


2016-7-31

公司研究(深度报告)

 评级 **买入** 维持

当前股价: 33.79 元


分析师 雷玉


 (8621)68751070

 leiyu@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490511040005

联系人 曹轶俊

 (8621)68751070


 caoyj1@cjsc.com.cn


联系人 李俐璇

 (8621)68751070

 lilx2@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

公司基本数据	2016.07.29
总股本(万股)	44600
流通A股/B股(万股)	35948/0
资产负债率	14.32%
每股净资产(元)	2.63
市盈率(当前)	119.22
市净率(当前)	12.85
12个月内最高/最低价	59.58/27.30

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《动漫服饰销售下滑拖累整体营收, 拟投资 21 亿打造 IP 文化生态圈》2016-4-25

《当“二次元”遇上“虚拟现实”》2015-11-24

《前三季度营收同比降幅明显营业外收入增加对净利润贡献显著》2015-10-25

美盛文化(002699)

以动漫衍生品为支撑, 掘金 IP 泛娱乐市场

报告要点

■ 以动漫衍生品为支持, 借势打造文化生态圈

公司过去主要从事动漫衍生品的研发、生产和销售等相关业务, 对接全球主要动漫服饰供应商 Disguise、Mega Toys、Christy 等稳定、优质客户。但公司原有主业主要在动漫衍生品低端制造部分, 业绩受订单驱动影响明显。在国内制造业人口红利不断丧失以及迪士尼经典 IP 成功运营的示范下, 公司结合自身特点和商业环境, 开始向动漫衍生品上下游拓展, 致力成为动漫文化创意企业, 先后布局了动漫、游戏、电商、影视、儿童剧、衍生品等业务板块, 拟打造 IP 变现全产业链闭环生态圈。

■ IP 泛娱乐市场空间巨大, 公司有望沐浴行业春风

IP 泛娱乐开发变现可实现 IP 的长尾价值。文学和动漫为泛娱乐产业链的培养和孵化层, 影视和音乐为泛娱乐产业链运营和辅助变现层, 游戏、演出和衍生品为泛娱乐产业链的主要变现层。目前来看, IP 变现上中下游市场规模分别为 878 亿元、1144 亿元和 2207 亿元, 在各大传媒公司并购规模和速度继续维持高热趋势下, IP 变现市场将迎来进一步的增长。据中娱智库统计, 上游孵化层对应市场规模为 500-1,000 亿; 中游运营层拥有 1,000-2,000 亿市场空间; 下游变现层随着泛娱乐产业链体系的系统构建, 预计能有 2,000 亿以上规模, 整体来看预计 IP 变现上中下游三层, 将有 5,000 亿市场规模。

■ 泛娱乐经营模式形成, IP 变现基础奠定

在原主业上, 公司通过不断并购和对外投资, 初步完成了“自有 IP+内容制作+内容发行和运营+衍生品开发设计+线上线下零售渠道”文化生态圈的构建; 公司还拟以定增方式募集不超过 30.18 亿元资金, 用 20.88 亿元打造完整的 IP 文化生态圈、用 9.30 亿元收购真趣网络 100% 股权。在泛娱乐开发模式下, IP 变现基础已奠定; 通过收购真趣网络, 快速进入移动互联网行业, 可分散公司转型升级风险。

■ 短期业绩有支撑, 长期转型有看点, 维持买入评级

短期来看动漫衍生品构成公司盈利主要支撑, 迪士尼开园以及《魔兽》电影玩具独家代理权分别有望带来 26,000 万元和 4,800 万元的销售收入, 2016 年业绩有望爆发; 长期来看, 已初步完成 IP 全产业链生态圈构建、并积极投身近 5,000 亿 IP 泛娱乐市场; 目前已收购的缔顺科技与原有动漫业务整合进展顺利、以《星学院》为代表的作品顺利推广说明公司具备原创 IP 开发能力; 我们看好公司未来发展, 预计 2016-2017 年 EPS 为 0.38 元、0.56 元, 对应目前估值为 88 倍、60 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司各业务管理风险; 转型进展不及预期。

目录

以动漫衍生品为支持，借势打造文化生态圈	5
动漫衍生品短期内仍为营收主要来源	5
迪士尼开园+《魔兽》电影玩具独家代理，短期盈利有望爆发	7
制造业人口红利丧失，把握 IP 变现大势实现主业变迁	10
强大 IP 支撑，迪士尼娱乐帝国成功示范	11
IP 泛娱乐市场空间巨大，公司有望沐浴行业春风	14
动漫向电影拓展，国产优质 IP 变现价值显现	14
游戏市场规模持续增长、IP 游戏变现尚才起步	16
影视 IP 变现——IP 变现分水岭	18
IP 舞台剧变现，乘蓬勃之势起舞	19
上中下游三层发展，预计泛娱乐产业有 5,000 亿规模	21
泛娱乐经营模式形成，IP 变现基础奠定	23
外延并购向动漫产业链上下游进军，IP 变现基础奠定	23
定增加码 IP 生态圈，内容、平台双增强	27
定增收购真趣网络、进入移动互联网行业，分散转型风险	28

图表目录

图 1：动漫衍生品仍为公司营收主要来源	6
图 2：前 5 大客户销售额稳定	6
图 3：美国万圣节服饰消费需求基本稳定	6
图 3：国内动漫服饰市场规模增长迅速	6
图 5：我国动漫衍生品市场规模逐年增加，2015 年总规模约为 350 亿元左右	7
图 6：2014 年受益于《冰雪奇缘》，公司营收增速明显	8
图 7：2015 年陆家嘴迪士尼旗舰店开业火爆	8
图 8：魔兽电影官方正版玩具	9
图 9：公司原主业主要在动漫衍生品研发、生产部分	10
图 10：得益于《冰雪奇缘》的火爆，2014 年公司营收增速明显	10
图 11：从各国工人月工资水平（美元）来看，国内制造业劳动力成本优势逐渐丧失	10
图 12：迪士尼动漫衍生品轮次开发增加盈利和增强宣传效果	12
图 13：迪士尼经典形象之米老鼠、小熊维尼	12
图 14：迪士尼乐园成就梦想王国	12
图 15：迪士尼在电影电视制作、酒店、玩具、书籍等领域都有授权产品	12
图 16：迪士尼营业收入、净利润基本保持稳定增长	13
图 17：迪士尼品牌价值在全球最佳品牌 100 强中，排名稳定靠前	13

图 18: 迪士尼 2015 年各业务板块收入盈利情况 (亿美元)	13
图 19: 《福布斯》全球 10 大虚拟人物富豪榜.....	13
图 20: 从 2014 年 IP 元年开始, 我国动画电影票房增长突出	15
图 21: 2015 年, 中国游戏市场实际销售收入同比增长 22.9%.....	16
图 22: 2015 年, 中国游戏用户 5.34 亿人, 同比增长 3.3%.....	16
图 23: 2015 年, 移动游戏市场实际销售 514.60, 同比增长 87.20%	16
图 24: 2015 年, 网页游戏市场实际销售 219.60, 同比增长 8.34%	16
图 25: 任天堂掌机游戏系列《口袋妖怪》精灵 IP	18
图 26: AR 技术提供内容变现良好支撑.....	18
图 27: 《花千骨》电视剧.....	19
图 28: 《花千骨》同名手游	19
图 29: 《狮子王》动画	19
图 30: 《狮子王》舞台剧.....	19
图 31: 日本舞台剧公演剧本数不断扩大	20
图 32: 日本舞台剧观影人数不断上升	20
图 33: 日本《网球王子》舞台剧	20
图 34: 日本《美少女战士》舞台剧.....	20
图 35: 《盗墓笔记》舞台剧	21
图 36: 《小时代》音乐剧.....	21
图 37: 泛娱乐核心产业规模变化情况 (亿元)	22
图 38: 三大产业链层次规模空间预测.....	22
图 39: 上中下游 IP 变现市场规模变化情况	23
图 40: 美盛动漫优秀动漫作品《莫麟传奇》和《爵士兔》	24
图 41: 美盛游戏优秀网页游戏《纸牌三国》和《小小冒险村》	24
图 42: 优质 IP 是文化产业价值链的核心.....	25
图 43: 《星学院》动画及网页游戏	25
图 44: 网剧《星座啪啪啪》漫画版海报	25
图 45: 网剧《超能星学园》海报	25
图 46: 以美盛游戏和美盛动漫为依托的内容生态圈基本建立.....	26
图 47: 多平台交叉推广的平台生态圈基本建立	26
图 48: 依托 SIP 共塑平台, 均化 IP 创作风险	27
图 49: IP 仓库, 提高公司对优质 IP 的控制力	27
图 50: IP 生态产业基地, 硬件平台支撑 IP 变现	28
图 51: 多平台交叉推广, 实现 IP 持续有效变现.....	28
图 52: 游戏服务平台为开发商、发行商、渠道商提供各类技术服务.....	29
图 53: 真趣网络在广告产业链中扮演广告服务平台和 DMP 的角色.....	29
图 54: 大象平台接入游戏数量和合作商数量快速增长.....	29
图 55: 广告平台覆盖的广告终端用户累计数量快速增长	29
图 56: 真趣网络业绩承诺, 为公司转型升级做好良好支撑	30
表 1: 公司主要产品包括迪士尼形象、电影形象、传统节日动漫服饰以及装饰头巾等.....	5
表 2: 公司主要客户为全球主流动漫服饰供应商, 包括 Disguise、Christy、PaperMagic 等.....	5

表 3: 六大迪士尼乐园客流量火爆.....	8
表 4: 上海迪士尼开园对美盛业绩影响测算	8
表 5: 《魔兽》电影自 6 月 8 日上映后在国内票房表现不错	9
表 6: 魔兽玩具对美盛业绩影响测算	9
表 7: 迪斯尼盈利模式.....	11
表 8: 迪士尼经典 IP 形象经久不衰	12
表 9: 迪士尼经典 IP 形象开发价值巨大	13
表 10: IP 泛娱乐开发变现及其盈利模式.....	14
表 11: 国产动画电影票房排行 (万元)	15
表 12: 《喜羊羊与灰太狼》系列动画电影票房情况	15
表 13: 《熊出没》系列动画电影票房情况	16
表 14: 影游联动, 影视剧游戏表现情况	17
表 15: 泛娱乐与游戏产业发展情况.....	17
表 16: 《花千骨》IP 变现梳理.....	19
表 17: 日本多类 IP 改编成舞台剧.....	20
表 18: 2016 年国内 IP 舞台剧将迎来井喷	21
表 19: 细分领域市场变化情况 (亿元)	22
表 20: 从 2013 年开始通过外延并购和对外投资方式向动漫产业链上下游进军	23
表 21: 美盛动漫、美盛游戏创作的游戏原创动漫、游戏作品反响不错	24
表 22: 内容制作、运营平台、变现渠道共建 IP 生态圈	26
表 23: 公司定增预案拟投资项目 (万元)	27
表 24: 真趣网络游戏服务平台和广告精准投放平台收入情况 (万元)	29

以动漫衍生品为支持，借势打造文化生态圈

动漫衍生品短期内仍为营收主要来源

公司原有业务主要从事动漫衍生品的研发、生产和销售，产品包括迪士尼形象动漫服饰、电影形象动漫服饰、传统节日动漫服饰以及装饰头巾等，是国内主要的动漫服饰制造商之一，目前已成为国内规模最大的动漫衍生品研发生产企业。其动漫服饰产品主要销往海外，拥有全球主要动漫服饰供应商美国的 Disguise、Mega Toys、英国的 Christy 等稳定、优质客户。

表 1：公司主要产品包括迪士尼形象、电影形象、传统节日动漫服饰以及装饰头巾等

产品类别	产品系列	产品描述
迪士尼形象 动漫服饰	白雪公主系列	动画《白雪公主与七个小矮人》中的白雪公主为原型的系列动漫服饰
	灰姑娘系列	动画《灰姑娘》中的灰姑娘为原型的系列动漫服饰
	米老鼠系列	米老鼠为原型的系列动漫服饰
	睡美人系列	动画《睡美人》中的公主为原型的系列动漫服饰
	美人鱼系列	动画《小美人鱼》中爱丽尔为原型的系列动漫服饰
	爱丽丝系列	电影《爱丽丝梦游仙境》中爱丽丝为原型系列动漫服饰
	茉莉公主系列	动画《阿拉丁》中茉莉公主为原型的系列动漫服饰
	小仙女系列	电影《小飞侠》中小仙女为运行的系列动漫服饰
影视动漫服 饰	贝尔系列	电影《美女与野兽》中贝尔为原型的系列动漫服饰
	蜘蛛侠系列	电影《蜘蛛侠》系列电影中蜘蛛侠为原型系列动漫服饰
	钢铁侠系列	电影《钢铁侠》系列电影中钢铁侠为原型系列动漫服饰
传统节日动 漫服饰	变形金刚系列	电影《变形金刚》系列电影中变形金刚为原型系列动漫服饰
	魔女系列	西方传统文化中魔女为原型的系列动漫服饰
	女巫系列	西方传统女巫形象为原型的系列动漫服饰
非动漫服饰	吸血鬼系列	传统西方吸血鬼为原型的系列动漫服饰
	装饰头巾系列	非洲传统文化中的头巾系列
	饰品类	长袜、手套、盔甲等其他饰品类

