

骅威股份 (002502)

强烈推荐

行业：文娱用品

13 亿收购布局游戏与移动营销+8 亿投资影视，基于 IP 泛娱乐生态逐步成形

事件：公司拟以 8.58 亿的交易对价收购游戏研发厂商掌娱天下，以 4.5 亿价格收购移动营销商有乐通，交易对价 30%以现金支付，70%以发行股份支付；并募集配套资金 11.83 亿，其中 8 亿用于投资 2 部电影，2 部电视剧（网络剧）。

投资要点：

- ✧ **掌娱天下是一家重视 IP 储备的游戏研发商。** 掌娱天下已经基于何炅执导、李易峰主演电影《栀子花开》研发同名社交类热舞手游，还掌握《云中歌》、《鬼吹灯》等知名 IP 的改编权。掌娱天下承诺 2016-2018 年实现扣除非经常性损益后的净利润为 6600/8250/10320 万。
- ✧ **有乐通是一家具有全闭环服务能力的移动营销商。** 有乐通已自主研发广告营销平台，基于大规模数据处理能力，进行效果类营销；在游戏广告领域，有乐通已具备支付、SDK 接入、测试、推送和数据服务的全闭环服务营销服务能力；正逐步开拓品牌类广告，重点布局母婴、体育等垂直领域，将带来新的增长点。有乐通承诺 16-18 年实现净利润 3600/4680/5850 万。
- ✧ **拟募集配套资金 11.83 亿，其中 8 亿投资影视，包括 2 部大电影，2 部电视剧（网络剧）。** 公司此前通过收购梦幻星生园，具备较强的精品剧制作能力，加大投资力度有望受益于影视行业尤其是网络剧的成长红利。
- ✧ **骅威股份以 IP 运营为核心的互联网娱乐生态逐步成形。** 自确定转型战略以来，骅威股份通过收购第一波网络科技有限公司（文学 IP 运营），参股拇指游玩（手游发行），收购梦幻星生园（影视+IP）、掌娱天下（游戏研发）与有乐通（移动营销），募集资金投资影视剧，加上原有的衍生产品制作与动漫制作业务，骅威股份已逐步形成了以优质 IP 为核心的泛娱乐生态。
- ✧ **盈利预测：**预计公司 16、17 年备考净利润为 4.01 亿，4.93 亿，若将发行股份购买资产及募集配套资金考虑在内，则 16、17 年 EPS 为 0.79 元，0.97 元，当前股价对应的 PE 为 32，26 倍。维持强烈推荐评级。
- ✧ **风险提示：**并购及募集配套资金进展不顺利风险；业务整合不及预期风险。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	477	552	1452	1754
收入同比(%)	6%	16%	163%	21%
归属母公司净利润	34	161	401	493
净利润同比(%)	8%	370%	148%	23%
毛利率(%)	24.2%	50.9%	52.5%	51.8%
ROE(%)	3.8%	7.1%	8.6%	9.9%
每股收益(元)	0.12	0.38	0.79	0.97
P/E	209.02	67.90	32.35	26.28
P/B	7.84	4.80	2.79	2.61
EV/EBITDA	252	51	22	18

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价：37

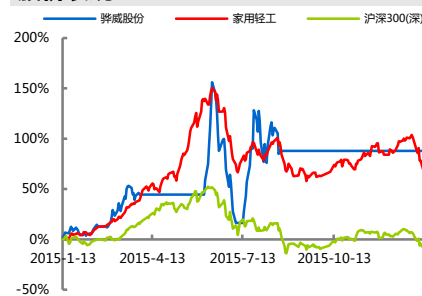
当前股价：25.50

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	430
流通股本(百万股)	184
总市值(亿元)	110
流通市值(亿元)	47
成交量(百万股)	11.21
成交额(百万元)	267.57

股价表现



相关报告

2015-06-23 《骅威股份-互联网文学+IP 运营+影视布局，中国领先的互联网文学 IP 综合运营平台可期》

一、13 亿并购布局游戏研发与移动营销，加强 IP 运营能力

1. 交易方案分析

交易对价：骅威股份拟以 8.58 亿的交易对价收购游戏研发厂商掌娱天下，掌娱天下承诺 2016-2018 年实现扣非后的净利润为 6600/8250/10320 万；以 4.5 亿收购移动营销商有乐通，有乐通承诺 2016-2018 年实现扣非后的净利润为 3600/4680/5850 万。

