

骅威股份 (002502)

强烈推荐

行业：文娱用品

## 互联网文学+IP运营+影视布局，中国领先的互联网文学IP综合运营平台可期

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

6-12个月目标价：37

当前股价：25.56

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	349
流通股本(百万股)	184
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	47
成交量(百万股)	9.55
成交额(百万元)	253.60

股价表现



相关报告

公司出身于汕头澄海知名的玩具制造企业，旗下产品涵盖了动漫、娃娃、飞行及巧心思婴童系列。近年来，公司不满足于限制在玩具行业，推行了一系列转型举措：收购第一波网络科技有限公司（互联网文学IP运营），参股拇指游玩（手游发行及运营），推进并购梦幻星生园（影视+IP）。我们认为，公司逐渐沉淀及不断丰富的互联网文学IP资源蕴藏着极大的价值，不断的外延优质并购使得公司的IP变现渠道日益清晰和完善，动漫产业近几年加速发展为公司带来新的发展机遇。未来几年，公司的经营业绩有望焕发出新的活力，中国领先的互联网文学IP综合运营平台可期。**首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。盈利预测：公司15-17年的EPS为0.39、0.63、0.72，对应15-17年PE为68.5、41.9、36.7。**

投资要点：

◇ **公司逐渐沉淀及不断丰富其互联网文学IP资源。**互联网文学IP是BAT亦在觊觎的领地，公司近年来不断累积并沉淀其互联网文学IP资源，透过第一波公司拥有互联网文学Top3作家的大部分优质版权资源，透过梦幻星生园拥有知名作家桐华的作品影视改编权。此外，公司通过一系列举措稳固公司的IP资源，为IP变现打下基础。

◇ **不断的外延优质并购使得公司的IP变现渠道日益清晰和完善。**目前公司已经具备游戏+影视剧双轮变现方式，变现渠道在日益清晰和完善。第一波不能理解为手游公司，而应被视作互联网文学IP综合运营商，以最大化IP商业价值及构筑IP泛娱乐化生态为目的；收购的梦幻星生园使公司获得影视IP，并进一步拓展了变现渠道。

◇ **动漫产业近年来加速发展，公司迎来新的机遇：**动漫产业近几年迎来高速发展，已率先在互联网新媒体上取得突破，我们期待动漫在手游及影视上迎来商业化的浪潮。公司早年已布局动漫影视，《莽荒纪》成人动漫已登陆爱奇艺，下一步或开启动漫大电影。动漫产业近年来的加速发展为公司带来了新的机遇。

◇ **外延布局仍是公司重点发展方向：**公司今年成立了骅威投资，亦通过子公司成立产业并购基金。15年预计外延布局有20亿的规模，仍有5亿还未投出，我们预计外延布局仍是公司重点发展方向，夯实IP储备+拓宽IP变现渠道（电影、动漫、新媒体等）是两大重点方向。

◇ **风险提示：IP商业化不达预期；团队整合及人才流失；证监会审批风险**

## 主要财务指标

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	477	860	1220	1586
收入同比(%)	6%	80%	42%	30%
归属母公司净利润	34	166	271	310
净利润同比(%)	8%	383%	63%	14%
毛利率(%)	24.2%	34.4%	38.2%	37.3%
ROE(%)	3.8%	13.6%	19.0%	18.9%
每股收益(元)	0.08	0.39	0.63	0.72
P/E	331.32	68.52	41.94	36.69
P/B	12.43	9.34	7.96	6.94
EV/EBITDA	211	47	28	24

资料来源：中国中投证券研究总部

## 目录

<b>一、公司的经营业绩有望焕发出新的活力，中国领先的互联网文学 IP 综合运营平台可期</b> .....	4
1. 公司逐渐沉淀及不断丰富其互联网文学 IP 资源 .....	4
2. 不断的的外延优质并购使得公司的 IP 变现渠道日益清晰和完善 .....	5
3. 动漫产业近年来加速发展，公司迎来新的机遇 .....	8
4. 外延布局仍是公司重点发展方向 .....	9
5. 风险提示 .....	9

