

## 骅威文化 (002502.SZ)

### 创阅文化追加投资完成，合作奇虎，共同 打造互联网阅读平台

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价 (元): **19.2**

分析师

联系人

康雅雯

朱骏楠

S0740515080001

021-20315097

021-20315157

kangyw@r.qlzq.com.cn

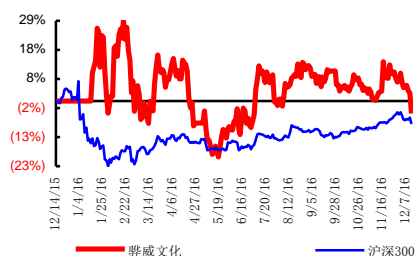
zhuqn@r.qlzq.com.cn

2016年12月12日

#### 基本状况

总股本(百万股)	860
流通股本(百万股)	455
市价(元)	12.19
市值(百万元)	10,481
流通市值(百万元)	5,542

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	476.78	590.57	1,163.76	1,446.00	1,728.22
营业收入增速	6.14%	23.87%	97.06%	24.25%	19.52%
归属于母公司的净利润	34.35	120.35	338.27	408.24	489.05
净利润增长率	7.59%	250.31%	181.07%	20.69%	19.79%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.28	0.39	0.47	0.57
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	99.84	91.09	35.08	29.07	24.26
PEG	13.16	0.36	0.19	1.41	1.23
每股净资产(元)	3.25	7.20	3.99	4.47	5.04
每股现金流量	0.18	0.43	0.47	0.41	0.47
净资产收益率	3.75%	3.89%	9.85%	10.63%	11.29%
市净率	3.74	3.54	3.46	3.09	2.74
总股本(百万股)	281.60	429.91	859.83	859.83	859.83

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

##### ■ 事件:

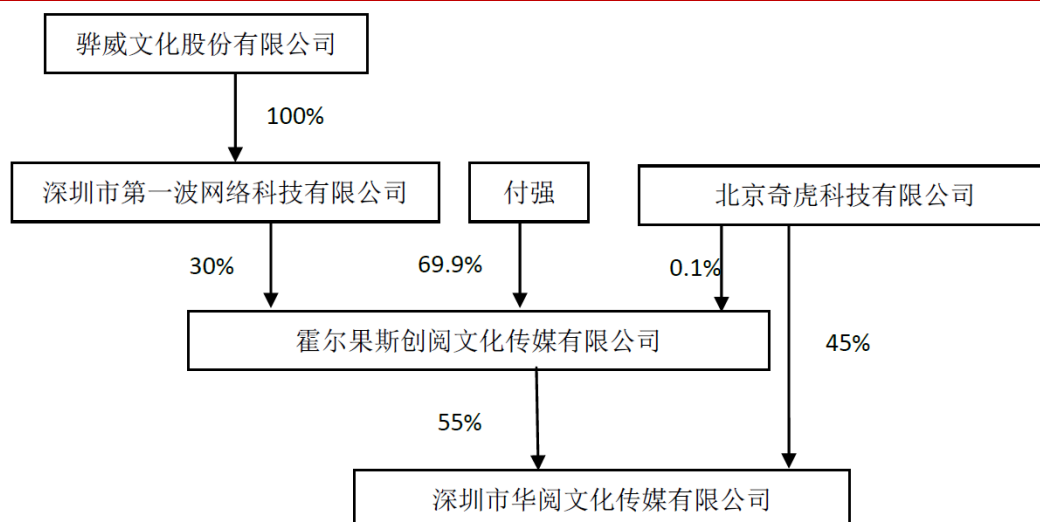
- 1) 骅威文化子公司第一波对创阅文化追加投资 4000 万元，付强对创阅文化追加投资 44.5 万元。追加投资后第一波持有创阅文化 30% 股权，付强持有创阅文化 70% 股权。
- 2) 创阅文化和北京奇虎达成合作协议，共同对创阅文化子公司华阅文化进行增资，以华阅文化为平台开展互联网阅读相关业务。创阅文化以现金方式出资 1 亿元认购华阅文化新增注册资本，占增资后华阅文化注册资本的 55%，其中 0.6667 万元进入华阅文化注册资本金，9999.3333 万元计入华阅文化资本公积，北京奇虎以现金出资 3 万元，认购华阅文化新增注册资本，占增资后华阅文化注册资本的 45%。

