

2014/9/15

上市/櫃新股報告

公司簡介

成立日期	1996/07/02
興櫃掛牌日期	2013/9/30
董事長/總經理	黃文章/黃文章
股本 (NT\$mn)	390
股權結構 (%)	
世茂投資	7.69%
吉利投資	7.69%
日冠投資	7.69%
正典投資	7.69%

營業比重(合併)

劇集發行收入:51.9%
商品銷售收入:21.2%
展覽活動收入:11.3%
系統及廣告託播收入:8.9%
授權收入:4.7%
其他:2%

主要市場:

內銷:100%

簡要財務資訊

	1H14
每股淨值 (NT\$)	18.13
負債比率 (%)	25.8
流動比率 (%)	332.0
速動比率 (%)	218.3
應收帳款週轉天數	57.21
應付帳款週轉天數	33.66
平均銷貨天數	266.42

文創產業

霹靂國際(8450 TT)

霹靂國際堅持原創精神，以傳統文化為底蘊，不斷創新的思維，將傳統藝術變成一種獨步全球的「偶動畫」創作，帶動東方原創奇幻風潮，建構「東方迪士尼」的夢想王國。

- 霹靂以原創偶動畫為出發點，跨足各娛樂消費領域，其藝術文化成就及娛樂商業價值，使「霹靂國際」不僅成為台灣本土文化的霸主，更成為台灣最具獨特性的文化及影視娛樂的代名詞。
- 歷年來持續不斷創作的原創內容累積下，無論是相關的周邊商品銷售或是各類的授權業務，皆有豐富且多樣的內容可作為各大產業業者合作對象，此多年累積下的無形資產為公司價值所在。
- 目前劇集發行收入與周邊商品銷售收入為公司兩大營收來源，1H14 營收佔比分別為 52%與 21%，授權業務營收佔比則為 4%。相較於國際業者衍生性授權商品營收佔比可超過五成，在加強異業結盟合作下，未來衍生性授權商品營收佔比也將朝此一水準邁進。
- 隨中國視頻網站業者本身對於版權的重視，過去網際網路興起對影音產業造成的侵權影響將可降低。相反的，對內容業者而言，新的商業模式將帶來新的商機。霹靂系列布袋戲已經累積近 2000 小時的劇集內容與中國地區廣大的收視群眾，未來中國市場之商機無限。
- 霹靂國際在歷年來持續不斷創作的原創內容累積下，無論是相關的周邊商品銷售或是各類的授權業務，皆有豐富且多樣的內容可作為各大產業業者合作對象，此多年累積下的無形資產為公司價值所在。由於華語市場正處於起飛階段，預期華語文創類股享有的評價也高於歐美文創類股。

(NT\$千元)	2011	2012	2013	1H14
營業收入	519,219	494,070	574,936	334,524
營業利益	143,958	160,098	192,522	78,873
稅後純益	171,968	168,823	170,631	70,922
EPS (元)	8.86	4.66	4.63	1.95

公司簡介

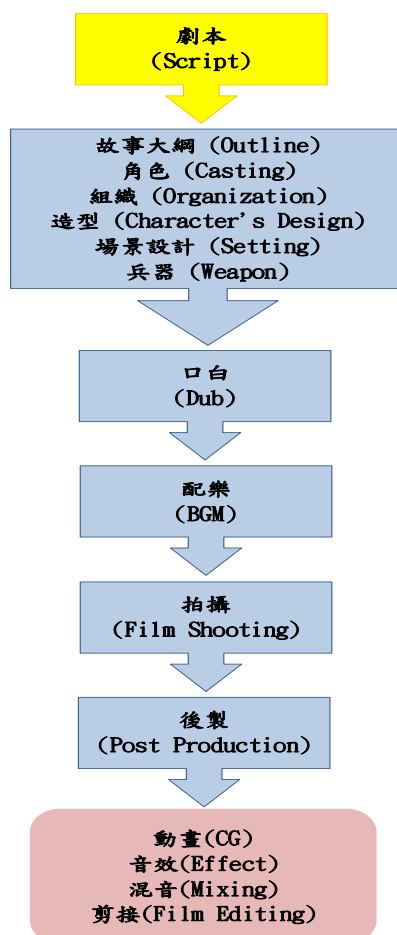
● 公司概況

霹靂國際成立於 1996 年，成立時名為「大智育樂股份有限公司」，代理霹靂衛星台電視廣播節目之業務。2000 年更名為「霹靂國際多媒體股份有限公司」。目前公司在雲林虎尾與土庫共有三個攝影棚，總面積約萬坪。

霹靂國際資本額為 3.9 億，主要收入來源為劇集 DVD 發行之收入。目前霹靂系列 DVD 每週五固定發行一片，每片片長 90 分鐘，隔週加發一片，透過 7-11 與全家便利商店雙通路銷售，每片售價為 110 元。

霹靂所生產之劇集影片，由編劇、口白、音樂、效果、動畫、造型、佈景、道具、攝影、燈光、操偶、導播、混音、剪輯、審片等流程係一條龍式的生產，全數的製作皆由公司自行完成。霹靂以原創偶動畫為出發點，跨足各娛樂消費領域，其藝術文化成就及娛樂商業價值，使「霹靂國際」不僅成為台灣本土文化的霸主，更成為台灣最具獨特性的文化及影視娛樂的代名詞。

圖一 偶動畫劇集製作流程



資料來源:霹靂國際、中國信託證券整理

● 霹靂系列劇集累積已播出近 2000 小時

霹靂國際最具知名度之劇集為霹靂系列劇集，因每齣劇名皆有「霹靂」二字得稱。目前大家所熟知的霹靂系列劇集，主要由素還真、一頁書、葉小釵及眾多英雄為主線，衍生發展的天下武林故事。霹靂系列由有「十車書」之稱的黃文章(強華)董事長職司編劇、由有「八音才子」之稱的黃文擇副董事長統籌口白，截至 2013 年最新上映之「霹靂俠影之轟定干戈」，霹靂系列布袋戲及其他系列節目已製作發行逾 2000 小時的劇集內容。霹靂系列劇集發行收入為霹靂國際多媒體的主要營收來源。

表一 霹靂國際重要記事

時間	重要事件
1996/07	7 月成立「大智育樂股份有限公司」代理霹靂衛星台電視廣播節目之業務。成立霹靂官方網站。
1998/08	應邀於國家戲劇院演出『狼城疑雲』，首創偶動畫登上國家戲劇院之記錄。
2000/08	「大智育樂股份有限公司」，更名為「霹靂國際多媒體股份有限公司」。
2000/01	霹靂首部原創偶動畫電影『聖石傳說』上映，票房 1 億 5 千萬元，打敗《玩具總動員 2》在台票房。
2006/02	『霹靂英雄榜之爭王記』於美國卡通頻道(cartoon network)播映，首部登上全美電視網之台灣自製戲劇節目。
2009/09	全面轉換影音通路，首度在全家便利商店發行最新劇集。
2011/07	霹靂多媒體榮獲「台灣百大品牌」文化創意服務類殊榮。
2012/11	籌備首部 3D 偶動畫電影『奇人密碼：古羅布之謎』。
2013/01	霹靂劇集於全台 7-ELEVEN 發行上市。
2013/08	股票公開發行。
2013/09	榮獲文化部「2013 年文創精品獎」精品大獎。
2013/12	於台北華山藝文特區舉辦霹靂奇幻武俠特展

資料來源:霹靂國際、中國信託證券整理

● 目前營收主要來自於劇集發行收入，未來授權業務成長空間大

2013 年公司合併營收 5.75 億，劇集發行與周邊商品銷售為公司兩大營收來源，營收佔比分別為 63%與 17%。授權業務營收佔比則為 4%，相較於國外業者，如以 Hello Kitty 聞名的日本三麗鷗集團與迪士尼，霹靂國際授權業務與周邊商品銷售收入佔比仍不高。目前霹靂國際之營收比重發行與衍生性授權及商品約為七比三，而國際影視娛樂文化集團發行與衍生性授權商品之比重約為三比七。藉由過去蓄集之能量，未來霹靂國際之終極目標將朝向此一水準邁進。

公司競爭優勢

● 四大創作方針，獨步全球的「偶動畫」創作

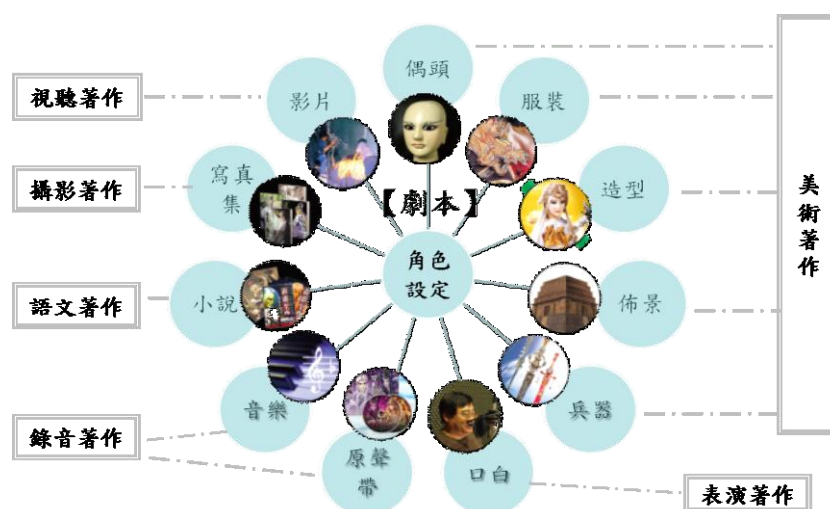
早期的布袋戲以情節取勝，由於技術有限，只能用插科打諢，深入淺出的方式來演繹劇情。而霹靂國際運用了超現代的表演方式。無論是木偶本身，還是拍攝技藝，霹靂都融合了現代技術，並且隨時代步伐而創新。而其四大創作方針將傳統藝術，變成一種獨步全球的「偶動畫」創作。1.編劇取材藉古創新、橫亙古今、東西兼融，打造出獨創的霹靂東方奇幻武俠世界。2.一人口白主演和操偶的優質傳統技藝，造就作品的獨特性。3.傳統中注入流行時尚元素，塑造獨特的霹靂視覺美學。4.運用最新數位科技與媒體，創新拍攝技術、動畫特效及演繹方式，為霹靂不斷進化的原動力。

● 累積上千小時節目為公司最大資產，衍生商機無限

「劇本」是霹靂國際創作的核心與起源，經由長年發展，以其原創精神，累積龐大無形資產，創造出專屬於霹靂國際的視聽著作、攝影著作、語文著作、表演著作、美術著作與音樂著作。尤其以視聽著作對營運有最直接之貢獻，截至 2013 年最新上映之「霹靂俠影之轟定干戈」，霹靂系列布袋戲及其他系列節目已製作發行逾 2000 小時的劇集內容。忠實的收視群眾，替公司帶來穩定的收入來源。

而霹靂國際歷年來持續創作不斷的原創內容，創造出數以千計的偶像明星、兵器道具、對話口白等，吸引年齡層從十五歲到六十五歲的觀眾，累積海內外數以百萬計的忠實戲迷，無論是相關的周邊商品銷售或是各類的授權業務，皆有豐富且多樣的內容可作為各大產業業者合作對象。近期國內知名電腦品牌業者華碩與霹靂國際合作，取霹靂主角素還真一人三化變形分身，代言 ASUS 變形系列產品。

圖二 從劇本衍生出相關產品



資料來源:霹靂國際、中國信託證券整理

● 一條龍劇集製作流程，全方位娛樂事業版圖

霹靂國際獨創「一條龍式生產線」，從編劇、口白、音樂、效果、動畫、造型、布景、道具、攝影、燈光、操偶、導播、混音、剪輯、審片等 15 個工作單位一條龍式的流暢製作流程。整體節目所呈現的電影感，無論在劇本、剪接、運鏡、特效等各方面，都凌駕一般電視劇的製作水平與成本。

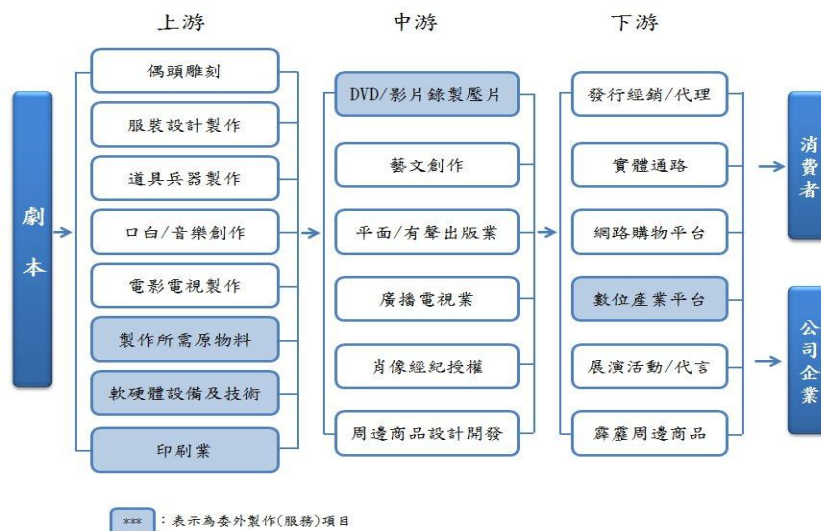
除了最上游的劇集製作外，霹靂國際獨特的多角化行銷經營策略更發展出全方位事業版圖。包括原創偶動畫 DVD 影音發行、霹靂網網站經營、霹靂台灣台、周邊商品、劇集原聲配樂、劇場表演、原創偶動畫電影、平面出版品、霹靂會員社群組織。

圖三 霹靂國際事業版圖



資料來源:霹靂國際、中國信託證券整

圖四 偶動畫產業上下游



資料來源:霹靂國際、中國信託證券整理

產業概況

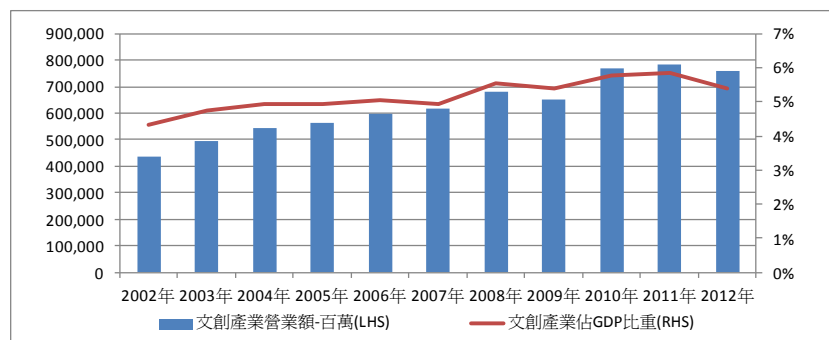
● 台灣文創產業 GDP 佔比低，仍有成長空間

1998 年韓國提出「文化立國」的發展戰略，以弭平當時製造業被重創的經濟體系，透過政府資源挹注和法規配套修訂，發展文創產業。其文觀部總預算由 1994 年占政府總預算 0.63%，至 2011 年文創發展預算已達 2.06 兆韓元的水準，占政府總預算 0.96%，帶動韓國文化產業之發展。

我國政府自 2003 年推動「文化創意產業發展計畫」第一期，協助文化藝術者創業，並已建設 5 個文化創意園區之後。自 2008 年開始第二期計畫，主要分成「強化產業環境發展」、「工藝創意產業發展計畫」和「創意文化園區推動計畫」三項子計畫，並以能為台灣創造具競爭力的美感創新產業、建立文化創意的高附加價值產業園區、塑造創意有機的結構環境為目標。同時政府也在 2009 上半年提出六大新興產業發展政策，其中亦包括文化創意產業，希望能提高國民藝文消費金額比重由 13% 提升至 15%。更在 2010 年時頒布了『文化創意產業發展法』，訂定「文化創意產業發展研究院設置條例」。此外，2011 年開始實施 ECFA，使得兩岸的創作及藝術表演業的交流將更為密集，顯示我國政府積極扶植本產業的政策推動方向。同時，為配合中央政府組織改造的啟動，2012 年文建會改制為文化部，我國創作及藝術表演業的監理機關正式升格為部級單位，使得每年執行預算將可望增加，帶動政府政策的扶植更為積極。

根據「2013 台灣文化創意產業發展年報」(如下圖)統計，文創產業的營業額除了金融風暴時期而呈現下降外，其餘均逐年成長，至 2012 年台灣文化創意產業營業額達新台幣 7,574 億元。近幾年由於文創產業的快速成長，吸引全世界廣泛的關注，包括大家耳熟能詳的好萊塢電影、日本動漫、電玩等都屬於文創授權的範疇，而近年來刮起一陣韓流旋風的韓國，在 2010 年文創產業營業額高達 72 兆韓元(約台幣 1.95 兆)，反觀台灣，根據文建會文創產業發展年報的統計，年產值約 7,574 億，只占了全國 GDP 的 5.4% 上下，對照日本的 10% 以上，韓國的 6.3%，尚有很大的成長空間。

圖五 台灣文創產業營收走勢



資料來源:2013 台灣文化創意產業發展年報

公司營運概況

一、產品概況

霹靂國際營收來源分為劇集發行收入、周邊商品銷售收入、霹靂電視台節目與廣告託播收入、授權業務收入及專案活動等。

表二 霹靂國際合併財報營收組成

	2011	2012	2013	1H14	1H14佔比
劇集收入	309,722	319,173	364,747	173,496	51.9%
商品銷售收入	110,466	81,108	98,757	71,026	21.2%
展覽活動收入	-	-	-	37,872	11.3%
系統及廣告收入	59,100	57,600	60,060	29,925	8.9%
授權收入	17,704	20,706	25,396	15,556	4.7%
其他	21,227	15,483	25,976	6,649	2.0%

資料來源:霹靂國際、中國信託證券整理

● 劇集收入仍為現階段主要營收來源

目前霹靂每兩週首播發行三章(單章 90 分鐘)全新劇集，劇集發行收入營收之佔比達 52%，為目前霹靂國際主要營收來源。霹靂縝密分工之一條龍式劇集製作流程，所投入的資金與人力係遠遠凌駕一般電視劇製作之水平與投資，除了歷年來持續不斷累積的劇集創作、拍攝及製作經驗，更使用最先進之拍攝設備及製作技術來製作出高畫質高水準之劇集影片，使霹靂偶動畫劇集呈現出高品質的國際水準。2009 年開始首度在全家便利商店發行最新劇集，而從 2013 年更加入 7-11 超商通路，全台共有近 8000 個通路販售霹靂劇集，使發行通路更為全面且完整，提供消費者便利之購買平台。

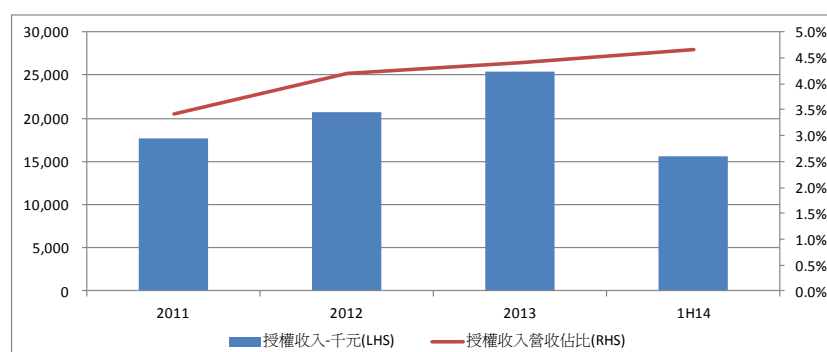
● 周邊商品銷售，深受戲迷喜愛

在霹靂周邊商品種類中，深受戲迷喜愛係與電視版戲偶同比例大小的霹靂大木偶，大木偶傳神的臉部表情、精緻純手工縫製的服飾配件，係兼具收藏性及把玩性，在許多的戲偶收藏家的眼裡皆視為必收之精品，爭相購買收藏。另一深受消費者喜愛的周邊商品係各種造型的霹靂戲偶公仔系列與武器名鑑系列。公司將霹靂戲偶人物的動作、型態、特色、表情、配件及劇中戲偶所使用的武器等以深受大眾歡迎的動漫風格製作出各種形式的公仔與武器名鑑系列等周邊商品供消費者購買與收藏。同時，搭配霹靂劇集而開發的角色劇照、人物撲克牌、餐墊、海報...等等周邊商品，讓戲迷在觀看布袋戲之餘，也能將心中喜愛的角色，透過商品呈現而加以收藏。目前為止，已開發之周邊商品項目已達千款以上。舉凡文具用品、玩具禮品、印刷商品、服飾配件、電子產品、書籍、雜誌、木偶、海報、影音 DVD、劇集原聲帶、馬克杯、紀念品...等商品，皆在周邊商品的開發之列。

● 授權業務目前佔整體營收 4.2%，具成長空間

近年來授權產業在全球快速發展，全球授權產業的產值已達 1 8 5 0 億美元，而美國授權產業產值則高達 1 1 2 0 億美元，佔全球授權產業的六成。中國則為近年來全球授權行業發展最快的國家，從 2 0 0 6 年到 2 0 1 1 年授權產業的產值增長了 3 倍，目前已達 4 7 億美元，尤其以娛樂產業為成長最快領域。霹靂國際藉由過去多年累積下來的無形資產，未來將加強拓展授權收入，此塊業務雖對營收貢獻較不顯著，然因不需增加成本，增加之營收幾乎都可轉為獲利，此項業務之蓬勃發展將帶動霹靂國際獲利成長幅度優於營收成長幅度。

表三 授權收入佔營收比重



資料來源:霹靂國際、中國信託證券整理

二、推陳出新，年輕族群接受度高

霹靂所推出之原創偶動畫深受各年齡層觀眾的喜愛，在霹靂官網上登入註冊的會員人數已累積近 50 萬餘人。會員的年齡小至 10 歲以下，大至 70 歲以上皆有。人數最多的係介於經濟能力與消費力道皆最強的 21~40 歲族群，佔全部會員人數之 80% 以上；其中，21~30 歲的年輕族群更是多於 31~40 歲者，顯示喜愛霹靂的消費者，有愈來愈年輕化的趨勢率。

霹靂網會員年齡分布

年齡區間	10歲以下	11-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61-70	71歲以上
%	0.28%	7.23%	44.22%	37.52%	8.30%	1.80%	0.42%	0.23%

三、一源多用、多管齊下，帶動霹靂業績持續成長

霹靂國際藉由拓展銷售渠道，加強異業合作，達到一源多用促進業績成長之目標，從財報上很明顯的可以觀察到近年來授權收入持續增長。霹靂憑藉過去累積的龐大無形智財，將衍生出無限商機，帶動霹靂業績持續成長。

● 2014 年推出霹靂奇幻武俠特展

為使北中南各地戲迷觀眾，能體驗認識台灣掌中文化演變及霹靂創新求變的歷史軌跡，霹靂國際自 2013 年起積極籌辦大型售票偶展，展出歷年來累積的 200 尊戲偶，展覽內容包含服裝、造型、兵器到大型場景。2013/12/28 日起在台北華山文創園區展開近 3 個月之特展，共吸引了 18 萬人次參觀，並帶動了周邊商品銷售成長。從 2014/6/28 日起在高雄駁二特區，也展開為期三個月之特展。雖然展覽初期相關費用支出較高，然而此次展覽也替公司創造出新的收入來源，上半年來自展覽活動收入約 3800 萬元，佔公司營收 11.3%。

● 2015 年霹靂將再度躍上大螢幕

2000 年霹靂國際推出武俠布袋戲電影作品「聖石傳說」，首週票房便以 2800 萬元大勝同時期的動畫強片「玩具總動員 2」，累積總票房更超過 1 億元，2001 年起陸續在中國大陸、日本、韓國、東南亞上映。2015 年，霹靂製作的全球第一部 3D 偶動畫電影《奇人密碼：古羅布之謎》將再度躍上大螢幕，在既有的影迷支持與所選取劇本符合全家觀賞下，預料將再創佳績。且近年來中國電影市場蓬勃發展，海外版權出售預料也將替公司帶來豐厚的收益。

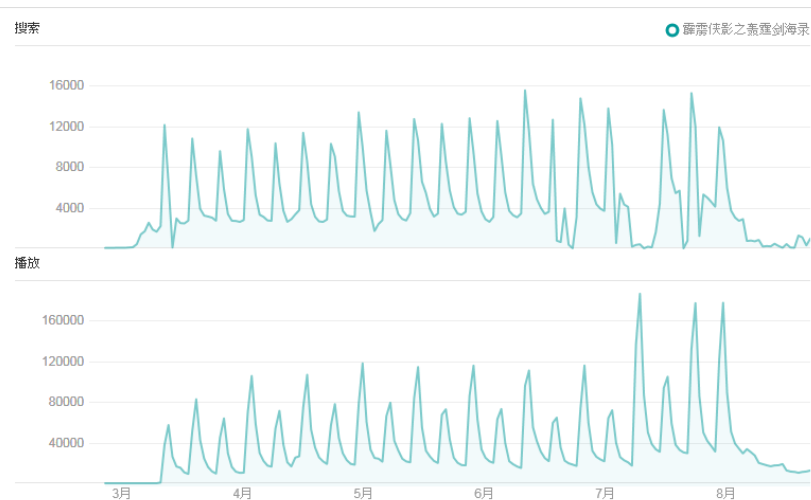
● 中國霹靂戲迷帶來無限想像空間

隨網際網路的興起，盜版侵權行為對於影音產業產生了不利的影響。然而隨著中國視頻網站逐漸壯大已進入成熟階段，正版化成了趨勢，視頻業者開始花重金購買版權並且積極維護自身權益，此一趨勢替影音產業業者創造出新的收入模式。2011 年中天以 700 萬美金將「康熙來了」版權賣斷予土豆網。2013 年騰訊網更以 1 小時內容 3 萬人民幣買入「康熙來了」獨家同步播出版權。而騰訊網也以廣告拆帳方式與華視「名人堂」合作，若累積點閱率達 1 億，將得 400 萬人民幣的廣告收益。

目前霹靂劇集在中國已有穩定的收視觀眾，以今年 3 月份開始發行 8 月份完結的「霹靂俠影之轟霆劍海錄」為例，根據優酷所統計之資料，每當有新片發行時，優酷播放指數可達到 12 萬的水準，且隨劇情發展，觀看的人數有持續上升的現象。若進一步分析觀眾所在地區分佈，可以看出除了熟悉閩南語的沿海城市外，深居內陸的四川成都也是霹靂的主要收視地區。

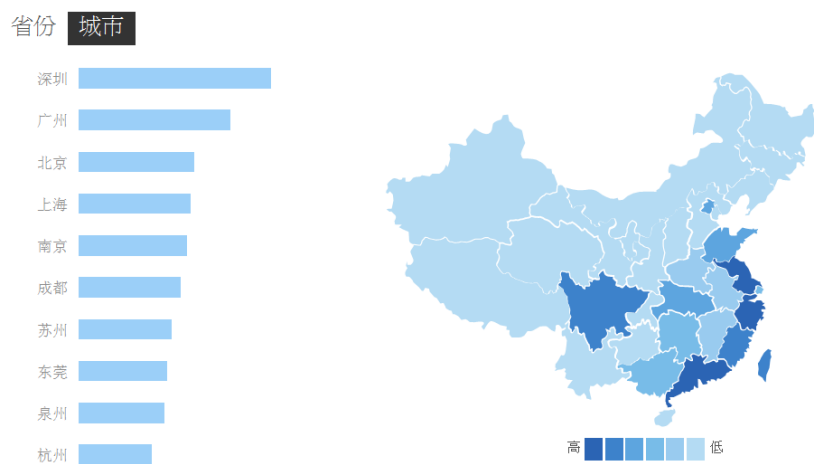
隨著中國收視人口增加，未來霹靂無論是選擇對視頻業者授權收取權利金之模式，或以銷售周邊商品等模式，將有機會帶來比台灣市場更大的商機。

圖六 優酷指數-「霹靂俠影之轟霆劍海錄」



資料來源:優酷網、中國信託證券整理

圖六 優酷指數-「霹靂俠影之轟霆劍海錄」觀眾地區分佈



資料來源:優酷網、中國信託證券整理

評價分析

● 財務概況

霹靂國際營收來源以劇集發行收入為大宗，佔其 1H14 合併營收 52%。1H14 霹靂國際營收為 3.35 億(YoY+18.06%)，營業利益 0.79 億(YoY-16.43%)，稅後淨利 0.71 億(YoY-12.75%)，以 3.9 億股本計算，稅後 EPS 1.95 元。由於 3Q 霹靂奇幻武俠特展於高雄展出，預料將帶動營收持續成長。

● 同業評價概況

目前霹靂國際營收來源以劇集發行收入為大宗，佔其合併營收 52%。在歷年來持續不斷創作的原創內容累積下，無論是相關的周邊商品銷售或是各類的授權業務，皆有豐富且多樣的內容可作為各大產業業者合作

對象，此多年累積下的無形資產為公司價值所在，且華文市場正處於起飛階段，故預期華語文創類股享有的評價也高於歐美文創類股。綜觀國內上市櫃公司，尚無與霹靂類似經營模式者，故以較為類似的經營音樂創作相關業務的華研(8446)與代表台灣文創品牌的誠品生(2926)作為比較對象。國外廠商部分，則選取同樣以原創內容起家的迪士尼(DIS US)為比較對象，迪士尼為全球性之名的娛樂品牌，授權業務已成為公司主要獲利來源，在全球約 3,000 多家授權商銷售著超過 10 萬種與迪士尼卡通形象有關的產品。

表四 同業獲利比較

公司	股票代號	2014/9/9		2013		2014F	
		收盤價	PER	營收(Mn NTD)	EPS	營收(Mn NTD)	EPS
華研	8446	97.7	27.1	939	3.25	970	3.60
誠品生	2926	172.5	25.4	3,454	6.67	3,550	6.80
公司	股票代號	收盤價	PER	營收(Mn USD)	EPS	營收(Mn USD)	EPS
Disney	DIS US	90.56	22.1	45,041	3.38	49,000	4.1
平均			24.9				

資料來源:中國信託證券整理

合併損益表

(NT\$百萬元)	2011	2012	2013	1H14
營業收入	518	494	575	335
營業毛利	250	315	345	171
營業費用	107	154	152	92
營業利益	144	160	193	79
業外淨收入	62	46	21	11
稅前純益	205	206	214	90
稅後純益	172	169	171	71
EPS (元)	8.86	4.66	4.63	1.95
重要比率(%)				
毛利率	48.26	63.77	60.00	51.04
營利率	27.80	32.59	33.57	23.58
稅後純益率	33.20	34.21	29.74	21.19
YoY (%)				
營業收入		-4.63	16.40	18.06
營業毛利		26.00	9.52	-0.88
營業利益		11.11	19.88	-16.43
稅後純益		-1.7	-1.1	-12.75



免責聲明

本報告僅供中國信託綜合證券內部及特定客戶參考；本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業(以下稱“中信金集團”)從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。