

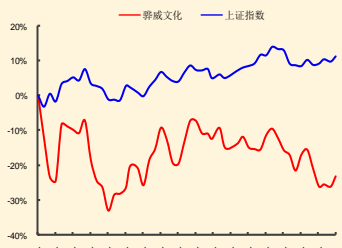
爱建证券有限责任公司  
财富管理研究所

分析师: 侯佳林

执业编号: S0820511030002

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjialin@ajzq.com



(%) 1个月 6个月 12个月

绝对表现 -9.68 -13.27 -20.49

相对表现 -9.57 -11.23 -19.45

**评级: 推荐(维持)**

**基础数据**

收盘价(2017-2-10)	11.76
目标价(未来6个月)	-
52周内高	32.78
52周内低	11.34
总市值(百万元)	10111.59
流通市值(百万元)	10111.59
总股本(百万股)	859.83
已流通(百万股)	476.90
限售股(百万股)	382.93
每股净资产(元)	3.79

数据来源: WIND, 爱建证券研究所

传媒互联网行业

**聚焦高光 IP, 泛娱乐产业链的开拓先锋**

证券研究报告 公司深度报告

发布日期 2017年2月13日 星期一

## 投资要点

□ 剥离玩具制作、销售业务, 全面转型以IP 为核心的泛娱乐文化产业。骅威文化成立之初核心业务主要以基于动漫IP 的玩具研发、制造和销售为主。2013年开始向互联网、文化产业转型升级, 2011年以8.5亿收购以网络文学巨匠的白金作家唐家三少、撒冷等为核心股东、实际控制人的网络文学IP 游戏运营商第一波网络科技有限公司。2015年, 又以12亿收购了由著名出品兼制作人汤攀晶、著名作家桐华组成的国内言情影视剧优秀团队梦幻星生园影视文化有限公司。2016年, 更名为“骅威文化股份有限公司”, 同时剥离玩具制造、销售业务, 正式以发展泛娱乐IP 互联网文化产业为战略核心。

□ 第一波是专注网络文学IP 的商业化运作。第一波创始人知名作家付强, 笔名“撒冷”, 通过与“唐家三少”、“天蚕土豆”和“我吃西红柿”等网络知名作家合作紧密, 打造出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》、《校花的贴身高手3D》等多个成功游戏产品。同时围绕《莽荒纪》IP, 还与光线影业合作拍摄电影, 在爱奇艺平台推出《莽荒纪》动画。2016年又重点推出了围绕《雪鹰领主》IP 的手游和页游, 电视剧、电影也已在同步洽谈中。公司拥有一整套成熟的网文IP 商业化运作体系。

□ 梦幻星生园是专注于制作面向年轻化、白领化和女性化人群的精品言情剧。梦幻星生园以著名作家桐华为创意总监, 出产精品言情电视剧。先后投资出品的包括《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《偏偏喜欢你》、《寂寞空庭春欲晚》、《煮妇神探》等, 均在一线卫视黄金档播出, 取得较好的收视成绩。梦幻星生园制作的《那片星空那片海》第一季已经于今年7月份杀青, 将在湖南卫视播出。同时, 《那片星空那片海》第二季于2016年底开拍, 同名电影将与合一影业合作, 而《英雄联盟》等电视剧也将会在2017年陆续上线。

□ 影游联动, 实现IP 价值最大化。骅威文化通过收购第一波及梦幻星生园, 搭建起公司内部优质IP 之间的影游联动体系, 再通过大股东旗下玩具制作公司骅星科技实现衍生品开发, 同时公司旗下子公司前海骅威与麦哲伦资本以及中植资本分别设立了两家创投基金, 致力于游戏、影视、IP 等项目的孵化、投资, 为公司外延并购拓展寻找优良标的。

□ 投资建议: 我们预计2016-2018年公司归属母公司净利润为2.49、3.17和3.81亿元, 基本每股收益分别为0.29、0.37和0.44元, 对应当前股价的市盈率分别为40.56倍、31.78倍和26.72倍。从战略定位上看, 骅威文化是A股中少数几家率先布局IP运营开发+影游联动的公司, 同时市值相对较小弹性较大, 业绩又处于提升期, 在外延拓展有序推进下维持“推荐”的投资评级。

□ 风险提示: 手游行业竞争加剧, 标的企业业绩低于预期, 公司转型战略不达预期以及市场系统性风险。

财务预测简表(单位: 百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	590.57	1161.00	1445.00	1723.00
增长率(%)	23.87	96.59	24.46	19.24
归属母公司股东净利润	120.35	231.78	294.04	353.23
增长率(%)	250.31%	92.59	26.86	20.13
每股收益(EPS)	0.14	0.29	0.37	0.44

数据来源: WIND, 爱建证券研究所预测

## 内容目录

一、公司介绍：泛娱乐产业的领跑者	4
1.1 玩具起家，全面发力泛娱乐产业	4
1.2 泛娱乐产业营收与毛利占比不断提升	5
1.3 资本运作、团队激励助力转型全面推进	6
二、以 IP 为核心的泛娱乐产业正在快速发展期	7
三、骅威文化以 IP 价值最大化为转型发展的重要支撑	9
3.1 第一波：专注于研发与推行围绕网络文学 IP 的精品游戏	10
3.2 梦幻星生园：面向制作年轻化、白领化和女性化人群的精品言情剧	12
四、盈利预测与估值	14
五、风险提示	15
附：公司财务报表预测(单位：百万元)	16

## 图目录

图 1 公司营收结构变化情况	5
图 2 公司毛利结构变化情况	5
图 3 泛娱乐营收占比不断增加	5
图 4 泛娱乐毛利贡献不断提升	5
图 5 公司股权结构情况	6
图 6 IP 为核心的泛娱乐产业链	7
图 7 泛 IP 产业链上下游格局	7
图 8 2014-2016 年 IOS 畅销榜前十名中 IP 占比明显增多	8
图 9 2014-2016 年电影票房前十名中 IP 占比一直较高	8
图 10 2014-2016 年电视收视率前十名中 IP 占比高	9
图 11 公司以 IP 为转型驱动的发展战略	9
图 12 2012-2016H2 第一波营业收入情况	10
图 13 2012-2016H1 第一波净利润情况	10
图 14 《雪鹰领主》苹果商店畅销榜排名情况	11
图 15 2013-2016H1 梦幻星生园收入情况	12
图 16 2013-2016H1 梦幻星生园净利润情况	12
图 17 近年公司 PE-BAND 情况	15
图 18 近年公司 PB-BAND 情况	15

