

2017年04月25日

骅威文化 (002502.SZ)

公司快报

证券研究报告

传媒

一季报点评：17 年业绩有望充分受益于精品剧

■事件：

公司公布 2017 年第一季度报告：实现营业收入、归母净利润 2.2 亿、9026.81 万，分别同增 25.21%、194.92%，一季度高增速主要源于精品剧确认收入及风云互动 49.6% 剩余股权并表。同时公司预计 2017 年上半年实现归母净利润 1.38 亿-1.84 亿，同比增长 50%-100%。

■点评：

星生园精品剧制作实力突出，受益于网台售价持续提升，17 年业绩有望保持高增速。报告期内公司预收款项减少 1.18 亿，主要系影视作品预收款结转。星生园出品精品剧《星空海》按电影级特效标准打造，三季网台售价高达 1000 万/集，其中第二季、第三季将分别于 17 年下半年及 18 年播出，分别对 17、18 年业绩产生重大影响。假设《星空海》每季拍摄 30 集，《星空海》第二季、第三季预计将分别贡献 3 亿营收。目前星生园储备 IP 约 30 个，处于创作阶段 IP 约 10 个，17 年计划拍摄精品剧《星空海》第二季、《长相思》、《英雄联萌》。星生园坚持精品剧打造，每年出品 2-3 部精品剧，网台售价均可达同期高位，17 年业绩有望充分受益于精品剧。

风云互动 49.6% 剩余股权并表，游戏业务稳健推进。风云互动主营精品页游、手游、H5 游戏研发，拥有较好游戏技术沉淀 (flash2D、unity3D 等)，开发游戏包括 ARPG、休闲游戏、回合游戏及策略游戏等多种游戏类型，先后受第一波委托成功开发页游《莽荒纪》、页游《校花的贴身高手》、页/手游《雪鹰领主》等多款精品游戏。2016 年风云互动超额完成业绩对赌，其强大研发实力叠加第一波 IP 全版权运营丰富经验，公司 17 年游戏业务有望保持稳健。

深入布局在线阅读平台，助力公司游戏及影视业务双腾飞。报告期内，公司预付款项增加 3191.5 万，增幅达 116.06%，主要系预付作家小说版权金。公司先后两次增资创阅文化，深度绑定白金网文作家付强，同时与北京奇虎达成战略合作，有望获得其在线阅读资产及强大推广资源。公司在线阅读处于战略布局期，从源头掌握网文 IP 资源有望厚积薄发，助力公司游戏及影视业务。

投资建议：我们预计公司 17/18/19 年实现归母净利润 3.5 亿/4.68 亿/5.38 亿，对应每股收益 0.41 元/0.54 元/0.63 元。参考同类可比公司，给予 2017 年 30X 估值，对应 6 个月目标价 12.3 元，维持“买入-A”评级。

风险提示：政策监管趋严、行业竞争加剧等风险。

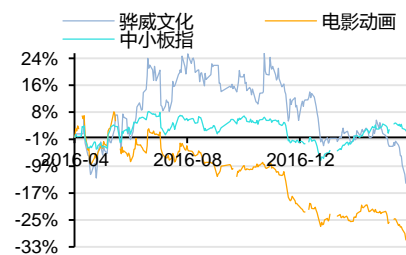
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**12.3 元**
股价 (2017-04-24) **10.20 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,770.25
流通市值 (百万元)	5,160.02
总股本 (百万股)	859.83
流通股本 (百万股)	505.88
12 个月价格区间	10.04/29.03 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.67	-15.08	-16.03
绝对收益	-13.27	-10.76	-17.03

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

骅威文化：在线阅读平台有望强势助力游戏及影视业务	2017-03-31
骅威文化：精益求精，全产业链运营挖掘 IP 价值	2017-02-04
骅威文化：年报点评：围绕优质 IP 的多元互联模式初现，更名传递文化布局坚定信心	2016-04-01