资料来源：招股说明书，长江证券研究

表 2：公司主要客户为全球主流动漫服饰供应商，包括 Disguise、Christy、PaperMagic 等

客户名称	国家	简要介绍
Disguise	美国	Disguise 成立于1987年，是世界动漫服饰的领导者，因其在业内最具创意及流行设计而知名。1997年公司加入César集团以后成为世界最大的动漫服饰生产厂家之一。2008年被美国的玩具制造龙头企业 Jakks Pacific公司收购后延伸并完善了动漫形象授权。目前，公司与众多大型动漫影视公司如迪士尼、Mattel 以及Marvel 建立长期合作关系。
Christy	英国	英国最大的动漫服饰供应商之一，动漫服饰销售占其总收入的66%，公司取得了迪士尼系列形象的欧洲动漫服饰授权，产品主要通过 Marks、Spencer 和ASDA.等终端销售，主要应用于万圣节、装扮舞

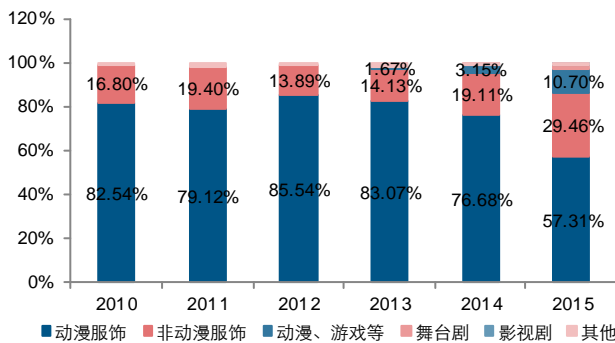
会以及表演使用。

Paper Magic Group	美国	PMG 产品主要有万圣节系列产品、圣诞节系列产品、情人节系列产品及相关的教育系列产品。其中公司走在全球万圣节系列产品的创造和流通的前列，产品包括万圣节的动漫服装、面具、翅膀和饰品等。公司产品由公司或者分布在全球的指定工厂生产。
Incharacter Costumes	美国	Incharacter于2003年在美国成立，目前是美国较大的动漫服饰制作商之一，主要产品包括万圣节、圣诞节和复活节服饰、表演服饰、商业演出服饰，产品涵盖儿童、成年人；公司已经取得迪士尼、Marvel,DC Comics，环球电影等公司的产品形象授权。

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

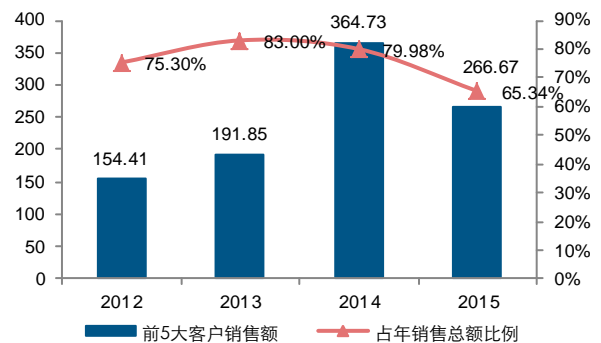
从业务收入上看，动漫衍生品构成公司主要营收来源，其中动漫服饰业务营收占比约60%，非动漫服饰占比约30%，动漫、游戏、舞台剧、影视等业务收入占比目前约为10%，服饰制造销售仍为公司营收主要来源。

图 1：动漫衍生品仍为公司营收主要来源



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：前 5 大客户销售额稳定

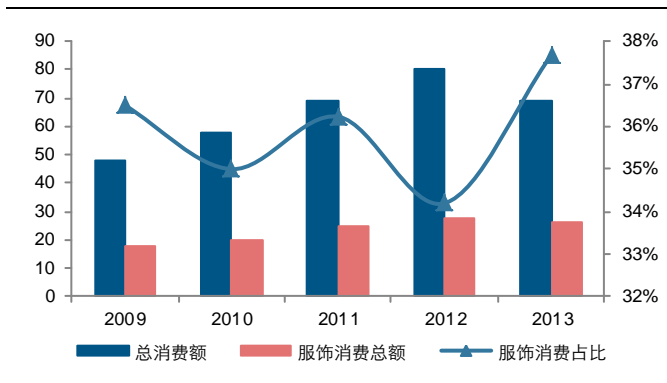


资料来源：公司年报，长江证券研究所

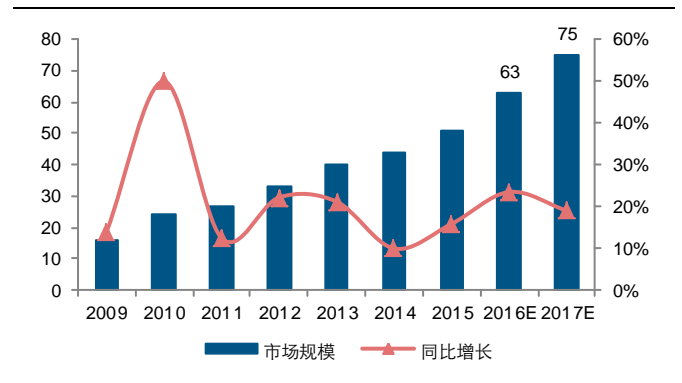
动漫服饰国外需求稳定，国内增长迅速。动漫服饰应用主要集中在万圣节、狂欢节、圣诞节等传统节日，以及其他需要进行装扮的场合。欧美市场占据了主要地位，据美国全国零售联合会(NRF)调查2013年美国万圣节消费总额约为69亿美元，其中动漫服饰消费超过26亿美元，近年来需求维持基本稳定。与国外动漫服饰消费需求稳定形成鲜明对比的是国内动漫服饰的市场近几年来快速增长，据中国产业网预计到2017年动漫服饰市场将达到75亿元。而据前瞻网统计，2009-2015年中国动漫衍生品市场规模逐年增加，2015年中国动漫衍生品市场规模约为350亿元左右。

图 3：美国万圣节服饰消费需求基本稳定

图 4：国内动漫服饰市场规模增长迅速

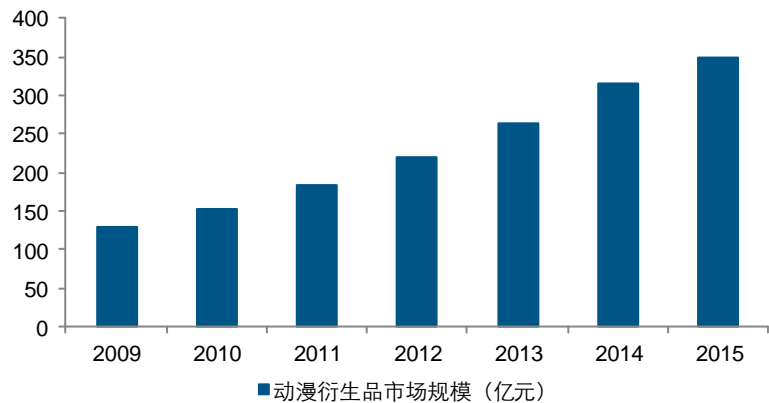


资料来源：中国产业研究网，长江证券研究所



资料来源：中国产业研究网，长江证券研究所

图 5：我国动漫衍生品市场规模逐年增加，2015 年总规模约为 350 亿元左右



资料来源：前瞻网，长江证券研究所

迪士尼开园+《魔兽》电影玩具独家代理，短期盈利有望爆发

上海迪士尼开园，公司动漫衍生品业绩有望再次迎来爆发。公司 2010 年获得迪士尼授权，可以利用迪士尼的非排他授权的“原型”（包括迪士尼公主等人物形象和相关设计元素）和有关商标（Disney/迪士尼）设计、创作、制造、采购有关产品（游戏服、面具、装扮玩具），在我国大陆地区生产动漫服装，并按照华特迪士尼授权的销售渠道销售。2014 年公司受益于迪士尼电影《冰雪奇缘》的火爆，依靠 FROZEN 系列产品，营业收入取得爆发式增长。2016 年 6 月 16 日迪士尼按期开园，首日客流数量约 3 万人次。公司借助迪士尼形象授权有利因素，以及迪士尼品牌的广泛认知度，动漫衍生品营业收入有望再次迎来爆发。

据统计，美国加州迪士尼乐园每年吸引几百万游客；东京迪士尼已累计接待游客逾 6 亿人次，香港迪士尼每年游客人数逐年上涨，累计接待游客超过 5,000 万人次。预计上海迪斯尼乐园的参观人数首年将达 1,500 万人次，预计周边服饰配件等商品消费在人均 200 元至 600 元。按参观 650 万参观人数、人均消费 400 元、10%的订单量占比中性

估计，预计将带动公司 2016 年营收增加 2.6 亿，按公司最近 5 年毛利率 38.61% 测算，预计毛利将增加 1 亿元。

表 3：六大迪士尼乐园客流量火爆

主题乐园	开园时间	年客流量	占地面积(公顷)
加州迪士尼乐园	1955年	1,700万	206
奥兰多迪士尼乐园	1971年	4,400万	12,228
东京迪士尼乐园	1983年	3,000万	201
巴黎迪士尼乐园	1992年	1,500万-1,600万	1,951
香港迪士尼乐园	2005年	600万-700万	126
上海迪士尼乐园	2016年	预计首期1,500万 成熟期2,500万-3,000万	390

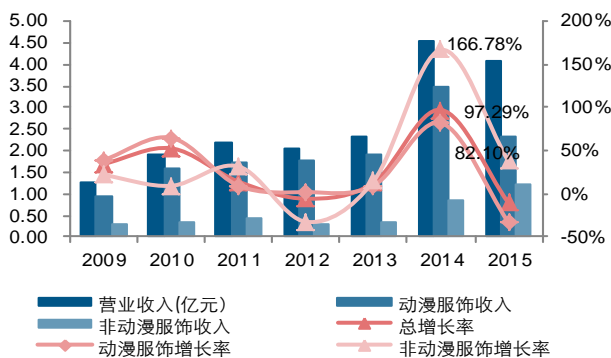
资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

表 4：上海迪士尼开园对美盛业绩影响测算

相关假设			盈利预测	
2016年参观人数(万)	人均服饰产品消费(元)	美盛订单占比	美盛新增收入(亿元)	销售毛利(亿元)
500	200	5%	0.5	0.19
600	300	8%	1.44	0.56
650	400	10%	2.6	1.00
700	500	12%	4.2	1.62
750	600	15%	6.75	2.61

资料来源：长江证券研究所

图 6：2014 年受益于《冰雪奇缘》，公司营收增速明显



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2015 年陆家嘴迪士尼旗舰店开业火爆



资料来源：公开资料，长江证券研究所

《魔兽》电影玩具独家代理权，动漫玩具业务锦上添花。“魔兽”IP 作为全球最具影响力的 IP 之一，在全球已拥有超过 1 亿粉丝积累，付费玩家曾在 2011 年达到过最高值 1,200 万人。美盛文化作为电影官网玩具产品中国地区总代理以及被授权中国唯一正版玩具供应商，在强大的粉丝效应下，玩具业务有望锦上添花。目前公司提供的《魔兽》大电影近百款精致玩具产品已在全国各大影院、电商平台、百货商场、玩具反斗城等渠道热卖。

图 8: 魔兽电影官方正版玩具



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

《魔兽》电影在自 6 月 8 日上映后在国内票房表现不错, 打破了国内多项票房纪录: 午夜场 IMAX 票房最高 5,540 万、两天破 6 亿打破了《速 7》创下的 5.86 亿的纪录、上映三日票房破 8 亿则刷新了《美人鱼》7.7 亿的成绩。截止到 6 月 21 日, 魔兽电影全球票房达到 3.776 亿美元, 合 24.83 亿元人民币, 其中, 中国大陆票房超过 2 亿美元, 约 13.15 亿元人民币, 预计累计票房有望达 15-20 亿。

