



2017年09月05日

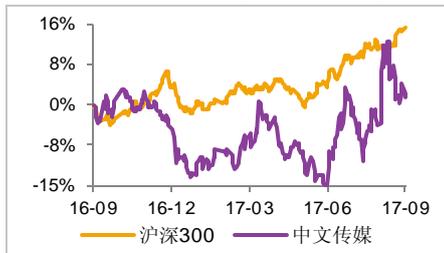
买入(首次评级)

当前价： 23.41 元
目标价： 27.25 元

分析师：陈净娴

执业编号：S0300516090001
电话：+86-021-51782239
邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	12775.8	13159.1	13817.0	14646.0
(+/-)	10.12%	3.00%	5.00%	6.00%
归母净利润	1295.36	1500.65	1819.02	2081.72
(+/-)	22.44%	15.85%	21.22%	14.44%
EPS(元)	0.940	1.089	1.320	1.511
P/E	25.17	21.73	17.92	15.66

资料来源：联讯证券研究院

中文传媒(600373.SH)

【联讯传媒公司深度】中文传媒 (600373.SH, 买入) —— 手游出海领导者

投资要点

江西省出版传媒的区域份额领先者

公司为江西省出版集团控股企业，是江西文化传媒领军者与中国游戏出海领导者，连续八届入选“中国文化企业 30 强”，位居全国同行第二，2016 年出口文化产品位列全国同行第一。公司旗下 9 家出版社中 3 家位居同类前十名（其中：二十一世纪出版社为少儿类全国第 2；江西美术出版社为美术类第 2；百花洲文艺出版社为文艺类第 9），旗下新华发行集团总体经济规模位居第 5 位，经济效益第 3 位，连续三年稳居全国同行业第一阵营。

智明星通为中国游戏出海成功践行者，《乱世王者》受玩家爱追捧，为流水新引擎

公司旗下游戏公司智明星通在 Google 与 WPP 联合发布“中国企业出海品牌 30 强”中位列第四。《乱世王者》由智明星通进行产品模型授权，由腾讯游戏旗下推出《天天酷跑》、《王者荣耀》等多款现象级产品的天美工作室群自主研发，作为腾讯首款 SLG 游戏，上线一周即位列畅销榜第三。考量 SLG 类型的游戏优势也在于生命周期较长，且流水峰值一般在产品上线几个月甚至一年后才开始出现，为业绩新引擎。

投资建议

我们首次覆盖给予中文传媒「买入」的投资评级：基于，（1）于江西省出版传媒领域的领导地位，为公司提供持续稳定的现金流；（2）智明星通主力游戏《COK》业绩持续释放，《乱世王者》预计可带来较高流水，新三板挂牌推进中；（3）我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 15.0 亿、18.2 亿和 20.8 亿，同比增速分别为 16%、21%和 14%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 1.09 元，1.32 元和 1.51 元，目前股价分别对应 2017 年 PE21.7x 和 2018 年 PE17.9x。我们以 2017 年 PE25.0x 为基准，目标价设定为 27.25 元，首次覆盖给予「买入」的投资建议。

风险提示

游戏流水不及预期。



目 录

一、投资摘要	4
(一) 投资评级与估值	4
(二) 关键假设点	4
(三) 有别于大众的认识	4
(四) 股价表现催化剂	4
(五) 核心假设风险	4
二、公司介绍——文化传媒全产业链布局，并购手游出海领导者	5
(一) 历史沿革——借壳上市，逐步转型，传统出版主业+新业态协同发展	5
(二) 股权结构——江西省出版集团持股 55%，下属公司各司其职	6
(三) 财报回顾——营收 5 年复合增长率为 11%，归属母公司股东净利润复合增长率 18%	7
三、全球移动游戏复合增速 13.7%仍有较大市场空间	9
(一) 全球游戏市场增速放缓复合增速为 6.2%，移动游戏复合增速 13.7%仍有较大市场空间	9
(二) 亚太地区为全球移动游戏第一大区域性市场，东南亚地区移动游戏市场复合增长率将高达 46%	10
(三) 全球主要地区移动游戏竞争格局	14
(四) 移动游戏产业链——海外分发渠道议价能力较强，研运一体化为国内游戏出海厂商发展趋势	16
(四) 拥有精品研发能力及丰富的海外发行经验者将在游戏出海大潮中受益	17
四、手游出海领导者，精品研发基因，布局游戏全产业链	19
(一) 自主研发+代理，海外发行经验丰富	19
(二) IP 储备丰富，《乱世王者》上线增厚公司利润	20
(三) 研发团队稳定且实力强劲	21
(三) 研运一体打造闭环生态系统，放大游戏产业价值	22
五、投资建议	23

图表目录

图表 1：公司控股股东为江西省出版集团，实际控制人为江西省人民政府	7
图表 2：下属公司概况	7
图表 3：1Q17 营业收入同比增速下降 8.12%	8
图表 4：1Q17 净利润同比增长 24.13%	8
图表 5：公司并表智明星通后毛利率及净利率迅速上升	8
图表 6：公司并表智明星通后销售费用率增长近 5 倍	8
图表 7：传统业务图书及教材教辅稳定增长	8
图表 9：公司新业态（游戏）营收增速较快	9
图表 11：智明星通 2011-2016 年营收及净利润复合增长率分别为 77%、195%	9
图表 13：预计全球游戏市场规模未来 5 年复合增长率为 6.2%，市场规模将突破 1200 亿美元	10
图表 15：亚太地区为全球移动游戏行业第一大区域市场	10
图表 16：2016 年东南亚六国移动游戏收入同比增速高	11
图表 18：2016 年东南亚地区（印尼、泰国）移动游戏市场最低获客成本低于 1 美元	11



图表 22: 拉丁美洲国家平均每户安装成本最低.....	12
图表 23: 中东及非洲移动游戏收入增速快.....	12
图表 25: 美国移动游戏增速趋缓, 低于全球增速.....	13
图表 27: 2016 年东欧地区游戏收入同比增速为 7.3%.....	13
图表 29: 2016 年俄罗斯移动游戏收入为 5 亿美元, 同比增长 32%.....	14
图表 33: 2016 年美国本土发行商收入.....	15
图表 35: 策略+消除+角色扮演为德国主要玩家类型.....	15
图表 37: 德国手游发行商主要来自中国、美国、荷兰.....	15
图表 39: 策略+博彩+动作为印度主要玩家类型.....	16
图表 41: 美国、印度、芬兰 2016 年合计占印度市场的 79%.....	16
图表 43: 移动游戏出海产业链图.....	17
图表 44: 中国游戏海外收入 2008-2016 年复合增长率为 79%.....	17
图表 46: 2016 年中国游戏占海外市场份额.....	18
图表 48: 中国游戏出海以策略+卡牌为主.....	18
图表 50: 中国出海游戏无 IP 者为 67%.....	19
图表 52: 公司自主研发 7 款游戏+代理 3 款精品游戏.....	19
图表 53: 2016 年《列王的纷争》在各地区 APP Store 上表现.....	20
图表 57: 《使命召唤系列》为全球知名的 IP.....	21
图表 58: 研发费用占收入的比重达 85%.....	22
图表 59: 互联网产品闭环生态系统, 放大游戏产业价值.....	22
图表 60: 公司 PE 区间.....	23
图表 61: 公司 PB 区间.....	23
附录: 公司财务预测表(百万元).....	24



一、投资摘要

公司为江西省出版集团控股企业，是江西文化传媒领军者与中国游戏出海领导者，主营业务包括出版发行、物流贸易等传统主营业务以及游戏、新媒体、物联网、投融资、在线教育等新型业态，连续八届入选“中国文化企业 30 强”，位居全国同行第二，2016 年出口文化产品位列全国同行第一。1H17 公司市值稳居同业上市公司第二位，成功成为纳入 MSCI 指数的 3 支传媒股之一。公司旗下 9 家出版社中 3 家位居同类前十名（其中：二十一世纪出版社为少儿类全国第 2；江西美术出版社为美术类第 2；百花洲文艺出版社为文艺类第 9），旗下新华发行集团总体经济规模位居第 5 位，经济效益第 3 位，连续三年稳居全国同行业第一阵营。公司旗下游戏公司智明星通在 Google 与 WPP 联合发布“中国企业出海品牌 30 强”中位列第四。2016 年营业收入 127.76 亿元，同比增长 10.12%；归属母公司股东净利润 12.95 亿元，同比增长 22.44%；印刷包装及物资贸易收入占比逐年下降为 22%，图书及教材收入维持在 45%及新业态（游戏）占比逐年提升为 38%，是业绩主要增长点。

（一）投资评级与估值

我们首次覆盖给予中文传媒「买入」的投资评级：基于，（1）于江西省出版传媒领域的领导地位，为公司提供持续稳定的现金流；（2）智明星通主力游戏《COK》业绩持续释放，《乱世王者》预计可带来较高流水，新三板挂牌推进中；（3）我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 15.0 亿、18.2 亿和 20.8 亿，同比增速分别为 16%、21%和 14%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 1.09 元，1.32 元和 1.51 元，目前股价分别对应 2017 年 PE21.7x 和 2018 年 PE17.9x。我们以 2017 年 PE25.0x 为基准，目标价设定为 27.25 元，首次覆盖给予「买入」的投资建议。

（二）关键假设点

（1）出版传媒的传统领域录得稳定增长；（2）智明星通业绩持续释放，《乱世王者》有望成为中国 SLG 游戏的头部产品。

（三）有别于大众的认识

对移动游戏的海外分发进行了较为详尽的产出，认为海外分发渠道议价能力较强，研运一体化为国内游戏出海厂商发展趋势。

（四）股价表现催化剂

《COK》和《乱世王者》等新品流水超出预期。

（五）核心假设风险

游戏产品流水不如预期。



二、公司介绍——文化传媒全产业链布局，并购手游出海领导者

公司为江西省出版集团控股企业，是江西文化传媒领军者与中国游戏出海领导者，主营业务包括出版发行、物流贸易等传统主营业务以及游戏、新媒体、物联网、投融资、在线教育等新型业态，连续八届入选“中国文化企业 30 强”，位居全国同行第二，2016 年出口文化产品位列全国同行第一。1H17 公司市值稳居同业上市公司第二位，成功成为纳入 MSCI 指数的 3 支传媒股之一。公司旗下 9 家出版社中 3 家位居同类前十名（其中：二十一世纪出版社为少儿类全国第 2；江西美术出版社为美术类第 2；百花洲文艺出版社为文艺类第 9），旗下新华发行集团总体经济规模位居第 5 位，经济效益第 3 位，连续三年稳居全国同行业第一阵营。公司旗下游戏公司智明星通在 Google 与 WPP 联合发布“中国企业出海品牌 30 强”中位列第四。2016 年营业收入 127.76 亿元，同比增长 10.12%；归属母公司股东净利润 12.95 亿元，同比增长 22.44%；印刷包装及物资贸易收入占比逐年下降为 22%，图书及教材收入维持在 45%及新业态（游戏）占比逐年提升为 38%，是业绩主要增长点。

