

2015 年 10 月 23 日 星期五

高端服装企业转型互联网泛娱乐，战略版图框架初显

投资要点：

收购酷牛互动开启互联网泛娱乐大门。酷牛互动采用自主运营和联合运营模式相结合的全方位发行运营渠道，多角度切入移动游戏市场，大幅提高了客户覆盖面及营业收入。先后研发并上线运营《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等多款精品手机游戏，深受用户欢迎，有效提高了酷牛互动用户付费率，使得游戏收入大幅增长。

收购杭州幻文奠定 IP 基石。杭州幻文是中国目前领先的 IP 运营服务公司，其控股子公司尚文科技主要的业务以原创文学衍生版权签约为主，衍生文学版权签约共 559 部作品。旗下有多名网络知名作家，打造了一大批网络畅销作品。在内容为王的当下，优质 IP 资源成为传媒公司争抢对象。公司此次将拥有大量优质 IP 的杭州幻文收入麾下，将是构建泛娱乐版图中的重要一步。

收购天上友嘉完善网络游戏产业链。天上友嘉拥有出色的游戏研发能力，并与 360、中国手游、黑桃互动签署了长期合作协议，为其提供的知名 IP 资源改编成游戏产品。其于 2015 年陆续推出的两款移动网络游戏大作《净化》和《新仙剑奇侠传 3D》，均大获成功。未来将协同酷牛互动和杭州幻文，以丰富优质的 IP 资源为核心，实现 IP 资源的商业化，为公司带来新的利润增长点。

盈利预测：公司由高端服装企业转型互联网泛娱乐，通过收购酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉三家优质网络游戏 IP 研发运营公司，布局互联网泛娱乐，战略版图框架初显，未来前景可期。若公司并购天上友嘉项目顺利完成，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.23 元、0.52 元、0.68 元，给予“增持”评级。

风险提示：经济环境、技术风险、行业竞争加剧等。

财务和盈利预测摘要	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	506.38	541.52	825.76	1073.48	1503.76
增长率	-4.75%	6.94%	52.49%	30%	40%
净利润（百万）	25.40	6.56	120.94	268.37	350.94
增长率	-31.92%	-74.16%	1743.6%	121.9%	31%
每股收益（EPS/元）	0.06	0.02	0.23	0.52	0.68
市盈率（P/E）	332	1286	85	37	29

数据来源：wind、众成研究

评级：增持

上次评级：无

2015 年 10 月 22 日

收盘价（元）19.44

52 周内高（元）23.54

52 周内低（元）8.96

总市值（亿元）84.42

流通市值（亿元）73.64

凯撒股份与沪深 300 涨幅对比图



数据来源：Wind、众成研究

相关研究报告：无

分析师：韦剑飞

证书编号：S1320513090002

邮箱：weijianfei@zczq.com

研究助理：弓媛

证书编号：S1320115100003

邮箱：gongyuan@zczq.com

联系电话：0531-87037376

正文目录

1. 公司基本情况	1
1.1 公司设立及历史沿革	1
1.2 公司目前股权结构	2
1.3 公司主要子公司和参股公司	2
2. 公司管理团队情况	3
3. 公司主营业务	3
3.1 酷牛互动业务概况及盈利模式	3
3.1.1 业务概况	3
3.1.2 盈利模式	4
3.2 杭州幻文业务概况及盈利模式	5
3.2.1 业务概况	5
3.2.2 运营模式	5
3.3 天上友嘉业务概况及盈利模式	6
3.3.1 业务概况	6
3.3.2 运营模式	7
4. 公司的竞争优势	7
4.1 专业化的互联网管理团队	7
4.2 优秀的“IP 研发+IP 运营+IP 商业化”能力	8
4.3 大量的优质 IP 储备	8
4.4 专项产业基金孵化优质资产	9
5. 公司所处行业基本情况	9
6. 盈利预测	11
7. 风险提示	11

图表目录

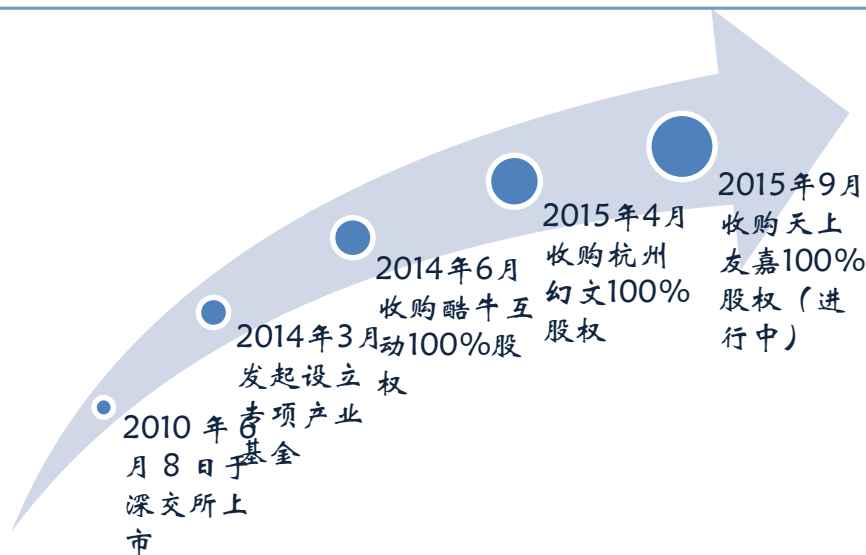
图 1: 公司历史重大事项一览	1
图 2: 公司十大股东持股情况	2
图 3: 公司子公司与参股公司结构图	3
图 4: 酷牛互动主要业务分布图	4
图 5: 自主运营模式图	5
图 6: 联合运营模式图	6
图 7: 天上友嘉主要游戏产品	7
图 8: 公司游戏产业链布局	8
图 9: 公司目前已有的部分 IP 资源	9
图 10: 2011-2017 年中国网络游戏市场规模结构	10
图 11: 2011-2017 年中国移动游戏市场规模	11
图 12: IP 带来的泛娱乐内容产业融合	12

1. 公司基本情况

1.1 公司设立及历史沿革

公司前身为凯撒（汕头）有限公司，成立于 1994 年 12 月，并于 1997 年 5 月名称变更为凯撒（中国）有限公司。2002 年 5 月，公司整体改制为外商投资股份有限公司，同时更名为凯撒（中国）股份有限公司。

