

# 骅威文化 (002502)

证券研究报告

2017年08月27日

## 星空海为精品剧贡献业绩，自研游戏集中下半年上线

骅威文化 2017 年上半年实现营收 3.87 亿元，同比增长 8.85%，归属于上市公司股东净利润 1.53 亿元，同比增长 71.84%，扣非后净利润 1.33 亿元，同比增长 51.07%；业绩整体符合预期。2017 年 1-9 月公司预计实现净利润 2.1 亿元-2.9 亿元，同比增长 35%-85%。

影视业务方面，公司精品剧继续发力，梦幻星生园上半年实现净利润 1.18 亿。

2017 年 H1 公司影视剧制作营业收入 3.23 亿元（同比 35.64%），主要贡献收入和利润的电视剧包括《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等。毛利率 40.34%（比上年同期下降 5.04%），我们判断影视剧业务毛利率下降主要由于《那片星空那片海》第二季特效成本提升。根据电视剧确认周期，我们判断下半年预计将有《那片星空那片海》网络平台销售收入确认。

游戏业务方面，第一波上半年实现净利润 3122 万元，风云互动实现净利润 1031 万元，更多作品将在下半年上线。

2017 年 H1 公司游戏业务营业收入 6271.98 万元（同比-15.23%），毛利率 87.27%（比上年同期增长 3.30%）。2017 年 H1 第一波、风云互动在运营原有游戏基础上，自主立项研发《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，并计划在 2017 年下半年上线运营。

公司积极推进再融资，并围绕影视娱乐持续布局。

公司前期披露预案拟定增 12 亿投入电视剧和网剧，为星生园精品剧提供资金支持；拟发行 9 亿债券为公司持续布局奠定基础。公告 2 亿增资东阳曼荼罗 10% 股权，持续围绕星生园加码 TOP 影视娱乐内容，为中长线成长提供逻辑支撑；拟向天润数娱出售拇指游玩 30% 股权，交易对价 2.27 亿元，若后续交易完成，公司将获天润数娱 1044 万股股份，以及 9083 万元现金，增厚投资收益，目前天润数娱已将资料上报中国证监会并取得受理通知书。

**投资建议：**公司于 2016 年下半年将原玩具业务剥离，2017 年主营业务集中在高毛利率的影视游戏领域，不考虑外延预期，我们预计公司 17-19 年净利润分别为 3.31 亿元/4.09 亿元/4.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.48/0.58，对应 PE 分别为 23.5X/19.0X/15.7X，公司星生园收购后持续超预期对赌，不同于一般转型公司，后续有望围绕 IP 打造影视游戏一体化，考虑传媒板块整体估值调整，给予目标价 11.62 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	760.85	960.38	1,203.78
增长率(%)	23.87	37.54	(6.33)	26.22	25.34
EBITDA(百万元)	125.23	338.55	354.27	431.82	513.96
净利润(百万元)	120.35	303.02	330.92	409.48	496.26
增长率(%)	250.31	151.78	9.21	23.74	21.19
EPS(元/股)	0.14	0.35	0.38	0.48	0.58
市盈率(P/E)	64.66	25.68	23.51	19.00	15.68
市净率(P/B)	2.51	2.47	2.24	2.00	1.78
市销率(P/S)	13.18	9.58	10.23	8.10	6.46
EV/EBITDA	83.27	30.08	19.61	14.28	11.98

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.05 元
目标价格	11.62 元
上次目标价	16.28 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	859.83
流通 A 股股本(百万股)	516.26
A 股总市值(百万元)	7,781.45
流通 A 股市值(百万元)	4,672.12
每股净资产(元)	3.80
资产负债率(%)	6.61
一年内最高/最低(元)	29.14/8.19

