



优质 IP 全产业链变现，外延持续可期

2016.07.11

强烈推荐

(首次覆盖)

李亚军(分析师) 肖明亮(研究助理)  
电话: 020-88863187 020-88831179  
邮箱: lij@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310516060001 A1310115100005

现价: 26.35

目标价: 37

股价空间: 40%

投资要点:

- **绑定顶级作家，储备丰富顶级 IP 资源：**收购第一波公司网络文学+游戏战略落地，获得唐家三少、天蚕土豆等顶级网络文学作家的丰富优质 IP 资源；通过收购梦幻星生园获取影视板块优质 IP，获得桐华（梦幻星生园股东）、十四阙、匪我思存等顶级作家诸多作品的独家影视剧版权，丰富顶级 IP 储备已经形成，为公司泛娱乐全产业链开发打下坚实基础；
- **玩具业务升级、影游剧业务推进，产业协同大幕开启：**玩具业务积极升级可期，延伸 IP 玩具、智能机器人、无人机等高毛利水平的智能玩具产品；第一波是优质的游戏研发运营公司，同时公司参投拇指游玩、成奕君兴传媒股份，进一步完善游戏板块全产业链布局能力；梦幻星生园是优质的电视剧制作公司，在业内拥有丰富的作家、制作与发行资源，公司影游业务落地，围绕《莽荒纪》为代表的围绕优质 IP 进行全产业链联合开发的战略逐步推进，我们看好公司通过整合产业资源，凭借产业链上的积极布局进行全产业链开发，协同趋势进一步显现，今年影游剧多部作品值得期待；
- **员工持股利益协同，资本运作外延可期：**公司重视并购标的运营稳定以及公司优势资源的整合协同，推进员工持股绑定核心骨干从而确保公司发展的稳定性与员工积极性；公司自转型以来步伐稳健，优质标的掷地有声，设立产业并购基金更名骅威文化，表明公司外延坚决，虽然掌娱科技以及有乐通的收购终止，但我们认为公司围绕产业链进行业务完善的布局将会持续，后续外延将持续可期。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 16-18 年摊薄 EPS 分别为 0.74、0.86、1.04 元，当前股价对应 35、30、25 倍 PE。我们给予公司 2016 年 50×PE，目标价 37 元，首次覆盖，强烈推荐。
- **风险提示：**玩具业务下滑、影游业务不达预期、动漫市场发展缓慢

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
骅威文化	6.2	-6.8	3.3
传媒行业	-0.9	-6.6	-9.6
沪深 300	0.9	-1.2	-5.0

基本资料

总市值 (亿元)	113
总股本 (亿股)	4.3
流通股比例	46.5%
资产负债率	5.62%
大股东	郭祥彬
大股东持股比例	26.89%

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	590.57	1307.44	1653.09	1965.66
同比 (%)	23.87%	121.38%	26.44%	18.91%
归属母公司净利润	120.35	317.10	374.76	448.49
同比 (%)	250.31%	163.49%	18.18%	19.67%
毛利率 (%)	46.50%	48.36%	47.86%	48.27%
ROE (%)	5.98%	9.72%	10.62%	11.86%
每股收益 (元)	0.28	0.74	0.87	1.04
P/E	94.13	35.72	30.23	25.26
P/B	3.66	3.32	3.13	2.89
EV/EBITDA	6.06	28.77	24.47	20.56

# 目录

1. 产业链上游延伸，泛娱乐大幕开启 .....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 IP 为核心，优质 IP 全产业链运营.....	5
1.2.1 内容为王，优质 IP 导流价值凸显.....	5
1.2.2 围绕 IP，多元变现复合开发成为趋势.....	7
1.3 携手最红作家，顶级影游 IP 储备丰富.....	8
2. 玩具业务升级，影游剧业务协同推进.....	10
2.1 玩具业务：加大研发投入，产品系列升级.....	10
2.2 影游剧业务推进，协同趋势加强.....	11
2.2.1 依托顶级网文 IP 和作家，游戏业务拓展可期.....	11
2.2.2 收购梦幻星生园，携优势 IP 进军影视板块.....	13
2.2.3 影游剧联动多层次开发推进，IP 价值最大化.....	15
3. 员工激励利益协同，资本运作外延可期.....	17
3.1 员工激励实现利益协同.....	17
3.2 资本运作外延可期.....	18
4. 盈利预测与估值.....	18
5. 风险提示.....	19



## 图表目录

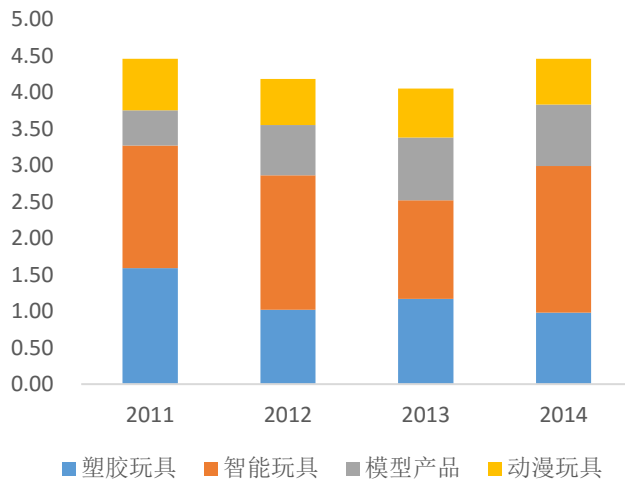
图表 1 公司传统玩具业务发展缓慢 .....	4
图表 2 传统业务营收利润呈现下滑（亿元、%） .....	4
图表 3 公司转型步伐 .....	4
图表 4 由低毛利率玩具业务转向影游业务 .....	5
图表 5 影视、游戏、玩具成为公司三大核心主业 .....	5
图表 6 2010-2015 年 IP 改编电影表现情况 .....	6
图表 7 2016Q1 IP 剧播放量远超非 IP 剧（万次） .....	6
图表 8 游戏同质化现象严重 .....	6
图表 9 IP 游戏显著提高转化率与下载率 .....	6
图表 10 历年主要网络作家版权收入情况（万元） .....	7
图表 11 2014 年十大版权费 IP 排名（万元） .....	7
图表 12 泛娱乐几大特点 .....	7
图表 13 IP 开发环节利润分析 .....	8
图表 14 IP 作品不同开发形式的利润测算（万元） .....	8
图表 15 网络文学 IP 授权前五作家情况 .....	9
图表 16 旗下签约作家影响力情况 .....	9
图表 17 公司丰富的顶级 IP 储备 .....	9
图表 18 玩具业务比重大幅下降 .....	10
图表 19 公司业务收入转向以国内为主 .....	10
图表 20 公司研发人员数量大幅增长 .....	10
图表 21 公司研发投入大幅增加 .....	10
图表 22：第一波网络股权结构 .....	11
图表 23 手游市场依然维持快速增长 .....	11
图表 24 旗下签约作家具有强大粉丝基础 .....	11
图表 25 积极布局手游全产业链 .....	12
图表 26 第一波网络移动游戏推广模式 .....	12
图表 27 第一波网络核心 IP 改编成的游戏情况 .....	13
图表 28 2016 年公司计划推出的游戏产品 .....	13
图表 29 梦幻星生园拥有的 IP 资源 .....	14
图表 30 梦幻星生园作品及获得成就情况 .....	14
图表 31 2016 年公司电视剧生产计划 .....	15
图表 32 网文 IP 多层次开发 .....	16
图表 33 莽荒纪影游联动 .....	16
图表 34 2016 年公司计划投资制作的电影 .....	17
图表 35 并购标的对赌协议和业绩完成情况 .....	17
图表 36 公司资本运作情况 .....	18

## 1. 产业链上游延伸，泛娱乐大幕开启

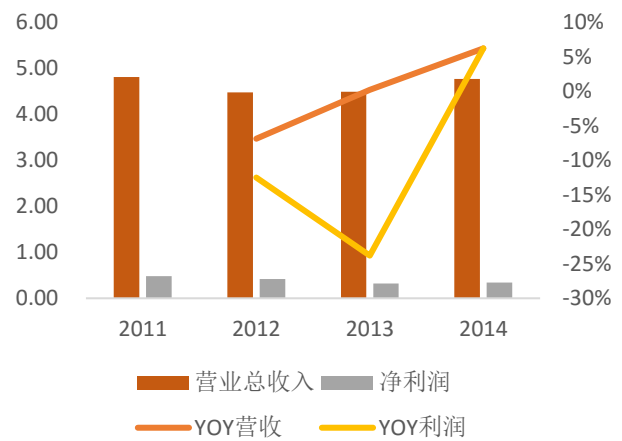
### 1.1 公司简介

公司于 2010 年上市，原有主业致力于玩具的研发、生产、制造和销售，玩具产品主要分为塑胶玩具、智能玩具、模型玩具、动漫玩具、其他玩具五大类。随着传统玩具业务市场竞争激烈，单纯的玩具产业发展困难，公司积极沿着产业链上游进行延伸：2014 年收购第一波游戏公司进入游戏领域，2015 年收购梦幻星生园进入影视业务领域，2016 年公司持续进军科技、智能等领域，泛娱乐大幕全面开启，意味着公司业务从传统玩具向影视、游戏、衍生品等泛娱乐全产业链延伸。目前，影视游戏业务已经成为公司的主要业务，2015 年营收规模占比 55%，如果考虑梦幻星生园业务全部并表，那么影视游戏业务规模占比已经达到了 66%。

