

金利科技 (002464)

金利科技:MMOGA 有望 Q4 验证业绩承诺,收购微屏发力地方性棋牌游戏买入(首次)

投资要点

■ 拟收购国内优质棋牌游戏商微屏软件科技,公司有望迎来利润新增长点。微屏软件在国内棋牌游戏行业具备差异化优势,旗下 PC 游戏平台“人民棋牌”与移动游戏平台“掌心游”地方特色突出,收入增长稳定。公司可利用微屏软件客户资源,实现优势互补,进一步促进主营业务发展。

■ 公司 2015 年剥离原主营业务,收购欧洲最大游戏商品 B2C 平台 MMOGA,转型游戏电子商务平台。MMOGA 具备销售游戏许可码及虚拟商品先发优势,积累众多客户流量,且用户粘性高,平台转化率高出电商行业市场平均值 5-7 个百分点。2015 年 MMOGA 业绩承诺完成情况基本达标,16 年下半年全球几款重磅游戏的上线+海外游戏迎来游戏旺季,为 MMOGA 业绩完成提供强有力支持。

■ 战略布局电竞+VR,提供新的利润增长点。公司拟募投 1.1 亿元用于电竞平台升级、VR 游戏研发及 VR 线下体验场馆建设,充足的资金将助推电竞与 VR 战略的成功落地。标的公司微屏软件在电竞领域有所涉及,并且拥有丰富的游戏开发运营经验与庞大的用户群,将有效助推公司战略实施。

■ 买入评级:MMOGA 作为欧洲线上游戏相关产品零售电商平台的领军者,未来随着公司线上广告业务发力,游戏出海逻辑体现,电竞与 VR 布局加强,外延并购加速,公司有望迎来多个利润增长点。由于购买 MMOGA 后续款项支付货币为欧元,公司不存在欧元敞口,汇兑损益有望在未来得到冲抵,故我们暂时不考虑其影响。本次拟收购微屏暂未落地,我们当前不予考虑其业绩。我们预期 16/17/18 净利润分别为 2.94 亿元、4.22 亿元、5.17 亿元,采取可比公司估值法予以 17 年 35 倍 PE,对应目标市值 147.7 亿元,对应目标价 101.2 元,首次覆盖,予以买入评级。

■ 风险提示:收购整合不达预期,汇兑风险

盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	560.6	495.0	710.0	870.0
同比(%)	6.1	-11.7	43.4	22.5
净利润(百万元)	32.3	294.0	421.6	516.6
同比(%)	125.0	808.7	43.4	22.5
毛利率(%)	32.7	85.0	85.0	85.0
ROE(%)	3.3	23.2	25.0	23.4
每股收益(元)	0.22	2.02	2.90	3.55
P/E	304.60	33.52	23.37	19.07
P/B	10.12	7.77	5.83	4.47

2016 年 10 月 14 日

首席证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0860514040001

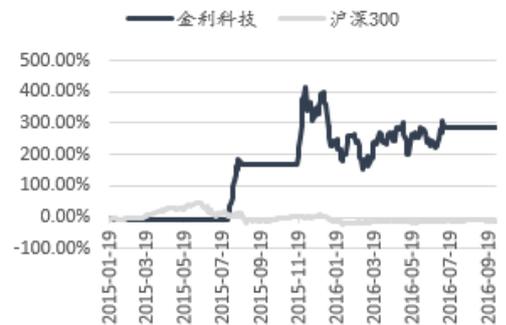
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 唐思思

执业资格证书号码: S1220116020111

tangss@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.68
一年最低价/最高价	0.49
市净率(倍)	9.55
流通 A 股市值(亿元)	98.99

基础数据

每股净资产(元)	6.69
资产负债率(%)	57.18
总股本(百万股)	146
流通 A 股(百万股)	146

目录

1. 收购有欧洲大型游戏商品中介平台 MMOGA，公司业务整体表现良好	4
1.1. MMOGA 剥离“卖家身份”，纯中介收费模式大幅提升主营利润率	4
1.2. 公司业绩表现良好，MMOGA 业绩实现情况基本符合承诺	5
2. 享欧洲游戏市场成长红利，未来业绩可期.....	6
2.1. 六大因素支撑 MMOGA 全年业绩增长.....	6
2.2. 国内游戏虚拟物品交易市场发展潜力大，MMOGA 大有可为	10
2.3. 借助 MMOGA 现有流量资源，游戏出海逻辑有望变现	10
3. 拟收购国内领先的棋牌游戏商微屏软件科技，拓展游戏产业链布局	11
3.1. 微屏软件国内深耕多年，在棋牌游戏领域具备差异化优势	12
3.2. 微屏软件与公司现有游戏业务形成优势互补，战略协同	14
4. 金利科技未来经营亮点：电竞+VR.....	14
4.1. 适度加大电竞布局.....	14
4.2. 拟布局 VR 游戏产品开发+线下体验店	15