## 表目录

表 1	公司转型发展历程 .....	4
表 2	公司主要转型事件 .....	6
表 3	第一波以及梦幻星生园业绩承诺及实现情况.....	7
表 4	第一波高管介绍 .....	10
表 5	第一波主要作家介绍.....	11
表 6	梦幻星生园投资、独立承制或参与制作的电视剧.....	12
表 7	梦幻星生园管理层拥有丰富的行业经验 .....	12
表 8	梦幻星生园 2016-2017 计划制作的电视剧以及电影.....	14
表 9	国内可比公司估值情况.....	15

## 一、公司介绍：泛娱乐产业的领跑者

### 1.1 玩具起家，全面发力泛娱乐产业

公司于2010年11月上市，原有主业致力于玩具的研发、生产和销售，玩具产品主要包括智能玩具、塑胶玩具、模型玩具、动漫玩具和其他玩具5大类。随着传统玩具业务市场竞争激烈，单纯的玩具产业发展变得困难，2013年开始公司向互联网、文化产业转型升级。2014年以8.5亿收购以网络文学巨匠的白金作家唐家三少、撒冷等为核心股东、实际控制人的网络文学IP 游戏运营商第一波网络科技有限公司。2015年，又以12亿收购了由著名出品兼制作人汤攀晶、著名作家桐华组成的国内言情影视剧优秀团队梦幻星生园影视文化有限公司。2016年公司持续进军科技、智能等领域，并更名为“骅威文化股份有限公司”，正式以发展泛娱乐IP互联网文化产业为战略核心，泛娱乐大幕全面开启。

表1 公司转型发展历程

时间	事件
2010年11月	深交所中小板挂牌，正式上市交易
2011年	更名为“骅威科技股份有限公司”，突出“科技”在公司经营中的显著地位
2013年12月	与深圳市第一波网络科技有限公司股东签订《股权转让及增资扩股协议》，进军网络游戏产业
2014年8月	成立全资子公司深圳市文华创梦文化，深度挖掘优质IP资源
2014年9月	投资参股拇指游玩30%股权，加强公司在游戏发行和运营方面的实力，打通网络游戏产业链
2014年12月	在香港成立全资子公司骅威香港文化发展有限公司
2015年5月	成立全资子公司深圳前海骅威投资有限公司，把握互联网文化产业的发展趋势，进行外延式的发展扩张
2015年5月	收购影视公司浙江梦幻星生园100%股权，布局影视行业，丰富公司优质IP的变现途径
2015年9月	投资设立全资子公司骅星科技发展有限公司，将玩具及周边衍生品研发、制造和销售从公司层面分开，提高效率
2016年4月	与华南智能机器人创新研究院签署了《战略合作框架协议》，公司参与人工智能与无人机等智能产品领域
2016年5月	正式更名为“骅威文化股份有限公司”，以发展泛娱乐IP互联网文化产业为战略核心
2016年9月	转让全资子公司骅星科技，剥离玩具制造业务，公司实现向互联网文化方向彻底转移

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

### 1.2 泛娱乐产业营收与毛利占比不断提升

公司自开启转型之路后，文化业务收入占比明显提升，玩具制造业务逐年呈现下降趋势，2015年公司游戏业务收入占比主营业务为34.7%，影视业务并表较晚，收入占比主营业务为20.4%，两项业务之和占比超过50%。2016年上半年，公司影视业务收入快速增长，达到2.38亿元，占比上半年总收入的67%，游戏业务收入占比也达到20.8%，玩具制作等其他业务进一步萎缩，占比营收不足13%。毛利贡献方面体现更加明显，2016年上半年公司毛利中95%来自于文化泛娱乐业务。

图1 公司营收结构变化情况

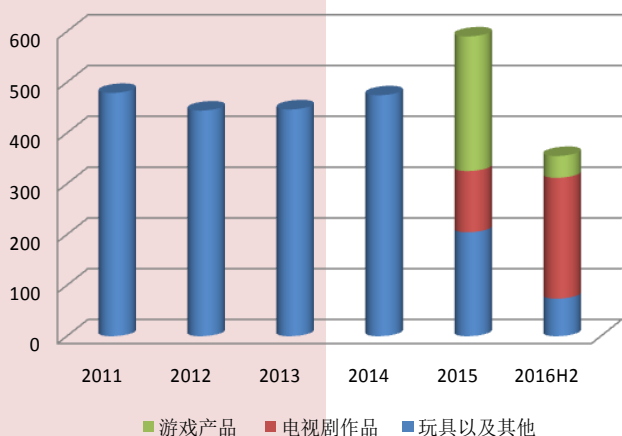
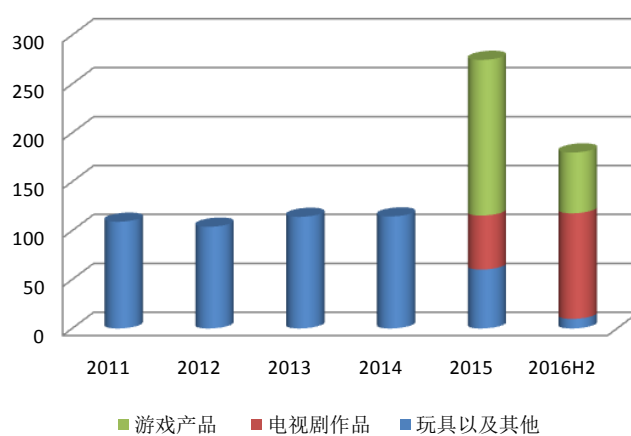