支付方式：交易对价 30%以现金支付，70%以股份支付，发行价格为 25.19 元/股。

股本结构：本次交易后公司总股本为 466.26 万股（不考虑配套融资）。其中郭祥彬持有 27.67%股权，仍为公司控股股东与实际控制人。

表 1 收购掌娱天下及有乐通的交易方案

标的	交易对方	占标的股权比	支付对价(百万)	股份支付(百万)	现金支付(百万)
掌娱天下	王勇	64.80%	555.98	389.19	166.80
	楚立	18.00%	154.44	108.11	46.33
	宋金虎	7.20%	61.78	43.24	18.53
	神州高铁	10.00%	85.80	60.06	25.74
	合计	100.00%	858.00	600.60	257.40
有乐通	师晓华	75.00%	337.50	236.25	101.25
	李娜	25.00%	112.50	78.75	33.75
	合计	100.00%	450.00	315.00	135.00

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

表 2 交易前后公司的股本结构

股东	本次交易前持股数 (万股)	股权比例	本次交易后持股数(万股) (不考虑配套融资)	股权比例
郭祥彬	129.01	30.01%	129.01	27.67%
汤攀晶	27.56	6.41%	27.56	5.91%
付强	23.08	5.37%	23.08	4.95%
王勇	-	-	15.45	3.31%
楚立	-	-	4.29	0.92%
宋金虎	-	-	1.72	0.37%
神州高铁	-	-	2.38	0.51%
师晓华	-	-	9.38	2.01%
李娜	-	-	3.13	0.67%
其他股东	250.27	58.21%	250.27	53.68%
合计	429.91	100.00%	466.26	100.00%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2. 掌娱天下：重视 IP 储备的游戏研发商

掌娱天下于 2013 年 9 月成立，主营页游与手游研发。公司研发能力较强，截至 2015 年 10 月掌娱天下拥有研发人员 149 人，占总人数的约 70%，公司曾自主研发 Fly3D 无插件引擎，支持玩家在无需下载插件的情况下，让 3D 游戏的转换率基本接近 Flash2D 网页游戏。

掌娱天下成立以来，已累计开发出 30 余款游戏，包括《北欧女神》、《英雄大乱斗》和《唱吧炫舞》等作品。除了国内推广，公司的移动游戏产品还走向海外市场，与马来西亚、新加坡、菲律宾、印尼、韩国、越南、泰国、日本、北美、英国、葡萄牙、西班牙、德国等地的发行商建立合作。其中 RPG 手游《北欧战纪》曾在海外多个国家和地区取得畅销榜前 10 位置，2014 年 3 月曾进入泰国 App Store 前三、Google Play 免费榜第一。目前掌娱天下储备了五款游戏产品，预计于 2016 年上线。

掌娱天下 2015 年确立了影游互动的战略，加强知名 IP 储备。2015 年 7 月，掌娱天下推出以何炅执导、李易峰主演电影《栀子花开》改编的时尚社交类热舞手游，《栀子花开》2015 年 7 月 26 日正式登陆 AppStore，短时间内就获得了付费榜第 3 名的好成绩。此前，游戏在安卓全渠道上线 14 天超过 300 万次下载，获得超过百万用户的青睐；2015 年 9 月，投资人携知名 IP《云中歌》与掌娱天下投资成立子公司重庆影游天下科技有限公司，合作开发《云中歌》网页游戏，掌娱天下还取得《鬼吹灯》等知名 IP 资源，正在进行游戏研制。

表 3 掌娱天下储备的游戏产品

游戏名称	游戏种类	游戏类型	拟上线时间
疾风剑魂	横版动作	手游	2015.12IOS 不删档测试；2016.1IOS 和安卓正式商业化上线
云中歌	MMOARPG	页游	2016.1 腾讯正式商业化上线；2016.3 联合运营市场上线
鬼吹灯	MMOARPG	页游	2016.3 腾讯正式商业化上线；2016.4 联合运营市场上线
斩妖传	横版动作	手游	2016.5IOS 和安卓正式商业化上线
酷娱大师	休闲社交-舞蹈	手游	2016.6 IOS 和安卓正式商业化上线

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

表 4 掌娱天下及其子公司拥有的作品改编权

名称	主要创作人员	许可内容	许可方式
鬼吹灯	作者：天下霸唱	MMORPG 页游研发、发行权	独家
云中歌	作者：桐华	网页游戏出版代理权、运营权	独家
云中歌	作者：桐华	页游研发、发行权	独家
栀子花开 2015	主演：李易峰；导演：何炅	移动游戏改编权，游戏著作权、运营、宣传、推广	独家

