

收购英国游戏龙头 Jagex, 深耕《RuneScape》IP 价值

公司动态

◆ 公司概况: 收购英国游戏龙头 Jagex, 转型游戏产业

2016年公司通过收购宏投网络51%股权实现战略转型,布局游戏产业;2017年7月15日,公司公告收购宏投网络剩余49%股权。宏投网络持有Jagex 100%股权;Jagex为英国最大的游戏开发与发行商,开发与发行了曾获吉尼斯世界纪录“累计游戏时间最长的大型多人在线角色扮演游戏”《RuneScape》,该游戏拥有超过2.5亿用户,累计收入超7亿美元。

◆ 公司分析: 深耕《RuneScape》IP 价值, 迎跨越式发展

1. Jagex 运营<RuneScape>系列, 主打游戏增势良好。Jagex 旗下游戏中,<RuneScape>与<RuneScape Old School>贡献了95%以上的营业收入,游戏受众定位16-26岁的美国与欧洲核心玩家,当前玩家转换付费率与ARPU处于业内一线水平。2016年高级会员人数年增长达4.2%,每日玩家参与度增长12%,年ARPU为61.4英镑,同比增长29%;2016年11月至2017年3月期间平均付费转化率上升3.7%,达到34.63%。

2. 以玩家为中心, 数据驱动商业决策实现长期增长。Jagex 取得长期成功的核心原因是“以玩家为中心”的研发与运营理念;RuneScape 游戏诞生16年多以来,几乎每周都有更新,已推出205个故事任务、6,583个角色和25,000个游戏物品;高迭代的开发环境使得团队迅速响应的能力在业内首屈一指,擅长捕捉用户需求快速对新概念开展测试。Jagex 的数据科学和战略团队在分析能力方面处于市场领先地位,在强大的数据统计支持下,Jagex 的商业决策始终具备较强的市场敏锐度,支撑财务回报的稳健成长。

3. Jagex 战略规划清晰, 产品、外延、市场开拓并举。(1) 打造<RuneScape>系列手游, 创立电竞品牌升级商业模式;(2) 三大路径拓展中国市场: 授权、合作开发、代理海外发行;(3) 启动外延扩张, 开拓研发品牌, 做强发行业务走向平台化。未来5年Jagex的增长目标是实现整体收入翻番, 净利润增长60%以上, 且新游戏、新市场成为盈利的主要来源。

◆ 投资建议: 本次并购落地大幅提升公司在全球游戏领域的产业影响力;公司在<RuneScape>系列产品与市场基础上具备继续整合移动互联网领域优质资源的议价能力, 迎来跨越式发展契机。参考公司与宏达矿业签署的业绩承诺协议, Jagex 2017-2018年盈利预测分别为2.97亿元、3.23亿元人民币。预测2017-2019年EPS分别为0.52、0.63、0.75元, 当前股价PE分别为34、28、24倍, 给予“增持”评级。

◆ 风险提示: 政策风险、并购失败、游戏步入衰退期, 新市场开拓失败等。

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,841 | 2,341 | 820 | 918 | 1,028 |
| 营业收入增长率 | -34.79% | 27.18% | -65.00% | 12.00% | 12.00% |
| 净利润(百万元) | 122 | 172 | 302 | 365 | 434 |
| 净利润增长率 | -9.13% | 40.68% | 75.08% | 20.94% | 18.90% |
| EPS(元) | 0.21 | 0.30 | 0.52 | 0.63 | 0.75 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 4.91% | 5.97% | 9.46% | 10.56% | 11.51% |
| P/E | 85 | 60 | 34 | 28 | 24 |

增持(首次)

当前价/目标价: 17.70/20.80元

目标期限: 6个月

分析师

王铮(执业证书编号: S0930514070006)

021-22169115

zhengwang@ebsec.com

联系人

侯帅楠

021-22169168

houshn@ebsec.com

市场数据

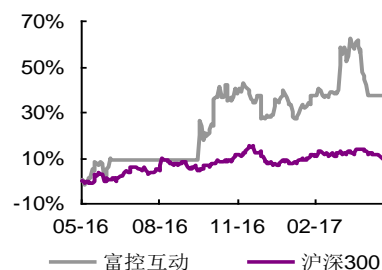
总股本(亿股): 5.76

总市值(亿元): 103.80

一年最低/最高(元): 14.35/21.99

近3月换手率: 6.11%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -5.66 | -7.34 | 11.41 |
| 绝对 | -1.44 | -1.44 | 23.83 |

相关研报

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 收购英国游戏龙头 Jagex，全面转型游戏产业 | 3 |
| 1.1、 剥离传统主业，收购英国游戏龙头 Jagex | 3 |
| 1.2、 Jagex 主营页游，盈利水平稳步增长，利润率高企 | 4 |
| 2、 Jagex：深耕<RuneScape>IP 迎跨越式发展 | 5 |
| 2.1、 Jagex 运营<RuneScape>系列，主打游戏增势良好 | 5 |
| 2.1.1、 Jagex 运营<RuneScape>系列化游戏，取得 16 年成功 | 5 |
| 2.1.2、 主打游戏吸引欧美市场核心玩家，充值流水仍持续增长 | 6 |
| 2.2、 以玩家为中心，数据驱动商业决策实现长期增长 | 8 |
| 2.3、 Jagex 战略规划清晰，产品、外延、市场开拓并举 | 10 |
| 2.3.1、 打造<RuneScape>系列手游，创立电竞品牌升级商业模式 | 10 |
| 2.3.2、 三大路径拓展中国市场：授权、合作开发、代理海外发行 | 11 |
| 2.3.3、 启动外延扩张，开拓研发品牌，做强发行业务走向平台化 | 12 |
| 3、 投资建议 | 13 |
| 4、 风险分析 | 14 |

1、收购英国游戏龙头 Jagex，全面转型游戏产业

1.1、剥离传统主业，收购英国游戏龙头 Jagex

富控互动原为中技控股，2013年12月中技桩业通过借壳 ST 澄海登陆 A 股，简称“中技控股”，是国内预制桩行业内的龙头企业之一；2014年起公司谋求转型，2016年7月公司将所持有的中技桩业股权剥离，并收购上海宏投网络科技 51% 股权，2017年7月公告收购宏投网络剩余 49% 股权。

宏投网络持有 Jagex 100% 股权，除此之外未开展其他业务；Jagex 为英国知名的游戏开发与发行商，开发与发行了曾获吉尼斯世界纪录“累计游戏时间最长的大型多人在线角色扮演游戏”《RuneScape》，该游戏拥有超过 2.5 亿用户，累计收入超 7 亿美元。

本次交易宏投网络 100% 股权作价 45.5 亿元人民币。2016 年宏投网络扣除非经常性损益（非经常损益主要为宏投网络收购 Jagex 100% 股权支付的中介机构服务费及税费）归母净利润为 3.23 亿元。以扣除非经常性损益归母净利润测算，本次交易对应 2016 年 PE 为 14 倍，估值较合理。

