



骅威股份(002502.SZ)

卓越 IP 运营构建广阔娱乐平台

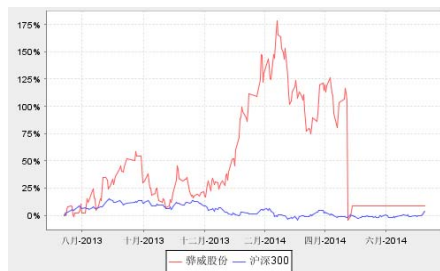
评级: 买入 **前次: 增持**
目标价(元): 19.60-21.30
 分析师: 陈筱
 陈运红 S0740513110003
 S0740513080002 021-20315209
 021-2035198 chenxiao@r.qizq.com.cn
 chenyh@r.qizq.com.cn

2014年7月27日

基本状况

总股本(百万股)	281.60
流通股本(百万股)	173.89
市价(元)	12.83
市值(百万元)	3612.93
流通市值(百万元)	2230.98

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	685.65	863.69	1,018.84
营业收入增速	-6.77%	0.25%	52.63%	25.97%	17.96%
净利润增长率	-10.59%	-25.64%	278.24%	61.20%	27.82%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.23	0.35	0.56	0.71
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	37.05	22.98	17.98
PEG	—	—	0.13	0.38	0.65
每股净资产(元)	6.23	6.36	5.15	5.71	6.42
每股现金流量	0.09	0.05	0.55	0.53	0.68
净资产收益率	4.89%	3.56%	6.72%	9.78%	11.11%
市净率	1.46	2.30	2.49	2.25	2.00
总股本(百万股)	140.80	140.80	348.78	348.78	348.78

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 投资要点: 100%控股第一波网络, 三大亮点值得关注。**7月25日骅威股份发布公告, 公司拟以8.06亿元收购第一波80%股权, 并其中现金支付2.42亿元, 剩余5.64亿元以发行股份的方式支付; 向控股股东郭祥彬募集配套资金2.62亿元用于支付现金对价; 股票与现金发行价为12.30元。交易完成后, 公司持有第一波100%股权。第一波承诺2014-2016年实现净利润不低于8000万元、10400万元和13000万元。我们认为此次交易中, 三大亮点值得关注: (1) 较为适中的现金支付比例有助于第一波核心高管的利益绑定; (2) 实际控制人郭祥彬先生个人定增参与配套融资实现对公司增持彰显其对公司未来发展的充足信心; (3) 整合第一波对应今年12.60倍估值水准显示了公司较强的综合谈判实力。此次全资收购第一波为公司与第一波实现强强联合, 走向综合的娱乐IP运营集团奠定扎实稳健的基础。
- ACGN有望成为消费新蓝海。**在智能终端和网络渗透率快速提升、对ACGN拥有原生性消费习惯的90后群体开始走向主流消费群体、90后消费加速开始向上颠覆渗透80及70后群体过程中, 国内ACGN产业正面临巨大的市场机遇。全球ACG产业及相关衍生品总产值超过8000亿美元, 其中美国产值超过2000亿美元, 日本产值3900亿美元; 2013年我国ACGN产业总市场规模仅为952亿元(150亿美元)。以ACG为主的宅文化产业市场前景广阔, 在国内尚有大量开垦空间, 加上90后群体消费能力增强和00后大军不断涌入, 叠加80及70后消费习惯的逐步同化, ACGN将成为新蓝海。预计中国ACGN产业在2017年有望超过2200亿元, CAGR超过20%。
- 高商业价值游戏IP保稳健营收, 综合IP运营管理平台构建广阔天地。**第一波专注于移动网络游戏开发与运营, 开创了移动游戏中“网络文学+游戏”的发展模式, 基于网络文学的故事背景进行游戏的研发制作, 成功的推出《唐门世界》、《莽荒纪》、《绝世天府》等畅销游戏产品。公司借助高商业价值文学IP

- 及覆盖众多粉丝的作家实现低成本高效率的推广，实现了远高于行业平均的流水分成。未来公司在手储备包括《冰火魔厨》、《校花的贴身高手》在内的多部强大商业价值的网络文学版权，我们认为第一波实现 0.8 亿、1.04 亿元和 1.3 亿元备考是大概率事件。另外第一波在成为公司全资子公司之后，凭借积累下的充分全面的粉丝运营经验与渠道积累，有望借助上市平台带来的品牌效应及低成本融资渠道，快速将粉丝经济运营扩充到其他高商业价值 IP 运营中，最终构建公司成为强大的综合网络娱乐 IP 运营平台。
- **目标价 19.60 元-21.30 元，上调至“买入”评级。**我们认为，第一波网络顺应互联网发展的开源趋势，及 90 后消费群体走向主流消费人群并向下兼容同化 70 及 80 后群体消费带来的 ACGN 红利。通过低成本把握最具备商业价值的网络文学 IP，以粉丝经济模式实现低成本高效的推广，打破了互联网巨头的流量垄断，公司享有平台的溢价。预计公司 2014-2016 年可实现的 EPS 分别为 0.35 元、0.56 元和 0.71 元。我们给予公司目标价 19.60 元-21.30 元，对应 2015 年 35 倍-38 倍 PE。上调至“买入”评级，重点推荐！
- **风险提示：新游戏推广不达预期；新版权获取进展不佳**

内容目录

完成并购第一波，三大亮点值得关注	- 5 -
现金股权比例适中	- 5 -
实际控制人同步增持，彰显发展信心	- 5 -
收购估值合理，综合 IP 运营集团初步构建	- 6 -
新一代消费群体走向舞台带来 ACGN 新空间	- 7 -
快速发展的终端、网络环境孕育 ACGN 沃土	- 7 -
把握生而互联网群体	- 9 -
90 后消费习惯正加速同化主流人群	- 10 -
内容为王，运营冲破巨头藩篱	- 11 -
最商业价值 IP 为王，商业运营能力突出	- 11 -
突破互联网巨头的流量垄断	- 13 -
强强联合，从 IP 变现到品牌悄然华丽转身	- 15 -
综合 IP 运营平台构建广阔天地，上调评级至买入	- 16 -

图表目录

图表 1: 第一波网络股权结构及支付比例	- 5 -
图表 2: 重组前后公司股权结构对比	- 5 -
图表 3: 2013 年游戏公司的平均估值对比 (万元)	- 6 -
图表 4: 中国网民规模和互联网普及率	- 7 -
图表 5: 中国手机网民规模及其占网民比例	- 7 -
图表 6: 中国智能手机出货量及增速	- 8 -
图表 7: 中国移动互联网用户规模及增速	- 8 -
图表 8: 中国网民结构	- 8 -
图表 9: 1990-2000 之间累计出生人口已近 2 亿	- 9 -
图表 10: 互联网已是 90 后最信任的媒介	- 9 -
图表 11: 中国 ACGN 市场规模及增速预测	- 11 -
图表 12: 中国 ACGN 市场结构	- 11 -
图表 13: 第一波网络的营收构成	- 12 -
图表 14: 第一波网络目前的核心作家粉丝数	- 13 -
图表 15: 2013 年网络小说作家富豪榜	- 13 -
图表 16: 第一波核心 IP 改编成的游戏情况	- 14 -
图表 17: 《莽荒纪》第一波收入分成比例	- 14 -
图表 18: 《唐门世界》第一波收入分成比例	- 14 -
图表 19: 第一波网络在手版权储备丰厚	- 15 -



