

2015年01月13日

骅威股份 (002502.SZ)

全面挖掘 IP 价值，打造综合娱乐运营商

■ **战略布局游戏业务：**2013年12月骅威股份收购移动网络游戏公司第一波20%股权，进军移动网络游戏行业，2014年9月增资拇指游玩30%股权，12月发行股份收购第一波剩余80%股权获证监会核准，并于12月26日完成资产过户。第一波在交易中承诺2014-2016年度净利润不低于0.8亿元、1.04亿元和1.3亿元，收购第一波有助于公司转型为IP经营领域的领先公司。

■ **第一波已实现了丰富的 IP 经营经验：**公司创立之初便确立了网络文学+游戏的发展模式，先后推出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》等多个成功产品。截止2014年5月，《莽荒纪》累计玩家数为230.88万人次，付费玩家数8.09万人次，付费用户人均ARPU值201.72元。第一波合作作家为起点白金作家唐家三少、我吃西红柿和天蚕土豆等，不仅获得其畅销网络文学作品的IP授权，而且利于网络作家的超高人气在粉丝中对游戏进行推广宣传。

■ **未来公司讲围绕 IP 经营持续布局生态，致力打造文化 IP 运营领军公司。**未来公司各板块将相互联系、相互融合，深度挖掘公司优秀IP资源。从公司近期的参股和设立公司，我们认为公司将持续布局打造IP经营生态。公司定位为IP经营公司而非简单游戏公司，如网络文学IP《莽荒纪》在打造成游戏之后还将改编成为动漫或者电影，实现影视动漫、游戏和文学的互动。

■ **投资建议：**本次并购后，我们预测公司2015-2016年备考净利润分别为1.83亿元和2.40亿元，摊薄EPS分别为0.52元和0.69元，净利润增速分别为347.0%和31.6%；目前股价13.61元对应15年、16年PE为26.17X和19.72X。考虑公司持续IP运营的稀缺性以及IP多元化变现价值，给予6个月35倍目标价18.20元，买入-A投资评级。

■ **风险提示：**知识产权风险，收购整合风险，核心人才流失风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	448.1	449.2	511.8	833.0	986.7
净利润	42.9	31.9	40.9	182.7	240.4
每股收益(元)	0.15	0.11	0.15	0.52	0.69
每股净资产(元)	3.12	3.18	3.78	6.36	6.80

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	89.3	120.0	93.8	26.0	19.7
市净率(倍)	4.4	4.3	3.6	2.1	2.0
净利润率	9.6%	7.1%	8.0%	21.9%	24.4%
净资产收益率	4.9%	3.6%	3.8%	8.2%	10.1%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.3%	1.3%	1.8%
ROIC	9.8%	8.4%	7.3%	42.0%	15.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

传媒

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

18.20元

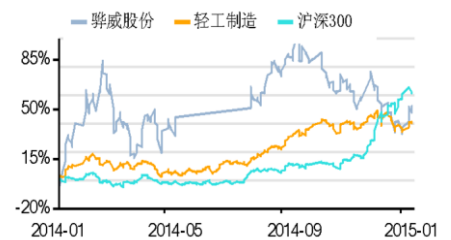
股价(2015-01-12)

13.61元

交易数据

总市值(百万元)	3,832.58
流通市值(百万元)	3,647.61
总股本(百万股)	281.60
流通股本(百万股)	268.01
12个月价格区间	11.31/32.89元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.96	-56.84	-76.78
绝对收益	0.07	-14.40	-17.42

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060001
wenhao@essence.com.cn
010-66581627

许彬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070001
xubin3@essence.com.cn

报告联系人

杨文硕

010-66581842

yangws@essence.com.cn

相关报告

1. 战略布局游戏资源，多轮推动产业升级	3
2. “第一波”利用粉丝经济打造 IP 经营生态	4
3. 移动端使网络文学热度持续提升，移动游戏扩大货币化空间.....	7
4. 发展战略：打造国内领先的文化 IP 运营商	10
5. 投资建议.....	13
表 1：交易完成前后公司股权结构变化.....	3
表 2：第一波主要产品收入情况（万元）	4
表 3：骅威股份通过内生长和对外投资打造国内优质 IP 运营商.....	10
表 4：第一波已上线作品涉及的网络文学 IP 资源.....	11
表 5：第一波已储备及有合作意向的网络文学家 IP 资源.....	11
表 6：第一波主要游戏推广方式.....	12

1. 战略布局游戏资源，多轮推动产业升级

骅威科技股份有限公司成立于1997年，是中国玩具制造业的龙头。公司以塑胶玩具、智能玩具、模型玩具、动漫玩具和其他玩具五大主营业务板块，产品远销至美国、欧盟国家等海外市场。近年来，骅威股份以打造国内领先的IP运营商为战略，进行了一系列内生成长和对外投资，以聚合优质IP以及促进公司业务版图多元化。2013年12月公司收购第一波20%股权，进军移动网络游戏行业，2014年9月增资拇指游玩30%股权，2014年12月发行股份收购第一波剩余80%股权并募集配套资金获得证监会核准，于12月26日完成资产过户。

2014年7月骅威股份披露拟向付强、黄巍、张威、张宇驰、蔷薇投资以发行股份及支付现金方式购买其持有的第一波80%股权，共支付交易对价8.064亿元，第一波整体估值10.08亿元。公司向交易对方发行4589万股股票，每股12.30元，同时向公司控股股东发行股份2129万股以募集配套资金26192万元。本次交易完成后，骅威股份将持有第一波100%股权。第一波在交易中承诺2014-2016年度净利润不低于0.8亿元、1.04亿元和1.3亿元，对应14-16年PE 12.6倍、9.7倍和7.8倍。2014年12月第一波的资产过户手续完成，正式成为公司的全资子公司。