### 作者

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

张爽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

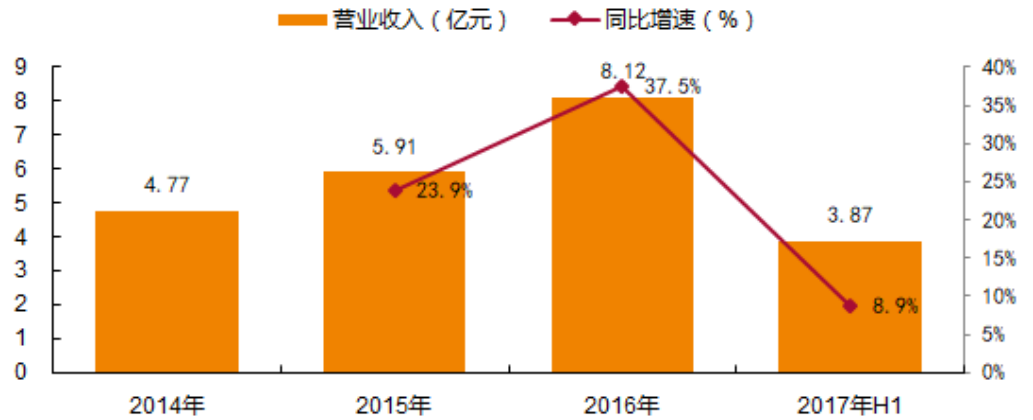
### 相关报告

- 1 《骅威文化-季报点评:精品剧贡献突出，净利率提升显著，高管增持显信心》 2017-04-25
- 2 《骅威文化-年报点评报告:星生园业绩靓丽展匠心价值，IP 运营平台持续搭建》 2017-04-04
- 3 《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

## 1. 财报解读

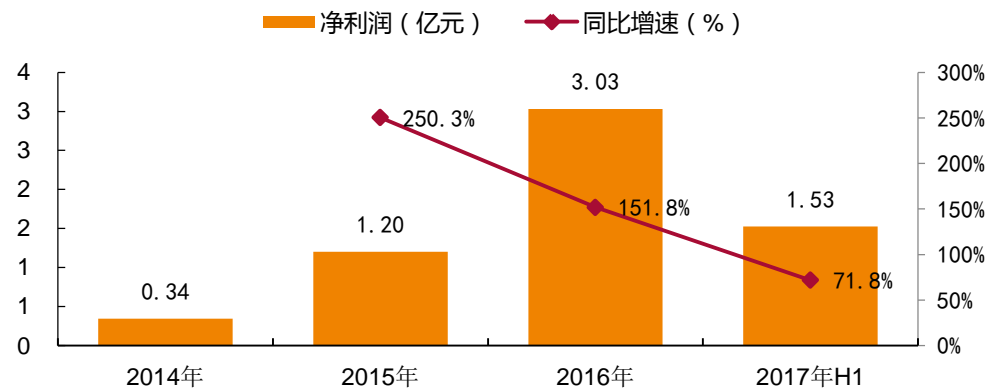
2017年上半年公司实现营业收入3.86亿元，比上年同期增长8.85%；归属于上市公司股东的净利润1.53亿元，比上年同期增长71.84%。扣非后净利润1.33亿元，同比增长51.07%。

图1：骅威文化 2014-2017H1 营收及增速



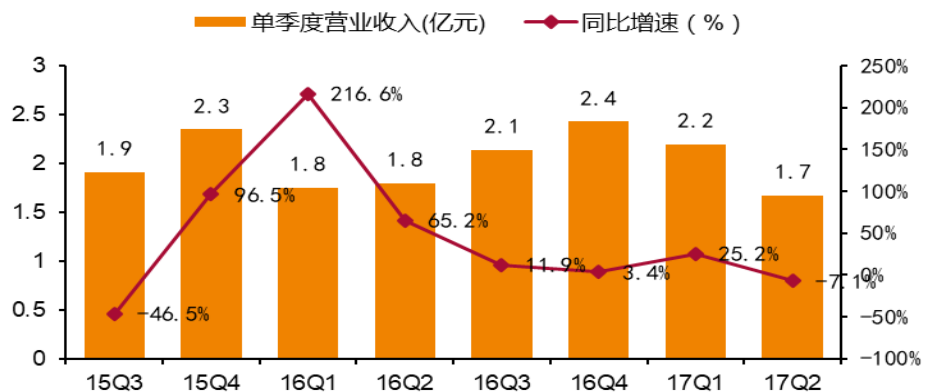
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图2：骅威文化 2014-2017H1 净利润及增速



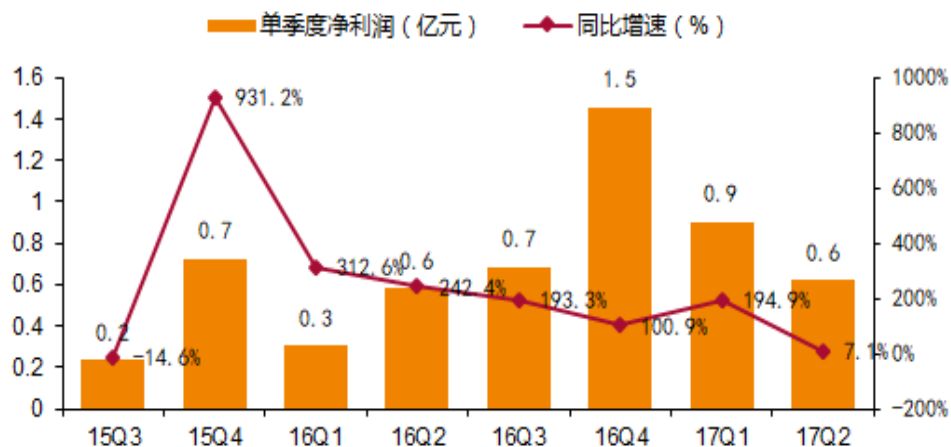
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图3：骅威文化 2015-2017H1 单季度营收和增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

