



骅威股份 (002502.SZ)

IP 娱乐运营平台清晰，从容打造微笑曲线

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

19.60-21.30

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 8 月 17 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)	15.47
市值(百万元)	4356.35
流通市值(百万元)	2690.05

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	44.67	27.71	21.68
PEG	—	—	0.16	0.45	0.78
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	3.00	2.71	2.41
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

- 强强联合，转型娱乐 IP 运营帝国。**骅威股份起家于玩具制作，公司通过收购第一波网络启动全面转型互联网传媒集团之路。第一波起家于将网络文学 IP 开发成手游，通过作家的微博、百度贴吧等社会化营销工具进行低成本高效率推广，并有望将网络文学 IP 变现推广到动画、大电影及衍生品等领域。完成收购第一波网络后，第一波实际控制人付强先生将持股上市公司 6.62%，其与包括唐家三少在内的第一波其他股东合计持有上市公司股权 13.16%。较为充分的激励机制为 2 家公司强强联合提供良好坚实的基础。
- 文化凝聚用户，巧妙打造微笑曲线。**第一波通过将极具备商业价值的 IP 开发成游戏，通过粉丝运营实现**第一轮快速变现**，在用户达到一定瓶颈期后通过联运突破用户瓶颈；第二轮则通过打造动画短视频扩张粉丝数量，通过衍生品实现**持续稳健变现**；在拥有广泛用户认知基础之上（一般是 5000 万以上），则可通过大电影的形式实现**第三轮高弹性变现**。为作家构建起的版权全面变现渠道是公司可持续获得优质 IP 的源动力；系统完善的营销推广体系则保障了公司较高的盈利水准。第一波将高附加值的网络文学 IP（预计未来有望扩充到动漫、影视、游戏、音乐等多品类 IP）及营销推广掌握在手中，而低附加值的游戏开发、衍生品制作等竞争较为充分的环节则采取外包。一方面可实现轻型运营，另一方面可通过充分市场化筛选出最为出色的供应商为第一波开发产品，进而把握了微笑曲线的两端。
- 享受互动娱乐市场 2000 亿市场红利。**第一波正在构筑基于核心知识产权与营销的强大平台：通过自身对网络文学用户及游戏用户的深刻理解、系统全面的粉丝经济运营体系、为作家打造的全方位（游戏、动漫、影视、衍生品等）IP 变现模式，上游正吸引越来越多的作家与第一波网络合作开发自己的优质作品；在拥有诸多 IP 开发业务的基础上，下游则可高效整合大量优质代工合作伙伴为第一波开发游戏、绘制动画、影视剧摄制及衍生品生产。因此公司面临整个 ACGN 行业蓝海，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过程中，国内的 ACGN 产业正面临巨大的市场机遇，预计 2016 年市场规模将超过 2200 亿元，未来三年复合增速超过 20%。
- **综合 IP 运营平台构建广阔天地，重申买入评级。**我们认为，第一波网络顺应互联网发展的开源趋势，及中国 ACGN 巨大的市场红利；公司通过低成本把握最具商业价值的网络文学 IP、快速进行低成本粉丝模式推广，快速实现了高质量变现。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。考虑第一波网络并表，预计公司 2014-2015 年可实现的 EPS 分别为 0.35 元、0.56 元和 0.71 元。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。给予“买入”评级，重点推荐。
- **风险提示：版权侵权，持续获取版权受阻，核心人员流失**

内容目录

强强联合，转型娱乐 IP 运营平台	- 5 -
老牌玩具制作商起家	错误！未定义书签。
经济结构整体调整中探寻二次创业	- 6 -
强强联合，布局 IP 运营领域	- 6 -
文化凝聚用户，巧妙构建多渠道营销与变现	- 7 -
优质 IP 构建多渠道变现成功根基	- 7 -
文字形可视化赋予 IP 更强大生命力	- 11 -
更懂用户、更懂营销、更懂 ACGN	- 12 -
从容打造微笑曲线，带动 IP 产业链共繁荣	- 13 -
面向 ACGN 千亿蓝海	- 15 -
快速发展的终端、网络环境孕育 ACGN 沃土	- 15 -
把握生而互联网群体	- 17 -
90 后消费习惯正加速同化主流人群	- 18 -
综合 IP 运营平台构建广阔天地，重申买入评级	- 19 -
核心假设	- 19 -
盈利预测	- 19 -
可比公司估值比较	- 20 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1：公司目前的股权结构	- 5 -
图表 2：公司的收入结构	- 5 -
图表 3：公司各类产品的盈利能力	- 5 -
图表 4：公司收入规模及增速（百万元）	- 6 -
图表 5：公司净利润规模及增速（百万元）	- 6 -
图表 6：收购完成第一波网络之后骅威股份的股东结构	- 6 -
图表 7：第一波网络目前的核心作家粉丝数	- 8 -
图表 8：2013 年网络小说作家富豪榜	- 9 -
图表 9：第一波核心 IP 改编成的游戏情况	- 9 -
图表 10：《莽荒纪》第一波收入分成比例	- 10 -
图表 11：《唐门世界》第一波收入分成比例	- 10 -
图表 12：第一波网络在手版权储备丰厚	- 10 -
图表 13：网络文学小说市场规模及增速	- 11 -
图表 14：网络文学用户规模及增速	- 11 -

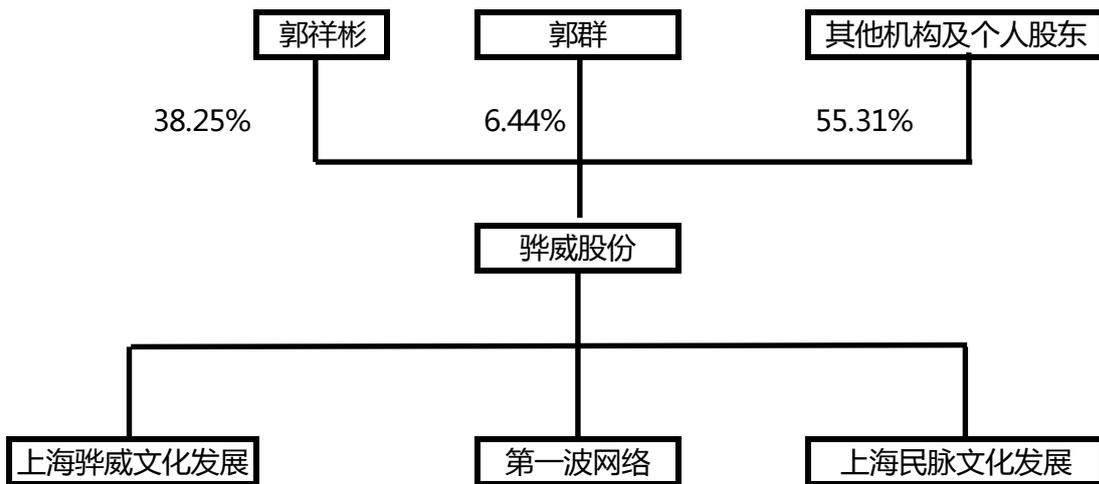
图表 15: 第一波网络构建的量子可视化商业模式	- 11 -
图表 16: 第一波打造的系高附加值的微笑曲线模式.....	- 14 -
图表 17: 第一波网络通过参股的形式实现产品质量营收的控制.....	- 14 -
图表 18: 中国网民规模和互联网普及率	- 15 -
图表 19: 中国手机网民规模及其占网民比例	- 15 -
图表 20: 中国智能手机出货量及增速	- 16 -
图表 21: 中国移动互联网用户规模及增速.....	- 16 -
图表 22: 中国网民结构.....	- 16 -
图表 23: 1990-2000 之间累计出生人口已近 2 亿.....	- 17 -
图表 24: 互联网已是 90 后最信任的媒介	- 17 -
图表 25: 中国 ACGN 市场规模及增速预测	- 19 -
图表 26: 中国 ACGN 市场结构	- 19 -
图表 27: 利润表 (考虑到第一波网络合并后的备考)	- 20 -
图表 28: 可比公司估值比较	- 20 -
图表 29: 盈利预测简表.....	- 23 -