（一）历史沿革——借壳上市，逐步转型，传统出版主业+新业态协同发展

公司于 2010 年 12 月 21 日完成资产重组，江西省出版集团公司以主营业务整体借壳鑫新股份上市，成为控股的文化传媒全产业链公司，并随后更名为中文传媒，初期主营业务包括图书编辑出版、报刊传媒、印刷发行、物资供应等传统出版业务。2013 年通过投资艺术公司、出版发行公司新华联合及印刷公司立华彩印增强传统业务的竞争力；2014 年 4 月开启以股权+现金的形式并购中国游戏出海领导者智明星通，开始发力新型业态；组建二十一世纪出版社，并购新媒体公司都完善了公司的业务发展。公司在注重内生增长的同时，注重加强业内合作，与腾讯签署合作协议共同开发 SLG 游戏市场，8 月 16 日上线的《乱世王者》上线次日便攀升至 APP Store 免费榜第五名；与全球最大游戏开发和发行商动视暴雪达成合作，获得超级 IP《使命召唤》的手游开发授权，为后期业绩提供了保障。公司现已覆盖图书教材、物流发行等传统出版主业及游戏、在线教育、大数据和投融资等新业态业务，是一家具有多介质、平台化、全产业链特点的大型出版传媒公司。



图表 1：历史大事件一览

时间	事件	说明
2010年12月	借壳上市	12月21日，江西省出版集团与鑫新股份完成资产过户，以主营业务整体借壳上市，成为控股的文化传媒公司，主营业务为图书编辑出版、报刊传媒、印刷发行、物资供应等传统出版业务。
2011年2月	子公司增资	4月21日，为了扶持全资子公司的经营业务发展，增强其竞争力，公司根据其业务经营和资金需求情况，决定对江西出版印刷物资有限公司、江西科学技术出版社有限责任公司、江西蓝海国际贸易有限公司实施增资。
2011年4月	公司更名	江西鑫新实业股份有限公司正式更名为中文天地传媒股份有限公司。
2013年3月	投资艺术公司	3月22日，蓝海国投增资嘉诚中泰及艺融民生（均为艺术类公司）分别持股20%、40%，此举有利于公司经营业务转型与发展，优化产业结构，培育新的利润增长点。
2013年	投资参股新华联合	8月15日，公司旗下江西新华发行集团有限公司已与中国出版传媒、中国科技出版传媒、江苏凤凰出版传媒共同投资重组新华联合，持股35%，有利于全力打造跨地区、跨产业的中国出版物发行平台、信息交换平台、物流配送平台，构建全国性大中盘。
2013年8月	投资立华彩印	新华印刷集团参与立华彩印的增资扩股，占51%，有利于进一步加快新华印刷集团的产业快速转型升级，优化产业结构，做强做优印刷板块。
2014年4月	计划并购智明星通	计划以股权+现金的形式，约26.6亿元的价格并购智明星通股权。
2014年11月	组建二十一世纪出版社	获得国家新闻出版广电总局批准，同意组建二十一世纪出版社，专注于青少年类型，致力于打造成青少年文化创意产业核心增长极和国际知名、国内一流的青少年阅读推广和全方位文化服务传播体系和运营平台的现代出版传媒集团。
2014年1月-2015年1月	并购新媒体公司	公司成立江西新媒体出版有限公司，并购江西中文传媒手机台有限公司、北京百分在线信息技术有限公司、福州思迈网络技术有限公司等公司，开发数字出版和精准化营销。
2016年4月	与韩国中小出版协会签署合作协议	公司与韩国中小出版协会签订《战略合作协议框架》，有利于公司打开国际市场，扩大品牌影响力。
2016年4月	与腾讯签署合作协议	全资子公司智明星通于2016年4月20日与腾讯签订了《策略类移动游戏制作与运营协议》授权腾讯在协议约定的许可期限和许可区域内对智明星通自主研发的移动游戏COK的SLG游戏引擎进行再开发和制作游戏作品，以共同开发SLG游戏市场。
2016年8月	转让艺融民生股权	由于艺术品拍卖市场的持续低迷，为了确保国有资产的保值增值，更好的保护公司股东利益，公司全资子公司蓝海国投拟公开挂牌方式转让艺融民生40%股权。
2016年11月	智明星通申请挂牌	为了进一步完善智明星通法人治理结构，提高经营管理水平，增强企业的核心竞争力，有利于智明星通未来发展战略和经营目标的实现
2017年3月	与动视暴雪合作开发手游	控股子公司智明星通近日与全球最大的游戏开发和发行商动视暴雪签订了合作协议。根据协议，智明星通将以《Call of Duty：使命召唤》IP为背景，与动视暴雪联合开发并发行一款手机游戏。。
2017年8月	乱世王者上线	8月16日，与腾讯合作开发的《乱世王者》开启了全平台不删档开服，上线次日，便出现在App Store免费榜第五名，此款游戏将增厚公司业绩。

资料来源：联讯证券，公司招股说明书

（二）股权结构—江西省出版集团持股 55%，下属公司各司其职

公司的股权结构较为集中，控股股东为江西省出版集团，其直接持股比例为 55%，公司的实际控制人为江西省人民政府。江西省出版集团连续九届蝉联中国“文化企业 30 强”，多次荣获全国文化体制改革先进单位和全国文明单位，长期位居出版企业前列。公司下属公司 32 家，全资子公司 21 家，其余为参股、合营或者联营公司，下属公司各司其职，负责具体业务。

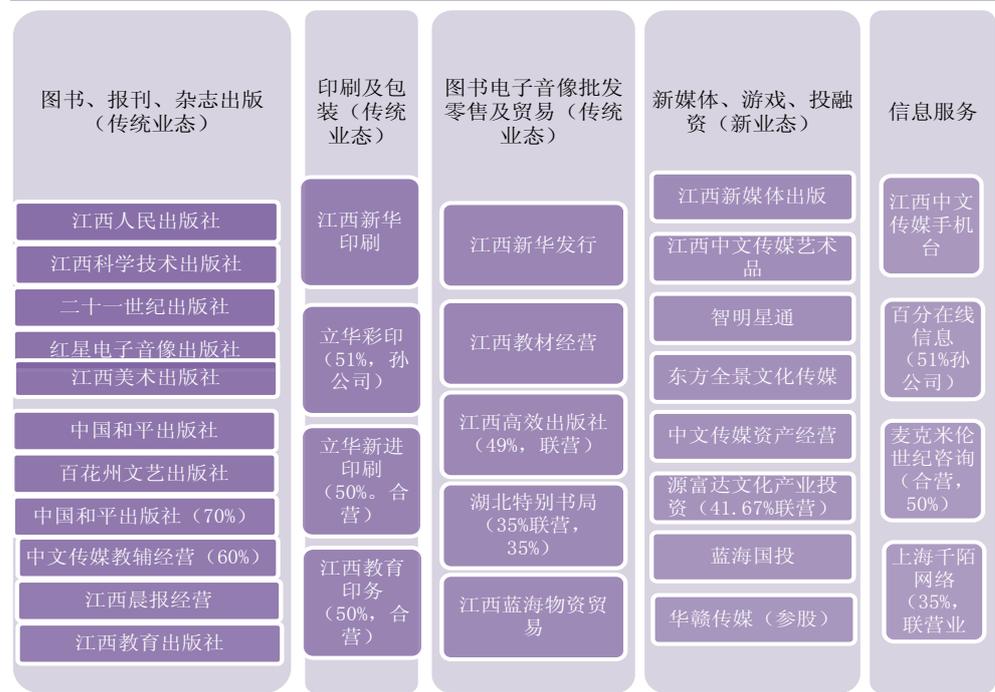


图表 2: 公司控股股东为江西省出版集团, 实际控制人为江西省人民政府

股东名称	占总股本比例(%)
江西省出版集团公司	55
孝昌枫杰投资中心(有限合伙)	5
中国证券金融股份有限公司	4
全国社保基金一零八组合	2
深圳市利通产业投资基金有限公司	2
全国社保基金一零二组合	1
深圳前海厚润德财富管理有限公司-厚润德小市值三期私募投资基金	1
中央汇金资产管理有限责任公司	1
唐彬森	1
江西博能实业集团有限公司	1
其它	39

资料来源: 联讯证券, 公司公告

图表 1: 下属公司概况



资料来源: 联讯证券, 公司公告

(三) 财报回顾—营收 5 年复合增长率为 11%, 归属母公司股东净利润复合增长率 18%

自 2010 年公司借壳上市以来, 逐步开启传统出版主业+新兴业态的并行发展, 公司的营收和净利润取得快速增长, 2011 年-2016 年营业收入复合增长率为 11%, 同期归属母公司股东净利润复合增长率为 18%, 主要系公司并购以毛利率较高的游戏为主业的智明星通, 优化了公司资产结构, 提升盈利能力。1Q17 公司营收同比下滑 8.12%; 净利润同比增长 35.2%, 主要系公司销售费用同比下降 67.03%导致公司营业成本大幅降低, 短期内公司游戏产品成熟后销售费用大幅度下降, 使得游戏产品利润释放更加明显。