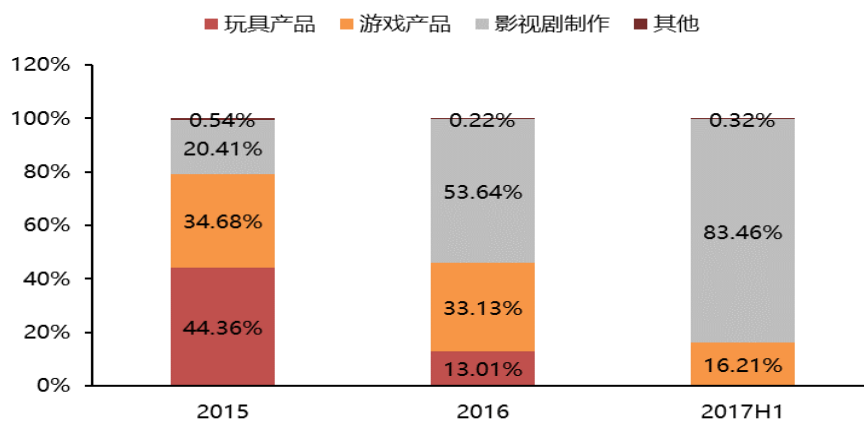
图 4：骅威文化 2015-2017H1 单季度净利润和增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

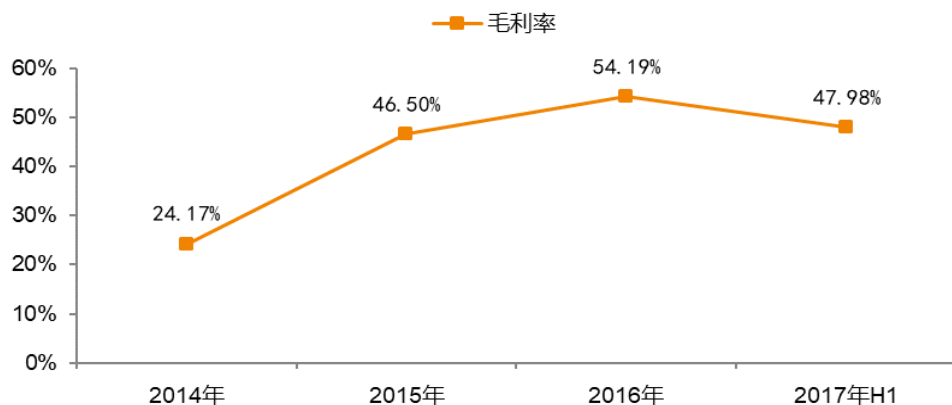
从公司分业务收入构成来看，影视剧为公司最主要收入来源，占比由 2016 年的 53.68% 上升到 83.46%；游戏产品所占比重从 2016 年 33.13% 下降至 16.21%。

图 5：骅威文化 2015-2017H1 分项业务收入比重



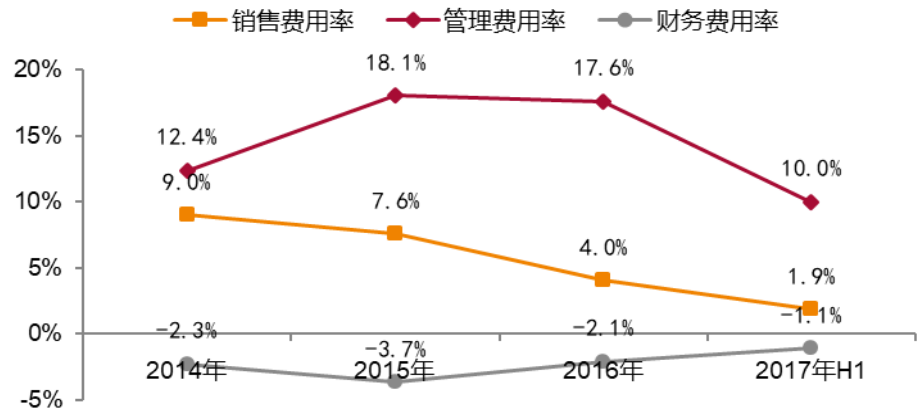
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：骅威文化 2014-2017H1 整体业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：骅威文化 2014-2017H1 三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 主营业务：围绕精品影视剧持续布局，游戏研发陆续推进

