



## 骅威股份 (002502.SZ)

### 业绩企稳，转型加速

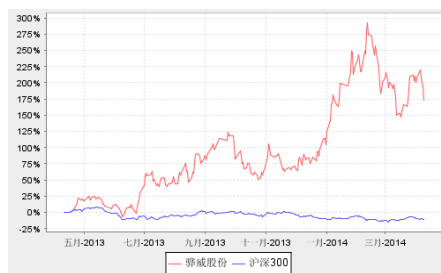
**评级： 持有**      **前次： 增持**  
**目标价（元）： 26.23-27.45**  
 分析师                      分析师  
**陈运红**                      陈筱  
 S0740513080002          S0740513110003  
 021-2035198              021-20315209  
 chenyh@r.qizq.com.cn    chenxiao@r.qizq.com.cn

2014年4月26日

#### 基本状况

总股本(百万股)	140.80
流通股本(百万股)	86.94
市价(元)	22.87
市值(百万元)	3220.10
流通市值(百万元)	1988.41

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

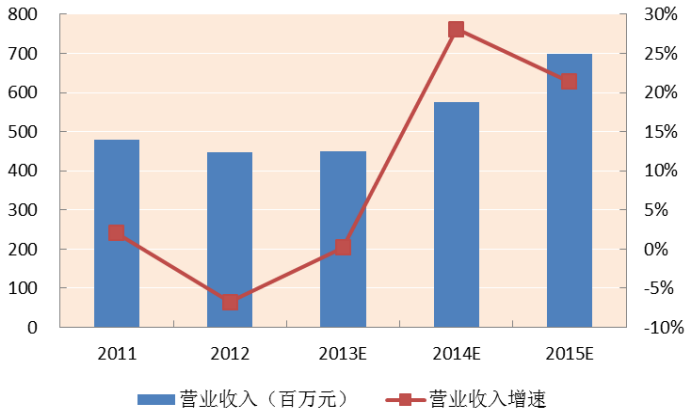
指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	448.08	449.21	575.26	698.19	849.54
营业收入增速	-6.77%	0.25%	28.06%	21.37%	21.68%
净利润增长率	-10.59%	-25.64%	132.07%	29.91%	28.26%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.23	0.53	0.68	0.88
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市 预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	29.94	64.64	43.15	33.63	25.99
PEG	—	—	0.33	1.12	0.92
每股净资产(元)	6.23	6.36	6.79	7.47	8.35
每股现金流量	0.09	0.05	0.67	0.44	0.60
净资产收益率	4.89%	3.56%	7.75%	9.15%	10.50%
市净率	1.46	2.30	3.09	2.80	2.51
总股本 百万股)	140.80	140.80	140.80	140.80	140.80

备注：市场预测取 聚源一致预期

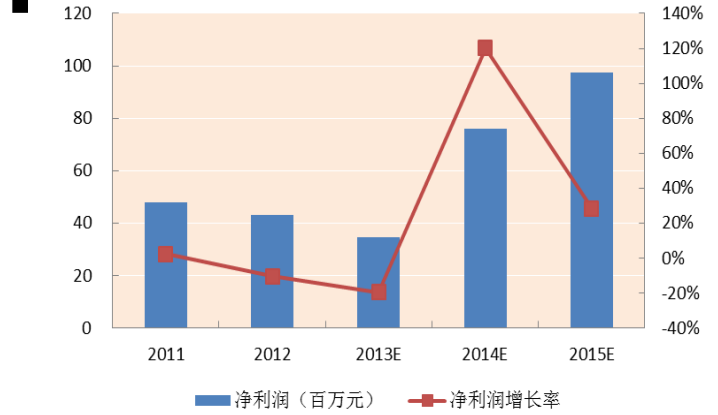
#### 投资要点

- 一季报持平，略超预期。**4月26日，骅威股份公布一季报，公司1-3月实现收入6.01亿元，同比增长10.28%；实现归属母公司的净利润2554.83万元，同比增长0.82%。对应EPS为0.03元。同时公司预计半年报同比增长范围在0-30%之间。略微超出市场预期。
- 第一波贡献投资收益可观。**公司在海外市场需求下滑的背景下，依然实现了业绩的持平，一方面来源于公司加大了玩具业务的销售拓展力度，实现了营收同比增长；另一方面公司投资第一波网络新增投资收益336万元，同比增长3345.78%。由于一季报公司新增投资动漫和网游制作，使公司销售费用同比增长65.99%，管理费用同比增长33.04%，在一定程度上拖累了公司的盈利能力。预计随着公司新业务布局迈入正规，公司的营收质量存在可观的提升空间。
- 顺利整合第一波，系统全面牵手多美。**今年一季度公司顺利完成了对第一波的20%股权的收购，迈出转型的第一步。第一波在手的三款游戏《唐门世界》、《绝世天府》和《莽荒纪》自上线超过4个月以来在IOS APP畅销榜的排名均保持在前80，根据APP畅销榜收入规律，我们预计3款游戏合计月流水超过4000万元。第一波网络优质的运营效率及高效的整合效率反映了公司较强的项目筛选能力及执行力，构建了公司转型的第一重核心竞争力。另外公司与日本多美达成了全面深度的战略合作协议，就双方选定的玩具策划及原创动漫、游戏项目国际化的协助，相互有效利用各自的权利、专有技术和经验等进行业务合作。此次大型国际合作可在短期内快速提升公司的品牌效应与产品附加值，并拓宽巩固公司的海外渠道。从中长期来看，多美拥有的诸多动漫和玩具品牌有助于突破公司的IP瓶颈，持续推进公司实现游戏、动漫与玩具衍生品的有机协同与互动。

- 维持目标价 26.23-27.45 元，维持“增持”评级。我们看好公司领先的项目筛选和高效的执行力，维持原有的盈利预测：公司 2014-2016 年可实现的 EPS 分别为 0.53 元、0.68 元和 0.88 元，分别对应 43.15 倍、33.63 倍和 25.99 倍 PE,目标价 26.23 元-27.45 元。重申“增持”评级。