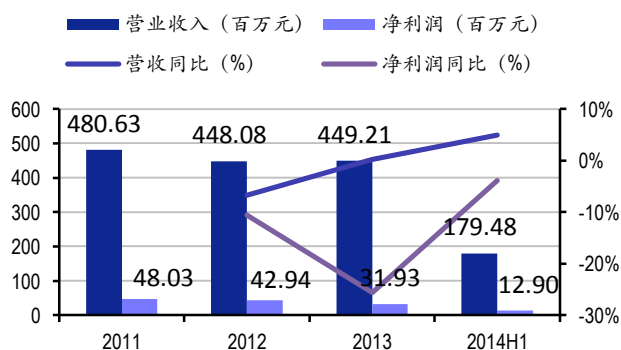
表1：交易完成前后公司股权结构变化

股东名称	本次交易前		本次交易后（不考虑配套融资）		本次交易后（考虑配套融资）	
	持股数（股）	股权比例	持股数（股）	股权比例	持股数（股）	股权比例
郭祥彬	107,712,000	38.25%	107,712,000	32.89%	129,006,308	36.99%
付强	-	-	23,076,707	7.05%	23,076,707	6.62%
黄巍	-	-	12,588,211	3.84%	12,588,211	3.61%
张威	-	-	4,194,390	1.28%	4,194,390	1.20%
张宇驰	-	-	2,099,715	0.64%	2,099,715	0.60%
蔷薇投资	-	-	3,933,658	1.20%	3,933,658	1.13%
董监高持股	18,120,960	6.44%	18,120,960	5.53%	18,120,960	5.20%
其他社会公众股东持股	155,767,040	55.32%	155,767,040	47.56%	155,767,040	44.66%
合计	281,600,000	100%	327,492,681	100%	348,786,989	100%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

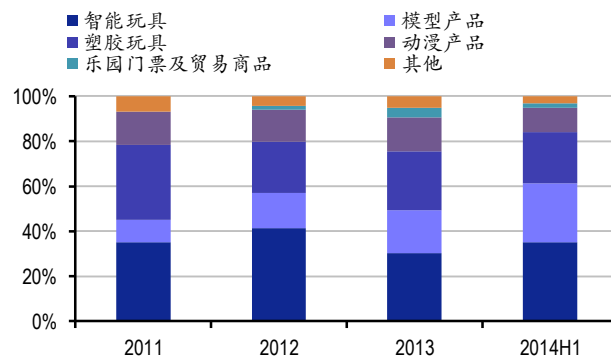
2013年度骅威股份实现营收4.49亿元，同比上升0.25%，归属于母公司股东净利润0.3亿元，同比下降25.6%，其中智能玩具仍为公司最主要的收入来源。2014年上半年公司营收1.79亿元，同比上升4.91%，净利润0.13亿元，同比下降3.89%。

图1：2011-2014H1 骅威股份营收和净利润情况



数据来源：wind, 安信证券研究中心

图2：2011-2014H1 骅威股份主营业务

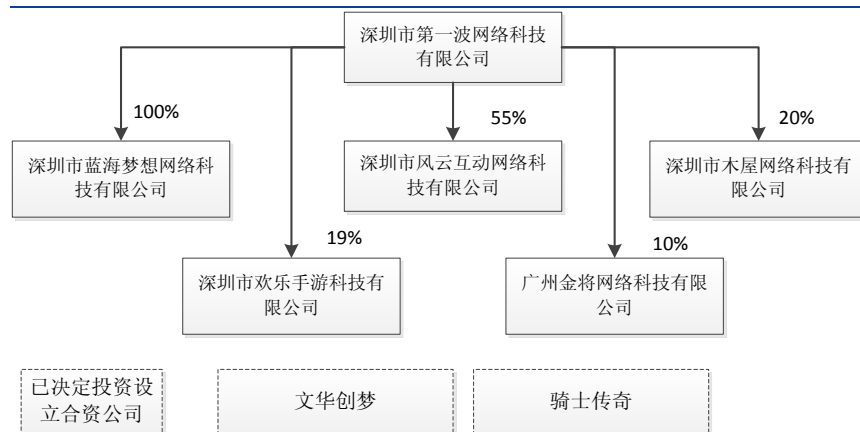


数据来源：wind, 安信证券研究中心

2. “第一波”利用粉丝经济打造 IP 经营生态

第一波网络科技有限公司成立于 2013 年 9 月，公司最初由自然人付强、黄巍、张宇驰发起，随后引入股东张威、骅威股份、蔷薇投资，目前旗下拥有全资子公司蓝海梦想，参股公司风云互动、木屋网络、广州金将和欢乐手游。同时决定投资设立合资公司文华创梦和骑士传奇。其中骑士传奇将获得朱洪志创作的除《莽荒纪》以外的全部文学作品授权，授权作品改编而成的游戏、动漫、影视及周边产品等衍生性产品在全球范围内发行、运营。而文华创梦定位于 IP 相关衍生品的交易，将被打造成极具自主性、娱乐性、开放性 & 感染力的大型 IP 衍生品综合交易平台。

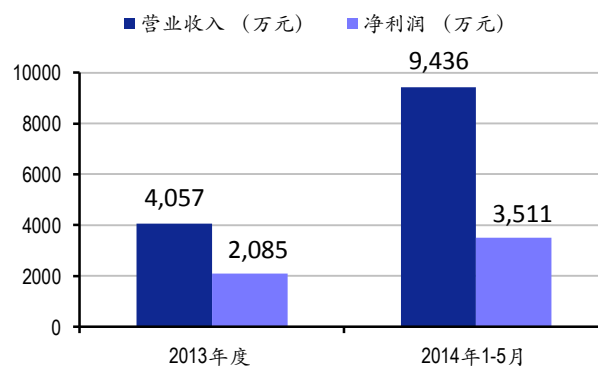
图 3：第一波控股或参股子公司情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

经营情况：第一波在创立之初便确立了“网络文学”+“游戏”的发展模式，通过对热门网络文学的改编制作作为精品移动游戏的自主运营以及与苹果、91、百度等平台合作进行游戏运营和下载消费的联合运营实现盈利。虚拟道具销售收费为第一波游戏的主要盈利模式。在成立短短一年多的时间内，公司以此种运营模式先后推出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》等多个成功产品。2014 年 1-5 月公司营业收入 9436 万元，净利润 3511 万元。

图 4：第一波 2014 年 1-5 月收入 and 净利润均实现快速增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：第一波主要产品收入情况 (万元)

游戏名称	2014 年 1-5 月		2013 年度	
	收入	占比	收入	占比
莽荒纪	5,427.69	57.52%	1,466.46	36.15%

唐门世界	1,468.11	15.56%	2,190.34	53.99%
绝世天府	2,539.02	26.91%	355.58	8.76%
其他	0.7	0.01%	44.66	1.10%
合计	9,435.52	100%	4,057.04	100%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