表 5: 《魔兽》电影自 6 月 8 日上映后在国内票房表现不错

上映时间	票房	最高纪录
午夜场IMAX票房	5540万	《速7》5231万
首日	2.5亿	《速7》4.11亿
两日	6.4亿	《速7》5.86亿
三日	8亿	《美人鱼》7.7亿
十五日	14.13亿	《速7》20.1亿
累计	预计15亿-20亿	《速7》24.24亿/《美人鱼》33.92亿

资料来源: 网络公开资料, 长江证券研究所

根据过去魔兽游戏付费玩家数量, 按 10% 的玩具购买玩家占比, 预计付费购买玩具的玩家数量为 60-100 万; 按人均 100-200 元玩具支出额的中值 150 元, 中性预计魔兽玩具销售额为 12000 万元; 按 2.5 倍的玩具加价率预计, 魔兽玩具生产可以给美盛文化带来 4800 万元的销售收入, 按玩具生产商毛利率 30%-35% 的中值 33%, 预计魔兽玩具生产可给美盛带来 1584 万元的毛利。

表 6: 魔兽玩具对美盛业绩影响测算

业绩预测假设			业绩预测	
魔兽付费玩家 (万)	玩具购买玩家 (万)	玩具销售额预计 (万)	美盛新增收入(万)	销售毛利(万)
600	60	6000	2400	792
700	70	8400	3360	1108.8
800	80	12000	4800	1584

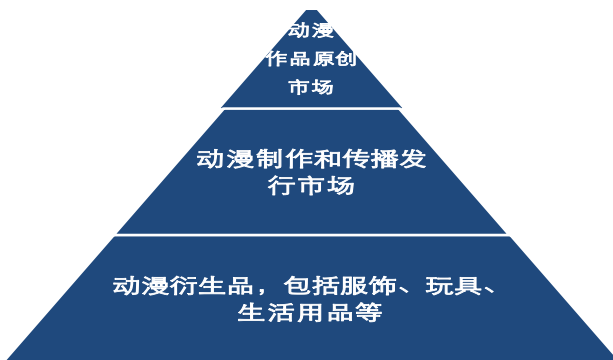
900	90	16200	6480	2138.4
1000	100	20000	8000	2640

资料来源：长江证券研究所

制造业人口红利丧失，把握 IP 变现大势实现主业变迁

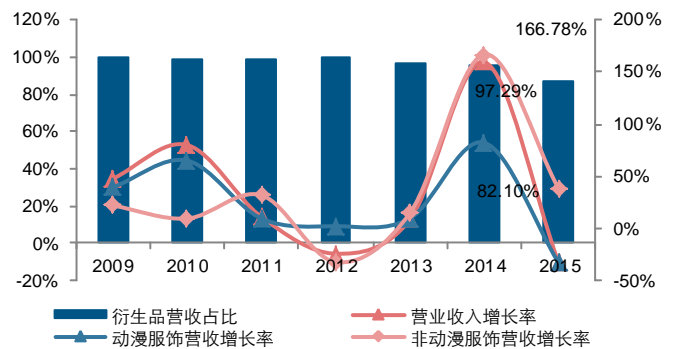
原主业缺少自有 IP，受订单驱动影响较大。动漫产业链主要包括三个层次：一是动漫作品的原创市场；二是动漫制作和传播发行市场；三是动漫衍生品，包括服饰、玩具、生活用品等。公司原主业依靠优质 IP 支撑，业绩受订单驱动影响较大。一旦迪斯尼取消形象授权，公司营收就可能严重下滑，从而影响利润乃至关系生死存亡。另外公司营收主要集中于下半年的欧洲万圣节等节假日期间，要靠客户订单来“以销定产”，经营活动自主性不强，营收季节期间波动性大。2014 年得益于《冰雪奇缘》的火爆，公司 FROZEN 系列产品收入增长明显，公司整体营业收入同比增长 95.79%，2015 年公司缺乏好的 IP 资源发酵支撑业绩，动漫服饰营业收入同比减少 33.11%，公司整体营业收入同比减少 10.59%。

图 9：公司原主业主要在动漫衍生品研发、生产部分



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

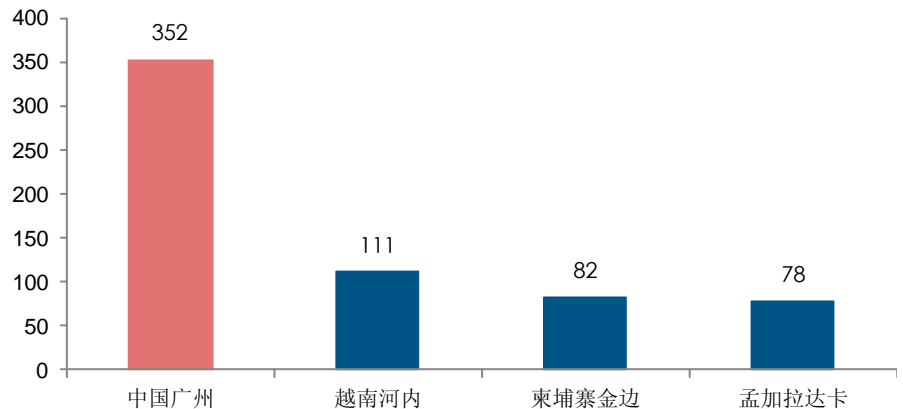
图 10：得益于《冰雪奇缘》的火爆，2014 年公司营收增速明显



资料来源：Wind，长江证券研究所

随着东南亚国家的崛起，国内制造业成本优势逐渐丧失。据日本贸易振兴会报告，2012 年广州工厂工人的平均月薪是 352 美元，相比之下，越南河内、柬埔寨金边和孟加拉达卡工厂的工人平均月薪分别只有 111 美元、82 美元和 78 美元，国内劳动力成本优势逐渐丧失。

图 11：从各国工人月工资水平（美元）来看，国内制造业劳动力成本优势逐渐丧失



资料来源：日本贸易振兴会报告，长江证券研究所

参考迪士尼成功运营模式，公司开启向文化产业上下游拓展。公司参考海外大型娱乐传媒集团的发展历史和业务构成，包括迪士尼在内的美国六大影视娱乐集团都涵盖了从内容版权制作、渠道发行、衍生品销售的全产业链模式。面对 IP 变现广大的市场，公司结合自身特点和商业环境将发展目标定位于覆盖全文化产业领域，打通产业链上下游，开启业务转型升级。

强大 IP 支撑，迪士尼娱乐帝国成功示范

目前国际上比较成熟的 IP 衍生品运营商是迪斯尼，其优势在于完备的全产业布局，包括媒体网络、主题公园及度假村、影视娱乐、消费品、互动娱乐五大模板。迪士尼的商业模式主要体现为“轮次收益”和“乘数效益”两种赢利模式。2015 年好莱坞电影衍生品售卖收入高达 57 亿美元，占电影总收入的 70%，其中礼物、服饰、软件游戏是最受欢迎的三类衍生品，分别占 40%、18%、17%。例如，《星球大战》系列至今仍是迪斯尼衍生品获利最多的电影品牌，收入超过 45 亿美元，远远高于 18 亿美元的票房收入。

表 7：迪斯尼盈利模式

项目	收入贡献	具体内容
保障成本		影视动画品牌大片的票房收入
		品牌大片的公映拷贝，发行品牌大片的光盘录像的销售收入
轮次收益	增值收益	品牌价值链延伸，迪斯尼公园门票收入，依靠影视动画角色形象，为主题公园增添新的内容看点，吸引游客观赏
		经品牌授权特许经营的周边产品销售，比如毛绒玩具、文化衫、纪念章、钥匙链等
乘数效益	收入放大	经过几个波次的创新、扩张、延伸即几次相乘后，公司品牌的经营效益进一步放大

资料来源：网络公开资料,长江证券研究所

迪士尼全产业链模式运营，轮次效应造就经典 IP。迪士尼媒体网络、主题公园及度假村、影视娱乐、消费品以及互动娱乐五大业务板块构造的完备产业链布局，为迪士尼的 IP 构建了可以流转、增值的有效渠道。先从票房收入入手，通过大力宣传放映动漫及动漫电影，首轮可获取超高票房收入；第二轮通过动漫发行、销售拷贝又可赚取数亿美元新

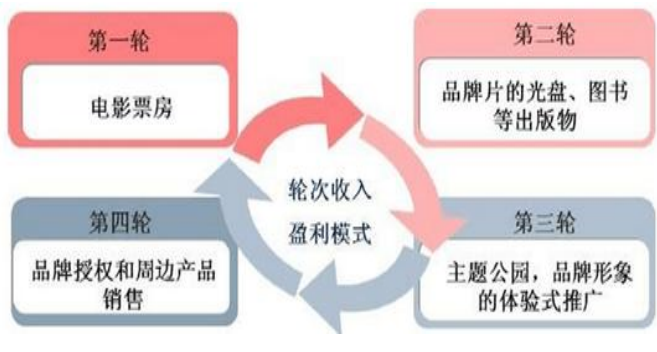
利润；第三轮，在前两项的基础上，通过动漫对消费者的吸引力，将消费者吸引到世界各地的主题乐园，消费者进入主题乐园后，对动漫衍生品和事物的消费又给主题乐园创收；最后，通过品牌产品授权和连锁经营，授权建立迪士尼专卖店和动漫衍生品，又获取新一轮的收入。迪士尼环环链接的全产业链运营模式，在带来“轮次收入”的同时对其经典 IP 也起到了宣传和推广，造就了多个家喻户晓、经久不衰的经典 IP。

表 8：迪士尼经典 IP 形象经久不衰

经典形象	代表作品	创作年代
米奇	第一部有声卡通电影《汽船威利号》	1928年
高飞	《米奇的歌剧团》	1932年
唐老鸭	《聪明的小母鸡》	1934年
白雪公主	第一部彩色卡通电影《白雪公主》	1937年
奇奇和蒂蒂	动画《大兵布鲁托》	1943年
睡美人	电影《睡美人》	1959年
小熊维尼	动画《小熊维尼和蜂蜜树》	1966年
美人鱼	电影《美人鱼》	1989年
史迪奇	动画《星际宝贝》	2001年

资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

图 12：迪士尼动漫衍生品轮次开发增加盈利和增强宣传效果



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

图 13：迪士尼经典形象之米老鼠、小熊维尼



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

图 14：迪士尼乐园成就梦想王国

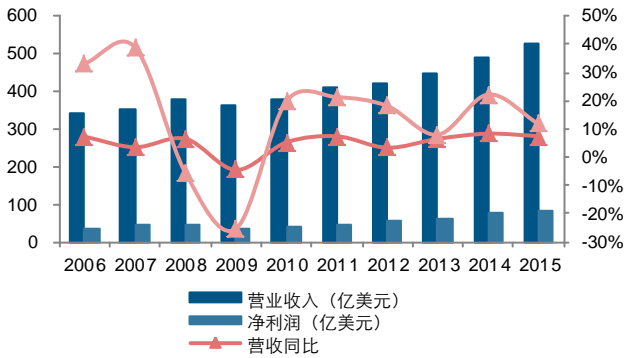


资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

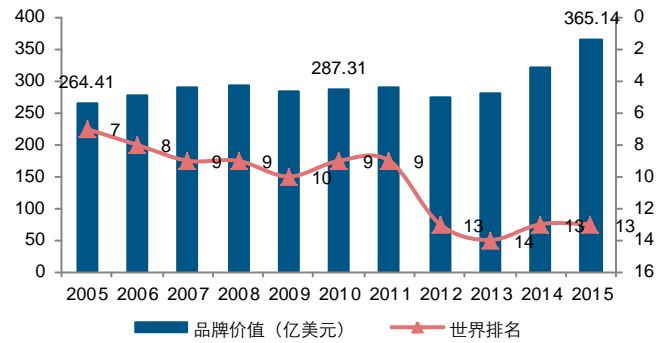
图 15：迪士尼在电影电视制作、酒店、玩具、书籍等领域都有授权产品



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

图 16: 迪士尼营业收入、净利润基本保持稳定增长


资料来源: 网络公开资料, 长江证券研究所

图 17: 迪士尼品牌价值在全球最佳品牌 100 强中, 排名稳定靠前


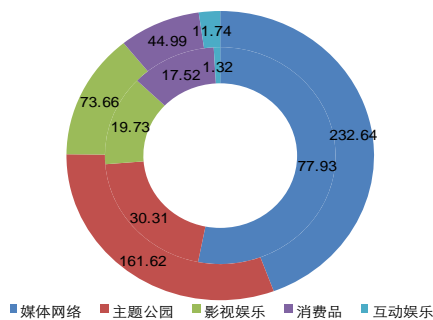
资料来源: Interbrand, 长江证券研究所

优质 IP 衍生品开发, 市场价值巨大。根据迪士尼公司年报, 2015 年总收入为 524.65 亿美元, 其中影视娱乐收入仅为 68.38 亿, 而据估计公司全部业务衍生品的产值达 218 亿美元, 衍生品巨大产值来源于对 IP 的不断开发。创造出自己独有的经典 IP 后, 再开发其周边衍生品, 在最大程度挖掘电影的附加价值时让电影的影响力和收益形成完美的互补闭环。同时, 通过 IP 衍生品的开发, 在扩大自身 IP 影响力的同时, 又能带来更多的来自周边收益分成, 一个成功的 IP, 衍生品开发具有巨大市场价值。据美国《福布斯》杂志 2003 年公布的全球 10 大虚拟人物富豪榜, 活跃在书籍、电影和视频游戏里的米老鼠、哈利·波特、蜘蛛侠等 10 个虚拟人物成了这个富豪榜的主角, 他们当年一共就创造了 230.4 亿美元财富, 其中价值最高的则是迪士尼憨态可掬、身穿红色上衣的小熊维尼, 一共创造了 59 亿美元的价值。

