

## 万好万家 (600576)

牵手 ACFUN，动画、漫画和小说全载体开发  
二次元 IP；布局二次元艺人经纪人业务。

## 买入（维持）

2015 年 10 月 18 日

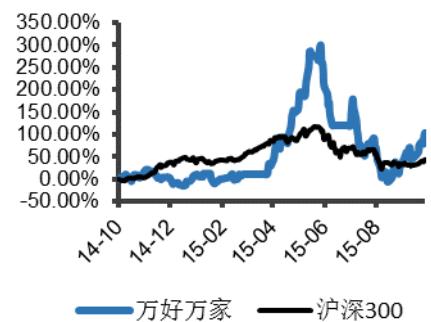
## 盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	11.9	12.1	614.3	674.6
同比 (%)		1.0%	4996.9%	9.8%
净利润 (百万元)	-14.17	-14.31	170.92	189.31
同比 (%)		1.0%	-1294.5%	10.8%
毛利率 (%)	55.0%	19.8%	52.4%	52.4%
ROE (%)	0.7%	-1.4%	13.0%	10.1%
每股收益 (元)	-0.06	-0.02	0.27	0.30
P/E	-264.63	-762.81	63.86	57.66
P/B	7.23	11.05	8.28	5.82

- **牵手 ACFUN，开发自有 IP。** 10 月 16 日公司公告：万家电竞和广州弹幕网络（即 ACFUN）以共同开发和共同分账的方式开发 IP《星座怪谈》和《动漫好声优》。并将围绕上述 IP 的经纪类业务、电子商务以及竞技类移动游戏发行等业务达成战略合作伙伴关系。
- **合作二次元顶级平台，IP 开发和流量都有保障。** 广州弹幕网络科技有限公司就是 ACFUN，国内第一家动画、游戏的弹幕式视频分享网站。根据 SIMILARWEB 于 2015 年 10 月 18 日的统计，网站访问量中国排名 42。孵化过斗鱼（原 A 站生放送频道），B 站创始人亦是从 A 站出来。万家电竞与其共同开发 IP，在内容开发和推广上都有很好的保障。
- **罕见的全载体二次元 IP 开发，IP 大作呼之欲出。** 公告显示 IP 项目将围绕 A（漫画）C（动画）N（小说）构建产品群。开发者全载体 IP 开发的在国内实属罕见。各平台 IP 故事推进的协同和故事质量将得到保障。如此恢弘的布局不禁让我们期待一个大作将要诞生。加之有 A 站的参与，更看好该 IP 的成功。
- **与翔通动漫协同进一步加深，在二次元圈的影响力将持续加大。** 翔通动漫的运营商渠道资源将为万家电竞开发的 IP 在移动终端视频内容分发、未来可能的移动游戏发行产生良好的互动协调效应。未来万家电竞的 IP 也可能将由翔通动漫进一步实现变现。
- **布局二次元优秀演绎人员经纪人业务。** 公告显示 A 站在运营的活动中涉及到可被签约的优秀演艺人员，万家电竞有权优先于除 A 站以外的其它经纪业务公司签约。二次元艺人包括：知名阿婆主（请百度 UP 主），游戏主播，网络短片制作人等各种 UGC 和 PGC。这类人类是二次元热门内容和话题的一大产出源头。（《万万没想到》，《暴走漫画》是比较知名的）。这将使得公司拥有更多元化的内容、流量和变现渠道。
- **盈利预测&投资建议。** 公司公告翔通动漫股权转让已经实现。预计 2016 年实现并表。2016-2017 业绩承诺均在 1.5 亿元。我们保守预计摊薄后公司 16-17 年的 EPS 分别为 0.27 和 0.30 元，对应 PE 分别为 63.9 和 57.7 倍。标的稀缺和业绩表现超预期是大概率事件，长期看优质 IP 和二次元经纪人业务是利润增长点。给予买入评级。
- **风险提示。** 投资项目盈利能力不达预期。

分析师 沈彦杰  
S0600514060001  
0512-62938317  
zhuangq@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	17.19
一年最低价/最高价	11.88/75.50
市净率	17.46
流通 A 股市值(百万元)	8247.8

## 基础数据

每股净资产(元)	0.98
资产负债率 (%)	21.0
总股本(百万股)	479.80
流通 A 股(百万股)	479.80

## 相关研究

《万好万家：布局电子竞技，加码二次元，  
业绩拐点将现》

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E 利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>398.0</b>	<b>794.5</b>	<b>1073.3</b>	<b>1544.4</b> 营业收入	<b>11.9</b>	<b>12.1</b>	<b>614.3</b>	<b>674.6</b>
现金	3.1	166.3	280.6	474.8 营业成本	9.6	<b>9.7</b>	292.5	320.9
应收款项	13.1	232.5	386.2	647.3 营业税金及附加	0.2	<b>0.2</b>	3.2	3.5
存货	325.7	329.0	332.3	335.6 销售费用	0.0	<b>0.0</b>	61.5	67.6
其他	56.0	66.6	74.2	86.7 管理费用	28.5	<b>28.8</b>	95.4	102.4
<b>非流动资产</b>	<b>249.2</b>	<b>452.1</b>	<b>595.0</b>	<b>836.0</b> 财务费用	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>
长期股权投资	10.2	14.8	18.2	23.7 投资净收益	-11.7	<b>-11.9</b>	<b>-7.7</b>	<b>-7.4</b>
固定资产	78.8	83.5	87.1	92.5 其他	13.6	<b>13.7</b>	14.2	14.4
无形资产	25.6	213.5	345.2	568.8 营业利润	-27.0	<b>-27.3</b>	164.7	183.7
其他	134.6	140.2	144.6	151.0 营业外净收支	5.7	<b>5.8</b>	8.3	8.6
<b>资产总计</b>	<b>647.2</b>	<b>1246.6</b>	<b>1668.2</b>	<b>2380.4</b> 利润总额	<b>-21.3</b>	<b>-21.5</b>	<b>173.0</b>	<b>192.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>93.3</b>	<b>221.8</b>	<b>312.0</b>	<b>464.6</b> 所得税费用	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>10.6</b>	<b>11.6</b>
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0 少数股东损益	-8.4	<b>-8.5</b>	<b>-8.6</b>	<b>-8.6</b>
应付账款	12.1	89.4	143.6	235.5 归属母公司净利润	-14.2	<b>-14.3</b>	<b>170.9</b>	<b>189.3</b>
其他	81.2	132.3	168.4	229.1 EBIT	-23.9	<b>-24.2</b>	170.3	189.6
<b>非流动负债</b>	<b>35.2</b>	<b>37.1</b>	<b>38.6</b>	<b>40.9</b> EBITDA	<b>-12.5</b>	<b>-12.6</b>	<b>183.8</b>	<b>204.4</b>
长期借款	35.0	36.1	36.9	38.1				
其他	0.2	1.1	1.7	2.7 重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
<b>负债总计</b>	<b>128.5</b>	<b>258.9</b>	<b>350.6</b>	<b>505.5</b> 每股收益(元)	<b>-0.06</b>	<b>-0.02</b>	0.27	0.30
少数股东权益	31.9	33.7	35.1	37.2 每股净资产(元)	2.38	1.56	2.08	2.95
归属母公司	486.8	954.0	1282.6	1837.8 发行在外股份(百万)	218.1	635.0	635.0	635.0
<b>负债和股东权益</b>	<b>647.2</b>	<b>1246.7</b>	<b>1668.3</b>	<b>2380.6</b> ROIC(%)	0.6%	-1.9%	11.3%	9.0%
				ROE(%)	0.7%	-1.4%	13.0%	10.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b> 毛利率(%)	55.0%	19.8%	52.4%	52.4%
经营活动现金	-40.0	-2.5	23.6	68.2 EBIT Margin(%)	3.3%	-226.4%	26.8%	27.2%
投资活动现金	15.4	15.6	15.7	15.9 销售净利率(%)	3.8%	-118.7%	27.8%	28.1%
筹资活动现金	-17.8	-18.0	-18.2	-18.3 资产负债率(%)	20.3%	20.8%	21.0%	21.2%
现金净增加额	-42.4	-4.9	21.1	65.8 收入增长率(%)	-43.0%	1.0%	4996.9%	9.8%
折旧和摊销	11.4	12.6	13.4	14.8 净利润增长率(%)	-80.2%	1.0%	-1294.5%	10.8%
资本开支	18.2	18.4	18.6	18.7 P/E	(264.63)	(762.81)	63.86	57.66
营运资本变动	-106.8	-107.8	-108.9	-110.0 P/B	7.23	11.05	8.28	5.82
企业自由现金流	-100.7	72.0	192.7	398.4 EV/EBITDA	(380.81)	(1034.81)	72.85	68.04

资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>