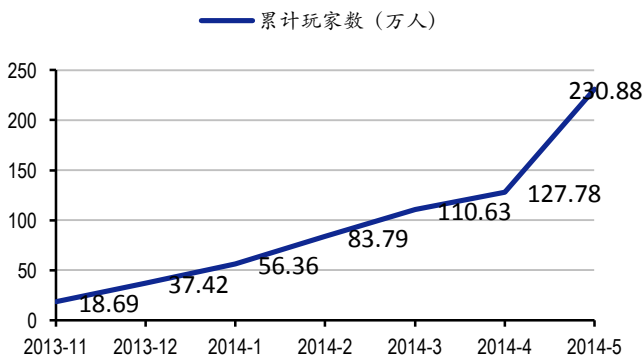
《莽荒纪》作为第一波代表作品之一，是根据起点文学网白金作家我吃西红柿的同名热门小说改编的 ARPG 类游戏，该游戏于 2013 年 11 月上线，上线以来最高月流水达 1700 万元。截止 2014 年 5 月，《莽荒纪》累计玩家数为 230.88 万人次，付费玩家数 8.09 万人次，付费用户人均 ARPU 值 201.72 元。

图 5：《莽荒纪》游戏



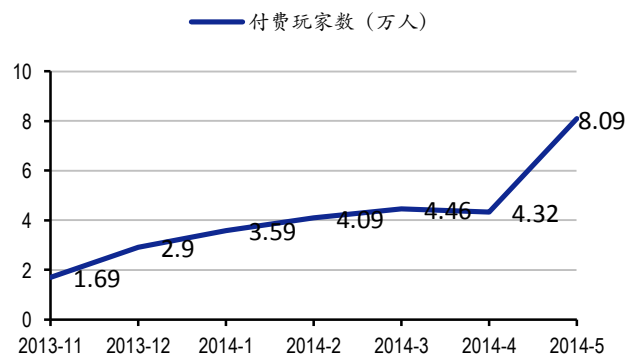
数据来源：网络公开资料，安信证券研究中心

图 6：《莽荒纪》累计玩家数（万人）



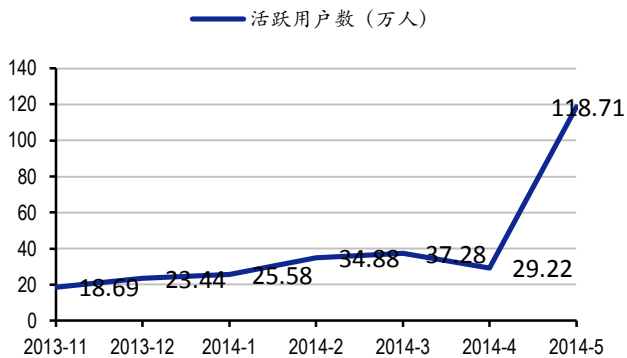
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：《莽荒纪》付费玩家数（万人）



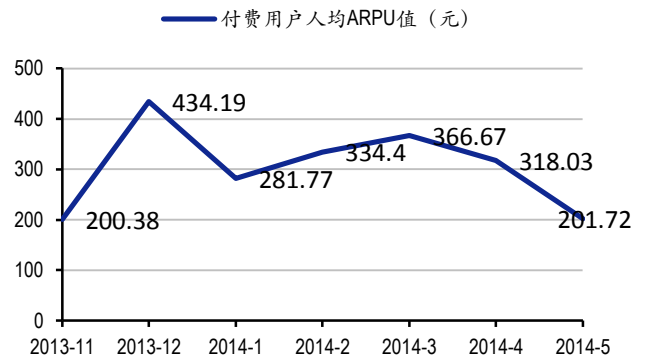
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8:《莽荒纪》活跃用户数 (万人)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

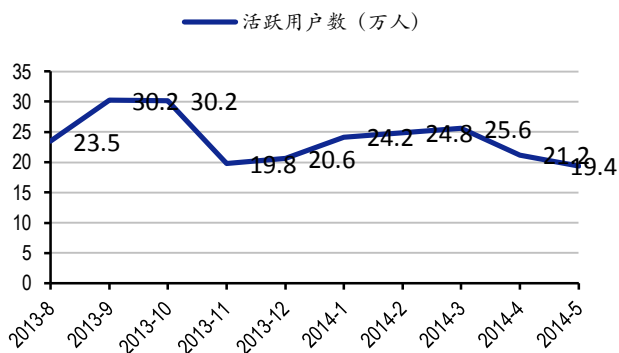
图 9:《莽荒纪》付费用户人均 ARPU 值 (元)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

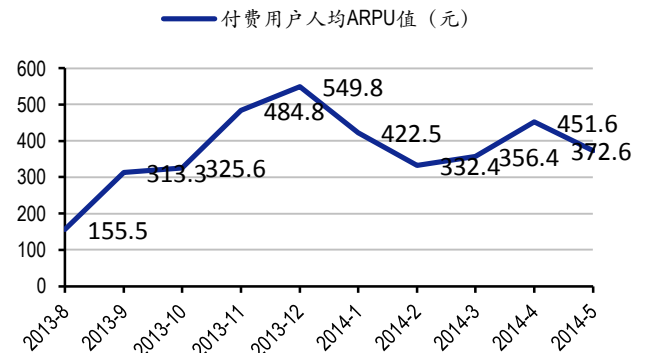
《唐门世界》、《绝世天府》作为热门网络小说改编的手游,也在上线后成绩不俗。《唐门世界》活跃用户 2014 年基本稳定在 20 万人以上,人均 ARPU 值 2014 年 5 月 372.6 元;《绝世天府》由于除 IOS 外尚未推出联运平台,玩家数量增长较少,活跃用户数量有所下降,但 ARPU 值较为可观,最高可达 519.87 元。

图 10:《唐门世界》活跃用户数 (万人)



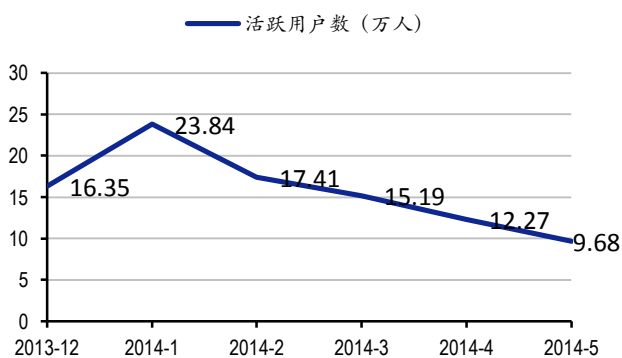
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 11:《唐门世界》付费用户人均 ARPU 值 (元)



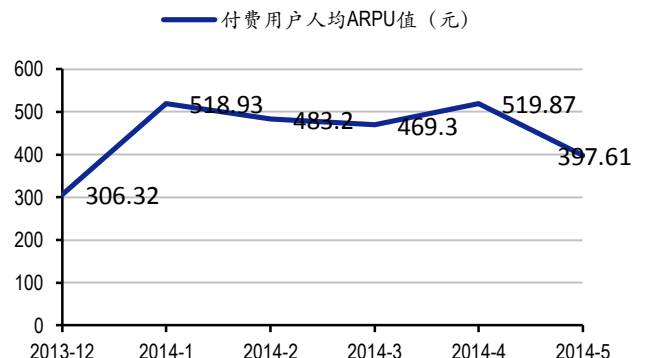
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 12:《绝世天府》活跃用户数 (万人)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 13:《绝世天府》付费用户人均 ARPU 值 (元)

