

2017年02月28日

凯撒文化 (002425.SZ)

凯撒文化：全版权运营龙头，泛娱乐生态起航

■以精品 IP 为核心的泛娱乐运营商。凯撒文化前身是高端服装品牌，2014 年开始转型泛娱乐，通过剥离原有服装业务、三次泛娱乐公司并购完成转型。2016 年上半年实现营业收入 2.19 亿元，归母净利润 4448.96 万元，并且泛娱乐业务收入占比达到 52.93%。目前，公司已初步建立起以精品 IP 为核心，覆盖文学、动漫、影视、游戏等核心领域的互联网泛娱乐生态体系。

■“全版权”将打开市场大空间。IP 全产业链市场规模从百亿级收入的上游到 2000 亿+的下游，呈现金字塔形。在高度成熟的文娱市场，超级 IP 的开发运营涵盖数十种领域，而且联动效应较高。目前中国市场步入成熟期，趋于理性化的市场预示着内容时代的来临，为全版权运营创造了条件。上游来看，目前网文+动漫是主要 IP 来源，网文价格飞涨，国漫有望成为 IP 金矿，完整合理的“世界观”是检验大 IP 的试金石，玄幻、武侠等题材的作品或可类比漫威世界观。中下游来看，游戏市场发展最快，关注精品化手游及海外市场发展前景。

■优质 IP 资源+商业化能力，具备全版权运营优势。目前在资源端，凯撒文化购买多个优质 IP、拥有幻文科技和武汉泛娱两个 IP 自主培养平台超过 1000 个 IP，对外通过与腾讯动漫合作获得二次元 IP 资源和强渠道。在变现端，子公司酷牛互动和天上友嘉研发能力强，具备丰富的影游/漫游联动开发的经验；已联合出品两部动画影片，正在推进其它影视项目（资料来源：公司公告：投资者关系活动记录表）。公司员工激励到位，高管经验丰富，在专业度和资源上都有较充分的积淀，具备较强的整合上下游资源的能力。

■投资建议：我们预计公司 16-18 年净利润分别为 1.62 亿、4 亿、5.5 亿，对应每股收益分别为 0.32 元、0.79 元、1.08 元。参考同类可比公司，对应 6 个月目标价 24.35 元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：游戏市场产值增速不及预期的风险、各业务整合不及预期的风险、产业基金收益不及预期的风险。

公司深度分析

证券研究报告

传媒

投资评级 买入-A

维持评级

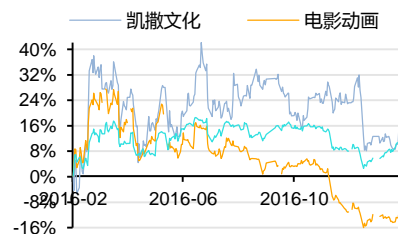
6 个月目标价：24.35 元

股价 (2017-02-27) 20.92 元

交易数据

总市值 (百万元)	10,639.71
流通市值 (百万元)	4,291.03
总股本 (百万股)	508.59
流通股本 (百万股)	205.12
12 个月价格区间	17.50/26.30 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.5	-5.17	-0.19
绝对收益	0.58	-9.83	4.5

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002

wangzx2@essence.com.cn

相关报告

凯撒文化：17 年爆款将大量释放，预计迎来高速增长 2017-01-13
长期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	541.5	632.5	524.0	707.4	955.0
净利润	6.6	80.9	162.0	400.0	550.1
每股收益(元)	0.01	0.16	0.32	0.79	1.08
每股净资产(元)	2.89	3.89	4.09	4.94	5.95
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	1,620.9	131.5	65.7	26.6	19.3
市净率(倍)	7.2	5.4	5.1	4.2	3.5
净利润率	1.2%	12.8%	30.9%	56.5%	57.6%
净资产收益率	0.4%	4.1%	7.8%	15.9%	18.2%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%
ROIC	0.1%	3.1%	6.8%	19.1%	28.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司简介：以精品 IP 为核心的泛娱乐运营商	6
1.1. 历史沿革.....	6
1.2. 股权结构.....	7
1.3. 业绩情况.....	7
2. 行业分析：“全版权”将打开市场大空间	8
2.1. 全版权运营时代已悄然开启.....	8
2.1.1. IP 泛娱乐产业链及规模空间.....	9
2.1.2. 从多版权到全版权，挖掘协同效应.....	10
2.2. 上游：网文+动漫是主要来源，“世界观”是变现基石.....	13
2.2.1. 网络文学是 IP 核心来源，价格水涨船高.....	13
2.2.2. 二次元产品成为 IP 金矿，国漫有望成为新的增长点.....	15
2.2.3. 世界观是大 IP 必要条件，也是变现基石.....	18
2.3. 中下游：游戏关注精品化手游和海外市场.....	21
2.3.1. 手游玩家超过端游玩家，头部效应显著.....	21
2.3.2. 游戏精品化成为行业趋势.....	23
2.3.3. 海外市场前景广阔.....	23
3. 公司亮点：优质 IP 资源+商业化能力，具备全版权运营优势	24
3.1. 丰富 IP 储备奠定发展基石.....	24
3.1.1. 幻文科技自主培育 IP.....	24
3.1.2. 与腾讯合作切入二次元领域.....	25
3.1.3. 武汉泛娱保证 IP 增量.....	27
3.1.4. 其他外购 IP.....	28
3.2. 游戏研发能力强，具备强渠道.....	28
3.2.1. 子公司酷牛互动及其产品介绍.....	28
3.2.2. 子公司天上友嘉及其产品介绍.....	30
3.2.3. 游戏改编能力突出.....	31
3.2.4. 与腾讯合作具备强渠道.....	32
3.3. 整合中下游资源，深耕产业链.....	32
3.3.1. 快速切入影视领域.....	32
3.3.2. 影游联动/漫游联动的游戏产品.....	34
3.3.3. 全版权运营产品.....	35
3.4. 泛娱乐平台已成型，具备较强拓展性.....	36
3.4.1. 产业基金有望退出.....	36
3.4.2. 公司高管经验丰富.....	38
3.4.3. 国际化战略布局海外战略.....	38
3.4.4. 员工激励到位.....	38
4. 盈利预测与估值	39
5. 风险提示	39

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
-----------------	---

图 2: 凯撒文化股权结构图	7
图 3: 2013-2016H 公司主营业务收入及增长率	8
图 4: 2013-2016H 归属母公司股东的净利润及增长率	8
图 5: 公司主营业务收入结构 (单位: 万元)	8
图 6: IP 呈现形式	9
图 7: 2016 年三大产业链层次规模空间	10
图 8: 中国文娱 IP 市场 AMC 模型	11
图 9: 《十万个冷笑话》电影	11
图 10: 《画江湖之不良人》动画	12
图 11: 《花千骨》电视剧	13
图 12: 二次元用户画像	15
图 13: 《阴阳师》游戏	16
图 14: 2016 年月均充值额人民币超过 1000 万元的移动游戏	16
图 15: IP 需要完整的世界观	19
图 16: 《画江湖之不良人》动画	19
图 17: 《画江湖之不良人》真人版网剧	20
图 18: 《不良人 2》手游	20
图 19: 《画江湖之不良人》超级舞台剧	20
图 20: 2008-2016 年中国游戏用户数目	21
图 21: 2008-2016 中国游戏市场收入示意图	21
图 22: 中国游戏市场收入分布	22
图 23: 用户在中国获得最新游戏信息的渠道	22
图 24: 中国自研网络游戏海外市场实际销售收入	23
图 25: 中国发行商在表现最出色 25 个国家/地区的海外游戏收入	24
图 26: 《从前有座灵剑山》动画	26
图 27: 《银之守墓人》动画	26
图 28: 《我的双修道侣》漫画	27
图 29: 多层次 IP 矩阵	28
图 30: 《传奇世界》手游	29
图 31: 《传奇世界》手游上线后 iOS 畅销榜排名	29
图 32: 《圣斗士星矢: 重生》手游上线后 iOS 下载榜排名	30
图 33: 三国志系列游戏	31
图 34: 公司部分已公布 IP 手游	31
图 35: 公司 2017 年针对不同市场上线的手游	32
图 36: 《新葫芦兄弟》动画	33
图 37: 《少年锦衣卫》动画	34
图 38: 《锦绣未央》电视剧	35
图 39: 《玄界之门》小说	36
图 40: 《说英雄谁是英雄》小说	36
表 1: 收购三家子公司	6
表 2: 三家子公司承诺业绩及完成情况	7
表 3: 公司主营业务收入构成	8
表 4: 《十万个冷笑话》全产业链开发成果	11

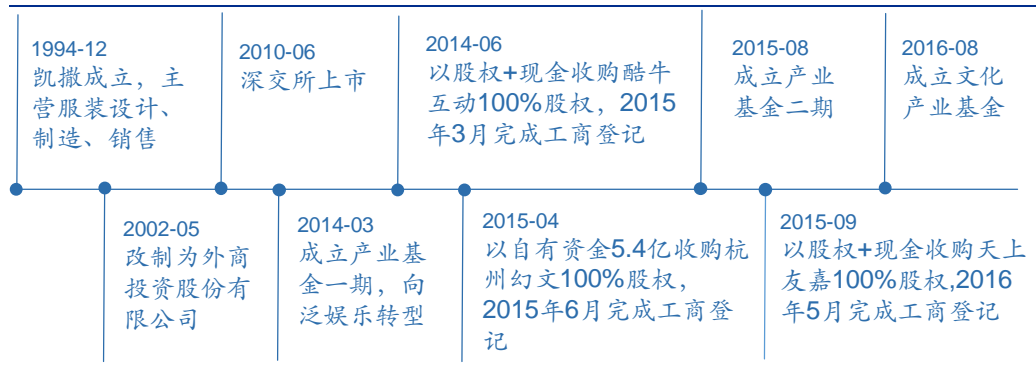
表 5: 《画江湖之不良人》全产业链开发成果.....	12
表 6: 中国超级 IP-Top100	14
表 7: 部分国内热门原创 IP 价格.....	15
表 8: 中国超级 IP-Top100 中的漫画 IP	17
表 9: 腾讯动漫部分代表作	18
表 10: 2016 年移动游戏 Top10 收入.....	23
表 11: 幻文科技核心 IP 资源介绍.....	24
表 12: 幻文科技的 IP 改编游戏产品 (部分)	25
表 13: 与腾讯动漫合作 IP	27
表 14: 武汉泛娱主要作家股东介绍	28
表 15: 酷牛互动 2015 年主要游戏产品	29
表 16: 天上友嘉主要游戏运营情况 (截止至 2015 年 9 月)	30
表 17: 公司已上线的 IP 手游及其成绩	31
表 18: 2017 年拟上线 IP 及其开发进度	34
表 19: 2015 一期产业基金凯撒股份对外投资情况.....	37
表 20: 产业基金一览	37
表 21: 员工持股情况表.....	38
表 22: 2016 年度利润分配预案.....	38

1. 公司简介：以精品 IP 为核心的泛娱乐运营商

1.1. 历史沿革

十年高端服装品牌，积极转型泛娱乐。凯撒文化前身是成立于 1994 年的凯撒（汕头）有限公司，是二十多年来较有影响力的高端品牌服装企业之一，2010 年在深交所中小板上市。2014 年起，公司向泛娱乐转型并制定全新发展战略：以 IP 为主线，泛娱乐为框架，致力打造成为国内领先的互联网泛娱乐运营商。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

完成三次并购，转型落子有力。2015 年 3 月，公司以发行股份+现金支付的方式收购酷牛互动。酷牛互动成立于 2011 年，主要从事移动游戏的研发及运营。公司研发的《唐门世界》《绝世天府》《太古仙域》等热门网络小说改编而成的游戏深受用户欢迎；公司支付现金 5.4 亿元收购幻文科技。幻文科技拥有大量优质文学 IP，可以提供包括游戏、影视、动漫合作开发运营等全方位的授权服务。拥有超过 1000 部作品储备。2016 年 5 月，公司以发行股份+现金支付的方式，共投资 12.15 亿元收购天上友嘉。天上友嘉成立于 2008 年 7 月，成立之初主要从事页游的研发和运营，2014 年转而专注于移动网络游戏的研究，具备同时研发多款游戏的研发能力。

表 1：收购三家子公司

时间	标的	投资金额	支付方式	发行价/增发价	持股比例	业务简介
2014.3	酷牛互动	7.5 亿	发行股份 (60%) 现金支付 (40%)	发行价 10.17 元/股	100%	手游研发及运营
2015.3	幻文科技	5.4 亿	现金支付 (100%)	N/A	100%	IP 运营服务
2015.9	天上友嘉	12.15 亿	发行股份 (70%) 现金支付 (30%)	增发购买资产发行价 16.00 元/股，增发募集配套资金底价 17.11 元/股	100%	手游、页游研发

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

三家子公司都做出了较高的承诺净利润，2015-2017 年复合增速 26.67%。从实际完成情况上来看都完成得较好：2015 年酷牛互动、幻文科技、天上友嘉的实际业绩分别超出承诺业绩 81.81、967.04、1659.99 万元，共超出承诺业绩总额 2708.84 万元，超出 14%。

表 2：三家子公司承诺业绩及完成情况

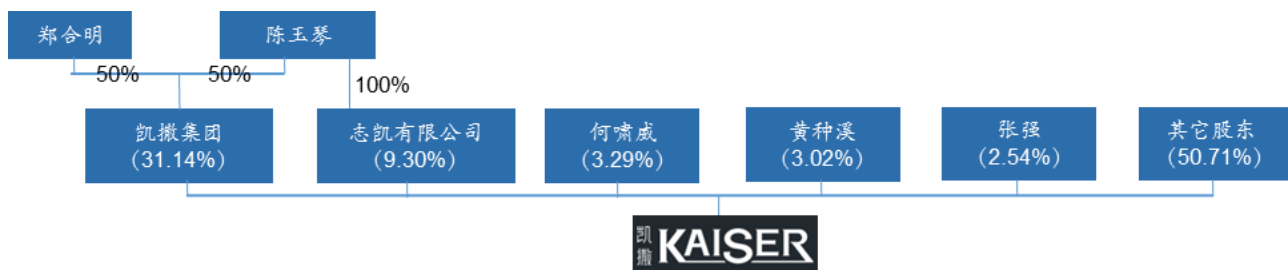
子公司	持股比例	2014 年		2015 年		2016 年	2017 年
		承诺业绩	实际业绩	承诺业绩	实际业绩	承诺业绩	承诺业绩
酷牛互动	100%	6000.00	6072.40	7500.00	7581.81	9375.00	11575.00
幻文科技	100%			4000.00	4967.04	5000.00	6450.00
天上友嘉	100%			8550.00	10209.99	11460.00	14330.00
合计		6000.00	6072.40	20050.00	22758.84	25835.00	32355.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 股权结构

郑合明和陈玉琴夫妇通过凯撒集团与志凯公司合计持有公司股份 2.06 亿股，持股比例 40.44%，为控股股东和实际控制人。

图 2：凯撒文化股权结构图

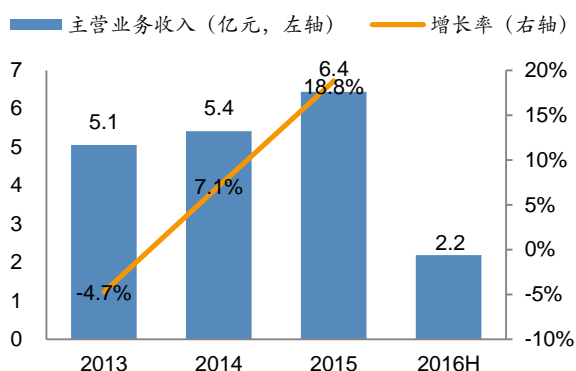


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 业绩情况

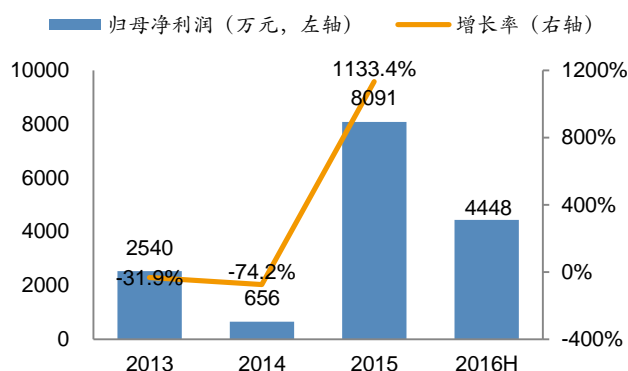
2015 年，公司实现营业收入 6.33 亿元，同比增长 16.81%；实现扣非归母净利润 8091 万元，同比增长 1132%。利润大幅增长的原因是酷牛互动和杭州幻文分别于 2015 年 3 月 25 日、2015 年 6 月 16 日合并报表。其中，酷牛互动归属上市公司净利润为 723 万元，杭州幻文归属上市公司净利润为 4197 万元。2016 年上半年，公司实现营业收入 2.19 亿元，同比减少 23.14%；归属于母公司股东的净利润 4448.96 万元，同比增加 179.56%。营收减少的主要原因是服装业务收入同比减少 57.92%，净利润增加则是因为 2015 年完成收购酷牛互动、幻文科技以及 2016 年 5 月完成收购天上友嘉，利润率较高的互联网泛娱乐业务净利润共增加 6170.04 万元，同比增长 387.07%。

图 3：2013-2016H 公司主营业务收入及增长率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

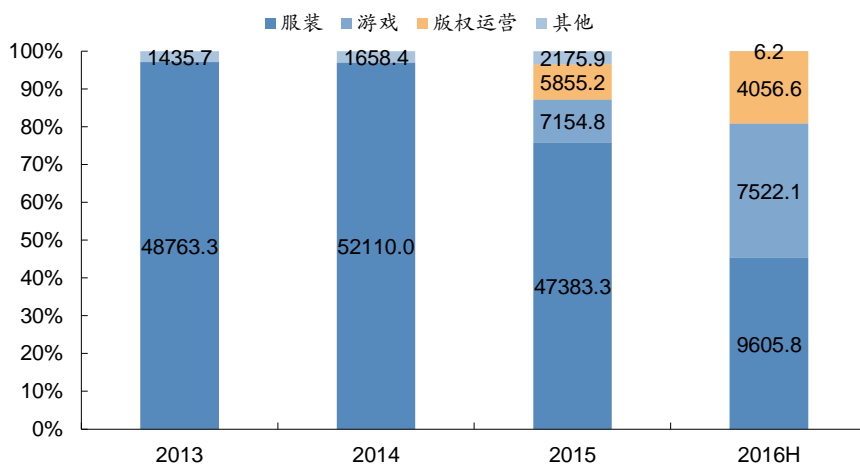
图 4：2013-2016H 归属母公司股东的净利润及增长率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从主营业务结构上看，2015 年，服装依然是支撑公司营业收入的最大来源，营业收入中：服装占比 76%，毛利率为 23%；游戏分成占比 12%，毛利率为 83%；版权运营占比 9%，毛利率为 97%。由于服装业务毛利率偏低，公司的主要利润来自于游戏分成。2016 年 3 月，公司发布公告通过品牌授权方式剥离出原有服装业务。2016 年上半年，主营业务收入呈现服装、游戏、版权运营三分的局面，各占比 45%、35%和 19%，泛娱乐业务收入占比已经达到 52.93%，战略重心全面转向文化产业。

图 5：公司主营业务收入结构（单位：万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：公司主营业务收入构成

	2015 年		2016 年 H	
	占总营收的比重	毛利率	占总营收的比重	毛利率
服装	74.91%	22.91%	45.33%	20.49%
游戏	11.31%	83.08%	35.50%	95.81%
版权运营	9.26%	96.59%	19.14%	94.81%
其它	3.37%		0.03%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 行业分析：“全版权”将打开市场大空间

2.1. 全版权运营时代已悄然开启

2.1.1. IP 泛娱乐产业链及规模空间

IP 原本是静止于书本上的一个名词。经过 2015 年的发酵和 2016 年的狂热，如今中国的 IP 市场已经渗透到平面、视频、直播、现场、交互 5 大类 13 小类中，成为文化领域最炙手可热的概念。

图 6：IP 呈现形式

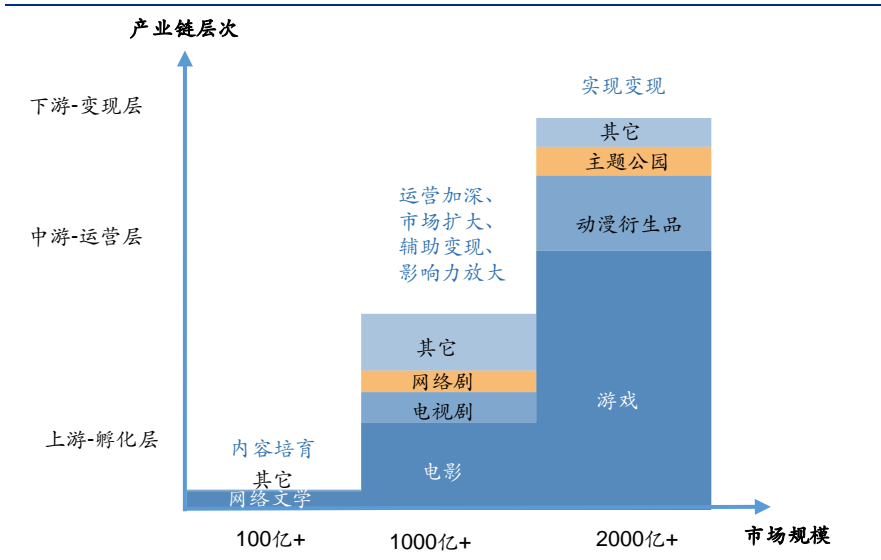


资料来源：小饭桌，安信证券研究中心（与中心距离的远近对应该类型制作周期的长短）

从整个 IP 产业链来看，可以分成上游孵化、中游运营、下游变现三个层次，上游孵化平台通过自主创作不断培育优质原创 IP 资源，同时并购整合国内外优质 IP，通过自主开发、授权等方式获取盈利，然后中游影视剧等通过运营上游产生的 IP 辅助变现、扩大其影响力，最终通过下游的游戏、演出、衍生品等进行变现。三个层次的市场规模则呈现金字塔形级数增长，在近年上游 IP 热潮带动下，中下游更加广阔的市场有望被打开，更多价值被进一步释放出来：

- 上游：目前网络文学是目前主要 IP 来源，易观智库估测 2015 年市场规模达到近百亿元。其它来源还有动漫、游戏等等。目前中国动漫授权市场的规模已经位列亚洲第二，仅次于有“动漫王国”之称的日本，未来空间巨大。
- 中游：包括电影、电视剧、网络剧等方式实现 IP 内容变现，市场规模已接近千亿级别。其中电影票房 2015 年全年总收入 440 亿元，总体市场规模趋于稳定。电视剧也已趋于平稳，根据速途研究院的预测，2015 年达到 152 亿元。网络剧方面，据中投顾问研究中心测算，2015 年网络剧市场规模近 70 亿元。
- 下游：衍生产品市场主要包括游戏、动漫衍生品、实景娱乐主题公园、玩具、图书等，保守预计市场规模在 2000 亿上下。根据艾瑞咨询的数据，预计 2015 年网络游戏市场全年达到 1325 亿元。根据前瞻产业研究院的测算，我国动漫衍生品市场规模 2015 年达到 380 亿元。根据美国 ACEOM 数据，2014 年中国主题公园访问人次超过 1 亿次，以平均票价 150 元推算，主题公园仅票房收入规模就达到 150 亿元。

图 7：2016 年三大产业链层次规模空间



资料来源：版话，安信证券研究中心

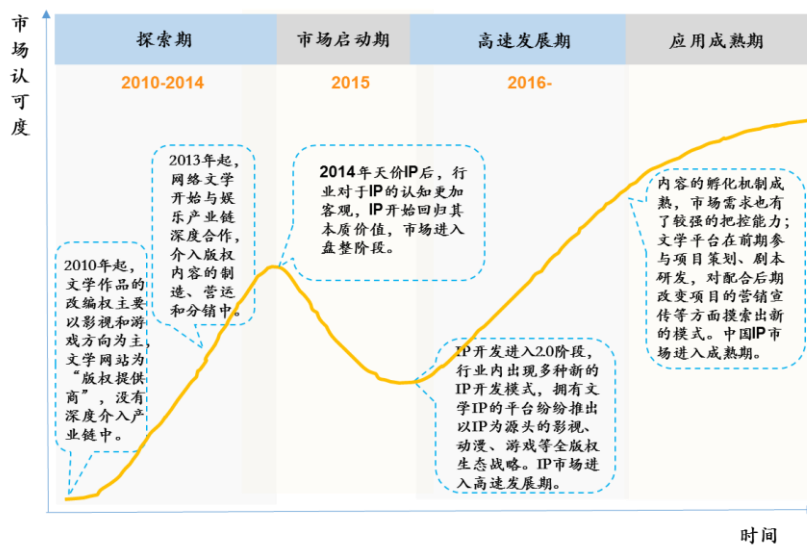
2.1.2. 从多版权到全版权，挖掘协同效应

无论漫威、迪士尼还是哈利波特，在高度成熟的文化娱乐市场里超级 IP 的开发运营都非常全面，而且联动效应的完成度非常高。以漫威系列为例，钢铁侠、美国队长、绿巨人等等每一部作品的版权运营所涵盖的领域非常丰富，包括：图书（包括文字故事、插图、漫画、真人连环画）、电影及衍生影片、动画、有声读物、游戏、饮食、家具、玩具、首饰、服装、品牌授权等等。

相比较而言，目前中国还没有出现全版权运营的超级 IP，大部分 IP 运营停留在从上游的网络文学/动漫到中游的影视这一条产业链上，或者开发全产业链但并不能都获得比较好的收益，不能达到所谓“协同效应”。背后的主要原因，是中国文化娱乐行业自身的发展不成熟导致。下游衍生品的发展不够成熟，以及目前中国影视行业自成体系，与下游的相关产业联系不太紧密，因此相应的商业模式运营的发展并不完善。更重要的原因在于，影视娱乐行业与其他行业在资本层面的整合非常少。

IP 运营的的实质是在泛娱乐产业中，按照各环节逐渐递进渗透的一套规则，寻找领域互相之间的合作空间，实行开辟互动娱乐生态。通过构建自身平台围绕 IP 的孵化、验证、运营、泛娱乐授权等模式，因此全版权可以说是一个必然的趋势。根据《2016 年中国文娱 IP 市场 AMC》显示，2014 年经历天价 IP 之后，再经过 2015 年的催化，IP 价值泡沫化明显。整体 IP 市场趋于理性化，预示着内容时代来临。

图 8：中国文娱 IP 市场 AMC 模型



资料来源：易观

全版权运营的市场已经显示出可能性。《十万个冷笑话》是寒舞于 2010 年 6 月 28 日起在有妖气平台上连载的漫画，2012 年在新浪微博发布第一集动画，3 小时转发破万，三天内播放量超过 1000 万次。随后漫画单部作品日访问量突破 100 万人，百度热度指数曾一度高达到 27 万。陆续被开发的动画短片、大电影、舞台剧、手游、图书、动漫音乐节等多种泛娱乐产品均取得巨大成功，《十冷》为国产原创动漫 IP 的全产业链变现之路提供了优秀标杆。

图 9：《十万个冷笑话》电影



资料来源：电影海报

表 4：《十万个冷笑话》全产业链开发成果

呈现类型	成果
漫画	《十万个冷笑话》漫画单日访问量突破 100 万人
动画	2012 年《十万个冷笑话》首播 24 小时百度指数创国产动漫历史新高，单集播放量和《甄嬛传》相当
舞台剧	近千名观众观看了首场演出，近 400 人参加现场弹幕吐槽发送了近万条评论，并实现了数万人的网上互动，开创了网络舞台剧虚拟现实互动第一例
电影	2013 年史上第一部众筹电影《十万个冷笑话》项目启动，成功筹集金额超过 120 万元。2015 年上映，2 天半收获 6300 万票房，总票房 1.19 亿
手游	《十冷》手游上线 3 天即挤入 AppStore 双榜前十，全平台 DAU(日活跃用户)突破 142 万，单日流水突破 500 万元

资料来源：腾讯网，安信证券研究中心整理

《画江湖之不良人》是北京若森数字科技有限公司推出的系列原创大型 3D 成人武侠动画。动画于 2014 年 7 月发行，截至 2016 年 9 月线上总播放量超 36 亿，活跃粉丝达 5000 万，成为顶级国漫 IP。2016 年 7 月，《不良人》第二季上映，首播当日单集全网点击量 24 小时内破 3000 万，刷新了国漫的上线记录。《不良人》真人版网剧于 2016 年 9 月 21 日在爱奇艺上映，获得 8 亿点击量，豆瓣评分高达 8.3。手游、舞台剧均取得优异成绩，电影版也处于策划筹备阶段，张家振制片人及乾澄影视已获得《不良人》超级 IP 的监制和联合承制权。

图 10: 《画江湖之不良人》动画



资料来源: 百度图片

表 5: 《画江湖之不良人》全产业链开发成果

呈现类型	成果
动画	截至 2016 年 9 月线上总播放量超 36 亿，活跃粉丝达 5000 万。2016 年 7 月，《不良人》第二季上映，首播当日单集全网点击量 24 小时内破 3000 万，刷新了国漫的上线记录
真人网络剧	获得爱奇艺 8 亿点击量，豆瓣评分高达 8.3。第二季也已经登陆爱奇艺，首周播放量就迅速破亿
舞台剧	首演单场上座率超 90%。2017 年，超级舞台剧即将开始全国巡演
电影	《画江湖之不良人》电影版也处于策划筹备阶段。张家振制片人及乾澄影视已获得《不良人》超级 IP 的监制和联合承制权
手游	上线两个月内游戏用户超 800 万

资料来源: 腾讯网, 安信证券研究中心整理

原著知名度不高的《花千骨》(fresh 果果所著网络小说) 通过 IP 联动开发, 在研发、营销、发行、粉丝运营层面通力合作, 不仅电视剧播出期间稳居收视榜榜首, 全剧平均收视 2.213%, 打破中国周播剧收视纪录, 手游也实现半年流水破 8.5 亿的漂亮成绩, 最终打造了一个打通上中下全产业链的运营典范。

图 11:《花千骨》电视剧



资料来源: 百度图片

纵观过去两年整个文化产业，改编失败的 IP 不在少数，但另一方面 IP 的商业化价值也一次次得到市场的验证。行业正在进行上中下游全产业链开发的尝试和探索，下游市场也将逐渐成熟。内容时代的来临，预示着如何高效孵化 IP 成为重点，也为 IP 全版权运营酝酿时机。

2.2. 上游：网文+动漫是主要来源，“世界观”是变现基石

2.2.1. 网络文学是 IP 核心来源，价格水涨船高

网络文学是指以网络为载体发表的文学作品。与传统文学截然不同，网络文学没有传统文学的编辑、审稿等把关制度，从一开始就完全以用户为导向，所以具有内容多样，形式丰富，想象新奇等等特点，出现了“穿越”、“重生”、“异能”等多种创新题材的作品，深受读者喜爱。热门的网络文学作品通过互联网平台积累大量粉丝，部分作品已经实现从文学向电影、电视剧、游戏等其他领域的跨界价值变现，展现出了巨大增值空间。

根据《2016 中国 IP 产业报告》，2016 年中国影视市场已有近两百个国内 IP 项目列入开发计划，其中一些影视公司所公布的片单，甚至 100%都是 IP 项目，而在榜单中网络小说为 61 部，占比最高，为 61%，传统小说为 29 部，占比 29%。网络小说已经超越传统小说，已经成为影视 IP 最重要的来源。

表 6: 中国超级 IP-Top100

排名	IP	原著类型	排名	IP	原著类型
1	19 天	漫画	51	天王	小说
2	盗墓笔记	小说	52	三生三世十里桃花	小说
3	西游记	小说	53	唐砖	小说
4	斗破苍穹	小说	54	未生	漫画
5	尸兄	漫画	55	全职高手	小说
6	一条狗	漫画	56	武极天下	小说
7	凡人修仙传	小说	57	很纯很暧昧	小说
8	橙红年代	小说	58	激荡三十年	图书
9	三体	小说	59	他知道风从哪个方向来	小说
10	SCI 谜案集	小说	60	镇魂	小说
11	超级兵王	小说	61	鹿鼎记	小说
12	农家乐小老板	小说	62	灵域	小说
13	鬼吹灯	小说	63	悟空传	小说
14	遮天	小说	64	沙海	小说
15	鲁滨逊漂流记	小说	65	尘缘	小说
16	武动乾坤	小说	66	泡沫之夏	小说
17	十万个冷笑话	漫画	67	浮生物语	小说
18	从你的全世界路过	小说	68	沙漏	小说
19	快穿之打脸狂魔	小说	69	光之子	小说
20	中国惊奇先生	漫画	70	旋风少女	小说
21	大主宰	小说	71	为了你我愿意热爱整个世界	小说
22	星辰变	小说	72	莲花	小说
23	11 处特工皇妃	小说	73	少年的你, 如此美丽	小说
24	穿越沦为暴君的小妾	小说	74	如果可以这样爱	小说
25	相见欢	小说	75	蛮荒记、搜神记	小说
26	冰与火之歌	小说	76	春宴	小说
27	爵迹	小说	77	夜天子	小说
28	欢乐颂	小说	78	天涯明月刀	小说
29	极品家丁	小说	79	爆笑宠妃: 爷我等你休妻	小说
30	天龙八部	小说	80	亲爱的阿基米德	小说
31	鬼服兵团	小说	81	苗疆道士	小说
32	狐妖小红娘	漫画	82	夏有乔木雅望天堂	小说
33	快把我哥带走	漫画	83	第一次的亲密接触	小说
34	剑王朝	小说	84	九州缥缈录	小说
35	回到明朝当王爷	小说	85	小南风	小说
36	翻译官	小说	86	凉生, 我们可不可以不忧伤	小说
37	白鹿原	小说	87	发个微信去天庭	小说
38	笑傲江湖	小说	88	风声	小说
39	罪爱安格尔	小说	89	大泼猴	小说
40	步步生莲	小说	90	神游	小说
41	我欲封天	小说	91	沉香如屑	小说
42	锦衣夜行	小说	92	结爱异客逢欢	小说
43	夏至未至	小说	93	我家徒弟又挂了	小说
44	步步惊心	小说	94	寻秦记	小说
45	仙侠世界	小说	95	拓星者	漫画
46	择天记	小说	96	将军在上	小说
47	山河表里	小说	97	此间的少年	小说
48	微微一笑很倾城	小说	98	紫川	小说
49	心理罪	小说	99	如果蜗牛有爱情	小说
50	嫌疑人 X 的献身	小说	100	橘生淮南暗恋	小说

资料来源: 2016 中国 IP 产业报告, 安信证券研究中心

网络文学平台以中文在线、阅文集团、起点中文、晋江文学为代表，资源竞争的加剧及 IP 运营的成功案例使网络文学 IP 价格呈指数型上涨。在 2012 年以前，知名网络作家的言情类作品的影视改编权价格仅在数十万左右，而到 2015 年部分 IP 的价格已经达到千万级。典型的例子比如 2011 年 9 月顾漫小说《何以笙箫默》电影版权仅售价数十万，三年后版权到期光线开出的价码已经翻了十倍。

表 7：部分国内热门原创 IP 价格

时间	IP 标的	类型	采购方	孵化类型	价格
2008	诛仙	小说	完美时空	游戏	100 万
2011	甄嬛传	小说	花儿影视	电视剧	十万级
2011	何以笙箫默	小说	乐视	电影	十万级
2012	我叫 MT	漫画	乐动卓越	游戏	300 万
2014	何以笙箫默	小说	光线传媒	电视剧	百万级
2014	秦时明月	小说	畅游	手游	1.5 亿
2015	画江湖之不良人	动画	掌趣	手游	千万级
2015	诛仙：青云志	小说	欢瑞世纪	电视剧	千万级

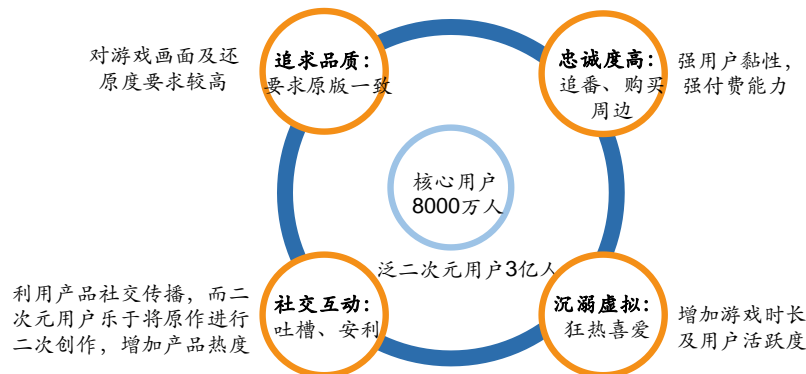
资料来源：易观，安信证券研究中心

2.2.2. 二次元产品成为 IP 金矿，国漫有望成为新的增长点

二次元是一种亚文化现象，广义上指动画、漫画、游戏、小说等，同时泛指喜爱 ACGN 的人。狭义上指具有日系文化特点的动漫等产品。所谓二次元用户是指认同二次元文化或参与二次元文化构建的用户。二次元用户具有追求原版、忠实且狂热，乐于吐槽，沉溺虚拟等特点，这些特点促使二次元用户成为游戏市场潜在优质用户。

中国二次元用户增长迅速。根据伽马数据估计，2016 年我国核心二次元用户将超过 8000 万人，二次元总用户将突破 3 亿人，到 2020 年“二次元”产业市场规模将达到 6000 亿元，二次元市场潜力巨大。

图 12：二次元用户画像



资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

二次元手游《阴阳师》表现抢眼。《阴阳师》是由网易游戏自主研发的 3D 日式和风回合制 RPG 手游，2016 年 6 月开放首测，9 月 2 日上线 AppStore，9 月 18 日 DAU 突破 200 万，9 月 24 日 DAU 突破 400 万，10 月 24 日 DAU 突破 1000 万。据伽马数据统计，截至 9 月末，《阴阳师》总流水超过 6 亿，截至 11 月 9 日，总流出突破 10 亿。二次元代表《阴阳师》

已成现象级游戏，从侧面反映出二次元市场影响力正快速提升。

图 13:《阴阳师》游戏

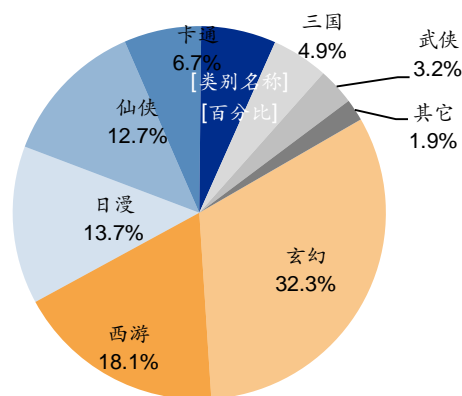


资料来源：百度图片

动漫是二次元的主要表现形式之一。动漫在日本及欧美市场属于较为成熟的品种，也是 IP 最好的载体之一。成熟的动漫产业链可以衍生出电影、游戏、玩具等形式，而全产业链的格局可以使得动漫 IP 资源的价值最大化。与影视剧、文学等大众娱乐产品不同，动漫产品的受众群体虽然相对较小，但用户一旦成为动漫爱好者则更愿意“深度卷入”成为铁杆粉丝。与网络文学的发展逻辑类似，随着互联网的普及，开始出现原创的动漫创作平台。优秀的动漫作者在平台上进行创作，平台则帮助作者进行下游变现。

根据《2016 年中国游戏产业报告》，在 2016 年月均充值额人民币超过 1000 万元的移动游戏中，玄幻题材游戏市场收入份额较大，占比 32.3%，其次为西游、三国题材。此外，日漫题材产品收入份额稳步提升，占比 13.7%。而“日漫题材”又是二次元的主力军，这也从另一个角度证明了二次元玩家的消费力。

图 14: 2016 年月均充值额人民币超过 1000 万元的移动游戏



资料来源：2016 年中国游戏产业报告，安信证券研究中心

国内原创动漫的用户覆盖的大幅度的增长。伴随着游戏、电影市场日益成熟和资本的驱动下，优质国漫 IP 的价值日益凸显。中国超级 IP-Top100 榜单中，国产漫画《19 天》占据了排行榜第一的位子，有 9 部漫画作品进入中国超级 IP-TOP100 排行榜，其中国漫作品就占 8 部。动漫 IP 虽然在中国的起步较晚，但随着《十冷》、《滚蛋吧！肿瘤君》漫画 IP 的成功运营，

动漫 IP 凭借其良好的性价比受到市场的青睐。

表 8：中国超级 IP-Top100 中的漫画 IP

排名	IP	作者	产地
1	19 天	old 先	中国
2	尸兄	七度鱼	中国
6	一条狗	使徒子	中国
17	十万个冷笑话	寒舞	中国
20	中国惊奇先生	权迎升	中国
32	狐妖小红娘	渡小新	中国
33	快把我哥带走	幽灵	中国
54	未生	尹泰浩	韩国
95	拓星者	大行道漫画	中国

资料来源：《2016 中国 IP 产业报告》

涌现多个平台，百部国漫点击总量达十亿级。目前国内大型漫画平台众多，而且培育出各自的原创内容和针对市场，包括腾讯动漫、有妖气动漫、快看漫画、掌阅漫画、网易漫画、动漫之家等等。其中大部分也已经推出了类似网络文学平台的商业模式：在用户端，建立免费阅读和付费会员的两套体系；在作者端，建立动漫作者培养机制，向他们支付包括稿费、VIP 分成、奖励和后续 IP 开发收益在内的多种分成。

以腾讯动漫为例，其中既有以《从前有座灵山》《斗破苍穹》为代表的玄幻修仙少年漫，也有以《狐妖小红娘》为代表的恋爱妖仙少女漫，更是出现了《校花的贴身高手》这种看到名字就能知道内容的网文改编漫。在腾讯漫画这作品以少年向（12 岁以上 18 岁以下）为主，逐渐出现了人气很高的网文改编漫。数十部漫画点击量达到十亿级别，腾讯动漫不仅仅是拥有原创品牌内容，还积极把这些品牌进行孵化和价值变现，《镇魂街》《那年那兔那些事儿》都是品牌漫画改动画成功的经典案例。

表 9：腾讯动漫部分代表作

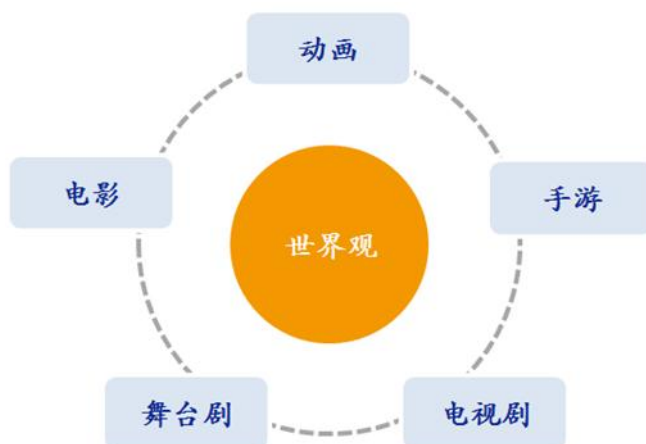
序号	名称	孵化类型	类型	总点击量
1	斗破苍穹	签约、独家	热血/魔幻/动作	61.5 亿
2	罗刹大人请留步	签约、独家	玄幻/搞笑/后宫	27.5 亿
3	一人之下	签约、独家	玄幻/格斗/搞笑	43.1 亿
4	妖怪名单	签约、独家	玄幻/后宫/恋爱/搞笑	96 亿
5	妖精种植手册	签约、独家	玄幻/穿越/吐槽	36.9 亿
6	同居男闺蜜	签约、独家	纯爱/搞笑	18 亿
7	从前有座灵剑山	签约、独家	玄幻/搞笑/后宫	36.3 亿
8	狐妖小红娘	签约、独家	玄幻/恋爱/搞笑	59.6 亿
9	王牌御史	签约、独家	玄幻/搞笑	61 亿
10	通灵妃	签约、独家	恋爱/搞笑/唯美	32.3 亿
11	人皮衣裳	签约、独家	恐怖/悬疑/复仇	27.2 亿
12	尸兄	签约、独家	恐怖/搞笑/冒险	102.3 亿
13	血族强袭	签约、独家	校园/魔幻/搞笑	5.7 亿
14	巫夜佣兵	签约、独家	玄幻/热血/冒险	5.9 亿
15	中国惊奇先生	签约、独家	恐怖/惊悚/搞笑	71.7 亿
16	银之守墓人	签约、独家	玄幻/冒险/竞技	40.5 亿
17	王牌校草		校园/恋爱/生活	18.2 亿
18	我为苍生	签约、独家	恐怖/惊悚/僵尸	13.2 亿
19	通职者	签约、独家	都市/惊悚/搞笑	30.2 亿
20	超游世界	签约、独家	玄幻/热血/恋爱	11.2 亿

资料来源：腾讯动漫（数据截止到 2 月 14 日，红字为收费作品）

2.2.3. 世界观是大 IP 必要条件，也是变现基石

完整的世界观，是打造一个真正伟大的 IP 所不可或缺的基底，同时也是 IP 在对外传播过程当中，吸引新入粉丝人群的核心。The Numbers 网站曾列出了多达 20 类被改编为电影的作品来源，改编自著名系列小说或者漫画作品的电影最为亮眼，如《哈利波特》《指环王》和“漫威宇宙”等影片，该类 IP 具备系列化特点和深厚的开发潜质，且 IP 的忠实粉丝很容易转化为系列电影的观众，其较高的知名度也为影片做了很好地前期宣传。分析漫威世界观，明显的特质包括超级英雄、拯救世界等等母题。构筑一个完整、合理，并让人印象深刻的世界观，是一道无法跳过的必然工序，具有更具普适性的大众情感认同价值，最终穿透不同的产品。中国具有深厚积淀的神话、玄幻、武侠三类题材中，很多具备发展成超级 IP 的潜力。诸如武侠系列小说，群众基础广，可类比漫威系列的世界观：强者情结、平凡人的成长、锄强扶弱等等，可拓展性也强。

图 15: IP 需要完整的世界观



资料来源: 安信证券研究中心

《画江湖之不良人》强大的 IP 穿透能力得益于其构建的完整世界观。以唐朝末年为时代背景，以王朝更替为政治环境，以各派人物的命运交织为主线，具有丰富的人物形象、故事情节，构建了一个完整且有丰富内涵的世界观。不同版权形式的改编也秉持高度还原原著作品的原则，以呈现的世界观为基础，完美地将现实世界与虚拟世界相结合，大大增加了用户粘性，使其穿透图层，成就超级 IP。

图 16: 《画江湖之不良人》动画



资料来源: 百度图片, 安信证券研究中心

图 17:《画江湖之不良人》真人版网剧



资料来源: 豆瓣

图 18:《不良人2》手游



资料来源:《不良人2》, 安信证券研究中心

图 19:《画江湖之不良人》超级舞台剧



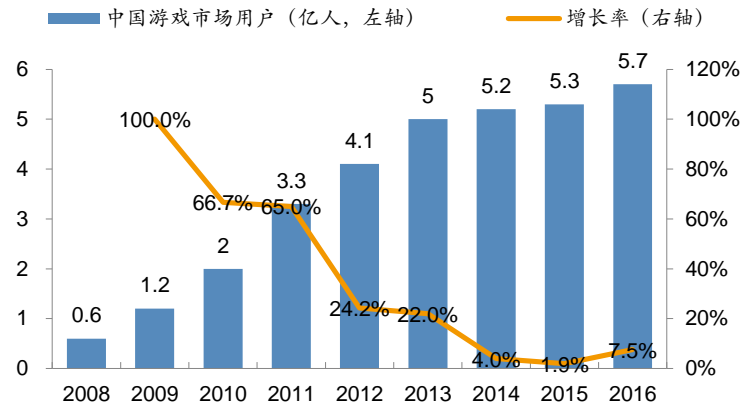
资料来源:《画江湖之不良人》, 安信证券研究中心

2.3. 中下游：游戏关注精品化手游和海外市场

2.3.1. 手游玩家超过端游玩家，头部效应显著

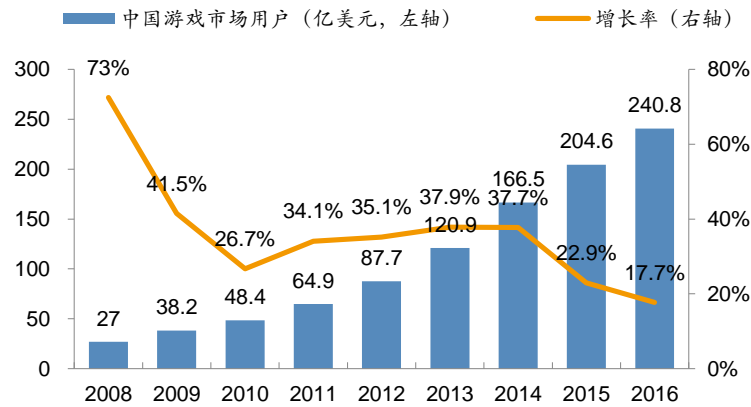
游戏市场继续扩大，手游占比增加。中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会（GPC）在中国游戏产业 2016 年度报告中，详细描述了 2016 年中国游戏市场的整体状况。2016 年中国游戏市场用户数目达到 5.7 亿，同比增长 7.5%。中国游戏市场总收入达到 240.8 亿美元（1655.7 亿元人民币），较 2015 年同比增长 17.7%。

图 20：2008-2016 年中国游戏用户数目



资料来源：GPC2016

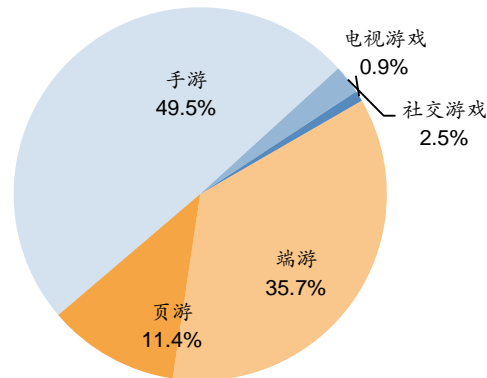
图 21：2008-2016 中国游戏市场收入示意图



资料来源：GPC2016

中国移动游戏市场的表现令人印象深刻。2016 年手机游戏市场用户达到 5.33 亿，与 2015 年相比增长 15.9%。手游收入以最快的增长率占据整个市场份额的 49.5%。目前，中国移动游戏市场在 2016 年创造 11.9 亿美元，同比增长 59.2%，同时，市场上出现了越来越多的高质量手游，竞争较为激烈。

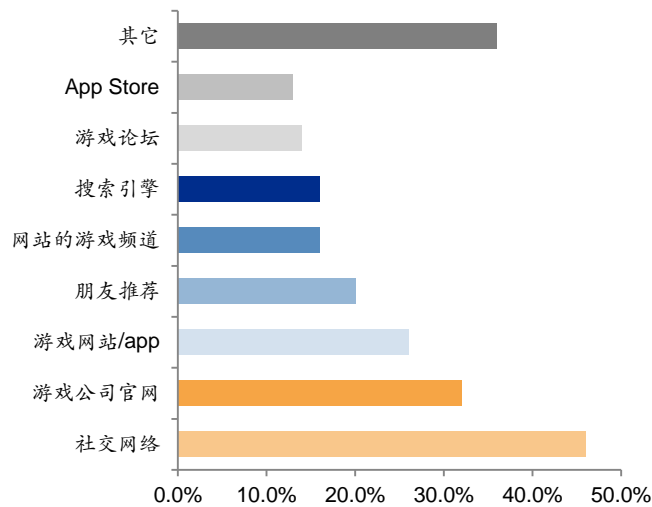
图 22：中国游戏市场收入分布



资料来源：GPC2016

社交媒体是游戏强渠道。2016 年，微信和 QQ 等社交渠道成为中国游戏用户了解最新游戏信息的最常见渠道，次要渠道包括游戏官方网站及媒体等，此外，来自游戏直播 UP 主的推荐也大大影响游戏用户的选择。社交媒体成为潜在用户选择游戏时最有影响力的渠道。

图 23：用户在中国获得最新游戏信息的渠道



资料来源：GPC2016

优质端游手游化，表现依旧突出。2016 年国内收入最高的 10 款手游中，有 7 款是由端游改编而成。成熟端游 IP 受到玩家高度认可，群众基础深，改编难度较小且具备较强的 IP 价值。

表 10: 2016 年移动游戏 Top10 收入

排名	游戏名称	2016 年流水总额	运营厂商	开发厂商	是否端游改编
1	《梦幻西游》	90 亿左右	网易	网易	是
2	《王者荣耀》	65 亿左右	腾讯	腾讯	-
3	《大话西游》	45 亿左右	网易	网易	是
4	《火影忍者》	30 亿左右	腾讯	腾讯	-
5	《问道》	30 亿左右	雷霆网络	吉比特	是
6	《倩女幽魂》	25 亿左右	网易	网易	是
7	《剑侠情缘》	25 亿左右	腾讯	西山居	是
8	《阴阳师》	20 亿左右	网易	网易	-
9	《穿越火线》	20 亿左右	腾讯	腾讯	是
10	《征途》	20 亿左右	腾讯	巨人	是

资料来源:《2016 年移动游戏产业报告》

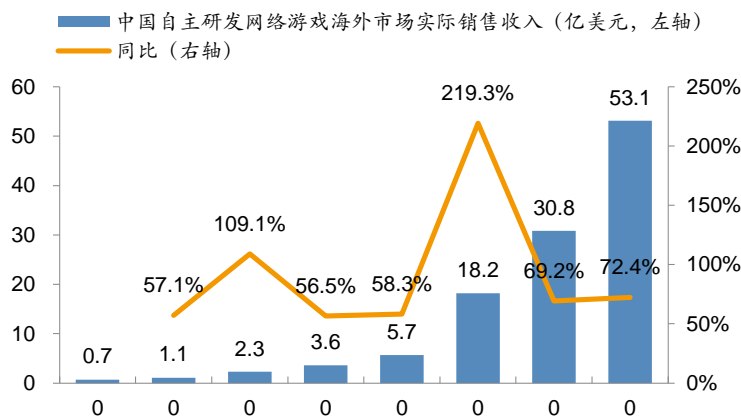
2.3.2. 游戏精品化成为行业趋势

2016 年中国移动游戏市场出现《阴阳师》等高质量手游爆款, 移动游戏进入存量竞争市场, 必然要求游戏开发商由开发低成本、低开发难度、快速推广的游戏产品转而开发高成本、高开发难度、高质量的中重度游戏。预计 2017 年的移动游戏市场上将会出现更多的高水准产品。游戏公司也将进一步抛弃以往“追热点, 赚快钱”的思路, 更多地投入到游戏本身的研究质量上。同时随着未来技术的发展, 移动游戏也将具备更加精致的画面和更丰富的元素。

2.3.3. 海外市场前景广阔

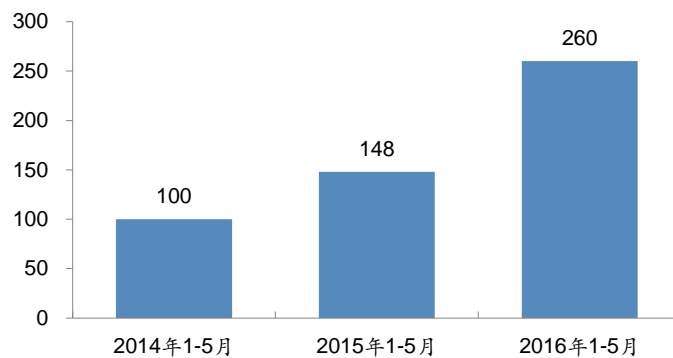
据游戏工委《2016 年中国游戏产业报告》显示, 2016 年中国自研网络游戏海外市场实际销售收入为 72.3 亿美元, 同比增长 36.2%。

图 24: 中国自研网络游戏海外市场实际销售收入



资料来源:《2016 年中国游戏产业报告》

据 AppAnnie 相关数据显示, 从 2014 年 1-5 月到 2016 年 1-5 月间, 中国发行商的海外游戏收入 (iOS 应用商店和 GooglePlay 综合收入增幅高达近 150%(大中华区除外)。BaijingApps 数据显示, 在美国、俄罗斯、印度、印尼四国 2016 年的手游市场 TOP100 产品中, 中国游戏分别占据了 6、8、11、12 款, 从中可以看出中国游戏在全球玩家群体中受欢迎的程度。

图 25：中国发行商在表现最出色 25 个国家/地区的海外游戏收入


资料来源：AppAnnie，安信证券研究中心

3. 公司亮点：优质 IP 资源+商业化能力，具备全版权运营优势

3.1. 丰富 IP 储备奠定发展基石

3.1.1. 幻文科技自主培育 IP

2015 年 6 月，公司以 5.4 亿元收购幻文科技 100% 股权。幻文科技成立于 2011 年，是中国领先的 IP（知识产权）运营公司，拥有大量优质文学 IP，过去业务模式主要为版权代理，目前正在向高附加值的 IP 运营服务转型，将单一的文学版权运营拓展至游戏、影视、动漫的合作开发运营，主要形式是提供授权服务，收取版权金并参与收入分成。在 IP 资源方面，幻文科技有超过 1000 部作品储备，其中较为出名的有《天火大道》（唐家三少 2015 年新作）、《太古仙域》（辰东大作），以及和《诛仙》齐名的网络三大奇书中的另外两部《小兵传奇》和《飘渺之旅》。

表 11：幻文科技核心 IP 资源介绍

版权名称	作者	时间	类型	IP 介绍	备注
《天火大道》	唐家三少	2014	都市	2014 年连载于起点中文网，知名网络小说	起点总点击量 275 万
《大圣传》	说梦者	2012	仙侠	网络文学大神说梦者的最新作品	起点总点击量 776 万
《万古至尊》	太一生水	2014	玄幻	网络文学大神太一生水的最新作品	起点总点击量 43 万
《三星王国》	蔡志忠	2014	动漫	漫画大师蔡志忠先生的最新漫画作品	-
《太古仙域》	辰东	2014	玄幻	人气畅销玄幻小说	-
《小兵传奇》	玄雨	2003	科幻	著名畅销小说：网络三大奇书之一的《小兵传奇》	起点总点击量 2554 万
《飘渺之旅》	萧潜	2004	玄幻	著名畅销小说：网络三大奇书之一的《飘渺之旅》	-
《绝世战祖》	陨落星辰	2014	玄幻	人气作家陨落星辰玄幻新作。	-
《无上神王》	草根	2014	玄幻	2014 年度畅销玄幻小说	-
《异人傲世录》	明寐	2005	玄幻	经典畅销玄幻小说	-
《四大名捕之大对决》	温瑞安	2012	武侠	新武侠四大宗师温瑞安代表作之一	-
《神州奇侠》	温瑞安	1995	武侠	新武侠四大宗师温瑞安代表作之一	-
《宿命》	耳根	-	玄幻	人气畅销玄幻	-
《无为传说》	杨奇	2005	玄幻	经典畅销玄幻小说	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

与创世中文网合作。目前在 IP 行业中，位居第一梯队的阅文集团可谓在平台、内容、品牌运营、收入全面领先，2016 年产出《如果蜗牛有爱情》、《鬼吹灯之精古绝城》等影视剧；

斗破苍穹》、《择天记》等动漫，点击量较高，讨论度较热。创世中文网是阅文集团旗下的原创文学网站之一，在用户覆盖率、网络人气小说 TOP50 覆盖率等指标上处于行业第一梯队的位置。杭州幻文能在创世中文网优先获得 IP 资源，近一步确保了未来获得 IP 资源的可持续性和稳定性。

优秀的 IP 运营能力。杭州幻文曾与众多游戏、影视公司，帮助 IP 资源实现版权商业化，成为凯撒文化子公司之后，通过盟页游戏公司的协同可以拓宽其商业化能力：1) 游戏方面拟出品或已经出品包括玄雨的《小兵传奇》、《天眼传奇》、辰东的《太古仙域》、萧潜的《飘逸之旅》，温瑞安《四大名捕大对决》《神州奇侠》，陨落星辰的《绝世战祖》，草根的《无上神王》、明寐的《异人傲世录》等多个畅销手游；2) 影视方面联合出品包括《女总裁的贴身高手》、《女生寝室》、《帝凰之神医弃妃》、《说英雄谁是英雄》系列影视作品，《女总裁的贴身高手》网络播放量已经超过 2.9 亿次；3) 动漫则通过旗下子公司济南悦之翼与中移动的动漫业务进行合作，目前济南悦之翼已与山东出版社签订代理运营协议，在中国移动动漫基地运作包括蔡志忠授权漫画在内的多部漫画作品（资料来源：公司公告），国学漫画《水浒传》、《聊斋》、《四书》等 20 种数字版权，原创《小绿人》数字版权正在系列开发中。

表 12：幻文科技的 IP 改编游戏产品（部分）

	进度	游戏类型	说明
太古仙域	2014 年 3 月上线	卡牌类	截至 2014 年 12 月底累计充值金额超过 3200 万元
飘逸之旅	2015 年 6 月上线	MMORPG/3D	萧潜全程监制；2016 年 4 月开启封测，次日留存超过 36%，三日留存超 22.3%，综合付费率 2.36%，ARPPU 值达 138.99 元
小兵传奇	2015 年 9 月上线	RPG	玄雨授权并监制；被评为 2015 年最受期待的同名科幻手游
少年四大名捕	2015 年 12 月不删档测试	MMORPG	独创“三侠一体”战斗模式，武侠手游里程碑；联合运营商椰子游戏股东贾乃亮、李小璐、李晟代言
天火大道	2016 年 1 月开启预约	卡牌类	唐家三少正版授权并担任监制
神州奇侠	未上线	-	幻文科技将联合优质影视公司，陆续推出《神州奇侠》网络剧、电视剧及电影等一系列影视作品，与即将推出的《神州奇侠》手游、页游系列作品相互呼应

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.2. 与腾讯合作切入二次元领域

2016 年 3 月，公司与腾讯动漫合作，以 1 亿元获得腾讯动漫《从前有座灵山》、《银之守墓人》、《我的双修道侣》、《山河社稷图》等 10 个 IP 的移动游戏、网页游戏、电视剧（含网络剧）改编开发、发行和运营权，有效期为两年。《从前有座灵剑山》最初是国王陛下 2013 年在创世中文网开始创作的仙侠类小说，2014 年 9 月 16 日起由台湾铭显文化事业有限公司发行出版；2014 年 8 月在腾讯视频漫画化，在腾讯动漫上的点击量已破 36 亿，稳居第一梯队；2016 年初被改编成 Studio DEEN 制作的日本电视动画，第 1 季播放量已破亿；2017 年 1 季度播出第 2 季动画，凯撒研发同名手游会同步于 2017 年上半年上线，同时在展开其他方面的运作。

图 26:《从前有座灵剑山》动画



资料来源: 百度图片

《银之守墓人》漫画由两点十分动漫（零盟团队）创作，类型为玄幻/竞技/冒险。目前腾讯动漫上的点击量已破 40 亿，曾于 2015 年取得“国漫榜第四”，“综合榜第七”，“年度十大人气漫画”等优异成绩。2017 年由绘梦社（日本）公司制作成同名日本动画，将于 2017 年播出。《我的双修道侣》是 Doris 连载于腾讯动漫平台的签约网络漫画，位于腾讯动漫月票榜第一梯队。

图 27:《银之守墓人》动画



资料来源: 百度图片

图 28:《我的双修道侣》漫画



资料来源: 百度图片

表 13: 与腾讯动漫合作 IP

名称	作者	类型	简介
《从前有座灵剑山》	国王陛下	仙侠	在腾讯动漫上的点击量已破 36 亿, 稳居第一梯队。2016 年初被改编成 Studio DEEN 制作的日本电视动画, 第 1 季播放量已破亿。2017 年 1 季度播出第 2 季动画, 凯撒研发同名手游会同步于 2017 年上半年上线, 同时在展开其他方面的运作。
《银之守墓人》	零盟	盗墓	漫画点击量已破 40 亿, 持续连载中, 曾于 2015 年取得“国漫榜第四”, “综合榜第七”, “年度十大人气漫画”等优异成绩。2017 年由绘梦社(日本)公司制作成同名日本动画, 将于 2017 年播出。
《我的双修道侣》	Doris	奇幻	Doris 连载于腾讯动漫平台的签约网络漫画, 曾长期位于腾讯动漫月票榜第一梯队。
《山河社稷图》	月藏	玄幻	中国台湾漫画家月藏的长篇玄幻冒险幽默作品, 于 2012 年 4 月 28 日起开始在腾讯动漫上连载至今, 另亦于 2015 年 6 月 1 日起在月刊杂志《漫画会》连载至今。曾获得 2013 年 Next idea 腾讯互动娱乐原创动漫大奖 (9.2 分高分)、2013 年第九届中国国际动漫节“金猴奖”最具潜力原创漫画奖等多项奖项。

资料来源: 腾讯动漫, 安信证券研究中心

3.1.3. 武汉泛娱保证 IP 增量

携手阅文集团, 与作家成立合资公司。国金凯撒基金携手阅文集团旗下的天津玄霆信息科技有限公司, 与顶级网络作家方想、柳下挥、萧潜、烟雨江卓、萧鼎等人成立了合资公司武汉泛娱。这些作家均拥有经典作品和超高人气, 擅长玄幻、修真、都市等适合影游改编的题材, 并一直保持高产写作。方想尚未完成的作品《五行天》以 4 万字的开头拿到了 800 万元的版权费。在 IP 概念在文化产业大热之前, 柳下挥就曾经以 650 万的版税收入位列 2012 年第七届网络作家富豪榜中位列富豪榜第九名, 擅长都市题材写作。萧潜、烟雨江卓、萧鼎等人也均是“网文之王”网络文学大神称号的顶级网络作家。引入高产、优产的作家成为公司股东, 将使凯撒与这些顶级网文作家建立良好的互信关系, 同时未来在资本上为作家创造发展空间, 既保证了作家的权益, 也为自身未来的 IP 增量提供了保障。

表 14: 武汉泛娱主要作家股东介绍

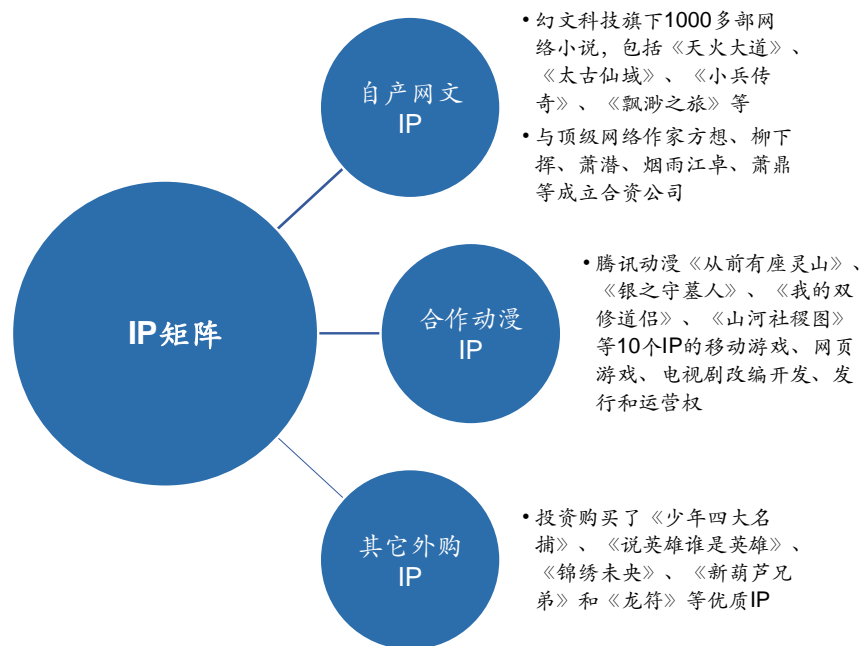
作者	代表作	简介
陈艾阳 (方想)	《星风》、《卡徒》、《师士传说》、《修真世界》、《不败战神》	中国网络作家富豪榜 2012-2014 分别排名第 17、第 11、/2015 “网文之王” 十二主神
黄卫 (柳下挥)	《火爆天王》、《天才医生》、《近身保镖》、《终极教师》	2015 “网文之王” 十二主神, /中国网络作家富豪榜 2012-2014 别排在第 9、第 9、第 19 位
刘晓强 (萧潜)	《飘渺之旅》、《超级金华》、《歧天路》、《秒杀》、《霸天雷神》	2015 “网文之王” 网络文学大神
邱晓华 (烟雨江南)	《亵渎》、《尘缘》、《狩魔手记》、《罪恶之城》、《永夜君王》	中国作家协会会员, /2015 “网文之王” 网络文学大神
张戢 (萧鼎)	《诛仙》、《诛仙前传》、《轮回》、《诛仙事》、《戮仙》	2015 “网文之王” 网络文学大神

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

3.1.4. 其他外购 IP

公司也积极布局其它影游文方面的优质 IP, 如游戏经典 IP 《传奇》、《仙剑奇侠传》, 影视 IP 《锦绣未央》等。在 IP 产业链上游的源头区, 公司构建了精品 IP 的立体化矩阵: 内有幻文科技、武汉泛娱具备自我“造血”的能力, 为凯撒文化提供源源不断且适合改编的文学 IP 来源, 外有战略合作方腾讯动漫的动漫 IP 支援以及超强的推广渠道, 可以更好地协同开发 IP 资源, 此外公司也积极布局其它影游文方面的优质 IP, 共同构筑起一个立体化多层次的 IP 矩阵。

图 29: 多层次 IP 矩阵



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2. 游戏研发能力强, 具备强渠道

3.2.1. 子公司酷牛互动及其产品介绍

酷牛互动成立于 2011 年, 主要从事移动游戏的研发及运营, 其研发团队具有多年开发、运营移动游戏的经验积累。在被并购前, 酷牛互动就已经实行与网络知名作家进行合作的模式, 开发了数款精品小说 IP 改编手游, 包括《唐门世界》、《兄弟萌》、《绝世天府》、《太古仙域》等等, 运营表现优异, 具备丰富的游戏改编经验。并购完成后, 酷牛互动研发和运营能力进一步增强, 截至 2015 年 12 月 31 日已上线运营 20 多款游戏, 有多款游戏处于研发阶段。

表 15: 酷牛互动 2015 年主要游戏产品

产品名称	2015 年度营业收入 (万元)	营业收入占比
《传奇世界》	1037.74	9.67%
《唐门世界》	995.53	9.27%
《太古仙域》	841.05	7.83%
《古惑仔》	750.86	6.99%
《女皇与宰相》	660.38	6.15%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

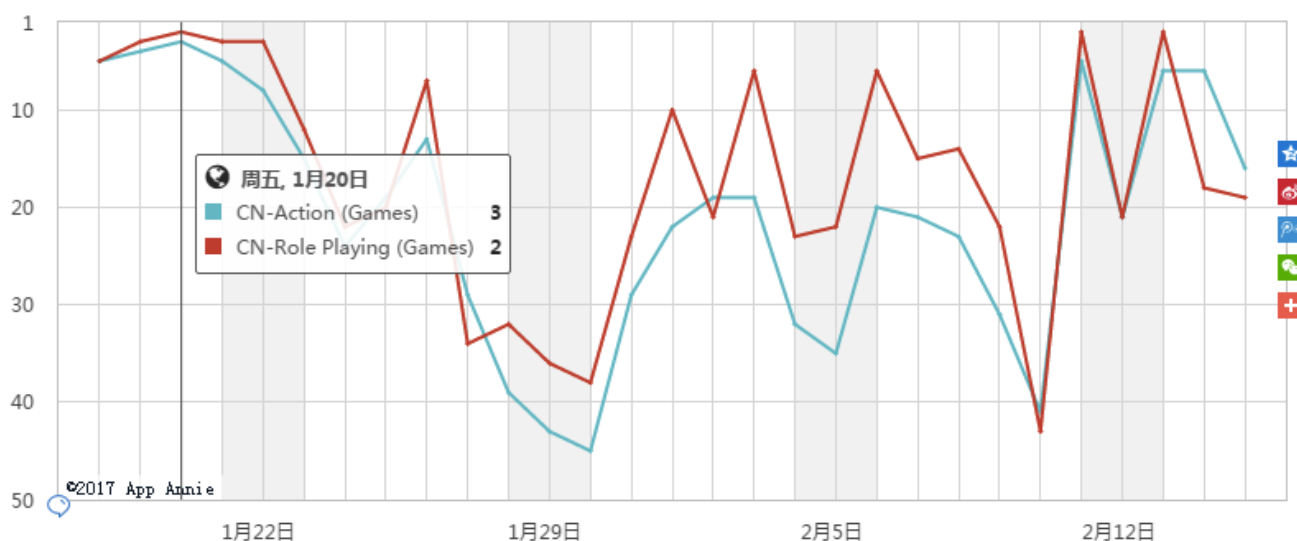
2017 年主推: 重度手游《传奇世界》。传奇系列端游是盛大公司代理的经典网络游戏, 在中国影响力深远, 可谓是二十一世纪初网络游戏的标杆, 其主要有三款作品:《热血传奇》、《传奇 3》和《传奇世界》。《热血传奇》和《传奇 3》是韩国娱美德公司开发, 目前和盛大尚存在版权纠纷, 而《传奇世界》端游是盛大自研的一款传奇系列作品, 其不存在版权纠纷问题, 且游戏运营表现优秀, 用户数量在盛大的传奇系作品中名列前茅。由酷牛参与研发《传奇世界》目前已经在腾讯平台上线, 从以往端游大 IP 改编成手游后的优异表现来看, 预计《传奇世界》有望达到《热血传奇》相当的数据表现。

图 30: 《传奇世界》手游



资料来源: 百度图片

图 31: 《传奇世界》手游上线后 iOS 畅销榜排名



资料来源: AppAnnie

3.2.2. 子公司天上友嘉及其产品介绍

天上友嘉成立于 2008 年 7 月，设立之初从事网页游戏的研发和运营，现主营业务为移动网络游戏的研发和运营。2008 年至 2013 年期间，天上友嘉成功开发了《植物大战僵尸 OL》、《百将录》、《龙之塔 OL》等多款网页游戏，其中《植物大战僵尸 OL》于 2010 年 6 月 23 日上线以来一直是市场上明星产品，2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月持续为天上友嘉带来了 876.29 万元、430.68 万元和 99.20 万元收入。2014 年 4 月，天上友嘉推出了第一款自创 IP 类的移动网络游戏《星座女神》，截至 2015 年 9 月 30 日累计注册玩家数量超过 285 万人，累计充值金额超过 4,400 万元。在众多知名 IP 改编的移动网络游戏的竞争下，这款自创 IP 类的移动网络游戏的市场表现已属优异。2015 年，天上友嘉又陆续推出了两款移动网络游戏大作《新仙剑奇侠传 3D》和《净化》，其中《新仙剑奇侠传 3D》从 4 月正式上线依赖，截至 2015 年 9 月 30 日，累计注册用户已超过 966 万人，游戏充值流水超过了 2 亿元。

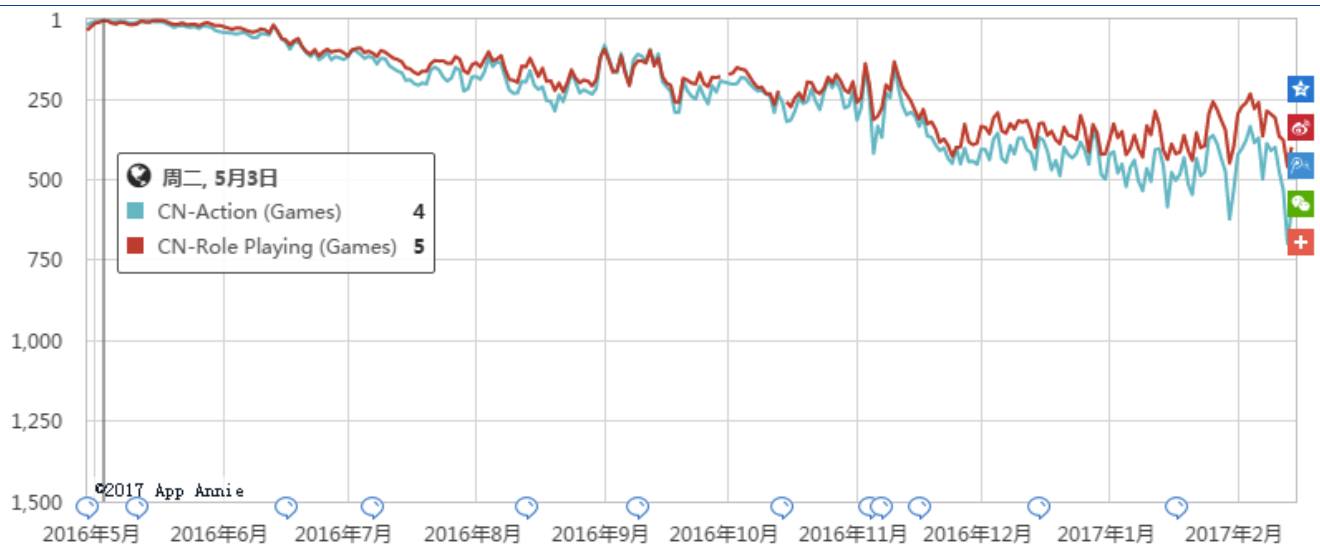
表 16: 天上友嘉主要游戏运营情况 (截止至 2015 年 9 月)

游戏名称	上线时间	游戏总玩家数 (人)	月均活跃人次	月均付费玩家人次	付费玩家月均 ARPU 值
新仙剑奇侠传 3D	2015 年 4 月	9660295	1613638	129647	269.48
净化	2015 年 1 月	4524549	2530655	74115	159.5
星座女神	2014 年 4 月	2852269	819785	16755	156.2

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

天上友嘉代表作《圣斗士星矢: 重生》: 2016 年 4 月底上线以来长期处于 iOS 畅销榜十名左右, 排名稳定, 根据过往 iOS 榜排名靠前游戏的表现, 月流水预计超过 1 亿。对比公司之前产品《新仙剑奇侠传 3D》半年 2 亿流水的表现, 该款游戏的流水或是《新仙剑奇侠传 3D》的 3 倍左右。

图 32: 《圣斗士星矢: 重生》手游上线后 iOS 下载榜排名



资料来源: AppAnnie

2017 年主推: 重度策略类《三国志 11》。《三国志 11》手游来源于经典端游 IP《三国志》，原作为日本光荣公司研发销售的一款策略类单机游戏，于 2006 年 3 月 17 日在日本发行，该游戏为三国志系列的第 11 作。天上友嘉之前研发的产品在市场上取得了不错的成绩，并且在 IP 还原与细节把控方面经验丰富，而《三国志 11》手游的研发团队核心成员均来自 Gameloft、Ubisoft、EA 等知名研发商，预计《三国志 11》的成品也将有不错的表现。

图 33: 三国志系列游戏

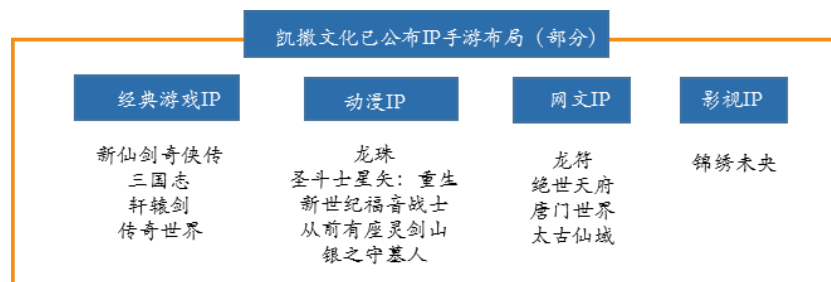


资料来源: 凯撒

3.2.3. 游戏改编能力突出

公司具备 S 级产品研发能力，产品基本具备千万级流水，部分产品具备过亿流水。凯撒股份旗下拥有的三家全资子公司可以形成协同效应，其中杭州幻文为 IP 运营公司，拥有大量的 IP 储备；酷牛互动和天上友嘉具有 IP 手游商业化能力，且各自擅长不同的 IP 手游类型（酷牛互动卡牌与 MMORPG、天上友嘉 3D 卡牌 RPG）改编。

图 34: 公司部分已公布 IP 手游



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 17: 公司已上线的 IP 手游及其成绩

名称	上线时间	游戏类型	公司参与阶段	历史最佳排名
新仙剑奇侠传	2015 年 4 月	RPG	研发	App Store 畅销榜策略类游戏第 8
传奇世界	2017 年 1 月	MMORPG	研发、发行	App Store 下载榜角色扮演类游戏第 2, 动作类游戏第 3
圣斗士星矢: 重生	2016 年 4 月	RPG	研发	App Store 下载榜动作类游戏第 4, 畅销榜角色扮演类第 3
唐门世界	2013 年 9 月	RPG	研发	App Store 下载榜卡牌类、策略类游戏第 2, 畅销榜卡牌类游戏第 1
太古仙域	2014 年 5 月	SLG	研发	App Store 下载榜策略类游戏第 5, 畅销榜卡牌类游戏第 7

资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

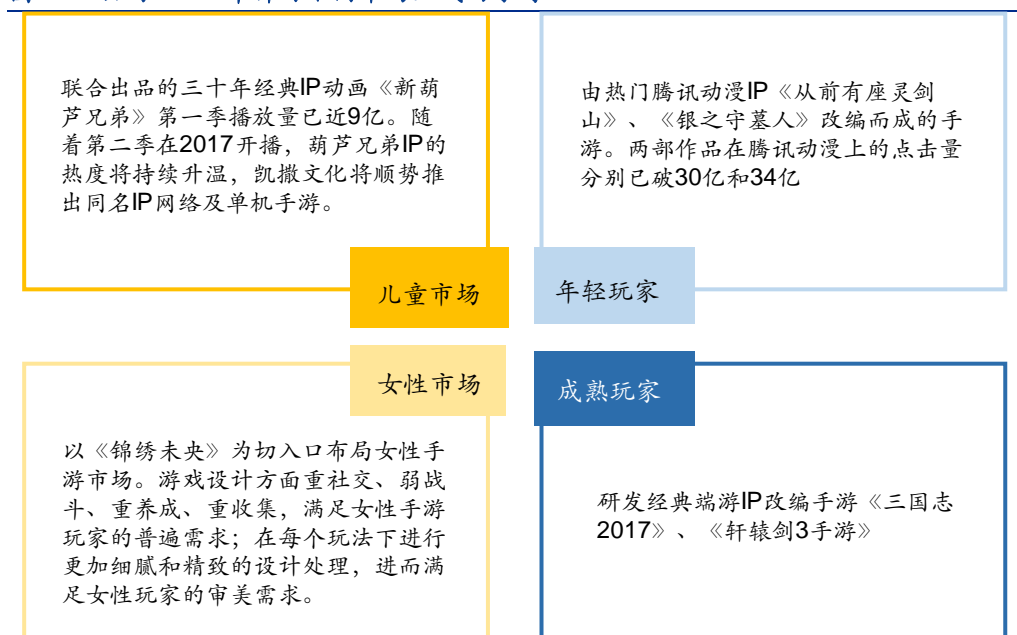
公司具备多种类游戏产品运营能力。从游戏类型上看，凯撒文化的手游产品将全面覆盖轻度、中度和重度，玩法涉及 RPG、卡牌、射击、跑酷等。2017 年，凯撒文化计划推出多款 IP 手游，瞄准多个细分市场。凯撒文化总部游戏事业部、子公司天上友嘉和酷牛互动以及多个参股的游戏公司将进一步发挥协同作用：

- **儿童市场：**联合出品的三十年经典 IP 动画《新葫芦兄弟》第一季播放量已近 9 亿。随

着 2017 年第二季开播，葫芦兄弟 IP 的热度将持续升温，公司将顺势推出同名 IP 网络及单机手游。

- **年轻玩家**：推出由热门腾讯动漫 IP《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》改编而成的手游。两部作品在腾讯动漫上的点击量分别已破 30 亿和 34 亿。
- **成熟玩家**：研发经典端游 IP 改编手游《三国志 2017》、《轩辕剑 3 手游》。
- **女性市场**：热门电视剧《锦绣未央》播放量破 200 亿、微博主话题阅读超 38 亿、百度指数峰值达 183 万，积攒的人气与流量毋庸置疑。目前，专门针对女性群体开发的手游产品不多，凯撒文化以《锦绣未央》为切入点布局女性手游市场。游戏设计方面重社交、弱战斗、重养成、重收集，满足女性手游玩家的普遍需求。

图 35：公司 2017 年针对不同市场上线的手游



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2.4. 与腾讯合作具备强渠道

公司开展与腾讯动漫的深度合作，可谓是公司总体战略的重要组成部分。一方面绑定了腾讯动漫的顶级 IP，丰富了上游孵化层的资源种类，另一方面可以借助腾讯的强渠道进行游戏、影视等其它泛娱乐产品的推广。腾讯互娱事业群涵盖腾讯游戏、阅文集团、腾讯动漫、腾讯影业、腾讯电竞等多个互动娱乐业务平台，其中腾讯游戏拥有国内第一大手游发行平台，其宣传推广资源对作品的流水提升效用巨大；阅文集团由腾讯文学和盛大文学合并，旗下有丰富的 IP 资源（网络原创阅读品牌有起点中文网、创世中文网、云起书院、起点女生网、红袖添香、潇湘书院、小说阅读网、言情小说吧等），腾讯动漫中国最大的互联网动漫平台，超过 40 部作品点击率过亿。

3.3. 整合中下游资源，深耕产业链

3.3.1. 快速切入影视领域

2016 年已经联合出品《新葫芦兄弟》《少年锦衣卫》两部动画影片。《新葫芦兄弟第 1 季》由上海美术电影制片厂、上海合源文化传媒有限公司、凯撒文化联合出品，于 2016 年 7 月上映。首播当日，《新葫芦兄弟》在金鹰卡通卫星频道的收视率高达 1.76%，领先于同时段其他节目，在爱奇艺上线一个月，播放量也超过了 4.9 亿次。《新葫芦兄弟》的目标观众为 7~11 岁的小年龄段儿童。截至 2016 年 7 月 26 日，《新葫芦兄弟》网上独播平台爱奇艺的数据显示，这部动画片赢得了 28.2 万个“点赞”，同时表示不满意的“点踩”为 6.4 万个，

点赞数大幅度领先点踩数。但动画上映后引起较大争议。由于原作是中国八十年代最著名的动画片之一，最开始由剪纸制作，情节曲折，风格独特，在央视一经播出就引起了全国的轰动，成为一代经典。曾经看过这部动画片的 80、90 后表示看到《新葫芦兄弟》的改编难以接受。而百度贴吧等社区中已经出现了捍卫新版的群体，部分 00 后表示《喜羊羊与灰太狼》也让成年人无法接受，但是颇受儿童欢迎。

图 36:《新葫芦兄弟》动画



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

联合出品《少年锦衣卫》。由柏言映画、优酷、凯撒文化联合出品的 52 集 3D 武侠动画系列剧，于 2017 年 2 月 9 日上映第一集，每周四更新，截至 2 月 21 日更新 2 集，播放量接近 300 万次。《少年锦衣卫》自发布预告起，因为 CG 技术的成熟运用以及高颜值的画风，得到很多国漫粉的关注。该片汇集了业内顶级的 3D 动画制作团队，总导演陈柏言被誉为“国内唯美插画第一人”，配音导演姜广涛有国配界的专业“男神音”之称，并在《琅琊榜》、《伪装者》、《大鱼海棠》等热门影视作品中担任配音导演。从先行版预告片 and 已经更新的两集来看，画风较好地还原了中国古代宫廷场景以及武侠世界的写意，人物造型和服装设计都比较仔细，面部表情刻画的流畅度与完成度也较为出色。

图 37:《少年锦衣卫》动画



资料来源：百度图片

除了《新葫芦兄弟》和《少年锦衣卫》，凯撒文化正在推进的影视项目还有：与腾讯动漫合作的动画《超游世界》、《妖精种植手册》已经完成授权，并且已经开拍；2017 年《说英雄谁是英雄》电视剧会开机；子公司幻文科技此前已经授权十几个 IP，包括《天火大道》等 2017 年会上线。（资料来源：公司公告）

3.3.2. 影游联动/漫游联动的游戏产品

在协调各子公司 IP 运营及 IP 商业化的同时，凯撒股份母公司自 2015 年下半年开始，陆续在游戏、影视、动漫等单项 IP 和全版权 IP 上开始投资布局和对外合作。IP 布局方面，公司也投资购买了《少年四大名捕》、《说英雄谁是英雄》、《新葫芦兄弟》和《龙符》等优质 IP，2017 年都会推出相应的影游联动/漫游联动的产品。

表 18: 2017 年拟上线 IP 及其开发进度

IP 名称	简介	IP 热度	商业化进度
锦绣未央	秦简所著小说	同名电视剧为 2016 年收视率第 6，网播量超过 190 亿位列第二，是现象级电视剧	进入调整阶段，正在进一步丰富故事情节、提高具体水平
少年四大名捕	温瑞安著武侠小说	被改编成数十部电影和电视剧，经久不衰	3D 动画 2017 年 2 月 9 日播出。电影也将在 2017 年启动
说英雄谁是英雄	温瑞安所著武侠小说，同名漫画	武侠经典，被誉为拥有“黑帮小说的窒息、侠义小说的情仇、谍战小说的诡诈”	2017 年电视剧将开机
玄界之门	忘语所著小说	多次获奖，2017 年 1 月获得获得“2016 福布斯·中国原创文学风云榜”男生作品第一名	公司获得了《玄界之门》IP 版权(包括影视、动漫、游戏)，2017 年将落实影视改编计划、动画改编计划、游戏改编计划
龙符	梦入神机所著小说	发表于纵横中文网，连载中，超过 256 万字，总点击近 6000 万次	预计在 2017 年推出手游
新葫芦兄弟	经典动画《葫芦兄弟》的续作	葫芦娃的形象受广大观众尤其是少年儿童们的喜爱，并且是 80 后和 90 后的经典回忆	两款单机已开始测试，2017 年将适合葫芦娃的游戏类型都推出
三国志 11	“前四史”之一	三国超级 IP，大型策略类游戏经典	进入测试阶段，最晚 4 月进入全面测试
龙珠 Z			-
轩辕剑 3			-

从前有座灵剑山	国王陛下所著小说,同名漫画	在腾讯动漫上的点击量已破 36 亿,稳居第一梯队。2016 年初被改编成 Studio DEEN 制作的日本电视动画,第 1 季播放量已破亿。2017 年 1 季度播出第 2 季动画,	公司研发同名手游会同步于 2017 年上半年上线,同时在展开其他方面的运作。
银之守墓人	零盟创作漫画	漫画点击量已破 40 亿,持续连载中,曾于 2015 年取得“国漫榜第四”,“综合榜第七”,“年度十大人气漫画”等优异成绩。2017 年由绘梦社(日本)公司制作成同名日本动画,将于 2017 年播出。	提交腾讯审批

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

大热 IP《锦绣未央》手游改编权,将于 2017 年上半年上线。《锦绣未央》原为秦简 2011 年连载于潇湘书院的小说《庶女有毒》,自开更以来长期占据潇湘书院月票榜、钻石榜和订阅榜的榜首,目前已出版。电视剧《锦绣未央》由华策影视旗下克顿影视制作,由唐嫣等国内知名演员、导演、配音阵容打造。根据《2016 腾讯娱乐白皮书》,其在东方卫视的同名电视剧收视率 1.47%,为 2016 年排名第 6,开播 24 个小时之内网络点播量达 3.6 亿;70 个小时之内突破 10 亿大关;最终达到 196.91 亿的网播放量,仅次于《诛仙青云志》而排名第二,压过《欢乐颂》、《幻城》、《微微一笑很倾城》、《老九门》、《半月传》等其它大 IP。

图 38:《锦绣未央》电视剧



资料来源:百度图片

3.3.3. 全版权运营产品

热门网文《玄界之门》全版权运营。《玄界之门》为忘语 2015 年在起点中文网连载的奇幻修真类小说,目前还在连载中(总字数约 248.74 万字),多次获得起点中文网月票榜榜首。2017 年 1 月在激烈票数拼抢中最终拔得头筹,获得“2016 福布斯·中国原创文学风云榜”男生作品第一名。公司已取得《玄界之门》IP 版权(包括影视、动漫、游戏),2017 年将落实影视改编计划、动画改编计划、游戏改编计划。(资料来源:公司公告)

图 39:《玄界之门》小说



资料来源: 百度图片

《说英雄谁是英雄》全版权运营

《说英雄谁是英雄》是温瑞安武侠小说系列中的一个系列，包括第一部《温柔一刀》，第二部《一怒拔剑》等十部。温瑞安的另一个武侠小说系列《四大名捕》此前已经被改编成电视剧和电影，1984年20集香港电视剧成为一代经典，电影三部曲已经分别在2012年、2013年、2014年上映，票房均过亿。公司在2016年下半年启动温瑞安的《说英雄谁是英雄》IP运营项目，试水IP全产业链运营，从动漫、影视、电影、游戏对这一经典武侠IP进行全方位的开发，第一轮运作将长达四年。2017年，电视剧将开机，同名漫画也刚刚上线腾讯动漫平台。

图 40:《说英雄谁是英雄》小说



资料来源: 百度图片

3.4. 泛娱乐平台已成型，具备较强拓展性

3.4.1. 产业基金有望退出

产业基金一期。2014年3月，公司发起设立深圳国金凯撒创投企业（一期），开始转型泛娱乐。基金规模为2.6亿元，公司出资61.26%，为第一大股东，主要参股投资了广州四九游网络科技有限公司、北京网元圣唐科技有限公司等项目。2017年部分项目有望退出。

表 19：2015 一期产业基金凯撒股份对外投资情况

公司名称	股权比例	主要业务
广州四九游	9.17%	页游、手游运营
北京网元圣唐	7.65%	端游开发运营
北京中达凯信	11.09%	社区棋牌类游戏运营
成都哆可梦	6.12%	手游开发运营
常州卡米文化	6.15%	动漫衍生、运营
成都我趣成	9.17%	手游辅助类平台运营
上海甲游	3.82%	页游、手游开发运营
上海逸趣	9.17%	手游开发
上海野火	6.12%	手游研发、运营

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

其中北京网元圣唐成立于 2009 年，是一家大型 MMORPG、RPG 单机游戏、网页游戏和数字互动娱乐平台开发运营企业，旗下有游戏平台“游戏吧”等，游戏吧 2010 年完成 A 轮融资，金额 1.3 亿人民币，投资方未透露。2013 年完成 B 轮融资，金额数千万美元，投资方 SIG 海纳亚洲。网元圣唐拥有核心 IP 品牌《古剑奇谭》。《古剑奇谭》系列游戏聚拢了百万忠实的粉丝，获得多个游戏奖项。根据游戏 IP 改编的《古剑奇谭》电视剧也创下多重收视记录，CSM50 平均收视率为 1.32%，市场份额为 6.98%，网络播放量近百亿，成为 2014 年度“现象级”剧作。

四九游成立于 2012 年，是一家以手机网游、网页游戏、H5 发行、手游单机等互联网游戏业务为主，采取独代发行、联合运营等模式的综合游戏服务提供商，公开资料已经融资到 B 轮。四九游旗下手游业务已发行上线独代产品超过十款，单款游戏月流水超过千万，与 100 多家平台渠道均有全面合作，2016 年 3 月发布正版授权《葫芦娃》手游，登上 App Store 付费榜第一。手游联运业务近百款产品，与包括《梦幻西游》《大话西游》《黄石战争》《问道》等在内的 S 级产品均达成首发合作，更与数百个流量渠道持续合作，专服游戏流水过千万。

产业基金二期。2015 年 8 月，公司于深圳前海中宝盛基金管理有限公司等三家公司共同设立产业基金二期，基金规模为 3 亿人民币，公司出资 2.34 亿，持有比例为 78%，参股投资了武汉泛娱信息技术有限公司。2016 年 8 月，公司与深圳市前海利昌融资产投资管理有限公司共同设立文化产业基金，基金规模为 1 亿人民币，公司出资 9900 万元，持股比例为 99%。

表 20：产业基金一览

设立时间	基金名称	合作方	规模(亿元)	公司出资(亿元)	占比	合作模式	基金期限	投资领域
2014.3	深圳国金凯撒创业投资企业(一期)		2.60	1.59	61%	公司为 LP, 国金纵横为 GP	-	主要从事互联网文化产业(主要是互联网游戏、广告、文学、视频及影视、动漫及其衍生品等细分领域)股权投资或债权投资及相关顾问业务
2015.8	深圳国金凯撒二期创业投资企业(二期)	深圳前海中宝盛基金管理有限公司等三家公司	3.00	2.34	78%	公司为 LP, 国金纵横为 GP	5 年, 其中投资期为 3 年, 退出期为 2 年, 存续期满前, 合伙人可投票表决是否通过修改合伙协议而延长 2 年存续期限。	文化创意、IP 运营、网络媒体渠道、广告传媒、动漫、影视类、CP、发行等产业股权投资或债权投资
2016.8	深圳凯撒文化创业投资企业(有限合伙)	深圳市前海利昌融资产投资管理有限公司	1.00	0.99	99%	公司为 LP, 前海利昌为 GP	7 年。投资期为 3 年, 退出期为 4 年。经营期限届满后, 合伙人会议可视国内外资本市场情况延长存续期限, 并办理企业变更登记	文化创意、IP 运营、网络媒体渠道、广告传媒、动漫、影视类、CP、发行、虚拟现实(VR/AR)等产业股权投资或债权投资

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4.2. 公司高管经验丰富

纵观泛娱乐产业，有很多布局全产业链战略的上市公司，但由一家公司主导的 IP 全版权运营的成功案例少之甚少，原因在于这对公司的内外协同运营能力是极大的挑战。为适应公司向互联网文化领域转型的发展战略，公司在 2015 年 2 月聘请拥有在互联网游戏领域具备丰富开发经验的吴裔敏先生担任总经理。吴裔敏历任腾讯公司《QQ 堂》项目组产品经理、《穿越火线》负责人、腾讯韩国游戏业务主要负责人，上海盛大游戏系统总经理、工作室总经理，北京金山软件集团副总裁兼金山游戏总裁，上海逸趣网络科技有限公司 CEO，在专业度和资源上都有充分的积淀，具备较强的整合上下游资源的能力。公司目前已经通过多笔收购、投资，初步建立起以精品 IP 为核心，覆盖文学、动漫、影视、游戏等核心领域的互联网泛娱乐生态体系，未来将有望进行进一步的全版权布局。

3.4.3. 国际化战略布局海外战略

公司研发的《新仙剑奇侠传》手游曾在新马泰地区发行，新加坡最好成绩 App Store 下载榜角色扮演类第 3、畅销榜动作类第 2，在马来西亚最好成绩 App Store 畅销榜角色扮演类第 2、动作类第 2，均取得不错的成绩。《圣斗士星矢：重生》也登陆日本市场。公司已经将国际化定位重要的发展战略之一，拟定通过投资海外领先的游戏开发和发行团队、用户平台发力东南亚和欧美市场。考虑到海外游戏市场的巨大潜力，公司发行业务的发展也值得期待。

3.4.4. 员工激励到位

2016 年 11 月，公司完成第一期员工持股计划，累计购买股票 1431.7 万股，成交均价 23.05 元/股，安全边际较高。此次购买总金额 3.44 亿元，占公司总股本的比例为 2.81%，锁定期一年。其中，公司三名高管出资额占本次员工持股计划的 61.2%，总经理吴裔敏出资比例达 31.3%，熊波 27.64%，林洪应 3.28%，彰显了公司高管对于公司未来信心。

表 21：员工持股情况表

姓名	职位	出资份额 (万元)	出资比例
吴裔敏	董事	10750	31.27%
熊波	董事	9500	27.64%
郑少强	董事	776	2.26%
林洪应	监事	1126	3.28%
邱泽琪	监事	100	0.29%
郑丽虹	监事	34	0.09%
刘军	高管	546	1.59%
其他员工	-	11544	33.58%
合计	-	34376	100.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2017 年 1 月发布关于 2016 年利润分配预案的预披露公告，拟定每 10 股派息 0.5 元(含税)、公积金转增股本 20 股。此次公告同时披露，未来 6 个月内控股股东未有减持计划，此次利润分配预案实施后，公司总股本将增至 15.26 亿股。高送转方案也彰显了公司对自身业绩的信心。

表 22：2016 年度利润分配预案

	送红股 (股)	派息 (元)	公积金转增股本 (股)
每十股	-	0.5	20
分配总额	以公司总股本 508,590,270 为基数向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.5 元(含税)；同时以资本公积向全体股东每 10 股转增 20 股。		
提示	董事会审议利润分配方案后股本发生变动的，若未约定，将按照分配总额不变的原则对分配比例进行调整。		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 16-18 年净利润分别为 1.62 亿、4 亿、5.5 亿，对应每股收益分别为 0.32 元、0.79 元、1.08 元。参考同类可比公司，对应 6 个月目标价 24.35 元，给予“买入-A”评级。

5. 风险提示

游戏市场产值增速不及预期的风险、各业务整合不及预期的风险、产业基金收益不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	541.5	632.5	524.0	707.4	955.0	成长性					
减:营业成本	333.8	388.6	182.9	120.2	76.4	营业收入增长率	6.9%	16.8%	-17.2%	35.0%	35.0%
营业税费	3.1	3.4	4.3	4.6	6.4	营业利润增长率	-75.5%	212.5%	340.9%	220.5%	63.0%
销售费用	152.9	111.3	133.2	59.5	56.2	净利润增长率	-74.2%	1132.7%	100.2%	147.0%	37.5%
管理费用	34.8	65.0	37.8	44.0	50.6	EBITDA 增长率	-42.7%	68.8%	192.4%	152.9%	56.2%
财务费用	0.8	3.4	2.3	-	1.9	EBIT 增长率	-75.1%	220.0%	304.9%	215.5%	63.4%
资产减值损失	24.8	38.6	31.7	35.1	33.4	NOPLAT 增长率	-95.8%	2791.5%	192.5%	215.5%	63.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-10.3%	35.3%	12.2%	8.7%	-18.0%
投资和汇兑收益	19.0	9.9	9.8	9.8	9.8	净资产增长率	3.1%	31.6%	2.2%	17.2%	20.6%
营业利润	10.3	32.1	141.6	453.8	739.9	利润率					
加:营业外净收支	3.0	16.2	3.7	5.5	8.5	毛利率	38.4%	38.6%	65.1%	83.0%	92.0%
利润总额	13.3	48.3	145.3	459.3	748.4	营业利润率	1.9%	5.1%	27.0%	64.2%	77.5%
减:所得税	11.8	-1.9	36.3	114.8	187.1	净利润率	1.2%	12.8%	30.9%	56.5%	57.6%
净利润	6.6	80.9	162.0	400.0	550.1	EBITDA/营业收入	7.6%	11.0%	38.7%	72.5%	83.8%
						EBIT/营业收入	2.1%	5.6%	27.5%	64.2%	77.7%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	242	119	32	6	-9
货币资金	257.0	71.0	262.0	353.7	1,011.6	流动营业资本周转天数	542	285	203	246	175
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	771	524	488	438	457
应收账款	102.2	216.1	19.7	296.9	149.1	应收账款周转天数	70	91	81	81	84
应收票据	-	0.2	0.0	0.2	0.2	存货周转天数	255	202	155	67	31
预付账款	32.4	44.7	7.4	21.6	9.2	总资产周转天数	1,180	1,267	1,745	1,315	1,081
存货	380.3	330.5	119.5	144.4	20.8	投资资本周转天数	827	788	1,160	949	666
其他流动资产	330.0	78.6	269.5	226.0	191.4	投资回报率					
可供出售金融资产	178.2	269.1	149.1	198.8	205.7	ROE	0.4%	4.1%	7.8%	15.9%	18.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.1%	1.9%	4.5%	12.5%	18.8%
长期股权投资	30.0	34.8	34.8	34.8	34.8	ROIC	0.1%	3.1%	6.8%	19.1%	28.7%
投资性房地产	46.0	261.3	261.3	261.3	261.3	费用率					
固定资产	351.9	65.3	29.1	-7.0	-43.2	销售费用率	28.2%	17.6%	25.4%	8.4%	5.9%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	6.4%	10.3%	7.2%	6.2%	5.3%
无形资产	10.1	113.2	90.5	67.8	-22.7	财务费用率	0.2%	0.5%	0.4%	0.0%	0.2%
其他非流动资产	63.8	1,184.6	1,167.5	1,159.6	1,160.5	三费/营业收入	34.8%	28.4%	33.1%	14.6%	11.4%
资产总额	1,782.0	2,669.5	2,410.6	2,758.1	2,978.6	偿债能力					
短期债务	75.5	91.0	223.1	193.4	-	资产负债率	9.0%	20.1%	14.1%	10.3%	1.8%
应付账款	41.4	409.0	35.6	47.5	32.8	负债权益比	9.9%	25.1%	16.4%	11.4%	1.8%
应付票据	21.8	3.9	13.1	5.6	0.8	流动比率	7.23	1.41	2.40	3.84	26.47
其他流动负债	13.6	23.1	10.7	25.2	18.6	速动比率	4.74	0.78	1.98	3.31	26.07
长期借款	5.2	3.5	72.2	16.5	-	利息保障倍数	13.43	10.40	62.95		390.21
其他非流动负债	3.0	5.0	4.1	4.0	4.4	分红指标					
负债总额	160.6	535.6	358.8	292.3	56.6	DPS(元)	0.02	-	0.03	0.04	0.08
少数股东权益	152.3	153.9	101.0	45.5	56.7	分红比率	118.8%	0.0%	10.0%	5.0%	7.5%
股本	390.0	434.2	508.6	508.6	508.6	股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%
留存收益	1,081.5	1,546.4	1,572.2	2,001.9	2,517.5						
股东权益	1,621.4	2,133.9	2,181.7	2,555.9	3,082.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1.5	50.1	162.0	400.0	550.1	EPS(元)	0.01	0.16	0.32	0.79	1.08
加:折旧和摊销	43.3	51.8	58.9	58.9	58.9	BVPS(元)	2.89	3.89	4.09	4.94	5.95
资产减值准备	24.8	38.6	-	-	-	PE(X)	1,620.9	131.5	65.7	26.6	19.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.2	5.4	5.1	4.2	3.5
财务费用	4.8	7.1	2.3	-	1.9	P/FCF	92.4	-33.2	35.7	89.1	14.0
投资损失	-19.0	-9.9	-9.8	-9.8	-9.8	P/S	19.6	16.8	20.3	15.0	11.1
少数股东损益	-5.0	-30.8	-53.0	-55.5	11.2	EV/EBITDA	95.4	175.9	51.0	19.6	11.5
营运资金的变动	101.8	185.6	-106.7	-246.1	291.9	CAGR(%)	508.9%	123.7%	50.3%	508.9%	123.7%
经营活动产生现金流量	81.1	61.9	53.6	147.4	904.1	PEG	3.2	1.1	1.3	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-127.5	-243.0	130.0	-39.9	2.9	ROIC/WACC	0.0	0.3	0.7	1.9	2.8
融资活动产生现金流量	30.9	-5.5	137.4	-55.7	-246.2	REP	351.3	25.1	8.8	2.8	2.1

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034