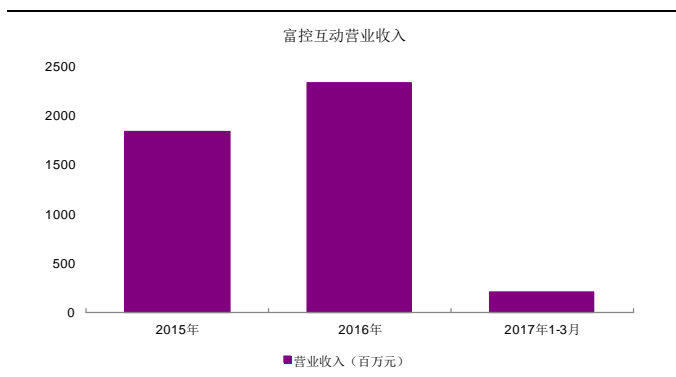
图表 1：公司发展历程，2016 年正式进军文化产业



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

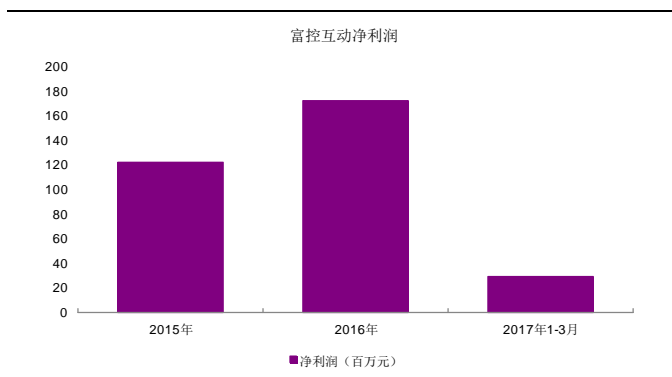
2016 年公司剥离中技桩业后业务全面转型，去年归母净利润大幅增长主要来自出售资产的投资收益。2017Q1 主营贡献来自公司已完成 51% 股权收购的宏投网络，转型游戏业后毛利率与净利率较之前传统主业大幅提升。

图表 2：富控互动收入趋势



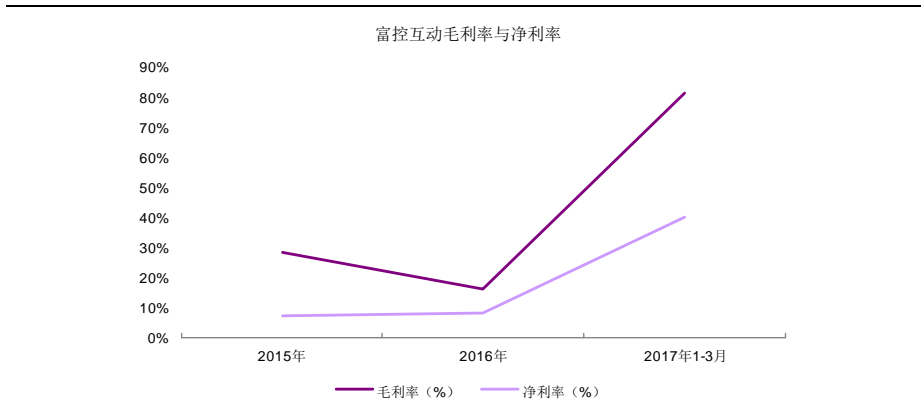
资料来源：公司公告

图表 3：富控互动净利润趋势



资料来源：公司公告

图表 4：富控互动毛利率与净利率



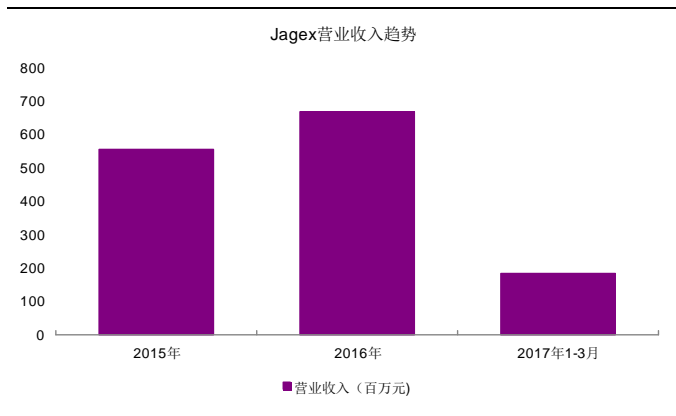
资料来源：公司公告

1.2、Jagex 主营页游，盈利水平稳步增长，利润率高企

宏投网络旗下 Jagex 主营 PC 端游戏研发与发行，通过与游戏玩家之间的互动，增强游戏玩家社区的建设和维系，加强游戏相关的电子竞技赛事活动，提升游戏玩家关注度和参与度等措施，收益水平持续提高，净利润稳步增长。

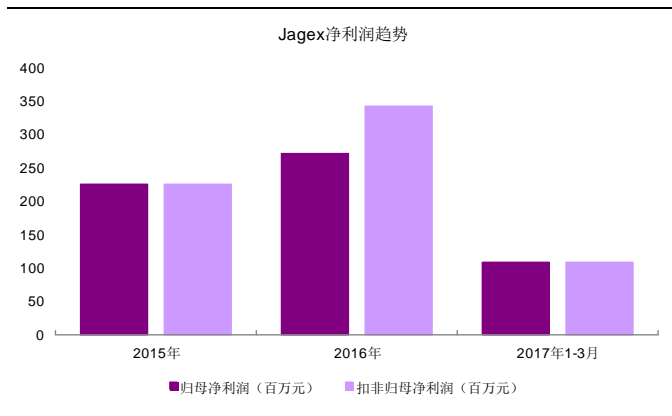
2016 年 Jagex 营业收入 6.7 亿元人民币，归母净利润 2.7 亿元人民币，扣除非经常损益归母净利润达 3.4 亿元人民币；扣非净利率水平高达 50%。

