



骅威股份 (002502.SZ)

全面合作日本多美，转型路上突破 IP 瓶颈

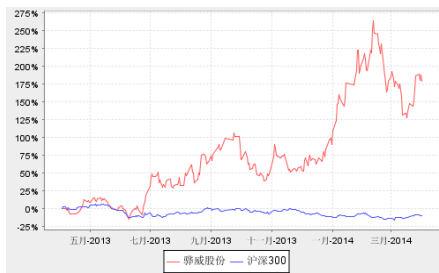
评级： 增持 **前次： 增持**
目标价（元）： 26.23-27.45
 分析师 分析师
陈运红 陈筱
 S0740513080002 S0740513110003
 021-2035198 021-20315209
 chenyh@r.qizq.com.cn chenxiao@r.qizq.com.cn

2014 年 4 月 19 日

基本状况

总股本(百万股)	140.80
流通股本(百万股)	86.94
市价(元)	25.17
市值(百万元)	3543.94
流通市值(百万元)	2188.38

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	448.08	449.21	575.26	698.19	849.54
营业收入增速	-6.77%	0.25%	28.06%	21.37%	21.68%
净利润增长率	-10.59%	-25.64%	132.07%	29.91%	28.26%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.23	0.53	0.68	0.88
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	29.94	64.64	48.65	37.92	29.30
PEG	—	—	0.37	1.27	1.04
每股净资产(元)	6.23	6.36	6.79	7.47	8.35
每股现金流量	0.09	0.05	0.67	0.44	0.60
净资产收益率	4.89%	3.56%	7.75%	9.15%	10.50%
市净率	1.46	2.30	3.09	2.80	2.51
总股本(百万股)	140.80	140.80	140.80	140.80	140.80

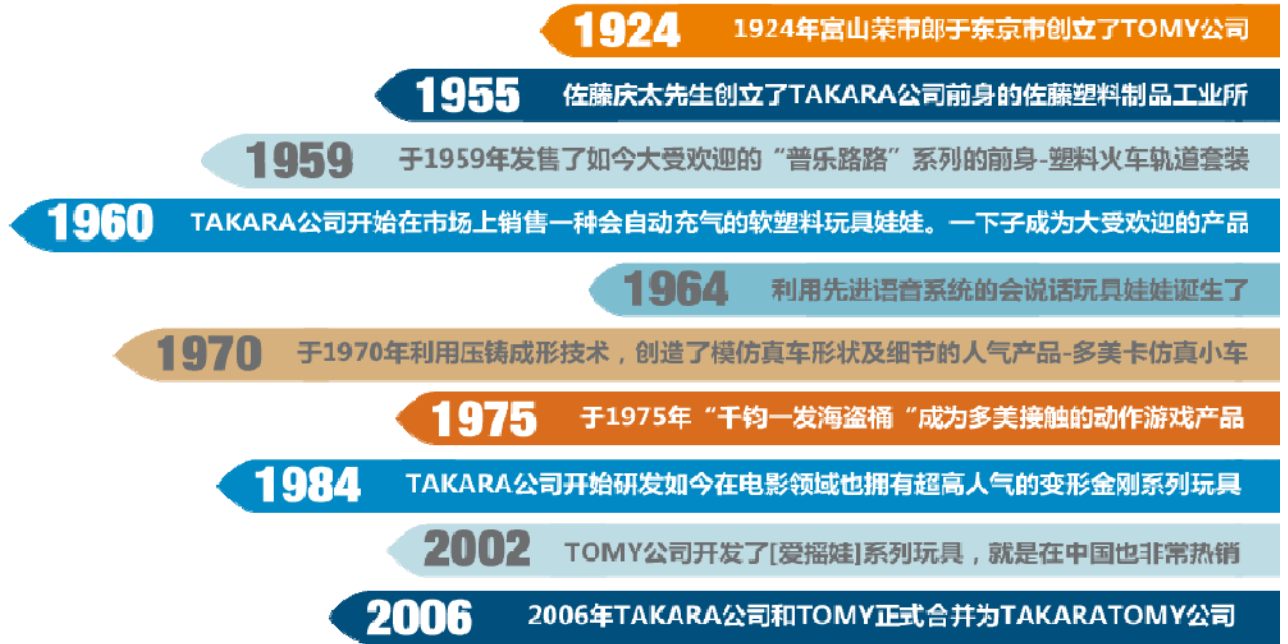
备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 投资要点：全面深度合作日本多美。**4月18日，骅威股份发布公告称，公司与日本株式会社多美和株式会社 TAKARA TOMY（以多美）在深圳签订了《业务合作基本合同》，内容包括：（1）多美和公司就双方选定的玩具策划及原创动漫、游戏项目国际化的协助，在策划、开发、设计、制造、市场营销、销售业务各个方面，相互有效利用各自的权利、专有技术和经验等进行业务合作；（2）多美和骅威在对方进行单项产品策划开发时向策划开发人支付开发费（为该单产销售总额的5%）；（3）公司负责共同推广产品的中国区销售；多美负责日本、北美、中南美、欧洲（包括俄罗斯、东欧）、大洋洲、亚洲（包括印度）和中东（包括土耳其）的销售。（4）单产发明、实用新型、外观设计、著作权等所有知识产权（商标权除外）全部归属于策划开发人。（5）合同有效期为自2014年4月1日起5年。
- 百年品牌，根基深厚。**日本多美司总部设在日本东京，于1997年9月16日上市（东证一部），系2006年由著名玩具公司 TAKARA 和 Tomy 合并而成，目前公司员工2170人，2012年营业额1790亿日元（约合）。株式会社多美是一家从事玩具及幼儿产品的设计、开发、制造以及玩具周边产品，包括玩具零食、铁道模型等的制造及销售的大型日本玩具企业。主营涵盖玩具、卡牌游戏、婴幼儿商品等的企划、制造和销售。公司拥有知名品牌包括精灵宝可梦（口袋妖怪）、仓鼠乐园等的玩具制作权及广受欢迎的甜甜私房猫的品牌授权。
- 短期提升产品附加值及扩张影响力。**多美旗下的品牌产品包括普乐路路、最早利用语音系统的玩具娃娃、“千钧一发海盗桶”、变形金刚系列等玩具，全球销量领先。并且多美在高质量玩具和衍生品开发拥有深厚的技术储备与策划经营积累。如由任天堂授权的口袋妖怪产品系列，相关产品销售额达数十亿美元以上。