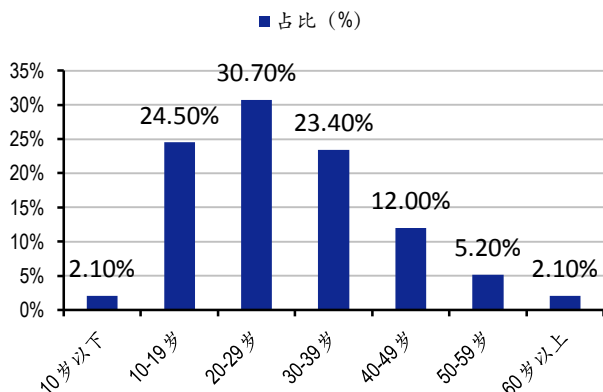


数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 移动端使网络文学热度持续提升，移动游戏扩大货币化空间

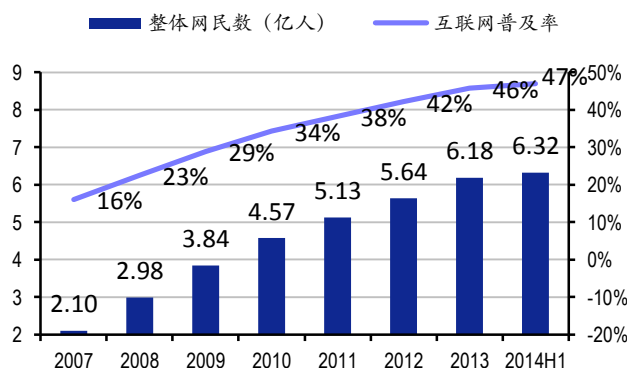
随着年轻一代的迅速逐渐壮大和网络普及率的提高，网络文学未来有广阔的市场空间和稳定的市场需求。目前中国网民占比最高的群体为 20-29 岁人群，占比 30.7%，而 20-39 岁网民总占比超过 50%，这一群体善于接受新鲜事物且具有一定的消费能力，是网络文学市场的主要受众群。

图 14：2014.6 中国网民年龄结构



数据来源：CNNIC, 安信证券研究中心

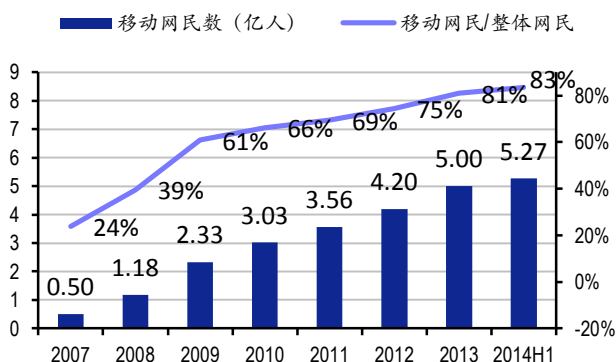
图 15：中国互联网普及率



数据来源：CNNIC, 安信证券研究中心

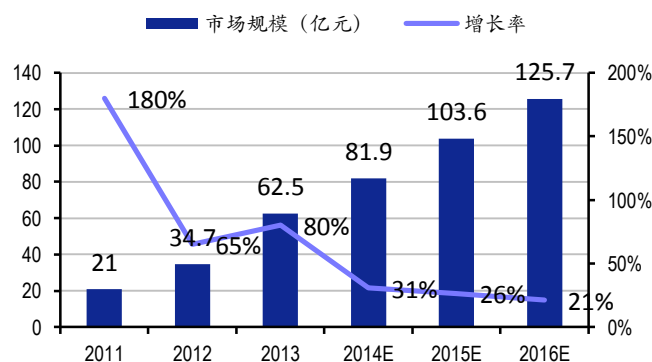
移动互联网的快速发展又为网络文学注入了新的生命力，移动阅读因其便利性和对碎片时间的充分利用极大地扩大了网络文学的阅读群体。2014 年上半年，中国移动网民数占整体网民数的 83%，达 5.27 亿人次。根据易观智库的统计，2013 年我国移动阅读市场规模为 62.5 亿元，同比增长 80%，预计 2016 年移动阅读市场规模可达 125.7 亿元。

图 16：中国移动网民数量及占比情况



数据来源：CNNIC, 安信证券研究中心

图 17：中国移动阅读市场规模

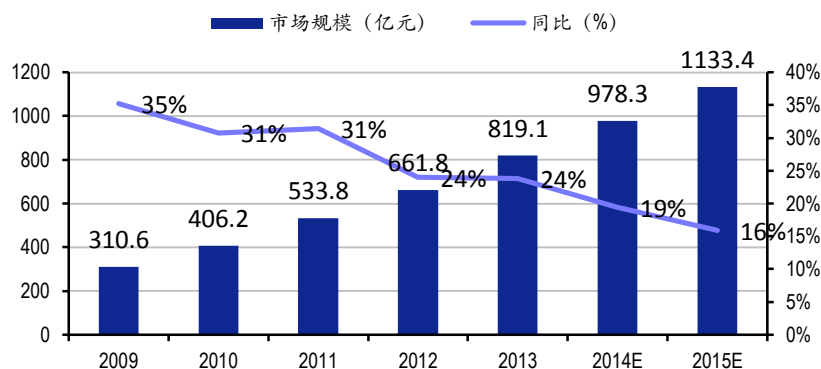


数据来源：易观智库, 安信证券研究中心

网络文学题材广泛、受众群体庞大，易于培养较为稳定的粉丝群体，但变现渠道较为单一，主要是通过运营商收取阅读费用。而网络游戏能够将网络文学内容情节和人物进行改编，赋予网络文学第二次生命。

