

利润增长 71.84%符合预期，看好资本发力扩张产能

2017年8月22日

强烈推荐 (维持)

肖明亮(分析师)

电话: 020-88832290
 邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517070001

传媒行业

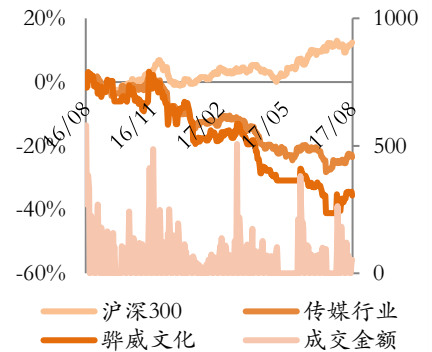
事件:

公司发布半年度报告，2017H1 营业收入 3.87 亿，同比增长 8.85%；归属于母公司的净利润 1.53 亿，同比增长 71.84%，扣非归母净利润 1.33 亿元，同比增长 51.07%，基本每股收益 0.18 元/股，同比增长 80%。预计 Q1-Q3 公司归母净利润增幅 35%-85%，归母净利润达到 2.12-2.91 亿元。

核心观点

- 精品剧收入亮眼+期间费用利率下降推动业绩高增长:** 2017 年上半年传统玩具业务已完全剥离，利润主要由精品剧和游戏两大板块构成。**精品剧业务**上半年贡献营收 3.23 亿，同比增长 16.48%，贡献净利润 1.18 亿元，影视业务毛利率 40.34%，下滑 5.04%；主要系《那片星空那片海》第一季、《那片星空那片海》第二季电视台销售收入确认所致，其中第一季已于 2 月份在湖南卫视上星播出，第二季有望今年三季度在湖南卫视及爱奇艺、搜狐等互联网平台播出。**游戏业务**上半年收入 6272 万，同比下滑 4.61%，贡献净利润 3122 万元（其中风云互动贡献收入 2128 万元和净利润 1031 万元），主要源于上半年是公司游戏推出的淡季，期间游戏业务毛利率增长 3.3%达到 87.27%，公司储备众多优质 IP，以 IP 为核心进行游戏研发运营。第一波重点运营《雪鹰领主》、《莽荒纪》两大 IP，风云互动核心打造 ARPG 游戏并拓展 H5 游戏领域，下半年将在运营原有游戏的基础上，自主立项研发上线《圣域战争》手游、《泰坦三国》手游、《斗罗大陆 2D》页游、《莽荒纪 H5》、《校花的贴身高手 H5》等游戏，增厚游戏版块业绩。受梦幻星生园影视广告费用减少及此前剥离玩具业务，上半年期间费用率下降至 10.83%的历史最低水平，从而提升利润率水平并增加业绩空间，同时期间投资收益为 1500 万左右。
- 下游竞争持续提升精品剧量价空间，公司储备充足拥抱行业机会:** 下游渠道端特别是视频网站竞争格局未定，优质内容依旧是争抢的核心资源，精品头部剧量体齐升潜力十足。公司旗下梦幻星生园致力于打造精品言情剧，长期与湖南卫视、浙江卫视等电视台以及爱奇艺、优酷等视频网站合作良好，有望携优质作品受益于下游竞争带来的利润空间。梦幻星生园绑定桐华等知名作家并与 360 文学合作，储备了大量优质 IP 内容资源，下半年《那片星空那片海》第二季有望上星播出带来进一步收入确认；《那片星空那片海》第三季、《明星大王》有望下半年开机，储备优质作品；拟定增 12 亿用于投资 4 部电视剧、5 部网络剧增加公司优质内容产量。长期看好公司优质 IP 制作和发行能力，并在下游竞争中凸显优质上游生产商的议价能力。报告期内公司 2 亿元出资持有曼荼罗 10% 股权，梦幻星生园将与曼荼罗在 IP 资源、项目投资、影视剧制作与发行等方面展开深度的合作，有望继续强化公司精品内容制作发行能力。
- 加强融资力度强化资本护航，资本运作与投资板块持续发力:** 报告期内公司调增发债规模，由此前的 6 亿元调增到 9 亿元，2017 年公司债券评级为 AAA，当前资产负债率依然较低为 6.61%，有望助力公司借助债券融资增厚资本实力；

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
骅威文化	9.5	-6.7	-20.9
传媒行业	5.4	-0.1	-11.4
沪深 300	0.6	9.6	9.7

基本资料

总市值(亿元)	77.6
总股本(亿股)	8.6
流通股比例	60.0
资产负债率	12.3
大股东	郭祥彬
大股东持股比例	26.9%

相关报告

- *广证恒生传媒行业-骅威文化(002502) 年报点评报告: 新增并表+处置损益增厚业绩, 产业链整合持续推进-20170328
- *广证恒生传媒行业-骅威文化(002502) 点评报告: 盈利能力显著提升, 精品剧龙头估值低位-20170228
- *广证恒生传媒行业-骅威文化(002502) 点评报告: 携手 360 排他性战略合作, 网文 IP 运营再上一层楼-20161212
- *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-20160821