通过此次合作，借助多美的品牌效应可快速提升公司传统的玩具制作的附加值，并进一步拓展优化公司在海外的渠道布局，大产品销量的同时将有提升产品附加值。

图表 1: 日本多美发展史



来源：多美中国官网，齐鲁证券研究所

- 中期 IP 库可极大丰富，打通手游、动漫协同可期。多美拥有玩具品牌包括精灵宝可梦、仓鼠乐园、Disney Motos 等。其中精灵宝可梦（口袋妖怪）、甜甜私房猫具备强大的品牌效应、极为广泛的受众和极高的衍生价值。口袋妖怪系由日本任天堂株式会社于 1996 年推出的一款 Game Boy 游戏，独特的游戏系统广受大众的欢迎，年度产品销量过千万。任天堂趁此热潮，推出后续的一系列游戏、漫画、书籍、对战卡片及周边产品，还联合日本东京电视台推出电视动画，以及一年一度的剧场版动画电影，1998 年成功进军美国，并拓展至世界各地。由于口袋妖怪是典型的实现从游戏向玩具、漫画、书籍、卡通片和电影转型的成功经验，与具备 Pokemon 授权的多美合作对于公司中长期实现游戏、动漫与传统的玩具制造业务协同对接将具备长远的指导意义。另外多美拥有广受欢迎品牌甜甜私房猫的品牌授权，公司在手游、动漫及玩具生产策划相关的积累，有望后续与多美在游戏、玩具及影视动漫引进方面实现深度全面的合作。