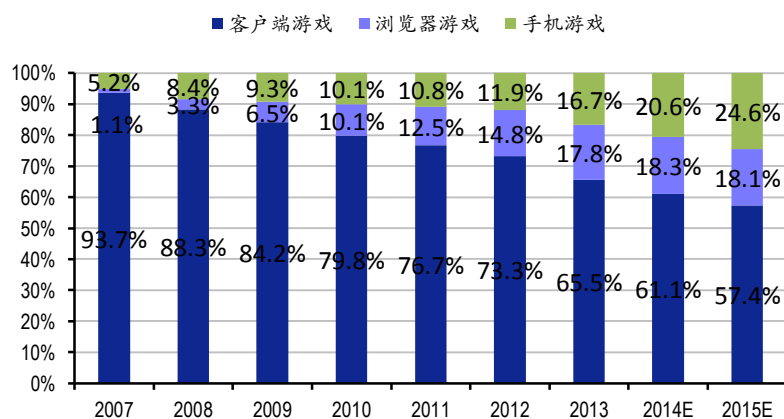
中国网络游戏正在经历着高速增长,2014 年中国网络游戏市场规模预计达到 978.3 亿元，2015 年将达 1133.4 亿元。而在移动互联网的背景下，移动网络游戏将成为网络游戏的重要组成部分，2014 年手机游戏占整个网络游戏收入的 20.6%，2015 年预计占比 24.6%。

图 18: 中国网络游戏市场规模



数据来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

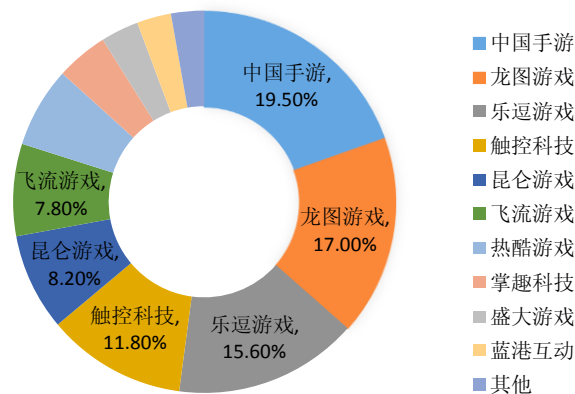
图 19: 中国网络游戏细分市场市场份额



数据来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

从市场构成上看, 目前我国移动网络游戏市场行业集中度不高, 市场竞争格局随时面对改变。具有一定市场份额的游戏企业往往是通过单款热门游戏取得可观收入。2014 年第 3 季度, 中国手游在全平台发行商中以 19.5% 的份额领先, 而龙图游戏凭借《刀塔传奇》占据第二的市场份额, 为 17%。

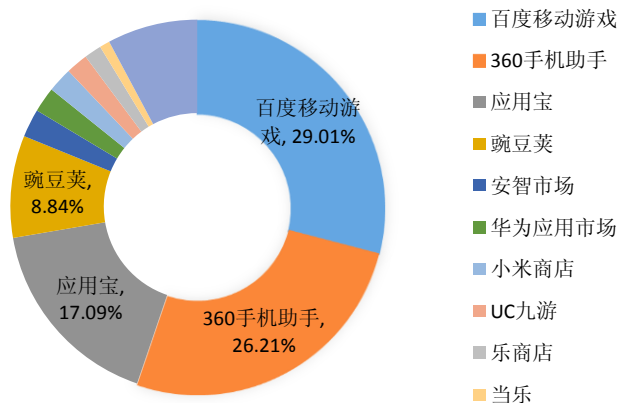
图 20: 2014 年第 3 季度中国移动游戏全平台发行商竞争格局



数据来源: 易观智库, 安信证券研究中心

优秀的分发平台有助于对移动游戏的推广，在移动游戏运营平台的市场份额上，根据易观智库的统计，2014年第二季度，百度移动游戏用户覆盖率在移动游戏分发平台中最高，为29.01%，360手机助手和应用宝分列第二和第三名。

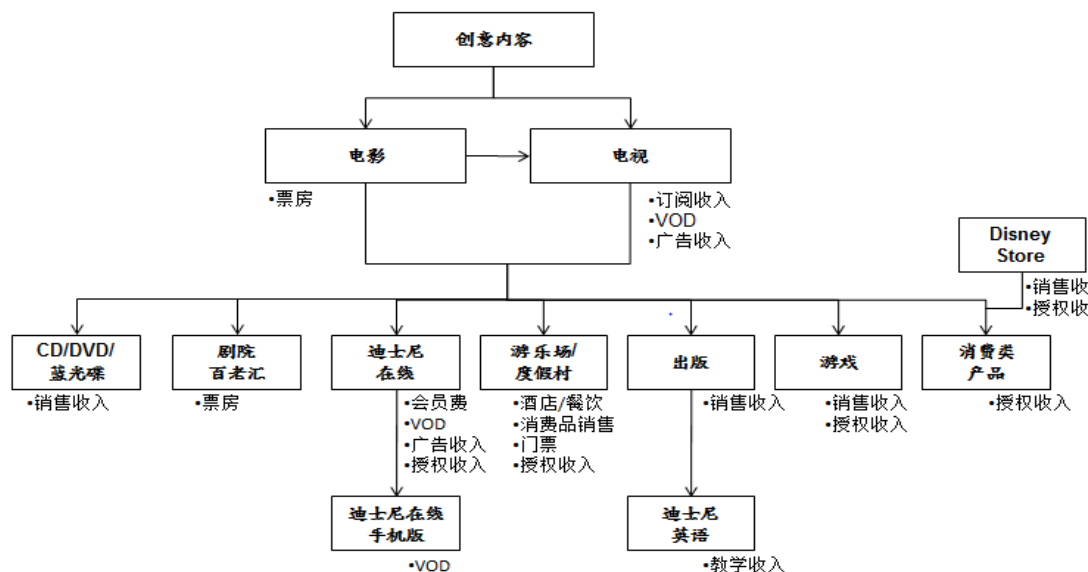
图 21：2014 年第 2 季度移动游戏运营平台用户覆盖



数据来源：易观智库，安信证券研究中心

围绕核心 IP 形成关联的综合娱乐生态链，能够有效放大文化内容的生命力和市场价值。以迪士尼为例，以动画卡通起家的迪士尼自 1923 年迪士尼兄弟工作室成立以来的九十年中创造了如米老鼠、唐老鸭、白雪公主、狮子王等众多家喻户晓的形象。在最初的影视动漫取得成功后，迪士尼会围绕影视内容和人物形象进行深入挖掘，将业务拓展至主题公园、动画、电影、书籍、游戏、舞台剧以及其他周边产品，从各渠道进行变现，在获得商业收益的同时再次强化品牌价值，形成强大的娱乐互动产业链条。

图 22：迪士尼业务布局



数据来源：安信证券研究中心

以 2013 年迪士尼推出的动画电影《冰雪奇缘》为例，电影在全球掀起热潮后，迪士尼顺势推出包括影视、原声带、图书在内的系列周边产品，授权美泰、孩子宝等玩具制造商推出冰雪奇缘人物玩偶，在迪士尼主题乐园加入冰雪奇缘元素，并于 2014 年 1 月推出系

