

骅威文化 (002502.SZ)

投资曼荼罗，绑定优质影视制作发行团队

事件：

公司全资子公司梦幻星生园拟使用自有资金 2 亿向东阳曼荼罗增资，增资完成后梦幻星生园持有曼荼罗 10% 的股权。

核心观点：

1、曼荼罗是新公司老团队，聚集优质成熟的影视团队，高起步创立，3 大业务板块相对成熟。曼荼罗由曾在爱奇艺任职 7 年、任副总裁/版权中心总经理张语芯（张纪中女儿）创立，核心团队包括张语芯、唐锐（原爱奇艺娱乐中心/音乐中心高级总监）、程阳（原欢乐传媒副总裁/原爱奇艺 PIKARU 皮卡如工作室总经理）等，业务覆盖电视剧、电影、综艺、娱乐整合化营销业务等，包括影视剧、综艺、经纪 casting 三大业务板块。

2、曼荼罗投后估值 20 亿，3 年承诺利润不少于 5 亿，储备多部影视作品和综艺节目，拟筹备 IPO。东阳曼荼罗承诺 2017 年~2019 年扣非后净利润不少于 5000 万、2 亿、2.5 亿，3 年合计不少于 5 亿元。东阳曼荼罗 2016 年下半年实现净利润 133 万，2017 年 1~5 月净利润-571 万（以上财务数据未经审计）。

截止目前曼荼罗及其子公司共投资、制作或发行 8 部影视作品，有 3 部综艺节目正在前期策划。储备影视剧项目包括：《烈火如歌》（与嘉行传媒等合作，由墨宝非宝担任编剧，电视剧《花千骨》、《古剑奇谭》导演梁胜权执导，迪丽热巴、周渝民主演）、《白色生死线》、《康熙大帝》（翻拍剧）、《战友》、《假如》等。

3、梦幻星生园投资曼荼罗，看中对方成熟的策划运营经验，及丰富的项目资源储备，提前绑定一线制作发行团队，双方将在 IP 资源、影视投资制作及发行、艺人经纪方面展开深度合作。本次增资完成后，梦幻星生园有权委派一名董事进入东阳曼荼罗董事会。

4、影视业务是公司重要发展引擎，依靠梦幻星生园丰富的 IP 储备及头部精品剧制作实力，通过投资曼荼罗、募集资金等方式，进一步强化影视制作实力，拓展产业链布局。影视业务做强同时能通过影游互动的协同效应，进一步促进网络游戏、动漫和相关衍生产品的增长。

5、维持“买入”评级。假设公司定增在 17 年底完成，预测公司 2017~2018 年净利润为 3.30 亿（未计入拇指游玩投资收益）和 4.01 亿，对应 17~18 年 EPS 分别为 0.38 元和 0.39 元（18 年考虑股本摊薄），当前股价对应 17~18 年 PE 为 23 倍和 23 倍。

6、风险提示：影视剧项目推进低于预期；影视剧发行不达预期；影视剧成本上涨压缩利润；游戏流水不达预期。

盈利预测：

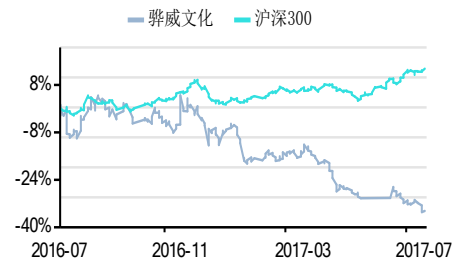
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	591	812	1,085	1,343	1,641
增长率(%)	24%	38%	34%	24%	22%
EBITDA(百万元)	116	331	369	436	508
净利润(百万元)	120	303	330	401	475
增长率(%)	250%	152%	9%	21%	18%
EPS（元/股）	0.14	0.35	0.38	0.39	0.46
市盈率（P/E）	64	26	23	23	20
市净率（P/B）	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	6	6	6	5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

备注：18 年考虑股本摊薄。

公司评级	买入
当前价格	9.02 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-16

相对市场表现



分析师：杨琳琳 S0260514050004



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

骅威文化（002502）—拟定	2017-06-13
增募资 12 亿，强化影视剧制作实力	
骅威文化（002502）—联手	2016-12-13
360 构建在线阅读平台，强化 IP 孵化运作能力	
骅威文化（002502）—绑定	2016-12-01
游戏团队，持续加码泛娱乐	

