

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**分析师**

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

**联系人：**

张正威 0755-83669524

Email:zhangzhengwei@cgws.com

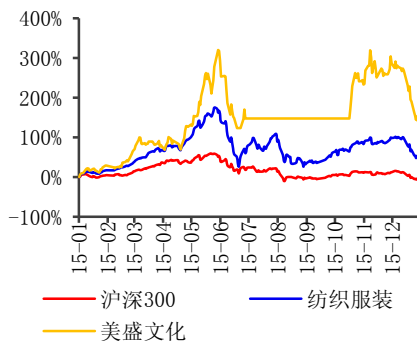
从业证书编号:S1070115100009

**市场数据**

目前股价	33.34
总市值（亿元）	148.70
流通市值（亿元）	124.11
总股本（万股）	44,600
流通股本（万股）	37,225
12个月最高/最低	61.60/13.42

**盈利预测**

	2014A	2015E	2016E
营业收入	456.0	706.8	1293.4
(+/-%)	97.3%	55.0%	83.0%
净利润	97.1	146.1	264.6
(+/-%)	132.7%	50.5%	81.1%
摊薄 EPS	0.22	0.33	0.59
PE	155.67	103.46	57.14

**股价表现**


数据来源：贝格数据

## 定增打造 IP 生态圈，催化持续不断值得期待

### ——美盛文化（002699）公司深度报告

**投资建议**

公司近年来积极谋求业务延伸，不断梳理优化影业、视频、演艺、海外、电商等各类资源，强势打造“美盛”品牌，推广和提升公司大文化形象，实现从制造到内容平台的转型，大文化帝国轮廓现已日渐明晰。2015 年是公司百花齐放之年，动漫作品《星学院》倾心塑造民族自主 IP 形象，《纸牌三国》等多款游戏蛰伏一年谋求突破前行，迪士尼开园促进动漫服饰业务保持快速增长，设立子公司及各类投资项目逐步落地，公司业绩弹性与安全边际兼具，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.33 元、0.59 元、0.81 元，对应 PE 分别为 103X、57X、42X，后续催化充分，维持“强烈推荐”的投资评级。

**投资要点**

- 子公司业务细分化打造泛娱乐文化平台：**公司近年投资并购多个标的搭建“IP+内容制作+发行运营+衍生品开发设计+线上线下渠道”的完备产业链，涉足游戏、影视、剧场、电商、动漫及衍生品等多类领域，进一步理顺优化各类 IP 资源，强势打造“美盛”品牌，公司自确立“大动漫、大文化”平台化战略以来，不断布局和调整产业链上下游，加速整合前期的投资并购，传统加工制造业务将随募投产能的逐渐投产快速增长，业绩有望稳步向上。
- 定增加码投资建设 IP 文化生态圈：**公司拟以定向增发方式募集资金不超过 30.3 亿元，投向 IP 文化生态圈项目及收购真趣网络，公司计划以其中 21 亿元打造完整的 IP 文化生态圈，其中包含有 SIP 共塑平台、泛娱乐开发运营平台、IP 仓库以及美盛 IP 生态产业基地等项目，另外拟以 9.30 亿元收购真趣网络 100% 股权，真趣网络主营移动游戏平台及移动广告平台业务，将为公司打造泛娱乐文化产业平台提供重要变现渠道及运营平台。此外公司拟设立两家子公司增强优质 IP 获取能力，收购创幻科技 35% 股权涉足二次元文化与虚拟现实的融合。
- 二胎放开及迪士尼开园利好主营业务：**公司旗下囊括了游戏、儿童动漫影视、儿童视频网站、儿童戏剧演艺等业务，随国内二胎政策全面放开，公司将凭借自身深厚的动漫衍生品开发营销经验，进一步完善对儿童产业链的扩展，上海迪士尼年中开园也有望促进公司动漫服饰业务的快速增长和产业链上下游的延伸和拓展，原主业动漫衍生服饰及童装服饰未来将有望迎来爆发式增长。
- 风险提示：**国内市场增长不及预期，泛娱乐平台建设进程或战略转型进度不达预期。

## 目录

1. 公司概况.....	4
1.1 业绩持续稳健，着力建立泛娱乐文化平台 .....	4
1.2 子公司业务细分化，强势打造“美盛”品牌 .....	4
1.3 董事长为实际控制人，股权结构相对集中 .....	9
2. 发掘优质 IP，收购变现渠道.....	9
2.1 国家政策支持文化创意产业积极发展 .....	9
2.2 “发掘-孵化-打造-变现”优质 IP 集群 .....	11
2.3 真趣网络变现轻游戏 IP，精准投放移动广告 .....	13
2.4 打造 IP 文化生态圈，整合大娱乐战略体系 .....	14
3. 二胎放开及迪士尼概念，利好主业 .....	15
3.1 二胎政策放开，儿童市场面临爆发增长 .....	15
3.2 上海迪士尼开园在即，主营业务迎进一步增长 .....	16
4. 投资互联传媒，积极转型综合文化平台 .....	18
4.1 加码投资二次元，建设泛娱乐生态圈 .....	18
4.2 投资创新工场及微媒互动，加速整合产业链资源 .....	19
5. 投资建议.....	20
6. 风险提示.....	20
附：盈利预测表.....	21

## 图表目录

图 1: 美盛品牌各子公司 .....	5
图 2: 美盛文化原创三维动画《星学院》 .....	6
图 3: 美盛游戏出品多款手游及游戏平台 .....	7
图 4: 美盛投资国内首家儿童视频网站酷米网 .....	8
图 5: 悠窝窝 uwowo.com 官网主页 .....	9
图 6: 杰克仕太平洋 jakks pacific 官网主页 .....	9
图 7: 公司股权结构图 .....	9
图 8: 漫威 IP 全产业链运营 .....	11
图 9: 美盛与杰克仕共同承接迪士尼衍生服饰业务 .....	18
图 10: 创幻科技二次元内容型平台 APP “超次元” .....	19
表 1: 美盛文化旗下产业布局 .....	5
表 2: 国家政策鼓励文化创新 .....	10
表 3: 非公开发行业股票募集资金 .....	12
表 4: 此次非公开发行前后与认购对象相关的公司股权结构 .....	12
表 5: 业务板块对应具体服务内容 .....	13
表 6: IP 文化生态圈项目投资金额一览 .....	15
表 7: 美盛旗下对应各类儿童市场业务 .....	16
表 8: 上海迪士尼乐园建设进程 .....	16
表 9: 世界各地迪士尼乐园客流量 .....	17

# 1. 公司概况

## 1.1 业绩持续稳健，着力建立泛娱乐文化平台

美盛文化（原新昌美盛饰品有限公司）于 2002 年成立，2012 年 9 月在深圳交易所上市，公司主要产品是动漫服饰，涉足领域包括原创动漫、影视制作发行、动漫衍生品研发生产等。公司自 2013 年以来积极谋求通过动漫服饰延伸，以投资并购等方式布局文化生态圈，打通行业上下游，业务横跨动漫、游戏、自制儿童剧及衍生品等各大领域，计划打造一个泛娱乐综合文化产业平台。

公司自确立“大动漫、大文化”平台化战略以来，不断布局和调整产业链上下游，加速整合前期的投资并购，传统加工制造业务随募投产能逐渐投产快速增长，业绩逐步转好，2014 年营业收入及净利润增幅扩大。