##### ■ 核心内容:

- 合作北京奇虎，开展互联网阅读及相关业务。华阅文化核心主营业务为基于互联网平台的网络小说的创作、采编、发行、推广业务。此次增资引入北京奇虎，奇虎与付强、第一波签署《合作协议》，共同合作以华阅文化为平台开展互联网阅读相关业务。360 集团（指北京奇虎及其实际控制人的 360 集团内各关联企业）承诺将目前经营的互联网阅读业务和拥有的相关无形资产转移给华阅文化公司。
- 奇虎互联网资源丰富，旗下众多平台将为华阅文化提供推广服务。北京奇虎将按照其与华阅文化共同签署的《合作协议》约定的条款和条件在北京奇虎平台为华阅文化平台提供推广服务，“北京奇虎平台”包括北京奇虎所有或经合法授权运营的网站或客户端产品，包括但不限于 360 导航、360 小说站、360 搜索、360 搜索 APP、360 浏览器、360 手机助手 APP、360 手机卫士等一系列平台和工具。

- **合作协议具有排他性。** 创阅文化、北京奇虎、付强、第一波承诺，除了在协议中另有约定，在协议签署之日起三年内，其自身及其控制的下属企业均不得以任何方式直接或间接地投资、从事或参与到其他与华阅主营业务有竞争关系的公司或业务中。
- **点评：**
- **第一波、付强完成对创阅文化增资，打造文学 IP 孵化平台。** 付强持有 70% 股份，承诺在创阅文化至少任职 60 个月，并尽可能为创阅文化创造最佳业绩。我们认为此次增资完成后，与公司核心成员付强实现利益充分绑定，进一步打消市场疑虑。同时创阅文化通过集合作家资源和各类文学作品打造独立的阅读平台，形成一个以文学为出口内容、以用户与作家之间互联社交为纽带、以虚拟文化产品等周边衍生为核心输出的文学 IP 孵化平台，为公司在文学 IP 市场方面的进一步拓展将铺上了坚实的基石。
- **绑定北京奇虎，实现深度合作。** 此次合约具有明显排他性，与奇虎约定三年内不得开展与华阅文化有竞争性业务，奇虎承诺将其所拥有的平台为华阅文化提供推广导流，同时将其目前经营的互联网阅读业务和拥有的相关无形资产转移给华阅文化运营。互联网阅读平台核心要素就是流量和内容（内容有白金作家付强把关，业内拥有丰富资源，流量是奇虎的立身之本），我们认为这是一次公司与奇虎和付强之间三方的强强联合，有望充分发挥各方优势，实现协同效应。
- **影游联动，实现 IP 价值最大化。** 骅威文化通过收购第一波及梦幻星生园，搭建起公司内部优质 IP 之间的影游联动体系，收购风云互动进一步增强研发能力，合作奇虎设立华阅文化打造文化 IP 孵化平台，再通过大股东旗下玩具制作公司骅星科技实现衍生品开发，同时公司旗下子公司前海骅威与麦哲伦资本以及中植资本分别设立了两家创投基金，致力于游戏、影视、IP 等项目的孵化、投资，为公司外延并购拓展寻找优良标的。
- **盈利预测：** 我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 11.64 亿元、14.46 亿元、17.28 亿元，实现归属母公司的净利润分别为 3.38 亿元、4.08 亿元和 4.89 亿元，分别同比增长 181.07%、20.69% 和 19.79%。对应 EPS 分别为 0.39 元、0.47 元和 0.57 元。
- 骅威文化是 A 股中少数几家率先布局 IP 运营开发+影游联动的公司，同时以精品内容主导，业绩稳定提升，外延拓展有条不紊。给予公司目标价 19.2 元，“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 上线游戏产品流水不达预期；2) 并购整合标的业绩不达预期；3) 市场整体风险偏好下行，传媒板块存在估值中枢下移风险。

