



## 盈利能力显著提升，精品剧龙头估值低位

20170227

强烈推荐

(维持)

传媒行业

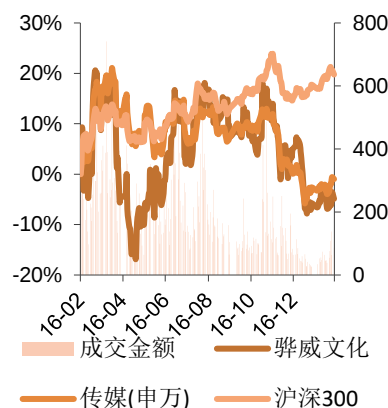
李亚军(分析师) 肖明亮(研究助理)  
电话: 020-88863187 020-88831179  
邮箱: liyj@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310516060001 A1310115100005

**事件:** 公司预告 2016 年实现营收 8.13 亿元，同比增长 37.6%，实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 165.21%，基本每股收益 0.37 元/股，同比增长 165.14%。

### 点评:

- **盈利提升、控费见效，剧、游业务增长以及传统业务剥离贡献业绩:** 2016 年第一波及梦幻星生园依然都在业绩对赌期（合计 2016 年对赌业绩 2.64 亿元），业绩增长可观，同时由于公司 9 月出售骅星科技股权预计带来 7400 万利润增量，带来业绩高速增长。此外，**公司盈利水平显著提升，三费控制取得成效:** 2016 年公司毛利率/净利率水平稳健提升，由 2015 年 40%左右和 20%突破 2016 年的 50%和 25-30%，销售费用率由 2015 年的 7.6%下降到 2016Q2\Q3 不到 5%，管理费用率由 2015 年的 18-23%下降到 2016Q2\Q3 的 15-16%左右。因此，公司业绩的快速增长源于费率有效控制以及精品剧品牌效应下盈利能力的显著提升，2016 年公司游戏和精品电视剧业务稳健增长。
- **深化 IP 运营，精品剧能力持续获得验证:** 游戏方面，2017 年第一波对赌到期，公司通过进一步绑定付强、第一波，积极推动与 360 联合的多方 IP 运营合作，进一步夯实公司优质 IP 的运营基础，有利于公司在泛娱乐产业链的上游内容端+网文 IP 端进一步强化先发布局优势，同时也意味着付强携手公司合作的利益更加趋同，资源绑定更加牢靠；精品剧方面，公司携手顶级 IP 资源与优质精品剧制作团队和星级卫视及在线视频发行的渠道积累，奠定了公司精品剧制作能力在市场优势地位，此前《放弃我抓紧我》获得热播（放映 23 天全网热播 70 亿次），《那片星空那片海》第一季也获得市场高度关注，验证公司精品剧制作能力，梦幻星生园业绩增长可持续。
- **全产业链拓展持续推进，当前估值处于低位:** 当前公司在游戏、精品剧领域深耕，IP 多层次开发也在逐步推进，此前剥离骅星科技表明公司层面彻底转型泛娱乐板块，围绕 IP 运营平台，绑定顶级网文作家从而获得优质 IP，将进一步拓展布局泛娱乐板块的其他环节。当前内容公司经过去年以来的估值回调，当前估值已经处于低位，龙头内容制作公司充分受益于网络端付费用户高速增长带来的网络渠道采购能力增强，看好板块轮动下龙头内容公司的估值修复。
- **盈利预测与估值:** 暂不考虑其他外延假设情况下，预计 2016-2018 年公司净利润为 3.19/4.03/4.9 亿元，每股收益为 0.37/0.47/0.57 元/股；对应当前股价 PE 为 32/25/21 倍，**估值偏低内生稳健，维持强烈推荐。**
- **风险提示:** 游戏业务推进缓慢、外延并购不达预期。

### 股价走势



### 股价表现

| 涨跌 (%) | 1M  | 3M    | 6M    |
|--------|-----|-------|-------|
| 骅威文化   | 0.9 | -14.0 | -18.9 |
| 传媒行业   | 1.7 | -10.9 | -11.9 |
| 沪深 300 | 1.7 | -3.3  | 4.2   |

