

星辉娱乐 (300043) 深度研究报告

游戏、玩具、体育三大业务协同发展，泛娱乐布局渐显成效

推荐 (首次)

目标价: 5.5 元

当前价: 4.46 元

- ❖ **游戏、玩具、体育三大业务并驾齐驱，战略布局清晰。**星辉娱乐前身是广东星辉车模股份有限公司，于2010年1月20日在深交所创业板挂牌上市。公司曾为一家以生产玩具为主的轻工企业，近年来开拓游戏、体育两项业务，形成三大业务共同发展的局面。目前公司收入结构中游戏业务占据半壁江山，体育业务发展势头迅猛，成为公司第二大业务，传统的玩具业务发展稳定，为公司贡献20%的营业收入。
- ❖ **游戏、玩具、体育市场发展空间广阔，公司业务大有可为。**游戏行业方面，我国出口规模快速扩大，开辟出国内游戏市场增长的新空间，2018年我国自主研发网络游戏海外市场销售收入达95.9亿美元，同比增长15.8%。玩具行业方面，受到消费能力、受众人数，消费意愿三引擎的驱动，我国玩具市场前景广阔。体育行业方面，受益于申请亚洲杯的成功和世界杯的扩张，我国足球行业将进入黄金发展期，预计2025年，中国足球产业规模将超过2万亿元。
- ❖ **公司多元业务叠加，发挥文化纽带作用。**2019年中国球员武磊与皇家西班牙人签约引起“武磊效应”，极大提高了俱乐部和球队在国内的知名度，有望带来俱乐部广告赞助、衍生品等收入，以及西甲联赛商业开发收入的提升。同时，武磊成为星辉游戏、星辉玩具的全球独家品牌代言人，其拥有的巨大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。
- ❖ **持续拓展国际化进程，致力打造全球知名品牌。**渠道管理方面，玩具业务上公司已经与世界上多个国家的玩具代理商建立了长期稳定的合作关系；游戏业务上内销方面，公司是腾讯开放平台、今日头条、硬核联盟等优质渠道的核心合作伙伴之一，外销方面，公司持续输出优秀作品，《三国志 M》上线之初即获得玩家广泛认可，一度登顶韩国地区 AppStore 畅销榜榜首。**品牌方面**，公司品牌“RASTAR”作为国内知名玩具品牌，正不断拓展其世界影响力。
- ❖ **首次覆盖，给予“推荐”评级。**行业层面，游戏、玩具、体育行业市场空间大，各业务有望受益于行业整体的增长。公司层面，公司研发实力突出，业务布局清晰，有望借助业务结构优化实现稳定增长。公司股权激励措施有效激发员工积极性，也彰显出公司管理层对未来发展的信心。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.13/3.88/4.64亿元，对应当前市值PE分别为19/16/13倍，根据可比公司估值，给予公司2019年目标PE 22倍，对应目标价5.5元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**贸易战摩擦加剧；市场竞争加剧；球队战绩下滑。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	2,820	3,221	3,678	4,283
同比增速(%)	2.4%	14.2%	14.2%	16.5%
归母净利润(百万)	239	313	388	464
同比增速(%)	3.7%	31.2%	24.1%	19.5%
每股盈利(元)	0.19	0.25	0.31	0.37
市盈率(倍)	25	19	16	13
市净率(倍)	2	2	2	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2019年08月15日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 郭庆龙

电话: 010-63214658
邮箱: guoqinglong@hcyjs.com
执业编号: S0360518100001

证券分析师: 陈梦

电话: 010-66500831
邮箱: chenmeng1@hcyjs.com
执业编号: S0360518110002

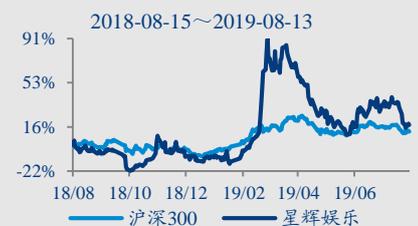
联系人: 葛文欣

电话: 010-63215669
邮箱: gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	124,420
已上市流通股(万股)	91,488
总市值(亿元)	55.49
流通市值(亿元)	40.8
资产负债率(%)	53.2
每股净资产(元)	2.2
12个月内最高/最低价	7.58/2.87

市场表现对比图(近12个月)



目录

一、轻工企业的转型，三大业务蓬勃发展.....	6
(一) 轻工企业的转型，三大业务并驾齐驱.....	6
(二) 股权结构集中，激励机制完善.....	8
(三) 总体营收攀升，各业务布局有序.....	10
1、业务重组以来营业收入逐年攀升.....	10
2、各财务指标：高于行业平均水平.....	10
3、各业务布局有序，营收可观.....	12
二、乘行业红利好风，游戏、玩具、体育齐发展.....	16
(一) 游戏行业：海外市场提供新空间，移动游戏前景广阔.....	16
1、全球市场规模持续增长，亚太地区成为增长引擎.....	16
2、我国游戏行业进入稳定期，海外市场提供新空间.....	17
3、各细分市场：页游增长乏力，端游稳中求进，手游高速发展.....	18
(二) 玩具行业：全球新兴市场异军突起，三引擎引领国内市场发展.....	20
1、全球玩具市场增长稳定，新兴市场异军突起.....	20
2、消费能力、受众人数，消费意愿三引擎引领国内玩具市场发展.....	21
3、国内玩具市场竞争格局逐渐明朗.....	22
(三) 体育行业：全球市场趋于稳定，我国足球行业迎来黄金发展期.....	23
1、全球市场趋于稳定，转播权与赞助收入被看好.....	23
2、我国体育产业总值高速上涨，体育人口基数稳步上升.....	24
3、有利叠加促进足球行业进入黄金发展期，增长空间巨大.....	25
三、产品、渠道、品牌三驾马车驱动业务高速发展.....	26
(一) 产品端：多元业务叠加，武磊加盟助推公司高质量发展.....	26
1、研发投入力度大，为公司进一步开拓市场奠定基础.....	26
2、球队实力不断加强，武磊加盟带动俱乐部商业价值提升.....	27
3、多元业务叠加，发挥文化纽带作用.....	29
(二) 渠道端：内销外销相结合，加大力度进军海外市场.....	29
1、玩具业务：构建全球化渠道体系，打造中国玩具制造品牌代表.....	29
2、游戏业务：内销外销相结合，持续拓展国际化进程.....	30
(三) 品牌端：致力打造全球知名品牌.....	31
1、玩具业务：多年沉淀成就全球知名品牌.....	31
2、游戏业务：国产游戏品牌代表，持续发力促进品牌全球化.....	32
四、风险提示.....	32

图表目录

图表 1	星辉娱乐发展历程.....	6
图表 2	星辉娱乐形成游戏、玩具、体育三大业务并行的局面.....	6
图表 3	游戏《三国群英传-霸王之业》宣传海报.....	7
图表 4	游戏《三国志 M》宣传海报.....	7
图表 5	游戏《苍之纪元》宣传海报.....	7
图表 6	星辉娱乐主要玩具产品.....	8
图表 7	中国球员武磊签约西班牙人.....	8
图表 8	星辉娱乐实际控制人为陈雁升、陈冬琼夫妇.....	9
图表 9	星辉娱乐股权结构.....	9
图表 10	激励计划授予股票期权的行权期及各期行权时间安排.....	9
图表 11	授予股票期权各年度绩效考核目标.....	9
图表 12	公司自 2015 年业务重组以来营业收入逐年提升.....	10
图表 13	公司 2018 年净利润增长 3.66%.....	10
图表 14	公司销售毛利率高于行业平均水平 (%).....	11
图表 15	公司销售净利率高于行业平均水平 (%).....	11
图表 16	公司存货周转率处于行业领先水平 (次).....	11
图表 17	公司应收账款周转率处于行业领先水平 (次).....	11
图表 18	公司收现能力良好.....	12
图表 19	2018 年主营由三大业务构成.....	12
图表 20	游戏业务营业收入稳步提升.....	12
图表 21	游戏业务毛利率始终保持在 30% 以上.....	12
图表 22	游戏业务境内收入稳步增长, 境外收入高速提升.....	13
图表 23	公司玩具业务收入稳定下降.....	13
图表 24	玩具业务收入下降主要受境外销售影响.....	13
图表 25	玩具业务的毛利率逐年稳定上升 (%).....	14
图表 26	公司体育业务收入逐年大幅提高.....	14
图表 27	电视转播占足球业务收入的一半.....	14
图表 28	球员转让、足球衍生品毛利率水平高 (%).....	15
图表 29	2012-2018 全球游戏市场规模不断扩大.....	16
图表 30	亚太地区市场规模增长率为全球最高.....	16
图表 31	我国游戏行业步入成熟稳定的发展周期.....	17
图表 32	我国网络游戏海外市场不断扩大.....	17

图表 33	2018 年中国游戏行业细分市场销售收入占比	18
图表 34	客户端游戏发展势头放缓	18
图表 35	网页游戏连续多年负增长	18
图表 36	移动游戏高速发展	19
图表 37	移动游戏用户增量红利逐渐消失	19
图表 38	我国手游市场格局逐步形成	19
图表 39	2011-2017 年全球玩具行业零售额稳定增长	20
图表 40	2012-2018 中国传统玩具出口量逐年增长	20
图表 41	2011-2018 年全国居民人均消费支出逐年增长	21
图表 42	2013-2018 年中国新生婴儿人数情况	21
图表 43	2011-2018 中国 0-14 岁人口数量逐年增长	21
图表 44	2011-2017 中国玩具市场零售额逐年增长	22
图表 45	近三年我国儿童玩具人均消费金额逐年上涨	22
图表 46	国内玩具市场呈现金字塔型的三阶梯形态	22
图表 47	我国部分玩具上市公司市场占比情况	23
图表 48	全球体育市场增速趋于稳定	23
图表 49	全球体育细分市场未来 3-5 年收入增长率预测	24
图表 50	中国体育行业产值和增加值都在不断上涨	24
图表 51	中国体育产业总值占 GDP 比重逐步提升	24
图表 52	2015-2017 年全国体育人口规模不断上升	25
图表 53	我国体育人口占比相对不高	25
图表 54	2025 年中国足球产业发展目标规模 (亿元)	25
图表 55	足球产业规模占体育产业规模比例 (亿元)	25
图表 56	公司研发投入金额处于行业较高水平 (百万元)	26
图表 57	公司研发投入占营业收入比例	26
图表 58	2018 年公司游戏板块所获奖项	26
图表 59	公司自研项目“智能特犬太空狗”	27
图表 60	西班牙人在 18/19 西甲联赛排名第七	27
图表 61	2017/18 赛季全球足球俱乐部 Top20 总收入构成	29
图表 62	武磊代言星辉玩具	29
图表 63	公司玩具产品远销 120 多个国家和地区	30
图表 64	公司联手 Bushiroad 发布手游《Lost Decade》	31
图表 65	公司获得 30 多个知名汽车品牌授权	31
图表 66	2018 年公司获宝马、路虎授权	31

图表 67 星辉（Raster）玩具车位列第四名 32

一、轻工企业的转型，三大业务蓬勃发展

星辉娱乐前身是广东星辉车模股份有限公司，于2010年1月20日在深交所创业板挂牌上市，2014年3月正式更名为星辉互动娱乐股份有限公司。星辉娱乐旗下拥有皇家西班牙人、星辉车模、星辉游戏等多家处于业界领先地位的公司，在西班牙、香港、汕头、广州、深圳、漳州等地设有办公室，业务覆盖游戏、玩具、足球等产业。

(一) 轻工企业的转型，三大业务并驾齐驱

星辉娱乐由一家生产玩具为主的轻工企业发展为今天游戏、玩具、体育三大业务并行的局面，业务重心不断发生转移。2004年起公司专注于以车模为主的玩具业务，2013年、2015年又先后进军游戏和足球领域，与此同时玩具业务发展稳定，持续开拓新品类，不断提升产品竞争力和品牌知名度。

