

骅威文化 (002502)

证券研究报告

2017年04月04日

星生园业绩靓丽展匠心价值，IP运营平台持续搭建

骅威文化 2016 年实现营收 8.12 亿元，同比增长 37.54%，归属于上市公司股东净利润 3.03 亿元，同比增长 151.78%，扣非后净利润 2.24 亿元，同比增长 80.47%，业绩符合预期。公司非经常损益主要来自转让从事玩具制造的全资子公司骅星科技 100%股权收益，文化子公司梦幻星生园/第一波/风云互动 16 年分别实现归母净利润（不考虑业绩奖励）1.79 亿元/1.33 亿元/4778 万元；净利润与业绩快报相比 1616 万元差异主要为计提对于子公司超业绩承诺的奖励（第一波/梦幻星生园/风云互动如果承诺期实际实现净利润总和高于承诺净利润总和，超出部分 40%作为奖励对价，第一波考虑业绩奖励归母净利润计提 115 万元，梦幻星生园考虑业绩奖励归母净利润计提 902 万元，风云互动考虑业绩奖励归母净利润计提 112 万元）。

2017Q1 公司预计实现净利润 7957.97 万元-9488.35 万元，同比增长 160%-210%。

影视业务方面，梦幻星生园继续打造面向都市女性的精致言情剧，口碑与商业价值并进，实现业绩大幅超对赌。2016 年公司影视剧制作营业收入 4.36 亿元（同比 53.6%），毛利率 43.82%（比上年同期下降 1.99%），若不考虑业绩奖励计提的影响，星生园 16 年归母净利润 1.79 亿元，扣非后净利润 1.6 亿元（业绩承诺 1.34 亿）。

游戏业务方面，第一波通过游戏业务深入挖掘 IP 价值，同时公司收购风云互动剩余 49.6%股权，完善游戏产业链布局。2016 年公司游戏业务营业收入 2.69 亿元（同比 31.39%），毛利率 85.50%（比上年同期增长 7.79%）；若不考虑业绩奖励计提的影响，第一波 16 年归母净利润 1.33 亿元，扣非后净利润 1.33 亿元（业绩承诺 1.3 亿）；风云互动（剩余 49.6%股权 16 年 12 月公告收购）16 年归母净利润 4778 万元，扣非后净利润 4780 万元（业绩承诺 4500 万元）。

在整体产业布局方面，骅威文化围绕 IP 运营积极布局。公司在 16 年完成玩具制造业务剥离，向互联网文化方向彻底转型；全资子公司第一波与奇虎 360 合作成立华阅文化，共同打造互联网文学平台，一方面绑定付强为代表的核心人才，另一方面强势资本加入为公司提供中长线发展空间。

投资建议：根据公司公告，骅威文化 2017Q1 预计同比增长 160%-210%，一季报靓丽表现为 2017 年全年业绩奠定良好基础，我们判断梦幻星生园有望继续大幅超对赌，第一波对赌结束后将继续为公司带来一定量级的业绩贡献，风云互动 49.6%剩余股权并入将支撑 17 年整体内生业绩。不考虑外延预期，我们预计骅威文化 2017-2019 年归母净利润分别为 3.54 亿元/4.22 亿元/5.03 亿元，同比增长 17%/19%/19%。考虑传媒板块整体估值变化，给予骅威文化 6 个月目标市值 140，目标价 16.28 元，维持买入评级。

风险提示：电视剧项目销售不达预期，游戏流水不达预期，并购整合风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	590.57	812.27	980.91	1,194.94	1,445.83
增长率(%)	23.87	37.54	20.76	21.82	21.00
EBITDA(百万元)	125.23	338.55	380.74	448.22	522.36
净利润(百万元)	120.35	303.02	354.33	422.29	502.69
增长率(%)	250.31	151.78	16.93	19.18	19.04
EPS(元/股)	0.14	0.35	0.41	0.49	0.58
市盈率(P/E)	80.88	32.12	27.47	23.05	19.36
市净率(P/B)	3.14	3.09	2.78	2.48	2.20
市销率(P/S)	16.48	11.98	9.92	8.15	6.73
EV/EBITDA	83.27	30.08	23.28	18.45	15.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.32 元
目标价格	16.28 元
上次目标价	20.93 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	859.83
流通 A 股股本(百万股)	486.97
A 股总市值(百万元)	9,733.26
流通 A 股市值(百万元)	5,512.49
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	12.32
一年内最高/最低(元)	30.95/11.10

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 联系人
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