### 基本资料

|          |        |
|----------|--------|
| 总市值 (亿元) | 101    |
| 总股本 (亿股) | 8.6    |
| 流通股比例    | 52.88% |
| 资产负债率    | 11.62% |
| 大股东      | 郭祥彬    |
| 大股东持股比例  | 26.89% |

### 相关报告

- \*广证恒生传媒行业-骅威文化（002502）深度报告：优质 IP 全产业链变现，外延持续可期 - 20160711
- \*广证恒生传媒行业-骅威文化（002502）点评报告：业绩高增长，发债融资助推外延拓展 - 20160821
- \*广证恒生传媒行业-骅威文化（002502）点评报告：剥离玩具轻装上阵，期待外延整合加速推进 - 20160927

| 主要财务指标    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 590.57  | 813.05  | 1005.92 | 1239.86 |
| 同比(%)     | 23.87%  | 37.67%  | 23.72%  | 23.26%  |
| 归母净利(百万元) | 120.35  | 318.77  | 403.43  | 490.26  |
| 同比(%)     | 250.31% | 164.87% | 26.56%  | 21.52%  |
| 毛利率(%)    | 46.50%  | 55.87%  | 60.85%  | 60.56%  |
| ROE(%)    | 5.98%   | 9.65%   | 12.39%  | 17.44%  |
| 每股收益(元)   | 0.14    | 0.37    | 0.47    | 0.57    |
| P/E       | 41.80   | 31.56   | 24.94   | 20.52   |
| P/B       | 1.62    | 2.88    | 3.35    | 3.86    |
| EV/EBITDA | 6.06    | 24.71   | 21.39   | 18.89   |