图2 公司毛利结构变化情况



资料来源：公司公告, 爱建证券研究所

图3 泛娱乐营收占比不断增加

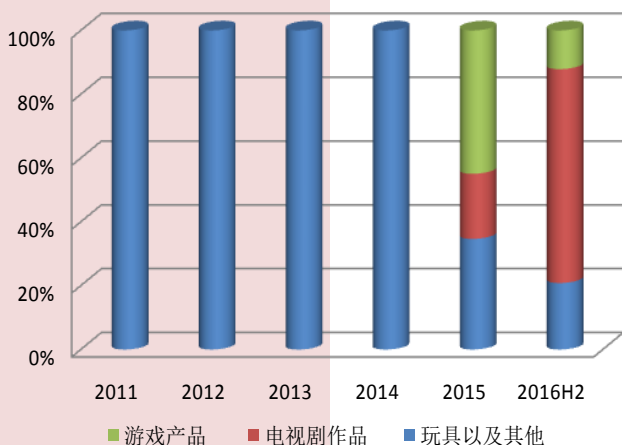
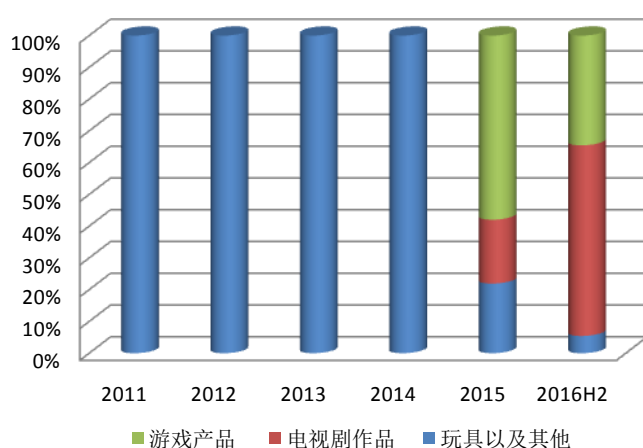


图4 泛娱乐毛利贡献不断提升



资料来源：公司公告, 爱建证券研究所

高毛利率业务带动整体盈利能力提升。公司传统玩具制作业务毛利率基本在22%左右，而影视业务毛利率在45%左右，游戏业务毛利率更是达到80%以上，泛娱乐业务的融入，推升了公司的整体毛利率水平。

### 1.3 资本运作、团队激励助力转型全面推进

骅威文化除了对第一波以及梦幻星生园收购外，还投资参股了包括拇指游玩30%股份、成奕君兴传媒10%股权，同时与麦哲伦资本、中植投资共同设立产业投资基金，在2015年初还设立了全资骅威投资有限公司，利用上市平台资本优势，实现快速外延拓展。

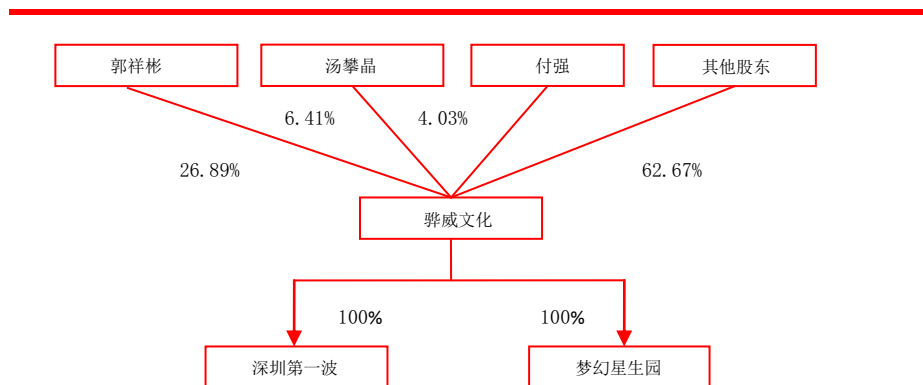
表2 公司主要转型事件

时间	事件
2014年8月	拇指游玩以3900 万元人民币受让大拇指投资持有的拇指游玩21.67%股权，再以1500 万元人民币对拇指游玩增资。合计持有拇指游玩30%的股权
2014年11月	成奕君兴以600 万元对深圳市成奕君兴传媒有限公司进行增资，认购成奕君兴传媒的12.5 万元的出资额，占成奕君兴的10%股权
2015年3月	骅威投资 3 亿元人民币投资设立全资子公司深圳市骅威投资有限公司，挖掘互联网文化产业中优质公司的价值
2015年6月	骅威哲兴子公司前海骅威与麦哲伦资本共同设立创投基金，投资国内外的动漫、游戏、影视、音乐文学、虚拟现实、智能硬件、互动营销等相关领域的企业
2015年7月	中骅文化子公司前海骅威与中植投资共同出资成立，中植投资与前海骅威以货币方式各认缴出资8000 万元，各占合伙企业出资比例的47.06%
2015年12月	乐通、掌娱天下(已终止)8.58 亿并购掌娱天下100%股份，4.5 亿并购有乐通100%股份，后因市场环境变化以及并购标的业绩不达预期终止
2016年11月	公司全资子公司第一波与付强拟对第一波全资子公司霍尔果斯创阅文化传媒有限公司增资，双方共同开展互联网文学创作、互联网文学订阅等平台运营业务

资料来源：公司公告, 爱建证券研究所

公司经过几次并购重组后，目前大股东为郭祥彬（26.89%），梦幻星生园董事长汤攀晶为二股东（6.41%），第一波CEO 付强为三股东（4.03%）。

图5 公司股权结构情况



资料来源：公司公告, 爱建证券研究所

团队激励到位，绑定核心人才。公司收购第一波，其中，CEO 付强自股份交割日起，至少在第一波任职60 个月，黄巍和张宇驰在第一波任职至少任职48个月，充分保证第一波运营的稳定性。收购梦幻星生园，同时配套实施员工持股计划，第一期员工持股计划的参加对象共有47 人，基本涵盖公司主要人才队伍。

从收购的第一波以及梦幻星生园实现的业绩来看，目前为止都顺利完成了业绩承诺。2014 年、2015 年第一波分别承诺实现净利润8000万、1.04亿元，实际分别实现扣非净利润8136.19万元和1.076亿元。梦幻星生园2015年承诺净利润1亿元，实际实现净利润1.03 亿元。绑定人才，团队激励效果明显。

表3 第一波以及梦幻星生园业绩承诺及实现情况

单位(百万元)	2014	承诺利润			扣非后实现利润(不考虑奖金计提)			
		2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
第一波	80	104	130	-	81.36	107.55	-	-
梦幻星生园	-	100	134	165.25	-	103.21	-	-