图表 20: 骅威股份与第一波网络构建起综合娱乐品牌运营的雏形 - 16 -

图表 21: 利润表 (考虑到第一波网络合并后的备考) - 16 -

图表 22: 盈利预测简表..... - 18 -

完成并购第一波，三大亮点值得关注

现金股权比例适中

- 7月26日，公司发布公告称，拟向付强、黄巍、张威、张宇驰、蔷薇投资以发行股份及支付现金方式购买其持有的第一波80%股权，并向控股股东郭祥彬募集配套资金2.62亿元用于支付现金对价。公司共支付交易对价8.06亿元，其中现金支付2.42亿元，剩余5.64亿元以发行股份的方式支付（即现金支付比例占交易总额的30%）。其中蔷薇投资系由高管付强、黄巍、张威（唐家三少）、张宇驰4人的合资有限公司，通过此次交易，付强等高管通过蔷薇投资实现小比例的现金回报，大部分交易对价则通过骅威股份的股权对价支付，实现了非常显著的利益绑定。为骅威股份与第一波网络实现强强联合，走向综合的娱乐IP运营集团奠定扎实稳健的基础。

图表 1：第一波网络股权结构及支付比例

序号	交易对方	占第一波 股权比例	总支付对价 (万元)	股份支付金额 (万元)	现金支付金额 (万元)
1	付强	28.16%	28,384.35	28,384.35	-
2	黄巍	15.36%	15,483.50	15,483.50	-
3	张威	5.12%	5,159.10	5,159.10	-
4	张宇驰	2.56%	2,582.65	2,582.65	-
5	蔷薇投资	28.80%	29,030.40	4,838.40	24,192.00
合计		80.00%	80,640.00	56,448.00	24,192.00

来源：齐鲁证券研究所

实际控制人同步增持，彰显发展信心

- 公司发行股份及支付现金、配套募集资金购买资产所涉发行股份的定价价格为定价基准日前20个交易日股票交易均价，即12.30元/股。其中公司向付强、黄巍、张威、张宇驰和蔷薇投资发行股份数量合计4589.27万股，向公司实际控制人郭祥彬先生发行股份数量合计为2129.43万股，合计发行数量为6718.70万股，发行完成后，公司总股本增至3.45亿股。

图表 2：重组前后公司股权结构对比

股东名称	本次交易前		本次交易后 (不考虑配套融资)		本次交易后 (考虑配套融资)	
	持股数(股)	股权比例	持股数(股)	股权比例	持股数(股)	股权比例
郭祥彬	107,712,000	38.25%	107,712,000	32.89%	129,006,308	36.99%
付强	-	-	23,076,707	7.05%	23,076,707	6.62%
黄巍	-	-	12,588,211	3.84%	12,588,211	3.61%
张威	-	-	4,194,390	1.28%	4,194,390	1.20%
张宇驰	-	-	2,099,715	0.64%	2,099,715	0.60%
蔷薇投资	-	-	3,933,658	1.20%	3,933,658	1.13%
董监高持股	18,120,960	6.44%	18,120,960	5.53%	18,120,960	5.20%
其他社会公众股东持股	155,767,040	55.32%	155,767,040	47.56%	155,767,040	44.66%
合计	281,600,000	100%	327,492,681	100%	348,786,989	100%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 公司的配套融资部分系公司实际控制人郭祥彬先生募资实现，通过参与配套融资，郭祥彬先生持有上市公司股权比例依然高达 36.99%，除了可以保持较为集中的控股权，为公司稳步强势的推进转型奠定良好基础外，更彰显了公司对未来高速成长的强大信心。

收购估值合理，综合 IP 运营集团初步构建

- 第一波网络承诺 2014-2016 年可实现的净利润备考分别不低于 8000 万元、10400 万元和 13000 万元，此次交易分别对应 2014-2016 年 12.59 倍、9.96 倍和 7.75 倍 PE。如考虑去年整合第一波 20% 股权在内，公司收购 100% 股权估值则为 10.70 倍、8.23 倍和 6.58 倍，远低于近期游戏收购的平均 14.14 倍估值，显示了公司强大的综合议价能力。

图表 3：2013 年游戏公司的平均估值对比（万元）

上市公司	标的	收购比例	基准日	标的股权交易价格	基准日当年净利润	收购市盈率	基准日净资产	收购市净率
北京掌趣科技股份有限公司	北京玩蟹科技有限公司	100%	2013.6.30	173,900.00	11,938.95	14.57	5,984.80	29.06
	上游信息科技(上海)有限公司	70%	2013.6.30	81,400.00	7,489.16	15.53	2,863.92	40.60
华谊兄弟传媒股份有限公司	广州银汉科技有限公司	50.88%	2013.6.30	67,161.60	10,976.06	12.03	8,348.87	15.81
北京神州泰岳软件股份有限公司	天津壳木软件有限责任公司	100%	2013.6.30	121,500.00	8,068.54	15.06	4,548.79	26.71
天舟文化股份有限公司	神奇时代网络有限公司	100%	2013.6.30	125,400.00	8,701.98	14.41	5,636.05	22.25
游族网络股份有限公司	上海游族信息技术有限公司	100%	2013.8.31	386,696.73	27,834.21	13.89	12,023.87	32.16
广东奥飞动漫文化股份有限公司	上海方寸信息科技有限公司	100%	2013.8.31	32,500.00	2,317.12	14.03	1,594.63	20.38
	北京爱乐游信息技术有限公司	100%	2013.8.31	36,700.00	2,633.40	13.94	3,588.70	10.23
深圳雷柏科技股份有限公司	北京乐汇天下科技有限公司	70%	2013.11.30	58,800.00	6,000.00	14.00	4,914.91	17.09
芜湖顺荣汽车部件股份有限公司	上海三七玩网络科技有限公司	60%	2013.7.31	192,000.00	22,000.00	14.55	13,654.33	23.44
星辉互动娱乐股份有限公司	广东天拓资讯科技有限公司	100%	2013.9.30	81,200.00	6,019.90	13.49	5,510.17	14.74
平均值						14.14	6,242.64	22.95
骅威股份	第一波网络	80%	2014.5.31	80,640.00	8,000.00	12.6	5,438.41	21.3

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 交易完成后，公司持有第一波 100% 股权，系公告继去年 12 月份完成对第一波 20% 股权收购后，实现对第一波网络全资股权收购的完成。第一波主要从事移动网络游戏的开发与运营，成立至今坚持走“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，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。第一波的《莽荒纪》上线以来月流水最高可达 1700 万元，曾在 IOS 下载排行榜上名列第十；《唐门世界》和《绝世天府》上线至 2014 年 5 月底累计流水分别超过 7300 万元和 3700 万元。第一波凭借创始人具有网络著名作家和游戏企业经营者的双重身份，利用企业自身在“网络小说”和“游戏”双行业的先发优势，深度挖掘网络文学与游戏的契合点，不断创新符合市场的游戏内容与玩法。面对娱乐产业向多元互联综合体验发展的趋势，骅威股份致力于拓展“基于 IP 价值全面挖掘的多轮驱动”的娱乐产业升级战略。公司玩具产品已形成智能玩具、塑胶玩具、模型玩具、动漫玩具和其他玩具等五大系列；拍摄了《蛋神奇踪》、《音乐奇侠》等多部动漫作品，推广相关衍生产品；此次完成 100% 收购第一波网络，有助于加速拓展公司游戏板块，构建起综合娱乐 IP 运营平台的雏形。