图表 1：增资后华阅文化股东和股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2：骅威文化财务报表及预测**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>449</b>	<b>477</b>	<b>591</b>	<b>1,164</b>	<b>1,446</b>	<b>1,728</b>
增长率	0.25%	6.1%	23.9%	97.1%	24.3%	19.5%
营业成本	-334	-362	-316	-591	-725	-870
%销售收入	74.4%	75.8%	53.5%	50.8%	50.1%	50.3%
毛利	115	115	275	572	721	859
%销售收入	25.6%	24.2%	46.5%	49.2%	49.9%	49.7%
营业税金及附加	-5	-4	-6	-11	-14	-17
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-31	-43	-45	-92	-116	-136
%销售收入	6.8%	9.0%	7.6%	7.9%	8.0%	7.9%
管理费用	-44	-59	-107	-170	-207	-247
%销售收入	9.7%	12.4%	18.1%	14.6%	14.3%	14.3%
息税前利润 (EBIT)	36	9	117	299	385	458
%销售收入	8.0%	1.9%	19.8%	25.7%	26.6%	26.5%
财务费用	4	11	22	23	36	49
%销售收入	-1.0%	-2.3%	-3.7%	-2.0%	-2.5%	-2.8%
资产减值损失	-2	-1	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	0
投资收益	1	19	5	39	8	6
%税前利润	1.5%	52.4%	4.4%	10.9%	1.9%	1.3%
营业利润	39	37	126	361	430	514
营业利润率	8.8%	7.8%	21.3%	31.0%	29.7%	29.7%
营业外收支	-1	0	-4	-2	-2	-3
税前利润	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>122</b>	<b>359</b>	<b>427</b>	<b>511</b>
利润率	8.5%	7.8%	20.7%	30.8%	29.5%	29.6%
所得税	-6	-3	1	-19	-17	-18
所得税率	16.1%	8.8%	-0.7%	5.3%	3.9%	3.6%
净利润	32	34	123	340	411	493
少数股东损益	0	-1	2	2	2	4
归属于母公司的净利润	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>120</b>	<b>338</b>	<b>408</b>	<b>489</b>
净利率	7.1%	7.2%	20.4%	29.1%	28.2%	28.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	32	34	123	340	411	493
少数股东损益	0	-1	2	2	2	4
非现金支出	16	16	43	19	21	22
非经营收益	-1	-19	-18	-37	-6	-4
营运资金变动	-41	18	37	83	-75	-102
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7</b>	<b>49</b>	<b>187</b>	<b>406</b>	<b>353</b>	<b>412</b>
资本开支	65	25	49	13	19	21
投资	-8	-98	-696	0	0	0
其他	1	2	-2	39	8	6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-72</b>	<b>-121</b>	<b>-747</b>	<b>26</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>
股权募资	0	4	685	0	0	0
债权募资	0	0	-30	-1	0	0
其他	-14	-14	-16	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-14</b>	<b>-10</b>	<b>639</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-80</b>	<b>-83</b>	<b>79</b>	<b>431</b>	<b>342</b>	<b>398</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	444	362	439	868	1,208	1,602
应收款项	186	182	324	378	441	575
存货	65	80	205	192	251	310
其他流动资产	23	14	145	153	169	188
流动资产	719	638	1,114	1,591	2,069	2,675
%总资产	77.4%	64.4%	33.4%	51.6%	48.4%	54.8%
长期投资	0	131	173	173	173	173
固定资产	177	177	183	187	184	181
%总资产	19.1%	17.9%	5.5%	6.1%	4.3%	3.7%
无形资产	22	21	1,837	1,825	1,824	1,823
非流动资产	210	352	2,218	2,210	2,206	2,203
%总资产	22.6%	35.6%	66.6%	71.7%	51.6%	45.2%
<b>资产总计</b>	<b>928</b>	<b>990</b>	<b>3,332</b>	<b>3,802</b>	<b>4,275</b>	<b>4,878</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	23	60	177	302	344	435
其他流动负债	8	9	49	54	74	94
流动负债	31	69	226	355	419	528
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	1	1	1	1
<b>负债</b>	<b>31</b>	<b>69</b>	<b>227</b>	<b>357</b>	<b>420</b>	<b>530</b>
普通股股东权益	896	916	3,096	3,434	3,842	4,331
少数股东权益	2	5	9	11	13	17
<b>负债股东权益合计</b>	<b>928</b>	<b>990</b>	<b>3,332</b>	<b>3,802</b>	<b>4,275</b>	<b>4,878</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.227	0.122	0.280	0.393	0.475	0.569
每股净资产 (元)	6.362	3.253	7.201	3.994	4.469	5.037
每股经营现金净流 (元)	0.049	0.176	0.430	0.470	0.408	0.475
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.56%	3.75%	3.89%	9.85%	10.63%	11.29%
总资产收益率	3.44%	3.47%	3.61%	8.90%	9.55%	10.03%
投入资本收益率	6.69%	1.92%	4.72%	11.78%	14.95%	17.16%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	0.25%	6.14%	23.87%	97.06%	24.25%	19.52%
EBIT增长率	0.66%	-75.14%	1202.70%	155.39%	28.80%	18.98%
净利润增长率	-25.64%	7.59%	250.31%	181.07%	20.69%	19.79%
总资产增长率	-0.72%	6.63%	236.62%	14.08%	12.46%	14.10%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	129.4	135.5	149.6	110.0	102.0	112.6
存货周转天数	68.9	73.3	165.0	118.4	126.4	130.2
应付账款周转天数	34.7	17.1	24.8	23.9	23.0	23.6
固定资产周转天数	108.5	135.1	111.2	58.1	47.0	38.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-49.51%	-39.24%	-14.10%	-25.20%	-31.33%	-36.84%
EBIT利息保障倍数	-8.4	-0.8	-5.4	-13.1	-10.6	-9.3
资产负债率	3.32%	6.95%	6.83%	9.39%	9.82%	10.86%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**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%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。