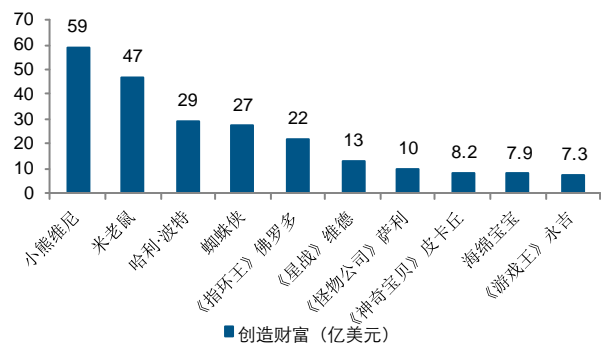
表 9: 迪士尼经典 IP 形象开发价值巨大

IP	IP开发方式	开发价值
《功夫熊猫3》	官方IP授权及快消、汽车、金融、零售、主题乐园等产业衍生品开发	15亿人民币价值
《冰雪奇缘》	在智能手机、平板以及社交网络等平台开发相关游戏	7500万美元利润
《冰雪奇缘》	主人公安娜和艾莎所穿"公主裙"销售	4亿美元价值

资料来源: 网络公开资料, 长江证券研究所

图 18: 迪士尼 2015 年各业务板块收入盈利情况 (亿美元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 《福布斯》全球 10 大虚拟人物富豪榜


资料来源: 品牌观察网, 长江证券研究所

IP 泛娱乐市场空间巨大，公司有望沐浴行业春风

泛娱乐是指由文学、动漫、影视、音乐、游戏、演出、衍生品等多元文化娱乐形态而组成的融合产业。泛娱乐开发是通过对 IP 内容在多元文化娱乐形态之间的轮次开发，这样的模式可以降低开发风险，减少边际成本，扩大受众范围，提高投资回报率，从而实现 IP 的长尾价值。从产业链角度来看，文学和动漫为泛娱乐产业链的培养和孵化层，影视和音乐为泛娱乐产业链的影响力放大、运营和辅助变现层，游戏、演出和衍生品为泛娱乐产业链的主要变现层，三大产业链层次和谐勾连，并不断优化升级。

表 10：IP 泛娱乐开发变现及其盈利模式

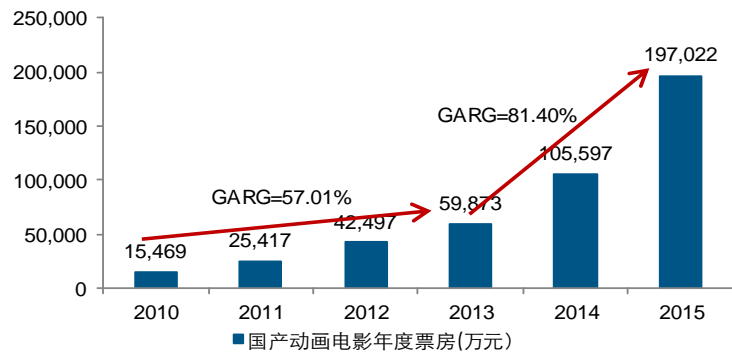
变现模式	盈利方式	市场描述	具体案例
电影	1. 电影商标化，主要人物、电影元素授权制作各类衍生品，如钥匙扣、书本；2. 将品牌产品融入故事主线中去，广告植入	2015年内地累计票房突破400亿元，未来3-5年内有望突破千亿元	《星球大战》收藏品总市场价值达到上十亿；邦德系列电影中的汽车植入
电视剧	1. 版权销售收入，海外版权贩卖；2. 赞助商、广告收入；3. 定制、实物周边	国内移动互联网用户达到7.3亿，仅仅网络视频用户规模便达4.39亿；电视剧作为传统媒体渠道可以做到IP孵化的源头	《芈月传》单集的版权销售在450-500万左右，总版权收入3.6-4.0亿，加上赞助、广告投放及海外版权贩卖，首轮播出预计收入4亿元；实物周边“非酒”销量破2万套
网剧	1. 版权反向输出；2. 广告植入订制或剧集订制；3. 会员付费；4. 改编大电影、推出番外篇、IP授权、衍生品等	国内移动互联网用户达到7.3亿，其中文化娱乐渗透率高达88%，仅仅网络视频用户规模便达4.39亿；未来3-5年网剧制作数量将出现井喷	《太子妃升职记》带动乐视网VIP数量增长超过50万，直接收入达到1000万元以上；《盗墓笔记》上线5分钟内播放请求达1.6亿次，开通VIP会员的订单请求超260万次
二次元	1. 广告、游戏；2. 漫展合作、二手商品买卖与插画师约稿；3. 动态漫画盈利；4. 二次元商品销售收入	2014年动漫衍生品市场规模为316亿元，占动漫产业的31.6%，增速19.7%；预估2015年为380亿元，预计未来二次元市场规模辐射用户至少增长到150亿	《大圣归来》的周边产品，单价69-139元之间，2015年7月23日一天筹款137.39万元，众筹完成率达13739%；《十万个冷笑话》一季点击量超过十亿、漫画版点击也达14.9亿次，电影票房过亿
游戏	1. 付费下载；2. 广告植入；3. 增值服务收费，内部道具；4. 衍生品开发，公仔、飞行器、音乐玩具等	2015年中国游戏市场实际销售收入达到1,407亿元人民币，同比增长22.9%，游戏用户达到5.34亿人	《诛仙3》端游运营九年，积累用户超过1亿，年收入超20亿；

资料来源：公司公告，长江证券研究所

动漫向电影拓展，国产优质 IP 变现价值显现

动漫变现除了拍摄成动画片放映外最简单直接的变现方式就是拍摄动画电影，大电影可加速聚拢用户，提升 IP 变现价值。随着国产动漫 IP 质量的不断提高，国产优质 IP 变现价值得以显现。从 2014 年 IP 元年开始，我国动画电影票房增长突出，2014 年同比增长 76.37%、2015 年同比增长 86.58%，到 2015 年国产动漫电影票房已达 19.7 亿元。2014 年国产动画电影《熊出没之夺宝熊兵》收获 2.47 亿元票房，刷新了《喜羊羊》系列大电影创下的票房纪录；而 2015 年动漫 IP 变现火热之势延续，借助国内经典 IP “西游记”，《西游记之大圣归来》实现 9.6 亿的票房收入，创出了国产动漫新纪录。未来在优质国产 IP 的催化下，IP 动画电影变现市场可观。

图 20: 从 2014 年 IP 元年开始, 我国动画电影票房增长突出



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 11: 国产动画电影票房排行 (万元)

排名	2014年		2015年	
	电影名称	票房收入	电影名称	票房收入
1	《熊出没之夺宝熊兵》	24,700	《西游记之大圣归来》	95,484
2	《喜羊羊与灰太狼6》	8,751	《熊出没之雪岭熊风》	29,452
3	《赛尔号大电影4》	6,231	《十万个冷笑话》	11,963
4	《神秘世界历险记2》	6,230	《洛克王国4: 出发! 巨人谷》	7,693
5	《秦时明月之龙腾万里》	5,985	《黑猫警长是翡翠之星》	7,040
6	《神笔马良》	5,866	《喜羊羊预灰太狼之羊年喜洋洋》	6,760
7	《龙之谷: 破晓奇兵》	5,753	《桂宝之笑闯宇宙》	6,417
8	《洛克王国3》	4,752	《猪猪侠之终极决战》	4,529
9	《猪猪侠2》	4,493	《潜艇总动员之时光宝盒》	3,380
10	《铠甲勇士2》	4,439	《兔侠之青黎传说》	2,972
11	《麦兜: 我和我妈妈》	4,401	《一万年以后》	2,773
12	《新大头儿子和小头爸爸》	4,231	《三只小猪预神灯》	2,397
13	《开心超人2》	2,760	《闯堂兔2: 疯狂马戏团》	2,094
14	《辛巴达历险记2》	2,587	《龙在哪里》	2,075
15	《魁拔3》	2,425	《美人鱼之海盜来袭》	1,729
16	《魔幻仙踪》	2,180	《魔镜奇缘》	1,581

资料来源: 公开资料, 长江证券研究所

表 12: 《喜羊羊与灰太狼》系列动画电影票房情况

	电影票房	年份
《喜羊羊与灰太狼之牛气冲天》	1亿元	2009年
《喜羊羊与灰太狼之虎虎生威》	1.24亿	2010年
《喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱》	1.5亿元	2011年
《喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年》	1.67亿元	2012年
《喜羊羊预灰太狼之喜气洋洋过蛇年》	1.25亿元	2013年
《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》	8620万元	2014年
《喜羊羊预灰太狼之羊年喜洋洋》	6760万元	2015年

合计 **8.20亿元**

资料来源：公开资料，长江证券研究所

表 13：《熊出没》系列动画电影票房情况

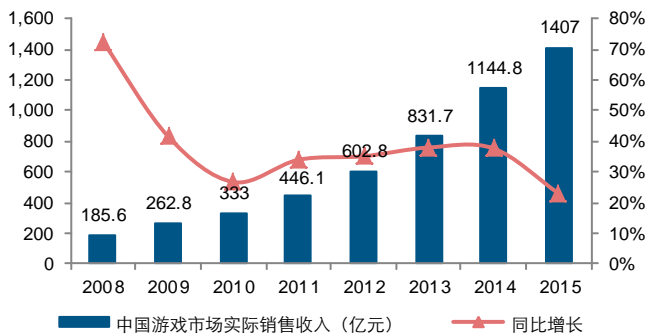
	电影票房	年份
《熊出没之夺宝熊兵》	2.47 亿元	2014 年
《熊出没之雪岭熊风》	2.96 亿元	2015 年
《熊出没之熊心归来》	2.88 亿元	2016 年
合计	8.31 亿元	

资料来源：公开资料，长江证券研究所

游戏市场规模持续增长、IP 游戏变现尚才起步

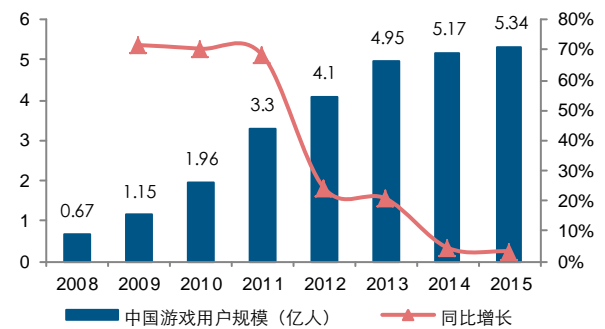
游戏市场整体规模增速下降，涉及 IP 引入流量的网络游戏和手机游戏增速突出。据中国音数协游戏工委和伽马传媒联合公布的《2015 年中国游戏产业报告》数据显示，2015 年我国游戏（包括客户端、网页、社交、移动、单机、电视游戏等）市场实际销售收入达到 1,407.0 亿元人民币，同比增长 22.9%；中国游戏用户数达到 5.34 亿人，同比增长 3.3%。游戏行业增速放缓，依靠 IP 流量转化的网络游戏和手机游戏保持较高增速。