事件:

公司全资子公司梦幻星生园拟使用自有资金2亿向东阳曼荼罗增资，增资完成后梦幻星生园持有曼荼罗10%的股权。

点评:

1、曼荼罗是新公司老团队，聚集优质成熟的影视团队，高起步创立，3大业务板块相对成熟。曼荼罗由曾在爱奇艺任职7年、任副总裁/版权中心总经理张语芯（张纪中女儿）创立，核心团队包括张语芯、唐锐（原爱奇艺娱乐中心/音乐中心高级总监）、程阳（原欢乐传媒副总裁/原爱奇艺PIKARU皮卡如工作室总经理）等，业务覆盖电视剧、电影、综艺、娱乐整合化营销业务等，包括影视剧、综艺、经纪casting三大业务板块。

总裁 张悦（张语芯）：曾任凤凰卫视-能量影视传播有限公司总经理助理兼发行总监、维亚康姆亚洲-MTV中国商务拓展总监、北京爱奇艺科技有限公司副总裁、版权管理中心总经理。**采购项目成功案例：**《花千骨》、《琅琊榜》、《来自星星的你》、《太阳的后裔》等；**担任制作人成功案例：**《老九门》、《余罪》、《蜀山战纪》、《灵魂摆渡》等。

副总裁 唐锐：曾任北京搜狐新媒体信息技术有限公司市场部项目主管、娱乐视频频道副主编、北京爱奇艺科技有限公司娱乐中心、音乐中心高级总监。**主推及制作项目成功案例：**首档互联网娱乐评论脱口秀《娱乐猛回头》、《爱奇艺早班机》、《晓松奇谈》、《TFboys偶像手记》、《大牌对王牌》、《爱奇艺尖叫之夜》等。

副总裁 程阳：曾任凤凰卫视记者/导演/制片人，文化中国传播集团电视节目事业部制作总监、北京元纯传媒有限公司节目制作中心总监、欢乐传媒集团副总裁兼电视节目事业部总经理、北京爱奇艺科技有限公司高级总监PIKARU工作室总经理。**主推&制作项目成功案例：**综艺项目：《欢脱定律》、《欢乐喜剧人》第二季、《笑傲江湖》第二季、《人生第一次》、《案藏玄机》等；纪录片项目：《视野》、《马文与大熊猫》、《马文探秘海南》、《时代》、《义者》等。

副总裁 刘巧：曾任浙江电视台公共频道制片人、杭州银河文化传媒有限公司总经理助理。

副总裁 向莉：曾任浙江长城影视文化有限公司广告部主任、横店影视文化传媒有限公司演艺经纪部主任。

表 1、东阳曼荼罗核心团队

高管	职务	主要经历	代表案例
张悦 (张语芯)	总裁	曾任凤凰卫视-能量影视传播有限公司总经理助理兼发行总监、维亚康姆亚洲-MTV中国商务拓展总监、北京爱奇艺科技有限公司副总裁、版权管理中心总经理。	采购项目成功案例: 《花千骨》、《琅琊榜》、《来自星星的你》、《太阳的后裔》等; 担任制作人成功案例: 《老九门》、《余罪》、《蜀山战纪》、《灵魂摆渡》等。
唐锐	副总裁	曾任北京搜狐新媒体信息技术有限公司市场部项目主管、娱乐视频频道副主编、北京爱奇艺科技有限公司娱乐中心、音乐中心高级总监	主推及制作项目成功案例: 首档互联网娱乐评论脱口秀《娱乐猛回头》、《爱奇艺早班机》、《晓松奇谈》、《TFboys 偶像手记》、《大牌对王牌》、《爱奇艺尖叫之夜》等
程阳	副总裁	曾任凤凰卫视记者/导演/制片人, 文化中国传播集团电视节目事业部制作总监、北京元纯传媒有限公司节目制作中心总监、欢乐传媒集团副总裁兼电视节目事业部总经理、北京爱奇艺科技有限公司高级总监 PIKARU 工作室总经理	主推&制作项目成功案例: 综艺项目: 《欢脱定律》、《欢乐喜剧人》第二季、《笑傲江湖》第二季、《人生第一次》、《案藏玄机》等; 纪录片项目: 《视野》、《马文与大熊猫》、《马文探秘海南》、《时代》、《义者》等。
刘巧	副总裁	曾任浙江电视台公共频道制片人、杭州银河文化传媒有限公司总经理助理	
向莉	副总裁	曾任浙江长城影视文化有限公司广告部主任、横店影视文化传媒有限公司演艺经纪部主任	