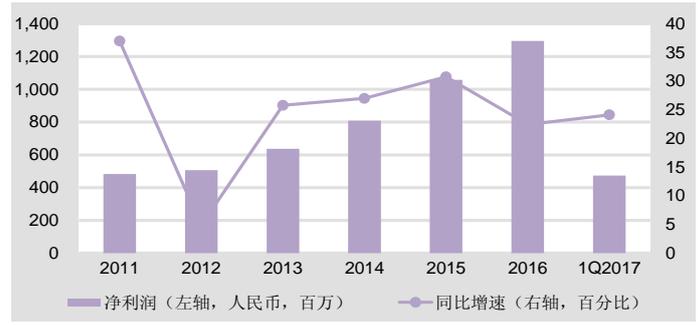


图表 3: 1Q17 营业收入同比增速下降 8.12%



资料来源: 联讯证券, wind

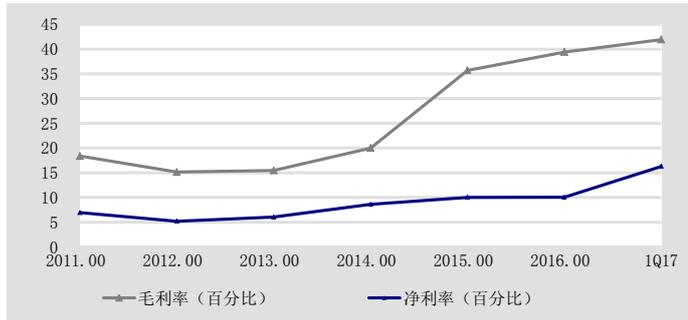
图表 4: 1Q17 净利润同比增长 24.13%



资料来源: 联讯证券, wind

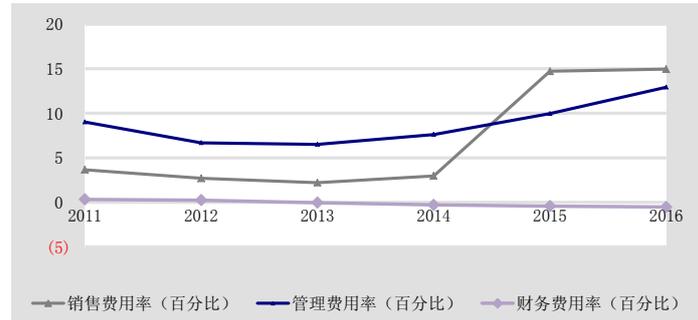
公司毛利率从 2014 年之前不足 20% 增长到 1Q17 的 42%，增长超过一倍；净利率从 2014 年的 9% 增长到 2016 年的 16% 增长近一倍，主要系毛利率及净利率较高的新业态（游戏）体量的快速增长。自 2014 年公司的销售费用率及管理费用率也大幅度提高，2016 年销售费用率相对 2014 年增长近 5 倍为 15%，管理费用率为 12% 增长 70%，主要系子公司智明星通近两年销售费用率一直维持在 40% 以上（游戏出海销售费用偏高），但从 1Q17 的数据来看，由于多款海外游戏产品都已经成熟，使得智明星通销售费用率降低为 15.16%，但随着新游戏的上线预计短期内销售费用率仍会处于高位。

图表 5: 公司并表智明星通后毛利率及净利率迅速上升



资料来源: 联讯证券, wind

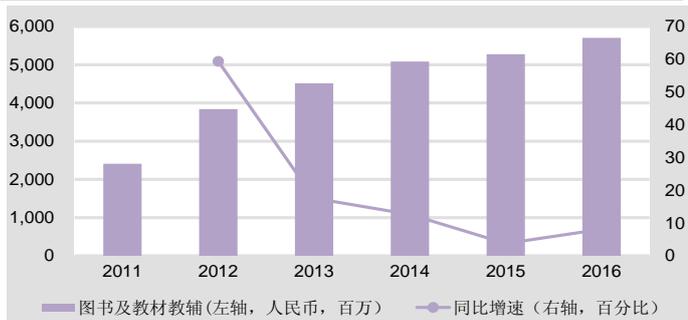
图表 6: 公司并表智明星通后销售费用率增长近 5 倍



资料来源: 联讯证券, wind

在传统图书出版及发行行业景气度不佳的情况下，公司传统业务教材教辅保持稳定增长。2011 年-2016 年复合增长率为 19%，2016 年收入 57 亿元占总营收的 44%，同比增长 8%，增速放缓；其毛利率相对稳定，均维持在 30% 左右，且近年来有缓慢提升的趋势。

图表 7: 传统业务图书及教材教辅稳定增长



资料来源: 联讯证券, wind

图表 8: 教材教辅及一般图书毛利率均维持在 30%

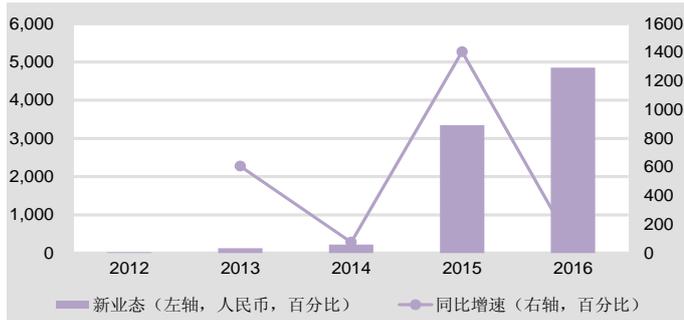


资料来源: 联讯证券, wind



公司 2015 年并表智明星通直接拉升公司新业态的规模，2016 年新业态收入 48.5 亿元，占 38%，同比增长 45%，成为公司业绩的主要增长点。2016 年公司海外收入 50.19 亿元，占 39%，同比增长 67%，主要系子公司智明星通海外营收规模较大，为 45.6 亿元，占其自身营收的 96%。子公司智明星通为游戏出海领导者，2011-2016 年营收及净利润大幅增长，复合增长率为 77%、195%，且其营收的 90%以上均来自海外，同时由于海外游戏推广费用较高，使得公司销售费用率一直在 40%左右高于同业公司。

图表 9：公司新业态（游戏）营收增速较快



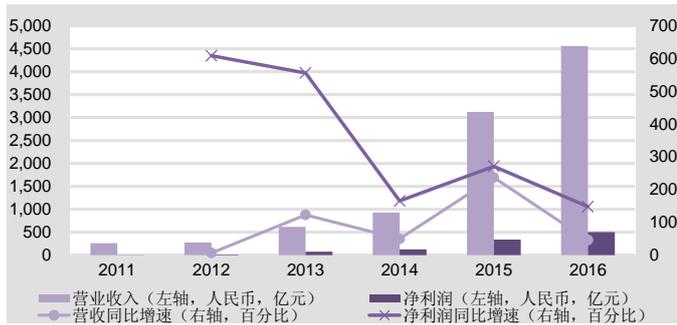
资料来源：联讯证券，Wind

图表 10：智明星通海外营收规模为同业领先

公司	2016年海外营收(亿元)	营收占比 (%)
智明星通	4,560	96.24
昆仑万维	1,567	64.61
游族网络	1,268	50.11
天神娱乐	676	40.87
三七互娱	747	14.24

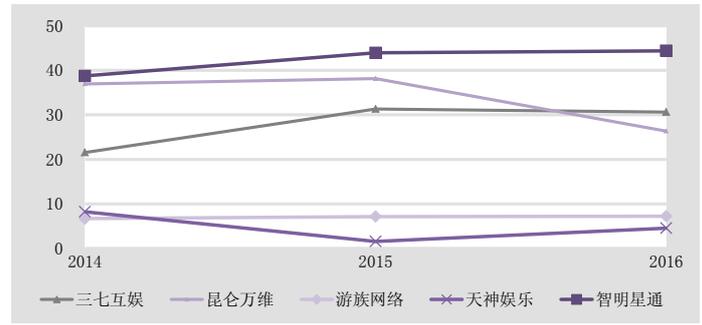
资料来源：联讯证券，Wind

图表 11：智明星通 2011-2016 年营收及净利润复合增长率分别为 77%、195%



资料来源：联讯证券，Wind

图表 12：智明星通销售费用率在 40%以上，高于同业



资料来源：联讯证券，Wind

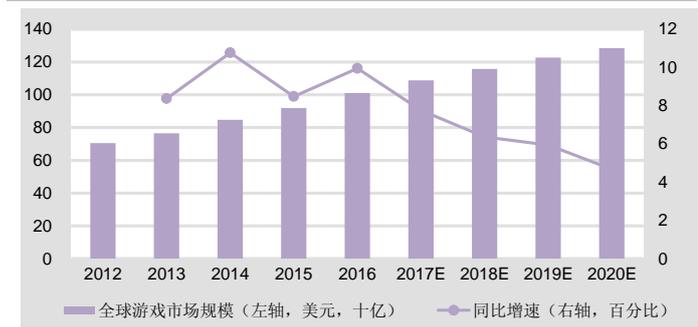
三、全球移动游戏复合增速 13.7%仍有较大市场空间

(一) 全球游戏市场增速放缓复合增速为 6.2%，移动游戏复合增速 13.7%仍有较大市场空间

2017 年全球游戏市场有望达 1089 亿美元，移动游戏占比 42%：2016 年全球游戏市场总额达 1010.6 亿美元，同比增长 10%，其中移动游戏收入 384 亿美元占 38%，同比增长 21%，端游收入 253 亿美元占 25%，同比减少 2%。根据 Newzoo 预测，2017 年全球游戏市场收入将增长到 1089 亿美元，其中移动游戏的收入 461 亿美元，同比增长 20%，占 42%。预计 2020 年游戏市场规模达到 1285 亿美元，复合增长率为 6.2%，增速放缓；随着智能手机及平板的渗透率进一步提高，端游收入占比进一步下降，移动游戏将达到 642 亿美元，复合增速 13.7%，所占游戏市场的比重提升到 50%，将占据游戏市场半壁江山。

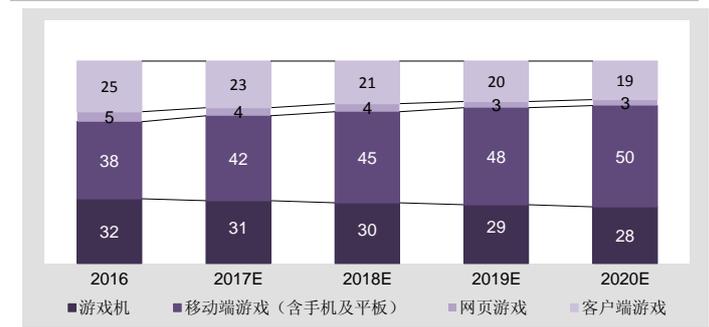


图表 13: 预计全球游戏市场规模未来 5 年复合增长率为 6.2%，市场规模将突破 1200 亿美元



资料来源: 联讯证券, Newzoo

图表 14: 移动游戏占比逐渐提高预计 2020 年为 50%



资料来源: 联讯证券, Newzoo

(二) 亚太地区为全球移动游戏第一大区域性市场，东南亚地区移动游戏市场复合增长率将高达 46%

亚太为全球移动游戏行业第一大区域性市场，占移动游戏市场份额的 65%：2016 年全球移动游戏收入规模为 384 亿美元，同比增长 26%，亚太地区是全球最大的移动游戏市场，2016 年手游收入占据全球的 65%，其中手游收入最多的为中国约 100 亿美元，约占全球移动游戏的 1/4，美国移动游戏仅收入 68 亿美元，为北美第一，全球第二。2016 年全球移动游戏玩家有 19 亿，同比增长 11%，亚太地区手游玩家规模占到全球的 54%，其中中国的手游玩家最多(超过 4 亿)。

图表 15: 亚太地区为全球移动游戏行业第一大区域市场

地区	2016年移动游戏市场规模(亿美元)	2016年市场份额(百分比)	移动游戏玩家数量(亿人)	地区市场规模最大国家及其移动游戏收入
亚太地区	248	65%	10.24	中国(100亿美元)
北美地区	69	18%	1.75	美国(68亿美元)
拉美地区	14	4%	1.10	巴西(4美元)
欧洲、中东及非洲地区	53	14%	5.86	德国(9美元)