图表目录

图表 1: MMOGA 游戏虚拟物品业务流程.....	4
图表 2: 2013 年-2015 年 MMOGA 业务毛利率.....	5
图表 3: MMOGA 历史业绩.....	5
图表 4: 2016H1 公司子公司业绩情况.....	5
图表 5: 德国 41%人口都是网上支付主要人群.....	6
图表 6: 德国虚拟交易市场规模 (亿元).....	6
图表 7: MMOGA 同类网站用户口碑 TOP10.....	7
图表 8: MMOGA 期末注册用户数 (万).....	7
图表 9: 《魔兽世界》旧版本画面.....	8
图表 10: 《魔兽世界》新版本画面.....	8
图表 11: 《FIFA17》画面效果相比《FIFA16》更加逼真.....	8
图表 12: 《战地 1》场面恢宏刺激.....	9
图表 13: 美国游戏发行商 EA Q3 与 Q4 收入 (亿美元) 对比.....	9
图表 14: 增发前后公司股权结构变化.....	11
图表 15: 募集配套资金用途.....	11
图表 16: 微屏科技主要游戏产品.....	12
图表 17: 人民棋牌系列月充值金额较稳定.....	12
图表 18: 掌心游系列月充值金额呈增长态势.....	13
图表 19: 微屏软件近三年营业收入及净利润.....	13
图表 20: 标的公司营业收入拆分.....	13
图表 21: 标的公司分游戏营收占比.....	13
图表 22: 微屏软件主要人员任职情况.....	14

1. 收购有欧洲大型游戏商品中介平台 MMOGA, 公司业务整体表现良好

金利科技原主业是制造与生产表面材料。2015 年, 公司收购 MMOGA 100% 股权, 同时作价 5.5 亿元, 向昆山峰实电子科技有限公司出售除货币资金和除权益以外的全部资产、业务和负债, 剥离了全部原有主营业务, 从传统制造企业转型为游戏电子商务平台企业。

MMOGA 专注于线上游戏相关产品的零售行业, 致力于为全球的优秀游戏商品经销商和游戏玩家提供一个安全、可靠、高效、便利、专业的中介交易平台。全球的游戏玩家均可在公司交易平台上, 采购到各类游戏软件正版产品的授权/注册码、游戏虚拟物品(金币、点卡、道具、装备等)及预付费卡等。游戏玩家在公司的交易平台下订单, 游戏产品经销商将商品通过公司与游戏玩家完成交易。

公司交易平台的盈利来源主要为在交易完成后, 从销售收入中扣除从供应商的采购成本后形成的商品进销差价。

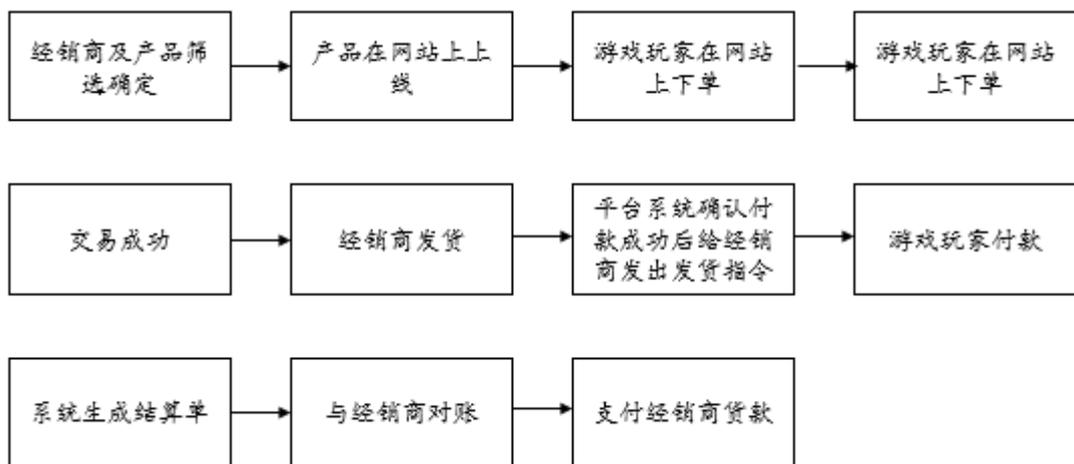
1.1. MMOGA 剥离“卖家身份”, 纯中介收费模式大幅提升主营利润率

MMOGA 业务按产品类型分为游戏授权/注册码和游戏虚拟物品两种。

(1) 游戏授权/注册码业务: 对于这类业务, 2016 年以前, MMOGA 采用“低库存自营电商平台”运营模式, 即自备少量安全库存, 将授权/注册码采购入库后在交易平台上直接定价销售。自 2016 年起, 该业务改走纯中介收费模式。

(2) 游戏虚拟物品业务: 考虑到游戏虚拟物品价格波动比较大, MMOGA 采用“零库存中介电商平台”的运营模式。MMOGA 作为中介交易平台提供给卖家产品展示、支付等服务。MMOGA 负责接收订单环节, 卖家负责发货环节, 在交易过程中, MMOGA 不承担商品的跌价损失等风险, 其利润构成为商品售价与经销商结算价之间的差额。

图表 1: MMOGA 游戏虚拟物品业务流程

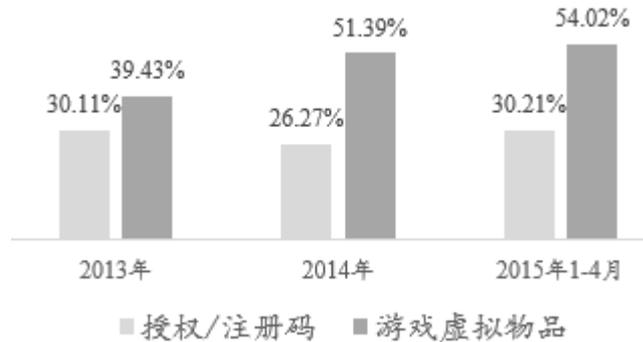


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

MMOGA 转型为纯中介平台，是基于自身的用户规模优势以及顺应行业的发展。由于国际研发商市场策略发生变化，波及国际批发商，各批发商相互之间的 KPI 排名竞争加剧，因此在游戏产业链中实现细分专业化的定位能够提高在行业中的竞争力。