### 2.1. 影视：《那片星空那片海》为上半年业绩贡献主力

2017 年上半年，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”。根据公告，影视业务主要贡献收入和利润的电视剧包括《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等。

表 1：2017H1 首播电视剧情况

剧名	题材	集数	首播时间	首播平台	互联网播出平台	投资比例	主要演职演员
《那片星空那片海》第一季	现代魔幻爱情	30	2017/2/6	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺、搜狐	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

资料来源：天风证券研究所

表 2：2017H1 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：tvtv.hk，天风证券研究所

子公司梦幻星生园本着精益求精原则，投入了众多财力、人力等资源进行《那片星空那片海》第二季的后期制作，努力为观众提供优质、优美的精品电视剧，该剧已于 2017 年 6 月 26 日取得发行许可证，预计于 2017 年第三季度在湖南卫视及爱奇艺、搜狐等互联网平台播出。

### 2.2. 游戏：自研游戏预计集中在下半年上线

公司游戏业务坚持以 IP 运营及内容创新为核心，以动漫、影视、网络游戏、周边衍生产品等多种形式充分挖掘 IP 价值，以协同游戏业务发展。2017 年上半年，公司全资子公司第一波、风云互动在运营原有游戏基础上，自主立项研发《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，并计划在 2017 年下半年上线运营。

### 2.3. IP 运营：投资东阳曼荼罗，加码 TOP 影视娱乐资源

公司全资子公司梦幻星生园以 2 亿元人民币向东阳曼荼罗增资，增资完成后持有东阳曼荼罗 10% 的股权。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。