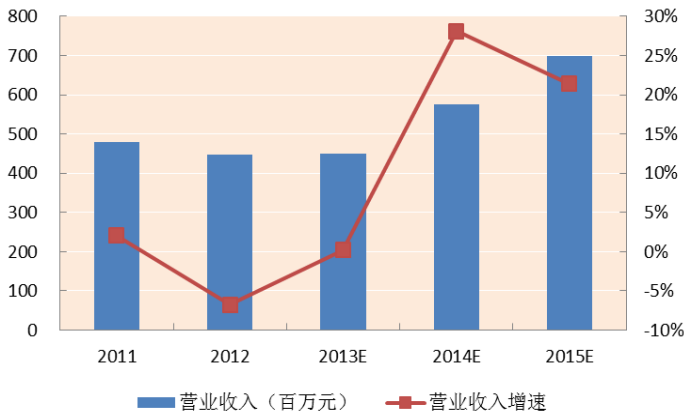
图表 2: 多美品牌涵盖知名玩具、母婴用户及动漫


来源: 多美中国官网, 齐鲁证券研究所

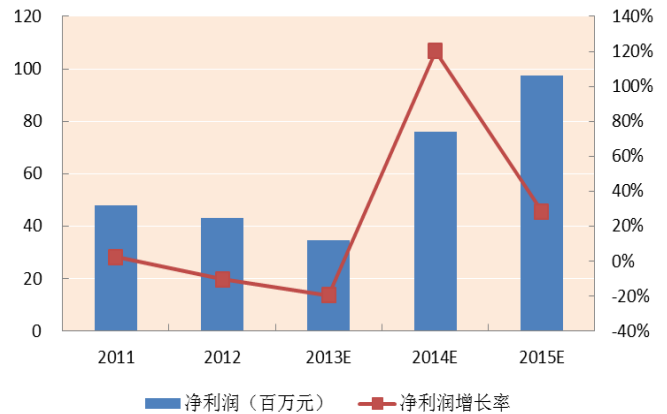
图表 3: 甜甜私房猫动漫系列


来源: 多美中国官网, 齐鲁证券研究所

- 我们认为, 通过此次合作, 可在短期内快速提升公司的品牌效应与产品附加值, 并拓宽巩固公司的海外渠道。从中长期来看, 多美拥有的诸多动漫和玩具品牌有助于突破公司的 IP 瓶颈, 持续推进公司实现游戏、动漫与玩具衍生品的有机协同与互动。由于此次战略合作对公司业绩影响暂不体现, 我们维持原有的盈利预测: 公司 2014-2016 年可实现的 EPS 分别为 0.58 元、0.65 元和 0.88 元, 分别对应 48.65 倍、37.92 倍和 29.30 倍 PE。维持“增持”评级

图表 4: 公司营收及增速预测


来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 公司净利润及增速预测


来源: 齐鲁证券研究所

附录 多美旗下知名品牌简介

1 精灵宝可梦(口袋怪物/宠物小精灵)简介

- 口袋妖怪是由日本任天堂株式会社于 1996 年推出的一款 Game Boy 游戏。其独特的游戏系统广受大众的欢迎，年度产品销量过千万。任天堂趁此热潮，推出后续的一系列游戏、漫画、书籍、对战卡片、电视动画，以及一年一度的剧场版动画电影。1998 年成功进军美国，并拓展至世界各地。成为世界闻名的卡通形象和日本的国民动画。相关产品销售额达数十亿美元以上。目前口袋妖怪已经独立成一公司 - The Pokemon Company，为任天堂旗下的子公司之一。

图表 6: Pokemon 部分卡通产品


来源：齐鲁证券研究所

- “口袋妖怪”如今已经成为游戏产业史上价值最高的品牌。从 96 年至今创造的收益将近 10000 亿日元，“口袋妖怪”横跨一百多个行业共有上万种相关产品。皮卡丘也成为机器猫、Hello Kitty 之后的日本第三大卡通偶像，并且大有后来居上之势。任天堂凭借“口袋妖怪”以及掌上源源不绝的利润而从容面对 SONY 与微软。口袋妖怪在中国玩家中有很大的市场，特别是掌机模拟游戏可以在电脑上用模拟器运行，这就使原先必须购买掌机才可运行的游戏只需在电脑上下载模拟器和 ROM 就可玩。这种方便使包括口袋妖怪在内的掌机游戏迅速在中国玩家中普及。
- **GB 版游戏。**1989 年任天堂推出了可更换卡带的手掌机 Gameboy，凭借《俄罗斯方块》等游戏的支持，手掌机广受欢迎。1994 年 GB 则遭到销售困境。除了投入巨资研发 Virtual Boy 外，任天堂也开始积极挖掘 GB 的新卖点。1996 年 2 月，开发时间长达六年的《口袋妖怪》分为红和绿两个版本推出，96 年正值掌机市场最为惨淡的时期。两个版本的《口袋妖怪》上市后，在媒体和玩家群中的收到热捧。
- **漫画连载。**任天堂与小学馆的儿童杂志《korokoro comic》合作，从 4 月号开始连载《神奇宝贝》。不久后又开始了名为“梦幻的礼物”的读者抽奖活动，受到了杂志读者的热烈欢迎。同月《口袋妖怪·蓝》上市，任天堂与小学馆合作在该出版社的八本杂志上以礼品的形式推出这一新版本游戏。

