

凯撒股份 (002425)

——IP 连接产品矩阵，协同撬动生态空间

投资要点:

➤ 坚定转型成效显著，IP 产业链布局初步成型

凯撒股份2014年起向互联网文化领域转型，先后完成收购酷牛互动、幻文科技、天上友嘉，成功建立起以“IP运营（幻文科技）+IP变现（酷牛互动+天上友嘉）”为核心的泛娱乐生态雏形。2015年公司实现净利润8092万元，同比增长1133%，转型后盈利能力极大提高。

➤ “自有+外购”保障IP储备，酷牛和天上友嘉助力实现IP变现

幻文科技是国内领先的IP版权运营商，拥有包括《神探狄仁杰》、唐家三少《天火大道》等IP资源；凯撒股份母公司从2015年起对外引入优质IP，2016年和腾讯动漫战略合作获得若干顶级动漫IP。酷牛互动和天上友嘉则能够承接上游IP资源进行变现。酷牛拥有强劲的IP游戏研发能力，曾成功推出网文《唐门世界》《太古仙域》改编手游。天上友嘉拥有规模化研发团队，《圣斗士星矢·重生》16年5月上线后稳居IOS游戏畅销榜前15名。

➤ 吴裔敏等高管具备互联网+内容复合基因，携手业内龙头挖掘商业空间

公司互联网文化把舵人吴裔敏先生曾就职腾讯、盛大游戏、金山游戏等，在互联网游戏领域有着极其丰富的经验，有望帮助公司基于IP打开多元商业空间。目前公司已获得的包括《锦绣未央》IP版权、腾讯动漫《从前有座灵山》《银之守墓人》IP都有望产生影游联动空间。未来公司也能够以项目合作方式参与到影视剧项目中，与优秀业内伙伴共同放大IP效应。

➤ 投资建议

2016、2017年酷牛互动、幻文科技、天上友嘉三家收购标的承诺业绩总额分别为2.58亿元、3.2亿元。考虑公司IP产业链布局完善、协同效应显著以及后续游戏及影游联动产品的业绩弹性，有望实现备考业绩超预期。我们预计公司2016-2018年备考净利润（全年并表口径）分别为2.76亿元、4亿元、5.2亿元，同比增长241%、45%、30%。考虑天上友嘉2016年5月完成过户，预计公司2016年财务报表净利润为2.25亿元。2016-2017年公司进入快速增长期同时具备持续整合空间，按可比公司估值，给予2017年50X估值，首次给予买入投资评级，12个月目标市值200亿，对应目标价39.3元。

➤ 风险提示

整合效果不达预期，游戏上线进度不达预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	541.52	632.53	669.15	929.57	1,169.72
增长率（%）	6.94%	16.81%	5.79%	38.92%	25.83%
EBITDA（百万元）	41.08	69.34	204.66	422.53	566.11
净利润（百万元）	6.56	80.91	225.08	400.54	521.43
增长率（%）	-74.16%	1,132.71%	178.17%	77.96%	30.18%
EPS（元/股）	0.01	0.16	0.44	0.77	1.00
市盈率（P/E）	1,924.66	156.13	56.13	32.45	24.93
市净率（P/B）	8.60	6.38	3.55	3.27	2.89
EV/EBITDA	95.41	175.94	60.05	28.68	20.68

数据来源：公司公告，天风证券研究所

行业名称	纺织服装
投资建议	买入
当前价格:	24.84 元
目标价格:	39.3 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	509/394
流通 A 股市值（百万元）	9,784
每股净资产（元）	4.59
资产负债率（%）	19.37
一年内最高/最低（元）	30.65/13.83

一年内股价相对走势



文浩 分析师
执业证书编号: S1110516050002
电话:
邮箱: wenhao@sh.tfzq.com
焦娟 分析师
执业证书编号: s1110516020001
电话:
邮箱: jiaojuan@sh.tfzq.com
冯翠婷 联系人
电话:
邮箱: fengct@sh.tfzq.com

相关报告



报告信息

正文目录

公司概况：坚定转型，打造以 IP 为核心的泛娱乐生态.....	4
行业分析：互联网+时代，泛娱乐迎来大机遇.....	6
网络文学是泛娱乐 IP 核心来源，二次元群体壮大助力动漫 IP 价值提升	7
移动游戏持续高速增长，成为 IP 变现的重要渠道	10
公司业务分析：以 IP 为核心的运营模式初成，生态图谱逐步展开.....	12
IP 储备：幻文科技和对外采购共筑“网络文学 IP+动漫 IP+传统文学 IP”资源池.....	13
IP 变现：酷牛互动与天上友嘉协同发展，加速 IP 资源商业价值实现.....	15
公司核心竞争力：产业链布局完善，资本人才优势显著.....	21
投资建议.....	24

图表目录

图表 1：凯撒股份历史沿革.....	4
图表 2：凯撒股份股权结构.....	5
图表 3：凯撒股份 2011-2016Q1 营业收入及增速.....	5
图表 4：凯撒股份 2011-2016Q1 归母净利润及增速.....	5
图表 5：酷牛互动、幻文科技、天上友嘉承诺业绩及完成情况（扣非后净利润）.....	6
图表 6：以 IP 为核心的泛娱乐产业链.....	6
图表 7：网络文学、出版文学、游戏、电视剧作品数量统计.....	7
图表 8：IP 用户分布图.....	7
图表 9：文学作品被二次改编后是否会继续关注.....	7
图表 10：各大资本近年介入网络文学产业情况.....	8
图表 11：中国二次元用户规模及年龄分布.....	9
图表 12：《十万个冷笑话》的全产业链衍生.....	9
图表 13：腾讯动漫 16 年 7 月 TOP10 动漫作品.....	10
图表 14：有妖气 16 年 7 月 TOP10 动漫作品.....	10
图表 15：2008-2015 年中国移动游戏实际销售收入.....	10
图表 16：2008-2015 年中国移动游戏用户规模.....	10
图表 17：2015 网文 IP 手游 TOP5 具体表现.....	11
图表 18：网络文学 IP 改编游戏盘点（截至 2015 年）.....	11
图表 19：2014-2015IOS 前 100 名榜单中的 IP 游戏表现.....	12
图表 20：凯撒股份以 IP 为核心的运营模式图.....	12
图表 21：幻文科技 2013-2015 年营收和净利润情况.....	13
图表 22：幻文科技主要业务类型.....	13
图表 23：幻文科技部分核心 IP 资源.....	14
图表 24：凯撒股份与腾讯动漫合作动漫 IP 运行情况.....	15
图表 25：酷牛互动 2013-2015 年营收和净利润情况.....	16
图表 26：酷牛互动 2014-2015 年收入结构变动分析（单位：万元）.....	17
图表 27：唐门世界截至 2014 年 12 月 31 日主要运营数据.....	17
图表 28：酷牛互动 2015 年营业收入前 5 名产品（单位：万元）.....	17
图表 29：酷牛互动重点上线产品、正在开发产品、规划储备产品清单.....	18
图表 30：截至 2014 年末，酷牛互动 IP 资源合作情况.....	18
图表 31：天上友嘉 2013-2015 年营收和净利润情况.....	20
图表 32：《圣斗士星矢·重生》IOS 畅销榜排名.....	21
图表 33：凯撒股份经营发展战略.....	22
图表 34：凯撒一期、二期产业基金投资公司情况（截至 2015 年底）.....	22

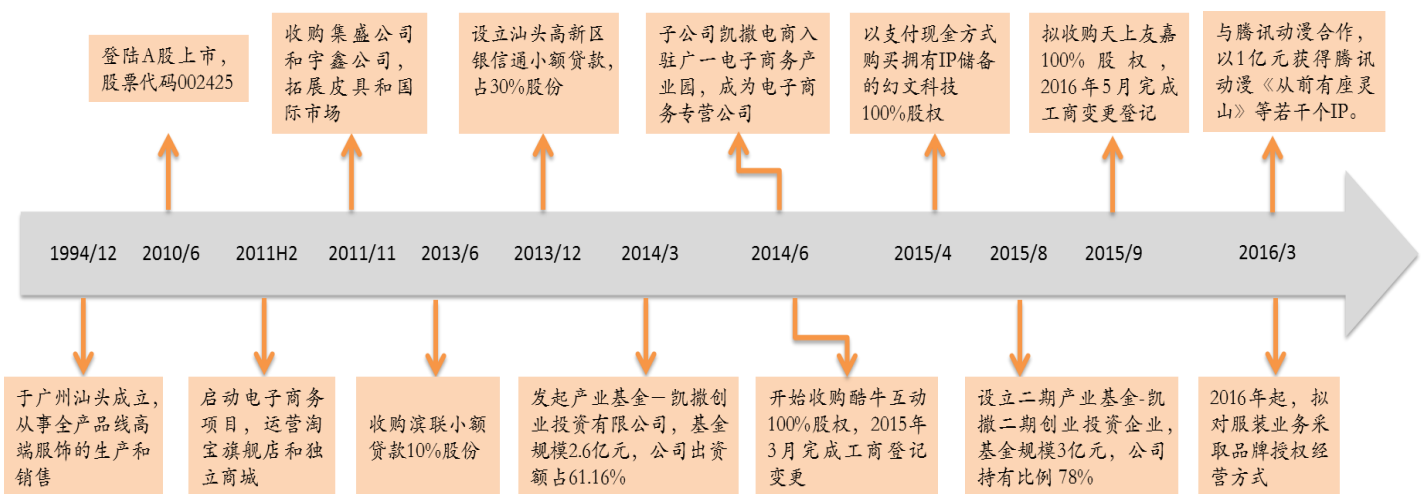
图表 35: 凯撒股份核心管理层简介.....	23
图表 36: 同类可比公司估值情况.....	24
图表 37: 财务预测摘要.....	25

