE)，因此进行剔除。可比公司 2017 年 PE 均值为
81.39 倍，因此给予公司玩具板块 81 倍估值。

表 2: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
002292.SZ	奥飞娱乐	27.42	0.39	0.51	0.66	133.71	54.20	41.41
002348.SZ	高乐股份	8.22	0.12	0.06	0.07	148.64	135.87	114.48
603398.SH	邦宝益智	40.80	0.69	0.33	0.46	134.08	121.90	88.27
中值						134.08	121.90	88.27
均值						138.81	103.99	81.39

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券

2) 游戏板块:

公司游戏业务主营网页游戏和手机游戏，我们选取游族网络、三七互娱、掌趣科技等 4
家上市公司作为可比公司，2017 年 PE 中值为 28.96，我们给予公司游戏板块 29 倍估值。

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		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
002174.SZ	游族网络	28.24	1.80	0.73	1.04	49.86	38.50	27.27
002555.SZ	三七互娱	19.44	0.49	0.52	0.63	84.69	37.56	30.65
300315.SZ	掌趣科技	10.05	0.18	0.31	0.42	79.12	32.05	24.21
300418.SZ	昆仑万维	26.69	0.36	0.55	0.54	113.76	48.25	49.72
中值						81.91	38.03	28.96
均值						81.86	39.09	32.96

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券

3) 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，因此常规方法不再适用。目前，存在收入倍数法、福布斯法等俱乐部估值方法，我们采取具有更高拟合度的
Markham 多元估值法，公式如下：

$$\text{俱乐部价值} = (\text{营业收入} + \text{净资产}) \times \frac{\text{营业收入} + \text{净利润}}{\text{营业收入}} \times \text{球场上座率} \div \text{工资比率}$$

表 4：俱乐部估值测算情况

单位（万元）	数值
营收	18737
净资产	31563
净利润	1187
上座率	49.80%
工资比例	47%
俱乐部价值	56638

数据来源：公司公告，西南证券整理（数据截至 2016 年第二季度）

根据测算，皇家西班牙人公允估值为 5.7 亿元。尽管 Markham 多元估值法较其他估值方法相比，将球场利用率、工资比率等因素考虑在内，但仍存在局限性。皇家西班牙人俱乐部以青训闻名海内，为世界足坛输送了大量优秀人才。俱乐部青训球员没有市场公允价值，无法进入报表，而这恰恰是西班牙人的优势所在。此外，作为国内少有的五大联赛俱乐部标的，其标杆性和稀缺性也将大大提升俱乐部价值。综合考虑下，我们参考中证体育指数（399804.SZ）2017 年 34.13 倍 PE，给予俱乐部体育板块 34 倍估值。

表 5：公司总体估值

业务分类	2017 年度预期净利润	PE	市值
玩具板块	1 亿	81	81 亿
游戏板块	3 亿	29	87 亿
体育板块	0.7 亿	34	24 亿
合计			192 亿