图 21：2015 年，中国游戏市场实际销售收入同比增长 22.9%



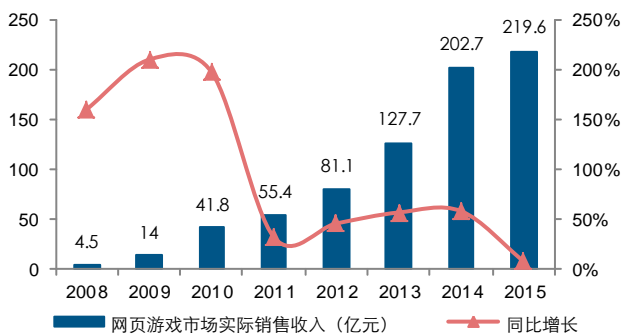
资料来源：《2015 年中国游戏产业报告》，长江证券研究所

图 22：2015 年，中国游戏用户 5.34 亿人，同比增长 3.3%



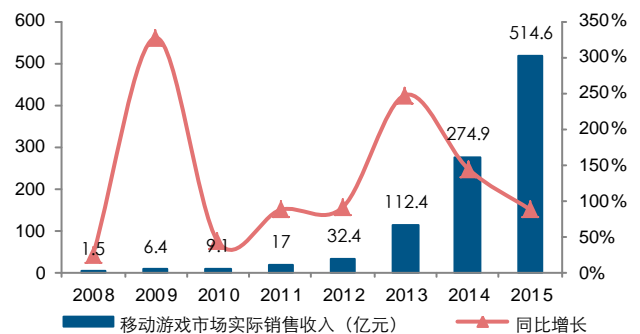
资料来源：《2015 年中国游戏产业报告》，长江证券研究所

图 23：2015 年，移动游戏市场实际销售 514.60，同比增长 87.20%



资料来源：《2015 年中国游戏产业报告》，长江证券研究所

图 24：2015 年，网页游戏市场实际销售 219.60，同比增长 8.34%



资料来源：《2015 年中国游戏产业报告》，长江证券研究所

影游联动、增强 IP 游戏变现价值。伴随着 2014 年 IP 的火热，越来越多的网页游戏和移动游戏开始采用 IP 改编的模式导入用户，借助 IP 导入流量变现形成收入，如《花千骨》、《琅琊榜》等网页游戏均在影规剧热播的时候上线，将 IP 的效用达到最大化。

表 14：影游联动，影视剧游戏表现情况

IP名称	影视剧表现	同名游戏表现
《花千骨》	全剧平均收视率 2.213%	在线上十日内跻身iPhone免费和畅销双榜前三，上线初期日新增用户超100万，活跃用户早已突破千万级，月流水达2亿左右
《琅琊榜》	全剧平均收视率 1.085%	推出后三日下载量超百万，并跻身App Store免费榜首
《十万个冷笑话》	实现总票房1.2亿元	日流水甚至超过了蓝港此前推出的《王者之剑》、《苍穹之剑》等游戏月流水的10%
《煎饼侠》	累计总票房达11.57亿元	一周下载量约200万，次日留存率达50%，付费率近15%

资料来源：公开资料，长江证券研究所

VR 浪潮涌动，推动游戏产业继续增长。2016 年被很多媒体及从业称为 VR 游戏元年，VR 浪潮的推动者以 Facebook、谷歌为代表的多元化互联网科技巨头为主，强大的资本实力、全球领先的技术和与生俱来的创新能力，将使游戏内容变现得到有力保证。

从游戏发展变迁的历程看，每一次的技术进步都会带来革命性的游戏产品，每一次游戏载体的改变也会演变出新的游戏类型。而当下全球游戏产业增长已呈放缓趋势，行业亟需寻找新的突破口和增长点，VR 将是推动游戏产业规模增长的下一个重要技术。

表 15：泛娱乐与游戏产业发展情况

时代	主题	游戏行业特征
青铜时代	泛娱乐与端游	盛大游戏开始布局泛娱乐，先后投资收购了浩方、游戏茶苑、边锋等游戏平台，还在同期收购门户网站新浪19.5%的股份，并购原创娱乐文学门户网站“起点中文网”等。盛大与48家在各领域领先的内容提供商合作，为盛大盒子准备了充足的内容资源。
白银时代	泛娱乐与网页游戏	2007-2008年，网页游戏成为游戏产业的一个重要细分市场，在经历了2009至2013年的高速发展之后，各大游戏厂商纷纷以知名的网络文学作品、电影、国外动漫产品为题材进行网页游戏产品的开发。
黄金时代	泛娱乐与移动游戏	2015年移动游戏与文学、影视、动漫画等的跨界合作越来越多，影游联动成为2015年游戏圈的热点之一。腾讯、网易、完美、游族、天神娱乐等游戏公司纷纷涉足影视业，展开游戏全产业链“泛娱乐”化的竞争。
未来时代	泛娱乐与VR游戏	2016年在Facebook、谷歌为代表的多元化互联网科技巨头的推动下，VR浪潮涌动，技术的进步将为原创内容提供良好载体，将使内容变现得到有力保证。

资料来源：《2015-2016 中国泛娱乐产业发展白皮书》，长江证券研究所

近期一款名为 Pokemon GO 手游在全世界火爆异常。该游戏于北美时间 7 月 7 日正式上架，截止当日下午五点，已经登上北美畅销榜榜首，发布三天时间内游戏服务器崩溃了 3 次。Pokemon GO 是由三家开发商合作开发而来的游戏，The Pokemon Company

(口袋妖怪公司)设计游戏故事内容,提供内容支持;Niantic 为游戏提供 AR 技术支持;Nintendo (任天堂)则负责游戏开发和全球发行。

游戏火爆的背后是成功的 IP 内容在良好的载体上展现强大市场号召力的体现。口袋妖怪最初是在 1996 年于日本发行的 Game Boy 角色扮演游戏,迄今已有 20 多年历史的游戏,在全球范围内早已拥有了数量庞大的玩家群体,尤其在日本和欧美地区,口袋妖怪的狂热粉丝不计其数。另外,口袋妖怪还在游戏的基础上推出了一系列影视作品和周边消费品,这使得的 Pokemon 成为世界范围内的顶级 IP。Pokemon Go 的火爆再次证明了经典 IP 经久不衰的魅力,市场号召力惊人。

图 25: 任天堂掌机游戏系列《口袋妖怪》精灵 IP



资料来源:网络公开资料,长江证券研究所

图 26: AR 技术提供内容变现良好支撑



资料来源:网络公开资料,长江证券研究所

口袋妖怪游戏过去主要基于掌机和家用机,人们需要额外购置设备才能玩。而 Pokemon Go 只需要一部有 GPS 功能的智能手机便能开始游戏,使得用户门槛大大降低。而且更关键的 Niantic 通过结合深耕已久的 AR 技术为玩家完成了一直以来的愿望——在真实世界里捕捉属于自己的小精灵。

影视 IP 变现——IP 变现分水岭

不仅仅原创动漫、原创游戏、原创文学可以被开发成为优秀的影视剧、大电影,影视 IP 也有不少成功的变现实例:

- 人气小说出品的电影作品《小时代》系列电影在电影市场上取得了亮眼的票房,到目前为止 4 部票房收入累计超过了 20 亿,优秀 IP 激发了巨大价值;
- 根据舞台剧改编的《夏洛特烦恼》也刷新了票房新纪录 14.4 亿元;
- 《花千骨》作为湖南卫视今年主打的周播连续剧,凭借网络首播破 2 亿、网络指数突破 300 万等成绩获封年度剧王,而在网络上,其播放总量更是突破了 200 亿。

国产超级 IP 逐渐体现价值,IP 产业链中下游具有强大变现能力,优质 IP 表现出长久的生命力。《花千骨》可以称得上是 2015 年超级吸金 IP 中的 Top1。从网文连载到实物出版再到电视剧改编、自制网络、同名手游,《花千骨》可以算是 2015 年文学 IP 变现最成功也最完整的例子,预计《花千骨》所衍生出的电视剧、游戏等版权产值,已经超过 20 亿元。而在《花千骨》的 IP 变现中最重要的一环就是《花千骨》电视剧的成功,乘上有原著粉丝的支持,启下电视剧的大火必将带来下游游戏、网剧等其他 IP 变现的热捧。因此,影视 IP 开发的成功与否将决定是否带来超级 IP 的诞生。

表 16: 《花千骨》IP 变现梳理

时间	变现形式	主要成绩
2008年12月31日	《花千骨》小说由作者fresh果果晋江文学网总下载数1069次，非V章节点击数在晋江文学城上连载	数115,450,146次
2009年12月	《花千骨》纸质小说出版	2013、2014年分别再次出版，2010年台湾繁体版，2013年泰国版
2014年1月15日	《花千骨》同名漫画开始连载，未完结	-
2015年6月9日	《花千骨》电视剧开播	7月网络总播放量已过30亿、单集播放量破2亿，收官时各大视频网站的总点击量200亿次；首轮播出就获得销售收入1.68亿元。
2015年6月25日	《花千骨》同名手游上线	同名页游斩获5000万月流水，手游月收入超过2亿人民币
2015年9月15日	《花千骨2015》网络剧开播	半个月即登顶网络剧月播榜榜首，创造单月5.68亿月播放量，总播放量达16.59亿，与爱奇艺五五分成
2016年下半年	《花千骨》大电影即将开拍，预计2017年上映	预计投资3-4亿

资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

图 27: 《花千骨》电视剧



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

图 28: 《花千骨》同名手游



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

IP 舞台剧变现，乘蓬勃之势起舞

IP 舞台剧最成功的例子，应该是美国，迪士尼的动画改编音乐剧《狮子王》，出演近 20 年仍人气爆棚，在 2014 年 9 月的全球累积票房就达到了 62 亿美元。

图 29: 《狮子王》动画

图 30: 《狮子王》舞台剧



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

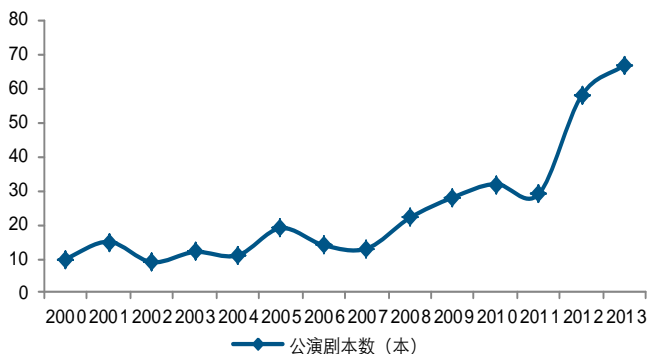
2.5 次元舞台剧在日本发展迅速。2.5 次元即将平面 2 次元动漫和游戏作品改编成舞台剧呈现在立体 3 次元现实世界中。日本于 2014 年就成立了“2.5 次元音乐剧”协会，据协会统计截至 ACG 舞台剧在近几年发展速度明显加快，演出规模的扩大最显而易见，剧目从 2011 年的不到 30 种增加到 2013 年的超过 60 种，观看人数从 2011 年的不到 60 万人猛增至 160 万人；而日本琵琶研究所的调查显示，2015 年舞台剧公演作品超过 100 部，周边产品的销量也在上升。日本舞台剧的观众人数正在不断上升。2.5 次元舞台剧属于 1 部作品衍生出多部漫画、动画、周边产品等媒体多元化的一环，在取得门票收益时对原有 IP 也起到了再次宣传作用，对 IP 具有增益效果。

表 17：日本多类 IP 改编成舞台剧

分类	舞台剧举例
动漫改编舞台剧	《网球王子》、《美少女战士》、《死神》、《猎人》、《黑执事》、《樱桃小丸子》、《海贼王》、《火影忍者》、《飙速宅男》等
游戏改编舞台剧	《遥远时空中》、《战国无双》、《刀剑乱舞》
小说改编舞台剧	《银河英雄传说》

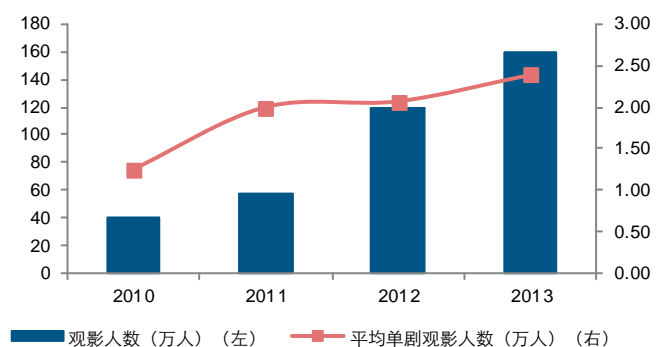
资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