图表 7: Pokemon 玩具系列



来源: Pokemon 官网, 齐鲁证券研究所

- **对战卡片。**任天堂以多重媒体组合全面打造“口袋妖怪”品牌的计划开始启动。96年10月,原本就是制作花札和扑克起家的任天堂利用现有的生产线制作了“口袋妖怪”的对战卡片,将游戏中所强调的收集和对战的乐趣衍生到了游戏以外的领域,受到日本中小学生的热烈欢迎,卡片对战开始成为扑克牌一样的大众游戏。“口袋妖怪”知名度进一步提升。
- **TV版动画。**1997年4月,“口袋妖怪”TV动画开始播出,取得了相当大的成功,为主题曲挤进了ORICON音乐流行榜TOP10,销量更是突破50万张创下了声优单曲专辑的最高记录。1997年12月“卡通昏迷事件”使得“口袋妖怪”被迫停播。1998年4月,在广大观众的强烈要求之下,修改后的《口袋妖怪》终于复播,并立即登上了收视率排行榜TOP10。在各大媒体的炒作之下,“口袋妖怪”的相关玩具、卡片等成了日本最炙手可热的商品,《口袋妖怪》红、绿、蓝三个版本销量飞速飙升,仅在日本国内就卖出了1100万张以上。
- **电子玩具。**任天堂还紧接着推出了“皮卡丘游戏机”,并且取代了DANDAI“宠物蛋”的位置成为当红的育成型电子玩具。“口袋妖怪”的巨大成功更是将濒死的Gameboy推向了成功的极致,原本在96年就面临淘汰的GB销量暴涨,任天堂为了进一步延长这部主机的寿命而紧接着推出了Gameboy Color,受到了市场的一致追捧。
- **进入美国市场。**98年9月任天堂正式将“口袋妖怪”带到了美国,全美111家电视台开始同步播出英语版的“口袋妖怪”,电视播出首日就创造了收视率的新记录。同月,“口袋妖怪”电影版在美国上映,创造了1010万美元的首日票房记录,在美国电影史上位列第四。“口袋妖怪”电影版的录像带上市第一天就卖出了100万套。皮卡丘等口袋妖怪一下子成为美国最受欢迎的卡通形象,在全美“50大最受欢迎卡通形象”评选中皮卡丘位列15,超过了米老鼠等传统卡通形象。1998年9月底,“口袋妖怪”红、蓝两个版本在美国上市,立刻登上全美游戏销量榜首,并在其后持续热卖长达半年,最后三个版本总销量接近1500万套,销售额接近4亿美元。次年1月“口袋妖怪”的对战卡片开始在美国上市,短期之内就卖出了24亿张,超过了日本16亿张的销售记录。所谓的“Trading Card Game”成为当年度美国青少年间最流行的游戏。任天堂还将在日本进行的N64-GB联动策略带到美国,《口袋妖怪竞技场》、《口袋妖怪

