

骅威文化 (002502)

全面挖掘 IP 价值，构建多元互联版图

行业名称	传媒
投资建议	买入
当前价格:	28.14 元
目标价格:	41.86 元

投资要点:

➢ 转型布局互联网文化，打造优质IP运营商

骅威文化成立之初以玩具制造销售为主营业务，2013年12月收购第一波20%股权，2015年完成收购第一波剩余80%股权以及梦幻星生园100%股权，成功转型覆盖动漫影视、网络游戏、周边衍生品等IP运营领域。2016年5月公司正式更名“骅威文化”，显示出发展互联网文化产业决心。转型后公司盈利能力显著提高，2016H1实现净利润8876万元，同比增长252%。

➢ 第一波专注网文IP运作，主力打造网络游戏实现商业变现

第一波创始人作为起点白金作家，笔名撒冷，并通过与唐家三少、我吃西红柿等顶尖网文作家紧密合作，获取丰富IP储备，结合第一波游戏研发运营能力，打造手游、页游进行变现，已推出《莽荒纪》《唐门世界》《绝世天府》等多个成功产品。围绕头部IP如《莽荒纪》，第一波将进行手游、页游、动画、影视剧等全面开发，后续还将着重运营IP《雪鹰领主》，改编手游2016年7月上线后IOS畅销榜最高排名至第5名。

➢ 梦幻星生园精品剧持续不断，锁定年轻女性群体

秉承少而精的原则，星生园出品电视剧如《煮妇神探》《偏偏喜欢你》等均在浙江卫视、湖南卫视等一线平台播出，平均卫视收视率破1%。星生园核心团队稳定并绑定以桐华为代表的核心人才，锁定优质IP，持续推出精品。2016年星生园重点打造《放弃我抓紧我》《那片星空那片海》，两部剧均将在湖南卫视播出，其中《星空海》将陆续制作共3季剧并已筹备电影，有望为星生园业绩带来较大的超预期弹性空间。

➢ 投资建议

若不考虑外延预期，我们预计骅威文化2016-2018年净利润分别为2.87亿元/3.54亿元/4.19亿元，同比增速分别为138.3%/23%/18%。考虑到公司IP运营版图日臻完善，内部具备整合协同空间，且公司历史上外延战略执行力以及收购资产优质程度高。根据前期公司公告重组终止后解锁期已到，下半年可能进入新的整合窗口。首次给予买入投资评级，综合给予骅威文化2017年50倍PE，12个月目标市值180亿，对应目标价41.86元。

➢ 风险提示

收购资产业绩不达预期，并购整合风险

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	430/203
流通 A 股市值 (百万元)	5,721
每股净资产 (元)	7.41
资产负债率 (%)	11.38
一年内最高/最低 (元)	35.05/19.92

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

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	476.78	590.57	1,142.17	1,416.52	1,729.36
增长率 (%)	6.14%	23.87%	93.40%	24.02%	22.08%
EBITDA (百万元)	39.19	125.23	325.66	395.51	457.81
净利润 (百万元)	34.35	120.35	286.76	353.78	418.86
增长率 (%)	7.59%	250.31%	138.27%	23.37%	18.40%
EPS (元/股)	0.08	0.28	0.67	0.82	0.97
市盈率 (P/E)	352.14	100.52	42.19	34.20	28.88
市净率 (P/B)	13.21	3.91	3.66	3.38	3.09
EV/EBITDA	77.73	83.27	35.41	28.45	24.33

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

正文目录

公司概况：转型布局 IP 运营，纳入优质影游业务	4
行业分析：IP 产业链价值凸显，精品制造能力始终至上	6
IP 改编持续升温，粉丝导流价值显著	7
内容为王，优质 IP 运营方将持续受益	10
公司业务分析：“第一波+梦幻星生园”双支柱保障 IP 运营	13
第一波：立足网文 IP，打造互联网时代的 IP 品牌运营商	13
梦幻星生园：专注精品言情剧，核心团队及 IP 储备支撑持续发展	18
玩具业务：继续向动漫及衍生玩具、智能玩具升级	22
公司战略：持续整合 IP 产业链，人才激励与资本运作并举	23
全力推进业务整合，继续打造 IP 运营产业链	23
员工激励凝聚优秀人才	24
充分发挥资本平台优势，布局优质文化企业	24
投资建议	25

图表目录

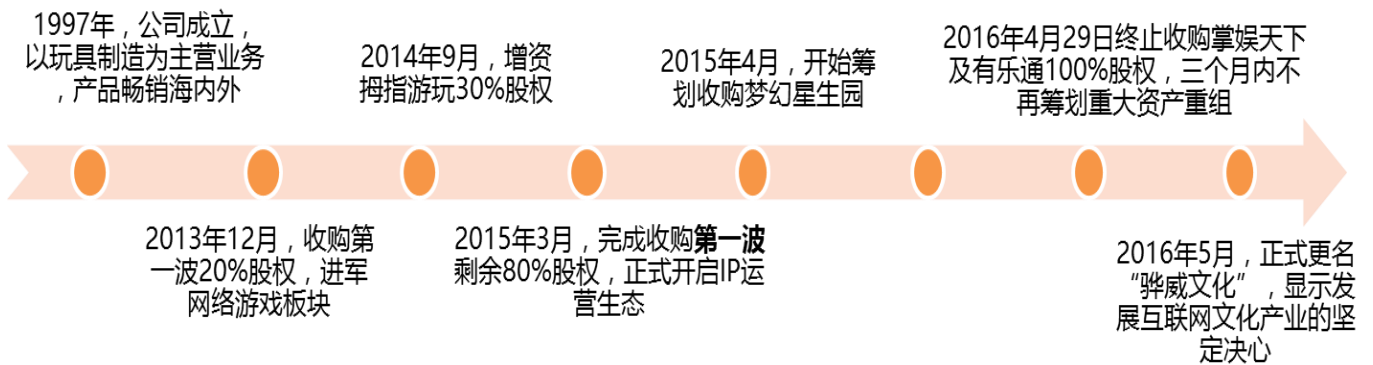
图表 1：骅威文化历史沿革	4
图表 2：骅威文化股权结构	4
图表 3：骅威文化 2012-2016H1 营业收入和净利润	5
图表 4：骅威文化 2012-2016H1 分项业务收入占比	5
图表 5：骅威文化 2012-2015 年分业务及整体毛利率	6
图表 6：骅威文化 2012-2016H1 三项费用率	6
图表 7：第一波、梦幻星生园承诺业绩及完成情况（扣非后净利润）	6
图表 8：IP 为核串联起各泛娱乐业态	7
图表 9：IP 产业链金字塔型产业规模	7
图表 10：典型网络文学 IP 改编游戏盘点（截至 2015 年）	7
图表 11：2015 年热播剧平均收视 TOP10	8
图表 12：2015 年热播剧网络点击量 TOP10	8
图表 13：2016 年最受期待的 10 部电视剧	9
图表 14：2015 年网文 IP 手游 TOP5 具体表现	9
图表 15：2014-2015 年 IOS 前 100 名榜单中的 IP 游戏表现	9
图表 16：2016 年内地电影票房排行榜（截止 16.8.12）	10
图表 17：2016 年部分国产 IP 电影票房	10
图表 18：2010-2016Q1 年我国制作并获得发行许可证的电视剧数量	10
图表 19：2005-2015 观众人均每日收视时长（分钟）	11
图表 20：2013-2016 年国内视频行业付费用户规模	11
图表 21：2014-2015 年国内视频行业付费收入规模	11
图表 22：爱奇艺百度指数变化趋势	12
图表 23：2016 年五大视频网站主要版权剧、自制剧以及综艺布局	12
图表 24：第一波 2013-2015 年营收和净利润情况	13
图表 25：第一波承诺业绩实现情况（扣非后净利润，单位：万元）	14
图表 26：《莽荒纪》IP 多领域开发情况	14
图表 27：第一波 2016 年拟推出 7-10 款游戏作品	15
图表 28：《雪鹰领主》手游 App Store 畅销榜历史排名情况	15
图表 29：第一波已上线作品涉及的网络知名作家 IP 资源以及储备 IP 资源	16
图表 30：2015 年第十届中国作家富豪榜单：网络作家富豪榜	17

图表 31: 九大网文作家联合推荐《雪鹰领主》	17
图表 32: 梦幻星生园 2013-2015 年营收和净利润情况	18
图表 33: 梦幻星生园承诺业绩实现情况 (扣非后净利润, 单位: 亿元)	18
图表 34: 梦幻星生园 2013-2015 年毛利率与净利率	19
图表 35: 梦幻星生园出品电视剧或网剧及 2016 年计划作品	19
图表 36: 2016 年上半年省级卫视黄金档剧目收视率 TOP10	20
图表 37: 梦幻星生园 2016 年制作计划	20
图表 38: 梦幻星生园主要电视剧海报	21
图表 39: 梦幻星生园核心团队	21
图表 40: 梦幻星生园及其子公司拥有的部分文学作品改编权	22
图表 41: 骅威文化 2011-2015 玩具业务毛利率	23
图表 42: 骅威文化通过内生成长和对外投资打造国内优质 IP 运营商	24
图表 43: 骅威文化资本运作情况	25
图表 44: 财务预测摘要	26