图 31：日本舞台剧公演剧本数不断扩大



资料来源：日本 2.5 次元音乐剧协会官方统计，长江证券研究所

图 32：日本舞台剧观影人数不断上升



资料来源：日本 2.5 次元音乐剧协会官方统计，长江证券研究所

图 33：日本《网球王子》舞台剧

图 34：日本《美少女战士》舞台剧



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

国内成功 IP，舞台剧变现吸金亮眼。基于南派三叔《盗墓笔记》改编的舞台剧，因为小说成为各高校借书榜的前十名、粉丝 800 万、遍及全国，IP 粉丝群众基础广大，1-3 部在上海连续演出六轮，在全国 20 个城市巡演共 200 多场，累积收入达 1.5 亿元；另一部 IP 小说《三体》舞台剧总投入达到千万元级别，而出品方预期它三年内票房总收益 1.5 亿、广告收益 6,000 万、衍生产品 8,000 万，总收益超过 2.9 亿。随着我国居民人均 GDP 的增长带来的消费升级，戏剧这种门槛较高的娱乐形式被越来越多的人接受。随着 IP 火热的继续，2016 年国内 IP 舞台剧将迎来井喷。

图 35：《盗墓笔记》舞台剧

图 36：《小时代》音乐剧



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

表 18：2016 年国内 IP 舞台剧将迎来井喷

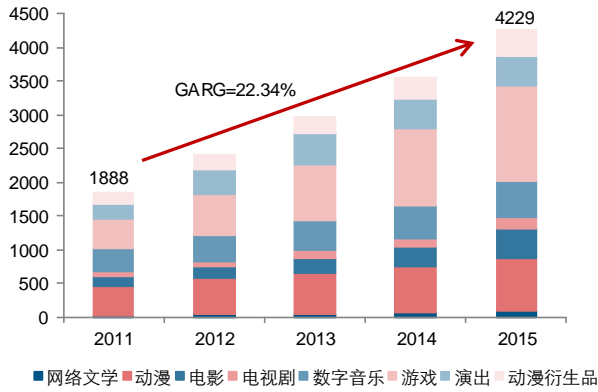
时间	国产ACGN改变舞台剧不完全统计
2013年	《盗墓笔记1》、《悟空传》、《暴走漫画》
2014年	《十万个冷笑话》、《鬼吹灯》、《盗墓笔记2》
2015年	《盗墓笔记3》、《仙剑奇侠传》、《小时代》、《剑网三》、《滚蛋吧！肿瘤君》、《甄嬛传》、《天下三》
2016年	《仙剑奇侠传三》、《三体》、《DOTA》、《十冷升级版》、《我欲封天》、《全职高手》、《三国杀》、《青衣》、《暗黑者》、《偶像梦幻祭》、《梦幻西游》

资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

上中下游三层发展，预计泛娱乐产业有 5,000 亿规模

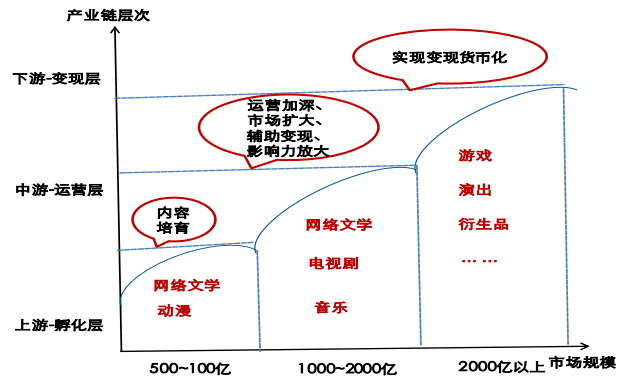
据中娱智库发布的《2015-2016 中国泛娱乐产业发展白皮书》显示，2011-2015 年，泛娱乐的核心产业总产值由 1,888 亿元增加至 4,229 亿元，复合增长率达 22.34%，各细分领域都有显著增长。

图 37: 泛娱乐核心产业规模变化情况 (亿元)



资料来源: 中娱智库, 长江证券研究所

图 38: 三大产业链层次规模空间预测



资料来源: 中娱智库, 长江证券研究所

根据 IP 流转规律、项目开发路径、细分行业协同程度，泛娱乐产业链大致可以划分为三大产业链层次：其中网络文学、动漫（不含衍生品）为上游孵化层，电影、电视剧、音乐为中游运营层，游戏、演出、衍生品等为下游变现层。

表 19: 细分领域市场变化情况 (亿元)

变现层级	细分领域	2011	2012	2013	2014	2015
上游-孵化层	网络文学	17.9	27.8	46.3	56	96
	动漫	439	540	607	684	782
中游-运营层	电影	131.15	170.73	217.69	296.39	440
	电视剧	74	90	108	130	152
	数字音乐	355.8	392.4	440.7	491.2	552
下游-变现层	游戏	446.1	602.8	831.7	1144.8	1407
	演出	203.2	355.9	463	434.32	450
	动漫衍生品	183	220	264	316	350

资料来源: GPCIDC and CNG、艺恩、易观、艾瑞、中国演出协会、中娱, 长江证券研究所

从上游 IP 孵化层来看，网络文学体现出了作为底层孵化层的特点，虽然产业规模相对较小，但是经过后续流转，最终实现的价值较高。2014 年网络文学拥有 2.94 亿用户，同比增长 7.3%；手机网络文学拥有 2.26 亿用户，同比增长 11.9%，用户数量增幅快于 PC 端。2013-2014 年，网络文学网民使用率、手机网络文学网民使用率都得到了提高，其中前者增加 0.9 个百分点，后者增加 0.1 个百分点，网络文学 PC 端使用率高于移动端使用率，主要是由于网络文学 PC 阅读使用习惯和活跃度优于移动端，但是随着网络文学移动碎片化创作、同人创作的逐步推广，移动端使用率将有提升空间，将贡献一部分网络文学需求。

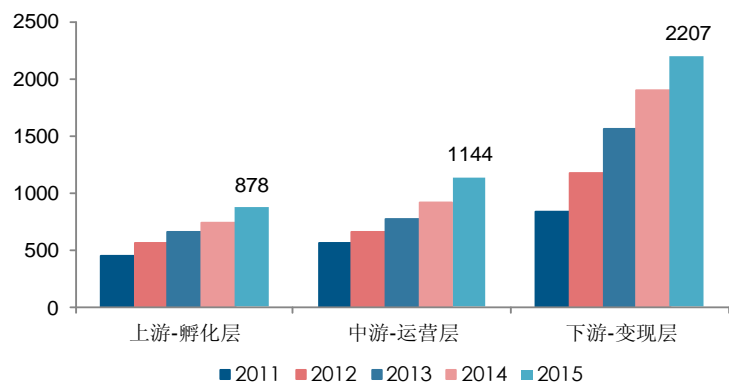
从中游 IP 运营层来看，电影产业从 2013 年开始，上涨幅度加快，2015 年市场取得 440 亿元票房，占总产业规模比例超过 10%；受益于近两年的爆发式扩张，电影产业规模的五年复合增速已经高达 35%，其在总规模中的占比有望进一步上扬。

从下游 IP 变现层来看，游戏产业 2015 年实现产值 1407 亿元；并且提升幅度较快，五年复合增速高达 33.3%；其占总产业规模的比例也逐年提高，从 2011 年的 24% 提高到 2015 年的 33%，游戏商业变现能力持续迅猛，成为 IP 变现较强渠道。演出市场在 2013 年高峰期过后，进入调整和恢复阶段；在国内成功 IP 舞台剧变现吸金亮眼的引导下，演出变现市场也还有望进一步增长。

而动漫衍生品市场方面，2014 年动漫衍生品市场规模为 316 亿元，占动漫产业的 31.6%，增速 19.7%；2015 年为 350 亿元，预计未来二次元市场规模辐射用户至少增长到 150 亿，二次元市场仍有较大增长空间。

目前来看，IP 变现上中下游市场规模分别为 878 亿元、1144 亿元和 2207 亿元，在各大传媒公司并购规模和速度继续维持高热趋势下，IP 变现市场将迎来进一步的增长。据中娱智库统计，上游孵化层对应市场规模为 500-1,000 亿；中游运营层拥有 1,000-2,000 亿市场空间；下游变现层随着泛娱乐产业链体系的系统构建，预计能有 2,000 亿以上规模，整体来看预计 IP 变现上中下游三层，将有 5000 亿市场规模。

图 39: 上中下游 IP 变现市场规模变化情况



资料来源：GPCIDC and CNG、艺恩、易观、艾瑞、中国演出协会、中娱，长江证券研究所

泛娱乐经营模式形成，IP 变现基础奠定

外延并购向动漫产业链上下游进军，IP 变现基础奠定

美盛文化以国内文化产业高速发展为契机，从 2013 年开始全面转型，通过外延并购和对外投资方式向动漫产业链上下游进军，致力成为动漫文化创意企业。先后布局了动漫、游戏、电商、影业、视频、演艺、海外等 7 大业务板块。目前初步完成了“自有 IP+内容制作（动漫、游戏、电影、儿童剧）+内容发行和运营+衍生品开发设计+线上线下零售渠道”的文化生态圈的构建。

表 20: 从 2013 年开始通过外延并购和对外投资方式向动漫产业链上下游进军

时间	标的	金额	布局	备注
2013 年 7 月	缔顺科技 51% 股权	1980 万	动漫游戏	打造自主原创动漫形象，立足动漫衍生品开发
2013 年 10 月	荷兰渠道商 ScheepersB.V 85% 股权	8925 万	境外线上线下零售渠道	有利于加强欧洲市场的渗透和对全球市场布局
2014 年 3 月	缔顺科技 34.82% 股权	1530 万	动漫游戏	打造自主原创动漫形象，立足动漫衍生品开发
2014 年 4 月	星梦工坊 51.06% 股权	1530 万	儿童舞台剧	为自身核心 IP 提供舞台剧展示平台

2014年5月	纯真年代影视 70%股权	9800万	影视发行	2015年12月以1.2亿向母公司美盛控股转让纯真年代 70%股权
2014年11月	杰克仕美盛 49%股权	49万美元	玩具设计、生产、销售	投资设立杰克仕美盛上海, 把握上海迪斯尼开园带来的机遇
2014年12月	天津酷米 40.10%股权	4200万	动漫播放渠道	搭建了动漫视听节目播出平台和互联网动漫娱乐服务平台
2015年9月	璞麟动漫 39%股权	4500万	漫画分发平台	提升 IP 创作与运营能力, 提前布局优质 IP
2015年11月	真趣网络 100%股权	9.3亿	移动互联网业务	定增方案已于2016年3月9日获证监会发审委审核通过
2015年11月	广州创幻 35%股权	2000万	AR、VR 领域	加大在二次元领域布局
2015年12月	微媒互动 15%股权	6000万	新媒体运营与传播渠道	提升 IP 发现、培育、运营能力
2015年12月	创新工场基金	5000万	创新领域投资	针对互联网、创新型企业
2016年1月	浙江文化产业基金	5000万	新媒体产业投资	重点投资于依托互联网和移动互联网发展的新媒体行业, 如 TMT 领域

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

收购缔顺科技, 动漫游戏一体化构建公司原创动力。公司在 2013 年收购的缔顺科技, 拥有《莫麟传奇系列》、《爵士兔系列》等原创动画片, 《纸牌三国》、《小小勇者村》等原创游戏; 还拥有游戏港口、缔顺游戏等游戏行业垂直门户网站。公司将缔顺科技和原有动漫业务整合, 完成了动漫游戏一体化的飞跃, 构建了公司原创动力。

图 40: 美盛动漫优秀动漫作品《莫麟传奇》和《爵士兔》



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 41: 美盛游戏优秀网页游戏《纸牌三国》和《小小冒险村》



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

表 21: 美盛动漫、美盛游戏创作的游戏原创动漫、游戏作品反响不错

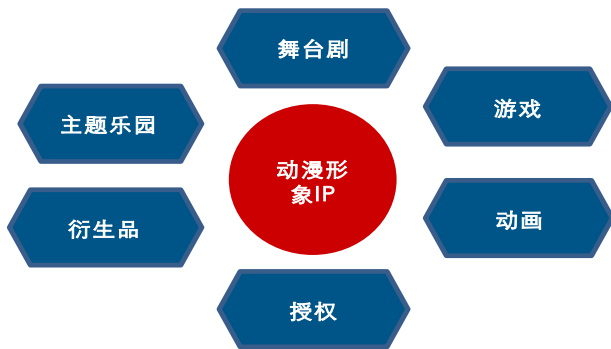
名称	获得荣誉
《纸牌三国》	2014中国“游戏十强”大奖之“2015年度十大最期待网页游戏”
《坦坦小动员》	国家新闻出版广电总局2013年度优秀国产动画片三等奖 2013(第十二届)四川电视节“金熊猫”电视系列片类入围奖
《莫麟传奇》	2012年度国家广电总局“金帆奖” 第七届中国国际动漫节“美猴奖”提名
《莫麟传奇 II 之远古神兽》	国家新闻出版广电总局2013年度优秀国产动画片二等奖
《爵士兔之奇幻之旅》	广电总局2012年度第一批优秀国产动画片 国家广电总局2012精品动画三等奖
《爵士兔 II 之永恒之曲》	国家新闻出版广电总局2013年度优秀国产动画片二等奖