公司概况：坚定转型，打造以 IP 为核心的泛娱乐生态

凯撒股份成立于 1994 年 12 月 29 日，最初从事高端男女装及皮类产品的设计、制造和销售，并于 2010 年 6 月公司登陆深交所上市。2013 年，由于原有服装行业景气度下行，凯撒股份开始进行新业务拓展以增强公司盈利能力和市场竞争力，陆续布局金融及文化传媒领域。在金融方向，2013 年 6 月，公司以 3000 万元投资滨联小额贷款公司；2013 年 12 月，出资 3000 万元发起设立银信通小额贷款有限公司。

2014 年起公司重点发力向互联网文化领域转型。2014 年 3 月，公司发起设立专项产业基金凯撒前海，主要从事文化产业投资；2014 年 6 月，开始收购专注于手机游戏研发及运营的酷牛互动 100% 股权，并于 2015 年 3 月完成过户，迈出进军互联网文化领域的重要一步；2015 年 6 月完成收购拥有大量优质 IP 储备的幻文科技 100% 股权；2015 年 8 月公司成立二期产业基金国金凯撒，为未来发展储备更多标的。2015 年 9 月凯撒股份启动收购游戏研发公司天上友嘉 100% 股权，并于 2016 年 5 月完成过户。经过两年的布局，公司已成功建立起以“IP 运营+IP 变现”为核心的泛娱乐生态雏形。2016 年 7 月公司拟变更公司名称为“凯撒文化”，再次显示出公司转型互联网文化的坚定决心。

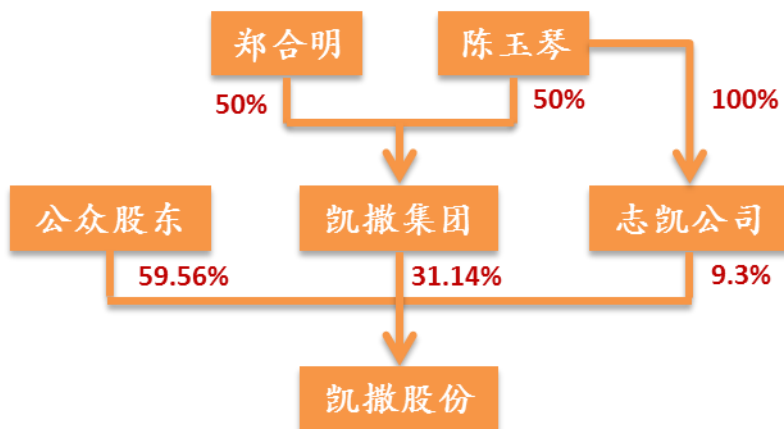
图表 1：凯撒股份历史沿革



来源：公司公告、天风证券研究所

公司实际控制人为郑合明和陈玉琴夫妇，两人通过凯撒集团与志凯公司合计持有上市公司 46.05% 股份。

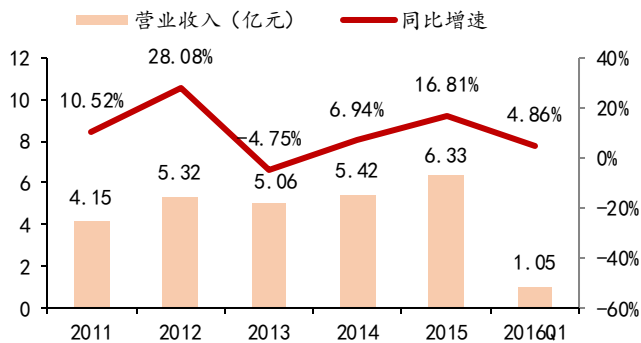
图表 2：凯撒股份股权结构



来源：wind、天风证券研究所

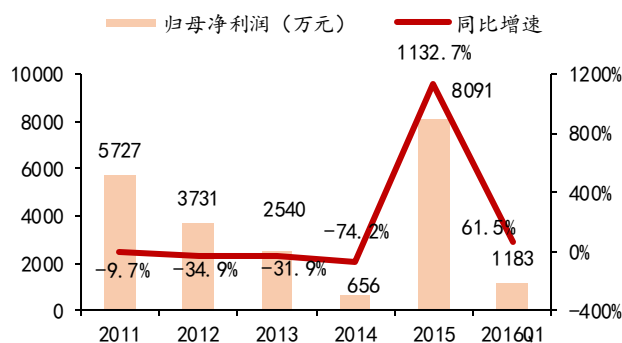
2015 年，初步完成移动互联网文化领域布局的凯撒股份经营收入和盈利能力得到极大提高，酷牛互动 (2015 年 3 月完成收购) 和幻文科技 (2015 年 6 月完成收购) 并表后显著增厚公司业绩。2015 年公司营业收入为 6.3 亿元，同比增长 16.81%，归属于上市公司股东的净利润为 8091.5 万元，同比增长 1132.71%。2016 上半年公司预计实现净利润 3978.6 万元-4774.3 万元，同比增长 150%-200%。天上友嘉于 2016 年 5 月完成过户，后续将与凯撒股份合并报表。

图表 3：凯撒股份 2011-2016Q1 营业收入及增速



来源：Wind、天风证券研究所

图表 4：凯撒股份 2011-2016Q1 归母净利润及增速



来源：Wind、天风证券研究所

酷牛互动 2015 年实现全年归属于母公司净利润 7581.8 万元 (承诺 7500 万元)，幻文科技全年扣非后净利润 4967 万元 (承诺 4000 万元)，天上友嘉全年实现扣非后净利润 1.02 亿元 (承诺 8550 万元) 均超额完成业绩承诺。2016、2017 年酷牛互动、幻文科技、天上友嘉三家收购标的承诺业绩总额分别为 2.58 亿元、3.2 亿元。

图表 5：酷牛互动、幻文科技、天上友嘉承诺业绩及完成情况（扣非后净利润）

项目	承诺业绩（万元）				业绩完成情况（万元）	
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2014 年	2015 年
酷牛互动	6000	7500	9375	11,575	6072	7582
同比增速		25.00%	25.00%	23.47%		
幻文科技		4000	5000	6250		4967
同比增速			25.00%	25.00%		
天上友嘉		8550	11,460	14,330		10,203
同比增速			34.04%	25.04%		
合计		20,050	25,835	32,155		
同比增速			28.85%	24.46%		

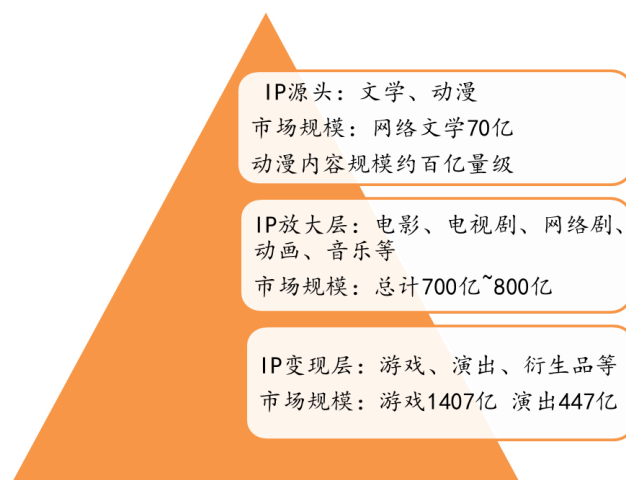
来源：公司公告、天风证券研究所

行业分析：互联网+时代，泛娱乐迎来大机遇

在“互联网+”时代，以 IP 为轴，文学、动漫、影视、游戏、音乐、综艺等娱乐形式不再孤立发展，而是基于互联网和移动互联网多领域共生，构建泛娱乐产业新生态。

在泛娱乐体系中，IP 是整个生态链接枢纽，位于产业链的最顶端，多元文化业态均基于具备文化品牌、粉丝基础且易于传播的 IP 而拓展。网络文学、动漫是最主要的 IP 来源，主要居于产业链上游；电影、电视剧、网络剧、动画、音乐等因其广泛的观众覆盖度和高关注度成为泛娱乐产业链中的放大器，将粉丝数量成倍放大；游戏、演出、衍生品等则位于泛娱乐产业链中的变现层。在泛娱乐运行体系下，IP 通过上游孵化、中游运营到下游变现，实现价值的快速释放。

图表 6：以 IP 为核心的泛娱乐产业链



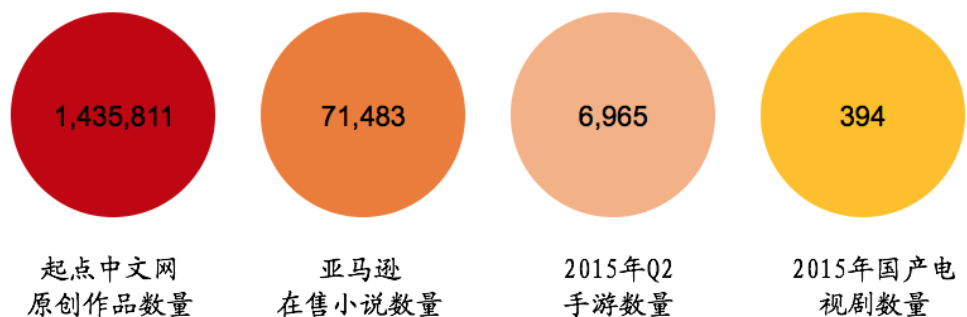
来源：天风证券研究所根据互联网公开资料绘制

网络文学是泛娱乐 IP 核心来源，二次元群体壮大助力动漫 IP 价值提升

网络文学作品延展性强、受众广、产量大，是天然的优质 IP 资源库。互联网及移动互联网传播渠道又缩短了网络文学传播时间以及提高人群覆盖度，热门网络文学作品极易通过互联网平台积累大量粉丝，进而可通过全版权运营模式，在电影、电视剧、游戏等其他领域进行跨界价值变现，有巨大增值空间。

根据艾瑞咨询统计数据，从作品数量上看，文学作品产量远超游戏及电视剧，而网络文学作品数量又显著高于出版文学，无疑是最大的 IP 来源。

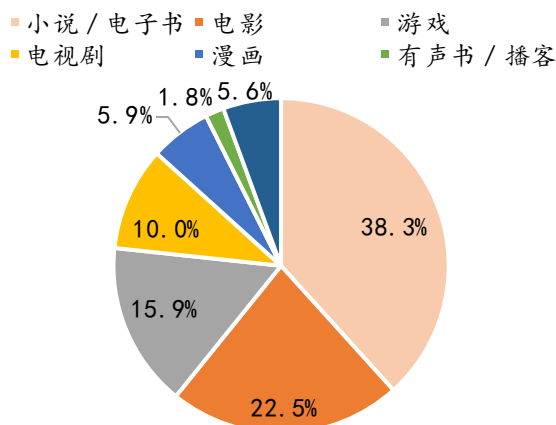
图表 7：网络文学、出版文学、游戏、电视剧作品数量统计



来源：艾瑞咨询、互联网公开资料、天风证券研究所

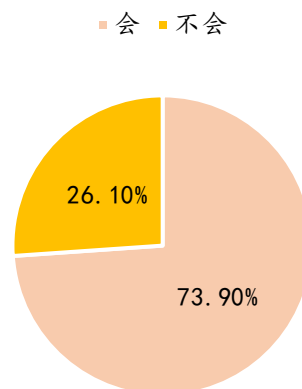
IP 用户分布数据则表明小说是中国网民认为自己最喜欢的故事表现形式，并且 70%以上用户会关注小说 IP 改编的其他形式作品。

图表 8：IP 用户分布图



来源：企鹅智酷，天风证券研究所

图表 9：文学作品被二次改编后是否会继续关注



来源：企鹅智酷，天风证券研究所

泛娱乐生态的崛起带动了网络文学价值的逐步攀升，网络文学经营模式也开始从单纯用户付费模式向 IP 全版权运营拓展。同时，以 BAT 为代表的互联网巨头以及各上市公司也纷纷通过资本介入网络文学。

图表 10：各大资本近年介入网络文学产业情况

公司	时间	资本事件
腾讯	2013.9	腾讯与起点中文网核心团队合作成立了腾讯文学,旗下有创世中文网、云起书院、QQ 阅读三个平台
	2015.1	腾讯 50 亿收购盛大文学,与腾讯文学合并成立阅文集团
百度	2013.12	百度以 1.915 亿收购纵横中文网 100%股权
	2014.11	将纵横中文网、91 熊猫看书和百度书城合并成立百度文学
阿里巴巴	2015.4	阿里收购书旗小说、UC 书城,与自由移动阅读业务合并成立阿里文学
掌阅科技	2015.4	掌阅入股红薯网,整合与旗下掌阅文化、杭州趣阅成立掌阅文学,投资 10 亿布局原创内容
中文在线	2015.1	A 股上市,围绕旗下 17K 小说网打造泛娱乐生态
凯撒股份	2015.4	收购幻文科技 100%股权,幻文科技拥有大量优质 IP 资源储备
中南文化	2016.6	4.5 亿收购新化先锋 100%股权,旗下有天下霸唱、严歌苓、刘猛等著名作家的现象级 IP 作品
完美世界	2016.7	完美世界集团与百度文学展开合作,对百度文学注资并实现控股

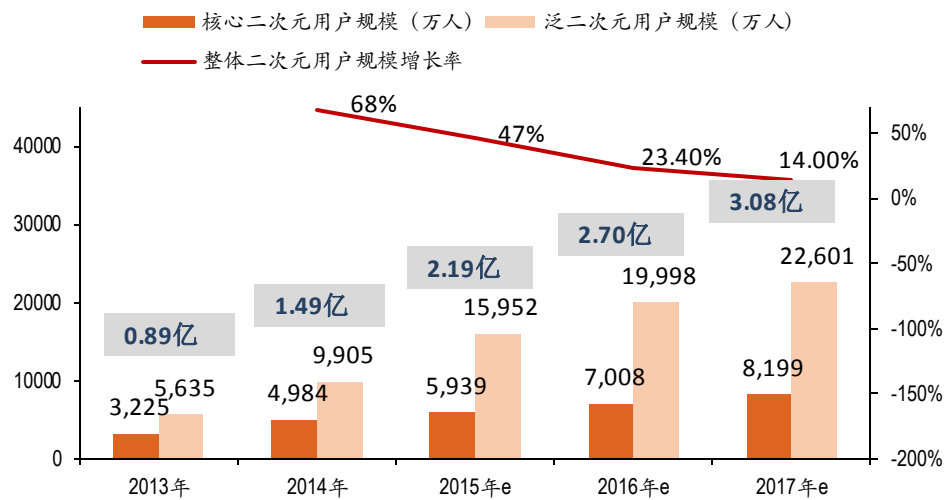
来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

除网络文学外，动漫也是不可忽略的 IP 资源库。动漫是现实生活的抽象，又允许天马星空，最能够跨过文化与区域的限制直达观众。动漫天然就是全球市场，是 IP 的良好载体。成熟的动漫产业链可以衍生出电影、游戏、玩具等形式，而全产业链的格局可以使得动漫 IP 资源价值最大化。

近年来，新一代动漫传播媒体的数字化、网络化、移动化、社交化和融合化的发展趋势为国漫打开了受众空间，有妖气、暴走漫画等互联网动漫平台涌现，《十万个冷笑话》《尸兄》《雏蜂》等大批优质国漫受到追捧，面对全年龄段的国漫走上破冰之旅。

曾经只是小众群体的二次元“亚文化”人群迅速扩张也为二次元动漫发展提供用户基础。2015 年，中国核心二次元用户规模接近 6000 万，而泛二次元用户则达到 1.6 亿。

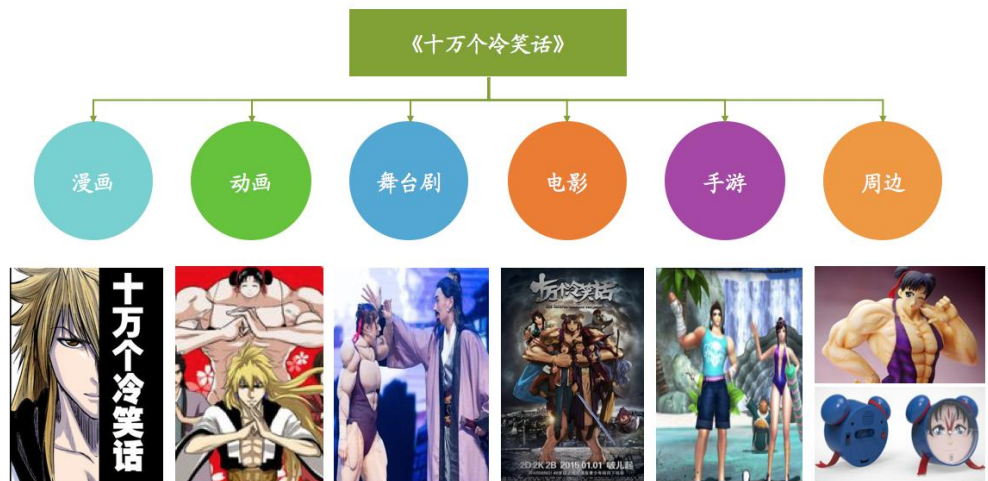
图表 11：中国二次元用户规模及年龄分布



来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

与低幼向动漫相比，二次元动漫面向全年龄段用户，低幼向动漫以玩具和儿童电影为核心的衍生方向，二次元动漫则以动漫 IP 孵化和全产业链开发为核心竞争力，IP 衍生价值更为显著。

图表 12：《十万个冷笑话》的全产业链衍生



来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

目前国内漫画平台以腾讯动漫和有妖气为两大巨头。腾讯动漫是国内最大的动漫综合网站，拥有《我叫白小飞》《王牌御史》《中国惊奇先生》等作品，有妖气则为中国最大的原创漫画平台，孵化了《十万个冷笑话》《镇魂街》《端脑》《雏蜂》等耳熟能详的国漫 IP。

图表 13: 腾讯动漫 16 年 7 月 TOP10 动漫作品

排名	作品名称	作品类型
1	妖怪名单	玄幻/恋爱/搞笑
2	斗破苍穹	热血/魔幻/动作
3	狐妖小红娘	玄幻/恋爱/搞笑
4	王牌御史	玄幻/搞笑/都市
5	尸兄(我叫白小飞)	恐怖/搞笑/冒险
6	中国惊奇先生	恐怖/搞笑/冒险
7	从前有座灵剑山	玄幻/搞笑/后宫
8	海贼王/航海王	热血/冒险/搞笑
9	银之守墓人	玄幻/冒险/竞技
10	妖精种植手册	玄幻/穿越/后宫

来源: 腾讯动漫官网, 天风证券研究所

图表 14: 有妖气 16 年 7 月 TOP10 动漫作品

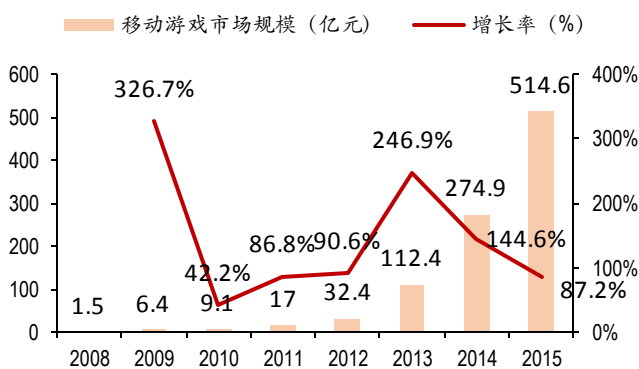
排名	作品名称	作品类型
1	镇魂街	少年/魔幻
2	星 STAR	少年/搞笑/生活/科幻
3	黑瞳	少年/魔幻/动作
4	拜见女皇陛下	少年/搞笑/生活/动作
5	星迹	少年/搞笑/动作/科幻
6	噬规者	少年/魔幻/动作
7	蓝翅	少女/生活
8	虎 x 鹤 妖师录	少年/魔幻/动作
9	尚善	少女/魔幻/生活
10	球娘	少年/生活/动作/体育

来源: 有妖气官网, 天风证券研究所

移动游戏持续高速增长, 成为 IP 变现的重要渠道

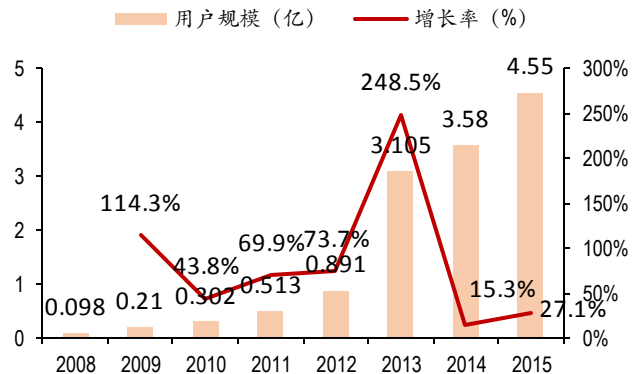
2015 年我国移动游戏实际销售收入为 514.6 亿元, 同比增长 87.2%。相对于端游和页游, 移动游戏轻便、容易上手且能够充分利用碎片时间, 用户更容易养成在移动终端玩游戏的习惯。2015 年我国移动游戏用户规模达到 4.55 亿人次, 同比增长 27.1%。我国移动游戏成为市场规模和用户规模均增长最快的游戏细分市场。

图表 15: 2008-2015 年中国移动游戏实际销售收入



来源: GPC,IDC,CNG, 天风证券研究所

图表 16: 2008-2015 年中国移动游戏用户规模



来源: GPC,IDC,CNG, 天风证券研究所

从 2014 年起, IP 便成为与手游密不可分的关键词, 游戏与影视、文学、动漫等行业进行跨界合作已经成为泛娱乐生态下游戏发展的必然趋势。移动游戏具备强劲的变现能力以及持续的扩张空间, 是 IP 最主要的变现渠道之一。2015 年影游联动成功典型《花千骨》手游首月月流水达到近 2 亿元, 2016 年根据经典 IP 改编的手游《倚天屠龙记》上线后首月流水也成功破亿。

图表 17: 2015 网文 IP 手游 TOP5 具体表现

排名	游戏	IP	游戏表现
1	花千骨	Fresh 果果《花千骨》	首月月流水近 2 亿
2	苍穹变	天蚕土豆《斗破苍穹》	上线 3 日流水破 4000 万，月流水破亿
3	大主宰	天蚕土豆《大主宰》	首日付费充值超过 1015 万，DAU 超 130 万
4	熹妃传	解语《清宫熹妃传》	iOS 畅销榜 Top20-50 维持时间超 5 个月
5	莽荒纪 2	我吃西红柿《莽荒纪》	首日流水破 200 万

来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图表 18: 网络文学 IP 改编游戏盘点（截至 2015 年）

网络小说 IP	改编游戏类型	网络小说 IP	改编游戏类型
花千骨	同名页游、手游	琅琊榜	同名页游、手游
盗墓笔记	同名页游、手游	半月传	同名手游
旋风少女	二次元格斗手游	绝世唐门	同名页游、手游
大主宰	同名页游、手游	诛仙	端游
完美世界	同名端游	永夜君王	同名手游
我欲封天	同名端游、手游	不败战神	同名手游
魔天记	同名手游	龙血战神	同名手游
择天记	同名端游	鬼吹灯	系列游戏
武极天下	同名手游	九阳剑圣	同名单机游戏
天火大道	同名手游未上线	主宰之王	卡牌手游
灵域	同名端游	神州奇侠	同名手游
校花的贴身高手	同名手游	大圣传	同名手游
异世邪君	同名页游	逆天邪神	同名手游
傲世九重天	同名页游	绝世武神	大型网游
武炼巅峰	同名手游	微微一笑很倾城	同名手游
莽荒纪	同名页游、手游	武动乾坤	同名手游
造化之门	同名手游	剑道独尊	同名手游
星战风暴	同名手游	全职高手	同名手游
斗破苍穹	苍穹变 页游、手游	佣兵天下	网游、手游
斗罗大陆	同名页游	吞噬星空	同名手游
星辰变	同名端游	超神战记	同名手游

来源：易观智库，天风证券研究所

游戏实现 IP 增值，IP 反过来也成为游戏表现的助推力。基于前期的粉丝积累，IP 游戏能够在发行之初即可获得关注，甚至可以跳过传统渠道直接对接 IP 粉丝，同时 IP 效应也能够为 IP 改编游戏获得高曝光率。根据腾讯统计数据，2015 年前三季度 iOS 前 100 名榜单中，IP 游戏在畅销榜占据 49 席，收入占比前 100 款游戏的 59.3%，其中端游、动漫、文学 IP 改编游戏表现突出。

图表 19: 2014-2015IOS 前 100 名榜单中的 IP 游戏表现

		IP游戏款数	改编手游前已存在的IP作品形态									
			动漫	文学	电影	电视	综艺	体育	端游	页游	其他游戏	公共
畅销榜	2015年1-9月	49	9	7	1	3	0	1	14	7	6	14
	2014年全年	42	6	3	1	1	0	2	8	7	5	12
下载榜	2015年1-9月	30	5	3	4	1	0	2	9	5	2	5
	2014年全年	24	2	0	5	0	1	2	2	5	5	3

来源：腾讯娱乐，天风证券研究所

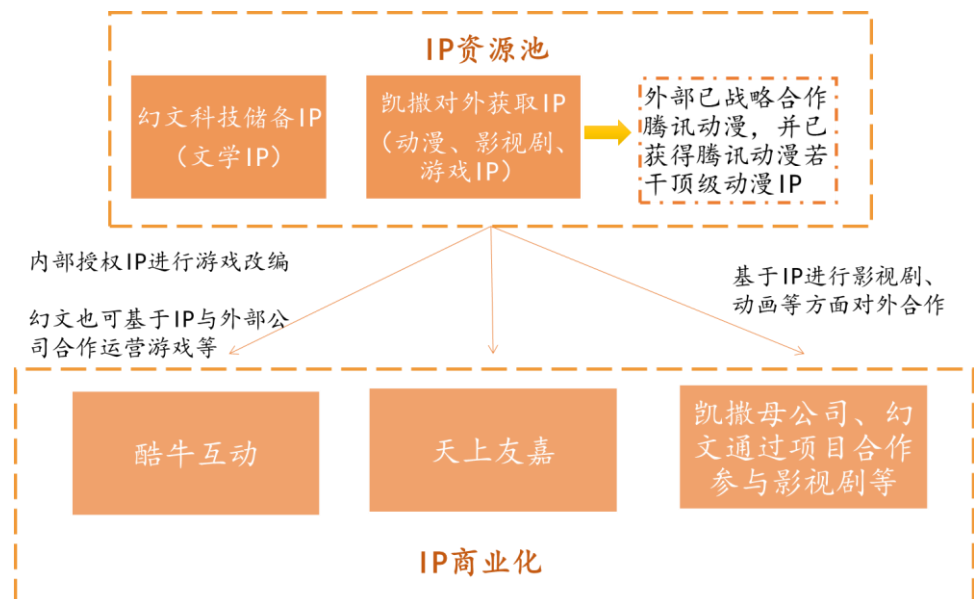
公司业务分析：以 IP 为核心的运营模式初成，生态图谱逐步展开

凯撒股份通过两年的积极布局，已初步建立起以 IP 为核心的运营生态。

在 IP 储备方面，幻文科技可以在体系内持续提供 IP 资源，同时凯撒股份母公司通过对外合作购买等形式储备精品 IP，“内生+外购”保障上游储备源源不断。

在 IP 变现层面，酷牛互动具有较强游戏研发与运营能力，天上友嘉拥有规模化研发团队、能够同时研发多款精品游戏，并具有丰富游戏发行运营渠道和较强的游戏研发与 IP 资源转化能力。酷牛和天上友嘉能够顺利承接上游 IP 资源，通过移动游戏完成 IP 变现。此外，凯撒股份以及幻文科技还能够以项目合作方式，参与到电影、电视剧、网络剧中，与优秀业内伙伴共同放大 IP 效应。

图表 20: 凯撒股份以 IP 为核心的运营模式图



来源：天风证券研究所绘制

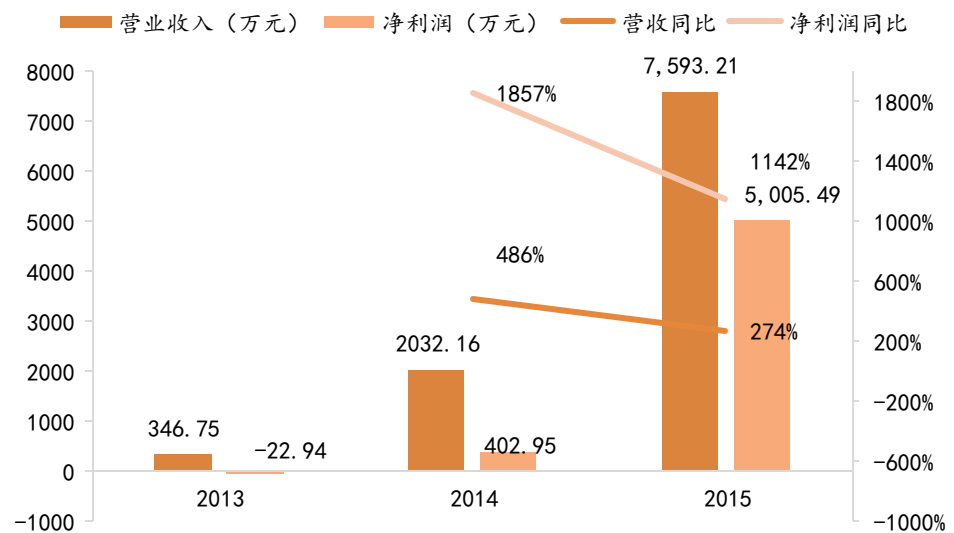
IP 储备：幻文科技和对外采购共筑“网络文学 IP+动漫 IP+传统文学 IP”资源池

➤ 幻文科技：立足文学作品版权开展 IP 运营

幻文科技是中国领先的 IP 运营公司，主要以移动互联网、优质版权为发力点，挖掘优秀原创作品，打造尖端阅读平台，并向出版、动漫、影视、游戏文化产业延伸。

幻文科技在 2015 年迎来快速发展期，2015 年分别实现营业收入 7593 万元，归属于母公司净利润 5005 万元，同比增速分别高达 274%、1142%。

图表 21：幻文科技 2013-2015 年营收和净利润情况



来源：公司公告、天风证券研究所

2015 年 4 月，凯撒股份拟以 5.4 亿现金购买幻文科技 100% 股权，并于 15 年 6 月办理完成工商变更登记手续。幻文科技承诺 2015 年-2017 年实现的扣非后净利润分别不低于 4000 万、5000 万和 6250 万元，实际 2015 年幻文全年实现扣非后净利润 4967.04 万元，超额完成 24%。

幻文科技主要业务分为 4 大类，分别为版权代理服务、游戏合作开发运营、影视、动漫合作开发运营和合资运营。

图表 22：幻文科技主要业务类型

业务名称	简介
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。
游戏合作开发运营	1) 幻文科技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； 2) 幻文科技与原著作者签署协议，由幻文科技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	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	与版权所有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。

来源：公司公告，天风证券研究所

幻文科技拥有大量的优质 IP 储备。截至 2015 年 4 月，幻文科技拥有 1287 部作品的 IP 资源，包括《神探狄仁杰》、唐家三少作品《天火大道》、四大武侠宗师之一温瑞安的《四大名捕大对决》《神州奇侠》等、四大武侠宗师之一梁羽生的《武当一剑》、《大唐游侠传》、网络三大奇书其中之二萧潜的《飘渺之旅》和玄雨的《小兵传奇》以及根据牛佬同名漫画改编的亚洲最长漫画《古惑仔》等优质 IP。

除以上超级 IP 外，还有《御天神帝》（乱世狂刀）、《飘渺之旅》（萧潜）、《大圣传》（说梦者）、《中华英雄》（马荣成）等系列 IP。

图表 23：幻文科技部分核心 IP 资源

版权名称	类型	IP 介绍
神探狄仁杰	名作类	钱雁秋所著历史侦探小说，同名系列电视剧收视率超高
天火大道	名作类	网络文学第一人唐家三少近期作品
大圣传	名作类	网络文学大神说梦者的最新作品
万古至尊	名作类	网络文学大神太一生水的最新作品
三星王国	名作类	漫画大师蔡志忠先生的最新漫画作品
太古仙域	名家类	由著名网络作家辰东授权，包含了其笔下人气畅销玄幻小说的大量人物角色。
小兵传奇	名作类	著名畅销小说：网络三大奇书之一的《小兵传奇》
飘渺之旅	名作类	著名畅销小说：网络三大奇书之一的《飘渺之旅》
绝世战祖	名家类	美国上市公司旗下久邦数码人气作家“陨落星辰”玄幻新作
无上神王	名作类	2014 年度畅销玄幻小说作品
异人傲世录	名作类	经典畅销玄幻小说作品
四大名捕之大对决	名家类	新武侠四大宗师温瑞安代表作之一
《神州奇侠》正传 - 手游	名家类	新武侠四大宗师温瑞安代表作之一
《神州奇侠》正传 - 页游	名家类	新武侠四大宗师温瑞安代表作之一
宿命	名家类	由著名网络作家耳根授权，包含了其笔下人气畅销玄幻小说的大量人物角色
无为传说	名作类	经典畅销玄幻小说作品

来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 合作腾讯动漫，投资布局全版权 IP

凯撒股份从 2015 年起在对外采购游戏、影视、动漫等单项 IP 和全版权 IP 上积

极运作，投资购买了《少年四大名捕》《说英雄谁是英雄》《锦绣未央》《新葫芦兄弟》《龙符》等优质 IP。

2016 年 3 月，公司与腾讯动漫合作，以人民币 1 亿元获得腾讯动漫《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《我的双修道侣》等若干个 IP 的移动游戏、网页游戏、电视剧（含网络剧）改编开发、发行和运营权。通过与腾讯动漫合作，绑定顶级动漫 IP，公司在已有丰富网络文学 IP 资源储备基础上，极大丰富动漫 IP 资源，为公司泛娱乐战略提供强大“网络文学 IP+动漫 IP+传统文学 IP”资源池。

图表 24：凯撒股份与腾讯动漫合作动漫 IP 运行情况

漫画名称	海报	IP 热度
从前有座灵剑山		收藏数 1105269 9.6 分 月票排名（2016 年 6 月）第六
银之守墓人		收藏数 738171 9.6 分 月票排名（2016 年 6 月）第八
我的双修道侣		收藏数 916476 9.3 分 月票排名（2016 年 6 月）第十一

来源：腾讯动漫、天风证券研究所

IP 变现：酷牛互动与天上友嘉协同发展，加速 IP 资源商业价值实现

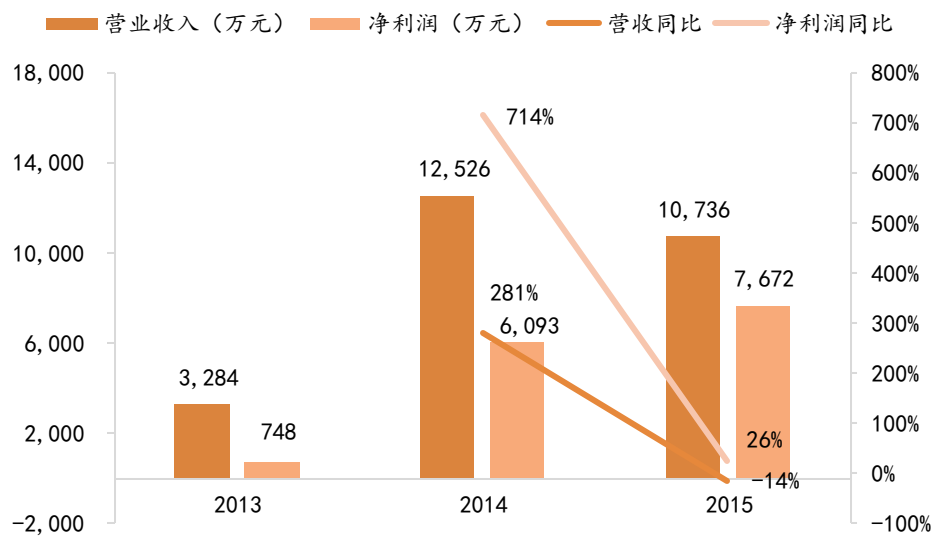
➤ 酷牛互动：IP 改编手游研发及运营能力强劲

酷牛互动成立于 2011 年，主要从事移动游戏的研发及运营。自成立以来，酷牛互动先后研发并上线运营《大话水浒 WAP》、《唐门世界》、《兄弟萌》、《绝世天府》、《太古仙域》等多款精品手机游戏。运营方面，酷牛成为凯撒股份子公司后，以联合运营发行为主，酷牛互动已经先后与腾讯、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。截至 2015 年 12 月 31 日，酷牛互动已上线运营 20 多款游戏。

2014 年 6 月，凯撒股份拟以 7.5 亿元收购酷牛互动 100% 股权，并于 2015 年 3 月完成股权过户手续及相关工商登记。酷牛互动的股东黄种溪、曾小俊、周路明、林嘉喜承诺，酷牛互动 2014 年-2017 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 6000 万元、7500 万元、9375 万元和 11,575 万元。

2015 年酷牛互动实现营业收入 1.07 亿元，归属于母公司净利润 7672 万元，归母净利润同比增长 26%。

图表 25：酷牛互动 2013-2015 年营收和净利润情况



来源：公司公告、天风证券研究所

由于凯撒股份为外资控股，酷牛互动成为凯撒股份子公司后将不能进行游戏发行，2015 年起酷牛互动已停止自主运营网络游戏，自主运营游戏收入主要来自《唐门世界》、《绝世天府》和《太古仙域》等 2015 年上线之前的旧款游戏收入，因此酷牛互动 2015 年自主运营收入大幅降低，继而导致整体营业收入同比下降。

同时，在并购后联运模式下，酷牛互动更多以研发商的身份参与游戏联合运营，基本不再负责游戏的发行和推广等工作，主要从发行商获取充值流水一定比例的分成，几乎不再需要对外支付第三方分成成本。2015 年后新上线运营的新款游戏全部为联合运营模式，2015 年在联合运营模式下，酷牛互动毛利率大幅上升。

图表 26: 酷牛互动 2014-2015 年收入结构变动分析 (单位: 万元)

项目	2015 年度				2014 年度			
	营业收入	营业收入占比	营业成本	毛利率	营业收入	营业收入占比	营业成本	毛利率
自主运营	537.6	5.01%	334.4	37.79%	5343.0	42.66%	3274.2	38.72%
联合运营	7414.9	69.07%	1212.6	83.65%	5049.7	40.31%	2188.9	56.65%
版权运营	1415.1	13.18%		100.00%	1712.8	13.67%	-	100.00%
技术服务	1367.9	12.74%		100.00%	420.1	3.35%	30.0	92.87%
合计	10,735.5	100.00%	1547.0	85.59%	12,525.6	100.00%	5493.1	56.15%

来源: 公司公告, 天风证券研究所

酷牛互动在 IP 游戏开发层面拥有丰富经验。《唐门世界》即是酷牛互动根据“唐家三少”热门网络小说改编的游戏, 2013 年 8 月上线。截止 2014 年 12 月 31 日,《唐门世界》游戏总玩家数量达到 280 万人, 月活跃用户数量达到 24.13 万人, 月均付费玩家数量达到 1.57 万人, 付费玩家月均 ARPU 值为 376 元。2015 年《唐门世界》为酷牛互动带来 995.5 万营业收入。

图表 27: 唐门世界截至 2014 年 12 月 31 日主要运营数据

游戏	游戏总玩家数	月均活跃用户数	月均付费玩家数	付费玩家月均 ARPU 值
唐门世界	279.78 万人	24.13 万人	1.57 万人	376 元

来源: 公司公告, 天风证券研究所

《绝世天府》是酷牛互动在 2013 年的 12 月份上线运营的卡牌类移动游戏, 包含了知名作家“天蚕土豆”《武动乾坤》小说作品相关人物角色, 还原“天蚕土豆”小说《武动乾坤》所描述的玄幻世界。《太古仙域》则是依据网络小说界知名作家“辰东”的经典作品《长生界》改编而成的在线卡牌对战类移动游戏, 2014 年 3 月上线, 2015 年为酷牛互动贡献营业收入 841 万元。

图表 28: 酷牛互动 2015 年营业收入前 5 名产品 (单位: 万元)

名次	产品名称	2015 年度营业收入	营业收入占比
第一名	《传奇世界》	1037.74	9.7%
第二名	《唐门世界》	995.53	9.3%
第三名	《太古仙域》	841.05	7.8%
第四名	《古惑仔》	750.86	7.0%
第五名	《女皇与宰相》	660.38	6.2%

来源: 公司公告, 天风证券研究所

注:《传奇世界》尚未正式上线, 产生的营业收入为游戏合作方支付技术开发相关收入

酷牛互动目前的资源配置能力可以满足年产 5-6 款手游的需求, 未来开发能力将进一步提高。同时公司有诸多项目储备, 最大程度确保未来几年发展。

图表 29：酷牛互动重点上线产品、正在开发产品、规划储备产品清单

游戏名称	上线时间	目前进度
唐门世界	2013 年 8 月	已上线运营
兄弟萌	2013 年 8 月	已上线运营
绝世天府	2013 年 12 月	已上线运营
太古仙域	2014 年 3 月	已上线运营
古惑仔 2	2016 年 6 月不删档测试	测试中
传奇世界	2016 年 4 月首测	测试中
热血大唐	2016 年 6 月首测	测试中
女皇与宰相	/	/
枪战之王	/	/
大唐风云	/	/
页改类	2017 年 1 月	可行性论证
漫改类	2017 年 5 月	可行性论证
名家类	2017 年 7 月	规划储备
漫改类	2017 年 7 月	规划储备
页改类	2017 年 9 月	规划储备
页改类	2017 年 12 月	规划储备
页改类	2018 年 1 月	规划储备
漫改类	2018 年 1 月	规划储备
页改类	2018 年 1 月	规划储备
名家类	2018 年 1 月	规划储备
页改类	2018 年 5 月	规划储备

来源：公司公告、互联网公开资料，天风证券研究所

注：规划清单为 2015 年 3 月公司披露的重组报告书中数据，不排除进度有变

图表 30：截至 2014 年末，酷牛互动 IP 资源合作情况

游戏名称	主要合作主体	授权期限	合作主要内容	合作协议签署日期
唐门世界	酷牛互动，蓝海梦想	自产品商业化运营开始三年	蓝海梦想授权酷牛互动根据张威（唐家三少）相关作品改编为游戏产品，蓝海梦想对酷牛互动游戏方案提出修改建议；酷牛互动拥有游戏所有权（包括软件著作权）；张威协助游戏推广；约定收益分成	2013. 7. 15
武动乾坤（绝世天府）	酷牛互动，第一波	产品商业化运营日起三年	第一波授权酷牛互动以《武动乾坤》为蓝本改编为游戏作品，酷牛互动研发该款游戏并取得其软件著作权和所有权；李虎协助推广游戏；约定收益分成	2013. 11. 26
仙魔无双	酷牛互动，刘勇（耳根）丁凌滔（忘语）	产品商业化运营日起三年	刘勇、丁凌滔授权酷牛互动根据其相关小说改编为手机游戏；酷牛活动取得该游戏的软件著作权；酷牛互动拥有游戏运营权并可授予第三方运营；刘勇、丁凌滔协助游戏推广；约定收益分成	2013. 10. 16
至尊皇朝	酷牛互动，刘峰晖（庚新）、魏立军（月关）、曾登科（愤怒的香蕉）	产品商业化运营日起三年	刘峰晖、魏立军、曾登科授权酷牛互动根据其相关作品改编为手机游戏；酷牛互动拥有游戏软件著作权、运营权；刘峰晖、魏立军、曾登科协助游戏推广；约定收益分成	2013. 10. 30

太古仙域	酷牛互动、杨振东（辰东）	产品商业化运营日起三年	杨振东授权酷牛互动根据其作品《长生界》改编为手机游戏；酷牛互动取得游戏软件著作权和运营权；杨振东协助游戏推广；约定收益分成	2013. 11. 08
龙纹战域	墨龙，酷牛互动	2014 年 2 月 11 日至 2024 年 2 月 11 日	墨龙独家授权酷牛互动根据《龙纹战域》网页游戏开发改编移动端游戏；约定收益分成酷牛互动取得游戏软件著作权；该授权为在授权范围内的独家授权	2014. 2. 11
古惑仔	酷牛互动、智傲集团有限公司	签署协议日起三年	智傲集团有限公司授权酷牛互动将《古惑仔》漫画改编为移动游戏，并约定签约金及游戏分成比例；酷牛互动为游戏原始程式码的拥有人并取得游戏软件著作权	2014. 4. 17
求魔	酷牛互动、刘勇	协议生效日起五年	刘勇（耳根）授权酷牛互动以其创作的名为《求魔》的文学作品为蓝本改编为移动游戏，并约定授权金；酷牛互动取得游戏软件著作权；该授权为在授权范围内的独家授权	2014. 09. 10
神探狄仁杰	酷牛互动、东阳荣煊影视文化发展有限公司	签署协议之日起三年	东阳荣煊影视文化发展有限公司授权酷牛互动以电视剧《神探狄仁杰》剧本为题材改编为移动游戏，并约定游戏分成比例；酷牛互动为游戏原始程式码的拥有人，游戏软件著作权及其衍生产品著作权（根据游戏中的角色人物、道具、标识等开发的系列产品，例如玩具、服装、音像图书等）由酷牛互动和东阳荣煊影视公司双方等额共有；该授权为在授权范围内的独家授权	2014. 10. 16
悟空	酷牛互动、美美世界（北京）文化传播有限公司	签署协议之日起五年	美美世界（北京）文化传播有限公司授权酷牛互动以电影《悟空》为题材将其改编为移动游戏，并约定预付款及分成比例；酷牛互动为游戏源代码的拥有人并取得游戏软件著作权；该授权为在授权范围内的独家授权	2014. 11. 03
愤怒的唐僧、白领侠	酷牛互动、北京吴意波影视文化工作室	签署协议之日起五年	北京吴意波影视文化工作室授权酷牛互动以《愤怒的唐僧》和《白领侠》为题材将其改编为网络游戏，并约定授权金及分成比例；酷牛互动取得游戏软件著作权；该授权为在授权范围内的独家授权	2014. 11. 12

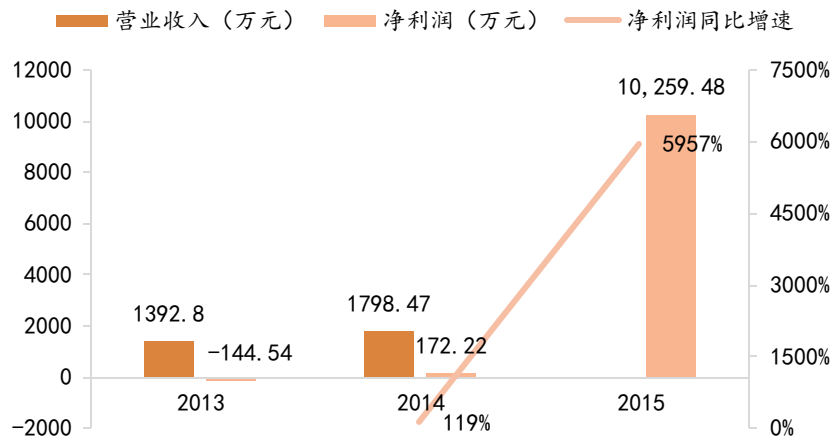
来源：公司公告、天风证券研究所

➤ 天上友嘉：拥有强大的游戏快速开发能力和多款游戏同时研发能力

天上友嘉成立于 2008 年 7 月，主营业务为移动网络游戏的研发和运营，拥有多年的游戏研发时间和大量游戏开发经验，目前拥有 200 人左右的研发、美术和运营团队。2013 年初至 2015 年 9 月末，天上友嘉运营游戏共有 13 款，包括 IP 改编作品《新仙剑奇侠传 3D》、《净化》、《星座女神》、《足球世界杯》和《暴三国》5 款移动网络游戏，以及 8 款页游产品。

2015 年起，天上友嘉业绩进入快速增长期，主要为 2015 年天上友嘉推出的手游《新仙剑奇侠传 3D》和《净化》表现突出，带动游戏收入大幅增长，2015 年 1-9 月天上友嘉实现营业收入 8531.23 万元，其中《新仙剑奇侠传 3D》和《净化》共占 69.40%。2015 年天上友嘉实现归属于母公司净利润 1.026 亿元。

图表 31：天上友嘉 2013-2015 年营收和净利润情况



来源：公司公告、天风证券研究所

注：天上友嘉 2015 年营业收入尚未披露

2016 年 5 月，凯撒股份通过发行股份和支付现金相结合的方式，购买天上友嘉 100% 股权，交易价格为 12.15 亿元。天上友嘉 2015 年-2017 年度承诺净利润分别不低于 8550 万元、11,460 万元和 14,330 万元。

天上友嘉在 IP 游戏研发方面资源突出，目前游戏产品获取方式主要从各大 IP 资源公司获取优秀 IP，并根据 IP 内容研发游戏产品。天上友嘉已经与 360、中国手游、黑桃互动和若森签订了游戏开发协议框架，360、中国手游、黑桃互动和若森每年分别为天上友嘉提供一至两款知名 IP，由天上友嘉根据 IP 内容进行游戏研发。

目前天上友嘉研发团队已完全能够满足每年 5-6 款新游戏的持续开发。天上友嘉 2016 年共有 7 款游戏计划，其中《吞噬天下》《圣斗士星矢重生》已经上线。《圣斗士星矢·重生》由日本知名动漫 IP 改编，于 2016 年 5 月 9 日在 IOS 正式上线后表现优异，目前稳居 IOS 游戏畅销榜前 15 名。

图表 32:《圣斗士星矢·重生》IOS 畅销榜排名



来源: App Annie、天风证券研究所

此外，天上友嘉购买了在网络文学阅读排行榜居前的知名 IP《儒道至圣》，拟采用影视和游戏同步上线的方式推出，另外也有多款游戏进入研发阶段。未来有望结合公司内部优质 IP 继续产出富有竞争力的游戏作品。

公司核心竞争力：产业链布局完善，资本人才优势显著

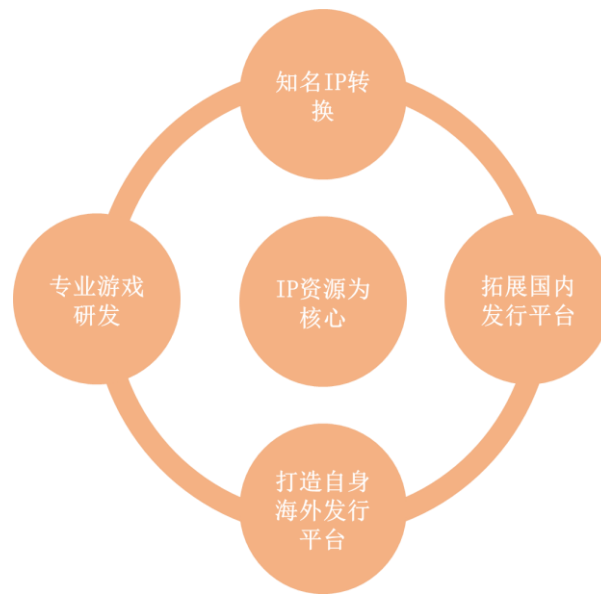
► 以 IP 为核心，泛娱乐为框架，公司产业链布局完善、协同性强

凯撒股份深谙互联网时代 IP 在泛娱乐领域的巨大价值，从转型起，无论是外延收购还是战略合作均围绕 IP 生态展开且产品线布局逻辑通顺，步步为营。公司于 2015 年率先完成收购游戏公司酷牛互动，拥有 IP 内容变现工具，收购幻文科技布局 IP 内容源头，并在 2016 年完成收购天上友嘉，提升游戏研发能力，建立起基本的 IP 运营模式。

在具备 IP 运营能力基础上，公司开始进行商业模式升级。在上游领域，公司一方面对外合作，承接平台输出的优质 IP，一方面挖掘优质版权作品，孵化有潜力的 IP 项目；在下游领域，公司深化 IP 游戏化能力的同时，有望通过对外合作拓展 IP 影视化能力。在凯撒的泛娱乐生态体系中，每个环节均有明确定位，且协同空间显著。

在影视和动漫业务上凯撒股份已经陆续开展了合作，包括和华策影视合作拍摄电视剧《说英雄谁是英雄》、和上海美影厂合作拍摄动画片和动画大电影《新葫芦兄弟》、参与《少年锦衣卫之绣春刀》动画投资。

图表 33：凯撒股份经营发展战略



来源：公司公告、天风证券研究所

► 专项基金孵化优质资产支持业务拓展

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），该专项产业基金主要围绕公司向互联网领域转型的战略方向积极进行布局，包括互联网游戏、广告、文学、视频及影视、动漫及其衍生品等细分领域，基金规模 2.6 亿，公司出资额占 61.1628%，为第一大股东。2015 年 8 月，公司成立深圳国金凯撒二期创业投资企业（有限合伙），主要从事文化创意、IP 运营、网络媒体渠道、广告传媒、动漫、影视类、CP、发行等业务，基金规模 3 亿，股权占比为 78%。

目前产业基金已经投资了多家游戏研发运营商和动漫 IP 运营商，有助于为公司后续布局孵化优质资产。

图表 34：凯撒一期、二期产业基金投资公司情况（截至 2015 年底）

投资基金	公司名称	主要业务	占被投资公司权益比例
一期基金	广州四九游网络科技有限公司	页游、手游运营	9.17%
一期基金	北京网元圣唐娱乐科技有限公司	端游开发运营	7.65%
一期基金	北京中达凯信网络科技有限公司	社区棋牌类游戏运营	10.42%
一期基金	成都哆可梦网络科技有限公司	手游开发运营	5.17%
一期基金	常州卡米文化传播有限公司	动漫衍生、运营	6.43%
一期基金	成都我趣成科技有限公司	手游辅助类平台运营	14.62%
一期基金	上海甲游网络科技有限公司	页游、手游开发运营	3.85%
一期基金	上海逸趣网络科技有限公司	手游开发	9.17%
一期基金	上海野火网络科技有限公司	手游研发、运营	6.12%
二期基金	武汉泛娱信息技术有限公司	互联网文学 IP	7.80%

来源：公司公告、天风证券研究所

➤ 以吴裔敏为核心把舵互联网泛娱乐业务，核心团队专业能力突出

公司总经理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。历任腾讯 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。

公司目前已完成包括 IP 运营、游戏运营、动漫运营、影视运营、市场公关的专业化泛娱乐运作团队搭建，团队成员大部分来自于知名互联网和文化传媒企业。同时，凯撒各子公司管理层成熟稳定、互联网从业经验经验丰富，拥有自主知识产权、成熟产品和团队、以及丰富的大型移动网络游戏设计和管理经验，具有对网络 IP 资源的快速转化能力。

图表 35：凯撒股份核心管理层简介

姓名	职务	履历经验
吴裔敏	总经理	拥有十多年游戏从业经历，曾在腾讯、盛大、金山担任重要职务或高管，同时拥有手游创业经历。曾任腾讯合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务主要负责人、QQ 堂项目组产品经理，曾任腾讯重点游戏产品 CF（《穿越火线》）负责人（2014 年 CF 全球收入达 9 亿美金，为全球第 2 赚钱游戏），对这款 FPS 网游崛起发挥巨大作用。在出任盛大游戏系统总经理期间，同时兼《英雄连 Online》、《功夫世界》和《吞食天地 2Online》3 款游戏的制作人。
林嘉喜	核心合作方 国金创始人	2001 年 4 月集资 10 万元创办国金投资顾问公司，专注于 TMT 领域的天使投资和产业并购。在互联网领域有长达 10 多年的行业积累，与各互联网巨头建立了广泛而深入的业务合作伙伴关系，在 TMT 领域产业并购等方面有广泛而深入的专业经验和交易资源。在互联网产业并购领域已经成功完成超过 100 个案例，交易总价值超过 100 亿人民币。在互联网及新经济领域累计天使投资了超过 30 个创业项目，账面投资回报率高达 50 倍，代表作有墨麟、乐逗、幻文、武神世纪、酷牛等。
黄种溪	酷牛互动创始人及 CEO	曾任职于腾讯技术开发、产品策划职位；离职后自主创业，主要方向是移动互联网；拥有丰富的互联网产品研发经验；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。
何涛	幻文科技董事长	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。
吴漫	幻文科技总经理	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。
何啸威	天上友嘉创始人及 CEO	天上友嘉创始人、CEO，原逸海情天创始人兼 CEO，中国最早知名网络虚拟社区逸飞岭的创始人，具有十年以上游戏开发经验。
张强	天上友嘉创始人及副总裁	曾任职于成都逸海情天，拥有丰富的游戏海外推广经验；2008 年参与创办了天上友嘉，具有十年以上的互联网行业从业经验。

来源：公司公告、天风证券研究所

投资建议

2015 年公司服装业务毛利率为 22.9%，营收占比为 76%，全年净亏损 3,349 万元；酷牛互动毛利率和净利率分别为 85.59%和 71.5%；幻文科技毛利率和净利率分别为 87.68%和 65.9%；天上友嘉 2015 年 1-9 月毛利率 85.5%，净利率 61.3%。根据公司公告，2016 年起公司将对服装业采取品牌授权方式，服装业务将逐步推出，因而对于服装业务营收和营业成本采用逐年递减方式处理，酷牛互动、幻文科技、天上友嘉营收占比提升将带动公司整体毛利率和净利率的大幅提升。

2016、2017 年酷牛互动、幻文科技、天上友嘉三家收购标的承诺业绩总额分别为 2.58 亿元、3.2 亿元。考虑公司 IP 产业链布局完善、未来协同效应显著，以及后续游戏及影游联动带来的业绩弹性，公司互联网文化业务有望实现业绩超预期。

我们预计公司 2016-2018 年备考净利润（全年并表口径）分别为 2.76 亿元、4 亿元、5.2 亿元，同比增长 241%、45%、30%。考虑实际天上友嘉 2016 年 5 月完成过户，我们预计公司 2016 年财务报表净利润为 2.25 亿元。公司在 2016 年后转型布局基本成型且具备持续整合空间，2016-2017 年将进入快速增长期，按照 A 股可比游戏公司估值情况，综合给予 2017 年 50X 估值，首次给予买入投资评级，12 个月目标市值 200 亿，对应目标价 39.3 元。

图表 36：同类可比公司估值情况

证券简称	收盘价（元） (2016/7/15)	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2015PE	2016PE	2017PE
掌趣科技	11.26	0.17	0.32	0.44	66.39	35.52	25.83
天神娱乐	81.50	1.24	2.10	2.96	65.74	38.88	27.52
三七互娱	18.10	0.24	0.47	0.56	74.58	38.40	32.22
昆仑万维	29.20	0.36	0.46	0.57	81.20	63.91	51.51
游族网络	33.10	0.60	0.79	0.95	55.30	41.96	34.91
世纪游轮	149.16	/	1.81	2.20	/	82.31	67.70
宝通科技	25.06	0.17	0.53	0.78	145.61	47.25	31.95
中青宝	22.03	0.25	0.16	0.19	88.19	133.60	117.12
巨龙管业	17.26	0.20	0.39	0.51	87.00	44.00	33.63
平均					83.00	58.42	46.93

来源：wind、天风证券研究所

注：2015EPS 采用最新股本摊薄值，2016、2017 年 EPS 均采用 wind 一致预期 EPS

图表 37: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	256.97	71.01	164.87	385.30	796.37	营业收入	541.52	632.53	669.15	929.57	1,169.72
应收账款	102.24	216.09	85.07	279.32	179.21	营业成本	333.80	388.56	299.96	275.08	298.47
预付账款	32.38	44.71	40.76	25.65	46.45	营业税金及附加	3.07	3.44	3.35	4.65	5.85
存货	380.34	330.53	407.37	196.52	521.92	营业费用	152.93	111.34	115.76	158.03	198.85
其他	330.00	78.80	273.01	227.66	193.40	管理费用	34.85	64.96	70.26	92.96	120.48
流动资产合计	1,101.94	741.14	971.07	1,114.44	1,737.34	财务费用	0.83	3.42	12.63	3.87	-17.90
长期股权投资	30.01	34.78	44.11	44.11	44.11	资产减值损失	24.76	38.58	27.22	30.18	31.99
固定资产	351.89	65.28	47.69	30.09	12.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	18.99	9.86	11.73	13.53	11.71
无形资产	10.09	113.25	90.51	67.77	45.04	其他	-37.98	-19.72	-23.47	-27.06	-23.41
其他	288.05	1,715.01	2,903.97	2,896.08	2,896.95	营业利润	10.28	32.11	151.70	378.33	543.67
非流动资产合计	680.04	1,928.32	3,086.28	3,038.06	2,998.59	营业外收入	3.34	22.93	10.44	12.23	15.20
资产总计	1,781.98	2,669.47	4,057.35	4,152.50	4,735.94	营业外支出	0.34	6.75	2.51	3.20	4.16
短期借款	75.47	91.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	13.28	48.28	159.63	387.37	554.72
应付账款	41.44	409.00	88.02	102.28	145.29	所得税	11.75	-1.85	9.58	23.24	33.28
其他	35.43	27.00	38.51	28.45	47.09	净利润	1.53	50.14	150.05	364.12	521.43
流动负债合计	152.34	527.00	126.53	130.72	192.39	少数股东损益	-5.04	-30.78	-75.03	-36.41	0.00
长期借款	5.21	3.52	288.38	0.00	0.00	归属于母公司净利润	6.56	80.91	225.08	400.54	521.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.01	0.16	0.44	0.77	1.00
其他	3.02	5.04	4.06	4.04	4.38						
非流动负债合计	8.23	8.56	292.44	4.04	4.38	主要财务比率					
负债合计	160.57	535.56	418.97	134.76	196.77		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	152.28	153.95	82.68	46.87	46.87	成长能力					
股本	389.99	434.24	508.59	523.22	523.22	营业收入	6.94%	16.81%	5.79%	38.92%	25.83%
资本公积	815.65	1,207.44	2,483.09	2,483.09	2,483.09	营业利润	-75.50%	212.50%	372.44%	149.39%	43.70%
留存收益	1,081.49	1,546.39	3,047.11	3,447.65	3,969.08	归属于母公司净利润	-74.16%	1,132.71%	178.17%	77.96%	30.18%
其他	-818.00	-1,208.11	-2,483.09	-2,483.09	-2,483.09	获利能力					
股东权益合计	1,621.41	2,133.91	3,638.38	4,017.74	4,539.17	毛利率	38.36%	38.57%	55.17%	70.41%	74.48%
负债和股东权益总计	1,781.98	2,669.47	4,057.35	4,152.50	4,735.94	净利率	1.21%	12.79%	33.64%	43.09%	44.58%
						ROE	0.45%	4.09%	6.33%	10.09%	11.61%
现金流量表						ROIC	0.10%	3.14%	9.71%	11.18%	15.99%
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	1.53	50.14	225.08	400.54	521.43	资产负债率	9.01%	20.06%	10.33%	3.25%	4.15%
折旧摊销	43.35	51.82	40.33	40.33	40.33	净负债率	-11.46%	-8.30%	10.17%	-0.85%	-5.52%
财务费用	4.84	7.13	12.63	3.87	-17.90	流动比率	7.23	1.41	7.67	8.53	9.03
投资损失	-18.99	-9.86	-11.73	-13.53	-11.71	速动比率	4.74	0.78	4.46	7.02	6.32
营运资金变动	101.81	185.63	-429.67	89.14	-150.65	营运能力					
其它	-51.44	-223.01	-75.03	-36.41	0.00	应收账款周转率	5.14	3.97	4.44	5.10	5.10
经营活动现金流	81.10	61.85	-238.39	483.94	381.51	存货周转率	1.41	1.78	1.81	3.08	3.26
资本支出	-10.70	983.06	1,216.30	0.02	-0.34	总资产周转率	0.31	0.28	0.20	0.23	0.26
长期投资	0.01	4.77	9.33	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	-116.85	-1,230.86	-2,429.02	13.47	12.00	每股收益	0.01	0.16	0.44	0.77	1.00
投资活动现金流	-127.54	-243.03	-1,203.40	13.50	11.66	每股经营现金流	0.16	0.12	-0.47	0.95	0.75
债权融资	80.67	94.52	288.38	0.00	0.00	每股净资产	2.89	3.89	6.99	7.59	8.59
股权融资	4.21	434.29	1,338.04	10.76	17.90	估值比率					
其他	-54.01	-534.27	-90.77	-287.77	0.00	市盈率	1,924.66	156.13	56.13	32.45	24.93
筹资活动现金流	30.88	-5.45	1,535.65	-277.01	17.90	市净率	8.60	6.38	3.55	3.27	2.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	95.41	175.94	60.05	28.68	20.68
现金净增加额	-15.56	-186.63	93.86	220.42	411.07	EV/EBIT	352.99	343.39	74.79	31.70	22.26

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)