- ✓ 2014 年，公司实现营业总收入 4.56 亿元，同比大幅增长 97.3%；实现归属母公司股东净利润 0.97 亿元，同比大幅增长 132.8%；实现扣非后净利润 0.70 亿元，同比大增 127%；实现 EPS0.47 元。
- ✓ 2015 年前三季度公司实现营收 3.18 亿元，同比下降 9.82%；实现归属母公司股东净利润 0.90 亿元，同比增长 44.38%，实现 EPS0.21 元。公司前三季度营收方面有所下滑主要因为去年受到迪士尼动画片《冰雪奇缘》影响，衍生动漫服饰销量大增，同期的基数较高所致；而投资收益和政府补贴的大幅增加是净利润增速大于营收增速的主要原因。
- ✓ 公司预计 2015 年全年实现归属于上市公司股东净利润为 1.26 亿元至 1.55 亿元之间，相比去年净利润增幅为 30%至 60%，经营业绩将维持稳定增长的态势。

经过一年多紧凑的布局和调整，公司贯彻打造泛娱乐平台的转型战略，大文化帝国轮廓日渐明晰，未来将继续进一步梳理优化文学、漫画、影视、游戏等各类 IP 资源，强势打造“美盛”品牌，进一步推广和提升公司大文化形象。2015 年是公司百花齐放之年，动漫作品《星学院》倾心塑造民族自主 IP 形象，《远征！远征！》等多部影视作品发行上映带动收入爆发，《纸牌三国》等多款游戏蛰伏一年谋求突破前行，二胎政策放开有益于婴童相关产品有望爆发增长，迪士尼开园促进动漫服饰业务保持快速发展，业绩弹性与安全边际兼具。

## 1.2 子公司业务细分化，强势打造“美盛”品牌

公司自上市以来逐步构建文化生态圈，先后投资并购多个标的，搭建“IP+内容制作+发行运营+衍生品开发设计+线上线下渠道”的完备产业链。在内容端方面，公司于 2013 年 7 月收购缔顺科技（于 2015 年 4 月更名为“杭州美盛游戏技术开发”）股权，侧重于动漫 IP 创作及游戏开发；于 2014 年 4 月投资并购星梦工坊，延伸业务至儿童演艺产业。在平台方面，子公司杭州美盛游戏拥有游戏运营平台“美盛游戏”和游戏资讯平台“游戏港口”；于 2013 年 10 月收购荷兰渠道商 Scheepers B.V.，涉足境外市场；于 2013 年 12 月投资设立美盛动漫，搭建悠窝窝动漫衍生品销售平台；于 2014 年 11 月参与投资设立杰克仕美盛，构建迪士尼及相关授权产品的推广营销平台；于 2014 年 12 月投资天津酷米，加入了儿童动漫视频网络平台；于 2015 年 7 月投资琪麟动漫，入股漫画分发平台。此外，公司于 2015 年 11 月公告，拟以募资方式收购真趣网络进一步补充完善文化生态圈的内

容发行和运营，以及全资设立两家子公司，杭州美盛爱彼文化发展与杭州美盛二次元文化发展，增强公司对 IP 资源的全产业链开发和运营能力；同时为了加强公司在二次元文化生态圈的建设，子公司美盛二次元拟对广州创幻科技投资 2000 万元布局增强现实（“AR”）与虚拟现实（“VR”）领域；2015 年 12 月，公司以自有资金 5000 万元投资北京创新工场创业投资中心（创新工场基金），携手创新工场对互联网细分领域潜在的优秀项目进行投资；另外，公司对北京微媒互动科技有限公司投资 6000 万元，加速布局公司文化平台的新媒体运营能力及传播影响力，进一步提升公司获取、孵化及运营 IP 的综合实力。

表 1: 美盛文化旗下产业布局

文化产业子公司	投资方式	投资或设立时间
杭州美盛游戏	全资	2013 年 7 月
荷兰 S.B. Sevenum B.V.	85% 股权	2013 年 10 月
杭州美盛动漫	全资	2013 年 12 月
杭州星梦工坊	51.06% 股权	2014 年 4 月
杰克仕美盛香港	49% 股权	2014 年 11 月
天津酷米网络	40.1% 股权、50.17% 表决权	2014 年 12 月
上海琪麟动漫	36% 股权	2015 年 7 月
真趣网络	100% 股权	2015 年 11 月
杭州美盛爱彼文化	全资	2015 年 11 月
杭州美盛二次元文化	全资	2015 年 11 月
广州创幻数码科技	35% 股权	2015 年 11 月
北京创新工场创业投资中心	5000 万元	2015 年 12 月
北京微媒互动科技	15% 股权	2015 年 12 月
浙江文化产业成长基金	5000 万元	2016 年 1 月

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

为重新梳理业务结构，强势打造“美盛”品牌，进一步提升和推广公司大文化形象，公司对各子公司根据业务内容主要分为：

图 1: 美盛品牌各子公司



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

■ 新昌基地

- ✓ 公司原有主营业务动漫服饰加工制造；

- ✓ 公司 2012 年 9 月上市时动漫服饰加工产能约 500 万套/年，总募投产能为 1000 万套/年，为原有产能两倍。2013 年募投产能未有释放，2014 年完成产能翻番，剩余产能将于今年释放完毕，预计动漫服饰加工制造业务仍能保持快速增长。

#### ■ 美盛动漫

- ✓ 主要由缔顺科技原动漫业务及杭州美盛动漫等子公司重组而成；
- ✓ 《星学院》动画片：在杭州第十一届中国国际动漫节上正式发布，7 月开始国内首播，在中央少儿、炫动、卡酷、浙江卫视、安徽卫视等 300 家电视台播放，并在爱奇艺、搜狐、乐视、芒果 TV、腾讯视频等多家视频网站同步；
- ✓ 第一季在北京卡酷首播，在 8:00-17:30 档的动漫收视排行中，平均收视率为 0.57%、平均排名 3.06 名，其中有 4 天收视率排名第一，此外海外发行亦同步推进中。目前第二季、第三季、电影均在制作当中，预计第二季 2016 年 3 月上映，电影 2017 年上映；
- ✓ 《星学院》生态：围绕动漫、手游、儿童剧及衍生品打造“星学院生态”，游戏将主要以社交、展示为主，衍生品有望于年内于大型超市供货，一线城市将陆续开设专卖店，目前在售 SKU 约 100 个，年底或达 200 个，预计今年衍生品销售约 1000-2000 万元，明年有望爆发。

图 2: 美盛文化原创三维动画《星学院》



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

#### ■ 美盛游戏

- ✓ 前身为国内顶级游戏研发公司浙江缔顺科技的游戏及游戏网站部门，主营手机游戏，是美盛文化在游戏领域的践行者；
- ✓ 拥有游戏运营平台“美盛游戏”和游戏资讯平台“游戏港口”；
- ✓ 游戏包括《星学院》、《小小勇者村》、《纸牌三国》、《梦回三国》等，《纸牌三国》目前海外发行情况较好。公司游戏业务经过一年的调整和储备，现已步入正轨。

图 3: 美盛游戏出品多款手游及游戏平台



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所整理

#### ■ 美盛影业

- ✓ 主要由上海纯真年代改组而成, 其主要管理人朱质颖女士是资深制作人, 策划组织了包括《中国式离婚》、《新结婚时代》、《阳光普照大地》、《家常菜》等多部热播影视剧;
- ✓ 今年作品《远征! 远征!》: 由张丰毅主演的抗日主题 45 集连续剧, 目前正在发行, 首发频道为央视、云南卫视等, 预计将有约 1 亿元收入, 未来有望开发衍生配套游戏;
- ✓ 公司于 2015 年 11 月 3 日公告, 拟以 1.2 亿元向公司控股股东美盛控股转让公司持有的上海纯真年代 70% 的股权, 此次股权转让完成后公司将不再持有纯真年代的股权。

#### ■ 美盛视频

- ✓ 主要由国内首家儿童动画视频网站酷米网改组而成;
- ✓ 国内第一家独立儿童视频网站: 公司借助酷米网作为新媒体、互联网平台, 与动漫产业深度对接, 打通动漫制作-发行-播出全产业链;
- ✓ 儿童教育类 APP 欢乐周末: 公司今年重点推广的亲子 O2O 软件客户端, 为儿童家长提供演出剧目、景点场馆、学习益智、亲子旅游等活动信息, 解决儿童家庭周末去哪儿的问题, 今年上线城市包括北京、天津、杭州等 10 个城市, 目标沉淀付费用户 20 万。欢乐周末目标用户与公司动漫、演艺、游戏业务客户高度重叠, 为公司带来流量入口, 未来盈利可期。

图 4: 美盛投资国内首家儿童视频网站酷米网



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所整理

#### ■ 美盛演艺

- ✓ 主要由杭州星梦工坊文化创意改组而成;
- ✓ 公司投资星梦工坊延伸至儿童剧演艺产业, 儿童剧演艺和公司目前主营业务有很高的契合度, 有利于国内市场的开发, 对于完善公司的文化产业链和动漫战略布局都具有积极的意义;
- ✓ 《皮皮鲁送你 100 条命》: 今年重点剧目, 预计总演出场数达到约 300 场, 已获得约 400 万元赞助。儿童演艺是公司非常重视的业务模块, 其价值体现在能够直接面向全国儿童观众, 作为获取家庭观众的流量入口。

#### ■ 美盛海外

- ✓ 主要由荷兰销售公司 Agenturen en Handelsmij Scheepers B.V 等改组而成;
- ✓ 荷兰销售公司 2014 年收入约 5500 万元, 利润约 1000-2000 万, 同时公司一直在考虑布局其他海外渠道, 海外销售今年有望扩容。

#### ■ 美盛电商及杰克仕美盛

- ✓ 悠窝窝: 公司电商平台 2014 年 5 月上线, 目前主营销售动漫衍生品, 未来会拓展至动漫、二次元的社交平台, 公司计划将悠窝窝打造成国内最优秀的 cosplay 细分平台。目前悠窝窝已达盈亏平衡, 单月销售约 100 万元, 目前规模受限的主要原因是供应链尚未完善, 随着运营日渐成熟, 预计未来单月销售将达到 200 万元, 今年收入或有望达 2500 万元左右。
- ✓ 杰克仕美盛营销平台: 公司聘请了优秀的销售团队和产品经理, 与杰克仕合资运营全球著名 IP 动漫衍生产品 (迪士尼、马里奥等), 前期准备工作已经完成, 今年产品已开始进入国内各类销售渠道 (如玩具反斗城、商场、超市、便利店等)。

图 5: 悠窝窝 uwowo.com 官网主页



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所整理

图 6: 杰克仕太平洋 jakks pacific 官网主页

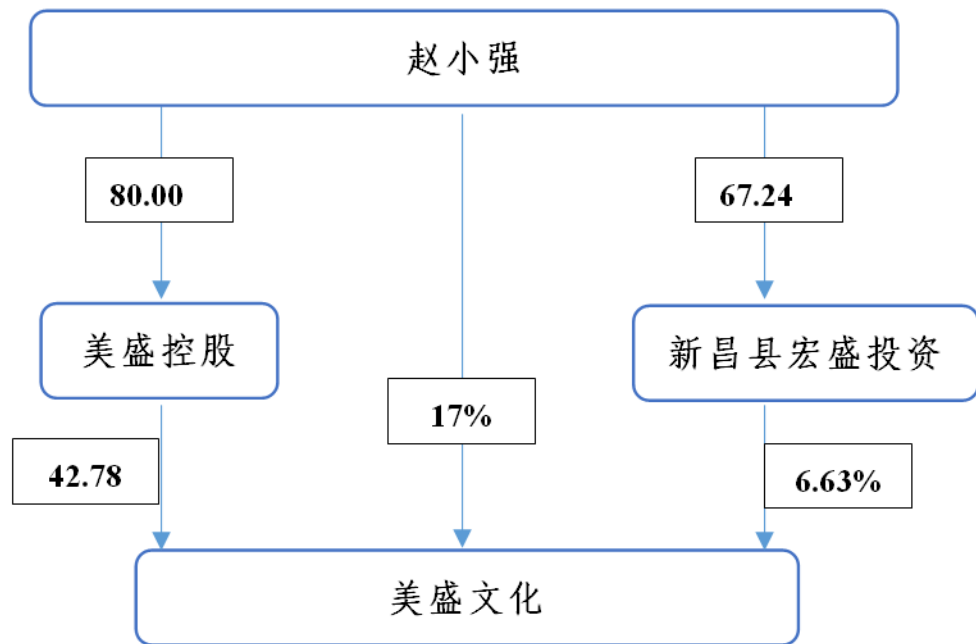


资料来源: 公司官网, 长城证券研究所整理

### 1.3 董事长为实际控制人，股权结构相对集中

美盛控股集团有限公司持有上市公司 42.78% 股权，新昌县宏盛投资有限公司持有上市公司 6.63% 股权，董事长赵小强为美盛控股集团有限公司和新昌县宏盛投资有限公司的实际控制人，此外赵小强先生直接持有上市公司 17% 股权，三者持股合计 66.41%，股权结构相对集中，董事长赵小强是美盛文化上市公司的实际控制人。

图 7: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

## 2. 发掘优质 IP，收购变现渠道

### 2.1 国家政策支持文化创意产业积极发展

近年来中国经济结构处于调整期，经济发展进入新常态，增速有所下降，而影视、娱乐、游戏等文化创意产业则保持了相对较快的增速，国务院及文化部陆续发文鼓励发展文化创意产业，一系列促进文化创意产业发展的扶持政策表明了国家对文化产业发展的重视

程度，文化创意产业的发展已被纳入国家发展战略范畴，未来十年文化创意产业将进入更加快速发展的时期。

**表 2: 国家政策鼓励文化创新**

日期	发文	内容
2009 年 7 月	《文化产业振兴规划》	文化创意、影视制作和动漫产业是重点发展的产业方向
2009 年 9 月	《文化产业投资指导目录》	数字内容产品开发、网络游戏、动漫创作、服务平台及衍生产品开发等为鼓励类产业
2013 年 8 月	《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	加强开发数字文化内容产品和服务，建立生产、转换、加工、投送平台，丰富信息消费内容产品，推动优秀文化产品网络传播
2014 年 3 月	《国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	加快数字内容产业发展，深入挖掘优秀文化资源，推动动漫游戏等产业优化升级，打造民族品牌

资料来源：长城证券研究所整理

#### ■ 文化产业即将迎来快速爆发时期：

- ✓ 在国家政策扶持、市场需求旺盛、内容技术创新、产业融合整合等综合因素的共同推动下，我国的文化产业处于快速发展阶段；
- ✓ 过去十年，文化产业增幅一直快于 GDP 增幅，2004 年我国全部文化产业增加值为 3440 亿元，占 GDP 的 2.15%，2013 年我国文化产业增加值为 21,351 亿元，占 GDP 的 3.63%；
- ✓ 十八大报告将文化产业列为重点培育对象，未来将成为国民经济支柱性产业，使产业创造增加值占 GDP 比重达到 5% 以上，文化产业将面临快速发展的机遇，市场空间巨大。