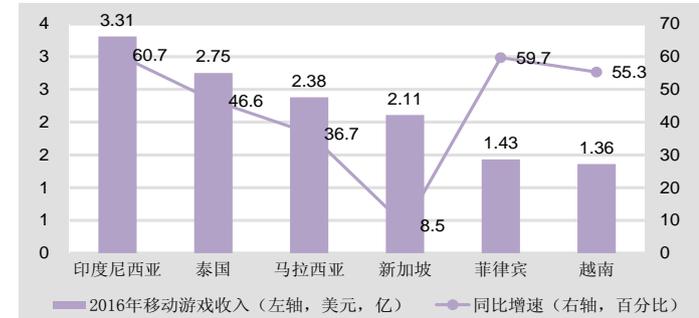
资料来源: 联讯证券, Newzoo

东南亚地区 2016 年移动游戏获客成本远低于国内，市场规模复合增长率为 45.3%，潜力巨大：2016 年，东南亚地区(含香港、台湾)游戏市场收入达到 37 亿美元，其中移动游戏收入 21 亿美元，同比增长 50%，占整个游戏产业的比重为 56%，为主要增长点。东南亚其他地区(除香港、台湾)移动游戏市场的总收入达到 15 亿美元，其中约 95% 来自六大国家，为全球移动游戏收入增速最快的市场之一。Newzoo 预测，东南亚地区移动游戏收入 2015~2019 年复合增长率约 45.3%，最终达到 40 亿美元，远远超过了全球市场的平均增速 13.7%。东南亚地区移动游戏增长主要源于：(1) 智能手机普及率有进一步增长的空间，2016 年在马来西亚和新加坡，智能手机的普及率已经分别达到了 51% 和 87% 的情况下，印度尼西亚、菲律宾、泰国和越南的互联网用户人数将会快速增长，智能手机普及率会进一步提升；(2) 年轻玩家数量增长且参与程度高，东南亚人口在 6.26 亿左右，游戏玩家占比 20%，其中付费玩家达 6000 万，10-35 岁玩家占比最高具有带动整体市场成长的潜力；(3) 以印尼和越南为代表的东南亚地区获取用户成本



不超过 1 美元，最高的新加坡也仅为 3 美元低于中国内地的 4 美元，较低的获取用户的成本能为游戏厂商带来较大的利润空间，市场吸引力较强。

图表 16: 2016 年东南亚六国移动游戏收入同比增速高



资料来源: 联讯证券, Newzoo

图表 18: 2016 年东南亚地区 (印尼、泰国) 移动游戏市场最低获客成本低于 1 美元



资料来源: 联讯证券, Wind

图表 17: 东南亚地区智能手机普及率普遍低于 50%

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
新加坡	83.1%	85.2%	86.3%	87.2%	88.0%	88.9%
马来西亚	42.6%	46.6%	49.2%	51.3%	54.3%	57.3%
泰国	34.9%	39.2%	42.8%	45.8%	48.1%	50.0%
印度尼西亚	32.6%	37.1%	40.4%	43.2%	45.4%	47.6%
菲律宾	32.0%	36.6%	40.0%	43.1%	46.1%	48.4%

资料来源: 联讯证券, 网络资料

图表 19: 2016 年东南亚地区移动游戏年轻玩家数量占比逐渐提升

国家	男性			女性		
	10岁-20岁	21岁-35岁	36岁-50岁	10岁-20岁	21岁-35岁	36岁-50岁
印度尼西亚	24%	27%	11%	14%	18%	7%
泰国	23%	30%	9%	12%	21%	6%
马来西亚	21%	28%	12%	16%	15%	8%
菲律宾	20%	30%	11%	12%	20%	7%
越南	18%	29%	15%	9%	17%	12%
新加坡	12%	31%	17%	9%	18%	12%

资料来源: 联讯证券, Wind

拉丁美洲是全球移动游戏市场收入增速第二快的市场，仅次于东南亚：2013-2016 年拉丁美洲移动游戏复合增长率为 63.6%，2016 年收入达到 14 亿元，占拉美游戏市场的 36%。Newzoo 预测到 2019 年预计将增长至 30 亿美元，占拉美游戏市场总收入的比例达到 48%，复合增长率为 28.9%，仅次于东南亚，为全球移动游戏收入增速第二快市场。拉美地区移动游戏快速的增长基于：（1）智能手机渗透率的进一步提高，根据 eMarketer 统计，在拉美 6.27 亿人口中，只有 1.56 亿人使用智能手机且智能手机在智利、墨西哥的普及率较高，不过在拉美规模最大的市场之一巴西，智能手机的普及率仍然相对较低，仅 43.3%，待转换率较高；（2）地区玩家较多，潜在客户多，拉美地区有 1.1 亿玩家，77% 的阿根廷主机游戏玩家和 64% 的墨西哥主机游戏玩家会在移动游戏中消费，随着全球移动游戏在拉美地区本土化程度变高，会成功吸引较多玩家；（3）拉丁美洲地区平均每户安装成本为全球平均最低的地区，阿根廷为 IOS 端 CPI 最低国家仅为 0.55 元，墨西哥为 IOS 端 CPI 最低国家为 0.14 元。



图表 20: 2013-2016 年拉丁美洲地区移动游戏复合增长率为 63.6%



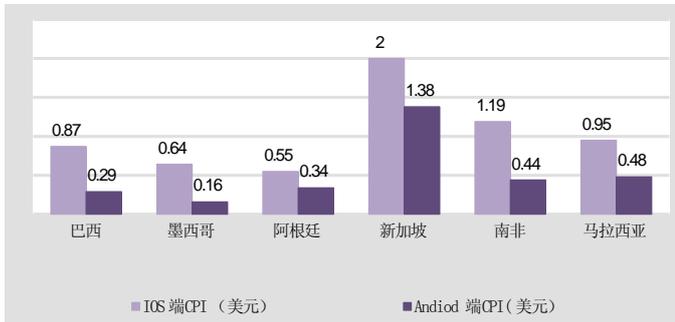
资料来源: 联讯证券, Newzoo

图表 21: 巴西地区智能手机普及率为 43.3%

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
智利	49.7%	55.5%	60.9%	65.7%	69.7%	72.8%
哥伦比亚	45.3%	51.4%	57.4%	62.1%	66.0%	69.7%
墨西哥	40.1%	47.4%	54.1%	60.4%	66.2%	70.0%
阿根廷	36.7%	43.5%	49.3%	53.0%	56.7%	60.0%
巴西	31.3%	37.6%	43.3%	48.2%	52.0%	54.8%
秘鲁	28.7%	33.5%	38.2%	42.5%	46.5%	49.7%

资料来源: 联讯证券, emarket.com

图表 22: 拉丁美洲国家平均每户安装成本最低



资料来源: 联讯证券, Newzoo

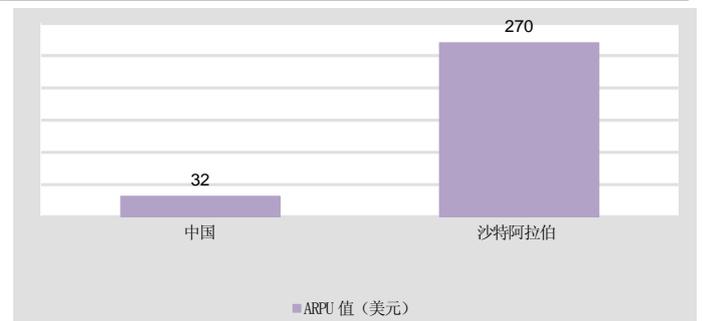
中东和非洲 (MEA) 是移动游戏市场的黑马, 沙特 ARPU 约为中国的 8 倍: 中东和非洲地区约有 16.62 亿人, 互联网化率为 35.2%, 游戏玩家约 3.36 亿人, 待转化率高。该地区的营收大户为土耳其, 沙特阿拉伯和阿联酋, 其中阿联酋是世界智能手机普及率最高的国家之一 (82.1%), 沙特阿拉伯 (76.7%) 位居第二, 其它国家明显较低。沙特阿拉伯是世界上每个付费用户平均收入 (ARPPU) 最高的国家, 约为 270 美元, 约为中国的 8 倍, 总体来说, 该地区市场空间较大, 未来 3 年的符合增长率为 21%。

图表 23: 中东及非洲移动游戏收入增速快



资料来源: 联讯证券, Newzoo

图表 24: 沙特 ARPU 约为中国的 8 倍



资料来源: 联讯证券, 网络资料

北美游戏 90%以上由美国市场贡献, 美国移动游戏增速低于全球平均增速: 2016 年, 北美地区游戏收入 259 亿美元, 同比增长 4%, 美国作为北美第 1, 全球第 2 大游戏市场, 游戏市场规模为 236 亿美元, 占北美市场的 91%。2016 年美国移动游戏收入 68 亿美元, 同比增长 15%, 低于全球移动有游戏平均增速。美国智能手机普及率为 72%, 移



动游戏玩家约有 1.6 亿为美国人口的 1/2,其中,移动游戏付费用户约有 6900 万,在 2016 年玩手游的时间比 2015 年增长了 5%,但由于美国地区移动游戏玩家规模已经趋于稳定,故未来移动游戏只会缓慢增长。

