

2017年07月18日

公司研究

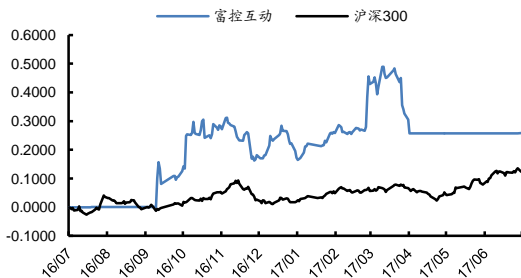
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003  
010-68366838  
联系人：邵伟 S0350115070032  
18817875606 shaow@ghzq.com.cn

## 老树焕新芽，英国顶级老牌游戏厂商 Jagex 联姻中国资本，借电子竞技和手游化迸发发展火花 ——富控互动（600634）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
富控互动	0.1	-3.6	25.8
沪深 300	4.1	5.8	12.3

市场数据 2017-07-17

当前价格（元）	18.05
52 周价格区间（元）	14.35 - 21.99
总市值（百万）	10391.96
流通市值（百万）	10391.96
总股本（万股）	57573.21
流通股（万股）	57573.21
日均成交额（百万）	108.30
近一月换手（%）	4.74

相关报告

《富控互动（600634）事件点评：国海证券 \* 公司研究 \* 富控互动（600634）事件点评：转型之路初显成效，归母净利润预增 75%（买入）\* 传媒 \* 孔令峰》——2017-07-16

《富控互动（600634）事件点评：国海证券 \* 公司研究 \* 富控互动（600634）事件点评：拟现金收购宏投网络剩余 49% 股权，jagex 即将全面并入上市公司体内（买入）\* 传媒 \* 孔令峰》——2017-06-30

《中技控股（600634）动态研究：国海证券 \*

投资要点：

- **交易背景：**富控互动于 2016 年 10 月完成传统资产置出，2016 年 12 月上市公司完成现金购买宏投网络 51% 股权，上市公司名称也于 2017 年 3 月 20 日正式变更为“上海富控互动娱乐股份有限公司”简称“富控互动”，至此上市公司主业已变更为游戏的研发和运营，当前旗下最主要的资产即为 Jagex。
- **Jagex 目前专注于 PC 端游戏的开发与运营，同时尝试手机游戏的研发、发行。**主要游戏产品 RuneScape 系列游戏运营时间已超 16 年，《RuneScape》和《RuneScape (Old School)》两款游戏合计贡献 Jagex 营业收入的 95% 以上，上述两款游戏主要在欧美地区盛行，北美、北欧、西欧的付费玩家数量占比超 85%。此外，Jagex 储备有丰富的手游产品线以及新的下一代端游+手游游戏产品 RuneScape Next Gen，为未来数年的业绩增长提供了保障。
- **创造性的电竞玩法，社交网络影响力广泛，带来业绩新增长点。**2016 年 Q1，Jagex 在 RuneScape Old School 中新引入了电子竞技的玩法，使得游戏的影响力和营业收入大幅增长，并且满足了玩家的需求。在此基础上，Jagex 计划在 2017 年加大电子竞技的投入。Jagex 公司的 RuneScape 系列游戏在社交网络上的影响力十分广泛，在 Twitch（RS M 和 RS OS 游戏）平台上的观看数据也十分喜人，数据要点如下：1）属于 Twitch 上的十大游戏；2）2017 年迄今为止观看分钟数达到 11 亿；3）2017 年最高峰同时在线观看：99,000 人；4）内容输出时数（所有渠道）75,805 小时。此外，社交平台粉丝数据具体见正文。
- **2017 年有望发布多项更新业绩迎来拐点。**Jagex 已公布 RuneScape Main 的较为大型的更新包括：Menaphos 新世界领域、Forinthry 新玩法、古神任务等。新的更新可以引入新的玩法、新的地图，从而吸引更多新玩家和老玩家回到游戏。2017 年，Jagex 有望通过如下方式继续延续 RuneScape Old School 电竞玩法的成效：1）参考高频玩家的意见，为游戏做更新；2）频繁更新游戏内容，更新玩法保证新鲜度；3）保持大型的内容更新，从而提高游戏长期的吸引力；4）以周期性的电竞比赛作为基础，继续扩大电竞玩法的规模，提升

公司研究 \* 中技控股 (600634) 动态研究: 拟控股海外游戏巨头 jagex, 以著名游戏 ip 为基础转型文娱产业(买入) \* 传媒 \* 孔令峰》——  
2016-10-19

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

知名度和新增用户加入的机会。5) 此外, RuneScape 还曾于 4 月份推出 Twitch 高级用户的交叉促销活动, 其中每个购买 Twitch 高级会员资格的玩家都会得到 RuneScape 一个月的会员资格。在确认了玩家之后, 每一个通过交叉促销获取的用户, Twitch 都会支付给 Jagex 相应的会员费。该营销方式效果显著, 游戏会员数迅速增加。以上的营销方式未来有望继续延续。

- **2017-2020 年有望发布多款移动游戏, 并通过自研和与外部合作并购等方式拓展自身的手游研发和发行能力。**

**1) RuneScape Mobile 即 RuneScape old school 的手游化 (手游端游数据相通):** Jagex 预计在 2017 年 9 月发布《RuneScape (Old School)》的手机客户端游戏《RS Mobile》。

**2) RuneScape Dissidia:** 项目由中英两国研发团队协作研发, Jagex 方面负责提供游戏世界观设定相关素材, 同时在研发过程中, 负责定期对项目完成情况进行评审, 预计 2018 年 6 月份上线。

**3) Jagex 已开始着手《RuneScape》系列游戏 IP 相关游戏在中国市场的开拓。** 2018 年-2019 年, Jagex 现有 IP 《RuneScape Chronicles》和《RuneScape Heroes》两款手机游戏将由中国合作方开发和发行, Jagex 负责素材设计等支持。Jagex 已与中国合作方签订了该两款 IP 的授权协议, 获得游戏总流水 12% 的分成。

**4) RuneScape Next Gen (端游/手游):** 该项目则是承载 Jagex 公司下一个 15 年长期发展的新产品。《RS NEXT GEN》建立在“Improbable”公司突破性创新的 Spatial OS 技术之上, 能够实现动态世界同步转换叠加和叙事。《RS NEXT GEN》攫取了《RuneScape》系列游戏在 16 年的运营过程中所积淀的精华, 采用全新的画面设计以及易于上手的游戏玩法设置, 迎合现代游戏玩家对于 MMORPG 游戏的需求。
- **盈利预测和投资评级:** 因为采取现金方式收购, 我们预计本次收购宏投网络剩余 49% 股权风险较小, 并将于近期完成。收购完成后, 上市公司几乎全部净利润将来自于 Jagex。假设标的公司于 2017 年 8 月份开始并表, 考虑财务费用, 我们预计上市公司 2017-2019 年实现归母净利润 2.61/4/5.03 亿元。作为估值比对, 对应 2017 年 7 月 17 日股价 PE 分别为 39.75/25.97/20.67 倍。暂不考虑本次并购因素, 我们预计 2017-2019 年实现归母净利润 2.13/2.24/2.86 亿元 (主要为上市公司持有 Jagex 51% 股权所产生的收益), 对应 EPS 分别为 0.37/0.39/0.50 元, 对应 2017 年 7 月 17 日股价 PE 分别为 48.81/46.38/36.34 倍, 本次并购完成可能性高, 完成后上市公司估值相对游戏行业偏低, 而 Jagex 公司质地优质, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 新游戏进度、市场认可度不及预期; 2) 跨国管理风险; 3) 上市公司原主业与游戏行业区别较大, 转型之中可能存在风险; 4) 国际政治及经济风险; 5) 外汇风险; 6) 收购过程中的债务风险; 7) 收购不能如期完成的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
------	------	-------	-------	-------

主营收入(百万元)	2341	832	967	1158
增长率(%)	27%	-64%	16%	20%
净利润(百万元)	172	213	224	286
增长率(%)	41%	24%	5%	28%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.37	0.39	0.50
ROE(%)	4.32%	4.86%	4.66%	5.36%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 内容目录

1、 交易背景 .....	6
2、 Jagex 的影响力、重要产品特点和财务表现 .....	7
2.1、 Jagex 简介 .....	7
2.2、 RuneScape: 16 年长青系列 IP 是 Jagex 重要财富 .....	7
2.3、 财务表现: 电子竞技模式带来新增长点 .....	13
3、 Jagex 的过去与未来 .....	15
3.1、 前 RuneScape 时代: 未充分利用 RS IP, 盲目扩张造成困境 .....	15
3.2、 后 RuneScape 时代: 整体重组, 充分利用 RS IP, 精细化运营, 电子竞技创造业绩弹性 .....	15
3.3、 中资时代: 多点开花, 新游可期, 重点延展手游能力 .....	16
4、 老游戏、新活力: 2017 年有望发布多项更新 .....	18
4.1、 卓有成效的更新显著提振游戏活跃度, 延长生命周期 .....	18
4.2、 RuneScape Main: 2017 年多项更新提振玩家和 ARPPU 值 .....	18
4.3、 RuneScape OS: 电竞玩法驱动重回增长 .....	20
5、 蓄力手游, 打造长期新增长点 .....	22
6、 财务展望 .....	23
7、 盈利预测与评级 .....	25
8、 风险提示 .....	25

## 图表目录

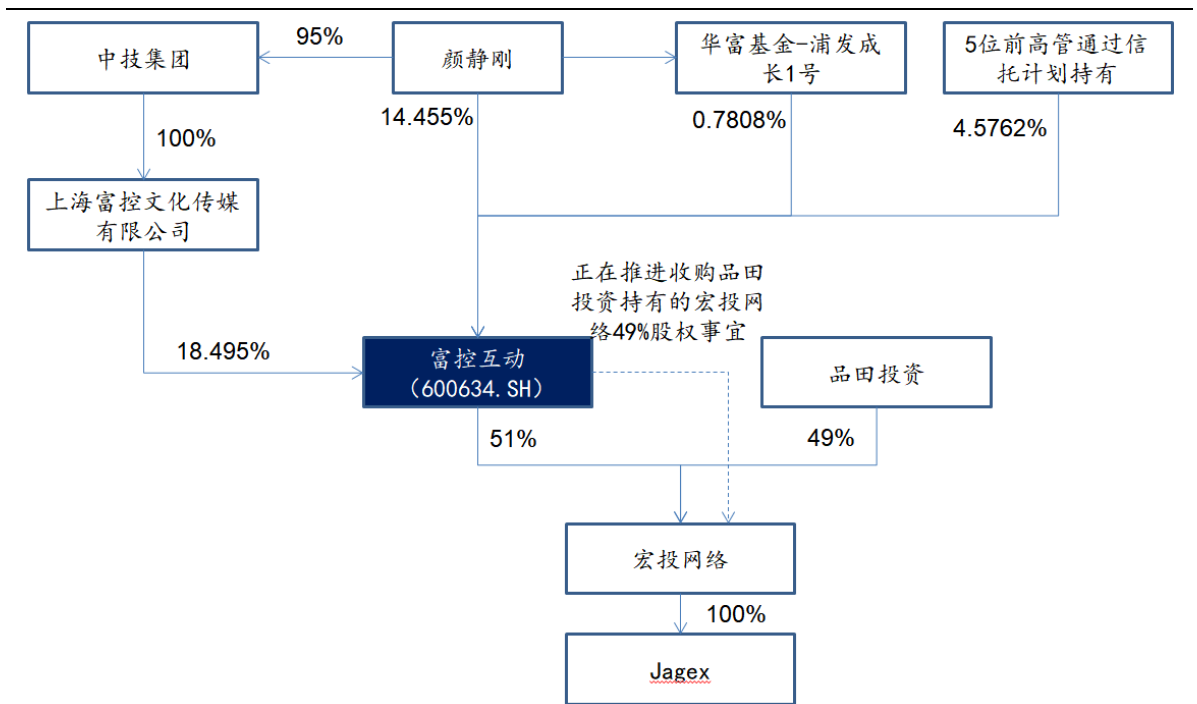
图 1: 富控互动当前主要的股权结构 .....	6
图 2: 富控互动转型过程时间线 .....	7
图 3: RuneScape 系列 IP 影响力数据 .....	7
图 4: RuneScape Old School 电竞比赛转播界面 .....	12
图 5: RuneScape 2016 年 10 月 26 日僵尸感染活动地图监测 .....	13
图 6: Jagex 计划在 2017 年加大电子竞技的投入, 下图为赛事图 .....	14
图 7: Jagex 的发展历程: 创始、发展、引入投资、困境、恢复增长 .....	15
图 8: RuneScape 粉丝群体庞大且十分痴迷 (图为 RuneScape 每年一度的大型粉丝庆典活动) .....	17
图 9: Menaphos 新世界领域更新 .....	19
图 10: Forinthy 新游戏玩法更新 .....	19
图 11: 古神任务更新 .....	20
图 12: RuneScape Old School 会员与 Twitch 的交叉促销活动 .....	21
图 13: RuneScape Old School 的 Chambers of Xeric 内容更新 .....	22
图 14: RuneScape Old School 的 Inferno 内容更新 .....	22
表 1: Jagex 主要游戏产品情况 .....	8
表 2: 2016.1-2017.3 《RuneScape》主要运营数据情况 .....	9
表 3: 2015-2017.3 《RuneScape》游戏付费玩家地区分布情况 .....	9
表 4: 2016.1-2017.3 《RuneScape Old School》主要运营数据情况 .....	10
表 5: 2014-2016.6 《RuneScape (Old School)》游戏付费玩家地区分布情况 .....	11
表 6: RuneScape 系列 IP 影响力广泛 .....	11
表 7: RuneScape 系列游戏营业收入拆分 (单位: 百万英镑) .....	13
表 8: 2014-2017.3 Jagex 财务数据简述 (单位: 百万元) .....	14
表 9: Jagex 的手游项目将于 2017 年末、2018 年初密集上线 .....	23
表 10: Jagex 公司营业收入预测表 (单位: 百万元) .....	24

## 1、交易背景

富控互动前身为“中技控股”，原主业为销售建筑材料、提供新型桩型专业领域内的技术服务等。2016年6月，上市公司开始筹划重大事项停牌，并于2016年7月至9月推出重大资产出售以及重大资产购买的预案，出售传统资产、现金收购品田投资持有的宏投网络26%股权以及宏达矿业持有的宏投网络25%的股权，交易完成后，上市公司持有宏投网络51%的股权（该部分估值16.32亿元），并计划于上述交易完成之后的12个月内择机收购宏投网络剩余49%股权（目前上市公司正在推进该事项，已发布相关草案，该部分估值22.295亿元）。其中，宏投网络为以收购Jagex为目的而设立的持股公司，其持有英国著名游戏研运商Jagex 100%股权。

上市公司于2016年10月完成传统资产置出，2016年12月完成现金购买宏投网络51%股权，上市公司名称也于2017年3月20日正式变更为“上海富控互动娱乐股份有限公司”简称“富控互动”，至此上市公司主业已变更为游戏的研发和运营，当前旗下最主要的资产即为Jagex，贡献上市公司主要的营业收入和净利润。

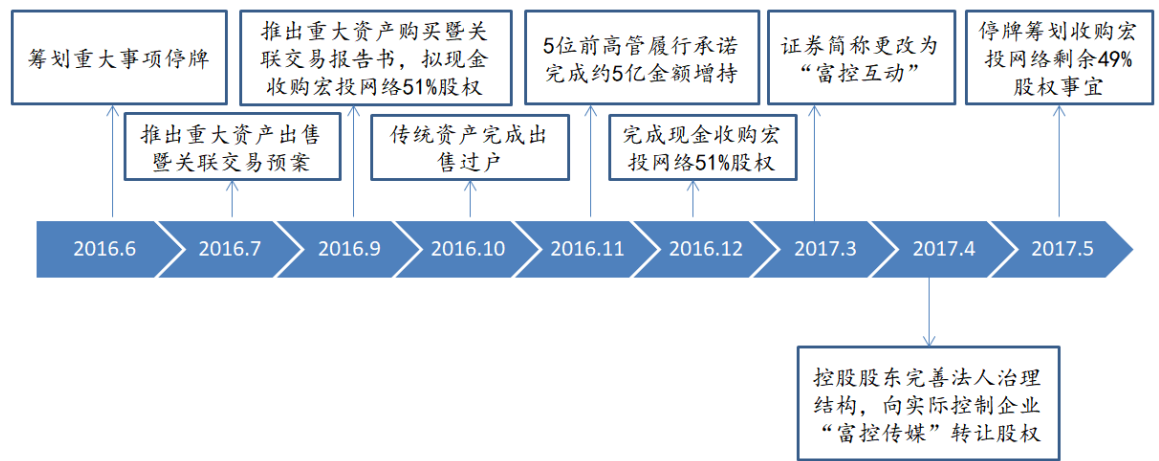
图 1：富控互动当前主要的股权结构



资料来源：公司公告、国海证券研究所

\*注：1、2017年4月上市公司实际控制人颜静刚将其直接持有的18.495%股权转让给了其实际控制的“上海富控文化传媒有限公司”，未来颜静刚先生仍将继续向上述对象进行同一实际控制人之间的协议转让，最终“上海富控文化传媒有限公司”将持有上市公司26.6411%股份；2、当前上市公司与品田投资分别持有宏投网络51%和49%股权，由于为现金收购，预计上市公司数月内将完成品田投资持有的宏投网络49%股权的收购，从而上市公司将间接持有Jagex全部100%股权。

图 2：富控互动转型过程时间线



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2、Jagex 的影响力、重要产品特点和财务表现

### 2.1、Jagex 简介

Jagex 是英国最大，也是盈利最高的游戏公司之一。Jagex 公司设立于 2000 年的英国剑桥，旗下系列 PC 端游戏 Runescape（以下简称“RS”）经过 16 年的运营已经成为全球最成功的 PC 端 MMORPG（大型多人在线角色扮演游戏）游戏之一。从数据上看，RuneScape 系列注册玩家超过 2.5 亿人，创造了超过 7 亿美元的累计收入，目前月活跃用户达到百万级别，在 Twitch 上的热度排名前 10 等，属于名副其实的长青游戏和高影响力系列 IP，并且曾获得吉尼斯世界纪录“累计游戏时间最长的大型多人在线游戏或大型多人在线角色扮演游戏”和“更新次数最多的大型多人在线角色扮演游戏”。

图 3：RuneScape 系列 IP 影响力数据



资料来源：公司官网、国海证券研究所

### 2.2、RuneScape: 16 年长青系列 IP 是 Jagex 重要财

## 富

### 2.2.1、RuneScape 系列 IP 介绍

Jagex 目前专注于 PC 端游戏的开发与运营，同时尝试手机游戏的研发、发行，未来将加大在移动游戏市场的布局。当前主要游戏产品有如下 7 款（包含 MMORPG、卡牌、射击等类型），其中，RuneScape 系列游戏运营时间已超 16 年，《RuneScape》（以下也称“RuneScape Main”或简称“RS M”）和《RuneScape（Old School）》（以下简称“RS OS”）两款游戏合计贡献 Jagex 营业收入的 95% 以上，上述两款游戏主要在欧美地区盛行，北美、北欧、西欧的付费玩家数量占比超 85%。

RuneScape 的故事背景是以独创的世界“杰林诺”（Gielinor）为主题，玩家扮演一位冒险者，在这个世界探险，完成任务，还可以与其他玩家 PK、交易等。在战斗方面，除了主要用刀剑和弓箭外，也有魔法和祈祷。除了战斗外，RuneScape 中也有其它技能，主要用来制造、加工对象，例如有锻造、制作、采矿、烹饪等。

表 1: Jagex 主要游戏产品情况

名称	类型	游戏来源	已上线时间(年)
RuneScape Main	端游	自主研发	16
RuneScape (old school)	端游	自主研发	4
Ace of spades	端游	代理运营	4.5
Bloc N Load	端游	代理运营	2.5
RuneScape Chronicle	端游/手游	自主研发	1.5
Fun Orb Portal	端游	自主研发	9.5
Entropy	端游	代理运营	3.5

资料来源：公司公告、国海证券研究所

#### 1) RuneScape Main

RuneScape Main (又名 RuneScape 3): 最初于 2001 年推出，当前版本是 2013 年 7 月发布的 RuneScape PC 版游戏体验的最现代化和最新版本。该游戏以丰富的剧情、庞大的交易系统和可玩性、灵活性极强著称。目前《RuneScape》有英语、德语、法语、葡萄牙语等版本，在全球拥有 170 多个服务器，分布于美国、加拿大、欧盟、澳大利亚等国家和地区。

游戏围绕以道具付费（或 MTX）为基础的免费游戏商业模式，付费用户可以访问额外的内容，从而提高玩家的消费，此外，付费会员可以培养敏捷、制作药水、种植、召唤、捕猎等额外技能。不同的技能养成造就各具特色的游戏角色。仅 2016 年，产品在线游戏时间超过 2.26 亿小时。

RuneScape Main 主要市场为北美与欧洲地区，收入主要来自该地区在线时间较长、掌握游戏核心玩法、付费意愿较强的核心玩家。该类玩家的特点是具有较高的忠诚度，不易被其他竞争游戏产品吸引而转移。



截至 2017 年 3 月，RuneScape Main 游戏的当月用户数为 82.19 万人，月活跃用户数 82.07 万人，当月充值玩家数 14.82 万人，月均在线市场达到 21.66 小时，月充值流水 319.07 万英镑，ARPPU 值达到 62.15 英镑，虽然游戏运营时间较长，但仍展现出了良好的商业价值。

表 2: 2016.1-2017.3 《RuneScape》主要运营数据情况

时间	当月用户数 (万人)	当月活跃用户数 (万人)	期末会员数 (万人)	当月充值玩家数 (万人)	当月用户平均在线时长 (小时)	当月充值流水 (万英镑)	当月玩家 ARPPU 值 (英镑)
2016 年 1 月	150.81	150.69	32.49	19.20	14.37	287.90	48.02
2016 年 2 月	125.63	125.52	33.15	17.61	16.63	293.56	51.31
2016 年 3 月	141.06	140.94	33.14	17.86	14.65	283.65	51.14
2016 年 4 月	140.93	140.81	33.02	17.36	13.68	289.12	56.43
2016 年 5 月	149.52	149.39	32.02	17.13	12.89	294.43	54.40
2016 年 6 月	131.96	131.82	32.02	17.33	14.46	262.76	50.01
2016 年 7 月	120.65	120.52	31.98	14.47	14.62	241.87	53.44
2016 年 8 月	120.69	120.58	31.69	12.94	14.26	243.07	55.46
2016 年 9 月	131.47	131.37	31.04	14.06	13.64	291.69	59.10
2016 年 10 月	121.33	121.23	30.34	13.90	13.75	290.18	60.48
2016 年 11 月	106.64	106.53	28.32	14.14	14.43	332.91	65.11
2016 年 12 月	110.82	110.66	28.78	16.52	15.22	303.74	60.65
2017 年 1 月	109.44	109.30	29.33	16.25	16.92	349.61	61.91
2017 年 2 月	104.94	104.84	30.21	14.96	17.51	360.16	63.65
2017 年 3 月	82.19	82.07	29.91	14.82	21.66	319.07	62.15

资料来源：公司公告、国海证券研究所

注：“当月充值流水”及“当月玩家 ARPPU 值”中使用的充值金额指玩家通过充值后可以转换为 Keys、RuneCoins、Bonds 的金额，不包括直接购买的会员资格

表 3: 2015-2017.3 《RuneScape》游戏付费玩家地区分布情况

序号	地区	2015 年占比	2016 年占比	2017 年 1-3 月占比
1	北美	55.76%	55.61%	54.93%
2	北欧	21.26%	20.38%	20.58%
3	西欧	8.63%	8.76%	9.17%
4	澳大利亚与新西兰	6.34%	7.09%	7.36%
5	东亚	1.21%	0.80%	0.55%
6	南美	1.93%	2.52%	2.71%
7	东欧	1.00%	0.90%	0.97%
8	其他	3.87%	3.93%	3.74%
合计		100%	100%	100%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2) RuneScape (Old School)

RuneScape Old School (复刻版): 这是 2013 年 2 月根据玩家广泛的需求发布的 RunScape 复刻版本。游戏的内容根据高频玩家投票为基础的制作方式进行定制开发。虽然该产品最初是通过付费会员实现货币化,但在 2015Q1 重新设计后变更为免费游戏。在其推出以后, Old School 在玩家群体中逐渐获得普及。此外, Old School 版本也是电竞玩法的主要平台,在 2016 年会员人数在 RS 系列中占比超过 50%。仅 2016 年,产品在线游戏时间超过 3.27 亿小时。

《RuneScape ( OldSchool )》延续了《RuneScape》主版本的主要玩法。《RuneScape ( OldSchool )》与《RuneScape》主版本的区别主要体现在:《RuneScape ( OldSchool )》采用只受武器、护甲及祈祷影响的回合制战斗,无法使用《RuneScape》主版本中可以使用的技能;《RuneScape( OldSchool )》中的图像技术较为简单,没有使用材质包对模型进行加强;两者任务路线相互独立,技能系统、小游戏略有不同;《RuneScape( OldSchool )》中没有《RuneScape》主版本中的 Keys 和 RuneCoins 的付费项目。

2017 年 3 月,《RuneScape ( Old School )》游戏的当月用户数为 103.63 万人,当月活跃用户 103.59 万人,当月充值玩家数 20.03 万人,月均在线时长 32.40 小时,月充值流水 101.86 万英镑,月玩家 ARPPU 值 37.90 英镑,均维持同比增长。

表 4: 2016.1-2017.3 《RuneScape Old School》主要运营数据情况

时间	当月用户数 (万人)	当月活跃用户数 (万人)	期末会员数 (万人)	当月充值玩家数 (万人)	当月用户平均在线时长 (小时)	当月充值流水 (万英镑)	当月玩家 ARPPU 值 (英镑)
2016 年 1 月	87.69	87.61	30.06	17.16	31.18	59.81	31.99
2016 年 2 月	84.29	84.21	29.90	15.97	28.46	57.45	32.48
2016 年 3 月	96.53	96.46	30.90	18.27	27.77	68.32	33.11
2016 年 4 月	90.74	90.68	32.47	17.94	28.40	62.79	32.11
2016 年 5 月	95.69	95.61	33.03	18.19	29.94	70.94	32.48
2016 年 6 月	99.12	99.06	34.41	19.22	27.96	76.78	32.72
2016 年 7 月	94.09	94.03	35.65	16.83	29.37	75.74	35.36
2016 年 8 月	88.57	88.52	34.15	14.40	28.61	68.05	35.99
2016 年 9 月	78.84	78.78	32.63	14.42	28.95	62.25	34.56
2016 年 10 月	88.06	88.01	32.48	15.59	27.96	71.17	36.37
2016 年 11 月	94.55	94.50	33.59	17.61	26.96	83.20	36.92
2016 年 12 月	104.58	104.51	35.85	20.35	29.54	98.27	36.23
2017 年 1 月	113.26	113.21	38.79	20.60	30.07	102.57	38.07
2017 年 2 月	99.02	98.98	39.61	17.97	28.49	83.78	35.80
2017 年 3 月	103.63	103.59	40.37	20.03	32.40	101.86	37.90

资料来源:公司公告、国海证券研究所

注:“当月充值流水”及“当月玩家 ARPPU 值”中使用的充值金额指玩家通过充值后可以转换为 Bonds 的金额,不包括直接购买的会员资格。

表 5: 2014-2016.6 《RuneScape ( Old School )》游戏付费玩家地区分布情况

序号	地区	2015 年占比	2016 年占比	2017 年 1-3 月占比
1	北美	54.98%	54.06%	53.70%
2	北欧	19.89%	21.91%	22.68%
3	西欧	8.42%	9.32%	9.44%
4	澳大利亚与新西兰	6.82%	6.46%	6.60%
5	东亚	2.35%	1.27%	1.01%
6	南美	2.24%	2.09%	2.29%
7	南欧	0.91%	1.12%	1.01%
8	其他	4.41%	3.76%	3.27%
合计		100%	100%	100%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 3) 基于 RuneScape 系列 IP 的产品储备

除此之外，Jagex 针对 RuneScape 系列 IP 开发或储存了多款游戏，包括卡牌类游戏《Chronicle: RuneScape》、《RuneScape Heroes》、《RuneScape Next Gen》《Runescape Dissidia》《RuneScape Dungeon》（注：产品名称可能最终有所变化）以及针对现有两款 RS 游戏的移动端版本等，未来产品储备丰富。

#### 2.2.2、创造性的电子竞技玩法，社交网络影响力广泛

Jagex 公司的 RuneScape 系列游戏在社交网络上的影响力十分广泛，在 Twitch（RS M 和 RS OS 游戏）平台上的观看数据也十分喜人，数据要点如下：1）属于 Twitch 上的十大游戏；2）2017 年迄今为止观看分钟数达到 11 亿；3）2017 年最高峰同时在线观看：99,000 人；4）内容输出时数（所有渠道）75,805 小时。此外，社交平台粉丝数据如下表所示。

表 6: RuneScape 系列 IP 影响力广泛

社交平台	RuneScape	RuneScape(Old School)
Facebook	1,080,015 粉丝	100,795 粉丝
Twitter	287,914 关注者	76,297 关注者
Instagram	85,754 关注者	15,900 关注者
Reddit	80,000 订阅者，每月约 400,000 名独立访客	115,747 订阅者，每月平均约 775,000 名独立访客
YouTube	213,135 订阅者，45,575,820 次视频观看	86,671 订阅者，16,770,825 次视频观看

资料来源：Facebook、Twitter、Instagram、Reddit、Youtube、国海证券研究所

RuneScape 的电竞可以有多种玩法，其中下图的玩法类似于“饥饿游戏”，即最后存活的人为胜，在此之前，游戏给予每个玩家固定的 2 个月训练时间，最终挑选符合条件的 2000 人入围比赛，胜者获得奖金。

图 4: RuneScape Old School 电竞比赛转播界面



资料来源: Twitch、国海证券研究所

### 2.2.3、社区驱动: 与用户良好的沟通机制帮助创造长周期 IP

Jagex 研发、更新游戏是建立在与用户的良好沟通之上进行的, 以 RuneScape Old School 为例, 其于 2013 年上线, 发行的原因主要是由于受到游戏社区的普遍呼吁。此外, 该游戏可以算是由玩家社区开发, 因为所有的增添和更改都需要 75% 的多数票同意。因此 Jagex 公司的游戏产品几乎均是注重用户体验到极致的产物, 是强粉丝属性的产品。

此外, Jagex 公司在 Old School 玩法的基础上推出电子竞技的玩法, 也是基于玩家的特点和兴趣, 并在 2016 年取得了超预期的结果, 使得 RuneScape IP 获得了更高的关注。如决赛期间在 Twitch 上观看的人数达到了排名第 3, 并且每场比赛观看小时数达到 160 万, 在 2016 年甚至吸引了超过 5 万名的新增会员。

### 2.2.4、大数据技术: 实时掌控研发和运营全局

Jagex 公司运用先进的大数据系统对游戏研发和运营全局做决策参考。例如大数据系统可以监测多个内部来源和社交网络的最新数据, 并且数据深刻细致, 每天覆盖数千种不同类型的事件。这些数据会被整合并整理成人口级别的表, 用以分析其玩家动态。此外, 可用数据的维度还延伸到游戏世界的虚拟运动, 即实时跟踪游戏中玩家的参与情况等。

图 5: RuneScape 2016 年 10 月 26 日僵尸感染活动地图监测



资料来源: Google、国海证券研究所

### 2.3、财务表现: 电子竞技模式带来新增长点

Jagex 收入主要为游戏玩家通过官方网站经由第三方支付平台进行充值或在超市及零售店购买充值点卡, 激活后通过官方网站进行充值的形式, 购买游戏虚拟货币进而在游戏中转化为道具、虚拟装备等游戏内容。收入来源包括会员费收入和道具收入, 其中道具收入包括 Keys 收入、RuneCoins 收入和 Bonds 收入。

表 7: RuneScape 系列游戏营业收入拆分 (单位: 百万英镑)

项目	2014	2015	2016.1-6
会员费总收入	28.80	36.86	23.50
虚拟道具总收入	14.71	19.66	13.56
广告等其他收入	0.46	0.96	0.44
合计	43.96	57.48	37.50

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

\*注: RuneScape 系列游戏目前包括 RS M 和 RS OS

表 8: 2014-2017.3 Jagex 财务数据简述 (单位: 百万元)

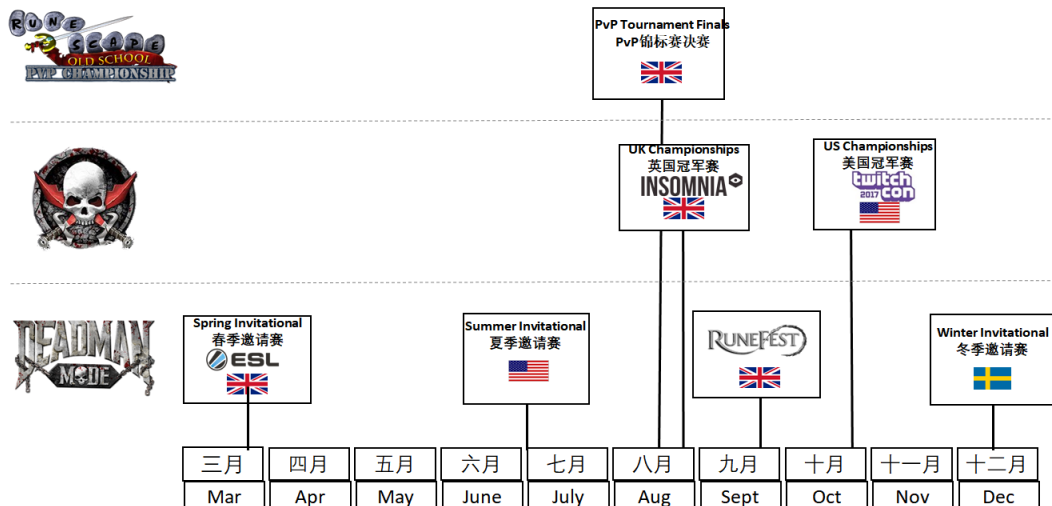
Jagex	2014	2015	2016	2017. 1-3
营业收入	456.99	555.60	670.11	184.89
营业利润	7.98	195.00	269.26	107.73
归母净利润	7.81	225.50	271.37	107.91
扣非后归母净利润	10.31	226.21	342.20	108.58

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

\*注: 1) 2014 年 Jagex 利润较低主要由于之前与 Hasbro 合作开发的《Transformers Universe》因公测期间相关运营数据表现不佳而未正式运营, 在当年确认了约 8484.34 万元当期费用。2) 2016 年非经常性损益较大, 主要由于宏投网络收购 Jagex 期间发生了较大的收购服务费、股份支付费用以及营业外支出。

2016 年 Q1, Jagex 在 RuneScape Old School 中新引入了电子竞技的玩法, 使得游戏的影响力和营业收入大幅增长, 并且满足了玩家的需求。在此基础上, Jagex 计划在 2017 年加大电子竞技的投入, 举办赛事如下所示。

图 6: Jagex 计划在 2017 年加大电子竞技的投入, 下图为赛事图



资料来源: Google、国海证券研究所

### 3、Jagex 的过去与未来

正如大多数老牌游戏公司一样，在过去数年的发展过程当中，走过弯路、转变过战略以及更换过管理团队，但 Jagex 公司在多年的经营当中仍然找到了自身最核心的价值，即 RuneScape 系列 IP。我们将 Jagex 的发展阶段分为 2014 年之前，2015 年-2016 年以及 2016 年之后三个阶段。

图 7: Jagex 的发展历程: 创始、发展、引入投资、困境、恢复增长

1999	2001	2004	2005	2010
Beginnings 初创	RuneScape Launch RuneScape 发布	Major Update 大更新	Insight enters Insight 介入	Further Investment 进一步投资
Jagex 由剑桥大学的两位兄弟创立	RuneScape 发布并进入发展期	RuneScape 2 发布，游戏图形和玩法使用 3D，开始快速增长	在爆炸性成长后 Jagex 接受了 Insight 的私募股权投资	Jagex 进一步接受了 Raine 集团和 Spectrum 的私募股权投资
2011	2013	2014	2015	2016
Transformers 变形金刚	RuneScape Renaissance RuneScape 复兴	Sunset 游戏下线	eSports 电子竞技	Sale 出售
Jagex 开始开发: 变形金刚宇宙	RuneScape 3 和 Old School RuneScape 发布, Jagex 重新恢复成长	变形金刚宇宙开始公测, 因表现不佳而下线	通过新的货币化方式和成功进入 eSports 而收入激增。第一个破纪录的财年	Jagex 出售给中技控股。第二个破纪录的财年

资料来源: Google、公司公告、国海证券研究所

#### 3.1、前 RuneScape 时代: 未充分利用 RS IP, 盲目扩张造成困境

2014 年之前的 Jagex 与当前有诸多不同:

- 1) 2014 年之前管理团队与当前有所不同，当前团队基本 2015 年左右重新搭建完成;
- 2) 2014 年之前的管理团队专注于单个大型游戏的开发投入，期望以此带来业绩的大跃进，而忽视了 Jagex 公司的重要资产 RuneScape 的长期运营;
- 3) 其中的一项后果即是从 2011 年开始开发的一款以变形金刚为 IP 的游戏，于 2014 年因为盲目开发（未充分获取玩家的反馈）而因为数据不佳迅速下线，造成 2014 年的业绩大幅下滑。

#### 3.2、后 RuneScape 时代: 整体重组, 充分利用 RS IP,

## 精细化运营，电子竞技创造业绩弹性

2015 年新的管理团队转变思路，重新把焦点放在 RuneScape 系列 IP 上，一方面把资源和注意力重新投入仍在成长中的《RuneScape》和《RuneScape Old School》，另一方面，Jagex 公司充分利用税收优惠（视频游戏税收减免和专利盒子）、激励政策等，将激励结构转移到了 RuneScape 的盈利能力和 Jagex 公司税息折旧及摊销前利润，从而开源节流。

此外，Jagex 引入更多以玩家为核心的粉丝活动，如：1) 社区反馈：用户投票决定游戏内容；2) 有针对性的推动各种渠道（社交网络、搜索、视频）对流失的用户提供针对性的广告；3) 通过游戏现场直播，将 RuneScape 推向 YouTube 和 Twitch 的排行榜前列获得关注；4) 引入 F2P 模式，让玩家数量大幅上升；5) 最卓有成效的是，增加了重要的电竞比赛，使得游戏的热度空前提升。

### 3.3、中资时代：多点开花，新游可期，重点延展手游能力

2016 年，中技控股（富控互动的前身）完成 Jagex51% 股权的收购，并即将于近期完成剩余 49% 股权的收购，Jagex 正式进入中资时代。我们认为，未来富控互动和 Jagex 有如下多种方式获得更大的增长潜力：

1) 充分利用 RuneScape 系列 IP：通过利用该 IP 开发游戏续作、多种玩法的手游、VR 游戏、举办电竞比赛等多种形式，扩大 IP 的受众群，以及找回曾经玩过 RuneScape 但后来因种种原因流失的玩家群体。



图 8: RuneScape 粉丝群体庞大且十分痴迷 (图为 RuneScape 每年一度的大型粉丝庆典活动)



资料来源: 公司官网、国海证券研究所

**2) 扩大 RuneScape 系列 IP 的展现形式:** 基于该 IP 的粉丝规模, 其有潜力将内容呈现形式向其他载体扩展, 比如电影、数字电视、漫画/书及其他互动式娱乐体验。Jagex 公司在此的第一个尝试就是 2017 年 1 月与亚马逊在 Alexa 上面进行合作, 创建并发布 RuneScape 故事探险记, 名称为 One Piercing Note。这虽然是作为免费体验推出的一个小项目。但在没有大规模推广的情况下, 该产品获得广泛的赞扬, 包括《连线》和英国广播公司等多个在线刊物都对该产品进行了报道。从而 RuneScape 在电影、电视机其他衍生品的授权可能引起更合作方兴趣。

**3) 电子竞技:** 2015-2016 年 Jagex 公司营业收入止跌回升分别增长约 28%和 29%, 主要归功于电子竞技玩法在 Old School 上的推出。2017 年 Jagex 有望加大电子竞技的投入, 扩大 IP 影响力, 一方面吸引流失的玩家, 一方面吸引新增玩家。

**4) 有望通过内部孵化、合作、收购等方式形成手游能力。** 端转手在中国地区已经验证可行, 而海外游戏厂商的端转手进程远远慢于中国游戏厂商。未来端转手产品的持续推出有望为 Jagex 带来新的确定性的业绩增量。此外, Jagex 作为欧美公司, 在欧美游戏发行上具有天然优势, 有望成为中国手游出海的桥头堡。

**5) 与富控互动合作, 将市场拓展至中国。** Jagex 有望与母公司富控互动合作, 在国内搭建团队或与中国团队合作, 将 RuneScape 等海外游戏引入至中国, 拓

展更大的市场空间。

## 4、老游戏、新活力：2017 年有望发布多项更新

### 4.1、卓有成效的更新显著提振游戏活跃度，延长生命周期

游戏更新包括玩法的更新和游戏内容的更新，RuneScape 每年发布更新的数量达到 100-150 次，每周都有大量更新。其中包括诸如：1) 大型内容更新(任务、新的世界领域)：保持改善及赢回玩家青睐；2) MTX 活动：提高 ARPPU；3) 电竞联赛：赢回会员青睐；4) 特殊促销：增加会员。2017 年以来 RuneScape 仍将进行不少的更新，重要更新如下：

### 4.2、RuneScape Main：2017 年多项更新提振玩家和 ARPPU 值

Jagex 公司已公布的较为大型的更新包括：Menaphos 新世界领域、Forinthry 新玩法、古神任务等。新的更新可以引入新的玩法、新的地图，从而吸引更多新玩家和老玩家回到游戏。

#### 1) Menaphos 新世界领域

这块新世界领域十年间未让玩家踏足，该新领域来自 RuneScape 传说，并于 2017 年 6 月份发布。除了广阔的世界领域外，更新还包括“收集系统”，鼓励玩家保持登陆游戏，延长长期在线时间和参与度。累积系统中涉及的活动为任务和技能，是游戏进展的核心推动力。

这是 RuneScape 最近最大型的游戏更新之一，Jagex 通过游戏内部和外部渠道，持续传达这次更新，随着更新临近推出，其营销的力度也会扩大，在已离开游戏的玩家群体中营销效果尤其显著，使得大量玩家回归。这次更新规模可对标魔兽世界在 2016 年的 Legions 更新，其对收入产生了约 70% 的影响。

图 9: Menaphos 新世界领域更新

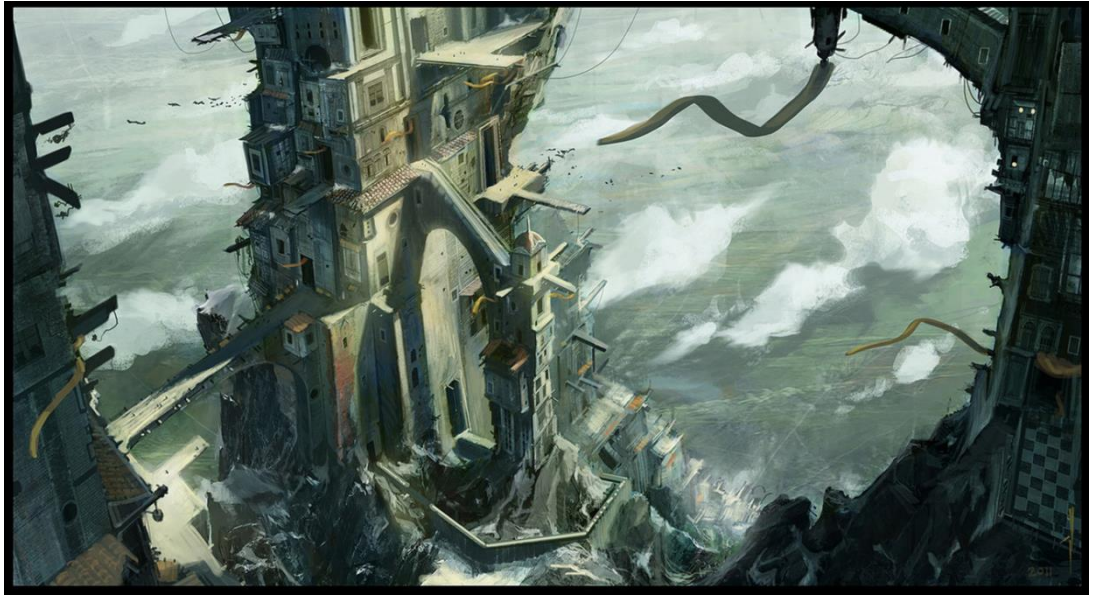


资料来源：公司官网、Google、国海证券研究所

## 2) Forinthy 新游戏玩法更新

该更新预计将于 2017 三季度，玩法大致为探索古老的神的知识并打造自己的城池，目的是将玩家注意力集中在组建联盟武装力量、建立自己的稳固地位、来回地运送资源、装备军队、保护贸易路线等。还包括深入内容，围绕着玩家挖掘埋藏的宝藏和失去的秘密、寻找藏品等。