## 附录：公司财务预测表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        | 会计年度            | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
| <b>流动资产</b>    | 1114        | 1477         | 1008         | 862          | <b>营业收入</b>     | 591         | 813          | 1006         | 1240         |
| 现金             | 439         | 936          | 335          | 1            | 营业成本            | 316         | 359          | 394          | 489          |
| 应收账款           | 309         | 349          | 443          | 575          | 营业税金及附加         | 6           | 6            | 7            | 10           |
| 其它应收款          | 6           | 8            | 10           | 12           | 营业费用            | 45          | 53           | 65           | 81           |
| 预付账款           | 45          | 26           | 31           | 48           | 管理费用            | 107         | 122          | 156          | 192          |
| 存货             | 205         | 117          | 134          | 152          | 财务费用            | -22         | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 111         | 42           | 55           | 74           | 资产减值损失          | 18          | 18           | 8            | 8            |
| <b>非流动资产</b>   | 2218        | 2254         | 2311         | 2377         | 公允价值变动收益        | -0          | -0           | -0           | -0           |
| 长期投资           | 114         | 114          | 114          | 114          | 投资净收益           | 5           | 20           | 50           | 50           |
| 固定资产           | 183         | 247          | 293          | 346          | <b>营业利润</b>     | 126         | 275          | 425          | 510          |
| 无形资产           | 28          | 34           | 38           | 42           | 营业外收入           | 3           | 75           | 5            | 7            |
| 其他             | 1893        | 1859         | 1867         | 1874         | 营业外支出           | 7           | 4            | 4            | 5            |
| <b>资产总计</b>    | 3332        | 3731         | 3319         | 3239         | <b>利润总额</b>     | 122         | 347          | 426          | 512          |
| <b>流动负债</b>    | 226         | 226          | 310          | 624          | 所得税             | -1          | 28           | 23           | 22           |
| 短期借款           | 0           | 0            | 0            | 270          | <b>净利润</b>      | 123         | 319          | 403          | 490          |
| 应付账款           | 28          | 22           | 25           | 35           | 少数股东损益          | 2           | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 198         | 204          | 285          | 319          | <b>归属母公司净利润</b> | 120         | 319          | 403          | 490          |
| <b>非流动负债</b>   | 1           | 0            | 1            | 1            | EBITDA          | 147         | 370          | 455          | 547          |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | EPS (摊薄)        | 0.14        | 0.37         | 0.47         | 0.57         |
| 其他             | 1           | 0            | 1            | 1            |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 228         | 227          | 311          | 625          | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 9           | 9            | 9            | 9            | <b>会计年度</b>     | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |
| 股本             | 430         | 860          | 860          | 860          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 2321        | 1972         | 1112         | 252          | 营业收入增长率         | 23.9%       | 37.7%        | 23.7%        | 23.3%        |
| 留存收益           | 345         | 664          | 1027         | 1493         | 营业利润增长率         | 238.2%      | 119.1%       | 54.4%        | 19.9%        |
| 归属母公司股东权益      | 3096        | 3496         | 2999         | 2605         | 归属于母公司净利润增长率    | 250.3%      | 164.9%       | 26.6%        | 21.5%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 3332        | 3731         | 3319         | 3239         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |             |              |              |              | 毛利率             | 46.5%       | 55.9%        | 60.9%        | 60.6%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 20.8%       | 39.2%        | 40.1%        | 39.5%        |
| <b>单位:百万元</b>  |             |              |              |              | ROE             | 6.0%        | 9.6%         | 12.4%        | 17.4%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | ROIC            | 4.0%        | 9.1%         | 13.4%        | 17.0%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 184         | 451          | 333          | 332          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 123         | 319          | 403          | 490          | 资产负债率           | 6.8%        | 6.1%         | 9.4%         | 19.3%        |
| 折旧摊销           | 25          | 23           | 29           | 35           | 净负债比率           | 0.00%       | 0.00%        | 0.00%        | 43.26%       |
| 财务费用           | -22         | 0            | 0            | 0            | 流动比率            | 4.93        | 6.53         | 3.25         | 1.38         |
| 投资损失           | -5          | -20          | -50          | -50          | 速动比率            | 4.02        | 6.02         | 2.82         | 1.14         |
| 营运资金变动         | 37          | 135          | -48          | -147         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其它             | 27          | -6           | -1           | 3            | 总资产周转率          | 0.27        | 0.23         | 0.29         | 0.38         |
| <b>投资活动现金流</b> | -747        | -34          | -34          | -52          | 应收账款周转率         | 2.44        | 2.47         | 2.54         | 2.44         |
| 资本支出           | -49         | -80          | -67          | -79          | 应付账款周转率         | 14.72       | 14.36        | 16.63        | 16.30        |
| 长期投资           | 197         | 39           | -6           | -9           | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他             | -895        | 6            | 39           | 36           | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.14        | 0.37         | 0.47         | 0.57         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 637         | 81           | -900         | -614         | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.43        | 0.52         | 0.39         | 0.39         |
| 短期借款           | 0           | 0            | 0            | 270          | 每股净资产 (最新摊薄)    | 7.20        | 4.07         | 3.49         | 3.03         |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 148         | 430          | 0            | 0            | P/E             | 41.80       | 31.56        | 24.94        | 20.52        |
| 资本公积金增加        | 1925        | -349         | -860         | -860         | P/B             | 1.62        | 2.88         | 3.35         | 3.86         |
| 其他             | -1437       | -0           | -40          | -25          | EV/EBITDA       | 6.06        | 24.71        | 21.39        | 18.89        |
| <b>现金净增加额</b>  | 74          | 497          | -601         | -334         |                 |             |              |              |              |

## 机构销售团队

| 区域     | 姓名  | 移动电话            | 电子邮箱                   |
|--------|-----|-----------------|------------------------|
| 华北机构销售 | 张岚  | (86)18601241803 | zhanglan@gzgzhs.com.cn |
|        | 褚颖  | (86)13552097069 | chuy@gzgzhs.com.cn     |
|        | 李婉秋 | (86)18611153323 | liwq@gzgzhs.com.cn     |
| 上海机构销售 | 王静  | (86)18930391061 | wjing@gzgzhs.com.cn    |
| 广深机构销售 | 步娜娜 | (86)18320711987 | bunn@gzgzhs.com.cn     |
|        | 廖敏华 | (86)13632368942 | liaomh@gzgzhs.com.cn   |
|        | 吴昊  | (86)15818106172 | wuhao@gzgzhs.com.cn    |
| 战略与拓展部 | 李文晖 | (86)13632319881 | liwh@gzgzhs.com.cn     |
|        | 姚澍  | (86)15899972126 | yaoshu@gzgzhs.com.cn   |

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。