资料来源：公司公告, 爱建证券研究所

## 二、以 IP 为核心的泛娱乐产业正在快速发展期

在泛娱乐领域，IP 变现形式多种多样，包括文学、动漫、音乐、影视剧、游戏等等都可以成为IP 的来源，同时通过IP 的运营，可以实现IP 内容价值的二次放大，打通整个泛娱乐产业链生态链，解决优质内容与变现模式之间的错配问题。

图6 IP为核心的泛娱乐产业链



图7 泛IP产业链上下游格局



资料来源：公司公告, 爱建证券研究所

从2015年以来,我们可以明显感受到IP对产业带来的变革。首先在游戏方面,我们对比了2014年以来,在苹果商店IOS畅销榜单中TOP10的游戏,发现2014年进入TOP10榜单的游戏中只有刀塔传奇、放开那三国以及我叫MT属于拥有IP背景的游戏,而到了2015年,IOS畅销榜TOP10中有8款为拥有IP背景的游戏,IP主要以小说、端游为主。到了2016年,我们截取10月26日最新的畅销榜排名,发现TOP10中仍有8款游戏拥有IP背书,其中以端游改手游最为火爆,包括王者荣耀、梦幻西游、诛仙、征途等此前大热的端游改成手游后均进入了畅销榜前十,可见一个好的IP对于当前相对同质化游戏提升作用之大。

图8 2014-2016年IOS畅销榜前十名中IP占比明显增多

2014全年IOS畅销榜排名				2015全年IOS畅销榜排名				2016截至10月26日IOS畅销榜排名			
排名	游戏	是否IP	IP类型	排名	游戏	是否IP	IP类型	排名	游戏	是否IP	IP类型
1	刀塔传奇	✓	电竞DOTA	1	梦幻西游	✓	端游	1	王者荣耀	✓	电竞LOL
2	天天跑酷			2	全民突击			2	阴阳师		
3	全民飞机大战			3	神武2	✓	端游	3	梦幻西游	✓	端游
4	雷霆战机			4	全民飞机大战			4	倩女幽魂	✓	电影
5	Clash of Clans			5	热血传奇	✓	端游	5	黎明之光	✓	端游
6	天天飞车			6	全民奇迹	✓	端游	6	诛仙	✓	端游
7	天天炫斗			7	刀塔传奇	✓	电竞DOTA	7	大话西游	✓	端游
8	放开那三国	✓	三国小说	8	我叫MT2	✓	三国小说	8	仙剑奇侠传	✓	端游
9	我叫MT	✓	动漫	9	拳皇98	✓	端游	9	街头联盟		
10	Boom Beach			10	三国之刃	✓	三国小说	10	征途	✓	端游

资料来源: APP Annie, 爱建证券研究所

其次,在影视方面,电影从2014年开始,就呈现除了IP化的大趋势,2014-至今, TOP10中分别有7部、9部、7部属于IP电影。2015年全年IP电影共有36部,IP改变电影的总票房为85.9亿元,同比2014年增长121%,占全国票房总量的36.1%,同比2014年高出12个百分点。电视剧方面根据艺恩的2014-2015年电视剧网络端播放量前十的电视剧来看,分别有8部、5部是由IP改编,其中古剑奇谭(端游改编)和花千骨(文学小说)两部电视剧分别取得2014、2015年播放量第一。从CSM52城收视率角度来看,也均为IP剧占据大部分分隔。

图9 2014-2016年电影票房前十名中IP占比一直较高

2014年电影票房排名				2015年电影票房排名				2016截至10月26日电影票房排名			
排名	电影	是否IP	IP类型	排名	游戏	是否IP	IP类型	排名	游戏	是否IP	IP类型
1	变形金刚4:绝迹重生	✓	续篇	1	捉妖记			1	美人鱼		
2	心花路放			2	速度与激情7	✓	续篇	2	疯狂动物城		
3	西游记之大闹天宫	✓	小说	3	寻龙诀	✓	小说	3	魔兽	✓	端游
4	智取威虎山3D	✓	小说	4	港囧	✓	囧系列	4	美国队长3:英雄内战	✓	漫画
5	星际穿越			5	复仇者联盟:奥创纪元	✓	漫画	5	西游记之孙悟空三打白骨精	✓	小说
6	X战警:逆转未来	✓	漫画	6	夏洛特烦恼	✓	舞台剧	6	澳门风云3	✓	续篇
7	美国队长2	✓	漫画	7	侏罗纪世界	✓	翻拍	7	湄河行动	✓	真实事件
8	猩球崛起2:黎明之战	✓	续篇	8	煎饼侠	✓	网络剧	8	盗墓笔记	✓	小说
9	爸爸去哪儿	✓	综艺	9	澳门风云2	✓	续篇	9	功夫熊猫3	✓	续篇
10	分手大师			10	西游记之大圣归来	✓	小说	10	奇幻森林		