图表 5：Jagex 收入趋势



资料来源：公司公告

图表 6：Jagex 净利润趋势



资料来源：公司公告

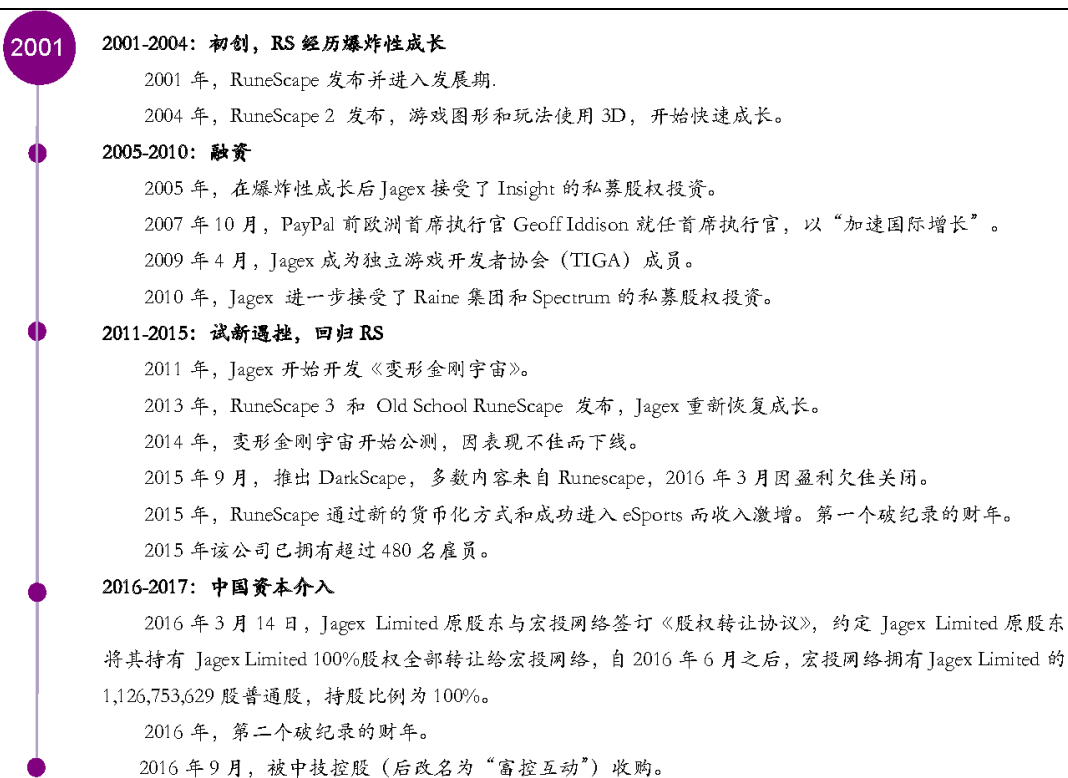
2、Jagex：深耕<RuneScape>IP 迎跨越式发展

2.1、Jagex 运营<RuneScape>系列，主打游戏增势良好

2.1.1、Jagex 运营<RuneScape>系列化游戏，取得 16 年成功

Jagex 是英国最大、盈利水平最高的游戏公司，公司口号最初为“Java Gaming Experts”，2010 年改为“Just About the Game Experience”。公司主要产品<RuneScape>始于 2001 年 12 月，是全球最成功的 PCMMORPG(大型多人在线角色扮演游戏)之一。

图表 7：Jagex 公司发展历程



资料来源：光大证券研究所整理

公司已开发发行<RuneScape>、<RuneScape Old School>、及<Chronicle:RuneScape Legends>等系列游戏。

<RuneScape>由 JagexGamesStudio 于 2001 年开发, 成为 Jagex 的稳固基石已经 16 年。在暴雪继承魔兽的 IP 推出轻度游戏《炉石传说》之后, Jagex 也于 2015 年 11 月推出了一款奇幻题材的卡牌游戏<Chronicle:RuneScape Legends> (《编年史: 江湖传奇》), 用以对抗竞争对手暴雪。公司目前正在推出有关勇士角色扮演 (Battler RPG) 的手机游戏和<RuneScape NEXT>、<Chronic CCG> 等基于<RuneScape> IP 的衍生新游戏。

图表 8：Jagex 已发行与拟发行游戏概况

| 游戏名称 | 发行时间 | 游戏类型 |
|------------|---------|--------------|
| RuneScape | 2001.1 | 免费大型多人在线角色扮演 |
| FunOrb | 2008.2 | 免费多人在线游戏目录 |
| Bouncedown | 2009.12 | 首款手机游戏 |

| | | |
|----------------------------|------------|-----------------|
| War of Legends | 2010.1(代理) | 免费大型多人在线即时战略游戏 |
| StarCannon Lite | 2010.4 | 手机游戏 |
| Miner Disturbance | 2010.6 | 手机游戏 |
| Undercroft | 2010.9 | 手机游戏 |
| 8Realms | 2011.5 | 免费大型多人在线即时战略游戏 |
| One Piercing Note | 2011.11 | 音频冒险游戏 |
| RuneScape Old School | 2013.2 | 大型多人在线角色扮演游戏 |
| Chronide:RuneScape Legends | 2015.11 | 集换式卡牌游戏 |
| RS OS Mobile Client | 2017.5 | 手机游戏 |
| RS Main Mobile Client | 2017.10 | 手机游戏 |
| RuneScape NextGen | 2018 | 手机游戏 |
| RuneScape Chronides | 2018 | 手机游戏 (中国合作方开发) |
| RuneScape Heroes | 2018 | 手机游戏 (中国合作方开发) |
| RuneScape Dissidia | 2018 | 手机游戏 (四川寅午伟业开发) |
| RuneScape Dungeon | 2018 | 手机游戏 |

资料来源：公司公告

2.1.2、主打游戏吸引欧美市场核心玩家，充值流水仍持续增长

Jagex 旗下游戏中，<RuneScape>与<RuneScape Old School>贡献了95%以上的营业收入，为公司的主打产品。

<RuneScape>以独创的世界“杰林诺”为主题，玩家扮演冒险者完成探险任务，与其他玩家 PK、交易等；在战斗方面除了使用弓箭和刀剑以外，还有魔法与祈祷等能力；除了战斗，玩家还拥有多种技能，比如锻造、制作从、采矿、烹饪等，付费玩家则可以培养种植、召唤、捕猎等额外技能造就各具特色的游戏角色。<RuneScape>以丰富的剧情、庞大的交易系统 and 可玩性、灵活性极强著称，在欧美市场广受欢迎，目前有英语、德语、法语、葡萄牙语等版本。

图表 9: RuneScape 游戏概况

| Game Title 游戏名 | RuneScape |
|------------------------|--|
| Genre 类型 | Fantasy MMORPG 幻想MMORPG |
| Platform 平台 | PC |
| Business Model 商业模式 | Free-to-Play + Subscription + Micro-transactions 免费游戏+订阅+微交易 |
| Launch Date 发行日期 | 2001 |
| Localisation 本地化 | English, French, German, Portuguese 英语、法语、德语、葡萄牙语 |

Avg. DAU *
平均日活跃用户
(165,778)

Avg. MAU *
平均月活跃用户
(685,090)

*as of march 2017 截至2017年3月

资料来源：Jagex

<RuneScape Old School>是 Jagex 为迎合玩家需求，于 2014 年推出的以 RuneScape2007 年的版本源代码备份为基础的怀旧游戏版本。玩家可以通过与主版本相同的账号登录游戏，但数据、道具、任务均独立于主版本，游戏采用

回合制简化了主版本中的复杂系统。该版本推出后广受玩家欢迎，并在此基础上打造了 Jagex 的电竞品牌。2016 年产品在线游戏时间超过 3.27 亿小时。

图表 10: RuneScape Old School 游戏概况

| | |
|------------------------|--|
| Game Title 游戏名 | Old School RuneScape 复刻版RuneScape |
| Genre 类别 | Fantasy Retro MMORPG 幻想复古MMORPG |
| Platform 平台 | PC |
| Business Model 商业模式 | Free-to-Play + Subscription 免费游戏+订阅 |
| Launch Date 发行日期 | Feb 2013 2013年2月 |
| Localisation 本地化 | English 英语 |

Avg. DAU *
平均日活跃用户
(260,153)

Avg. MAU *
平均月活跃用户
(966,146)

*as of march 2017 截至2017年3月

资料来源: Jagex

<RuneScape>与<RuneScape Old School>超过 75% 玩家来自北美和欧洲地区，83% 为男性，65% 小于 25 岁，核心玩家喜欢深度沉浸式游戏类型。

图表 11: RuneScape 主版与复刻版超过 75% 玩家来自欧美地区

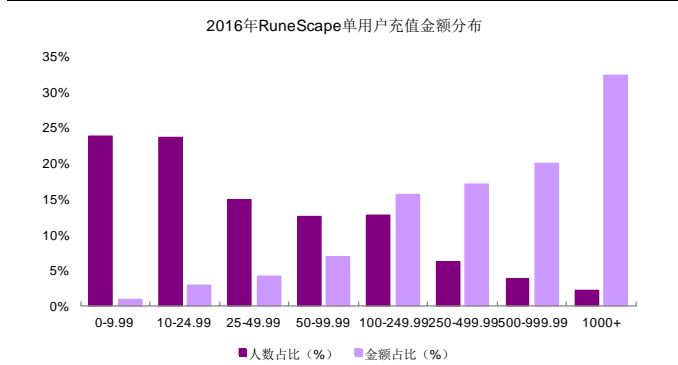
North America & EU represent +75% of Membership

| | RUNESCAPE | RUNESCAPE OLD SCHOOL |
|----------------|-----------|-------------------------|
| United States | 51% | 49% |
| United Kingdom | 16% | 14% |
| Canada | 8% | 9% |
| Australia | 7% | 6% |
| Netherlands | 4% | 5% |

