

骅威文化 (002502.SZ)

深耕 IP 商业化运营，全面转型泛娱乐

 评级：**买入**

前次：

目标价 (元)：

19.2

分析师

联系人

康雅雯

朱骏楠

S0740515080001

021-20315097

021-20315157

kangyw@r.qlzq.com.cn

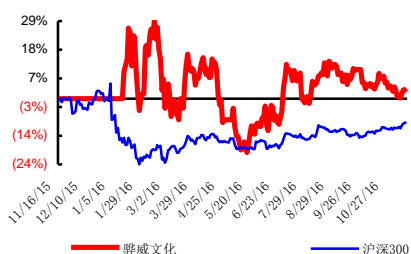
zhuqn@r.qlzq.com.cn

2016 年 11 月 16 日

基本状况

总股本(百万股)	860
流通股本(百万股)	455
市价(元)	13.21
市值(百万元)	11,358
流通市值(百万元)	6,006

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	476.78	590.57	1,163.76	1,446.00	1,728.22
营业收入增速	6.14%	23.87%	97.06%	24.25%	19.52%
归属于母公司的净利润	34.35	120.35	338.27	408.24	489.05
净利润增长率	7.59%	250.31%	181.07%	20.69%	19.79%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.28	0.39	0.47	0.57
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	99.84	91.09	35.08	29.07	24.26
PEG	13.16	0.36	0.19	1.41	1.23
每股净资产(元)	3.25	7.20	3.99	4.47	5.04
每股现金流量	0.18	0.43	0.47	0.41	0.47
净资产收益率	3.75%	3.89%	9.85%	10.63%	11.29%
市净率	3.74	3.54	3.46	3.09	2.74
总股本(百万股)	281.60	429.91	859.83	859.83	859.83

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 剥离玩具制作、销售业务，全面转型以 IP 为核心的泛娱乐文化产业。**骅威文化成立之初核心业务主要以基于动漫 IP 的玩具研发、制造和销售为主。2013 年开始向互联网、文化产业转型升级，2014 年以 8.5 亿收购以网络文学巨匠的白金作家唐家三少、撒冷等为核心股东、实际控制人的网络文学 IP 游戏运营商第一波网络科技有限公司。2015 年，又以 12 亿收购了由著名出品兼制作人汤攀晶、著名作家桐华组成的国内言情影视剧优秀团队梦幻星生园影视文化有限公司。2016 年，更名为“骅威文化股份有限公司”，同时剥离玩具制造、销售业务，正式以发展泛娱乐 IP 互联网文化产业为战略核心。
- 第一波：专注网络文学 IP 的商业化运作。**第一波创始人为知名作家付强，笔名“撒冷”，通过与“唐家三少”、“天蚕土豆”和“我吃西红柿”等网络知名作家合作紧密，打造出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》、《校花的贴身高手 3D》等多个成功游戏产品。同时围绕《莽荒纪》IP，还与光线影业合作拍摄电影，在爱奇艺平台推出《莽荒纪》动画。2016 年又重点推出了围绕《雪鹰领主》IP 的手游和页游，电视剧、电影也已在同步洽谈中。公司拥有一整套成熟的网文 IP 商业化运作体系。
- 梦幻星生园：专注于制作面向年轻化、白领化和女性化人群的精品言情剧。**梦幻星生园以著名作家桐华为创意总监，出产精品言情电视剧。先后投资出品的包括《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《偏偏喜欢你》、《寂寞空庭春欲晚》、《煮妇神探》等，均在一线卫视黄金档播出，取得较好的收视成绩。梦幻星生园制作的《那片星空那片海》第一季已经于今年 7 月份杀青，将在湖南卫视播出。同时《那片星空那片海》第二季计划将于 2016 年 11 月开拍，同名电影将与合一影业合作，计划 2016 年底开机。包括《长相思》、《英雄联萌》等电视剧也将会在 2017 年陆续上线。
- 影游联动，实现 IP 价值最大化。**骅威文化通过收购第一波及梦幻星生园，搭建起公司内部优质 IP 之间

的影游联动体系，再通过大股东旗下玩具制作公司骅星科技实现衍生品开发，同时公司旗下子公司前海骅威与麦哲伦资本以及中植资本分别设立了两家创投基金，致力于游戏、影视、IP 等项目的孵化、投资，为公司外延并购拓展寻找优良标的。

- **盈利预测：**我们预计公司电视剧业务 2016 年、2017 年、2018 年实现营业收入 8.63 亿元、11.63 亿元、13.88 亿元，同比增长 616.33%、34.67%、19.4%，游戏业务 2016 年、2017 年、2018 年实现营业收入 2.5 亿元、2.83 亿元、3.4 亿元，同比增长 22.06%、13.28%、20%。实现归属母公司的净利润分别为 3.38 亿元、4.08 亿元和 4.89 亿元，分别同比增长 181.07%、20.69%和 19.79%。对应 EPS 分别为 0.39 元、0.47 元和 0.57 元。
- 骅威文化是 A 股中少数几家率先布局 IP 运营开发+影游联动的公司，同时市值相对较小弹性较大，业绩稳定提升，外延拓展有条不紊。我们给予公司 2016 年目标价 19.2 元，首次覆盖，“买入”评级。

内容目录

泛娱乐 IP 全产业链领跑者	- 4 -
玩具起家，逐步转型为以 IP 为核心的泛娱乐公司	- 4 -
资本运作、团队激励助力转型	- 6 -
IP 是泛娱乐的基础，公司以 IP 为核心，影游联动最大化 IP 价值	- 7 -
IP 是泛娱乐的基础，是价值产生的源泉	- 7 -
影游联动，实现 IP 价值最大化	- 9 -
第一波：专注于研发与推行围绕网络文学 IP 的精品游戏	- 10 -
梦幻星生园：专注于制作面向年轻化、白领化和女性化人群的精品言情剧	- 12 -
盈利预测与估值	- 15 -
核心假设	- 15 -
盈利预测结果	- 15 -
首次覆盖，目标价 19.2 元，予以“买入”评级	- 16 -
风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1：骅威文化以 IP 为核心的泛娱乐转型历程	- 4 -
图表 2：骅威文化营收增长情况（百万元）	- 5 -
图表 3：骅威文化毛利增长情况（百万元）	- 5 -
图表 4：骅威文化泛娱乐文化业务营收占比不断提升	- 5 -
图表 5：骅威文化泛娱乐业务毛利贡献持续增加	- 5 -
图表 6：骅威文化各项业务毛利率情况	- 5 -
图表 7：骅威文化资本运作情况介绍	- 6 -
图表 8：骅威文化股权结构	- 6 -
图表 9：第一波以及梦幻星生园业绩承诺及实现情况	- 7 -
图表 10：IP 促进泛娱乐市场融合共生	- 7 -
图表 11：泛娱乐 IP 产业上下游格局	- 7 -