资料来源: 艺恩咨询, 爱建证券研究所



图 10 2014-2016 年电视收视率前十名中 IP 占比高

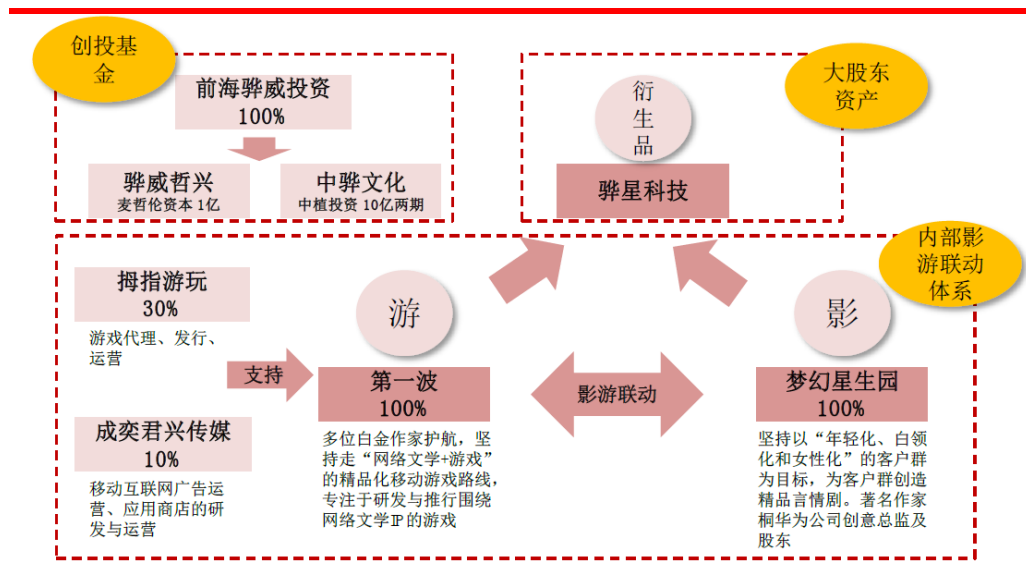
2014年全年电视剧收视率CSM 52城排行				2015年全年电视剧收视率CSM 52城排行				2016截至9月电视剧收视率CSM 52城排行			
排名	电影	是否IP	IP类型	排名	游戏	是否IP	IP类型	排名	游戏	是否IP	IP类型
1	武媚娘传奇			1	武媚娘传奇			1	亲爱的翻译官	✓	小说
2	因为爱情有奇迹	✓	韩国电视剧改编	2	半月传	✓	文学小说	2	解密	✓	小说
3	宫锁连城	✓	续拍	3	锦绣园华丽冒险	✓	文学小说	3	搭错车	✓	电影
4	红高粱	✓	文学小说	4	伪装者	✓	文学小说	4	麻雀	✓	小说
5	神犬奇兵	✓	文学小说	5	活色生香			5	煮妇神探		
6	大丈夫			6	神犬小七			6	女医明妃传	✓	小说
7	一仆二主			7	妻子的谎言	✓	韩国电视剧改编	7	少帅	✓	小说
8	杉杉来了	✓	文学小说	8	偏偏喜欢你	✓	文学小说	8	天天有喜之 人间有爱		
9	勇敢的心			9	老农民			9	小丈夫		
10	战神			10	特警力量	✓	文学小说	10	欢乐颂	✓	小说

资料来源：艺恩咨询, 爱建证券研究所

### 三、骅威文化以 IP 价值最大化为转型发展的重要支撑

公司通过收购第一波及梦幻星生园，搭建起公司内部优质IP 之间的影游联动体系，游戏方面第一波以男性客户群为主，目前有10 个以上IP 储备，影视方面梦幻星生园以女性客户群为主，目前有差不多40 个IP 储备。再通过大股东旗下玩具制作公司骅星科技实现衍生品开发，同时公司旗下子公司前海骅威与麦哲伦资本以及中植资本分别设立了两家创投基金，致力于游戏、影视、IP 等项目的孵化、投资，为公司外延并购拓展寻找优良标的。

图 11 公司以 IP 为转型驱动的发展战略



资料来源：爱建证券研究所整理

### 3.1 第一波为专注于研发与推行围绕网络文学 IP 的精品游戏

公司主要从事移动网络游戏的开发与运营，坚持“网络文学+游戏”的精品化移动游戏路线，专注于研发与推行围绕网络文学IP 的游戏类型，拥有“唐家三少”、“天蚕土豆”和“我吃西红柿”等网络知名作家部分小说的IP 授权先后打造出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》等多个成功产品，探索出可复制的网络文学和游戏相结合的娱乐发展模式。

图 12 2012-2016H2 第一波营业收入情况

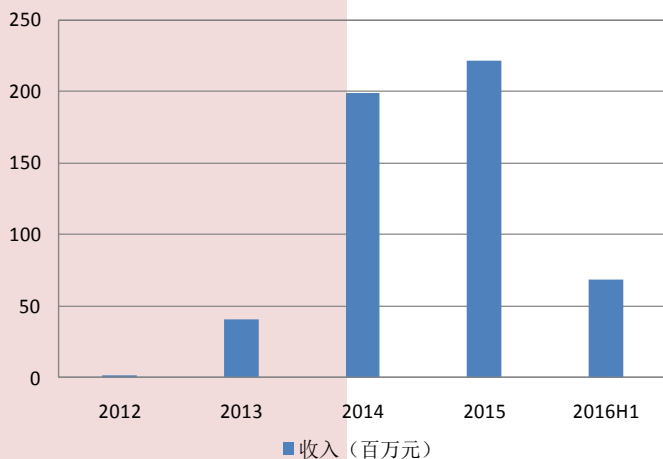
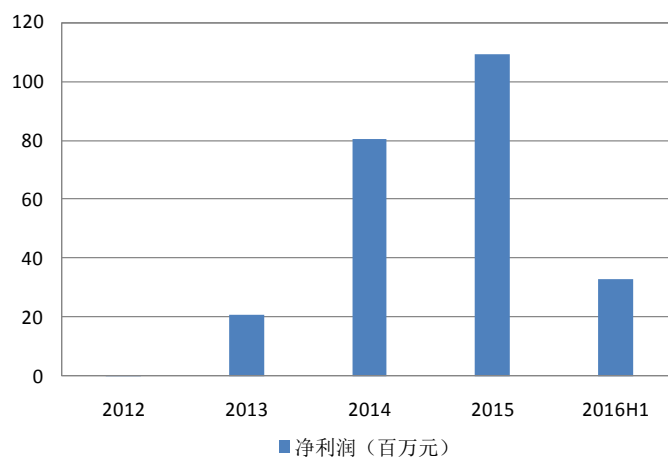


图 13 2012-2016H1 第一波净利润情况



资料来源：公司公告，爱建证券研究所整理

表 4 第一波高管介绍

高管	经历介绍
付强	独立撰稿人，先后出版了《YY 之王》、《传媒帝国》、《艳遇谅解备忘录》、《仙魔经纪人》、《天擎》、《诸神的黄昏》、《星语者》等小说，并成为起点中文网白金作家，笔名撒冷。2006 年创办蓝海梦想并任职董事长；2013 年创办第一波并担任董事长、总经理。
黄巍	2009 年至2013 年间先后任长沙至乐网络科技有限公司总经理、广州金子信息科技有限公司运营总监和广州深红网络科技有限公司渠道总监，主要工作为运营与推广自主开发的网页游戏、各类社区服务和特色增值服务。2013年联合创办第一波并担任董事、副总经理。
张威	“唐家三少”。中国作协成员、中国作协全国委员会委员、北京文联理事会理事、北京作协网络创作委员会主任、盛大文学白金作家。法律本科毕业，起点中文网白金作家，自正式开始长篇创作以来，平均一年一部作品；在2012第七届中国作家富豪榜全新子榜单“中国网络作家富豪榜”中，以5 年3,300 万元的收入荣登首富宝座，并获得“中国作家富豪榜-网络作家之王”的重要奖项。2013 年，