资料来源: Jagex

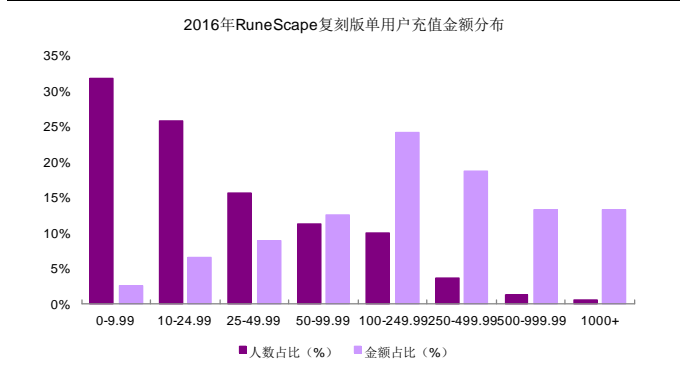
在付费结构上, RuneScape 主版高 ARPU 值玩家主导收入, 而复刻版则较为均衡, 中等 ARPU 值玩家收入贡献最高, 中小玩家付费率更高; 两款游戏的用户结构互补性明显。

图表 12: 2016 年 RuneScape 付费用户分布(%)



资料来源: 公司公告

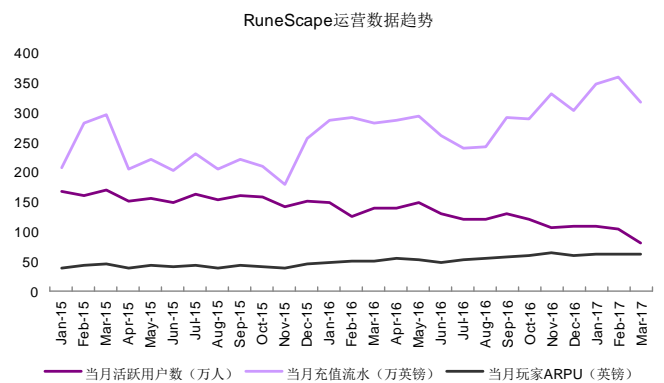
图表 13: 2016 年 RuneScape 复刻版付费用户分布(%)



资料来源: 公司公告

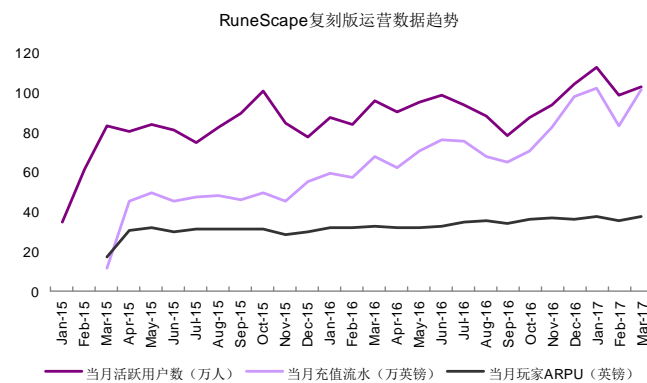
运营层面，RuneScape 活跃用户数已经趋稳，高 ARPU 值用户付费值仍在快速增长，流水仍不断上行。RuneScape 复刻版活跃用户与充值流水都在持续提升，仍享有良好的增长前景。

图表 14: RuneScape 运营数据趋势



资料来源: 公司公告

图表 15: RuneScape 复刻版运营数据趋势



资料来源: 公司公告

2.2、以玩家为中心，数据驱动商业决策实现长期增长

1、贯彻“以玩家为中心”，<RuneScape>系列取得长期成功。

Jagex 取得长期成功的核心原因是“以玩家为中心”的研发与运营理念；产品的研发流程遵循“快速建立原型——开展测试——评估反馈”流程，十分重视市场吸引力的测试以改善指标。以大获成功的<RuneScape Old School>为例，项目的研发决策起源于大量玩家的反馈，是由玩家社区推动的开发，所有的添加和更改都需要 75% 的多数票。

图表 16: Jagex 以玩家为中心的研发与运营理念

PLAYER CENTRICITY 以玩家为中心

- Stronger feedback loop with the community - players vote on game content
- 更好的社区反馈——用户投票决定游戏内容
- Set up Performance Marketing to drive redemptive targeted advertising of lapsed users across various channels - Social, Search, and Video
- 设置绩效营销，以推动各种渠道（社交、搜索和视频）对流失的用户提供针对性的广告
- Made video live-streaming central to the studio's DNA, pushing RuneScape on to the top charts on YouTube and Twitch
- 围绕工作室的DNA进行游戏现场直播，将RuneScape推向YouTube和Twitch的排行榜前列
- Introduced F2P via Bonds integration in allowing a large rise in trialists and members
- 通过债券整合引入了免费玩游戏策略，让试用者和成员大幅上涨
- Added the significant eSports tournaments made the game very popular with competitive gamers
- 增加了重要的电竞比赛，使游戏非常受热爱竞争的游戏玩家欢迎

资料来源: Jagex

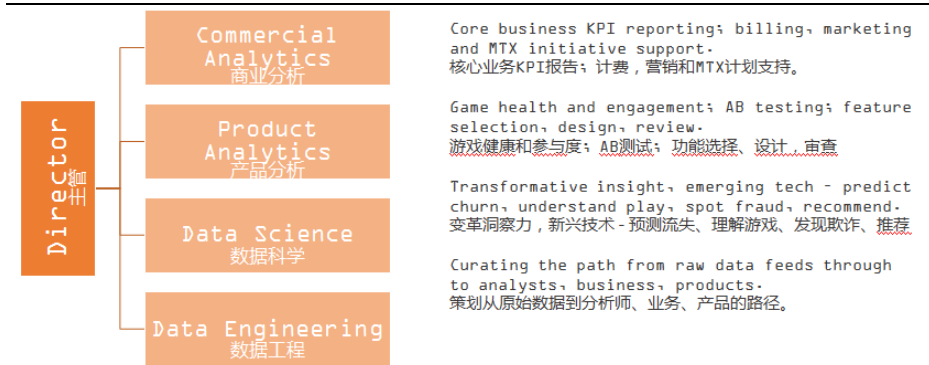
RuneScape 游戏诞生 16 年多以来，几乎每周都有更新，已推出 205 个故事任务、6,583 个角色和 25,000 个游戏物品，使其成为世界上即使不是第一，也是名列前茅的更新最多的游戏。高迭代的开发环境使得 Jagex 团队迅速响应的能力在业内首屈一指，擅长捕捉用户需求快速对新概念开展测试。