## 图目录

图 1 公司发展历程，近期转型动作加快 .....	4
图 2 第一波手游产品（截止 14 年 5 月流水累计） .....	5
图 3 第一波参股公司 .....	5
图 4 蛮荒记 IP 打造计划图 .....	6
图 4 尚荒新文化盛典打造蛮荒记泛娱乐业态 .....	6
图 5 莽荒纪动漫登陆爱奇艺 .....	6
图 6 《偏偏喜欢你》收视率保持在省级卫视黄金剧场第一 .....	7
图 7 国内动漫电影票房 .....	8
图 8 2015 年密集上映动漫电影 .....	8

## 表目录

表 1 公司累计的 IP 资源 .....	5
-----------------------	---

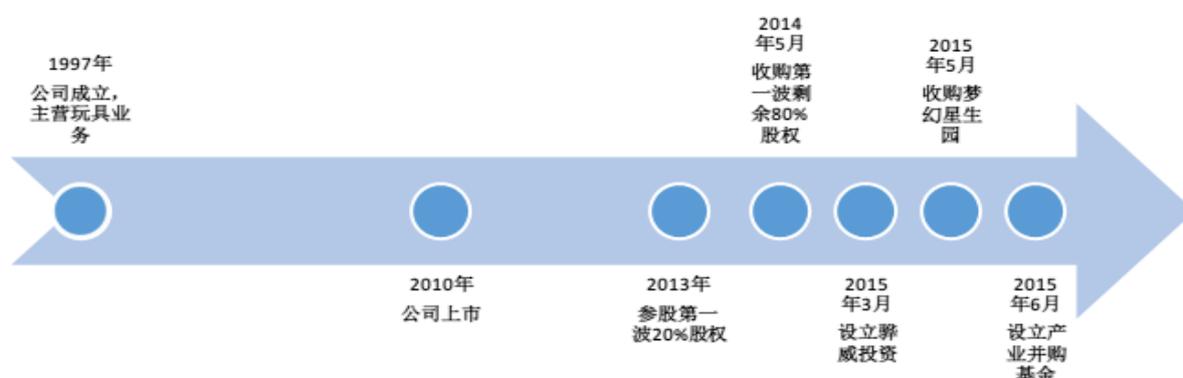
## 一、公司的经营业绩有望焕发出新的活力，中国领先的互联网文学 IP 综合运营平台可期

公司出身为汕头澄海知名的玩具制造企业，旗下产品涵盖了动漫、娃娃、飞行及巧心思婴童系列。公司先后获得“中国名牌”、“国家级高新技术企业”、“广东省著名商标”、“广东省名牌”等荣誉称号。

近年来，公司不满足于仅限制在玩具行业，推行了一系列转型举措：**收购第一波网络科技有限公司（互联网文学 IP 运营），参股拇指游玩（手游发行及运营），推进并购梦幻星生园（影视+IP）**；此外，公司投资 3 亿设立深圳市骅威投资有限公司，全资子公司前海骅威与麦哲伦资本合资的产业并购基金亦已经成立，围绕泛娱乐化产业挖掘潜在标的，外延布局动作大。

我们认为，**公司日益沉淀及不断丰富的互联网文学 IP 资源蕴藏着极大的价值，不断的外延优质并购使得公司的 IP 变现渠道日益清晰和完善，动漫产业近几年加速发展为公司带来新的发展机遇。未来几年，公司的经营业绩有望焕发出新的活力，中国领先的互联网文学 IP 的综合运营平台可期。**

图 1 公司发展历程，近期转型动作加快



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 1. 公司逐渐沉淀及不断丰富其互联网文学 IP 资源

第一波最初由几位作家创立，包括付强及唐家三少等。其创立之初，就立足于互联网文学不断聚拢 IP 资源。目前第一波合作的知名作家涵盖了唐家三少、我吃西红柿、天蚕土豆，这 3 位基本常年位居互联网文学 TOP3 位置，拥有众多知名文学作品、大量的粉丝群体及高额的版税收入。