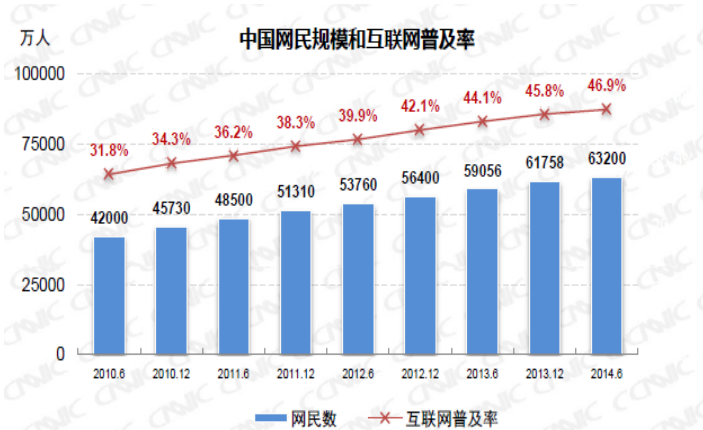
新一代消费群体走向舞台带来 ACGN 新空间

- 在网络渗透率快速提升、对 ACGN 拥有原生性消费习惯的 90 后群体开始走向历史舞台、90 后消费习惯开始向上颠覆渗透 80 及 70 后群体过程中，国内的 ACGN 产业正面临巨大的市场机遇。

快速发展的终端、网络环境孕育 ACGN 沃土

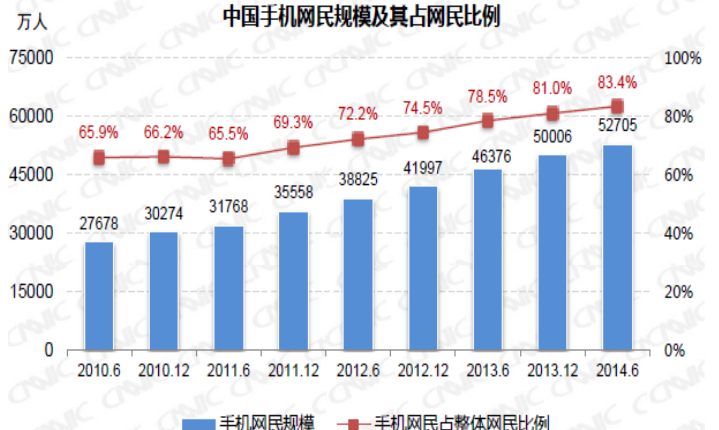
- 根据 CNNIC 今年 7 月发布的《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2014 年 6 月，我国网民规模达 6.32 亿，半年共计新增网民 1442 万人。互联网普及率为 46.9%，较 2013 年底提升了 1.1 个百分点。截至 2014 年 6 月，我国手机网民规模达 5.27 亿，较 2013 年底增加 2699 万人，网民中使用手机上网的人群占比进一步提升，由 2013 年的 81.0% 提升至 83.4%，手机网民规模首次超越传统 PC 网民规模。手机网民规模在 2013 年全年激增 8009 万之后，潜在手机网民已被大量转化，手机网民在网民中的占比已经处于相当高位，未来一段时间我国手机网民增长将主要依靠创新类移动应用迎合非手机网民潜在网络需求来拉动。

图表 4：中国网民规模和互联网普及率



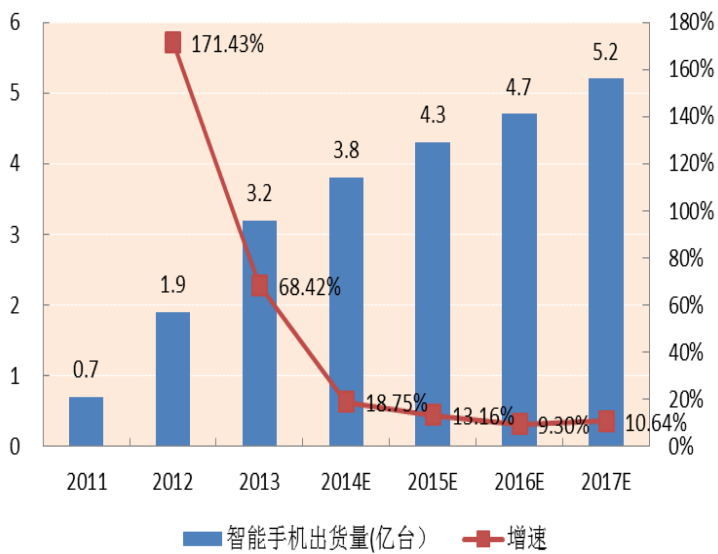
来源：CNNIC，齐鲁证券研究所

图表 5：中国手机网民规模及其占网民比例

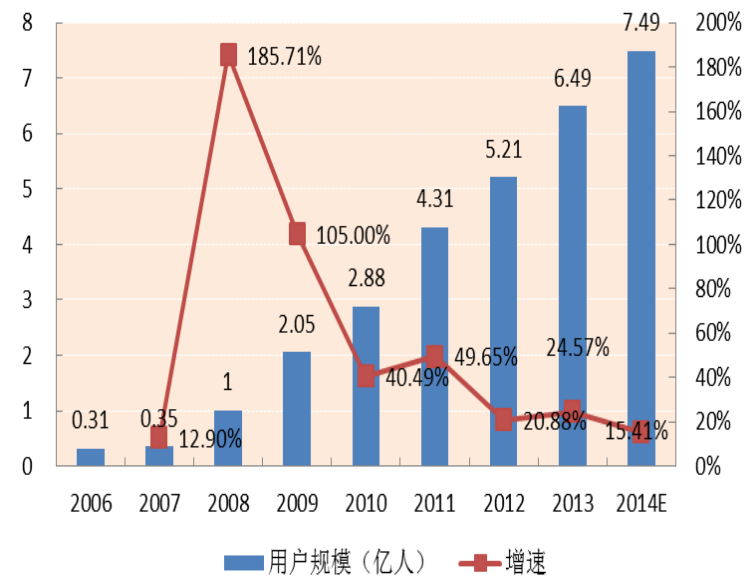


来源：CNNIC，齐鲁证券研究所

- 智能终端与移动网络渗透率提升。**根据工信部电信研究院的数据，中国智能手机在 2012 年第二季度首次超过非智能机出货量，比上年同期增长 166.8%，市场占有率达到 55.3%，移动网游的硬件基础已经具备。2014 年 2 月中国智能终端市场出货量约为 3,787 万台，同比去年 2 月上涨了 6.5%；预计 2014 年中国智能终端整体出货量将达到 5.1 亿台，较 2013 年上涨 17.4%，其中台式机出货量 3776 万台，笔记本出货量 2,325 万台，平板电脑出货量 2930 万台，智能手机出货量 4.28 亿台。智能手机的出货量在 2017 年将达到 5.2 亿台，增长速度会逐渐放缓，但仍保持在 9% 以上。移动互联网随着智能终端的渗透率、网络质量的提升及资费的下降渐渐步入高速成长期。中国移动互联网用户由 2006 年的 3100 万增至 2013 年的 6.49 亿人，CAGR 为 54.42%。