图表 12: 2014、2015、2016 年苹果 IOS 畅销榜 TOP10 游戏列表.....	- 8 -
图表 13: 2014、2015、2016 (截至 10 月 26 日) 电影票房排名前十列表 ...	- 8 -
图表 14: 2014、2015、2016 (截至 9 月) 电视剧 GSM52 城收视率排名前十列表-	9 -
图表 15: 2014 电视剧网络端播放量排行	- 9 -
图表 16: 2015 电视剧网络端播放量排行	- 9 -
图表 17: 骅威文化构建的 IP 运营、影游联动体系.....	- 10 -
图表 18: 第一波 2013-16H 营收及增速 (百万元)	- 10 -
图表 19: 第一波 2013-16H 净利润及增速 (百万元)	- 10 -
图表 20: 第一波高管介绍	- 11 -
图表 21: 与第一波有较为密切合作的作家及其相关作品介绍.....	- 11 -
图表 22: 《雪鹰领主》苹果商店畅销榜排名情况.....	- 12 -
图表 23: 梦幻星生园 2013-16H 营收及增速 (百万元)	- 12 -
图表 24: 梦幻星生园 2013-16H 净利润及增速 (百万元)	- 12 -
图表 25: 2010 年以来梦幻星生园投资、独立承制或参与制作的电视剧....	- 13 -
图表 26: 梦幻星生园管理层拥有丰富的行业经验.....	- 13 -
图表 27: 梦幻星生园储备的 IP 内容.....	- 14 -
图表 28: 梦幻星生园 2016-2017 计划制作的电视剧以及电影.....	- 15 -
图表 29: 可比公司估值比较 (截止到 2016 年 10 月 27 日收盘价)	- 16 -
图表 30: 骅威文化财务报表与预测.....	- 17 -

泛娱乐 IP 全产业链领跑者

玩具起家，逐步转型为以 IP 为核心的泛娱乐公司

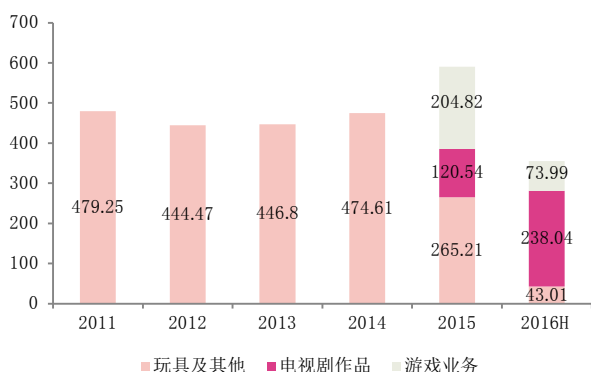
- 骅威文化于 2010 年在深圳证券交易所正式挂牌交易，2013 年之前核心业务主要以基于动漫 IP 的玩具研发、制造和销售为主。2013 年开始向互联网、文化产业转型升级，2014 年以 8.5 亿收购以网络文学巨匠的白金作家唐家三少、撒冷等为核心股东、实际控制人的网络文学 IP 游戏运营商第一波网络科技有限公司。2015 年，又以 12 亿收购了由著名出品兼制作人汤攀晶、著名作家桐华组成的国内言情影视剧优秀团队梦幻星生园影视文化有限公司。2016 年，更名为“骅威文化股份有限公司”，正式以发展泛娱乐 IP 互联网文化产业为战略核心。

图表 1：骅威文化以 IP 为核心的泛娱乐转型历程

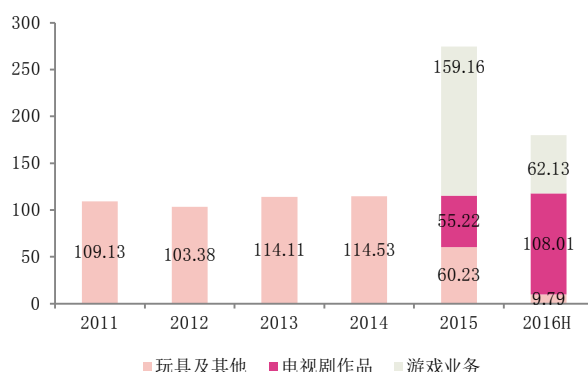
时间	事件
2010 年 11 月	深交所挂牌，正式上市交易
2011 年	更名为“骅威科技股份有限公司”，突出“科技”在公司经营中的显著地位
2013 年 12 月	与 深圳市第一波网络科技有限公司 股东签订《股权转让及增资扩股协议》，进军网络游戏产业
2014 年 8 月	成立全资子公司深圳市文华创梦文化，深度挖掘优质 IP 资源
2014 年 12 月	在香港成立全资子公司骅威香港文化发展有限公司
2015 年 5 月	成立全资子公司深圳前海骅威投资有限公司，把握互联网文化产业的发展趋势，进行外延式的发展扩张
2015 年 5 月	收购影视公司 浙江梦幻星生园 100% 股权，布局影视行业，丰富公司优质 IP 的变现途径
2015 年 9 月	投资设立全资子公司 骅星科技发展有限公司 ，将玩具及周边衍生品研发、制造和销售从公司层面分开，提高效率
2016 年 5 月	正式更名为“骅威文化股份有限公司”，以发展泛娱乐 IP 互联网文化产业为战略核心
2016 年 9 月	转让全资子公司骅星科技，剥离玩具制造业务 ，公司实现向互联网文化方向彻底转移

来源：公司官网，中泰证券研究所

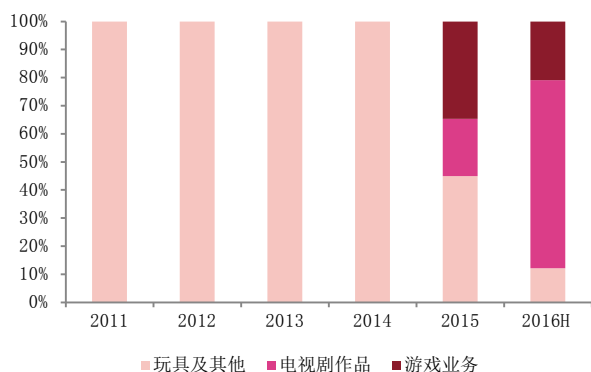
- **泛娱乐业务营收、毛利占比不断提升。**公司自开启转型之路后，文化业务收入占比明显提升，玩具制造业务逐年呈现下降趋势，2015 年公司游戏业务收入占比主营业务为 34.7%，影视业务并表较晚，收入占比主营业务为 20.4%，两项业务之和占比超过 50%。2016 年上半年，公司影视业务收入快速增长，达到 2.38 亿元，占比上半年总收入的 67%，游戏业务收入占比也达到 20.8%，玩具制作等其他业务进一步萎缩，占比营收不足 13%。毛利贡献方面体现更加明显，2016 年上半年公司毛利中 95% 来自于文化泛娱乐业务。

图表 2: 骅威文化营收增长情况 (百万元)


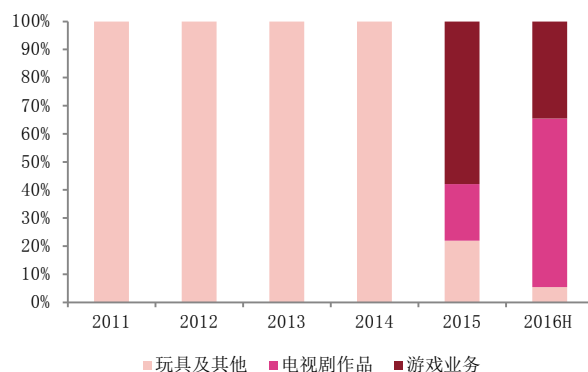
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 骅威文化毛利增长情况 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