强强联合，转型娱乐 IP 运营平台

首轮成长伴随经济崛起红利

- 骅威股份起家于玩具制作产业,是我国玩具行业仅有的 2 家同时拥有“中国驰名商标”和“中国名牌产品”证书的企业之一。公司的实际控制人为总经理郭祥彬先生,持有公司股权比例为 38.25%。

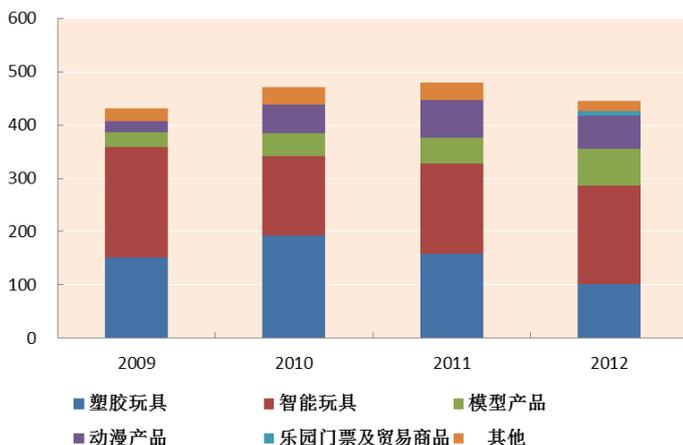
图表 1: 公司目前的股权结构



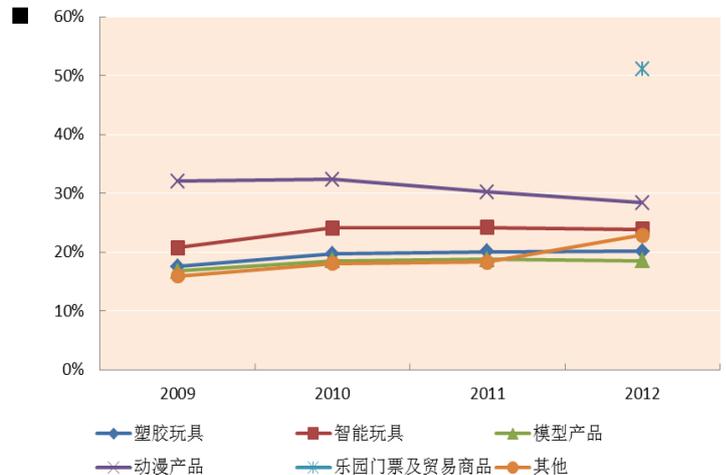
来源: 齐鲁证券研究所

- 公司传统业务包括智能、塑胶、模型、动漫等五大类玩具,智能玩具销售收入占营业收入的比重始终稳定在 50%左右,是此前公司销售收入和利润的主要来源,产品远销欧洲、美国等多国家和地区,是意大利 GP,迪士尼等国际巨头的合作伙伴。长期建立的生产流程控制为公司未来衍生品授权的质量把控提供了良好基础。

图表 2: 公司的收入结构



图表 3: 公司各类产品的盈利能力

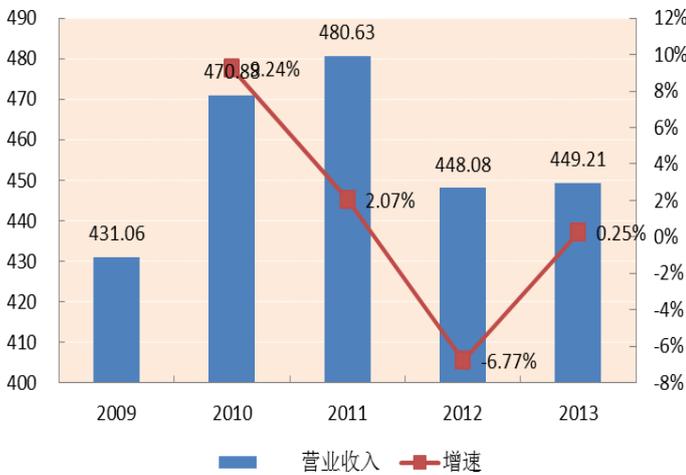


来源：齐鲁证券研究所

来源：齐鲁证券研究所

经济结构整体调整中探寻二次创业

- 公司的第一步成长伴随着中国加入 WTO，来自于北美与欧洲的旺盛订单需求的红利。2010-2013 年公司实现收入分别为 4.71 亿元、4.81 亿元、4.48 亿元和 4.49 亿元；实现归属母公司净利润分别为 0.47 亿元、0.48 亿元、0.43 亿元和 0.32 亿元。可以看出，受到海外需求增速的放缓、原材料及人力成本的上升的影响，公司传统的玩具生产加工业务有所下滑。在中国经济整体转型的大背景下，公司开始了二次创业，向拥有高附加值的具备自主知识产权的互联网文化传播道路进行全面有机的转型。