入围法国戛纳电视节 (MIPCOM) 青少年节目单元评选

资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

美盛动漫、美盛游戏双箭齐发，原创 IP 试水成功。优质 IP 是文化产业价值链的核心，整个文化创意产业链都围绕 IP 展开。从动漫、文学等 IP 源头层，到电视剧、动画片等 IP 放大层，再到电影、游戏、周边等收割变现层，均离不开 IP 授权。拥有原创 IP，就不会受到授权期限和价格等因素的制约，销售区域和业务领域也不会受到授权范围的限制。公司在构建全产业链生态圈时注重对原创 IP 发掘，通过美盛动漫和美盛游戏的发力，优质原创 IP 创作取得进展。

图 42：优质 IP 是文化产业价值链的核心



资料来源：艺恩咨询，长江证券研究所

图 43：《星学院》动画及网页游戏



资料来源：公司官网，长江证券研究所

动画、电影、网络剧，多方位出动培育公司自有 IP。美盛动漫精心打造的《星学院第一季魔法礼服》2015 年 8 月至 9 月在北京卡酷少儿频道播出后收视率名列前茅，据央视索福瑞统计，在 8:00 至 17:30 档的动漫收视排行中，《星学院第一季魔法礼服》名列前茅，在 2015 年 9 月播放的 18 天中，平均收视率为 0.57%、平均排名 3.06 名，其中有 4 天收视率排名第一；在爱奇艺平台播放量累计达到 2.17 亿。目前第二季、第三季、电影均在制作当中，预计第二季 2016 年暑期上映，电影 2017 年上映。

除了动画、电影外，公司还积极参与网剧制作，于 2016 年初拍摄了《星座啪啪啪》、《超能星学员》。《星座啪啪啪》已于 7 月 15 日 16:00 在乐视视频全网独播，预计成为 S 级网络剧作品；《星座啪啪啪》第二季目前也已启动拍摄，由“星座达人”之称的微博大 V 同道大叔以及著名影视明星莫小棋担任监制。《超能星学园》也由同道大叔担任监制，力求打造最强星座 IP 精品网络偶像剧。在该剧女主角的选拔将通过网络报名的方式进行海选的消息一出，在网络上曾引起巨大话题热议。消息正式公布后不到 24 小时内，“同道大叔为处女座正名”这一话题也在微博热搜榜持续发酵，长期占据网络剧话题榜的第一名、电视剧话题榜的第二名，《超能星学园》已经未播先火。未来公司将围绕动漫作品、手机游戏、儿童剧和衍生品四个方面打造“星学院生态”，将成为公司培育的重点自有 IP 来源。

图 44：网剧《星座啪啪啪》漫画版海报

图 45：网剧《超能星学园》海报



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所



资料来源：网络公开资料，长江证券研究所

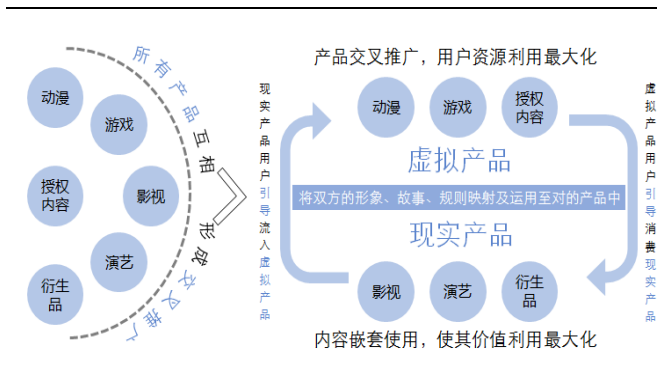
多个运营平台和变现渠道，形成 IP 生态圈。目前美盛文化已经部署了丰富的平台资源，为公司各条产业链打造了立体化的出口：设立垂直电商平台悠窝窝，打造了动漫服饰和 Cosplay 服饰等衍生品销售通道；收购酷米网，搭建了动漫视听节目播出平台和互联网动漫娱乐服务平台；投资瑛麒动漫，建立了漫画分发平台；美盛游戏平台和游戏港口，为自身优秀游戏作品提供稳定运营平台；公司通过星梦工坊完善了演艺平台的建立，为公司自身核心 IP 提供了舞台剧的展示平台；收购荷兰渠道商 ScheepersB.V.，拥有了境外线上线下销售平台；与 Jakks Pacific 共同设立的杰克仕美盛营销平台将为国内的消费者带来国外最新潮的玩具、动漫服饰流行体验。美盛动漫和美盛游戏构建了原创基础，通过向周边产品拓展基本内容生态圈建立，多个运营平台和变现渠道的设立，多平台交叉推广的平台生态圈也基本建立。

表 22：内容制作、运营平台、变现渠道共建 IP 生态圈

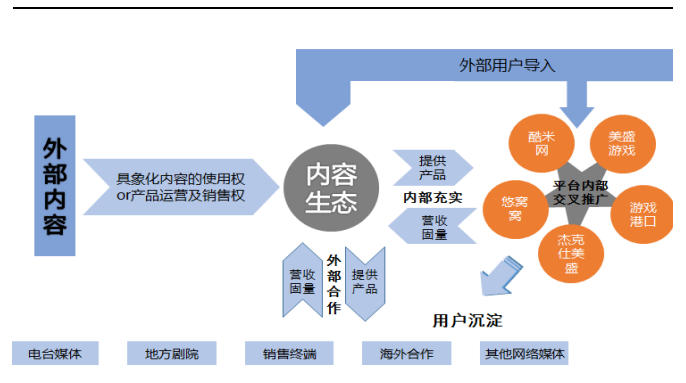
分类	名称	业务定位	持股比例
IP内容制作	美盛动漫	原创动漫、游戏设计、开发	100%
	美盛游戏	原创动漫、游戏设计、开发	100%
	星梦工坊	儿童舞台剧的制作	51.06%
	微媒互动	自媒体运营及营销	15%
	美源饰品	服装、动漫衍生品产品设计、开发	100%
	美盛爱彼	建设IP文化生态圈项目	100%
	美盛二次元	二次元文化生态圈建设	100%
IP运营平台	酷米网	动漫播放平台	40.10%
	瑛麒动漫	漫画分发平台	36%
	星梦工坊	舞台剧演出平台	51.06%
	游戏港口	游戏资讯平台	-
	真趣网络	轻游戏服务平台	100%
IP变现渠道	美盛电商	动漫衍生品线上销售平台	100%
	杰克仕贸易	授权产品推广营销平台	49%
	ScheepersB.V	境外线上线下销售平台	85%
	真趣网络	移动广告精准投放平台	100%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46：以美盛游戏和美盛动漫为依托的内容生态圈基本建立
图 47：多平台交叉推广的平台生态圈基本建立



资料来源：公司年报，长江证券研究所



资料来源：公司年报，长江证券研究所

定增加码 IP 生态圈，内容、平台双增强

公司拟以定增方式募集资金不超过 30.18 亿元，计划用 20.88 亿元打造完整的 IP 文化生态圈、用 9.30 亿元收购真趣网络 100% 股权。IP 文化生态圈项目包含 SIP 共塑平台、IP 仓库、美盛 IP 生态产业基地、泛娱乐开发运营平台四个项目。定增方案已于 2016 年 3 月 9 日获证监会发审委审核通过。

表 23：公司定增预案拟投资项目（万元）

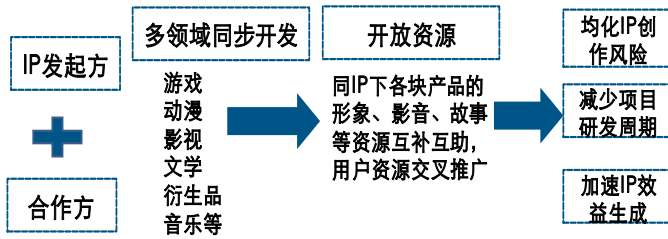
项目名称	项目投资金额	拟投入募集资金额
IP 文化生态圈项目	208,800.00	208,800.00
其中：SIP 共塑平台	28,800.00	28,800.00
IP 仓库	115,000.00	115,000.00
泛娱乐开发运营平台	30,000.00	30,000.00
IP 生态产业基地	35,000.00	35,000.00
收购真趣网络 100% 股权	93,031.22	93,031.22
合计	301,831.22	301,831.22

资料来源：公司公告，长江证券研究所

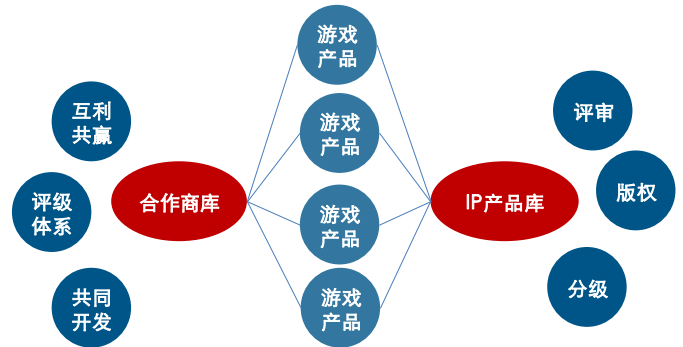
SIP 共塑平台，均化 IP 创作风险、加速 IP 效益生成。SIP 共塑平台通过为创意者和合作方提供沟通桥梁，让好的创意更便捷的获得资金支持，然后对优质 IP 运用泛娱乐开发运营体系进行多样化的开发和运营，最终可实现 IP 变现。未来，公司将以 SIP 共塑平台为依托，依靠众多的用户完成 IP 的创意。多方参与 IP 资源发掘的方式可以均化 IP 创作风险、减少项目研发周期、加速 IP 效益生成。

图 48：依托 SIP 共塑平台，均化 IP 创作风险

图 49：IP 仓库，提高公司对优质 IP 的控制力



资料来源：公司公告，长江证券研究所

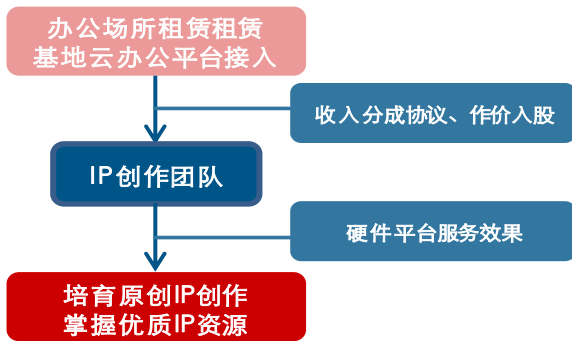


资料来源：公司公告，长江证券研究所

IP 仓库项目，提高 IP 资源控制力。公司通过对 SIP 共盟平台中优质原创 IP 或者向成熟优质 IP 采购方式将优质 IP 引入 IP 仓库。合作商和 IP 产品库里的 IP 产品对接进行共同开发，可实现 IP 变现。通过原创或投资将优质 IP 筛选入库，可提高对 IP 资源的控制能力。公司计划募集资金到位后的 4 年内，每年投资不少于 100 个 IP。SIP 共盟平台和 IP 仓库项目通过均化 IP 创作风险、提高 IP 资源控制力可增强公司 IP 资源获取能力，在均化 IP 创作风险、减少项目研发周期时可加速 IP 效益生成。

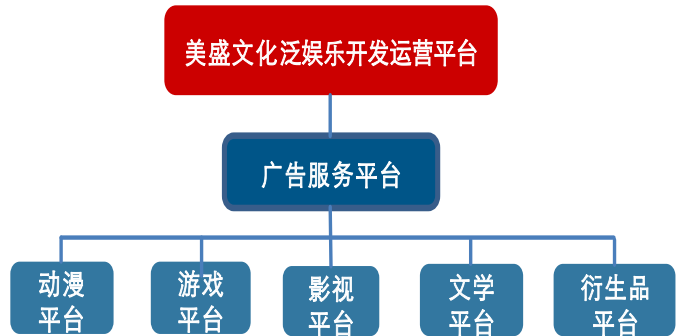
IP 生态产业基地，提供变现硬件支持。IP 生态产业基地向一般 IP 创作团队有偿提供服务，向优质团队通过收入分成协议、作价入股等方式向其免费提供硬件服务，从而达到支持培育原创 IP 创作、掌握优质 IP 资源的目的。