皮卡丘》等作相继在美国上市，与其后的《赛尔达传说时之笛》等作一起大大推动了 N64 的销售势头，98 年圣诞期间，N64 在北美的销量一度逼近 PS。

图表 8: Pokemon 系列电影及票房

第一部		无印剧场版	
集数	中文译名	公映时间	票房收入
1	超梦的逆袭	1998年7月18日	41.5亿日元
2	洛奇亚的诞生	1999年7月17日	63.6亿日元
3	结晶塔的帝王	2000年7月18日	48.5亿日元
4	雪拉比穿越时空的遭遇	2001年7月17日	39亿日元
5	水都的守护神 拉帝亚斯和拉帝欧斯	2002年7月13日	26.5亿日元
第二部		(超世代) 剧场版	
集数	中文译名	公映时间	票房收入
6	七夜的许愿星 基拉祈	2003年7月19日	45亿日元
7	裂空的访问者	2004年7月17日	43.8亿日元
8	梦幻与波导的勇者 路卡利欧	2005年7月16日	43亿日元
9	沧海的王子玛娜菲	2006年7月15日	34亿日元
第三部		(钻石与珍珠) 剧场版	
集数	中文译名	公映时间	票房收入
10	帝牙卢卡VS帕路奇犸VS达克莱伊	2007年7月14日	50.2亿日元
11	骑拉帝纳与冰空的花束 洁咪	2008年7月19日	48亿日元
12	阿尔宙斯 超克的时空	2009年7月18日	46.7亿日元
13	幻影的霸者 索罗亚克	2010年7月10日	41.6亿日元
第四部		(超级愿望) 剧场版	
集数	中文译名	公映时间	票房收入
14	比克提尼与黑英雄 捷克罗姆	2011年7月16日	43.3亿日元
14	比克提尼与白英雄 雷希拉姆	2011年7月16日	
15	酋雷姆VS圣剑士凯路迪欧	2012年7月14日	36.1亿日元
16	神速的盖诺赛克特超梦觉醒	2013年7月13日	

来源：互联网公开资料，齐鲁证券研究所

- **登陆欧洲。**1999 年“口袋妖怪”登陆欧洲，9 月“口袋妖怪”电视动画在英国播出，其后游戏、卡片、玩具等相继全面上市。除了 GB 上的“口袋妖怪”外，已经风靡美日两地的对战卡在英国取得了更大的成功。大街上到处可见拿着“口袋妖怪”卡片的孩子们互相炫耀，这种对战卡片的发行销售更是成了暴利行业。西雅图一家发行商在英国推出了两套 60 张的卡片，一套 7.25 英镑的普通版，一套 9.99 英镑的限量版。由于限量版奇货可居，被一度炒到 300 英镑。

2. 甜甜私房猫简介

- 甜甜私房猫系一部全彩色的猫宠物漫画，故事讲述的是在初次散步就迷了路的虎斑条纹小猫“chi”（小起），被山田洋平和妈妈家捡了回去，从此开始小 chi 也开始另一段新的冒险旅程。产品连载于谈讲社周刊 morning 上。现在单行本发售至第十卷，累计销售 100 万部以上。动画片已推出 2 季共 208 集。多美拥有甜甜私房猫的全系列产品的品牌授权，在大陆地区的授权包括与 KFC 合作推出的使用甜甜猫形象的公仔，与深圳万通顺达开发使用的多城市公交卡。卡通片方面，多美独家授权爱奇艺自 2012 年 4 月份播出。日本相关的动漫授权产品则包括钥匙挂、水