列手游。迪士尼表示将在今后五年内全方位挖掘《冰雪奇缘》的商业能力，除上述产品外，百老汇舞台剧等也在筹划之中。

图 23:《冰雪奇缘》衍生产品



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

4. 发展战略：打造国内领先的文化 IP 运营商

在收购第一波 100%股权后，骅威股份在文化 IP 运营上又迈出了关键性的一步，公司已 在玩具、动漫和游戏板块积累了丰富的资源，有助于公司未来形成游戏、动漫、影视及其周边衍生品互相延伸、互相交融的综合性娱乐服务。

表 3: 骅威股份通过内生长和对外投资打造国内优质 IP 运营商

时间	事件	业务领域
2009	公司投资拍摄的《蛋神奇踪》播出	动漫
2012	在上海投资设立子公司从事儿童主题乐园开发和建设，取得日本授权，在全国建立多家“哆啦 A 梦梦幻天地”主题乐园	主题乐园
2013.12	收购网络科技公司第一波 20%股权，进军移动网络游戏行业	手游
2014.08	与第一波共同投资设立文华创梦，通过对优质 IP 资源的深度挖掘,打造 IP 衍生品交易平台	IP 衍生品
2014.09	收购并增资获得拇指游玩 30%股权	手游
2014.11	600 万元对成奕君兴传媒进行增资，公司占成奕君兴的 10%股权。	移动互联网广告
2014.12	完成对第一波剩余 80%股权的收购，第一波成为骅威股份全资子公司	手游
2014.12	第一波与作家朱洪志（笔名：我吃西红柿）共同投资设立公司骑士传奇，骑士传奇独家获得朱洪志文学作品相关授权，骑士传奇有权将授权作品改编而成的游戏、动漫、影视及周边产品等衍生性产品在全球范围内发行、运营。	网络文学版权

数据来源：公司官网、公司公告、安信证券研究中心

在游戏方面，公司将携手第一波，继续挖优质 IP 资源，将其打造成为网络游戏，实现优质 IP 的变现；公司和第一波参投的成奕君兴，实现了在手机发行与运营领域的布局；增资拇指游玩，进一步加强公司在游戏发行方面的能力，有利于形成创意、研发、运营与发行为一体的完整移动游戏产业链。

第一波“网络文学+游戏”商业模式的成功与公司拥有的优质网络文学 IP 以及面向粉丝群体的营销渠道密不可分。第一波创始人付强为起点中文网的白金作家，笔名撒冷，在网络文学领域具有高人气，丰富的人脉和鉴定优质文学 IP 的判断力。股东张威，笔名唐家三少，2012 年登顶中国网络作家富豪榜，2014 年入选 2014 福布斯中国名人榜，并再次成为中国网络作家富豪榜榜首。第一波畅销游戏《唐门世界》即为唐家三少系列作品改编而成。同时，第一波还与网络作家我吃西红柿、天蚕土豆等均建立了合作关系，独家获得其作品授权作为游戏 IP，成功推出了《莽荒纪》《绝世天府》等优秀手游作品。

表 4: 第一波已上线作品涉及的网络文学 IP 资源

作家	文学作品	上线游戏作品	授权简介	授权类型	授权区域	授权期限
唐家三少	《光之子》、《狂神》等系列作品	《唐门世界》	2013-2014 年间, 蓝海梦想获得《光之子》、《狂神》、《善良的死神》、《惟我独仙》、《空速星痕》、《冰火魔厨》、《生肖守护神》、《琴帝》等八部作品的人物名称授予改编成手机游戏《唐门世界》的权利	非独家	全球	永久
	《斗罗大陆》	《唐门世界》	上海玄霆将《斗罗大陆》的手机卡牌类游戏改编权授予蓝海梦想, 蓝海梦想可以提取授权作品中的人物、背景、技能改编为中文手机游戏《唐门世界》	非独家	中国大陆	至 2015.11.14 止
我吃西红柿	《莽荒纪》	《莽荒纪》	朱洪志将《莽荒纪》的手机游戏改编权授予第一波, 第一波有权将作品中的所有元素运用于手机游戏中	独家	全球	永久
天蚕土豆	《武动乾坤》	《绝世天府》	上海玄霆将《武动乾坤》的文学作品的中文手机游戏改编权授予第一波	非独家	全球	至 2016.12.1 止

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

除以上三款游戏对应的 IP 外, 第一波已经进行了丰富的网络文学 IP 资源储备。包括作价鱼人二代的《校花的贴身高手》、唐家三少《冰火魔厨》和跳舞的《猎国》。此外合资公司骑士传奇将获得朱洪志创作的除《莽荒纪》以外的全部文学作品授权。

表 5: 第一波已储备及有合作意向的网络文学家 IP 资源

作家	文学作品	授权简介	授权类型	授权区域	授权期限
鱼人二代	《校花的贴身高手》	上海玄霆将林晗(笔名: 鱼人二代)创作的《校花的贴身高手》的文学作品的中文游戏改编权授予第一波	独家	全球	3 年
唐家三少	《冰火魔厨》	约定张威将《冰火魔厨》的网络游戏改编权、手机游戏改编权授予第一波, 第一波有权将授权作品中的所有元素运用于游戏中	独家	全球	2 年
我吃西红柿	《莽荒纪》	朱洪志将《莽荒纪》的网页游戏改编权、动画改编权、影视改编权及周边产品开发制作权授予第一波, 第一波有权将授权作品中的所有元素运用于产品中	独家	全球	10 年
跳舞	《猎国》	约定陈彬将《猎国》的手机游戏改编权授予第一波, 第一波有权将授权作品中的所有元素运用于游戏中	独家	全球	10 年

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 24: 2013 第八届网络作家富豪榜

排名	作家	籍贯	版税(万元)	作家年龄	经典代表作
1	唐家三少	北京	2650	32	《斗罗大陆》
2	天蚕土豆	四川德阳	2000	24	《大主宰》
3	血红	湖南常德	1450	34	《光明纪元》
4	我吃西红柿	江苏扬州	1300	26	《莽荒纪》
5	梦入神机	湖南常德	1200	29	《圣王》
6	辰东	北京	1000	32	《完美世界》
7	骷髅精灵	山东烟台	890	32	《圣堂》
8	打眼	江苏徐州	800	36	《宝鉴》
9	柳下挥	河南信阳	600	29	《火爆天王》
10	跳舞	江苏南京	550	32	《天骄无双》
11	高楼大厦	山东淄博	530	33	《僵尸医生》
12	耳根	黑龙江牡丹江	500	32	《求魔》
13	无罪	江苏无锡	430	34	《冰火破坏神》
14	鱼人二代	黑龙江哈尔滨	400	30	《校花的贴身高手》
15	月关	山东平原	380	41	《锦衣夜行》
16	烽火戏诸侯	浙江杭州	300	28	《雪中悍刀行》
17	方想	江西吉安	280	28	《不败战神》
18	风凌天下	山东莱芜	250	35	《傲世九重天》
19	苍天白鹤	浙江宁波	200	38	《武神》
20	鹤是老五	安徽宣城	180	38	《最强弃少》