图表1 公司传统玩具业务发展缓慢



图表2 传统业务营收利润呈现下滑 (亿元、%)



资料来源：互联网、广证恒生

资料来源：互联网资料、广证恒生

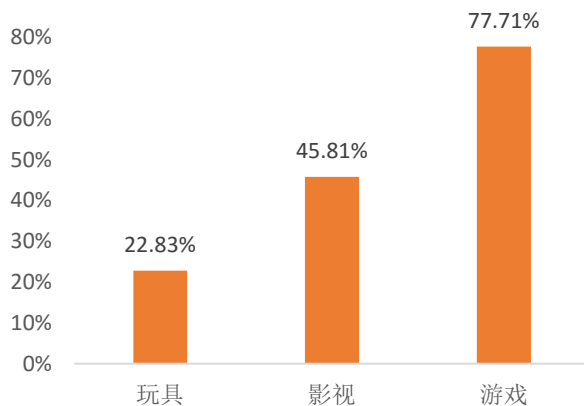
图表3 公司转型步伐

时间	事件	业务方向
2014年4月	收购第一波 20% 股权	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,努力探索出可复制的网络文学和游戏相结合的娱乐发展模式
2014年7月	收购第一波 80% 股权	
2014年9月	5400万元投资参股拇指游玩 30% 股权	加强公司在游戏发行和运营方面的实力，打通网络游戏产业链
2014年11月	参股成奕君兴传媒 10% 股权	移动互联网广告运营、应用商店的研发与运营
2015年1月	1280万港币设立 骅威香港文化	主要从事动漫影视、网络文化、创意设计、演艺经纪等方面的投资。
2015年5月	12亿收购梦幻星生园 100% 股权	专注于精品电视剧的策划、制作和发行，为电视台和网络视频新媒体提供优质电视剧内容，是国内卫视黄金时段优秀电视剧的主要提供商之一。

2016年1月	设立博士后科研工作站	为公司人才培养以及技术创新能力的提升创造条件，积极有利于公司向人工智能技术、虚拟现实技术、动画电影技术的研究、应用和商业推广方面的发展
2016年4月	与华南智能机器人创新研究院签署了《战略合作框架协议》	公司参与人工智能与无人机等智能产品领域
2016年5月	更名骅威文化	坚定布局泛娱乐产业链

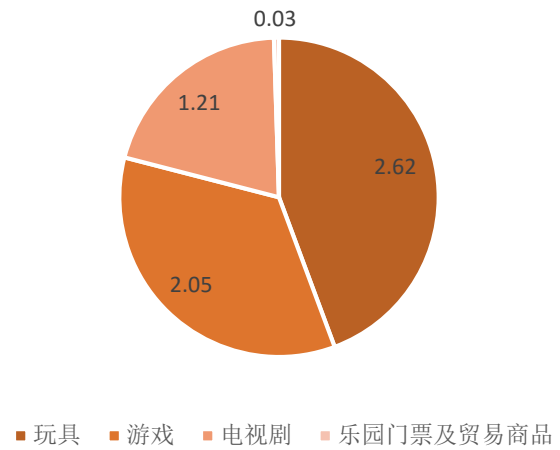
资料来源：公司公告、广证恒生

图表4 由低毛利率玩具业务转向影游业务



资料来源：互联网、广证恒生

图表5 影视、游戏、玩具成为公司三大核心主业



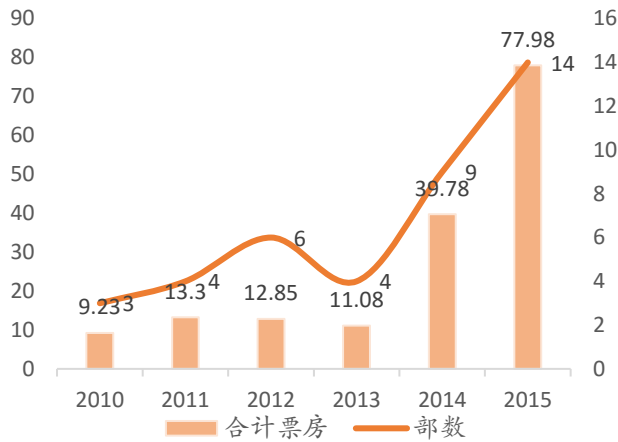
资料来源：互联网资料、广证恒生

## 1.2 IP 为核心，优质 IP 全产业链运营

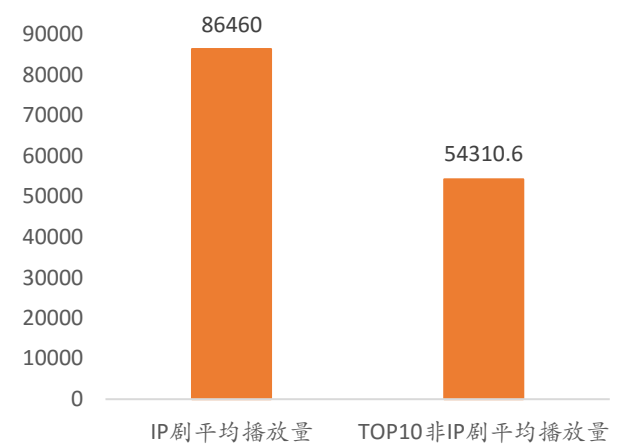
### 1.2.1 内容为王，优质 IP 导流价值凸显

IP 的火热源于其广泛的存量用户基础，当作品被改编成影视、游戏等形式作品时，优秀的 IP 能够成功的实现导流，从而提高产品开发的成功率。尤其是近几年来，热门 IP 改编形式趋于多元化，而市场火爆作品中有 IP 作品占比也不断提高，由此引发对于 IP 的不断追逐。

**影视、电视剧 IP 改编持续增长：**以 2010-2015 年 IP 改编电影来看，2010-2013 年票房过亿电影中，IP 改编电影数总体趋于稳定在 3-4 部左右，合计票房在 10 亿元左右波动，而 2014 年是 IP 改编电影爆发的一年，当年过亿票房中有 9 部来自 IP 改编电影，合计票房 40 亿元，而到了 2015 年这一数字提高到 14 部，合计票房达到 78 亿元。不难发现，带 IP 题材的电影数量与票房不断攀高。而从 2016 年 Q1 网剧市场数据来看，2016 年 Q1 网络剧中带 IP 网剧的占比达到 50%，最大播放量来自乐视视频的《太子妃升职记》，播放量接近 30 亿次，TOP10 的网剧中 IP 剧平均播放量 8.6 亿次，远超非 IP 剧的平均播放量 5.4 亿次。

