

# 骅威股份 (002502.SZ) 娱乐行业

评级: 买入 维持评级

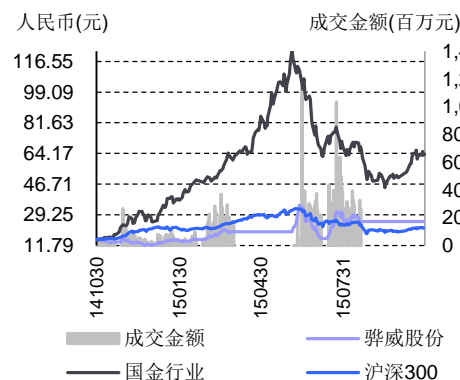
业绩点评

市场价格 (人民币): 25.50 元  
目标价格 (人民币): 32.00-34.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	188.01
总市值(百万元)	8,894.07
年内股价最高最低(元)	34.83/11.79
沪深 300 指数	3524.92
深证成指	11494.35



## 相关报告

1. 《布局大娱乐, 打造全产业链 IP 运营第一股-骅威股份公司研究》, 2015.7.22

## 第一波并表符合预期, 基于 IP 布局大娱乐;

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.227	0.122	0.392	0.755	0.958
每股净资产(元)	6.36	3.25	3.61	4.41	5.47
每股经营性现金流(元)	0.05	0.18	0.73	0.82	1.02
市盈率(倍)	64.65	99.85	85.40	44.32	34.91
行业优化市盈率(倍)	N/A	161.00	492.13	492.13	492.13
净利润增长率(%)	-25.64%	7.58%	297.73%	92.70%	26.94%
净资产收益率(%)	3.56%	3.75%	13.45%	21.19%	21.70%
总股本(百万股)	140.80	281.60	348.79	348.79	348.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 骅威股份发布三季度业绩报告称, 前三季度归属于母公司所有者的净利润为 4771.33 万元, 较上年同期增 74.70%; 营业收入为 3.56 亿元, 较上年同期减 0.44%; 基本每股收益为 0.14 元, 较上年同期增 75.00%。利润增长主要是收购第一波并表, 游戏部分利润增加导致。目前梦幻星生园没有并表。

### 经营分析

- **第一波完全并表, 优质 IP 开始全产业链布局:** 公司于 2014 年 7 月完成全资收购第一波手游, 是公司迈向以 IP 为核心, 建立多元互联娱乐的第一步。第一波专注于移动网络游戏的开发和运营, 成功推出《唐门世界》、《莽荒纪》等知名游戏。起点中文的一些知名作家, 已经成为第一波的股东, 目前公司也储备了大量的优质小说资源。今年公司将以《莽荒纪》游戏为核心, 打造文学、游戏、动画、漫画的全方位布局。
- **并购梦幻星生园, 主要女性言情精品 IP:** 星生园主要以影视剧 IP 为核心, 影视剧主要以言情剧为主。其中代表作《金玉良缘》、《最美的时光》在网络点击量超过 40 亿。并购梦幻星生园, 是公司大文化、大娱乐布局的重要一步, 梦幻拥有国内顶级青春言情 IP, 知名作家桐华是公司高管, 公司储备了 20 余部重要文学 IP, 下半年和明年也都将有重磅影视剧上映。同时在影视制作方面的优势也将和第一波的游戏形成更好的合力。
- **公司外延预期强烈, 影视娱乐是公司后续外延重点方向:** 公司目前处于停牌之中, 8 月底公告拟收购北京四海兄弟影视文化公司, 进一步完善公司在影视娱乐大布局, 并且可以将公司现有优质 IP, 进行更好变现。

### 投资建议

- 第一波在 2015 年承诺净利润为 1.04 亿人民币。梦幻星生园在 2015 年承诺净利润为 1 亿人民币, 考虑到具体并表可能在 Q4, 可以贡献超过 2500 万净利润。今年备考净利润 2.5 亿, 公司在 2016 年参考净利润为 3 亿以上。我们认为目前公司是被低估的优质 IP 多元娱乐公司今年的合理市值应该在 150 亿左右, 对应目标价大约在 34 元。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