**图表 1: 公司营收及增速预测**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 2: 公司净利润及增速预测**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 3: 财报摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>481</b>	<b>448</b>	<b>449</b>	<b>575</b>	<b>698</b>	<b>850</b>
增长率	2.07%	-6.8%	0.3%	28.1%	21.4%	21.7%
<b>营业成本</b>	<b>-371</b>	<b>-342</b>	<b>-334</b>	<b>-404</b>	<b>-479</b>	<b>-573</b>
%销售收入	77.1%	76.4%	74.4%	70.3%	68.6%	67.5%
<b>毛利</b>	<b>110</b>	<b>106</b>	<b>115</b>	<b>171</b>	<b>219</b>	<b>276</b>
%销售收入	22.9%	23.6%	25.6%	29.7%	31.4%	32.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>营业费用</b>	<b>-27</b>	<b>-26</b>	<b>-31</b>	<b>-36</b>	<b>-45</b>	<b>-54</b>
%销售收入	5.6%	5.8%	6.8%	6.3%	6.4%	6.4%
<b>管理费用</b>	<b>-30</b>	<b>-40</b>	<b>-44</b>	<b>-51</b>	<b>-64</b>	<b>-78</b>
%销售收入	6.2%	9.0%	9.7%	8.9%	9.2%	9.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>49</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>78</b>	<b>104</b>	<b>136</b>
%销售收入	10.2%	8.0%	8.0%	13.6%	14.9%	16.0%
<b>财务费用</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
%销售收入	-1.4%	-3.1%	-1.0%	-1.4%	-1.4%	-1.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.1%	—	1.5%	0.3%	0.3%	0.2%
<b>营业利润</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>39</b>	<b>87</b>	<b>113</b>	<b>146</b>
营业利润率	11.4%	10.6%	8.8%	15.1%	16.3%	17.2%
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>55</b>	<b>50</b>	<b>38</b>	<b>87</b>	<b>114</b>	<b>146</b>
利润率	11.5%	11.1%	8.5%	15.2%	16.3%	17.2%
<b>所得税</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>
所得税率	13.3%	15.3%	16.1%	15.4%	15.6%	15.6%
<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>42</b>	<b>32</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>123</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>48</b>	<b>43</b>	<b>32</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>123</b>
净利率	10.0%	9.6%	7.1%	12.9%	13.8%	14.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>42</b>	<b>32</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>123</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>25</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-41</b>	<b>4</b>	<b>-55</b>	<b>-63</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>35</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>94</b>	<b>61</b>	<b>84</b>
<b>资本开支</b>	<b>17</b>	<b>34</b>	<b>65</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>33</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-17</b>	<b>-34</b>	<b>-72</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>	<b>-32</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-22</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-25</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-7</b>	<b>-28</b>	<b>-80</b>	<b>60</b>	<b>12</b>	<b>52</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>货币资金</b>	<b>552</b>	<b>524</b>	<b>444</b>	<b>504</b>	<b>517</b>	<b>569</b>
<b>应收款项</b>	<b>111</b>	<b>147</b>	<b>186</b>	<b>182</b>	<b>230</b>	<b>282</b>
<b>存货</b>	<b>67</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>90</b>	<b>107</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>35</b>
<b>流动资产</b>	<b>745</b>	<b>755</b>	<b>719</b>	<b>787</b>	<b>866</b>	<b>992</b>
%总资产	87.0%	80.8%	77.4%	77.6%	78.1%	79.8%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>91</b>	<b>154</b>	<b>177</b>	<b>196</b>	<b>211</b>	<b>220</b>
%总资产	10.6%	16.5%	19.1%	19.3%	19.0%	17.7%
<b>无形资产</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>20</b>
<b>非流动资产</b>	<b>111</b>	<b>180</b>	<b>210</b>	<b>228</b>	<b>243</b>	<b>251</b>
%总资产	13.0%	19.2%	22.6%	22.4%	21.9%	20.2%
<b>资产总计</b>	<b>857</b>	<b>935</b>	<b>928</b>	<b>1,015</b>	<b>1,109</b>	<b>1,243</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>10</b>	<b>49</b>	<b>23</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>54</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>22</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
<b>流动负债</b>	<b>13</b>	<b>56</b>	<b>31</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>67</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>13</b>	<b>56</b>	<b>31</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>67</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>844</b>	<b>878</b>	<b>896</b>	<b>956</b>	<b>1,052</b>	<b>1,175</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>857</b>	<b>935</b>	<b>928</b>	<b>1,015</b>	<b>1,109</b>	<b>1,243</b>

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.546	0.305	0.227	0.526	0.684	0.877
每股净资产(元)	9.588	6.235	6.362	6.788	7.472	8.349
每股经营现金净流(元)	0.398	0.093	0.049	0.671	0.436	0.600
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.69%	4.89%	3.56%	7.75%	9.15%	10.50%
总资产收益率	5.61%	4.59%	3.44%	7.30%	8.68%	9.94%
投入资本收益率	14.61%	8.56%	6.69%	14.63%	16.31%	18.87%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	2.07%	-6.77%	0.25%	28.06%	21.37%	21.68%
EBIT增长率	-20.54%	-26.91%	0.66%	116.59%	32.44%	31.06%
净利润增长率	2.29%	-10.59%	-25.64%	132.07%	29.91%	28.26%
总资产增长率	3.45%	9.18%	-0.72%	9.28%	9.27%	12.10%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	71.0	99.3	129.4	109.6	114.5	115.3
存货周转天数	64.0	68.0	68.9	67.8	68.2	68.2
应付账款周转天数	4.2	27.2	34.7	27.1	29.6	29.6
固定资产周转天数	62.0	70.5	108.5	121.1	115.9	109.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-65.43%	-59.60%	-49.51%	-52.69%	-49.05%	-48.34%
EBIT利息保障倍数	-7.2	-2.6	-8.4	-9.4	-11.0	-14.0
资产负债率	1.49%	5.94%	3.32%	5.65%	5.01%	5.36%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。