	张威以单年2,650万收入蝉联冠军。
张宇驰	2003年创办北京普旋国际有限公司,担任商务推广;2005年创办博纳德足球在线网站;2008年加入蓝海梦想并担任商务及财务总监;2013年联合创办第一波并担任运营总监。

资料来源:公司公告,爱建证券研究所

表5 第一波主要作家介绍

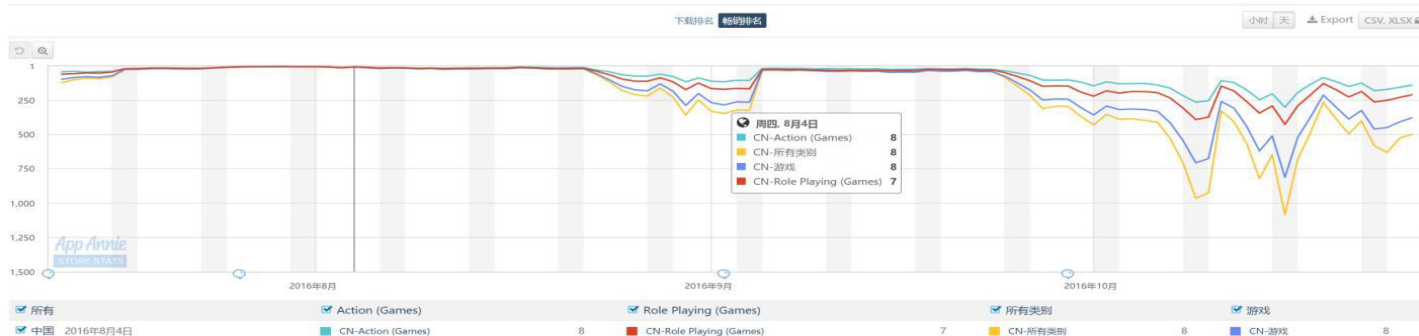
作家	代表作品
唐家三少	《光之子》《狂神》《善良的死神》《空速星痕》《惟我独仙》《冰火魔厨》《生肖守护神》《琴帝》《斗罗大陆》《酒神》《天珠变》《神印王座》《斗罗大陆II绝世唐门》《斗罗大陆外传神界传说》
天蚕土豆	《魔兽剑圣异界纵横》《斗破苍穹》《武动乾坤》《大主宰》
我吃西红柿	《星辰变》《盘龙》《九鼎记》《吞噬星空》《莽荒纪》《雪鹰领主》
鱼人二代	《很纯很暧昧》《重生追美记》《校花的贴身高手》
风凌天下	《天域苍穹》《傲世九重天》《异世邪君》《凌天传说》《梦舞风云》

资料来源:公司公告,爱建证券研究所

第一波2015年又推出了包括《莽荒纪》页游、《莽荒纪2》手游、《校花的贴身高手3D》手游,与北京光线影业有限公司共同投资设立子公司霍尔果斯光威影业有限公司,光线影业和光威影业共同投资拍摄《莽荒纪》电影,《莽荒纪》动画剧2015年4月在爱奇艺首播。

2016年第一波上线游戏的包括《校花的贴身高手》页游、《斗罗大陆3D》页游、《魔兽再临》手游、《神域之门》手游、《风暴守卫战》手游、《雪鹰领主》手游和页游,《雪鹰领主》电视剧、电影已与潜在合作伙伴进行初步洽谈。还有包括《莽荒纪3》手游仍在研发推进中。

图14 《雪鹰领主》苹果商店畅销榜排名情况



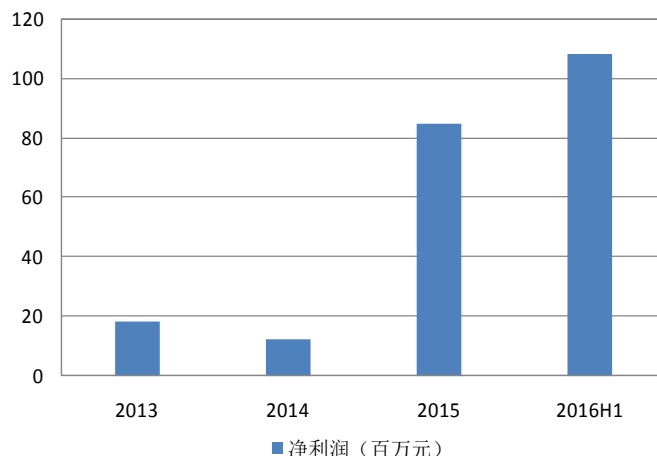
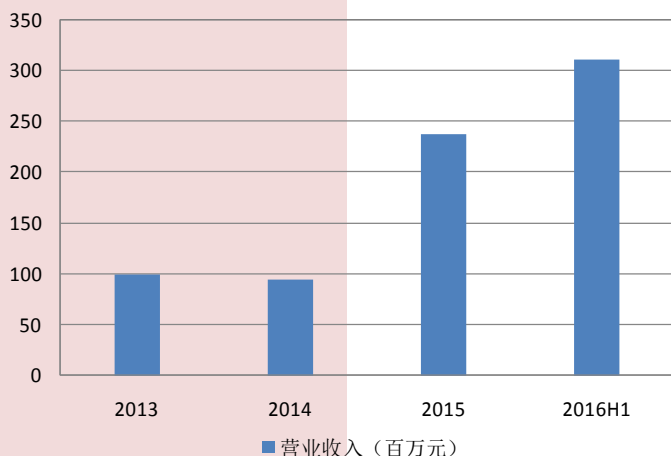
资料来源:公司公告,爱建证券研究所