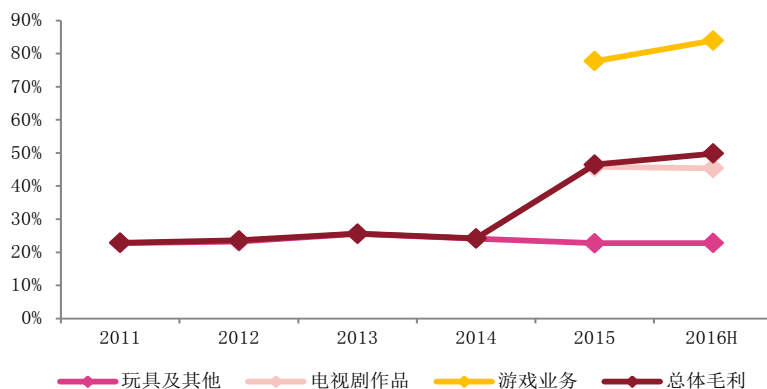
图表 4: 骅威文化泛娱乐文化业务营收占比不断提升


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 骅威文化泛娱乐业务毛利贡献持续增加


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **高毛利率业务带动整体盈利能力提升。**公司传统玩具制作业务毛利率基本在 22% 左右, 而影视业务毛利率在 45% 左右, 游戏业务毛利率更是达到 80% 以上, 泛娱乐业务的融入, 推升了公司的整体毛利率水平

图表 6: 骅威文化各项业务毛利率情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

资本运作、团队激励助力转型

- 骅威文化除了对第一波以及梦幻星生园收购外，还投资参股了包括拇指游玩 30%股份、成奕君兴传媒 10%股权，同时与麦哲伦资本、中植投资共同设立产业投资基金，在 2015 年初还设立了全资骅威投资有限公司，利用上市平台资本优势，实现快速外延拓展。

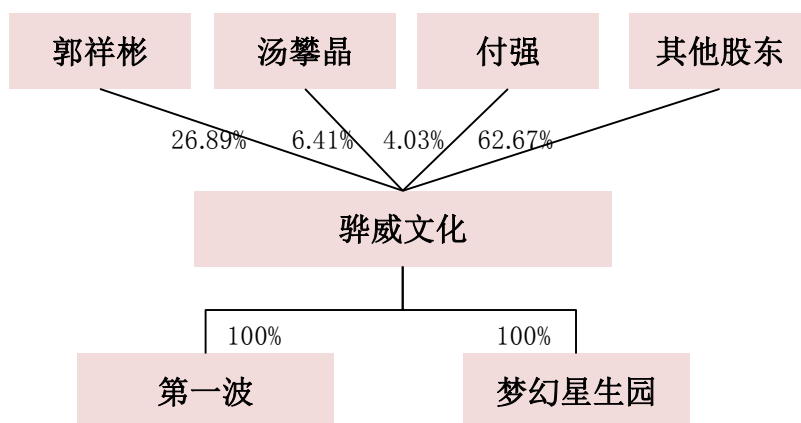
图表 7: 骅威文化资本运作情况介绍

时间	对象	事件
2014 年 8 月	拇指游玩	以 3900 万元人民币受让大拇指投资持有的拇指游玩 21.67% 股权，再以 1500 万元人民币对拇指游玩增资。合计持有拇指游玩 30% 的股权
2014 年 11 月	成奕君兴	以 600 万元对深圳市成奕君兴传媒有限公司进行增资，认购成奕君兴传媒的 12.5 万元的出资额，占成奕君兴的 10% 股权
2015 年 3 月	骅威投资	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，挖掘互联网文化产业中优质公司的价值
2015 年 6 月	骅威哲兴	子公司前海骅威与麦哲伦资本共同设立创投基金，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
2015 年 7 月	中骅文化	子公司前海骅威与中植投资共同出资成立，中植投资与前海骅威以货币方式各认缴出资 8000 万元，各占合伙企业出资比例的 47.06%。
2015 年 12 月	有乐通、掌娱天下(已终止)	8.58 亿并购掌娱天下 100% 股份，4.5 亿并购有乐通 100% 股份，后因市场环境变化以及并购标的业绩不达预期终止

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司经过几次并购重组后，目前大股东为郭祥彬 (26.89%)，梦幻星生园董事长汤攀晶为二股东 (6.41%)，第一波 CEO 付强为三股东 (4.03%)。

图表 8: 骅威文化股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 团队激励到位，绑定核心人才。公司收购第一波，其中，CEO 付强自股份交割日起，至少在第一波任职 60 个月，黄巍和张宇驰在第一波任职至少任职 48 个月，充分保证第一波运营的稳定性。收购梦幻星生园，同时配套实施员工持股计划，第一期员工持股计划的参加对象共有 47 人，基本涵盖公司主要人才队伍。
- 从收购的第一波以及梦幻星生园实现的业绩来看，目前为止都顺利完成

了业绩承诺。2014 年、2015 年第一波分别承诺实现净利润 8000 万、1.04 亿元，实际分别实现扣非净利润 8136.19 万元和 1.076 亿元。梦幻星生园 2015 年承诺净利润 1 亿元，实际实现净利润 1.03 亿元。绑定人才，团队激励效果明显。

图表 9：第一波以及梦幻星生园业绩承诺及实现情况

单位：百万元	承诺利润				实现利润（扣非，不考虑奖金计提）			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
第一波	80	104	130	—	81.36	107.55	—	—
梦幻星生园	—	100	134	165.25	—	103.21	—	—

来源：公司公告，中泰证券研究所

IP 是泛娱乐的基础，公司以 IP 为核心，影游联动最大化 IP 价值

IP 是泛娱乐的基础，是价值产生的源泉

- 在泛娱乐领域，IP 变现形式多种多样，包括文学、动漫、音乐、影视剧、游戏等等都可以成为 IP 的来源，同时通过 IP 的运营，可以实现 IP 内容价值的二次放大，打通整个泛娱乐产业链生态链，解决优质内容与变现模式之间的错配问题。

图表 10：IP 促进泛娱乐市场融合共生



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

图表 11：泛娱乐 IP 产业上下游格局



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

- 从 2015 年以来，我们可以明显感受到 IP 对产业带来的变革：
 - **游戏方面：**我们对比了 2014 年以来，在苹果商店 IOS 畅销榜单中 TOP10 的游戏，发现 2014 年进入 TOP10 榜单的游戏中只有刀塔传奇、放开那三国以及我叫 MT 属于拥有 IP 背景的游戏，而到了 2015 年，IOS 畅销榜 TOP10 中有 8 款为拥有 IP 背景的游戏，IP 主要以小说、端游为主。到了 2016 年，我们截取 10 月 26 日最新的畅销榜排名，发现 TOP10 中仍有 8 款游戏拥有 IP 背书，其中以端游改手游最为火爆，包括王者荣耀、梦幻西游、诛仙、征途等此前大热的端游改成手游后均进入了畅销榜前十，可见一个好的 IP 对于当前相对同质化游戏提升作用之大。