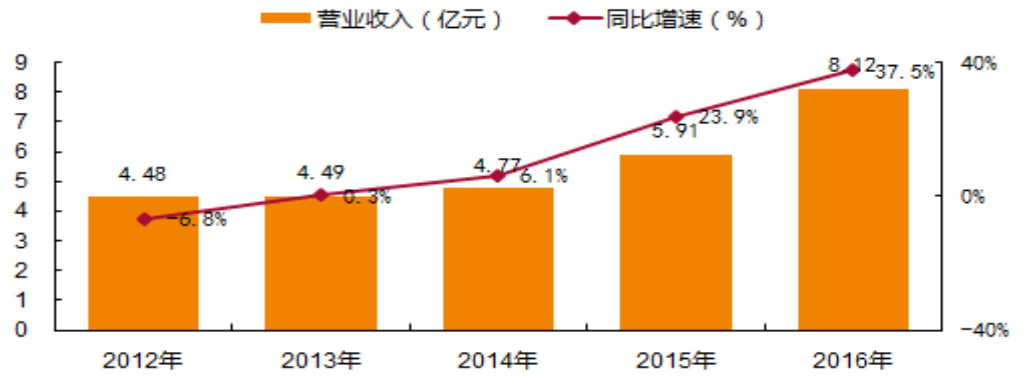
相关报告

- 《骅威文化-公司点评:携手奇虎 360, 共同打造互联网阅读平台》 2016-12-13
- 《骅威文化-季报点评:前三季度净利润 1.57 亿, 梦幻星生园带来电视剧板块突破式增长》 2016-11-02
- 《骅威文化-公司点评:剥离玩具聚焦文化, 开启全新发展征程》 2016-09-28

1. 骅威文化 2016 年年报财务数据概览

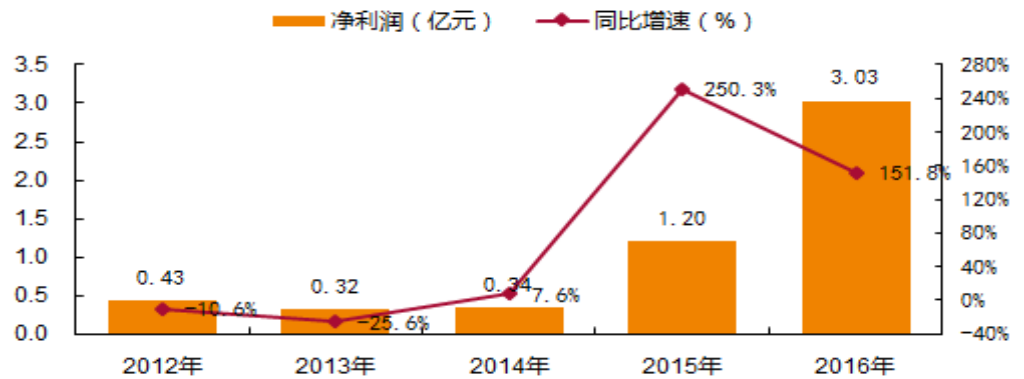
2016 年公司实现营业收入 8.12 亿元，比上年同期增长 37.54%；归属于上市公司股东的净利润 3.03 亿元，比上年同期增长 151.78%。扣非后净利润 2.24 亿元，同比增长 80.47%。

图 1：骅威文化 2012 年-2016 年营业收入及增速



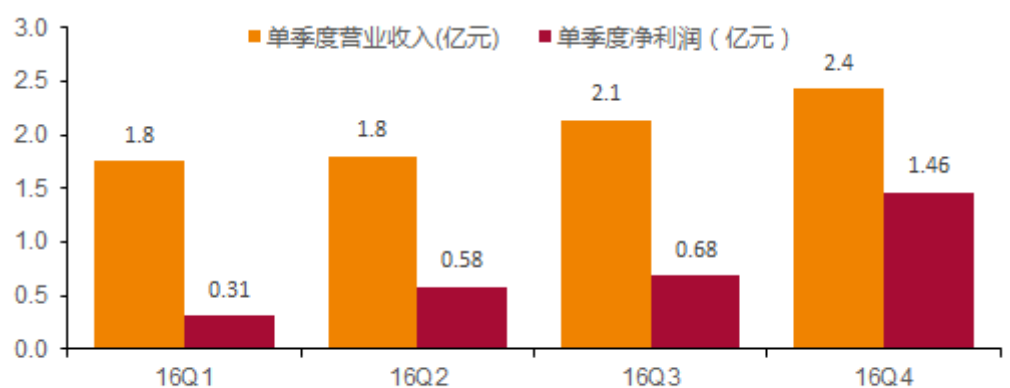
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：骅威文化 2012 年-2016 年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：骅威文化 2016 年单季度营收和净利润