公司概况：转型布局 IP 运营，纳入优质影游业务

骅威文化股份有限公司是由广东骅威（集团）玩具工艺有限公司整体变更而来，成立于 1997 年。公司成立后主要以塑胶玩具、智能玩具、模型玩具、动漫玩具和其他玩具为五大主营业务板块，产品远销至美国、欧盟国家等海外市场，是中国玩具制造业的龙头。近年来，骅威以打造国内领先的 IP 运营商为战略，通过对外投资和并购转型互联网文化行业。2013 年 12 月公司收购 IP 运营公司第一波 20% 股权，2014 年 9 月增资拇指游玩 30% 股权，2015 年 3 月完成收购第一波剩余 80% 股权，逐步深化网络游戏业务布局。2015 年 11 月，公司完成收购精品电视剧制作公司梦幻星生园 100% 股权，纳入影视剧业务。2016 年 5 月公司正式更名“骅威文化”，传递文化发展坚定决心。

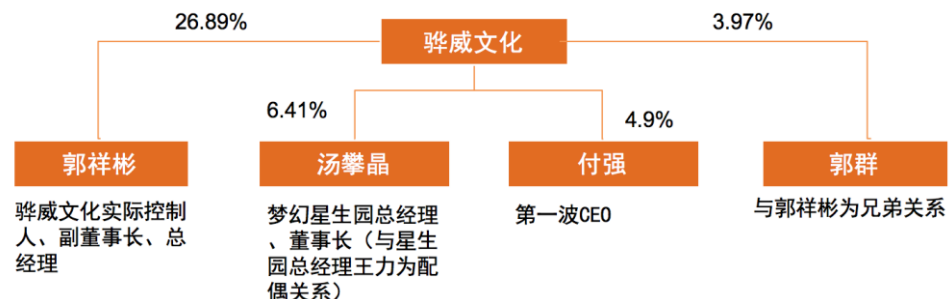
图表 1：骅威文化历史沿革



来源：公司公告，天风证券研究所

骅威文化控股股东、实际控制人为郭祥彬，持有公司 26.89% 股份，梦幻星生园总经理、董事长汤攀晶以及第一波 CEO 付强分别为公司第二及第三大股东。

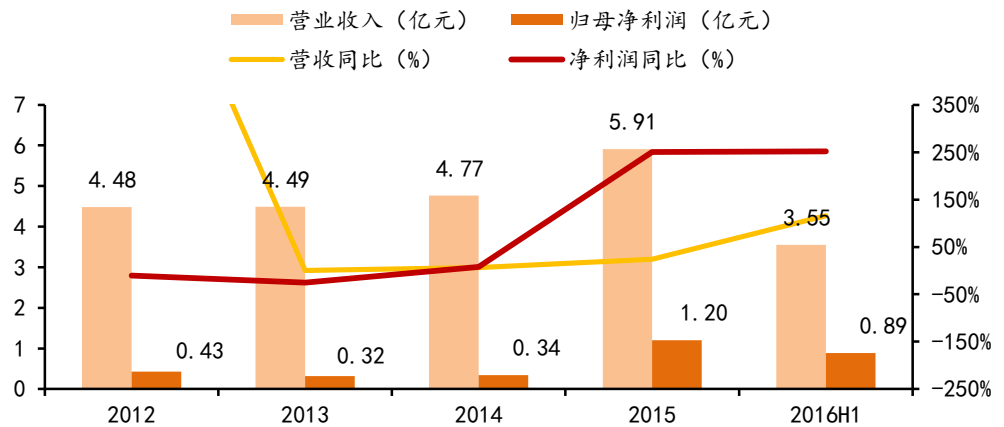
图表 2：骅威文化股权结构



来源：公司公告，天风证券研究所

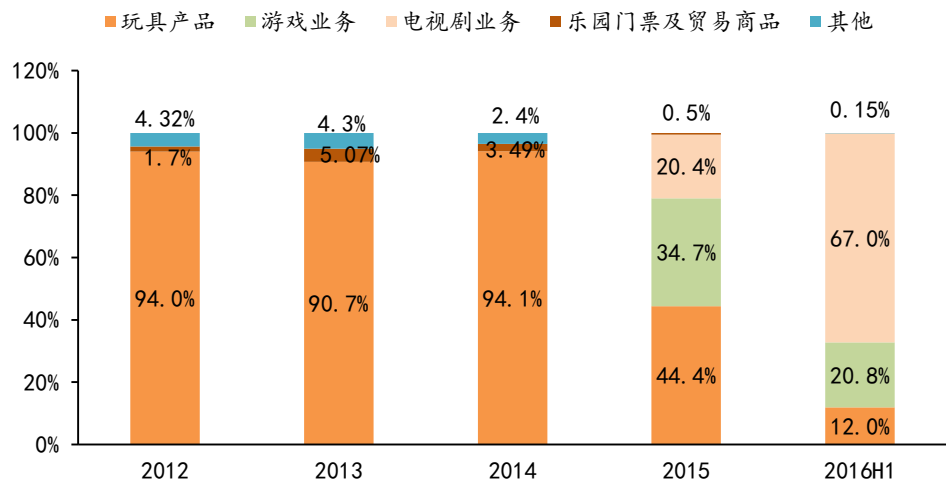
2015 年度骅威文化实现营收 5.91 亿元，同比增长 23.87%，归属于母公司股东净利润 1.20 亿元，同比增长 250.31%，2015 年公司主营业务主要由玩具产品、游戏业务和电视剧业务构成。2016 年上半年公司实现营收 3.55 亿元，同比增长 116%，净利润 8876 万元，同比增长 252.1%。

图表 3: 骅威文化 2012-2016H1 营业收入和净利润



来源: wind, 天风证券研究所

图表 4: 骅威文化 2012-2016H1 分项业务收入占比



来源: wind, 天风证券研究所

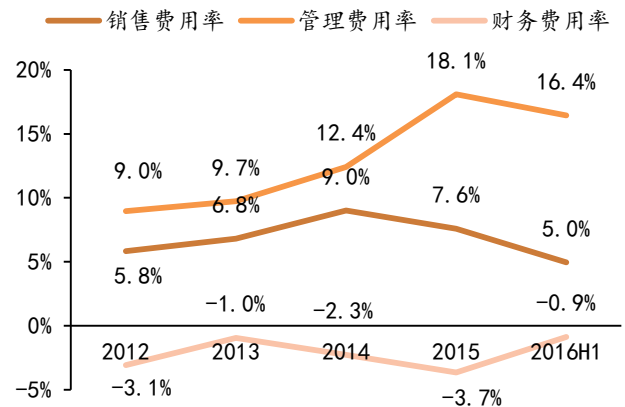
由于毛利率较高的游戏业务和电视剧业务并表, 骅威文化整体毛利率在 2015 年显著提升至 46.5%, 2016 年 H1 毛利率为 49.84%。其中玩具产品毛利率 2012 年起基本稳定在 23%左右, 游戏业务 2016 年上半年毛利率为 83.97%, 电视剧作品毛利率为 45.37%。期间费用方面, 2015 年管理费用率增长主要是合并新增子公司, 研发费用、工资、折旧、修理费等增加所致。

图表 5: 骅威文化 2012-2015 年分业务及整体毛利率

	2012	2013	2014	2015	2016H1
玩具产品	22.8%	24.4%	23.7%	22.8%	23.03%
游戏业务				77.7%	83.97%
电视剧作品				45.8%	45.37%
乐园门票及贸易商品	51.1%	52.2%	42.4%	13.2%	/
整体毛利率	23.6%	25.6%	24.2%	46.5%	49.84%

来源: wind, 天风证券研究所

图表 6: 骅威文化 2012-2016H1 三项费用率



来源: wind, 天风证券研究所

子公司第一波和梦幻星生园为骅威文化目前最主要的业绩来源,二者分别从 2015 年 3 月和 2015 年 11 月开始合并报表。第一波 2015 年全年实现扣非后净利润 1.076 亿元 (承诺 1.04 亿元), 梦幻星生园全年扣非后净利润 1.03 亿元 (承诺 1 亿元), 均超额完成业绩承诺。2016 年第一波和梦幻星生园两家收购标的的承诺业绩总额为 2.64 亿元, 梦幻星生园 2017 年承诺业绩 1.65 亿元。

图表 7: 第一波、梦幻星生园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
第一波	8000	10,400	13,000		8136	10,755
同比增速		30%	25%		290%	32%
梦幻星生园		10,000	13,400	16,525		10,321
同比增速			34%	23%		736%
合计	8000	20,400	26,400	16,525	8136	21,076
同比增速		155%	129%	-37%		159%