图表 4：公司收入规模及增速（百万元）


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

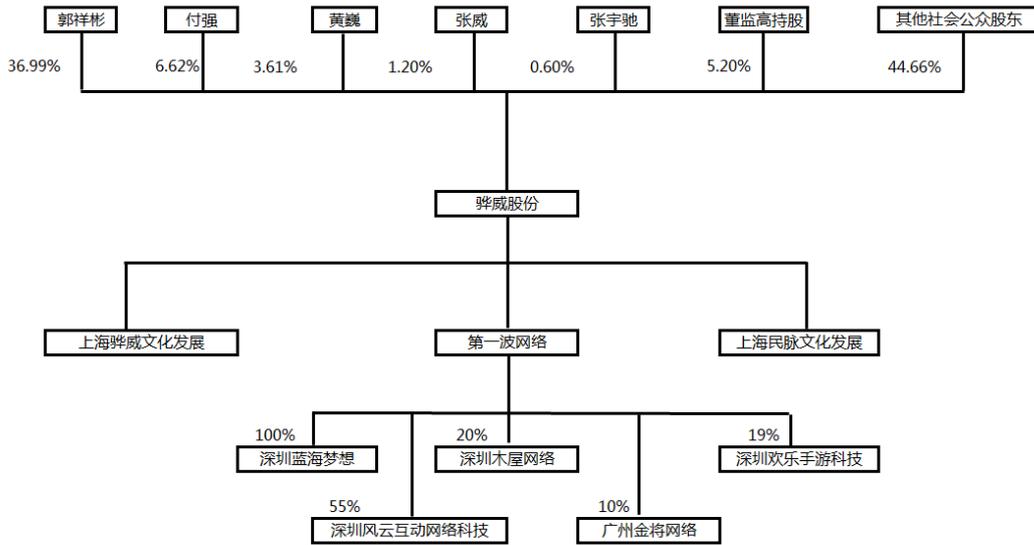
图表 5：公司净利润规模及增速（百万元）


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

强强联合，布局 IP 运营领域

- 公司通过 2013 年 12 月与 2014 年 7 月 2 次完成收购了深圳第一波网络 100% 的股权，启动全面转型基于互联网的传媒集团转型之路。完成收购第一波网络之后，第一波实际控制人付强先生将持有上市公司股权 6.62% 的股权，成为公司第二大股东；著名作家唐家三少持有公司股权比例 1.2%；第一波原有股东合计持有上市公司股权比例 13.26%。公司的实际控制人郭祥彬先生通过参与配套募集资金实现对公司的增持，持有公司股权比例为 36.99%，仍然为公司的实际控制人。对于核心层较为充足的激励机制为公司高速增长奠定坚实良好根基。

图表 6：收购完成第一波网络之后骅威股份的股东结构



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 第一波网络起家于将知名网络文学版权开发成手游，利于作家的微博、微信、论坛等社交化的传播工具进行低成本的精准推广，通过手游用户付费实现版权的初步变现。公司成立以来先后推出《唐门世界》、《绝世天府》和《莽荒纪》三款游戏作品，月流水均超千万，并维持较长的生命周期与用户活跃度。未来第一波有望充分利用对于互联网用户需求的深刻理解及长期构建的完善运营体系实现优质网络文学版权向动画、大电影及周边衍生品的全方位变现，成为国内绝对领先的 IP 运营平台及基于互联网的文化传播集团。

文化凝聚用户，巧妙构建多渠道营销与变现

- 第一波通过将极具备商业价值的版权开发成游戏，通过网络文学作品的粉丝运营实现第一轮**快速变现**，在用户达到一定瓶颈期后通过联运推广的形式突破用户规模瓶颈；第二轮则通过打造动画短视频的模式扩张粉丝数量，通过衍生品实现**持续稳健变现**；在拥有广泛用户认知基础之上（一般是 5000 万以上），则可通过大电影的形式实现第三轮**高弹性变现**。

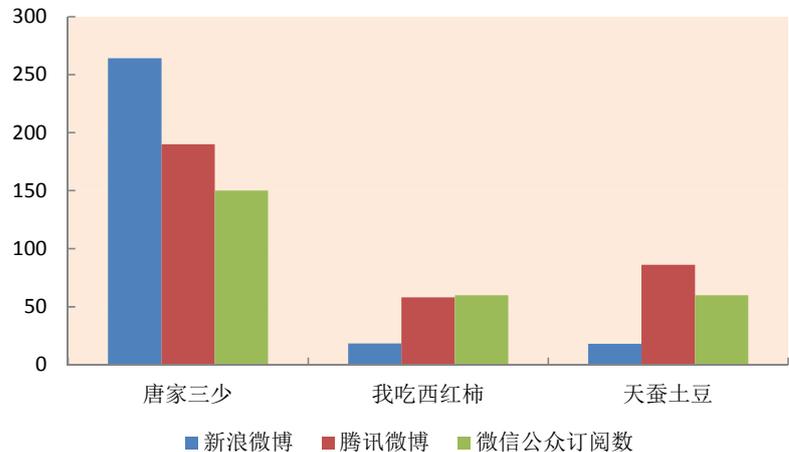
优质 IP 构建多渠道变现成功根基

- 第一波游戏产品的盈利模式系先获取优质版权（一般是粉丝数量在 20 万以上超人气作家的优质作品），通过第一波对于网络文学 IP 的理解策划成游戏，交由游戏代工厂商进行开发与运营，而宣传与营销则通过第一波网络自身的营销网络推进；在游戏获取收益后由第一波结算流水分成给代工开发商及网络文学作家。
- 第一波以网络文学 IP 为切入点，介入到网络文学 IP 变现领域，具备较高的成功概率。首先，成熟的网络文学作品拥有较高的粉丝基础，在游戏上线初期可通过优质作家强大的微博和微信账号进行营销，实现对原有用户群的低成本导入；另外可通过 IP 自身强大的品牌效应迅速扩大品牌知名度。第二，成熟 IP 植入手游相对比较容易，同时也使一款手游的

研发时间更短；第三，网络文学改编为游戏、动漫、影视能以最小的成本实现完整的故事框架，让用户获得更充分的代入感，以弥补手游在世界观构建和文化深度上不足；最后，与金庸古龙等知名的武侠小说版权相比，网络文学 IP 性价比更高，而与四大名著等公众更为熟悉的古典文学相比，存在更多的想象空间进而带来更为可观的充值。因此我们认为公司选择网络文学 IP 开发为手游实现第一轮变现具备极高的成功概率。

- **从粉丝到联运平台，绑定高效用户。**以第一波网络的第一款游戏《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，由于省去了推广费用及联运分成，因此第一波的分成比例更为可观。诸多唐家三少的大神级作家的粉丝数量大部分在 20 万以上，如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。
- 同样，第一波网络旗下的另一网络人气作家我吃西红柿的同名作品改编的手游《莽荒纪》，依旧秉承知名小说改编，精心打磨的制作传统，凭借自身先天的优势和后天的推行取得更大的成功：《莽荒纪》20 天流水超过 750 万（在没有实现联运渠道推广下），新创网络小说手游第一个月充值记录。目前游戏流水峰值近 2000 万，并长期在 APP 应用商店保持在畅销榜前 60 的位置。