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2、曼荼罗投后估值20亿, 3年承诺利润不少于5亿, 储备多部影视作品和综艺节目, 拟筹备IPO。

为尽快实现东阳曼荼罗上市目标, 东阳曼荼罗承诺: 作为拟上市主体, 东阳曼荼罗承诺2017年~2019年扣非后净利润不少于5000万、2亿、2.5亿, 3年合计不少于5亿元。东阳曼荼罗2016年下半年实现净利润133万, 2017年1~5月净利润-571万(以上财务数据未经审计)。

截止目前东阳曼荼罗及其子公司共投资、制作或发行8部影视作品, 有3部综艺节目正在前期策划。储备影视剧项目包括: 《烈火如歌》(与嘉行传媒等合作, 由墨宝非宝担任编剧, 电视剧《花千骨》、《古剑奇谭》的导演梁胜权执导, 迪丽热巴、周渝民主演)、《白色生死线》、《康熙大帝》(翻拍剧)、《战友》、《假如》等。

3、梦幻星生园投资曼荼罗, 看中对方成熟的策划运营经验, 及丰富的项目资源储备, 提前绑定一线制作发行团队, 双方将在IP资源、影视投资制作及发行、艺人经纪方面展开深度合作。本次增资完成后, 梦幻星生园有权委派一名董事进入东阳曼荼罗董事会。

丰富影视剧类型, 开拓综艺市场, 补强艺人经纪板块。东阳曼荼罗在开发影视项目

时，包括但不限于电视剧、网络剧、电影、综艺等，优先使用梦幻星生园旗下的艺人。梦幻星生园在拍摄影视剧时，如使用东阳曼荼罗旗下的艺人，东阳曼荼罗同意给予梦幻星生园 20% 的价格优惠。东阳曼荼罗开发的影视剧项目，梦幻星生园享有优先投资权或联合制作权，单个项目的投资比例不得超过 20%，具体投资事宜双方另签协议。如东阳曼荼罗在未来发展良好的情况下，有被上市公司收购的想法，在同等条件下则骅威文化有优先收购的权利。

4、影视业务是公司重要发展引擎，依靠梦幻星生园丰富的IP储备及头部精品剧制作实力，通过投资曼荼罗、募集资金等方式，进一步强化影视制作实力，拓展产业链布局。影视业务做强同时能通过影游互动的协同效应，进一步促进网络游戏、动漫和相关衍生产品的增长。

梦幻星生园储备版权超过30部，为后续影视剧制作提供充足弹药。目前主打精品剧《那片星空那片海》3部曲已于2016年完成销售，第1季已于2017年2月6日登陆湖南卫视，第2季已完成拍摄，预计在2017年第4季度开播；储备一部现代剧。储备版权包括桐华的《长相思》、本少爷的《江湖异闻录》和吴蔚的《孔雀胆》等知名作品 IP。

5、维持“买入”评级。假设公司定增在17年底完成，预测公司2017~2018年净利润为3.30亿（未计入拇指游玩投资收益）和4.01亿，对应17~18年EPS分别为0.38元和0.39元（18年考虑股本摊薄），当前股价对应17~18年PE为23倍和23倍。公司17年半年报业绩指引1.38亿~1.84亿，同比增长55.6%~107.5%。