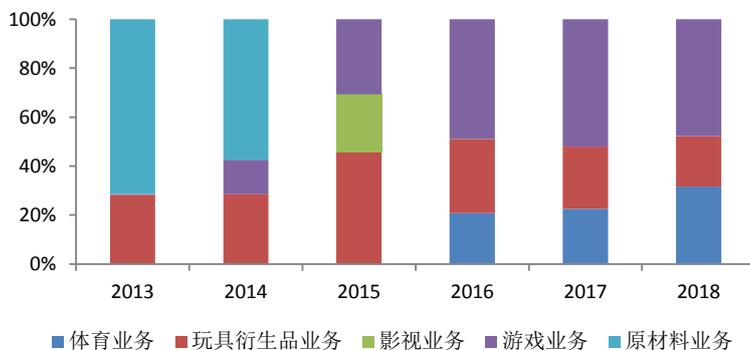
图表 1 星辉娱乐发展历程

年份	主要内容	重大事件
2000年	陈雁升注册成立星辉塑胶公司，生产传统塑胶玩具	
2004年	成为国内第一家获得世界500强汽车厂商授权的公司，踏上专业生产车模之路	<ul style="list-style-type: none"> 公司名称更改为“星辉车模”
2010年	“星辉车模”成功登陆A股	<ul style="list-style-type: none"> 2010年1月20日于创业板挂牌上市
2013, 2014年	公司产业链延伸至游戏、影视领域，为上市公司注入了文化娱乐概念	<ul style="list-style-type: none"> 2013年8月取得深圳市畅娱天下科技有限公司40%股份 2013年10月取得广州市谷果软件技术有限公司51%股权 2014年正式更名为“星辉互动娱乐股份有限公司”
2015年	正式进军足球行业	<ul style="list-style-type: none"> 2015年11月投资6000万欧元买入西班牙人俱乐部50.1%的股权 2016年8月进一步逆势增资西班牙人，累计投资超1.02亿欧元，取得西班牙人99.25%的股权

资料来源：公司官网，华创证券

2018年公司营业收入由游戏、玩具、体育三大业务构成，其中游戏业务占比47.68%，接近营业收入总额的一半；玩具业务占比20.66%；体育业务占比31.66%。

图表 2 星辉娱乐形成游戏、玩具、体育三大业务并行的局面



资料来源：wind，华创证券

在游戏业务方面，公司已经发展成为集移动游戏、网页游戏、H5游戏的研发、发行和运营为一体的综合性网络游戏运营商。产品包括古风历史策略手游《三国群英传-霸王之业》、古风唯美二次元手游《苍之纪元》等高人气、高

流水自研游戏。同时，公司拥有丰富完整的 IP 资源储备，包括《雪鹰领主》《盛唐幻夜》《长歌行》《三国群英传》等优质 IP 授权，为后续的泛娱乐综合开发提供深厚基础。

《三国群英传-霸王之业》是一款三国战争策略手游，游戏秉持写实风格，推出三国全系列人气武将，带给玩家极具代入感的三国诸侯纷争乱世战场。《三国群英传-霸王之业》由腾讯独家代理，于 2017 年 9 月中旬正式上线，在国内 SLG 游戏品类中持续保持着头部竞争优势，稳定在 iOS 畅销榜 Top30 的位置。同时，《三国群英传-霸王之业》的韩国版本《三国志 M》上线之初即获得玩家广泛认可，创造韩国地区策略类手游的新纪录，一度登顶韩国地区 AppStore 畅销榜榜首。其港澳台地区、韩国、日本、东南亚等版本也都取得了可喜的成绩。

图表 3 游戏《三国群英传-霸王之业》宣传海报



资料来源：游戏官网

图表 4 游戏《三国志 M》宣传海报



资料来源：游戏官网

《苍之纪元》是一款以异世界冒险为题材的休闲游戏，邀请众多海外知名声优及国内外著名画师、音乐制作人参与制作。游戏以多英雄之间的阵容搭配为核心玩法，配合独创的随机探索，多人组队大苍穹，在剧情演绎和战斗体验上都能够给玩家带来全新的感官享受。《苍之纪元》于 2018 年 3 月在国内全平台正式首发，首发一个月注册用户突破 400 万，峰值月流水超过 1 亿，成为 2018 年国产移动游戏中备受瞩目的产品之一。同时，《苍之纪元》已在港澳台、韩国、欧美等多个国家和地区上线，其中韩国版本创造区域 GooglePlay 游戏榜单免费榜、畅销榜双榜前 20 的优异成绩。

图表 5 游戏《苍之纪元》宣传海报



资料来源：公司官网

在玩具业务方面，公司已发展成为业界领先的集研发、生产于一体的玩具公司。公司累计获得超过 35 个世界知名车企授权，是国内获得车企授权最多的玩具衍生品厂商之一。公司产品涵盖动态车模、静态车模、婴童车模、儿童自

行车等超过 400 款优质玩具，公司品牌“RASTAR”在 50 个国家和地区拥有商标知识产权，成为中国玩具品牌在全球市场上的一张闪亮名片。

图表 6 星辉娱乐主要玩具产品



动态车模

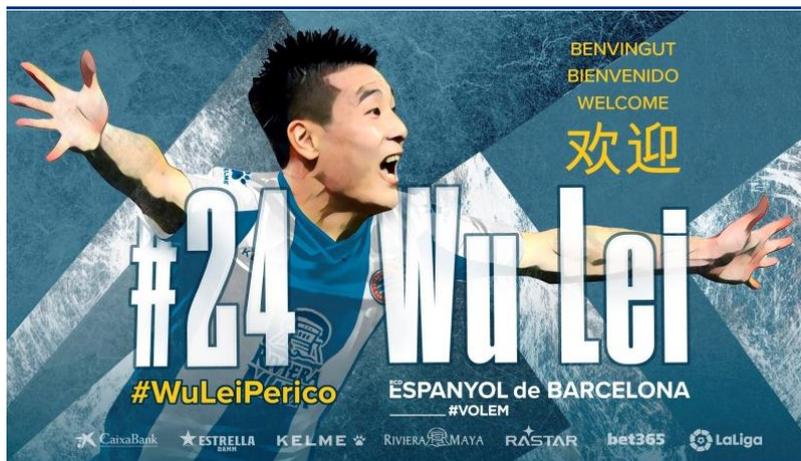
静态车模

婴童车模

资料来源：公司官网，华创证券

在体育业务方面，公司目前已经获得西班牙足球甲级联赛皇家西班牙人足球俱乐部 99.25% 的股份，是首家控股欧洲五大联赛顶级俱乐部的 A 股上市公司。皇家西班牙人足球俱乐部位于西班牙著名经济中心、历史文化名城、加泰罗尼亚自治区首府巴塞罗那，是五大联赛中唯一以所属国家命名的足球俱乐部，也是西班牙语系辐射全球的足球运动的文化符号之一。借助欧洲顶级联赛俱乐部的产业链头部资源，公司继承西班牙人百年历史球会的足球文化积淀，持续发扬欧洲现代职业足球的运动体系化优势。2019 年 1 月中国球员武磊加盟西班牙人，为球队阵容进行了补强，同时吸引了中国乃至全球球迷的广泛关注。

图表 7 中国球员武磊签约西班牙人

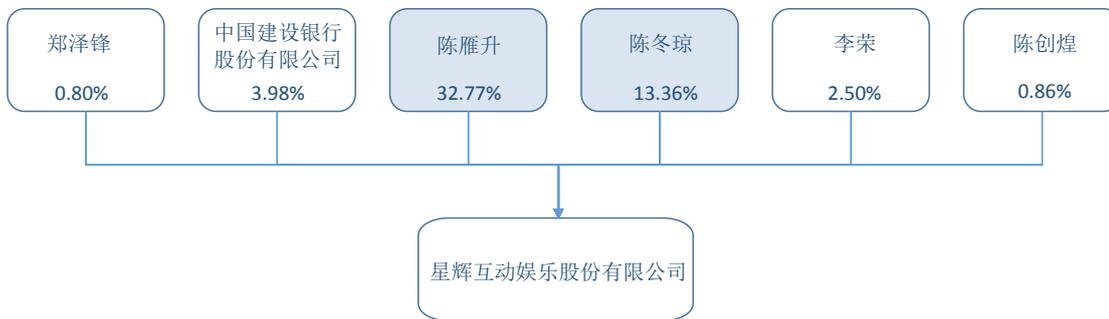


资料来源：公司官网

(二) 股权结构集中，激励机制完善

公司实际控制人为公司创始人陈雁升、陈冬琼夫妇，截至 2019Q1，夫妇二人合计持股 46.13%，股权结构较为集中。公司目前有限售条件股份占比 26.47%，均为高管锁定股。

图表 8 星辉娱乐实际控制人为陈雁升、陈冬琼夫妇



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 星辉娱乐股权结构

	数量	比例
一、有限售条件股份	329,320,681	26.47%
1、高管锁定股	329,320,681	26.47%
2、首发后限售股	0	0%
二、无限售条件股份	914,877,720	73.53%
三、总股本	1,244,198,401	100.00%

资料来源：公司公告，华创证券

公司 2017 年 7 月发布《第二期股票期权激励计划（草案）》，并于 2017 年 8 月 24 日完成授予登记。公司实际授予 305 人共 3,806.9728 万份股票期权，股票行权的行权价格为 7.86 元/份。

图表 10 激励计划授予股票期权的行权期及各期行权时间安排

行权安排	行权时间	行权比例
第一个行权期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%
第二个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%

资料来源：公司公告，华创证券

公司此次股权激励计划，以净利润作为考核标准，分为两个年度进行业绩考核并行权，有利于激发员工积极性，推动公司持续稳定的业绩增长与公司战略的实现。

图表 11 授予股票期权各年度绩效考核目标

行权期	表格表头
第一个行权期	以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 20%
第二个行权期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 40%

资料来源：公司公告，华创证券

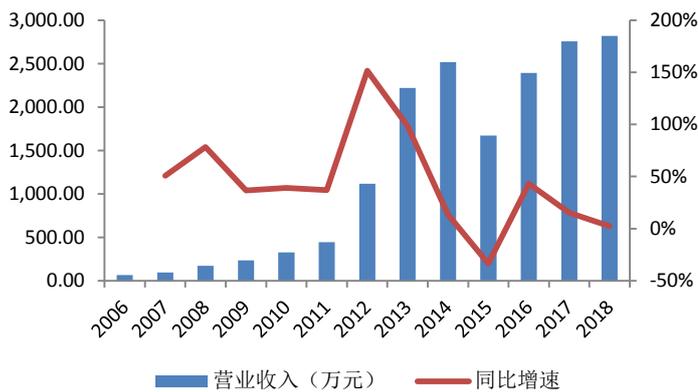
注：上述净利润指归属于上市公司股东的净利润

(三) 总体营收攀升，各业务布局有序

1、业务重组以来营业收入逐年攀升

星辉娱乐营业收入除 2015 年显著下降以外，其他各年呈稳定上升趋势。2015 年，公司剥离了原材料（主要是聚苯乙烯）业务，导致收入下滑。随后公司积极进行战略布局，体育、游戏等业务快速发展，实现了自 2016 年以来营业收入的稳步提升，2018 年公司实现营业总收入 28.20 亿元，较上年同期增长 2.35%。

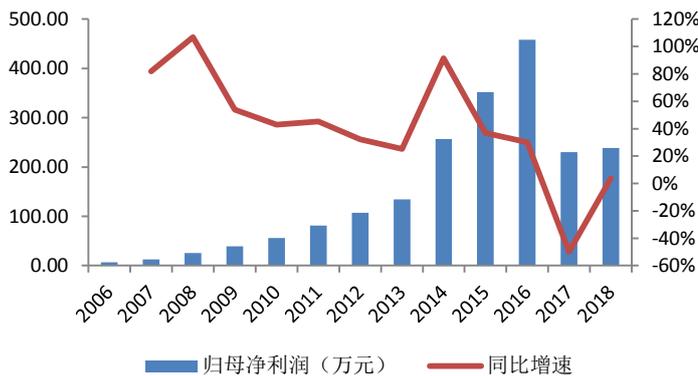
图表 12 公司自 2015 年业务重组以来营业收入逐年提升



资料来源: wind, 华创证券

公司 2006-2016 年净利润高速增长, 17 年出现断崖式下跌, 是因为该年度公司投资业务实现净利润较上年同期减少, 同时由于贷款余额增加, 利息费用较上年同期增加。2018 年实现归属于母公司所有者的净利润 2.38 亿元, 较上年同期增长 3.66%。