注: 第一波扣非后净利润为不考虑业绩奖励计提的影响金额

来源: 公司公告、天风证券研究所

行业分析: IP 产业链价值凸显, 精品制造能力始终至上

IP 以内容为中心聚集大批粉丝, 并横跨娱乐产业各个子类别, 以不同的产品类型展现品牌, 在每一次跨界中再度凝结粉丝。全球范围看, IP 模式早已有之, 迪士尼、漫威均为 IP 运营翘楚。

互联网和移动互联网的快速发展推动了 IP 为轴心的发展模式在国内迅速兴起。以 IP 为核心, 文学、动漫、影视、游戏、音乐、综艺等细分娱乐领域不再孤立发展, 而是基于互联网和移动互联网共生, 构建起跨领域、跨平台的泛娱乐产业新生态。

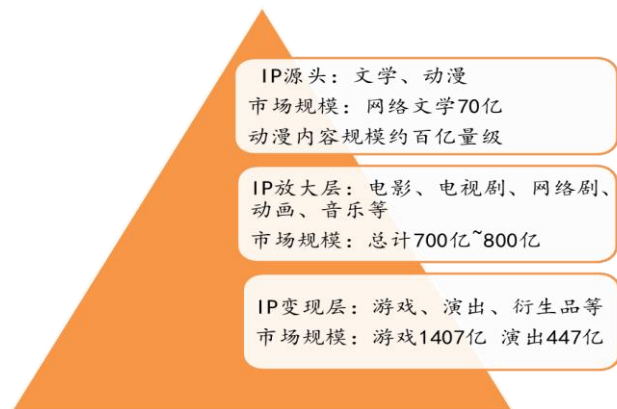
在泛娱乐体系中，IP 作为整个生态链接枢纽，位于产业链的最顶端，多元文化业态均基于具备文化品牌、粉丝基础且易于传播的 IP 而拓展。文学、动漫是原创 IP 的主要来源，主要居于产业链上游；电影、电视剧、网络剧、动画、音乐等拥有广泛的观众覆盖度和高关注度，将粉丝数量成倍放大；游戏、演出、衍生品等则位于泛娱乐产业链中的变现层，是目前 IP 的最佳变现渠道。在泛娱乐运行体系下，IP 利用自带的粉丝基础，通过上游孵化、中游运营到下游变现，创造更多的关注度和粉丝量，实现价值释放和增值。

图表 8: IP 为核串联起各泛娱乐业态



来源：天风证券研究所根据互联网公开资料绘制

图表 9: IP 产业链金字塔型产业规模



来源：天风证券研究所根据互联网公开资料绘制

IP 改编持续升温，粉丝导流价值显著

IP 改编作品早已有之，但彼时尚未形成燎原之势。随着全市场逐渐认知 IP 产业链潜在巨大的商业空间，2013 年游戏领域首先开启 IP 模式，2014 年则贯通包括网络文学、游戏、影视剧以及周边衍生品等，2015 年 IP 运作典范《花千骨》的成功全面掀起了 IP 热潮，2016 年 IP 改编继续升温。

根据骨朵传媒统计，2016 年将出品或筹划的 IP 电视剧共 96 部，IP 网络剧 137 部，IP 电影 42 部。典型网络文学 IP 也陆续被改编为游戏作品。

图表 10: 典型网络文学 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	芈月传	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

成熟的 IP 拥有大量粉丝，能够有效为改编的影视剧或游戏进行导流，从而使 IP 改编作品天然具备认知度和与粉丝的情感连接，更容易获取关注。

2015 年年度热播剧中，省级卫视平均收视前 5 名的电视剧作品中 IP 改编剧占 2 席，而在年轻观众更为集中的网络平台，网络点击量前 5 名作品中有 4 部是 IP 改编剧。2016 年最受期待的 10 部电视剧中有 9 部均为 IP 改编作品。

图表 11：2015 年热播剧平均收视 TOP10

排名	剧目	平均收视
1	《武媚娘传奇》	3.03%
2	《芈月传》	2.09%
3	《花千骨》	1.98%
4	《锦绣缘华丽冒险》	1.88%
5	《伪装者》	1.83%
6	《活色生香》	1.73%
7	《神犬小七》	1.66%
8	《妻子的谎言》	1.54%
9	《老农民》	1.53%
10	《偏偏喜欢你》	1.48%

来源：腾讯娱乐，天风证券研究所 注：CSM50 收视率截至 2015 年 12 月 27 日，《芈月传》横跨 2015/16 年，尚未计入 2015 榜单

图表 12：2015 年热播剧网络点击量 TOP10

排名	剧目	网络播放量 (亿次)
1	《花千骨》	201.35
2	《武媚娘传奇》	112.81
3	《琅琊榜》	97.21
4	《何以笙箫默》	81.27
5	《云中歌》	76.81
6	《克拉恋人》	74.77
7	《虎妈猫爸》	61.26
8	《大秧歌》	57.65
9	《伪装者》	52.12
10	《千金女贼》	51.03

来源：腾讯娱乐，天风证券研究所

图表 13: 2016 年最受期待的 10 部电视剧

名称	是否 IP	类型	主演
《鬼吹灯》	是	奇幻/冒险	靳东、陈乔恩
《三生三世十里桃花》	是	玄幻/爱情	杨幂、赵又廷
《幻城》	是	玄幻	冯绍峰、宋茜、马天宇
《猎场》	否	都市职场	胡歌、菅纫姿
《微微一笑很倾城》	是	青春偶像	郑爽、杨洋
《如果蜗牛有爱情》	是	青春偶像	王凯、王子文
《锦绣未央》	是	重生宫斗	唐嫣、罗晋
《九州》全系列	是	玄幻	黄轩、窦骁（《九州海上牧云记》主演） 关晓彤、张若昀、鞠婧祎（《九州天空城》主演）
《诛仙·青云志》	是	玄幻	李易峰、赵丽颖、杨紫
《仙剑奇侠传五·云之凡》	是	玄幻	韩东君、古力娜扎

来源：腾讯娱乐，天风证券研究所

注：入榜作品均由网络热度、媒体关注度加权得出，排名不分先后

在游戏领域，IP 导流价值同样显著。基于前期的粉丝积累，IP 游戏能够在发行之初即可获得高曝光率和大量关注，甚至可以跳过传统渠道直接对接 IP 粉丝。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 14: 2015 年网文 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	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 15: 2014-2015 年 iOS 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

内容为王，优质 IP 运营方将持续受益

IP 是文化娱乐作品获得成功的重要因素之一，却不是确保成功的灵丹妙药。随着市场上 IP 改编作品数量大幅增长，IP 作品的冲击力相对降低，内容质量将决定作品能否在 IP 品牌吸引观众后成功留住观众，拥有优质 IP 和精品制造能力的运营商更能够在 IP 热潮中获取充分的商业空间。

2016 年内地电影票房排行榜 TOP 作品中，排除春节档上映对票房影响的因素，位列前两名的原创作品《美人鱼》《疯狂动物城》以及《魔兽》《美国队长 3》等 IP 作品均有较高评分。如不具备高品质内容，即使背靠优质 IP，也难以形成具备影响力和高票房的产品。

图表 16: 2016 年内地电影票房排行榜 (截止 16.8.12)

排名	片名	豆瓣评分	总票房 (亿)
1	《美人鱼》	7.1	33.9
2	《疯狂动物城》	9.3	15.3
3	《魔兽》	7.9	14.72
4	《美国队长 3: 英雄内战》	7.8	12.46
5	《西游记之孙悟空三打白骨精》	5.7	12
6	《澳门风云 3》	4	11.16
7	《功夫熊猫 3》	7.8	10
8	《奇幻森林》	7.8	9.8
9	《绝地逃亡》	5.7	8.8
10	《星球大战 7: 原力觉醒》	7.1	8.25

来源: 艺恩咨询, 天风证券研究所

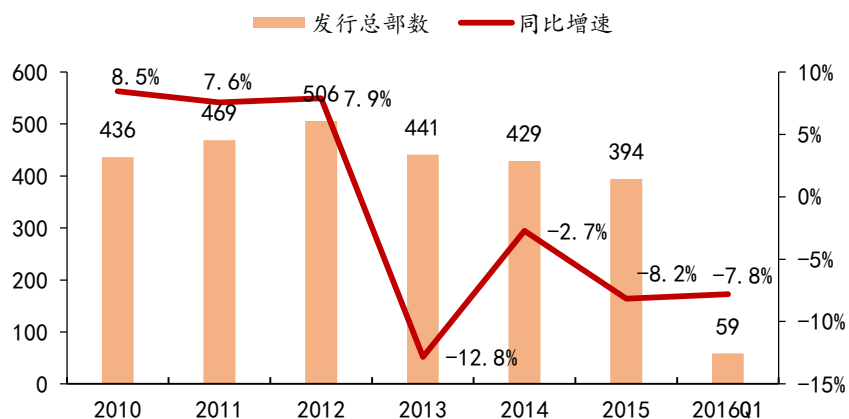
图表 17: 2016 年部分国产 IP 电影票房

片名	原 IP	豆瓣评分	票房 (万元)
《极限挑战之皇家宝藏》	综艺节目	4.4	12000
《谋杀似水年华》	蔡骏同名小说	3.8	1300
《喜乐长安》	韩寒小说《长安乱》	2.9	184
《睡在我上铺的兄弟》	歌曲	5	12800
《致青春原来你还在这里》	辛夷坞小说	4	33500