常兆亮 联系人  
(8621)60935529  
changzhaoliang@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>448</b>	<b>449</b>	<b>477</b>	<b>831</b>	<b>1,224</b>	<b>1,604</b>
增长率		0.3%	6.1%	74.3%	47.3%	31.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-342</b>	<b>-334</b>	<b>-362</b>	<b>-559</b>	<b>-757</b>	<b>-1,018</b>
<b>%销售收入</b>	<b>76.4%</b>	<b>74.4%</b>	<b>75.8%</b>	<b>67.3%</b>	<b>61.9%</b>	<b>63.5%</b>
<b>毛利</b>	<b>106</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>272</b>	<b>467</b>	<b>586</b>
%销售收入	23.6%	25.6%	24.2%	32.7%	38.1%	36.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>
%销售收入	0.8%	1.0%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-26</b>	<b>-31</b>	<b>-43</b>	<b>-32</b>	<b>-48</b>	<b>-63</b>
%销售收入	5.8%	6.8%	9.0%	3.9%	3.9%	3.9%
<b>管理费用</b>	<b>-40</b>	<b>-44</b>	<b>-59</b>	<b>-75</b>	<b>-110</b>	<b>-144</b>
%销售收入	9.0%	9.7%	12.4%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>9</b>	<b>161</b>	<b>303</b>	<b>371</b>
%销售收入	8.0%	8.0%	1.9%	19.3%	24.7%	23.1%
<b>财务费用</b>	<b>14</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>13</b>
%销售收入	-3.1%	-1.0%	-2.3%	-0.3%	-0.1%	-0.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>19</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
%税前利润	n.a.	1.5%	52.4%	3.0%	1.6%	1.3%
<b>营业利润</b>	<b>48</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>166</b>	<b>309</b>	<b>388</b>
%营业收入	10.6%	8.8%	7.8%	20.0%	25.2%	24.2%
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>50</b>	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>169</b>	<b>312</b>	<b>391</b>
利润率	11.1%	8.5%	7.7%	20.4%	25.5%	24.4%
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>-19</b>	<b>-34</b>	<b>-43</b>
所得税率	15.3%	16.1%	8.8%	11.0%	11.0%	11.0%
<b>净利润</b>	<b>42</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>151</b>	<b>277</b>	<b>348</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>43</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>137</b>	<b>263</b>	<b>334</b>
净利率	9.6%	7.1%	7.2%	16.4%	21.5%	20.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>42</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>151</b>	<b>277</b>	<b>348</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>13</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>19</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-19</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>-1</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-43</b>	<b>-41</b>	<b>18</b>	<b>34</b>	<b>-75</b>	<b>-79</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>49</b>	<b>205</b>	<b>230</b>	<b>287</b>
<b>资本开支</b>	<b>-34</b>	<b>-65</b>	<b>-25</b>	<b>16</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-98</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-72</b>	<b>-121</b>	<b>20</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>
<b>股权募资</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>324</b>	<b>-108</b>	<b>-216</b>
<b>其他</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-11</b>	<b>-54</b>	<b>-44</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>-10</b>	<b>313</b>	<b>-162</b>	<b>-259</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-28</b>	<b>-80</b>	<b>-82</b>	<b>538</b>	<b>67</b>	<b>25</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>524</b>	<b>444</b>	<b>362</b>	<b>900</b>	<b>967</b>	<b>992</b>
<b>应收款项</b>	<b>147</b>	<b>186</b>	<b>182</b>	<b>180</b>	<b>266</b>	<b>348</b>
<b>存货</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>124</b>	<b>167</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>14</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>53</b>
<b>流动资产</b>	<b>755</b>	<b>719</b>	<b>638</b>	<b>1,202</b>	<b>1,397</b>	<b>1,561</b>
%总资产	80.8%	77.4%	64.4%	78.8%	81.6%	83.5%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>131</b>	<b>132</b>	<b>131</b>	<b>131</b>
<b>固定资产</b>	<b>154</b>	<b>177</b>	<b>177</b>	<b>165</b>	<b>153</b>	<b>141</b>
%总资产	16.5%	19.1%	17.9%	10.8%	8.9%	7.5%
<b>无形资产</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>34</b>
<b>非流动资产</b>	<b>180</b>	<b>210</b>	<b>352</b>	<b>324</b>	<b>316</b>	<b>308</b>
%总资产	19.2%	22.6%	35.6%	21.2%	18.4%	16.5%
<b>资产总计</b>	<b>935</b>	<b>928</b>	<b>990</b>	<b>1,526</b>	<b>1,713</b>	<b>1,868</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>325</b>	<b>217</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>49</b>	<b>23</b>	<b>60</b>	<b>118</b>	<b>167</b>	<b>222</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>58</b>
<b>流动负债</b>	<b>56</b>	<b>31</b>	<b>69</b>	<b>491</b>	<b>437</b>	<b>280</b>
<b>长期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</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>56</b>	<b>31</b>	<b>69</b>	<b>491</b>	<b>437</b>	<b>281</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>878</b>	<b>896</b>	<b>916</b>	<b>1,016</b>	<b>1,243</b>	<b>1,540</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>47</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>935</b>	<b>928</b>	<b>990</b>	<b>1,526</b>	<b>1,713</b>	<b>1,868</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.305	0.227	0.122	0.392	0.755	0.958
每股净资产	6.235	6.362	3.253	3.608	4.413	5.470
每股经营现金净流	0.093	0.049	0.176	0.728	0.817	1.018
每股股利	0.100	0.100	0.040	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.89%	3.56%	3.75%	13.45%	21.19%	21.70%
总资产收益率	4.59%	3.44%	3.47%	8.95%	15.37%	17.89%
投入资本收益率	3.46%	3.38%	0.89%	10.51%	18.06%	20.78%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-6.77%	0.25%	6.14%	74.32%	47.26%	31.03%
EBIT 增长率	-26.91%	0.66%	-75.14%	#####	88.62%	22.48%
净利润增长率	-10.44%	-25.64%	7.58%	297.73%	92.70%	26.94%
总资产增长率	9.18%	-0.72%	6.63%	54.14%	12.23%	9.09%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	99.3	129.4	135.5	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	68.0	68.9	73.3	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	27.2	34.7	17.1	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	74.0	143.1	135.3	72.2	45.3	31.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-59.60%	-49.51%	-39.32%	-55.59%	-58.81%	-62.44%
EBIT 利息保障倍数	-2.6	-8.4	-0.8	-66.8	-196.0	-28.3
资产负债率	5.94%	3.32%	6.95%	32.16%	25.50%	15.03%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-22	买入	25.82	32.00~34.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD