

富控互动 (600634.SH) / 传媒

品牌技术协同双驱, 次时代游戏变革者

评级: 买入 (维持)

市场价格: 18.05

目标价格: 24.21

分析师: 王暎

执业证书编号: S0740516060001

电话: 021-20315191

Email: wangxian@r.qizq.com.cn

分析师: 赵坤

执业证书编号: S0740516080002

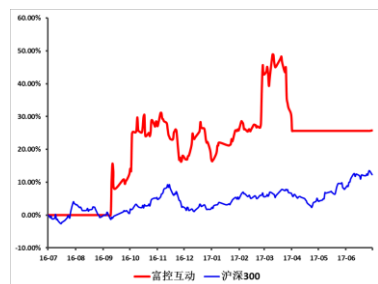
电话: 010-59013782

Email: zhaokun@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	575.73
流通股本(百万股)	575.73
市价(元)	18.03
市值(百万元)	10380
流通市值(百万元)	10380

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 【中泰中小盘】深度报告-中技控股 (600634.SH): 产品区域双外延, 游戏内购破局者
- 【中泰中小盘】富控互动 (600634.SH) 年报点评: 收购 Jagex 盈利超预期, 多元化战略支撑高成长

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,841	2341	666	758	850
增长率 yoy%	-34.8%	27.2%	-71.6%	13.81%	12.10%
净利润	122	172	244	331	389
增长率 yoy%	-9.13%	40.98%	41.86%	38.83%	17.50%
每股收益 (元)	0.212	0.300	0.484	0.526	0.675
每股现金流量	0.42	-0.49	0.51	0.54	0.64
净资产收益率	4.91%	5.97%	12.37%	10.17%	12.22%
P/E	--	90.08	42.99	39.56	30.83
PEG	--	2.20	1.03	1.02	1.76
P/B	4.15	4.12	5.23	4.00	3.78

备注: 市场预测取 Wind 一致预期

投资要点

■ 核心投资逻辑:

- 超额完成业绩对赌, 补全游戏核心版图:** 根据公司 2016 年收购协议的盈利预测, 2016 年 7-12 月净利润 (扣除非经常损益) 1.01 亿人民币, 而 Jagex 2016 年 7-12 月净利润 1.51 亿人民币, 实际完成率达到 149%。Jagex 的高业绩兑现, 不仅证明了其本身在游戏业务方向的综合盈利实力, 也进一步夯实了公司向娱乐方向转型的第一步。同时通过本次重组, 富控互动完全持有宏投网络 100% 股权, 完成了其向娱乐行业转型的第一步, 即以 Jagex 为游戏版图核心, 在保证稳定业绩增长的基础上, 实现海内外市场双扩张, 端游/手游双驱动的基本战略布局。
- 管理重启固本溯源, 财务优化开源节流:** 基于在业务布局方向的换挡和产品结构更迭的长期战略诉求, Jagex 开始重启管理架构, 特别是在获得了富控互动的强资本注入后, 考虑到重度资源投入和长周期制作的产品已经很难适应强度竞争的游戏市场环境, 公司不仅着手开始优化财务结构, 并将产品重心向 RuneScape 系列倾斜, 以期在开源节流的基础上来保证团队创新性和企业成长性。目前作为 RuneScape 系列的主要两款运营游戏“RuneScape 3”和“RuneScape Old School”。在近两年均其营收增速均保持了近 30% 的增速, 2016 年经营利润增速为 47.26%。
- 经典 IP 支撑品牌扩张, 电竞提升业绩弹性:** 基于 RuneScape 在全球游戏市场深耕多年的品牌影响力, Jagex 一方面通过自主研发、授权研发等多种形式实现手游新品的投放, 进而推进产品线从端游向手游的转化。另一方面, 通过游戏机制 (以 Old School 为基础) 转化实现向电子竞技方向的扩张。我们预期在富控互动的推动下, 其未来将通过手游联合研发、IP 授权形式实现在中国游戏市场的切入。同时为了顺应中国游戏出海的市场趋势, 将重点打造其在海外的第三方发行能力, 即中国游戏的海外发行及运营代理。
- 创意工坊驱动创新, 技术变革引领次时代:** 从公司长期的产品布局来看, RuneScape 系列虽然拥有经久不衰的客户粘性和市场影响力, 但是考虑到游戏行业的低成本内容创意属性, 以及近年来独立游戏的井喷态势, Jagex 将通过设立创意工坊 (Workshop) 来推动新产品研发, 并且依靠自身长期游戏运营的经验 and 数据分析能力, 实现低成本高效率的内生创意变现。同时其已达成同英国著名技术公司 Impossible 的合作, 通过引入云计算、人工智能技术, 来打造次时代游戏产品 RS Next Gen, 实现玩家行为的“因果链”设置, 进而推动由玩家创造的动态故事线索, 最大化的实现游戏内容的玩家主导性和社交粘性。
- 盈利预测及投资建议:** 基于未来手游市场的快速规模提升, 以及中国游戏市场的迅速崛起, 富控互动在本次重组完成后, 将重点打造以 Jagex 为核心的多元化游戏版图。未来其将通过 RuneScape 系列游戏的产业线及产品线双线扩张, 迅速提升自身的业绩弹性, 并且通过海内外市场的双线布局, 实现业绩的快速增长。我们看好公司在内容创意上创新式驱动, 以及通过人工智能和云计算技术所引领的次时代游戏变革。预测 2017-2019 年实现归属母公司净利润分别为 2.44 亿元、3.31 亿元、3.89 亿元, 对应 EPS 0.484、0.526、0.675, 维持目标价 24.21 元, 对应 2017 年 43 倍 PE, 维持“买入”评级。

■ 公司差异性竞争优势分析：

- 通过对比国内外游戏市场的消费特征，能够发现海外市场盈利基础以长期、重度游戏玩家为主，国内市场却因为起步晚，移动游戏全民化浪潮，多以短期、轻度玩家为主。虽然近两年“王者荣耀”“阴阳师”等爆款产品已经显著提升了国内整体游戏玩家的消费重度，但是我们预期随着整体市场竞争的加剧，高质量、优运维的产品才能完全打通海内外市场，贯穿“轻度低消费”和“重度高消费”的层级。目前就游戏研发运营团队而言，国内很少有同类型公司就长期运维服务、动态需求更新能力方面与之比肩。
- 随着国内游戏制作质量和文化影响力显著提升，中国游戏出海已经成为产业大趋势。而公司相对同类型标的，拥有着深耕海外市场多年的渠道宣发优势，同时还包括后续游戏产品更新、运维需求对接的潜在竞争力。

■ 风险提示事件：

- **游戏行业政策趋严，影响整体行业估值预期：**对互联网行业进行行业规范，出台相应的监管细则，影响整体行业的估值预期。
- **中国手游出海的不确定性：**由于海外游戏市场的区域差异化和复杂性，中国手游出海仍面临着文化本土化、内容货币化的潜在瓶颈和不确定性。
- **政府监管导向变化，影响中国市场的开发进度：**目前游戏产业的高速发展也倒逼政府在行业细节上不断的加强监管，因为中国市场和海外市场的差异性，未来或影响公司在中国市场的开发进度。

内容目录

超额完成业绩对赌，补全游戏核心版图	- 4 -
超额完成业绩对赌，夯实长期盈利基础	- 4 -
补全游戏核心版图，打造双线业务引擎	- 5 -
管理重启固本溯源，品牌扩张开疆拓土	- 7 -
英国本土游戏王者，管理重启固本溯源	- 7 -
经典 IP 支撑品牌扩张，电竞带动业绩弹性	- 10 -
创意工坊驱动创新，技术变革引领次时代	- 14 -
创意工坊驱动创新，数据分析动态更迭	- 14 -
人工智能打造动态世界，技术引领游戏次时代	- 15 -
盈利预测及投资建议	- 17 -
投资评级说明:	- 20 -

图表目录

图表 1: 公司业绩对赌及实际完成情况	- 4 -
图表 2: 近 5 年全球 TOP25 游戏公司收入对比	- 4 -
图表 3: 重组前后公司股权结构变动	- 5 -
图表 4: 公司产品线/产业线双引擎驱动	- 6 -
图表 5: Jagex 公司发展历程	- 7 -
图表 6: 2015-2016 年 Jagex 业务盈利情况	- 8 -
图表 7: 2014-2016 年 RuneScape 盈利情况	- 8 -
图表 8: RuneScape 系列游戏/其他游戏收入比	- 9 -
图表 9: RS Main/Old School 合计玩家月活	- 9 -
图表 10: 2017 年全球 PC 端 MMORPG 游戏收入排名	- 9 -
图表 11: RuneScape Mobile 研发进程	- 10 -
图表 12: RuneScape Mobile 研发进程	- 11 -
图表 13: 2014-2016 年 IOS 收入国家排名	- 12 -
图表 14: 2016 年 IOS 全球收入/下载量排名	- 12 -
图表 15: RuneScape Old School 季度赛制模式	- 12 -
图表 16: RuneScape Old School 各赛季观众数据	- 13 -
图表 17: 在研发游戏 Prototype 双平台测试	- 14 -
图表 18: 在研发游戏 Prototype 双平台测试	- 15 -
图表 19: RS NEXT GEN 开发时间表	- 16 -
图表 20: 可比公司估值比较 2017 年 7 月 17 日 (Wind 一致性预测)	- 18 -
图表 21: 财务报表预测	- 18 -

超额完成业绩对赌，补全游戏核心版图

超额完成业绩对赌，夯实长期盈利基础

- 富控互动于 2016 年 12 月正式完成了新兴资产置入，在剥离传统混凝土桩业务后，以现金支付方式购买宏投网络 51% 股权，而宏投网络于 2016 年 6 月完成了对英国著名游戏开发运营商 Jagex 的收购。根据公司收购协议的盈利预测，2016 年 7-12 月净利润（扣除非经常损益）1.01 亿人民币，而 Jagex 2016 年 7-12 月净利润 1.51 亿人民币，实际完成率达到 149%。Jagex 的高业绩兑现，不仅证明了其本身在游戏业务方向的综合盈利实力，也进一步夯实了其向娱乐方向转型的第一步。

图表 1：公司业绩对赌及实际完成情况

Jagex 盈利 对应周期	业绩对赌数额（万）		盈利实现数额（万）		实现比率 %
	英镑计	人民币计	英镑计	人民币计	
2016 年 7-12 月	1134.81	10123.90	1694.48	15116.79	149
2017 年	3325.77	29669.87	-	-	-
2018 年	3622.78	32319.53	-	-	-

业绩承诺补偿 补偿期内由梁秀红以宏达矿业本次所出售宏投网络 25% 股权的交易对价 8 亿元进行业绩承诺。

来源：公司公告、中泰证券研究所

- Jagex 作为英国最大、盈利性最强的游戏公司，其所具备的全行业优势（专业成熟的综合管理团队、先进的开发发行团队、大型游戏长期持续运营经验、高盈利模式创新能力等）是保证其长期竞争优势的基础。同时考虑到目前全球游戏行业的规模及结构变化：1、2016 年全球游戏收入突破新高，中国市场超越美国，2016 年营收规模为 246 亿美元，成为全球第一大市场。2、近 5 年全球游戏市场马太效应凸显，腾讯、索尼、动视暴雪、微软等 TOP10 公司占全球市场 54%，并且整体行业增速主要由其贡献。未来其通过围绕 Jagex 为游戏业务核心的战略布局，在行业集中度持续提升的背景下，能够有效的弥补初入者的竞争短板，同时借助中国市场的边际开拓，实现成长性持续变现。

图表 2：近 5 年全球 TOP25 游戏公司收入对比

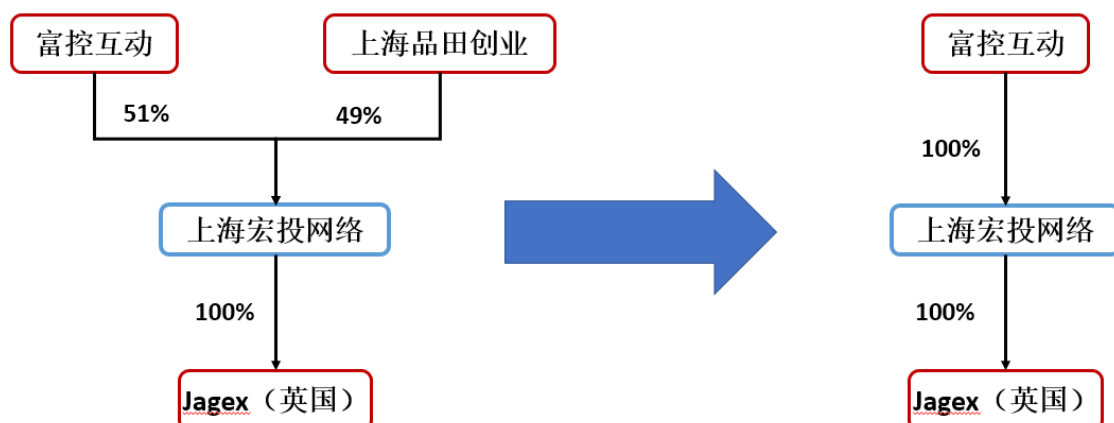


来源：Newzoo、中泰证券研究所

补全游戏核心版图，打造双线业务引擎

- 富控互动自 2017 年 4 月 20 日发布临时停牌公告，进行筹划重大事项停牌公告，并于 5 月 4 日正式公告，拟以现金支付方式收购品田投资所持有的宏投网络剩余 49% 股权。基于业务转型的审慎性原则和资产盈利性的再确认，公司对 Jagex 完全收购实行两步走原则。本次重组完成了其向娱乐行业转型的第一步，即以 Jagex 为游戏版图核心，在保证稳定业绩增长的基础上，实现海内外市场双扩张，端游/手游双驱动的基本战略布局。

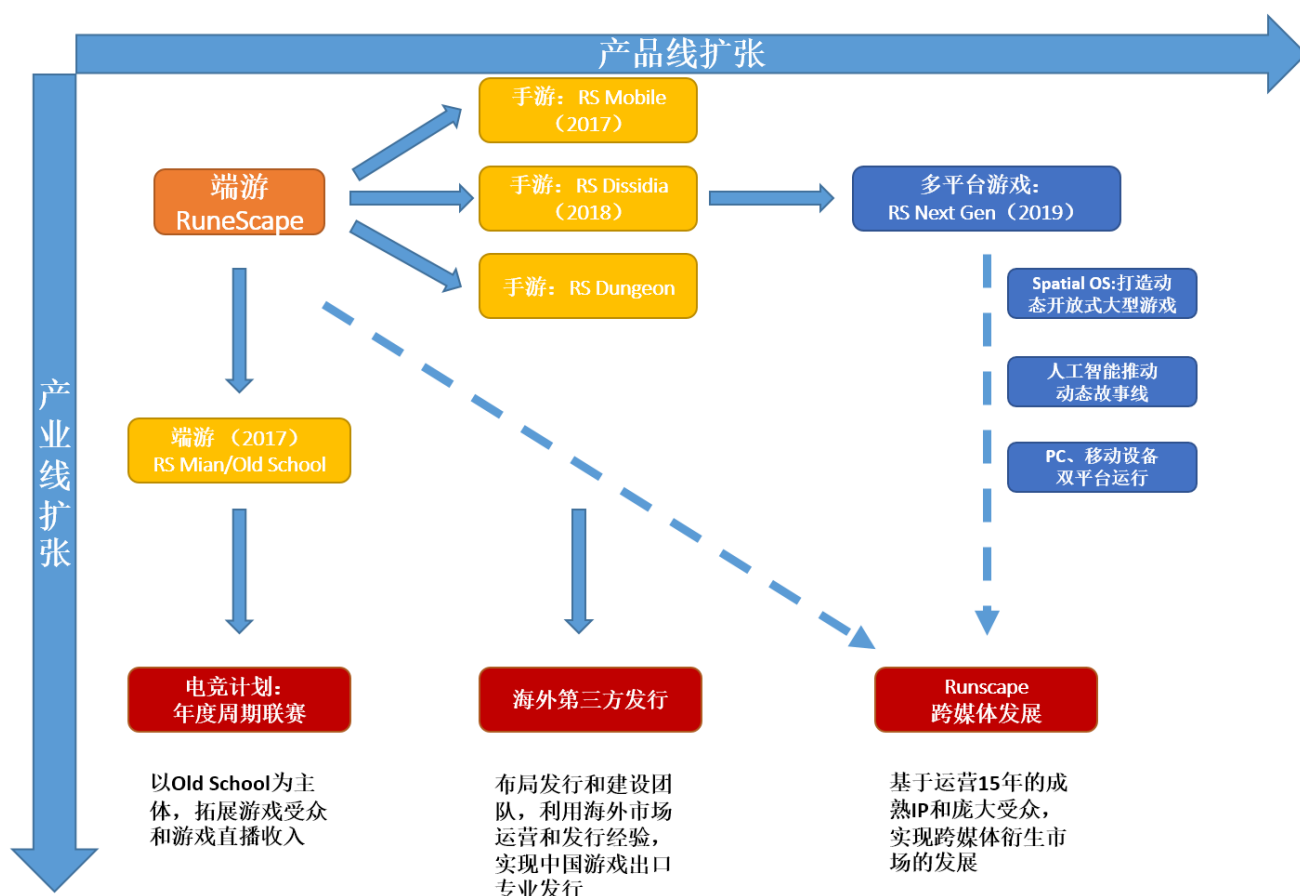
图表 3：重组前后公司股权结构变动



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 公司基于产品线和产业线的双引擎思路,在以 Jagex 及其优秀游戏品牌“RuneScape”为核心的基础上,实现在游戏娱乐行业的版图扩张。
 - 产品线性扩张: Jagex 拥有多年的海外市场运营和发行经验,与富控互动在国内的游戏资源进行双向协同,通过打通国内市场的双研发、双发行,实现海内外市场的规模提升。同时,借助中国市场的成熟手游研发及运营经验,RuneScape 将实现品牌系列化的手游拓展。
 - 产业线性扩张: 在 2015-2016 年两年间, Jagex 以玩家推动游戏内容更新的独特模式,在 Twitch 上(全球最大电子游戏直播媒体平台)始终了位列十大最受欢迎游戏序列。未来公司将以 RuneScape Old School 为游戏竞技样本,实现在游戏竞技、直播等方向的产业线性扩张。

图表 4: 公司产品线/产业线双引擎驱动



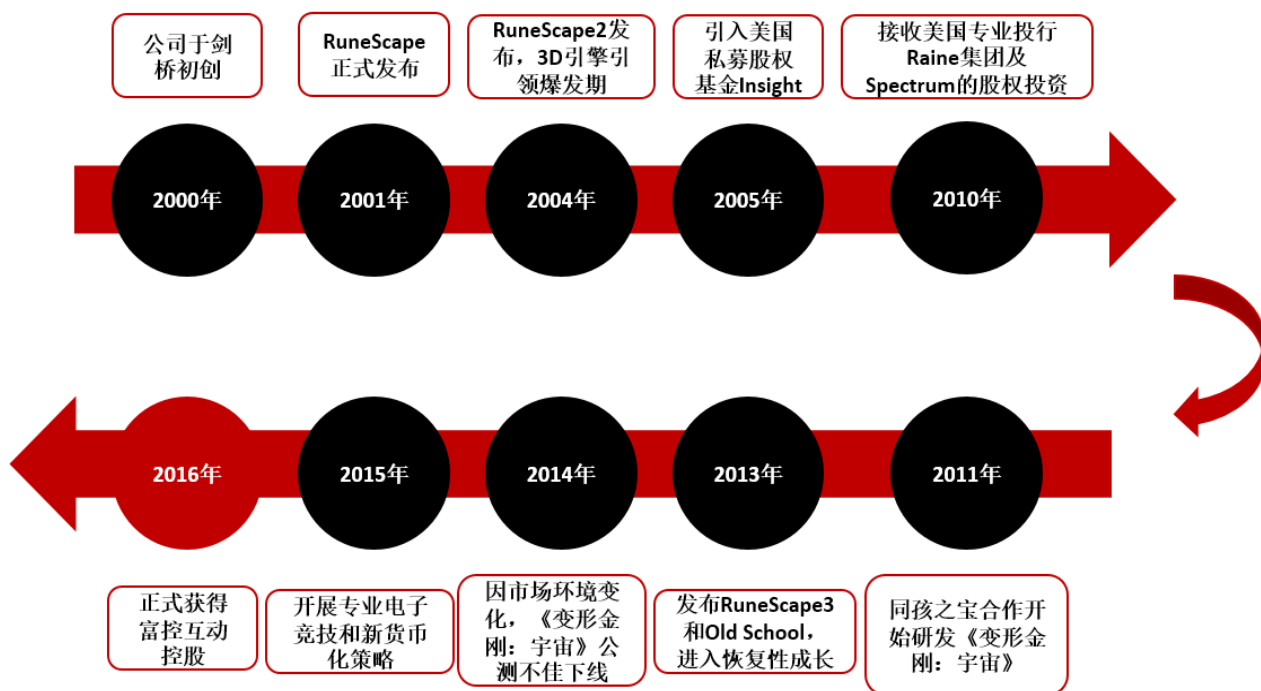
来源: 公司公告、中泰证券研究所

管理重启固本溯源，品牌扩张开疆拓土

英国本土游戏王者，管理重启固本溯源

- **快速发展触及瓶颈，管理重启维持成长：**Jagex 作为英国最大的游戏开发公司，其核心品牌 RuneScape 和 Old School，在游戏上线的 16 年间，共计创造 7 亿美元收入，累计玩家 2.5 亿，覆盖 234 个国家，且玩家平均游戏时间在 6 年以上，拥有着同类型 MMORPG 游戏难以比拟的客户黏性优势。
- **快速发展触及瓶颈：**Jagex 于 2000 年初创于剑桥，2001 年发布 RuneScape 进入正式发展期。在经历了近四年的快速发展期后，2005 年公司引入了美国私募股权基金 Insight 的投资，并于 2010 年进一步获得美国专业投行 Raine 集团和 Spectrum 的股权投资。在获得资本扩充后，Jagex 于 2011 年开始尝试产品线扩张，同孩之宝合作共同进行《变形金刚：宇宙》的开发。在花费较大精力和资源候与 2014 年公测上线，但是相较于 2011 年，变形金刚的真人电影所带来的影游联动效应开始削弱，同时同期较多的变形金刚 IP 游戏上线，直接造成测试结果不尽人意，至此在产品线方向的初次尝试暂时告一段落。

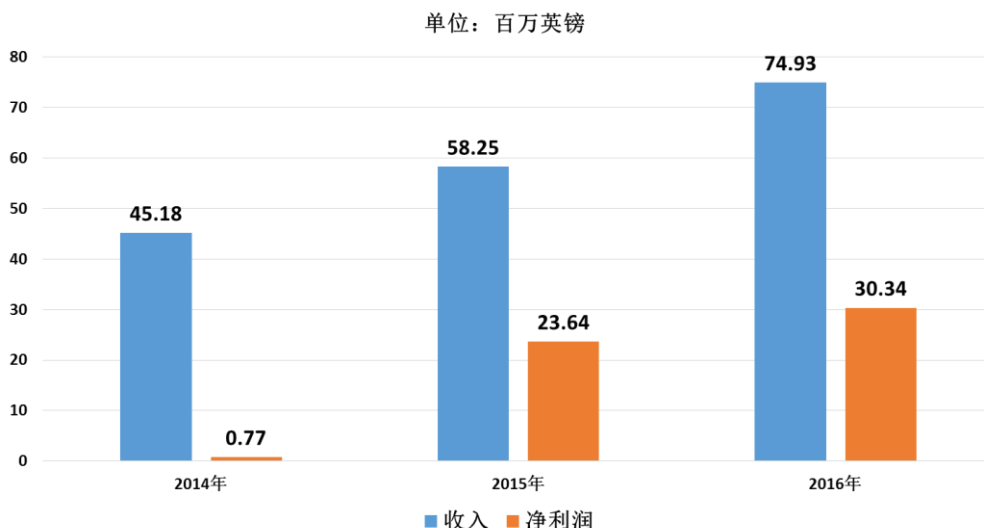
图表 5: Jagex 公司发展历程



来源：Wikipedia、中泰证券研究所

➤ **管理重启维持成长：**基于在业务布局方向的换挡和产品结构更迭的长期战略诉求，Jagex 开始重启管理架构，特别是在获得了富控互动的强资本注入后，从根本上赋予产品创意最大效益化。回顾 Jagex2014 年-2016 年的整体营收规模和结构变化情况，我们可以清晰的看到自 2015 年管理重启伊始，Jagex 每年整体营收均保证 28%左右增长，经营利润则在 2015 年达到 25 倍增幅（英镑计算），2016 年则维持在 47.26%（英镑计算）。从产品收入结构上来看，由微交易所产生的虚拟道具收入是其营收增长的主要驱动因素。

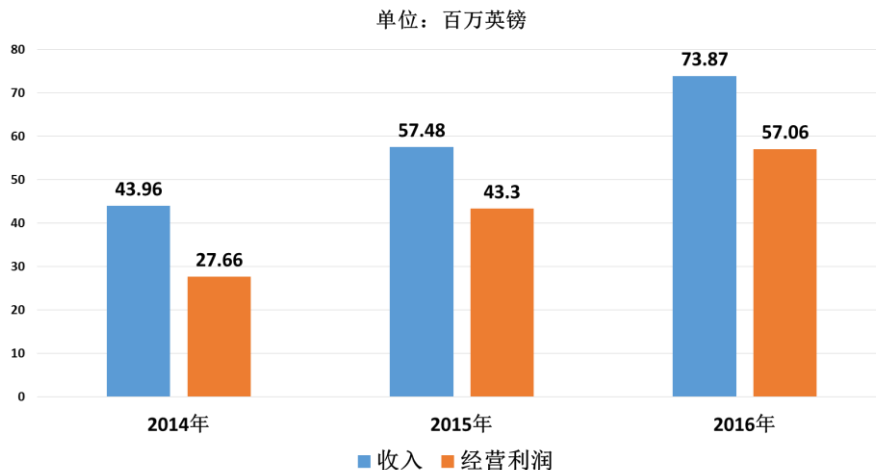
图表 6：2015-2016 年 Jagex 业务盈利情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

■ **回归 RS 固本溯源，财务优化开源节流：**虽然历时 4 年的新产品化尝试，（变形金刚：宇宙）因为市场需求环境变化而最终下线，但是相对而言的 Runescape 和 Old School 却成功的保证了 Jagex 成长性的恢复。所以在管理重启后的一个重要战略方向就是，针对 RS 系列游戏的固本溯源。同时考虑到重度资源投入和长周期制作的产品已经很难适应强度竞争的游戏市场环境，所以其也着手开始优化财务结构，在开源节流的基础上来保证团队创新性和企业成长性。

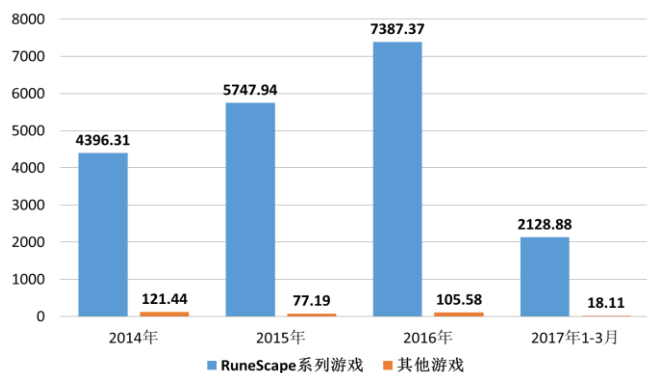
图表 7：2014-2016 年 RuneScape 盈利情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

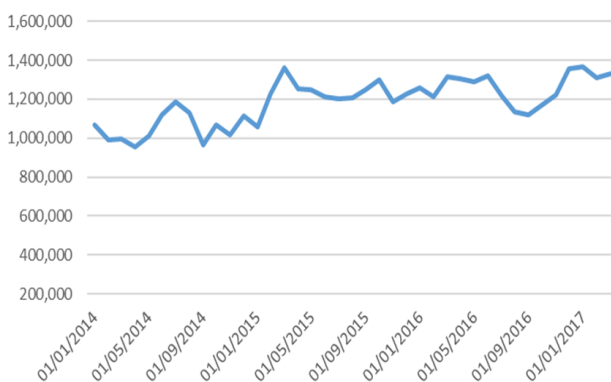
- **回归 RS 固本溯源：**RuneScape Main 作为游戏微交易主体，通过持续高频的内容更新和内容营销活动的持续推动，保证了 2016 年 12 个月 ARPPU61.4 英镑（同比增速为）的高收入水平。而 Old School 作为完全根据高频率玩家定制内容的经典复刻版，为 RuneScape 系列贡献了大部分的业绩增速，自 2015 年游戏更新实现游戏免费后，会员人数得到了极大扩张，同时将收入重心从游戏内容货币化扩展至电竞品牌化，打开了收入快速扩张的空间。

图表 8: RuneScape 系列游戏/其他游戏收入比



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 9: RS Main/Old School 合计玩家月活



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **财务优化开源节流：**自 2015 年伊始，作为 Jagex 战略重心的重要指向，Jagex 将整个组织的激励结构同 RuneScape 盈利能力和利润绑定，同时对各核心部门实行零预算机制，改变作为老牌游戏公司的“头重脚轻式”预算缺陷，直接控制了运营和资本支出的浪费。在税务结构上，Jagex 通过“视频游戏税务减免”和基于技术创新的“专利盒子”政策，获得了近 7500 万英镑的税务减免，平均税收减免等于每年约 500 万英镑。

图表 10: 2017 年全球 PC 端 MMORPG 游戏收入排名

排名	英文名	中文名	2017 年 4 月收入/美元
1	World of Warcraft	魔兽世界	7268.67 万
2	Fantasy westward journey online 2	梦幻西游 2	2280.70 万
3	MapleStory	冒险岛	2227.94 万
4	Elder Schroll Online	上古卷轴	1008.75 万
5	RuneScape	江湖	887.16 万
6	Lineage 2 East	天堂 2	461.60 万
7	Archeage	上古世纪	440.72 万
8	The Lord of Rings	指环王	423.17 万

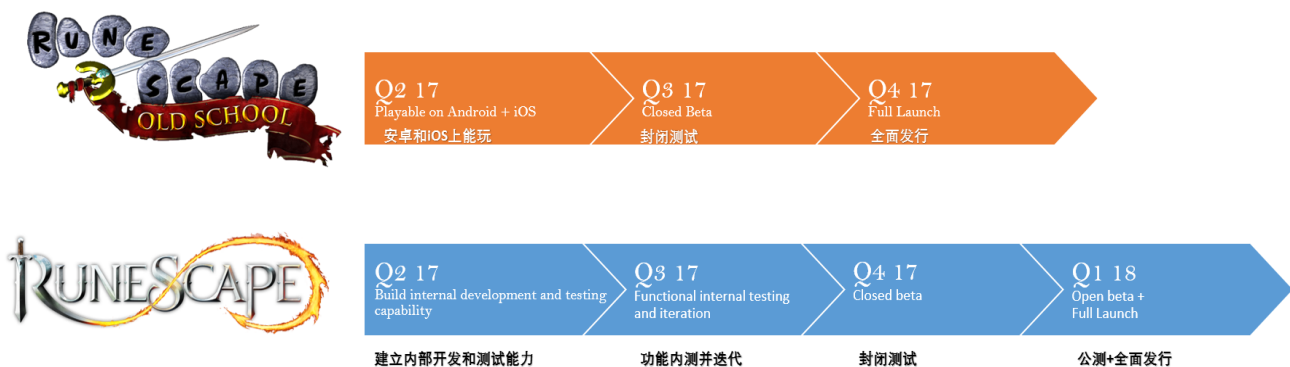
9	EVE Online	星战前夜	356.17 万
10	Rift	时空裂痕	297.39 万

来源：公司公告、中泰证券研究所

经典 IP 支撑品牌扩张，电竞带动业绩弹性

- **经典 IP 支撑品牌扩张，多线布局开疆拓土：**RuneScape 作为全球最大的游戏 IP 之一，在全球特别是欧美游戏市场中拥有极高的认知度和接受度。Jagex 基于 RuneScape 在全球游戏市场深耕多年的品牌影响力，一方面通过自主研发、授权研发等多种形式实现手游新品的投放，进而推进全球品牌影响力从端游向手游的转化。另一方面，通过游戏机制（以 Old School 为基础）的转化实现向电子竞技方向的扩张。
- **手游端双向布局，玩家端留存保增：**近几年的移动设备快速更迭，使得移动智能设备在继 PC 端后，成为第二大游戏体验平台。同时随着用户碎片化时间的游戏转化度提升和需求日益旺盛，公司拟通过 RuneScape Mobile 实现同 PC 端游戏的无缝链接。通过本款手游的推出，可以极大的挽回部分因手游需求而流失的客户，同时实现在手游端的增量扩张。同时由于使用了相同的底层代码和游戏引擎，以更低的成本和更少的时间，实现对目前研发项目 RuneScape Remastered 的替代。
- ✓ **RuneScape Mobile 游戏定位及受众：**实现同 PC 端游戏（RS Main/Old School）的无缝连接，降低流失率和提升参与度。拓宽在手游方向上的研发运营经验和发行渠道。主要受众为当前的 RS 活跃玩家，次及受众为流失的 RS 玩家，增量受众为 MMORPG 游戏粉丝。
- ✓ **RuneScape Mobile 研发进程：**Old Schol 手游版目前已完成安卓/IOS 的系统适配，预计在 2017 年 3 季度开始封闭测试，在今年 4 季度实现公测发行。由于内容性和图像优化，RS Main 预计在 2017 年 3 季度实现功能性内测，在 4 季度实现封闭测试，最终在 2018 年 1 季度实现全面公测发行。

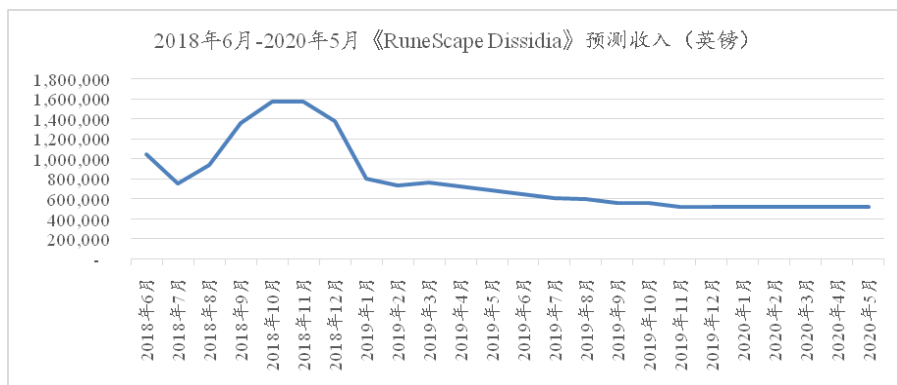
图表 11: RuneScape Mobile 研发进程



来源：中泰证券研究所

- **拓展海外发行版图，打通海内外游戏市场：**依靠 Jagex 在海外深耕多年的市场资源和渠道优势，在富控互动的推动下，其已经开始同国内游戏研发厂商进行接洽。未来将通过手游联合研发、IP 授权形式实现在中国游戏市场的切入。同时为了顺应中国游戏出海的行业变革趋势，未来将重点打造其在海外的第三方发行能力，重即中国游戏的海外发行及运营代理。
- ✓ **海外市场的中西合璧：RuneScape Dissidia** 作为 Jagex 主导的第一例中英联合研发线上手游，由 Jagex 负责游戏世界观设定，由中国游戏厂商负责游戏的整体研发，最终实现在海外市场的发行。基于 MMORPG 游戏的庞大受众，本款游戏完全基于 RuneScape 系列的魔幻世界观、流畅游戏节奏和丰富的故事主线，并且坚持游戏的微交易传统，打破传统的付费设置，实现底层大基数玩家和高端玩家游戏体验平衡性。同时未来该类型业务模式的游戏分成，Jagex 将获得 83%流水分成（包括平台渠道、营销推广费用）。

图表 12: RuneScape Mobile 研发进程



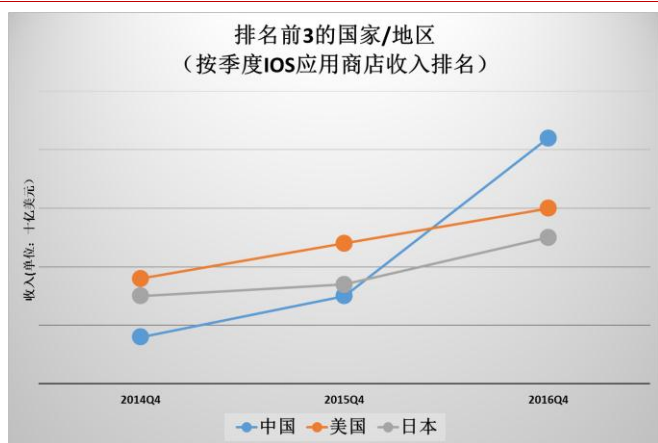
来源：公司公告、中泰证券研究所

- ✓ **中国市场的 IP 扩张：**除了合作研发的业务模式，公司为了在短期内适应中国市场的游戏消费文化，迅速实现中国游戏市场的

切入，Jagex 将通过 RuneScape IP 授权的方式同中国游戏厂商进行合作。Jagex 主要提供游戏素材，有合作方进行开发运营和发行，该种模式下其将获得游戏总流水的 12%。目前 Jagex 已与中国合作方签订了《RS Chronicles》和《RS Heroes》两款游戏的授权协议，拟将于 2018 年推出。

- ✓ **游戏出海的代理发行：**近两年随着国产游戏的优胜劣汰效应日益凸显，中国游戏出海的数量及规模也成快速扩张态势，特别是在手游方面，2016 年中国手游整体收入和下载量均位于 IOS 排名第一位。基于未来中国游戏出海的趋势会益发凸显的预期，在富控互动的主场推动下，对国内市场的优秀游戏作品进行对接，并依靠 Jagex 多年的运营经验和海外文化渗透度，进行作品筛选。并且在游戏内容的本地化和运营细节上，可以低成本高效率的弥补中国游戏短板。

图表 13：2014-2016 年 IOS 收入国家排名



来源：App Annie、中泰证券研究所

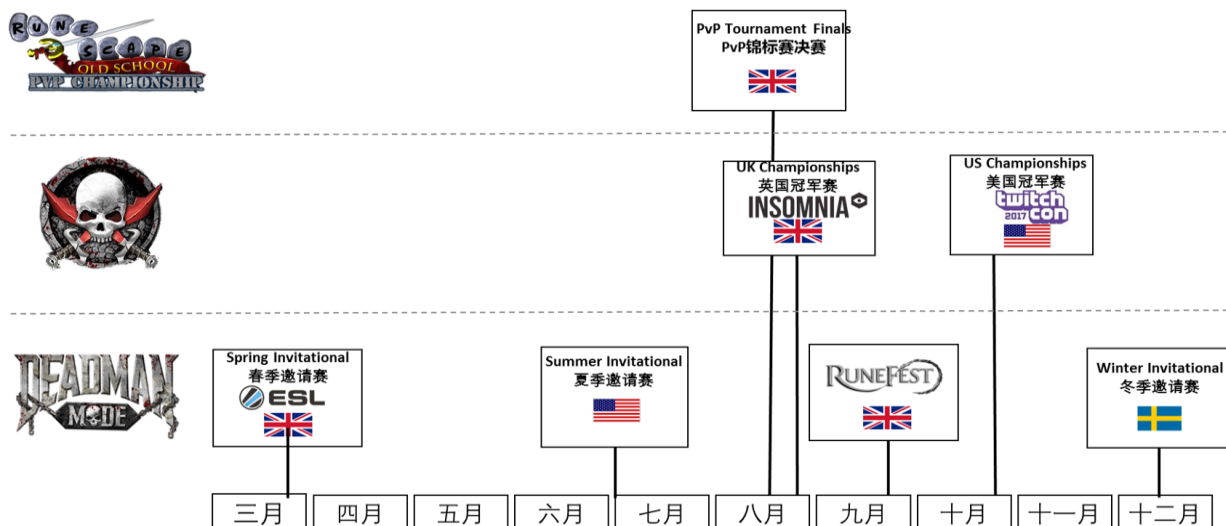
图表 14：2016 年 IOS 全球收入/下载量排名

IOS 2016年全球下载量排名			IOS 2016年全球收入排名		
排名	国家/地区	对比2015年的排名变化	排名	国家/地区	对比2015年的排名变化
1	中国	—	1	中国	▲ 1
2	美国	—	2	美国	▼ 1
3	日本	—	3	日本	▼ 1
4	英国	—	4	英国	—
5	俄罗斯	—	5	澳大利亚	—
6	法国	—	6	加拿大	—
7	德国	—	7	中国台湾	▲ 3
8	加拿大	—	8	韩国	—
9	巴西	▲ 1	9	德国	▼ 2
10	澳大利亚	▼ 1	10	法国	▼ 1

来源：App Annie、中泰证券研究所

- **电竞市场持续发力，交叉营销扩大规模：**RuneScape Old School 作为公司当下唯一的电竞游戏主体，通过与高频内容（周更新频率）相互协同，以周期性竞争死神模式为电竞模式基础，在 2016 年获得了极大的成功，使得 Old School 在 TWITCH 平台上始终位列 3-5 名。未来公司在现有周期赛季制的基础上，扩大赛制规模，同时加强同 Twitch、ESL、DreamHack 等电竞直播平台的合作，以交叉营销的模式实现游戏用户和内容收入的扩张。

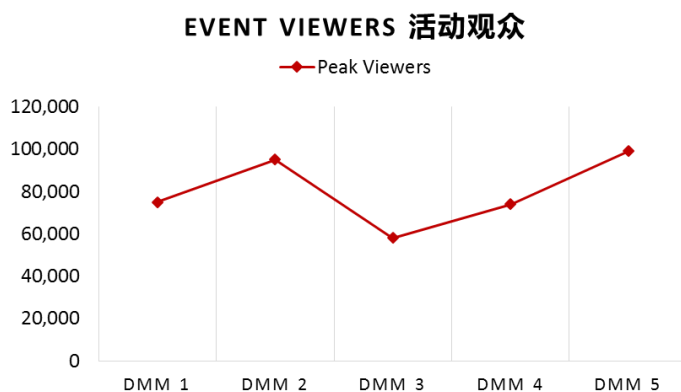
图表 15：RuneScape Old School 季度赛制模式



来源：RS 官网、中泰证券研究所

- ✓ **RuneScape Old School 游戏定位及受众：**Old School 作为 RS 经典游戏的复刻版，其主要受众均为 RS 系列的重度玩家，基于玩家意愿的内容转化战略，整体游戏的更新均由玩家社区投票决定。截止 2017 年 3 月，该游戏平均日活用户 260153 人次，2017 年 1-3 月平均月活 105.26 人次。
- ✓ **RuneScape Old School 游戏定位及受众：**Old School Deadman Mode 守护模式通过三个月的竞赛比赛（自由开放式淘汰赛制），玩家在赛初可以自由培养角色，最终以自由绝杀淘汰制决定优胜者。最终的赛季决赛将在 Twitch 上进行 2 小时直播，官方设置奖金金额为 1 万美金（最新秋季赛奖金金额为 2 万美金）。在决赛期间 RuneScape 的在线观看人数始终位列 TWITCH 第三名，同时每场比赛在线内容观看时数均超过 160 万小时。

图表 16: RuneScape Old School 各赛季观众数据



来源：互联网、中泰证券研究所

创意工坊驱动创新，技术变革引领次时代

创意工坊驱动创新，数据分析动态更迭

- **高频创意内生变现，原创研发以点带面：**从长期的产品布局来看，RuneScape 系列虽然拥有经久不衰的客户粘性和市场影响力，但是考虑到游戏行业的低成本内容创意属性，以及近年来独立游戏的井喷态势，公司通过设立创意工坊（Workshop）来推动新产品研发，并且通过自身长期游戏运营的经验 and 数据分析能力，实现低成本高效率的内生创意变现。
 - **高频创意内生变现：**从整体来看，创意工坊通过压缩研发周期，控制研发预算，极大的压缩了传统产品研发的高昂成本和长周期所带来的市场不确定性。同时通过 Jagex Launcher 发布测试原型，即丰富了自身游戏平台的产品类别，又节省了因为测试所带来的第三方营销费用成本。
 - **原创研发以点带面：**基于创意工坊的高频创意收集、短周期制作、早期真实测试，Jagex 未来将开辟出新的产品发布周期，预计在 12 个月内就能成功少出一个成功原型。未来随着公司在第三方开发商的合作拓展，以及自身设计团队的成熟，将进一步缩减创意研发周期，提高原型制作效率，最终实现以点带面式的产品线扩张。

图表 17：在研发游戏 Prototype 双平台测试

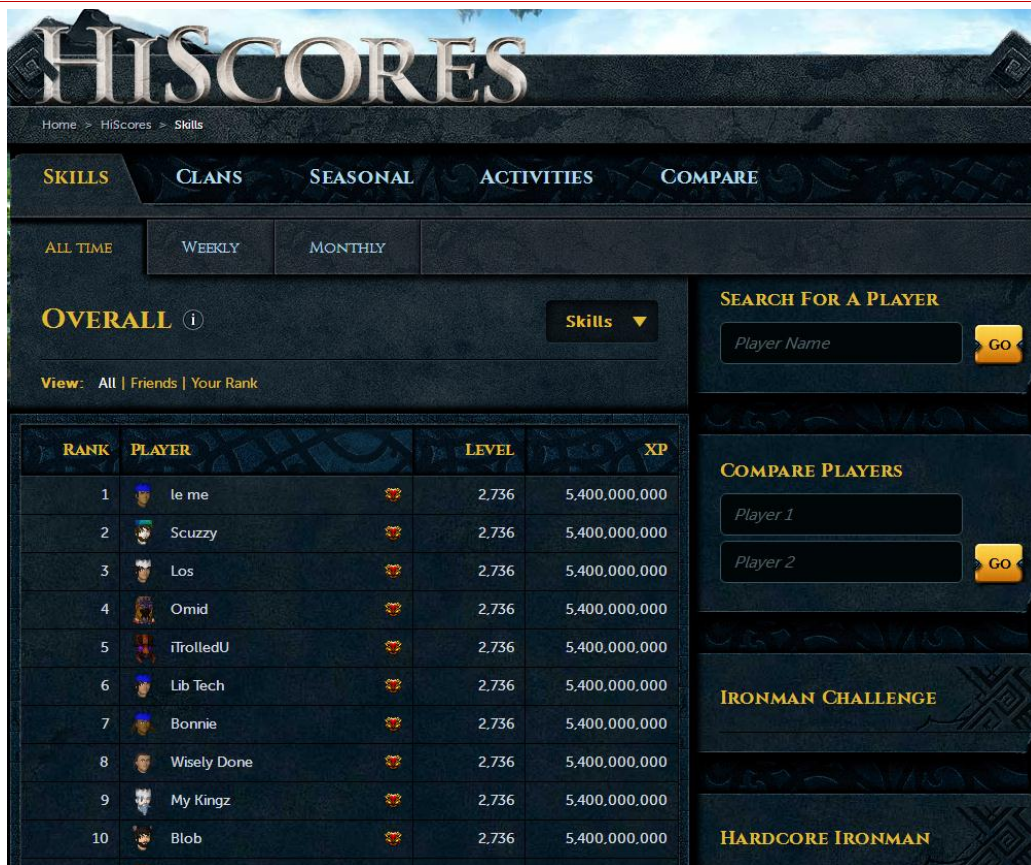


来源：Kongregate、Jagex Launcher、中泰证券研究所

- **数据分析推动决策，动态运维持续更迭：**区别于传统的游戏管理运营架构，Jagex 自诞生起就将数据分析充分结合于自身的管理运营和游戏产品的一体化布局，从前端研发发行到后端运营营销贯穿始终。如基于游戏促销活动对玩家付费和在线时长的历史趋势，能够通过详细玩家行为分布和集群决策热点，制定出能够获得长尾收益最大化的促销策略。
 - **游戏活动的实时可见：**通过整合内部网络和社交网络的最新数据，工作人员可以通过 WEB 门户实时查询游戏的内部活动数据，监测可能随时出现异常状态和群体行为。

- **玩家数据的深度分析：**除了常态化游戏运营，公司还能将分散化玩家数据整合为人口级指标，以方便进行群体行为分析。同时还可以将玩家活动进行实时可视化，进而配合内容更新、处销活动取得长期有效的用户粘性和确定收益。
- **收入数据的预测细化：**根据游戏促销和内容更新的历史趋势，通过数据分析将每项收入因素（会员数、在线时长、微交易额等）进行拆分细化，再根据未来的运营策略制定进行收入预测和实时分析。
- **支持平台的自动优化：**由于游戏产品全球渠道覆盖，造成了支付系统的多样化和可能存在欺诈漏洞，同时也需要游戏运维团队对多平台系统进行实时优化。而公司在设立了数据科学团队后，通过引入自动机器学习的算法技术，实现了付款优化、反欺诈规则设立以及自动更新优化，最终全面提升了游戏用户体验，节省了额外的运维费用。

图表 18：在研发游戏 Prototype 双平台测试



来源：RS 官网、中泰证券研究所

人工智能打造动态世界，技术引领游戏次时代

- **RuneScape 引入人工智能，技术引领游戏次时代：**基于 RuneScape 的游戏延续性和品牌影响力，将通过同英国技术 Improbable 的紧密合作打造新一代 MMO 游戏 RuneScape Next Gen，引领在 MMO 的游戏变革。在 RS Next Gen 游戏中，公司将引入 Spatial OS 技术，实现游戏世界的大规模并行模拟，为玩家全面融合的无缝世界。同时引入人工智

能算法，实现玩家行为的“因果链”设置，进而推动由玩家创造的动态故事线索，最大化的实现游戏内容的玩家主导性和社交粘性。

- **云计算+人工智能：**由英国著名技术公司 Improbable 开发的 Spatial OS 平台，可通过分布式计算实现大规模实时模拟。其允许大量机器并行，可用于打造包含众多玩家和对象的大型无缝世界。开发人员可通过 Spatial OS 轻松的将游戏模式程序快速复制至多台并行机器，同时通过强大的并行计算能力，实现模拟世界的动态演变。
- **动态任务系统：**在 RS Next Gen 中玩家可完全自由化的选择完成任务方式，并且因为“玩家因果链”的存在，游戏场景、角色和任务触发都是不可预期的，极强的提升了游戏的可玩性和交互性。
- **个性模拟系统：**作为 RS 系列的变革产品，在游戏的技能设置上，RS Next Gen 保留了一贯的 RS 游戏风格，所有技能均为无阶级技能，进而突出了玩家角色的自主操作性，同时设置了“无限制玩家房屋”、“玩家自主城市运行”，前者无限制的放开了玩家对自身房屋的设计能力，后者则提高了玩家在运行中的参与度（法律投票、公共设施建造、领袖选举等），最终实现社交粘性和个体需求的收益最大化。

- **实现全球同步运行，打造最大游戏世界：**基于 Spatial OS 技术的 RS Next Gen 的将会极大的实现全球扩张能力，除了英国国家玩家的全球可用，Jagex 未来将通过与非英语国家和地区的合作实现本地化发行推广。同时作为完全免费游戏，公司仍坚持微交易策略来实现游戏运营的货币化，同时通过动态数据运维和营销，来保证游戏长尾收入的大幅提升和持续。

图表 19: RS NEXT GEN 开发时间表



来源：公司公告、泰证券研究所

盈利预测及投资建议

■ 公司核心投资逻辑：

- **超额完成业绩对赌，补全游戏核心版图：**根据富控互动 2016 年收购协议的盈利预测，2016 年 7-12 月净利润（扣除非经常损益）1.01 亿人民币，而 Jagex 2016 年 7-12 月净利润 1.51 亿人民币，实际完成率达到 149%。Jagex 的高业绩兑现，不仅证明了其本身在游戏业务方向的综合盈利实力，也进一步夯实了公司向娱乐方向转型的第一步。同时通过本次重组，富控互动完全持有宏投网络 100% 股权，完成了其向娱乐行业转型的第一步，即以 Jagex 为游戏版图核心，在保证稳定业绩增长的基础上，实现海内外市场双扩张，端游/手游双驱动的基本战略布局。
- **管理重启固本溯源，财务优化开源节流：**管理重启固本溯源，财务优化开源节流：基于在业务布局方向的换挡和产品结构更迭的长期战略诉求，Jagex 开始重启管理架构，特别是在获得了富控互动的强资本注入后，考虑到重度资源投入和长周期制作的产品已经很难适应强度竞争的游戏市场环境，其不仅着手开始优化财务结构，并将产品重心向 RuneScape 系列倾斜，以期在开源节流的基础上来保证团队创新性和企业成长性。目前作为 RuneScape 系列的主要两款运营游戏“RuneScape 3”和“RuneScape Old School”。在近两年均其营收增速均保持了近 30% 的增速，2016 年经营利润增速为 47.26%。
- **经典 IP 支撑品牌扩张，电竞提升业绩弹性：**基于 RuneScape 在全球游戏市场深耕多年的品牌影响力，Jagex 一方面通过自主研发、授权研发等多种形式实现手游新品的投放，进而推进产品线从端游向手游的转化。另一方面，通过游戏机制（以 Old School 为基础）转化实现向电子竞技方向的扩张。我们预期在富控互动的推动下，未来其将通过手游联合研发、IP 授权形式实现在中国游戏市场的切入。同时为了顺应中国游戏出海的行业趋势，公司将重点打造其在海外的第三方发行能力，即中国游戏的海外发行及运营代理。
- **创意工坊驱动创新，技术变革引领次时代：**从长期的产品布局来看，RuneScape 系列虽然拥有经久不衰的客户粘性和市场影响力，但是考虑到游戏行业的低成本内容创意属性，以及近年来独立游戏的井喷态势，Jagex 将通过设立创意工坊（Workshop）来推动新产品研发，并且依靠自身长期游戏运营的经验 and 数据分析能力，实现低成本高效率的内生创意变现。同时其已达成同英国著名技术公司 Improbable 的合作，通过引入云计算、人工智能技术，来打造次时代游戏产品 RS Next Gen，实现玩家行为的“因果链”设置，进而推动由玩家创造的动态故事线索，最大化的实现游戏内容的玩家主导性和社交粘性。

- **盈利预测及投资建议：**基于未来手游市场的快速规模提升，以及中国游

戏市场的迅速崛起，富控互动在本次重组完成后，将重点打造以 Jagex 为核心的多元化游戏版图。未来将通过 RuneScape 系列游戏的产业线及产品线双线扩张，迅速提升自身的业绩弹性，并且通过海内外市场的双线布局，实现业绩的快速增长。我们看好公司在内容创意上创新驱动，以及通过人工智能和云计算技术所引领的次时代游戏变革。预测 2017-2019 年实现归属母公司净利润分别为 2.44 亿元、3.31 亿元、3.89 亿元，对应 EPS 0.484、0.526、0.675，维持目标价 24.21 元，对应 2017 年 43 倍 PE，维持“买入”评级。

■ 公司差异性竞争优势分析：

- 我们通过对国内游戏市场的消费特征，能够发现海外市场盈利基础以长期、重度游戏玩家为主，国内市场却因为起步晚，移动游戏全民化浪潮，多以短期、轻度玩家为主。虽然近两年“王者荣耀”“阴阳师”等爆款产品已经显著提升了国内整体游戏玩家的消费重度，但是我们预期随着整体市场竞争的加剧，高质量、优运维的产品才能完全打通海内外市场，贯穿“轻度低消费”和“重度高消费”的层级。目前就游戏研发运营团队而言，国内很少有同类型公司就长期运维服务、动态需求更新能力方面与之比肩。
- 随着国内游戏制作质量和文化影响力显著提升，中国游戏出海已经成为产业大趋势。而公司相对同类型标的，拥有着深耕海外市场多年的渠道宣发优势，同时还包括后续游戏产品更新、运维需求对接的潜在竞争力。