图表 6: 中国智能手机出货量及增速


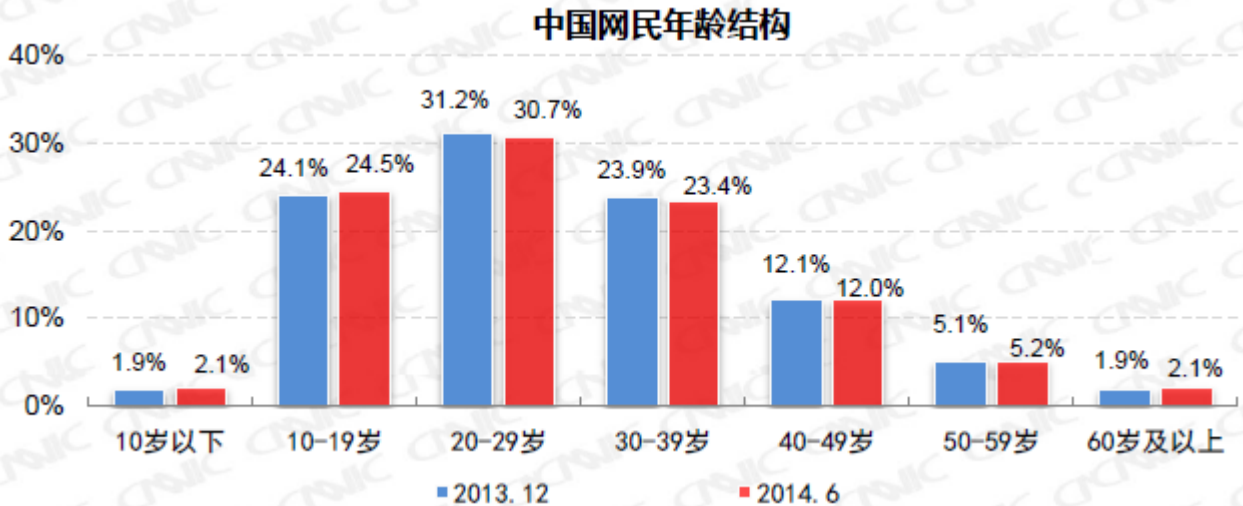
来源：艾瑞咨询，齐鲁证券研究所

图表 7: 中国移动互联网用户规模及增速


来源：艾瑞咨询，齐鲁证券研究所

- 截至 2014 年 6 月，20-29 岁年龄段网民的比例为 30.7%，在整体网民中占比最大。相比 2013 年底，20 岁以下网民规模占比增长 0.6 个百分点，50 岁以上网民规模占比增加 0.3 个百分点，互联网继续向高龄和低龄群体渗透。**

图表 8: 中国网民结构



来源：CNNIC，齐鲁证券研究所

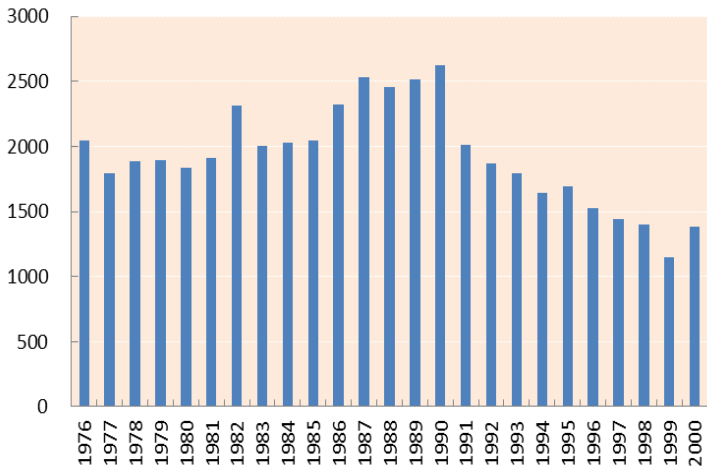
- 智能终端的普及、互联网、移动互联网渗透率的提升、网络资费的下降和便捷支付手段的普及，为优质 IP 多渠道变现孕育了成熟且良好的环境基础。一方面尽可能多的用户开始成为 AGGN 消费群体，另一方面，单位用户的纵向消费体量也在显著提升。

把握生而互联网群体

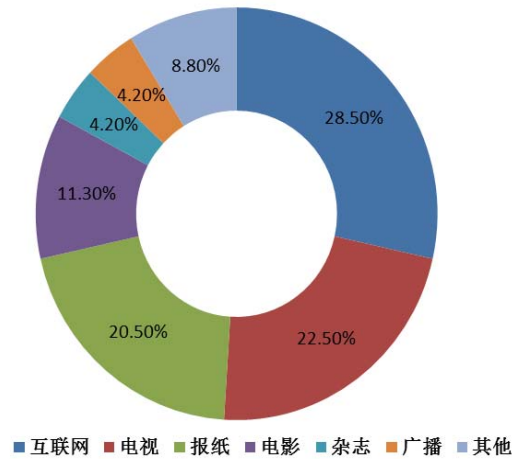
- 随着生而互联的 90 后逐步进入主流消费群体，其消费习惯也开始逐步向上兼容同化 80 后与 70 后消费群体。这些群体以 A（漫画）C（动漫）G（游戏）N（网络小说）为主要的消费对象。90 后在走向主流的消费群体的同时，还在向下兼容渗透改变着 80 后 70 后消费习惯，因此我们认为国内的 ACGN 正将享受两者叠加带来的超额成长红利。
- 随着 90 后群体的踏入社会，90 后已经成为重要消费人群。据第六次全国人口普查数据，中国 90 后人口数量已达 1.9 亿，其中 1990~1995 年人口数量占据将近 50% 比例。随着互联网经济时代的全面到来，年轻群体的市场容量与消费潜力不容忽视。IDC 发布白皮书，2013 年中国网络零售市场交易规模达到 18832.5 亿元，2014 年中国将超过美国成为全球第一大网络零售市场；其中网络主要消费人群逐步被互联网“原住民”所取代。2013 年，互联网在 90 后人群中的覆盖率接近 32%，预计 2014 年将超过 40%。
- 数据显示，中国的 90 后一代，有超过 80% 的人都有上网经历，超过 60% 的城镇儿童的家中互联网连接。对于他们而言，网络世界甚至比现实世界更为重要。对于从小在数字化多屏环境中成长起来的 90 后，除了被动接受媒体和品牌信息，他们更擅长用搜索工具寻找答案，他们更注重自我，追求时尚，倡导个性，不希望被指点。新鲜传媒《移动中着的 90 后》报告中，最值得 90 后群体信任的媒体：28.5% 的人选择互联网，22.5% 选择电视，20.5% 选择报纸，11.3% 选择电影，4.2% 选择杂志，4.2% 选择广播。90 后群体信任的媒体排名依次是互联网、电视、报纸、电影、杂志、广播。