图 10: Forinthy 新游戏玩法更新



资料来源：公司官网、Google、国海证券研究所

3) 古神任务更新。是以 RuneScape 传说最受欢迎的部分为基础推出，预计于 2017 年四季度推出。

图 11：古神任务更新



资料来源：公司官网、国海证券研究所

### 4.3、RuneScape OS：电竞玩法驱动重回增长

#### 4.3.1、电竞玩法更新

2017 年 RuneScape Old School 计划，由于电竞取得成功及强大内容渠道，

RuneScape Old School 的 2016 年玩家参与度年增长率迅猛增长。新增会员大幅增长，从而提高了游戏的收入。2017 年，Jagex 有望通过如下方式继续延续电竞玩法的成效：

- 1) 参考高频玩家的意见，为游戏做更新；
- 2) 频繁更新游戏内容，更新玩法保证新鲜度；
- 3) 保持大型的内容更新，从而提高游戏长期的吸引力；
- 4) 以周期性的电竞比赛作为基础，继续扩大电竞玩法的规模，提升知名度和新增用户加入的机会。
- 5) 此外，RuneScape 还曾于 4 月份推出 Twitch 高级用户的交叉促销活动，其中每个购买 Twitch 高级会员资格的玩家都会得到 RuneScape 一个月的会员资格。在确认了玩家之后，每一个通过交叉促销获取的用户，Twitch 都会支付给 Jagex 相应的会员费。该营销方式效果显著，游戏会员数迅速增加。以上的营销方式未来有望继续延续。

图 12: RuneScape Old School 会员与 Twitch 的交叉促销活动



资料来源：公司官网、国海证券研究所

#### 4.3.2、RuneScape Old School 发布大型内容更新

RS OS 今年将定期发布大量更新，其中 2017 年 1 月 5 日已发布的 Chambers of Xeric (Raids)更新、2017 年 6 月 1 日发布的 Inferno 更新均体现了很好的效果，产品曝光度大幅增加。相信下半年的更新同样精彩。

图 13: RuneScape Old School 的 Chambers of Xeric 内容更新



资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 14: RuneScape Old School 的 Inferno 内容更新



资料来源：公司官网、国海证券研究所

## 5、蓄力手游，打造长期新增长点

Jagex 公司除本身储备大量端游项目之外，拟通过自研和与外部合作并购等方式拓展自身的手游研发和发行能力。如下表所示，Jagex 公司当前储备有大量的 RuneScape 相关手游项目，包括：

**1) RuneScape Mobile 即 RuneScape old school 的手游化（手游端游数据相通）：**根据 Jagex 的市场统计，多数《RuneScape》系列游戏的用户希望有手机版本发布。基于当前的《RuneScape》游戏内容，Jagex 预计在 2017 年 9 月发

布《RuneScape (Old School)》的手机客户端游戏《RS Mobile》。

**2) RuneScape Dissidia:** 项目由中英两国研发团队协作研发, 英国 Jagex 方面负责提供游戏世界观设定相关素材, 同时在研发过程中, 负责定期对项目完成情况进行评审, 预计 2018 年 6 月份上线。

**3) Jagex 已开始着手《RuneScape》系列游戏 IP 相关游戏在中国市场的开拓。** 2018 年-2019 年, Jagex 现有 IP 《RuneScape Chronicles》和《RuneScape Heroes》两款手机游戏将由中国合作方开发和发行, Jagex 负责素材设计等支持。Jagex 已与中国合作方签订了该两款 IP 的授权协议, 获得游戏总流水 12% 的分成。

**4) RuneScape Next Gen (端游/手游):** 该项目则是承载 Jagex 公司下一个 15 年长期发展的新产品。《RS NEXT GEN》建立在“Improbable”公司突破性创新的 Spatial OS 技术之上, 能够实现动态世界同步转换叠加和叙事; 该技术可以集合数以百计的游戏引擎, 在云服务器中同时运行相互协作, 模拟更大更丰富和更多玩家的游戏世界。《RS NEXT GEN》攫取了《RuneScape》系列游戏在 16 年的运营过程中所积淀的精华, 采用全新的画面设计以及易于上手的游戏玩法设置, 迎合现代游戏玩家对于 MMORPG 游戏的需求。该游戏采用动态任务系统, 玩家可以自由选择如何完成任务目标。预计 Jagex 将通过全球各地的合作伙伴在多个国家和地区推出该款游戏。由于《RS NEXT GEN》技术上的革新和全球化的发行规划, 我们预计该款游戏将获得较好的收益。

**表 9: Jagex 的手游项目将于 2017 年末、2018 年初密集上线**

序号	名称	平台	拟推出时间
1	RuneScape Mobile	移动端	2017 年下半年至 2018 年上半年
2	RuneScape Dissidia	移动端	2018 年
3	RuneScape Dungeon	移动端	2018 年
4	RuneScape Chronicles	移动端	2018 年
5	RuneScape Heroes	移动端	2018 年
6	RuneScape Next Gen	PC 端/移动端	2019 年第 1 季度推出 PC 版, 运营 1 年后移植到手机端

资料来源: 公司官网、国海证券研究所

## 6、财务展望

我们认为富控互动在完成 Jagex 100% 股权收购后, 有望迸发巨大发展火花, 除了通过大数据技术、玩家社区互动、游戏更新进行用户获取和延长游戏寿命之外, Jagex 在如下方面仍有巨大的业绩增量空间。

**1) 电子竞技: 带动新老用户回流, 提升品牌知名度和商业化变现能力。**

我们认为, 2015-2016 年 Jagex 公司营收重新进入上升势头并且创历史新高, 电子竞技的推出功不可没。在 2017 年及之后 Jagex 继续加大投入电子竞技玩法的情况下, 我们认为 2017 年仍将维持强劲的增长, 并且显著延缓 RuneScape

系列游戏的衰退进程。

**2) 配套手游推出:** RS、RSOldSchool 手游版及新增手游有望延缓 RuneScape 系列游戏的衰退时间,但上述两款游戏毕竟已经运营多年,长期来看 2018 年之后营业收入预计将不可避免进入衰退期。此外,随着新一代 RS 游戏的上线运营(预计 2019 年),RSMain 和 RSOS 有可能进入加速下滑期,从而被新一代 RS 游戏所替代。

