

## 一季度业绩大增, 泛娱乐大有可为

- **事件:** 3月22日, 公司发布业绩预告, 2016年第一季度实现归母净利润3041.14万元~3412.01万元, 较上年同期的741.74万元增长了310%~360%。
- **点评:** 我们认为, 公司今年一季度同比大幅上升主要来源于: 1) 今年一季度有梦幻星生园的业绩并入, 而去年同期没有。根据梦幻星生园2016全年1.34亿的业绩承诺看, 标的对利润贡献比例应该不低。2) 第一波、拇指游玩等按照业绩承诺全年将分别较2015年增长25%、40%, 随着游戏项目有序推进, 利润高于去年属情理之中。3) 按照公司公告, 其他相关事业单元业务亦处于稳步发展阶段。
- **网络文学IP+影视+游戏+营销+动漫和衍生品, 公司泛娱乐版图搭建愈发完整。**公司自2014年起开启传媒领域的外延并购之路, 收购了第一波(100%股权, 手游开发运营)、梦幻星生园(100%股权, 影视制作)、拇指游玩(30%股权, 手游发行运营), 正在筹划收购掌娱天下(100%股权, 手游页游开发运营)与有乐通(100%股权, 移动广告营销), 截至目前, 公司已经形成以IP为核心、涵盖手游页游、影视剧、动漫及衍生品的一体化泛娱乐生态圈。我们看好公司的泛娱乐原因有三点: 1) 在众多打出泛娱乐口号的公司中, 公司收购的标的在IP储备、人才资源两方面具有非常明显的优势。2) 标的所在的传媒娱乐与公司原有主业属于IP产业链上下游关系, 标的与公司、标的与标的之间都具备协同效应。3) 公司给予标的人才充分自由度, 高管层内部默契度将为公司长期战略保驾护航。
- **影视看点是魔幻系列《那片星空那边海》:** 梦幻星生园是影视传媒领域以小而美著称的公司, 人才方面绑定“言情女王”桐华作为第三大股东, 项目方面早期便储备数十个优质文学IP, 另外过往电视剧均凭借在湖南卫视、浙江卫视登陆并取得同时段第1、2名的亮眼表现。今年已有《寂寞空庭春欲晚》、《煮妇神探》两部大剧上线并延续前期成绩, 下半年还将上线由王凯、陈乔恩主演的《放弃我, 抓紧我》, 明年还有桐华小说改编的魔幻巨制《那片星空那片海》, 该IP将打通电视剧、电影、游戏进行影游联动全方位运营, 其放大后的商业价值值得期许。而最新的非公开发行计划将募集配套资金中的7.8亿元投入影视剧制作, 资金活水到位后将加速梦幻IP资源的变现。

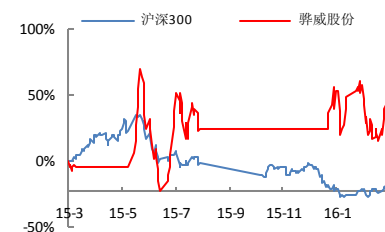
| 指标年度          | 2014A  | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 476.78 | 590.57  | 1582.18 | 1827.80 |
| 增长率           | 6.14%  | 23.87%  | 167.91% | 15.52%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 34.35  | 127.17  | 350.59  | 416.59  |
| 增长率           | 7.59%  | 270.17% | 175.69% | 18.82%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.08   | 0.30    | 0.82    | 0.97    |
| 净资产收益率ROE     | 3.66%  | 10.66%  | 14.53%  | 15.56%  |
| PE            | 355    | 96      | 35      | 29      |
| PB            | 13.25  | 10.35   | 5.12    | 4.62    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
  
联系人: 罗亚琨  
电话: 0755-23824664  
邮箱: lyk@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 4.3         |
| 流通A股(亿股)    | 2.83        |
| 52周内股价区间(元) | 15.59-37.94 |
| 总市值(亿元)     | 122.10      |
| 总资产(亿元)     | 19.17       |
| 每股净资产(元)    | 5.01        |

