

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

联系人：陶斯然 S0350114090005

联系方式：18616354001, taosr@ghzq.com.cn

联系人：邵伟 S0350115070032

联系方式：18817875606, shaow@ghzq.com.cn

以 IP 为源头，完善互联网文化全产业链

——骅威股份（002502）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
骅威股份	12.1	12.1	94.3
沪深 300	-20.3	-18.4	-13.7

市场数据

2016/01/19

当前价格（元）	28.58
52 周价格区间（元）	13.92-38
总市值（百万）	12286.95
流通市值（百万）	5251.15
总股本（万股）	42991.44
流通股（万股）	18373.50
日均成交额（百万）	242.17
近一月换手（%）	75.01

事件：

1. 2016 年 01 月 13 日晚间公司发布公告发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案。公司拟以非公开发行股份支付交易对价 70%及现金方式支付交易对价 30%相结合方式分别购买王勇、楚立、宋金虎和神州高铁所持有的掌娱天下 100%股权交易对价 8.58 亿元及师晓华、李娜所持有的有乐通 100%股权交易对价 4.5 亿元，合计 13.08 亿元。其中股份支付方式中以 25.19 元/股发行 3436.7 万股对价总计 9.156 亿元。同时，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 11.83 亿元。配套资金拟用于支付购买标的资产的现金对价、电影和电视剧（网络剧）投资项目及支付中介机构费用。

掌娱天下业绩承诺 2016-2018 年实现的合并报表净利润（扣非后）分别不低于 6600 万元、8250 万元和 1.032 亿元（对应收购 PE 为 13/10.4/8.3 倍）；同上，有乐通对应的业绩承诺分别不低于 3600 万元、4680 万元和 5850 万元（对应收购 PE 为 12.5/9.6/7.7 倍）；若重组完成后，掌娱天下、有乐通将成为骅威股份的全资子公司；公司股票已于 2016 年 1 月 14 日复牌。

我们的观点：

■ 打造游戏产业从研发+制作+营销推广的产业链模式，协同效应显著：以游戏研发自主创新为主的掌娱天下成立于 2013 年至今已累计开发 30 多款游戏，旗下拥有《北欧女神》RPG 手游、《栀子花开》社交类热舞手游等游戏的原始开发权，主要采用游戏增值体验收费模式。鉴于影游商业模式日益成熟，2015 年下半年掌娱天下调整战略实行“影游互动，专注精品，深耕细作”的游戏研发和运营战略。最新取得了许可期三年至四年不等的独家《鬼吹灯摸金校尉》MMORPG 页游研发和发行权利、《云中歌》的独家网页游戏出版代理权（已授权腾讯独家代理）、运营权、发行权、《栀子花开 2015》移动游戏改编权，游戏著作权、运营、宣传、推广。

从事移动端游戏广告营销业务的有乐通主要承接游戏广告或 APP 广告分包给渠道媒体，提供精准高效广告推送业务。已与 400 家媒体渠道建立良好关系，推广超过 100 家精品游戏，覆盖用户达 3 亿。2015 年下半年有乐通制定了在移动广告营销细分行业中多元化战略的布局。据统计 2015 年中国移动广告市场规模将突破 560 亿元，随着智能硬件的普及和 4G 移动基础设施建设完善数据快速传输功能从而推动移动数据流量增长。有乐通自主研发的广告营销平台自

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

2015年3月上线后日广告展示量超2000万次，日激活量超10万次。通过并入上市公司的游戏产业链加强了掌娱天下优质游戏内容在移动渠道端推广方式，减少了游戏广告营销成本；也利于有乐通业务的可持续性发展。

骅威股份自2014年通过收购第一波涉足网络文学IP改编游戏领域，并在2015年第一波与光线影业成立光威影业，利于IP全版权运营。收购掌娱天下将有效补足游戏产业链中研发的重要环节。公司游戏产业链中从掌娱天下（游戏研发）+第一波（游戏制作）+有乐通（移动游戏推广营销渠道）的全产业链运行模式。据中国游戏产业报告统计2015年中国游戏用户达到5.34亿人，同比增长3.3%，移动游戏市场实际销售收入达到514.6亿元，同比增长87.2%，自主研发网络游戏市场实际销售收入达到986.7亿元，同比增长35.8%。预计2017年，网页游戏和移动游戏市场收入规模有望分别达到406.0亿元、652.9亿元，占整体网络游戏市场规模的比例分别有望达到18.1%和31.4%。收购掌娱天下与有乐通将开启游戏产业链中各个环节的互通互补，协同效应显著，极大完善骅威股份游戏全产业链运行模式。

■ 切入影视领域，助力优质IP开发变现，完善文化产业重要一环：骅威股份通过发行股份及支付现金方式合计12亿元购买梦幻星生园100%股权（2015年11月已完成收购），切入到实力雄厚的影视公司。梦幻星生园储备了近二十部优秀小说的改编权包括十年经典小说，预计梦幻星生园小说和原创策划项目储备数量足够开发五年以上，其第三大股东中国文坛言情小说“四小天后”之一桐华即任海燕女士也为梦幻星生园提供持续的IP创作基础及优先开发改编权。近期热播的女性励志悬疑爆笑爱情原创策划大剧《煮妇神探》是由公司副总经理、创意总监桐华策划监制，在浙江卫视收视率达到1.214，市场份额3.08%。梦幻星生园着力于精品言情路线，专注为年轻人做内容，重质不重量的高标准，贴合了“一剧两星”政策下对电视剧质量把关日趋严格的要求。

梦幻星生园不仅和国内十家一线电视剧播出机构建立良好关系，与视频新媒体爱奇艺、搜狐及pptv等建立了良好合作关系，2016年将开始主投主控的电影的拍摄、开发以及开展艺人经纪业务；第一部电影将《那片星空那片海》与优酷合作，其中第一波拥有当红IP《莽荒纪》的页游、手游、电影周边等一系列的产品的授权，2018年《莽荒纪》电影也将上线，公司逐步形成了较为完整的电视剧发行网络，有望实现网台联动，提高优质影视剧在新媒体渠道的销售收入。在IP价格高企下，利用上市公司平台将优质IP进行全产业链开发，以内部IP培育和外部IP采购相结合方式将优质IP在影视、游戏等主要方式上内容变现，有助于实现IP经济效益最大化从而奠定公司可持续盈利的基础，助力完善互联网娱乐文化产业布局。

■ 依托优质IP实现在影视、游戏端的一次传播，二次激活的多元化变现渠道：骅威股份主要致力于玩具的研发、生产和销售以及网络游戏的开发和运营、动漫影视的制作和推广及相关衍生产品的生产与销售。公司逐渐形成了以文化产业为依托，以玩具为盈利基础、以影视、网络游戏创作为延伸，通过打造文化形象及在媒体的播放推广，带动相关衍生产品销售模式。在公司娱乐文化产业战略下，带动影游玩家群体在粉丝效应下的相互转换，发挥了基于同一优质IP内容在影游及衍生品之间形成良好的市场协同效应，拓展了玩具等周边变现渠道，利于公司构建影视、网络游戏和周边衍生产品等为一体的综合性互联网文化公司的战略发展。

■ **设立产业基金、参股农信社，摸索产业资本与金融资本融合模式：**2015 年公司全资子公司前海骅威拟与中植投资共同投资设立杭州中骅文化基金管理有限公司，基金设立规模为 10 亿元主要投资影视制作、IP 运营、互动卫视节目、网络游戏等。2016 年 1 月公司拟以自有资金 3520 万元认购汕头市澄海农村信用合作联社增资发行的法人股 1600 万股，每股价格 2.2 元，公司将持有澄海农信社 2% 股份。作为影视游戏文化类公司，对资金需求较大，通过布局金融资本与产业基金，不仅优化资产结构培育了利润新增长点，也为未来公司业务扩张所需资本带来良性循环。

■ **盈利预测及估值：**公司收购的梦幻星生园 100% 股权完成，2015 年 11 月作为全资子公司合并报表，业绩备考中净利润只考虑一个月，公司已公告 2015 年净利润在 1.2 亿元左右。我们估计若不考虑本次收购预案，公司 16-17 年将实现归属母公司的净利润 2.94 亿元、3.33 亿元，对应的 EPS 为 0.68 元、0.77 元，以 1 月 21 日收盘价格对应的 PE 在 2016-2017 年分别为 42 倍、37 倍。设若考虑到 2016 年完成收购掌娱天下和有乐通 100% 股权，摊薄后的总股本将为 4.66 亿股，从而我们预计公司 16-17 年将实现归属母公司的净利润 3.96 亿元、4.59 亿元，对应的 EPS 为 0.85 元、0.99 元，以 1 月 21 日收盘价格对应的 PE 在 2016-2017 年分别为 33 倍、29 倍。