**3) 拟进一步研发 RNetGen, 真正继承 RuneScape 系列 IP 内核, 有望成为下一个划时代产品。**我们根据 RSMain 和 RSOS 的总粉丝数并采取一定程度的渗透率进行玩家预计。

**4) 借助富控互动进入中国, 拓展国际化收入来源。**RuneScape 游戏主要的玩家群体在欧美,在亚洲等地有极大的拓展空间。通过中资企业富控互动的帮助,Jagex 有望借此进入中国市场,获取新市场的 IP 授权收入。

**4) 全球游戏发行: 打造中国手游海外发行桥头堡。**近年中国的游戏出海正成为巨大的趋势。在与中国文化接近的东南亚地区,中国游戏企业自行发行能力较强,但在欧美地区,Jagex 作为土生土长的英国公司,有望具有较大的经验优势。富控与 Jagex 的联姻打开了中国游戏向英国、欧美等地区输出的窗口。

表 10: Jagex 公司营业收入预测表 (单位:百万元)

Jagex	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	74.00	88.32	103.45	124.92	130.30	136.76	142.68
YoY	28.74%	19.35%	17.14%	20.75%	4.31%	4.96%	4.33%
其中:							
RuneScape	n. a	85.90	84.56	77.22	61.59	50.69	50.45
RS Mobile	n. a	2.29	7.08	14.09	11.67	8.41	8.33
RS Next Gen	n. a	n. a	0.00	16.65	33.30	49.95	52.95
中国市场授权收入	n. a	n. a	3.15	5.73	8.02	9.62	11.07
其他游戏收入	n. a	0.13	8.66	11.23	15.72	18.08	19.89

资料来源:公司公告、国海证券研究所

此外,上市公司于 7 月 14 日发布中报预增公告显示,预计 2017 年 1-6 月实现归母净利润 5543.83 万元,同比增长约 75%。上市公司将于 7 月 17 日复牌。我们预估主要为 Jagex51%股份并表贡献,上市公司正在持续推进 Jagex 剩余 49% 股份的现金收购,预计近期完成收购后将为上市公司业绩提供更大促进。

预计 Jagex2017H1 大概率实现持续增长。根据上市公司之前所披露,Jagex 在 2016H1 实现归母净利润 12267.30 万元(扣非后归母净利润 19258.66 万元),且 2017Q1 实现归母净利润 10791 万元。2017Q1 归母净利润已经达到 2016H1 归母净利润的 87.97%,2017Q1 扣非后归母净利润已经达到 2016Q1 扣非后归母净利润的 56.38%,Jagex 上半年业绩大概率实现持续性增长。我们认为近期为 RuneScape 游戏的淡季,随着 9-10 月份 Jagex 公司年度盛典活动、12 月份圣诞节活动的推出,下半年的业绩根据历史规律有望大幅超过上半年。



## 7、盈利预测与评级

因为采取现金方式收购，我们预计本次收购宏投网络剩余 49%股权风险较小，并将于近期完成。收购完成后，上市公司几乎全部净利润将来自于 Jagex。假设标的公司于 2017 年 8 月份开始并表，考虑财务费用，我们预计上市公司 2017-2019 年实现归母净利润 2.61/4/5.03 亿元。作为估值比对，对应 2017 年 7 月 17 日股价 PE 分别为 39.75/25.97/20.67 倍。暂不考虑本次并购因素，我们预计 2017-2019 年实现归母净利润 2.13/2.24/2.86 亿元（主要为上市公司持有 Jagex51%股权所产生的收益），对应 EPS 分别为 0.37/0.39/0.50 元，对应 2017 年 7 月 17 日股价 PE 分别为 48.81/46.38/36.34 倍，本次并购完成可能性高，完成后上市公司估值相对游戏行业偏低，而 Jagex 公司质地优质，维持“买入”评级。

## 8、风险提示

- 1) 新游戏进度、市场认可度不及预期;
- 2) 跨国管理风险;
- 3) 上市公司原主业与游戏行业区别较大，转型之中可能存在风险;
- 4) 国际政治及经济风险;
- 5) 外汇风险;
- 6) 收购过程中的债务风险;
- 7) 收购不能如期完成的风险。

表 1: 富控互动盈利预测表 (暂不考虑本次收购影响)

证券代码:	600634.SH				股价:	18.05	投资评级:	买入	日期:	2017-07-17
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	4%	5%	5%	5%	EPS	0.30	0.37	0.39	0.50	
毛利率	16%	78%	78%	77%	BVPS	5.02	5.38	5.77	6.27	
期间费率	15%	26%	28%	27%	<b>估值</b>					
销售净利率	7%	26%	23%	25%	P/E	60.31	48.81	46.38	36.34	
<b>成长能力</b>					P/B	3.60	3.35	3.13	2.88	
收入增长率	27%	-64%	16%	20%	P/S	4.44	12.49	10.75	8.97	
利润增长率	41%	24%	5%	28%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.39	0.13	0.14	0.16	营业收入	2341	832	967	1158	
应收账款周转率	1.70	1.70	1.70	1.70	营业成本	1965	186	217	263	
存货周转率	1154.43	n.a	n.a	n.a	营业税金及附加	18	6	7	9	
<b>偿债能力</b>					销售费用	39	50	58	70	
资产负债率	33%	30%	29%	27%	管理费用	121	83	106	139	
流动比	2.15	2.60	3.06	3.60	财务费用	180	78	98	96	
速动比	2.14	2.60	3.06	3.60	其他费用/(-收入)	171	0	0	0	
					<b>营业利润</b>	<b>190</b>	<b>428</b>	<b>479</b>	<b>582</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	27	31	29	30	
现金及现金等价物	1650	2595	2933	3200	<b>利润总额</b>	<b>217</b>	<b>459</b>	<b>508</b>	<b>612</b>	
应收款项	1378	490	569	682	所得税费用	32	69	76	92	
存货净额	2	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>185</b>	<b>390</b>	<b>432</b>	<b>520</b>	
其他流动资产	48	518	746	1125	少数股东损益	13	177	208	234	
<b>流动资产合计</b>	<b>3078</b>	<b>3603</b>	<b>4248</b>	<b>5008</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>172</b>	<b>213</b>	<b>224</b>	<b>286</b>	
固定资产	27	25	22	20						
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	82	82	85	89	经营活动现金流	(279)	949	345	277	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	185	390	432	520	
<b>资产总计</b>	<b>5959</b>	<b>6300</b>	<b>6734</b>	<b>7258</b>	少数股东权益	13	177	208	234	
短期借款	871	871	871	871	折旧摊销	132	11	11	11	
应付款项	33	11	12	15	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	9	3	4	4	营运资金变动	(609)	471	(310)	(495)	
其他流动负债	522	500	500	500	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2088)</b>	<b>184</b>	<b>215</b>	<b>239</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>1435</b>	<b>1385</b>	<b>1387</b>	<b>1391</b>	资本支出	1231	3	2	2	
长期借款及应付债券	515	515	515	515	长期投资	21	0	0	0	
其他长期负债	20	20	20	20	其他	(3340)	181	213	237	
<b>长期负债合计</b>	<b>535</b>	<b>535</b>	<b>535</b>	<b>535</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2250</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>负债合计</b>	<b>1970</b>	<b>1920</b>	<b>1923</b>	<b>1926</b>	债务融资	(282)	0	0	0	
股本	576	576	576	576	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	3989	4379	4811	5332	其它	2532	0	0	0	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5959</b>	<b>6300</b>	<b>6734</b>	<b>7258</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(118)</b>	<b>1133</b>	<b>560</b>	<b>516</b>	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【传媒与互联网组介绍】

孔令峰，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

邵伟，计算机科学学士，上海财经大学金融硕士，有 1 年资产管理工作经验，2015 年加入国海证券研究所，现为从事传媒、互联网行业研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，1 年资产管理从业经历，目前主要负责传媒与互联网行业研究

## 【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。