来源: 艺恩咨询, 天风证券研究所

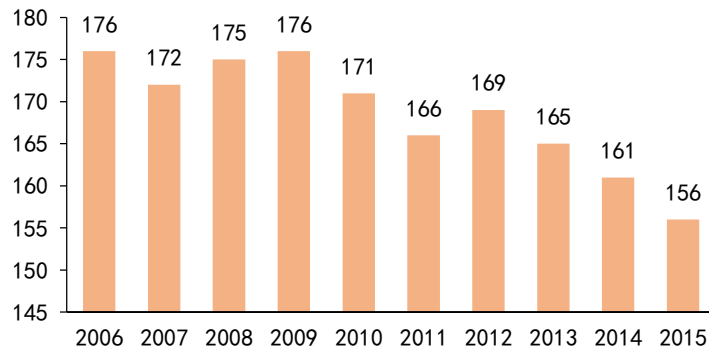
电视剧领域，电视剧产量近年持续收窄，观众电视收看时间逐年下滑，随着“一剧两星”的实行，卫视渠道采购能力下降，更多的资源和观众将向精品内容倾斜。

图表 18: 2010-2016Q1 年我国制作并获得发行许可证的电视剧数量



来源: 国家广电总局, 天风证券研究所

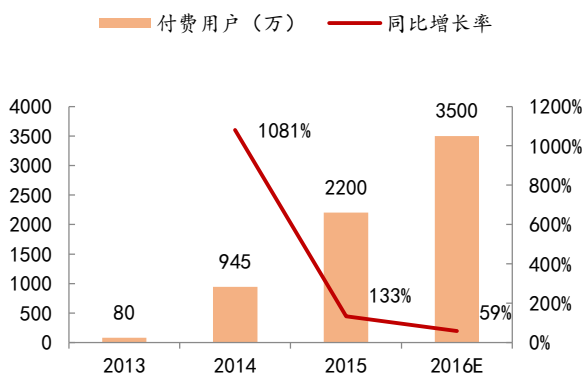
图表 19: 2005-2015 观众人均每日收视时长 (分钟)



来源: CSM, 天风证券研究所

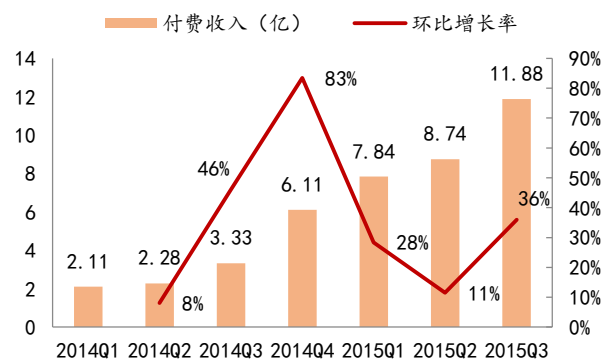
网络视频平台逐渐崛起, 逐渐走向成熟的视频付费会员模式将进一步凸显优质内容的地位。根据艺恩咨询统计数据, 截至 2015 年底, 我国视频网站付费用户规模已达到 2200 万, 同比增长 133%, 保守估算, 2016 年国内视频付费用户规模有望增长至 3500 万左右, 付费收入规模有望达到 40 亿元, 相对于 400 亿元的在线视频行业市场规模和 7.1 亿网民的总量, 国内付费视频行业仍有广阔的发展空间。

图表 20: 2013-2016 年国内视频行业付费用户规模



来源: 艺恩咨询、天风证券研究所

图表 21: 2014-2015 年国内视频行业付费收入规模



来源: 艺恩咨询、天风证券研究所

从付费视频用户规模的增长路径来看, 头部内容是驱动付费视频发展的关键要素。以爱奇艺为例, 截至 2016 年 6 月, 爱奇艺 VIP 会员突破 2000 万, 独家头部内容《盗墓笔记》《蜀山战纪剑侠传奇》《太阳的后裔》等推动了爱奇艺 VIP 会员的高速增长。

图表 22: 爱奇艺百度指数变化趋势



来源: 百度指数, 互联网公开资料, 天风证券研究所

在相当长一段时间内, 优质独播影视剧尤其是头部内容将继续成为付费用户增长的重要动因。优质的 IP 版权运营方也将在付费视频大潮中持续受益。

图表 23: 2016 年五大视频网站主要版权剧、自制剧以及综艺布局

网站	版权剧	自制剧	综艺
爱奇艺	《幻城》、《女医明妃传》、《特工皇妃》、《杨戬与哪吒》、《那年青春我们正好》、《爱情的开关》、《无间道》、《老九门》、《爵迹》, 韩剧《太阳的后裔》等。	《鬼吹灯之牧野诡事》、《美人为馅》、《我的朋友陈白露小姐》、《寻找前世之旅》、《废柴兄弟 3、4》、《心理罪 2》	《奇葩说》《爱上超模》《偶滴歌神啊》《我去上学啦》《流行之王》等综艺继续播出, 另还会推出《全民哗啦啦》、《晚安朋友圈》、《大牌对王牌》等新综艺。
优酷土豆	《幻城》、《秦时明月》、《仙剑五·云之凡》、《三生三世十里桃花》、《微微一笑很倾城》、《咱们相爱吧》、《锦绣缘·璀璨年华》、《北京遇上西雅图》、《颤抖吧! ET》; 和 BBC 达成长期独家战略合作, 2016 年, 包括神探夏洛克、神秘博士在内的全球最受欢迎英剧都将独家登陆优酷会员平台。	继续开发《万万没想到》、《仙剑客栈》、《午夜计程车》、《YIF 魔幻》等已有 IP 网剧, 并进一步开发新剧《十宗罪》、《创业时代》、《寻秦记》、《黑白无双》、《我的老婆是狐仙》、《虎鹤》和《暗月六族》等。	《室友一起宅》、《小亮亮@好笑头条君》、《国民美少女》、《火星情报局》、《喜剧者联盟》、《歌手是谁》等
腾讯视频	《诛仙》、《一路繁花相送》、《幻城》、《锦绣未央》、《麻雀》、《小别离》、《寂寞空庭春欲晚》、《劣质好先生》	《妈阁是座城》、《如果蜗牛有爱情》、《重生之名流巨星》、《鬼吹灯》、《西宫之燕王的日月》、《暗黑者》第三季、《少年股神》、《九州·天空城》、《诛仙·青云志》、《全职高手》、《使徒行者》	《约吧! 大明星》、《RUN 快跑》、《你正常吗 3》、《搜神记》、《帮帮演唱会》、《Hi 歌 2》、《娜就这么说》、《无印男品》、《拜托了冰箱》、《放开我北鼻》等

乐视视频	《翻译官》、《我的男神》、《毕业季》、《好先生》、《小别离》、《猎场》、《锦衣夜行》、《玄门大师》、《寂寞空庭春欲晚》、《轩辕剑之汉之云》	2016年乐视将推出《凡人修仙传》、《仙逆》、《魔天记》、《黑白无双》、《最美不过初相见》、《策天阙》、《全世爱》、《28岁未成年》、《毕业那天我们一起失恋》、《推理笔记》等30+部自制剧	《隐藏的歌神》、《蒙面歌王2》、《十周嫁出去2》、《斗志飞扬》等
搜狐	《幻城》、《秦时明月》、《封神》、《柠檬初上》、《放弃我抓紧我》、《无独有偶》、《青丘狐传说》、《武神赵子龙》、《如果这样可以爱》、《猎场》、《小别离》、《欢乐颂》、《女医明妃传》、《我是杜拉拉》；美剧《明日传奇》、《隔离死城》、《尖峰时刻》、《生活大爆炸》等	《高品格单恋》、《花样排球》、《评价女王》、《大咖秀》、《What If》、《极品女士5》、《示铃录》、《法医秦明》、《亲爱的，公主病》、《我的贴身校花》、《执念师2》、《无心法师2》、《他来了，请闭眼2》、《匆匆那年：好久不见》	脱口秀《艾伦秀》、《周六夜现场》，真人秀《The Amazing Race》等