图表 13 公司 2018 年净利润增长 3.66%

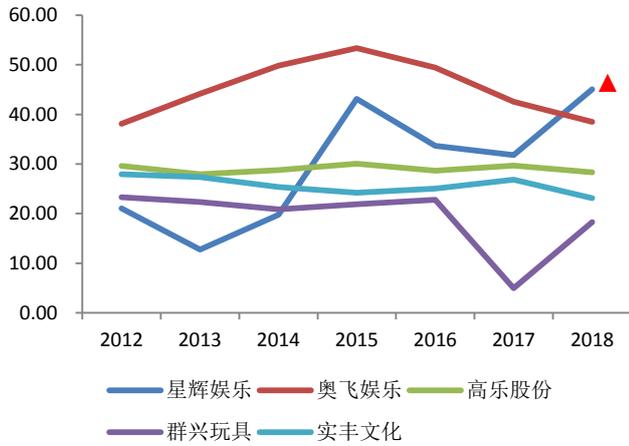


资料来源: wind, 华创证券

2、各财务指标：高于行业平均水平

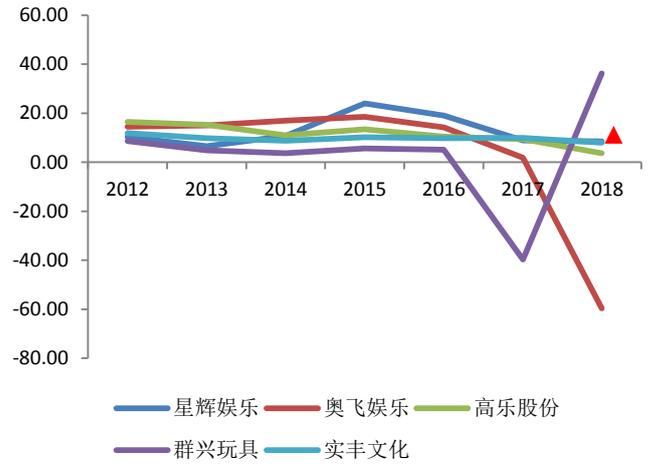
从盈利能力来看，公司销售毛利率、净利率均高于行业平均水平。2018 年公司毛利率高达 45.09%，比上年同期增长 41.75%，超过毛利率水平一直领先的奥飞娱乐。2018 年公司净利率为 8.53%，与上年基本保持持平状态，相比于同行业其他公司，星辉娱乐净利率水平变化稳定，说明公司管理者对于业务的布局经营有良好的把控。净利率没有同毛利率一起高速增长的原因由于公司游戏业务推广投入增加，销售费用剧增。

图表 14 公司销售毛利率高于行业平均水平 (%)



资料来源: wind, 华创证券

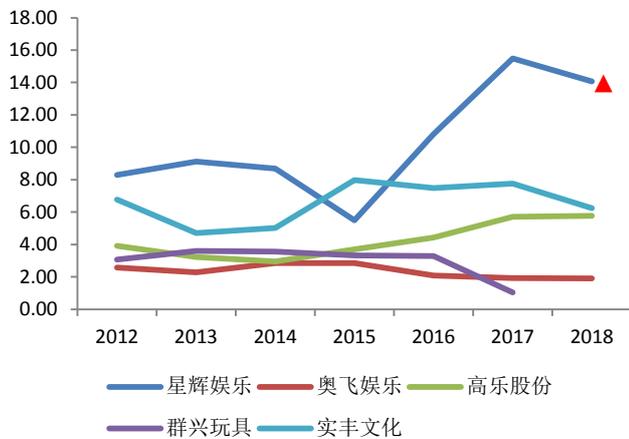
图表 15 公司销售净利率高于行业平均水平 (%)



资料来源: wind, 华创证券

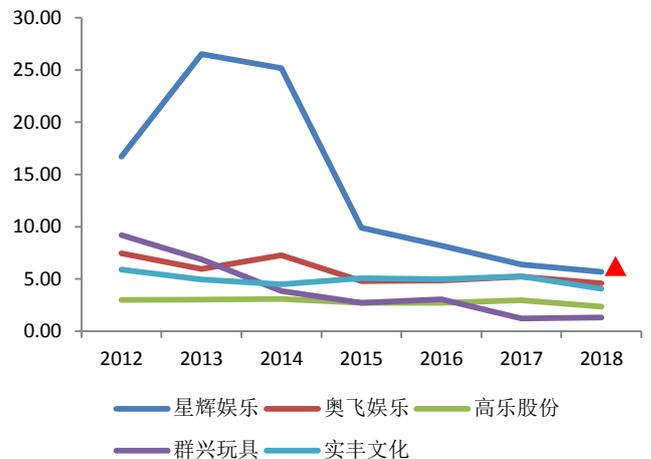
从营运能力来看,公司的存货周转率、应收账款周转率均高于同行业其他上市公司。星辉娱乐的存货周转率为业内最高,2018年为14.06次,达存货周转率排名第二的实丰文化二倍之多,说明公司存货的流转速度快,管理效率高;公司的营收账款周转率也为业内最高,2018年为5.67次,说明公司应收账款收账迅速,账龄较短。

图表 16 公司存货周转率处于行业领先水平 (次)



资料来源: wind, 华创证券

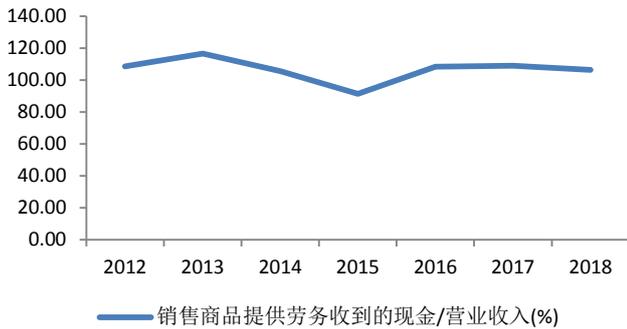
图表 17 公司应收账款周转率处于行业领先水平 (次)



资料来源: wind, 华创证券

从收现能力来看,公司收入变现能力良好。销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的比率除2015年外,其余各年均大于100%,2018年为106.34%。

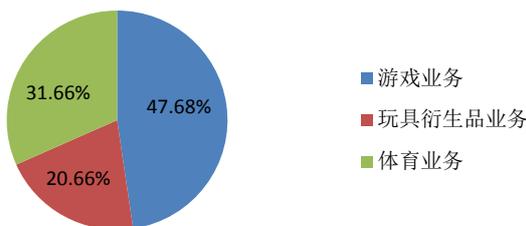
图表 18 公司收现能力良好



资料来源: wind, 华创证券

3、各业务布局有序，营收可观

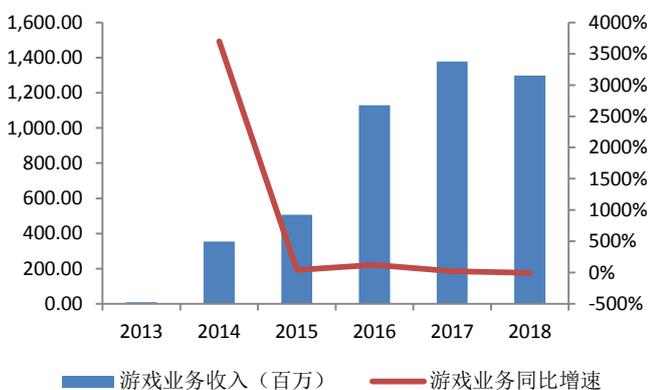
图表 19 2018 年主营由三大业务构成



资料来源: wind, 华创证券

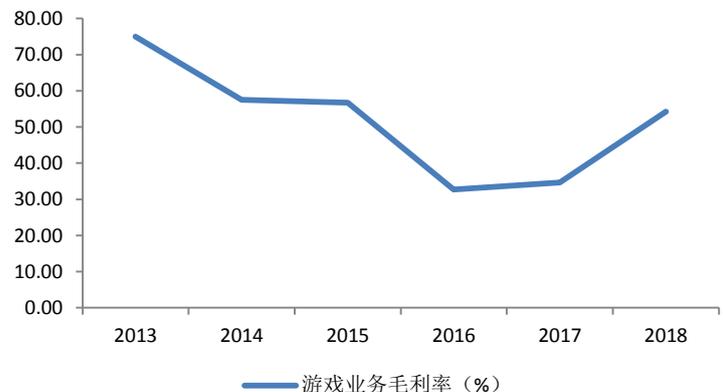
游戏业务方面，公司营业收入逐年稳步提升。2018 年公司游戏业务实现营业收入 12.98 亿元，同比减少 5.85%，是由于公司在 2018 年 6 月出售趣丸网络 5% 的股权，不再将趣丸网络纳入公司财务报表的合并范围。如剔除趣丸网络的影响，按同口径统计公司 2018 年度游戏业务营业收入同比增长达 52.37%，净利润同比增长 34.96%。公司游戏业务毛利率一直大于 30%，2018 年毛利率为 54.29%，同比增长 56.72%。

图表 20 游戏业务营业收入稳步提升



资料来源: wind, 华创证券

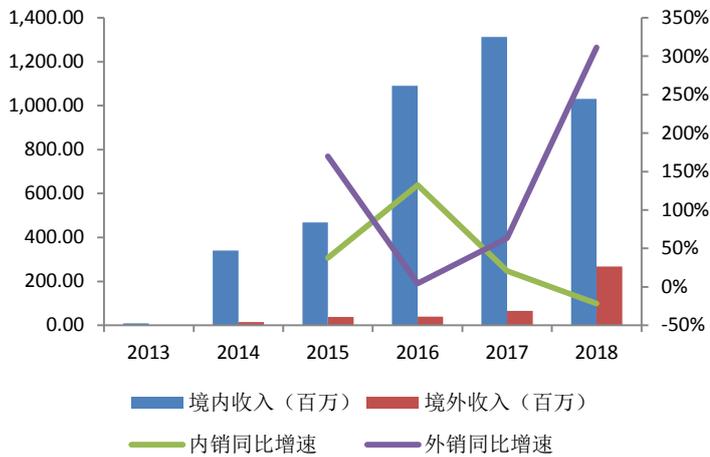
图表 21 游戏业务毛利率始终保持在 30% 以上



资料来源: wind, 华创证券

公司游戏业务一直以境内销售为主，且境内销售收入保持稳定增长（剔除趣九网络的影响），与此同时，公司积极拓展海外业务，实现境外收入高速增长。2018年游戏业务海外布局进一步优化，出海迎来爆发期，境外收入高达2.67亿元，同比增长3.11%。

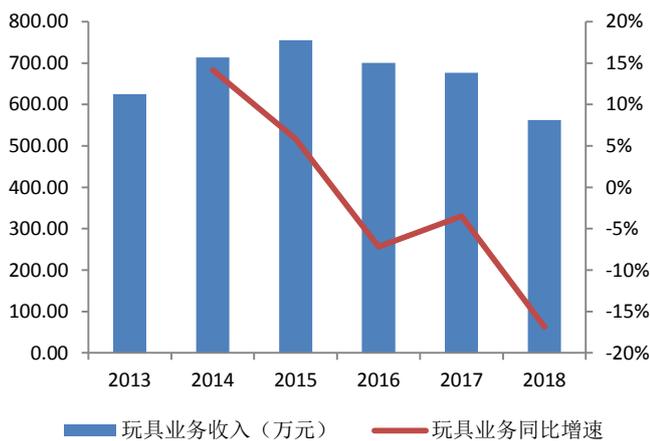
图表 22 游戏业务境内收入稳步增长，境外收入高速提升



资料来源: wind, 华创证券

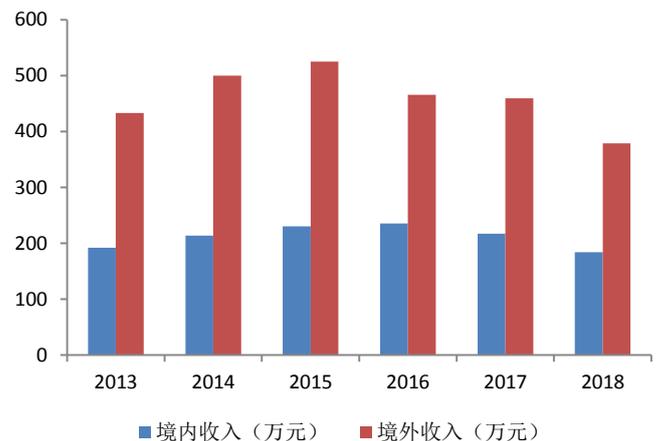
玩具业务方面，收入从2015年开始稳定下降，是公司调整业务重心，降低产量所致。2018年公司玩具及衍生品业务实现主营业务收入5.62亿元，同比减少16.86%，主要原因是2018年中国玩具总体出口增长率回落较大，造成公司玩具业务境外收入的减少。其中车模玩具业务实现营业收入3.99亿元，同比减少12.90%；婴童用品业务实现营业收入1.63亿元，同比减少25.16%。在盈利能力方面，车模业务和母婴用品业务的毛利率均逐年稳定上升，2018年车模业务和母婴用品业务的毛利率分别为37.45%和37.69%。