图表 20：可比公司估值比较 2017 年 7 月 17 日（Wind 一致性预测）

细分行业	证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率 TTM (倍)	PE2017E 市盈率	PE2018E 市盈率	EPS TTM (元)	EPS2017 (元)	EPS2018 (元)	PB (倍)
游戏研发运营	002113.SZ	天润数娱	102.31	50.42	13.56	174.67	0.0000	0.00	0.08	0.00	0.00	10.72
	002174.SZ	游族网络	239.88	88.00	27.85	35.10	26.37	19.20	0.79	1.06	1.45	8.38
	002624.SZ	完美世界	404.27	83.09	30.75	27.47	27.46	22.35	1.12	1.12	1.38	6.07
	300533.SZ	冰川网络	75.90	18.98	75.90	53.97	39.12	27.60	1.41	1.94	2.75	5.24
	603258.SH	电魂网络	83.28	20.82	34.70	35.70	30.69	28.48	0.97	1.13	1.22	5.52
	300315.SZ	掌趣科技	193.68	157.62	6.99	43.13	25.25	18.36	0.16	0.28	0.38	2.27
	002558.SZ	世纪游轮	892.75	153.44	44.10	62.64	0.00	0.00	0.70	0.00	0.00	11.81
游戏分发渠道	002517.SZ	恺英网络	234.62	64.12	32.70	29.85	25.62	20.97	1.10	1.28	1.56	6.70
	002555.SZ	三七互娱	482.25	70.99	22.45	37.33	27.92	23.18	0.60	0.80	0.97	8.09
泛娱乐平台	600652.SH	游久游戏	80.19	47.80	9.63	64.89	0.00	0.00	0.15	0.00	0.00	3.66
	002354.SZ	天神娱乐	171.30	67.58	19.02	25.39	14.88	12.50	0.75	1.28	1.52	2.20
	002425.SZ	凯撒文化	66.08	53.86	8.12	36.98	17.20	12.74	0.22	0.47	0.64	1.92
	平均值		252.21	73.06	27.15	52.26	19.54	15.45	0.67	0.78	0.99	6.05

来源：Wind、中泰证券研究所

■ 风险提示：

- 游戏行业政策趋严，影响整体行业估值预期：对互联网行业进行行业规范，出台相应的监管细则，影响整体行业的估值预期。
- 中国手游出海的不确定性：由于海外游戏市场的区域差异化和复杂性，中国手游出海仍面临着文化本土化、内容货币化的潜在瓶颈和不确定性。
- 政府监管导向变化，影响中国市场的开发进度：目前游戏产业的高速发展也倒逼政府在行业细节上不断的加强监管，因为中国市场和海外市场的差异性，未来存在影响公司在中国市场的开发进度。

图表 21：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,823	1,841	2,341	666	758	850
增长率	-20.5%	-34.8%	27.2%	-71.6%	13.8%	12.1%
营业成本	-2,227	-1,315	-1,965	-167	-190	-220
% 销售收入	78.9%	71.4%	83.9%	25.1%	25.1%	25.9%
毛利	596	526	376	499	568	630
% 销售收入	21.1%	28.6%	16.1%	74.9%	74.9%	74.1%
营业税金及附加	-13	-23	-18	0	0	0
% 销售收入	0.4%	1.3%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-95	-53	-39	-43	-55	-53
% 销售收入	3.4%	2.9%	1.7%	6.5%	7.3%	6.2%
管理费用	-147	-117	-121	-155	-157	-163
% 销售收入	5.2%	6.4%	5.2%	23.3%	20.7%	19.2%
息税前利润 (EBIT)	341	332	198	300	356	414
% 销售收入	12.1%	18.1%	8.5%	45.0%	46.9%	48.7%
财务费用	-149	-159	-180	0	0	0
% 销售收入	5.3%	8.6%	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-25	-16	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	182	0	0	0
% 税前利润	—	—	84.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	167	154	189	300	356	414
营业利润率	5.9%	8.4%	8.1%	45.0%	46.9%	48.7%
营业外收支	31	25	27	0	0	0
税前利润	198	180	216	300	356	414
利润率	7.0%	9.8%	9.2%	45.0%	46.9%	48.7%
所得税	-53	-47	-31	-21	-25	-25
所得税率	26.7%	26.0%	14.4%	7.0%	7.0%	6.2%
净利润	145	133	185	279	331	389
少数股东损益	11	10	13	35	0	0
归属于母公司的净利润	135	122	172	244	331	389
净利率	4.8%	6.7%	7.3%	36.6%	43.6%	45.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
净利润	145	133	185	279	331	389
少数股东损益	11	10	13	35	0	0
非现金支出	184	172	12	0	0	0
非经营收益	167	180	212	19	47	25
营运资金变动	-139	-249	-701	-6	-13	-18
经营活动现金净流	368	245	-279	327	365	396
资本开支	429	59	2,420	17	19	25
投资	340	148	18	0	0	0
其他	0	145	314	0	0	0
投资活动现金净流	-89	234	-2,088	-17	-19	-25
股权筹资	0	0	-230	0	0	0
债权筹资	22	-382	2,340	0	0	0
其他	-341	660	37	0	0	0
筹资活动现金净流	-319	278	2,147	0	0	0
现金净流量	-40	757	-220	310	346	371

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,313	1,768	1,650	434	780	1,151
应收款项	1,193	1,026	1,419	98	107	114
存货	165	124	2	4	5	5
其他流动资产	493	319	7	65	70	76
流动资产	3,164	3,238	3,078	601	962	1,346
% 总资产	46.7%	48.7%	51.7%	20.3%	24.5%	31.0%
长期投资	1,426	1,353	184	0	0	0
固定资产	1,382	1,259	27	24	40	48
% 总资产	20.4%	18.9%	0.5%	0.8%	1.0%	1.1%
无形资产	746	751	82	70	74	78
非流动资产	3,610	3,405	2,881	2,365	2,970	2,995
% 总资产	53.3%	51.3%	48.3%	79.7%	75.5%	69.0%
资产总计	6,774	6,643	5,959	2,966	3,932	4,341
短期借款	2,171	1,898	871	245	479	645
应付款项	1,697	1,735	142	139	156	176
其他流动负债	76	110	422	186	142	156
流动负债	4,023	3,805	1,435	535	777	977
长期贷款	172	135	515	0	0	0
其他长期负债	106	100	20	130	160	180
负债	4,300	4,040	1,970	665	937	1,157
普通股股东权益	2,362	2,495	2,887	2,256	2,995	3,184
少数股东权益	111	108	1,102	35	0	0
负债股东权益合计	6,774	6,643	5,959	2,966	3,932	4,341

比率分析

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.234	0.213	0.300	0.484	0.526	0.675
每股净资产 (元)	4.103	4.333	5.050	3.977	5.200	5.528
每股经营现金净流 (元)	0.640	0.427	-0.485	0.507	0.542	0.644
每股股利 (元)	0.000	0.065	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.71%	4.91%	5.97%	12.37%	10.17%	12.22%
总资产收益率	2.01%	1.86%	2.94%	9.44%	7.71%	8.96%
投入资本收益率	12.03%	16.22%	3.55%	10.34%	9.50%	11.45%
增长率						
营业总收入增长率	-20.53%	-34.79%	27.18%	-71.60%	13.80%	12.10%
EBIT增长率	17.78%	-2.57%	-32.53%	33.93%	8.67%	16.29%
净利润增长率	15.09%	-9.13%	40.68%	109.77%	8.60%	17.50%
总资产增长率	3.93%	-1.70%	-10.29%	19.58%	33.01%	10.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.9	98.8	39.8	28.5	25.6	23.2
存货周转天数	35.4	40.2	31.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	72.2	77.8	33.2	0.0	0.0	0.0
固定资产周转天数	150.7	173.1	67.5	0.0	0.0	0.0
偿债能力						
净负债/股东权益	41.62%	10.15%	68.24%	29.48%	31.29%	36.34%
EBIT利息保障倍数	2.3	2.1	-1.5	—	—	—
资产负债率	63.05%	60.45%	33.06%	22.42%	23.83%	26.65%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

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。