#### ■ 创意文化产业以优质 IP 为核心：

- ✓ 随近年来国内文化创意产业快速发展，各类优质 IP 不断涌现，小说、影视、游戏等领域的跨界融合已是文化产业的普遍现象；
- ✓ 文化产业价值链的核心围绕优质 IP 展开，IP 源头从动漫、文学等出发，到电视剧、动画片等 IP 放大层，再到电影、游戏、周边等收割变现层；
- ✓ 优质 IP 所衍生的文化可以影响消费者购买倾向，IP 从而得以实现持续变现，从而支撑数亿、数十亿甚至上百亿的产值。

#### ■ 国产优质 IP 涌现，运营规划平台缺失：

- ✓ 目前国内优质原创 IP 大多无法长期保持热度，这在削弱 IP 变现能力的同时也打击了原创 IP 市场；
- ✓ 创作团队目前普遍存在单打独斗、单一产品难以扩大用户群的情况，而且由于缺乏运营规划也经常出现与全产业链对接的问题；

- ✓ 对比海外的全产业链运营规划，以漫威为例，由漫威漫画 IP 拓展出来的电影、游戏、动漫衍生品的全产业链运营能够长期保持其 IP 热度，跟其公司在电影后续出品的动画片、电视剧、衍生品开发等维持推广的方式密不可分，其中借由不同的传媒手段能够实现 IP 的一次次套现和延伸，使得漫威动漫 IP 经久不衰。
- ✓ 因此，文化创意产业需要跨界融合的共塑 IP 平台，在实现优质 IP 的全产业链打造的同时，建立泛娱乐平台系统化规划运营，从战略高度有步骤地打造、推广和维护优质 IP。

图 8: 漫威 IP 全产业链运营



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

- **原创 IP 自身规模较小，变现需要泛娱乐市场运作：**在内容方面，原创 IP 最为常见的形态以动漫、文学等为主，其产业市场规模相对较小，而其衍生的周边产业规模则相对较大。以动漫为例，2012 年全球动漫产业产值 2220 亿美元，而动漫衍生品市场规模高达 5000 亿美元以上。中国动漫产业中，衍生品市场约占 70%，而播映市场约占 30%。因此，文化产业的不依靠动漫或文学作品的直接营销盈利，品牌的授权和衍生品的开发是变现原创 IP 的主要方式，通过泛娱乐平台运作将原创动漫、文学作品改编成电影、游戏、服饰、玩具等是开发文化衍生品的主要手段，其市场空间巨大。
- **文化产业结合互联网模式，全民参与 IP 创作：**文化创意产业进入互联网时代以来，互联网共享环境加速了文化产业的发展，动漫、游戏、视频、文学等网络分享平台为 IP 创作提供了素材、渠道及展示空间。在 IP 创作层面，原创作者与用户或读者在平台互动直接影响着原创作者的创作思路及导向；在商业化方面，网络平台有将原创作品及其团队与投资方对接的功能，给创作团队、跨界产品开发合作伙伴及投资人提供潜在合作机会；在商业风险层面，多方团队参与打造的 IP 有效降低了各方的商业风险。文化创意与互联网的结合降低了 IP 创作的门槛和风险，提高了 IP 创作的质量和效率，IP 创作的互联网“共塑”时代已经来临。

## 2.2 “发掘-孵化-打造-变现” 优质 IP 集群

- 收购真趣网络，完善大文化平台布局：**公司 11 月 4 日发布公告，拟向实际控制人赵小强先生、新余乐活投资、新余天游投资及其它投资者定向增发，拟募集资金不超过 30.3 亿元，增发股份不超过 9000 万股，募集资金投向 IP 文化生态圈项目及收购真趣网络；其中，赵小强先生认购金额不低于 10 亿元、新余乐活投资认购金额 8550 万、新余天游投资认购金额 7825 万元。此次非公开发行完成后，董事长赵小强先生直接及间接持股比例合计不低于 51.87%，其为公司董事长及实际控制人。真趣网络主要从事轻游戏服务平台业务和移动广告精准投放平台业务，贯穿移动游戏全产业链，2015-2018 年业绩承诺为 6000 万元、7800 万元、9500 万元和 11450 万元，本次并购估值作价 9.3 亿元，对应收购 PE 分别为 15.5 倍、12 倍、9.8 倍、8.2 倍，估值对比同类型并购具有较大优势。通过投资真趣网络，公司能够快速切入移动游戏产业，进一步完善大文化平台布局，同时亦能在一定程度上增厚业绩。

**表 3: 非公开发行股票募集资金**

项目	投资总额 (万元)	拟投入募资总额 (万元)
IP 文化生态圈	210,000.00	210000
真趣网络 100% 股权	93,031.22	93031.22
合计	303,031.22	303031.22

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

**表 4: 此次非公开发行前后与认购对象相关的公司股权结构**

股东	本次发行前		本次发行后	
	持股数额 (万股)	持股比例	持股数额 (万股)	持股比例
美盛控股	19080.60	42.78%	19080.60	35.60%
赵小强	7580.60	17.00%	10550.59	19.68%
宏盛投资	2956.80	6.63%	2956.80	5.52%
新余乐活	-	-	253.93	0.47%
新余天地	-	-	232.40	0.43%
其他股东	14982.00	33.59%	20525.67	38.29%
合计	44600.00	100.00%	53600.00	100.00%

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

- 募资建立 IP 文化生态圈，打造 SIP 共塑平台：**公司目前着力布局文化生态圈，通过并购、投资等方式布局文化生态圈，业务横跨动漫、游戏、儿童剧、衍生品等各大领域，综合性文化产业平台已初具雏形。此次募集资金 21 亿元投向 IP 文化生态圈项目，打造 SIP 共塑平台、IP 仓库，公司未来将以 SIP 共塑平台为依托，依靠众多的用户完成 IP 的创意，对于平台中的优质 IP，通过投资、技术支持等方式将其纳入本公司“IP 仓库”，希望能从源头上掌握优质 IP 资源。
- 掌握 IP 资源，打通“发掘—孵化—打造—变现”链条：**国内 IP 市场断层严重，超级大 IP 受主流市场重视，往往定价过高，而中小 IP 曝光程度较低，往往无人问津、生存艰难，然而中小 IP 中也不乏优质资源，通过布局 IP 生态圈，有利于公司从创意源头开始掌握 IP 信息，掌握 IP 的开发进度、开发品质，在源头控制 IP 资源，有效增加优质 IP 的来源，提高持续获得优质 IP 的能力，掌握产业核心价值，创造类似日本的超级 IP 的土壤，缓解国内 IP 断层严重的问题。公司 IP 文化生态圈包括 SIP 共塑平台、IP 仓库、泛娱乐开发运营平台、IP 生态产业基地几个子项目，计划在未来 4 年内每年投资不少 100 个 IP，包括动漫、游戏、文学、影视等方面，打通 IP “发

掘—孵化—打造—变现”的链条，未来国内优质的原创 IP 或有 30%是通过公司的发掘和孵化的。

## 2.3 真趣网络变现轻游戏 IP，精准投放移动广告

公司拟以 9.30 亿元收购真趣网络 100% 股权，真趣网络主营移动游戏平台及移动广告平台业务，将为公司打造泛娱乐文化产业平台提供重要变现渠道及运营平台，整合公司当前分散的动漫、影视、游戏、衍生品等子公司业务，使公司得以进一步完善进军互联网+的战略转型，把握移动互联网游戏及广告业务快速发展带来的市场机遇，为公司提供新的盈利增长业务，真趣网络 2015-2018 年业绩承诺为 6000 万元、7800 万元、9500 万元和 11450 万元，能大幅增厚公司未来几年的业绩。

真趣网络成立于 2011 年 10 月，主营轻度移动游戏的开发和发行业务，2013-2014 年开始整合渠道资源，构建轻游戏服务平台——大象平台，于 2015 年开始发展移动广告精准投放业务，与游戏开发商合作推出移动广告服务平台——易加平台。2015 年 1-8 月大象平台与易加平台的营收分别为 1.50 亿元与 497.72 万元。

### ■ 整合游戏渠道商资源，为轻游戏提供服务平台：

大象平台主要分为三大业务板块，对应不同的服务对象（游戏开发商、发行商、渠道商等），提供各类游戏平台业务需求（计费接入、数据分析、结算、渠道对接、代理发行等）。截至 8 月底，平台已接入 1092 款游戏、360 家游戏开发商/发行商、607 家移动渠道商。

- ✓ 基础平台服务业务：为游戏提供后台运营方案，向游戏开发商与发行商提供计费接入及数据服务，按移动游戏收入比例分成。
- ✓ 渠道服务业务：对接移动游戏开发商/发行商与移动游戏渠道商，作为类似中介平台为双方提供数据及资源支持，与双方签订合作协议约定分成。
- ✓ 精品游戏发行业务：以自身渠道优势代理发行精品类移动游戏，与游戏开发商协议比例分成。

表 5：业务板块对应具体服务内容

业务模块	服务体系	服务内容
基础平台服务	计费接入	大象平台重点业务，结合国内三大运营商为游戏提供计费解决方案，为游戏产业链变现核心。
	数据统计及分析	统计游戏用户行为数据，对数据进行智能分析，为游戏提供优化及渠道推广建议，提高其开发及发行效率。
	智能更新	为游戏提供自动更新服务
	负载均衡及下载加速	提供游戏在线用户量承载技术支持，提高下载速度与游戏体验
	结算业务	为游戏引入第三方结算记录功能。
渠道服务业务	中小型游戏渠道汇集	渠道商涵盖二三线第三方应用商店、中小型广告联盟及终端手机销售门店预装等广大中小渠道商，平台通过自

业务模块	服务体系	服务内容
		身多年积累整合分散的中小型渠道，为游戏带来产业链中间层的大量游戏用户。
精品游戏发行业务	代理发行精品游戏	挑选留存率高、人均付费高的精品游戏进行代理运营，利用平台优势匹配渠道进行推广，使游戏价值最大化。目前已发行游戏包括切水果系列、怒火 3D 系列、爆头王 2 系列、真人欢乐捕鱼系列、甜品消消乐系列等。

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

### ■ 整合游戏流量转化广告收入，精准投放实现高效率推广宣传：

易加平台通过整合移动游戏及应用流量为广告主带来目标推广用户，同时使用数据分析及精准投放技术为广告主带来高效的产品推广与宣传服务。截至 8 月底，平台投放广告覆盖用户数达 2446 万，同时易加平台海外版在东南亚市场一个月累积覆盖用户已达 731 万，未来将继续向东欧及南美市场扩展。目前易加平台盈利模式主要分为实际产品所得收入（CPS）、产品有效安装数量（CPI）、产品有效激活量（CPA）三种类型。

- ✓ CPS 模式：通过平台投放推广产品获得的产品收入与广告主协定收入分成。
- ✓ CPI/CPA 模式：通过平台投放推广产品获得的产品有效安装数量或激活量以约定的固定单价支付平台费用，同时或协定收入分成。

### ■ 移动游戏与移动广告平台相辅相成，形成业务协同：真趣网络的两大主营服务平台业务在内容生态和形式上都能形成协同运行模式，游戏服务平台累积的游戏开发商和发行商资源为公司广告投放平台带来载体及受众，同时广告平台得益于游戏服务带来的大数据智能分析，为广告主带来更高效的产品推广方式，此外广告收益也能为轻游戏带来新的盈利点与变现方式。

## 2.4 打造 IP 文化生态圈，整合大娱乐战略体系

公司此次募资除收购真趣网络外，还计划打造完整的 IP 文化生态圈，其中包含有 SIP 共塑平台、泛娱乐开发运营平台、IP 仓库以及美盛 IP 生态产业基地等项目，将由本公司或全资子公司实施，计划项目建设周期为 36 个月，总投入 21 亿元。

- **提供 SIP 共塑平台，整合中国原创 IP 资源：**SIP 指 Shape Intellectual Property，即共塑知识产权，公司计划打造 SIP 共塑平台，通过此平台连接 IP 主创团队、项目及资金，参与者包括创始人、从业者、投资人、出版商、发行商、周边产品生产商、游戏开发商等，使得 IP 作者能够更有效率地寻找到项目合作方以及资金提供方。SIP 共塑平台能够为公司的泛娱乐体系提供更好的文化创意源，为公司导入优质客户流，为公司的泛娱乐开发运营平台提供进一步拓展。
- **以泛娱乐开发平台为运营核心，打通及变现子业务板块：**通过美盛泛娱乐开发运营平台，公司将整合各子业务的上下游资源，使得动漫平台、游戏平台、影视平台、文学平台及衍生品平台互联互通、实现跨界融合，各子平台也能为互联网广告服务引流，业务协同集成泛娱乐一体互动平台。

- **构建 IP 仓库，扶持优质原创 IP:** IP 仓库将主要囊括由 SIP 共塑平台所筛选出来的优质 IP 及向外采购的优质 IP 授权，公司未来计划每年投资不少于 100 个 IP。
- **建设美盛 IP 生态产业基地，承载文化生态圈各项目:** 项目将承建包括办公区、会议区、交流展示区等项目所需的工作场所，为文化生态圈提供云办公软硬件平台，利于各子项目之间的协同合作及互动交流，为创作及运营原创 IP 提供高效办公平台。

**表 6: IP 文化生态圈项目投资金额一览**

IP 文化生态圈	项目计划投资金额 (亿元)	拟投入募资总额 (亿元)
SIP 共塑平台	3.00	3.00
IP 仓库	11.50	11.50
泛娱乐开发运营平台	3.00	3.00
美盛 IP 生态产业基地	3.50	3.50
合计	21.00	21.00

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

IP 文化生态圈项目的启动将大幅提升公司在获取及开发运营优质 IP 方面的实力，同时通过整合 IP 变现渠道，将有效提高公司目前各子公司业务的营收业绩，有望为公司带来更高水平盈利，公司预测 IP 文化生态圈项目内部收益率约为 17.76%，投资回收期为 5.76 年。

## 3. 二胎放开及迪士尼概念，利好主业

### 3.1 二胎政策放开，儿童市场面临爆发增长

- **二胎政策放开，儿童市场迎来春天:** 随着二胎政策全面放开，未来我国每年新增婴儿数量将有所提升，根据中国社科院人口与劳动经济研究所、中国社科院社会学所等机构的测算，全面实施二胎政策将使每年新增新生儿达到 200 万左右，及至 2020 年或新增 1000 万人，第四次“婴儿潮”即将来临，庞大的新生儿群体将催生婴幼儿消费市场巨大空间，为针对儿童消费品牌的企业带来较大发展机遇。
- **消费者理念转变，衍生品市场爆发增长:** 国外各类影视作品伴随了 80 后、90 后的成长，作为新生代父母，对国外 IP 的熟悉和青睐程度远高于上一代人，因此在儿童服饰、衍生品玩具、衍生动漫及影视作品等投入占消费比明显较高。随着 80 后、90 后都进入适婚适育年龄，以及收入平均水平的逐步提高，未来儿童用品市场将面临爆发，整个儿童产业链将从中受益。
- **布局儿童文化娱乐产业，分享儿童市场快速增长:** 以文化创意为支柱的衍生品儿童市场空间巨大，公司上市以来一直积极筹备布局，转型战略清晰，投资收购的公司中包括了游戏、儿童动漫影视、儿童视频网站、儿童戏剧演艺等，凭借自身深厚的迪士尼衍生品开发营销经验，进一步完善对儿童产业链的扩展。儿童产业被称为永远的朝阳行业，公司以原创动漫 IP 为基础，通过影视文化作品及衍生品销售已逐步在父母和儿童群体中取得影响力，公司未来将加快推进各类投资并购事宜，完善儿童文化产业上下游，打造儿童娱乐文化产业链，分享儿童产业市场快速发展带来的增长机遇。

**表 7: 美盛旗下对应各类儿童市场业务**

对应业务	对应子公司
儿童原创动漫	美盛动漫（星学院）
儿童影视制作	美盛影业
儿童视频网站及 APP	美盛视频（酷米网）
儿童剧演艺	美盛演艺（星梦工坊）
手游及网游平台	美盛游戏（缔顺科技）
社交平台	美盛电商（悠窝窝）
迪士尼及相关 IP 衍生品	新昌基地、杰克仕太平洋

资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

### 3.2 上海迪士尼开园在即，主营业务迎进一步增长

- 上海迪士尼带来主题投资机会：**上海迪士尼度假区，又称上海迪士尼魔法王国主题乐园，是大陆第一个、国内第二个、亚洲第三个以及全球第六个迪士尼度假区。主题乐园投资 294 亿人民币，酒店及零售餐饮娱乐投资 45 亿人民币。项目首期占地约 3.9 平方公里，以 1.16 平方公里的主题乐园和约 0.39 平方公里的中心湖泊为核心。华特迪士尼公司与上海申迪集团宣布上海迪士尼度假区将于 2016 年 6 月 16 日正式开园，并将举办为期数日的盛大开幕庆典。开园当日，度假区将包括上海迪士尼乐园、两家主题酒店、一个大型零售餐饮娱乐区，以及休闲娱乐设施、人工湖、相关停车场和交通枢纽等公共设施。迪士尼的每一发展进程都引发相关主题行情。目前，上海迪士尼建设工程处于完善后期，随着开园时间正式公布，正是引发相关主题行业的重要时期，也是主题投资的黄金期。

**表 8: 上海迪士尼乐园建设进程**

时间	进展
2009 年 01 月	迪士尼已宣布与上海市人民政府签订《项目建议书》，将联合上海市人民政府，在浦东兴建全球第 6 个迪士尼度假区。
2009 年 11 月	上海迪士尼项目已经通过国家有关部门核准。
2010 年 11 月	上海申迪集团与华特迪士尼公司正式签署上海迪士尼项目合作协议。
2011 年 03 月	上海国际主题乐园有限公司获国家商务部批准，上海国际主题乐园配套设施有限公司、上海国际主题乐园和度假区管理有限公司获上海市商务委批准。
2011 年 04 月	上海迪士尼项目正式开工。
2011 年 08 月	上海国际旅游度假区网站正式上线运行。
2012 年 04 月	上海迪士尼项目乐园场地形成工程。
2012 年 09 月	上海迪士尼后勤区行政楼开工。
2012 年 12 月	上海配套酒店项目正式开工。
2013 年 05 月	上海迪士尼乐园奇幻童话城堡的第一根永久混凝土桩打入地基。
2013 年 10 月	上海迪士尼乐园地上施工部分首根钢柱顺利吊装完毕，标志着乐园地上建筑施工正式开始。
2013 年 12 月	上海迪士尼乐园及配套设施项目首幢建筑封顶，该建筑邻近迪士尼乐园的零售餐饮娱乐区。
2014 年 04 月	上海申迪集团和华特迪士尼公司共同宣布上海迪士尼度假区的扩建计划，增资约 50 亿人民币。
2014 年 11 月	两座主题酒店（上海迪士尼乐园酒店和玩具总动员酒店）、大型购物餐饮娱乐区（迪

时间	进展
	迪士尼小镇)和配套休闲区的规划细节和效果图公布。
2014年12月	主要的施工方之一透露,上海迪士尼预计最早明年国庆节完工。
2015年01月	上海市市长杨雄称,上海迪士尼乐园的工程及配套项目建设,2015年将基本完成。
2015年05月	上海迪士尼旗舰店开业。
2015年07月	上海迪士尼举行网络发布盛典。
2016年6月	上海迪士尼正式开园

资料来源:长城证券研究所整理

- 上海迪士尼收益效应显著:** 上海迪士尼乐园一期总面积为 390 公顷,约是东京迪士尼的 2 倍,香港迪士尼的 3 倍。根据国际上其他迪士尼的客流量,东京每年游客人数为 1730 万人,香港每年游客人数为 450 万人,预计上海迪士尼游客为 1000-1500 万人。按照全球其他迪士尼乐园的产业链效应测算,1 元门票大约可以拉动 8 元消费,按照每年入园人数 1250 万人、门票价格 350 元计算,迪士尼每年带来的门票收益将达到 350 亿元。按照上海 2014 年 GDP 总额 23560.94 亿元计算,350 亿元的经济增长相当于上海 GDP 总额的 1.49%。这样规模的客源将拉动上海经济的发展,为上海相关现代服务业带来新的发展机遇,带动附近房地产、交通运输、餐饮、旅游酒店、商贸零售、纺织服饰等各行业的发展,进一步提升上海的国际知名度和综合竞争力。

**表 9: 世界各地迪士尼乐园客流量**

国家	城市	占地面积(公顷)	每年游客人数(万人)
美国	洛杉矶	207	2000
美国	奥兰多	12228	1600
日本	东京	201	1730
法国	巴黎	195	1200
中国	香港	126	450

资料来源:长城证券研究所整理

- 上海迪士尼开园为衍生品市场带来增长:** 上海迪士尼 2016 年的开业将为整个消费市场带来巨大增长动力,在推动整个当地消费经济和旅游行业的同时,上海迪士尼乐园也将为其衍生品市场引流,除迪士尼自身 IP 外,迪士尼于 2009 年底收购的漫威(Marvel)也为迪士尼在动漫影视全产业链注入更大优势,此外,目前在北美横扫票房记录的《星球大战 7:原力觉醒》也成为迪士尼电影在中国市场取得的最高首映成绩作品,凭借全世界范围内影响力最大、知名度最高的数个 IP,可以预期迪士尼概念后期将催化不断,迪士尼乐园或将为国内衍生品消费带来百亿级的市场空间。
- 美盛主营迪士尼衍生品业务需求增长:** 美盛主营动漫服饰销售,目前主要分为传统的动漫衍生品制造和全产业链两大部分业务,与迪士尼存在特许经营和战略合作关系,自 2010 年取得迪士尼的授权以来,自主设计动漫服饰产品,在动漫服饰领域处于领先地位。公司 2014 年动漫服饰业务营收同比增长 82%,扣非后净利润大增 127%,是美盛的核心业务,上海迪士尼开园将进一步刺激公司的动漫衍生品业务发展。
- 投资杰克仕美盛香港,完善产业链布局:** 公司为进一步深化产业链、整合资源,更好地实施战略布局,于 2014 年 11 月投资杰克仕美盛香港 49% 的股权,合作伙伴杰克仕太平洋公司是全球领先的玩具公司及迪士尼全球供应商,承接迪士尼玩具和服装代工,上海迪士尼的开园有望促进公司动漫服饰业务的快速增长和产业链上下游的延伸和拓展。

图 9：美盛与杰克仕共同承接迪士尼衍生服饰业务



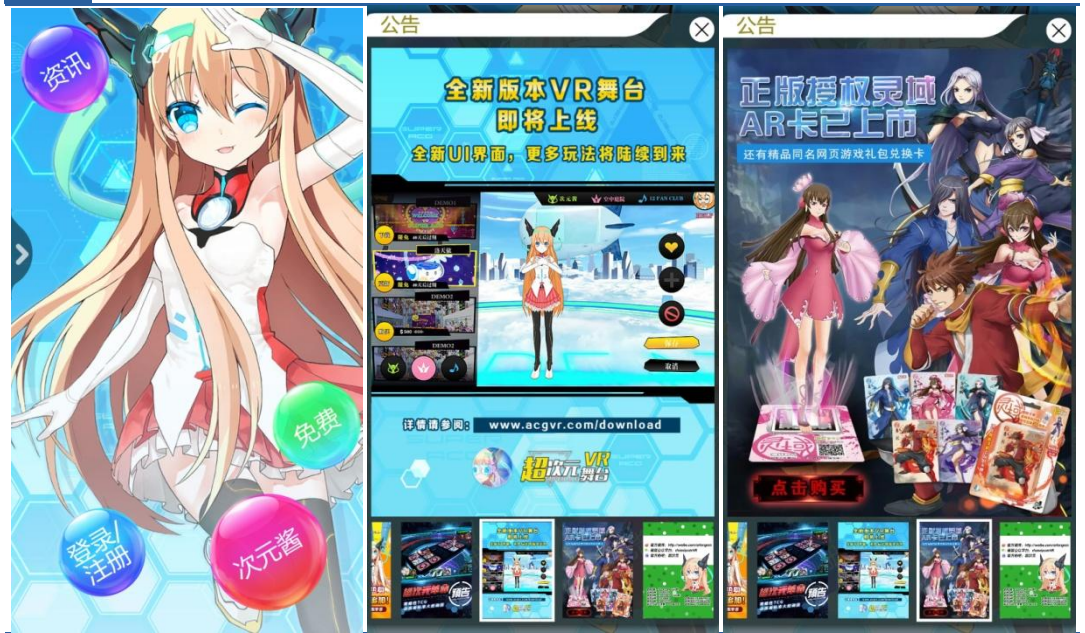
资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

## 4. 投资互联传媒，积极转型综合文化平台

### 4.1 加码投资二次元，建设泛娱乐生态圈

- 投资涉足虚拟现实领域，加强产业链资源整合：**公司 11 月 24 日公告，为加快泛娱乐大平台建设进程，加强在文化领域的战略布局，公司将投资涉足增强现实（Augmented Reality，简称“AR”）、虚拟现实（Virtual Reality，简称“VR”）领域，全资子公司杭州美盛二次元文化发展有限公司拟对广州创幻数码科技有限公司投资 2000 万元，其中对创幻科技增资 1750 万元，同时以 250 万元收购创幻科技原股东上海冠润创业投资合伙企业（有限合伙）所持 5% 股权，此次投资后公司将持有创幻科技 35% 股权。
- 深耕二次元垂直细分领域，打造精准虚拟现实内容商：**创幻科技成立于广州，注册资本 162.5 万元，是国内领先的数码动漫互动衍生品公司，专注于开发线上线下虚拟与现实联动技术及相关动漫衍生品，在二次元文化领域率先与增强/虚拟现实概念相结合，为二次元用户群体提供创意互动平台，公司拥有内容型平台 APP“超次元”，可通过 AR/VR 技术将二次元角色以三次元形象高度还原到现实世界，该平台目前拥有注册用户 40 万，付费率超过 70%，终端销售超过 3000 万元，公司在线上通过 APP 及电商形式覆盖二次元用户群，线下铺设各类动漫展、便利店、动漫衍生品门店及自动贩卖机，目前已覆盖全国 23 个省，业务延伸至新马泰地区。

图 10: 创幻科技二次元内容型平台 APP “超次元”



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所整理

- 子公司及投资项目逐步落地, 转型战略全面发力:** 公司 11 月 18 日公告, 设立杭州美盛爱彼文化发展及杭州美盛二次元文化发展两家全资子公司, 注册资本分别为 1 亿元与 5000 万元, 其中, 美盛爱彼将主要参与建设 IP 文化生态圈项目, 增强公司对 IP 资源的筛选、培育、全产业链开发和运营能力, 以及加强公司获取优质 IP 的能力; 美盛二次元则将在二次元文化领域扩大公司布局, 加强公司在二次元文化生态圈的建设, 以旗下手机动漫平台“漫画人”、cosplay 电商及社区品牌“窝悠悠”等业务与创幻科技进行二次元领域的资源整合与对接, 加快在二次元文化领域的战略布局。两家子公司将在各自领域强化公司的整体泛娱乐文化生态圈战略, 强势打造“美盛”品牌综合性文化产业平台, 加上真趣网络为公司搭建泛娱乐大平台以及 IP 变现增强实力, 未来或有更多泛娱乐及文化生态圈项目陆续展开。

## 4.2 投资创新工场及微媒互动, 加速整合产业链资源

- 投资新媒体运营平台, 为提升文化传播能力添薪加柴:** 公司 12 月 30 日公告, 为加速布局公司文化平台的新媒体运营能力及传播影响力, 进一步提升公司获取、孵化及运营 IP 的综合实力, 公司决定以自有资金对北京微媒互动科技有限公司投资 6000 万元, 此次投资后公司将持有微媒互动 15% 的股权。
- 国内第一大自媒体联盟, 瞄准互联网渠道精准传播营销:** 微媒互动 (WeMedia 新媒体集团) 成立于北京, 注册资本 200 万元, 旗下的 WeMedia 自媒体联盟是国内最早、最大的以自媒体形式设立的自媒体人合作互助平台, 目前已签约近 500 名来自于各行业中的精英自媒体人士, 在微信公众号、QQ 公众号、今日头条等移动端主流平台上拥有超过 200 个自营媒体帐号, 内容涵盖科技、网络、文娱、汽车、财经、文学等领域, 粉丝数量超过 3000 万人, 覆盖主流用户数量超过 5000 万人, 为 BAT、华为、小米、搜狐、新浪、网易、联想、滴滴、360、携程、同程、乐视、劳斯莱斯、特斯拉、克莱斯勒、招商银行、平安银行、中粮、蒙牛、蓝色光标等超过 500 家国内外知名企业客户提供移动互联网渠道的精准自媒体传播及营销服务。此次对微媒

互动的投资使公司得以进一步整合产业链资源，有望为公司的泛娱乐文化业务在新媒体领域带来更大影响力及更强的运营能力。

- **与创新工场基金战略合作，携手共建互联创新投资平台：**公司 12 月 30 日公告，董事会会议通过公司以自有资金 5000 万元投资北京创新工场创业投资中心（创新工场基金）的议案。创新工场基金此次募集规模 25 亿元，其中创新工场投资认购不低于总规模 1%，并担任基金管理人，其执行事务合伙人委派代表为李开复，存续期为 5 年。创新工场是由李开复博士于 2009 年创立的一个为全方位帮助中国优秀青年自主创业的孵化平台，致力于发掘国内互联网领域投资项目，为创业者提供资金、技术、市场运营、人力资源、法律事务等初创企业早期需要的相关服务，帮助初创企业快速成长，集“天使基金”及“创业孵化器”为一体。创新工场基金的投资方向及其标的与公司目前的文化业务及战略方向存有协同性，公司此次认购创新工场基金，将携手创新工场对互联网细分领域潜在的优秀项目进行投资，有助于公司构建及完善自身的泛娱乐文化生态圈，此外，有鉴于创新工场近年来在自媒体内容方面的成功投资及变现，创新工场成熟的 IP 开发运营能力可为公司带来更多的产业资源整合机会，加强公司对构建优质 IP 生态圈战略的布局。
- **投资浙江文化产业成长基金，助力当地创意文化产业发展：**公司于 1 月 9 日公告，拟已自有资金 5000 元人民币投资浙江文化产业成长基金，基金目标募集总额 50 亿元，存续期 5 年，管理人拟定为管理团队与浙江省文化产业促进会合资成立有限责任公司。基金计划投资于互联网及移动互联类型新媒体、网络文化、数字传媒等 TMT 行业，公司此次投资目的在于加强挖掘当地新兴热点企业的力度，加速整合行业内相关资源，分享未来文化产业高速发展所带来的增长收益。

## 5. 投资建议

公司在 2015 年加快整合资源的步伐，进一步梳理和优化游戏、影业、视频、演艺、海外、电商等各类资源，强势打造“美盛”品牌，大力推广和提升公司大文化形象，各类新业务的多点开花为今年业绩提供了较大弹性及丰富的想象空间，收购真趣网络为公司搭建泛娱乐大平台以及 IP 变现增强了实力，未来或有更多 IP 文化生态圈项目陆续展开，公司同时受益于二胎政策的放开和上海迪士尼乐园开业，各方面业务蓄势待发，积极投资加大外延扩张力度，转型战略进入全面发力阶段，随着产业链布局的不断完善，公司未来业绩有望突破爆发。

公司自上市至今一直积极布局泛娱乐平台，此次募资后将有更大能力和资本实现跨越式发展，明后年收入及利润将有望成倍增长。经过一年多来的紧凑布局和调整，公司通过并购、投资等方式布局文化生态圈，业务横跨二次元动漫、游戏、儿童剧、衍生品等各大领域，综合性文化产业平台已初具雏形。2015 年是公司百花齐放之年，动漫作品《星学院》倾心塑造民族自主 IP，游戏蛰伏一年即将突破爆发，迪士尼开园促进动漫服饰业务快速增长，二胎概念驱动儿童产业估值提升，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.33 元、0.59 元、0.81 元，对应 PE 分别为 103X、57X、42X，后续催化充分，维持“强烈推荐”的投资评级。

## 6. 风险提示

国内市场增长不及预期，泛娱乐平台建设进程或战略转型进度不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	231	456	707	1293	1824	成长性					
营业成本	149	290	440	789	1112	营业收入增长	12.7%	97.3%	55.0%	83.0%	41.0%
销售费用	8	14	20	36	51	营业成本增长	19.9%	94.1%	52.1%	79.2%	41.0%
管理费用	32	51	71	127	186	营业利润增长	0.6%	129.2%	56.5%	91.2%	38.9%
财务费用	-2	1	-2	-3	-7	利润总额增长	-14.0%	134.8%	48.3%	82.3%	36.8%
投资净收益	4	10	8	8	8	净利润增长	-14.9%	132.7%	50.5%	81.1%	36.5%
营业利润	50	115	179	343	477	盈利能力					
营业外收支	7	20	20	20	20	毛利率	35.4%	36.5%	37.7%	39.0%	39.0%
利润总额	57	134	199	363	496	销售净利率	17.9%	21.5%	20.9%	20.7%	20.0%
所得税	20	48	51	95	131	ROE	6.5%	13.9%	17.4%	24.3%	25.2%
少数股东损益	0	1	1	3	4	ROIC	14.5%	11.6%	24.0%	46.5%	41.7%
净利润	42	97	146	265	361	营运效率					
资产负债表 ( 百万 )	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	销售费用/营业收入	3.5%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产	459	552	731	1111	1491	管理费用/营业收入	14.0%	11.1%	10.0%	9.8%	10.2%
货币资金	133	250	399	370	755	财务费用/营业收入	-1.0%	0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
应收票据及账款	33	60	84	180	193	投资收益/营业利润	8.2%	8.8%	4.5%	2.3%	1.7%
预付账款	6	14	16	38	39	所得税/利润总额	34.9%	35.8%	25.8%	26.3%	26.5%
存货	57	176	178	456	437	应收账款周转率	6.99	7.57	8.38	7.18	9.46
非流动资产	349	413	371	332	293	存货周转率	2.63	1.65	2.48	1.73	2.54
固定资产合计	254	287	252	217	182	流动资产周转率	0.37	0.80	0.95	1.32	1.23
资产总计	808	966	1102	1443	1784	总资产周转率	0.29	0.47	0.64	0.90	1.02
流动负债	45	111	103	197	198	偿债能力					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	18.0%	22.9%	17.1%	19.6%	15.9%
应付票据及账款	23	60	66	160	159	流动比率	10.12	4.96	7.10	5.64	7.52
非流动负债	100	110	86	86	86	速动比率	3.91	3.16	5.13	3.20	5.19
长期借款	69	70	70	70	70	每股指标 ( 元 )					
负债合计	146	221	189	283	284	EPS	0.09	0.22	0.33	0.59	0.81
股东权益	662	744	885	1139	1487	每股净资产	1.48	1.67	2.05	2.60	3.36
股本	94	206	206	206	206	每股经营现金流	-0.04	0.34	0.33	-0.06	0.86
留存收益	140	228	367	619	963	每股经营现金/EPS	-0.39	1.58	1.02	-0.11	1.07
少数股东权益	17	45	46	49	52	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	808	966	1073	1422	1771	PE	362.31	155.67	103.46	57.14	41.85
现金流量表 ( 百万 )	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	PEG	4.26	2.83	1.88	0.69	1.02
经营活动现金流	50	-22	142	-35	380	PB	23.43	21.61	18.03	13.86	10.54
其中营运资本减少	-84	27	187	286	379	EV/EBITDA	65.41	33.16	21.39	11.69	8.29
投资活动现金流	-93	196	11	14	14	EV/SALES	50.86	46.86	28.58	17.01	12.09
其中资本支出	129	54	0	0	0	EV/IC	13.51	14.96	9.44	5.19	3.47
融资活动现金流	27	-18	-4	-8	-9	ROIC/WACC	5.22	12.48	12.42	8.12	7.97
净现金总变化	-16	156	149	-29	385	REP	0.14	0.12	0.23	0.46	0.41

## 研究员介绍及承诺

**黄淑妍:** 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

**张正威:** 纺织服装行业研究员, 2015 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

### 北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>