图 1：公司历史重大事项一览



资料来源：公司公告、众成研究

2010 年 6 月 8 日，公司于深交所上市。

2014 年 3 月，公司发起设立专项产业基金——深圳国金凯撒创业投资企业（有限合伙），基金投资规模为 1 亿元。2014 年 7 月，公司再次对产业基金规模进行扩容，增加至 2.6 亿元，增资后公司出资额占 52.85%，为第一大股东。该专项产业基金主要从事互联网文化产业（主要是互联网游戏、广告、文学、视频及影视、动漫及其衍生品等细分领域）股权投资或债权投资及相关顾问业务，围绕公司向互联网领域转型的战略方向积极进行布局，将使公司在进行并购优质项目和丰富的投资收益方面充分收益。

2014 年 6 月 20 日公司向黄种溪等四名自然人非公开发行 44,247,786 股股份作为购买黄种溪等四名自然人持有的酷牛互动 100% 股权的部分对价，同时支付 30,000 万元现金作为购买黄种溪等四名自然人持有的酷牛互动 100% 股权的现金对价部分。本次交易完成后，酷牛互动将成为凯撒股份的全资子公司。

2015 年 4 月 30 日公司拟以自有资金 54,000.00 万元收购杭州幻文科技有限公司股东何涛、林嘉喜、吴漫、肖玉莲、伍黎苑、熊亚玲、刘奇、深圳国金凯撒创业投资企业（有限合伙）持有的 100% 股权。本次交易完成后，杭州幻文将成为凯撒股份的全资子公司。

2015 年 9 月 22 日公司拟以 16 元/股的价格非公开发行 4556.25 万股，并支付现金 4.86 亿元，合计作价 12.15 亿元收购天上友嘉 100% 股权。本次交易完成后，天上友嘉将成为凯撒股份的全资子公司。

1.2 公司目前股权结构

截至 2015 年 4 月 30 日，公司前十大股东持股情况如下。

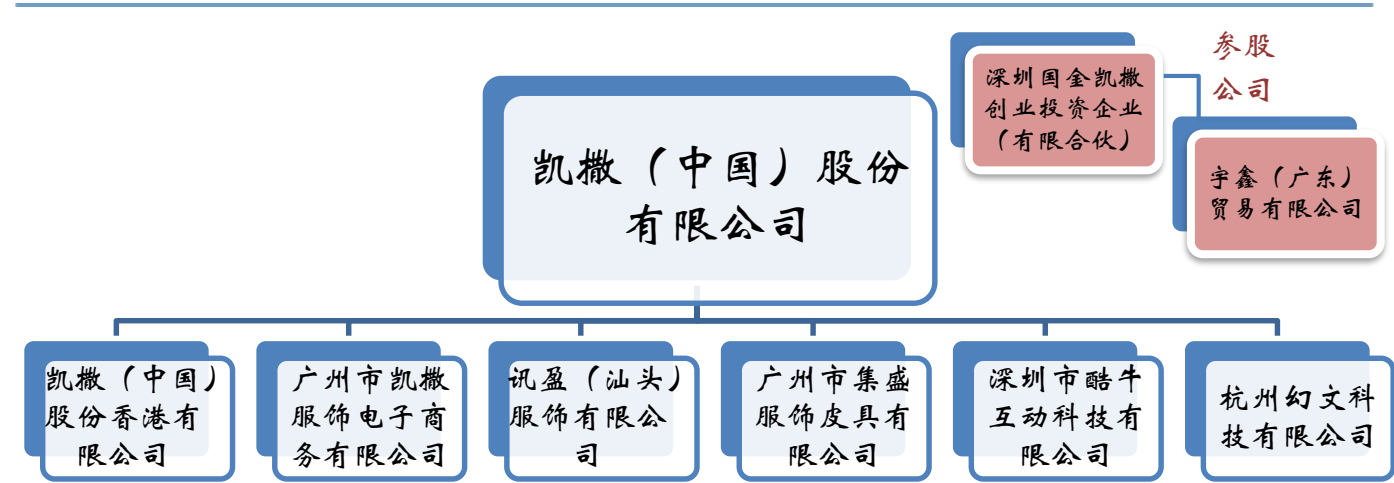
图 2：公司十大股东持股情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	凯撒集团(香港)有限公司	152,620,000	35.15	限售流通 A 股, A 股流通股
2	志凯有限公司	47,320,000	10.90	A 股流通股
3	黄种溪	20,464,601	4.71	限售流通 A 股
4	重庆卓智鑫盈投资中心(有限合伙)	19,451,695	4.48	A 股流通股
5	曾小俊	12,278,761	2.83	限售流通 A 股
6	周路明	8,185,840	1.89	限售流通 A 股
7	林嘉喜	3,318,584	0.76	限售流通 A 股
8	中国建设银行股份有限公司-嘉实新消费股票型证券投资基金	2,550,000	0.59	A 股流通股
9	周菊芬	2,423,732	0.56	A 股流通股
10	中国银行-海富通收益增长证券投资基金	2,272,461	0.52	A 股流通股
	合 计	270,885,674	62.39	

资料来源：公司公告、众成研究

1.3 公司主要子公司和参股公司

图 3：公司子公司与参股公司结构图



资料来源：公司公告、众成研究

2. 公司管理团队情况

公司拥有专业化的互联网管理团队，2015 年 2 月 12 日公司董事会第九次会议审议通过聘任吴裔敏先生为公司总经理。

吴裔敏先生历任腾讯计算机系统有限公司 QQ 堂项目组产品经理、合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务主要负责人，上海盛大游戏系统总经理、工作室总经理，北京金山软件集团副总裁兼金山游戏总裁，上海逸趣网络科技有限公司 CEO。吴裔敏先生在互联网游戏领域有着极其丰富的行业经验和

作用。

3. 公司主营业务

公司原有主业是高端服装的生产销售，因近年全球经济复苏缓慢，国内转变经济发展方式，经济增长压力加大。纺织服装行业消费需求持续低迷，竞争加剧，用生产要素成本不断上涨、高库存等诸多不利因素依然严峻，竞争和洗牌的力度加大。为了分散公司单一业务的风险，在继续发展原有主业的同时，公司决定向互联网泛娱乐领域转型。

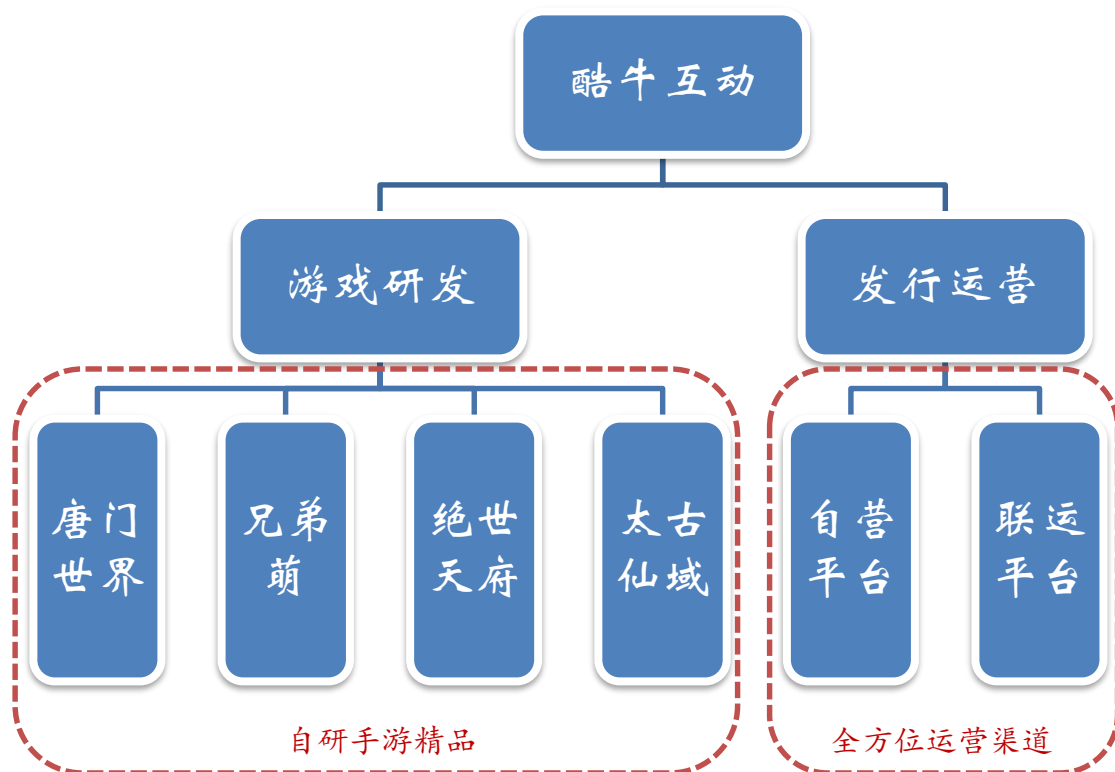
在2014年6月，2015年4月和2015年9月公司相继收购了酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉三家优质网络游戏IP研发运营公司布局互联网泛娱乐版图。

3.1 酷牛互动业务概况及盈利模式

3.1.1 业务概况

酷牛互动成立于2011年，主要从事移动游戏的研发及运营。

图4：酷牛互动主要业务分布图



资料来源：公司公告、众成研究

在游戏研发方面，酷牛互动先后研发并上线运营《大话水浒 WAP》、《兄弟萌》、《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等多款精品手机游戏，其中《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等热门网络小说改编而成的游戏深受用户欢迎，有效提高了酷牛互动用户付费率，使得游戏收入大幅增长。《兄弟萌》、《唐门世界》、《绝世天府》上线运营以来月均活跃用户付费率分别为：3.57%、8.74%、9.07%，高于行业平均水平。《唐门世界》上线八个月累计充值金额超过 6,500 万元，《绝世天府》上线四个月累计充值金额将近 3,000 万元。

在发行运营方面，酷牛互动以自身网站为平台自主运营游戏产品，同时通过对外部资源的有效运用，先后与腾讯、360、苹果、联想、第一波、值尚、云顶等多家知名企业成为合作伙伴共同联合运营游戏产品。酷牛互动采用自主运营和联合运营模式相结合的全方位发行运营渠道，多角度切入移动

游戏市场，大幅提高了客户覆盖面及营业收入。随着 2013 年中国移动游戏市场的迅速崛起，酷牛互动凭借多款手机游戏，积极开拓移动游戏市场。

3.1.2 盈利模式

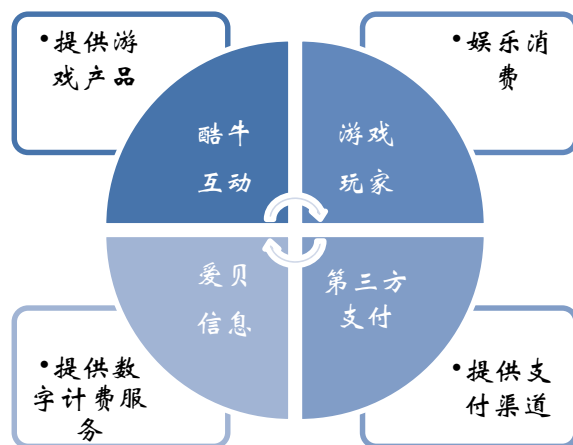
IP 资源合作模式

2013 年酷牛互动开创了与网络知名作家进行合作的模式，即将知名网络作家 IP 资源改编为移动游戏，并依靠网络作家影响力加大对游戏的推广，从而实现网络知名作家 IP 资源的商业化。酷牛互动的“网络文学+游戏”的模式，以网络知名作家 IP 为基础、酷牛互动游戏研发实力为依托，联合作家和运营平台的影响力，实现网络知名作家 IP 资源的商业化，满足消费者对娱乐的追求。知名网络小说等优质 IP 资源拥有庞大的忠实读者群体，改编成移动游戏之后，更容易引起玩家的共鸣，提升了产品成功的可能性，还有助于延长游戏的生命周期，增强了企业的盈利能力。酷牛互动以“唐家三少”热门网络小说改编的《唐门世界》于 2013 年 8 月上线运营，借助“唐家三少”及其小说作品的知名度通过微信、微博、论坛等渠道向核心读者群体宣传推广，将其忠实读者成功发展为游戏玩家，满足游戏玩家对娱乐的追求。《唐门世界》开放测试首周，注册用户超过 20 万人，上线运营八个月累计充值金额超 6,500 万元，借助《唐门世界》的成功模式和技术积累，酷牛互动迅速开发了以“天蚕土豆”小说《武动乾坤》改编的移动游戏《绝世天府》，并于 2013 年 12 月正式上线，上线四个月累计充值金额近 3,000 万元。

自主运营+联合运营模式

在自主运营模式下，酷牛互动利用自有网站平台（szkuniu.com）发布、运营并推广游戏产品。游戏玩家可以登陆酷牛互动网站下载游戏软件，通过第三方充值渠道进行充值而取得游戏内的虚拟货币，并可以经由酷牛互动网站在线实时获得客户服务。酷牛互动在游戏玩家实际充值并消费时确认为营业收入。自主运营模式有利于树立游戏研发商的品牌和影响力，但相比联合运营模式，受到游戏研发商自身平台影响力的限制，获取的游戏玩家数量相对有限。

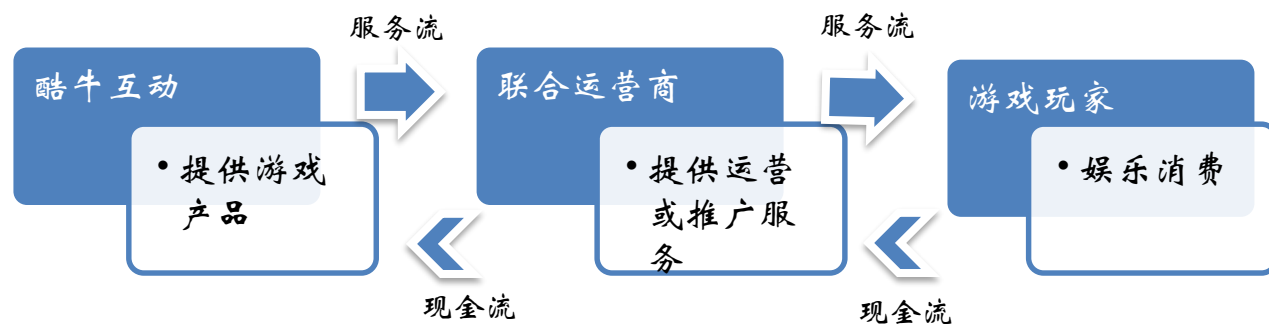
图 5：自主运营模式图



资料来源：公司公告、众成研究

联合运营是指酷牛互动与腾讯、360、UC、苹果、第一波等一个或多个游戏运营商或推广服务商共同联合运营移动游戏的运营方式，游戏玩家通过上述平台进行游戏产品的下载及消费。在这种模式下，联合运营方通过游戏推广获取游戏玩家，游戏玩家在联合运营方处下载游戏软件；联合运营方负责充值服务以及计费系统的管理，酷牛互动负责游戏版本的更新及技术支持和维护；游戏玩家在联合运营方提供的充值系统中进行充值，取得虚拟货币；联合运营方将游戏玩家实际充值的金额扣除相关渠道费用后按协议约定的比例计算分成，在双方核对数据确认无误后，酷牛互动确认营业收入。

图 6：联合运营模式



资料来源：公司公告、众成研究

在联合运营模式下，游戏开发商、游戏运营商、游戏推广服务商等多方合作运营与推广游戏产品，参与各方大多采用分成方式共同承担风险与获取收益，从而能够有效调用各方资源优势，降低游戏运营风险；酷牛互动在联合运营模式下可以就一款游戏与多个游戏推广服务商联合运营，充分利用游戏推广服务商的资源优势，扩展游戏产品的覆盖面，增加游戏的盈利机会和盈利能力。综上，鉴于目前移动游戏行业内游戏开发商数量较多且企业规模有限，自主运营游戏产品并进行市场推广的难度较大，联合运营模式将成为移动游戏运营中较普遍采用的一种运营模式。

3.2 杭州幻文业务概况及盈利模式

3.2.1 业务概况

杭州幻文是中国目前领先的 IP 运营服务公司，主要以移动互联网、优质版权为依托，全面布局“泛娱乐”战略，打造“幻文互动娱乐”品牌，主要覆盖文学、游戏、影视、动漫等业务。其控股子公司尚文科技主要的业务以原创文学衍生版权签约为主，衍生文学版权签约共 559 部作品，其中短篇完本作品 359 部，分成作品 134 部，买断作品 64 部，委托创作 2 部。旗下有老灰狼、左妻右妾、浪漫烟灰、沧海鲲鹏、翼 v 龙、小龙卷风、独孤逝水等网络知名作家，打造了《绝品兵王》、《超级狂少》、《都市狂龙》、《武逆九天》、《无上武道》、《极品瞳术》等一批网络畅销作品。在成为凯撒股份子公司之前，公司主要业务分为三块，版权代理服务、无线阅读和游戏合作开发运营。目前杭州幻文正积极向高附加值的 IP 运营服务业务转型。

3.2.2 运营模式

版权代理服务

杭州幻文目前版权代理服务主要是基于优质文学作品的版权代理服务，已经进行的有游戏版权代理服务、无线版权代理服务，即将进行影视版权、动漫版权等代理服务。版权代理服务盈利模式：作者或者机构授权作品版权给杭州幻文，杭州幻文支付相应版权费用；杭州幻文转授权作品版权给同行或者产业链下游公司使用，获取相应的版权费用。

游戏合作开发运营

杭州幻文会适度介入游戏合作开发及运营，杭州幻文在游戏领域的业务模式目前主要包括两种：一、杭州幻文为原作者和游戏开发商提供授权服务，收取版权金并参与收入分成；二、杭州幻文与原著作者签署协议，由杭州幻文作为游戏的开发商和运营商，独立开发并运营。

影视、动漫合作开发运营

杭州幻文下一步会逐步介入影视、动漫的合作开发及运营，杭州幻文未来在影视、动漫合作开发运营领域的业务模式目前主要是杭州幻文为版权所有者和专业影视公司、动漫制作公司提供授权服务，

收取版权金并参与收入分成。

合资运营

杭州幻文与版权所有者成立能够控制的合资公司共同对版权所有拥有的 IP 资源进行深入开发，会涉及游戏、影视、动漫等领域的合作开发运营。杭州幻文的版权代理服务立足于版权的获取及向产业链下游游戏合作开发运营或动漫影视合作开发运营提供所需的版权的授权，杭州幻文在游戏开发运营、影视合作开发运营及合资运营也都是基于杭州幻文所拥有的优质版权资源进行拓展经营的。鉴于杭州幻文在行业多年的积累和人脉，在未来能保证持续获取优 IP 资源的前提下，考虑到上游文学行业的投入回报期较长，继续加大对上游文学内容生产方面的投入并不具备必要性，同时也会削弱杭州幻文管理层的专注度，杭州幻文未来将聚焦于主要核心业务即 IP 运营服务上，以确保公司在细分行业内的领先地位，同时考虑到游戏产业的变现能力较强，且公司 IP 资源主要授权到游戏产业，适度参加下游产业尤其是游戏产业的具体运作，能够加大公司对相关行业发展的理解和合作的控制力。未来杭州幻文将继续持续的获取最优质的 IP 资源，以保持文学 IP 运营服务领域的领先地位，同时为凯撒股份在相关文化产业链的布局提供稳定的 IP 资源保障。

3.3 天上友嘉业务概况及盈利模式

3.3.1 业务概况

天上友嘉成立于 2008 年 7 月，设立之初主要从事网页游戏的研发和运营。2008 年至 2013 年期间，天上友嘉成功研发了《植物大战僵尸 OL》、《百将录》、《龙之塔 OL》等多款网页游戏，其中《植物大战僵尸 OL》于 2010 年 6 月 23 日上线以来一直是市场上明星产品，2013 年、2014 年和 2015 年 1-4 月仍为天上友嘉带来了 867 万元、307 万元和 93 万元收入。天上友嘉在产品定位、游戏研发方面积累了丰富的经验，为其开发移动网络游戏奠定了基础。

2014 年，由于网页游戏竞争日益激烈，在移动网络游戏行业快速发展的背景下，天上友嘉调整公司发展策略，决定结合其网页游戏研发经验专注于移动网络游戏的研发。2014 年 4 月，天上友嘉推出了第一款自创 IP 类的移动网络游戏《星座女神》，该游戏故事情节新颖、画工精美、玩法丰富并在多个知名游戏平台推广。《星座女神》于 2014 年 4 月正式上线，截至 2015 年 4 月 30 日，《星座女神》累计注册玩家数量超过 273 万人，累计充值金额超过 4,000 万元。天上友嘉于 2015 年陆续推出了两款移动网络游戏大作《净化》和《新仙剑奇侠传 3D》，其中《新仙剑奇侠传 3D》改编自知名 IP《新仙剑奇侠传》，该游戏于 2015 年 4 月 16 日正式上线，截至 4 月底累计注册用户超过 465 万人，游戏充值流水超过了 5,000 万元。

图 7：天上友嘉主要游戏产品

序号	游戏名称	游戏类型	运营时间	运营模式	盈利模式
1	新仙剑奇侠传 3D	安卓&IOS	2015 年 4 月至今	联合运营	虚拟道具收费
2	净化	安卓	2015 年 1 月至今	联合运营	虚拟道具收费
3	星座女神	安卓&IOS	2014 年 4 月至今	联合运营	虚拟道具收费
4	植物大战僵尸 OL	安卓&IOS	2010 年 6 月至今	联合运营	虚拟道具收费

资料来源：公司公告、众成研究

天上友嘉凭借其出色的游戏研发能力，在游戏行业内树立了良好的口碑和品牌，并与 360、中国手游、黑桃互动签署了长期合作协议，为其提供的知名 IP 资源改编成游戏产品。随着移动网络游戏进一步发展，新颖游戏玩法，精美游戏画面以及大众熟悉的动漫、影视或文学作品改编的游戏产品将会获得大量玩家追捧，鉴于天上友嘉在游戏行业拥有多年的行业经验，公司研发团队成熟而稳定，研发技术、游戏美工拥有强劲的实力，外辅知名 IP 资源，有助于天上友嘉在日益激烈的移动网络游戏市场竞争中脱颖而出，为广大游戏玩家带来优秀的作品，进一步增强公司盈利能力。

3.3.2 运营模式

天上友嘉主要采用联合运营方式进行游戏运营。联合运营是指天上友嘉与陌陌、360、苹果 App Store、UC 九游、腾讯游戏等多个游戏平台运营商共同联合运营移动网络游戏的方式。

联合运营模式下,天上友嘉主要负责游戏版本的持续更新、技术支持、系统维护和游戏玩家服务;游戏平台运营商负责用户导入、渠道提供、充值服务以及计费结算管理。游戏玩家登录游戏之前需要注册成为游戏平台运营商的用户,通过游戏平台运营商的充值系统将人民币兑换成虚拟货币,并在游戏过程中使用虚拟货币购买游戏虚拟道具。游戏平台运营商将游戏玩家实际充值的金额扣除相关渠道费、税费、其他手续费之后,根据与天上友嘉约定的分成比例在每月结算对账后向天上友嘉支付分成款,天上友嘉按照确认的对账单金额确认收入。游戏开发商和游戏平台运营商采用分成形式共同承担发行风险和分享游戏收入;通过游戏平台运营商的品牌优势、丰富的用户资源、游戏推广能力和渠道优势,加快游戏的曝光度,从而放大游戏收益,游戏开发商降低游戏运营风险的同时获得了更多的收入。天上友嘉在联合运营模式下可以就一款游戏与多个游戏运营平台商联合运营,充分利用游戏运营平台商的资源优势,扩展游戏产品的覆盖面,增加游戏的盈利机会和盈利能力。

4. 公司的竞争优势

公司原是较有影响力的高端服装企业,针对目前服装行业经营形势的变化,公司及时调整发展战略,加快并购重组步伐,目前已确定“构建服装和网络游戏产业为主,金融产业为辅的多元化发展平台,通过三轮驱动的发展方式加速完成公司的转型升级和结构调整,全面向互联网泛娱乐领域转型。未来将会持续布局,外延式收购将是公司转型发展的重要手段和连续动作,在互联网泛娱乐领域将继续纵深拓展。

4.1 专业化的互联网管理团队

公司总经理吴裔敏先生历任腾讯计算机系统有限公司 QQ 堂项目组产品经理、合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务主要负责人,上海盛大游戏系统总经理、工作室总经理,北京金山软件集团副总裁兼金山游戏总裁,上海逸趣网络科技有限公司 CEO。吴裔敏先生在互联网游戏领域有着极其丰富的行业经验和管理经验,对公司的专业化的互联网人才团队组建、产业投资并购、投后产业链协作整合均发挥着积极作用。

子公司酷牛互动成立以来高度重视人才储备,并经过多款游戏产品的持续运营,已经建立起一支高效的研发团队。核心人员黄种溪曾在腾讯担任互联网产品的技术开发和产品策划职位,积累了丰富的互联网产品研发经验。2008 年开始进入手机游戏研发领域,在功能手机时代便积累了丰富的手机游戏研发经验,为后续智能手机网络游戏的研发提供了宝贵的经验,2011 年作为核心人员研发手机 WAP 版网络游戏《大话水浒 WAP》,于腾讯 QQ 家园平台运营,月流水超过百万,截至目前已累计超过一千万注册用户,在 2011 年是国内为数不多月流水超过百万的手机网络游戏。黄种溪作为酷牛互动核心人员先后参与《唐门世界》、《兄弟萌》、《绝世天府》、《太古仙域》等游戏的研发。曾小俊于 2003 年加盟腾讯任企业产品事业部技术工程师,2005 年任流媒体技术产品化的产品负责人,其参与研发的“QQ 直播”为腾讯视频前身,2008 年起历任腾讯朋友(原名 QQ 校友)、QQ 空间的主要产品负责人之一。曾小俊作为酷牛互动核心人员先后参与《唐门世界》、《兄弟萌》、《绝世天府》、《太古仙域》等游戏的研发。

子公司幻文科技拥有一支运营经验丰富的管理团队。董事长何涛曾先后在广东移动、中华网、掌上灵通、中文在线等多家行业知名公司任职,曾在掌上灵通和中文在线担任副总裁,在 IP 打造、IP 资源运营服务、手机游戏等领域有丰富的行业经验;总经理吴漫曾先后任职于台湾信昌出版社、中国移动手机阅读基地、中文在线、东莞永正,在原创文学行业具有丰富的经验和资源整合能力。

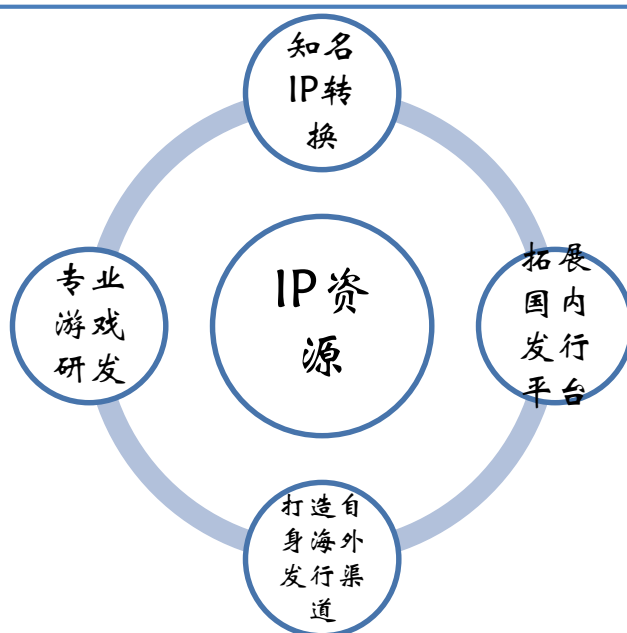
公司正在收购的天上友嘉,它的创始人、技术顾问何啸威也是逸飞岭的创始人。1999 年 11 月,中国最早的图形化社区逸飞岭网站上线后便迅速蹿红,3 个月后就被客户斥资 300 万元人民币收购,

此后最高日点击率达 1500 多万人次，是中国早期人气最高的社区站点之一。而在整个天上友嘉的团队中，也有多名从当年一直拼杀至今的研发骨干。过去 10 多年里，这个团队的游戏研发、发行经验已经超过 20 款。丰富的行业经验，让天上友嘉的团队具有敏感的触觉，及时捕捉游戏市场发展潮流，并通过持续的技术完善和模式创新，不断推出受到追捧的游戏产品。比如 2014 年 4 月，天上友嘉推出手机网游《星座女神》。截至 2015 年 4 月 30 日，《星座女神》累计注册玩家数量超过 229 万，累计充值金额达到 4000 万元。2015 年推出的《新仙剑奇侠传 3D》，更创造前文提及优秀成绩。2015 年 7 月 31 日，在素有游戏界“奥斯卡”之称的星耀 360 颁奖盛典上《新仙剑奇侠传》摘得最佳 IP 合作、最具人气移动游戏双料大奖，成为全场唯一一款与网易《梦幻西游》并肩，摘得双料奖项的实力大作。

4.2 优秀的“IP 研发+IP 运营+IP 商业化”能力

公司以丰富优质的 IP 资源为核心，通过旗下各游戏研发公司实现 IP 资源的商业化，为公司带来新的利润增长点。

图 8：公司游戏产业链布局



资料来源：公司公告、众成研究

作为公司新兴主业的网络游戏业务，多家子公司覆盖游戏行业产业链，产生协同效应。公司子公司杭州幻文的优质版权资源可以协同天上友嘉优秀的研发团队更好的促进上市公司后续的发展。同时，天上友嘉游戏研发能力和技术与酷牛互动的移动游戏研发能力可以互相补充，协同发展，开发出更受市场欢迎、认可的游戏，更有利于上市公司未来的发展。天上友嘉、酷牛互动移动游戏业务增长迅速，当前游戏市场快速增长与其储备游戏项目有序持续推出相互组合，构建了良好的业务发展势头和未来业绩增长前景。

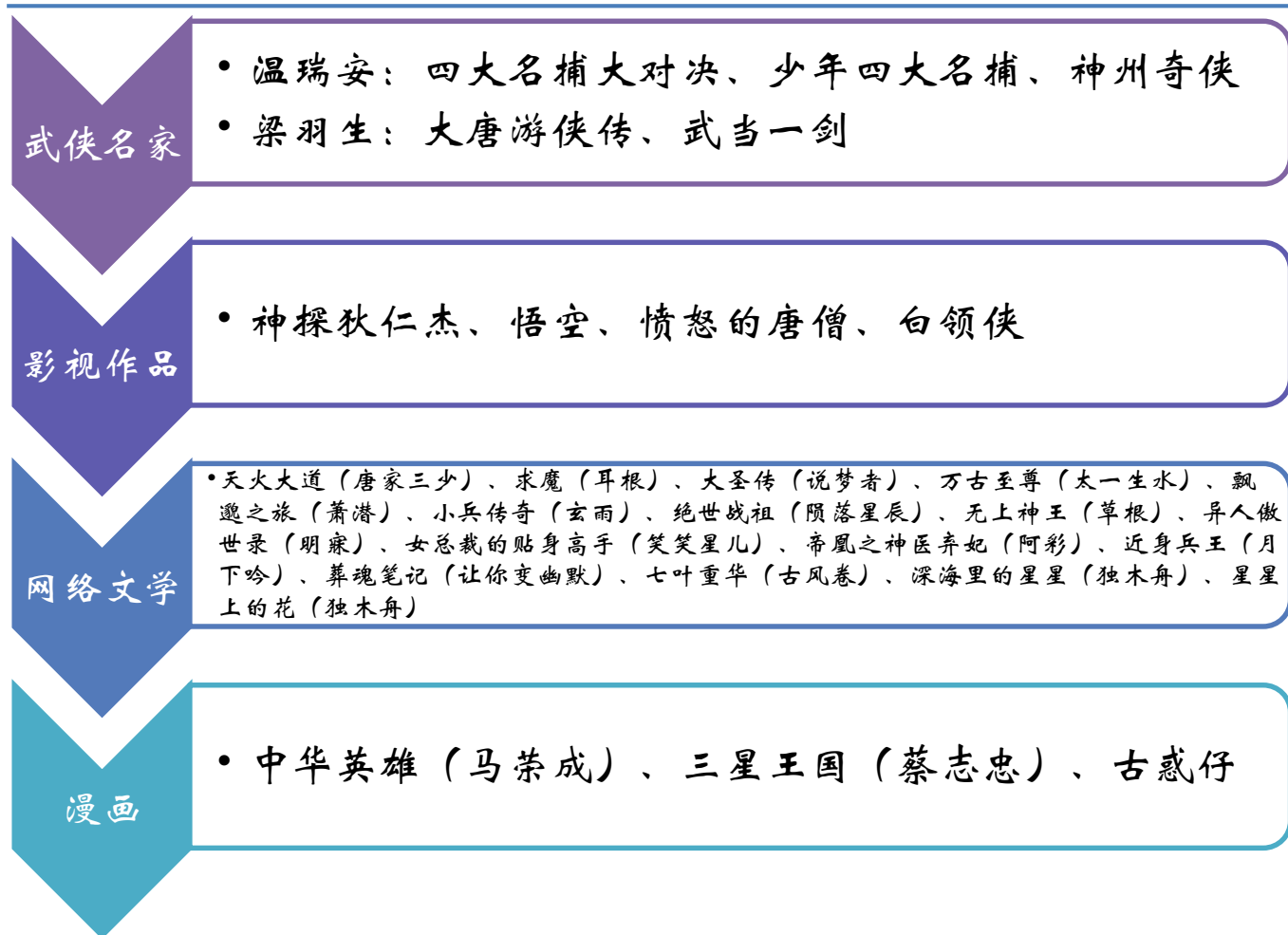
4.3 大量的优质 IP 储备

今年以来，IP 几乎成为娱乐圈最火的概念。随着《琅琊榜》的热播，IP 也再次被热捧。《琅琊榜》称：得麒麟才子者得天下，因此江湖对麒麟才子的争夺可谓血雨腥风。而火得一塌糊涂的热播剧则证明：得 IP 者得“天下”。

《花千骨》的热播曾让禾欣股份 10 天 9 个涨停；今年国庆档的票房前三均有强 IP 坐镇，《大圣归来》的高票房带动鹿港科技 9 个交易日股价大涨超八成；而《琅琊榜》更是不仅让背后的出品方被市场熟知，天神娱乐的股价也在一个月內上涨近三成。因此我们可以看出 IP 正在成为影视公司发展的推动力，未来有望引爆超万亿元市场。

公司通过近年不断的外延并购，现已拥有大量优质的 IP 储备，这将成为公司泛娱乐版图中的重要基石。

图 9：公司目前已有的部分 IP 资源



资料来源：公司公告、众成研究

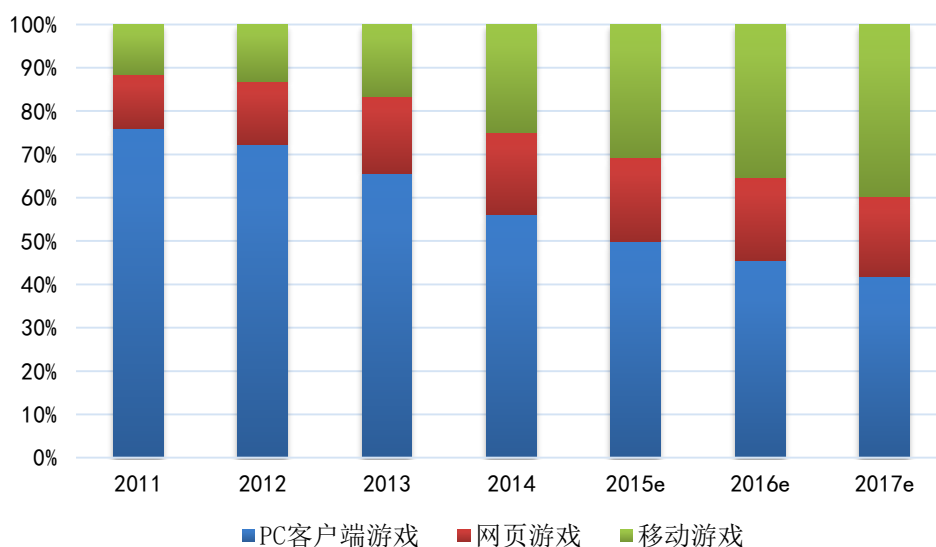
4.4 专项产业基金孵化优质资产

公司已成立专项产业基金-深圳国金凯撒创业投资企业（有限合伙），基金规模 2.6 亿，公司出资额占 61.1628%，为第一大股东，该专项产业基金主要从事互联网文化产业（主要是互联网游戏、广告、文学、视频及影视、动漫及其衍生品等细分领域），股权投资或债权投资及相关顾问业务，围绕公司向互联网领域转型的战略方向积极进行布局，将使公司在进行并购优质项目和丰富的投资收益方面充分收益。

5. 公司所处行业基本情况

根据艾瑞咨询发布的数据分析报告显示，2014 年移动游戏市场份额为 24.9%，首超页游的 19%，以此推测未来两年内，中国将超过日本，成为全球第一大手游市场。同时，移动游戏将保持 30%左右的年复合增长率，远高于页游和端游的增速。而整个市场将在 2018 年出现拐点，移动游戏的市场份额将首次超过端游，成为最大的细分市场。

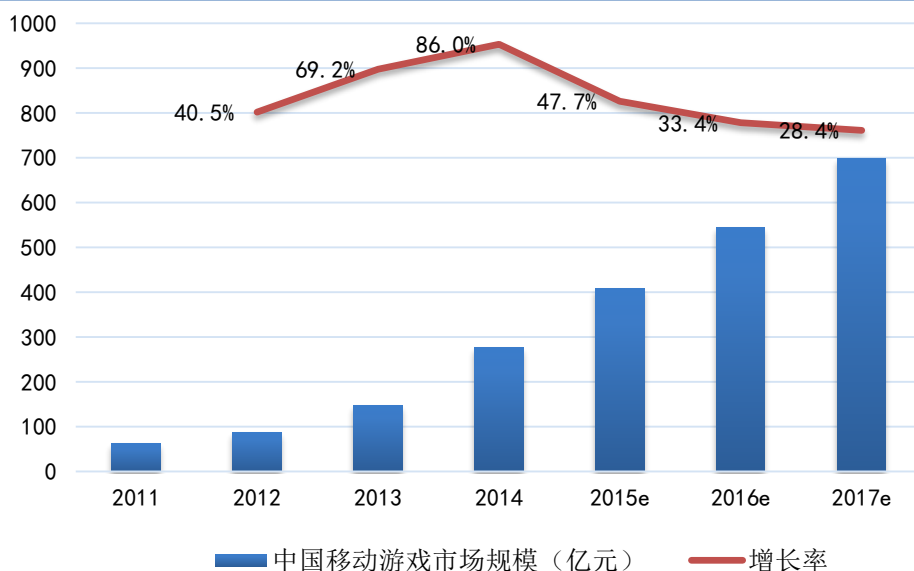
图 10：2011-2017 年中国网络游戏市场规模结构



数据来源：艾瑞咨询、众成研究

2014 年中国移动游戏市场规模达到 276 亿，同比增长率达 86%。人口红利依然是促进移动游戏市场高速发展的核心动力，未来随着用户增长放缓，中国移动游戏市场的增长率也将同步下降。由于手游的从业者大多有是从端游和页游转型过来的，有大量的游戏运营经验，因此艾瑞分析认为，2013-14 年的渠道之战后，运营将是各家企业的另一个主战场，通过运营深度挖掘用户的消费能力，拉高产品生命周期是保证整个市场继续增长的关键点。

图 11：2011-2017 年中国移动游戏市场规模

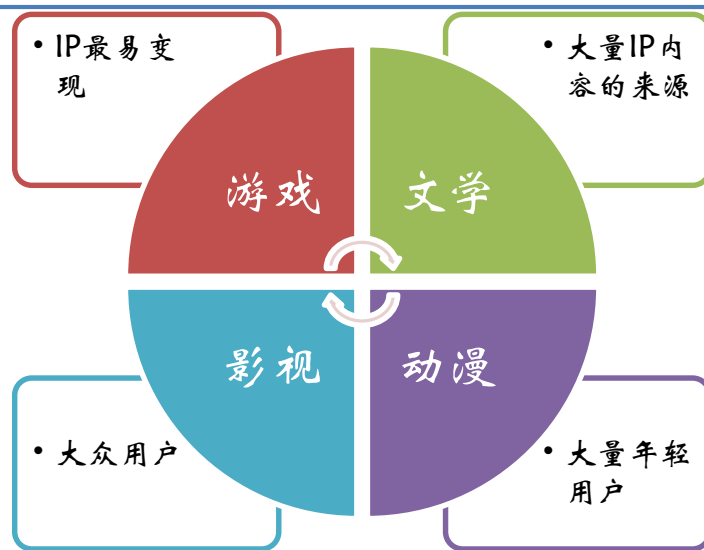


数据来源：艾瑞咨询、众成研究

从 2014 年下半年开始大家就已经开始发现好的 IP 在手游中提现的价值，可以说 2014 年是 IP 元年，也是 IP 采购年，各类 IP 遭遇疯抢。随着 2014 年采购的 IP 在 2015 年迎来爆发，预计会出现更多游戏、文学、综艺、影视、动漫等 IP 改编游戏。游戏、电影、小说和动漫等产业相互之间的渗

透已经越来越明显，相互之间的联动效应也会越来越强。

图 12：IP 带来的泛娱乐内容产业融合



资料来源：众成研究

游戏是 IP 最易变现的领域，它带领文学、动漫、影视等泛娱乐行业整合加速。内容产业的整合让游戏、文学、动漫、影视等产业的合作更加紧密，互为产业链上下游，对于游戏而言，既可以成为产业上游，也可以成为下游：作为上游，知名游戏改编影视、动漫等，如根据《仙剑奇侠传》、《古剑奇谭》等热门游戏改编的电视剧；作为下游，网络文学改编游戏，如《莽荒纪》、《苍穹变》等。

我们预测未来将是泛娱乐化的时代，围绕 IP 资源，游戏、文学、动漫、影视等各领域相互转化合作将成为大趋势，将会促进整个泛娱乐领域的整合，打开万亿市场。

6. 盈利预测

公司由高端服装企业转型互联网泛娱乐，通过收购酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉三家优质网络游戏 IP 研发运营公司，布局互联网泛娱乐，战略版图框架初显，未来前景可期。若公司并购天上友嘉项目顺利完成，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.23 元、0.52 元、0.68 元，给予“增持”评级。

7. 风险提示

公司主要面临的风险有：经济环境、技术风险、行业竞争加剧等。

财务预测表

单位：百万元

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	541.52	825.76	1073.48	1503.76	货币资金	251.47	5.96	6.56	7.23
减：营业成本	333.80	310.92	342.29	376.82	应收和预付款项	134.62	239.74	172.40	281.32
营业税金及附加	3.07	3.38	3.72	4.10	存货	380.34	463.19	465.45	556.89
营业费用	152.93	168.36	185.35	204.05	其他流动资产	330.00	330.00	330.00	330.00
管理费用	34.85	38.36	42.24	46.50	长期股权投资	30.01	30.01	30.01	30.01
财务费用	0.83	0.92	4.50	12.85	固定资产和在建工程	351.93	309.62	267.32	225.01
资产减值损失	24.76	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	29.32	27.25	25.18	23.11
营业利润	10.28	74.22	78.21	78.21	其他非流动资产	214.95	196.59	178.23	178.23
加：其他非经营损益	3.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1768.64	1641.56	1507.53	1657.38
利润总额	13.28	74.22	78.21	78.21	短期借款	75.47	56.85	106.83	371.67
减：所得税	11.75	18.55	19.55	19.55	应付和预收款项	66.55	107.93	81.82	124.73
净利润	1.53	120.94	268.37	350.94	负债合计	147.23	169.99	193.86	501.61
减：少数股东损益	-5.04	-183.79	-193.67	-193.67	股本	389.99	389.99	389.99	389.99
归属母公司股东净利润	6.56	239.45	252.33	252.33	资本公积	815.65	815.65	815.65	815.65
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	留存收益	263.49	297.43	333.20	368.98
经营性现金净流量	82.03	-20.47	171.68	-34.77	归属母公司股东权益	1469.13	1503.08	1538.85	1574.62
投资性现金净流量	-127.54	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	152.28	-31.51	-225.18	-418.85
筹资性现金净流量	30.88	-225.04	-171.08	35.43	股东权益合计	1621.41	1471.57	1313.67	1155.77
现金流量净额	-14.90	-245.51	0.60	0.66	负债和股东权益合计	1768.64	1641.56	1507.53	1657.38
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBIT	13.17	75.13	82.71	91.06					
EBITDA	56.52	144.67	152.25	142.24					
NOPLAT	-0.81	56.35	62.04	68.29					
EPS（元）	0.02	0.23	0.52	0.68					
PE（倍）	1286	49	37	29					
PB（元）	5.75	5.62	5.49	5.36					

数据来源：wind、众成研究

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6-12 个月内个股和行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

个股评级

买入：相对强于基准指数收益率 15%以上

增持：相对强于基准指数收益率 5%~15%

中性：相对于基准指数收益率在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于基准指数收益率在-5%以下

行业评级

看好：明显强于基准指数

中性：与基准指数基本持平

看淡：明显弱于基准指数

免责声明

本报告由众成证券有限责任公司（以下简称“本公司”）制作及发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用；若征得本公司同意进行引用、刊发或转载，需注明出处为“众成证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。