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

表 5 掌娱天下财务数据

项目	2013	2014	2015 年 1-10 月
营业收入 (百万)	1.12	19.87	44.30
净利润 (百万)	-5.25	-1.69	10.73
归属于母公司所有者的净利润 (百万)	-5.25	-0.88	13.39
毛利率	41.83%	67.89%	78.27%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

3. 有乐通：具有全闭环服务能力的移动营销商

有乐通 2010 年成立，专注于游戏行业应用类广告，15 年开始开展品牌类广告。

表 6 有乐通业务模式

主营业务	客户	经营模式	盈利方式
应用类广告	一级代理商	代理分包	渠道分成
	游戏开发商	通过自有广告系统推送广告	按效果付费，结算方式包括 CPM，CPA，CPS 等
品牌广告	知名度较高的 APP，如唯品会，一号店	广告代理	代理费用

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

应用类广告：指在手机程序中嵌入 SDK，通过手机用户点击、下载、激活、注册等方式实现营销收益的推广方式。有乐通已为超过 500 家游戏开发商成功推广过 1,000 多家精品游戏，覆盖用户累计超 3 亿。此前主要以代理分包的方式获取一级代理商的渠道分成。2015 年 3 月有乐通自有研发的广告推送系统上线，可自主推送应用类广告。现已接入有乐通自有广告推送系统合作的 APP 应用达 300 多款，合作过的广告 100 多款，日超过 2,000 万次广告展示，日推广应用安装超过 100 万次。

应用类广告业务方面，有乐通具有如下竞争优势：(1) 在移动游戏的第三方服务产业里，形成了移动游戏营销领域的全闭环服务，已具备的支付、SDK 接入、测试、推送和数据服务等营销服务能力。(2) 自主研发的广告营销平台数据反馈速度快、营销成本低、广告推送效果明显，能够借助大规模数据处理的平台优势和强大的营销能力，帮助开发者更好地获取广告收入，帮助广告主提高广告投放效果。得益于效果类广告的良好服务能力，14-15 年有乐通毛利率在 35% 左右，盈利能力较好。

表 7 有乐通财务数据

	2013	2014	2015 年 1-10 月
营业收入 (百万)	11.66	21.30	70.77
净利润 (百万)	-3.00	2.64	12.35
归属于母公司所有者的净利润 (百万)	-3.00	2.64	12.35
毛利率	21.05%	38.28%	33.62%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

品牌类广告则主要指作为代理为知名 APP 提供品牌推广服务，有乐通未来重点布局运动、健康、母婴等垂直领域，目前已独家买断悦动圈、宝宝巴士等 APP 的独家代理，将为公司创造新的增长点。

二、募集配套资金 11.83 亿，8 亿元加码影视制作

上市公司拟向不超过 10 名特定对象发行股票募集配套资金总额不超过 11.83 亿元，不超过拟购买资产价格的 100%。配套资金除用于支付标的资产现金对价和中介费用外，主要用于投资影视。电影和电视剧（网络剧）投资项目募集资金不超过 8 亿元，扣除发行费用大约 2,000 万后将全部用于 2 部大制作电影，2 部电视剧（网络剧）。

本次发行股份及支付现金购买资产不以配套资金募集成功为前提，发行价不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。

表 8 配套资金投向（扣除支付收购资产现金对价）

项目	数量	时间	募集资金拟投入额
大制作电影	合计 2 部	2016 年 8 月-2019 年 8 月	3 亿
电视剧/网络剧	合计 2 部共 120 集	2016 年 6 月-2019 年 2 月	4.8 亿

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

三、以 IP 运营为核心的互联网娱乐生态逐步成形

自确定转型传略以来，骅威股份通过收购第一波网络科技有限公司（互联网文学 IP 运营），参股拇指游玩（手游发行及运营），收购梦幻星生园（影视+IP），收购掌娱天下（游戏研发）与有乐通（移动营销、推广），募集配套资金投资网络剧、电视剧与大电影，加上母公司自有的周边衍生产品制作与动漫制作能力，骅威股份已逐步形成了以优持 IP 为核心的泛娱乐生态。

公司已经储备了唐家三少、我吃西红柿、天蚕土豆的文学作品，桐华的女性向言情小说，母公司的《蛋神》系列、《音乐奇侠》等动漫资源。此次收购游戏研发商与移动营销商、募集资金投资影视剧制作，我们认为是公司已沉淀的优质 IP 基础上，通过影视、游戏进一步推进 IP 资源商业化的重要一步，将为公司创造新的增长点。其中在游戏变现环节：收购掌娱天下、有乐通，结合原有的第一波、拇指游玩，骅威股份成为“游戏研发制作+游戏发行推广”的全产业链游戏类企业。