壶、T恤衫等衍生品。

图表 9: 多美与 KFC 合作的授权产品



来源: 多美中国官网, 齐鲁证券研究所

图表 10: 多美与深圳公交合作的公交卡授权产品



来源: 多美中国官网, 齐鲁证券研究所

图表 11: 盈利预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	481	448	449	575	698	850	货币资金	552	524	444	504	517	569
增长率	2.07%	-6.8%	0.3%	28.1%	21.4%	21.7%	应收款项	111	147	186	182	230	282
营业成本	-371	-342	-334	-404	-479	-573	存货	67	61	65	75	90	107
%销售收入	77.1%	76.4%	74.4%	70.3%	68.6%	67.5%	其他流动资产	16	23	23	26	30	35
毛利	110	106	115	171	219	276	流动资产	745	755	719	787	866	992
%销售收入	22.9%	23.6%	25.6%	29.7%	31.4%	32.5%	%总资产	87.0%	80.8%	77.4%	77.6%	78.1%	79.8%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-5	-7	-8	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	91	154	177	196	211	220
营业费用	-27	-26	-31	-36	-45	-54	%总资产	10.6%	16.5%	19.1%	19.3%	19.0%	17.7%
%销售收入	5.6%	5.8%	6.8%	6.3%	6.4%	6.4%	无形资产	20	25	22	22	21	20
管理费用	-30	-40	-44	-51	-64	-78	非流动资产	111	180	210	228	243	251
%销售收入	6.2%	9.0%	9.7%	8.9%	9.2%	9.2%	%总资产	13.0%	19.2%	22.6%	22.4%	21.9%	20.2%
息税前利润 (EBIT)	49	36	36	78	104	136	资产总计	857	935	928	1,015	1,109	1,243
%销售收入	10.2%	8.0%	8.0%	13.6%	14.9%	16.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	7	14	4	8	9	10	应付款项	10	49	23	35	45	54
%销售收入	-1.4%	-3.1%	-1.0%	-1.4%	-1.4%	-1.1%	其他流动负债	3	6	8	22	10	12
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0	流动负债	13	56	31	57	56	67
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.1%	—	1.5%	0.3%	0.3%	0.2%	负债	13	56	31	57	56	67
营业利润	55	48	39	87	113	146	普通股股东权益	844	878	896	956	1,052	1,175
营业利润率	11.4%	10.6%	8.8%	15.1%	16.3%	17.2%	少数股东权益	0	2	2	1	1	1
营业外收支	1	2	-1	0	0	0	负债股东权益合计	857	935	928	1,015	1,109	1,243
税前利润	55	50	38	87	114	146	比率分析						
利润率	11.5%	11.1%	8.5%	15.2%	16.3%	17.2%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-7	-8	-6	-13	-18	-23	每股指标						
所得税率	13.3%	15.3%	16.1%	15.4%	15.6%	15.6%	每股收益 (元)	0.546	0.305	0.227	0.526	0.684	0.877
净利润	48	42	32	74	96	123	每股净资产 (元)	9.588	6.235	6.362	6.788	7.472	8.349
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.398	0.093	0.049	0.671	0.436	0.600
归属于母公司的净利润	48	43	32	74	96	123	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	10.0%	9.6%	7.1%	12.9%	13.8%	14.5%	回报率						
							净资产收益率	5.69%	4.89%	3.56%	7.75%	9.15%	10.50%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.61%	4.59%	3.44%	7.30%	8.68%	9.94%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	投入资本收益率	14.61%	8.56%	6.69%	14.63%	16.31%	18.87%
净利润	48	42	32	74	96	123	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	2.07%	-6.77%	0.25%	28.06%	21.37%	21.68%
非现金支出	9	13	16	17	21	25	EBIT增长率	-20.54%	-26.91%	0.66%	116.59%	32.44%	31.06%
非经营收益	0	0	-1	-1	0	0	净利润增长率	2.29%	-10.59%	-25.64%	132.07%	29.91%	28.26%
营运资金变动	-22	-43	-41	4	-55	-63	总资产增长率	3.45%	9.18%	-0.72%	9.28%	9.27%	12.10%
经营活动现金净流	35	13	7	94	61	84	资产管理能力						
资本开支	17	34	65	35	35	33	应收账款周转天数	71.0	99.3	129.4	109.6	114.5	115.3
投资	0	0	-8	0	0	0	存货周转天数	64.0	68.0	68.9	67.8	68.2	68.2
其他	0	0	1	0	0	0	应付账款周转天数	4.2	27.2	34.7	27.1	29.6	29.6
投资活动现金净流	-17	-34	-72	-35	-35	-32	固定资产周转天数	62.0	70.5	108.5	121.1	115.9	109.1
股权募资	0	3	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-3	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-65.43%	-59.60%	-49.51%	-52.69%	-49.05%	-48.34%
其他	-22	-10	-14	0	-14	0	EBIT利息保障倍数	-7.2	-2.6	-8.4	-9.4	-11.0	-14.0
筹资活动现金净流	-25	-7	-14	0	-14	0	资产负债率	1.49%	5.94%	3.32%	5.65%	5.01%	5.36%
现金净流量	-7	-28	-80	60	12	52							

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。