纯中介收费模式下，MMOGA 盈收结构基本消除了销售成本，2016H1 公司电子商务（MMOGA）毛利率上升至 86.59%，主营业务利润率有较大幅度的提升。

图表 2：2013 年-2015 年 MMOGA 业务毛利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司业绩表现良好，MMOGA 业绩实现情况基本符合承诺

MMOGA 承诺 2015 年、2016 年和 2017 年净利润分别不少于 2759.9 万欧元、3946.657 万欧元和 5643.7195 万欧元。

2015 年度 MMOGA 实现净利润为人民币 19011.50 万元，折 2753.85 万欧元，与 2015 年度业绩承诺净利润差额为 6.05 万欧元，主要缘于 2015 年 MMOGA 业务国际化布局，市场推广成本有所增加。

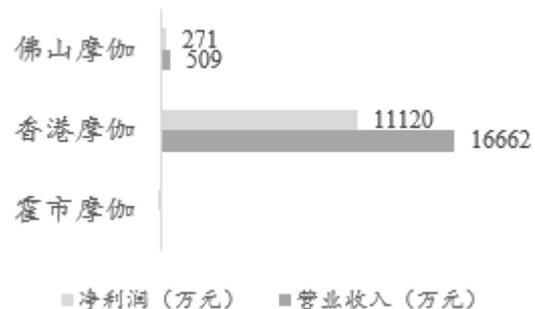
2016H1，公司实现营业收入 17256 万元，其中电子商务业务取得营业收入 16662 万元；公司整体实现归母净利润 4647 万元，比上年同期增长 139.63%。

图表 3：MMOGA 历史业绩



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：2016H1 公司子公司业绩情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们注意到，2016H1 公司产生财务费用 5201.38 万元，比去年同期上涨 4651.98%，这主要是由汇兑损失增加所致。按照收购案规定，收购 MMOGA 剩余款项分两次支付，支付的时间分别为 2016 年 2017 年年度

报告后 10 个工作日内。届时，上市公司将以经营产生的现金和债务融资的方式支付剩余款项。这意味着由于汇率引起的损益能够得到冲抵，公司并不存在欧元风险敞口。

2. 享欧洲游戏市场成长红利，未来业绩可期

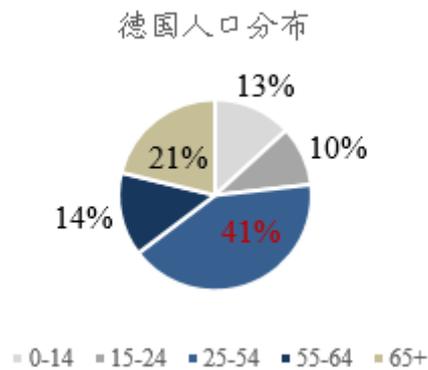
2.1. 六大因素支撑 MMOGA 全年业绩增长

我们认为 MMOGA 全年业绩支持来自于下面几个方面：

(1) 行业红利。**全球游戏市场规模增长**：根据非营利游戏组织 Open Gaming Alliance 的预测，全球游戏市场规模将在 2019 年达到 1000 亿美元的规模，而荷兰市场研究公司 Newzoo 认为只需到 2017 年就将突破 1000 亿美元，2016 年会达到 993 亿美元。

德国在全球游戏市场收入榜位居第五，且网上支付人群占比大，游戏行业具备增长动力。德国是游戏大国，据 Newzoo2015 年《全球游戏收入百大国家》报告，德国位居全球游戏收入排行榜第五。同时德国还是欧洲继俄罗斯之后最大的经济体，也是欧洲人口最多的一个国家，在 1 亿人左右的总人口中，25 岁至 54 岁之间的人口占了 41%，他们都是网上支付主要人群，这为德国游戏行业增长提供了动力。

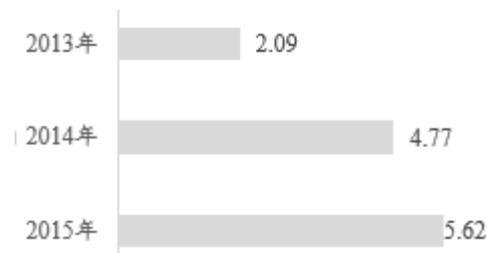
图表 5：德国 41%人口都是网上支付主要人群



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

MMOGA 主要收入来自德国（比例 7~8 成），其游戏市场规模仍在增长，虚拟交易市场规模处于快速扩张阶段。根据德国联邦互动娱乐软件协会（BIU），2015 年德国游戏市场销售收入为 28.11 亿欧元，同比增长 4.5%，而虚拟交易市场规模 2015 年同比增长 18%。

图表 6：德国虚拟交易市场规模（亿元）



资料来源：BIU，东吴证券研究所

(2) **市场领先**。2013 年和 2014 年德国游戏玩家在 MMOGA 交易平台上的消费额分别为 3,731.07 万欧元和 6,124.93 万欧元，结合德国虚拟交易市场规模进行测算，MMOGA 公司的市场占有率分别为 17.85% 和

12.84%，处于领先地位。

同时 MMOGA 具有行业领先的用户好评率。据国外游戏虚拟交易统计网站 mmobux，在 380 家虚拟游戏物品交易平台中，MMOGA 的用户评分排名第五。

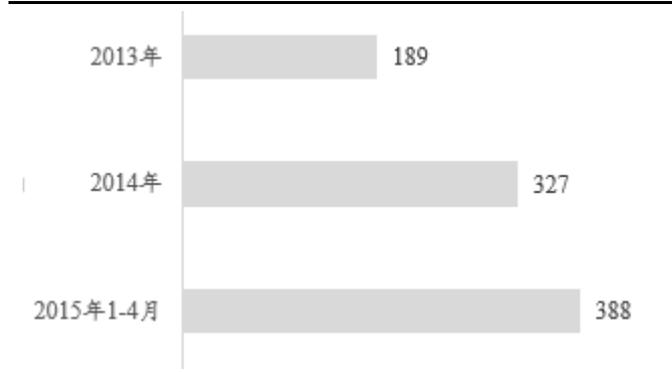
图表 7：MMOGA 同类网站用户口碑 TOP10



资料来源：mmobux 网站，东吴证券研究所

(3) **用户增长**。至 2015 年底，MMOGA 拥有 480 万至少消费过一次的活跃用户。

图表 8：MMOGA 期末注册用户数（万）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

高基数下，MMOGA 平台流量仍在不断增长。MMOGA.de 在 2015 年 3000 万独立 IP，1 亿 7000 万 pv（页面浏览量），用户平均浏览 6 个页面，平均浏览页面时间为 4 分钟。2015 年增加 80% 的新用户访问和使用 MMOGA 的网络平台，而平台用户仍在逐步递增。

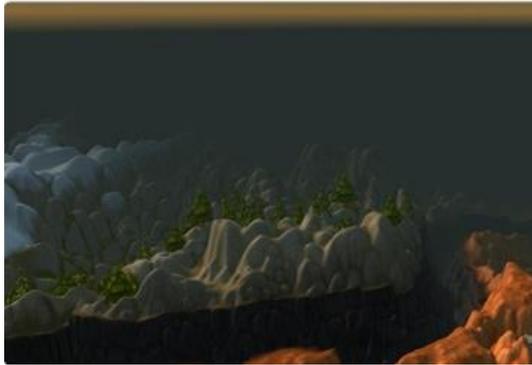
(4) **S 级大作新品**。MMOGA 通过把握 2015Q3~2016Q2 全球游戏市场新游戏产品/版本，包括 FIFA 2016、Anno 2205、使命召唤第 3 辑、Fallout 4、古墓丽影：崛起、守望先锋、反恐精英、极品飞车等爆款热卖游戏，确保了注册码业务和游戏虚拟物品业务的稳定增长。

2016 年下半年全球游戏市场将陆续推出几款重磅爆款游戏，如 WoWEU Legion（魔兽世界：军团再临）、FIFA17（国际足联 17）、Battlefield 1（战地 1）。MMOGA 会通过和国际批发商紧密合作以及同线上和线下大

型知名机构伙伴紧密联合，全面确保注册码业务和游戏虚拟物品业务在 2016 年下半年度稳定运行和有力增长。

A) 魔兽世界：军团再临。魔兽世界系列游戏是耳熟能详的游戏经典之作，曾经创造过多次全球在线人数记录。新作《军团再临》带来一系列全新内容，包括新的地图，无数新任务，以及新增神器系统，画面效果也较上一版本有了很大提升。8 月 30 日《军团再临》首日销量便达到 330 万，且《魔兽世界》的在线人数稳步上升，重新回到千万级别。

图表 9：《魔兽世界》旧版本画面



资料来源：互联网，东吴证券研究所

图表 10：《魔兽世界》新版本画面



资料来源：互联网，东吴证券研究所

B) FIFA17。FIFA 系列是历经 20 多年经久不衰的足球游戏产品，在全球都受到热烈追捧，每年的球类游戏全球销量冠军都归属 FIFA。据知名游戏网站 Vgchartz，FIFA16 在欧洲的销量占据了全球销量的 71.8%（MMOGA 主要客户群在欧洲）。相比 FIFA16，FIFA17 新采用寒霜引擎开发，在人物建模方面更加逼真，并具有更加积极智能的跑位，进攻技巧更加丰富，因此可玩性与可观赏性都有进一步提高。

图表 11：《FIFA17》画面效果相比《FIFA16》更加逼真



资料来源：互联网，东吴证券研究所

C) Battlefield 1。Battlefield 1 是第一人称军事 FPS 名作“战地”系列的第 11 部正统作品，时代背景设定在一战战场，游戏近战内容丰富，

同时多人模式支持 64 人同地图战斗，场面规模宏大，战斗充满变化。战地系列中大部分销量都达到 1500 万份，此次新作《战地 1》将于 2016 年 10 月 21 日正式发售。

图表 12: 《战地 1》场面恢宏刺激



资料来源：互联网，东吴证券研究所

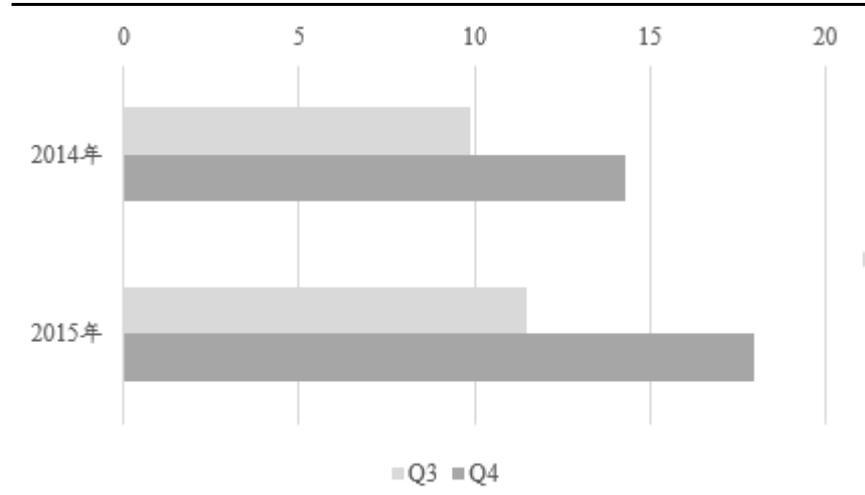
(5) 国外游戏销售具有季节性，Q4 销量有望大幅攀升

由于 MMOGA 欧洲客户群目前最主要分布在德国，另外还有一些英语国家，美国是游戏消费的大国，因此我们分析德国和美国游戏市场的季节性特点。

德国：德国 7、8、9 月是轮休时间，喜爱外出度假，因此游戏销售及交易 7-9 月是淡季；而 11 月迎来为期三个月的狂欢节，12 月有圣诞节，因此德国市场 Q4 游戏销量有望大幅攀升，带动游戏虚拟交易行情火爆。

美国：美国消费品市场对各种商品的需求均有较强的季节性，游戏销售也不例外。11-12 月是美国的节日季，其中圣诞节是美国商品全年销售的最高峰，可以占到全年销售额的 1/3，因此 Q4 美国因感恩节、圣诞节等节假日密集到来，游戏销量也有望火爆。

图表 13: 美国游戏发行商 EA Q3 与 Q4 收入（亿美元）对比



资料来源：互联网，东吴证券研究所

(6) 开启新业务线

A)在既有的网络/PC 游戏授权码和虚拟商品基础上，MMOGA 将进入到在全球游戏市场份额占比更大的手机游戏市场,另外将根据电子竞技(E-Sporting)业务发展需求适度加大业务布局。

B)目前，MMOGA 已与过去长期合作的欧洲批发商和供应商建立了良好的线上广告合作关系；同时，MMOGA 将大力发展定制广告业务，充分利用 MMOGA 现有的品牌知名度和广泛的海外拓展渠道给国内知名游戏研发商、发行商提供产品出海的机会，目前已经和多家著名国内游戏公司进行商谈中。

国际批发商看重 MMOGA 平台流量与用户规模，对线上广告业务有持续性需求。一方面，MMOGA 平台网站转化率为 5~7%，远高于 1% 左右的电商行业市场平均值，出色的广告投放转化率为平台广告业务的开展提供了绝对的支持。

另一方面，为应对国际游戏授权码和虚拟商品行业市场竞争加剧，国际批发商积极推动新品营销。因此批发商对游戏虚拟商品的推广有着持续性需求，这为 MMOGA 平台广告业务的长期增长提供了有力保障。

C) 加大推广诸如“皮肤”等全新的虚拟商品品类和产品线；加大推广 2016 年下半年预期热销的新款游戏授权码、金币道具等虚拟商品。在推广新品方面，MMOGA 尚在计划推出主题类产品的子网站和子品牌，并拟通过筹建的全资子公司进行系统开发和运营。

2.2. 国内游戏虚拟物品交易市场发展潜力大，MMOGA 大有可为

根据艾瑞咨询，2013 年中国网络游戏整体市场规模已经达到 891.6 亿元，其中虚拟物品交易市场去除点卡交易后的市场规模达 113.3 亿元，超过中国网络游戏整体市场规模的 1/10。

以完美世界代理的《无冬 Online》为例，《无冬 Online》是免费在线游戏，同时玩家可以充值兑换游戏中的货币“Zen”，购买游戏中的多种道具。2016 年上半年，完美世界游戏收入 18.48 亿元，其中，《无冬 Online》成为游戏收入的主要来源之一。可见，国人对于优质游戏中道具购买是很有需求的。

但是另一方面，中国游戏玩家的付费比例仍然很低，具有很大的提升空间。根据游戏虚拟交易服务商米谷科技提供的数据 2014 年，中国端游付费玩家占比 8~10%，页游付费玩家占比 5~6%，手游付费玩家占比 1~3%，总体付费玩家平均值不足 3%。

MMOGA 在扩张欧洲、北美市场市场的同时，正在积极扩大在亚洲市场和中国的的影响力，MMOGA 在国内游戏虚拟商品交易领域大有可为。

2.3. 借助 MMOGA 现有流量资源，游戏出海逻辑有望变现

据最新的《中国游戏产业报告》公布的数据显示，2015 年，中国自主研发网络游戏海外出口实际销售收入达到 53.1 亿美元，同比增长高达 72.4%。游戏出海已成中国游戏扩张发展趋势。

未来公司可充分利用 MMOGA 在海外游戏市场的影响力，在游戏出

海大趋势下，与其他诸多游戏研发商、发行商合作，实现游戏出海提现，双方共赢。

3. 拟收购国内领先的棋牌游戏商微屏软件科技，拓展游戏产业链布局

收购基本情况：2016 年 9 月 21 日，公司公告披露，拟通过非公开发行股份并支付现金购买微屏软件科技 93.00% 的股份，并通过非公开发行股票的方式募集配套资金。本次交易对价 18.41 亿元，其中现金对价 3.49 亿元，股份对价 14.92 亿元。购买资产发行股票价格 54.19 元/股，发行数量为 2753 万股。募集配套资金上限为 14.92 亿元，发行价格 57.72 元/股，股份发行数量不超过 2585 万股。不考虑配套融资，本次交易完成后公司股本总数由 14559.00 万股变更为 17311.93 万股；若考虑配套融资，则变更至 19896.50 万股。本次重组完成后（不考虑募集配套资金），公司实际控制人不变，仍为郭昌玮。

图表 14：增发前后公司股权结构变化

股东名称	本次交易前	本次交易后 (不考虑配套融资)	本次交易后 (考虑配套融资)
冉盛盛瑞	24.04%	20.22%	17.59%
珠海长实	4.96%	4.17%	3.63%
石亚君	13.96%	11.74%	10.21%
红塔鹏光一号资产管理计划	4.74%	3.98%	3.47%
FIRSTEX INC.	3.87%	3.25%	2.83%
其他投资者	48.44%	40.74%	35.44%
本次配套融资认购方	-	-	12.99%
陈路	-	7.06%	6.14%
能观投资	-	2.99%	2.60%
祝华	-	3.21%	2.79%
王一夫	-	1.07%	0.93%
胡禹平	-	0.99%	0.87%
雷亮	-	0.58%	0.51%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

募集配套资金拟用于支付本次交易现金对价、标的公司项目建设及支付本次交易相关费用等用途。

图表 15：募集配套资金用途

项目	项目投资金额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
地方棋牌手游研发及推广项目	48529.00	48529.00
海外发行渠道建设项目	48008.74	48008.74
虚拟现实游戏研究开发及体验馆建设项目	7905.90	7905.90
智力竞技赛事项目	6093.65	3026.83
电竞游戏平台升级项目	3152.25	3152.25

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

业绩承诺：微屏软件 2016 年度、2017 年度和 2018 年度的扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润分别为 14300 万元、17560 万元和 20992 万元。

3.1. 微屏软件国内深耕多年，在棋牌游戏领域具备差异化优势

微屏软件于 2012 年 3 月设立，在国内游戏细分领域棋牌游戏市场进行深耕细作，大力推行棋牌游戏本地化战略。微屏软件旗下分为移动端掌心游游戏平台 and PC 端人民棋牌。掌心游游戏平台下辖 15 个入口，提供 15 种不同玩法，包括四川麻将、二人麻将、上海麻将等等地方性玩法和欢乐麻将、掌心斗地主、小宝斗地主、消灭星星等全国性休闲玩法。

人民棋牌游戏平台下辖 14 个地方游戏入口，例如八闽游、苏游、广西游等，每个端口提供大量符合当地特色的棋牌玩法，共计 160 种。

发行模式：PC 端人民棋牌游戏完全采用自主发行模式，而移动端掌心游采用自主发行和代理发行相结合的模式。

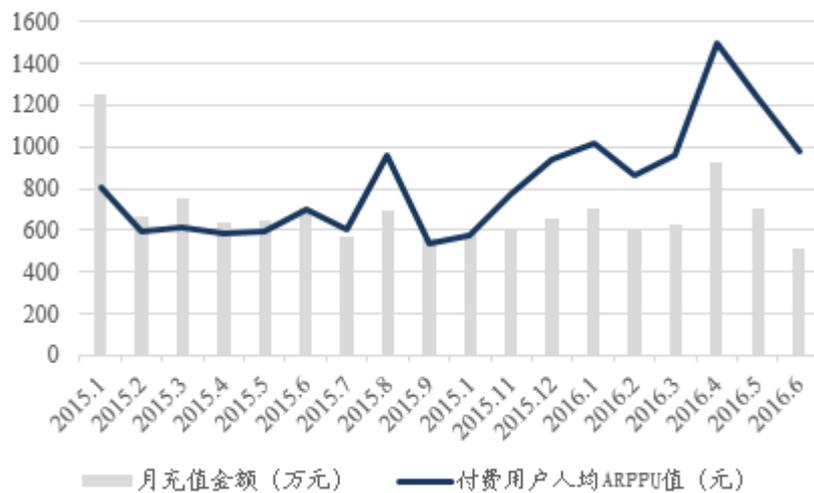
图表 16：微屏科技主要游戏产品

游戏名称	类型	运营模式
人民棋牌	端游	自主运营
掌心游	手游	自主运营、联合运营

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

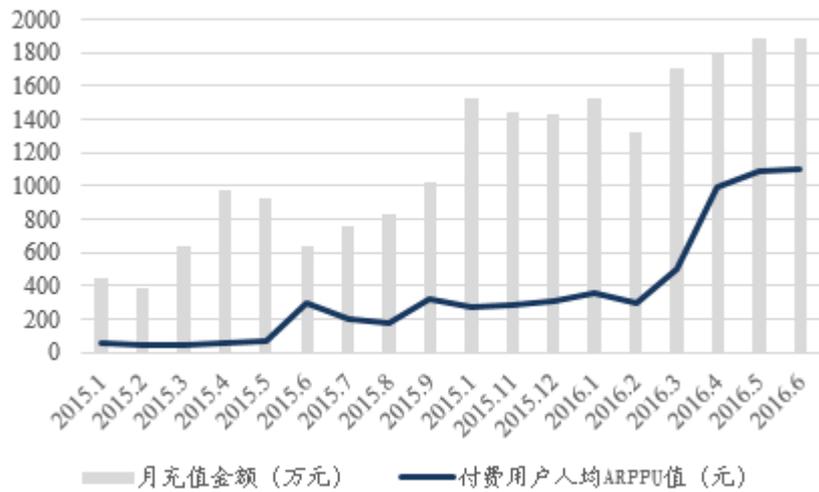
通过差异化经营，微屏软件树立起自身的行业品牌，在国内竞争激烈的棋牌游戏领域占据了一席之地，取得良好的经营成效。截止到 2016 年 6 月 30 日，人民棋牌共有 4535 万个注册账户，掌心游共有 2548 万个注册账户。人民棋牌月充值金额稳定，ARPPU 值（每用户平均充值金额）总体呈增长态势；掌心游系列月充值金额及 ARPPU 值呈增长态势。

图表 17：人民棋牌系列月充值金额较稳定



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

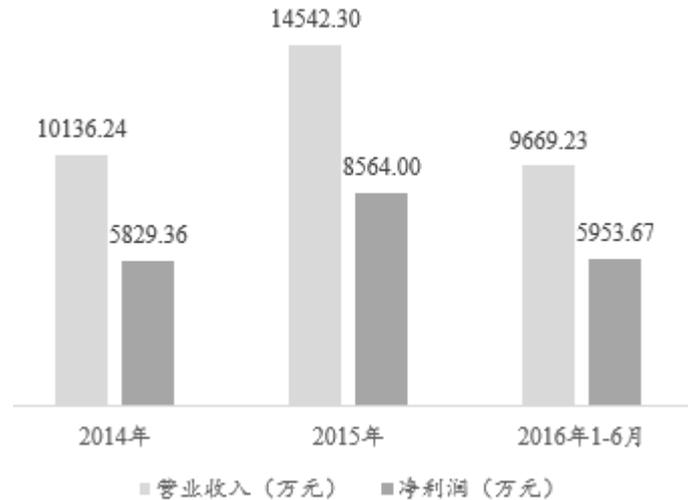
图表 18: 掌心游系列月充值金额呈增长态势



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

微屏软件业绩可观, 营业收入和利润均呈现快速增长趋势。2015 年公司营业收入 1.45 亿元, 比 2014 年的 1.01 亿元增长 43.47%。2015 年公司净利润 8564.00 万元, 比 2014 年的 5829.36 万元增长 46.91%。

图表 19: 微屏软件近三年营业收入及净利润

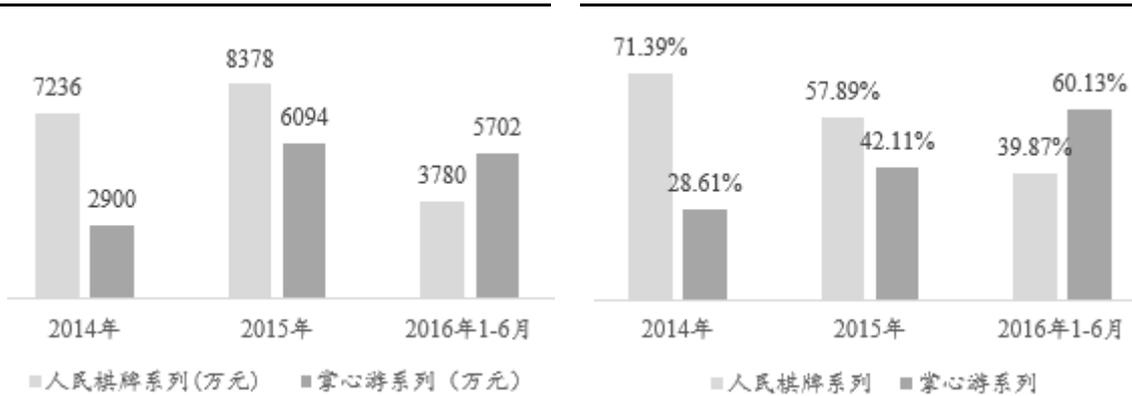


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

受益于移动端游戏趋势, 标的公司掌心游系列游戏收入保持快速增长, 收入占比逐年扩大, 同时人民棋牌系列游戏表现亦良好。

图表 20: 标的公司营业收入拆分

图表 21: 标的公司分游戏营收占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

微屏软件核心研发人员及管理层较为稳定。3 人才优势：微屏软件管理层及核心业务人员均在网络游戏行业领域具有多年丰富经验，陈路拥有多年的游戏行业从业经验，具备敏锐的商业头脑与前瞻性的商业眼光，雷亮和王一夫亲自带领研发团队，为微屏软件快速可持续发展提供了坚实的人才智力、技术保障。

图表 22：微屏软件主要人员任职情况

姓名	近三年任职情况	现任职务
陈路	微屏软件执行董事	执行董事
王一夫	微屏软件技术总监	技术总监
雷亮	微屏软件 PC 事业部总监	PC 事业部总监

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司还在服务器开发、客户端、图形图像引擎、手机 ios、安卓研发、机顶盒研发、2D 及 3D 美术制作、建模、特效、动作、原画、游戏策划与设计 and 软件测试等各领域都有丰富的人才储备，主动应对用户对游戏产品品质提升的要求。

3.2. 微屏软件与公司现有游戏业务形成优势互补，战略协同

公司全资子公司 MMOGA 在欧洲游戏市场影响力广泛，而标的公司在国内棋牌游戏领域具有独特的优势，注册用户目前已经达到 1 亿人次。公司可以有效的利用标的公司的客户资源，促进 MMOGA 在中国市场业务的落地，同时公司可借助 MMOGA 帮助标的公司打开海外市场，有效地实现业务协同。

4. 金利科技未来经营亮点：电竞+VR

4.1. 适度加大电竞布局

2015 年公司通过投资赞助方式初步涉足了欧洲和国际电子竞技 (E-Sporting) 业务，2016 年下半年，公司将适度加大电竞业务布局。此次拟收购标的微屏软件持有帅客网络 45% 的出资额，帅客网络旗下平台拥有的“豆客”电子竞技平台，是中国知名的 FPS 电子竞技网站。目前豆客以经典单机游戏电子竞技为方向，吸引了超过 1200 万的注册用户，玩家分布范围包含港澳台和内地所有省份，玩家年龄群体在 20—35 岁的占

比 70%。

公司拟募投资金 3152 万元用于电竞平台的升级项目，充足的资本将支持此项电竞扩张计划的落地。并且微屏软件已与帅客网络其他股东签订协议，该协议约定使得募集资金投入帅客网络后，标的公司能够持有帅客网络的控股权，以确保募投项目的顺利实施，保障公司权益。

4.2. 拟布局 VR 游戏产品开发+线下体验店

公司拟募集资金 7905 万元用于虚拟现实游戏研究开发及体验馆建设项目。此项计划开发的 VR 产品聚焦于棋牌及休闲娱乐相关游戏，包括 VR 产品休闲游戏大厅和 9 类 VR 游戏，均包括能够支持 PC 端和移动端的版本，共计 20 款次。另外公司还计划在国内一二线发达城市的商业综合体建立 100 个大型的虚拟现实游戏体验场所。

拟收购标的微屏软件积累了丰富而成功的游戏开发运营经验，和大量一手数据，并且拥有庞大的自由玩家群体，能够为公司在游戏 VR 端的布局提供强有力的支持。

金利科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	279.7	2181.5	2466.2	2817.5	营业收入	560.6	495.0	710.0	870.0
现金	123.1	1753.6	1852.6	2065.9	营业成本	377.2	74.3	106.5	130.5
应收款项	123.1	56.6	81.1	99.4	营业税金及附加	2.5	2.2	3.2	3.9
存货	0.0	8.4	12.0	14.7	营业费用	19.4	31.6	45.3	55.5
其他	33.4	363.0	520.4	637.5	管理费用	186.2	74.3	106.5	130.5
非流动资产	1993.5	74.0	68.0	62.1	财务费用	-9.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	-9.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	3.0	3.1	3.1	3.2	其他	82.2	0.0	0.0	0.0
无形资产	76.8	71.3	66.0	60.8	营业利润	-88.0	312.7	448.5	549.6
其他	1913.7	-0.4	-1.1	-1.9	营业外净收支	124.2	0.0	0.0	0.0
资产总计	2273.1	2255.5	2534.1	2879.6	利润总额	36.2	312.7	448.5	549.6
流动负债	256.5	694.5	595.1	473.9	所得税费用	3.8	18.8	26.9	33.0
短期借款	0.0	15.0	13.0	12.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	123.1	56.6	81.1	99.4	归属母公司净利润	32.3	294.0	421.6	516.6
其他	133.4	622.9	501.0	362.5	EBIT	-24.6	312.7	448.5	549.6
非流动负债	207.3	587.4	450.0	300.0	EBITDA	-0.5	315.3	451.0	551.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	207.3	587.4	450.0	300.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1299.7	988.1	845.1	673.9	每股收益(元)	0.22	2.02	2.90	3.55
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	6.69	8.71	11.60	15.15
归属母公司股东权益	973.4	1267.4	1689.0	2205.7	发行在外股份(百万股)	145.59	145.59	145.59	145.59
负债和股东权益总计	2273.1	2255.5	2534.1	2879.6	ROIC(%)	-2.1%	253.0%	140.8%	114.4%
					ROE(%)	3.3%	23.2%	25.0%	23.4%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	32.7%	85.0%	85.0%	85.0%
经营活动现金流	13.4	68.3	278.5	410.6	EBITMargin(%)	-0.1%	63.7%	63.5%	63.4%
投资活动现金流	-8.1	1916.7	3.6	3.6	销售净利率(%)	5.8%	59.4%	59.4%	59.4%
筹资活动现金流	-39.7	-354.5	-183.0	-201.0	资产负债率(%)	57.2%	43.8%	33.3%	23.4%
现金净增加额	-34.5	1630.5	99.1	213.2	收入增长率(%)	6.1%	-11.7%	43.4%	22.5%
折旧和摊销	24.1	2.6	2.4	2.3	净利润增长率(%)	125.0%	808.7%	43.4%	22.5%
资本开支	439.4	1916.7	3.6	3.6	P/E	304.60	33.52	23.37	19.07
营运资本变动	-200.5	-228.4	-145.6	-108.3	P/B	10.12	7.77	5.83	4.47
企业自由现金流	430.4	1985.3	282.1	414.2	EV/EBITDA	-19042	54.00	39.00	23.00

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