6、风险提示：影视剧项目推进低于预期；影视剧发行不达预期；影视剧成本上涨压缩利润；游戏流水不达预期。

表 2、增资后东阳曼荼罗的股权结构

股东名称	增资前的出资额 (万元)	增资完成后的出资额 (万元)	本次增资完成后的 持股比例
张悦	2,150	2,150	38.7%
向莉	1,400	1,400	25.2%
刘巧	900	900	16.2%
程阳	150	150	2.7%
唐锐	150	150	2.7%
长兴曼荼罗	250	250	4.5%
梦幻星生园	—	555.5555	10.0%
合计	5,000	5,555.56	100%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,114	1,373	1,923	3,630	4,217
货币资金	439	803	1,183	2,678	3,101
应收及预付	369	263	368	435	549
存货	205	296	350	477	518
其他流动资产	101	11	22	40	49
非流动资产	2,218	2,239	2,058	2,049	2,020
长期股权投资	114	179	135	156	130
固定资产	183	92	90	88	86
在建工程	0	2	2	2	2
无形资产	28	3	3	3	2
其他长期资产	1,893	1,963	1,829	1,801	1,800
资产总计	3,332	3,612	3,981	5,679	6,238
流动负债	226	303	342	436	515
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	107	181	227	320	406
其他流动负债	119	122	116	116	108
非流动负债	1	142	135	130	125
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	142	135	130	125
负债合计	228	445	477	566	640
股本	430	860	860	1,032	1,032
资本公积	2,321	1,636	1,636	2,664	2,664
留存收益	345	658	988	1,389	1,864
归属母公司股东权	3,095	3,154	3,485	5,086	5,560
少数股东权益	9	12	19	28	37
负债和股东权益	3,332	3,612	3,981	5,679	6,238

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	591	812	1,085	1,343	1,641
营业成本	316	372	567	742	945
营业税金及附加	6	7	11	13	16
销售费用	45	33	38	48	64
管理费用	107	143	119	134	148
财务费用	(22)	(17)	(8)	(15)	(23)
资产减值损失	18	19	19	20	20
公允价值变动收益	(0)	1	1	1	1
投资净收益	5	81	26	40	50
营业利润	126	337	367	442	522
营业外收入	3	22	3	5	6
营业外支出	7	3	3	3	3
利润总额	122	356	367	444	525
所得税	(1)	24	30	34	40
净利润	123	332	337	410	485
少数股东损益	2	29	7	9	10
归属母公司净利润	120	303	330	401	475
EBITDA	116	331	369	436	508
EPS (元)	0.14	0.35	0.38	0.39	0.46

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	185	296	183	245	333
净利润	120	303	330	401	475
折旧摊销	25	24	11	10	9
营运资金变动	55	5	(132)	(126)	(82)
其它	(16)	(37)	(27)	(40)	(70)
投资活动现金流	(747)	(100)	170	(1)	21
资本支出	(49)	(15)	(5)	(5)	(5)
投资变动	5	82	27	41	51
其他	(703)	(168)	148	(37)	(25)
筹资活动现金流	637	168	28	1,251	69
银行借款	(1,463)	181	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	148	430	0	172	0
其他	1,952	(443)	28	1,079	69
现金净增加额	74	364	380	1,495	423
期初现金余额	362	439	803	1,183	2,678
期末现金余额	439	803	1,183	2,678	3,101

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	24%	38%	34%	24%	22%
营业利润增长	238%	168%	9%	21%	18%
归属母公司净利润增长	250%	152%	9%	21%	18%
获利能力(%)					
毛利率	47%	54%	48%	45%	42%
净利率	20%	37%	30%	30%	29%
ROE	4%	10%	9%	8%	9%
ROIC	3%	9%	9%	8%	8%
偿债能力					
资产负债率(%)	6.8%	12.3%	12.0%	10.0%	10.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.9	4.5	5.6	8.3	8.2
速动比率	4.0	3.6	4.6	7.2	7.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
应收账款周转率	2.4	3.8	8.0	8.2	8.7
存货周转率	2.2	1.5	1.8	1.8	1.9
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.35	0.38	0.39	0.46
每股经营现金流	0.21	0.34	0.21	0.24	0.32
每股净资产	3.60	3.67	4.05	4.93	5.39
估值比率					
P/E	64.4	25.6	23.5	23.2	19.6
P/B	2.5	2.5	2.2	1.8	1.7
EV/EBITDA	17.9	6.3	5.6	6.1	5.3

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。