图表 7：第一波网络目前的核心作家粉丝数



来源：齐鲁证券研究所

- 值得注意的是，第一波网络选择合作的网络文学作家均为 2012 和 2013 年网络作家版税排名前 20 的大神级作家，这些作家累计下的大量优质作品、持续的创作及推广能力、长期积累的粉丝效应是公司游戏实现快速高效变现的保障。

图表 8: 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

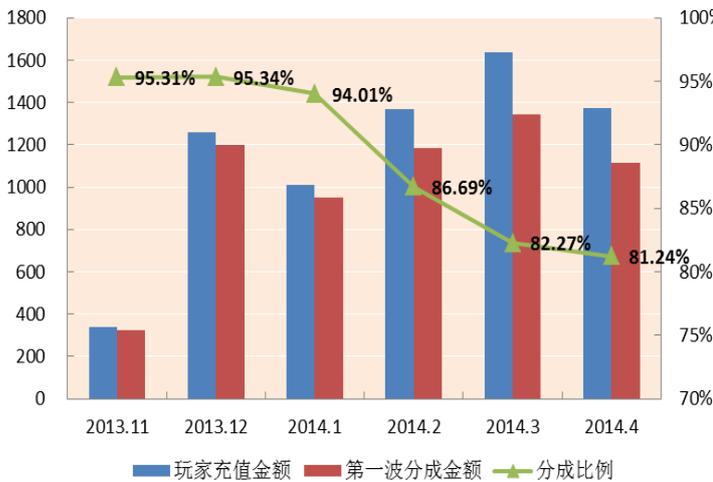
- 从《唐门世界》和《莽荒纪》的成功, 可以验证知名网络小说作家的核心价值: 通过其强大系统及拥有粉丝基础的 IP, 通过各种社交工具实实在在的掌控游戏的高效高质量的推广渠道, 并在形成一定影响力基础之上, 与主流的联运平台进行推广, 获取更广泛的收益及更为深厚的变现。

图表 9: 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 (第一波全资子公司) 主导策划; 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	《莽荒纪》	1700万	第一波进行策划; 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》	1100万	第一波进行策划; 第三方游戏开发公司联合开发; 由第一波负责运营推广	
凌天传说	2014年8月	策略	风凌天下	《凌天传说》	测试期	第一波进行策划与推广, 参股子公司木屋网络生产运营	

来源: 互联网公开资料, 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（行业 CP 的流水分成比例约为 30%）；较低的营销推广费用，使得公司 2013 年的净利率水准高达过 50% 以上，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 10：《莽荒纪》第一波收入分成比例


来源：齐鲁证券研究所

图表 11：《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 12：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

文字形可视化赋予 IP 更强大生命力

- 网络文学市场经过十余年的发展，2013 年网络文学已经形成了 4.3 亿用户规模、超过 200 万的注册作家及年收入超过 46 亿元的市场。我们预计在产业合作开放共赢，跨网络跨平台趋势的明显、全产业链全媒体运营、用户付费意愿提升及高端阅读需求逐步被开发的基础之上，网络文学将保持健康高速的成长。预计 2015 年网络文学市场用户规模有望超过 6.2 亿人，CAGR 可达到 18.19%；收入规模有望达到 73 亿元，CAGR 有望达到 44.50%。

图表 13: 网络文学小说市场规模及增速


来源：易观国际，齐鲁证券研究所

图表 14: 网络文学用户规模及增速


来源：易观国际，齐鲁证券研究所

- 然而与动漫及游戏市场相比，网络文学市场无论是 ARPU 还是付费率均有较大差距，我们认为这一定程度系由于以下两个原因所致：（1）网络文学作品系被单向输出，难以满足在互联网及移动互联网时代用户强烈的互动娱乐需求；（2）读者对于作品中主角的形象与场景的想象存在较大的差异，使得难以形成强烈的品牌效应（人类对图像比对文字更为敏感）。因此，如果可实现对优质网络文学作品文字的可视化，并通过适当的模式进行营销变现，则可为网络文学市场打开更宽广的市场空间。
- 将网络文学 IP 开发成手游系第一波网络实现快速变现的第一步，公司正借助对用户体验的深度理解及系统构建的完善运营体系，将文字 IP 变现为手游的成功复制到其他领域：（1）通过开发系列动画短视频强化用户对于第一波生产的游戏、动漫形象的深刻理解及品牌效应，进而扩大用户覆盖范围；（2）推出系列的页游及端游；（3）拥有足够用户基础之上（5000 万以上）则可通过系列大电影的形式实现高弹性变现；（4）打造自有可视化形象 IP 的衍生品。

图表 15: 第一波网络构建的量子可视化商业模式



来源：齐鲁证券研究所

更懂用户、更懂营销、更懂 ACGN

- 第一波通过自身对网络文学用户及游戏用户的深刻理解、系统全面的粉丝经济运营体系以及为作家打造的全方位（游戏、动漫、影视、衍生品等）IP 变现模式，上游正吸引越来越多的作家与第一波网络进行合作开发自己的优质作品，实现作品的保值增值；在拥有诸多开发业务的同时，下游则可高效整合具备强大产品代工能力的公司为第一波开发游戏、绘制动画、影视剧摄制及衍生品生产。第一波正在构建基于核心知识产品与营销的优质平台。**
- 深刻理解用户需求。** 第一波网络的创始人拥有网路文学作家（14 年）、国际版权交易、文学网站运营、视频网站运营、游戏开发等复合经历，因此公司对于网络用户的需求及愿意付费的地方拥有深刻的理解。首先，在网络游戏的改编上，和其他团队的只是简单换皮不同，第一波团队对于网络文学的游戏改编更多关注的是用户的情感代入（如何将一个用户在一本小说作品中感受到的情感植入进游戏，从而他真实的感受到书中所创造的世界），是一波网络所擅长和专注的。例如在《莽荒纪》上线前，第一波会去读者集中的贴吧、论坛、书评区等，做一系列的用户调查，了解用户需求，找准产品定位。游戏上线后，引导 IP 用户体验游戏的核心内容，优化留存；稳定的运营期间，不断开发各种运营活动，保持活跃在线；产品成熟期，进行品牌推广、线下推广，如《莽荒纪》联合 360、UC 九游、黑桃互动举办作家和玩家线下见面会。
- 深刻理解版权价值。** IP 对游戏的作用是带给用户认知度，提高产品的流量导入能力。首先依靠 IP 与游戏结合的宣传，比如正版授权、作者全程监制等，依靠作家的推广、粉丝经济，可有效降低推广成本。其次，纵观因 IP 而取得成功的作品，无一不是制作精良之作。游戏的研发与 IP 的结合至关重要，比如剧情还原、人物设定、玩法挖掘等，第一波获取