图表 25: 美国移动游戏增速趋缓, 低于全球增速



资料来源: 联讯证券, Newzoo

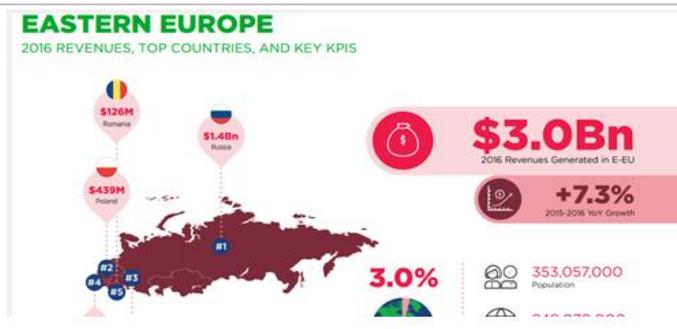
图表 26: 美国移动游戏玩家数量

用户	规模
智能手机普及率	72.0%
人口	3.2亿人
游戏玩家	1.79亿人
付费玩家	1亿人
移动游戏玩家	1.59亿人
移动游戏付费玩家	0.69亿人

资料来源: 联讯证券, 网络资料

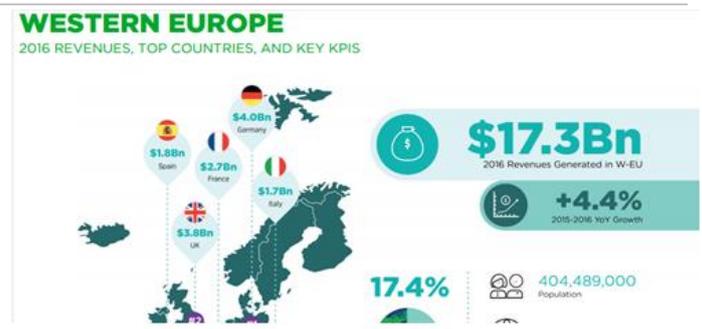
欧洲移动游戏市场基本饱和, 德国和俄罗斯有增长空间: 2016 年欧洲游戏市场收入 203 亿美元, 其中西欧收入 173 亿元, 同比增长 4.4%, 占全球收入比例为 17.4%; 东欧收入 30 亿元, 同比增长 7.3%, 占全球收入的 3%。欧洲地区总共玩家为 3.37 亿人, 以端游和主机游戏为主。俄罗斯作为东欧第 1, 全球第 12 大游戏市场, 2016 年游戏市场规模预为 14 亿美元, 其中 PC 端为最大市场约 6 亿美元, 其次是移动端 5 亿美元, 主机游戏市场则较之前有所萎缩, 仅有 3 亿美元, 预计未来移动游戏将保持快速增长; 德国作为西欧第 1, 全球第 4 大游戏市场, 2016 年游戏市场规模将达到 40 亿美元, 其中主机游戏仍是最大市场为 20 亿美元, 其次是 PC 游戏 11 亿美元, 移动游戏市场规模约 9 亿美元, 预计未来移动游戏仍将稳定增长。

图表 27: 2016 年东欧地区游戏收入同比增速为 7.3%



资料来源: 联讯证券, Newzoo

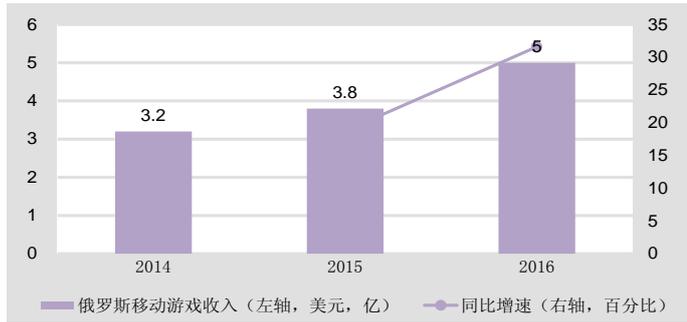
图表 28: 2016 年西欧地区游戏收入同比增速为 4.4%



资料来源: 联讯证券, Newzoo

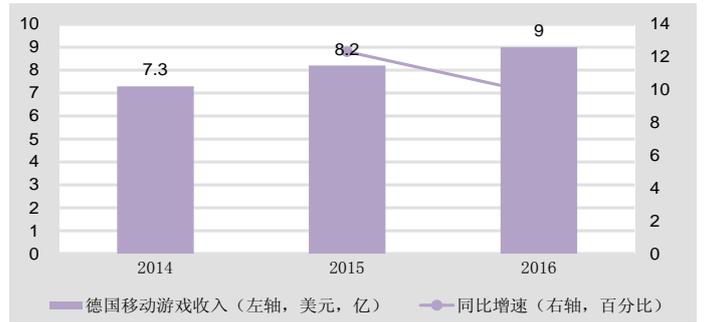


图表 29: 2016 年俄罗斯移动游戏收入为 5 亿美元, 同比增长 32%



资料来源: 联讯证券, Newzoo

图表 30: 2016 年德国移动游戏收入 9 亿美元, 同比增长 10%

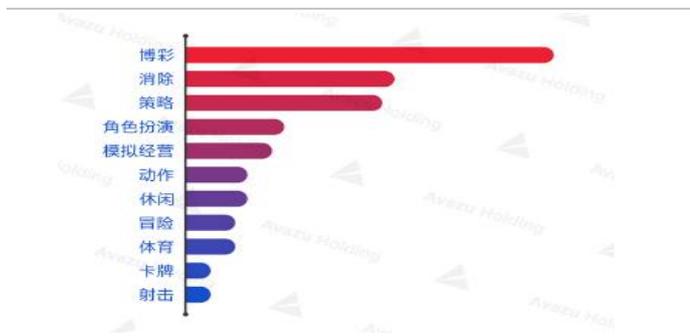


资料来源: 联讯证券, Newzoo

(三) 全球主要地区移动游戏竞争格局

美国明星产品高寿、霸榜, 发行垄断分发单一: 2016 年登陆美国市场、收入排名前十的移动游戏中,《皇室战争》和《精灵宝可梦 Go》的收入占总收入的比例达到了 83%, 这两款游戏连续三年霸占美国畅销榜单 Top10。在玩家类型方面, 策略+博彩+消除类游戏所占市场份额最高, 它们是排名前三的畅销手游品类, Top100 中有 30 款博彩类游戏, 被美国本地发行商垄断, 消除类和策略类游戏分别被英国 King 公司和芬兰 Supercell 公司所垄断。美国移动游戏发行商竞争格局稳定, 市场集中度高。美国 2014 年-2016 年畅销榜前十的移动游戏霸榜现象明显, 基本被 Supercell、King、MZ、Big Fish Games、Playtika LTD、DoubleDown Interactive 等发行商垄断。根据报告, 2014 年, Supercell、King、MZ 这三家发行商合计占据手游市场约 51% 份额。全球其他西方国家, App Store 畅销榜 Top10 也至少有过半都为美国发行的游戏。App annie 在 2015 年发布的全球顶尖 52 个发行商名单, 其中美国本土的发行商占据 17 个名额, 美国本土游戏发行实力可见一斑, 所以海外游戏若要在美国发行, 同当地发行商的合作显得尤为必要。

图表 31: 博彩+消除+策略为美国地区主要玩家类型



资料来源: 联讯证券, App Annie

图表 32: Game of War - Fire Age、Clash of Clans、Candy Crush Saga 三款游戏连续三年霸占美国畅销榜单 Top10

2014		2015		2016	
名称	类型	名称	类型	名称	类型
1 Clash of Clans	策略类	1 Clash of Clans	策略类	1 Game of War - Fire Age	策略类
2 Candy Crush Saga	消除类	2 Game of War - Fire Age	策略类	2 Clash of Clans	策略类
3 Game of War - Fire Age	策略类	3 Candy Crush Saga	消除类	3 Candy Crush Saga	消除类
4 Farm Heroes Saga	消除类	4 Candy Crush Soda Saga	消除类	4 Mobile Strike	动作类
5 Hay Day	模拟类	5 Boom Beach	策略类	5 Clash Royale	卡牌类
6 Big Fish Casino	博彩类	6 DoubleDown Casino	博彩类	6 Candy Crush Soda Saga	消除类
7 Pet Rescue Saga	消除类	7 Big Fish Casino	博彩类	7 DoubleDown Casino	博彩类
8 Slotomania	博彩类	8 Slotomania	博彩类	8 Slotomania	博彩类
9 DoubleDown Casino	博彩类	9 Hay Day	模拟类	9 Marvel Contest of Champions	动作类
10 Boom Beach	策略类	10 Farm Heroes Saga	消除类	10 Pokemon GO	养成类

资料来源: 联讯证券, Appine



图表 33: 2016 年美国本土发行商收入

Rank	Publisher	Revenue
1	MZ	\$917.5M
2	Supercell	\$809.2M
3	King	\$623.4M
4	Playtika	\$305.9M
5	Niantic	\$270.3M
6	Electronic Arts	\$257.0M
7	Zynga	\$191.9M
8	Big Fish	\$177.4M
9	Jam City	\$138.2M
10	DoubleDown	\$124.8M

资料来源: 联讯证券, Appine

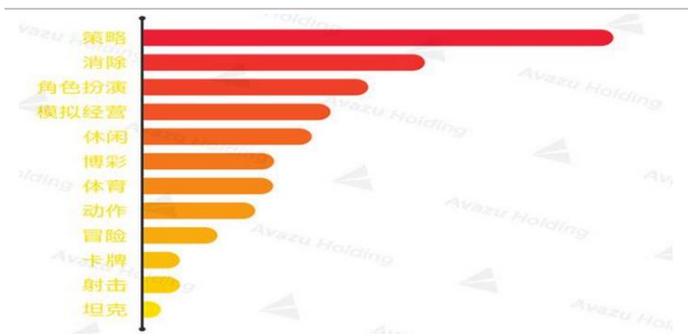
图表 34: 美国四大本土发行公司

公司	主营业务	专注类型	游戏代表
Electronic Arts	球著名的互动娱乐软件公司, 主要经营各种电子游戏开发、出版及销售业务。	动作类、角色扮演类、赛车类、格斗类游戏、单机游戏大型多人在线网络游戏 (MMO)	收购《植物大战僵尸》开发商美国休闲游戏开发公司PopCap, 旗下代表游戏有《模拟人生》系列、《疯狂橄榄球》。
Machine Zone	前身是Admired, 从事免费增值模式游戏开发。	策略	Game of War - Fire Age
Caesars Entertainment Corporation	一家娱乐集团公司, 拥有和经营超过50个赌场和酒店, 以及七个不同品牌的高尔夫球场, 是世界上第四大游戏公司	博彩类	Slotomania, Caesars Casino, Bingo Blitz, House of Fun, World Series of Poker, Vegas Downtown Slots等。
Zynga	一家社交视频游戏运营公司, 社交游戏可在手机平台独立运行, 或通过其网站 Zynga.com运行或在社交网站上运行。	博彩、消除、策略	FarmVille 2, Texas HoldEm Poker (现在名为Zynga Poker) 和ChefVille。

资料来源: 联讯证券, 网络资料

德国畅销 TOP 游戏题材主要为策略+消除+角色扮演+模拟经营: 德国游戏行业拥有 320 家公司和 1 万多名员工, 有 24 家游戏创业公司。策略游戏 Clash of Clans 和休闲游戏 Hay Day 两款游戏在 14-16 年间一直保持畅销 Top3 的成绩, 主要被 Supercell 公司和德国本土游戏所垄断; King 公司 (美国收购) 旗下的消除游戏在过去 3 年间独占消除游戏市场, 过去 3 年间也都在畅销榜单 Top10 内, 芬兰 Supercell 旗下的几款策略类游戏在德国备受玩家追捧。德国游戏主要来自美国 (霸主地位), 芬兰和中国 (9%)。美国仍然是德国游戏畅销榜霸主, 当然这里面被美国公司收购的英国 King 公司也功不可没。中国游戏在德国市场可谓大有前途, 德国是中国手游出海热度畅销榜第 4 的国家, 日畅销 TOP100 榜单中, 中国游戏占到 15%左右, 且基本都为策略类和角色扮演游戏, 中国游戏公司智明星通, IGG, 龙图游戏等都在德国市场取得了不错的成绩。

图表 35: 策略+消除+角色扮演为德国主要玩家类型



资料来源: 联讯证券, App Annie

图表 36: 策略游戏 Clash of Clans 和休闲游戏 Hay Day 两款游戏在 14-16 年间一直保持畅销 Top3 的成绩

2014		2015		2016	
名称	类型	名称	类型	名称	类型
Clash of Clans	策略类	Clash of Clans	策略类	Clash of Clans	策略类
Hay Day	休闲类	Hay Day	休闲类	Clash Royale	卡牌类
Candy Crush Saga	消除类	Candy Crush Soda Saga	消除类	Hay Day	休闲类
Empire Four Kingdoms	策略类	Empire Four Kingdoms	策略类	Summoners War	角色扮演类
Game of War - Fire Age	策略类	Game of War - Fire Age	策略类	Game of War - Fire Age	策略类
The Simpsons: Tapped Out	休闲类	The Simpsons: Tapped Out	休闲类	Candy Crush Saga	消除类
Farm Heroes Saga	消除类	Summoners War	角色扮演类	Mobile Strike	动作类
Top Eleven	体育类	Castle Clash	策略类	Clash of Kings	策略类
Castle Clash	策略类	Farm Heroes Saga	消除类	Pokémon GO	养成类
Boom Beach	策略类	Clash of Kings	策略类	Candy Crush Soda Saga	消除类

资料来源: 联讯证券, Appine

图表 37: 德国手游发行商主要来自中国、美国、荷兰



资料来源: 联讯证券, Appine

图表 38: 德国本土移动游戏发行公司

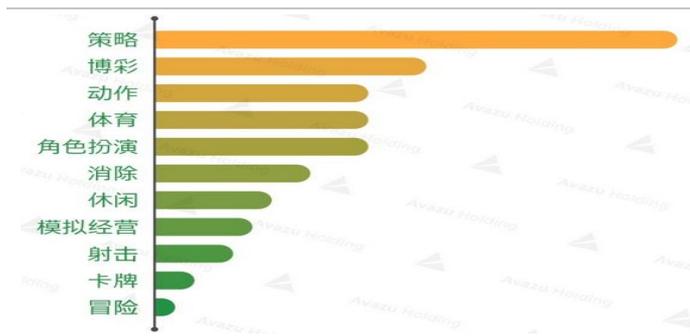
公司	业务介绍	专注类型	游戏代表
Goodgame Studios	网络游戏公司, 成立于2009年, 总部位于德国汉堡, 近年来也着力于移动游戏的开发和发行。	角色扮演、策略	Goodgame Empire, Goodgame Galaxy, Dark Ages
InnoGames	浏览器和移动在线游戏开发商和发行商。截至2012年底, 注册游戏玩家数量已经达到1亿, 创造收益达5000万欧元。	策略	Tribal Wars, Grepolis和Forge of Empires
Bigpoint	立足德国深入欧洲, 兼备游戏研发及运营, 发行体系覆盖200多个国家及地区, 总计60多款游戏被翻译25种语言版本, 在欧洲很多国家拥有高市场渗透率。	休闲、竞技	Battlestar Galactica, Game of Thrones
dtpentertainment AG	德国一家视频和电脑游戏发行商, 是德国领先的游戏发行商之一, 以大量的游戏产出而有名, 特别是冒险类游戏。同时该公司也是一家视频游戏分销商。	策略	The Mystery of the Druids, So Blonde, Venetica, 和Awesomenauts

资料来源: 联讯证券, 网络资料



印度玩家倾向海外游戏，本土发行商占比仅为 22%。2016 进入印度畅销榜 TOP10 中最多的是博彩题材和融合策略元素的战争题材游戏，游戏则主要来自美国和本土，本土游戏几乎都为博彩游戏。2016 年美国游戏占印度市场的 36%，荷兰为 21%，中国为 7%，印度本土发行商仅占 22%。印度人喜欢海外游戏，除了自家的博彩类游戏外，大多数顶级下载量均来自海外，在印度 75% 的游戏开发商瞄准海外市场，96% 的开发商开发手机游戏，鉴于印度游戏玩家不爱付费的习惯，有 61% 的厂商专注于免费游戏的开发，印度本土游戏类型单一，近年来手机游戏市场高速发展，是海外游戏最大的潜力市场。印度手游玩家喜好策略类游戏策略类和博彩类游戏，游戏玩家对于动作类，体育类，角色扮演类游戏也雨露均沾。印度玩家也非常喜欢休闲类的游戏，只不过他们喜欢免费的休闲类游戏，策略游戏和社交卡牌类游戏在盈利方面在印度市场取得巨大成功，而休闲游戏《糖果粉碎传奇》则稳居印度市场下载量榜首。印度 2016 年度收入 Top10 榜单中，有 4 款博彩游戏，除过 Zynga Poker 外，其余 3 款都为印度本土游戏，相较于其他大多数国家，除过与本土文化息息相关的博彩类游戏，印度玩家喜好的游戏类型目前还比较分散，游戏玩家的行为习惯并没有完全成型或成熟，这种正处于成型期的市场潜力巨大，亟待开发。

图表 39：策略+博彩+动作为印度主要玩家类型



资料来源：联讯证券，App Annie

图表 41：美国、印度、芬兰 2016 年合计占印度市场的 79%



资料来源：联讯证券，App Annie

图表 40：智明星通发行的列王纷争为 2016 年 iOS&GooglePlay 月畅销榜 TOP10 游戏

排名	名称	类型
1	Clash of Clans	策略类
2	Clash of Kings	策略类
3	Candy Crush Saga	消除类
4	Teen Patti	博彩类
5	Ultimate Teen Patti	博彩类
6	Zynga Poker	博彩类
7	Clash Royale	卡牌类
8	Teen Patti Gold	博彩类
9	Mobile Strike	射击类
10	Marvel Contest of Champions	动作类

资料来源：联讯证券，Appine

图表 42：印度本土移动游戏发行公司

公司	主营业务	专注类型	游戏代表
Octro	印度最大，发展最快的移动游戏公司，该公司是首先开发了第一个移动 IP 语音基础设施 OctroTalk，之后便开始创建移动游戏平台。	博彩	Teen Patti, Indian Rummy 和 Tambol
99Games	印度领先的游戏开发商和发行商，为全球及印度消费者带来国际标准游戏。2009 年起，99Games 共发行超过 18 款游戏，全球下载量达到 4400 万。	博彩	Star Chef, Dhoom:3 The Game
Red Monster Games	印度首屈一指的移动社交游戏公司。	博彩类	Real Teen Patti

资料来源：联讯证券，网络资料

（四）移动游戏产业链—海外分发渠道议价能力较强，研运一体化为国内游戏出海厂商发展趋势

移动游戏产业链主要包括 IP 版权方、上游的游戏研发商、中游的游戏发行商、下游的渠道推广商等。在移动游戏产业链中，渠道商占据明显优势。从收入分配比例上，海外游



戏渠道商抽取 30%流水分成。剩余 70%由研发商与发行商按照协议分配。由于海外的分发渠道较为集中，基本被苹果 App Store 与 Google Play 两家应用商店垄断，且分成比例为 30%，因此独立发行商较弱势。移动游戏厂商专注于游戏研发与推广运营，研运一体化是我国移动游戏出海公司未来的发展路径。

图表 43：移动游戏出海产业链图

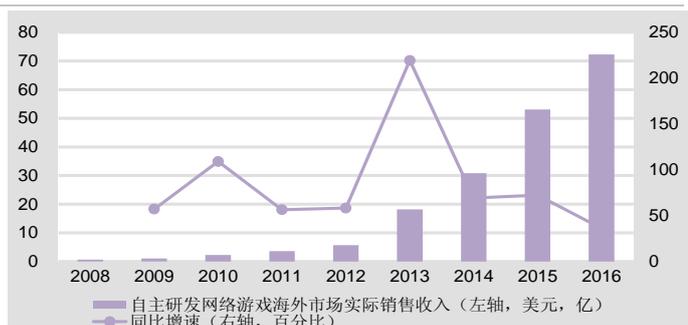


资料来源：联讯证券

（四）拥有精品研发能力及丰富的海外发行经验者将在游戏出海大潮中受益

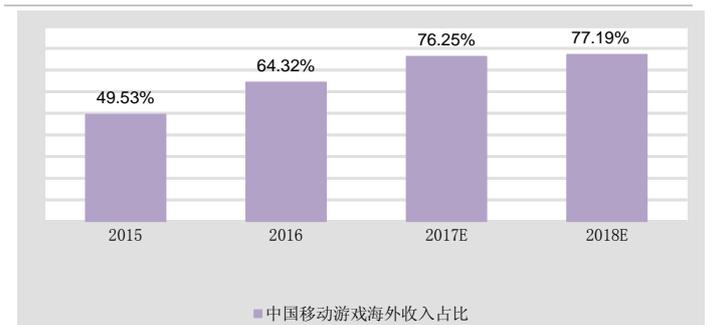
中国移动游戏出海收入占比最高，为 64%：2008-2016 年中国海外游戏收入复合增长率为 79%，移动游戏增速长较快，2016 年移动游戏海外收入为 46.5 亿美元，占海外游戏收入的 64.32%，伽马数据预测未来两年移动游戏海外收入占比将提升为 77%。2016 年中国游戏占海外地区的市场份额较多，部分国家甚至超过 20%占比，国内游戏出海的趋势明显加速。智明星通凭借《列王纷争》爆款游戏拉升收入，为国内出海收入第一名。

图表 44：中国游戏海外收入 2008-2016 年复合增长率为 79%



资料来源：联讯证券，伽马数据

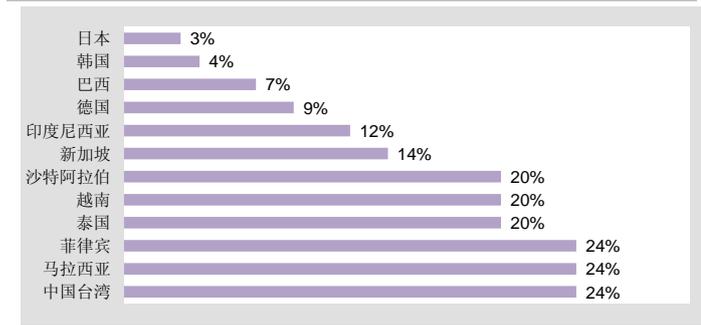
图表 45：中国移动游戏海外收入占出海游戏收入的半壁江山



资料来源：联讯证券，伽马数据



图表 46：2016 年中国游戏占海外市场份额



资料来源：联讯证券，伽马数据

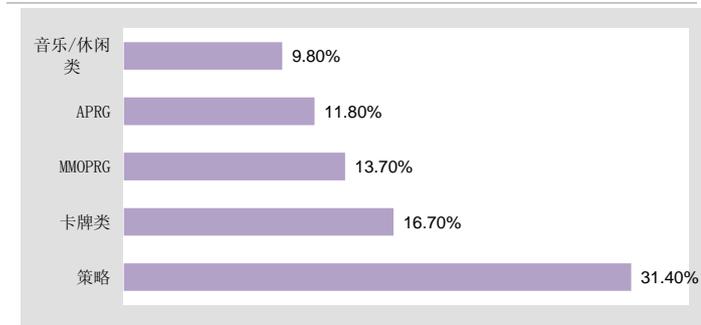
图表 47：2016 年中国出海收入前十名

排名	发行商
1	智明星通
2	IGG
3	乐元素
4	龙创悦动
5	昆仑游戏
6	易幻网络
7	龙腾中东
8	Tap4Fun
9	FunPlus
10	掌趣

资料来源：联讯证券，Appine

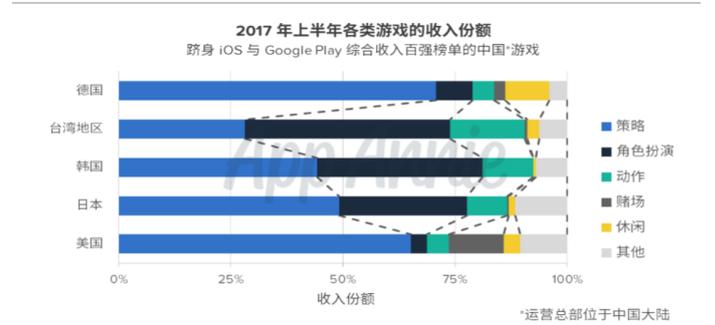
策略卡牌游戏获取成本最高，亦是出口手游的营收高地：出口移动游戏多集中在策略、卡牌类型以及中欧背景战争、魔幻等题材上，智明星通的《列王的纷争》、IGG《王国纪元》、龙创悦动的《丧尸之战》等全球爆款均属此类。经过多年的出海市场探索，已经验证了这类游戏更容易突破欧美等巨头市场，同时也更容易全球无死角的扩张产品布局。而这类产品也拥有更长的生命周期和营收能力，如上线三年的《列王的纷争》依然中最赚钱的出口手游。得力于中国厂商的不断入侵，与西方魔幻元素结合的 MMORPG、ARPG 已逐渐受到欧美市场的欢迎，如游族网络的欧美魔幻 3DARPG《狂暴之翼》已经成为了该区域最吸金的 ARPG 手游。这也意味着中国厂商已经从迎合用户走向主动培养用户的重要转变。

图表 48：中国游戏出海以策略+卡牌为主



资料来源：联讯证券，伽马数据

图表 49：1H17 策略类游戏为出海表现最好

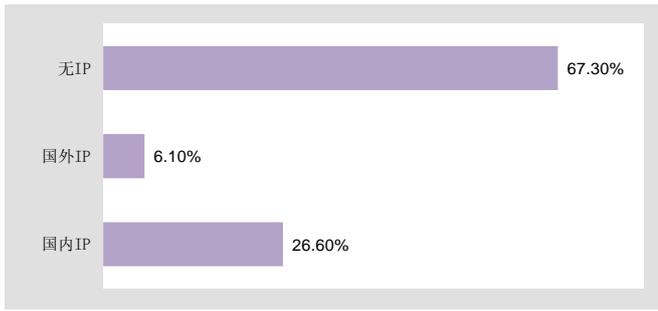


资料来源：联讯证券，伽马数据

强 IP 具有引爆性威力，但国内出口游戏无 IP 者达 67%：任天堂推出的《PokemonGo!》、《超级马里奥》以及 Supercell 推出的《皇室战争》引爆 2016 的游戏市场。反观国内，2016 年出海手游中无 IP 为 67%，国内市场的手游产品 80%为基于 IP 开发的，且 IP 系列为三国、西游等历史类或者仙侠类题材，地域市场比较明显，全球性的 IP 比较少。在研发水平达到一定程度的情况下，我们认为：未来对于全球性 IP 的二次研发并反馈海外市场必将成为趋势。



图表 50: 中国出海游戏无 IP 者为 67%



资料来源: 联讯证券, Newzoo

图表 51: 大 IP 《皇室战争》引爆市场



资料来源: 联讯证券, 网络资料

基于此, 我们认为, 国内游戏厂商若想在出海中充分受益需要具有:

- (1) 成熟的海外市场发行经验;
- (2) 全球性 IP 培育的能力;
- (3) 策略、卡牌类游戏精品研发能力。

四、手游出海领导者, 精品研发基因, 布局游戏全产业链

(一) 自主研发+代理, 海外发行经验丰富

公司采取自主研发+代理精品的模式, 进行海外业务的拓展: 主营业务遍布全球主要的国家地区, 子公司智明星通自主研发并运营了《开心农场》、《帝国战争》、《列王的纷争》、《女王的纷争》等一系列全球发行的移动游戏, 并代理运营了《魔法英雄》、《弹弹堂》等精品移动游戏。智明星通凭借集中力量研发、代理精品游戏并进行全球发行的策略, 成为了 App Annie 评选的全球 2015 年度运营商中的第 16 名, 也被 Google Play 评为顶级开发者, 智明星通成为 2016 年中国出海收入第一名的公司, 为手游出海领导者, 海外发行经验丰富。

图表 52: 公司自主研发 7 款游戏+代理 3 款精品游戏

游戏名称	运营范围	游戏类型	研发模式	游戏类型&取得成绩
列王的纷争 (COK)	全球	移动游戏/网页游戏	自主研发	大型多人在线即时策略类游戏, 自2015年9月至2016年底, 游戏月流水连续十余月突破3亿元; 被 Facebook 评为 2015 年年度最佳游戏, 2017年上半年月平均流水2.68亿元
帝国战争	全球	移动游戏	自主研发	策略类游戏, 自上线以来, 在数十个国家的 App Store、Google Play 进入过畅销榜前十名, 并且月充值金额长期稳定在 2,000 万元人民币左右, 月流水维持在千万级
战地红警	全球	移动游戏/网页游戏	自主研发	战争题材策略类游戏
世界争霸	国内	网页游戏	自主研发	战争题材策略类游戏
开心农场	全球	网页游戏/移动游戏	自主研发	模拟经营类游戏
女王的纷争	全球	移动游戏	自主研发	策略类游戏, 月充值流水已稳定在 1,300 万元以上。
王权争霸	全球	移动游戏	自主研发	战争类角色扮演游戏
魔法英雄	全球	移动游戏	第三方研发	一款结合塔防、RPG 与策略元素的策略类游戏; 截至2016年7月, 注册玩家超过 3,600 万, 月活跃用户超过 140 万, 月充值金额超过 4,000 万元。
弹弹堂	国外	网页游戏	第三方研发	射击类游戏
悍将三国	国外	移动游戏	第三方研发	角色扮演与策略经营

资料来源: 联讯证券, 公司公告

全球同服模式的《列王的纷争》业绩亮眼, 17 年上半年持续贡献: 《列王的纷争》2015 年 3 月进入美国 Google Play 收入榜 Top 10, iOS 收入榜最高曾达到第 19 名; 在 56



国家 Google Play 收入榜单, 153 个国家的 iOS 应用总榜名列前茅, 被业内人士评为“全球第一策略游戏”。数据显示, 2016 年该游戏平均月流水约为 3.5 亿元为智明星通收入最高的贡献者约为 76%。《列王的纷争》在香港、印度和越南的 APP Store 排行榜分列第三位、第四位、第四位, 深受游戏爱好者喜爱。在日本、英国、美国和巴西, 畅销榜排名则位于 25 位上下。17 年上半年, 月度流水维持在 2.68 亿元, 收入约占智明星通的 76%, 为主要业绩贡献者。《列王的纷争》游戏成功的关键在于: (1) 游戏生态交给玩家, 游戏无主线任务, 有推荐的支线任务, 做支线任务与否, 不影响玩家战力的提升; (2) 友善的社区生态, 鼓励互帮互助, 放大成就感; (3) 野性的大世界生态: 丛林法则, 直击人性, 可以互相攻击获得相应的奖励; (4) 数字具象化的体验, 付费后的优势将直接将带给玩家。

图表 53: 2016 年《列王的纷争》在各地区 APP Store 上表现

地区	排名
香港	3
日本	26
印度	4
越南	4
英国	27
美国	24
巴西	25

资料来源: 联讯证券, 艾瑞咨询

图表 54: 《列王的纷争》为 2016.10.17-2016.10.23 手游用户忠诚度 TOP1

排名	游戏名称	发行商	分类
1	列王的纷争	智明星通	策略游戏
2	丧尸之战	龙创悦动	策略游戏
3	猪来了	万家游戏	休闲游戏
4	梦幻水族馆	Taogames Limited	休闲游戏
5	国王纪元	IGG	策略游戏
6	宾果消消乐	柠檬微趣	解密游戏
7	全民枪战	英雄互娱	动作游戏
8	纸牌	mobile appsinc	卡牌游戏
9	泡泡射击	糖果泡泡工作室	休闲游戏
10	纸牌!	Taogames Limited	卡牌游戏

资料来源: 联讯证券, 猎豹移动

(二) IP 储备丰富, 《乱世王者》上线增厚公司利润

《乱世王者》8 月 16 日火爆上线, 增厚公司利润: 《乱世王者》由智明星通进行产品模型授权, 由腾讯游戏旗下推出《天天酷跑》、《王者荣耀》等多款现象级产品的天美工作室群自主研发, 作为腾讯首款 SLG 游戏, 8 月 9 日时预约人数已达 1019 万人, 在上线一周后就冲到了畅销榜第三的位置, 有极强的前期爆发力, 再加上 SLG 用户向来忠诚高、付费能力强, 《乱世王者》在腾讯的支撑下已经在逐渐建立起庞大的用户群, 它的后期发展将更加恐怖。SLG 类型的游戏优势也在于生命周期较长, 且流水峰值一般在产品上线几个月甚至一年后才开始出现。智明星通参与流水分成 5%, 预计未来两年此款游戏将会给公司利润带来提升。