图表 23 公司玩具业务收入稳定下降



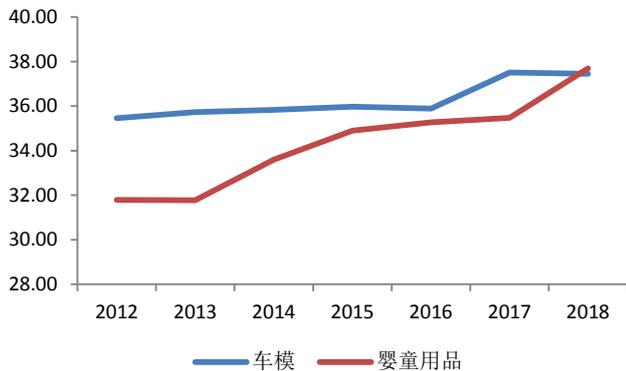
资料来源: wind, 华创证券

图表 24 玩具业务收入下降主要受境外销售影响



资料来源: wind, 华创证券

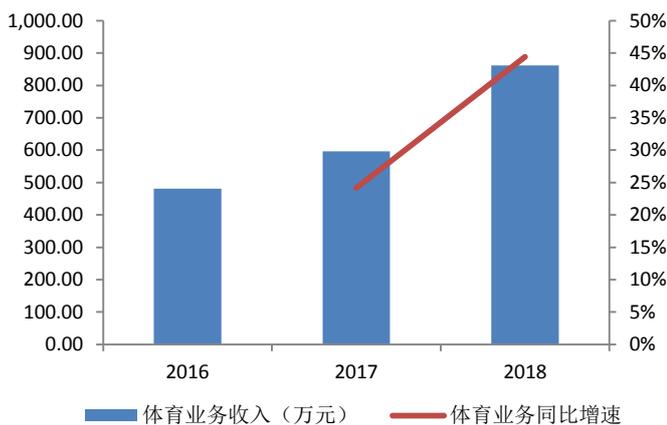
图表 25 玩具业务的毛利率逐年稳定上升 (%)



资料来源: wind, 华创证券

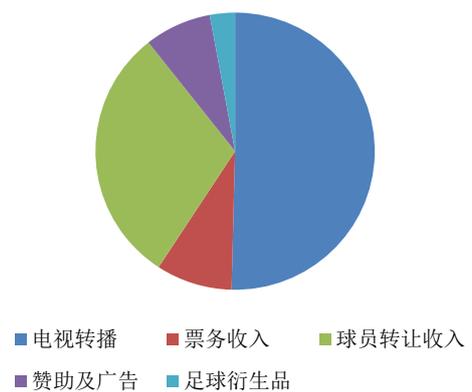
体育业务方面, 公司体育业务蓬勃开展, 收入增长率逐年提高。2018 年公司足球俱乐部业务实现主营业务收入 8.62 亿元, 同比增长 44.41%, 实现净利润 1.04 亿元。公司的足球业务收入包括电视转播收入、球员转让收入、票务收入、赞助及广告、足球衍生品收入等。其中电视转播收入占全部足球业务收入的 50.4%, 其次是球员转让收入, 占比 30.1%。

图表 26 公司体育业务收入逐年大幅提高



资料来源: wind, 华创证券

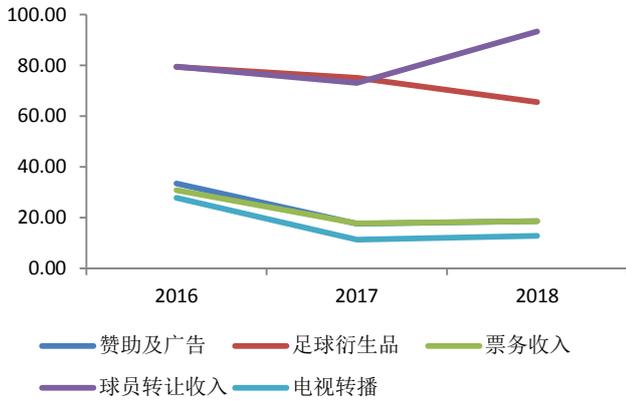
图表 27 电视转播占足球业务收入的一半



资料来源: wind, 华创证券

球员转让收入、足球衍生品的毛利率三年来均保持在较高水平, 2018 年球员转让收入和足球衍生品的毛利率达到 93.44% 和 65.52%。2018 年赞助及广告、票务收入、电视转播的毛利率分别为 18.59%, 18.59% 和 12.88%, 较 2017 年稍有增长。

图表 28 球员转让、足球衍生品毛利率水平高 (%)



资料来源: wind, 华创证券

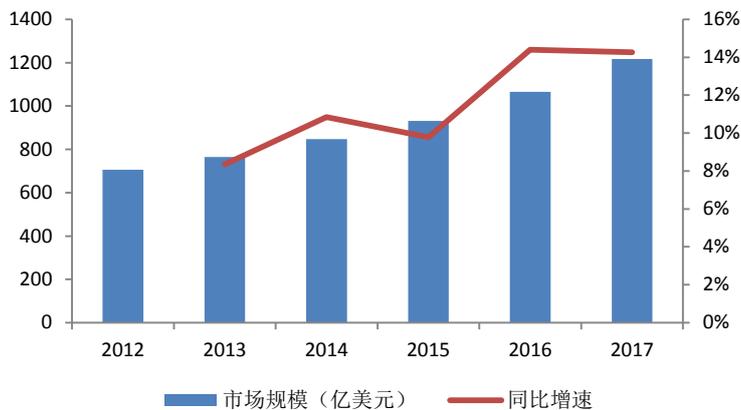
二、乘行业红利好风，游戏、玩具、体育齐发展

(一) 游戏行业：海外市场提供新空间，移动游戏前景广阔

1、全球市场规模持续增长，亚太地区成为增长引擎

随着全球互联网的发展和电子设备的更新换代，网络游戏的载体和类型不断丰富，游戏品质不断提高，全球游戏市场迅速崛起，市场规模逐步扩大。2012年，全球游戏市场规模仅为706亿美元，2017年全球游戏市场规模达到1217亿美元，同比增长72.4%。

图表 29 2012-2018 全球游戏市场规模不断扩大



资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023年中国网络游戏行业商业模式创新与投资机会分析报告》，华创证券

从区域分布来看，亚太地区作为全球游戏市场的增长引擎，2018年游戏市场规模达到714亿美元，同比增长16.8%；北美地区其次，市场规模约达327亿美元，同比增长10.0%；拉美地区市场规模增长率仅次于亚太地区，达13.5%。相比于其他地区，亚太地区人口基数庞大，且互联网用户渗透率低，2017年仅为44.63%，有较为广阔的上升空间。

图表 30 亚太地区市场规模增长率为全球最高

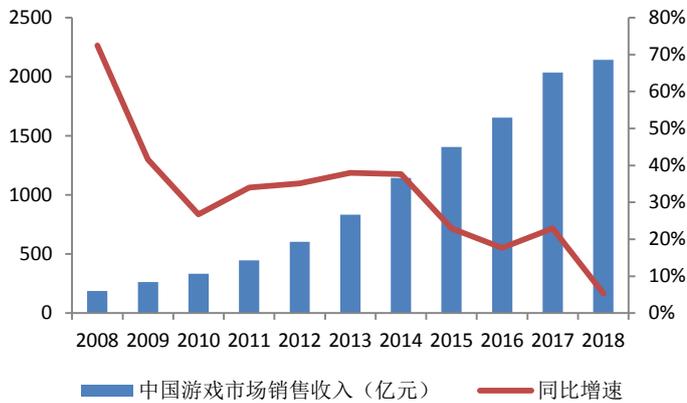


资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023年中国网络游戏行业商业模式创新与投资机会分析报告》，华创证券

2、我国游戏行业进入稳定期，海外市场提供新空间

我国网络游戏行业已从高速增长期进入成熟稳定的发展周期，收入增速逐渐放缓。2018 中国游戏市场实际销售收入为 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，占同期全球市场比例约为 23.6%。

图表 31 我国游戏行业步入成熟稳定的发展周期



资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023 年中国网络游戏行业商业模式创新与投资机会分析报告》，华创证券

我国游戏行业出口规模快速扩大，开辟了国内网络游戏市场增长的新空间。随着我国网络游戏行业的崛起，越来越多企业开始走出国门，或与脸书、谷歌商店等海外渠道建立长期稳定的合作关系，或通过收购或自建平台的形式全面展开海外布局，海外游戏市场成为中国游戏企业重要的收入来源。2018 年我国自主研发网络游戏海外市场销售收入达 95.9 亿美元，同比增长 15.8%。

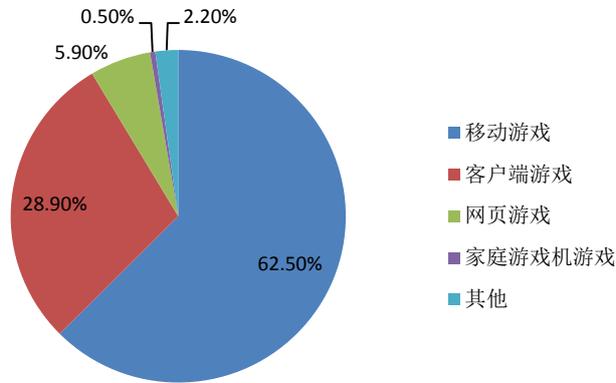
图表 32 我国网络游戏海外市场不断扩大



资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023 年中国网络游戏行业商业模式创新与投资机会分析报告》，华创证券

3、各细分市场：页游增长乏力，端游稳中求进，手游高速发展

图表 33 2018 年中国游戏行业细分市场销售收入占比

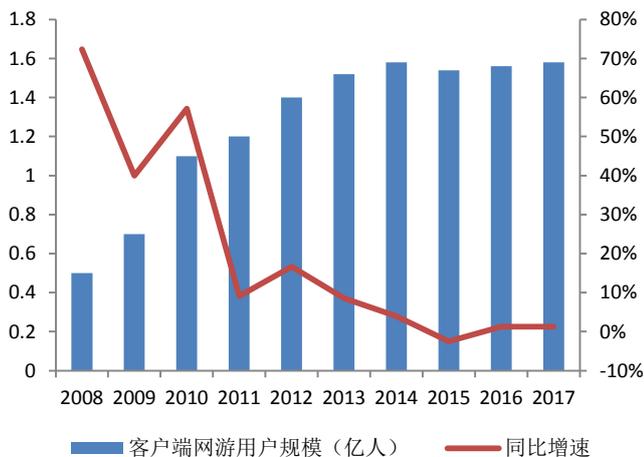


资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023 年中国网络游戏行业商业模式创新与投资机会分析报告》，华创证券

客户端游戏发展势头放缓：在移动游戏兴起的冲击下，客户端游戏由于对时间的连贯性要求较高，且电脑的便携性不如手机，发展速度有所放缓。2015 年客户端游戏用户规模首次出现负增长，2016 年重新回到正向增长，同比增长 1.4%。2017 年中国客户端游戏用户规模达到 1.58 亿人，同比增长 1.7%。