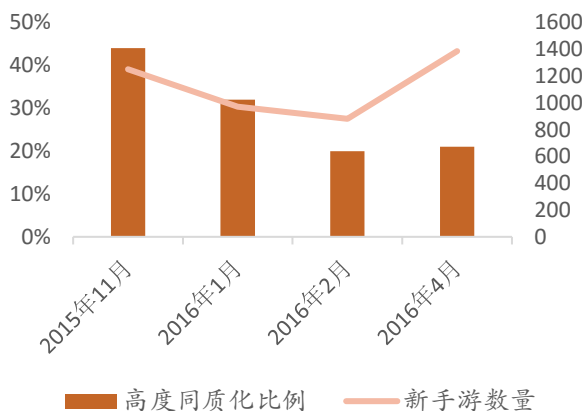
**图表6 2010-2015年IP改编电影表现情况**


资料来源：艺恩、广证恒生

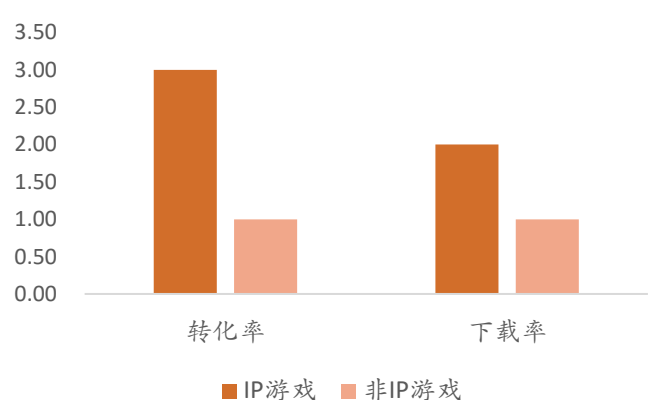
**图表7 2016Q1 IP剧播放量远超非IP剧 (万次)**


资料来源：互联网资料、广证恒生

**IP 拓展游戏发行渠道，延长游戏生命周期：**一个优质 IP 至少能在初期帮助游戏导入大量用户，进而节约推广费用。一款游戏有没有 IP，对其转化率的影响大多为 3 到 7 倍。收入方面也有 2 倍悬殊，造成 IP 争夺的愈演愈烈，以及价格的水涨船高。此外，随着游戏同质化愈加严重，带 IP 游戏成为区别于其他游戏的特征，同时也成为在推广发行中为渠道方所看重的因素。相比端游和页游，移动游戏的用户基数大，产品大众化特征明显。在众多产品中如何快速的抢占用户并加强用户粘性，尤其是在手游市场高度同质化现象突出的入如今，IP 作为一种文化载体成为很好的推广手段，也更容易将影响人群的范围进一步扩大。一些经典著作(如金庸武侠和西游系列)、热播综艺节目(如《爸爸去哪儿》)、动漫卡通(如《海贼王》)等都拥有庞大的粉丝群体，**经典 IP 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，加大商业价值。**

**图表8 游戏同质化现象严重**


资料来源：艺恩、广证恒生

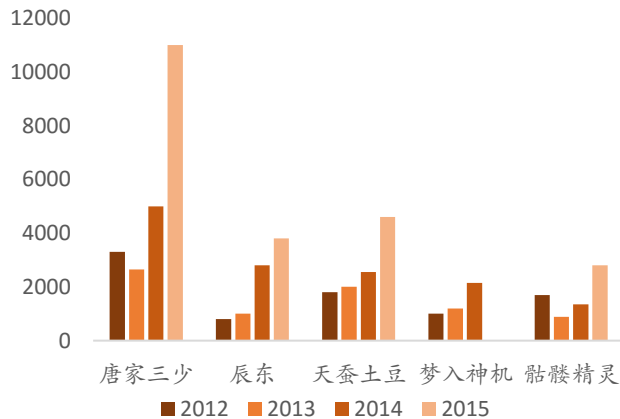
**图表9 IP游戏显著提高转化率与下载率**


资料来源：互联网资料、广证恒生

可见，优质 IP 资源凭借其存量的用户基础，能够很好的为影视、游戏、电视剧等改编作品进行用户导流，成为娱乐作品初期开拓市场的重要武器。而在产品的生命周期中，IP 作品在转化率、用户粘性等方面都表现出突出的优势，对于延伸产品生命周期至关重要。

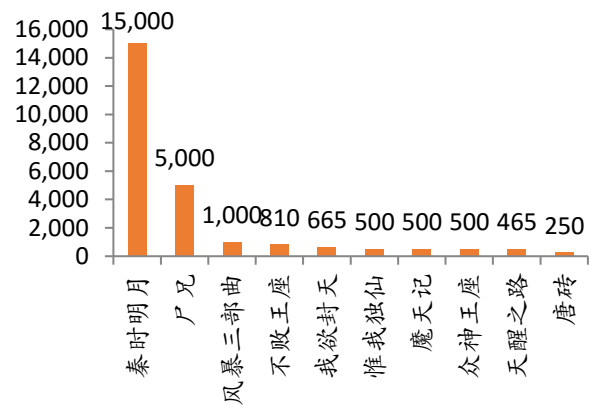
**优质版权稀缺性拉动作家收入高涨：**版权争夺的升级在于版权内容尤其是优质版权内容的稀缺性，由此表现为近几年优质 IP 内容价格不断攀高，热门网络作家版权收入连年大幅增长。以唐家三少为例，其 2012 年的版权收入是 3300 万元，2015 年突破 1.1 亿元，复合增速达到 50%。而热门 IP 秦时明月的版权费在 2014 年即达到 1.5 亿元，由此可见市场对热门 IP 的追逐热度。

**图表10 历年主要网络作家版权收入情况（万元）**



资料来源：互联网资料、广证恒生

**图表11 2014年十大版权费IP排名（万元）**

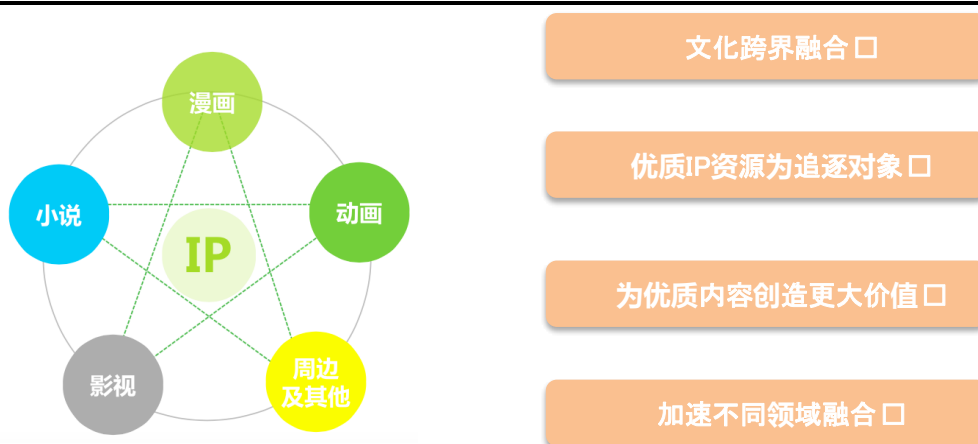


资料来源：互联网资料、广证恒生

### 1.2.2 围绕 IP，多元变现复合开发成为趋势

泛娱乐是指基于互联网与移动互联网的多领域共生，打造明星 IP 的粉丝经济，其核心是 IP，主要由文学小说、动漫、影视、游戏等元素组成。优秀的 IP 资源成为泛娱乐产业链中最核心的要素。目前很多产业链上的企业也已经开始进行泛娱乐化布局，游戏产品的发布与运行与同一 IP 的影视剧、电影、小说、动漫等其他形式的娱乐产品联动起来。这也意味整个娱乐领域对成熟 IP 的需求仍然会非常火热。以花千骨为例，其电视剧端掀起热潮的同时其手游端日流水突破 1000 万元，此后又进行番外剧改编，后续也将开发其续集以及电影，影游联动等多层次开发正在中国市场得到不断的验证，而《芈月传》的火爆，则引发网台联动成功效应。

**图表12 泛娱乐几大特点**



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

经济性方面来看，IP 开发的单环节的利润水平在 2000-4000 万左右，而围绕 IP 进行多层次开发的利润水平能够提高到 4000-8000 万，而如果再考虑对下游衍生品以及后续开发主题乐园、IP 授权

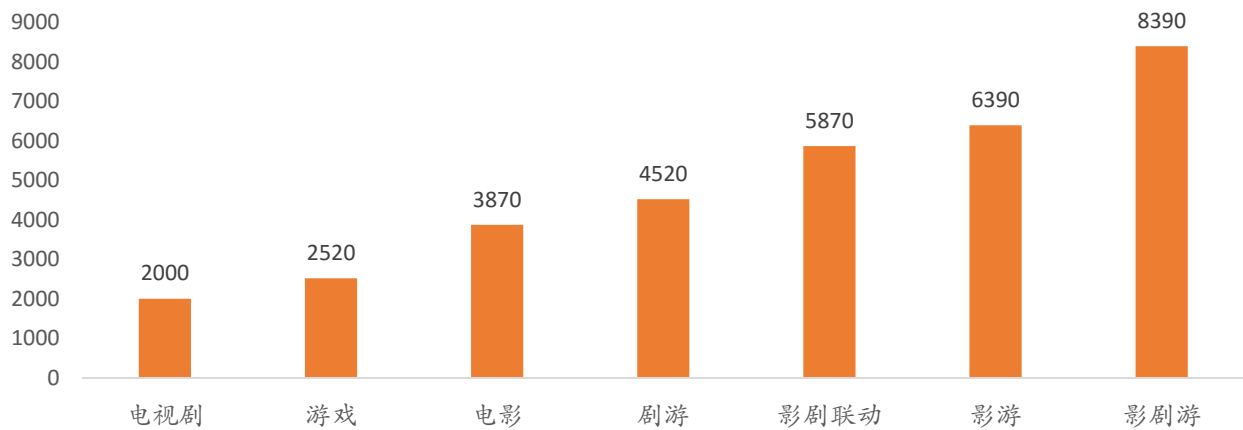
等，则能够带来更大的利润空间。可见，围绕优质 IP 进行孵化与储备，打造全产业链延伸的基础，则能够围绕 IP 充分进行多层次的产品开发并获得更加超额的报酬。当然，优质 IP 在产品导流、客户粘性等方面发挥着重大作用，但是最终决定每一层次作品甚至多层次作品的关键还是在于公司在影视、游戏等方面的制作、研发以及推广能力。

**图表13 IP开发环节利润分析**

开发	单独开发利润	多层次开发	假设条件
电视剧	=40*200*25%=2000 万	影游联动：3870+2520=6390 万； 剧游联动：2000+2520=4520 万； 影剧联动：2000+3870=5870 万； 影剧游：2000+3870+2520=8390 万	40 集；单集售价 200 万，利润率 25%
电影	=3*43%*30%=3870 万		票房 3 亿，制作方分成 43%，利润率 30%，制作发行一体
游戏	=800*9*70%*50%=2520 万		研发一体，月流水 800 万，生命周期 9 个月，70%分成，50%利润率

资料来源：行业资料、广证恒生

**图表14 IP作品不同开发形式的利润测算（万元）**



资料来源：广证恒生

### 1.3 携手最红作家，顶级影游 IP 储备丰富

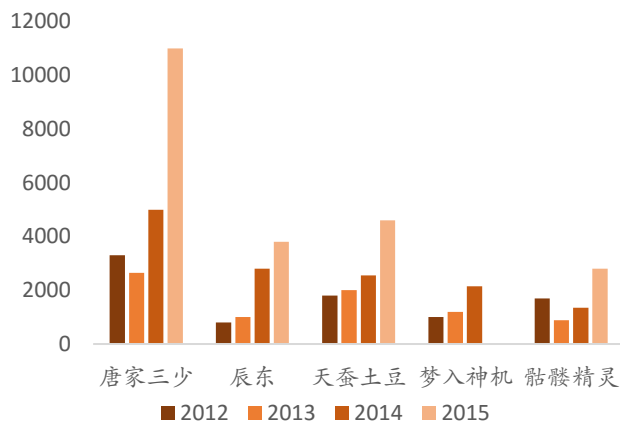
通过 2014 年以来持续的资本运作，公司在游戏、影视以及智能产品等方面奠定了坚实的基础，目前公司具备丰富的优质 IP 储备和创作能力、优秀的影视、网络游戏、周边衍生产品等变现渠道，为公司的业务整合和提升发展创造了非常有利的条件。

**携手最红作家，打造强势游戏 IP 储备：**2014 年公司收购第一波，围绕“网络文学 IP+游戏”的战略落地。第一波网络凭借其创始人是网络作家和游戏玩家的双重身份，与国内知名网络作家建立了紧密的合作关系。目前第一波网络的主要签约作家有我爱吃西红柿、天蚕土豆、唐家三少、风凌天下，拥有上千万的粉丝群体，位列网络文学 IP 作品领域顶级作家阵列，同时唐家三少是第一波网络的股



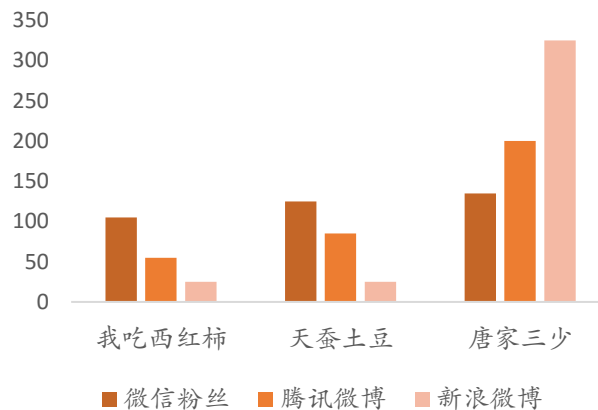
东，持有第一波网络 5% 的股权。第一波聚焦在网络文学改编，先后打造《唐门世界》、《莽荒纪》、《绝世天府》等多个成功产品，探索出可复制的网络文学和游戏相结合的娱乐发展模式。因此，公司基于优质 IP 制作的手游具有强大的粉丝群体基础，高忠诚度的粉丝能够有效提高游戏玩家转化率。

图表15 网络文学IP授权前五作家情况



资料来源：互联网资料、广证恒生

图表16 旗下签约作家影响力情况



资料来源：互联网资料、广证恒生

**多部名家 IP 独家授权，影视 IP 位列第一阵容：**2015 年收购梦幻星生园以及星生地，拿下众多名家优质 IP 的独家影视改编权。梦幻星生园旗下储备了丰富的影视 IP，包括匪我思存、十四阙、桐华、彭闾、灵希、御井烹香等顶级作家的 IP 作品独家授权，旗下持有《煮妇神探》、《寂寞空庭春欲晚》、《匆匆那年 2》、《偏偏喜欢你》、《抓住彩虹的男人》、《乐俊凯》、《金玉良缘》、《最美的时光》、《千山暮雪》、《如意》、《掩护》等顶级 IP。

公司凭借与网络文学顶级作家的密切联系，从而在游戏、影视领域储备下丰富的顶级 IP 资源。后续凭借其名家股东资源的优势，有望在 IP 资源方面近水楼台。丰富优质 IP 的储备为公司围绕 IP 进行全产业链运营打下坚实基础。公司将重点打造对影游互动的 IP 进行重点打造，游戏方面第一波以男性客户群为主，目前有 10 个以上 IP 储备，影视方面梦幻星生园以女性客户群为主，目前有差不多 40 个 IP 储备。而随着影视游戏资产的引进，公司围绕 IP 进行影游剧等联动多层次开发的布局基本完善。

图表17 公司丰富的顶级IP储备

IP 储备	特点	成功作品	储备作品
游戏 IP	携手知名网络文学作家，打造网络文学 IP+游戏的发展模式	《唐门世界》、《莽荒纪》、《绝世天府》、《校花的贴身高手 3D》等	《神域之门》、《魔兽再临》、《校花的贴身高手》、《雪鹰领主》、《斗罗大陆》、《魔魂契约》、《全民口袋争霸》、《英雄不要停》、《莽荒纪 3》等，目前有 10 个以上 IP 储备
影视 IP	拿到诸多知名作家 IP 的独家影视改编权	《煮妇神探》、《寂寞空庭春欲晚》、《匆匆那年 2》、《偏偏喜欢你》、《抓住彩虹的男人》、《乐俊凯》、《金玉良缘》、《最美的时光》、《千山暮雪》、《如意》、《掩护》等	《寂寞空庭春欲晚》、《乐俊凯》、《裂锦》、《祸国》、《琥珀森林》、《被时光掩埋的秘密》、《长相思》、《鲜花满楼》、《张天师》、《玉簪秋》等，目前有差不多 40 个 IP 储备

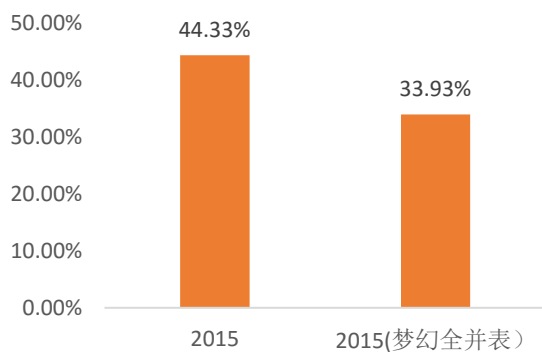
资料来源：公司公告、广证恒生

## 2. 玩具业务升级，影游剧业务协同推进

### 2.1 玩具业务：加大研发投入，产品系列升级

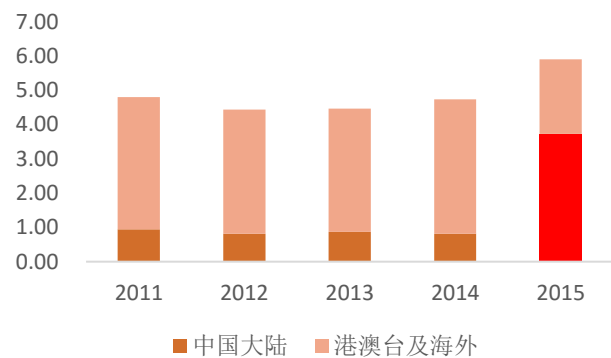
**加大研发投入，玩具产品升级：**随着公司业务重心逐渐向泛娱乐产业链延伸，玩具业务在公司业务的占比将逐渐下降，目前，玩具业务占公司收入规模已经下降到 34%。同时随着公司玩具业务下滑，公司的主要业务也从海外市场转移到国内市场。目前，公司玩具产品将进一步进行升级，一方面有利于结合公司 IP 优势和泛娱乐全产业链开发，推动公司向 IP 类玩具生产销售转变，将显著提高公司的玩具业务的毛利率水平；另一方面，公司也在积极升级玩具产品，开发包括无人机以及智能机器人等在内的智能型玩具产品，对公司业务将产生积极影响。公司在玩具研发方面的投入大幅增加，从 2014 年的 1500 万增长到近 4000 万，同时研发人员数量也超过 100% 的增长。加大研发投入促进玩具产品向智能型产品转型，同时结合 IP 优势推动玩具业务向 IP 玩具转型，将有利于大幅提高公司玩具业务的盈利水平，并与公司泛娱乐产业链开发形成协同优势。今年 1 月和 4 月，公司先后设立博士后培养站以及与华南机器人中心签署战略合作，将极大推动公司在人工智能等技术领域取得突破，为公司玩具产品转型升级提供技术支撑。

图表18 玩具业务比重大幅下降



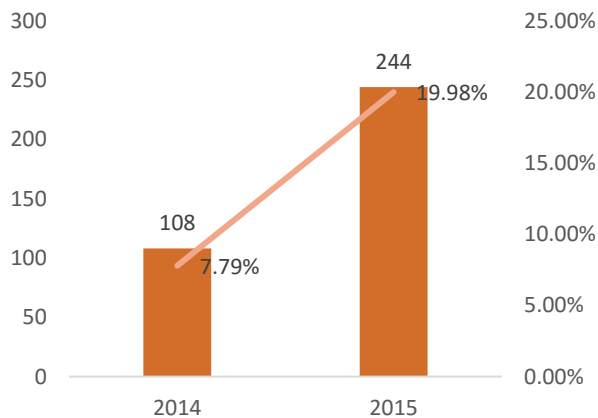
资料来源：互联网资料、广证恒生

图表19 公司业务收入转向以国内为主



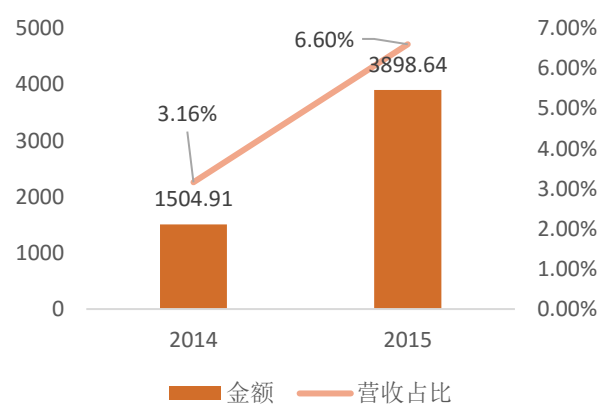
资料来源：互联网资料、广证恒生

图表20 公司研发人员数量大幅增长



资料来源：互联网资料、广证恒生

图表21 公司研发投入大幅增加



资料来源：互联网资料、广证恒生

## 2.2 影游剧业务推进，协同趋势加强

### 2.2.1 依托顶级网文 IP 和作家，游戏业务拓展可期

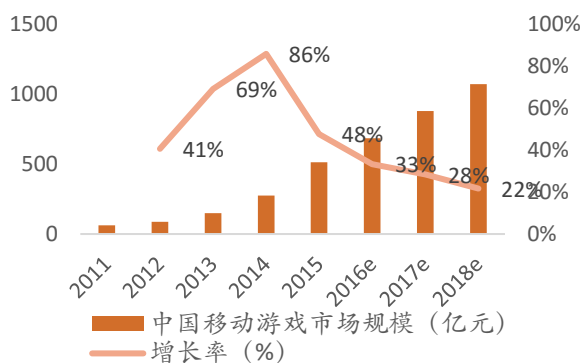
**依托优质 IP 的强大粉丝基础，网络文学+游戏拓展可期：**国内游戏行业市场规模持续快速增长背景下，2014 年公司收购第一波网络进入游戏领域，目前游戏业务包括手游和页游。正如前面提到的，第一波网络凭借其创始人是知名网络作家与资深游戏玩家的双重身份，签约国内诸多顶级网络文学作家：包括：唐家三少、我爱吃西红柿、天蚕土豆、风凌天下等，同时唐家三少也是第一波的股东身份，拥有极其深厚的粉丝影响力。因此，第一波网络拥有业内顶级的网络文学 IP 资源，公司主要从事移动游戏开发与运营，专注于“网络文学 IP+游戏”的盈利发展模式。基于优质 IP 制作的手游具有强大的粉丝群体基础，高忠诚度的粉丝能够有效提高游戏玩家转化率。公司先后打造《唐门世界》、《莽荒纪》、《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。

图表22：第一波网络股权结构

姓名	股权比例	职务	简介	文学代表作	经历
付强	55%	董事长	起点中文网白金作家，笔名“撒冷”	《苍老的少年》、《诸神的黄昏》、《YY之王》	主持开发的页游《诸神的黄昏》、《诸神的黄昏2-天堂之路》、《武装风暴》、《傲世九重天》和《御天下》。把网络文学改编车亨网络游戏方面积累了丰富的经验和能力。
黄巍	30%	创始人	无	无	7年游戏从业经历，曾任职于九城、巨人、饭后科技等知名游戏公司，负责市场推广和游戏运营。
张宇驰	10%	财务/行政总监	无	无	无
张威	5%	核心IP所有者	笔名唐家三少，知名网络小说作家，起点中文网白金作家和网络人气作家	《光之子》、《狂神》、《善良的死神》、《惟我独仙》、《天珠变》、《神印王座》、《绝世唐门》等。拥有数十万的粉丝读者群。	自正式开始长篇创作以来，平均一年一部作品。获得2012第七届中国作家富豪榜之“华西都市报全国独家发布中国作家富豪榜-网络作家之王”等重要奖项。

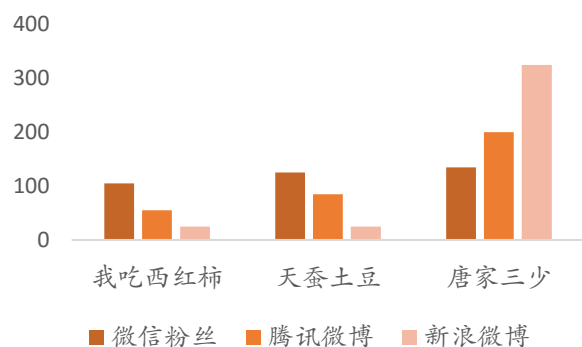
资料来源：公司公告、广证恒生

图表23 手游市场依然维持快速增长



资料来源：互联网资料、广证恒生

图表24 旗下签约作家具有强大粉丝基础



资料来源：互联网资料、广证恒生

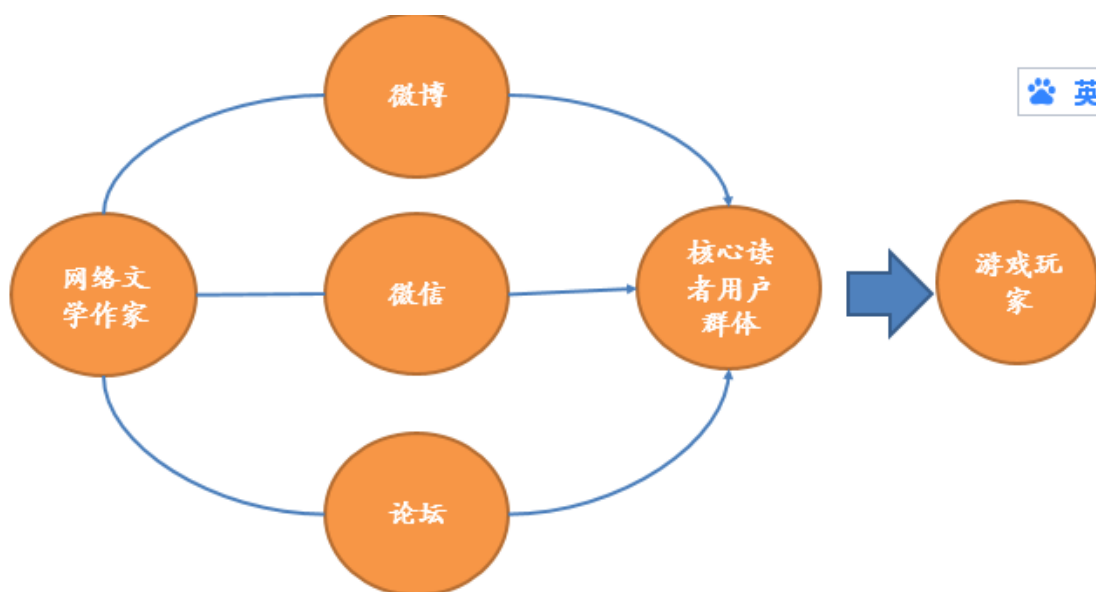
**研运一体化“点对点”推广，游戏全产业链打通：**公司先后两次完成收购第一波，进入到游戏的开发与发行运营领域，而2014年9月份通过参投拇指游玩30%股权，加强公司在游戏发行和运营方面的实力，打通网络游戏产业链，此后2014年11月参投成奕君兴传媒10%股权，进入到游戏推广领域，从而完成了公司在手游领域制作、发行、运营与推广的全产业链布局。在推广方面，基于通过网络文学IP作家利用公共微信、微博、论坛向该文学IP的核心读者用户群体推广的模式，借助作家和小说的知名度宣传推广，将忠实粉丝读者用户成功发展为游戏玩家，满足消费者对娱乐的追求，同时也把网络IP粉丝变现。旗下推出的《唐门世界》、《莽荒纪》和《绝世天府》自从2013年上线以来月流水上千万，2015年，第一波陆续推出《莽荒纪》页游、《莽荒纪2》手游、《校花的贴身高手3D》手游等多款游戏产品。我们认为，公司凭借优势IP积累，手游领域研运发以及终端推广全产业链打通，尤其是借助网络文学顶级作家的影响力推广模式，有利于降低营销成本，打造高粘性、长周期的手游产品。2016年，公司计划推出10款游戏产品。

图表25 积极布局手游全产业链

时间	事件	业务方向
2014年4月	收购第一波20%股权	从事移动网络游戏的开发与运营，实现IP积累与手游研发运营
2014年7月	收购第一波80%股权	
2014年9月	5400万元投资参股拇指游玩30%股权	加强游戏发行运营能力，打通网络游戏产业链
2014年11月	参股成奕君兴传媒10%股权	移动互联网广告运营、应用商店的研发与运营

资料来源：公司公告、广证恒生

图表26 第一波网络移动游戏推广模式



资料来源：公司公告、广证恒生

**图表27 第一波网络核心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. 10	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	2013.11	ARPG	我吃西红柿	《莽荒记》	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	2013.12	卡牌策略	天蚕土豆	《武动乾坤》	1100万	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
凌天传说	2014.8	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

资料来源：公司公告、广证恒生

**表28 2016年公司计划推出的游戏产品**

序号	名称	游戏类型	制作进度	预计上线日期
1	《雪鹰领主》	页游	研发中（预计2016年4月完成）	待定
2	《校花的贴身高手》	页游	研发中	2016年4月-5月
3	《斗罗大陆3D》	页游	研发中（预计2016年4月完成）	待定
4	《魔唤》/《魔魂契约》	页游	已完成	已上线
5	《魔兽再临》	手游	研发中	2016年5月-6月
6	《神域之门》	手游	研发中	2016年5月-6月
7	《雪鹰领主》	手游	研发中	2016年5月
8	《全民口袋争霸》	手游	研发中	待定
9	《英雄不要停》/《风暴守卫战》	手游	研发中	待定
10	《莽荒纪3》	手游	研发中	待定

资料来源：公司公告、广证恒生

### 2.2.2 收购梦幻星生园，携优势 IP 进军影视板块

收购梦幻星生园，获得丰富优势 IP，良好产业关系打造影视变现基础：2015 年公司大举进军影视板块，2015 年 1 月公司设立骅威香港文化，主要从事动漫影视、网络文化、创意设计、演艺经纪等方面的投资，意味着公司进入到影视投资领域。而 2015 年 12 亿元全额收购梦幻星生园则标志着公司正式确认影视业务。梦幻星生园旗下拥有众多知名作家独家授权的电视剧、电影授权，目前拥有 40 多个储备 IP，同时知名作家桐华也是梦幻星生园的第三大股东。公司在电视剧内容制作领域拥有丰富经验，参与制作包括《煮妇神探》、《匆匆那年》、《寂寞空庭春欲晚》等知名电视剧作品。梦幻星生园一直坚持以“年轻化、白领化和女性化”的客户群为目标，专注于为目标客户群创作优秀的“精品言情剧”。2015 年公司制作拍摄的电视剧均能跻身于黄金档电视剧热搜榜前列，网络新媒体平台关注度非常高，公司品牌知名度与美誉度不断提高，与国内众多顶级导演、编剧、演员合作并建立了长期良好的合作关系。2016 年，公司将《放开我，抓紧我》、《英雄联盟》、《莽荒纪》、《那片星空》

那片海》（第一季、第二季）进行拍摄，《放弃我，抓紧我》将于今年暑期档在湖南卫视播出；《那片星空那片海》90集已预售出去，第一季将于2017年初在湖南卫视播出，17年暑期档播出第二季；2018年初播出第三季。梦幻星生园专注于精品言情剧，在制作精品电视剧的基础上逐步涉足电影行业，同时未来将以其精品影视剧项目为基础进行全版权的开发，包括游戏、动漫、图书等相关衍生产品的开发。

图表29 梦幻星生园拥有的IP资源

序号	作品名称	被许可方	作者	许可内容	许可期限	许可方式
1	千山暮雪	星生地	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权；	2009.12.18 至 2017.12.17	独家
2	乐俊凯、花好月圆人长久	梦幻星生园	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权；	2011.2.36 至 2012.3.25	独家
3	寂寞空庭春欲晚	星生地	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权；	2010.6.30 至 2020.6.29	独家
4	裂锦	星生地	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权；	2010.6.30 至 2020.6.29	独家
5	祸国	星生地	十四阙	电视作品改编权；拍摄权；	2010.6.28 至 2020.6.27	独家
6	琥珀森林	梦幻星生园	十四阙	电视剧剧本改编权、摄制权、复制权	2011.10.24 至 2019.10.23	独家
7	被时光掩埋的秘密	梦幻星生园	桐华	电视剧剧本改编权、摄制权、复制权	2011.10.12 至 2018.10.11	独家
8	长相思	梦幻星生园	桐华	电视剧剧本改编权、摄制权、复制权	2013.4.27 至 2016.4.26	独家
9	鲜花满楼	梦幻星生园	桐华	电视剧剧本改编权、摄制权、复制权	2012.1.18 至 2017.1.17	独家
10	张天师	星生地	彭闾	除专项劳务署名权之外的该小说的所有权利	自小说最终定稿之日起8年	独家
11	玉簪秋	梦幻星生园	灵希	电影、电视剧摄制权、改编权、复制权	2011.8.16 至 2019.8.15	独家
12	庶女生存手册	梦幻星生园	御井烹香	电影、电视剧摄制权、改编权、复制权	2011.11.12 至 2021.11.11	独家
13	嫡女成长实录	梦幻星生园	御井烹香	电影、电视剧摄制权、改编权、复制权	2013.4.2 至 2023.4.1	独家
14	男嫁时代	梦幻星生园	孙明一	电影、电视剧、网络剧改编权；复制权；摄制权	2012.4.9 至 2022.4.8	独家
15	千妖百魅	梦幻星生园	饭卡	电影、电视剧、网络剧的复制权、改编权；摄制权	2014.3.6 至 2022.3.5	独家
16	失业女王	梦幻星生园	艾小图	电影、电视剧、网络剧改编拍摄权	2014.9.7 至 2022.9.6	独家
17	江湖异闻录	梦幻星生园	本少爷	电影、电视剧、网络剧改编权；复制权；摄制权、衍生品开发权、转授权	2014.10.13 至 2022.10.12	独家
18	腹黑BOSS，你别逃！	梦幻星生园	睡觉的懒猫	电影、电视剧、网络剧改编权拍摄权	2015.1.15 至 2023.1.14	独家

资料来源：公司资料、广证恒生

图表30 梦幻星生园作品及获得成就情况

序号	作品名	集数	类型	所获成就
----	-----	----	----	------



1	煮妇神探	43	电视剧	CSM52 城收视率平均数值均在 1.5%，力压同档期电视剧收视平均指数，网络播放量突破 34 亿
2	寂寞空庭春欲晚	34	电视剧	网络播放量超 44 亿
3	匆匆那年 2	16	网络剧	播放量突破 2 亿
4	偏偏喜欢你	44	电视剧	CSM50 城收视率收视率平均 4.64%
5	抓住彩虹的男人	34	电视剧	中国近现代题材电视剧最佳女演员主演刘恺威、郑爽凭借此剧获得 2016 上海电视剧制播年，年度最具魅力男演员、年度最具人气女演员；主演郑爽凭借此剧获得第 19 届华鼎奖
6	乐俊凯	10	网络剧	《乐俊凯》播出后获得 2013 年度全国优秀网络剧一等奖。
7	金玉良缘	45	电视剧	江苏卫视播出获同时段全国卫视收视率排名第三，网络点击量累计超过 30 亿，获得 2014 年度中国大学生电视节年度“最受瞩目古装电视剧”奖和奇艺网颁发的“年度电视剧奖”。
8	最美的时光	40	电视剧	2013 年度湖南卫视播出获同时段全国卫视收视率排名第一、2012 年湖南广播电视台卫视频道电视机“年度最具并福奖”
9	千山暮雪	30	电视剧	2011 年湖南卫视播出获同时段全国卫视收视率排名第一、获得奇艺网“年度最佳网络小说改编电视剧”奖和搜狐网 2011 年度“最具收视保障制作机构”奖、“最具网络收视贡献”奖
10	千山暮雪	7	网络剧	2012 年播出时达到 1.3 亿的点击量
11	如意	42	电视剧	2012 年湖南卫视播出获同时段全国卫视收视率排名第一
12	掩护	25	电视剧	中国电视剧上海排行榜年度收视第事贡献奖

资料来源：行业资料、广证恒生

图表31 2016年公司电视剧生产计划

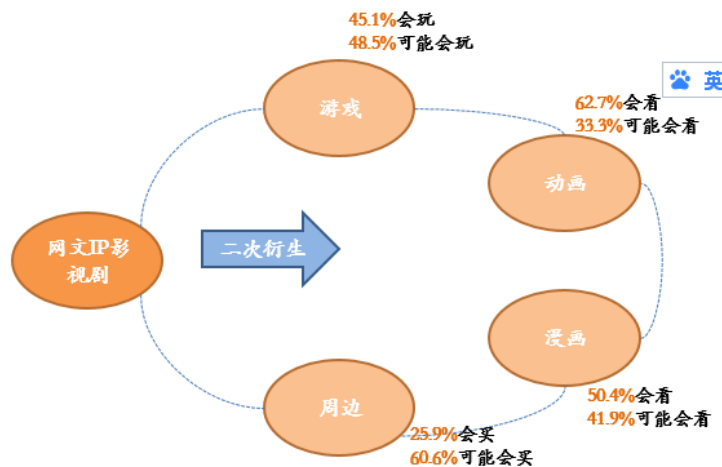
序号	剧名	预计开机时间	拍摄或制作进度	主要演员
1	《放弃我，抓紧我》	2015 年 12 月 18 日	拍摄中	导演：邓衍成、陈国华、阮惟新 主演：陈乔恩、王凯、乔任梁、陈燃、张轩瑞
2	《那片星空那片海》第一季	2016 年 4 月	筹备中	导演：卫翰韬 主演：冯绍峰、郭碧婷
3	《英雄联萌》	2016 年 7 月	筹备中	待定
4	《那片星空那片海》第二季	2016 年第四季度	筹备中	导演：卫翰韬 主演：冯绍峰、待定
5	《莽荒纪》	2016 年	筹备中	待定

资料来源：行业资料、广证恒生

### 2.2.3 影游剧联动多层次开发推进，IP 价值最大化

**携优势 IP，迎多层次开发趋势：**正如我们前面提到，公司通过第一波绑定众多知名网文作家的文学作品 IP，通过梦幻星生园拥有众多电视剧、电影投拍的 IP。优质 IP 资源成为公司产业链变现奠定基础，而公司在影视，游戏方面的布局则成为 IP 变现的有效渠道。围绕同一优质 IP 进行多层次开发，能够不断强化观众粘性，有效进行导流，提高转化率和付费意愿。据艾瑞调研显示，网文 IP 向游戏改编的转化率高于 45%，向动漫改编的转化率高于 50%。因此，我们看好公司进行公司业务深化整合协同，充分利用公司现有的 IP 优势，向下游影视、游戏、玩具衍生品等方面的延伸，从而充分开发 IP 的价值，实现全产业链的 IP 运营格局。

图表32 网文IP多层次开发



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

公司具备泛娱乐全产业链开发的基础，也积累了相关经验：第一波的《莽荒纪》是一个成功的影游联动例子。改编自著名网络小说作家我吃西红柿同名小说《莽荒纪》的手游在 2013 年 11 月上线，上线后 20 天，仅安卓市场充值就超过 750 万元。《莽荒纪》是由第一波进行策划、与第三方软件开发公司联合开发，由第一波负责运营推广。2015 年开发推出《莽荒纪》页游、《莽荒纪 2》手游和动画剧，2016 年研发《莽荒纪 3》手游。2015 年 6 月，第一波将《莽荒纪》电影改编权、电影摄制权独家授权光威影业，计划电影在 2018 年贺岁档上线。我们认为，通过《莽荒纪》IP 影游联动的例子可以看出基于优质题材 IP 资源，通过共享人物故事情节的方式来激发多场景消费和广阔传播，从而促进玩家和观众、读者间多角色转化，使得同一 IP 市场价值被充分挖掘。也表明公司具备泛娱乐全产业链开发的基础，也积累了相关经验，看好公司后续以丰富的 IP 储备为基础，向泛娱乐影游剧等多层次开发变现。

图表33 莽荒纪影游联动



资料来源：公司公告、广证恒生



**第一波携手影视龙头，影游联动实现 IP 价值最大化，积极延伸影视：**2015 年 7 月第一波网络与光线传媒联手设立光威影业，分别占股 25% 和 75%。其中，第一波网络将其享有的《莽荒纪》的独家电影改编权和摄制权独家许给光威影业。第一波网络与光线传媒的联姻意味着第一波网络所拥有的网络文学 IP 今后不仅仅通过游戏变现，还能通过制作成电影延长 IP 的生命周期，利用影游联动来实现网络文学 IP 商业价值最大化。此外，公司在影视方面开始积极探索，2016 年除了与光线传媒合作联合开发《莽荒纪》电影外，公司计划于今年三季度开机投拍《那片星空那片海》的电影制作，预计将于 2017 年第三季度上映发行。

**图表34 2016年公司计划投资制作的电影**

序号	剧名	预计开机时间	拍摄或制作进度	主要演员	预计发行及上映档期
1	《那片星空那片海》	2016 年第三季度	筹备中	陈乔恩、胡歌（待定）	2017 年第三季度
2	《莽荒纪》	2016 年 4 月	筹备中	待定	2018 年贺岁档

资料来源：公司公告、互联网、广证恒生

### 3. 员工激励利益协同，资本运作外延可期

#### 3.1 员工激励实现利益协同

**重视员工激励，强调利益协同：**公司收购第一波和梦幻星生园，采取现金+股权方案（3:7），约定第一波的管理层架构在至少 4 年内不会发生重大变化。其中，付强至少仍在第一波任职至少 5 年，黄巍和张宇驰在第一波任职至少 4 年，约定核心管理团队任职不得少于 5 年，从而得以保证第一波及梦幻星生园运营的稳定性。从并购对赌业绩完成情况来看，第一波分别在 2014 年和 2015 年以 101.7% 和 103.93% 完成了承诺利润。而梦幻星生园方面，2015 年实现归母净利润 1.093 亿元，超额完成 9% 左右。同时，公司于 2015 年 10 月完成第一轮员工持股计划，总共向包括公司高管和核心骨干等 47 名公司员工发行 2,590,139 股，发行价格 17.08 元，锁定 36 个月，提升了员工的使命感和创作激情。

**图表35 并购标的对赌协议和业绩完成情况**

	2014	2015	2016	2017
对赌净利润	第一波： 不低于 8000 万；	第一波： 不低于 10400 万； 梦幻星生园： 不低于 10000 万	第一波： 不低于 13000 万； 梦幻星生园： 不低于 13400 万；	梦幻星生园： 不低于 16525 万
实际归母净利润	第一波： 8180.29 万	第一波： 10809.23 万； 梦幻星生园： 10929.29 万	未知	未知
完成情况	第一波： 101.70%	第一波： 103.93%； 梦幻星生园： 109.29%	未知	

资料来源：公司公告、广证恒生

### 3.2 资本运作外延可期

**成立多个产业基金，外延资本运作决心不改：**公司自 2014 年以来，通过多次资本运作积极布局并顺利转型泛娱乐领域，而 2015 年公司先后与麦哲伦资本以及中植投资合作成立文化产业基金，专门从事泛娱乐领域的投资、并购，为上市公司的战略转型提供支持。其中中植投资通过收购梦幻星生园的定增发行参与公司定增，中植投资在互联网方面的资源积累有望导入上市公司体内，积极促进公司外延扩张和产业链布局。2016 年 5 月，公司进一步更改公司名称为骅威文化，彰显公司深耕文化泛娱乐领域的坚定决心。今年年初公司公告将并购掌娱科技以及有乐通股份 100% 股权，以期在游戏研发运营以及互联网营销和游戏推广、海外发行等领域深化布局，而最终因为掌娱科技游戏发行进度不达预期使得公司在 4 月份宣告终止本次重组。**我们认为此次重组的初衷彰显公司希望进一步强化公司在游戏领域研发、运营以及渠道推广方面的优势，虽然此次重组最终终止，但我们认为后续公司积极进行资本运作，寻求产业链优质标的的决心不会动摇，后续外延继续可期。**

图表36 公司资本运作情况

时间	合作方	事项	投资方向
2015 年 3 月	设立子公司	3 亿元人民币投资设立全资子公司深圳市骅威投资有限公司	为把握互联网文化产业发展的趋势，进行外延式的发展扩张，挖掘互联网文化产业中优质公司的价值，进行适当的投资与合作，推动公司的转型升级。
2015 年 6 月	麦哲伦资本	子公司前海骅威使用自有资金 5000 万元与深圳市麦哲伦资本等共同发起设立产业并购基金 <b>珠海横琴骅威哲兴互联网文化产业基金</b>	投资国内外的动漫、游戏、影视、音乐文学、虚拟现实、智能硬件、互动营销等相关领域的企业，持续加强上市公司在相关新兴业态的投资布局，推进上市公司战略发展，提升公司综合竞争实力。
2015 年 7 月	中植投资	前海骅威与中植投资管理有限公司共同投资设立 <b>杭州中骅文化基金管理有限公司</b> ，注册资本 1,000 万元。中骅文化与中植投资、前海骅威成立合伙企业	对影视制作、IP 运营、文化创意、网络媒体渠道、广告传媒、娱乐营销策划、互动卫视节目、网络游戏、高新技术等文化产业领域进行投资、并购

资料来源：公司公告、广证恒生

## 4. 盈利预测与估值

总结我们的投资逻辑如下：

IP 资源成为泛娱乐产业链开发的重要基础，看好公司收购第一波和梦幻星生园以来，凭借绑定顶级作家获得优势网文 IP，公司在影游剧等泛娱乐产业链落地，围绕 IP 为核心进行文化泛娱乐全产业链的开发将持续推进。看好公司绑定核心骨干促进公司上下利益协同，积极进行资本运作完善产业链布局，外延继续可期。当前股价相对低估。

- ① **绑定顶级作家，储备丰富顶级 IP 资源：**通过收购第一波公司网络文学+游戏战略落地，获得唐家三少（第一波股东）、付强（第一波董事长）、天蚕土豆、我爱吃西红柿等顶级网络文学作家的丰富优质 IP 资源；通过收购梦幻星生园获取影视板块优质 IP，获得桐华（梦幻星生园股东）、十四阙、匪我思存等顶级作家诸多作品的独家影剧版权，丰富顶级 IP 储备已经形成，为公司泛娱乐全产业链开发打下坚实基础；
- ② **玩具业务升级、影游剧业务推进，产业协同大幕开启：**玩具业务方面公司积极进行升级，延伸 IP 玩具、智能机器人、无人机等高毛利水平的智能玩具产品，业务升级可期；第一波是优质的游戏研发运营公司，同时公司参投拇指游玩、成奕君兴传媒股份，进一步完善游戏板块全产业链布局

能力；梦幻星生园是优质的电视剧制作公司，在业内拥有丰富的作家、制作与发行资源，公司影游业务落地，围绕《莽荒纪》为代表的围绕优质 IP 进行全产业链联合开发的战略逐步推进，我们看好公司通过整合产业资源，凭借产业链上的积极布局进行全产业链开发，协同趋势进一步显现；

- ③ **员工持股利益协同，资本运作外延可期：**公司重视并购标的运营稳定以及公司优势资源的整合协同，推进员工持股绑定核心骨干从而确保公司发展的稳定性与员工积极性；公司自转型以来步伐稳健，优质标的掷地有声，设立产业并购基金更名骅威文化，表明公司外延坚决，虽然掌娱天下以及有乐通的收购终止，但我们认为公司围绕产业链进行业务完善的布局将会持续，后续外延将持续可期。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为：0.74/0.87/1.04 元，对应当前股价 35/30/25×PE。我们认为公司通过丰富优质 IP 储备，凭借在游戏的全产业链布局以及影视方面的丰富产业资源，积极拓展全产业链开布局，影游剧丰富作品今年值得期待，激励核心骨干促进利益协调，资本运作外延预期强烈，给予公司 2016 年对应 50×PE 估值，目标价 37 元，对应当前股价依然存在 40% 的上涨空间，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

## 5. 风险提示

- (1) 玩具主业业绩下滑；
- (2) 泛娱乐布局不达预期；
- (3) 动漫市场发展缓慢。

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1114	1339	1580	1867	<b>营业收入</b>	591	1307	1653	1966
现金	439	555	574	604	营业成本	316	675	862	1017
应收账款	309	561	727	912	营业税金及附加	6	13	16	19
其它应收款	6	12	16	19	营业费用	45	102	134	154
预付账款	45	49	68	99	管理费用	107	175	242	302
存货	205	117	134	152	财务费用	-22	0	0	0
其他	111	44	60	81	资产减值损失	18	7	9	11
<b>非流动资产</b>	2218	2454	2559	2639	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	114	114	114	114	投资净收益	5	12	9	11
固定资产	183	417	502	564	<b>营业利润</b>	126	347	399	472
无形资产	28	55	65	73	营业外收入	3	2	2	2
其他	1893	1867	1878	1887	营业外支出	7	4	4	5
<b>资产总计</b>	3332	3793	4139	4506	<b>利润总额</b>	122	346	397	470
<b>流动负债</b>	226	370	503	577	所得税	-1	28	21	20
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	123	318	376	450
应付账款	28	42	55	72	少数股东损益	2	1	1	1
其他	198	328	448	504	<b>归属母公司净利润</b>	120	317	375	448
<b>非流动负债</b>	1	0	1	1	EBITDA	147	375	440	522
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.28	0.74	0.87	1.04
其他	1	0	1	1					
<b>负债合计</b>	228	370	504	578	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	9	10	11	12	<b>会计年度</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
股本	430	430	430	430	<b>成长能力</b>				
资本公积	2321	2321	2177	2034	营业收入增长率	23.9%	121.4%	26.4%	18.9%
留存收益	345	662	1017	1453	营业利润增长率	238.2%	176.3%	14.8%	18.4%
归属母公司股东权益	3096	3413	3624	3917	归属于母公司净利润增长率	250.3%	163.5%	18.2%	19.7%
<b>负债和股东权益</b>	3332	3793	4139	4506	<b>获利能力</b>				
					毛利率	46.5%	48.4%	47.9%	48.3%
					净利率	20.8%	24.3%	22.7%	22.9%
					ROE	6.0%	9.7%	10.6%	11.9%
					ROIC	4.0%	9.3%	10.4%	11.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	6.8%	9.8%	12.2%	12.8%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.93	3.62	3.14	3.24
					速动比率	4.02	3.31	2.87	2.97
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.27	0.37	0.42	0.45
					应收账款周转率	2.44	3.01	2.57	2.40
					应付账款周转率	14.72	19.42	17.80	15.95
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.74	0.87	1.04
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.43	0.83	0.74	0.71
					每股净资产 (最新摊薄)	7.20	7.94	8.43	9.11
					<b>估值比率</b>				
					P/E	94.13	35.72	30.23	25.26
					P/B	3.66	3.32	3.13	2.89
					EV/EBITDA	6.06	28.77	24.47	20.56

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	184	356	318	306
净利润	123	317	375	448
折旧摊销	25	29	43	53
财务费用	-22	0	0	0
投资损失	-5	-12	-9	-11
营运资金变动	37	27	-92	-189
其它	27	-5	0	4
<b>投资活动现金流</b>	-747	-240	-135	-121
资本支出	-49	-256	-120	-106
长期投资	197	39	-6	-9
其他	-895	-22	-9	-7
<b>筹资活动现金流</b>	637	-0	-163	-156
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	148	0	0	0
资本公积金增加	1925	0	-143	-143
其他	-1437	-0	-20	-12
<b>现金净增加额</b>	74	116	19	29



## 机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
上海机构	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

## 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼  
电 话：020-88836132, 020-88836133  
邮 编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。