2016 年 04 月 05 日
证券研究报告 · 公告点评
骅威股份（002502）轻工制造

买入（维持）
当前价：28.06 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

更名言志，泛娱乐新星冉冉升起

- **事件：**1）公司发布 2015 年年报，实现营业收入 5.9 亿元，同比增长 23.9%；实现归母净利 1.2 亿元，同比增长 250.3%。2）公司名称拟变更为“骅威文化股份有限公司”。

- **点评：收入结构巨变，玩具业务下滑明显，标的公司业绩抢眼。**手游公司第一波和影视制作公司梦幻星生园分别于去年 3 月、11 月并表，成为 2015 年公司业绩的主力军。分产品看，公司原有玩营收由 4.65 亿下降至 2.62 亿元，占比从 97.6%下降至 44.4%；门票及商品业务也由 1133.2 万元缩水至 321.4 万元；而游戏和电视剧业务分别贡献 34.7%和 20.4%的收入，第一波、梦幻星生园分别实现归母净利润 1.09 亿元、1.08 亿元，均超业绩承诺（合计超 676 万元）。

- **2016 年主要看点集中在两方面：影游业务的 IP 项目开发，外延投资充实公司泛娱乐版图。**游戏方面，公司今年拟推出 7~10 款游戏，其中页游 4 款，手游 3-6 款，其中包括《雪鹰领主》手游页游、《莽荒纪 3》手游等大 IP；影视方面大项目是超级魔幻系列《那片星空那片海》。另外，公司明确 2016 年将加大投资力度，重点布局动漫和影视相关领域。自 2014 年以来，公司已初步形成 2 家游戏+1 家影视+1 家移动营销的泛娱乐构架，外延优质内容能够夯实公司业绩，值得密切关注。

- **员工持股+并购基金+企业更名，布局泛娱乐平台，坚定实现转型。**1）2015 年，公司推出第一批员工持股计划，总共向 47 名员工发行 259 万股，发行价格 17.08 元，锁定 3 年，将员工与公司的利益紧密团结起来，彰显出公司员工及高层对未来公司发展的信心。2）公司全资子公司前海骅威先后与麦哲伦资本、中植投资设立产业并购基金，主要从事影视制作、IP 运营、文化创意、网络游戏等文化产业领域的投资、并购等经营活动，为公司泛娱乐平台的打造保驾护航。3）公司拟更名为“骅威文化股份有限公司”，体现了立足 IP 和内容创新、泛娱乐一体多元化的互联网文化集团转型的决心。

- **盈利预测与估值：**公司非公开发行完成后（不考虑配套融资），我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.74 元、0.87 元、1.02 元（并表原因导致本次预测与之前有细微出入，但不影响公司整体资产优质的判断），维持“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。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	590.57	1269.50	1497.41	1760.60
增长率	23.87%	114.96%	17.95%	17.58%
归属母公司净利润（百万元）	120.35	345.85	403.74	475.94
增长率	250.31%	187.37%	16.74%	17.88%
每股收益 EPS（元）	0.26	0.74	0.87	1.02
净资产收益率 ROE	3.96%	7.95%	8.50%	9.13%
PE	109	38	32	27
PB	4.21	3.00	2.74	2.49

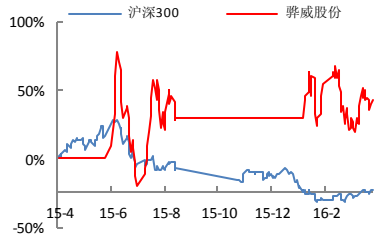
数据来源：Wind，西南证券

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)	120.63
总资产(亿元)	33.32
每股净资产(元)	7.20

相关研究

1. 骅威股份（002502）：一季度业绩大增，泛娱乐大有可为 (2016-03-23)

表 1：公司 2015 年各项业务营收情况（橙色为 2015 年外延新业务）

营收	金额(万元)	占比	毛利率
玩具产品	26199.9	44.37%	22.83%
乐园门票及贸易商品	321.4	0.54%	13.17%
游戏产品	20481.6	34.68%	77.71%
电视剧作品	12054.4	20.41%	45.81%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：2016 年公司计划推出的游戏产品

序号	名称	类型	制作进度	预计上线时间
1	《雪鹰领主》	页游	研发中（预计 2016 年 4 月完成）	待定
2	《校花的贴身高手》	页游	研发中	2016 年 4-5 月
3	《斗罗大陆 3D》	页游	研发中（预计 2016 年 4 月完成）	待定
4	《魔唤》/《魔魂契约》	页游	已完成	已上线
5	《魔兽再临》	手游	研发中	2016 年 5-6 月
6	《神域之门》	手游	研发中	2016 年 5-6 月
7	《雪鹰领主》	手游	研发中	2016 年 5 月
8	《全民口袋争霸》	手游	研发中	待定
9	《英雄不要停》/《风暴守卫战》	手游	测试中	待定
10	《莽荒纪 3》	手游	研发中	待定