数据来源: 华西都市报, 安信证券研究中心

图 25: 2014 第九届网络作家富豪榜

排名	作家	籍贯	版税(万元)	作家年龄	经典代表作
1	唐家三少	北京	5000	33	《斗罗大陆》
2	辰东	北京	2800	33	《遮天》
3	天蚕土豆	四川德阳	2550	25	《大主宰》
4	耳根	黑龙江牡丹江	2500	33	《我欲封天》
5	梦入神机	湖南常德	2150	30	《星河大帝》
6	猫腻	湖北宜昌	1700	37	《择天记》
7	骷髅精灵	山东烟台	1350	33	《星战风暴》
8	乱	福建三明	1300	24	《谁与争锋》
9	高楼大厦	山东淄博	1200	34	《寂灭天骄》
10	血红	湖南常德	1100	35	《三界血歌》
11	方想	江西九江	930	29	《不败战神》
12	烽火戏诸侯	浙江杭州	925	28	《雪中悍刀行》
13	无罪	江苏无锡	920	35	《剑王朝》
14	跳舞	江苏南京	900	33	《天骄无双》
15	流浪的蛤蟆	吉林长春	850	39	《龙神诀》
16	鱼人二代	黑龙江哈尔滨	820	31	《校花的贴身高手》
17	蝴蝶蓝	湖南湘潭	800	31	《全职高手》
18	忘语	江苏徐州	700	38	《魔天记》
19	柳下挥	河南信阳	670	30	《终极教师》
20	鹤是老五	安徽宣城	600	39	《造化之门》

数据来源: 华西都市报, 安信证券研究中心

在宣传营销上, 第一波利用网络作家和其小说的高认知度, 通过小说作家的微信、微博、论

坛等向读者宣传，将网络文学的粉丝群体转化为游戏玩家。这种宣传方式一方面可以节约大量成本，另一方面针对性较强，能够使得游戏作品迅速获得潜在玩家关注，提高文学粉丝向游戏玩家的转变速度。

表 6：第一波主要游戏推广方式

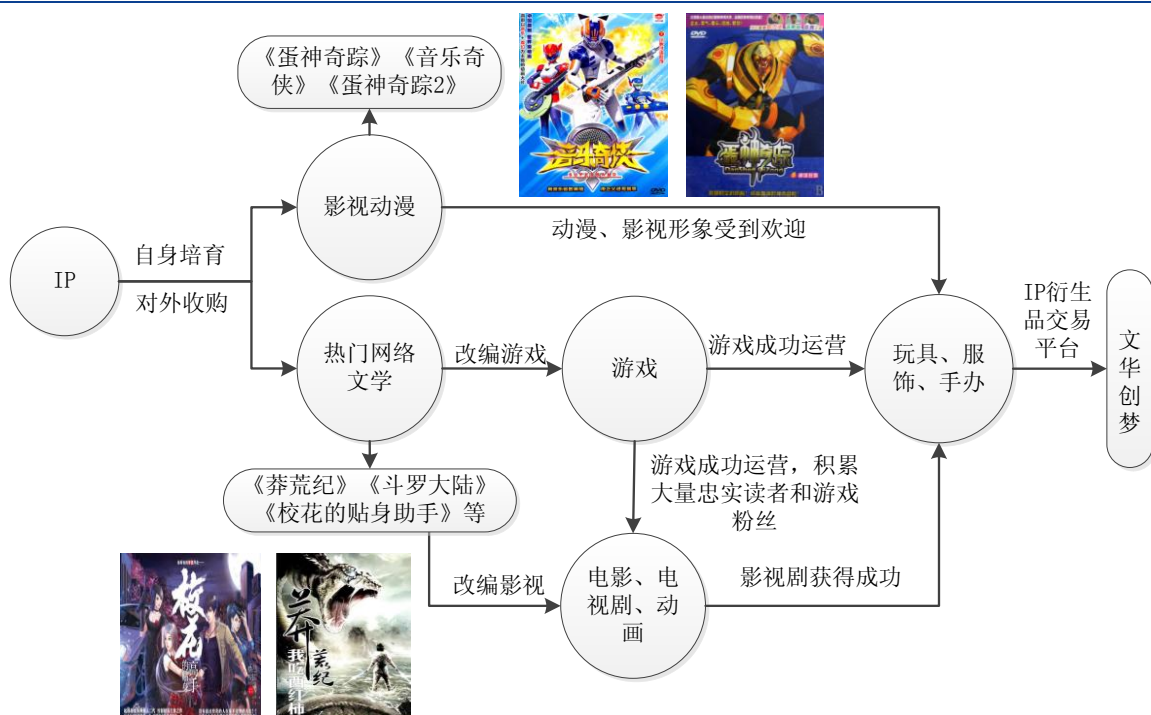
游戏名称	推广方式	作家微信粉丝 (万人)	作家微博粉丝 (万人)	作家百度贴吧(万人)
《莽荒纪》	作家通过粉丝推广	207	腾讯微博: 59 新浪微博: 22	我吃西红柿贴吧关注数: 3.48 莽荒纪贴吧关注数: 135.61
《绝世天府》	作家通过粉丝推广	113	腾讯微博: 89 新浪微博: 24	天蚕土豆贴吧关注数: 6.67 绝世天府贴吧关注数: 0.53
《唐门世界》	作家通过粉丝推广	120	腾讯微博: 290 新浪微博: 201	唐家三少贴吧关注数: 5.21 唐门世界贴吧关注数: 1.94 冰火魔厨贴吧关注数: 0.74
《冰火魔厨》	作家通过粉丝推广			

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

在动漫影视方面，公司一方面将深度挖掘原本所有的动漫资源以及网络文学资源，利用公司的资金实力和创造能力，将优质 IP 再度拓展，例如《莽荒纪》在成功改编成畅销游戏后还将策划推出影视版或动漫版，以文学粉丝和游戏玩家为基础，再次提高 IP 的市场价值。