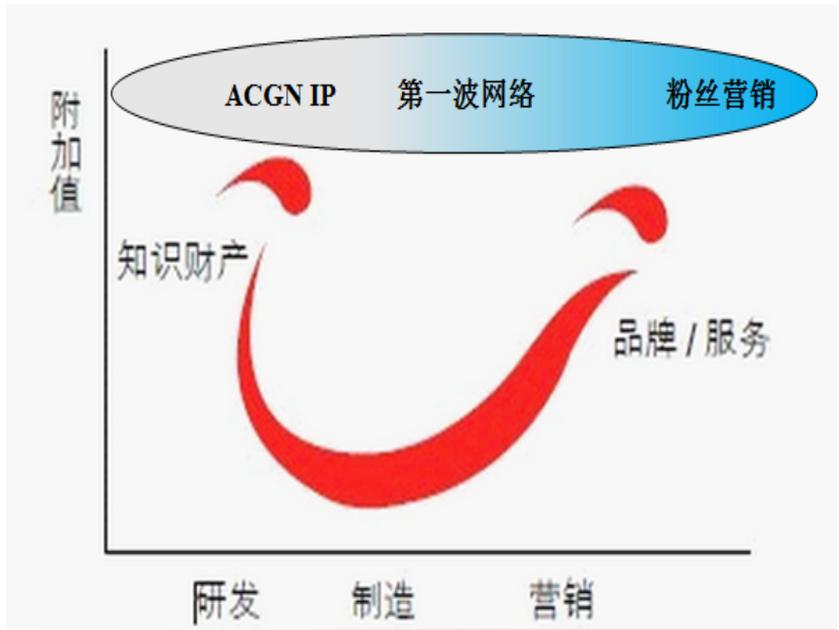
优质 IP 之后，对游戏的题材、游戏的美术风格，已经有了一个比较清晰的认知，如《莽荒纪》基于东方仙侠的小说题材，就不适合开发成轻度游戏产品，而是适合开发成包含 PVP 系统的产品，从而才能让玩家更好获得跟阅读小说一样的情感体验。而在基础的研发层面，第一波拥有自研团队，同时也投资了多个优秀的研发团队，来支撑产业链条。

- **精准化营销获取大量高品质用户。**在运营层面，因为多年的人脉关系，使得第一波拥有一个从作者，到版主，到读者的庞大关系网。该关系网使得第一波可以从作者的微博，微信，以及各个论坛，社区，Q 群，以极为低廉的价格精准获得大量用户。由于与作家合作通过系统构建的粉丝运营模式，公司可节约下可观的联运流水分成及营销推广费用，先后推出的三款游戏《唐门世界》、《绝世天府》与《莽荒纪》的平均流水分成比例分别为 60%-70%，远高于行业平均 30%；公司的净利率也高达 50%以上，显示了强大的粉丝运营能力及精准营销带来的强大盈利能力。
- **为作家打造一体化版权形象化模式。**随着第一波网络将网络文学的版权价值得展示了强大的开采能力与变现能力，相关的网络文学 IP 受到越来越多的青睐，越来越多的游戏开发公司开始向网络文学作家抛出橄榄枝，以更高的分成比例或近千万级别的一次性版权采购购买断作家手中的版权，因此市场认为第一波网络持续获取优质 IP 存在较大的不确定性。但是我们认为，对于作家来说优质的 IP 运营商或开发商可提供 2 种能力：（1）单个项目的收益（分成比例*营收规模）；（2）自身版权的保值增值。对于第一种能力，第一波网络用自身 3 款游戏月流水均过千万，运营营收高峰维持 10 个月以上，流水分成比例高达 60%以上验证了自身在单个项目开发的获取高营收的能力。对于第二种能力，第一波网络正在着手将《莽荒纪》开发成标杆项目，从手游到页游获取快速项目变现，并通过改善用户体验及联运推广突破流水瓶颈；通过打造系列动画短视频强化固化形象，实现品牌营销；在具备进一步扩张的用户规模基础之上，进一步通过大电影及周边衍生品实现第二轮第三轮收益回收。从而将《莽荒纪》打造成一个生命周期超过 5 年的长期动漫品牌，实现网络文学 IP 良好的保值增值。这种能力则对于作家具备了长期的吸引力。因此我们预计越来越多的以作家为代表的版权方有望与第一波寻求合作，而在拥有更多版权的基础之上，第一波对于后续游戏开发、动漫制作、衍生品生产等环节拥有了更高的附加值及对产业链合作方更多的整合能力，从而有望打造自身成为一流的 IP 运营平台，通过文化凝聚用户，通过粉丝社会化营销与优质动漫产品扩大宣传影响，而通过游戏、大电影及周边衍生品实现多轮变现。

从容打造微笑曲线，带动 IP 产业链共繁荣

- 纵观第一波网络的运营模式，系将高附加值的网络文学 IP（预计未来有望扩充到动漫、影视、游戏、音乐等多类娱乐 IP）及营销推广掌握在自己手中，而低附加值的游戏开发、衍生品制作等竞争较为充分的环节则采取外包。一方面可实现极高的盈利水准，另一方面则通过充分筛选的方式选择最为优质的供应商为第一波品牌服务。

