

万家文化（600576）

合作优酷土豆共同打造电竞节目，女团业务借势二次元大 IP。

买入（维持）

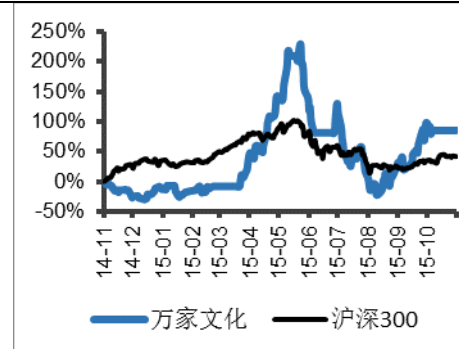
2015 年 11 月 24 日

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	-0.03	0.36	0.39
P/E	-188.89	-411.43	34.44	31.10
P/B	5.16	5.96	4.47	3.14

分析师 沈彦杰
S0600514060001
0512- 62938209
shenyj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.99
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)	9111.5

基础数据

每股净资产(元)	2.66
资本负债率(%)	74.5
总股本(百万股)	634.97
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》

《万好万家：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。》

■ **牵手优酷土豆，共同打造电子竞技与游戏文化 IP。**公司与合一信息技术（北京）有限公司签署战略合作协议，共同打造电子竞技与游戏文化 IP，并围绕共同打造的 IP 开展经济业务、电子商务和竞技类游戏发行业务。2015 年 8 月优酷土豆集团更名为合一集团。合一信息是优酷土豆在国内的业务运营实体。

■ **近期 IP 开发包括《全职高手》、《我欲封天》《铁笼游戏》、《X 计划》、《星座怪谈》《动漫好声音》以及女团业务。**公司和永乐合作开发《全职高手》和《我欲封天》等大型 IP 的视频传媒内容开发与衍生。《全职高手》已经进入联合招商，选手招募和全年活动的早期推广工作。和优酷土豆合作的大型电子竞技真人秀《铁笼游戏》，项目已经完成成片制作，进入联合招商阶段。与优酷土豆、ACFUN 和永乐联合发行制作的大型电子竞技与音乐演出品牌及系列文化产品《X 计划》，已经进入了落地城市的筛选和与地方政府对接的环节。《星座怪谈》为以星座文化为背景的系列 IP，包括视频、影视、竞技类游戏以及相关衍生品。2016 年定档的 4 款相关 IP 游戏产品 2 款进入开发环节。《动漫好声音》是公司和 ACFUN 联合制作，中国教育电视台合作播出的产品，已经完成了首期样片录制进入招商环节。万家电竞的女团业务将参与全职高手的节目筹备和音乐制品制作环节。

■ **手握二次元巨型 IP，合作各内容渠道传播龙头，ACGN 全平台开发自有 IP 和女团经纪业务。业绩有望爆发。**《全职高手》是起点文学 2013 年最佳作品，首部千盟级（1000 位以上粉丝直接消费过千元）作品，作品内容是电竞。中国教育电台，优酷土豆和 ACFUN 是公司内容和播出渠道合作方。公司同时也围绕自己的星座 IP 布局小说，动漫和游戏。并在视频内容开发的同时接入自己的女团业务。

■ **盈利预测&投资建议。**翔通动漫 2016-2017 业绩承诺均在 1.5 亿元。万家电竞预计收入 2000 万，4000 万，（参考鸣鹤鸣和盈利并给予一定折扣）我们预计公司 16-17 年的 EPS 分别为 0.36 和 0.39 元，对应 PE 分别为 34 和 31 倍。鉴于估值不高，且团队表现超预期是大概率事件，给予买入评级。

■ **风险提示。**投资项目盈利能力不达预期。

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	398.0	794.5	1073.3	1544.4	营业收入	11.9	12.1	614.3	674.6
现金	3.1	166.3	280.6	474.8	营业成本	9.6	9.7	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	0.2	3.2	3.5
存货	325.7	329.0	332.3	335.6	销售费用	0.0	0.0	61.5	67.6
其他	56.0	66.6	74.2	86.7	管理费用	28.5	28.8	95.4	102.4
非流动资产	249.2	452.1	595.0	836.0	财务费用	2.5	2.5	2.7	2.8
长期股权投资	10.2	14.8	18.2	23.7	投资净收益	-11.7	-11.9	-7.7	-7.4
固定资产	78.8	83.5	87.1	92.5	其他	13.6	13.7	14.2	14.4
无形资产	25.6	213.5	345.2	568.8	营业利润	-27.0	-27.3	164.7	183.7
其他	134.6	140.2	144.6	151.0	营业外净收支	5.7	5.8	8.3	8.6
资产总计	647.2	1246.6	1668.2	2380.4	利润总额	-21.3	-21.5	173.0	192.2
流动负债	93.3	221.8	312.0	464.6	所得税费用	1.2	1.2	10.6	11.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-8.4	-8.5	-8.6	-8.6
应付账款	12.1	89.4	143.6	235.5	归属母公司净利润	-14.2	-14.3	170.9	189.3
其他	81.2	132.3	168.4	229.1	EBIT	-23.9	-24.2	170.3	189.6
非流动负债	35.2	37.1	38.6	40.9	EBITDA	-12.5	-12.6	183.8	204.4
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
负债总计	128.5	258.9	350.6	505.5	每股收益(元)	-0.06	-0.03	0.36	0.39
少数股东权益	31.9	33.7	35.1	37.2	每股净资产(元)	2.38	2.06	2.75	3.91
归属母公司	486.8	954.0	1282.6	1837.8	发行在外股份(百万)	218.1	479.8	479.8	479.8
负债和股东权益	647.2	1246.7	1668.3	2380.6	ROIC(%)	0.6%	-1.9%	11.3%	9.0%
					ROE(%)	0.7%	-1.4%	13.0%	10.1%
现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E	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	(188.89)	(411.43)	34.44	31.10
营运资本变动	-106.8	-107.8	-108.9	-110.0	P/B	5.16	5.96	4.47	3.14
企业自由现金	-100.7	72.0	192.7	398.4	EV/EBITDA	(380.81)	(802.82)	56.90	53.70

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

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。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,并注明出处为东吴证券研究所,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>