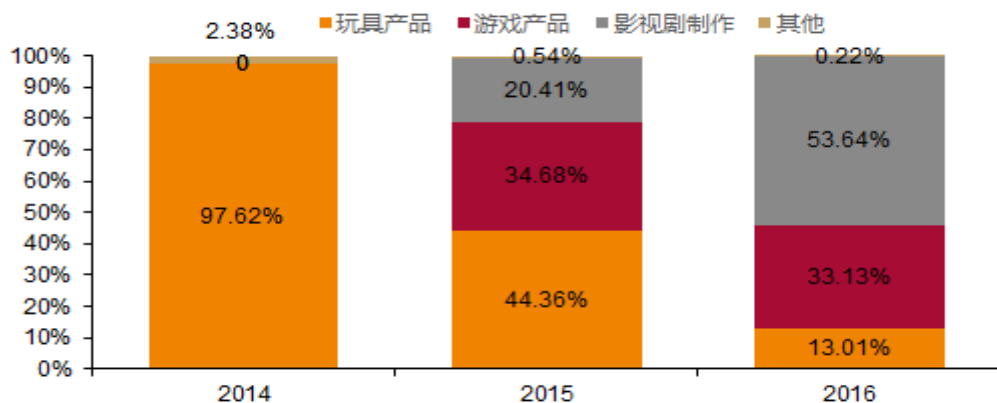


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从公司分业务收入构成来看，影视剧为公司收入的第一大来源，所占比重由 2015 年的 20.41% 上升到 53.64%；游戏产品所占比重为 33.13% 与 2015 年基本持平；玩具产品 16

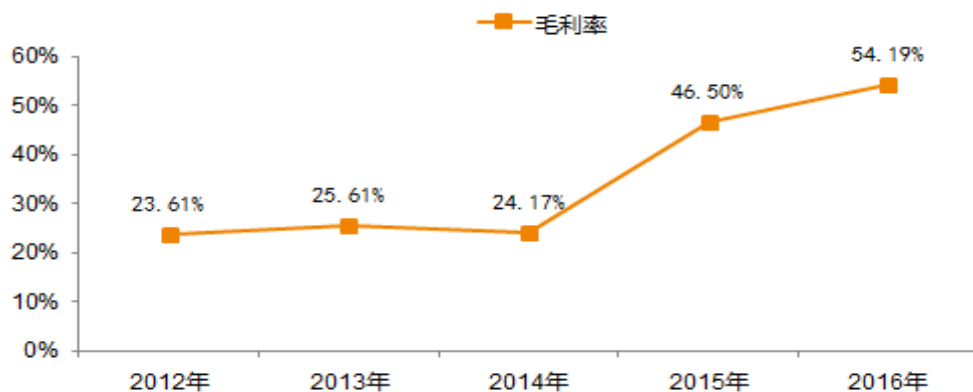
年占比 13.01%。

图 4：骅威文化 2014-2016 年分项业务收入比重



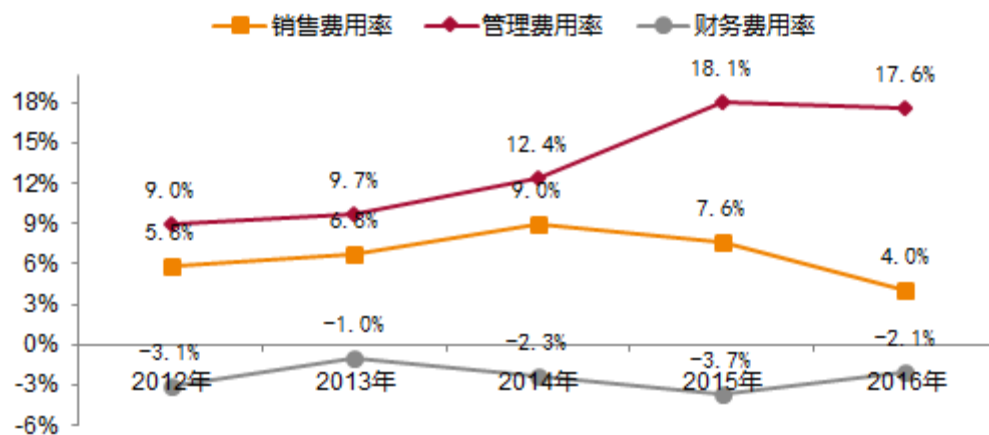
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：骅威文化 2012-2016 年毛利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：骅威文化 2012-2016 年三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在研发费用方面，公司加大了网络游戏和影视作品的研发投入，网络游戏业务组建自有研发团队，研发了《雪鹰领主》等多款网络游戏和手机游戏，影视作品推出《放弃我抓紧我》、《那片星空那片海》等作品，对公司业务将产生积极影响。