图表 55: 8 月 9 日, 《乱世王者》预约人数达 1019 万人



资料来源: 联讯证券, 网络资料

图表 56: 上线一周《乱世王者》冲刺 IOS 榜第三名



资料来源: 联讯证券, App Store



牵手动视暴雪，获得《使命召唤》研发权：动视暴雪将《使命召唤（Call of Duty）》的版权交给智明星通，动视暴雪为是全球最大游戏开发和发行商，世界第一个第三方游戏发行商。《使命召唤系列》是其拥有的数十年家喻户晓的知名品牌，双方将基于此款 IP 联合开发运营一款手机游戏，智明星通不用支付版权金，游戏研发及推广费用由双方共同承担，游戏流水共同分成，合作时间是从新游全球上线后 3 年的时间（可自动延续 1 年）。此次合作，有利于双方优势互补，也确保未来两年公司拥有全球性 IP 二次开发的权利，并获得收益。

图表 57：《使命召唤系列》为全球知名的 IP



资料来源：联讯证券，网络资料

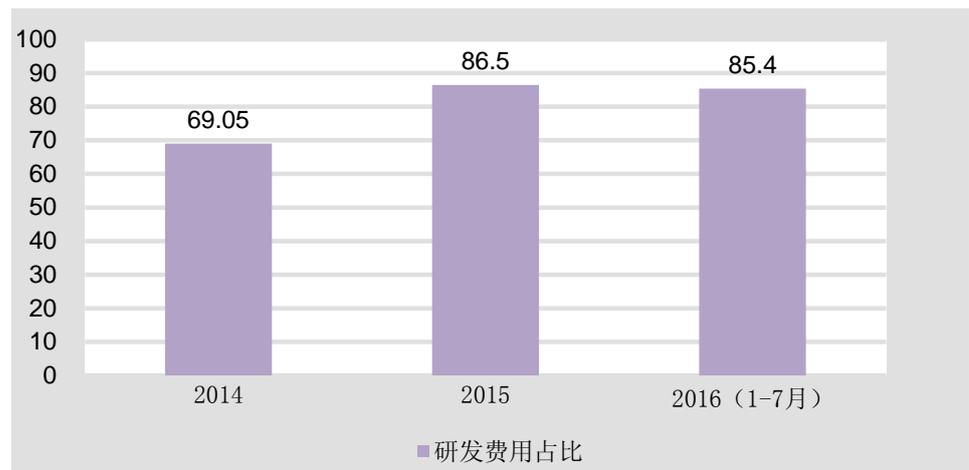
“大 IP”战略有序推进，《全面战争：国王归来》正在不断优化：世嘉欧洲旗下《TOTAL WAR》（《全面战争：国王归来》）属于游戏行业内知名的 IP，此次合作，促进公司游戏产品辨识度的提高、游戏内容丰富性的加强，以及公司游戏产品生命周期的延长；和公司自有产品《列王的纷争》相互配合，稳固和占领战争类 SLG 游戏细分市场，成为公司新的利润增长点，并为公司开拓海外市场，强化欧洲市场的优势，提供更好地平台。

（三）研发团队稳定且实力强劲

研发人员多，研发费用占比高：智明星通研发人员从初始的 200 人增加到 560 人，研发人员众多，占员工总数的 88%，为研发至上的公司。在研发费用的投入上，也是逐年递增，现每年在研发费用的投入上破 3 亿元，研发费用占收入的比重也达到了 85%。



图表 58：研发费用占收入的比重达 85%



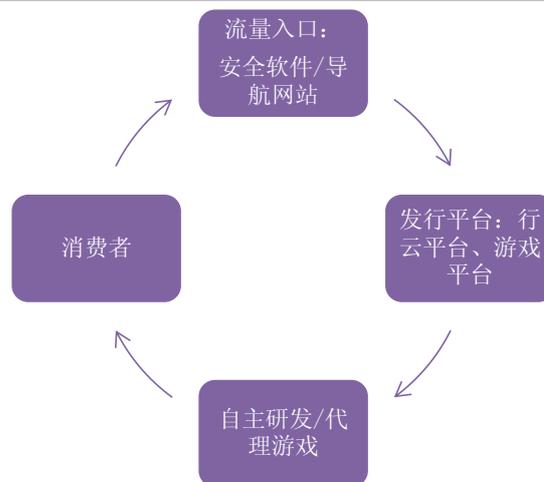
资料来源：联讯证券，网络资料

绑定明星团队，共设创投基金：公司出资 0.6 亿元（占 40%）与霍尔果斯挑战者创业投资有限公司（该企业为公司 5%以上股东唐彬森实际控制的企业）、共青城星辰投资管理有限公司等主体共同设立合伙企业，以合伙企业作为母基金，与地方产业引导基金展开合作，为上市公司的战略及产业投资孵化项目，并争取地方产业引导基金的政策及项目支持。通过一起设立基金，公司绑定了以唐彬为代表的智明星通明星团队，能更好的开展后期业务。

（三）研运一体打造闭环生态系统，放大游戏产业价值

闭环生态系统，提升公司游戏产业价值：智明星通为研运一体的公司，旗下拥有流量入口的安全软件及导航软件，借助发行平台及游戏平台实现流量变现，通过自主研发及代理游戏的形式推出面向全球消费者的游戏，扩大公司收入规模，提升公司盈利水平。

图表 59：互联网产品闭环生态系统，放大游戏产业价值



资料来源：联讯证券，公司公告



五、投资建议

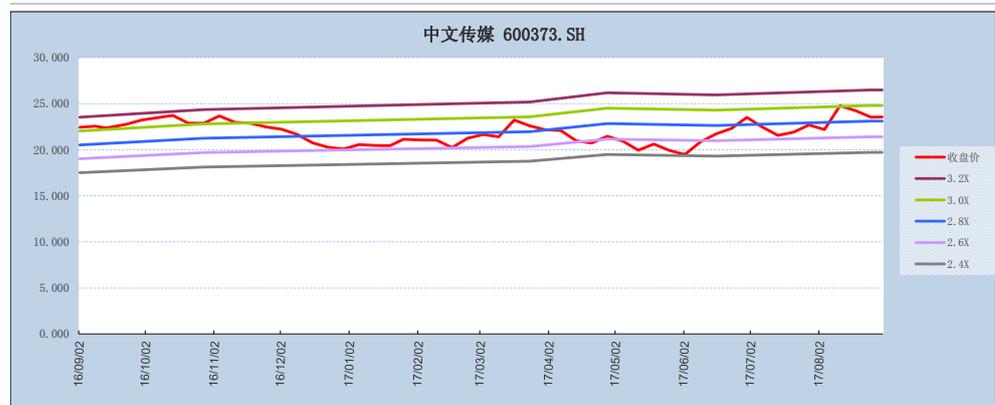
我们首次覆盖给予中文传媒「买入」的投资评级：基于，（1）于江西省出版传媒领域的领导地位，为公司提供持续稳定的现金流；（2）智明星通主力游戏《COK》业绩持续释放，《乱世王者》预计可带来较高流水，新三板挂牌推进中；（3）我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 15.0 亿、18.2 亿和 20.8 亿，同比增速分别为 16%、21%和 14%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 1.09 元，1.32 元和 1.51 元，目前股价分别对应 2017 年 PE21.7x 和 2018 年 PE17.9x。我们以 2017 年 PE25.0x 为基准，目标价设定为 27.25 元，首次覆盖给予「买入」的投资建议。

图表 60：公司 PE 区间



资料来源：联讯证券，Wind

图表 61：公司 PB 区间



资料来源：联讯证券，Wind

六、风险因素

游戏流水不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,075	4,952	9,015	9,441	经营性现金净流量	2,323	114	4,169	526
应收和预付款项	3,517	5,071	3,858	5,559	投资性现金净流量	(1,121)	47	47	42
存货	1,022	907	1,085	1,008	筹资性现金净流量	(354)	(285)	(154)	(142)
其他流动资产	339	339	339	339	现金流量净额	880	(124)	4,063	426
长期股权投资	574	574	574	574					
投资性房地产	588	511	434	357					
固定资产和在建工程	1,466	1,086	706	326					
无形资产和开发支出	3,397	3,277	3,158	3,038	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
其他非流动资产	1,409	1,383	1,357	1,357	收益率				
资产总计	17,387	18,099	20,525	22,000	毛利率	39%	40%	41%	42%
短期借款	131	0	0	0	三费/销售收入	27%	26%	26%	23%
应付和预收款项	4,949	4,459	5,279	4,930	EBIT/销售收入	10%	12%	14%	16%
长期借款	728	728	728	728	EBITDA/销售收入	12%	16%	17%	19%
其他负债	363	363	363	363	销售净利率				
负债合计	6,170	5,550	6,370	6,021	资产获利率				
股本	1,378	1,378	1,378	1,378	ROE	12%	12%	13%	13%
资本公积	5,440	5,440	5,440	5,440	ROA	8%	9%	9%	11%
留存收益	4,187	5,466	7,016	8,791	ROIC	18%	24%	23%	38%
归属母公司股东权益	11,005	12,284	13,834	15,608	增长率				
少数股东权益	204	317	433	543	销售收入增长率	10%	3%	5%	6%
股东权益合计	11,209	12,601	14,267	16,151	EBIT 增长率	13%	22%	18%	25%
负债和股东权益合计	17,379	18,151	20,637	22,172	EBITDA 增长率	12%	32%	14%	19%
					净利润增长率	10%	26%	20%	13%
					总资产增长率	6%	4%	13%	7%
					股东权益增长率	13%	12%	13%	13%
					资本结构				
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	35%	31%	31%	27%
营业收入	12,776	13,159	13,817	14,646	带息债务/总负债	14%	13%	11%	12%
减:营业成本	7,740	7,895	8,152	8,568	流动比率	196%	253%	271%	332%
营业税金及附加	41	42	45	47	速动比率	170%	225%	244%	305%
营业费用	1,911	1,974	2,003	2,124	资产管理效率				
管理费用	1,653	1,579	1,658	1,465	总资产周转率	0.73	0.73	0.67	0.67
财务费用	-68	-67	-115	-166	固定资产周转率	11.72	12.12	19.57	44.89
资产减值损失	242	150	150	150	应收账款周转率	8.97	7.18	8.71	7.19
加:投资收益	63	60	60	60	存货周转率	7.57	8.71	7.51	8.50
公允价值变动损益	-5	-5	-5	-5	业绩	2016A	2017E	2018E	2019E
其他经营损益	0	0	0	0	EBIT	1,336	1,628	1,919	2,403
营业利润	1,314	1,641	1,979	2,513	EBITDA	1,573	2,081	2,371	2,829
加:其他非经营损益	55	55	55	55	NOPLAT	1,219	1,502	1,778	2,009
利润总额	1,370	1,696	2,034	2,568	净利润	1,295	1,501	1,819	2,082
减:所得税	89	82	99	377	EPS	0.94	1.09	1.32	1.51
净利润	1,281	1,614	1,935	2,191	BPS	7.99	8.91	10.04	11.33
减:少数股东损益	-14	113	116	110					
归属母公司股东净利润	1,295	1,501	1,819	2,082					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com