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2016 年公司计划投资制作的动画片

序号	名称	制作进度	授权播出平台	上线情况
1	《莽荒纪》	制作中	爱奇艺、腾讯	持续更新中

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：2016 年公司电视剧生产计划

序号	剧名	预计开机	时间	拍摄或制作进度	主要演职演员
1	《放弃我，抓紧我》	2015 年 12 月 18 日	拍摄中	导演：邓衍成、陈国华、阮惟新	主演：陈乔恩、王凯、乔任梁、陈燃、张轩睿
2	《那片星空那片海》第一季	2016 年 4 月	筹备中	导演：卫翰韬	主演：冯绍峰、郭碧婷
3	《英雄联萌》	2016 年 7 月	筹备中	待定	
4	《那片星空那片海》第二季	2016 年第四季度	筹备中	导演：卫翰韬	主演：冯绍峰、其他待定
5	《莽荒纪》	2016 年	筹备中	待定	

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：2016 年公司计划投资制作的电影

序号	名称	预计开机时间	拍摄或制作进度	主要演职演员	预计发行及上映档期
1	《那片星空那片海》	2016 年第三季度	筹备中	待定	2017 年第三季度
2	《莽荒纪》	2016 年	筹备中	待定	待定

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	590.57	1269.50	1497.41	1760.60
营业成本	315.96	658.30	770.59	902.90
营业税金及附加	5.95	12.28	14.47	17.14
销售费用	44.74	98.96	121.66	137.89
管理费用	106.84	140.71	180.50	223.15
财务费用	-21.61	-27.94	-32.96	-38.75
资产减值损失	18.11	18.00	18.00	18.00
投资收益	5.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.21	-0.36	-0.37	-0.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	125.74	368.84	424.77	499.94
其他非经营损益	-3.75	-2.14	-2.36	-2.52
利润总额	121.99	366.70	422.41	497.43
所得税	-0.81	19.37	16.40	17.86
净利润	122.80	347.33	406.01	479.57
少数股东损益	2.46	1.48	2.27	3.62
归属母公司股东净利润	120.35	345.85	403.74	475.94

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	122.80	347.33	406.01	479.57
折旧与摊销	25.18	26.17	26.17	26.17
财务费用	-21.61	-27.94	-32.96	-38.75
资产减值损失	18.11	18.00	18.00	18.00
经营营运资本变动	-259.61	-449.45	-173.18	-187.92
其他	299.89	-21.42	-21.56	-21.53
经营活动现金流净额	184.77	-107.31	222.48	275.53
资本支出	-1794.24	0.00	0.00	0.00
其他	1047.22	-0.36	-0.37	-0.34
投资活动现金流净额	-747.02	-0.36	-0.37	-0.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2073.25	915.59	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1436.59	28.26	32.96	38.75
筹资活动现金流净额	636.66	943.85	32.96	38.75
现金流量净额	76.54	836.18	255.06	313.94

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	438.79	1274.97	1530.04	1843.98
应收和预付款项	368.79	675.58	820.97	972.85
存货	205.49	428.03	501.11	587.15
其他流动资产	100.80	216.69	255.59	300.51
长期股权投资	114.23	114.23	114.23	114.23
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	183.06	167.17	151.28	135.39
无形资产和开发支出	1815.70	1811.40	1807.10	1802.80
其他非流动资产	105.21	103.12	101.02	98.93
资产总计	3332.09	4791.20	5281.34	5855.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	154.99	273.84	332.72	397.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	72.54	149.56	174.82	204.58
负债合计	227.53	423.40	507.53	602.47
股本	429.91	466.25	466.25	466.25
资本公积	2320.53	3199.78	3199.78	3199.78
留存收益	345.20	691.05	1094.79	1570.73
归属母公司股东权益	3095.33	4357.08	4760.82	5236.77
少数股东权益	9.23	10.71	12.98	16.61
股东权益合计	3104.56	4367.80	4773.81	5253.37
负债和股东权益合计	3332.09	4791.20	5281.34	5855.84

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	23.87%	114.96%	17.95%	17.58%
营业利润增长率	238.19%	193.34%	15.16%	17.70%
净利润增长率	264.32%	182.84%	16.89%	18.12%
EBITDA 增长率	211.90%	183.88%	13.87%	16.60%
获利能力				
毛利率	46.50%	48.14%	48.54%	48.72%
三费率	22.01%	16.68%	17.98%	18.31%
净利率	20.79%	27.36%	27.11%	27.24%
ROE	3.96%	7.95%	8.50%	9.13%
ROA	3.69%	7.25%	7.69%	8.19%
ROIC	7.04%	11.64%	12.10%	13.49%
EBITDA/销售收入	21.89%	28.91%	27.91%	27.68%
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.31	0.30	0.32
固定资产周转率	3.28	7.25	9.40	12.28
应收账款周转率	2.44	2.88	2.37	2.33
存货周转率	2.21	2.08	1.66	1.66
销售商品提供劳务经现金营业收入	103.16%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	6.83%	8.84%	9.61%	10.29%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.93	6.15	6.14	6.16
速动比率	4.02	5.14	5.15	5.19
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.26	0.74	0.87	1.02
每股净资产	6.66	9.37	10.24	11.27
每股经营现金	0.40	-0.23	0.48	0.59
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	129.30	367.07	417.98	487.36
PE	108.71	37.83	32.40	27.49
PB	4.21	3.00	2.74	2.49
PS	22.15	10.31	8.74	7.43
EV/EBITDA	89.25	31.94	27.44	22.89
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

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

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