表 1: 公司研发投入情况

	2016 年	2015 年	变动比例
研发人员数量 (人)	232	244	-4.92%
研发人员数量占比	74.84%	19.98%	54.86%
研发投入金额 (万元)	5263.88	3898.64	35.02%
研发投入占营业收入比例	6.48%	6.60%	-0.12%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 2016 年业务发展: 梦幻星生园精品剧作不断, 第一波牵手 360 打造互联网文学平台

2.1. 影视业务情况

2016 年, 公司全资子公司梦幻星生园坚持创造精品内容的“初心”, 以“年轻化、白领化和女性化”的客户群为目标, 专注于为目标客户群创作优秀的“精品言情剧”。星生园在 2016 年制作完成和新投拍制作的电视剧包括《放弃我抓紧我》、《那片星空那片海》第一季、《那片星空那片海》第二季, 其中原创剧《放弃我抓紧我》是 2016 年度拿下门户焦点图最多的电视剧, 播出期间同时段收视率三网第一, 全网播出量超 90 亿;《那片星空那片海》在 2017 年 1 月 1 日-3 月 14 日卫视周播剧目平均收视排行中位列第二。

表 2: 2016 年梦幻星生园制作完成和新投拍制作的电视剧情况

剧名	题材	集数	投资比例	主要演职演员
《放弃我抓紧我》	都市爱情	39	95%	导演: 邓衍成、阮惟新、陈国华 主演: 陈乔恩、王凯、乔任梁、陈燃、张轩睿
《那片星空那片海》 第一季	现代魔幻 爱情	32	100%	导演: 卫翰韬、邓衍成、胡明凯、阮惟新 主演: 冯绍峰、郭碧婷、黄明、王阳明、王萌黎
《那片星空那片海》 第二季	现代魔幻 爱情	34	100%	导演: 卫翰韬、邓伟恩、温伟基、何振华 主演: 冯绍峰、郭碧婷、黄宗泽

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 3: 2017 年 1 月 1 日-3 月 14 日周播剧目平均收视排行

年度排名	名称	频道	开播日期	收视率%	市场份额%
1	漂亮的李慧珍	湖南卫视	2017-1-2	0.982	5.51
2	那片星空那片海	湖南卫视	2017-2-6	0.756	4.65
3	彩虹月亮一	安徽卫视	2017-1-30	0.411	2.02

资料来源: tviv.hk, 天风证券研究所

图 7: 《放弃我抓紧我》和《那片星空那片海》剧照



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2.2. 游戏业务情况

2016 年，公司全资子公司第一波相继研发、运营推出了《超凡三国》手游、《雪鹰领主》手游、《斗罗大陆 3D》页游、《校花的贴身高手》页游、《雪鹰领主》页游。第一波正在运营的手游有《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》、《莽荒纪 II》、《校花的贴身高手》、《新莽荒纪》、《雪鹰领主》，页游有《莽荒纪》、《斗罗大陆 3D》、《校花的贴身高手》、《雪鹰领主》。公司已组建了游戏发行团队，独立发行《超凡三国》手游、《雪鹰领主》手游两款游戏。同时，公司也开始进行联运业务，联运代理了包括《逆乾坤》、《艾德尔战记》、《死亡阴影》、《武林群侠传》等多款游戏。

2.3. IP 运营情况

公司围绕 IP 游戏主业，以 3.1 亿元收购风云互动 49.6005% 的股权，风云互动成为公司全资子公司，有利于与第一波的密切合作，增强公司游戏业务板块盈利能力。

全资子公司第一波与奇虎 360 合作成立华阅文化，主要致力于互联网阅读及相关业务。今后第一波将继续实践 IP 全方位运营战略，以 IP 为核心，以游戏运营和网络平台为基础，进行动漫、影视、网文小说、周边等多领域、跨平台的商业拓展。