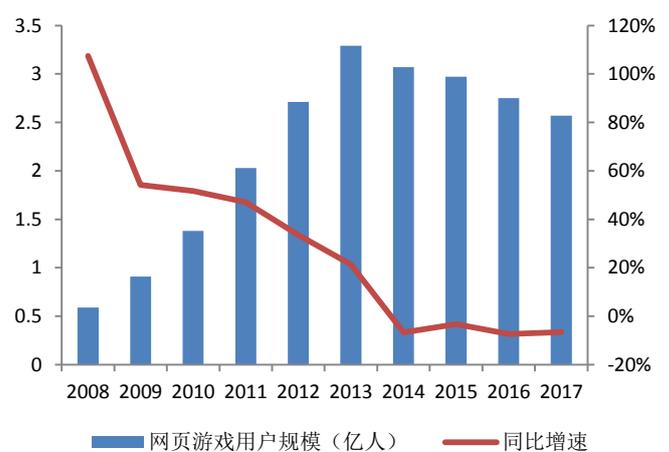
网页游戏连续多年负增长：与客户端游戏相比，网页游戏投入成本少、产品技术含量较低，生命周期较短，各游戏企业的市场收入稳定性差，目前存在付费与非付费用户不平衡、游戏类型和模式缺乏创新等问题。自 2014 年起，我国网页游戏用户规模持续减少，2017 年网页游戏用户规模达到 2.57 亿人，同比下降 6.6%。

图表 34 客户端游戏发展势头放缓



资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023 年中国网络游戏行业商业模式创新与投资机会分析报告》，华创证券

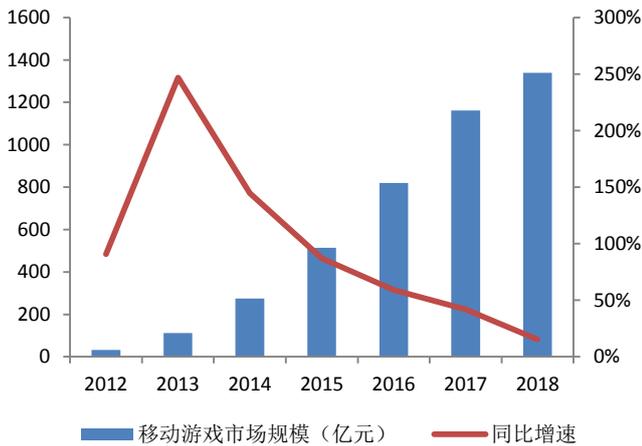
图表 35 网页游戏连续多年负增长



资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023 年中国网络游戏行业商业模式创新与投资机会分析报告》，华创证券

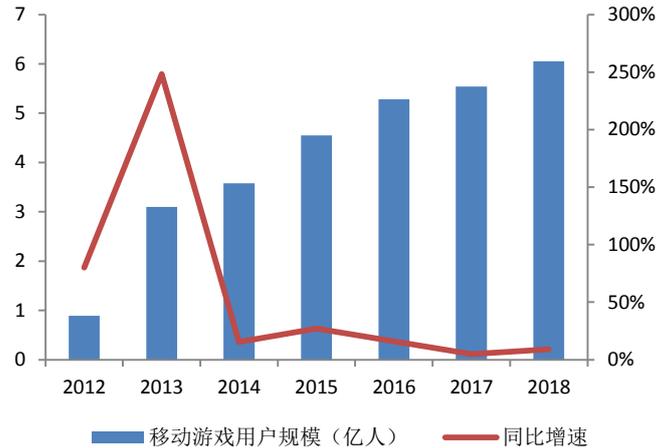
移动游戏用户增量红利逐渐消失，“重质”助力高速发展：移动游戏用户在经历 2013-2016 年爆发增长后，增速逐步放缓，用户增量红利将逐渐消退。2018 年国内移动游戏用户规模为 6.1 亿人，同比增长 9.2%。注重移动游戏从“重量”到“重质”的转变，推出高质量、精品化游戏将成为厂商保持生命力的发展思路。2018 年移动游戏市场规模达 1339.60 亿元，同比增长 15.4%，增速出现大幅放缓主要是由于 2018 年 5 月版号政策出现调整，广电总局暂停审批游戏版号，新游数量大幅下滑。

图表 36 移动游戏高速发展



资料来源：智研咨询《2019-2025 年中国移动游戏行业市场现状分析及投资前景预测报告》，华创证券

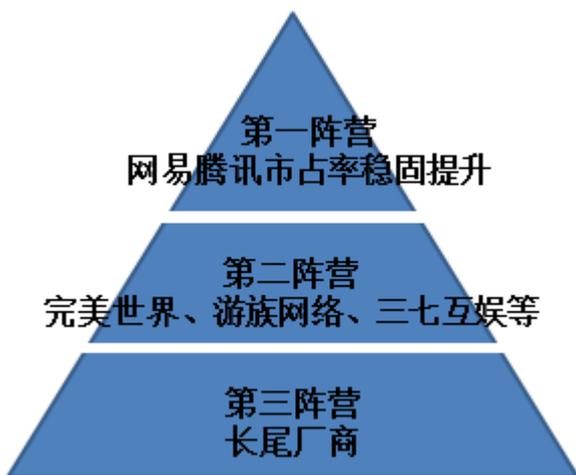
图表 37 移动游戏用户增量红利逐渐消失



资料来源：智研咨询《2019-2025 年中国移动游戏行业市场现状分析及投资前景预测报告》，华创证券

我国手游市场经过多年竞争与更迭，市场格局已经确定，网易、腾讯位居头部，从财务数据量级、单产品盈利能力、产业资源整合能力、市场口碑等方面均显著高于其他厂商。完美世界、游族网络、三七互娱等中腰部厂商各具特色，凭借各自的头部产品，在手游市场占有一席之地。长尾厂商争夺剩余市场份额，2018 年版号停审十个月，已然筛选淘汰了一批尾部厂商，在后期大厂投资规模持续上升的形势下，低研发投入的产品将更多的失去市场。

图表 38 我国手游市场格局逐步形成



资料来源：华创证券整理

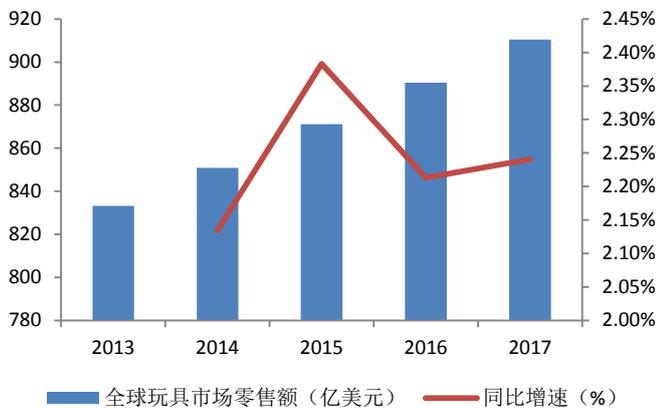
(二) 玩具行业：全球新兴市场异军突起，三引擎引领国内市场发展

1、全球玩具市场增长稳定，新兴市场异军突起

玩具消费与一个国家的经济发展水平、儿童人数、国民受教育程度有较大关系。欧洲、美国、日本等发达国家和地区的玩具行业起步较早，开发程度高，行业也较成熟，玩具消费量始终位于世界前列。随着新兴市场国家经济实力逐步增强，玩具消费观念也从成熟的欧美地区逐渐延伸至新兴市场，东欧、南美、亚洲等地区玩具消费增长迅速。庞大的儿童数量、较低的人均儿童玩具消费和良好的经济发展前景使新兴市场拥有较高的成长性，该市场也将成为未来玩具消费的重要增长点。

2013 年全球玩具市场零售额为 833.13 亿美元，截止到 2017 年全球玩具市场零售额突破 900 亿美元，达到 910.42 亿美元，五年间增加了 77.29 亿美元，同比增速保持在 2%-2.5% 之间。

图表 39 2011-2017 年全球玩具行业零售额稳定增长



资料来源：前瞻产业研究院《2019-2024 年玩具制造行业产销需求与投资预测分析报告》，华创证券

中国是世界最大的玩具制造国和出口国，近几年我国玩具出口金额不断增长，2012-2018 年中国传统玩具出口金额从 114.5 亿美元增加到 250.84 亿美元。2018 年中国玩具出口增长率回落较大，2017 年同比增长 31%，而 2018 年只增长 4.5%，为 250.84 亿美元，主要是受到中美贸易摩擦和美国反斗城破产的影响。

图表 40 2012-2018 中国传统玩具出口量逐年增长

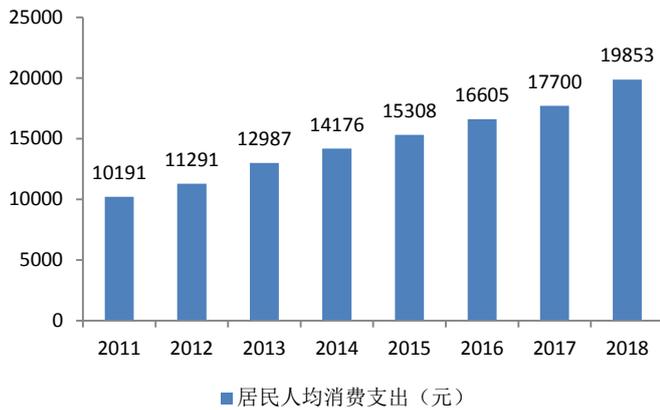


资料来源：中国海关，华创证券

2、消费能力、受众人数，消费意愿三引擎引领国内玩具市场发展

国民经济快速发展，城乡居民人均收入不断提升，消费能力增强。近年来，国内经济快速增长，GDP 排名跃居全球第二，居民收入增长显著并带动玩具消费力增长，2018 年全国居民人均消费支出 19853 元，同比增长 12.2%；人均教育文化娱乐消费支出 2226 元，同比增长 6.7%。

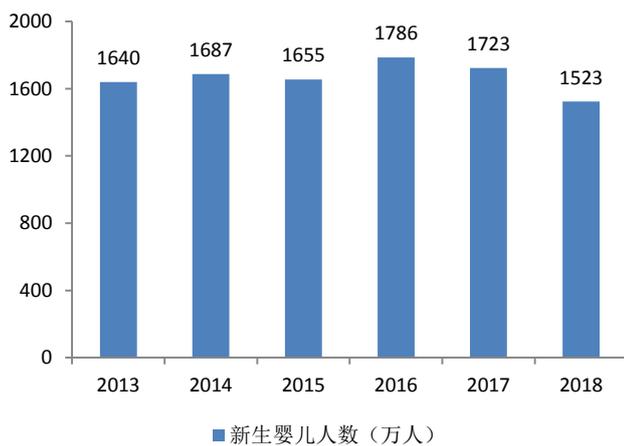
图表 41 2011-2018 年全国居民人均消费支出逐年增长



资料来源：国家统计局，华创证券

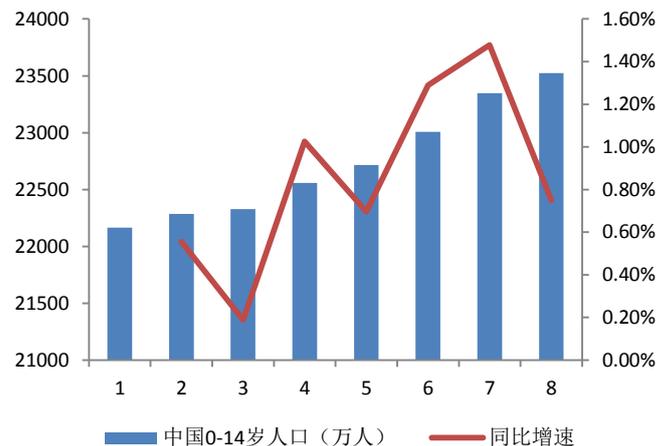
二孩政策开放，为市场增长奠定良好的基础。在诸多年龄段中，儿童始终是玩具消费的主力军。一个国家的儿童数量往往是该国玩具消费的重要基础，而国家生育政策是影响儿童数量的主要因素。国家二胎政策的放开有利于我国未来新生儿数量的增加，巩固内销的群体基础。自 2016 年实施二孩政策以来，近三年累计出生人口为 5032 万人，有效推动玩具产业的发展。与此同时，我国 0-14 岁人口数量逐年上涨，2018 年达到 2.35 亿。

