

Q3 业绩高增长&换帅预期落地, 继续强烈推荐

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预增公告, 预计 2019 年前三季度实现归母净利润 3.1-3.5 亿元, 同比增加 45%-65%; 其中 Q3 单季度实现归母净利润 2-2.1 亿元, 同比增加 180%-200%。旗下西班牙人俱乐部完成主教练职位变更, 巴勃罗·马钦接任主教练职位。
 - **体育业务快速发展是业绩变动主要原因。公司业绩表现符合我们的预期, 主要由于体育业务收益大幅提升导致。** 报告期内, 公司出售博尔哈·伊格莱西亚斯、马里奥·埃尔莫索等球员贡献至少 1.9 亿元交易净利润, 上述收益主要确认于 Q3。此外, 俱乐部转播收入、赞助收入均有较大幅度增长, 也为体育业务快速发展提供了稳固基础。
 - **换帅预期落地, 联赛战绩有望回升。** 公司旗下西班牙人俱乐部顺利完成换帅, 前塞维利亚主教练巴勃罗·马钦成为新任主教练。巴勃罗·马钦自 2011 年开启一线队执教生涯, 位列“2018 年世界足坛 50 佳教练”第 24 位, 曾在努曼西亚、赫罗纳、塞维利亚等俱乐部执教; 其中带领赫罗纳首次升入西甲联赛, 并带领升班马取得联赛第 10 名的战绩, 18/19 赛季带领塞维利亚排名第 6。
- 俱乐部换帅事项主要由于不佳的联赛表现。而联赛表现不佳的主要原因是“多线作战”+“战术错配”。主教练的更迭有望解决战术匹配度问题, 俱乐部联赛战绩有望企稳回升。
- 我们针对市场核心关注问题重申我们的观点。

俱乐部的盈利问题: 有别于多数俱乐部, 西班牙人俱乐部施行股份制、盈利导向运营模式。经多年潜心打磨, 俱乐部盈利能力逐步显现, 2018 年实现了 1 亿元净利润, 2019 年预计将呈现大幅度增长。

盈利的持续性问题: 俱乐部“3+1”经营模式非常成熟。其中, “3”(分别为转播收入、赞助收入、比赛日收入)均处于稳定上行区间; “1”为球员转会收入, 俱乐部球员合计身价已达到 1.5 亿欧元, 俱乐部已跻身欧洲前 40 行列, 平台价值大幅提升, 有望带动球员转会收入进一步提升。

“球员交易模式”的持续性问题: 市场担心“出售核心球员”将损害俱乐部价值。我们认为, 俱乐部价值在于平台, 而非球员, 球员价值依托于平台存在。新转入的马蒂亚斯·巴尔加斯、费尔南多·卡莱罗等新球员融合情况良好, 较好填补了博尔哈·伊格莱西亚斯、马里奥·埃尔莫索的空缺。良好的青训基础和球探体系是维系俱乐部平台价值的重要基石, 构建难度大, 一旦成型稳定性较高。

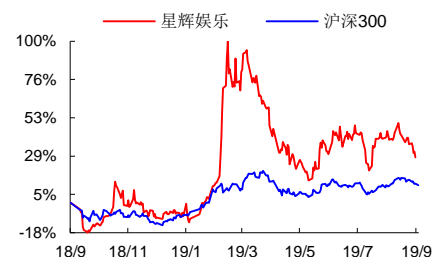
转会市场策略问题: 我们认为, 俱乐部引援思路较为清晰。本赛季, 俱乐部外部引入 7 名球员, 内部上调 4 名球员。位置上划分, 前锋 2 名、中场 3 名、后卫 5 名、门将 1 名, 有效提升阵容深度; 年龄上看, 共出售 9 名球员, 平均年龄 27.9 岁, 其中塞尔吉奥·加西亚等球员已处于职业生涯末期, 转入球员平均年龄 24.3 岁, 俱乐部较好完成了新老交替。

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)	57.86
总资产(亿元)	59.05
每股净资产(元)	2.30

相关研究

1. 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)
2. 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)
3. 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)



联赛战绩问题：我们认为本赛季联赛战绩不佳的主要原因有两点：“多线作战”+“战术错配”。开赛至今，俱乐部已进行 16 场正赛，而联赛绝大多数球队仅进行 8 场，多线作战对俱乐部备战、球员体能提出了新挑战。上任教练偏好 4-4-2 阵型，对现有人员配置的匹配度不高，仅有的几场采用其他阵型的比赛取得了较好成绩，证明只要战略得当，俱乐部竞技实力颇为不俗。

- **盈利预测与投资建议。** Q3 业绩高增长叠加换帅事件有望构成较强的短期催化，考虑到俱乐部资产的长期运营价值，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	24	14	12	10
PB	2.09	1.88	1.65	1.46

数据来源：Wind, 西南证券

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	24.26	13.91	11.55	10.31	每股净资产	2.22	2.48	2.82	3.19
PB	2.09	1.88	1.65	1.46	每股经营现金	0.50	0.57	0.62	0.67
PS	2.05	2.05	1.79	1.61	每股股利	0.03	0.04	0.07	0.08
EV/EBITDA	9.72	7.33	5.91	4.79					
股息率	0.65%	0.82%	1.44%	1.73%					

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