3. 2017 年“精品影视+精品游戏”并进，继续深化 IP 运营

2017 年，公司将深化以 IP 运营和创新的互联网文化传媒发展战略，打造基于以优质 IP 运营为载体、以内容创新为核心，集动漫影视、网络游戏、周边衍生产品等为一体多元互联的综合性互联网文化集团公司，充分发挥“精品影视+精品游戏”优势，实现 IP 引领价值最大化。

3.1. 梦幻星生园坚持工匠精神，创造更多影视精品

2017 年，公司全资子公司梦幻星生园继续以 IP 改编和创造为基础，进一步通过激励方式，不断挖掘内部创作人才的发展潜力，始终以“精品言情”作为作品定位，按计划完成《那片星空那片海》第二、三季的基础上，力争多创造 1-3 部新的优秀作品。

表 4：2017 年公司电视剧生产计划：

剧名	开机时间	拍摄或制作进度	主要演职演员
《那片星空那片海》第二季	2016 年 11 月 2 日	后期制作	导演：卫翰韬、邓伟恩、温伟基、何振华 主演：冯绍峰、郭碧婷、黄宗泽、王阳明、李炳辉
《那片星空那片海》第三季	2017 年下半年	筹备中	待定
《明星大王》	2017 年下半年	筹备中	待定

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年，梦幻星生园还将继续加大演艺经纪业务的投入，除签约影视圈较有名度的艺人外，还将重点拟签专业院校在校或即将毕业的高颜值年轻全约艺人，以更好的适应目前市场各类网络剧、IP 概念剧的主演需求。同时通过综艺栏目、网络剧等新型内容模式挖掘艺人、培养新人，为公司储备大量的演艺人才，撬动更多的影视内容投资机会。

3.2. 提升 IP 运营和游戏研发能力

游戏运营方面,2017 年第一波将深入以 IP 运营及内容创新为核心,继续挖掘已有 IP 价值,重点运营《雪鹰领主》、《莽荒纪》两个 IP。同时,根据市场和公司发展情况,进一步引进新的优秀 IP,打造移动互联网 IP 运营新平台。

游戏研发方面,风云互动将围绕 ARPG 游戏项目为核心,不断沉淀积累经验,打造具有风云特色的创新型 ARPG 玩法和包装的游戏,并布局多种类型游戏,持续拓展 H5 游戏领域,将公司打造成为拥有多项核心研发技术的综合型游戏公司。

第一波自有研发团队将立项研发一款回合制手游《逐风者之怒》,计划在 2017 年上线运营。由风云互动研发 H5 游戏《热血修仙》、《智力大作战》、《莽荒纪-纪宁传奇》、《风云捕鱼高手》、《校花的贴身高手》、《雪鹰领主》等,页游《风云捕鱼高手》、《斗罗大陆之史莱克七怪》、《莽荒纪 2》、《新校花的贴身高手》,手游《风云捕鱼高手》等。其中页游《风云捕鱼高手》已在腾讯平台上线测试,《智力大作战》游戏上线测试对接中,其他游戏将根据研发进度安排上线测试、运营。

3.3. 做好投资项目管理,继续实施并购重组工作

公司继续围绕优质 IP 运营和发展,完善产业链布局,认真做好项目甄选和研究工作,从公司主业的纵向和横向两个维度去发现优秀团队和项目,通过并购重组方式,让公司主业更丰满和更有竞争力,从而实现公司业绩的可持续增长。

4. 投资建议

根据公司公告,骅威文化 2017Q1 预计同比增长 160%-210%,一季报靓丽表现为 2017 年全年业绩奠定良好基础,我们判断梦幻星生园有望继续大幅超对赌,第一波对赌结束后将继续为公司带来一定量级的业绩贡献,风云互动 49.6%剩余股权并入将支撑 17 年整体内生业绩。不考虑外延预期,我们预计骅威文化 2017-2019 年归母净利润分别为 3.54 亿元/4.22 亿元/5.03 亿元,同比增长 17%/19%/19%。考虑传媒板块整体估值变化,给予骅威文化 6 个月目标市值 140,目标价 16.28 元,维持买入评级。