在电影《寻龙诀》票房达到 16 亿的靓丽业绩下，我们看好掌娱天下推出的《鬼吹灯摸金校尉》MMORPG 页游等热门影视联动下的游戏市场，并借助已覆盖 3 亿用户的有乐通移动游戏广告营销平台达到精准推送。同时看好影视公司梦幻星生园定位做精品且年轻人喜爱的内容，储备的 IP 有望在影游模式下激发多次的传播+消费。公司拟总投资 10.8 亿元用于影视剧制作，其中募集配套资金中拟投入 7.8 亿元用于 2016 年两部大制作电影、两部合计 120 集电视剧、网络剧，充足的资金有助于精品影视作品质量提高及市占率扩大，伴随中国电影市场已步入 400 亿时代后，中国中产阶级已达到 1.09 亿人、人均 GDP 的提高奠定文化消费基础，年轻一代精神消费也助力影视剧市场还将处于增长车道；同时视频付费方式在 2015 年逐渐受到认可，催化了网络自制剧在 2016 年迎来新篇章，公司未来推出现象级影视作品及游戏爆款，实现影游互动模式可期，首次覆盖，给予公司买入评级。

■ **风险提示：**本次预案被暂停或被终止的风险；影视剧制作进程不达预期；影游互动模式不达预期等；新游戏不达市场预期，标的资产业绩承诺无法实现等

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万）	476.78	810.57	1427.33	2426.61
增长率（%）	6.14%	70.01%	76.09%	70.01%
净利润（百万元）	34.35	120.33	293.20	333.10
增长率（%）	7.59%	250.24%	143.67%	13.61%
摊薄每股收益	0.080	0.280	0.682	0.775
ROE（%）	3.75%	6.23%	13.83%	14.26%

表 1: 盈利预测表

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	3.75%	6.23%	13.83%	14.26%	EPS	0.080	0.280	0.682	0.775
销售毛利率	24.17%	30.71%	33.99%	27.00%	P/E	357.65	102.13	41.91	36.89
销售净利率	7.07%	14.56%	20.15%	13.47%	P/B	13.41	6.37	5.80	5.26
成长能力					P/S	25.77	15.16	8.61	5.06
收入增长率	6.14%	70.01%	76.09%	70.01%					
利润增长率	5.13%	250.24%	143.67%	13.61%					
营运能力					资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.49	0.39	0.62	0.97	货币资金	357.27	570.32	784.43	999.50
应收账款周转率	2.72	3.70	6.27	11.40	应收和预付款项	190.85	329.60	289.02	268.03
存货周转率	4.51	7.88	12.66	23.58	存货	80.11	71.30	74.40	75.12
偿债能力					其他流动资产	2.60	1.90	2.01	2.12
资产负债率	6.19%	8.13%	7.82%	6.92%	长期股权投资	130.95	877.34	877.36	877.37
流动比	10.37	5.76	6.44	7.82	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比	9.01	5.32	6.01	7.37	固定资产和在建工程	176.76	182.95	180.84	177.25
					无形资产和开发支出	17.93	41.64	62.26	74.87
					其他非流动资产	25.57	29.18	26.98	26.01
利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	资产总计	982.03	2104.2	2297.2	2500.2
营业收入	476.78	810.57	1427.33	2426.61	短期借款	0.00	10.00	10.00	0.00
营业成本	361.53	561.64	942.18	1771.43	应付和预收款项	60.08	158.40	167.93	171.41
营业税金及附加	4.19	7.30	12.99	22.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	42.93	71.17	122.89	222.76	其他负债	0.75	2.66	1.69	1.61
管理费用	59.13	79.17	60.83	78.99	负债合计	60.83	171.06	179.62	173.02
财务费用	-10.85	-17.70	-28.38	-33.49	股本	281.60	429.99	429.99	429.99
资产减值损失	1.27	-30.10	-21.80	-20.32	资本公积	395.60	1183.47	1183.47	1183.47
投资收益	19.37	0.00	0.00	0.00	留存收益	238.80	316.78	506.80	722.68
公允价值变动损益	-0.75	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东权益	916.00	1930.2	2120.2	2336.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	5.20	2.93	-2.59	-8.87
营业利润	37.18	139.09	338.62	384.67	股东权益合计	921.20	1933.1	2117.6	2327.2
其他非经营损益	-0.23	-0.20	-0.19	-0.18	负债和股东权益总计	982.03	2104.2	2297.2	2500.2
利润总额	36.95	138.89	338.44	384.49	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
所得税	3.25	20.83	50.77	57.67	经营性现金净流量	48.69	73.61	323.39	332.49
净利润	33.71	118.06	287.67	326.82	投资性现金净流量	-121.26	752.74	-34.05	-23.22
少数股东损益	-0.65	-2.27	-5.53	-6.28	筹资性现金净流量	-10.24	-15.29	-75.24	-94.18
归属母公司股东净利润	34.35	120.33	293.20	333.10	现金流量净额	-82.89	811.06	214.11	215.08

【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。