图 50：IP 生态产业基地，硬件平台支撑 IP 变现



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 51：多平台交叉推广，实现 IP 持续有效变现



资料来源：公司公告，长江证券研究所

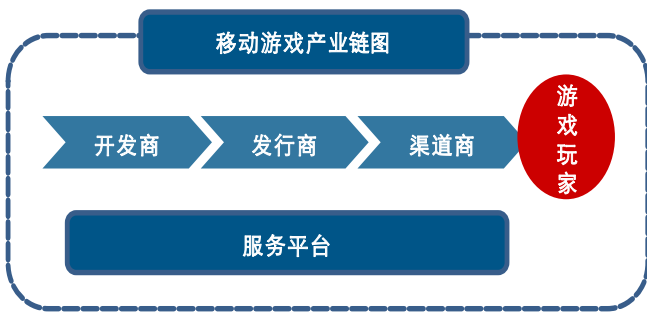
泛娱乐开发平台，实现平台交互推广。泛娱乐平台则通过整合动漫上下游资源，形成集动漫制作、网络游戏、影视媒体、网络文学、衍生品为一体的互动娱乐业务平台，最终通过广告服务平台交叉推广实现 IP 持续有效变现。

IP 文化生态圈项目，可提升公司在优质 IP 获取方面的主动性，同时可有效整合、扩充优质 IP 的变现渠道，有利于提升公司文化生态圈现有各业务板块的盈利水平和协同性，有利于提升公司整体业务的盈利能力。公司测算，IP 文化生态圈项目的内部收益率为 18.21%，投资回收期为 5.73 年。

定增收购真趣网络、进入移动互联网行业，分散转型风险

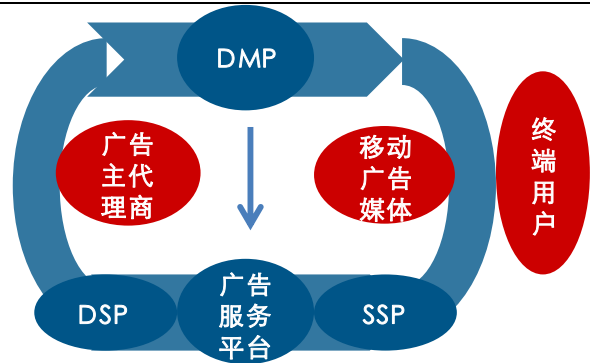
真趣网络，游戏服务平台领先企业，移动广告业务快速发展。公司定增项目除了完善 IP 生态圈建设以外，还拟用 9.3 亿元收购真趣网络全部股权。真趣网络成立于 2011 年 10 月，主营轻度移动游戏的开发和发行业务，2013-2014 年开始整合渠道资源，构建轻游戏服务平台——大象平台，于 2015 年开始发展移动广告精准投放业务，与游戏开发商合作推出移动广告服务平台——易加平台。

图 52: 游戏服务平台为开发商、发行商、渠道商提供各类技术服务



资料来源：公司公告，长江证券研究所

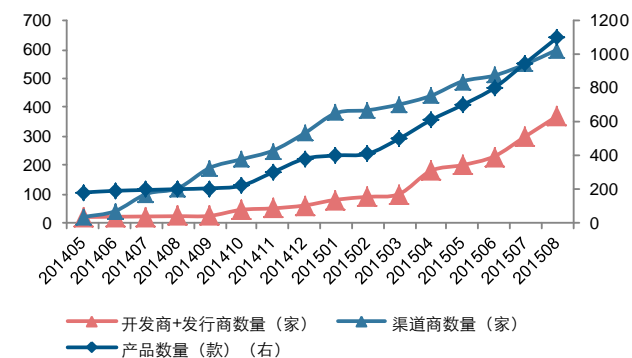
图 53: 真趣网络在广告产业链中扮演广告服务平台和 DMP 的角色



资料来源：公司公告，长江证券研究所

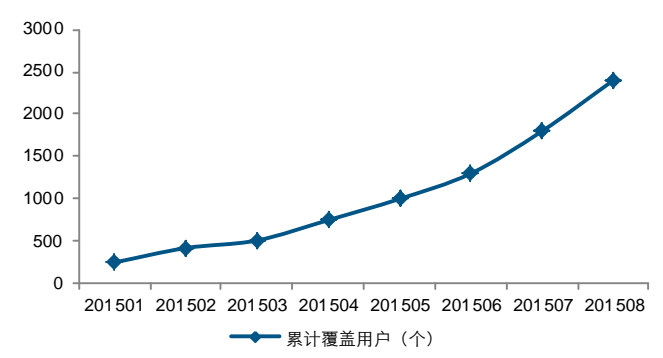
大象平台与易加平台自上线以来，运营良好。大象平台自 2014 年 5 月正式上线运营以来，平台上服务的游戏产品数量快速增长，截至 2015 年 8 月 31 日，平台累计接入游戏产品 1,092 款，累计接入移动游戏开发商和发行商 360 家，移动渠道商 607 家。易加平台自 2015 年 1 月正式上线运营以来，覆盖的广告终端用户累计数量快速增长，截至 2015 年 8 月 31 日，通过易加平台投放广告覆盖的累计用户数达到 2,446 万个。

图 54: 大象平台接入游戏数量和合作商数量快速增长



资料来源：《2015 年中国游戏产业报告》，长江证券研究所

图 55: 广告平台覆盖的广告终端用户累计数量快速增长



资料来源：《2015 年中国游戏产业报告》，长江证券研究所

表 24: 真趣网络游戏服务平台和广告精准投放平台收入情况 (万元)

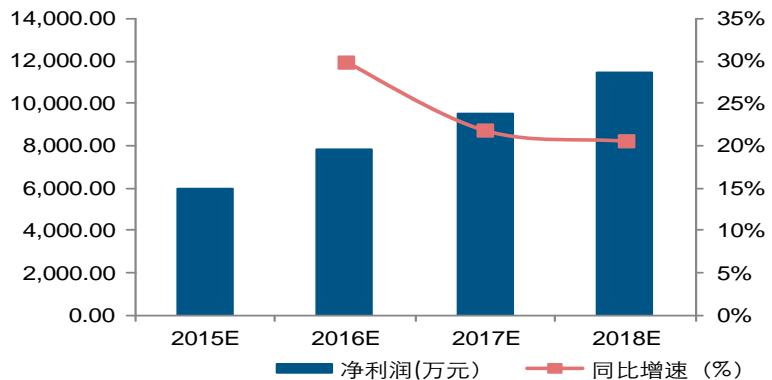
业务	2015年1-8月	2014年度
轻游戏服务平台	14,969.98	6,922.08
移动广告精准投放平台	497.72	-

资料来源：公司公告，长江证券研究所整理

业绩承诺提供盈利保证，形成转型良好支持。当前移动互联网游戏及移动互联网广告业务处于发展迅速，真趣网络公司营收稳定增长，2015 年 1-8 月大象平台与易加平台的

营收分别为 1.50 亿元与 497.72。且真趣网络的业绩承诺，2015-2018 年净利润分别要达到 6,000 万元、7,800 万元、9,500 万元和 11,450 万元，若业绩承诺能顺利实现，则上述公司业绩将得到有力保障，有望形成新的盈利增长点。此外，移动互联网业务同公司当前动漫衍生产品业务分散布局，将有利于公司整体抗风险能力提升，各业务不同侧重点的定位和各具特征的发展方向，将使上市公司持续经营得到有效保障，为公司转型升级做好良好支撑。

图 56：真趣网络业绩承诺，为公司转型升级做好良好支撑



资料来源：公司公告，长江证券研究所

泛娱乐经营模式形成，IP 变现基础奠定。在原有 IP 创造、培育、放大、经济化的框架下，公司拟通过定增，一方面从 IP 内容创造方面通过 SIP 共塑平台和 IP 仓库，在均化 IP 创作风险和 IP 控制力的同时增强了 IP 资源获取能力；通过 IP 生态产业基地和泛娱乐开发平台，在支持培育原创 IP 和多元市场覆盖、多内容交叉推广的同时，可实现优质 IP 的持续有效变现。公司在泛娱乐开发模式下，IP 变现基础已奠定。通过收购真趣网络，快速进入移动互联网行业，业绩承诺提供了盈利保证，可分散公司转型升级风险。

短期来看动漫衍生品制造构成公司盈利主要支撑，动漫衍生品市场仍处于快速成长期，迪士尼开园以及《魔兽》电影玩具独家代理权分别有望带来 26,000 万元和 4,800 万元的销售收入，2016 年业绩有望爆发；长期来看，公司自 2013 年开始通过外延并购向上游 IP 资源端和下游 IP 变现渠道、平台端延伸，已初完成 IP 全产业链生态圈构建、投身近 5,000 亿 IP 泛娱乐变现市场；目前收购企业缔顺科技与原有动漫业务整合进展顺利、以《星学院》为代表的作品顺利推广说明公司具备原创 IP 开发能力；

公司拟定增不超过 30.18 亿元打造 IP 文化生态圈和收购真趣网络的事项推进顺利；目前公司已具备大量优秀的 IP 资源储备以及快速优质的变现能力，以动漫衍生品为支撑转型文化创意产业的战略规划有序推进；我们看好公司未来发展，预计 2016-2017 年 EPS 为 0.38 元、0.56 元，对应目前估值为 88 倍、60 倍，维持“买入”评级。

风险提示：系统性风险；转型进展不及预期。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	408	697	1048	1453
增长率(%)	-11%	71%	50%	39%
归属母公司所有者净利润(百万元)	126.4	170.4	249.2	372.3
增长率(%)	30%	35%	46%	49%
每股收益(元)	0.283	0.382	0.559	0.835
净资产收益率(%)	10.9%	12.8%	15.8%	19.1%
每股经营现金流(元)	0.12			

财务报表及指标预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	408	697	1048	1453	货币资金	576	529	679	952
营业成本	254	392	559	721	交易性金融资产	8	20	20	20
毛利	154	305	489	732	应收账款	73	124	187	259
%营业收入	37.7%	43.8%	46.7%	50.4%	存货	91	140	200	258
营业税金及附加	3	5	7	10	预付账款	8	13	18	24
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	1	2	2	3
销售费用	16	27	41	56	流动资产合计	757	828	1107	1518
%营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	可供出售金融资产	20	20	20	20
管理费用	61	104	156	216	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	长期股权投资	112	182	221	259
财务费用	-7	0	-2	-3	投资性房地产	34	34	34	34
%营业收入	-1.8%	0.0%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	327	341	358	377
资产减值损失	7	0	0	0	无形资产	24	24	23	23
公允价值变动收益	-9	12	0	0	商誉	63	63	63	63
投资收益	71	20	20	20	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	136	202	307	472	其他非流动资产	45	45	45	45
%营业收入	33.4%	28.9%	29.3%	32.5%	资产总计	1383	1536	1871	2339
营业外收支	27	27	27	27	短期贷款	90	0	0	0
利润总额	163	229	334	499	应付款项	61	93	133	171
%营业收入	40.0%	32.8%	31.9%	34.4%	预收账款	2	3	5	6
所得税费用	36	57	84	125	应付职工薪酬	7	11	16	20
净利润	127	171	251	375	应交税费	22	35	52	77
归属于母公司所有者的净利润	126.4	170.4	249.2	372.3	其他流动负债	1	2	3	3
少数股东损益	1	1	2	2	流动负债合计	183	145	208	278
EPS(元/股)	0.28	0.38	0.56	0.83	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	6	3	0	0
					其他非流动负债	23	47	70	93
					负债合计	212	194	278	372
					归属于母公司	1158	1328	1577	1950
					少数股东权益	13	14	16	18
					股东权益	1171	1342	1593	1967
					负债及股东权益	1383	1536	1871	2339
					基本指标				
					EPS	0.283	0.382	0.559	0.835
					BVPS	2.60	2.98	3.54	4.37
					PE	119.22	88.44	60.48	40.48
					PEG	2.75	2.04	1.40	0.93
					PB	13.02	11.35	9.55	7.73
					EV/EBITDA	102.18	67.78	45.07	29.11
					ROE	10.9%	12.8%	15.8%	19.1%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室 (100032)
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。