风险提示: 电视剧项目销售不达预期,游戏流水不达预期,并购整合风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	438.79	802.79	776.65	1,354.76	1,590.34	营业收入	590.57	812.27	980.91	1,194.94	1,445.83
应收账款	314.28	225.40	518.83	316.29	694.17	营业成本	315.96	372.11	420.32	525.02	647.97
预付账款	44.52	27.50	33.57	55.33	54.42	营业税金及附加	5.95	7.23	9.08	11.25	13.29
存货	205.49	296.28	75.60	473.42	120.73	营业费用	44.74	32.89	39.53	47.80	57.83
其他	110.80	21.18	41.98	69.16	42.00	管理费用	106.84	143.36	146.16	176.85	216.87
流动资产合计	1,113.88	1,373.15	1,446.62	2,268.97	2,501.67	财务费用	(21.61)	(16.85)	(13.85)	(19.11)	(28.06)
长期股权投资	114.23	178.72	178.72	178.72	178.72	资产减值损失	18.11	19.43	1.50	1.50	1.50
固定资产	183.06	91.80	82.65	73.50	64.34	公允价值变动收益	(0.21)	0.96	0.57	(0.06)	(0.15)
在建工程	0.00	2.06	2.06	2.06	2.06	投资净收益	5.37	81.46	5.00	5.00	5.00
无形资产	28.08	3.30	1.61	0.00	0.00	其他	(10.32)	(164.84)	(11.14)	(9.88)	(9.70)
其他	1,892.84	1,962.73	1,969.95	1,963.77	1,956.14	营业利润	125.74	336.53	383.74	456.56	541.27
非流动资产合计	2,218.21	2,238.62	2,235.00	2,218.04	2,201.26	营业外收入	3.01	22.46	8.81	11.43	14.24
资产总计	3,332.09	3,611.77	3,681.61	4,487.01	4,702.93	营业外支出	6.76	3.40	3.79	4.65	3.95
短期借款	0.00	0.00	30.00	0.00	0.00	利润总额	121.99	355.59	388.77	463.34	551.56
应付账款	97.88	121.39	51.32	203.86	117.16	所得税	(0.81)	23.68	27.21	32.43	38.61
其他	128.19	181.43	34.01	270.01	38.89	净利润	122.80	331.90	361.56	430.91	512.95
流动负债合计	226.07	302.83	115.33	473.87	156.05	少数股东损益	2.46	28.89	7.23	8.62	10.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	120.35	303.02	354.33	422.29	502.69
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.14	0.35	0.41	0.49	0.58
其他	1.46	142.10	47.85	63.80	84.59						
非流动负债合计	1.46	142.10	47.85	63.80	84.59						
负债合计	227.53	444.93	163.18	537.67	240.64						
少数股东权益	9.23	12.46	19.70	28.31	38.57	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	429.91	859.83	859.83	859.83	859.83	成长能力					
资本公积	2,320.53	1,636.36	1,636.36	1,636.36	1,636.36	营业收入	23.87%	37.54%	20.76%	21.82%	21.00%
留存收益	2,665.73	2,284.58	2,638.91	3,061.20	3,563.89	营业利润	238.19%	167.64%	14.03%	18.98%	18.55%
其他	(2,320.85)	(1,626.40)	(1,636.36)	(1,636.36)	(1,636.36)	归属于母公司净利润	250.31%	151.78%	16.93%	19.18%	19.04%
股东权益合计	3,104.56	3,166.84	3,518.43	3,949.34	4,462.29	获利能力					
负债和股东权益总	3,332.09	3,611.77	3,681.61	4,487.01	4,702.93	毛利率	46.50%	54.19%	57.15%	56.06%	55.18%
						净利率	20.38%	37.30%	36.12%	35.34%	34.77%
						ROE	3.89%	9.61%	10.13%	10.77%	11.36%
						ROIC	19.69%	11.65%	15.43%	15.47%	19.41%
						偿债能力					
						资产负债率	6.83%	12.32%	4.43%	11.98%	5.12%
						净负债率	-9.45%	-6.67%	-10.17%	-16.29%	-18.31%
						流动比率	4.93	4.53	12.54	4.79	16.03
						速动比率	4.02	3.56	11.89	3.79	15.26
						营运能力					
						应收账款周转率	2.38	3.01	2.64	2.86	2.86
						存货周转率	4.14	3.24	5.28	4.35	4.87
						总资产周转率	0.27	0.23	0.27	0.29	0.31
						每股指标(元)					
						每股收益	0.14	0.35	0.41	0.49	0.58
						每股经营现金流	0.21	0.34	-0.08	0.68	0.24
						每股净资产	3.60	3.67	4.07	4.56	5.14
						估值比率					
						市盈率	80.88	32.12	27.47	23.05	19.36
						市净率	3.14	3.09	2.78	2.48	2.20
						EV/EBITDA	83.27	30.08	23.28	18.45	15.42
						EV/EBIT	100.15	31.86	23.96	18.91	15.69

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com