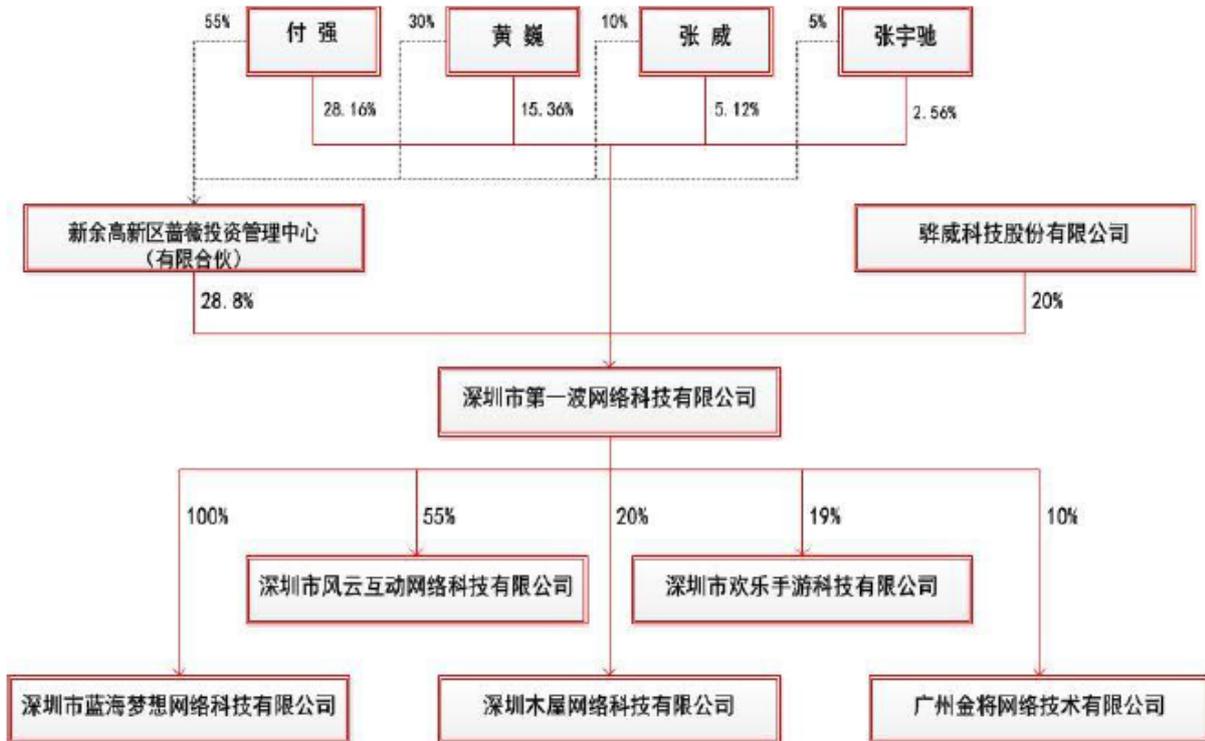
图表 16: 第一波打造的系高附加值的微笑曲线模式



来源: 互联网公开资料, 齐鲁证券研究所

- 另外第一波目前通过参股的形式投资了一批具备潜力的游戏开发公司, 后续集中将自身的游戏(未来扩充到多形式产品)交由参股公司开发, 在可保障产品质量及运营稳定性的同时, 可以投资收益的形式进一步提升自身的盈利水准。

图表 17: 第一波网络通过参股的形式实现产品质量营收的控制



来源：齐鲁证券研究所

面向 ACGN 千亿蓝海

- 第一波通过自身对网络文学用户及游戏用户的深刻理解、系统全面的粉丝经济运营体系以及为作家打造的全方位（游戏、动漫、影视、衍生品等）IP 变现模式，上游正吸引越来越多的作家与第一波网络进行合作开发自己的优质作品，实现版权的保值增值；在拥有诸多高质量开发业务的基础上，下游则可高效整合具备强大产品代工能力的公司为第一波开发游戏、绘制动画、影视剧摄制及衍生品生产。第一波正在构建基于核心知识产品与营销的优质平台，因此公司面临整个 ACGN 行业的蓝海。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，预计 2016 年市场规模将超过 2200 亿元，未来三年复合增速超过 20%。

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 18：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 19：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。

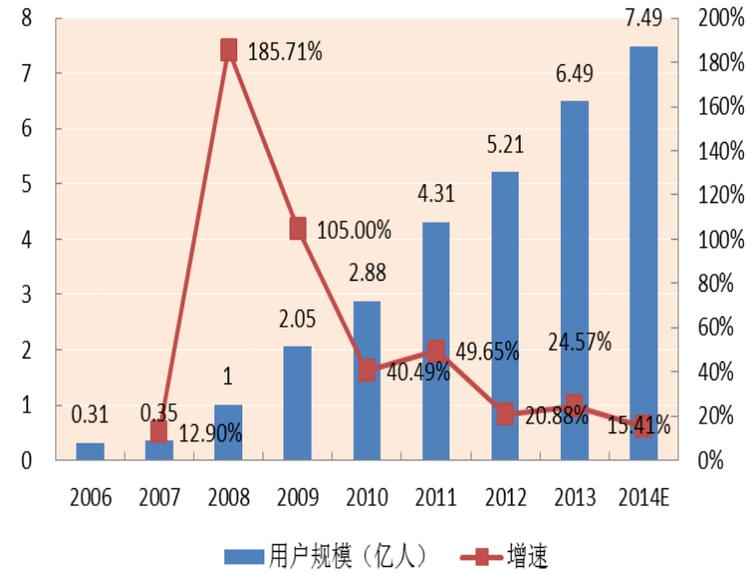
2014年2月中国智能终端市场出货量约为3,787万台，同比去年2月上涨了6.5%；预计2014年中国智能终端整体出货量将达到5.1亿台，较2013年上涨17.4%，其中台式机出货量3776万台，笔记本出货量2,325万台，平板电脑出货量2930万台，智能手机出货量4.28亿台。智能手机的出货量在2017年将达到5.2亿台，增长速度会逐渐放缓，但仍保持在9%以上。移动互联网随着智能终端的渗透率、网络质量的提升及资费的下降渐渐步入高速成长期。中国移动互联网用户由2006年的3100万增至2013年的6.49亿人，CAGR为54.42%。