同时公司积极进行股权融资，拟非公开增发 1.72 亿股募资不超 12 亿元进行电视剧和网络剧的投资制作，进一步强化公司精品剧制作发行能力以及资金实力，未来将有望持续输出优质头部精品剧。目前公司出售拇指游玩 30% 股权给天润数娱，交易对价 2.27 亿（若成功，现金对价 9083 万元，其余股权对价部分公司将获得天润数娱 1044 万股，公司成本为 5400 万元），若该事项顺利推进则公司实现账面浮盈 1.73 亿元，投资增值可观，目前天润数据相关收购方案已获得证监会受理，目前能否推进尚存在不确定性。

- **盈利预测与估值：**假设暂不考虑发债、非公开发行以及拇指游玩股权转让等事项对利润的影响，我们预计公司 2017-2019 年实现净利润分别为：3.45、4.31、4.97 亿元，对应 EPS 分别为：0.4、0.5、0.58 元/股，当前股价对应估值 PE 分别为：22.5×、18×、15.6×；**我们认为公司资本发力持续扩张精品内容产能，拇指游玩股权转让也有望带来业绩弹性，当前估值处于低位，结合精品内容公司 30 倍左右估值，我们给予公司目标价为 12 元/股，维持强烈推荐评级。**
- **风险提示：**游戏业务推进缓慢、影视剧收入确认不达预期、外延并购不达预期

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	812.27	939.06	1157.23	1368.94
同比(%)	37.54%	15.61%	23.23%	18.29%
归属母公司净利润	303.02	345.09	431.00	496.98
同比(%)	151.78%	13.88%	24.90%	15.31%
毛利率(%)	54.19%	58.47%	58.16%	57.75%
ROE(%)	9.66%	10.40%	11.74%	12.08%
每股收益(元)	0.35	0.40	0.50	0.58
P/E	25.62	22.50	18.01	15.62
P/B	2.47	2.25	2.01	1.79
EV/EBITDA	12.60	18.67	14.40	11.53

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	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1373	1620	2097	2598	营业收入	812	939	1157	1369
现金	803	1088	1443	1885	营业成本	372	390	484	578
应收账款	114	132	163	192	营业税金及附加	7	8	10	12
其它应收款	111	129	158	187	营业费用	33	38	47	55
预付账款	27	29	36	43	管理费用	143	166	204	242
存货	296	194	232	241	财务费用	-17	-14	-19	-25
其他	21	48	65	50	资产减值损失	19	10	12	15
非流动资产	2239	2220	2279	2316	公允价值变动收益	1	1	1	1
长期投资	179	179	179	179	投资净收益	81	12	15	20
固定资产	92	119	160	190	营业利润	337	354	434	512
无形资产	3	4	5	6	营业外收入	22	13	18	15
其他	1965	1918	1936	1942	营业外支出	3	4	5	4
资产总计	3612	3840	4376	4915	利润总额	356	363	447	524
流动负债	303	325	437	476	所得税	24	18	16	27
短期借款	0	0	0	0	净利润	332	345	431	497
应付账款	30	28	39	45	少数股东损益	29	0	0	0
其他	272	297	398	432	归属母公司净利润	303	345	431	497
非流动负债	142	48	64	85	EBITDA	368	361	444	518
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.35	0.40	0.50	0.58
其他	142	48	64	85					
负债合计	445	373	501	561	主要财务比率				
少数股东权益	12	12	12	12	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	860	860	860	860	成长能力				
资本公积	1636	1636	1636	1636	营业收入增长率	37.5%	15.6%	23.2%	18.3%
留存收益	648	959	1367	1845	营业利润增长率	167.6%	5.2%	22.7%	18.0%
归属母公司股东权益	3144	3455	3863	4341	归属于母公司净利润增长率	151.8%	13.9%	24.9%	15.3%
负债和股东权益	3612	3840	4376	4915	获利能力				
					毛利率	54.2%	58.5%	58.2%	57.8%
					净利率	40.9%	36.7%	37.2%	36.3%
					ROE	9.7%	10.4%	11.7%	12.1%
					ROIC	9.8%	9.5%	10.5%	10.7%
					偿债能力				
					资产负债率	12.3%	9.7%	11.4%	11.4%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.53	4.99	4.80	5.45
					速动比率	3.56	4.39	4.27	4.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.23	0.25	0.28	0.29
					应收账款周转率	3.84	7.63	7.86	7.71
					应付账款周转率	12.78	13.46	14.61	13.84
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.40	0.50	0.58
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.36	0.32	0.49	0.55
					每股净资产 (最新摊薄)	3.66	4.02	4.49	5.05
					估值比率				
					P/E	25.62	22.50	18.01	15.62
					P/B	2.47	2.25	2.01	1.79
					EV/EBITDA	12.60	18.67	14.40	11.53

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	306	278	420	473
净利润	332	345	431	497
折旧摊销	24	12	16	20
财务费用	-17	-14	-19	-25
投资损失	-81	-12	-15	-20
营运资金变动	-10	-32	4	2
其它	59	-20	3	-1
投资活动现金流	-100	27	-61	-36
资本支出	-15	-36	-52	-45
长期投资	131	56	-19	-6
其他	-216	7	10	15
筹资活动现金流	168	-20	-4	6
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	430	0	0	0
资本公积金增加	-684	0	0	0
其他	422	-20	-4	6
现金净增加额	374	286	355	442

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
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所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所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所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所有限公司”，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。