2、数据驱动商业决策，财务回报稳健成长。

Jagex 的数据科学和战略团队在分析能力方面处于市场领先地位。公司率先运用数据分析科学以了解客户偏好，用以指导内容更新、开发、以及积

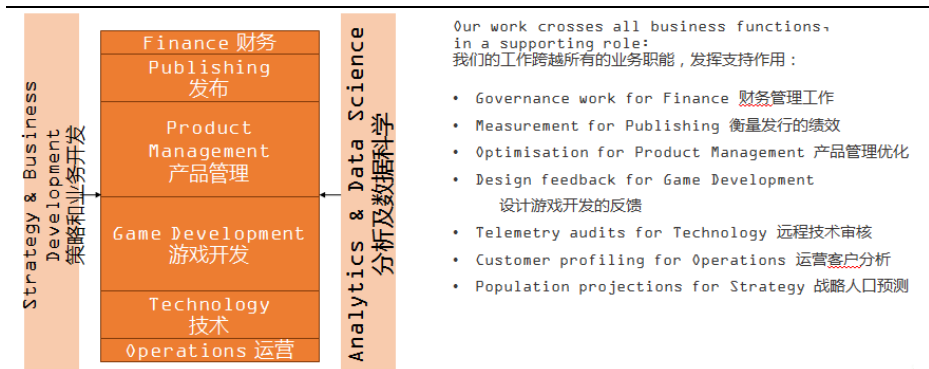
极互动的社区运营，同时对公司的运营决策提供及时的反馈和指导，从而有效推进变革性服务。这些数据监控不仅涉及多个方面，并且实时可见，数据分析运营渗透产品分析、支付平台、预测流失、发现漏洞、衡量绩效、用户分析以及战略人口预测等有机结合的各个环节。

图表 17: Jagex 设置专门的数据分析部门



资料来源: Jagex

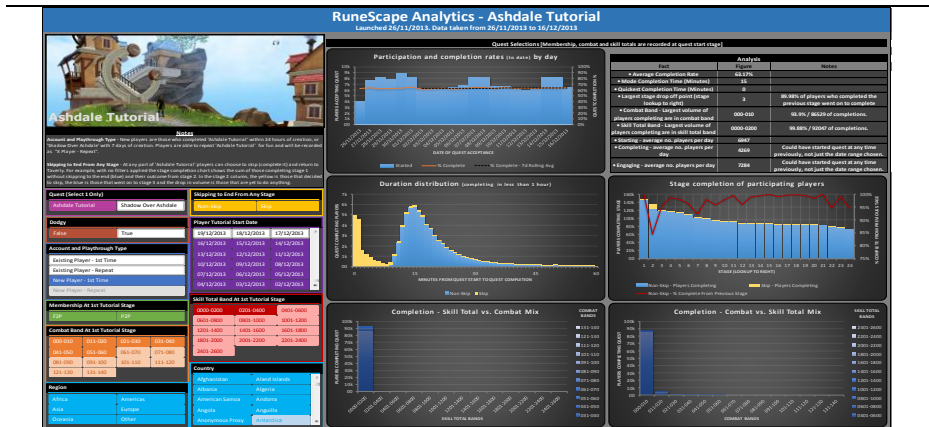
图表 18: Jagex 的数据分析贯穿全部业务链条



资料来源: Jagex

多年的数据工程建设, 使得 Jagex 对于游戏成功研发与发行的关键驱动因素有深刻的理解, 有能力深度挖掘需求趋势、促销、内容成功等等各种重大影响因素背后的逻辑关系。在强大的数据统计支持下, Jagex 的商业决策始终具备较强的市场敏锐度, 支撑财务回报的稳健成长。

图表 19: RuneScape 的全面数据分析



资料来源: Jagex

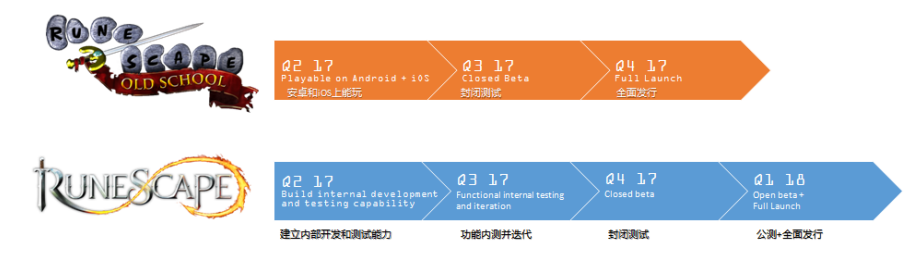
2.3、Jagex 战略规划清晰，产品、外延、市场开拓并举

2.3.1、打造<RuneScape>系列手游，创立电竞品牌升级商业模式

根据 Jagex 的发展规划，公司将不断提升核心业务<RuneScape>系列游戏的盈利，夯实品牌升级商业模式：(1)针对当前网络游戏整体向移动端转移的趋势，Jagex 将大力发展移动游戏，移植现有 IP 的价值到移动端；(2)大力拓展游戏相关的电子竞技活动，优化和改善盈利模式，充分发挥<RuneScape>在欧美市场的品牌优势和用户资源。

目前<RuneScape>系列已有 6 款移动端游戏在研发中，预计将在 2017 年下半年到 2019 年逐步推出上线；其中<RuneScape>与<RuneScape Old School>两款游戏的手游版均已经进入测试及发行阶段，将于 2017 年下半年开始先后面向全球玩家发行。

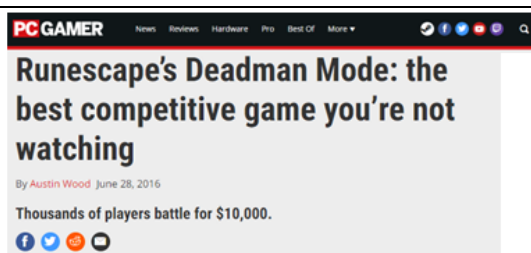
图表 20：<RuneScape>与<RuneScape Old School>手游版研发计划



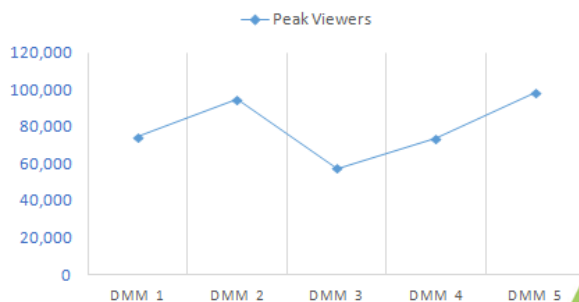
资料来源：Jagex

2016 年<RuneScape Old School>推出历时 3 个月的电子竞技比赛，引起了广泛关注；每场比赛都有 160 万小时的观看时长，为游戏带来了 5 万新玩家，决赛期间在 Twitch 上观看人数位列第 3 名。

