

# 骅威股份 (002502.SZ) 娱乐行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

市场价格 (人民币): 25.50 元

目标价格 (人民币): 50.00 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)	183.74
总市值(百万元)	10,962.82
年内股价最高最低(元)	34.78/14.08
沪深 300 指数	3155.88
深证成指	9978.82



## 加快 IP 全产业链布局, 影游联动大有可为

### 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	0.343	0.793	1.145
每股净资产(元)	6.36	3.25	3.65	4.73	6.35
每股经营性现金流(元)	0.05	0.18	0.68	0.81	1.43
市盈率(倍)	64.65	99.85	74.36	32.16	22.26
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%	329.28%	131.24%	44.44%
净资产收益率(%)	3.56%	3.75%	14.36%	25.61%	27.56%
总股本(百万股)	140.80	281.60	430.00	430.00	430.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 公司拟以 25.19 元价格发行股份 3635 万股, 收购掌娱天下 (作价 8.6 亿) 及有乐通 (作价 4.5 亿) 100% 股份 (发行股份占比 70%, 现金对价 30%), 同时配套募集资金 11.8 亿用于支付购买标的资产的现金对价和电影、网络剧的投资项目。

### 投资逻辑

- 掌娱天下是以游戏研发为核心的公司, 目前公司主要业务为页游和手游, 并且组建了自己的发行团队。目前储备即将上线的重磅页游为《云中歌》、《鬼吹灯》; 手游方面, 16 年重点在格斗手游上, 通过初步的苹果越狱测试, 全部上线月流水有望达到 2000 万, 发行和研发都由公司完成。公司后续也有计划基于骅威股份所拥有的重磅 IP 进行深度的研发。
- 有乐通是移动营销公司, 以效果类广告业务为主, 目前在大力发展品牌类广告。目前接入有乐通自有广告推送系统合作的 APP 超过 300 款, 覆盖人数超过千万。2015 年下半年由效果类向品牌类转型, 定位在健康、运动、娱乐 3 个方向。公司已经和国内第一运动应用悦动圈达成独家合作, 后续有望同骅威内部的 IP、影视结合, 形成更大的互动影响。
- 骅威股份已经收购过会的两家公司, 第一波和梦幻星生园均是各自领域内优质公司。番茄的重磅作品《雪鹰领主》是今年第一波的重要产品, 《雪鹰》的影视版权价格已超过 4000 万。基于雪鹰的手游和页游公司会大力推广。下半年第一波将会以创造世界级 IP 为最终目标, 打造全新完整的世界观、任务设定等。梦幻星生园的作品《煮夫神探》正在热播, 后续清宫大戏 刘恺威、郑爽主演的《寂寞空庭春欲晚》2 月初会在浙江、深圳春节期间热播, IP 重磅, 预计也会成为热议的焦点。知名作家桐华的优质 IP 《那片星空那片海》的电影和电视都在筹备之中, 今年都会开拍, 也是星生园向影视迈出的第一步, 投入也都是较大手笔, 有望成为现象级作品。

### 投资建议和估值

- 考虑公司 15 年第一波并表 (备考利润 1.04 亿), 四季度梦幻星生园并表 (备考利润 1 亿), 我们预计 15 年公司利润在 1.5 亿左右; 公司 16 年主要利润由第一波、梦想星生园、掌娱天下、有乐通构成, 四家公司在 16 年的备考利润分别为 1.3 亿、1.3 亿、6600 万、3600 万, 共计约 3.66 亿, 外加传统玩具业务, 16 年总体备考利润为 4 亿左右。17 年、18 年备考大约为

### 相关报告

- 《第一波并表符合预期, 基于 IP 布局大娱乐 - 骅威股份业绩点评》, 2015.10.20
- 《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

常兆亮

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

张帅

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

4.9 亿、6 亿。考虑到收购公司的并表时间，我们给予骅威股份 16 年、17 年 EPS 分别为 0.79 元、1.15 元；收购及配套募集资金后股本大约为 5.1 亿，考虑增发后股本摊薄，公司 16 年、17 年摊薄后的 EPS 分别为 0.67 元、0.96 元，对应 16 年、17 年 PE 为 38 倍、26 倍，公司估值低于行业平均水平。考虑到公司后续的协同效应以及优质的网文 IP 和多样变现渠道，我们认为公司合理市值在 240 亿左右，给予买入评级。