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	590.6	812.3	1,174.1	1,585.1	2,088.8
净利润	120.3	303.0	350.0	468.1	538.1
每股收益(元)	0.14	0.35	0.41	0.54	0.63
每股净资产(元)	3.60	3.67	4.00	4.57	5.20
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	72.9	28.9	25.1	18.7	16.3
市净率(倍)	2.8	2.8	2.6	2.2	2.0
净利润率	20.4%	37.3%	29.8%	29.5%	25.8%
净资产收益率	3.9%	9.6%	10.2%	11.9%	12.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	19.7%	11.7%	14.9%	16.0%	19.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	590.6	812.3	1,174.1	1,585.1	2,088.8	成长性					
减:营业成本	316.0	372.1	542.6	734.2	1,041.9	营业收入增长率	23.9%	37.5%	44.5%	35.0%	31.8%
营业税费	6.0	7.2	11.1	14.6	19.5	营业利润增长率	238.2%	167.6%	14.9%	36.1%	15.8%
销售费用	44.7	32.9	61.4	76.9	104.4	净利润增长率	250.3%	151.8%	15.5%	33.7%	15.0%
管理费用	106.8	143.4	196.5	265.7	354.5	EBITDA 增长率	219.6%	170.3%	9.8%	34.1%	14.7%
财务费用	-21.6	-16.8	-31.3	-44.4	-52.5	EBIT 增长率	295.4%	207.0%	11.2%	35.7%	15.6%
资产减值损失	18.1	19.4	12.9	16.8	16.4	NOPLAT 增长率	336.4%	184.7%	11.3%	35.7%	15.6%
加:公允价值变动收益	-0.2	1.0	0.6	-0.1	-0.2	投资资本增长率	380.9%	-13.0%	26.5%	-4.3%	19.0%
投资和汇兑收益	5.4	81.5	5.4	5.4	5.4	净资产增长率	237.0%	2.0%	9.3%	14.7%	14.5%
营业利润	125.7	336.5	386.8	526.6	609.8	利润率					
加:营业外净收支	-3.8	19.1	-0.8	-1.6	-0.9	毛利率	46.5%	54.2%	53.8%	53.7%	50.1%
利润总额	122.0	355.6	386.0	525.0	608.9	营业利润率	21.3%	41.4%	32.9%	33.2%	29.2%
减:所得税	-0.8	23.7	25.5	34.6	40.2	净利润率	20.4%	37.3%	29.8%	29.5%	25.8%
净利润	120.3	303.0	350.0	468.1	538.1	EBITDA/营业收入	21.2%	41.7%	31.6%	31.4%	27.4%
						EBIT/营业收入	17.6%	39.4%	30.3%	30.4%	26.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	110	61	26	16	10
货币资金	438.8	802.8	556.4	1,175.5	1,239.7	流动营业资本周转天数	200	159	160	167	166
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	534	551	441	447	463
应收账款	314.3	225.4	665.4	530.4	985.8	应收帐款周转天数	151	120	137	136	131
应收票据	10.0	10.5	6.0	23.7	16.7	存货周转天数	87	111	74	87	98
预付帐款	44.5	27.5	51.3	73.0	103.5	总资产周转天数	1,317	1,539	1,117	941	835
存货	205.5	296.3	183.7	584.0	554.8	投资资本周转天数	943	1,061	774	626	509
其他流动资产	100.8	10.7	38.7	50.1	33.1	投资回报率					
可供出售金融资产	58.5	112.8	57.1	76.1	82.0	ROE	3.9%	9.6%	10.2%	11.9%	12.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	9.2%	9.8%	10.6%	11.2%
长期股权投资	114.2	178.7	178.7	178.7	178.7	ROIC	19.7%	11.7%	14.9%	16.0%	19.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	183.1	91.8	77.4	62.9	48.5	销售费用率	7.6%	4.0%	5.2%	4.9%	5.0%
在建工程	-	2.1	2.1	2.1	2.1	管理费用率	18.1%	17.6%	16.7%	16.8%	17.0%
无形资产	28.1	3.3	1.6	-	-	财务费用率	-3.7%	-2.1%	-2.7%	-2.8%	-2.5%
其他非流动资产	1,834.4	1,849.9	1,857.1	1,850.9	1,843.3	三费/营业收入	22.0%	19.6%	19.3%	18.8%	19.5%
资产总额	3,332.1	3,611.8	3,675.6	4,607.4	5,088.1	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	6.8%	12.3%	5.8%	13.8%	10.7%
应付帐款	97.9	121.4	101.6	255.3	260.9	负债权益比	7.3%	14.0%	6.2%	16.0%	11.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.93	4.53	9.04	4.26	6.41
其他流动负债	128.2	181.4	64.5	317.2	197.0	速动比率	4.02	3.56	7.94	3.24	5.20
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.82	-18.98	-11.34	-10.86	-10.61
其他非流动负债	1.5	142.1	47.9	63.8	84.6	分红指标					
负债总额	227.5	444.9	213.9	636.3	542.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	9.2	12.5	23.0	45.3	76.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	429.9	859.8	859.8	859.8	859.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,665.7	2,284.6	2,578.9	3,066.0	3,609.9	业绩和估值指标					
股东权益	3,104.6	3,166.8	3,461.7	3,971.1	4,545.7	EPS(元)	0.14	0.35	0.41	0.54	0.63
						BVPS(元)	3.60	3.67	4.00	4.57	5.20
						PE(X)	72.9	28.9	25.1	18.7	16.3
						PB(X)	2.8	2.8	2.6	2.2	2.0
						P/FCF	-4.6	13.8	-36.6	14.9	338.1
						P/S	14.9	10.8	7.5	5.5	4.2
						EV/EBITDA	83.3	30.1	21.9	15.1	13.1
						CAGR(%)	58.6%	19.7%	120.3%	58.6%	19.7%
						PEG	1.2	1.5	0.2	0.3	0.8
						ROIC/WACC					
						REP					
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	122.8	331.9	350.0	468.1	538.1						
加:折旧和摊销	25.2	24.3	16.1	16.0	14.4						
资产减值准备	18.1	19.4	-	-	-						
公允价值变动损失	0.2	-1.0	0.6	-0.1	-0.2						
财务费用	-1.7	1.2	-31.3	-44.4	-52.5						
投资损失	-5.4	-81.5	-5.4	-5.4	-5.4						
少数股东损益	2.5	28.9	10.6	22.3	30.7						
营运资金的变动	-20.9	223.2	-613.7	112.7	-518.8						
经营活动产生现金流量	184.8	296.1	-273.1	569.3	6.3						
投资活动产生现金流量	-747.0	-99.9	61.1	-13.7	-0.5						
融资活动产生现金流量	636.7	168.0	-34.3	63.4	58.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034