图表 21：2016 年电竞比赛拉动<RuneScape Old School>新增长



EVENT VIEWERS 活动观众

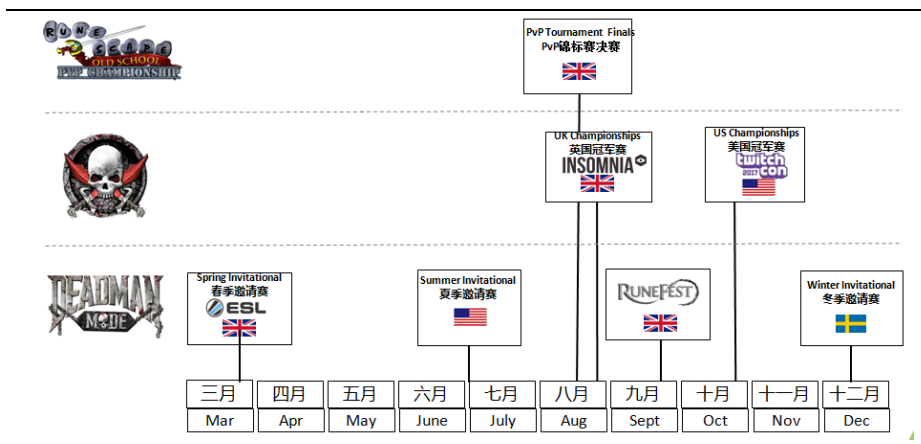


资料来源：Jagex

2017 年 Jagex 加大电竞投入，将现有 1 种联赛扩展至 3 种不同联赛模式，并扩大联赛的规模，将现场决赛场地放到美国，与更多的一流生态系统

合作伙伴合作。Jagex 还计划在提高联赛中向玩家提供的奖金数量，进一步提升 RuneScape Old School 玩家的电竞参与度。

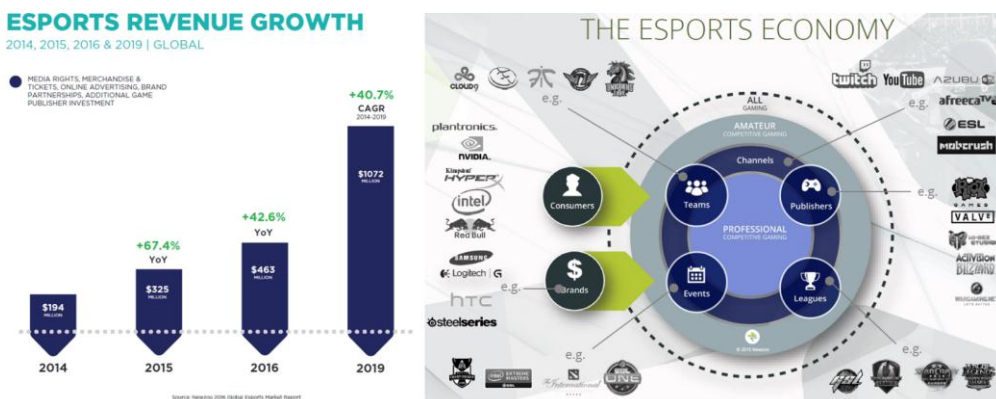
图表 22: 2017 年 Jagex 扩大电竞规模与影响力



资料来源: Jagex

随着电竞品牌与生态的持续完善，电子竞技业务带来的商业模式升级与收入快速增长面临良好的机遇。

图表 23: 2017 年 Jagex 加大电竞投入持续升级商业模式



资料来源: Jagex

2.3.2、三大路径拓展中国市场：授权、合作开发、代理海外发行

富控互动与 Jagex 已开始与多家中国游戏工作室进行接洽和谈判，计划通过 3 条路径大力开拓中国市场：

1、研发《RuneScape》系列中国版手游。

目前 Jagex 已与中国研发合作伙伴共同开发《RuneScape Dissidia》(暂定名)、《RuneScape Dungeon》(暂定名)、《RuneScape 下一代》手游以及 NPD 过程开发的手游(共计 4 款游戏)；由中国团队负责研发，Jagex 负责海外发行。新的游戏将针对不同市场的玩家进行本土化设计，广泛参加 Chinajoy, G-star, 东京电玩展, E3, 科隆游戏展等大型展会实现市场拓展。

2、中国市场授权收入。

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。Jagex 计划 2020 年推动《RS NEXT GEN》PC 端和移动端在中国区域内的发行。2021 年推动 Jagex Workshop 部门研发的其他游戏的发行。

3、在海外市场代理与发行中国游戏。

Jagex 计划作为第三方发行商，作为纯代理在海外市场发行由国内工作室开发的游戏。富控互动已经开始和多内多家游戏工作室开展讨论，将由国内游戏公司负责研发，Jagex 负责海外发行并获得流水的 78% (含平台渠道，营销推广费用)。Jagex 将充分利用 2017 年布局发行和建设团队，从 2018 年起至 2021 年，计划每个季度代理发行一款游戏。

未来富控互动将在国内为 Jagex 寻找一系列高品质游戏，Jagex 则通过一系列的大数据分析和主要游戏表现指标考量来对游戏进行发行测试，规避不适合西方玩家口味的游戏。

2.3.3、启动外延扩张，开拓研发品牌，做强发行业务走向平台化

在进入富控互动上市公司平台后，Jagex 资金实力大大增强，且面向中国市场的资源优势大大提升。在成功研发且自主运营《RuneScape》系列之后，Jagex 计划通过外延扩张开拓更多研发品牌，并做大发行业务走向平台化发展。

Jagex 将基于三大因素筛选并购标的：

1. 具备研运一体能力的移动游戏公司，以保证收购标的的游戏产品兼具研发与商业化的优势。
2. 收入与利润处于快速增长期的公司，优秀的产品与业绩表现预示公司未来的发展潜能。
3. 与 Jagex 具备协同效应的潜能，尤其是在产品开发、成本控制、发行模型扩展等方面的协同。

图表 24：Jagex 并购标的选择标准

| 主要目标 | | 次要目标 |
|----------------------|--|--|
| • Platform 平台 | • Mobile 手机 | • F2P PC and Console Studio (F2P PC 和游戏机工作室) |
| • Geography 地域 | • West 西方 | • West 西方 |
| • Financials 财务 | • Profitable 有利可图 | • High revenues, low to no profits, with potential for turnaround 高收入、无利润的项目少，并有转型潜力 |
| • Future Titles 未来游戏 | • Multiple titles on the path to becoming franchises 由品牌创造多个游戏 | • Strong franchises in Games-As-A-Service 游戏即服务中的强大专版权 |
| • Capabilities 能力 | • Strong and experienced management 经验丰富的管理人员 | • Bring Jagex capabilities to boost performance 为 Jagex 带来能力来提升业绩 |
| • Aspirations 志向 | • To become Jagex mobile publishing arm 成为 Jagex 手机发布部门 | • To enhance existing Jagex portfolio and decrease concentration risk 加强现有 Jagex 投资组合并降低集中风险 |

资料来源：Jagex

Jagex 管理团队正与多家潜在收购目标进行积极讨论，主要是位于英国、欧洲和北美的移动和 PC 独立工作室。主要类型焦点在角色扮演游戏中的核心到中等核心游戏、动作类游戏和冒险类游戏，其次是有长尾效应和有广泛受众基础的常规游戏。

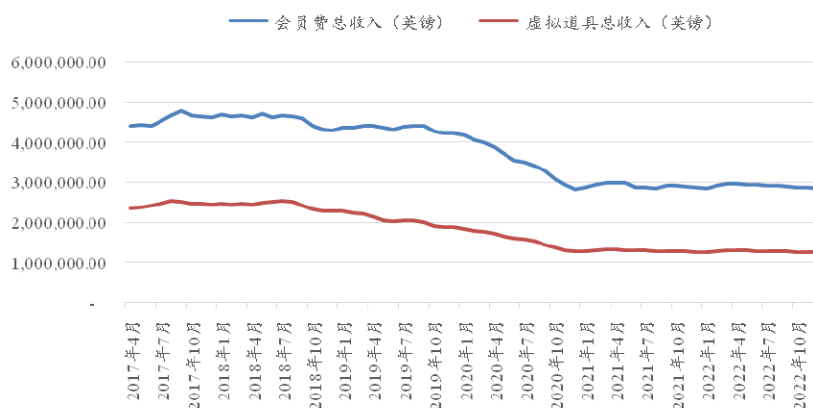
通过并购扩张 Jagex 实现进一步发展的协同效应将体现在：

1. 成本协同效应: Jagex 管理团队利用它在运营 RuneScape 和不断完善一个已上线 16 年的大型多人在线角色扮演游戏上的经验, 已经在优化工作室运营上累积罕见的经验。因此, 在收购之后, Jagex 将寻求降低各部门管理费用, 优化研发效率。
2. 人工成本: Jagex 在收购手机游戏工作室时主要协同效应之一是不再需要在伦敦设立和运营其自有的游戏工作室, 从而大大节省成本。
3. 产品储备的扩张: Jagex 打算在其目标公司增加对新产品开发的投资。这来自 Jagex 自己的 NPD 流程中选出的原型, 以及 RuneScape 的各种衍生手游。
4. 项目储备: 目标公司或有一定资源, 尤其是可能用于帮助 Jagex 获取一些类目游戏来迅速减少一部分成本的发行能力。Jagex 可利用这些资源独立地、更快速地发展。
5. 第三方发行: Jagex 所收购的移动工作室将带来发展第三方游戏发行能力。像 Team 17、Scopely 和 Flare Games 等公司都是这个商业模式的成功例子。第三方发行是 Jagex 购买优质手机游戏工作室的主要原因之一。随着独立开发人员出现的新游戏越来越多, Jagex 将利用收购的工作室的能力在全球范围内发布, 以获得市场份额和潜在的知识产权。

3、投资建议

预计 Jagex 原有<RuneScape>系列游戏在 2018 年以后将进入用户活跃度逐步衰退期。

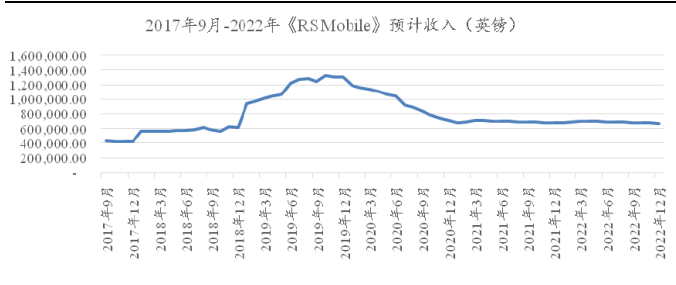
图表 25: <RuneScape>系列收入趋势预测



资料来源：公司公告

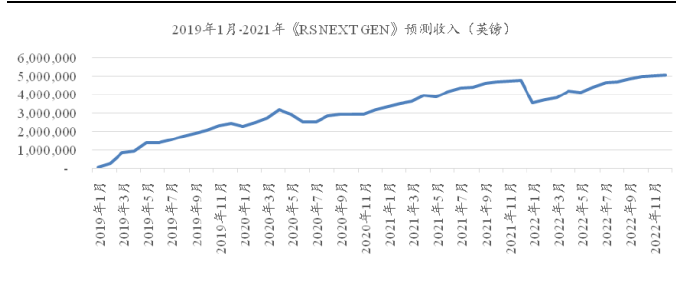
但移动游戏<RuneScape Mobile>将在 2017 年下半年发行后成 Jagex 的主打游戏, 进入收入上升阶段。下一代<RuneScape NEXT GEN>将于 2019 年发行, 自 2019 年以后开始贡献收入。Jagex 对中国市场的开拓则将在 2018 年以后逐步看到成果。

图表 26: <RuneScape Mobile>收入趋势预测



资料来源: 公司公告

图表 27: <RuneScape NEXT GEN>收入趋势预测



资料来源: 公司公告

未来 5 年 Jagex 的增长目标是实现整体收入翻番，净利润增长 60% 以上，且新游戏、新市场成为盈利的主要来源。

图表 28: Jagex5 年财务目标

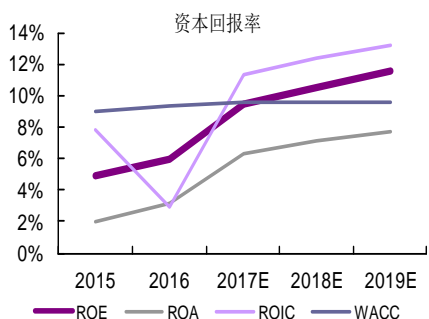
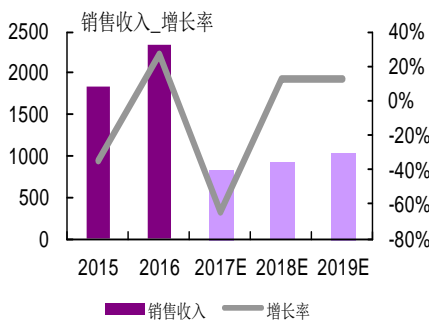
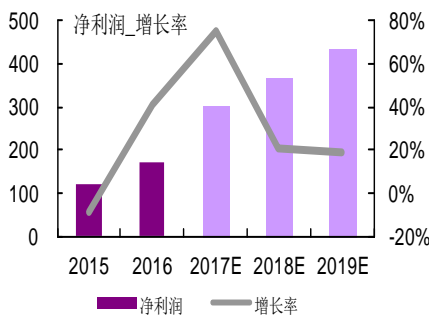
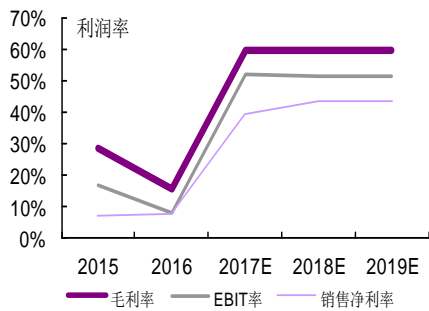


资料来源: Jagex

参考公司与宏达矿业签署的业绩承诺协议，Jagex2017-2018 年盈利预测分别为 2.97 亿元、3.23 亿元人民币。预测 2017-2019 年 EPS 分别为 0.52、0.63、0.75 元，当前股价 PE 分别为 34、28、24 倍，给予“增持”评级。

4、风险分析

政策风险、并购不成功、主打游戏步入衰退期，新市场开拓失败等。



| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 1,841 | 2,341 | 820 | 918 | 1,028 |
| 营业成本 | 1,315 | 1,965 | 328 | 367 | 411 |
| 折旧和摊销 | 166 | 133 | 12 | 14 | 16 |
| 营业税费 | 23 | 18 | 12 | 14 | 15 |
| 销售费用 | 53 | 39 | 12 | 14 | 15 |
| 管理费用 | 117 | 121 | 41 | 46 | 51 |
| 财务费用 | 159 | 180 | 45 | 8 | 5 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -3 | 182 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 154 | 190 | 384 | 470 | 531 |
| 利润总额 | 180 | 217 | 384 | 470 | 531 |
| 少数股东损益 | 10 | 13 | 25 | 35 | 17 |
| 归属母公司净利润 | 122.49 | 172.31 | 301.68 | 364.85 | 433.81 |

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 6,643 | 5,959 | 5,226 | 5,610 | 5,897 |
| 流动资产 | 3,238 | 3,078 | 2,493 | 2,840 | 3,113 |
| 货币资金 | 1,768 | 1,650 | 2,263 | 2,584 | 2,827 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 445 | 73 | 40 | 45 | 50 |
| 应收票据 | 282 | 24 | 8 | 9 | 10 |
| 其他应收款 | 299 | 1,282 | 164 | 184 | 206 |
| 存货 | 124 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 可供出售投资 | 21 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 839 | 27 | 60 | 92 | 107 |
| 无形资产 | 186 | 82 | 78 | 74 | 70 |
| 总负债 | 4,040 | 1,970 | 911 | 993 | 948 |
| 无息负债 | 2,008 | 510 | 396 | 478 | 433 |
| 有息负债 | 2,033 | 1,461 | 515 | 515 | 515 |
| 股东权益 | 2,603 | 3,989 | 4,316 | 4,618 | 4,949 |
| 股本 | 576 | 576 | 576 | 576 | 576 |
| 公积金 | 1,201 | 1,989 | 2,019 | 2,055 | 2,099 |
| 未分配利润 | 718 | 324 | 596 | 826 | 1,097 |
| 少数股东权益 | 108 | 1,102 | 1,127 | 1,162 | 1,179 |