图表 9：1990-2000 之间累计出生人口已近 2 亿

■ 图表 10：互联网已是 90 后最信任的媒介



来源：国家统计局，齐鲁证券研究所



来源：新鲜传媒，齐鲁证券研究所

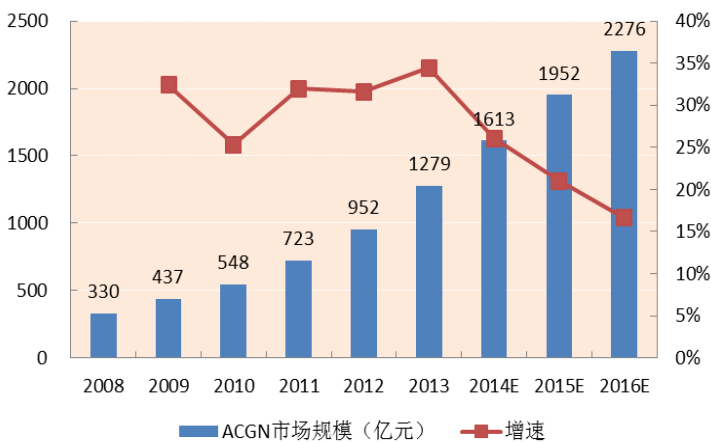
90 后消费习惯正加速同化主流人群

- 随着脸萌的一夜走红，业界对 90 后创业人群给予了更多关注，新闻媒体、学者专家们纷纷开始挖掘 90 后群体背后的秘密，试图在 90 后身上找到共通点或普世价值。生长于城市的大多数 90 后人群热衷于动漫、游戏为主的 ACGN 圈，同时也是御宅族的成员。宅系文化是 90 后思维的核心内容，是开启中国互联网下一片蓝海的关键钥匙。宅系文化在国内由来已久，上世纪 90 年代前后，宅系文化在国内生根发芽，紧接着一群有志青年试图将舶来物（动漫、游戏等）进行改造、二次创作，并努力找寻适合本国发展的 ACG 文化事业。动漫字幕组、游戏汉化组、各类 ACG 论坛、社区网站在中国互联网上拔地而起，然而生存率几乎为零，主要由于政策不支持、大众认同度低、缺乏收入来源，难以维系。值得注意的是，这些字幕组、汉化组、各类论坛网站的运营者，他们大多分散劳作，秉着分享、交流、非盈利的原则，这种运作方式与美国 80 年代的开源社区协作异曲同工：同样分散式劳作和共享交流精神，其结局也惊人相似：没有法律保障（后来直接引发了 GNU 宣言）；缺乏收入来源；难以对抗微软等大公司的竞争。2000 年后谷歌的崛起、开源社区的复兴就是最好的例子。如今的开源软件不仅在移动互联网时代大放异彩，且大有渗透传统桌面领域，取代微软之势。回头来看国内以 ACG 为代表的宅系文化，近年来依托互联网二次发展、移动互联网兴起得到广泛传播，一个重要的例子是人们日常生活甚至各类媒体中的用语用词越来越多地使用来自 ACG 圈的语言（如“萌”、“控”、“吐槽”的概念等等）；越来越多的影视作品、综艺节目、游戏设计、平面广告也逐渐注重“萌”、“吐槽”等属性的运用。
- 这种亚文化渗透主流文化的现象，正从 90 后人群开始向 80 后、70 后人群蔓延。首先，宅系文化是 90 后思维的核心。作为亚文化的一种，宅系文化在主流文化的基础上得以延展，滋生出游戏宅、动漫宅、资深宅、乐器宅、技术宅等等，内容包罗万象，远超出了 ACG 的范畴。其次，宅系文化的承载者——宅系群体或宅系内容的生产者、消费者不再是一座座孤岛，互联网的二次发展特别是移动互联网的兴起为他们开辟渠道。许多 ACG 创作者更注重分布式的线上协作，其组成虚拟团队，

借鉴国外开源社的协作方式，创造出大量的优秀原创、同人作品，极大地丰富了整个互联网文化内容。出生于 90 年前后的一代已经没有了计划经济的影子，更多地受到改革大潮所带来的新思潮、新事物以及各式各样的舶来品的影响。这个群体热衷于在网络上表达诉求，善于用形象、潮流、夸张、个性化的符号交流情感，时代和环境赋予了他们共同的集体潜意识，而这种潜意识往往在网络上引发蝴蝶效应，这种现象多发于 90 后思维群体。第三，宅系事业的运营者主要是 90 后思维群体中的精英，他们成长于深受宅文化熏染的互联网时代，同时具有宅文化基因和互联网基因，因而对宅系人群的兴趣喜好，对宅系互联网产品的生产运营了如指掌。¹从这个角度来看，90 后消费习惯正以惊人的速度向下兼容渗透着 80 后 70 后消费群体，从而带来 ACGN 市场双重叠加的增加推动。

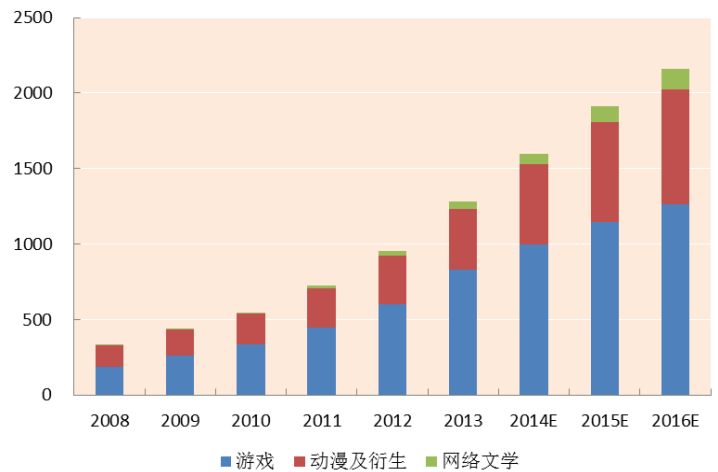
- 全球 ACG 产业及相关衍生品总产值超过 8000 亿美元，其中美国产值超过 2000 亿美元，日本产值 3900 亿美元；2013 年我国 ACGN 产业（按照游戏、动漫与网络文学加总计算）总市场规模仅为 952 亿元（150 亿美元）。以 ACG 为主的宅文化产业市场前景广阔，在国内尚有大量开垦空间，加上 90 后群体消费能力增强和 00 后大军不断涌入，该领域注定将成为业界新蓝海。

图表 11: 中国 ACGN 市场规模及增速预测



来源: 艾瑞咨询, 齐鲁证券研究所

图表 12: 中国 ACGN 市场结构



来源: 艾瑞咨询, 齐鲁证券研究所

内容为王，运营冲破巨头藩篱

- 经过 1 年的高速发展，依仗独到的商业理念经营，第一波网络已经冲破互联网巨头构建的流量入口垄断的藩篱，依靠及强大的 IP 筛选与运营能力获取了高于行业平均的游戏流水分成回报。第一波网络已经由单纯的网络小说游戏策划公司发展为综合的游戏运营公司，并有望向轻资产的大型综合 ACGN 品牌管理公司迈进。

