

投资评级：强烈推荐（首次）

分析师

金炜 010-88366060-8876

Email:jinw@cgws.com

执业证书编号:S1070512080001

联系人:

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

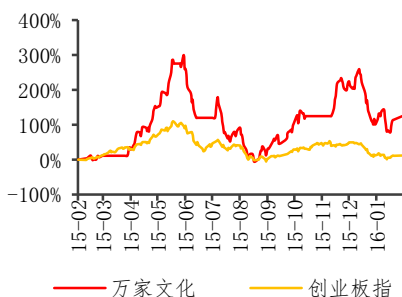
从业证书编号:S1070112090016

市场数据

目前股价	20.32
总市值(亿元)	129.03
流通市值(亿元)	97.54
总股本(万股)	63,497
流通股本(万股)	47,980
12个月最高/最低	34.32/7.89

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	427	525	585
(+/-%)	3491.6%	22.8%	11.4%
净利润	102	140	166
(+/-%)	-560.3%	36.8%	18.6%
摊薄 EPS	0.16	0.22	0.26
PE	127	92	78

股价表现


数据来源: WIND

相关报告

轻二次元文化+星座文化=万家文化

——万家文化(600576)公司点评

投资建议

我们认为公司主打电竞产业,高管团队皆为业内资深人士,产品定位于更易于被大众接受的轻二次元文化和星座文化,有望实现内容较好的变现,且2016年公司有望继续进行产业链布局。按照翔通动漫的备考业绩计算,我们预测公司2015-2017年EPS分别为0.16元、0.22元及0.26元,对应目前股价PE分别为127x、92x及78x,给予“强烈推荐”评级。

投资要点

■ **收购翔通动漫打通 ToC 渠道:**翔通动漫主要有移动互联网动漫业务和游戏业务。目前动漫业务占翔通收入的70%,游戏业务占25%左右。

- 移动互联网动漫业务主要是向中国运营商动漫基地提供符合其格式及标准的移动互联网动漫内容,并获得内容分成。另外作为中国移动动漫基地的运营支撑方之一,翔通为中国移动动漫基地的运营提供支撑服务,并收取支撑服务费。目前翔通动漫已积累了以绿豆蛙、酷巴熊、功夫包子、闪客及NOMOLOVE为代表的超过700个动漫版权形象,制作了10万余屏原创漫画和超过400余部手机动漫短片。

- 游戏方面翔通主打端游和页游,参与包括制作与运营的环节。其中端游主要是自主运营和授权第三方运营,页游主要是联合运营,皆按虚拟道具收费。公司主要研发了客户端游戏《零纪元》和页游《封神战》。自有运营平台为敢玩网、65wan、哇哇动漫等。

翔通动漫于2015年8月13日正式并表。翔通动漫承诺2014-2017年实现扣非后的归母净利润分别为8370万元、1.1亿元、1.4亿元及1.6亿元。公司收购翔通动漫一是向互联网及传媒业务转型,二是借助翔通动漫获取ToC变现渠道,以便后续再有内容进来可以及时变现。

■ **设立电竞传媒公司,主打轻二次元文化和星座文化:**公司于2015年9月投资460万元与茅侃侃、蔡明、位沙沙、张春洋共同投资设立北京万好万家电子竞技传媒有限公司,其中万家文化持股46%,茅侃侃(前GTV副总裁、前WCA总策划及新闻发言人)持股39%。公司主攻电子竞技与游戏传媒业务、竞技类移动游戏发行业务及电竞赛事项目等相关业务。茅侃侃等核心团队高管均来自于GTV、WCA、百度移动游戏、巨人网络等公司,运营过国内最大的游戏与电子竞技电视频道及大量国内外知名的电子竞技赛事。茅侃侃等人将运用自身资源在电竞传媒业务、电竞赛事项目与电子竞技点播视频版权与播出平台等方面为新公司铺路。电竞传媒公司自成立以来已经与A站、北京中线传媒、春秋永乐票务及优酷

土豆等渠道商达成战略合作协议。在内容上公司并不主打电竞赛事组织以及重度二次元文化,走的是目前大众更易于接受的轻二次元文化和星座文化,公司 2016 年将推出 4 款综艺节目包括“动漫好声音”、“铁笼游戏”、“星座怪谈”等,还将推出两个线下演出包括“X 计划”和“全职高手”,以及 6 款手游主打星座亚文化,涵盖 MMO、ARPG 及 MOBA 等游戏模式。2016 年,我们认为公司仍将在电竞周边进行深入外延布局,值得期待。