图 1 骅威股份以 IP 运营为核心的泛娱乐生态



资料来源：中国中投证券研究总部

四、盈利预测

随着第一波、梦幻星生园、掌娱天下、有乐通 16 年全年并表，预计 16、17 年合并备考净利润为 4.01 亿，4.93 亿。若将发行股份购买资产以及后续的发行股份募集配套资金(假设发行股份募集配套资金价格为 28 元/股)则公司总股本接近 5.09 亿股本，则 16、17 年 EPS 为 0.79 元，0.97 元，当前股价对应的 PE 为 32 倍、26 倍，估值具有吸引力。维持强烈推荐评级。

表 9 并购标的利润承诺情况

标的	2014	2015	2016	2017	2018
第一波	80	104	130	-	-
梦幻星生园	-	100	134	165.25	-
掌娱天下	-	-	66	82.5	103.2
有乐通	-	-	36	46.8	58.5

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

五、风险提示

并购及募集配套资金进展不顺利风险；以 IP 为核心的业务整合不及预期风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	638	651	1709	2061
现金	362	386	1017	1228
应收账款	175	203	542	650
其它应收款	6	8	21	25
预付账款	9	10	25	30
存货	80	40	102	125
其他	5	2	2	2
非流动资产	352	2222	3438	3422
长期投资	131	131	131	131
固定资产	177	166	158	146
无形资产	18	19	23	23
其他	27	1906	3125	3122
资产总计	990	2873	5147	5483
流动负债	69	582	500	511
短期借款	0	516	382	368
应付账款	15	17	37	46
其他	54	50	81	97
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	69	582	500	511
少数股东权益	5	5	5	5
股本	282	430	509	509
资本公积	396	1467	3403	3403
留存收益	239	389	731	1057
归属母公司股东权益	916	2286	4642	4967
负债和股东权益	990	2873	5147	5483

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	49	183	37	367
净利润	34	161	401	493
折旧摊销	15	17	17	17
财务费用	-11	4	4	-18
投资损失	-19	-10	-11	-12
营运资金变动	18	11	-383	-115
其它	13	-0	9	3
投资活动现金流	-121	-1879	-1224	7
资本支出	25	2	5	2
长期投资	-98	0	0	0
其他	-194	-1877	-1219	9
筹资活动现金流	-10	1720	1817	-163
短期借款	0	516	-134	-14
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	141	148	79	0
资本公积增加	-141	1071	1936	0
其他	-10	-16	-64	-149
现金净增加额	-82	24	630	211

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	477	552	1452	1754
营业成本	362	271	691	846
营业税金及附加	4	5	13	16
营业费用	43	30	114	139
管理费用	59	65	179	215
财务费用	-11	4	4	-18
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	-1	-0	-0	-0
投资净收益	19	10	11	12
营业利润	37	186	461	567
营业外收入	1	2	1	1
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	37	186	461	567
所得税	3	24	60	74
净利润	34	161	401	493
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	34	161	401	493
EBITDA	41	206	482	566
EPS (元)	0.12	0.38	0.79	0.97

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	6.1%	15.8%	163.1	20.8%
营业利润	-5.5%	399.6	148.1	23.1%
归属于母公司净利润	7.6%	370.0	148.3	23.1%
获利能力				
毛利率	24.2%	50.9%	52.5%	51.8%
净利率	7.2%	29.2%	27.6%	28.1%
ROE	3.8%	7.1%	8.6%	9.9%
ROIC	5.9%	7.3%	10.5%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	6.9%	20.3%	9.7%	9.3%
净负债比率	0.00%	88.59	76.42	72.00
流动比率	9.28	1.12	3.42	4.04
速动比率	8.10	1.05	3.21	3.79
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.29	0.36	0.33
应收账款周转率	3	3	4	3
应付账款周转率	21.39	17.06	25.61	20.31
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.38	0.93	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.43	0.09	0.85
每股净资产(最新摊薄)	2.13	5.32	10.80	11.55
估值比率				
P/E	209.0	67.90	32.35	26.28
P/B	7.84	4.80	2.79	2.61
EV/EBITDA	252	51	22	18

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2015-06-23	骅威股份-互联网文学+IP 运营+影视布局，中国领先的互联网文学 IP 综合运营平台可期

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镞,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434