最商业价值 IP 为王，商业运营能力突出

¹ 以上内容引自钛媒体《宅系文化才是 90 后思维的核心》，<http://www.tmtpost.com/123139.html>

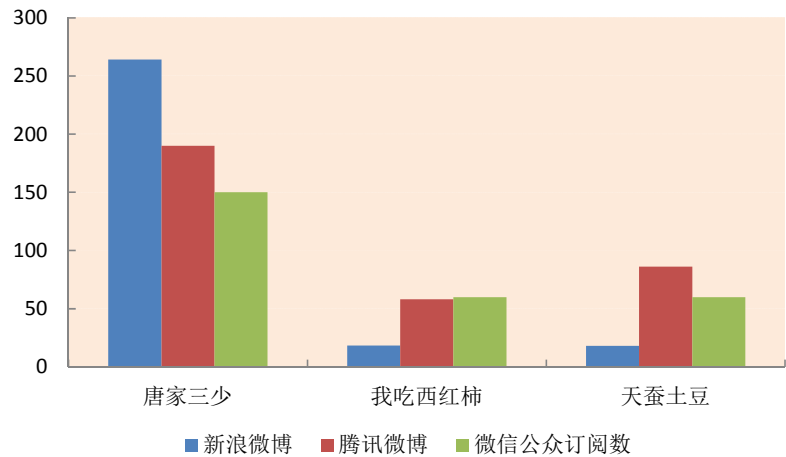
- 第一波自 2013 年 9 月份成立至今坚持走“网络文学+游戏”的精品化移动游戏路线，专注于研发与推行围绕网络文学 IP 改编的游戏类型。公司坚持选取最具备商业价值的网络文学 IP，通过覆盖数量广泛的粉丝进行低沉本推广，以冲破互联网巨头的流量垄断。公司先后打造出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》等多个成功产品，探索出独有的网络文学和游戏相结合的娱乐发展模式。第一波网络创始人付强先生兼具网络文学作家与游戏开发者的双重身份，是 90 后思维运营的精英，成长于深受宅文化熏染的互联网时代，同时具有宅文化基因和互联网基因，因而对互联网产品的生产运营了如指掌。
- 在运营推广方式上，第一波根据游戏类型设置推广计划，与小说作家、名人等签订推广合同，借助他们微信、微博等自媒体渠道针对性的推送相关游戏；与各移动广告商合作，选择具有针对性的联运市场推送；市场部定期发布活动策划，运营部与市场部配合执行市场营销活动；每月进行推广计划总结，进一步完善后续推广。第一波的《莽荒纪》上线以来月流水最高接近 1700 万元，曾在 IOS 下载排行榜上名列第十；《唐门世界》和《绝世天府》上线至 2014 年 5 月底累计流水分别超过 7300 万元和 3700 万元。

图表 13：第一波网络的营收构成

游戏名称	2014 年 1-5 月		2013 年度		2012 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
莽荒纪	5,427.69	57.52%	1,466.46	36.15%	-	-
唐门世界	1,468.11	15.56%	2,190.34	53.99%	-	-
绝世天府	2,539.02	26.91%	355.58	8.76%	-	-
其他	0.70	0.01%	44.66	1.10%	169.64	100%
合计	9,435.52	100%	4,057.04	100%	169.64	100%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 例如第一波网络的精品游戏《唐门世界》初始运营均通过唐家三少的忠诚粉丝实现推广，通过 Appstore 和官服 android、官服直接带来了 1200 万流水（该 1200 万不需要跟渠道分成），因此毛利率更为可观。从《唐门世界》的成功运营可以发现，唐家三少的读者群“唐门”的规模优势、读者群的付费能力可促成千万月收入。唐家三少在新浪微博有 264 万的粉丝，腾讯微博 190 万粉丝，微信订阅用户 150 万。依靠社交平台近 600 万的订阅用为《唐门世界》的最大的渠道，核心用户完全可由唐家三少个人掌握，除此之外，还有读者自己建立的大量唐门 QQ 群组织（如同游戏公会），在相关游戏发布之后，作者和运营方稍作引导，读者就集中涌入游戏之中，庞大的用户基数及较高的转化率成为《唐门世界》上线一个月即可实现 1200 万元流水的关键。

图表 14: 第一波网络目前的核心作家粉丝数


来源: 互联网公开资料, 齐鲁证券研究所

突破互联网巨头的流量垄断

- 值得注意的是, 第一波网络建立起深厚合作关系的网络作家均为 2012 和 2013 年网络作家版税排名前三的作家, 这些作家优质网络文学的持续创作能力及长期积累的粉丝效应是公司游戏实现快速高效的保障。

图表 15: 2013 年网络小说作家富豪榜

排名	作家	版税 (万元)	作家年龄	经典代表作
1	唐家三少	3300	31	《斗罗大陆》
2	我吃西红柿	2100	25	《吞噬星空》
3	天蚕土豆	1800	23	《斗破苍穹》
4	骷髅精灵	1700	31	《圣堂》
5	血红	1400	33	《光明纪元》
6	梦入神机	1000	28	《圣王》
7	辰东	800	30	《神墓》
8	耳根	700	31	《仙逆》
9	柳下挥	650	28	《火爆天王》
10	风凌天下	620	30	《异世邪君》
11	跳舞	600	31	《猎国》
12	鱼人二代	450	29	《很纯很暧昧》
13	苍天白鹤	430	37	《武神》
14	高楼大厦	410	32	《僵尸医生》
15	无罪	400	33	《仙魔变》
16	月关	370	40	《回到明朝当王爷》
17	天使奥斯卡	300	36	《篡清》
18	忘语	260	36	《凡人修仙传》
19	猫腻	230	35	《将夜》
20	打眼	200	35	《天才相师》

来源: 华西都市报, 齐鲁证券研究所

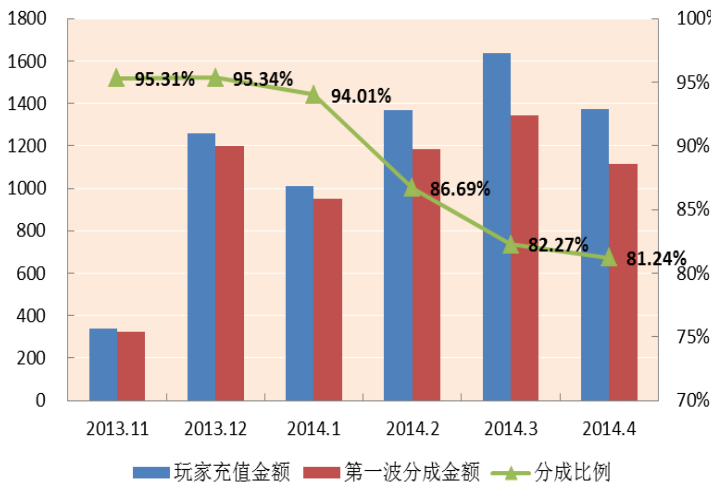
- 从《唐门世界》和《莽荒纪》的成功, 可以验证知名网络小说作家的核心价值: 通过其强大系统及拥有粉丝基础的 IP, 通过各种社交工具实实在在的掌控游戏的高效高质量的推广渠道, 并在形成一定影响力基础之上, 与主流的联运平台进行推广, 获取更广泛的收益。