数据来源：西南证券

通过分业务测算，我们估算公司 2017 年对应市值为 192 亿元，当前股本为 12.44 亿股，对应股价为 15.43 元，相当于 43 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）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1672.66	2131.68	3068.36	3700.32	净利润	402.06	491.19	659.49	823.30
营业成本	950.81	1303.20	1810.60	2140.79	折旧与摊销	80.43	127.85	127.85	127.85
营业税金及附加	12.71	16.20	23.32	28.12	财务费用	40.10	40.58	41.65	23.30
销售费用	194.31	198.79	309.58	363.92	资产减值损失	47.67	111.98	0.00	0.00
管理费用	133.90	234.48	306.84	370.03	经营营运资本变动	50.44	432.63	42.16	37.19
财务费用	40.10	40.58	41.65	23.30	其他	-521.22	-419.31	-200.04	-200.02
资产减值损失	47.67	111.98	0.00	0.00	经营活动现金流净额	99.48	784.92	671.11	811.62
投资收益	149.97	348.45	200.00	200.00	资本支出	264.58	-1811.26	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.91	0.00	0.00	0.00	其他	-210.57	390.88	196.22	197.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	54.01	-1420.38	196.22	197.76
营业利润	444.04	574.90	776.37	974.16	短期借款	-323.41	257.91	-373.88	0.00
其他非经营损益	20.67	16.83	18.10	17.65	长期借款	-0.26	636.18	0.00	0.00
利润总额	464.71	591.73	794.47	991.81	股权融资	-22.68	0.00	0.00	0.00
所得税	62.65	100.53	134.98	168.51	支付股利	-56.55	-77.42	-99.53	-132.88
净利润	402.06	491.19	659.49	823.30	其他	723.89	-44.86	-41.65	-23.30
少数股东损益	50.13	38.78	55.44	70.52	筹资活动现金流净额	320.98	771.81	-515.06	-156.18
归属母公司股东净利润	351.93	452.42	604.05	752.79	现金流量净额	477.99	136.35	352.27	853.20
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	708.69	845.05	1197.32	2050.51	成长能力				
应收和预付款项	365.86	502.56	704.54	853.21	销售收入增长率	-33.56%	27.44%	43.94%	20.60%
存货	167.62	229.58	319.08	377.31	营业利润增长率	48.13%	29.47%	35.05%	25.48%
其他流动资产	27.62	23.82	39.74	45.73	净利润增长率	48.41%	22.17%	34.26%	24.84%
长期股权投资	454.66	413.70	413.70	413.70	EBITDA 增长率	31.46%	31.66%	27.25%	18.97%
投资性房地产	22.41	21.36	22.38	22.32	获利能力				
固定资产和在建工程	484.69	977.48	924.50	871.52	毛利率	43.16%	38.87%	40.99%	42.15%
无形资产和开发支出	862.03	2056.13	1984.75	1913.36	三费率	22.02%	22.23%	21.45%	20.46%
其他非流动资产	207.53	162.67	161.94	160.75	净利率	24.04%	23.04%	21.49%	22.25%
资产总计	3301.10	5232.34	5767.94	6708.42	ROE	19.22%	19.63%	21.54%	21.94%
短期借款	115.97	373.88	0.00	0.00	ROA	12.18%	9.39%	11.43%	12.27%
应付和预收款项	168.56	833.18	1122.57	1328.29	ROIC	22.49%	21.14%	22.40%	28.11%
长期借款	4.30	640.48	640.48	640.48	EBITDA/销售收入	33.75%	34.87%	30.83%	30.41%
其他负债	920.00	882.50	942.63	986.97	营运能力				
负债合计	1208.83	2730.04	2705.68	2955.74	总资产周转率	0.54	0.50	0.56	0.59
股本	1244.20	1244.20	1244.20	1244.20	固定资产周转率	3.67	3.03	3.33	4.26
资本公积	39.06	39.06	39.06	39.06	应收账款周转率	9.92	9.54	10.05	9.31
留存收益	807.21	1182.21	1686.73	2306.63	存货周转率	5.50	6.56	6.60	6.15
归属母公司股东权益	2094.21	2465.47	2969.99	3589.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.35%	—	—	—
少数股东权益	-1.94	36.84	92.28	162.80	资本结构				
股东权益合计	2092.27	2502.30	3062.27	3752.68	资产负债率	36.62%	52.18%	46.91%	44.06%
负债和股东权益合计	3301.10	5232.34	5767.94	6708.42	带息债务/总负债	71.61%	64.46%	51.22%	46.89%
					流动比率	2.91	1.21	1.74	2.15
					速动比率	2.53	1.04	1.50	1.91
					股利支付率	16.07%	17.11%	16.48%	17.65%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.36	0.49	0.61
					每股净资产	1.68	2.01	2.46	3.02
					每股经营现金	0.08	0.63	0.54	0.65
					每股股利	0.05	0.06	0.08	0.11
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	564.57	743.33	945.88	1125.31					
PE	43.66	33.96	25.44	20.41					
PB	7.34	6.14	5.02	4.09					
PS	9.19	7.21	5.01	4.15					
EV/EBITDA	27.07	21.64	16.23	12.88					
股息率	0.37%	0.50%	0.65%	0.86%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn