

## 骅威文化(002502)/文化传媒

## 定增助力精品内容生产, 鼓励增持加强利益协同

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 9.69

目标价格: 11.45

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

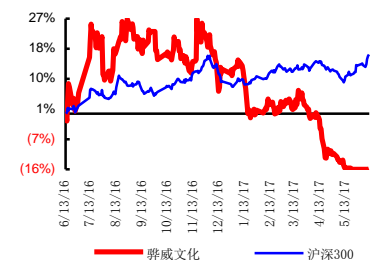
联系人: 臧琨

电话:

Email: zangkun@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	860
流通股本(百万股)	506
市价(元)	9.69
市值(百万元)	8,332
流通市值(百万元)	4,902

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 【中泰传媒】骅威文化(002502)2016年业绩快报点评: 业绩基本符合预期, 着力打造IP商业化运营平台
- 2 【中泰传媒】骅威文化(002502.SZ)跟踪点评: 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
- 3 【中泰传媒】骅威文化(002502.SZ)跟踪点评: 拟收购49.6%风云互动股权, 提升研发能力, 绑定核心成员

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	590.57	812.27	1,099.54	1,351.26	1,551.51
增长率 yoy%	23.87%	37.54%	35.37%	22.89%	14.82%
净利润	120.35	303.02	379.91	472.16	512.70
增长率 yoy%	250.31%	151.78%	25.38%	24.28%	8.59%
每股收益(元)	0.28	0.35	0.44	0.55	0.60
每股现金流量	0.43	0.34	0.44	1.28	0.74
净资产收益率	3.89%	9.64%	10.78%	11.81%	11.37%
P/E	91.09	36.66	21.93	17.65	16.25
PEG	0.36	0.24	0.86	0.73	1.89
P/B	3.54	3.53	2.36	2.08	1.85

备注: 总股本未考虑定向增发。

**投资要点**

- **事件:** 1) 2017年5月25日, 骅威文化发布公告, 拟向天润数娱出售其持有的拇指玩30%股份, 总对价2.27亿, 其中现金9083万, 股份1.36亿, 此交易尚需证监会核准; 2) 6月9日, 公司发布公告, 拟以非公开发行股票的方式募集12亿元, 发行股份不超过1.72亿股, 全部用于公司电视剧及网剧的制作; 3) 6月12日, 公司发布公告, 实际控制人郭祥彬倡议公司员工增持公司股票, 并且承诺若增持后持有12个月并在职, 给予员工10%的收益保底, 不足部分由其补足。
- **点评:**
- **出售子公司拇指玩, 产生约1.47亿元投资收益, 公司将更专注于基于优质IP的“精品剧+精品游戏”的互联网文化领域。** 本次交易骅威文化将收到现金9083万, 天润数娱A股股票1044.46万股, 合计1.36亿元(13.05元/股), 以2016年底拇指玩30%股权以权益法计算账面价值为7965.4万元, 本次交易将产生约1.47亿元税前投资收益(股票部分以发行价格13.05元计算)。拇指玩是一家以游戏发行为主的游戏公司, 2016年收入2.18亿, 净利润4373万, 本次资产出售, 一方面公司将获得9000万现金, 另一方面公司目前的战略是基于优质IP的精品剧制作和精品游戏研发, 我们认为, 剥离以发行为主的拇指玩, 能够使公司更专注于内容的制作和研发, 有利于其持续深耕互联网文化内容领域。
- **定增12亿元全部投入电视剧和网剧制作, 以资金支持梦幻星生园影视局业务, 夯实公司精品剧制作市场地位。** 公司拟定增12亿元, 全部用于公司子公司梦幻星生园的影视剧项目制作, 其中包括4部电视剧、5部网络剧, 共投资20.38亿元, 其中公司投入18.81亿。我们认为, 一方面梦幻星生园作为国内第一梯队的精品剧制作公司, 出品了包括《煮妇神探》、《放弃我, 抓紧我》和《那片星空那片海》等头部作品, 目前精品剧市场采购价格不断创新高, 但制作成本也在逐步上升, 需要相关制作公司拥有较强资金实力, 本次定增将为梦幻星生园提供充足流动资金, 为其后续精品内容制作夯实基础; 另一方面, 2017年是公司子公司梦幻星生园业绩承诺最后一年, 定增资金的注入也将保证期业绩在对赌结束后保持持续稳定增长。
- **倡议员工增持, 给予相关保底, 增强员工与股东利益协同。** 公司实际控制人郭祥彬倡议公司员工增持公司股票, 并且承诺若增持后持有12个月并在职, 给予员工10%的收益保底, 不足部分由其补足, 其中额度上限: 普通员工级人员10万元/人, 主管级人员20万元/人, 中层管理人员(经理级)