- **旗下 Astro 12 女团 4 月即将在日本出道:** 公司重金打造的女子偶像团体 Astro 12 已经完成招募,即将 4 月在日本出道。公司邀请了日本千万级的音乐制作人中野雄太和流行教父 Jeff Miyahara 来全权负责 Astro12 出道时的 2 只单曲制作。东京音乐大学管弦乐出身的中野雄太,参与过天后滨崎步数张专辑的制作。其中滨崎步的十周年纪念单曲《Mirrorcle World》即由中野雄太作曲及编曲,成为经典。另外一位日本流行乐坛的教父级人物 Jeff Miyahara,是目前日本人气最火的词曲创作及专辑制作人,被称作是“畅销单曲”的制造机。与 Jeff 合作过的超级巨星包括享誉亚洲的天后 BOA, 顶级男团 Super Junior 和 SHINee 等。Astro 12 的 12 个成员代表 12 星座,仍然主打星座文化。后续该女团还将与公司的“全职高手”及“X 计划”等产生协同效应。
- **投资建议:** 我们认为公司主打电竞产业,高管团队皆为业内资深人士,产品定位于更易于被大众接受的轻二次元文化和星座文化,有望实现内容较好的变现,且 2016 年公司有望继续进行产业链布局。按照翔通动漫的备考业绩计算,我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.16 元、0.22 元及 0.26 元,对应目前股价 PE 分别为 127x、92x 及 78x,给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 女团发布延迟、星座文化产品推出的政策风险、外延不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	80	12	427	525	585	成长性					
营业成本	59	10	191	233	254	营业收入增长	288.3%	-85.1%	3491.6%	22.8%	11.4%
销售费用	1	0	56	63	70	营业成本增长	190.2%	-83.8%	1890.6%	22.0%	8.8%
管理费用	33	26	58	60	64	营业利润增长	-114.8%	-444.9%	-530.5%	37.0%	18.7%
财务费用	2	3	1	(1)	(4)	利润总额增长	-114.9%	-378.9%	-655.7%	36.8%	18.5%
投资净收益	27	(12)	0	0	0	净利润增长	-104.4%	-872.4%	-560.3%	36.8%	18.6%
营业利润	8	(27)	116	159	188	盈利能力					
营业外收支	0	6	2	3	3	毛利率	26.0%	19.3%	55.3%	55.6%	56.6%
利润总额	8	(21)	118	162	191	销售净利率	3.6%	-188.2%	24.1%	26.9%	28.6%
所得税	5	1	15	20	24	ROE	0.5%	-4.2%	18.2%	20.9%	21.1%
少数股东损益	(6)	(8)	1	1	2	ROIC	-1.1%	-4.4%	16.8%	19.7%	19.7%
净利润	3	(22)	103	141	167	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	1.0%	0.0%	13.0%	12.0%	12.0%
流动资产	39	69	43	53	59	管理费用/营业收入	41.0%	218.7%	13.5%	11.5%	11.0%
货币资金	45	3	133	231	389	财务费用/营业收入	2.0%	21.0%	0.2%	-0.2%	-0.7%
应收账款	0	0	299	289	234	投资收益/营业利润	348.7%	43.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	329	326	19	23	25	所得税/利润总额	61.8%	-5.7%	12.5%	12.5%	12.5%
存货	39	69	43	53	59	应收账款周转率	266.7		2.9	1.8	2.2
非流动资产	34	46	46	46	46	存货周转率	0.2	0.0	1.1	11.0	10.4
固定资产	112	78	77	76	75	流动资产周转率	0.2	0.0	0.9	0.9	0.9
资产总计	718	647	786	915	1,050	总资产周转率	0.1	0.0	0.6	0.6	0.6
流动负债	41	32	29	35	38	偿债能力					
短期借款	15	0	0	0	0	资产负债率	24.6%	19.9%	20.9%	20.1%	18.4%
应付款项	22	12	57	70	76	流动比率	2.9	4.3	4.0	4.2	4.6
非流动负债	0	0	0	0	0	速动比率	2.6	3.5	3.6	3.8	4.3
长期借款	35	35	35	35	35	每股指标 (元)					
负债合计	177	129	164	184	193	EPS	0.04	-0.06	0.16	0.22	0.26
股东权益	539	516	619	730	854	每股净资产	2.5	2.4	1.0	1.1	1.3
股本	218	218	635	635	635	每股经营现金流	(0.1)	(0.2)	0.3	0.3	0.4
留存收益	(25)	(39)	63	172	295	每股经营现金/EPS	(2.5)	3.3	1.9	1.4	1.5
少数股东权益	40	32	33	34	36	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	539	516	619	730	854	PE	508.0	(338.7)	127.0	92.4	78.2
现金流量表	(百万)					PEG	-	-	-	-	-
经营活动现金流	(29)	(44)	159	160	229	PB	8.1	8.5	20.3	18.5	15.6
其中营运资本减少	(21)	(38)	51	12	54	EV/EBITDA	(916.0)	(411.4)	106.4	76.5	64.1
投资活动现金流	106	42	(28)	(32)	(32)	EV/SALES	55.0	370.3	29.9	24.2	21.4
其中资本支出	(3)	27	(30)	(30)	(30)	EV/IC	7.5	8.1	19.5	16.6	14.1
融资活动现金流	(77)	(40)	(2)	(30)	(39)	ROIC/WACC	(0.1)	(0.4)	1.7	2.0	2.0
净现金总变化	160	(42)	171	(31)	60	REP	(75.0)	(20.3)	11.5	8.3	7.1

研究员介绍及承诺

金炜: 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 任通信行业分析师, 4 年通信行业工作经验。

刘浩然: 格拉斯哥大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>