图表 42 2013-2018 年中国新生婴儿人数情况



资料来源：中国产业研究院大数据库，华创证券

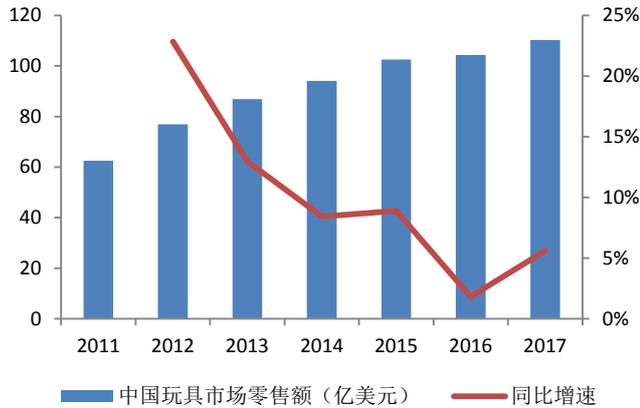
图表 43 2011-2018 中国 0-14 岁人口数量逐年增长



资料来源：国家统计局，华创证券

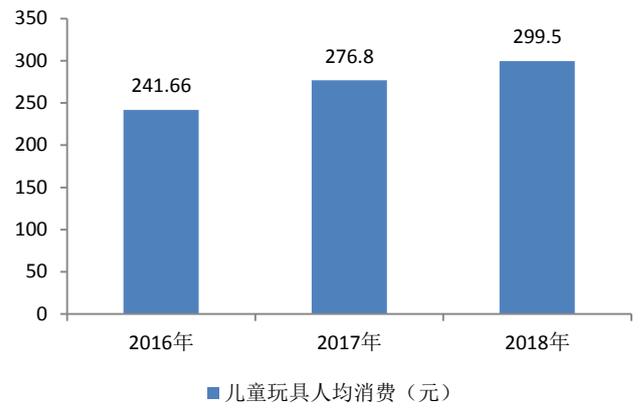
玩具消费意愿增强，市场增长具备强劲的动力。婴儿数量的增加为内销的增长提供了基础，而消费意愿的增强为内销市场的扩大提供了保证。近年来，我国玩具市场零售额持续增长，80 后、90 后消费者组成新生代育儿家庭收入水平提升，家庭结构趋于精致化，更加注重育儿过程中的寓教于乐，愿意为儿童玩具花费更多的支出，使得玩具市场迎来新一轮刚需红利期。近三年我国儿童玩具人均消费金额逐年上涨，2018 年儿童玩具人均消费金额达 299.5 元，同比增长 8.2%。

图表 44 2011-2017 中国玩具市场零售额逐年增长



资料来源：前瞻产业研究院《2019-2024 年中国玩具制造行业产销需求与投资预测分析报告》，华创证券

图表 45 近三年我国儿童玩具人均消费金额逐年上涨

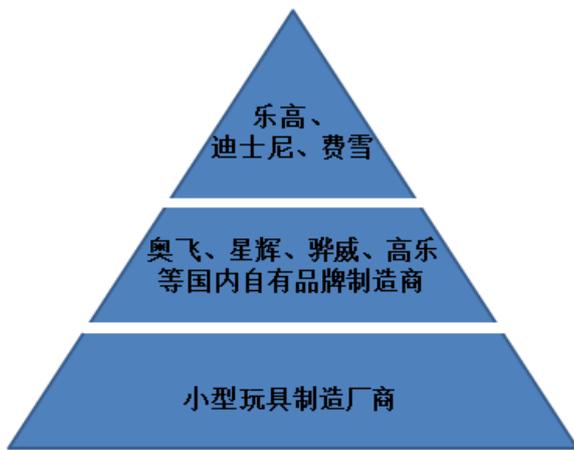


资料来源：华经情报网《2019-2025 年中国玩具行业市场运营现状及投资规划研究建议报告》，华创证券

3、国内玩具市场竞争格局逐渐明朗

目前国内玩具市场呈现金字塔型的三阶梯形态，其中高端玩具市场参与者主要是费雪、乐高、迪士尼等国际知名玩具厂商，这些厂商大多拥有多品类产品和优质动漫 IP；中端玩具市场主要是奥飞、星辉、骅威、高乐等国内自有品牌制造商；低端市场是大量的小型玩具制造厂商。

图表 46 国内玩具市场呈现金字塔型的三阶梯形态



资料来源：华创证券整理

国内玩具制造市场经过竞争洗牌后，竞争格局不断明朗，涌现出奥飞娱乐、星辉娱乐、高乐股份、邦宝益智等优质上市公司，打造出“奥迪双钻”、“RASTAR”“铭塔”、“骅威”、“GOLDLOK”等优质自有品牌，并尝试打造动漫 IP，增加产品附加值和用户粘性。未来随着国内外玩具安全和环保标准不断提高，对原材料和生产工艺要求越来越高，不符合要求的玩具生产企业会遭到整改甚至出局，同时劳动力成本上升和检测费用增加会淘汰部分利润空间较小的企业。随着国内消费者品牌意识日益成熟，在品牌和渠道上具有优势的龙头企业将受益，市场份额将不断提高。

图表 47 我国部分玩具上市公司市场占比情况

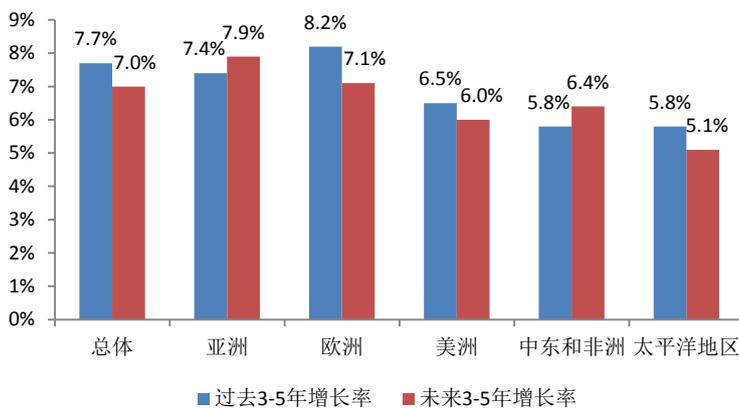
	2018 年营业收入	占比
奥飞娱乐	20.7	2.9%
星辉娱乐	5.6	0.8%
高乐股份	4.6	0.7%
邦宝益智	3.8	0.5%

资料来源: wind, 华创证券

(三) 体育行业: 全球市场趋于稳定, 我国足球行业迎来黄金发展期

1、全球市场趋于稳定, 转播权与赞助收入被看好

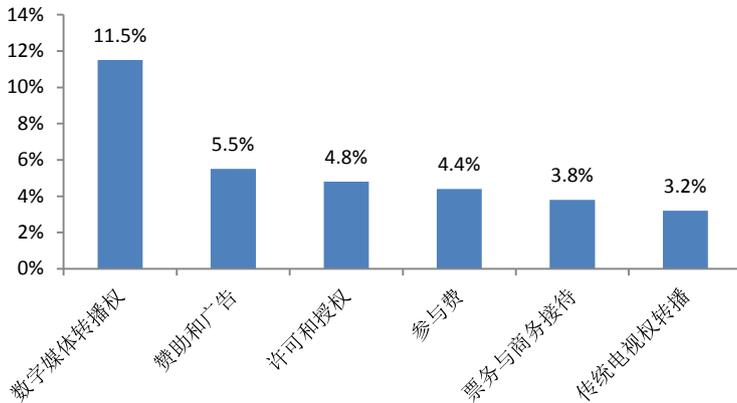
根据普华永道 2018 年的统计数据, 全球体育行业在过去 3-5 年的平均增长率为 7.7%, 预计未来 3-5 年全球体育行业增长率将下降至 7.0%, 体育行业时候增长逐渐趋于稳定。分地区来看, 亚洲市场将成为未来最为乐观的市场, 预计未来 3-5 年, 体育行业市场平均增长率将从 7.4% 上升至 7.9%; 中东和非洲市场平均增长率将从 5.8% 上升至 6.4%。其余地区市场增长率均由不同程度下降, 预计欧洲市场平均增长率将从 8.2% 下降至 7.1%; 美洲市场平均增长率将从 6.5% 下降至 6.0%; 太平洋地区市场平均增长率将从 5.8% 下降至 5.1%。

图表 48 全球体育市场增速趋于稳定


资料来源: 普华永道《2018 年普华永道体育行业调查报告》, 华创证券

从体育行业各细分市场来看, 数字媒体转播权预期年均收入增长率将达到 11.5%, 排名位居第一, 是传统电视转播权的 3.5 倍。赞助和广告收入以预期 5.5% 的年均增长率位居第二。

图表 49 全球体育细分市场未来 3-5 年收入增长率预测

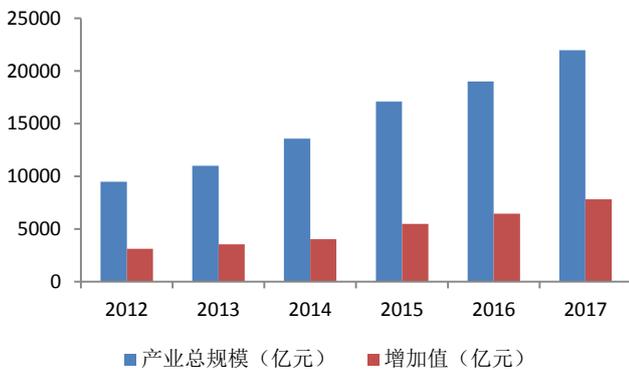


资料来源: 普华永道《2018 年普华永道体育行业调查报告》, 华创证券

2、我国体育产业总值高速上涨, 体育人口基数稳步上升

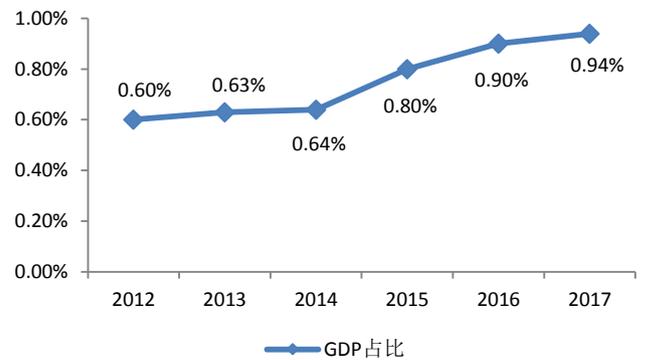
中国体育产业在产业转型升级, 城镇化进程, 经济高速发展, 健康强国的背景下迅速步入快车道, 无论是政策引导、资本支持还是基础设施建设都在为刚刚踏上快车道的体育产业助力加油。2012-2017 年我国体育行业产值和增加值都在不断增长, 年均复合增长率分别为 18.27% 和 20.03%。体育产业总值占 GDP 比重也在逐步提升, 从 2012 年占比 0.6% 增至 2017 年的 0.94%, 相比美国以及日韩提升空间仍然较大。2017 年, 全国体育产业总规模为 2.2 万亿元, 增加值为 7811 亿元。

图表 50 中国体育行业产值和增加值都在不断上涨



资料来源: 国家统计局, 华创证券

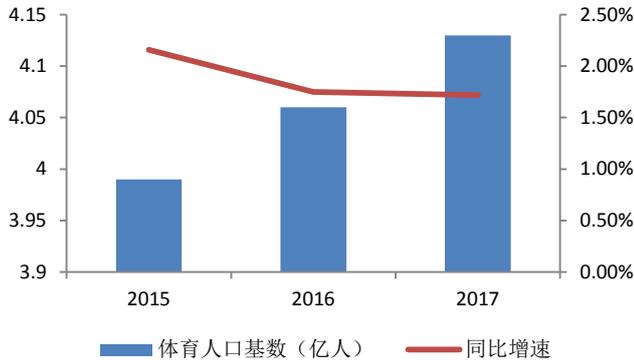
图表 51 中国体育产业总值占 GDP 比重逐步提升



资料来源: 国家统计局, 华创证券

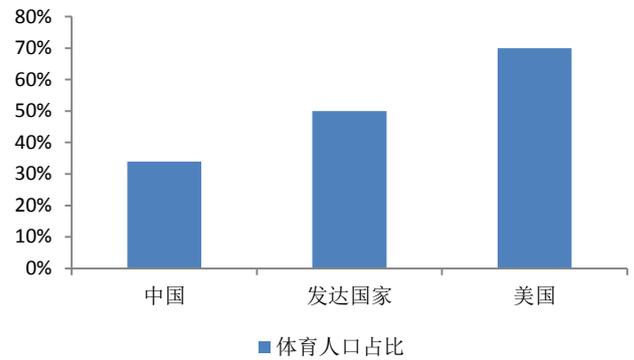
体育人群基础是实现体育产业增长的首要条件。2015-2017 年全国体育人口规模不断上升, 2017 年全国体育人口规模达到 4.13 亿人, 同比增长 1.72%。目前我国体育人口数量已处于历史最高位, 趋势上每年的体育人口总数都在刷新历史新高, 国务院发布的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》提出, 到 2025 年经常参加体育锻炼的人数要达到 5 亿人。虽然我国体育人口基数庞大, 但我国体育人口占比不高。目前我国体育人口占比约为 34%, 发达国家平均体育人口占比为 45%-50%, 美国体育人口占比约为 70%, 我国体育人口的提升还有很大空间。