50 万元/人，子公司副总经理级人员 200 万元/人，子公司总经理和公司董监高人员 500 万元/人，结合公司 2016 年年报，我们预计本次增持上限在 1.2-1.5 亿元之间，占公司目前总市值的 1.44%-1.8%左右。我们认为，大股东鼓励员工增持，并签订 10% 保底协议，可以更深层次绑定公司股东、管理人员及员工之间的利益，增强相关利益方的利益协同，利好公司中长期发展。

■ **2017 年增长点：**

- **电视剧：**《那片星空那片海》第二季、第三季将成为 2017 年骅威文化电视剧板块的收入主力。梦幻星生园作为精品言情剧制作公司，以著名作家桐华为创意总监，与各大一线卫视一直有良好合作，旗下拥有大量优质 IP 储备。
- **游戏：**拥有第一波、收购风云互动，保证业绩。同时将继续深入挖掘《莽荒纪》、《雪鹰领主》等 IP 的商业价值，《雪鹰领主》电视剧、电影已在推进当中，围绕《莽荒纪》IP，还与光线影业合作拍摄电影，实现优质 IP 全平台商业化运营。储备的游戏项目还包括《校花的贴身高手》、《捕鱼高手》、《智力大作战》等。
- **合作北京奇虎，开展互联网阅读及相关业务。**骅威文化参股公司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。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。360 集团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。我们认为这是骅威文化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。
- **盈利预测：**我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 10.99、13.51 和 15.51 亿元，实现归属母公司的净利润分别为 3.80、4.72 和 5.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.44、0.55 和 0.60 元。骅威文化以精品内容主导，外延拓展有条不紊，给予公司 2017 年 26xPE，目标价 11.45 元，维持“买入”评级（由于资产出售和增发目前尚具不确定性，盈利预测暂未考虑二者影响）。
- **风险提示：**1) 上线产品进度不达预期；2) 并购整合标的业绩不达预期。

附录：

**图表 1：骅威文化目前储备影视项目**

序号	剧名	开机时间	拍摄或制作进度	主要演职演员
1	《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、李柄辉
2	《那片星空那片海》第三季	2017 年下半年	筹备中	待定
3	《明星大王》	2017 年下半年	筹备中	待定

来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 2：骅威文化在运游戏及游戏项目储备情况**

	状态	类型	名称
在运游戏		手游/页游	莽荒纪
		手游	唐门世界
		手游	绝世天府
		手游	莽荒纪 2
		手游/页游	校花的贴身高手
		手游	新莽荒纪
		手游/页游	雪鹰领主
		页游	斗罗大陆 3D
项目储备		手游	逐风者之怒
		H5	热血修仙
		H5	智力大作战
		H5	莽荒纪-纪宁传奇
		H5/页游/手游	风云捕鱼高手
		H5	校花的贴身高手
		H5	雪鹰领主