### 3.2 梦幻星生园：面向制作年轻化、白领化和女性化人群的精品言情剧

梦幻星生园是一家以电视剧的制作与发行业务为主，以网络剧的制作为辅的文化传媒企业，坚持以“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”。梦幻星生园先后投资、独立承制或参与制作多部较有影响力的社会口碑与经济效益较好的电视剧，如《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《偏偏喜欢你》、《寂寞空庭春欲晚》、《煮妇神探》等，均取得较好的收视成绩。

图 15 2013-2016H1 梦幻星生园收入情况

图 16 2013-2016H1 梦幻星生园净利润情况



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

表 6 梦幻星生园投资、独立承制或参与制作的电视剧

序号	剧名	集数	上映时间	播出电视台	类型	摄制
1	掩护	25	2011. 6. 23	黑龙江卫视	联合摄制	谍战爱情
2	千山暮雪	30	2011. 10. 22	湖南卫视	联合摄制	现代爱情
3	如意	42	2012	湖南卫视	联合摄制	民国爱情
4	最美的时光	40	2013. 11. 20	湖南卫视	独家摄制	都市情感
5	金玉良缘	45	2014. 4. 21	深圳卫视、江苏卫视	联合摄制	古代爱情
6	抓住彩虹的男人	35	2015. 5. 26	浙江卫视、东方卫视	独家摄制	民国爱情
7	偏偏喜欢你	41	2016. 2. 8	湖南卫视	独家摄制	民国爱情
8	寂寞空庭春欲晚	40	2016. 2. 1	浙江卫视	联合摄制	古代爱情
9	煮妇神探	43	2016. 1. 8	浙江卫视	独家摄制	民国爱情

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

梦幻星生园拥有全流程的核心主创团队、独立的策划及创作团队，并且拥有优质IP资源储备，目前储备了近二十部优秀小说的改编权，包括十年经典的匪我思存小说《寂寞空庭春欲晚》，桐华的《长相思》等，梦幻星生园的小说改编权和原创策划项目储备数量足够开发五年以上。同时桐华女士作为梦幻星生园第三大股东和高级管理人员，除了前期已经授权出去的小说外，其他所有小说包括未来创作的小说的影视改编权梦幻星生园均有优先购买权。核心团队的稳定，大量优质IP的储备，为梦幻星生园提供了持续、快速发展的基础，为后续发展提供充足保障。

**表7 梦幻星生园管理层拥有丰富的行业经验**

作家	代表作品
任海燕	小说：《步步惊心》、《最美的时光》、《大漠谣》、《云中歌》、《曾许诺》、《长相思》等，策划电视剧：《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》
王力	监制多部电视剧：《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》。负责梦幻星生园的日常运营和资本运作2005年开始于汤攀晶女士共同创立东阳市星生地影视文化有限公司和浙江梦幻星生园影视文化有限公司。从事影视制作与管理工作10多年，具有丰富的行业经验。
虞怡	制片多部电视剧：《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》。1996年至2006年担任浙江电视台栏目及电视剧制片人。2010年与汤攀晶女士共同创立浙江梦幻星生园影视文化有限公司。
汤攀晶	出品多部电视剧：《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》，其中担任部分电视剧的剧本创作工作。2002年进入影视行业从事发行工作。先后在长城影视公司和横店影视公司担任发行总监。2005年开始创业，先后创立东阳市星生地影视文化有限公司和浙江梦幻星生园影视文化有限公司，是业界著名的发行人

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

目前梦幻星生园出品的桐华小说《那片星空那片海》第一季已经于7月份杀青，主演冯绍峰、郭碧婷，同时《那片星空那片海》的第二季计划将于2016年11月开拍，2017年上线，同名电影也正在同步筹备中，与合一影业合作，计划2016年底开机。《那片星空那片海》电视剧公司预计投资90%，分为3季，每季30集左右，总集数预计为80集左右。2017年还包括《长相思》、《英雄联萌》等电视剧会陆续上线。

**表 8 梦幻星生园 2016-2017 计划制作的电视剧以及电影**

序号	剧名	开机时间	主要演职人员
1	《那片星空那片海》第一季	2016年11月	导演：卫翰韬 主演：冯绍峰、郭碧婷
2	《英雄联萌》	2016年7月10	导演：卫翰韬 主演：冯绍峰、其他待定
3	《那片星空那片海》电影	2016年底	待定
4	《长相思》	拍摄完毕	主演：李东学、马天宇

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

## 四、盈利预测与估值

### 核心假设

假设一：第一波承诺利润 2016 年到期，到期后第一波利润实现将会有小幅承压，我们假设今年第一波顺利完成业绩对赌，明后年不断加强包括莽荒纪、雪鹰领主等 IP 的全产业链开发，同时在团队以及合作作家保持稳定的前提下，吸纳更多优秀的作家与作品，增加 IP 存储规模。

假设二：梦幻星生园当前储备的 IP 较多，2017 年将上线的《那片星空那片海》值得期待，制作三季共 80 集将为公司带来丰厚利润。同时手握桐华作品王牌，将有更多的作品陆续推出，业绩弹性较大。

假设三：影视、游戏充分联动，IP 商业开发更加完善。通过外延拓展不断补强公司在 IP 产业链生态中的各个环节。

### 盈利预测结果

我们预计 2016-2018 年公司归属母公司净利润为 2.49、3.17 和 3.8 亿元，基本每股收益分别为 0.29、0.37 和 0.44 元，对应当前股价的市盈率分别为 40.56 倍、31.78 倍和 26.72 倍。我们选取 A 股市场与公司业务有一定联系的公司进行估值比较。根据 Wind 一致预期，我们剔除乐视网，华数传媒后，目前主要可比公司 2016-2018 年平均市盈率分别为 39.67、28.97 和 23.02 倍。从战略定位上看，骅威文化是 A 股中少数几家率先布局 IP 运营开发+影游联动的公司，同时市值相对较小弹性较大，业绩稳定提升。在外延拓展有序推进下，可以获得相对的溢价，给予“推荐”的投资评级。