图表 52 2015-2017 年全国体育人口规模不断上升



资料来源: 国家体育总局, 华创证券

图表 53 我国体育人口占比相对不高



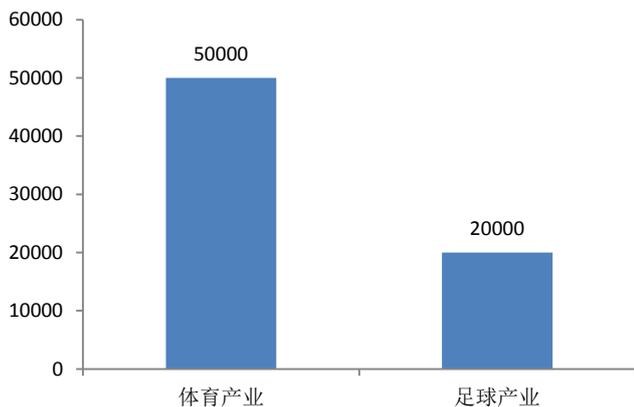
资料来源: 国家体育总局, 华创证券

3、有利叠加促进足球行业进入黄金发展期, 增长空间巨大

受益于申请亚洲杯的成功和世界杯的扩张, 我国足球行业将进入黄金发展期。2019 年 6 月 4 日, 亚洲足球联合会会在巴黎举行特别大会, 会上中国被确认赢得了 2023 年亚洲杯的主办权。国家体育总局副局长、中国足球协会党委书记杜蔡照表示, 在《中国足球改革与发展总体规划》实施四年后, 申请亚洲杯成功, 为推动中国足球改革与发展发挥了积极作用。北京时间 2018 年 6 月 13 日, 第 68 届全国足球协会理事会宣布 2026 年世界杯扩张至 48 支球队。中国队进入世界杯的可能性将大大增加, 这也将促进国内足球产业的发展。

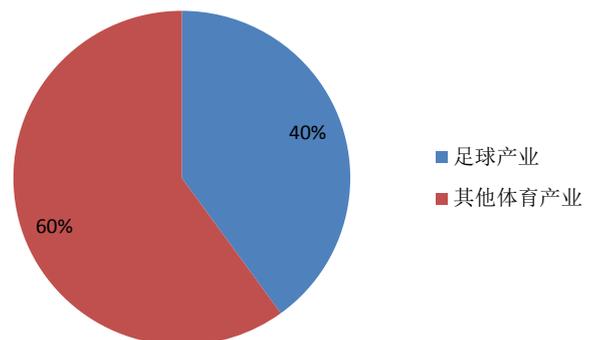
2014 年国务院出台的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》指出, 到 2025 年我国体育产业总规模将超过 5 万亿元。按照国际体育产业中足球 40% 的占比, 预计 2025 年, 中国足球产业规模将超过 2 万亿元。

图表 54 2025 年中国足球产业发展目标规模 (亿元)



资料来源: 国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》, 华创证券

图表 55 足球产业规模占体育产业规模比例 (亿元)



资料来源: 艾媒咨询《2018-2019 中国足球产业研究与商业投资决策分析报告》, 华创证券

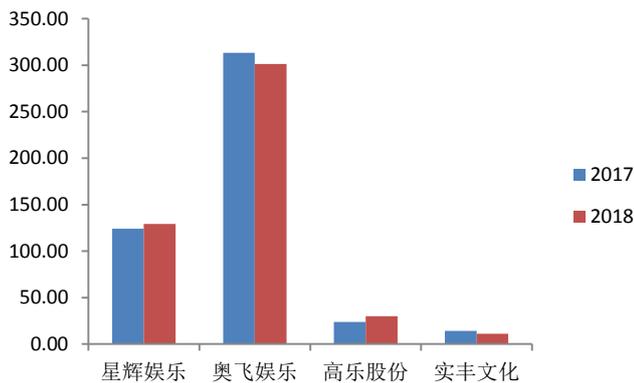
三、产品、渠道、品牌三驾马车驱动业务高速发展

(一) 产品端：多元业务叠加，武磊加盟助推公司高质量发展

1、研发投入力度大，为公司进一步开拓市场奠定基础

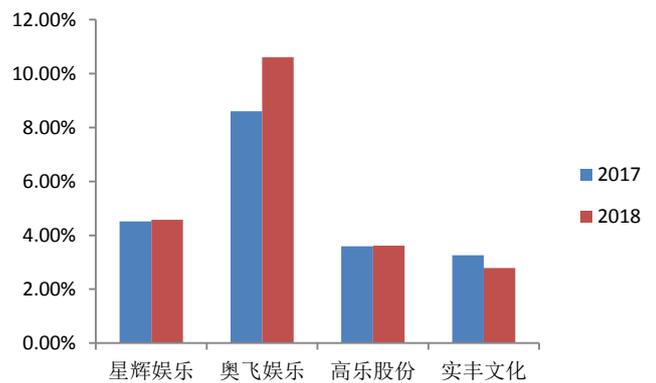
公司长期以来一直高度重视研发投入力度，持续的研发投入为公司巩固和进一步提高竞争优势提供了有力的物质保障。2018 年公司投入研发资金 12,923.56 万元，占公司营业收入的 4.58%。

图表 56 公司研发投入金额处于行业较高水平 (百万元)



资料来源: wind, 华创证券

图表 57 公司研发投入占营业收入比例



资料来源: wind, 华创证券

在游戏业务方面，公司投入了大量资金和资源支撑研发工作，打造口碑与盈利双赢的产品。公司已经建立了完善的项目系统、后台数据平台、立项前期用户调研流程等基础体系，为研发工作提供完善的配置和支持。同时，公司加大投入人才培育，以储备不同梯队和产品专长的研发人才。2019 年公司拟在国内和海外发行的游戏新品计划丰富，包括古风战争策略手游《重返文明》《末世王者》、古风正版仙侠手游《择天仙侠》、古风 3D 卡牌手游《百万亚瑟王》、古风经典魔幻手游《幻世录》、古风女性手游《少女的王座》等。公司凭借其出众的研发能力，屡次获得业内重要奖项。

图表 58 2018 年公司游戏板块所获奖项

获奖主体	所获奖项
星辉游戏	腾讯应用宝“年度合作伙伴奖”
	金陀螺奖“年度最佳移动游戏发行商奖”
自研古风写实历史手游 《三国群英传-霸王之业》	苹果 App Store 2018 年度“人气策略游戏”
	黑石奖“年度最受欢迎动作游戏”
自研古风唯美二次元手游 《苍之纪元》	腾讯应用宝“年度畅销游戏奖”
	苹果 App Store 2018 年度“人气二次元游戏”
	金陀螺奖“年度最佳移动游戏网游奖”
	黑石奖“年度最受欢迎二次元游戏”
	金翎奖“玩家最喜爱的移动网络游戏”
子公司星辉天拓	“广州文化企业 50 强”
	“广州年度最具关注文化企业奖”

资料来源: 公司年报, 华创证券

公司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。同时，针对第五代移动通信技术（5G）带来的网络带宽、响应速度的巨大提升趋势，公司积极布局了多款重度移动游戏以及 H5 游戏，不断推动游戏产品的创新升级。

在玩具及婴童业务方面，公司不断提升研发效率，推出创新产品。公司利用以往技术研发所积累的多项专利技术（专利 64 项：发明专利 1 项、实用新型 31 项、外观专利 32 项），以及先进的计算机辅助设计技术和电子数码技术等工业技术，创新开发出普及型的动态车模。同时，为了提升自主研发能力，缩短研发周期，公司组建了车模研发综合实验室，将用于汽车工业的 SLA 激光快速成型机应用于车模研发设计，使得车模的研发周期从 1 年以上缩短为 4 个月以内。2018 年公司相关研发项目如“智能声光启蒙特犬研发项目”“多功能智能机器人的电动玩具项目研发”“多模式控制的智能遥控机器人玩具的研发项目”等已进入规模量产阶段。未来公司将继续实施创新驱动发展战略，推出宝马 BMW 儿童自行车产品系列产品，以及法拉利 488 VR 眼镜套装、梅赛德斯-奔驰工程车系列遥控车模、RS 智能恐龙、智能清扫车等多样化的玩具产品。

图表 59 公司自研项目“智能特犬太空狗”



资料来源：淘宝网，华创证券

2、球队实力不断加强，武磊加盟带动俱乐部商业价值提升

足球管理模式优势凸显，球队竞技实力不断提升。在西甲 2017/18 赛季，皇家西班牙人以 49 个积分位于联赛积分榜第 11 位；在 2018/19 赛季，皇家西班牙人前中后场三线球员阵容均衡、实力获得补强提升，获得西甲联赛第 7 位，时隔 13 年后再次获得下赛季欧联杯资格赛的席位。在近期赛事中，皇家西班牙人分别击败皇家马德里、巴塞罗那和马德里竞技三大豪门球队，并且在联赛中对阵马德里竞技实现主客场全部取胜的优秀战绩。

图表 60 西班牙人在 18/19 西甲联赛排名第七

排名	球队	赛	胜	平	负	总积分	备注
1	巴塞罗那	38	26	9	3	87	冠军杯
2	马德里竞技	38	22	10	6	76	冠军杯
3	皇家马德里	38	21	5	12	68	冠军杯
4	巴伦西亚	38	15	16	7	61	冠军杯
5	赫塔菲	38	15	14	9	59	欧联杯

排名	球队	赛	胜	平	负	总积分	备注
6	塞维利亚	38	17	8	13	59	欧联杯
7	西班牙人	38	14	11	13	53	欧联杯预选赛
8	毕尔巴鄂	38	13	14	11	53	
9	皇家社会	38	13	11	14	50	
10	皇家贝蒂斯	38	14	8	16	50	
11	阿拉维斯	38	13	11	14	50	
12	伊巴	38	11	14	13	47	
13	雷加利斯	38	11	12	15	45	
14	比利亚雷尔	38	10	14	14	44	
15	莱万特	38	11	11	16	44	
16	巴拉多利德	38	10	11	17	41	
17	塞尔塔	38	10	11	17	41	
18	杰罗纳	38	9	10	19	37	降级
19	韦斯卡	38	7	12	19	33	降级
20	巴列卡诺	38	8	8	22	32	降级

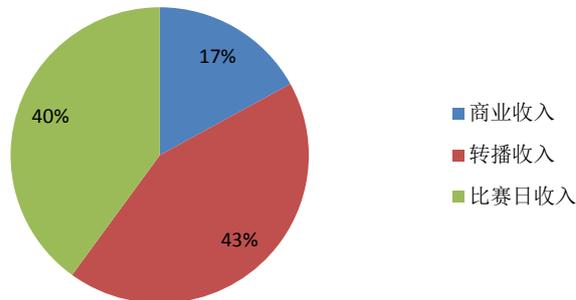
资料来源：西甲官网，华创证券

2019年中国球员武磊与皇家西班牙人签约引起“武磊效应”，极大提高了俱乐部和球队在国内的知名度。武磊于2019年2月3日对阵比利亚雷亚尔比赛中完成首秀，第78分钟替补出场，登场13分钟。据西班牙人俱乐部报道，这场比赛共吸引了全球4000多万人次观看。另据西班牙《每日体育报》和《阿斯报》等媒体的报道，超过3.5亿人次对武磊登陆西甲的新闻进行浏览。