梦幻星生园立足于文学剧本改编影视剧，梦幻星生园目前储备了近二十部优秀小说的改编权，包括 10 年经典的匪我思存小说《寂寞空庭春欲晚》，桐华的《山经海纪》系列之《曾许诺》、《长相思》，目前梦幻星生园的小说和原创策划项目储备数量足够开发五年以上。

**表 1 公司累计的 IP 资源**

公司	核心人物	IP 资源
第一波	付强、 <b>唐家三少、我吃西红柿、天蚕土豆</b>	《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》、《星辰变》、《盘龙》、《星峰传说》、《吞噬星空》、《武动乾坤》等等
梦幻星生园	<b>桐华</b> 、匪我思存	《寂寞空庭春欲晚》、《山经海纪》系列等等
母公司		《蛋神》系列、《音乐奇侠》

资料来源：中国中投证券研究总部

当前市场对 IP 的争夺愈发激烈，为强化公司的 IP 资源，子公司第一波与我吃西红柿成立子公司骑士传奇，获得了我吃西红柿除蛮荒记外所有作品的改编权；唐家三少则持有骅威科技的股份，其大部分作品的游戏改编权授予了第一波。桐华在梦幻星生园担任副总经理及创意总监，主要作品的版权均为公司获得。其他部分作家的 IP 积累需就具体情况与作家商讨授权事宜，但也不排除公司通过入股或者并购的方式获取 IP 资源。

**我们认为这一系列举措有助于稳固公司的 IP 资源，为 IP 变现打下基础。**

**表 2 公司 IP 获取方式**

作家	IP 获取方式
唐家三少	股权绑定；第一波主要获得游戏改编权
我吃西红柿	成立合资公司，协议绑定；IP 全版权资源
天蚕土豆	作家授权
桐华	公司高管，股权绑定，协议绑定；全版权
其他作家	作家授权，不排除通过入股或并购方式

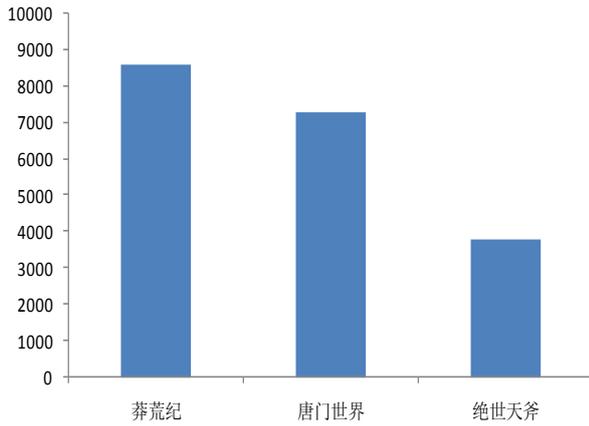
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 2. 不断的的外延优质并购使得公司的 IP 变现渠道日益清晰和完善

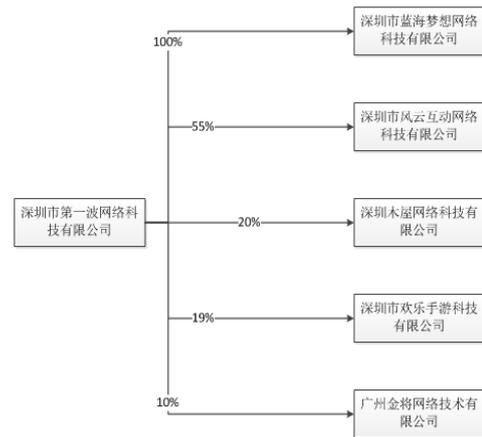
目前公司已经具备**游戏+影视剧双轮变现方式**，变现渠道在日益清晰和完善。

**第一波定位于互联网文学 IP 运营商，最大化 IP 商业价值**：第一波成立之初就建立了较全面的手游运行体系，并将《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》通过手游高效的变现。第一波亦通过参股多家手游研发企业，嫁接拇指游玩发行优势，平滑手游业务的波动风险。

**图 2 第一波手游产品（截止 14 年 5 月流水累计）**
**图 3 第一波参股公司**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

而现在，第一波不仅仅单是一家游戏公司，而应被视为互联网文学 IP 运营商。围绕着蛮荒记这一优质 IP，公司继手游大获成功之后，已在爱奇艺推出了动漫版本，接下来将进行蛮荒记的大电影开发，围绕着优质 IP 进行产业化开发将成为第一波的核心战略。2015 年 3 月，第一波总经理付强在北京召开尚·荒新文化盛典，光线传媒总裁王长田先生、华谊兄弟时尚掌门人赵磊等业内精英齐聚，共同围绕着莽荒纪这样的新文学作品进行一系列新文化形态作品开发。

图 4 蛮荒记 IP 打造计划图



资料来源：互联网新闻、中国中投证券研究总部

图 4 尚荒新文化盛典打造蛮荒记泛娱乐业态

图 5 莽荒纪动漫登陆爱奇艺



资料来源：付强微博、中国中投证券研究总部

资料来源：爱奇艺、中国中投证券研究总部

**收购梦幻星生园获得影视 IP，并进一步拓展变现渠道：**梦幻星生园拥有非常出众的作品创造水平，推出的《最美的时光》、《金玉良缘》等均在湖南卫视、浙江卫视等独播剧场播放，亦与爱奇艺、搜狐视频等新媒体保持了良好合作关系。

**表 3 梦幻星生园作品**

出品年份	电视剧	播放平台	主演	剧本
2015	《匆匆那年 2》	搜狐视频		改编自九夜茴同名小说
	《寂寞空庭春欲晚》	未上映	刘恺威、郑爽	改编自匪我思存同名小说
	《煮妇神探》	未上映	贾乃亮、李小璐	原创剧本
2014	《抓住彩虹的男人》	浙江卫视、东方卫视	刘恺威、郑爽	桐华策划原创剧本
	《偏偏喜欢你》	湖南卫视	陈乔恩、贾乃亮	桐华策划原创剧本
2013	《金玉良缘》	江苏卫视、深圳卫视	霍建华、唐嫣	桐华策划原创剧本
	《乐俊凯》	微电视剧	何润东、张钧甯	改编自匪我思存同名小说
2012	《最美的时光》	湖南卫视	钟汉良、张钧甯	改编自桐华同名小说
2011	《千山暮雪》	湖南卫视	刘恺威、颖儿	改编自匪我思存同名小说
2010	《掩护》	河南/黑龙江/山东/广东卫视	陆毅、刘涛	原创剧本
	《如意》	湖南卫视	杨幂、刘恺威	原创剧本

资料来源：公司公告、百度百科、中国中投证券研究总部

梦幻星生园具备几大优势（1）管理层建立起“创意策划-制作-发行”的铁三角良性运营体系，优质电视剧频出；（2）累积了持续可开发的文学剧本 IP 资源；（3）强大的发行实力（与湖南卫视、浙江卫视等强势卫视以及新媒体渠道爱奇艺、搜狐视频建立良好合作关系）。日前，《偏偏喜欢你》正在湖南卫视热播，收视率保持在同时段第一。

**图 6 《偏偏喜欢你》收视率一直名列省级卫视黄金剧场第一**

CSM50 4+ 2015年6月22日周一省级卫视黄金剧场电视剧				
排名	频道	名称	收视率%	市场份额%
1	湖南卫视	偏偏喜欢你	1.519	4.45
2	山东卫视	你是我的姐妹	0.826	2.41
3	江苏卫视	两生花	0.82	2.41
4	天津卫视	后海不是海	0.772	2.26
5	浙江卫视	两生花	0.76	2.23
6	深圳卫视(新闻综合频道)	苍天闪亮	0.697	2.05
7	上海东方卫视	后海不是海	0.601	1.76
8	安徽卫视	你是我的姐妹	0.553	1.62
9	江西电视台卫星频道(一套)	爱情不打烊	0.547	1.6
10	辽宁卫视	香火	0.45	1.31
11	北京卫视	剧场	0.441	1.3
12	湖北卫视	香火	0.435	1.27
13	贵州卫视	特警力量	0.381	1.12
14	四川卫视	生死连	0.343	1.01
15	重庆卫视	神探包青天	0.334	0.98
16	河北卫视	劫中劫	0.306	0.9
17	吉林卫视	武媚娘传奇	0.301	0.88
18	山西卫视	隋唐演义	0.237	0.7
19	云南广播电视台卫视频道(一套)	边城	0.218	0.64
20	广东卫视	海上孟府	0.166	0.49
	央视 中央电视台综合频道	怒放	1.279	3.69

资料来源：卫视小露电、中国中投证券研究总部

**梦幻星生园是国内稀缺的精品电视剧制作公司，其创意策划团队在互联网文学改编上拥有丰富的经验。**收购梦幻星生园一方面进一步丰富了公司的 IP 资源，另一方面使得公司的 IP 变现渠道进一步延伸至影视剧，且与公司立足于互联网 IP 运营有较大的协同效应，大大强化公司 IP 商业化能力。

### 3. 动漫产业近年来加速发展，公司迎来新的机遇

动漫在国内发展已久，但并未形成一个商业化较为成熟的产业。主要原因是 1) 国内电视或新媒体动漫仍然难以盈利；2) 依赖动漫衍生品打开市场空间需要较强的品牌影响力，国内尚难以培育且难以规避侵权问题；3) 受众对国产动漫的歧视。

但近年来动漫产业的发展明显加快了脚步。从需求端来看，85 后群体已经超过 3 亿人，这部分群体对于动漫有很大的接受度及消费能力；从供给端来看，国产动漫逐步通过互联网新媒体找到出路，并有望通过手游&电影得到商业化，特别是 2015 年众多动漫电影密集上线，尽管大部分主打低幼市场，但是《魁拔》、《秦时明月》的高评价让一部 2-3 亿票房的成人动漫出现时间已临近。

图 7 国内动漫电影票房

图 8 2015 年密集上映动漫电影



资料来源：艺恩咨询、中国中投证券研究总部

预计上映	影片名
2015	藏羚羊
2015	三只小猪与神灯
2015	西游记之大圣归来
2015	美人鱼公主之海盗来袭
2015	猪猪侠之终极决战
2015	白雪公主之神秘爸爸
2015	洛克王国 4
2015	大鱼海棠
2015	我叫 MT 之勇士站恶龙
2015	疯狂的年兽
2015	摇滚藏獒

资料来源：艺恩咨询、中国中投证券研究总部

公司早期制作过《蛋神》、《音乐奇侠》等动漫作品，2014 年公司投资拍摄的 52 集动漫片《蛋神 II》10 月份陆续在广东嘉佳卡通频道、浙江少儿频道、湖南金鹰卡通频道等十多个省市少儿频道播出，收视率一路攀升，在湖南金鹰卡通的收视率多次进入全国卫视收视率排行榜前十。近期已将投资制作的《莽荒纪》放上爱奇艺新媒体平台，表明公司正式朝成人动漫迈出了坚实的一步，随后《莽荒纪》大电影也将登陆银幕。**动漫影视成为公司下一步的重要战略点，为公司带来新的发展机遇。**

#### 4. 外延布局仍是公司重点发展方向

为打造中国领先的互联网文学 IP 运营商，我们预计公司仍然将围绕互联网文学 IP 及 IP 产业化进行布局。今年来公司成立了深圳骅威投资及产业并购基金。公司预计 2015 年将总计投资 20 亿资金，目前仍有 5 亿资金还未投出。

我们猜测公司的外延布局方向为：

- 1) 通过外延收购进一步夯实 IP 储备，丰富 IP 的种类及渠道来源；
- 2) 通过外延收购拓宽 IP 变现渠道，例如围绕着电影、动漫或者新媒体等的布局。

#### 5. 风险提示

**IP 商业化不达预期：**尽管公司储备了众多互联网文学 IP，但后期仍然面临 IP 商业化改造不达预期的风险，且在电视剧、电影及动漫领域不确定性较大。

**团队整合及人才流失风险：**公司通过一系列并购来累积 IP 及拓展 IP 变现渠道，文学及影视的人才是公司核心资产，公司面临人才及团队整合问题及后续人才流失风险。

**证监会审核风险：**收购梦幻星生园尚需要证监会的核准，本次交易能否取得上述批准或核准，以及最终取得批准或核准的时间都存在不确定性。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	638	1146	1647	2029
现金	362	661	403	401
应收账款	175	336	691	929
其它应收款	6	12	17	23
预付账款	9	19	23	32
存货	80	112	507	640
其他	5	5	5	5
<b>非流动资产</b>	352	330	314	297
长期投资	131	131	131	131
固定资产	177	164	151	138
无形资产	18	17	16	15
其他	27	18	16	12
<b>资产总计</b>	990	1476	1961	2325
<b>流动负债</b>	69	252	527	680
短期借款	0	0	111	124
应付账款	15	85	113	159
其他	54	167	302	397
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	69	252	527	680
少数股东权益	5	5	5	5
股本	282	430	430	430
资本公积	396	396	396	396
留存收益	239	394	604	815
归属母公司股东权益	916	1219	1429	1641
<b>负债和股东权益</b>	990	1476	1961	2325

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	49	138	-355	47
净利润	34	166	271	310
折旧摊销	15	17	16	16
财务费用	-11	-21	-18	-8
投资损失	-19	-8	-30	-32
营运资金变动	18	-24	-606	-247
其它	13	8	12	8
<b>投资活动现金流</b>	-121	5	28	30
资本支出	25	0	0	0
长期投资	-98	-0	0	0
其他	-194	4	28	30
<b>筹资活动现金流</b>	-10	157	69	-79
短期借款	0	0	111	12
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	141	148	0	0
资本公积增加	-141	0	0	0
其他	-10	9	-43	-91
<b>现金净增加额</b>	-82	299	-258	-2

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	477	860	1220	1586
营业成本	362	564	754	995
营业税金及附加	4	8	11	15
营业费用	43	54	82	110
管理费用	59	72	111	154
财务费用	-11	-21	-18	-8
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	19	8	30	32
<b>营业利润</b>	37	190	308	351
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	37	189	308	350
所得税	3	23	36	40
<b>净利润</b>	34	166	271	310
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	34	166	271	310
EBITDA	41	185	306	359
EPS (元)	0.12	0.39	0.63	0.72

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.1%	80.4%	41.9%	30.0%
营业利润	-5.5%	411.0%	62.2%	13.9%
归属于母公司净利润	7.6%	383.5%	63.4%	14.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.2%	34.4%	38.2%	37.3%
净利率	7.2%	19.3%	22.2%	19.6%
ROE	3.8%	13.6%	19.0%	18.9%
ROIC	5.9%	36.1%	26.0%	25.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	6.9%	17.1%	26.8%	29.2%
净负债比率	0.00%	0.00%	21.17	18.18
流动比率	9.28	4.55	3.13	2.98
速动比率	8.10	4.10	2.15	2.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.70	0.71	0.74
应收账款周转率	3	3	2	2
应付账款周转率	21.39	11.31	7.63	7.31
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.39	0.63	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.32	-0.83	0.11
每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.84	3.33	3.82
<b>估值比率</b>				
P/E	331.32	68.52	41.94	36.69
P/B	12.43	9.34	7.96	6.94
EV/EBITDA	211	47	28	24

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镛,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

贺宁,中国中投证券研究所传媒互联网行业研究员,厦门大学金融系硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434