#### 风险

- 收购公司整合不达预期
- IP 版权纠纷

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>448</b>	<b>449</b>	<b>477</b>	<b>883</b>	<b>1,539</b>	<b>2,084</b>	货币资金	524	444	362	566	752	1,113
增长率		0.3%	6.1%	85.2%	74.2%	35.4%	应收款项	147	186	182	192	334	452
主营业务成本	-342	-334	-362	-571	-925	-1,217	存货	61	65	80	94	152	200
%销售收入	76.4%	74.4%	75.8%	64.7%	60.1%	58.4%	其他流动资产	23	23	14	31	48	63
毛利	106	115	115	312	614	867	流动资产	755	719	638	882	1,286	1,828
%销售收入	23.6%	25.6%	24.2%	35.3%	39.9%	41.6%	%总资产	80.8%	77.4%	64.4%	73.2%	80.3%	85.6%
营业税金及附加	-4	-5	-4	-8	-12	-17	长期投资	0	0	131	132	131	131
%销售收入	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	固定资产	154	177	177	165	153	141
营业费用	-26	-31	-43	-53	-77	-104	%总资产	16.5%	19.1%	17.9%	13.7%	9.6%	6.6%
%销售收入	5.8%	6.8%	9.0%	6.0%	5.0%	5.0%	无形资产	25	22	21	24	30	34
管理费用	-40	-44	-59	-88	-139	-188	非流动资产	180	210	352	324	316	308
%销售收入	9.0%	9.7%	12.4%	10.0%	9.0%	9.0%	%总资产	19.2%	22.6%	35.6%	26.8%	19.7%	14.4%
息税前利润 (EBIT)	36	36	9	163	386	558	<b>资产总计</b>	<b>935</b>	<b>928</b>	<b>990</b>	<b>1,206</b>	<b>1,602</b>	<b>2,136</b>
%销售收入	8.0%	8.0%	1.9%	18.4%	25.1%	26.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	14	4	11	10	14	19	应付款项	49	23	60	126	209	279
%销售收入	-3.1%	-1.0%	-2.3%	-1.1%	-0.9%	-0.9%	其他流动负债	6	8	9	48	57	64
资产减值损失	-2	-2	-1	-2	-1	-1	流动负债	56	31	69	174	266	343
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	1	19	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	1.5%	52.4%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>56</b>	<b>31</b>	<b>69</b>	<b>174</b>	<b>266</b>	<b>344</b>
营业利润	48	39	37	170	398	576	<b>普通股股东权益</b>	<b>878</b>	<b>896</b>	<b>916</b>	<b>1,027</b>	<b>1,331</b>	<b>1,787</b>
营业利润率	10.6%	8.8%	7.8%	19.3%	25.9%	27.7%	少数股东权益	2	2	5	5	5	5
营业外收支	2	-1	0	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>935</b>	<b>928</b>	<b>990</b>	<b>1,206</b>	<b>1,602</b>	<b>2,136</b>
税前利润	50	38	37	173	401	579	<b>比率分析</b>						
利润率	11.1%	8.5%	7.7%	19.6%	26.1%	27.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-8	-6	-3	-26	-60	-87	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.3%	16.1%	8.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.305	0.227	0.122	0.343	0.793	1.145
净利润	42	32	34	147	341	493	每股净资产	6.235	6.362	3.253	3.646	4.727	6.346
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.093	0.049	0.176	0.675	0.811	1.433
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>43</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>147</b>	<b>341</b>	<b>493</b>	每股股利	0.100	0.100	0.040	0.130	0.130	0.130
净利率	9.6%	7.1%	7.2%	16.7%	22.2%	23.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	4.89%	3.56%	3.75%	14.36%	25.61%	27.56%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.59%	3.44%	3.47%	12.23%	21.29%	23.06%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	3.46%	3.38%	0.89%	13.40%	24.54%	26.46%
净利润	42	32	34	147	341	493	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-6.77%	0.25%	6.14%	85.24%	74.25%	35.40%
非现金支出	13	16	16	18	18	19	EBIT 增长率	-26.91%	0.66%	-75.14%	1710.16%	137.19%	44.68%
非经营收益	0	-1	-19	-3	-3	-3	净利润增长率	-10.44%	-25.64%	7.58%	329.28%	131.24%	44.44%
营运资金变动	-43	-41	18	28	-128	-105	总资产增长率	9.18%	-0.72%	6.63%	21.82%	32.84%	33.33%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>49</b>	<b>190</b>	<b>228</b>	<b>404</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-34	-65	-25	16	-6	-7	应收账款周转天数	99.3	129.4	135.5	75.0	75.0	75.0
投资	0	-8	-98	-1	0	0	存货周转天数	68.0	68.9	73.3	60.0	60.0	60.0
其他	0	1	2	0	0	0	应付账款周转天数	27.2	34.7	17.1	10.0	10.0	10.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-72</b>	<b>-121</b>	<b>15</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	固定资产周转天数	74.0	143.1	135.3	67.9	36.1	24.5
股权募资	3	0	4	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	-1	0	1	净负债/股东权益	-59.60%	-49.51%	-39.32%	-54.86%	-56.27%	-62.04%
其他	-10	-14	-14	0	-37	-37	EBIT 利息保障倍数	-2.6	-8.4	-0.8	-16.9	-28.3	-29.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>-10</b>	<b>-1</b>	<b>-37</b>	<b>-36</b>	资产负债率	5.94%	3.32%	6.95%	14.42%	16.58%	16.09%
<b>现金净流量</b>	<b>-28</b>	<b>-80</b>	<b>-82</b>	<b>204</b>	<b>186</b>	<b>361</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

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
2	2015-10-30	买入	25.50	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