此外，公司拟以受让股份和现金的方式向天润数娱转让公司持有的拇指游玩 30% 股权，对价 2.27 亿元。交易完成后，公司将不再持有拇指游玩股权，将持有天润数娱 1044.06 万股股份，以及 9083 万元现金，目前天润数娱已将资料上报中国证监会并取得受理通知书。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	438.79	802.79	715.78	1,515.29	1,545.01
应收账款	314.28	225.40	351.87	319.32	521.98
预付账款	44.52	27.50	19.43	56.08	41.85
存货	205.49	296.28	285.79	180.56	349.62
其他	110.80	21.18	38.89	67.86	38.62
<b>流动资产合计</b>	<b>1,113.88</b>	<b>1,373.15</b>	<b>1,411.76</b>	<b>2,139.12</b>	<b>2,497.09</b>
长期股权投资	114.23	178.72	178.72	178.72	178.72
固定资产	183.06	91.80	82.65	73.50	64.34
在建工程	0.00	2.06	2.06	2.06	2.06
无形资产	28.08	3.30	1.61	0.00	0.00
其他	1,892.84	1,962.73	1,969.95	1,963.77	1,956.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,218.21</b>	<b>2,238.62</b>	<b>2,235.00</b>	<b>2,218.04</b>	<b>2,201.26</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,332.09</b>	<b>3,611.77</b>	<b>3,646.76</b>	<b>4,357.16</b>	<b>4,698.35</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	97.88	121.39	11.34	205.42	81.04
其他	128.19	181.43	89.54	167.77	100.96
<b>流动负债合计</b>	<b>226.07</b>	<b>302.83</b>	<b>100.88</b>	<b>373.19</b>	<b>181.99</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.46	142.10	47.85	63.80	84.59
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.46</b>	<b>142.10</b>	<b>47.85</b>	<b>63.80</b>	<b>84.59</b>
<b>负债合计</b>	<b>227.53</b>	<b>444.93</b>	<b>148.73</b>	<b>436.99</b>	<b>266.58</b>
少数股东权益	9.23	12.46	22.70	35.36	50.71
股本	429.91	859.83	859.83	859.83	859.83
资本公积	2,320.53	1,636.36	1,636.36	1,636.36	1,636.36
留存收益	2,665.73	2,284.58	2,615.50	3,024.98	3,521.24
其他	(2,320.85)	(1,626.40)	(1,636.36)	(1,636.36)	(1,636.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,104.56</b>	<b>3,166.84</b>	<b>3,498.03</b>	<b>3,920.17</b>	<b>4,431.78</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,332.09</b>	<b>3,611.77</b>	<b>3,646.76</b>	<b>4,357.16</b>	<b>4,698.35</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	122.80	331.90	330.92	409.48	496.26
折旧摊销	25.18	24.31	10.84	10.77	9.15
财务费用	(1.67)	1.23	(14.47)	(21.26)	(29.16)
投资损失	(5.37)	(81.46)	(30.00)	(55.00)	(65.00)
营运资金变动	(20.92)	223.18	(429.61)	366.66	(490.88)
其它	64.75	(203.10)	10.81	12.60	15.20
<b>经营活动现金流</b>	<b>184.77</b>	<b>296.07</b>	<b>(121.51)</b>	<b>723.25</b>	<b>(64.44)</b>
资本支出	1,807.01	(131.28)	94.25	(15.95)	(20.78)
长期投资	(16.72)	64.49	0.00	0.00	0.00
其他	(2,537.31)	(33.12)	(64.25)	70.95	85.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>(747.02)</b>	<b>(99.92)</b>	<b>30.00</b>	<b>55.00</b>	<b>65.00</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2,094.54	(227.12)	4.50	21.26	29.16
其他	(1,457.88)	395.08	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>636.66</b>	<b>167.96</b>	<b>4.50</b>	<b>21.26</b>	<b>29.16</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>74.41</b>	<b>364.11</b>	<b>(87.01)</b>	<b>799.51</b>	<b>29.72</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>590.57</b>	<b>812.27</b>	<b>760.85</b>	<b>960.38</b>	<b>1,203.78</b>
营业成本	315.96	372.11	323.02	445.97	578.21
营业税金及附加	5.95	7.23	7.05	9.04	11.07
营业费用	44.74	32.89	26.63	33.61	42.13
管理费用	106.84	143.36	91.30	105.64	132.42
财务费用	(21.61)	(16.85)	(14.47)	(21.26)	(29.16)
资产减值损失	18.11	19.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.21)	0.96	0.57	(0.06)	(0.15)
投资净收益	5.37	81.46	30.00	55.00	65.00
其他	(10.32)	(164.84)	(61.14)	(109.88)	(129.70)
<b>营业利润</b>	<b>125.74</b>	<b>336.53</b>	<b>357.90</b>	<b>442.31</b>	<b>533.97</b>
营业外收入	3.01	22.46	8.81	11.43	14.24
营业外支出	6.76	3.40	3.79	4.65	3.95
<b>利润总额</b>	<b>121.99</b>	<b>355.59</b>	<b>362.93</b>	<b>449.09</b>	<b>544.26</b>
所得税	(0.81)	23.68	21.78	26.95	32.66
<b>净利润</b>	<b>122.80</b>	<b>331.90</b>	<b>341.15</b>	<b>422.14</b>	<b>511.60</b>
少数股东损益	2.46	28.89	10.23	12.66	15.35
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>120.35</b>	<b>303.02</b>	<b>330.92</b>	<b>409.48</b>	<b>496.26</b>
每股收益(元)	0.14	0.35	0.38	0.48	0.58

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.87%	37.54%	-6.33%	26.22%	25.34%
营业利润	238.19%	167.64%	6.35%	23.58%	20.72%
归属于母公司净利润	250.31%	151.78%	9.21%	23.74%	21.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.50%	54.19%	57.55%	53.56%	51.97%
净利率	20.38%	37.30%	43.49%	42.64%	41.22%
ROE	3.89%	9.61%	9.52%	10.54%	11.33%
ROIC	19.69%	11.65%	14.48%	14.99%	20.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	6.83%	12.32%	4.08%	10.03%	5.67%
净负债率	-9.45%	-6.67%	-10.23%	-14.47%	-24.33%
流动比率	4.93	4.53	14.00	5.73	13.72
速动比率	4.02	3.56	11.16	5.25	11.80
<b>营运能力</b>					
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	2.61	4.12	4.54
总资产周转率	0.27	0.23	0.21	0.24	0.27
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.14	0.35	0.38	0.48	0.58
每股经营现金流	0.21	0.34	-0.14	0.84	-0.07
每股净资产	3.60	3.67	4.04	4.52	5.10
<b>估值比率</b>					
市盈率	64.66	25.68	23.51	19.00	15.68
市净率	2.51	2.47	2.24	2.00	1.78
EV/EBITDA	83.27	30.08	19.61	14.28	11.98
EV/EBIT	100.15	31.86	20.23	14.64	12.20

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 37 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 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com