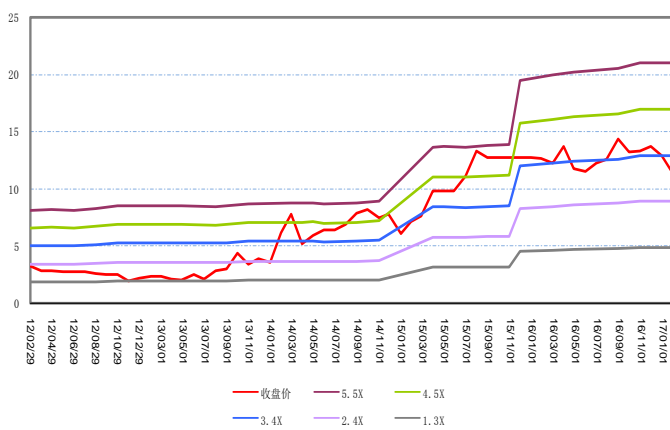
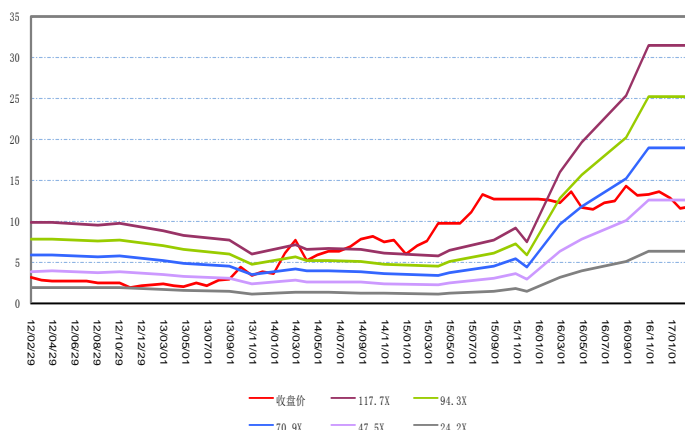
表9 国内可比公司估值情况

代码	公司名称	前收盘价 (元)	总股本 (百万元)	总市值 (百万元)	2016 EPS	2017 EPS	2018 EPS	2016 PE	2017 PE	2018 PE
300133.SZ	华策影视	10.55	1746.63	18566.63	0.37	0.48	0.60	28.25	21.92	17.57
002292.SZ	奥飞娱乐	21.21	1307.89	27884.21	0.49	0.64	0.80	43.12	33.25	26.62
300027.SZ	华谊兄弟	10.35	2785.69	28943.28	0.39	0.48	0.59	26.32	21.51	17.40
002425.SZ	凯撒文化	20.52	508.59	10649.88	0.43	0.71	1.01	47.60	28.82	20.35
300426.SZ	唐德影视	25.70	400.00	10352.00	0.53	0.94	1.32	48.64	27.22	19.48
002343.SZ	慈文传媒	39.99	314.51	12580.40	0.93	1.35	1.69	43.04	29.71	23.60
002624.SZ	完美世界	27.66	1314.67	36613.62	0.85	1.08	1.32	32.64	25.51	21.00
000892.SZ	星美联合	13.25	980.98	12958.75	0.32	0.38	0.44	41.46	34.94	29.81
000802.SZ	北京文化	18.70	726.25	13595.40	0.36	0.44	0.54	52.57	42.48	34.55
300336.SZ	新文化	17.95	537.55	9670.49	0.54	0.74	0.91	33.26	24.36	19.83
	平均PE							39.69	28.97	23.02

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图17 近年公司 PE-BAND 情况

图18 近年公司 PB-BAND 情况



资料来源：WIND，爱建证券研究所

## 五、风险提示

- 手游行业的竞争加剧
- 标的企业并购整合具有不达预期风险
- 转型战略管理效率低于预期

**附： 公司财务报表预测(单位：百万元)**

资产负债表					利润表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	408.80	416.01	621.65	721.18	营业收入	590.57	1160.10	1445.90	1725.89
应收和预付款项	368.79	602.57	607.65	836.75	减：营业成本	315.96	585.85	725.84	864.67
存货	205.49	76.00	272.75	142.70	营业税金及附加	5.95	11.37	14.60	17.43
其他流动资产	99.31	99.31	99.31	99.31	营业费用	44.74	92.00	113.50	134.96
长期股权投资	114.23	114.23	114.23	114.23	管理费用	106.84	180.74	223.68	266.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-21.61	-9.28	-11.67	-15.11
固定资产和在建工程	183.06	158.91	134.77	110.62	资产减值损失	18.11	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	1815.70	1811.40	1807.10	1802.80	加：投资收益	5.37	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	87.46	76.98	66.50	66.50	公允价值变动损益	-0.21	0.00	0.00	0.00
资产总计	3282.85	3355.43	3723.96	3894.10	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	125.74	299.42	379.94	457.28
应付和预收款项	177.33	67.09	202.43	91.91	加：其他非经营损益	-3.75	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	121.99	299.42	379.94	457.28
其他负债	0.96	0.00	0.00	0.00	减：所得税	-0.81	44.91	56.99	68.59
负债合计	178.29	67.09	202.43	91.91	净利润	122.80	254.51	322.95	388.69
股本	429.91	429.91	429.91	429.91	减：少数股东损益	2.46	5.09	6.46	7.77
资本公积	2320.53	2320.53	2320.53	2320.53	归属母公司股东净利润	120.35	249.42	316.50	380.92
留存收益	344.88	523.57	750.31	1023.20					
归属母公司股东权益	3095.33	3274.01	3500.75	3773.65					
少数股东权益	9.23	14.32	20.77	28.54	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
股东权益合计	3104.56	3288.33	3521.53	3802.19	EBITDA	138.55	329.06	407.19	470.62
负债和股东权益合计	3282.85	3355.43	3723.96	3894.10	净利润	120.35	249.42	316.50	380.92
					EPS	0.140	0.290	0.368	0.443
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	BPS	3.600	3.808	4.071	4.389
经营性现金净流量	171.77	269.34	353.72	412.45	PE	84.02	40.54	31.95	26.55
投资性现金净流量	-747.02	26.15	-10.11	-15.18	PB	3.27	3.09	2.89	2.68
筹资性现金净流量	636.66	-61.45	-8.16	-5.02	EV/EBITDA	33.23	14.00	10.83	9.18
现金流量净额	63.54	234.04	335.45	392.25	股息率	0.000	0.002	0.003	0.004

数据来源：WIND，爱建证券研究所预测



### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

### 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下

### 重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。 我公司及其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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。 本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com