在衍生品方面，公司游戏作品和动漫影视作品涉及到的人物形象均可衍生成为动漫周边、玩具、服饰等，而公司投资设立的文华创梦，将成为公司 IP 衍生品的交易平台，为 IP 多板块变现提供渠道。

图 26：公司 IP 综合运营模式图



数据来源：公司公告,安信证券研究中心根据公开资料整理绘制

5. 投资建议

本次并购后，我们预测公司 2015-2016 年备考净利润分别为 1.83 亿元和 2.40 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.52 元和 0.69 元，净利润增速分别为 347.0%和 31.6%；目前股价 13.61 元对应 15 年、16 年 PE 为 26.17X 和 19.72X。考虑公司持续 IP 运营的稀缺性以及 IP 多元化变现价值，给予 6 个月 35 倍目标价 18.20 元，买入-A 投资评级。

风险提示：知识产权风险，收购整合风险，核心人才流失风险。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	448.1	449.2	511.8	833.0	986.7	成长性					
减:营业成本	342.3	334.2	375.8	513.9	595.3	营业收入增长率	-6.8%	0.3%	13.9%	62.7%	18.5%
营业税费	3.7	4.6	5.2	7.7	8.8	营业利润增长率	-13.2%	-17.3%	44.5%	318.5%	32.8%
销售费用	26.1	30.6	35.3	41.6	46.2	净利润增长率	-10.6%	-25.6%	28.0%	347.0%	31.6%
管理费用	40.1	43.8	51.1	110.0	122.4	EBITDA 增长率	-23.0%	4.7%	10.9%	362.1%	33.0%
财务费用	-13.9	-4.3	-14.0	-21.7	-23.8	EBIT 增长率	-29.8%	3.8%	22.4%	404.5%	35.1%
资产减值损失	2.1	1.7	1.7	1.8	1.7	NOPLAT 增长率	-31.5%	2.9%	9.5%	404.5%	35.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.0%	26.2%	-12.0%	264.2%	8.7%
投资和汇兑收益	-0.1	0.6	-	58.4	80.0	净资产增长率	4.2%	2.0%	18.8%	108.0%	7.0%
营业利润	47.6	39.4	56.9	238.1	316.2	利润率					
加:营业外净收支	2.2	-1.1	-2.4	5.5	4.4	毛利率	23.6%	25.6%	26.6%	38.3%	39.7%
利润总额	49.8	38.2	54.5	243.6	320.6	营业利润率	10.6%	8.8%	11.1%	28.6%	32.0%
减:所得税	7.6	6.2	13.6	60.9	80.1	净利润率	9.6%	7.1%	8.0%	21.9%	24.4%
净利润	42.9	31.9	40.9	182.7	240.4	EBITDA/营业收入	9.6%	10.0%	9.7%	27.7%	31.1%
						EBIT/营业收入	7.5%	7.8%	8.4%	26.0%	29.6%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	70	107	122	93	92
货币资金	524.3	444.4	670.0	1,057.4	835.4	流动营业资本周转天数	143	168	155	69	70
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	603	591	582	477	448
应收帐款	146.6	185.9	163.8	155.0	225.0	应收帐款周转天数	103	133	123	69	69
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	51	51	50	22	21
预付帐款	18.0	17.5	20.7	28.2	29.5	总资产周转天数	720	747	725	799	916
存货	60.9	65.2	75.8	24.7	88.7	投资资本周转天数	256	316	291	388	536
其他流动资产	5.3	5.7	5.6	5.2	5.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.9%	3.6%	3.8%	8.2%	10.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	3.5%	3.6%	7.1%	9.8%
长期股权投资	-	-	-	45.0	45.0	ROIC	9.8%	8.4%	7.3%	42.0%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	90.8	176.2	169.9	258.5	245.1	销售费用率	5.8%	6.8%	6.9%	5.0%	4.7%
在建工程	63.2	1.3	1.3	1.3	1.3	管理费用率	9.0%	9.7%	10.0%	13.2%	12.4%
无形资产	18.7	18.4	17.7	17.0	16.3	财务费用率	-3.1%	-1.0%	-2.7%	-2.6%	-2.4%
其他非流动资产	7.3	13.8	9.6	968.6	970.3	三费/营业收入	11.7%	15.6%	14.1%	15.6%	14.7%
资产总额	935.2	928.4	1,134.5	2,561.0	2,461.8	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	5.9%	3.3%	6.0%	13.4%	3.6%
应付帐款	46.4	20.3	57.3	77.2	76.7	负债权益比	6.3%	3.4%	6.4%	15.5%	3.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	13.59	23.31	13.76	14.21	13.38
其他流动负债	9.2	10.5	10.7	12.2	11.8	速动比率	12.49	21.20	12.64	13.93	12.38
长期借款	-	-	-	253.5	-	利息保障倍数	-2.43	-8.10	-3.06	-9.96	-12.29
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	55.6	30.8	68.0	342.9	88.5	DPS(元)	0.05	0.05	0.05	0.18	0.24
少数股东权益	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	分红比率	32.8%	44.1%	31.4%	33.4%	35.4%
股本	140.8	140.8	281.6	348.6	348.6	股息收益率	0.4%	0.4%	0.3%	1.3%	1.8%
留存收益	737.1	754.9	783.0	1,867.7	2,022.9						
股东权益	879.6	897.6	1,066.4	2,218.1	2,373.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	42.2	32.1	40.9	182.7	240.4	EPS(元)	0.15	0.11	0.15	0.52	0.69
加:折旧和摊销	11.4	14.6	7.0	14.0	14.0	BVPS(元)	3.12	3.18	3.78	6.36	6.80
资产减值准备	2.1	1.7	-	-	-	PE(X)	89.3	120.0	93.8	26.0	19.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	4.3	3.6	2.1	2.0
财务费用	-	0.3	-14.0	-21.7	-23.8	P/FCF	-255.5	-64.5	41.0	-8.1	-35.1
投资损失	0.1	-0.6	-	-58.4	-80.0	P/S	8.6	8.5	7.5	5.7	4.8
少数股东损益	-0.8	0.1	-	-	-	EV/EBITDA	17.6	35.7	63.3	17.1	12.7
营运资金的变动	-41.5	-49.9	49.8	78.1	-137.8	CAGR(%)	63.0%	95.7%	-5.2%	63.0%	95.7%
经营活动产生现金流量	13.1	6.9	83.7	194.7	12.9	PEG	1.4	1.3	-17.9	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-33.8	-72.4	-	-1,051.6	80.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-6.4	-14.1	142.0	1,244.2	-314.9	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

文浩、许彬分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会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, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034