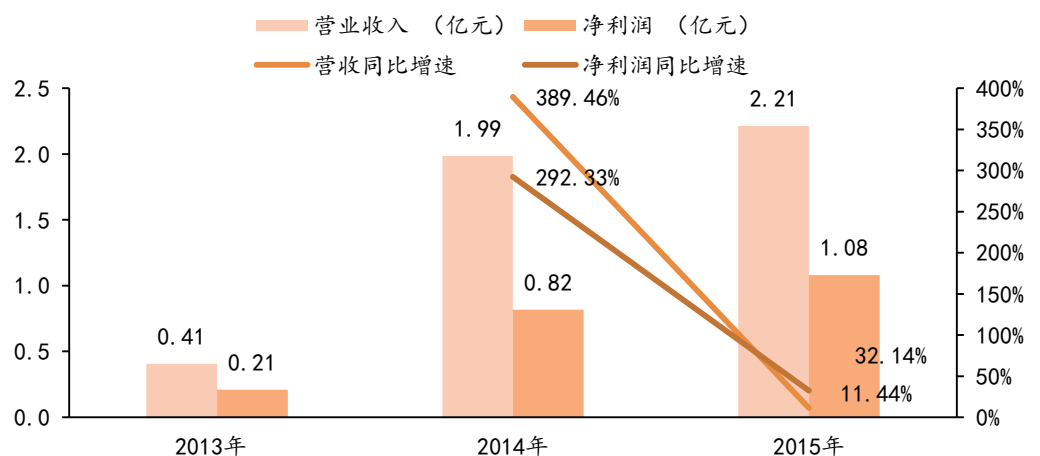
来源：艾瑞咨询，互联网公开资料，天风证券研究所

公司业务分析：“第一波+梦幻星生园”双支柱保障 IP 运营

第一波：立足网文 IP，打造互联网时代的 IP 品牌运营商

第一波网络科技有限公司成立于 2013 年 9 月，第一波在创立之初便确立了“网络文学”+“游戏”的发展模式，通过对热门网络文学的改编制作作为精品移动游戏的自主运营以及与苹果、91、百度等平台合作进行游戏运营和下载消费的联合运营实现盈利，并以此种运营模式先后推出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》等多个成功产品。

图表 24：第一波 2013-2015 年营收和净利润情况



注：第一波归母净利润为不考虑业绩奖励计提影响的金额

来源：公司公告，天风证券研究所

2013 年 12 月骅威收购第一波 20% 股权，2014 年启动收购第一波剩余 80% 股权，并于 12 月 26 日完成资产过户。第一波承诺 2014-2016 年度扣非后净利润分别不低于 8000 万元、1.04 亿元和 1.3 亿元，2014-2015 年第一波实现扣非后净利润 8136 万元、

1.076 亿元，均超额完成业绩承诺。

图表 25：第一波承诺业绩实现情况（扣非后净利润，单位：万元）

年份	2014	2015	2016
承诺业绩（万元）	8000	10400	13000
同比增速		30%	25%
实际实现业绩（万元）	8136	10755	
同比增速	290.22%	32.19%	

注：第一波扣非后净利润为不考虑业绩奖励计提影响的金额

来源：公司公告，天风证券研究所

目前第一波不仅局限于游戏，而是在游戏运营基础上，围绕优质 IP 开展动漫、影视、周边等多领域、跨平台的商业拓展。第一波开发的 IP 集中在备受追捧的玄幻类作品，在跨界变现中具备巨大的商业空间。

《莽荒纪》是第一波成功进行 IP 运营的典型案例。《莽荒纪》原著为起点文学网白金作家我吃西红柿的热门小说，2013 年起第一波围绕《莽荒纪》这一优质 IP 进行了手游、页游、动画、衍生品等一系列运营。

2013 年 11 月《莽荒纪》改编的 ARPG 类游戏上线，上线以来最高月流水达 1700 万元，曾登顶 IOS 游戏畅销榜，2015 年，第一波又陆续推出《莽荒纪》页游、《莽荒纪 2》手游，三款游戏截至 2015 年 12 月总流水达 6 亿元。动漫领域，《莽荒纪》动画剧于 2015 年 4 月开始在爱奇艺首播，目前在持续更新中。影视剧领域，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与光线传媒共同成立的光威影业，计划电影在 2018 年贺岁档上线；《莽荒纪》电视剧项目也已经启动。

图表 26：《莽荒纪》IP 多领域开发情况



来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年，第一波将主要针对《雪鹰领主》、《莽荒纪》、《斗罗大陆》、《校花的贴身高手》4 个 IP 推出 7-10 款游戏作品。

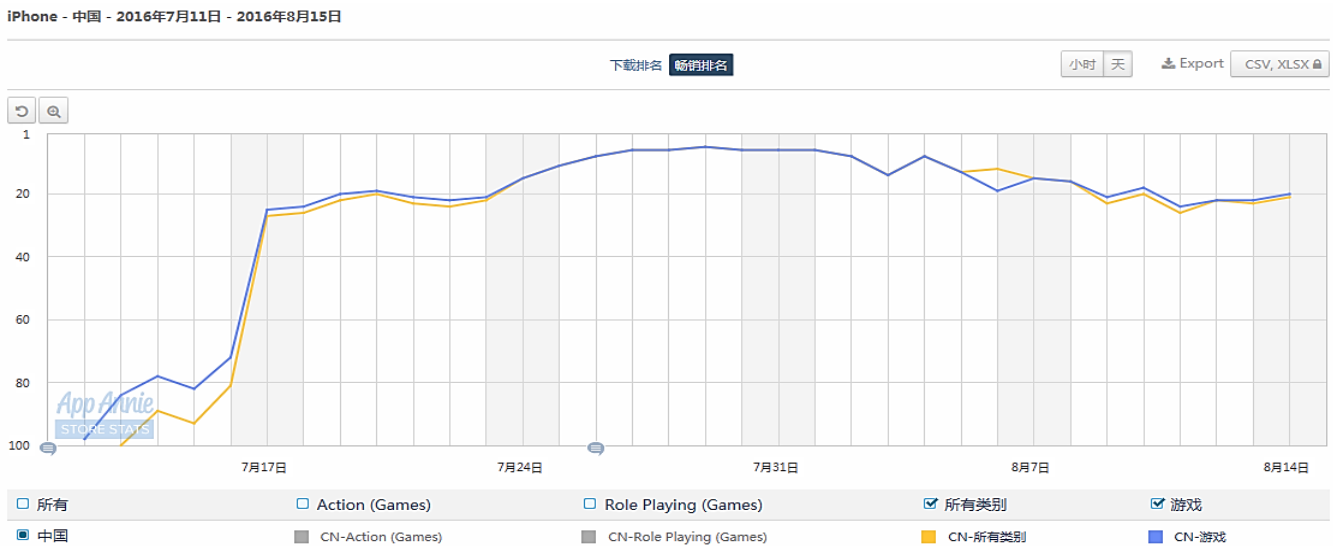
图表 27: 第一波 2016 年拟推出 7-10 款游戏作品

名称	游戏类型	制作进度	上线日期
《雪鹰领主》	页游	已完成	2016 年 7 月上线
《校花的贴身高手》	页游	研发中	2016 年 8 月开启内测
《斗罗大陆 3D》	页游	研发中	待定
《魔唤》/《魔魂契约》	页游	已完成	已上线
《魔兽再临》	手游	研发中	2016 年 8 月开启公测
《神域之门》	手游	研发中	2016 年 7 月开启删档内测
《雪鹰领主》	手游	已完成	2016 年 7 月上线
《全民口袋争霸》	手游	研发中	待定
《英雄不要停》/《风暴守卫战》	手游	测试中	待定
《莽荒纪 3》	手游	研发中	待定

来源: 公司公告, 天风证券研究所

《雪鹰领主》是第一波继《莽荒纪》后重点打造的又一 IP 品牌。《雪鹰领主》是起点白金作家我吃西红柿的最新作品, 目前正于起点中文网连载, 2016 年 1 月登上起点首页热点封面推荐, 截至 2016 年 7 月 19 日, 《雪鹰领主》在起点月推荐票榜排名第七, 百度风云小说排行榜第四。《雪鹰领主》手游上线以来, iOS 游戏畅销排行榜中最高排名第五。

图表 28: 《雪鹰领主》手游 App Store 畅销榜历史排名情况



来源: App Annie, 天风证券研究所

第一波围绕网络文学 IP 进行全产业链运营的商业模式与公司拥有的优质网络文学 IP 以及面向粉丝群体的营销渠道密不可分。

第一波通过与热门网文作者紧密合作, 锁定优质网络文学 IP。第一波创始人付强为起点中文网的白金作家, 笔名撒冷, 在网络文学领域具有高人气, 拥有丰富的

人脉和鉴定优质文学 IP 的判断力。股东张威，笔名唐家三少，2012 年以来连续四年登顶中国网络作家富豪榜，2014 年入选 2014 福布斯中国名人榜，并再次成为中国网络作家富豪榜榜首，著有《光之子》《唐门世界》《斗罗大陆》等。同时，第一波还与网络作家我吃西红柿、天蚕土豆等均建立了合作关系，获得其作品授权作为游戏 IP，其中第一波 2014 年底与作家朱洪志(我吃西红柿)投资设立合资公司骑士传奇，独家获得朱洪志签约之日起至 2018 年 6 月 1 日前创作的除《莽荒纪》以外的全部文学作品的相关授权。

图表 29：第一波已上线作品涉及的网络知名作家 IP 资源以及储备 IP 资源

作家	文学作品	上线游戏作品	授权简介	授权类型	授权区域	授权期限
唐家三少	《光之子》、《狂神》等系列作品	《唐门世界》手游	2013-2014 年间，蓝海梦想获得《光之子》、《狂神》、《善良的死神》、《惟我独仙》、《空速星痕》、《冰火魔厨》、《生肖守护神》、《琴帝》等八部作品的人物名称授予改编成手机游戏《唐门世界》的权利	非独家	全球	永久
		《斗罗大陆》手游	上海玄霆将《斗罗大陆》的手机卡牌类游戏改编权授予蓝海梦想，蓝海梦想可以提取授权作品中的人物、背景、技能改编为中文手机游戏《唐门世界》	非独家	中国大陆	至 2015.11.14 止
	《冰火魔厨》	《冰火魔厨》手游	约定张威将《冰火魔厨》的网络游戏改编权、手机游戏改编权授予第一波，第一波有权将授权作品中的所有元素运用于游戏中	独家	全球	2014 年 1 月起 2 年
我吃西红柿	《莽荒纪》	《莽荒纪》手游	朱洪志将《莽荒纪》的手机游戏改编权授予第一波，第一波有权将作品中的所有元素运用于手机游戏中	独家	全球	永久
	《莽荒纪》	《莽荒纪》网页/动画	朱洪志将《莽荒纪》的网页游戏改编权、动画改编权、影视改编权及周边产品开发制作权授予第一波，第一波有权将授权作品中的所有元素运用于产品中	独家	全球	2014 年 1 月起 10 年
天蚕土豆	《武动乾坤》	《绝世天府》手游	上海玄霆将《武动乾坤》的文学作品的中文手机游戏改编权授予第一波	非独家	全球	至 2016.12.1
鱼人二代	《校花的贴身高手》	《校花的贴身高手》手游/网页	上海玄霆将林晗(笔名:鱼人二代)创作的《校花的贴身高手》的文学作品的中文游戏改编权授予第一波	独家	全球	2013 年 11 月起 3 年
跳舞	《猎国》	/	约定陈彬将《猎国》的手机游戏改编权授予第一波，第一波有权将授权作品中的所有元素运用于游戏中	独家	全球	2014 年 7 月起 10 年

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 30: 2015 年第十届中国作家富豪榜子榜单: 网络作家富豪榜

排名	作家	籍贯	版税 (万元)	经典代表作
1	唐家三少	北京	11000	《斗罗大陆》
2	天蚕土豆	四川德阳	4600	《大主宰》
3	辰东	北京	3800	《完美世界》
4	骷髅精灵	山东烟台	2800	《星战风暴》
5	高楼大厦	山东淄博	2100	《叱咤风云》
6	烟雨江南	辽宁沈阳	2000	《尘缘》
7	跳舞	江苏南京	1600	《天启之门》
8	月关	辽宁沈阳	1500	《回到明朝当王爷》
9	烽火戏诸侯	浙江杭州	1450	《雪中悍刀行》
10	流浪的蛤蟆	吉林长春	1420	《龙神诀》
11	方想	江西九江	1300	《修真世界》
12	妖夜	湖南郴州	1150	《焚天之怒》
13	无罪	江苏无锡	1125	《仙魔变》
14	何常在	河北石家庄	1120	《问鼎》
15	鱼人二代	黑龙江哈尔滨	1000	《校花的贴身高手》

来源: 华西都市报, 天风证券研究所

宣传营销方面, 第一波联合网文作者对相关 IP 产品进行宣传, 全面调动粉丝热情。第一波利用网络作家和其小说的高认知度, 通过小说作家的微信、微博、论坛等向读者宣传, 这种宣传方式一方面可以节约大量成本, 另一方面针对性较强, 能够使得 IP 改编作品迅速获得粉丝关注, 提高文学粉丝向游戏等产品用户的转换速度。第一波 2016 年力作《雪鹰领主》页游和手游便获得了我吃西红柿、天蚕土豆、萧鼎、鱼人二代、风凌天下、小刀锋利、打眼、月关、撒冷, 共九位网文大咖的联合推荐。

图表 31: 九大网文作家联合推荐《雪鹰领主》

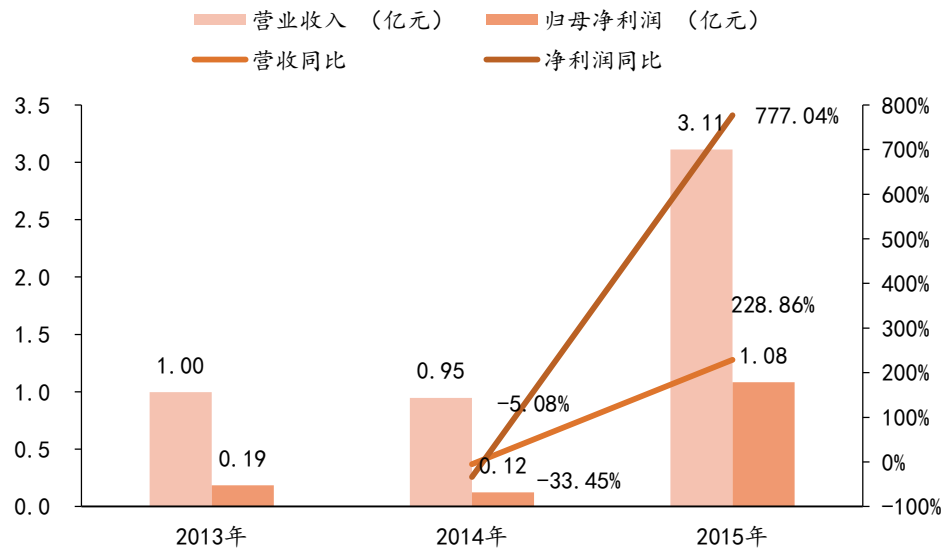


来源: 互联网公开资料, 天风证券研究所

梦幻星生园：专注精品言情剧，核心团队及 IP 储备支撑持续发展

梦幻星生园成立于 2010 年，公司以“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”，主营业务为电视剧版权的销售，其他业务收入主要是代理发行收入和编剧版权收入。

图表 32：梦幻星生园 2013-2015 年营收和净利润情况



来源：公司公告，天风证券研究所

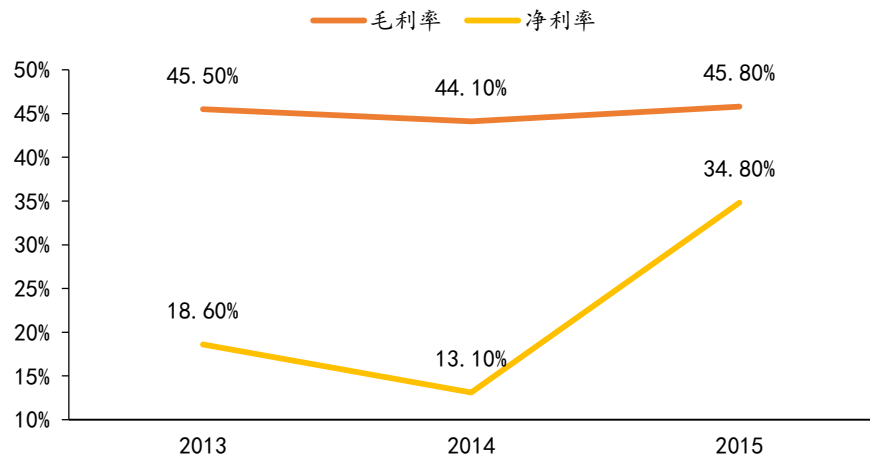
2015 年 11 月，骅威文化完成购买梦幻星生园 100% 股权，交易价格为 12 亿元。梦幻星生园承诺 2015 年-2017 年扣非后净利润分别不低于 1.00 亿元、1.34 亿元和 1.65 亿元。2015 年梦幻星生园实现扣非后净利润 1.03 亿元，完成业绩承诺。

图表 33：梦幻星生园承诺业绩实现情况（扣非后净利润，单位：亿元）

年份	2015	2016	2017
承诺业绩 (亿元)	1.00	1.34	1.65
同比增速		34%	23.32%
实际实现业绩 (亿元)	1.03		
同比增速	735.59%		

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 34: 梦幻星生园 2013-2015 年毛利率与净利率



注: 2015 年未披露整年度毛利率, 根据年报并表部分计算

来源: 公司公告, 天风证券研究所

自成立以来, 梦幻星生园一直坚持少而精的出品风格, 投资、独立承制或参与制作的电视剧仅为 12 部, 但均取得较好的收视成绩和社会影响。

其中, 梦幻星生园 2015 年制作完成和新投拍制作的电视剧包括《偏偏喜欢你》(湖南卫视)、《煮妇神探》(浙江卫视)、《寂寞空庭春欲晚》(浙江卫视)、《匆匆那年好久不见》(网剧, 搜狐视频), 三部电视剧均在一线卫视播出, 其中《煮妇神探》、《寂寞空庭春欲晚》在 2016 年上半年卫视黄金档剧目平均收视排行中分列第三和第十。

图表 35: 梦幻星生园出品电视剧或网剧及 2016 年计划作品

剧名	内容题材	集数	主要演职演员	首播/开机时间	播映平台	收视情况
掩护	谍战爱情	25	陆毅, 刘涛	2011/6/23	黑龙江卫视	—
千山暮雪	现代爱情	30	刘恺威, 颖儿	2011/10/22	湖南卫视	卫视平均收视率 2.191%
如意	民国爱情	42	杨幂, 刘恺威	2012/1/29	湖南卫视	卫视平均收视率 1.225%
最美的时光	都市情感	47	钟汉良、贾乃亮、张钧甯	2013/11/20	湖南卫视	卫视平均收视率 1.489%
金玉良缘	古代爱情	45	霍建华、唐嫣、郭君梅	2014/4/21	深圳卫视、江苏卫视	江苏卫视平均收视率 0.785%, 深圳卫视平均收视率 0.473%
抓住彩虹的男人	民国爱情	34	刘恺威、郑爽	2015/5/26	浙江卫视、东方卫视	浙江卫视平均收视率 0.609%, 东方卫视平均收视率 0.674%
偏偏喜欢你	民国爱情	41	陈乔恩、贾乃亮、黄宗泽、郑爽、许绍雄	2015/6/16	湖南卫视	卫视平均收视率 1.541%
煮妇神探	民国探案喜剧	41	李小璐、贾乃亮、刘恩佑、吕一、黄明	2016/1/8	浙江卫视	卫视平均收视率 1.407%
寂寞空庭春欲晚	古代爱情	40	刘恺威、郑爽、米雪	2016/2/1	浙江卫视、深圳卫视	卫视平均收视率 1.173%
匆匆那年好久不见	都市情感	16	王萌黎、张彬彬、金泽灏、尤靖茹	2015/12/28	搜狐视频	搜狐平台播放量 3 亿

放弃我，抓紧我	都市情感	45	陈乔恩、王凯、乔任梁、陈燃、张轩睿	2016年8月中旬播出	湖南卫视	—
《那片星空那片海》第一季	当代科幻	40	冯绍峰、郭碧婷	2016/4/16 开机	湖南卫视	—
网络剧《英雄联盟》	青春偶像	—	待定	2016/7/10 开机	—	—
《那片星空那片海》第二季	当代科幻	—	冯绍峰、其他待定	预计 16 年第四季开机	湖南卫视	—
电影《那片星空那片海》	当代科幻	—	待定	预计 16 年第三季度开机	—	—

来源：公司公告，互联网公开资料，天风证券研究所

图表 36：2016 年上半年省级卫视黄金档剧目收视率 TOP10

年度排名	名称	频道	开播日期	收视率%	市场份额%
1	亲爱的翻译官	湖南卫视	2016/5/24	2.048	6.19
2	搭错车	山东卫视	2016/1/11	1.501	3.84
3	煮妇神探	浙江卫视	2016/1/8	1.407	3.61
4	女医明妃传	东方卫视	2016/2/13	1.296	3.39
5	少帅	北京卫视	2016/1/11	1.281	3.29
6	天天有喜之人间有爱	湖南卫视	2016/1/13	1.233	3.32
7	小丈夫	湖南卫视	2016/5/1	1.216	3.57
8	欢乐颂	东方卫视	2016/4/18	1.213	3.48
9	女医明妃传	江苏卫视	2016/2/13	1.175	3.08
10	寂寞空庭春欲晚	浙江卫视	2016/2/1	1.173	3.16

来源：tvtv.hk，天风证券研究所

2016 年，桐华策划编剧的《放弃我，抓紧我》将于 2016 年在湖南卫视播出，系列剧《那片星空那片海》第一季于 2016 年 4 月开机，《那片星空那片海》电影和系列剧第二季预计将于 2016 年第三、第四季度启动。

图表 37：梦幻星生园 2016 年制作计划

剧名	内容题材	集数	主要演职演员	首播/开机时间	播映平台
《放弃我，抓紧我》	都市情感	45	陈乔恩、王凯、乔任梁、陈燃、张轩睿	2016 年播出	湖南卫视
《那片星空那片海》第一季	当代科幻	40	冯绍峰、郭碧婷	2016/4/16 开机	湖南卫视
网络剧《英雄联盟》	青春偶像	—	待定	2016/7/10 开机	—
《那片星空那片海》第二季	当代科幻	—	冯绍峰、其他待定	预计 16 年第四季度开机	湖南卫视
电影《那片星空那片海》	当代科幻	—	待定	预计 16 年开机	—

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 38: 梦幻星生园主要电视剧海报



来源：互联网公开资料，天风证券研究所

梦幻星生园拥有全流程的核心主创团队、独立的策划及创作团队。**汤攀晶、桐华**负责策划和创作业务，**虞怡**负责拍摄制作业务，**汤攀晶**负责发行业务。团队成员均在各自的领域从业多年，具有丰富的行业经验，为公司持续打造优质产品奠定良好的人才基础。

图表 39: 梦幻星生园核心团队

姓名	职位	简介
汤攀晶	董事长	2002 年进入影视行业从事发行工作，先后在长城影视公司和横店影视公司担任发行总监。出品多部电视剧：《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》，其中担任部分电视剧的剧本创作工作。
王力	总经理	监制多部电视剧：《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》。负责梦幻星生园的日常运营和资本运作。
虞怡	总制片人	1996 年至 2006 年任浙江电视台栏目及电视剧制片人。2010 年与汤攀晶共同创立梦幻星生园。制片多部电视剧：《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》。
任海燕 (桐华)	创意总监	2003 年开始创作言情小说，2012 年开始与梦幻星生园战略合作，2014 年成为梦幻星生园第三大股东，并担任副总经理和创意总监，负责项目策划和创作工作。著有《步步惊心》、《曾许诺》、《长相思》、《大漠谣》、《云中歌》、《那些回不去的年少时光》、《半年时光》，被称为当今小说界的言情天后
陈健忠	创作总监	代表作：电影《逃学威龙 2》、《武状元苏乞儿》、《方世玉》、《中南海保镖》、《半生缘》等，香港金像奖最佳编剧提名
李晓伟	创作部经理	代表作：电视剧《侠影仙踪》、《金玉良缘》

来源：公司公告，天风证券研究所

同时，梦幻星生园非常注重 IP 资源储备，目前储备了二十余部优秀小说的改编权，包括匪我思存《寂寞空庭春欲晚》、桐华《山经海纪》系列之《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。桐华作为梦幻星生园第三大股东和高级管理人员，除了前期已经授权出去的小说外，其他所有小说包括未来创作的小说的影视改编权梦幻星生园均有优先购买权。

图表 40：梦幻星生园及其子公司拥有的部分文学作品改编权

序号	作品名称	作者署名	被许可方	许可内容	许可期限
1	千山暮雪	匪我思存	星生地	电视作品改编权；拍摄权	2009.12.18 至 2017.12.17
2	乐俊凯、花好月圆人长久	匪我思存	梦幻星生园	电视作品改编权；拍摄权	2011.3.26 至 2021.3.25
3	寂寞空庭春欲晚	匪我思存	星生地	电视作品改编权；拍摄权	2010.6.30 至 2020.6.29
4	裂锦	匪我思存	星生地	电视作品改编权；拍摄权	2010.6.30 至 2020.6.29
5	祸国	十四阙	星生地	电视作品改编权；拍摄权	2010.6.28 至 2020.6.27
6	琥珀森林	十四阙	梦幻星生园	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2011.10.24 至 2019.10.23
7	被时光掩埋的秘密	桐华	梦幻星生园	电影、电视剧改编权；摄制权；复制权	2011.10.12 至 2018.10.11
8	长相思	桐华	梦幻星生园	电视剧改编权；摄制权；复制权	2013.4.27 至 2016.4.26
9	鲜花满楼	桐华	梦幻星生园	网络剧改编权；摄制权；复制权	2012.1.18 至 2017.1.17
10	张天师	彭闾	星生地	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
11	玉簪秋	灵希	梦幻星生园	电影、电视剧摄制权、改编权、复制权	2011.8.16 至 2019.8.15
12	庶女生存手册	御井烹香	梦幻星生园	电影、电视剧复制权；改编权；摄制权	2011.11.12 至 2021.11.11
13	嫡女成长实录	御井烹香	梦幻星生园	电影和电视剧复制权、改编权、摄制权	2013.4.2 至 2023.4.1
14	男嫁时代	孙明一	梦幻星生园	电影、电视剧、网络剧复制权、改编权；摄制权	2012.4.9 至 2022.4.8
15	千妖百魅	饭卡	梦幻星生园	电影、电视剧、网络剧复制权、改编权；摄制权	2014.3.6 至 2022.3.5
16	失业女王	艾小图	梦幻星生园	电影、电视剧、网络剧改编拍摄权	2014.9.7 至 2022.9.6
17	江湖异闻录	本少爷	梦幻星生园	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
18	腹黑 BOSS，你别逃！	睡懒觉的喵	梦幻星生园	电影、电视剧、网络剧改编权；拍摄权	2015.1.15 至 2023.1.14

来源：公司公告，天风证券研究所

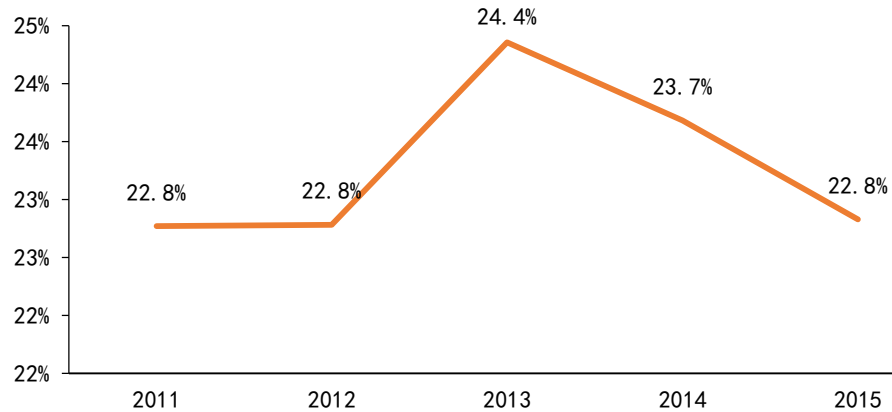
玩具业务：继续向动漫及衍生玩具以及智能玩具升级

玩具业务是骅威文化的原有业务，公司早期主要致力于玩具的研发、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。公司布局泛娱乐领域后，公司玩具业务营收占比在 2015 年上半年下降至 44.36%，

2016 年上半年占比则进一步减低至 11.96%。

2015 年度骅威文化玩具业务实现营收 2.62 亿元，2011-2015 年玩具业务毛利率较为稳定，但相比游戏业务和电视剧业务，玩具业务的毛利率水平相对较低。

图表 41: 骅威文化 2011-2015 玩具业务毛利率



来源: wind, 天风证券研究所

随着市场环境的变化以及公司业务结构调整，骅威玩具业务正在向智能化、IP 衍生方面升级。智能化方面，2015 年公司加大了智能玩具的研发投入，加快研发无人机、机器人等。公司于 2016 年初获批设立博士后科研工作站，培养方向包括人工智能技术，2016 年 4 月战略合作华南智能机器人创新研究院，参与智能机器人项目研发等。IP 衍生方面，前期骅威根据其制作的少儿科幻剧如《蛋侠奇踪》《少年卷福》等出品了相关衍生玩具，借助动漫影视在青少年人群中的影响力来推广玩具产品。未来公司有望继续基于其储备的动漫影视、网络游戏 IP 开发周边衍生品。

公司战略：持续整合 IP 产业链，人才激励与资本运作并举

全力推进业务整合，继续打造 IP 运营产业链

通过内生业务发展以及外延收购，骅威文化 IP 产业链日臻完善，目前已覆盖了网络游戏、影视剧、周边衍生品领域，并且积累了大量优质 IP。未来公司将继续推进 IP 产业链整合，各版块紧密衔接，在影游联动、IP 衍生变现等领域有望进行探索，实现各版块有效协同。同时公司也将通过各种形式和投资，继续加强在文化产业领域的布局。

图表 42: 骅威文化通过内生成长和对外投资打造国内优质 IP 运营商

时间	事件	业务领域
2009	公司投资拍摄的《蛋侠奇踪》播出	动漫
2012	在上海投资设立子公司从事儿童主题乐园开发和建设, 取得日本授权, 在全国建立多家“哆啦 A 梦梦幻天地”主题乐园	主题乐园
2013. 12	收购网络科技公司第一波 20% 股权, 进军移动网络游戏行业	手游
2014. 8	与第一波共同投资设立文华创梦, 通过对优质 IP 资源的深度挖掘, 打造 IP 衍生品交易平台	IP 衍生品
2014. 9	5400 万元增资获得拇指游玩 30% 股权	手游
2014. 11	600 万元增资成奕君兴传媒进获得 10% 股权	移动互联网广告
2014. 12	第一波与作家朱洪志(我吃西红柿)共同投资设立公司骑士传奇, 骑士传奇独家获得朱洪志文学作品相关授权	网络文学版权
2015. 1	骅威香港以 2932 万港币受让数位互动 5% 股权, 数位互动在中国大陆的实施主体为深圳掌世界	互动电视内容、应用及运营
2015. 3	完成对第一波剩余 80% 股权的收购, 第一波成为骅威全资子公司(2014. 12 完成过户)	手游
2015. 7	第一波与光线影业共同投资成立光威影业, 第一波将其享有的小说作品《莽荒纪》的独家电影改编权、电影摄制权独家许可给光威影业	电影
2015. 11	完成收购梦幻星生园 100% 股权, 布局影视剧领域	影视剧
2016. 1	获批设立博士后工作站, 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	人工智能、VR、动画电影技术
2016. 4	战略合作华南智能, 将在人工智能机器人开发等方面展开合作	智能机器人

来源: 公司公告, 天风证券研究所

员工激励凝聚优秀人才

公司通过发行股份及支付现金购买梦幻星生园 100% 股权并募集配套资金事项推出第一期员工持股计划, 总计向 47 名员工发行 259 万股, 发行价格 17.08 元/股, 锁定 36 个月, 该计划于 2015 年 11 月 11 日实施完毕。

根据公司公告披露, 2016 年公司将研究创新更为有效的激励机制, 包括实施员工持股计划、新业务合伙人发展计划等, 吸引和绑定优秀人才。

充分发挥资本平台优势, 布局优质文化企业

骅威文化自 2015 年起积极开展资本运作, 先后成立骅威投资、携手麦哲伦资本和中植资本分别发起设立产业投资基金, 在互联网文化产业快速发展之际把握行业趋势, 投资与公司现有资产具有良好协同效应的优质企业, 持续孵化优良资产, 加快文化领域前瞻性布局, 进一步丰富骅威互联网文化产业版图, 也为公司持续的产业链整合奠定良好基础。

图表 43: 骅威文化资本运作情况

时间	事件	投资方向
2015.3	3 亿元设立全资子公司骅威投资	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
2015.6	子公司前海骅威出资 5000 万元与麦哲伦资本、林大念、林伟、罗永生、林国栋共同发起设立产业并购基金“骅威哲兴”，基金规模 1 亿元	主要投资国内外的动漫、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
2015.7	前海骅威与中植投资共同设立“中骅文化”，由中骅文化作为普通合伙人，中植投资和前海骅威作为有限合伙人，共同出资成立产业并购基金，基金总规模 10 亿元，分为两期，每期 5 亿元	主要为影视制作、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的投资、并购等经营活动

来源：公司公告，天风证券研究所

投资建议

骅威文化转型后初步构建 IP 运营产业版图，子公司第一波和梦幻星生园质地优良，并表后显著提高公司盈利能力。公司原有玩具业务毛利率在 23% 左右，2016 年上半年骅威网络游戏业务毛利率 83.97%，电视剧业务毛利率 45.37%，公司 2016H1 整体毛利率相比 2015 年的 46.5% 提升至 49.84%，后续有望持续保持较高水平。

2016 年第一波和梦幻星生园承诺业绩总额为 2.64 亿元，梦幻星生园 2017 年承诺业绩 1.65 亿元。其中第一波 2016 年已上线《雪鹰领主》手游和页游，《校花的贴身高手》页游、《神域之门》手游、《魔兽再临》手游也已开始测试，多款 IP 游戏有望在 2016 年下半年为第一波持续贡献流水。2017 年考虑第一波业绩对赌已经在 16 年到期，合理假设依靠已有储备 IP 将继续贡献利润。梦幻星生园 2016 年作品《放弃我抓紧我》《那片星空那片海》均已锁定湖南卫视播出平台，《那片星空那片海》将陆续制作 3 季并将启动大电影，同时星生园还手握《长相思》等优质 IP，2016-2017 年业绩增长具备较大超预期的弹性空间。

若不考虑外延预期，我们预计骅威文化 2016-2018 年净利润分别为 2.87 亿元/3.54 亿元/4.19 亿元，同比增速分别为 138.3%/23%/18%。考虑到公司 IP 运营版图日臻完善，内部具备整合协同空间，且公司历史上外延战略执行力以及收购资产优质程度高。根据前期公司公告重组终止后解锁期已到，下半年可能进入新的整合窗口。首次给予买入投资评级，综合给予骅威文化 2017 年 50 倍 PE，12 个月目标市值 180 亿，对应目标价 41.86 元。

风险提示：收购资产业绩不达预期，并购整合风险

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、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)