图表 12: 2014、2015、2016 年苹果 IOS 畅销榜 TOP10 游戏列表

2014 全年 IOS 畅销榜排名				2015 全年 IOS 畅销榜排名				2016 截至 10 月 26 日 IOS 畅销榜排名			
排名	游戏	是否 IP	IP 类型	排名	游戏	是否 IP	IP 类型	排名	游戏	是否 IP	IP 类型
1	刀塔传奇	√	电竞DOTA	1	梦幻西游	√	端游	1	王者荣耀	√	电竞LOL
2	天天跑酷			2	全民突击			2	阴阳师		
3	全民飞机大战			3	神武2	√	端游	3	梦幻西游	√	端游
4	雷霆战机			4	全民飞机大战			4	倩女幽魂	√	电影
5	Clash of Clans			5	热血传奇	√	端游	5	黎明之光	√	端游
6	天天飞车			6	全民奇迹	√	端游	6	诛仙	√	端游
7	天天炫斗			7	刀塔传奇	√	电竞DOTA	7	大话西游	√	端游
8	放开那三国	√	三国小说	8	我叫MT2	√	三国小说	8	仙剑奇侠传	√	端游
9	我叫MT	√	动漫	9	拳皇98	√	端游	9	街球联盟		
10	Boom Beach			10	三国之刃	√	三国小说	10	征途	√	端游

来源: 易观智库, App Annie, 中泰证券研究所

- **影视方面: 电影从 2014 年开始, 就呈现除了 IP 化的大趋势, 2014-至今, TOP10 中分别有 7 部、9 部、7 部属于 IP 电影。2015 年全年 IP 电影共有 36 部, IP 改变电影的总票房为 85.9 亿元, 同比 2014 年增长 121%, 占全国票房总量的 36.1%, 同比 2014 年高出 12 个百分点。电视剧方面根据艺恩的 2014-2015 年电视剧网络端播放量前十的电视剧来看, 分别有 8 部、5 部是由 IP 改编, 其中古剑奇谭(端游改编) 和花千骨(文学小说) 两部电视剧分别取得 2014、2015 年播放量第一。从 CSM52 城收视率角度来看, 也均为 IP 剧占据大部分分。**

图表 13: 2014、2015、2016 (截至 10 月 26 日) 电影票房排名前十列表

2014 年电影票房排名				2015 电影票房排名				2016 截至 10 月 26 日电影票房排名			
排名	电影	是否 IP	IP 类型	排名	游戏	是否 IP	IP 类型	排名	游戏	是否 IP	IP 类型
1	变形金刚4: 绝迹重生	√	续篇	1	捉妖记			1	美人鱼		
2	心花路放			2	速度与激情7	√	续篇	2	疯狂动物城		
3	西游记之大闹天宫	√	小说	3	寻龙诀	√	小说	3	魔兽	√	端游
4	智取威虎山3D	√	小说	4	港囧	√	囧系列	4	美国队长3: 英雄内战	√	漫画
5	星际穿越			5	复仇者联盟: 奥创纪元	√	漫画	5	西游记之孙悟空三打白骨精	√	小说
6	X 战警: 逆转未来	√	漫画	6	夏洛特烦恼	√	舞台剧	6	澳门风云3	√	续篇
7	美国队长2	√	漫画	7	侏罗纪世界	√	翻拍	7	湄公河行动	√	真实事件
8	猩球崛起2: 黎明之战	√	续篇	8	煎饼侠	√	网络剧	8	盗墓笔记	√	小说
9	爸爸去哪儿	√	综艺	9	澳门风云2	√	续篇	9	功夫熊猫3	√	续篇
10	分手大师			10	西游记之大圣归来	√	小说	10	奇幻森林		

来源: 艺恩, 中泰证券研究所

图表 14: 2014、2015、2016 (截至 9 月) 电视剧 CSM52 城收视率排名前十列表

2014年全年电视剧收视率CSM 52城排行				2015年全年电视剧收视率CSM 52城排行				2016截至9月电视剧收视率CSM 52城排行			
排名	电影	是否IP	IP类型	排名	游戏	是否IP	IP类型	排名	游戏	是否IP	IP类型
1	武媚娘传奇			1	武媚娘传奇			1	亲爱的翻译官	✓	小说
2	因为爱情有奇迹	✓	韩国电视剧改编	2	半月传	✓	文学小说	2	解密	✓	小说
3	宫锁连城	✓	续拍	3	锦绣园华丽冒险	✓	文学小说	3	搭错车	✓	电影
4	红高粱	✓	文学小说	4	伪装者	✓	文学小说	4	麻雀	✓	小说
5	神犬奇兵	✓	文学小说	5	活色生香			5	煮妇神探		
6	大丈夫			6	神犬小七			6	女医明妃传	✓	小说
7	一仆二主			7	妻子的谎言	✓	韩国电视剧改编	7	少帅	✓	小说
8	杉杉来了	✓	文学小说	8	偏偏喜欢你	✓	文学小说	8	天天有喜之人间有爱		
9	勇敢的心			9	老农民			9	小丈夫		
10	战神			10	特警力量	✓	文学小说	10	欢乐颂	✓	小说

来源: tvvtv.hk, 中泰证券研究所 (注: 加深色为梦幻星生园作品)

图表 15: 2014 电视剧网络端播放量排行

2014年电视剧网络播放量TOP10				
排名	游戏	是否IP	IP类型	网络播放量(亿次)
1	古剑奇谭	✓	端游	81.77
2	因为爱情有奇迹	✓	韩国电视剧改编	38.66
3	红高粱	✓	小说	35.45
4	宫锁连城	✓	续拍	29.15
5	勇敢的心		原创	26.59
6	风中奇缘	✓	桐华的长篇小说《大漠谣》	23.98
7	妻子的秘密	✓	韩国电视剧改编	23.49
8	步步惊情	✓	续拍	22.69
9	杉杉来了	✓	小说	22.55
10	离婚律师		原创	22.23