武磊的加盟有望带来俱乐部广告赞助、衍生品等收入，以及西甲联赛商业开发收入的提升。北京大学中国体育产业研究中心执行主任文义表示“武磊效应是眼球经济和注意力经济的成功，和当年姚明在NBA有相似性。”姚明加盟NBA后，国内与NBA签订转播协议的电视台增长至12家，央视每场NBA比赛平均收视观众达1500万左右。NBA通过商业赞助，电视转播，产品授权销售等运作，在中国市场最高获得12亿美元收入，大量中国品牌包括安踏、李宁等加入了NBA的商业版图。同样，武磊作为俱乐部与中国市场的桥梁，将提高俱乐部报道内容和电视新闻的出镜率，拉动大众对于足球产业的消费，推动公司商业收入的增长。

根据德勤数据显示，2017/18赛季中，全球足球财富榜前二十大俱乐部营业收入中比赛日收入占40%，转播收入占43%，商业收入占17%。而公司2018年足球业务中广告赞助、衍生品开发等商业收入占比仅为10.6%，有较大的提升空间。

图表 61 2017/18 赛季全球足球俱乐部 Top20 总收入构成



资料来源：德勤，华创证券

2019年3月西甲联盟主席访华，与中国足协签署一系列合作协议，未来两国足球将在更多领域进行合作。西班牙人作为中国企业控股的西甲联赛俱乐部，有望成为两国足球合作的平台，从体育经纪、赞助营销、青训培养等领域打开变现空间。

3、多元业务叠加，发挥文化纽带作用

公司围绕文化娱乐产业进行持续的战略布局，已形成涵盖玩具及婴童用品、网络游戏、足球俱乐部的多元业务架构。各业务在中国文化娱乐领域良好的发展趋势下相互促进，协同发展。公司与皇家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。值得一提的是，武磊在游戏代言方面很有经验，早在2016年就曾经代言过足球题材的手机游戏，该游戏至今仍然有稳定的营收表现。武磊拥有的巨大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。

图表 62 武磊代言星辉玩具



资料来源：淘宝网

(二) 渠道端：内销外销相结合，加大力度进军海外市场

1、玩具业务：构建全球化渠道体系，打造中国玩具制造品牌代表

公司致力于构建全球化渠道体系，目前已经与世界上多个国家的玩具代理商建立了长期稳定的合作关系，主要的代理商包括意大利的 MONDO、英国的 TESCO 和 Argos、德国的 Jamar、波兰 Joinco、西班牙的 Color baby s.l、俄罗

斯的 Detsky Mir 和 Simbat、南非的 Prima、北美的 IRONMAX BIKES & TOYS 和 Sam、拉丁美洲的 COTO、LaNoviadeVilla 等。这些知名玩具代理商在当地都具有较强的市场推广能力和覆盖能力，有利于公司继续深耕欧盟、亚洲、美国、非洲、澳洲、拉美市场。

与此同时，公司借助电商打开销售渠道，利用亚马逊及阿里巴巴全球速卖通等国际化大型平台，实现电商运营的全球化无缝对接。

图表 63 公司玩具产品远销 120 多个国家和地区



资料来源：公司官网，华创证券

2、游戏业务：内销外销相结合，持续拓展国际化进程

内销方面，公司是腾讯开放平台、今日头条、硬核联盟等优质渠道的核心合作伙伴之一。以腾讯开放平台为例，因其庞大的用户基数，互动性强的社交圈，以及良好的用户付费习惯，成为我国游戏发行市场当之无愧的龙头渠道，占有极高的市场份额，公司多款自研手游《三国群英传——霸王之业》、《逍遥诀》等均由腾讯游戏独家代理。凭借与这些行业头部平台良好的合作关系，公司形成了优秀的独家代理发行能力，能够进行全球化的流量投放和大数据分析。

外销方面，公司持续输出优秀产品，积极拓展海外市场。公司认识到海外市场的巨大潜力，积攒了雄厚的海外游戏产品运营能力。《三国群英传-霸王之业》已经在日本、韩国、东南亚等多个国家和地区发行，全球拥有超过 2000 万的游戏玩家，运营成绩稳定，其中韩国版《三国志 M》获得强烈反响，为公司开拓国际市场积累经验。同时，《苍之纪元》海外版本的上线计划不断开展，韩国版本上线 1 周即进入畅销榜前 20，日本区域版本《Lost Decade》预计于 2019 年与日本游戏企业 Bushiroad 合作发行。未来公司将继续积极拓展海外市场，将中国传统古风与游戏内容相结合，融合 5G 人工智能等新技术，探索优秀内容的文化出海，全球化题材的新品立项将达到至少 50%。

图表 64 公司联手 Bushiroad 发布手游《Lost Decade》



资料来源：公司官网，华创证券

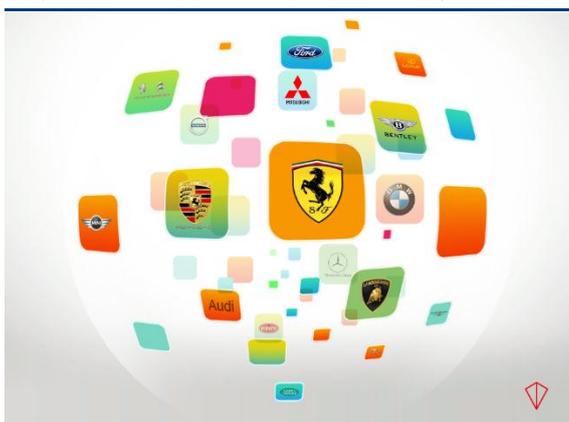
(三) 品牌端：致力打造全球知名品牌

1、玩具业务：多年沉淀成就全球知名品牌

截止目前，公司累计获得宝马、奔驰、奥迪、兰博基尼等 30 多个知名汽车品牌的超 300 款车模生产的品牌授权，是多家汽车厂商的战略合作伙伴和优质供应商。丰富的 IP 储备确立了公司在车模领域的龙头地位。2018 年 1 月，公司与德国宝马汽车公司正式签订为期 6 年的全球独占性授权合同，成为宝马公司动态车模、儿童自行车系列产品的全球唯一授权商。与此同时，公司还获得路虎品牌自行车系列授权，并成功推出路虎简易三轮车、折叠两用三轮车、平衡车等产品，获得市场的热烈反响。

公司注重研发，持续出新，打造的国内外驰名品牌“RASTAR”在 50 个国家和地区拥有商标知识产权。公司品牌“RASTAR”与汽车知名品牌一同出现在公司产品上，形成“双品牌”效应，为公司提升品牌知名度，拓展国内外市场提供坚实基础。

图表 65 公司获得 30 多个知名汽车品牌授权



资料来源：公司官网，华创证券

图表 66 2018 年公司获宝马、路虎授权



资料来源：公司官网，华创证券

俄罗斯主要玩具连锁店“德斯基·米尔”（Detsky Mir）根据旗下 525 家店铺的年终销售数据，选出 2018 年“十大圣诞节期间俄罗斯最受欢迎玩具”，“RASTAR”遥控车位列第四，作为唯一入选的中国玩具品牌，公司与世界知名品牌一道，站上国际市场领奖台。

图表 67 星辉（Raster）玩具车位列第四名

排名	品牌	简介
1	Demi Star	洋娃娃和配件
2	Kreiss	儿童摩托车
3	Hot Wheels	玩具赛车和赛道
4	星辉（Raster）	遥控车
5	多品牌	各种积木
6	Sparkle Girlz	洋娃娃和配件
7	Enchantimals	人物和动物玩偶
8	芭比	洋娃娃和配件
9	Nerf	玩具枪
10	Zvezda	军事模型

资料来源：华创证券整理

2、 游戏业务：国产游戏品牌代表，持续发力促进品牌全球化

公司游戏业务“星辉游戏”品牌多年来连续获得“金翎奖”、“黑石奖”“金陀螺奖”等数十个游戏行业主要奖项，是腾讯开放平台最高级三星研发商，也是腾讯优秀合作伙伴。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》发布仅 15 天流水突破 1 亿元人民币，国内上线一周年后仍深受广大玩家的喜爱；公司自研并发行运营的《苍之纪元》峰值日流水实现近千万元人民币，屡受行业好评。“星辉游戏”已经成为精品国产移动游戏的代表品牌之一。2018 年公司研发、易幻网络在韩国地区发行的《三国志 M》创造了韩国地区策略类手游的新纪录，登上了韩国 App Store 畅销榜首，未来公司游戏业务的全球化布局料将不断提升品牌的全球影响力。

四、风险提示

贸易战摩擦加剧；市场竞争加剧；球队战绩下滑。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	341	924	1,472	2,085
应收票据	0	0	0	0
应收账款	519	557	636	741
预付账款	58	66	77	91
存货	103	119	138	162
其他流动资产	81	93	106	122
流动资产合计	1,102	1,759	2,429	3,201
其他长期投资	778	778	778	778
长期股权投资	658	658	658	658
固定资产	1,315	1,449	1,576	1,696
在建工程	18	18	18	18
无形资产	732	808	878	940
其他非流动资产	1,353	1,267	1,262	1,260
非流动资产合计	4,854	4,978	5,170	5,350
资产合计	5,956	6,737	7,599	8,551
短期借款	717	763	793	823
应付票据	0	0	0	0
应付账款	352	404	472	554
预收款项	62	70	80	93
其他应付款	34	34	34	34
一年内到期的非流动负债	350	350	350	350
其他流动负债	186	298	398	509
流动负债合计	1,701	1,919	2,127	2,363
长期借款	1,424.00	1,778.00	2,078.00	2,378.00
应付债券	37.00	37.00	37.00	37.00
其他非流动负债	29	9	9	9
非流动负债合计	1,490	1,824	2,124	2,424
负债合计	3,191	3,743	4,251	4,787
归属母公司所有者权益	2,766	2,992	3,343	3,754
少数股东权益	-1	2	5	10
所有者权益合计	2,765	2,994	3,348	3,764
负债和股东权益	5,956	6,737	7,599	8,551

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	709	500	573	659
现金收益	611	573	683	788
存货影响	14	-15	-20	-24
经营性应收影响	-71	-151	-194	-222
经营性应付影响	-5	61	77	95
其他影响	161	32	27	22
投资活动现金流	-261	-350	-350	-350
资本支出	-577	-355	-354	-353
股权投资	32	0	0	0
其他长期资产变化	284	5	4	3
融资活动现金流	-409	433	325	304
借款增加	-171	401	330	330
股利及利息支付	-189	-152	-54	-65
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-49	184	49	39

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,820	3,221	3,678	4,283
营业成本	1,549	1,779	2,076	2,435
税金及附加	13	15	17	20
销售费用	534	594	660	750
管理费用	297	340	338	385
财务费用	130	112	133	149
资产减值损失	104	104	104	104
公允价值变动收益	3	3	5	5
投资收益	57	57	60	60
其他收益	16	16	16	16
营业利润	211	287	357	434
营业外收入	38	38	45	45
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	244	320	397	474
所得税	3	4	5	5
净利润	241	316	392	469
少数股东损益	2	3	4	5
归属母公司净利润	239	313	388	464
NOPLAT	369	427	523	616
EPS(摊薄) (元)	0.19	0.25	0.31	0.37

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	2.4%	14.2%	14.2%	16.5%
EBIT 增长率	-0.8%	15.6%	22.5%	17.8%
归母净利润增长率	3.7%	31.2%	24.1%	19.5%
获利能力				
毛利率	45.1%	44.8%	43.6%	43.1%
净利率	8.5%	9.8%	10.7%	10.9%
ROE	8.6%	10.4%	11.6%	12.3%
ROIC	12.3%	11.2%	11.2%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	53.6%	55.6%	55.9%	56.0%
债务权益比	92.5%	98.1%	97.6%	95.6%
流动比率	64.8%	91.7%	114.2%	135.5%
速动比率	58.7%	85.5%	107.7%	128.6%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	64	60	58	58
应付账款周转天数	82	77	76	76
存货周转天数	26	22	22	22
每股指标(元)				
每股收益	0.19	0.25	0.31	0.37
每股经营现金流	0.57	0.40	0.46	0.53
每股净资产	2.22	2.40	2.69	3.02
估值比率				
P/E	25	19	16	13
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	15	12	11

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500