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 3: 公司财务报表及预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	477	591	812	1,100	1,351	1,552
增长率	6.14%	23.9%	37.5%	35.4%	22.9%	14.8%
营业成本	-362	-316	-372	-480	-590	-695
% 销售收入	75.8%	53.5%	45.8%	43.7%	43.7%	44.8%
毛利	115	275	440	620	761	857
% 销售收入	24.2%	46.5%	54.2%	56.3%	56.3%	55.2%
营业税金及附加	-4	-6	-7	-9	-11	-12
% 销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-43	-45	-33	-45	-55	-63
% 销售收入	9.0%	7.6%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用	-59	-107	-143	-190	-230	-264
% 销售收入	12.4%	18.1%	17.6%	17.3%	17.0%	17.0%
息税前利润 (EBIT)	9	117	257	376	466	518
% 销售收入	1.9%	19.8%	31.6%	34.2%	34.5%	33.4%
财务费用	11	22	17	0	0	6
% 销售收入	-2.3%	-3.7%	-2.1%	0.0%	0.0%	-0.4%
资产减值损失	-1	-18	-19	-27	3	-4
公允价值变动收益	-1	0	1	0	0	0
投资收益	19	5	81	69	55	50
% 税前利润	52.4%	4.4%	22.9%	15.8%	10.1%	8.5%
营业利润	37	126	337	418	524	570
营业利润率	7.8%	21.3%	41.4%	38.0%	38.8%	36.8%
营业外收支	0	-4	19	19	19	19
税前利润	37	122	356	437	543	589
利润率	7.8%	20.7%	43.8%	39.7%	40.2%	38.0%
所得税	-3	1	-24	-26	-33	-35
所得税率	8.8%	-0.7%	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	34	123	332	410	510	554
少数股东损益	-1	2	29	31	38	41
归属于母公司的净利润	34	120	303	380	472	513
净利率	7.2%	20.4%	37.3%	34.6%	34.9%	33.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	34	123	332	410	510	554
少数股东损益	0	0	0	31	38	41
非现金支出	16	43	44	701	310	340
非经营收益	-19	-18	-69	-86	-72	-71
营运资金变动	18	37	-10	-644	351	-185
经营活动现金净流	49	185	296	412	1,137	680
资本开支	25	49	15	1,308	289	247
投资	-98	-696	-88	0	0	0
其他	2	-2	3	69	55	50
投资活动现金净流	-121	-747	-100	-1,239	-234	-197
股权募资	4	685	0	0	0	0
债权募资	0	-30	169	91	-111	-40
其他	-14	-16	-2	-2	-2	2
筹资活动现金净流	-10	639	168	88	-112	-38
现金净流量	-82	77	364	-739	791	444

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	362	439	803	33	786	1,189
应收款项	182	324	236	1,022	959	1,101
存货	80	205	296	197	162	228
其他流动资产	14	145	38	57	63	74
流动资产	638	1,114	1,373	1,309	1,970	2,593
% 总资产	64.4%	33.4%	38.0%	30.0%	38.4%	44.7%
长期投资	131	173	292	292	292	292
固定资产	177	183	94	32	146	194
% 总资产	17.9%	5.5%	2.6%	0.7%	2.9%	3.3%
无形资产	21	1,837	1,847	2,728	2,714	2,719
非流动资产	352	2,218	2,239	3,058	3,159	3,211
% 总资产	35.6%	66.6%	62.0%	70.0%	61.6%	55.3%
资产总计	990	3,332	3,612	4,367	5,129	5,805
短期借款	0	0	0	91	0	0
应付款项	60	177	272	336	587	614
其他流动负债	9	49	31	56	61	73
流动负债	69	226	303	482	648	687
长期贷款	0	0	0	0	0	-30
其他长期负债	0	1	142	142	122	112
负债	69	227	445	624	770	769
普通股股东权益	916	3,096	3,144	3,700	4,278	4,914
少数股东权益	5	9	12	43	81	122
负债股东权益合计	990	3,332	3,612	4,367	5,129	5,805

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.122	0.280	0.352	0.442	0.549	0.596
每股净资产(元)	3.253	7.201	3.657	4.099	4.648	5.244
每股经营现金净流(元)	0.176	0.430	0.344	0.444	1.278	0.743
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.75%	3.89%	9.64%	10.78%	11.81%	11.37%
总资产收益率	3.47%	3.61%	8.41%	9.06%	9.74%	9.49%
投入资本收益率	1.92%	4.72%	11.62%	10.60%	14.70%	15.74%
增长率						
营业总收入增长率	6.14%	23.87%	37.54%	35.37%	22.89%	14.82%
EBIT增长率	-75.14%	1202.70%	119.24%	46.48%	23.94%	11.05%
净利润增长率	7.59%	250.31%	151.78%	25.38%	24.28%	8.59%
总资产增长率	6.63%	236.62%	8.09%	20.92%	17.44%	13.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	135.5	149.6	95.0	300.0	220.0	220.0
存货周转天数	73.4	165.0	246.1	150.0	100.0	120.0
应付账款周转天数	17.1	24.8	28.5	27.3	130.0	95.8
固定资产周转天数	135.1	111.2	61.8	19.9	22.9	38.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.24%	-14.10%	-25.43%	1.60%	-19.78%	-26.98%
EBIT利息保障倍数	-0.8	-5.4	-15.2	1,458.6	13,879.5	-81.3
资产负债率	6.95%	6.83%	12.35%	14.89%	15.88%	14.24%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**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。