图表 20: 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

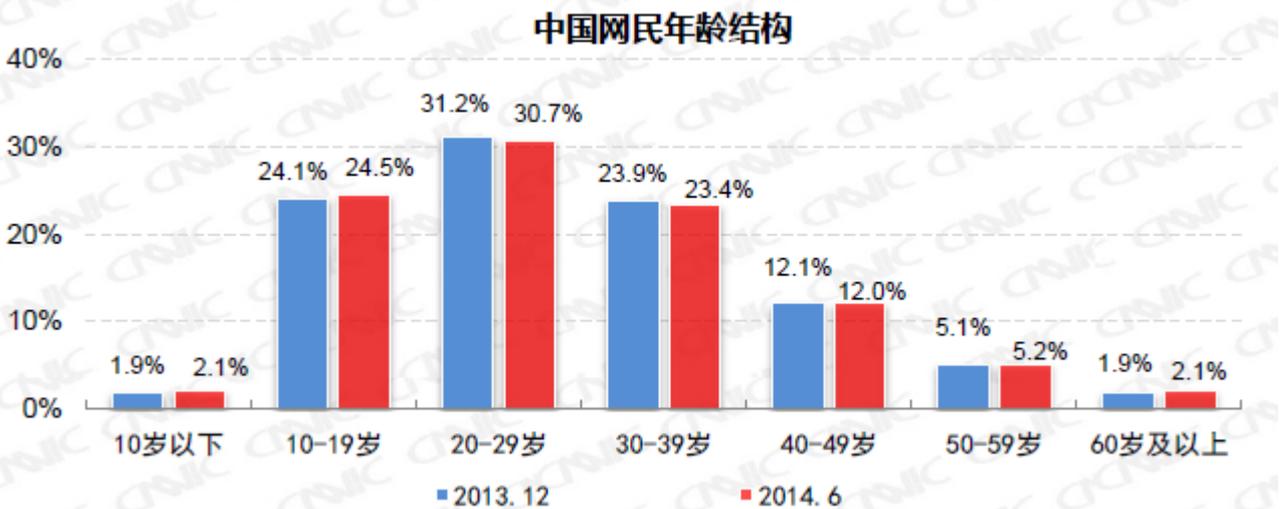
图表 21: 中国移动互联网用户规模及增速



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 22: 中国网民结构



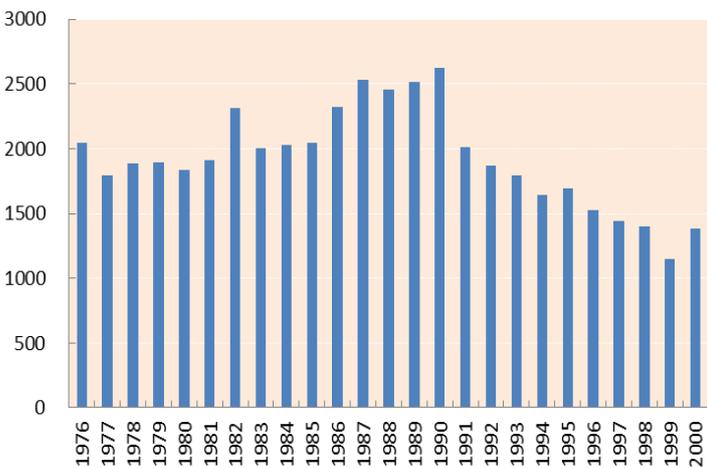
来源: CNNIC, 齐鲁证券研究所

- 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

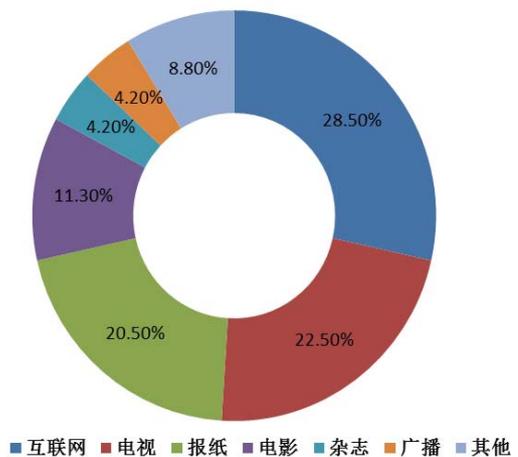
- 随着生而互联网的 90 后逐步进入主流消费群体,其消费习惯也开始逐步向上兼容同化 80 后与 70 后消费群体。这些群体以 A (漫画) C (动漫) G (游戏) N (网络小说) 为主要的消费对象。90 后在走向主流的消费群体的同时,还在向下兼容渗透改变着 80 后 70 后消费习惯,因此我们认为国内的 ACGN 正将享受两者叠加带来的超额成长红利。
- 随着 90 后群体的踏入社会,90 后已经成为重要消费人群。据第六次全国人口普查数据,中国 90 后人口数量已达 1.9 亿,其中 1990~1995 年人口数量占据将近 50% 比例。随着互联网经济时代的全面到来,年轻群体的市场容量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 23: 1990-2000 之间累计出生人口已近 2 亿



来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所

图表 24: 互联网已是 90 后最信任的媒介



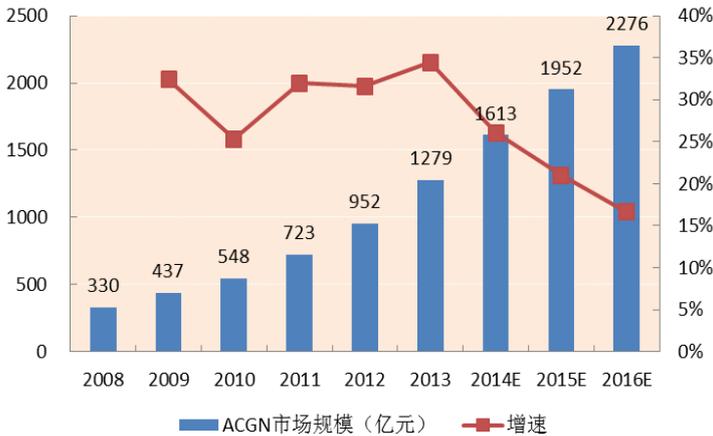
来源: 新鲜传媒, 齐鲁证券研究所

90 后消费习惯正加速同化主流人群

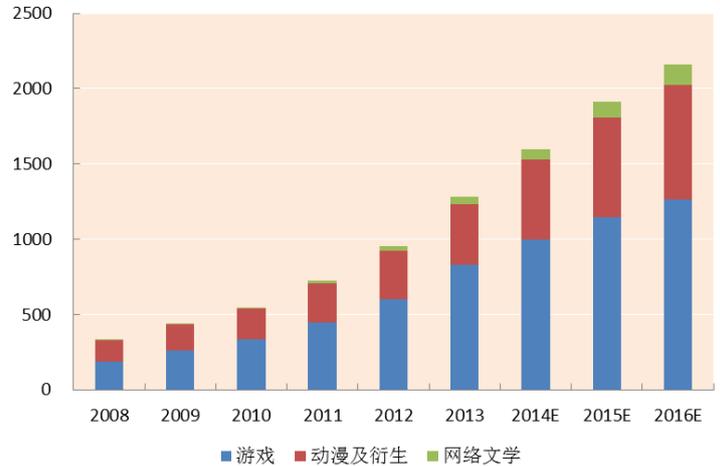
- 随着脸萌的一夜走红，业界对 90 后创业人群给予了更多关注：生长于城市的大多数 90 后人群热衷于动漫、游戏为主的 ACGN 圈，同时也是御宅族的成员。宅系文化是 90 后思维的核心内容，是开启中国互联网下一片蓝海的关键钥匙。宅系文化在国内由来已久，上世纪 90 年代前后，宅系文化在国内生根发芽，紧接着一群有志青年试图将舶来物（动漫、游戏等）进行改造、二次创作，并努力找寻适合本国发展的 ACG 文化事业。动漫字幕组、游戏汉化组、各类 ACG 论坛、社区网站在中国互联网上拔地而起，然而生存率几乎为零，主要由于政策不支持、大众认同度低、缺乏收入来源，难以维系。值得注意的是，这些字幕组、汉化组、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。其第二，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广开渠道。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

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>

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 25：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 26：中国 ACGN 市场结构


来源：艾瑞咨询，齐鲁证券研究所

综合 IP 运营平台构建广阔天地，重申买入评级

核心假设

■ 我们的核心假设如下：

➢ 营收预测

- (1) 2014-2016 年，第一波网络每年推出的游戏数量在 5 款左右，单款游戏平均月流水在 1000 万元，游戏流水分成比例保持在 60% 左右。
- (2) 传统玩具生产业务营收保持稳定。