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------------|---------------|--------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 246 | -279 | 1,467 | 476 | 397 |
| 净利润 | 122 | 172 | 302 | 365 | 434 |
| 折旧摊销 | 166 | 133 | 12 | 14 | 16 |
| 净营运资金增加 | -1,240 | 1,715 | -2,322 | 23 | 162 |
| 其他 | 1,197 | -2,299 | 3,476 | 74 | -215 |
| 投资活动产生现金流 | 234 | -2,088 | 136 | -49 | -29 |
| 净资本支出 | -59 | -177 | -48 | -50 | -30 |
| 长期投资变化 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | 272 | -1,912 | 185 | 1 | 1 |
| 融资活动现金流 | 278 | 2,147 | -991 | -106 | -125 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -310 | -572 | -946 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 50 | -1,498 | -114 | 82 | -44 |
| 净现金流 | 758 | -220 | 613 | 321 | 243 |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | -34.79% | 27.18% | -65.00% | 12.00% | 12.00% |
| 净利润增长率 | -9.13% | 40.68% | 75.08% | 20.94% | 18.90% |
| EBITDA/EBITDA 增长率 | 1.57% | -33.59% | 37.47% | 11.59% | 12.04% |
| EBIT/EBIT 增长率 | 0.02% | -40.67% | 128.43% | 11.38% | 12.00% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 85 | 60 | 34 | 28 | 24 |
| PB | 4 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| EV/EBITDA | 23 | 44 | 26 | 23 | 20 |
| EV/EBIT | 35 | 75 | 27 | 24 | 21 |
| EV/NOPLAT | 47 | 88 | 32 | 28 | 25 |
| EV/Sales | 6 | 6 | 14 | 12 | 11 |
| EV/IC | 4 | 3 | 4 | 3 | 3 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 28.58% | 16.07% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| EBITDA 率 | 26.19% | 13.67% | 53.70% | 53.51% | 53.53% |
| EBIT 率 | 17.17% | 8.01% | 52.28% | 51.99% | 51.99% |
| 税前净利润率 | 9.75% | 9.26% | 46.90% | 51.25% | 51.64% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 6.65% | 7.36% | 36.81% | 39.75% | 42.20% |
| ROA | 2.00% | 3.11% | 6.25% | 7.13% | 7.65% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 4.91% | 5.97% | 9.46% | 10.56% | 11.51% |
| 经营性 ROIC | 7.83% | 2.92% | 11.30% | 12.36% | 13.13% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 0.87 | 2.15 | 6.30 | 5.95 | 7.18 |
| 速动比率 | 0.83 | 2.14 | 6.29 | 5.94 | 7.17 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 1.23 | 1.98 | 6.19 | 6.71 | 7.32 |
| 有形资产/有息债务 | 2.88 | 2.25 | 4.98 | 5.73 | 6.29 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.21 | 0.30 | 0.52 | 0.63 | 0.75 |
| 每股红利 | 0.07 | 0.00 | 0.17 | 0.21 | 0.24 |
| 每股经营现金流 | 0.43 | -0.49 | 2.55 | 0.83 | 0.69 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 2.77 | -2.76 | 4.60 | 0.60 | 0.48 |
| 每股净资产 | 4.33 | 5.02 | 5.54 | 6.00 | 6.55 |
| 每股销售收入 | 3.20 | 4.07 | 1.42 | 1.59 | 1.79 |

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王铮，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士。曾任国金证券研究所传媒行业分析师、中信证券研究部传媒行业高级分析师。2011年中国证券业金牛奖TMT第4名团队成员；2013年11月获得汤森路透StarMine全球卖方分析师评选可选消费行业“最佳选股奖”第2名。2013年12月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第四。2015年12月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第三。2016年7月获得“天眼”中国最佳证券分析师传媒行业第三名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|--------|-----|---------------|-------------------------|------------------------|
| 上海 | 陈蓉 | 021-22169086 | 13801605631 | chenrong@ebsecn.com |
| | 濮维娜 | 021-62158036 | 13611990668 | puwn@ebsecn.com |
| | 胡超 | 021-22167056 | 13761102952 | huchao6@ebsecn.com |
| | 周薇薇 | 021-22169087 | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com |
| | 李强 | 021-22169131 | 18621590998 | liqiang88@ebsecn.com |
| | 罗德锦 | 021-22169146 | 13661875949/13609618940 | luodj@ebsecn.com |
| | 张弓 | 021-22169083 | 13918550549 | zhanggong@ebsecn.com |
| | 黄素青 | 021-22169130 | 13162521110 | huangsuqing@ebsecn.com |
| | 王昕宇 | 021-22167233 | 15216717824 | wangxinyu@ebsecn.com |
| | 邢可 | 021-22167108 | 15618296961 | xingk@ebsecn.com |
| | 陈晨 | 021-22169150 | 15000608292 | chenchen66@ebsecn.com |
| | 黄怡 | 010-58452027 | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com |
| | 周洁瑾 | 021-22169098 | 13651606678 | zhoujj@ebsecn.com |
| | 丁梅 | 021-22169416 | 13381965696 | dingmei@ebsecn.com |
| | 徐又丰 | 021-22169082 | 13917191862 | xuyf@ebsecn.com |
| | 王通 | 021-22169501 | 15821042881 | wangtong@ebsecn.com |
| | 陈樑 | 021-22169483 | 18621664486 | chenliang3@ebsecn.com |
| 北京 | 吕凌 | 010-58452035 | 15811398181 | lvling@ebsecn.com |
| | 郝辉 | 010-58452028 | 13511017986 | haohui@ebsecn.com |
| | 梁晨 | 010-58452025 | 13901184256 | liangchen@ebsecn.com |
| | 关明雨 | 010-58452037 | 18516227399 | guanmy@ebsecn.com |
| | 郭晓远 | 010-58452029 | 15120072716 | guoxiaoyuan@ebsecn.com |
| | 王曦 | 010-58452036 | 18610717900 | wangxi@ebsecn.com |
| | 张彦斌 | 010-58452040 | 18614260865 | zhangyanbin@ebsecn.com |
| 深圳 | 黎晓宇 | 0755-83553559 | 13823771340 | lixxy1@ebsecn.com |
| | 李潇 | 0755-83559378 | 13631517757 | lixiao1@ebsecn.com |
| | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855 | zhangyx@ebsecn.com |

| | | | | |
|------|-----|---------------|-------------|------------------------|
| | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603 | wangyuanfeng@ebscn.com |
| | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561 | zhangjingwen@ebscn.com |
| | 牟俊宇 | 0755-83552459 | 13827421872 | moujy@ebscn.com |
| | 吴冕 | | 18682306302 | wumian@ebscn.com |
| 国际业务 | 陶奕 | 021-22169091 | 18018609199 | taoyi@ebscn.com |
| | 戚德文 | 021-22167111 | 18101889111 | qidw@ebscn.com |
| | 金英光 | 021-22169085 | 13311088991 | jinyg@ebscn.com |
| | 傅裕 | 021-22169092 | 13564655558 | fuyu@ebscn.com |