图表 16: 第一波核心 IP 改编成的游戏情况

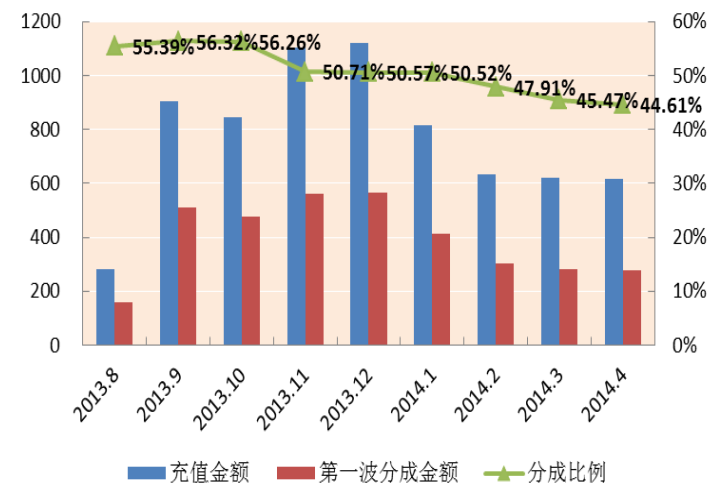
作品	上线时间	游戏类型	核心作家	原网络文学IP	月流水峰值	推广运营	
唐门世界	2013年10月	卡牌策略	唐家三少	《光之子》、《狂神》、《善良的死神》、《惟我独仙》、《绝世唐门》等	1200万	蓝海梦想主导策划；与第三方游戏开发公司联合开发；蓝海梦想负责运营和推广	
莽荒纪	2013年11月	ARPG	我吃西红柿	《莽荒记》	1100万	第一波进行策划，与第三方软件开发公司联合开发；第一波负责运营推广	
绝世天府	2013年12月	卡牌策略	天蚕土豆	《武动乾坤》	1700万	第一波进行策划、与第三方游戏开发公司联合开发，由第一波负责运营推广	

来源：齐鲁证券研究所

- 正是由于第一波网络凭借强大优质的 IP 基础、独到系统的游戏推广运营能力，公司可以更多通过自主运营而非联合运营取得丰厚的收益，尽可能的降低了巨额的发行及运营分成支出，公司的净利率也远远高于可比上市公司。公司的第一款产品《唐门世界》的流水分成比例保持在近 50% 的水准，而第三款游戏产品《莽荒纪》的流水分成则保持在 80% 以上的极高水准，远超过行业平均的不足 30%。公司 2013 年的净利率水准则超过 50%，预计随着公司运营优质 IP 变现渠道的逐步多样化，公司的盈利水平仍有可观的提升空间。

图表 17: 《莽荒纪》第一波收入分成比例


来源：齐鲁证券研究所

图表 18: 《唐门世界》第一波收入分成比例


来源：齐鲁证券研究所

- 目前第一波网络在手储备包括唐家三少的《冰火魔厨》、风凌天下的《凌天传说》、鱼人二代的《校花的贴身高手》等起点白金作家的具备强大商业价值的网络文学改变的游戏的项目储备，我们预计第一波网络未来 3 年内来自游戏策划运营领域的营收增长无忧。

图表 19：第一波网络在手版权储备丰厚

项目	预测年度				
	2014年6-12月	2015年	2016年	2017年	2018年
营业收入	9,101.30	23,902.18	32,314.02	36,962.62	43,202.90
其中：唐门世界	648.23	19.96			
绝世天府	756.55	115.07			
莽荒纪	3,743.49	726.87			
校花的贴身高手	2,812.99	3,732.70	37.58		
冰火魔厨	275.36	6,089.53	218.38		
凌天传说	864.68	5,584.66	133.94		
娘娘来了		224.37	1,680.88	27.03	
莽荒纪 2		187.61	6,789.30	200.38	
神战系列 1		3,730.70	338.77		
神战系列 2		3,215.36	1,242.71		
神战系列 3			3,834.34	235.14	
神战系列 4			167.91	4,123.75	166.41

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

强强联合，从 IP 变现到品牌悄然华丽转身

- 此次骅威股份完成对第一波网络 100%的全资收购，首先符合公司逐步构建“基于网络文学价值全面挖掘的多轮驱动”的娱乐产业升级战略。公司玩具产品已形成智能玩具、塑胶玩具、模型玩具、动漫玩具和其他玩具等五大系列；具备拍摄《蛋神奇踪》、《音乐奇侠》等多部动漫作品，同时推广相关衍生产品的运营经验。此次完成全资收购第一波网络后，打造基于 ACGN 领域的 IP 向多板块业务发展的商业模式，形成公司多轮驱动的业务布局和商业格局，为用户提供多品类、多层次、一体化的互联娱乐体验。第一波则可借助上市公司品牌及资产证券化带来的较低融资成本，快速将优质版权多渠道变现的商业模式进行复制并衍生优化，有望最终构建起 ACGN 大发展时代的综合 IP 运营管理公司。
- 具体来看，公司有望构建以网络文学运营为源头的商业生态，某一网络作品或作家在读者受众中取得广泛认可后，骅威股份借助第一波对网络文学极强的把握能力，获得相关知识产权，迅速延伸出向其他业务板块延伸的可能性。各业务板块针对同一网络文学内容进行全面价值挖掘，可以形成相互连接、相互延伸的网络状经济实体，带来产品的联动效应，力求其价值最大化，创造一个全新的文化产业生态链，形成公司的利润源泉。比如一本网络小说火爆之后，如果内容适合，骅威股份可以携手第一波将其迅速改编成电影、电视剧、动漫、游戏等；一个游戏运营成功后，骅威股份可以迅速开发线下手办、玩具等系列衍生品。总之，骅威股份可以运用多年控制供应链能力的优势，将网络文学以不同变现模式最大化其市场价值和社会价值，创造出更多更好的产品形态，带给消费者更丰富、更快乐的一体化互联娱乐体验。在本次交易完成后，公司将携手第一波，全面挖掘现有网络文学价值，制作相关的网络动画或者网络影视剧，为网络文学后续的文化链运作奠定统一的视觉标志；通过将网络文学的相关内容形象化植入玩具、3C 配件、生活配套等各种周边产品中，引发网络文化用户群的认同，带动周边商品的销售；游戏、网

络动画或影视剧、周边产品对于网络文学的再开发，将进一步拓宽用户群，从而使公司在电影市场和电视剧市场逐步掌控操控能力。后续公司可持续借助上市平台，在应用商店、渠道发行等各个层面进行并购，进一步完善和巩固第一波所创造的互联网链条，有望最终构建起 ACGN 大发展时代的综合娱乐 IP 运营平台。

图表 20：骅威股份与第一波网络构建起综合娱乐品牌运营的雏形



来源：齐鲁证券研究所

综合 IP 运营平台构建广阔天地，上调评级至买入

- 考虑到第一波网络并表，我们预计公司 2014-2015 年可实现的收入分别为 6.86 亿元、8.64 亿元和 101.9 亿元，分别同比增长了 52.63%、25.95% 和 17.96%，实现归属母公司净利润分别为 1.21 亿元、1.95 亿元和 2.49 亿元，分别同比增长了 278.20%、61.20% 和 27.82%。对应 EPS 分别为 0.35 元、0.56 元和 0.71 元。