➢ 成本预测

- (1) 由于下游竞争的进一步充分，预计公司游戏代工厂商分成比重将有望下降，进而带来游戏业务毛利率的提升。
- (2) 传统玩具制作业务毛利率保持过去三年平均水准

➢ 费用预测

管理费用由于公司规模的扩张有所上升；销售费用由于第一波高效高质的粉丝经济运营体系而有所下降；财务费用由于公司良好的现金流为负。

盈利预测

- 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 27: 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

可比公司估值比较

- 我们选择奥飞动漫、互动娱乐、群兴玩具、高乐股份、掌趣科技、北纬通信与公司进行可比公司估值比较, 这些公司在以下方面具备一定的可比性: (1) 均由传统的玩具制作与销售向传媒或互联网领域进行转型; (2) 将游戏作为重要的变现工具。根据 Wind 一致预期, 2014-2016 年行业平均 PE 分别为 47.27 倍、30.11 倍和 23.04 倍。

图表 28: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2014	2015	2016	2014	2015	2016
002502.SZ	骅威股份	15.47	2.82	43.56	0.35	0.56	0.71	44.20	27.63	21.67
002292.SZ	奥飞动漫	33.86	6.25	211.73	0.72	0.97	1.34	47.10	34.87	25.24
300043.SZ	互动娱乐	15.29	5.66	86.47	0.54	0.72	0.88	28.16	21.21	17.31
002575.SZ	群兴玩具	13.89	2.68	37.17	0.22	0.73	0.93	63.14	19.03	14.94
002348.SZ	高乐股份	7.80	4.74	36.94	0.14	0.18	0.22	56.03	43.92	35.21
300315.SZ	掌趣科技	15.83	12.98	205.41	0.36	0.53	0.70	43.42	29.94	22.58
002148.SZ	北纬通信	23.45	2.56	60.00	0.48	0.69	0.96	48.84	34.21	24.36
平均值		17.94	5.38	97.33	0.40	0.62	0.82	47.27	30.11	23.04

来源: Wind 资讯, 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。给予“买入”评级, 重点推荐。

风险提示

- **1. 知识产权侵权或被侵权。** 作为一种具备推广功能的文化载体, 知识产权在移动游戏生态链中的地位不言而喻。现阶段, 国内的移动网络游戏行业正处于整体爆发阶段, 但大多数企业较为注重游戏产品研发技术问题, 而对研发和运营过程中可能涉及到的知识产权保护意识较为薄弱。第一波在游戏研发、运营过程中已尽可能避免对他人知识产权造成侵权的行为, 但仍有可能存在认定属于未经许可使用他人知识产权的风险。第一波与网络知名作家合作, 对优质 IP 进行商业化, 已经打造多款热门由网络文学改编的游戏。但现阶段由于我国网络游戏行业竞争较为激烈, 对于无法获取优质 IP 资源或研发能力较弱的研发商, 存在对知名游戏产品的玩法、人物形象、情节设置的模仿、抄袭等现象, 造成市场上游戏同质化现象较为严重, 对第一波的游戏运营造成不利影响。
- **2. 无法持续取得新知识产权授权的风险。** 第一波已经与唐家三少、我吃西红柿、天蚕土豆等多名网络小说作家建立紧密合作关系, 打造了多款建立在上述作家知名网络小说基础上的热门网络游戏; 并立足于游戏首轮变现基础之上, 为作家打造全方位立体变现模式。但移动网络游戏的生命周期较短, 未来公司是否能与上述作家保持紧密的合作关系、能否取得更多知名作家、更多作品的授权尚存在一定不确定性, 对未来标的公司业绩的持续增长产生一定的风险。
- **3. 核心人才流失风险。** 随着移动游戏企业对市场份额的争夺的日趋激烈, 核心技术人员的竞争也成为各个公司关注的焦点。第一波作为专业的游戏开发和运营公司, 拥有专业化的管理团队和技术人才队伍, 该等核心人才在所属移动网络游戏领域丰富的业务经验与强大的技术研发能力,

并对行业现状及发展趋势、用户需求偏好有着深刻且独到的理解。稳固的核心人才团队是第一波保持现有竞争力的重要保障，也是其维持高速增长稳定增长的必要条件。完成收购第一波网络后，上市公司承诺将不会对第一波的现有组织架构和人员进行重大调整，第一波实际控制人付强承诺自标的股份交割日起，仍至少在第一波任职 60 个月；管理层股东黄巍和张宇驰承诺自标的股份交割日起，仍需至少在第一波任职 48 个月。然而本次交易后，若上市公司未能持续优化有效的激励机制和完善的晋升制度，亦或第一波的经营管理团队和核心技术人员不能适应公司的企业文化和管理模式，在上述任职承诺其结束后，仍有可能造成第一波核心人才流失的风险，进而对上市公司的收购效果及上市公司的业绩增长带来不利影响。

图表 29: 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	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%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	48	42	32	120	194	248
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	-29	-36
经营活动现金净流	35	13	7	190	184	236
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	114	204

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	1,531	1,735
应收款项	111	147	186	142	167	197
存货	67	61	65	68	81	92
其他流动资产	16	23	23	28	33	37
流动资产	745	755	719	1,654	1,812	2,061
%总资产	87.0%	80.8%	77.4%	87.9%	88.2%	89.2%
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%	9.5%
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%	11.8%	10.8%
资产总计	857	935	928	1,881	2,055	2,312
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	10	49	23	39	51	58
其他流动负债	3	6	8	44	12	14
流动负债	13	56	31	83	63	72
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	63	72
普通股股东权益	844	878	896	1,797	1,991	2,240
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	2,055	2,312

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	0.558	0.714
每股净资产(元)	9.588	6.235	6.362	5.151	5.709	6.423
每股经营现金净流(元)	0.398	0.093	0.049	0.547	0.531	0.679
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%	9.78%	11.11%
总资产收益率	5.61%	4.59%	3.44%	6.42%	9.48%	10.76%
投入资本收益率	14.61%	8.56%	6.69%	29.47%	37.10%	44.31%
增长率						
营业总收入增长率	2.07%	-6.77%	0.25%	52.63%	25.97%	17.96%
EBIT增长率	-20.54%	-26.91%	0.66%	268.20%	52.23%	30.77%
净利润增长率	2.29%	-10.59%	-25.64%	278.24%	61.20%	27.82%
总资产增长率	3.45%	9.18%	-0.72%	102.64%	9.23%	12.51%
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	93.7	91.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.43%	-59.60%	-49.51%	-78.74%	-76.86%	-77.47%
EBIT利息保障倍数	-7.2	-2.6	-8.4	-16.0	-7.6	-9.2
资产负债率	1.49%	5.94%	3.32%	4.44%	3.08%	3.12%

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。