

万家文化 (600576.SH) 综合传媒行业

评级: 买入 维持评级

买入

公司点评

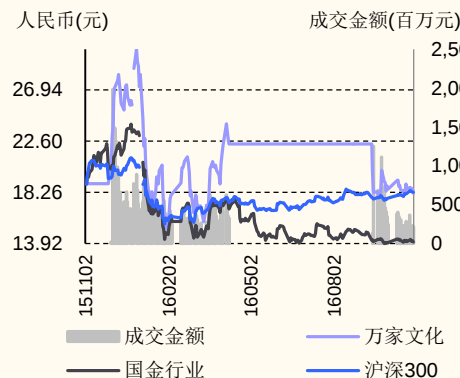
市场价格 (人民币): 18.18 元

目标价格 (人民币): 27.30 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)	479.80
总市值 (百万元)	11,543.73
年内股价最高最低 (元)	30.36/15.04
沪深 300 指数	3340.13
上证指数	3104.27



相关报告

1. 《进军电竞产业，全面开启泛娱乐布局》，2016.9.13

常兆亮 联系人
(8621)60935529
changzhaoliang@gjzq.com.cn

王泽佳 联系人
(8621)61038324
wangzj@gjzq.com.cn

潘文韬 联系人
(8621)61038319
panwentao@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

泛二次元风起云飞扬，动漫、电竞与共威四方

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	-0.065	0.043	0.273	0.426	0.473
每股净资产 (元)	2.23	2.71	2.96	3.36	3.82
每股经营性现金流 (元)	-0.18	0.05	-0.16	-0.13	0.37
市盈率 (倍)	-251.54	625.32	81.81	52.44	47.24
行业优化市盈率 (倍)	67.27	133.67	102.19	102.19	102.19
净利润增长率 (%)	N/A	N/A	528.30%	56.01%	11.01%
净资产收益率 (%)	-2.91%	1.61%	9.23%	12.67%	12.39%
总股本 (百万股)	218.09	634.97	634.97	634.97	634.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

万家文化 2016 年前三季度实现营业收入 5.33 亿元，较去年同期增长 248.95%；实现归母净利润 6954.05 万元，同比增长 499.58%；实现扣非后归母净利润 6121.38 万元，同比增长 460.70%。公司业绩同比大幅提升的主要原因系全资子公司翔通动漫于 2015 年 8 月并表，公司同期主营业务和经营范围发生重大变化。

经营分析

■ 围绕泛二次元产业链精心布局，形成动漫、电竞并进的双轮驱动模式：继公司 2015 年成功收购翔通动漫、并成立万家电竞，公司已逐步实现对泛二次元（电竞、娱乐、动漫、游戏）产业链的深入渗透，进而促进业务多元化发展、形成“动漫+电竞”的业绩双驱动效应。

作为我国首批开展移动互联网动漫业务的企业之一，翔通动漫是三大运营商动漫业务的核心合作伙伴。动漫产品累计访问用户超过 10 亿人次，累计订购用户数超过 8,000 万人次；在动漫 IP 的储备上，翔通动漫持续扩充自身的 IP 形象资源。截止 2016 年 6 月，包括绿豆蛙、酷巴熊、萌萌熊等知名形象在内，翔通动漫已拥有超过 1000 个动漫形象 IP，进一步巩固了自身在动漫领域的市场地位。独家代理发行游戏《猪来了》在台湾地区取得连续数周 iOS 和安卓游戏榜单 TOP1 的成绩，在游戏发行环节确立优势性地位。

万家电竞定位为电竞与二次元视频、经纪与竞技类移动游戏内容供应商，目前已与 AcFun、优酷土豆、春秋永乐文化签署合作协议。2016 年上半年，万家电竞发行了《心跳战姬》与《九州无双》两款产品。同时，《余烬战争 2》作为自研的 S 级 RTS 手游获得了优土集团在中国大陆地区买断了独家代理权益，累计签约 1000 多万元人民币。另一方面，万家电竞获得了星座消费文化第一品牌《同道大叔》消除类单机游戏、《同道大叔》养成类游戏的独家研发及 IP 代理权益。2016 年 6 月底，公司旗下女团 Astro12 正式回国筹备在中国大陆地区的出道及音乐作品发行事宜，未来依托公司业务优势将开拓多样化盈利模式。

■ 拟收购电竞领域两家知名主播经纪和商务运营公司，进而丰富公司业务结构、深化文化娱乐产业布局。2016 年 7 月，公司公告交易预案，拟收购国内电竞领域知名经纪及商务运营公司隆麟网络 100% 股权及快屏网络 100% 股权。隆麟网络以著名电竞主播为依托，电竞内容生产为核心，形成“经纪

+内容”的业务模式，与国内主要直播平台保持良好的合作关系，主播培养注重专业性；公司主播覆盖斗鱼、熊猫等直播平台，同时直播的游戏类型丰富，涵盖主流竞技游戏，包括《英雄联盟》、《魔兽世界》、《Dota2》、《守望先锋》等。**快屏网络主要业务包括电竞主播培养及经纪和电竞门户网站运营业务，打造“经纪+平台”的业务模式；**公司主播培养注重娱乐性，面向娱乐综艺方向，建立了完善的主播培养体系，并成立培训基地；同时，成立了电竞资讯门户网站——电竞虎，打造电竞媒体平台。完成收购后，两家公司将与万家文化原有业务形成良好的协同作用，在电竞内容制作、女团业务、动漫业务等方面全面发展。