### 相关研究

- **游戏看点是第一波后续项目以及掌娱天下、有乐通的并入：**易观智库《中国互联网产业 2015 趋势盘点·2016 发展预测》报告数据显示，2015 年中国移动游戏市场规模达到 541.8 亿元，同比增长 84.6%，第一波、掌娱天下都在享受这个行业快速增长的红利。第一波是起点白金作家付强创立的游戏公司，之前的 3 款代表作《唐门世界》、《莽荒纪》、《绝世天府》均出自顶尖白金作家之手，目前公司储备项目较多，即将上线的《雪鹰领主》受市场关注度很高。另外，非公开发行完成后，掌娱天下、有乐通可以进一步夯实公司在游戏领域的竞争力（尤其在研发、发行、影游联动方面）。
- **关键假设：**1) 玩具行业保持稳定发展态势，即市场规模不会萎缩；2) 网络游戏行业 2016~2018 年平均增速不低于 20%；3) 公司 2016 年顺利完成掌娱天下、有乐通相关非公开发行；4) 公司收购各标的均完成业绩承诺甚至略微超出承诺。
- **业绩预测与估值：**我们预计，公司原有玩具业务营收未来三年年增速维持在 3%，毛利率稳定在 25% 左右；而游戏业务在近期的非公开发行完成后收入将大幅增厚，估测 16、17 年收入增速分别对应 50%、20%，毛利率在 55% 左右；影视剧方面，估测 16、17 年收入增速分别为 25%、20%，毛利率在 50% 左右。
- 公司非公开发行完成后(不考虑配套融资)，我们预测公司 2016~2017 年 EPS 分别为 0.82 元和 0.97 元，考虑到公司影游打通的泛娱乐布局，我们给予 40 倍估值，首次覆盖“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动带来的系统性风险、非公开发行进度或不及预期、游戏流水或不达预期、并购企业业绩实现或不及承诺。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2014A  | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 现金流量表 (百万元)        | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 476.78 | 590.57  | 1582.18 | 1827.80 | 净利润                | 33.71   | 125.74  | 346.64  | 411.37  |
| 营业成本          | 361.53 | 348.44  | 908.55  | 1023.64 | 折旧与摊销              | 15.12   | 22.65   | 22.65   | 22.65   |
| 营业税金及附加       | 4.19   | 5.41    | 14.57   | 16.68   | 财务费用               | -10.85  | -0.93   | -2.48   | -2.87   |
| 销售费用          | 42.93  | 42.57   | 121.39  | 145.53  | 资产减值损失             | 1.27    | 2.00    | 2.00    | 2.00    |
| 管理费用          | 59.13  | 49.15   | 144.46  | 177.48  | 经营营运资本变动           | 36.91   | -37.14  | -418.46 | -96.67  |
| 财务费用          | -10.85 | -0.93   | -2.48   | -2.87   | 其他                 | -26.73  | -5.21   | -5.49   | -5.44   |
| 资产减值损失        | 1.27   | 2.00    | 2.00    | 2.00    | <b>经营活动现金流净额</b>   | 49.44   | 107.12  | -55.14  | 331.05  |
| 投资收益          | 19.37  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 资本支出               | 0.36    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益      | -0.75  | -0.38   | -0.44   | -0.47   | 其他                 | -121.63 | -0.38   | -0.44   | -0.47   |
| 其他经营损益        | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>投资活动现金流净额</b>   | -121.26 | -0.38   | -0.44   | -0.47   |
| <b>营业利润</b>   | 37.18  | 143.55  | 393.25  | 464.87  | 短期借款               | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他非经营损益       | -0.23  | -0.13   | -0.33   | -0.25   | 长期借款               | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>利润总额</b>   | 36.95  | 143.42  | 392.92  | 464.62  | 股权融资               | 0.00    | 148.31  | 915.59  | 0.00    |
| 所得税           | 3.25   | 17.68   | 46.28   | 53.25   | 支付股利               | -14.08  | -15.15  | -56.07  | -154.59 |
| 净利润           | 33.71  | 125.74  | 346.64  | 411.37  | 其他                 | 3.84    | 0.93    | 2.48    | 2.87    |
| 少数股东损益        | -0.65  | -1.43   | -3.95   | -5.22   | <b>筹资活动现金流净额</b>   | -10.24  | 134.09  | 862.00  | -151.72 |
| 归属母公司股东净利润    | 34.35  | 127.17  | 350.59  | 416.59  | <b>现金流量净额</b>      | -82.14  | 240.83  | 806.42  | 178.86  |
|               |        |         |         |         |                    |         |         |         |         |
| 资产负债表 (百万元)   | 2014A  | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 财务分析指标             | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
| 货币资金          | 362.25 | 603.08  | 1409.50 | 1588.36 | <b>成长能力</b>        |         |         |         |         |
| 应收和预付款项       | 190.85 | 238.18  | 641.63  | 736.82  | 销售收入增长率            | 6.14%   | 23.87%  | 167.91% | 15.52%  |
| 存货            | 80.11  | 76.91   | 201.06  | 226.59  | 营业利润增长率            | -5.55%  | 286.08% | 173.95% | 18.21%  |