图表 21：利润表（考虑到第一波网络合并后的备考）

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	481	448	449	686	864	1,019
增长率	2.07%	-6.8%	0.3%	52.6%	26.0%	18.0%
营业成本	-371	-342	-334	-450	-539	-612
% 销售收入	77.1%	76.4%	74.4%	65.7%	62.4%	60.0%
毛利	110	106	115	235	325	407
% 销售收入	22.9%	23.6%	25.6%	34.3%	37.6%	40.0%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-7	-8	-10
% 销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-27	-26	-31	-36	-44	-51
% 销售收入	5.6%	5.8%	6.8%	5.2%	5.1%	5.0%
管理费用	-30	-40	-44	-60	-70	-82
% 销售收入	6.2%	9.0%	9.7%	8.8%	8.1%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	49	36	36	133	203	265
% 销售收入	10.2%	8.0%	8.0%	19.4%	23.5%	26.0%
财务费用	7	14	4	8	27	29
% 销售收入	-1.4%	-3.1%	-1.0%	-1.2%	-3.1%	-2.8%
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
% 税前利润	0.1%	—	1.5%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	55	48	39	142	230	294
营业利润率	11.4%	10.6%	8.8%	20.7%	26.6%	28.9%
营业外收支	1	2	-1	0	0	0
税前利润	55	50	38	142	230	294
利润率	11.5%	11.1%	8.5%	20.7%	26.6%	28.9%
所得税	-7	-8	-6	-22	-36	-46
所得税率	13.3%	15.3%	16.1%	15.4%	15.6%	15.6%
净利润	48	42	32	120	194	248
少数股东损益	0	-1	0	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	48	43	32	121	195	249
净利率	10.0%	9.6%	7.1%	17.6%	22.5%	24.4%

来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为，第一波网络顺应互联网发展的开源趋势，及 90 后消费群体走向主流消费人群并影响向下兼容影响主流消费群体消费习惯带来的 ACGN 红利，通过低成本把握最具备商业价值的网络文学 IP、快速进行低成本粉丝模式推广，获取了高营收回报。在成为骅威股份全资子公司之后，第一波网络有望借助上市公司平台带来的品牌效应及低成本融资渠道，快速将粉丝经济运营扩充到其他高商业价值版权运营中，最终构建骅威成为强大的综合网络娱乐 IP 运营平台。作为平台型的标的，公司享有明显的估值溢价。给予公司目标价 19.60 元-21.30 元，对应 2015 年 35 倍-38 倍 PE。上调至“买入”评级，重点推荐！

图表 22: 盈利预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	481	448	449	686	842	918
增长率	2.07%	-6.8%	0.3%	52.6%	22.8%	9.0%
营业成本	-371	-342	-334	-450	-528	-565
%销售收入	77.1%	76.4%	74.4%	65.7%	62.8%	61.5%
毛利	110	106	115	235	313	353
%销售收入	22.9%	23.6%	25.6%	34.3%	37.2%	38.5%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-7	-8	-9
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-27	-26	-31	-36	-43	-46
%销售收入	5.6%	5.8%	6.8%	5.2%	5.1%	5.0%
管理费用	-30	-40	-44	-60	-68	-73
%销售收入	6.2%	9.0%	9.7%	8.8%	8.1%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	49	36	36	133	194	225
%销售收入	10.2%	8.0%	8.0%	19.4%	23.0%	24.5%
财务费用	7	14	4	8	27	29
%销售收入	-1.4%	-3.1%	-1.0%	-1.2%	-3.2%	-3.1%
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.1%	—	1.5%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	55	48	39	142	221	254
营业利润率	11.4%	10.6%	8.8%	20.7%	26.2%	27.7%
营业外收支	1	2	-1	0	0	0
税前利润	55	50	38	142	221	254
利润率	11.5%	11.1%	8.5%	20.7%	26.3%	27.7%
所得税	-7	-8	-6	-22	-35	-40
所得税率	13.3%	15.3%	16.1%	15.4%	15.6%	15.6%
净利润	48	42	32	120	186	214
少数股东损益	0	-1	0	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	48	43	32	121	187	215
净利率	10.0%	9.6%	7.1%	17.6%	22.3%	23.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	48	42	32	120	186	214
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-1
非现金支出	9	13	16	17	21	25
非经营收益	0	0	-1	-1	-1	0
营运资金变动	-22	-43	-41	54	-24	-17
经营活动现金净流	35	13	7	190	182	220
资本开支	17	34	65	35	35	33
投资	0	0	-8	0	0	0
其他	0	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-17	-34	-72	-34	-35	-32
股权募资	0	3	0	815	0	0
债权募资	-3	0	0	0	0	0
其他	-22	-10	-14	0	-35	0
筹资活动现金净流	-25	-7	-14	815	-35	0
现金净流量	-7	-28	-80	971	112	188

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	552	524	444	1,416	1,528	1,717
应收款项	111	147	186	142	163	178
存货	67	61	65	68	80	85
其他流动资产	16	23	23	28	33	34
流动资产	745	755	719	1,654	1,804	2,014
%总资产	87.0%	80.8%	77.4%	87.9%	88.1%	88.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	91	154	177	196	211	220
%总资产	10.6%	16.5%	19.1%	10.4%	10.3%	9.7%
无形资产	20	25	22	22	21	20
非流动资产	111	180	210	228	243	251
%总资产	13.0%	19.2%	22.6%	12.1%	11.9%	11.1%
资产总计	857	935	928	1,881	2,046	2,265
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	10	49	23	39	50	54
其他流动负债	3	6	8	44	12	13
流动负债	13	56	31	83	62	66
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	13	56	31	83	62	66
普通股股东权益	844	878	896	1,797	1,984	2,199
少数股东权益	0	2	2	1	0	0
负债股东权益合计	857	935	928	1,881	2,046	2,265

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.546	0.305	0.227	0.346	0.537	0.617
每股净资产 (元)	9.588	6.235	6.362	5.151	5.688	6.304
每股经营现金净流 (元)	0.398	0.093	0.049	0.547	0.524	0.634
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.69%	4.89%	3.56%	6.72%	9.44%	9.78%
总资产收益率	5.61%	4.59%	3.44%	6.42%	9.15%	9.49%
投入资本收益率	14.61%	8.56%	6.69%	29.47%	35.89%	39.45%
增长率						
营业总收入增长率	2.07%	-6.77%	0.25%	52.63%	22.76%	9.05%
EBIT增长率	-20.54%	-26.91%	0.66%	268.20%	45.64%	16.09%
净利润增长率	2.29%	-10.59%	-25.64%	278.24%	55.06%	14.82%
总资产增长率	3.45%	9.18%	-0.72%	102.64%	8.77%	10.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.0	99.3	129.4	70.0	65.0	65.0
存货周转天数	64.0	68.0	68.9	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	4.2	27.2	34.7	27.1	29.6	29.6
固定资产周转天数	62.0	70.5	108.5	101.6	96.2	101.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.43%	-59.60%	-49.51%	-78.74%	-77.03%	-78.10%
EBIT利息保障倍数	-7.2	-2.6	-8.4	-16.0	-7.3	-7.9
资产负债率	1.49%	5.94%	3.32%	4.44%	3.03%	2.93%

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。