来源: 艺恩, 中泰证券研究所

图表 16: 2015 电视剧网络端播放量排行

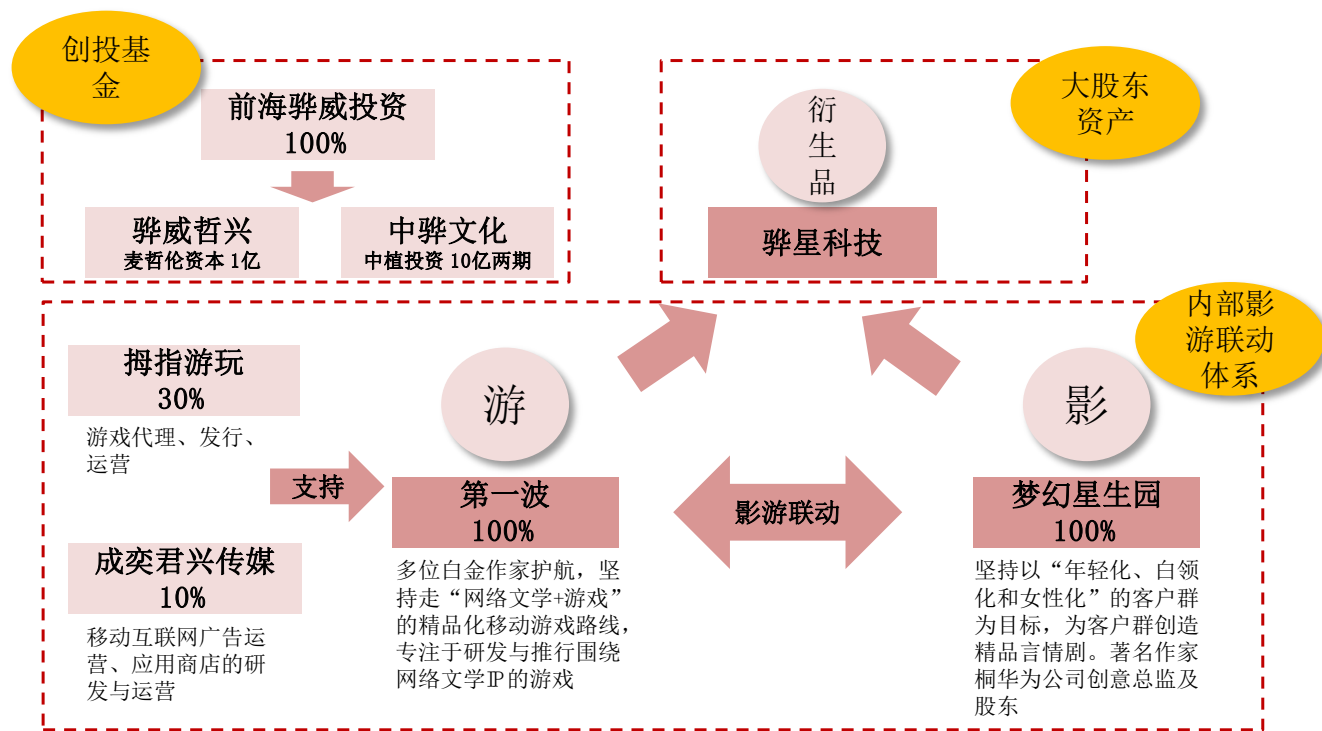
2015年电视剧网络播放量TOP10				
排名	游戏	是否IP	IP类型	网络播放量(亿次)
1	花千骨	✓	Fresh果果仙侠小说《花千骨》	195.12
2	武媚娘传奇		原创	113.19
3	琅琊榜	✓	海晏小说《琅琊榜》	101.46
4	何以笙箫默	✓	顾漫小说《何以笙箫默》	82.04
5	大汉情缘之云中歌	✓	桐华小说《云中歌》	78.82
6	克拉恋人		原创	75.17
7	大秧歌		原创	72.37
8	虎妈猫爸		原创	61.46
9	伪装者	✓	张勇小说《谍战上海滩》	53.79
10	千金女贼		原创	51.17

来源: 艺恩, 中泰证券研究所

影游联动, 实现 IP 价值最大化

- 骅威文化通过收购第一波及梦幻星生园, 搭建起公司内部优质 IP 之间的影游联动体系, 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。再通过大股东旗下玩具制作公司骅星科技实现衍生品开发, 同时公司旗下子公司前海骅威与麦哲伦资本以及中植资本分别设立了两家创投基金, 致力于游戏、影视、IP 等项目的孵化、投资, 为公司外延并购拓展寻找优良标的。

图表 17: 骅威文化构建的 IP 运营、影游联动体系

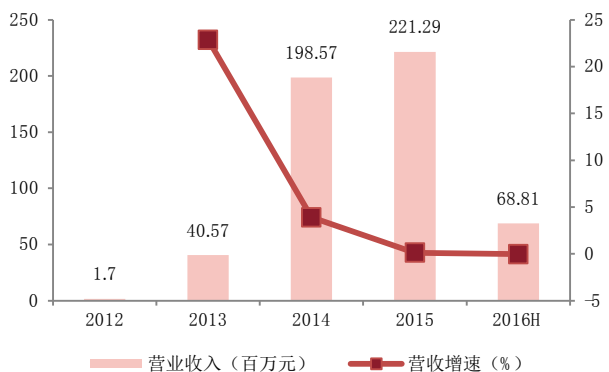


来源: 中泰证券研究所

第一波: 专注于研发与推行围绕网络文学 IP 的精品游戏

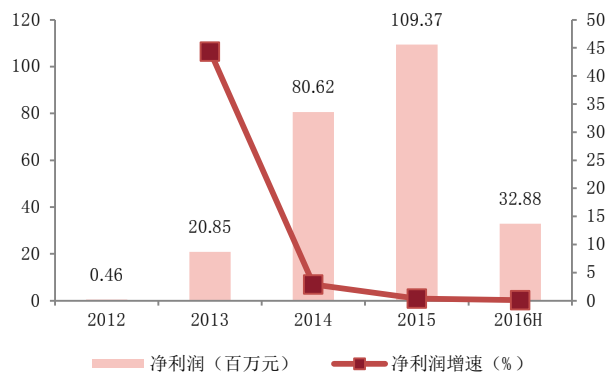
- 第一波主要从事移动网络游戏的开发与运营, 坚持“网络文学+游戏”的精品化移动游戏路线, 专注于研发与推行围绕网络文学 IP 的游戏类型, 拥有“唐家三少”、“天蚕土豆”和“我吃西红柿”等网络知名作家部分小说的 IP 授权先后打造出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》等多个成功产品, 探索出可复制的网络文学和游戏相结合的娱乐发展模式。

图表 18: 第一波 2013-16H 营收及增速 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 19: 第一波 2013-16H 净利润及增速 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20：第一波高管介绍

第一波高管	介绍
付强	独立撰稿人，先后出版了《YY之王》、《传媒帝国》、《艳遇谅解备忘录》、《仙魔经纪人》、《天擎》、《诸神的黄昏》、《星语者》等小说，并成为起点中文网白金作家，笔名撒冷。2006年创办蓝海梦想并任职董事长；2013年创办第一波并担任董事长、总经理。
黄巍	2009年至2013年间先后任长沙至乐游网络科技有限公司总经理、广州金子信息科技有限公司运营总监和广州深红网络科技有限公司渠道总监，主要工作为运营与推广自主开发的网页游戏、各类社区服务和特色增值服务。2013年联合创办第一波并担任董事、副总经理。
张威	“唐家三少”。中国作协成员、中国作协全国委员会委员、北京文联理事、北京作协网络创作委员会主任、盛大文学白金作家。法律本科毕业，起点中文网白金作家，自正式开始长篇创作以来，平均一年一部作品；在2012第七届中国作家富豪榜全新榜单“中国网络作家富豪榜”中，以5年3,300万元的收入荣登首富宝座，并获得“中国作家富豪榜-网络作家之王”的重要奖项。2013年，张威以单年2,650万收入蝉联冠军。
张宇驰	2003年创办北京普旋国际有限公司，担任商务推广；2005年创办博纳德足球在线网站；2008年加入蓝海梦想并担任商务及财务总监；2013年联合创办第一波并担任运营总监。

来源：公司公告，中泰证券研究所

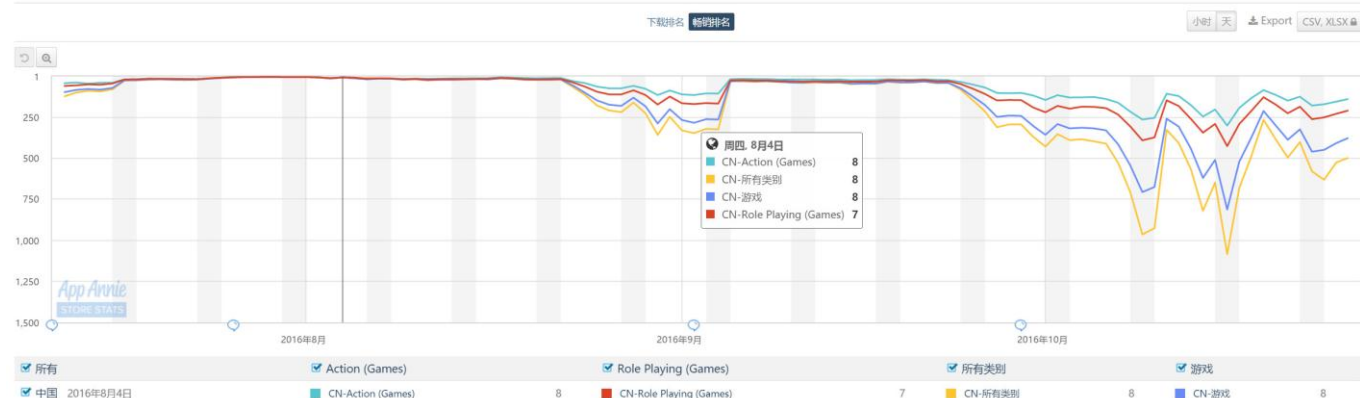
图表 21：与第一波有较为密切合作的作家及其相关作品介绍

作家	代表作
唐家三少	《光之子》《狂神》《善良的死神》《空速星痕》《惟我独仙》《冰火魔厨》《生肖守护神》《琴帝》《斗罗大陆》《酒神》《天珠变》《神印王座》《斗罗大陆II绝世唐门》《斗罗大陆外传神界传说》
天蚕土豆	《魔兽剑圣异界纵横》《斗破苍穹》《武动乾坤》《大主宰》
我吃西红柿	《星辰变》《盘龙》《九鼎记》《吞噬星空》《莽荒纪》《雪鹰领主》
鱼人二代	《很纯很暧昧》《重生追美记》《校花的贴身高手》
风凌天下	《天域苍穹》《傲世九重天》《异世邪君》《凌天传说》《梦舞风云》

来源：互联网资料整理，中泰证券研究所

- 第一波 2015 年又推出了包括《莽荒纪》页游、《莽荒纪 2》手游、《校花的贴身高手 3D》手游，与北京光线影业有限公司共同投资设立子公司霍尔果斯光威影业有限公司，光线影业和光威影业共同投资拍摄《莽荒纪》电影，《莽荒纪》动画剧 2015 年 4 月在爱奇艺首播。
- 2016 年第一波计划推出 6-7 部游戏作品，已经上线的包括《校花的贴身高手》页游、《斗罗大陆 3D》页游、《魔兽再临》手游、《神域之门》手游、《风暴守卫战》手游、《雪鹰领主》手游和页游，《雪鹰领主》电视剧、电影已与潜在合作伙伴进行初步洽谈。还有包括《莽荒纪 3》手游仍在研发推进中。

图表 22: 《雪鹰领主》苹果商店畅销榜排名情况

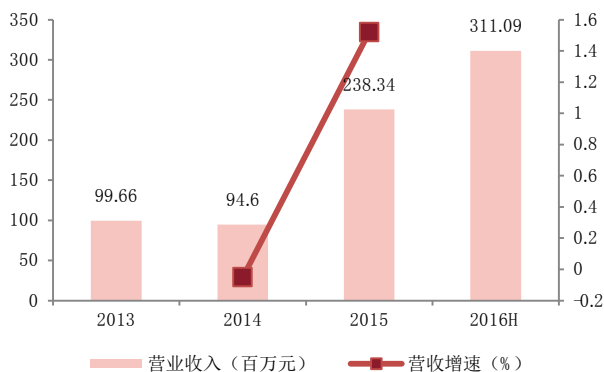


来源: App Annie, 中泰证券研究所

梦幻星生园: 专注于制作面向年轻化、白领化和女性化人群的精品言情剧

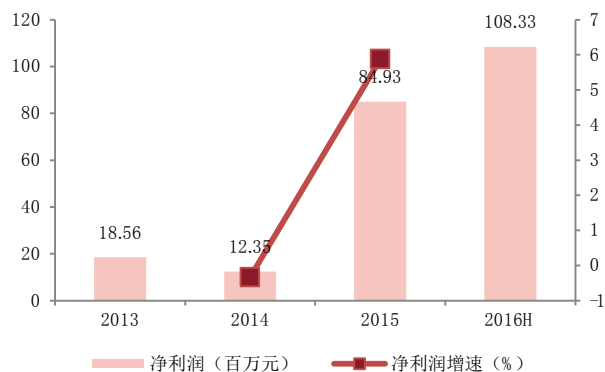
- 梦幻星生园是一家以电视剧的制作与发行业务为主, 以网络剧的制作为辅的文化传媒企业, 坚持以“年轻化、白领化和女性化”的客户群为目标, 专注于为目标客户群创作优秀的“精品言情剧”。梦幻星生园先后投资、独立承制或参与制作了多部较有影响力的社会口碑与经济效益较好的电视剧, 如《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《偏偏喜欢你》、《寂寞空庭春欲晚》、《煮妇神探》等, 均取得较好的收视成绩。

图表 23: 梦幻星生园 2013-16H 营收及增速(百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 梦幻星生园 2013-16H 净利润及增速(百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 2010 年以来梦幻星生园投资、独立承制或参与制作的电视剧

序号	剧名	集数	上映时间	上映电视台	内容题材	摄制方式
1	掩护	25	2011. 6. 23	黑龙江卫视	谍战爱情	联合摄制
2	千山暮雪	30	2011. 10. 22	湖南卫视	现代爱情	联合摄制
3	如意	42	2012	湖南卫视	民国爱情	联合摄制
4	最美的时光	40	2013. 11. 20	湖南卫视	都市情感	独家摄制
5	金玉良缘	45	2014. 4. 21	深圳卫视、江苏卫视	古代爱情	联合摄制
6	抓住彩虹的男人	35	2015. 5. 26	浙江卫视、东方卫视	民国爱情	独家摄制
7	偏偏喜欢你	41	2016. 2. 8	湖南卫视	民国爱情	独家摄制
8	寂寞空庭春欲晚	40	2016. 2. 1	浙江卫视、深圳卫视	古代爱情	联合摄制
9	煮妇神探	43	2016. 1. 8	浙江卫视	民国爱情	独家摄制

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 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, 并且拥有优质 IP 资源储备, 目前储备了近二十部优秀小说的改编权, 包括十年经典的匪我思存小说《寂寞空庭春欲晚》, 桐华的《长相思》等, 梦幻星生园的小说改编权和原创策划项目储备数量足够开发五年以上。同时桐华女士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。核心团队的稳定, 大量优质 IP 的储备, 为梦幻星生园提供了持续、快速发展的基础, 为后续发展提供充足保障。

图表 26: 梦幻星生园管理层拥有丰富的行业经验

姓名	职务	主要成就	从业经历
任海燕	副总经理、创意总监	小说: 《步步惊心》、《最美的时光》、《大漠谣》、《云中歌》、《曾许诺》、《长相思》等, 策划电视剧: 《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》	2003 年开始创作言情小说, 2012 年开始于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
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	2005 年开始于汤攀晶女士共同创立东阳市星生地影视文化有限公司和浙江梦幻星生园影视文化有限公司。从事影视制作与管理工 作 10 多年, 具有丰富的行业经验。
虞怡	总制片人	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》。	1996 年至 2006 年担任浙江电视台栏目及电视剧制片人。2010 年与汤攀晶女士共同创立浙江梦幻星生园影视文化有限公司。
汤攀晶	董事长	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。	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。2005 年开始创业, 先后创立东阳市星生地影视文化有限公司和浙江梦幻星生园影视文化有限公司, 是业界著名的发行人

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 梦幻星生园储备的 IP 内容

序号	作品名称	许可方	被许可方	作者署名	作者原名	许可内容	许可期限	许可方式	改编后的作品著作权
1	男嫁时代	孙明一	梦幻星生园	孙明一	孙明一	电影、电视剧、网络剧改编权；复制权；摄制权	2012.4.9-2022.4.8	独家	梦幻星生园
2	乐俊凯、花好月圆人长久	北京记忆坊文化信息咨询公司	梦幻星生园	匪我思存	艾晶晶	电视作品改编权、拍摄权	2011.3.26-2021.3.25	独家	梦幻星生园
3	千妖百魅	林子	梦幻星生园	饭卡	林子	电影、电视剧、网络剧改编权；复制权；摄制权	2014.3.6-2022.3.5	独家	梦幻星生园
4	失业女王	北京晋江原创网络科技有限公司	梦幻星生园	艾小图	黄代思	电影、电视剧、网络剧改编拍摄权	2014.9.7-2022.9.6	独家	梦幻星生园
5	江湖异闻录	汤洪波	梦幻星生园	本少爷	汤洪波	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	2014.10.13-2022.10.12	独家	梦幻星生园
6	琥珀森林	北京记忆坊文化信息咨询公司	梦幻星生园	十四阙	邱剑平	电视剧剧本改编权、拍摄权	2011.10.24-2019.10.23	独家	梦幻星生园
7	被时光掩埋的秘密	桐华	梦幻星生园	桐华	任海燕	电影、电视剧改编权；复制权；摄制权	2011.10.12-2018.10.11	独家	梦幻星生园
8	长相思	桐华	梦幻星生园	桐华	任海燕	电视剧改编权；摄制权；复制权	2012.4.27-2016.4.26	独家	梦幻星生园
9	鲜花满楼	桐华	梦幻星生园	桐华	任海燕	网络改编权；摄制权；复制权	2012.1.18-2017.1.17	独家	梦幻星生园
10	张天师	彭闻	梦幻星生园	彭闻	彭闻	除专项劳务署名权之外的该小说的所有权利	自小说最终定稿日起8年	独家	梦幻星生园
11	玉簪秋	聚星天华（天津）文化传播有限公司	梦幻星生园	灵希	灵希	电影、电视剧改编权；复制权	2011.8.16-2019.8.15	独家	梦幻星生园
12	庶女生存记	朱笑白	梦幻星生园	御井烹香	朱笑白	电影、电视剧改编权；摄制权	2011.11.12-2021.11.11	独家	梦幻星生园
13	嫡女成长录	朱笑白	梦幻星生园	御井烹香	朱笑白	电影、电视剧改编权；摄制权	2013.4.2-2023.4.1	独家	梦幻星生园
14	祸国	北京记忆坊文化信息咨询公司	梦幻星生园	十四阙	邱剑平	电视剧改编权；摄制权	2010.6.28-2020.6.27	独家	梦幻星生园
15	寂寞空庭春欲晚	北京记忆坊文化信息咨询公司	梦幻星生园	匪我思存	艾晶晶	电视作品改编权；摄制权	2010.6.30-2020.6.29	独家	梦幻星生园
16	裂锦	北京记忆坊文化信息咨询公司	梦幻星生园	匪我思存	艾晶晶	电视作品改编权；摄制权	2010.6.30-2020.6.29	独家	梦幻星生园

17	千山暮雪	北京记忆坊文化 信息咨询公司	梦幻星 生园	匪我 思存	艾晶 晶	电视作品改编权；摄制 权	2009.12.18- 2017.12.17	独家	梦幻星生园
18	腹黑 BOSS, 你别逃	北京精典博维文 化传媒有限公司	梦幻星 生园	睡懒 觉的 喵	钟可	电影、电视剧、网络剧 改编摄制权	2015.1.15-2 023.1.14	独家	梦幻星生园

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 目前梦幻星生园出品的桐华小说《那片星空那片海》第一季已经于7月份杀青，主演冯绍峰、郭碧婷，同时《那片星空那片海》的第二季计划将于2016年11月开拍，2017年上线，同名电影也正在同步筹备中，与合一影业合作，计划2016年底开机。《那片星空那片海》电视剧公司预计投资90%，分为3季，每季30集左右，总集数预计为80集左右。2017年还包括《长相思》、《英雄联萌》等电视剧会陆续上线。

图表 28：梦幻星生园 2016-2017 计划制作的电视剧以及电影

序号	剧名	开机时间	主要演职演员
1	《那片星空那片海》第一季	拍摄完毕	导演：卫翰韬 主演：冯绍峰、郭碧婷
2	《那片星空那片海》第一季	预计2016年11月	导演：卫翰韬 主演：冯绍峰、其他待定
2	《英雄联萌》	2016年7月10日	待定
3	《那片星空那片海》电影	2016年底	待定
4	《长相思》	拍摄完毕	主演：李东学、马天宇

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

- 盈利预测假设：**
 - **假设一：**第一波承诺利润2016年到期，到期后第一波利润实现将会有小幅承压，我们假设今年第一波顺利完成业绩对赌，明后年不断加强包括莽荒纪、雪鹰领主等IP的全产业链开发，同时在团队以及合作作家保持稳定的前提下，吸纳更多优秀的作家与作品，增加IP存储规模。
 - **假设二：**梦幻星生园当前储备的IP较多，2017年将上线的《那片星空那片海》值得期待，制作三季共80集将为公司带来丰厚利润。同时手握桐华作品王牌，将有更多的作品陆续推出，业绩弹性较大。
 - **假设三：**影视、游戏充分联动，IP商业开发更加完善。通过外延拓展不断补强公司在IP产业链生态中的各个环节。

盈利预测结果

- 依据以上假设，我们预计公司电视剧业务2016年、2017年、2018年实现营业收入8.63亿元、11.63亿元、13.88亿元，同比增长616.33%、34.67%、19.4%，游戏业务2016年、2017年、2018年实现营业收入2.5

亿元、2.83 亿元、3.4 亿元，同比增长 22.06%、13.28%、20%。实现归属母公司的净利润分别为 3.38 亿元、4.08 亿元和 4.89 亿元，分别同比增长 181.07%、20.69%和 19.79%。对应 EPS 分别为 0.39 元、0.48 元和 0.57 元。

首次覆盖，目标价 19.2 元，予以“买入”评级

- 根据公司当前股价，对应 2016-2017 年 PE 分别为 34 倍和 28 倍。我们选取 A 股市场与公司业务有一定联系的公司进行估值比较。根据 Wind 一致预期，相关个股 2016-2017 年对应平均估值分别为 46 倍和 36 倍 PE。

图表 29：可比公司估值比较（截止到 2016 年 11 月 15 日收盘价）

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
300133.SZ	华策影视	17.47	243.83	13.96	0.37	0.48	0.61	37.33	28.81	22.83
002292.SZ	奥飞娱乐	13.08	358.62	27.42	0.51	0.66	0.83	54.20	41.41	33.06
300027.SZ	华谊兄弟	27.85	344.82	12.38	0.39	0.48	0.61	31.48	25.73	20.32
002425.SZ	凯撒文化	5.09	113.87	22.39	0.43	0.70	0.96	51.64	31.81	23.27
300426.SZ	唐德影视	4.00	131.76	32.94	0.58	0.92	1.29	56.79	35.80	25.53
002343.SZ	慈文传媒	3.15	145.59	46.29	0.93	1.25	1.55	49.73	37.01	29.89
002624.SZ	完美世界	13.15	453.67	34.51	0.85	0.99	1.02	40.60	34.86	33.83
000892.SZ	星美联合	4.14	65.31	15.78	0.28	0.33	0.41	57.30	47.47	38.23
000802.SZ	北京文化	7.24	159.70	22.06	0.35	0.42	0.52	63.78	52.08	42.39
300336.SZ	新文化	5.38	112.72	20.97	0.64	0.89	1.12	33.02	23.56	18.70
平均 PE								47.59	35.86	28.80
002502.SZ	骅威文化	8.60	113.58	13.21	0.39	0.47	0.57	33.87	28.11	23.18

来源：Wind，中泰证券研究所

- 骅威文化是 A 股中少数几家率先布局 IP 运营开发+影游联动的公司，同时市值相对较小弹性较大，业绩稳定提升，外延拓展有条不紊。我们给予公司 2016 年目标价 19.2 元，首次覆盖，“买入”评级。

风险提示

- 1) 手游行业竞争加剧。当前手游行业人口红利逐渐消耗殆尽，存量竞争市场对于产品的制作以及 IP 的商业化运作提出更高的要求，且行业增速下滑或对公司游戏业务造成影响。
- 2) 并购整合标的存在不达预期风险。公司正值快速业务板块布局快速扩张时期，并购整合进来的标的存在协同效应、业绩不达预期的可能，进而引起商誉减值的风险。

图表 30：骅威文化财务报表与预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	449	477	591	1,164	1,446	1,728
增长率	0.25%	6.1%	23.9%	97.1%	24.3%	19.5%
营业成本	-334	-362	-316	-591	-725	-870
%销售收入	74.4%	75.8%	53.5%	50.8%	50.1%	50.3%
毛利	115	115	275	572	721	859
%销售收入	25.6%	24.2%	46.5%	49.2%	49.9%	49.7%
营业税金及附加	-5	-4	-6	-11	-14	-17
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-31	-43	-45	-92	-116	-136
%销售收入	6.8%	9.0%	7.6%	7.9%	8.0%	7.9%
管理费用	-44	-59	-107	-170	-207	-247
%销售收入	9.7%	12.4%	18.1%	14.6%	14.3%	14.3%
息税前利润 (EBIT)	36	9	117	299	385	458
%销售收入	8.0%	1.9%	19.8%	25.7%	26.6%	26.5%
财务费用	4	11	22	23	36	49
%销售收入	-1.0%	-2.3%	-3.7%	-2.0%	-2.5%	-2.8%
资产减值损失	-2	-1	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	0
投资收益	1	19	5	39	8	6
%税前利润	1.5%	52.4%	4.4%	10.9%	1.9%	1.3%
营业利润	39	37	126	361	430	514
营业利润率	8.8%	7.8%	21.3%	31.0%	29.7%	29.7%
营业外收支	-1	0	-4	-2	-2	-3
税前利润	38	37	122	359	427	511
利润率	8.5%	7.8%	20.7%	30.8%	29.5%	29.6%
所得税	-6	-3	1	-19	-17	-18
所得税率	16.1%	8.8%	-0.7%	5.3%	3.9%	3.6%
净利润	32	34	123	340	411	493
少数股东损益	0	-1	2	2	2	4
归属于母公司的净利润	32	34	120	338	408	489
净利润率	7.1%	7.2%	20.4%	29.1%	28.2%	28.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	32	34	123	340	411	493
少数股东损益	0	-1	2	2	2	4
非现金支出	16	16	43	19	21	22
非经营收益	-1	-19	-18	-37	-6	-4
营运资金变动	-41	18	37	83	-75	-102
经营活动现金净流	7	49	187	406	353	412
资本开支	65	25	49	13	19	21
投资	-8	-98	-696	0	0	0
其他	1	2	-2	39	8	6
投资活动现金净流	-72	-121	-747	26	-11	-14
股权募资	0	4	685	0	0	0
债权募资	0	0	-30	-1	0	0
其他	-14	-14	-16	0	0	0
筹资活动现金净流	-14	-10	639	-1	0	0
现金净流量	-80	-83	79	431	342	398

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	444	362	439	868	1,208	1,602
应收款项	186	182	324	378	441	575
存货	65	80	205	192	251	310
其他流动资产	23	14	145	153	169	188
流动资产	719	638	1,114	1,591	2,069	2,675
%总资产	77.4%	64.4%	33.4%	41.8%	48.4%	51.8%
长期投资	0	131	173	173	173	173
固定资产	177	177	183	187	184	181
%总资产	19.1%	17.9%	5.5%	4.9%	4.3%	3.7%
无形资产	22	21	1,837	1,825	1,824	1,823
非流动资产	210	352	2,218	2,210	2,206	2,203
%总资产	22.6%	35.6%	66.6%	58.1%	51.6%	45.2%
资产总计	928	990	3,332	3,802	4,275	4,878
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	23	60	177	302	344	435
应付账款	8	9	49	54	74	94
流动负债	31	69	226	355	419	528
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	1	1	1	1
负债	31	69	227	357	420	530
普通股股东权益	896	916	3,096	3,434	3,842	4,331
少数股东权益	2	5	9	11	13	17
负债股东权益合计	928	990	3,332	3,802	4,275	4,878

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.227	0.122	0.280	0.393	0.475	0.569
每股净资产(元)	6.362	3.253	7.201	3.994	4.469	5.037
每股经营现金净流(元)	0.049	0.176	0.430	0.470	0.408	0.475
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.56%	3.75%	3.89%	9.85%	10.63%	11.29%
总资产收益率	3.44%	3.47%	3.61%	8.90%	9.55%	10.03%
投入资本收益率	6.69%	1.92%	4.72%	11.78%	14.95%	17.16%
增长率						
营业总收入增长率	0.25%	6.14%	23.87%	97.06%	24.25%	19.52%
EBIT增长率	0.66%	-75.14%	1202.70%	155.39%	28.80%	18.98%
净利润增长率	-25.64%	7.59%	250.31%	181.07%	20.69%	19.79%
总资产增长率	-0.72%	6.63%	236.62%	14.08%	12.46%	14.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	129.4	135.5	149.6	110.0	102.0	112.6
存货周转天数	68.9	73.3	165.0	118.4	126.4	130.2
应付账款周转天数	34.7	17.1	24.8	23.9	23.0	23.6
固定资产周转天数	108.5	135.1	111.2	58.1	47.0	38.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.51%	-39.24%	-14.10%	-25.20%	-31.33%	-36.84%
EBIT利息保障倍数	-8.4	-0.8	-5.4	-13.1	-10.6	-9.3
资产负债率	3.32%	6.95%	6.83%	9.39%	9.82%	10.86%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。