| 其他流动资产        | 4.60   | 5.69    | 15.25   | 17.62   | 净利润增长率             | 5.13%   | 273.04% | 175.67% | 18.67%  |
| 长期股权投资        | 130.95 | 130.95  | 130.95  | 130.95  | EBITDA 增长率         | -16.42% | 298.66% | 150.15% | 17.23%  |
| 投资性房地产        | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>获利能力</b>        |         |         |         |         |
| 固定资产和在建工程     | 176.76 | 160.72  | 144.67  | 128.63  | 毛利率                | 24.17%  | 41.00%  | 42.58%  | 44.00%  |
| 无形资产和开发支出     | 17.93  | 15.56   | 13.19   | 10.81   | 三费率                | 19.13%  | 15.37%  | 16.65%  | 17.52%  |
| 其他非流动资产       | 26.51  | 26.16   | 25.80   | 25.45   | 净利率                | 7.07%   | 21.29%  | 21.91%  | 22.51%  |
| <b>资产总计</b>   | 989.96 | 1257.25 | 2582.06 | 2865.24 | ROE                | 3.66%   | 10.66%  | 14.53%  | 15.56%  |
| 短期借款          | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROA                | 3.40%   | 10.00%  | 13.43%  | 14.36%  |
| 应付和预收款项       | 36.36  | 45.92   | 114.39  | 130.47  | ROIC               | 5.11%   | 26.74%  | 47.09%  | 39.59%  |
| 长期借款          | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA/销售收入        | 8.70%   | 27.98%  | 26.13%  | 26.52%  |
| 其他负债          | 32.39  | 31.22   | 81.41   | 91.72   | <b>营运能力</b>        |         |         |         |         |
| <b>负债合计</b>   | 68.76  | 77.14   | 195.79  | 222.19  | 总资产周转率             | 0.50    | 0.53    | 0.82    | 0.67    |
| 股本            | 281.60 | 429.91  | 466.25  | 466.25  | 固定资产周转率            | 2.70    | 3.50    | 10.36   | 13.38   |
| 资本公积          | 395.60 | 395.60  | 1274.85 | 1274.85 | 应收账款周转率            | 2.69    | 3.00    | 3.92    | 2.88    |
| 留存收益          | 238.80 | 350.82  | 645.34  | 907.34  | 存货周转率              | 4.96    | 4.43    | 6.52    | 4.78    |
| 归属母公司股东权益     | 916.00 | 1176.34 | 2386.45 | 2648.45 | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 105.82% | —       | —       | —       |
| 少数股东权益        | 5.20   | 3.77    | -0.18   | -5.40   | <b>资本结构</b>        |         |         |         |         |
| <b>股东权益合计</b> | 921.20 | 1180.11 | 2386.27 | 2643.05 | 资产负债率              | 6.95%   | 6.14%   | 7.58%   | 7.75%   |
| 负债和股东权益合计     | 989.96 | 1257.25 | 2582.06 | 2865.24 | 带息债务/总负债           | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
|               |        |         |         |         | 流动比率               | 9.28    | 11.98   | 11.58   | 11.56   |
|               |        |         |         |         | 速动比率               | 8.11    | 10.98   | 10.55   | 10.54   |
|               |        |         |         |         | 股利支付率              | 40.98%  | 11.91%  | 15.99%  | 37.11%  |
| 业绩和估值指标       | 2014A  | 2015E   | 2016E   | 2017E   | <b>每股指标</b>        |         |         |         |         |
| EBITDA        | 41.46  | 165.27  | 413.42  | 484.65  | 每股收益               | 0.08    | 0.30    | 0.82    | 0.97    |
| PE            | 355.40 | 96.01   | 34.83   | 29.31   | 每股净资产              | 2.14    | 2.74    | 5.55    | 6.15    |
| PB            | 13.25  | 10.35   | 5.12    | 4.62    | 每股经营现金             | 0.11    | 0.25    | -0.13   | 0.77    |
| PS            | 25.61  | 20.67   | 7.72    | 6.68    | 每股股利               | 0.03    | 0.04    | 0.13    | 0.36    |
| EV/EBITDA     | 183.62 | 70.09   | 28.56   | 24.00   |                    |         |         |         |         |
| 股息率           | 0.12%  | 0.12%   | 0.46%   | 1.27%   |                    |         |         |         |         |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn