

2017年03月31日

骅威文化 (002502.SZ)

在线阅读平台有望强势助力游戏及影视业务

持续布局泛娱乐产业，游戏、影视助力公司业绩高增长。2013年以来公司通过并购、投资参股、战略合作等多种方式深入布局泛娱乐产业，剥离盈利能力较弱的传统玩具制造业务，注入盈利能力较强的游戏、影视等优质资产，以网文IP为核心构建IP全产业链。2016年公司实现营业收入、归母净利润8.12亿、3.03亿，分别同比增长37.5%、151.8%。考虑到增加合并风云互动49.6%股权、公司游戏业务受益于行业高增长、影视剧业务受益于精品剧网台售价提高，未来公司业绩有望进一步优化。

与北京奇虎达成战略合作，涉足在线阅读，培育、储备优质网文IP。网络文学是泛娱乐生态体系的IP源头之一，天然具备庞大用户流量基础，衍生改编潜力巨大，其中游戏化、影视化、动漫化是网文IP主要衍生方向。2016年下半年，公司全资子公司第一波先后两次增资创阅文化，深度绑定白金作家付强，借助其网文写作及IP运营丰富经验，强化公司IP全产业链布局，同时与北京奇虎达成战略合作，双方约定将奇虎旗下在线阅读资产注入创阅文化控股子公司华阅文化。在线阅读资产注入后，公司有望借助360庞大用户流量及渠道优势，储备大量优质网文IP，打造IP平台。公司从源头掌控网文IP资源，主要从三方面受益：1) 尽早挖掘潜在优质网文IP，先发优势明显；2) 有效控制头部IP获取成本；3) 深度绑定网文作家，提升改编内容与原著契合度，提高成功概率。

在线阅读平台有望助力公司游戏及影视业务双腾飞。游戏业务方面，公司以第一波为主线整合游戏全产业链，借助网文大IP进行游戏产品衍生，深度绑定起点白金作家撒冷（付强）、唐家三少（张威）、我吃西红柿（朱洪志）等，先后推出《唐门世界》、《莽荒纪》、《雪鹰领主》等优质网络游戏，其中《雪鹰领主》是继《莽荒纪》之后又一款具有游戏化、动漫化、影视化潜力的超级IP。影视业务方面，梦幻星生园是精品言情剧龙头公司，2016年推出的《寂寞空庭春欲晚》、《煮妇神探》、《放弃我，抓紧我》首播收视率及市场份额均处同时段第一。星生园兼顾文学IP改编及原创，每年推出2-3部精品剧，IP剧/原创剧推出比例约1:2，其中IP剧主要源自匪我思存、桐华等知名作家创作的言情文学小说，在线阅读平台预计也将有力支持星生园。

投资建议：公司坚定文化产业转型，布局IP全产业链，考虑到公司业

公司深度分析

证券研究报告

传媒

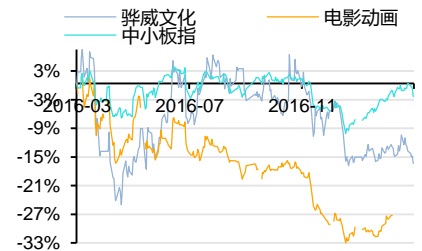
投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价：**13.12元**
股价(2017-03-30) **11.41元**

交易数据

总市值(百万元)	9,810.65
流通市值(百万元)	5,556.31
总股本(百万股)	859.83
流通股本(百万股)	486.97
12个月价格区间	11.34/29.36元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.97	-14.85	-14.4
绝对收益	-2.81	-11.69	-17.3

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

骅威文化：精益求精，全产业链运营挖掘IP价值	2017-02-04
骅威文化：年报点评：围绕优质IP的多元互联模式初现，更名传递文化布局坚定信念	2016-04-01

已剥离玩具业务，增加合并风云互动 49.6% 股权，梦幻星生园精品剧业务受益于网台售价提高，我们预计公司 17/18/19 年实现归母净利润 3.5 亿/4.68 亿/5.38 亿，对应每股收益 0.41 元/0.54 元/0.63 元。参考同类可比公司，给予 2017 年 30X-35X 估值，对应 6 个月目标价 13.12 元，调高为“买入-A”评级。

风险提示：政策监管趋严、行业竞争加剧等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	590.6	812.3	1,174.1	1,585.1	2,088.8
净利润	120.3	303.0	350.0	468.1	538.1
每股收益(元)	0.14	0.35	0.41	0.54	0.63
每股净资产(元)	3.60	3.67	4.00	4.57	5.20

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	81.5	32.4	28.0	21.0	18.2
市净率(倍)	3.2	3.1	2.9	2.5	2.2
净利润率	20.4%	37.3%	29.8%	29.5%	25.8%
净资产收益率	3.9%	9.6%	10.2%	11.9%	12.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	19.7%	11.7%	14.9%	16.0%	19.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司主营业务包括游戏及影视	5
1.1. 2013 年以来持续布局泛娱乐产业	5
1.2. 受益于并购项目，公司业绩持续高增长	6
2. 继游戏影视等业务，公司未来将深入布局网络文学	9
2.1. 网络文学是泛娱乐生态体系的 IP 源头之一	9
2.1.1. 网络文学发展迅速，产业链架构趋于完善	9
2.1.2. 网文 IP 游戏化、影视化、动漫化是主要衍生方向	11
2.2. 涉足在线阅读，打造 IP 平台	15
3. 借力在线阅读平台，游戏业务预计将持续稳健	17
4. 在线阅读平台预计也将有力支持星生园	21
4.1. 梦幻星生园是精品言情剧龙头公司	22
4.2. 精品内容制作溢价高，公司有望集中受益	25
5. 盈利预测	27
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 2012-2016 年公司营业收入及同比	7
图 4: 2012-2016 年公司归母净利润及同比	7
图 5: 2012-2016 年上半年公司三费	7
图 6: 2012-2016 年前三季度公司毛利率、净利率	7
图 7: 2015 年、2016 年公司业务构成	7
图 8: 2015-2016 年公司各业务毛利率	7
图 9: 2015-2016 年公司游戏业务营业收入（单位：亿元）	8
图 10: 第一波 2013-2016 年营业收入及归母净利润	8
图 11: 2013-2016 年梦幻星生园营收及同比	9
图 12: 2013-2016 年梦幻星生园归母及同比	9
图 13: 中国网络文学发展时间轴	10
图 14: 中国网络文学产业链	11
图 15: 各大文学网站纷纷转向全版权运营的商业模式	11
图 16: 网络文学改编以游戏、影视、动漫为主	12
图 17: 用户玩网文 IP 游戏的现状	12
图 18: 用户未来玩网文 IP 游戏的意愿	12
图 19: 用户看过的网文 IP 动漫类型	13
图 20: 用户对小说改编成动漫的看法	13
图 21: 用户对小说改编类型的期待	13
图 22: 2015 年用户看网文 IP 动画的考虑因素	14
图 23: 2015 年用户看网文 IP 漫画的考虑因素	14
图 24: 用户看网文 IP 电影的意愿	14
图 25: 用户看网文 IP 电视剧的意愿	14

图 26: 公司网文阅读平台布局完成后股权结构图.....	15
图 27: 360 行为链模式, 链接庞大用户需求.....	16
图 28: 截至 2016 年 2 月 28 日 360 小说网站上线小说数量.....	16
图 29: 公司游戏业务布局历程.....	17
图 30: 拇指游玩代理游戏 200 余款.....	19
图 31: 风云互动打造 H5 手游《雪鹰领主》.....	20
图 32: 《莽荒纪》成功动画化.....	20
图 33: 《雪鹰领主》上榜起点中文网多个榜单 (截至 2017 年 3 月 1 日).....	21
图 34: 《雪鹰领主》2016 年 7 月 11 日上线以来苹果畅销榜排名情况.....	21
图 35: 《放弃我, 抓紧我》海报及简介.....	24
图 36: 《放弃我, 抓紧我》全时段、全频道关注度及市占率.....	24
图 37: 《放弃我, 抓紧我》CSM 52 4+ 省级卫视黄金剧场电视剧收视率.....	25
图 38: 2014、2015 年大剧单集发行价格区间.....	25
图 39: 《那片星空那片海》第一季海报及简介.....	26
图 40: 《那片星空那片海》第一季全时段、全频道关注度及市占率.....	27
表 1: 第一波承诺业绩及完成情况.....	8
表 2: 梦幻星生园业绩承诺及完成情况.....	9
表 3: 网络文学政策环境向好.....	10
表 4: 2016 年网络文学 IP 改编手游排名.....	13
表 5: 2016 年网络文学 IP 改编动画排名.....	14
表 6: 2016 年网络文学 IP 改编电视剧排名.....	15
表 7: 2015 年度第十届作家榜-网络作家榜 top15.....	18
表 8: 第一波部分改编过游戏的网络小说总推荐票及总点击数.....	18
表 9: 第一波 2016 年上线作品.....	19
表 10: 风云互动业绩承诺及完成情况.....	20
表 11: 2011-2017 年梦幻星生园主要出品电视剧.....	22
表 12: 2016 年 CSM52 城电视剧收视率 Top10.....	23
表 13: 寻艺网电视剧网播量半年榜 (2016/9/28-2017/2/28).....	23

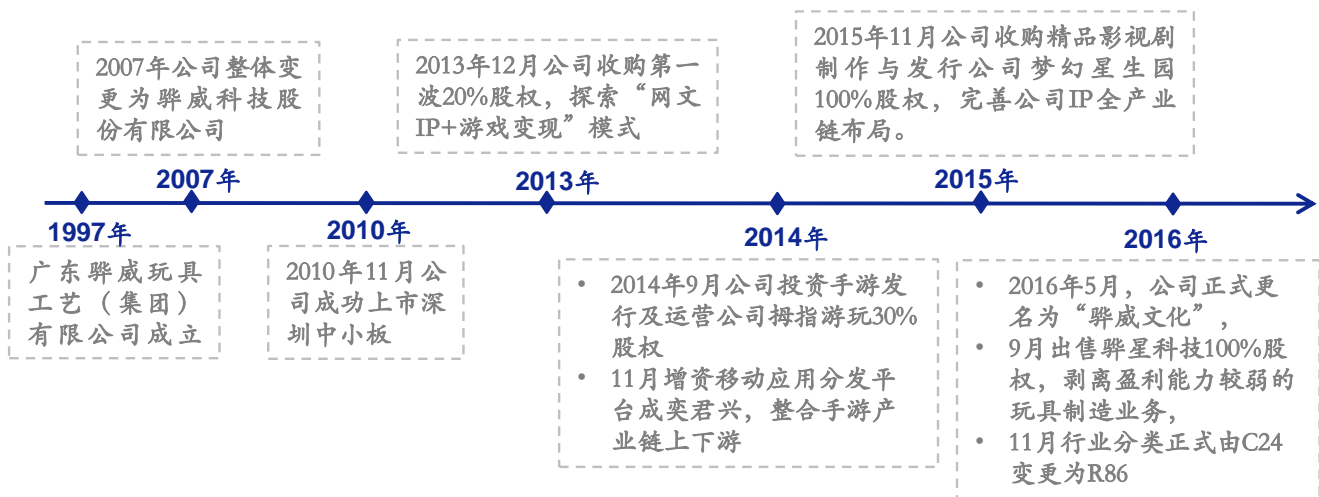
1. 公司主营业务包括游戏及影视

1.1. 2013 年以来持续布局泛娱乐产业

1997 年广东骅威玩具工艺（集团）有限公司成立；2007 年公司整体变更为骅威科技股份有限公司（原名广东骅威玩具工艺股份有限公司）；2010 年 11 月公司成功上市深圳中小板。成立之初，公司主业为玩具制造业务。

公司 2013 年以来持续布局泛娱乐产业。2013 年 12 月公司收购第一波 20% 股权，探索“网文 IP+游戏变现”模式；2014 年 9 月公司投资手游发行及运营公司拇指游玩 30% 股权，11 月增资移动应用分发平台成奕君兴，整合游戏产业链上下游；2015 年 3 月公司收购第一波剩余 80% 股权，正式实现文化产业战略转型；2015 年 11 月公司收购精品影视剧制作与发行公司梦幻星生园 100% 股权，完善公司 IP 全产业链布局，电视剧成为公司优质 IP 又一重要变现通道，初步形成“网文 IP+网络游戏+影视剧+动漫+周边衍生产品”的泛娱乐产业布局；2016 年 5 月，公司更名为“骅威文化”，9 月出售骅星科技 100% 股权，剥离盈利能力较弱的玩具制造业务，坚定深耕泛娱乐产业决心。

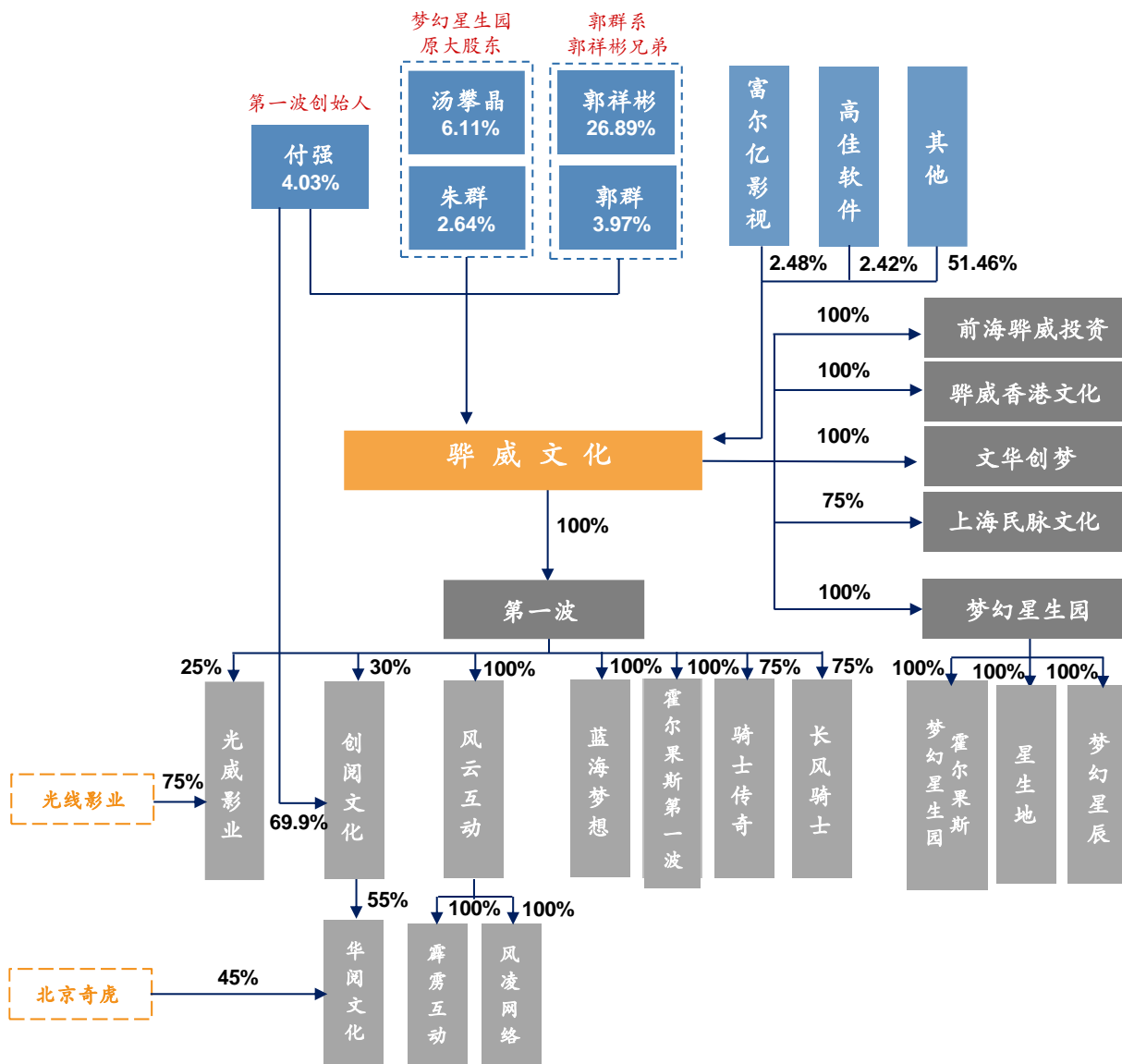
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司治理结构合理，截至 2016 年年底，郭祥彬先生持有公司普通股 1.16 亿股，占总股本的 26.89%，系公司实际控制人；梦幻星生园董事长兼总经理汤攀晶先生持有公司 6.11% 的股份，系公司第二大股东；第一波创始人、CEO 付强先生持有公司 4.03% 的股份，系公司第三大股东。

图 2：公司股权结构



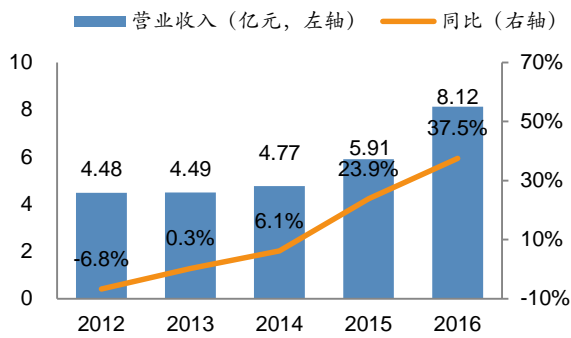
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 受益于并购项目，公司业绩持续高增长

公司积极推进文化产业战略转型，致力于培育、运营优质 IP。2013 年年底以来，公司通过并购、投资参股、战略合作等多种方式深入布局文化产业，剥离盈利能力较弱的传统玩具制造业务，注入盈利能力较强的网络游戏、影视等优质资产，并设立文化产业并购基金，为进一步完善 IP 全产业链布局做好准备。

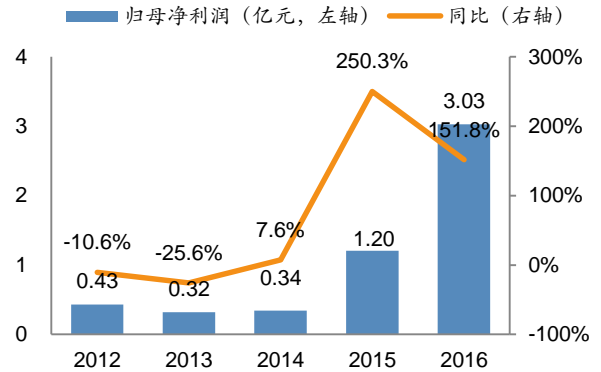
并表增厚利润，公司业绩保持较高增速。2016 年公司实现营业收入、归母净利润 8.12 亿、3.03 亿，分别同比增长 37.5%、151.8%。公司业绩大幅上升主要系：**1) 合并增厚业绩。**梦幻星生园于 2015 年 11 月并表，2016 年 1-10 月公司业绩相比去年同期大幅增长；**2) 注入优质资产，盈利能力大幅提升。**公司注入的游戏及影视资产毛利率及净利率远高于玩具制造，提高了公司毛利率及净利率。公司剥离玩具制造业务后，盈利能力有望进一步提升。

图 3：2012-2016 年公司营业收入及同比



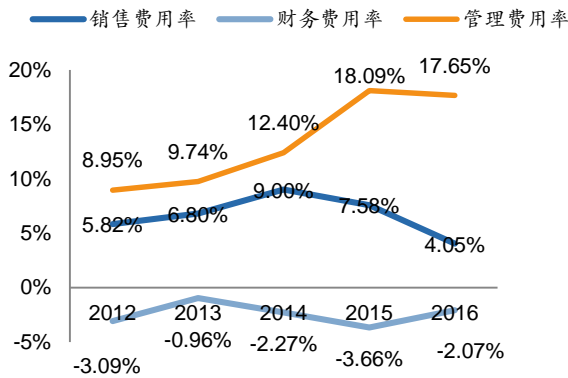
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：2012-2016 年公司归母净利润及同比



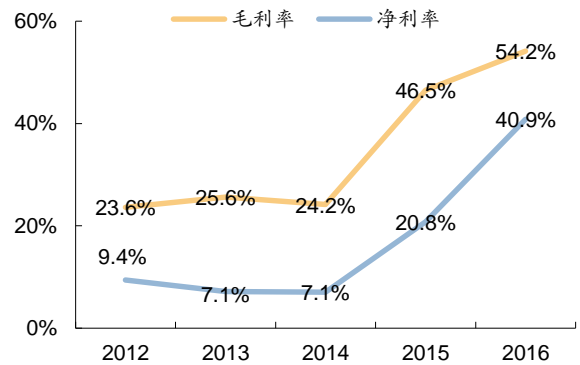
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2012-2016 年上半年公司三费



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

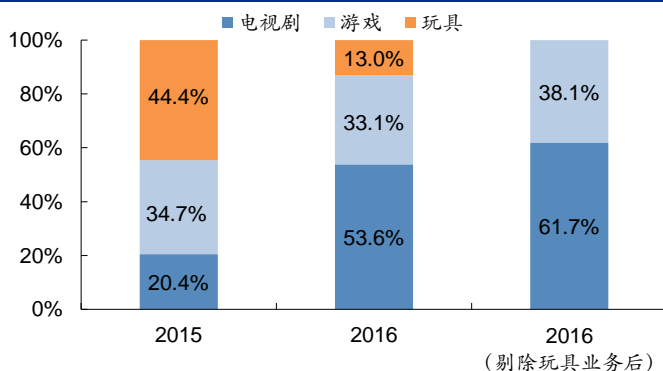
图 6：2012-2016 年前三季度公司毛利率、净利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

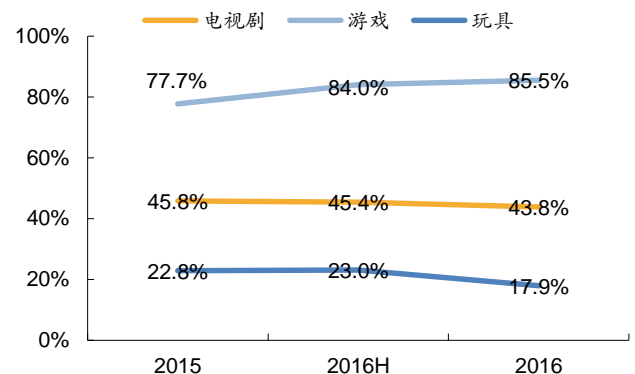
从主营业务构成上看，公司已基本完成 IP 全产业链布局，游戏、电视剧已成为公司主要收入来源。第一波、梦幻星生园分别于 2015 年 3 月、11 月并表，公司原主营业务玩具产品营业收入比重逐步下降并最终于 2016 年 9 月被完全剥离。2016 年公司电视剧作品、游戏业务及玩具产品分别实现营业收入 4.36 亿元、2.69 亿元、1.06 亿元，业务占比分别为 53.6%、33.1%、13.0%，若剔除已被剥离的玩具业务，公司电视剧作品及游戏营收占比分别为 61.7%、38.1%。

图 7：2015 年、2016 年公司业务构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：2015-2016 年公司各业务毛利率

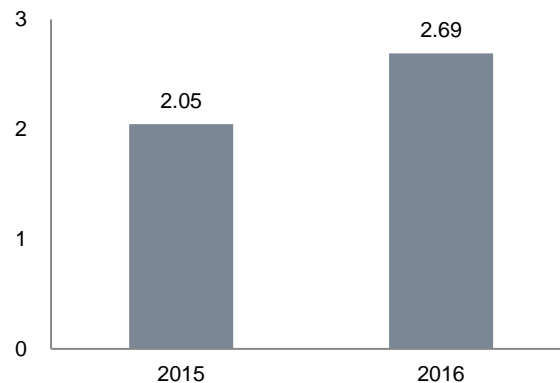


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

以第一波为核心的游戏业务成为公司主要业绩来源之一。风云互动完成剩余股权收购后，预

计游戏业务业绩将进一步提升。

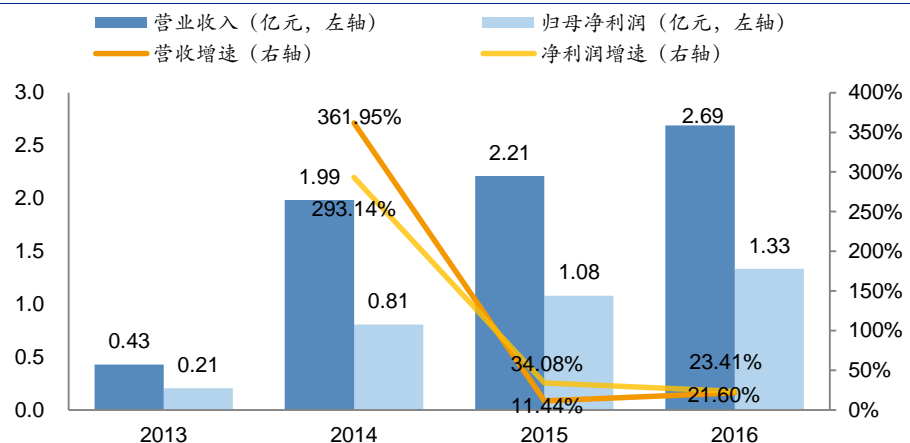
图 9：2015-2016 年公司游戏业务营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2016 年第一波实现营业收入、归母净利润分别为 2.69 亿、1.33 亿，分别同比增长 21.6%、23.41%。第一波 14/15/16 年承诺扣非后归母净利润分别不低于 8000 万/1.04 亿/1.3 亿，14/15/16 年实际完成 8136 万/1.08 亿/1.33 亿，均超额完成业绩对赌。

图 10：第一波 2013-2016 年营业收入及归母净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：第一波承诺业绩及完成情况

	2014	2015	2016
承诺业绩 (万元)	8000	10400	13000
完成情况 (万元)	8136	10755	13329

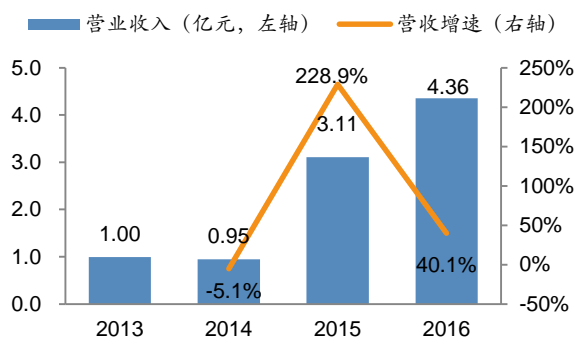
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2015 年 11 月梦幻星生园并表后，影视剧业务成为公司主要业绩来源之一。2016 年公司影视剧业务实现营业收入 4.36 亿元，业务占比达到 53.6%。若剔除公司已剥离的玩具业务，备考业务占比提升至 61.7%。

2016 年梦幻星生园实现营业收入及归母净利润分别为 4.36 亿、1.79 亿，分别同比增长 40.1%、65.0%。梦幻星生园 15/16/17 年承诺扣非归母净利润不低于 1 亿/1.34 亿/1.65 亿，15/16

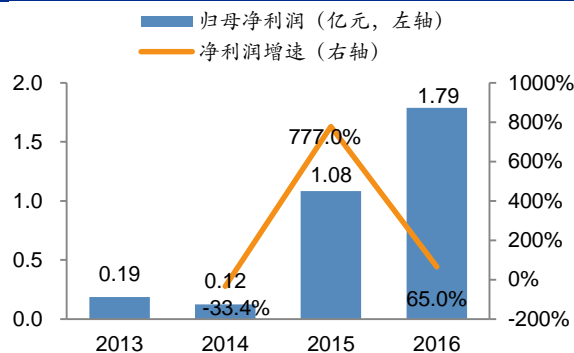
年实际完成 1.03 亿/1.61 亿，均超额完成业绩对赌。2016 年可确认收入影视剧有电视剧《煮妇神探》、《寂寞空庭春欲晚》、《放弃我，抓紧我》；网剧《匆匆那年，好久不见》；电视剧《那片星空那片海》第一季（待定）（资料来源：投资者关系活动记录表）。

图 11：2013-2016 年梦幻星生园营收及同比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12：2013-2016 年梦幻星生园归母及同比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：梦幻星生园业绩承诺及完成情况

	2015	2016	2017
承诺业绩 (扣非, 万元)	10000	13400	16525
完成情况 (扣非, 万元)	10321	16052	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 继游戏影视等业务，公司未来将深入布局网络文学

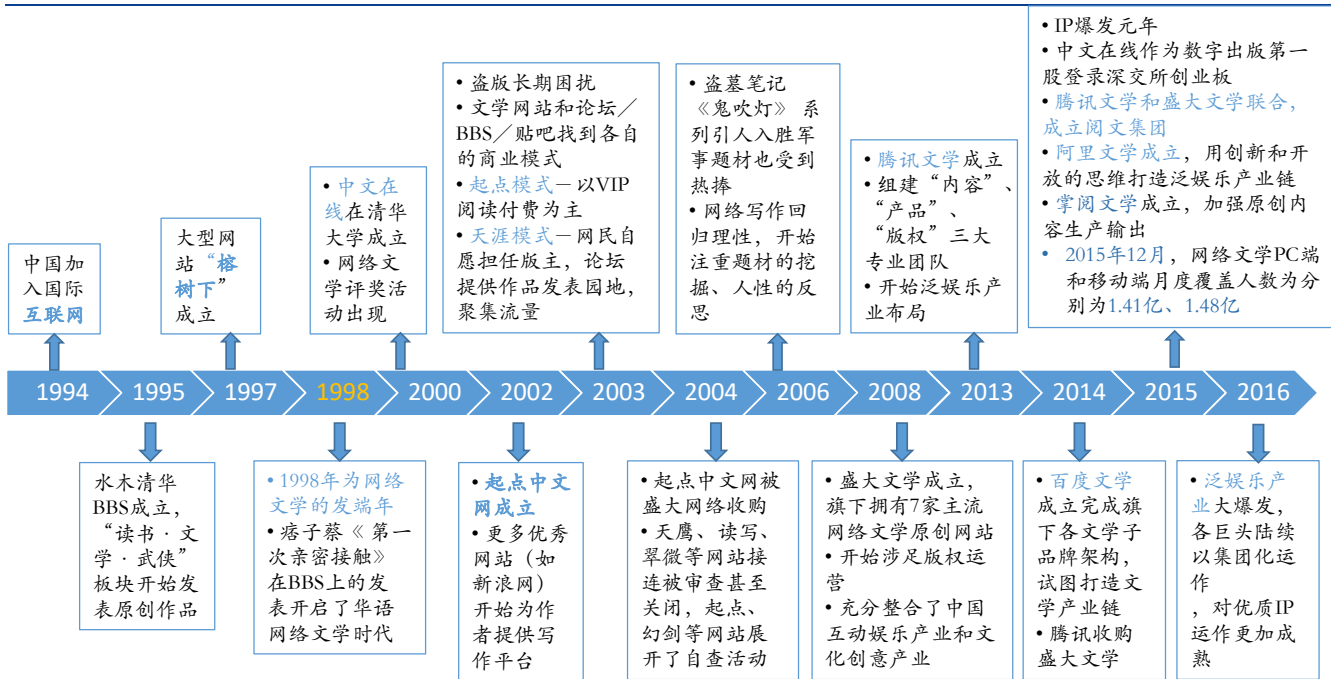
2.1. 网络文学是泛娱乐生态体系的 IP 源头之一

2.1.1. 网络文学发展迅速，产业链架构趋于完善

1998 年痞子蔡在 BBS 发表的《第一次亲密接触》标志华语网络文学时代开启；2000 年以后，中文在线、起点中文网相继成立，网络文学在探索中逐渐理性化、规范化、体系化；2008 年起，以网文 IP 为核心的泛娱乐体系的概念逐渐深化，阅文集团、阿里文学、掌阅文学等积极探索泛娱乐产业；2016 年泛娱乐产业蓬勃发展，集团化运作下优质 IP 培育、运营及发展更加成熟。

经过近二十年的快速发展，中国网络文学渐趋规范、成熟，以网文 IP 为源头构建泛娱乐体系的理念深入人心，未来发展空间巨大。技术方面，受益于大数据、云计算迅速发展，网络文学有望进一步优化发展；政治环境方面，我国网络文学版权保护监管及打击盗版力度日益加强，网文发展政策环境向好；行业环境方面，BAT 等互联网巨头深入布局泛娱乐生态，推动网络文学围绕 IP 全产业链向纵深方向发展。目前我国已迅速积累起庞大网络文学阅读群体，网文作家群体也逐渐扩大，网络文学质与量双升。根据艾瑞咨询发布的《2015 年度中国网络文学行业研究报告》，截至 2015 年 12 月，我国网络文学 PC 端、移动端月度覆盖人数分别达到 1.41 亿、1.48 亿，网文受众群体愈发庞大。

图 13：中国网络文学发展时间轴



资料来源：易观、艾瑞咨询

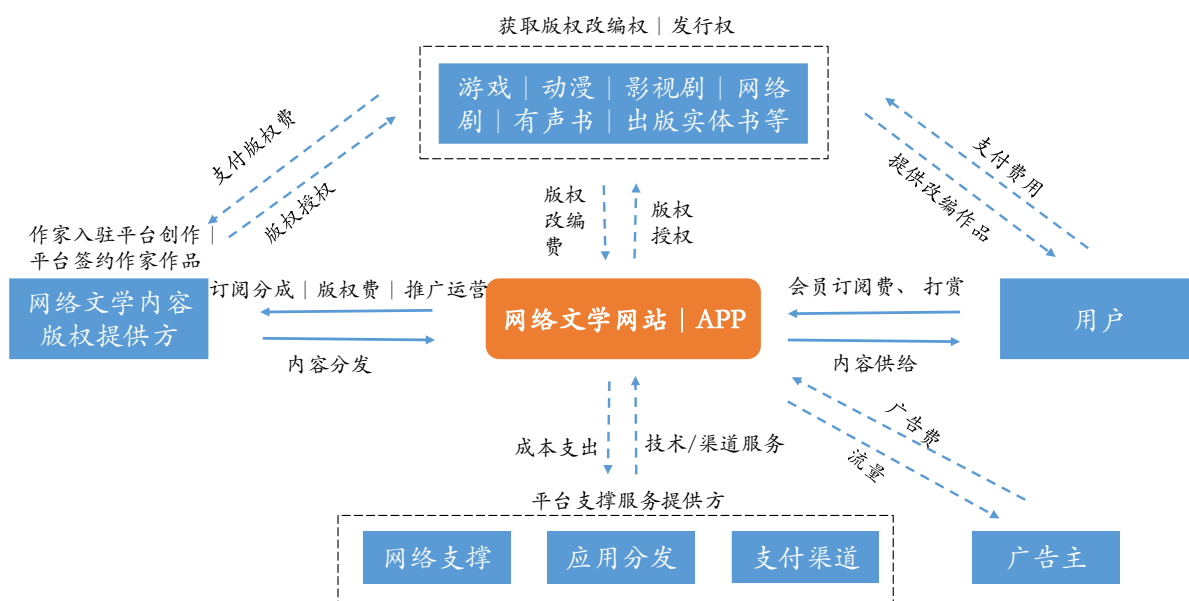
表 3：网络文学政策环境向好

时间	部门	事件
1999年	国家版权局	出台《关于制作数字化制品的著作权规定》
2001年	国家版权局	信息网络传播权写入《著作权法》
2015年	国家版权局	出台《关于规范网络转载版权秩序的通知》
2015年	中国作协	成立网络文学委员会
2015年	国家新闻出版广电总局	出台《关于推动网络文学健康发展的指导意见》

资料来源：易观

我国网络文学 IP 开发已形成完整产业链。产业链上游的网络文学版权提供方（包括网文作家及获授权的网文平台）提供 IP 授权，产业链中游的网络文学 IP 衍生运营方（游戏公司、影视动漫公司、出版社等）获得 IP 授权后，将网络文学进行改编变现，推出游戏、动漫、影视、网剧、图书等一系列衍生产品，向下游用户持续输出以网文 IP 为核心的内容产品。第三方服务商为 IP 全产业链提供版权管理、支付渠道、应用内容分发等支持性服务，优化 IP 衍生变现。网络文学产业收入模式已不再局限于订阅分成，IP 全版权运营下产生杠杆放大效应，布局网络文学 IP 全产业链的运营公司，游戏、影视、动漫等业务有望受益。

图 14：中国网络文学产业链

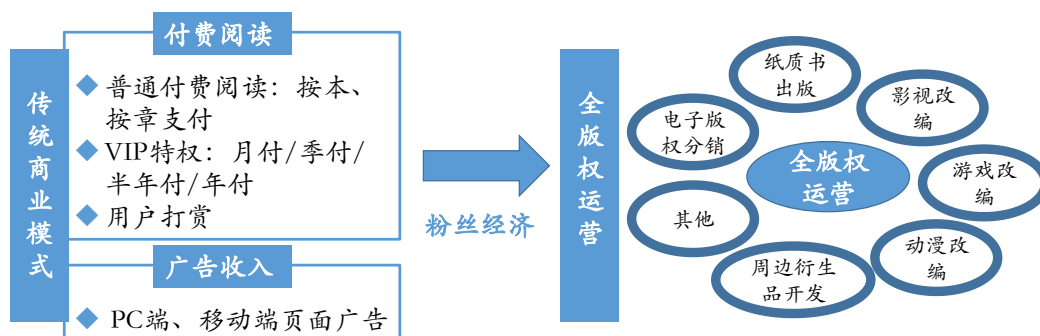


资料来源：易观，安信证券研究中心

2.1.2. 网文 IP 游戏化、影视化、动漫化是主要衍生方向

网络文学是最重要的 IP 源头之一，天然具备庞大用户流量基础。在 2015 年 IP 热及粉丝经济的催化下，各大文学网站转变单一的“付费阅读+广告”的商业模式，开始布局全版权运营的泛娱乐生态体系构建。全版权运营下，通过合作运营或反向定制等方式，网络文学 IP 可通过游戏、影视、动漫等泛娱乐领域变现。从 2016 年网络文学 IP 改编手游、电视剧及动画的排名情况来看，我国网络文学改编潜力巨大，一些知名网络作家如唐家三少、我吃西红柿、南派三叔等受市场欢迎度很高，一部作品可以向多个方向衍生。

图 15：各大文学网站纷纷转向全版权运营的商业模式



资料来源：易观，安信证券研究中心

图 16：网络文学改编以游戏、影视、动漫为主

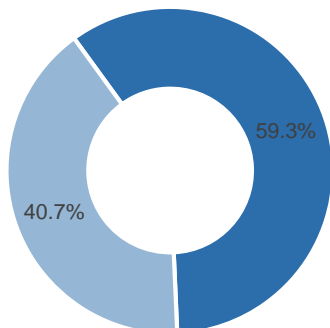


资料来源：百度图片，安信证券研究中心

网文 IP 游戏化。网络文学 IP 改编游戏较受粉丝用户欢迎和期待，游戏兼具娱乐性与互动性，网文粉丝用户可亲身体会网文 IP 世界观，带入感较强，而且游戏本身具有强变现能力，是网文 IP 常见的衍生方向之一。根据艾瑞咨询统计，2015 年 59.3% 的游戏用户表示曾经玩过网络小说改编的游戏；43.9% 的用户明确表示未来会玩网文 IP 游戏，42.0% 的用户表示可能会玩；20.4% 的用户非常期待看到游戏改编的网文，44.7% 的用户表示可能会看。

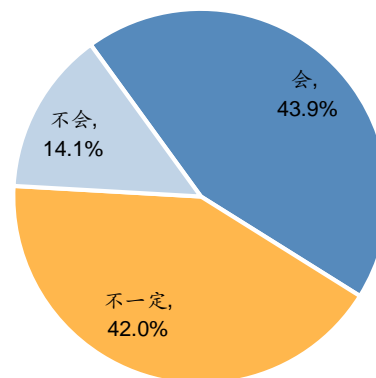
图 17：用户玩网文 IP 游戏的现状

■ 玩过网络小说改编的游戏 ■ 没玩过网络小说改编的游戏



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 18：用户未来玩网文 IP 游戏的意愿



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

目前已有多款人气网文作品改编成游戏，并取得了较大的成功。根据艾瑞咨询，知名网文小说《诛仙》（萧鼎著）、《老九门》（南派三叔著）、《斗罗大陆》（唐家三少著）、《雪鹰领主》（我吃西红柿著）等游戏化较为成功，分别排在 2016 年网络文学 IP 改编榜单第 2 位、第 3 位、第 4 位及第 8 位。

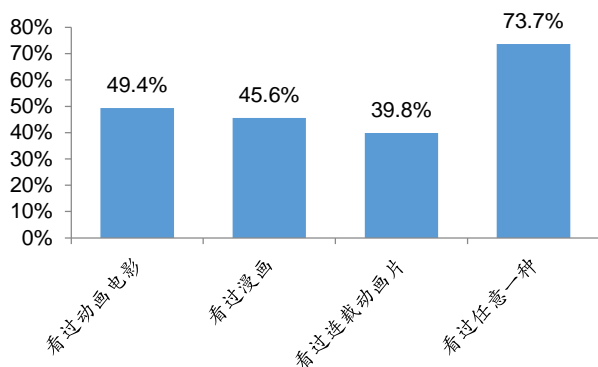
表 4：2016 年网络文学 IP 改编手游排名

排名	游戏名称	游戏类型	原著
1	熹妃传	角色扮演	解语《熹妃传》
2	诛仙	角色扮演	萧鼎《诛仙》
3	老九门	角色扮演	南派三叔《老九门》
4	斗罗大陆	卡牌	唐家三少《斗罗大陆》
5	花千骨	角色扮演	Fresh 果果《花千骨》
6	苍穹变	角色扮演	天蚕土豆《斗破苍穹》
7	青云志	角色扮演	萧鼎《诛仙》
8	雪鹰领主	角色扮演	我吃西红柿《雪鹰领主》
9	大主宰	角色扮演	天蚕土豆《大主宰》
10	新大主宰	卡牌	天蚕土豆《大主宰》

资料来源：艾瑞咨询

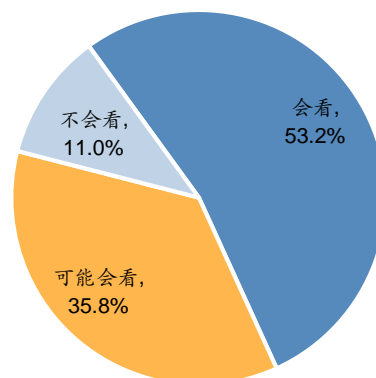
网文 IP 动漫化。网文粉丝用户对原著改编动漫期待程度较高，大多数用户要求改编动漫需要匹配原著，且人设/画风设置须合理。另外，原著小说的作者推荐很大程度上也会影响用户的选择。根据艾瑞咨询，2015 年 49.4%的用户表示看过网文 IP 动画电影；53.2%的调查对象表示会看原著改编动漫；高达 82.4%的用户希望原著改编成动画电影，改编期望最高。因此网络文学 IP 动漫改编具有较高的用户基础和发展潜力。

图 19：用户看过的网文 IP 动漫类型



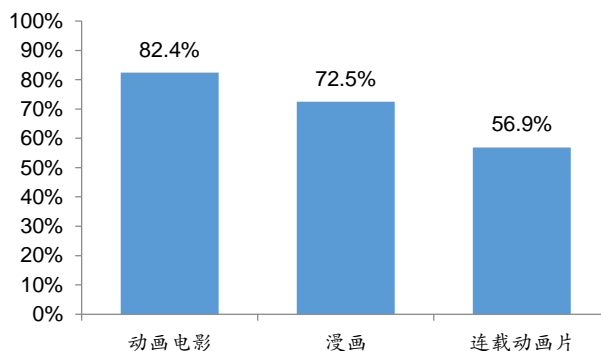
资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 20：用户对小说改编成动漫的看法



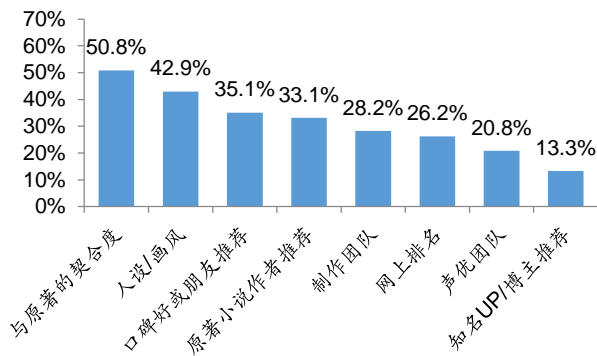
资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 21：用户对小说改编类型的期待



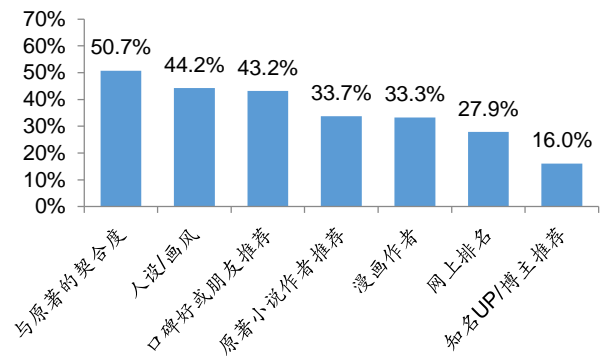
资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 22: 2015 年用户看网文 IP 动画的考虑因素



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

图 23: 2015 年用户看网文 IP 漫画的考虑因素



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

根据艾瑞咨询,《全职法师》(乱著)、《灵域》(逆苍天著)、《择天记》(猫腻著)等魔幻、玄幻题材进行动画改编的市场反响较好,均排在2016年网络文学IP改编动画排行榜前5位。

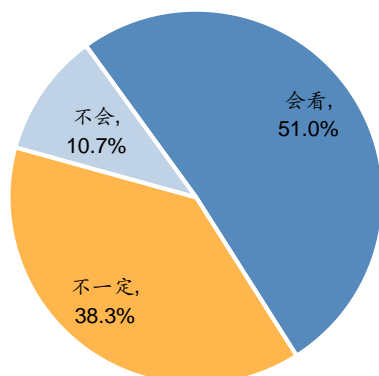
表 5: 2016 年网络文学 IP 改编动画排名

排名	动画名称	动画类型	原著
1	全职法师	热血/剧情	乱《全职法师》
2	灵域	热血/剧情	逆苍天《灵域》
3	女娲成长日记	搞笑/校园	凌舞水袖《女娲成长日记》
4	勇者大冒险第二季	动作/冒险	南派三叔《勇者大冒险之黄泉手记》
5	择天记第二季	动作/冒险	猫腻《择天记》

资料来源: 艾瑞咨询

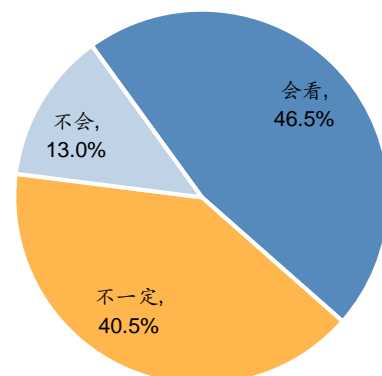
网文 IP 影视化。影视剧受众范围广、影响力较大,尤其精品改编影视剧能够吸引除网文粉丝外的其他受众群体,更容易获得成功。用户对网文改编影视剧也颇为期待,根据艾瑞咨询,50%左右的用户明确表示会看网文 IP 电影、网文 IP 电视剧,占比分别为 51.0%、46.5%,电影接受度略高于电视剧。

图 24: 用户看网文 IP 电影的意愿



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

图 25: 用户看网文 IP 电视剧的意愿



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

根据艾瑞咨询,《诛仙》(萧鼎著)、《老九门》(南派三叔著)影视化表现良好,其对应改编电视剧《诛仙青云志》和《老九门》首播收视率分别达到 1.352%和 1.199%(全网),均登顶同时段收视率第一。匪我思存创作的经典言情小说《寂寞空庭春欲晚》也进行了影视化,由公司旗下梦幻星生园精心打造,口碑不俗。

表 6：2016 年网络文学 IP 改编电视剧排名

排名	电视剧名称	电视剧类型	原著
1	诛仙青云志	古装	萧鼎《诛仙》
2	锦绣未央	古装	秦简《锦绣未央》
3	欢乐颂	都市	阿耐《欢乐颂》
4	微微一笑很倾城	青春偶像	顾漫《微微一笑很倾城》
5	老九门	惊悚	南派三叔《老九门》
6	亲爱的翻译官	都市	缪娟《翻译官》
7	寂寞空庭春欲晚	古装	匪我思存《寂寞空庭春欲晚》
8	余罪	警匪	常书欣《余罪》
9	最好的我们	青春偶像	八月长安《最好的我们》
10	如果蜗牛有爱情	警匪	丁墨《如果蜗牛有爱情》

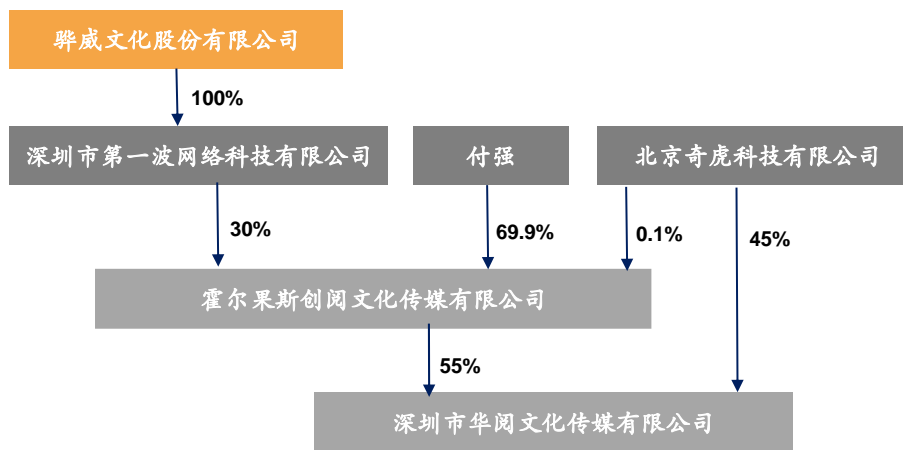
资料来源：艾瑞咨询

2.2. 涉足在线阅读，打造 IP 平台

2016 年下半年，公司涉足在线阅读，从源头培育、运营优质 IP。先后两次增资创阅文化，深度绑定白金作家付强。2016 年 10 月、12 月，全资子公司第一波先后两次增资（5980 万、4000 万）霍尔果斯创阅文化传媒有限公司（以下简称“创阅文化”），增资后第一波持股创阅文化 30% 股权，公司第三大股东及白金网文作家付强持股 70%，开展网络文学创作、网络文学订阅等平台运营业务。白金作家付强，笔名“撒冷”，著有包括《诸神的黄昏》、《天擎》、《仙魔经纪人》等多部高人气网文小说。公司全资子公司第一波增资创阅文化，将进一步绑定白金作家付强，借助其网文写作及网文 IP 培育丰富经验，强化公司 IP 培育、运营及发展战略布局，

与北京奇虎达成战略合作，背靠其巨大流量优势，储备优质网文 IP。2016 年 12 月，创阅文化之控股子公司深圳市华阅文化传媒有限公司（以下简称“华阅文化”）与北京奇虎签署战略合作协议，协议约定：1) 网络阅读相关的业务及资产全面对接：360 集团将尽快分拆其在线阅读业务及相关无形资产，并注入华阅文化。华阅文化将全面负责运营网络阅读相关业务；2) 推广服务：奇虎将为华阅文化平台提供推广服务，推广资源包括但不限于 360 导航、360 小说站、360 搜索、360 搜索 APP、360 浏览器、360 手机助手 APP、360 手机卫士等一系列平台、工具；3) 著作权授权合作：奇虎有权以优惠价格获得华阅文化拥有或经合法授权获得的著作权。

图 26：公司网文阅读平台布局完成后股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

北京奇虎科技有限公司是国内领先的互联网安全软件及互联网服务公司，以安全产品及服务为核，覆盖大量级用户群体。根据公司官网简介，360已成为中国最大的互联网安全公司，同时也是中国最大、全球前三的移动互联网安全公司，PC、移动端覆盖用户规模分别达到6亿、8亿，市场渗透率分别达到96.6%、70%；360浏览器是中国最成功的浏览器产品之一，活跃用户达到4亿，渗透率超过70%；360企业级客户群体超过100万家，终端覆盖数量超过千万。360产品矩阵覆盖用户完整行为链模式，链接庞大用户需求。此次公司与北京奇虎战略合作，可充分分享360用户规模红利，有效推广华阅文化在线阅读平台产品和服务，为潜在优质网文IP培育用户基础，提高IP改编的成功率及成功程度。

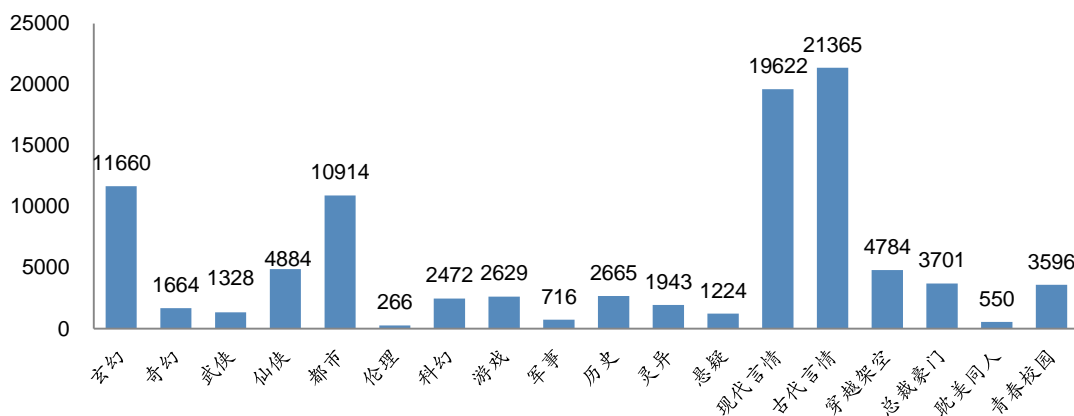
图 27：360 行为链模式，链接庞大用户需求



资料来源：360

根据双方约定推测，北京奇虎旗下“360 小说”符合在线阅读平台的定义，预计将注入华阅文化，由华阅文化全权负责。“360 小说”是国内知名网络文学阅读平台，旗下网络小说作品涵盖玄幻、都市、科幻、游戏、历史、军事等 18 种小说类型，上架作品共计 9.6 万部，其中古代言情、现代言情及玄幻类网络小说数量最多，分别上架 2.14 万、1.96 万、1.17 万部（资料来源：安信传媒根据 360 小说书库资料整理）。360 庞大的用户需求叠加白金作家专业视角及 IP 经营经验，有望发挥强大协同作用，长期有利于公司 IP 全产业链泛娱乐生态建设。

图 28：截至 2016 年 2 月 28 日 360 小说网站上线小说数量



资料来源：360 小说网站，安信证券研究中心

公司从源头掌控网文 IP 资源，主要从三方面受益：1) 能够尽早挖掘出潜在优质网文 IP，先

发优势明显；2) 通过自主培育及运营，可以控制高企不下的头部 IP 获取成本；3) 通过网文平台深度绑定网文作家，提升改编内容与原著契合度，提高成功概率。

3. 借力在线阅读平台，游戏业务预计将持续稳健

IP 游戏变现是泛娱乐布局重要一环。公司以第一波为主线整合网络游戏研发，以网文大 IP 为源头输出网络游戏产品，成功将《雪鹰领主》、《莽荒纪》、《校花的贴身高手》等一系列高人气网络文学作品网游化。2013 年 12 月公司收购第一波 20% 股权，涉足游戏行业；2014 年 9 月投资手游发行及运营公司拇指游玩 30% 股权，同年 11 月增资移动应用分发平台成奕君兴，整合网络游戏发行、分发渠道，加强游戏变现能力；2015 年 3 月收购第一波剩余 80% 股权，至此公司组建出以第一波为核心的“网文 IP+游戏变现”产业链条；2016 年 12 月收购游戏研发商风云互动少数股东权益（49.6005%），强化公司游戏研发实力，增强公司游戏业务板块盈利能力。

图 29：公司游戏业务布局历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

第一波：聚焦“网文 IP+游戏变现”。第一波主营精品移动游戏及网页游戏开发，储备有大量优质 IP，聚焦于“网文 IP+游戏变现”盈利发展模式，定位男性用户群体。第一波创始人兼有网文作家、游戏玩家双重身份，擅长挖掘网络文学与网络游戏契合点，真实还原网文世界观并植入游戏内容，将网文大 IP 庞大读者群体转化为游戏玩家，实现 IP 培育及变现。2016 年第一波在“IP+CP”基础上，开展游戏发行及游戏联运业务，进一步完善游戏全产业链。目前第一波已独立发行手游《超凡三国》及《雪鹰领主》，联运代理《逆乾坤》、《艾德尔战记》、《死亡阴影》、《武林群侠传》等多款游戏。

第一波创始人付强（撒冷）本身即起点白金作家，同时第一波深度绑定多位顶级作家，包括唐家三少、天蚕土豆、鱼人二代、我吃西红柿等，优质 IP 资源储备丰富，目前第一波储备优质 IP 超过 10 个，有多款 IP 正处于研发进程中（资料来源：公司投资者关系活动记录表）。根据“2015 年度第十届网络作家榜”，唐家三少以版税 1.1 亿位列第一，天蚕土豆以 4600 万紧随其后，鱼人二代排名第 15 位（具有上榜资质的网络作家我吃西红柿因个人意愿未被排上榜）。顶级作家版税高企不下，其拥有的 IP 资源潜在改编价值较高，辅以第一波独特游戏推广手段，即依靠顶级网络文学作家的高人气，通过微信公众号、微博、论坛等途径向核心读者群体推广网文 IP 改编游戏，网文 IP 改编成功率较高。

表 7：2015 年度第十届作家榜-网络作家榜 top15

排名	作家	版税 (万元)	经典代表作
1	唐家三少	11000	《斗罗大陆》
2	天蚕土豆	4600	《大主宰》
3	辰东	3800	《完美世界》
4	骷髅精灵	2800	《星战风暴》
5	高楼大厦	2100	《叱咤风云》
6	烟雨江南	2000	《尘缘》
7	跳舞	1600	《天启之门》
8	月关	1500	《回到明朝当王爷》
9	烽火戏诸侯	1450	《雪中悍刀行》
10	流浪的蛤蟆	1420	《龙神决》
11	方想	1300	《修真世界》
12	妖夜	1150	《焚天之怒》
13	无罪	1125	《仙魔变》
14	何常在	1120	《问鼎》
15	鱼人二代	1000	《校花的贴身高手》

资料来源：大星文化，华西都市报，封面新闻

第一波成功改编的网文 IP 包括《唐门世界》、《斗罗大陆》（唐家三少）、《莽荒纪》、《雪鹰领主》（我吃西红柿）、《绝世天府》（天蚕土豆）、《校花的贴身高手》（鱼人二代）、《魔唤》/《魔魂契约》（撒冷）等。根据起点中文网统计数据，《雪鹰领主》（连载中）、《莽荒纪》、《斗罗大陆》（唐门世界改编 IP 源之一）均拥有高人气，其中《莽荒纪》、《斗罗大陆》总点击数均超过 6000 万次，《雪鹰领主》正在连载，总点击数稳步上升，但总推荐票数已超过《莽荒纪》，突破 600 万张。

改编的游戏产品表现不俗，根据 Gamelook 统计，第一波旗下第一款手游《唐门世界》，开放测试首周注册用户超 20 万，2013 年 10 月上架 Apple Store，上线 3 日即上榜中国区畅销榜 Top20，首月流水超 1000 万，半年流水超 5000 万；《莽荒纪》2013 年 11 月 20 日上线，20 日后安卓市场流水超 750 万，最高冲上 Apple Store 畅销榜第九，12 月单月流水超 2000 万，半年流水超 1 亿。

表 8：第一波部分改编过游戏的网络小说总推荐票及总点击数

作品	作者	首次更新时间	进程	总推荐票 (万)	总点击数 (万)
《雪鹰领主》	我吃西红柿	2015 年 6 月 14 日	连载中	674.50	664.33
《莽荒纪》	我吃西红柿	2012 年 12 月 15 日	已完结	531.67	6170.96
《校花的贴身高手》	鱼人二代	2011 年 4 月 26 日	已完结	57.48	2527.86
《斗罗大陆 1：斗罗世界》	唐家三少	2008 年 12 月 14 日	已完结	570.90	6316.22
《斗罗大陆 2：绝世唐门》	唐家三少	2012 年 11 月 12 日	已完结	365.32	3048.32

资料来源：起点，安信证券研究中心

表 9：第一波 2016 年上线作品

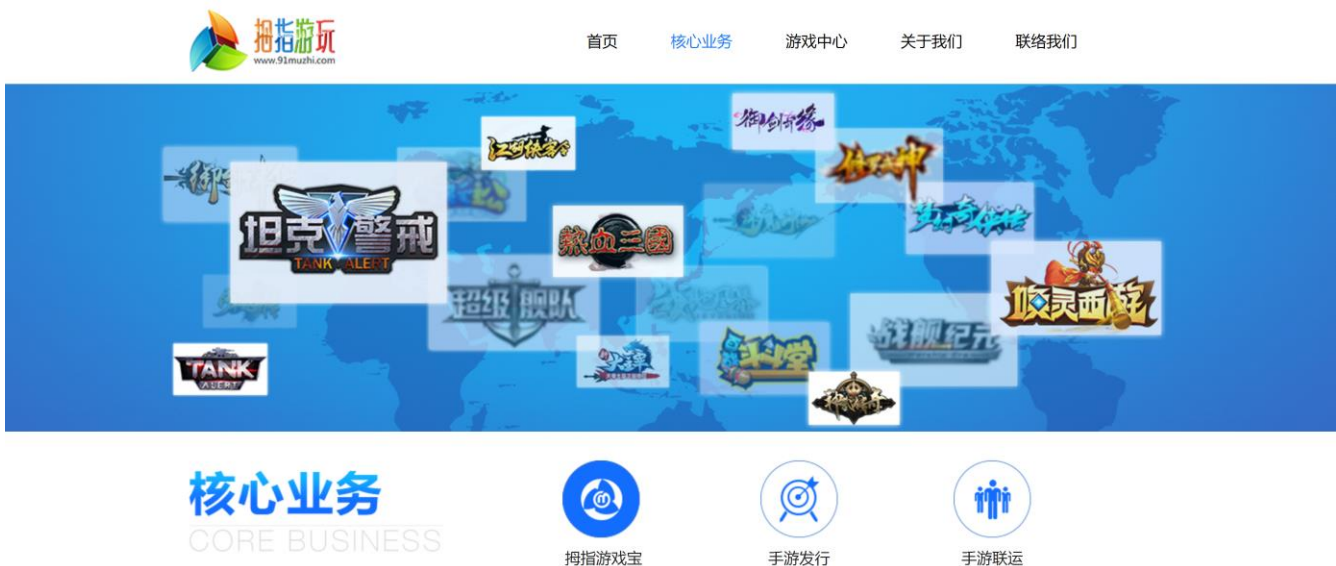
作品	类型	制作进度	上线日期
《雪鹰领主》	页游	已完成	2016 年 7 月上线
《雪鹰领主》	手游	已完成	2016 年 7 月上线
《莽荒纪 3》	手游	研发中	2017 年开启公测
《校花的贴身高手》	页游	已完成	-
《斗罗大陆 3D》	页游	已完成	2016 年 6 月 1 日
《魔唤》 / 《魔魂契约》	页游	已完成	已上线
《魔兽再临》	手游	已完成	2016 年 7 月
《神域之门》	手游	已完成	2016 年 7 月
《全民口袋争霸》	手游	已完成	2016 年 11 月 1 日
《英雄不要停》 / 《风暴守卫战》	手游	已完成	2016 年

资料来源：公司公告，07073，九游，安信证券研究中心

参股拇指游玩、成奕君兴，整合游戏产业链。2014 年 9 月及 11 月公司先后参股投资手游发行及运营公司拇指游玩 30% 股权、移动应用分发平台成奕君兴 10% 股权，布局游戏产业链中发行及分发渠道环节，围绕精品游戏研发整合游戏产业链上下游，有利于加强公司自研精品游戏推广及运营能力。

拇指游玩核心业务包含手游发行、手游联运及手游分发 App 拇指游戏宝，并与国内主流手游研发商、发行商建立了紧密合作关系，至今已成功运营《七圣争霸》、《新大主宰》、《莽荒纪》、《倒霉熊》、《刀塔之王》、《进击的巨人》等 200 余款热门手机游戏。成奕君兴旗下产品好用助手是国内首个基于社交分享机制的应用分发平台，用户可查询手机应用最近下载人及其手机里所有收藏、安装、分享的软件，同时好用助手独创“分享大厅”，用户可随时分享手机应用使用心得及感受，通过手机应用软件结识新伙伴。

图 30：拇指游玩代理游戏 200 余款

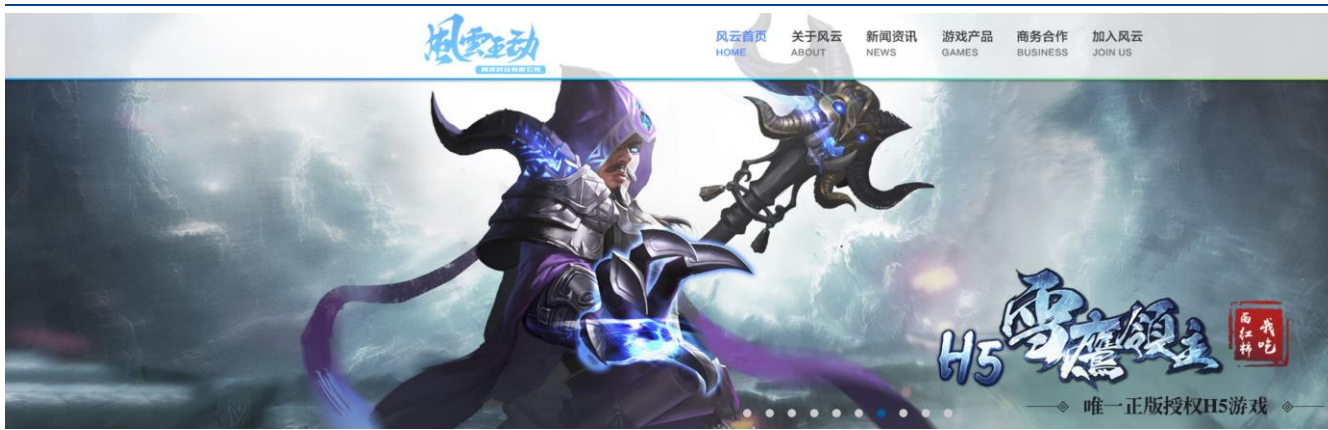


资料来源：拇指游玩官方网站，安信证券研究中心

收购风云互动 49.6% 股权，强化精品游戏研发能力。2016 年 12 月，公司拟斥资 3.12 亿收购风云互动 49.6% 少数股东权益，将其变更为全资子公司，收购完成后将有效增强公司游戏研发实力，巩固公司市场地位，提高游戏产品改编成功率及成功程度，增厚公司业绩。风云互动主营精品页游、手游、H5 游戏研发，拥有较好游戏技术沉淀（flash2D、unity3D 等），

开发游戏包括 ARPG、休闲游戏、回合游戏及策略游戏等多种游戏类型，叠加第一波丰富网文 IP 运营经验，先后受第一波委托成功开发页游《莽荒纪》、页游《校花的贴身高手》、页/手游《雪鹰领主》等多款精品游戏。风云互动 16/17/18/19 年承诺扣非后归母净利润不低于 4500 万/5625 万/6750 万/7830 万，2016 年实际完成 4780.32 万，超额完成业绩对赌。

图 31：风云互动打造 H5 手游《雪鹰领主》



资料来源：风云互动

表 10：风云互动业绩承诺及完成情况

	2016	2017	2018	2019
承诺业绩（扣非，万元）	4500	5625	6750	7830
完成情况（扣非，万元）	4780.32	-	-	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

第一波在成功实现“网文 IP+游戏变现”盈利模式后，开始探索网文 IP 变现新途径，以《莽荒纪》为起点，首推“漫游联动”，最大化挖掘 IP 潜在价值。2015 年《莽荒纪》动画版成功上线爱奇艺，总播放量达到 3.41 亿次（资料来源：爱奇艺）。目前公司正积极开发继《莽荒纪》后另一款具有游戏化、动漫/动画化、影视化潜力超级 IP 《雪鹰领主》。

图 32：《莽荒纪》成功动画化



地区：国漫
类型：热血/冒险/魔幻/动漫
语言：国语
集数：19集全
总播放量：3.41亿次

简介：《莽荒纪》动画是骅威·深圳市第一波网络科技有限公司独立出品的一部国产仙侠动画连续剧集。该剧根据原起点文学白金作家“我吃西红柿”的同名小说改编，讲述了主人公纪宁带着现代记忆转世到莽荒世界后的种种际遇。在新的世界里，弱肉强食、强者为王的世界观每天都在冲击着纪宁。为了保护家人、爱人，为了维护部族的稳定，纪宁不得不放弃懒散安逸的生活态度，选择直面各种历练与考验，快速成长起来……

资料来源：爱奇艺，安信证券研究中心

《雪鹰领主》目前正在起点中文网连载，由起点白金作家我吃西红柿执笔创作。截至 2017 年 3 月 1 日，《雪鹰领主》上榜起点中文网多个榜单，分别在“推荐票榜”、“24 小时热销榜”及“收藏榜”上排名第 5 位、7 位、第 8 位。

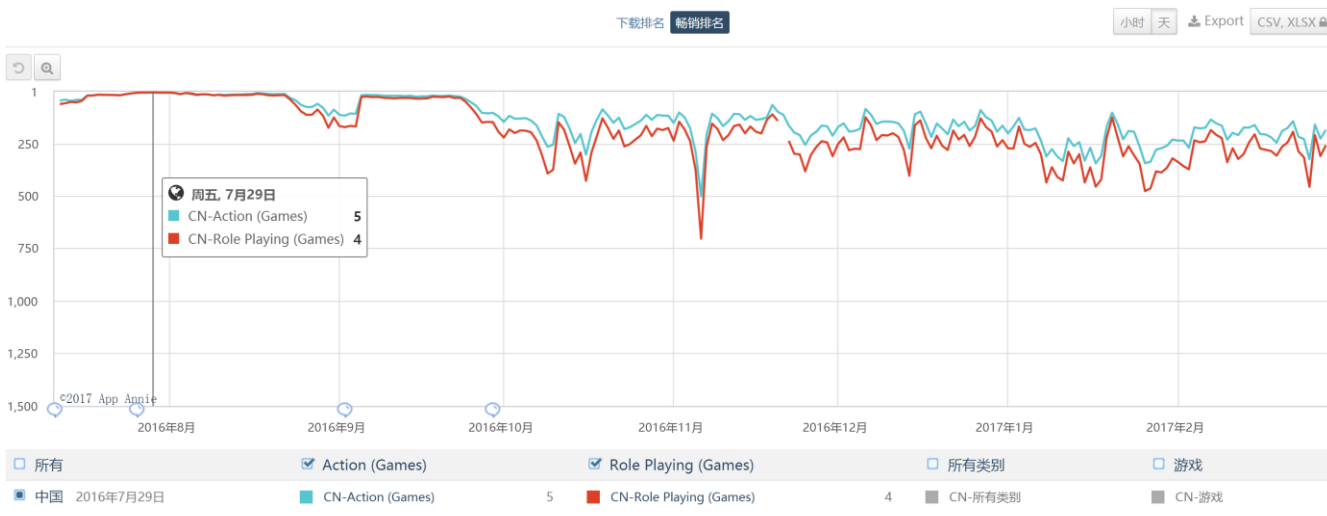
图 33: 《雪鹰领主》上榜起点中文网多个榜单（截至 2017 年 3 月 1 日）

24小时热销榜	推荐票榜 <small>更多 ></small>	周·月·总	收藏榜 <small>更多 ></small>
NO.1 圣墟 销量冠军 玄幻·辰东	NO.1 圣墟 130356 推荐票 玄幻·辰东	NO.1 圣墟	NO.1 异界之门 2301636 收藏数 仙侠·忘语
2 一念永恒	2 斗战狂潮	80014	2 一念永恒 1981946
3 重生完美时代	3 五行天	72728	3 我真是大明星 1534804
4 重生之都市修仙	4 一念永恒	65645	4 斗破苍穹 1444159
5 修真聊天群	5 雪鹰领主	62195	5 大主宰 1431655
6 不朽凡人	6 道君	53424	6 不朽凡人 1204031
7 雪鹰领主	7 天影	48860	7 完美世界 1194646
8 娱乐之荒野食神	8 万古第一强者	41350	8 雪鹰领主 1164912
9 我真是大明星	9 不朽凡人	40560	9 琴帝 1128574
10 斗破苍穹	10 娱乐之荒野食神	36629	10 我欲封天 1047731

资料来源：起点中文网，安信证券研究中心

2016 年 7 月，《雪鹰领主》手游版及页游版成功上线，满足用户不同终端游戏体验需求。其中手游版《雪鹰领主》上线以来最高上榜 App Store 游戏畅销榜第 4 位（资料来源：App Annie）。

图 34: 《雪鹰领主》2016 年 7 月 11 日上线以来苹果畅销榜排名情况



资料来源：App Annie

4. 在线阅读平台预计也将有力支持星生园

4.1. 梦幻星生园是精品言情剧龙头公司

2015年11月，公司12亿收购精品影视剧制作与发行公司梦幻星生园100%股份，涉足精品电视剧&网络剧领域。梦幻星生园自成立之初就坚持精品打造，定位女性客户群体，主营精品言情剧。7年来梦幻星生园改编/创作出多款精品电视剧，制作水平位居行业前列，积累出丰富经验，且出品的所有电视剧均在湖南、浙江、江苏、东方等国内一线卫视播出。如2015年推出的《偏偏喜欢你》、《抓住彩虹的男人》，2016年推出的《寂寞空庭春欲晚》、《煮妇神探》、《放弃我，抓紧我》等。梦幻星生园兼顾IP改编及原创，每年推出2-3部精品剧，IP剧/原创剧推出比例约为1:2，其中IP剧主要源自匪我思存、桐华（公司股东、副总兼创意总监）等知名作家创作的言情文学小说，主打“文学IP+影视剧”的变现模式。目前梦幻星生园储备IP30个左右，创作阶段IP约有10个（资料来源：投资者关系活动记录表）。此次收购梦幻星生园后，电视剧将成为公司优质IP又一重要变现途径，进一步完善公司IP全产业链，初步形成“网文IP+网络游戏+影视剧+动漫+周边衍生产品”的泛娱乐产业布局。

表 11：2011-2017 年梦幻星生园主要出品电视剧

剧名	题材	首播时间	首播平台	导演	主演	文学作品改编/原创
长相思		未知	未知	未知	杨洋、赵丽颖	改编自桐华《长相思》
那片星空那片海	当代科幻	2016年8月完成拍摄，2017年2月6日首播	湖南卫视青春进行时剧场	卫翰韬	冯绍峰、郭碧婷等	改编自桐华同名小说
那片星空那片海第二季	唐代魔幻	2017年1月完成拍摄	湖南卫视	卫翰韬	冯绍峰、郭碧婷等	改编自桐华同名小说
那片星空那片海第三季	未知	预计于2017年下半年拍摄，2018年播出。	未知	未知	冯绍峰、郭碧婷等	基本上为原创
放弃我，抓紧我	都市情感	2016年12月11日	湖南卫视	邓衍成、阮惟新、陈国华	陈乔恩、王凯、乔任梁等	原创
寂寞空庭春欲晚	古代爱情	2016年02月01日	浙江卫视、深圳卫视	吴锦源	刘恺威、郑爽等	改编自匪我思存的同名小说
煮妇神探	民国探案喜剧	2016年01月08日	浙江卫视	吴锦源、陈国华、刘镇明、冯柏源	李小璐、贾乃亮等	原创
偏偏喜欢你	民国爱情	2015年06月16日	湖南卫视金鹰独播剧场	吴锦源、邓衍成、陈国华	陈乔恩、贾乃亮、黄宗泽、郑爽等	原创
抓住彩虹的男人	民国爱情	2015年05月26日	浙江卫视、东方卫视	吴锦源、邓衍成、陈国华	刘恺威、郑爽等	原创
金玉良缘	古代爱情	2014年04月21日	深圳卫视、江苏卫视	黄祖权	霍建华、唐嫣等	原创
最美的时光	都市情感	2013年11月20日	湖南卫视	曾丽珍、黄伟明	钟汉良、贾乃亮、张钧甯、韩熙庭	改编自桐华小说《被时光掩埋的秘密》
如意	民国爱情	2012年01月29日	湖南卫视金芒果独播剧场	张自强	杨幂、刘恺威等	原创
千山暮雪	现代爱情	2011年10月22日	湖南卫视金鹰独播剧场	杨玄（中国台湾）	刘恺威、颖儿、赵楚仑、刘雪华等	改编自匪我思存的同名小说

资料来源：公司公告，百度百科，安信证券研究中心

梦幻星生园制作发行的精品剧表现良好。从收视率上看，根据2016年CSM52城电视剧收视率Top10，《放弃我，抓紧我》、《煮妇神探》分别以1.419%/4.27%、1.407%/3.61%的收视率/收视份额排名榜单第6位、第7位；从网络播放量上看，根据寻艺网播放量半年榜单（截至2017年2月28日），《放弃我，抓紧我》以87.61亿次的播放量排名榜单第8位。

表 12: 2016 年 CSM52 城电视剧收视率 Top10

排名	作品名称	播出平台	收视率 (%)	收视份额 (%)	主演
1	《亲爱的翻译官》	湖南卫视	2.048	6.19	杨幂、黄轩等
2	《麻雀》	湖南卫视	1.714	5.29	李易峰、周冬雨、杨若昀、尹正等
3	《解密》	湖南卫视	1.648	5.11	陈学冬、颖儿等
4	《搭错车》	山东卫视	1.501	3.84	刘琳、马少骅、关晓彤等
5	《锦绣未央》	东方卫视	1.483	3.84	唐嫣、罗晋等
6	《放弃我，抓紧我》	湖南卫视	1.419	4.27	王凯、陈乔恩等
7	《煮妇神探》	浙江卫视	1.407	3.61	李小璐、贾乃亮等
8	《锦绣未央》	北京卫视	1.345	3.84	唐嫣、罗晋等
9	《女医明妃传》	东方卫视	1.296	3.39	刘诗诗、霍建华等
10	《不可能完成的任务》	江苏卫视	1.284	2.67	于震、陈紫函、尹铸胜等

资料来源: CMS, 搜狐, 安信证券研究中心

表 13: 寻艺网电视剧网播量半年榜 (2016/9/28-2017/2/28)

排名	电视剧名称	播放量 (亿)
1	《三生三世十里桃花》	254.32
2	《锦绣未央》	244.21
3	《诛仙青云志》	200.66
4	《孤芳不自赏》	178.33
5	《微微一笑很倾城》	143.72
6	《麻雀》	119.71
7	《幻城》	95.01
8	《放弃我，抓紧我》	87.61
9	《漂亮的李慧珍》	77.76
10	《重生丽人》	76.02

资料来源: 寻艺网, 安信证券研究中心

《放弃我，抓紧我》验证精品剧制作实力。时尚都市爱情剧《放弃我，抓紧我》2016年12月11日在湖南卫视首播，由邓衍成、阮惟新、陈国华执导，陈乔恩、王凯、乔任梁等主演。该剧未播先火，拍摄阶段微博话题即超16亿，讨论量超200万。播出期间同时段收视率三网第一，全网播出量接近百亿，梦幻星生园精品内容制作实力获得市场及观众的高度认可(资料来源:公司公告)。根据酷云实时数据，《放弃我，抓紧我》首播关注度、市占率分别达到0.439%、6.499%，位居全时段、全频道电视剧两项指标榜首；根据CSM52 4+省级卫视黄金剧场收视率统计口径，《放弃我，抓紧我》首播收视率达到1.23%，全网第一，最高收视率达到1.506%，基本保持同时段第一的位置。该剧网络表现也非常突出，根据寻艺网，截至2017年2月28日，总播放量达到87.61亿次。

图 35:《放弃我，抓紧我》海报及简介



放弃我，抓紧我

类型：剧情/爱情

导演：邓衍成/阮惟新/陈国华

主演：陈乔恩/王凯/乔任梁/陈燃

集数：38集

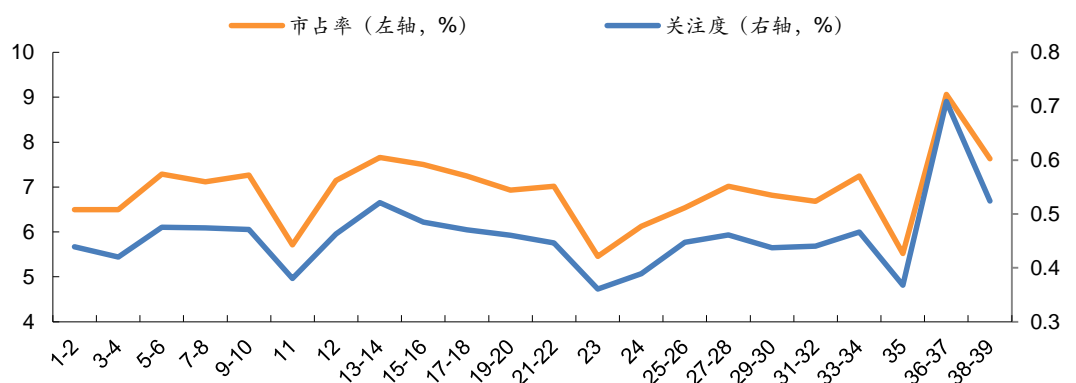
上映时间：2016年12月11日

简介：一次意外溺水，长时间脑部缺氧让著名服装设计师厉薇薇（陈乔恩饰）失去了部分记忆，她的记忆停留在23岁。记忆中热恋的同为设计师的男友竟成了竞争对手，而一个陌生人却成了她的未婚夫。薇薇不相信自己会和前男友陈亦度（王凯饰）分手，她努力调查前因。未婚夫霍骁（乔任梁饰）为了保护薇薇，追回自己的未婚妻，千方百计阻挠薇薇调查，守在她周围……

资料来源：豆瓣

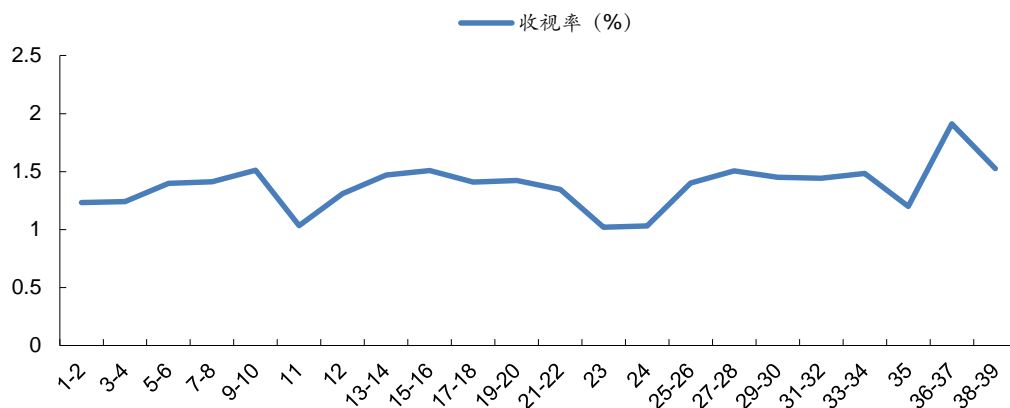
《放弃我，抓紧我》属于大制作精品，剧情环境设定为时尚圈，服装、道具及拍摄场景都精挑细选，投入成本非常高，仅服装制作费用就达到1000多万。如主演王凯全剧共计使用剧服80多套，均为国际一线品牌，其中大部分由梦幻星生园购买，少数由品牌赞助。该剧定位都市白领女性，围绕精品化、年轻化制作剧目，最主要的收视群体是90后（以95后为主）、00后。（资料来源：安信传媒公司调研）

图 36:《放弃我，抓紧我》全时段、全频道关注度及市占率



资料来源：酷云 EYE，安信证券研究中心

图 37:《放弃我，抓紧我》CSM 52 4+省级卫视黄金剧场电视剧收视率



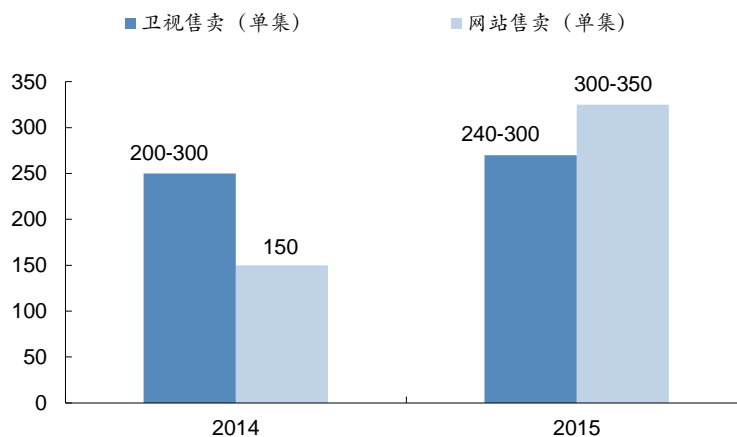
资料来源: CSM, 安信证券研究中心

4.2. 精品内容制作溢价高，公司有望集中受益

根据我们产业链调研纪要显示（风行网 CEO 详解视频行业发展趋势（系列沙龙之三）），因 BAT 介入，网络剧版权的价格由 2011 年年初的 10 万/集飞涨至年底的 180 万/集，2012 年-2014 年基本保持在 200 万/集的水平，2015 年起又开始新一轮暴涨。截至 2016 年底，网络版权涨至 1000 万/集（根据易凯：《凉生，我们可不可以不忧伤》的互联网独播权单集售价高达 1000 万元）。具备头部剧制作能力的影视剧制作公司有望充分受益于头部内容话语权的进一步强化、网络版权价格的持续攀升、精品内容市场容量扩充、变现方式多元化。

付费用户高增长支撑了 2017 年视频网站内容投入的持续增长，精品内容制作壁垒较高供给有限，上游龙头制作公司有望集中受益。2016 年 6 月 1 日，爱奇艺会员突破 2000 万；11 月初，腾讯视频会员数突破 2000 万；12 月初，优酷会员突破 3000 万（资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷会员数据来自对应公司发布会）。BAT、再加上第二梯队的 PPTV、搜狐视频、乐视视频，全网付费会员数破亿指日可待。同时，在目前视频平台竞争格局稳定的背景下，新媒体版权价格有望继续上涨，精品内容市场容量持续增加。精品内容制作的高景气度相对是最确定的，后续类似于唐德《赢天下》、慈文《凉生》等大剧的销售价格曝光将持续验证行业的高景气度。

图 38: 2014、2015 年大剧单集发行价格区间



资料来源: 腾讯, 安信证券研究中心

坚持精品大制作，公司出品精品剧网台售价处于同期高位，《那片星空那片海》第二季、第三季收入确认增厚公司未来业绩。《放弃我，抓紧我》网台售价合计达 500-600 万/集（2015 年 7 月），毛利率 40%-50%。鉴于 2015 年四季度起网络剧价格才开始迅速上涨，《放弃我，抓紧我》售价已达当时市场现代剧最高价格，对比之下，同时期头部网络剧可达 300 多万/集，其中民国题材最高 180 万/集，现代题材最高 200 多万/集。《那片星空那片海》（第三季）网台售价可达千万/集（2016 年 3 月），该剧由梦幻星生园重金聘请的韩国顶级电影特效制作团队进行特效制作（该团队曾全程参与《三打白骨精》、《大闹天宫》、《寻龙诀》等精品电影特效制作），以电影制作标准完成《那片星空那片海》的特效制作，因此制作成本相应提高，毛利率保持在 50%左右（资料来源：安信传媒公司调研）。根据公司 2017 年计划，目前梦幻星生园储备 IP 约 30 个，处于创作阶段 IP 约 10 个，一年出品 2-3 部精品电视剧。2017 年梦幻星生园计划拍摄《那片星空那片海》（第二季、第三季）、《长相思》、《英雄联盟》，预计可显著提升公司影视剧业绩（资料来源：投资者关系活动记录表）。

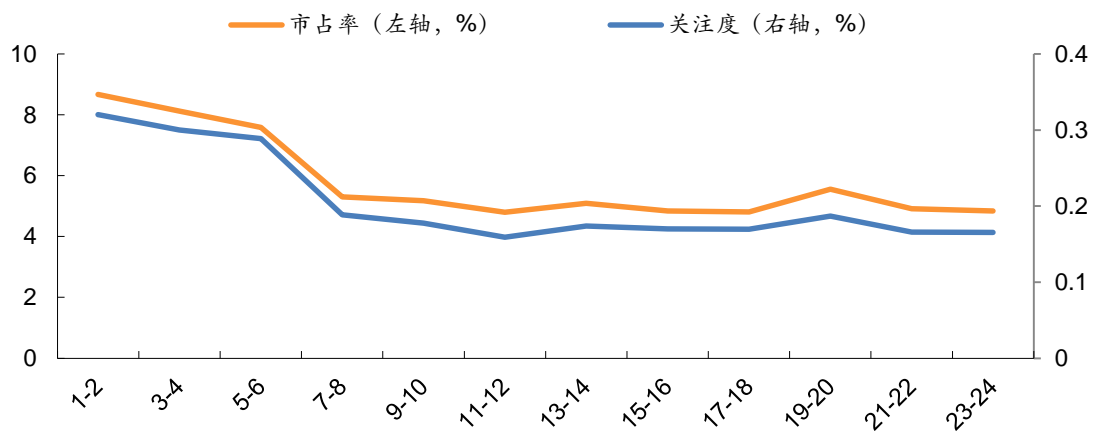
《那片星空那片海》第一季表现优异。都市童话剧《那片星空那片海》第一季（以下简称“《星空海》第一季”）2017 年 2 月 6 日登陆湖南卫视青春进行时剧场，由卫翰韬、邓衍成执导，冯绍峰、郭碧婷、王阳明、王萌黎等主演。根据酷云实时数据，《星空海》第一季首播关注度和市占率分别达到 0.320%和 8.673%，首播市占率位居全时段、全频道电视剧榜首。该剧网络表现同样优秀，根据寻艺网，截至 2017 年 3 月 2 日，总播放量已达 41.66 亿次。

图 39:《那片星空那片海》第一季海报及简介

	<p>那片星空那片海 第一季</p> <p>类型: 爱情/奇幻 导演: 卫翰韬/邓衍成 主演: 冯绍峰/郭碧婷/王阳明/王萌黎 集数: 32集 上映时间: 2017年2月6日</p> <p>简介: 沈螺（郭碧婷饰）是一个善良的平凡女孩，大城市中繁忙的生活令她感到万分疲惫，于是决定来到海岛休养生息。一次偶然之中，沈螺遇见了名为吴居蓝（冯绍峰饰）的男子，很快，沈螺便发现，吴居蓝竟然并非人类，而是属于一个十分古老的种族——鲛人族。美好的爱情跨越了种族产生在了沈螺和吴居蓝之间，两人需要面对的，是比寻常爱情更多的考验和更艰险的旅程。贪婪的周家老爷为了得到鲛人灵珠不惜绑架沈螺以其性命要挟吴居蓝，为了沈螺，吴居蓝甘愿献出生命。</p>
---	---

资料来源：豆瓣

图 40:《那片星空那片海》第一季全时段、全频道关注度及市占率



资料来源: 酷云 EYE, 安信证券研究中心

《星空海》追求精品化制作, 不仅在服装、场景方面要求高, 在特效制作方面也精益求精 (重金请一流团队使用电影级别特效打造)。该剧一共三季, 第二季正在拍摄中, 题材设定为唐代魔幻, 预计 2017 年下半年在湖南卫视播出; 第三季将在 2017 年下半年拍摄, 2018 年播出 (资料来源: 2016 年 5 月投资者关系活动记录表)。《星空海》原著小说源自大 IP, 但内容只够改编第一季, 第二季、第三季皆为原创, 梦幻星生园将充分发挥 IP 改编和原创能力较强的双重优势, 打造影视剧精品《星空海》。鉴于《星空海》第二季、第三季网台签约售价可达千万/集, 2017 年第二季有望确认收入, 2018 年第三季有望确认收入, 假设《星空海》每季拍摄 30 集, 预计第二季、第三季将分别贡献 3 亿营业收入, 未来公司影视业务具有较强业绩支撑。(资料来源: 安信传媒公司调研)

5. 盈利预测

公司坚定文化产业转型, 布局 IP 全产业链, 考虑到公司已剥离玩具业务, 增加合并风云互动 49.6% 股权, 梦幻星生园精品剧业务受益于网台售价提高, 我们预计公司 17/18/19 年实现归母净利润 3.5 亿/4.68 亿/5.38 亿, 对应每股收益 0.41 元/0.54 元/0.63 元。参考同类可比公司, 给予 2017 年 30X-35X 估值, 对应 6 个月目标价 13.12 元, 调高为“买入-A”评级。

6. 风险提示

政策监管趋严、行业竞争加剧等风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	590.6	812.3	1,174.1	1,585.1	2,088.8	成长性					
减:营业成本	316.0	372.1	542.6	734.2	1,041.9	营业收入增长率	23.9%	37.5%	44.5%	35.0%	31.8%
营业税费	6.0	7.2	11.1	14.6	19.5	营业利润增长率	238.2%	167.6%	14.9%	36.1%	15.8%
销售费用	44.7	32.9	61.4	76.9	104.4	净利润增长率	250.3%	151.8%	15.5%	33.7%	15.0%
管理费用	106.8	143.4	196.5	265.7	354.5	EBITDA 增长率	219.6%	170.3%	9.8%	34.1%	14.7%
财务费用	-21.6	-16.8	-31.3	-44.4	-52.5	EBIT 增长率	295.4%	207.0%	11.2%	35.7%	15.6%
资产减值损失	18.1	19.4	12.9	16.8	16.4	NOPLAT 增长率	336.4%	184.7%	11.3%	35.7%	15.6%
加:公允价值变动收益	-0.2	1.0	0.6	-0.1	-0.2	投资资本增长率	380.9%	-13.0%	26.5%	-4.3%	19.0%
投资和汇兑收益	5.4	81.5	5.4	5.4	5.4	净资产增长率	237.0%	2.0%	9.3%	14.7%	14.5%
营业利润	125.7	336.5	386.8	526.6	609.8	利润率					
加:营业外净收支	-3.8	19.1	-0.8	-1.6	-0.9	毛利率	46.5%	54.2%	53.8%	53.7%	50.1%
利润总额	122.0	355.6	386.0	525.0	608.9	营业利润率	21.3%	41.4%	32.9%	33.2%	29.2%
减:所得税	-0.8	23.7	25.5	34.6	40.2	净利润率	20.4%	37.3%	29.8%	29.5%	25.8%
净利润	120.3	303.0	350.0	468.1	538.1	EBITDA/营业收入	21.2%	41.7%	31.6%	31.4%	27.4%
						EBIT/营业收入	17.6%	39.4%	30.3%	30.4%	26.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	110	61	26	16	10
货币资金	438.8	802.8	556.4	1,175.5	1,239.7	流动营业资本周转天数	200	159	160	167	166
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	534	551	441	447	463
应收账款	314.3	225.4	665.4	530.4	985.8	应收账款周转天数	151	120	137	136	131
应收票据	10.0	10.5	6.0	23.7	16.7	存货周转天数	87	111	74	87	98
预付账款	44.5	27.5	51.3	73.0	103.5	总资产周转天数	1,317	1,539	1,117	941	835
存货	205.5	296.3	183.7	584.0	554.8	投资资本周转天数	943	1,061	774	626	509
其他流动资产	100.8	10.7	38.7	50.1	33.1	投资回报率					
可供出售金融资产	58.5	112.8	57.1	76.1	82.0	ROE	3.9%	9.6%	10.2%	11.9%	12.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	9.2%	9.8%	10.6%	11.2%
长期股权投资	114.2	178.7	178.7	178.7	178.7	ROIC	19.7%	11.7%	14.9%	16.0%	19.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	183.1	91.8	77.4	62.9	48.5	销售费用率	7.6%	4.0%	5.2%	4.9%	5.0%
在建工程	-	2.1	2.1	2.1	2.1	管理费用率	18.1%	17.6%	16.7%	16.8%	17.0%
无形资产	28.1	3.3	1.6	-	-	财务费用率	-3.7%	-2.1%	-2.7%	-2.8%	-2.5%
其他非流动资产	1,834.4	1,849.9	1,857.1	1,850.9	1,843.3	三费/营业收入	22.0%	19.6%	19.3%	18.8%	19.5%
资产总额	3,332.1	3,611.8	3,675.6	4,607.4	5,088.1	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	6.8%	12.3%	5.8%	13.8%	10.7%
应付账款	97.9	121.4	101.6	255.3	260.9	负债权益比	7.3%	14.0%	6.2%	16.0%	11.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.93	4.53	9.04	4.26	6.41
其他流动负债	128.2	181.4	64.5	317.2	197.0	速动比率	4.02	3.56	7.94	3.24	5.20
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.82	-18.98	-11.34	-10.86	-10.61
其他非流动负债	1.5	142.1	47.9	63.8	84.6	分红指标					
负债总额	227.5	444.9	213.9	636.3	542.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	9.2	12.5	23.0	45.3	76.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	429.9	859.8	859.8	859.8	859.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,665.7	2,284.6	2,578.9	3,066.0	3,609.9						
股东权益	3,104.6	3,166.8	3,461.7	3,971.1	4,545.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.14	0.35	0.41	0.54	0.63
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	3.60	3.67	4.00	4.57	5.20
净利润	122.8	331.9	350.0	468.1	538.1	PE(X)	81.5	32.4	28.0	21.0	18.2
加:折旧和摊销	25.2	24.3	16.1	16.0	14.4	PB(X)	3.2	3.1	2.9	2.5	2.2
资产减值准备	18.1	19.4	-	-	-	P/FCF	-5.1	15.5	-40.9	16.6	378.2
公允价值变动损失	0.2	-1.0	0.6	-0.1	-0.2	P/S	16.6	12.1	8.4	6.2	4.7
财务费用	-1.7	1.2	-31.3	-44.4	-52.5	EV/EBITDA	83.3	30.1	24.7	17.2	15.0
投资损失	-5.4	-81.5	-5.4	-5.4	-5.4	CAGR(%)	58.6%	19.7%	120.3%	58.6%	19.7%
少数股东损益	2.5	28.9	10.6	22.3	30.7	PEG	1.4	1.6	0.2	0.4	0.9
营运资金的变动	-20.9	223.2	-613.7	112.7	-518.8	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	184.8	296.1	-273.1	569.3	6.3	REP					
投资活动产生现金流量	-747.0	-99.9	61.1	-13.7	-0.5						
融资活动产生现金流量	636.7	168.0	-34.3	63.4	58.4						

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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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