投资建议与估值

- 我们预计，2016E、2017E、2018E 公司归母净利润分别为 1.73 亿、2.71 亿、3.00 亿，不考虑后续增发的股份摊薄影响，对应 EPS 为 0.273 元、0.426 元、0.473 元。考虑到公司拟收购两家业内知名电竞主播经纪和商务运营公司，将与万家电竞、翔通动漫形成良好的协同效应；万家电竞旗下的女团、综艺等业务将进入项目落地阶段，以及公司在电竞产业的布局逐步完善；给予公司 27.30 元目标价，对应 100X16PE、64X17PE，给予公司“买入”评级。

风险

- 拟收购的两家标的存在不能过会的风险；
- 电子竞技行业竞争加剧；
- 收购公司整合不达预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	80	12	362	620	1,096	1,211
增长率		-85.1%	2930.6%	71.4%	76.8%	10.5%
主营业务成本	-59	-10	-204	-327	-609	-675
%销售收入	74.0%	80.2%	56.3%	52.8%	55.6%	55.7%
毛利	21	2	158	293	487	536
%销售收入	26.0%	19.8%	43.7%	47.2%	44.4%	44.3%
营业税金及附加	-5	0	-2	-3	-5	-6
%销售收入	6.1%	1.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1	0	-27	-31	-55	-61
%销售收入	1.0%	0.0%	7.4%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-33	-26	-75	-62	-110	-121
%销售收入	41.0%	218.7%	20.7%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	-18	-24	54	197	317	349
%销售收入	n.a	n.a	15.0%	31.7%	28.9%	28.8%
财务费用	-2	-3	-2	0	-6	-3
%销售收入	2.0%	21.1%	0.5%	0.0%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-1	-1	-17	-3	-2	0
公允价值变动收益	1	12	-6	0	0	0
投资收益	27	-12	6	7	7	7
%税前利润	360.3%	n.a	14.8%	3.3%	2.1%	1.9%
营业利润	8	-27	36	201	316	352
营业利润率	9.7%	n.a	9.9%	32.4%	28.8%	29.1%
营业外收支	0	6	6	10	10	10
税前利润	8	-21	42	211	326	362
利润率	9.4%	n.a	11.6%	34.1%	29.8%	29.9%
所得税	-5	-1	-22	-32	-49	-54
所得税率	62.8%	n.a	52.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3	-23	20	179	277	308
少数股东损益	-6	-8	-8	6	7	7
归属于母公司的净利润	8	-14	28	173	271	300
净利率	10.4%	n.a	7.6%	28.0%	24.7%	24.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3	-23	20	179	277	308
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	14	39	17	17	18
非经营收益	-24	-3	0	-16	-9	-11
营运资金变动	18	-29	-25	-284	-368	-79
经营活动现金净流	11	-40	34	-104	-82	236
资本开支	-30	28	-42	32	-10	-10
投资	96	-13	-196	-1	0	0
其他	-14	0	-18	7	7	7
投资活动现金净流	53	15	-256	38	-3	-3
股权募资	0	0	300	0	0	0
债权募资	0	-15	0	67	101	-175
其他	-95	-3	38	-2	-21	-19
筹资活动现金净流	-95	-18	338	64	80	-193
现金净流量	-31	-42	116	-2	-5	39

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	45	3	119	117	112	151
应收款项	39	13	553	575	837	891
存货	329	326	1	269	501	555
其他流动资产	45	56	99	107	135	142
流动资产	458	398	772	1,068	1,585	1,739
%总资产	63.7%	61.5%	40.2%	49.0%	58.6%	60.8%
长期投资	33	50	18	18	18	18
固定资产	117	79	16	22	26	29
%总资产	16.3%	12.2%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	90	90	1,072	1,071	1,071	1,071
非流动资产	260	249	1,150	1,113	1,117	1,120
%总资产	36.3%	38.5%	59.8%	51.0%	41.4%	39.2%
资产总计	718	647	1,922	2,181	2,702	2,859
短期借款	15	0	0	75	176	0
应付款项	85	61	119	120	222	246
其他流动负债	42	32	62	81	134	147
流动负债	142	93	181	276	532	393
长期贷款	35	35	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	3	0	0	0
负债	177	128	183	276	532	394
普通股股东权益	501	487	1,718	1,878	2,136	2,424
少数股东权益	40	32	21	27	33	41
负债股东权益合计	718	647	1,922	2,181	2,702	2,859

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.038	-0.065	0.043	0.273	0.426	0.473
每股净资产	2.299	2.232	2.705	2.958	3.365	3.818
每股经营现金净流	0.050	-0.183	0.053	-0.163	-0.130	0.371
每股股利	0.000	0.000	0.015	0.020	0.020	0.020
回报率						
净资产收益率	1.66%	-2.91%	1.61%	9.23%	12.67%	12.39%
总资产收益率	1.16%	-2.19%	1.44%	7.95%	10.01%	10.51%
投入资本收益率	-1.11%	-4.57%	1.49%	8.44%	11.47%	12.01%
增长率						
主营业务收入增长率	288.49%	-85.09%	2930.57%	71.44%	76.77%	10.49%
EBIT 增长率	-21.82%	35.30%	-326.87%	262.21%	60.99%	10.05%
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	528.30%	56.01%	11.01%
总资产增长率	-19.71%	-9.89%	196.98%	13.48%	23.89%	5.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.4	0.3	124.0	150.0	140.0	140.0
存货周转天数	2,200.5	12,470.8	292.6	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	241.3	640.0	83.3	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	511.5	2,385.3	15.9	13.0	8.8	8.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.43%	6.16%	-8.37%	-3.61%	1.72%	-7.18%
EBIT 利息保障倍数	-11.0	-9.5	32.1	24,697.8	54.1	113.0
资产负债率	24.58%	19.85%	9.54%	12.64%	19.70%	13.78%

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

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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为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