



东兴证券
DONGXING SECURITIES

收购动网先锋，资本与产品双轮驱动

——掌趣科技（300315）

2013年2月7日

强烈推荐/上调

掌趣科技

事件点评

陈虎

传媒行业分析师

执业证书编号：S1480512070004

chenhu@dxzq.net.cn 010-66554038

事件：

掌趣科技 2 月 5 日公告收购海南动网先锋，收购作价 8.1 亿元，以股权+现金形式支付。动网先锋承诺 2013-2015 年业绩分别为 7485 万，9343 万和 11237 万元，对应 13 年 PE 分别为 10.9 倍。

观点：

1. 动网先锋拥有多款热门页游，是国内一线页游制作公司。

动网先锋前身是国内最大论坛系统企业，一度占据全国 70%以上论坛系统市场份额。公司 2008 年转型网页游戏，推出《商业大亨》大获成功。随后借助腾讯平台，成功推出多款卖座网游，成为国内一线网页游戏研发厂商。我们认为动网先锋是质地优良的一线网游研发企业，主要基于以下三点：

1. 创始人团队经历过互联网行业的潮起潮落，转型成功后又一度经历核心高管离职（CEO 吴萌跳槽巨人），在如此背景下依然能够走出困境，并保持持续的高成长。与投资者需要经历牛熊周期类似，经历过危机的企业家在多变的互联网行业会更有危机意识以及应变能力。
2. 有丰富的成功经验。在游戏行业，我们认为成功经验比失败的教训更有价值。公司在 ARPG 以及模拟经营两个重要细分领域均有成功作品推出。
3. 动网先锋地处页游黄金生态圈，行业合作顺畅。广州拥有非常多的优秀页游公司。创始人宋海波“站长”的早期经历，对动网在业内人脉聚集以及推广运营方面都很有帮助。同时据媒体报道，宋海波与广州菲音 CEO 黄凯、捷游创始人庄捷广等页游大佬经常聚会交流。

2. 动网先锋产品与盈利分析：游戏分成比例较高，独代《战龙三国》初获成功。

1. 公司凭借强势的内容在腾讯平台有着高达 32%的平均分成比例。根据公告披露数据，2012 年动网先锋累计充值 4.7 亿元，公司营业收入 1.52 亿元，公司在腾讯平台的平均分成比为 32%，处于一个相对较高的水平。网页游戏联运的分成比例通常是开发商与运营商 3:7 分成（开发商拿 30%）。腾讯凭借极其优质的流量资源，CP 所能拿到的分成比例在 10%-30%之间（而且腾讯通常采取游戏单月营收越多，分成比例越低的反阶梯式分成模式）。公司高达 32%的接近上限的分成比例，体现了公司的产品议价能力。
2. 《战龙三国》将成为 2013 年明星产品。公司独家代理的《战龙三国》是由金牌制作人陈默领衔制作。陈默是业内最成功的 ARPG 页游制作人之一，是大作《傲剑》制作人，并且他所制作的作品成功率极高。动网先锋能独家代理《战龙三国》表现出双方在合作上的默契。而在独代合作中，代理方除去支付一次性版权购买费用后，通常将按照 2:8 分成的模式与 CP 进行分成，因此我们预计战龙三龙将对动网 2013 年利润做出很大贡献。从我们随机截取在 QQ 游戏端截取的游戏人数（并不十分准确，但是可以定性比较）可以看出，战龙三国的游戏人数已经超过寻侠。

3. 页游行业：竞争进入红海期，但行业未来仍将呈现惯性增长。

市场对网页游戏最大的担忧在于两点：1. 页游竞争门槛过低，已经进入红海竞争。2. 网页游戏是一个中间态产品，未来很可能被替代。我们认为这两点担心都存在现实合理性，因此我们判断网页游戏将告别自然高增长，进入惯性增长期。自然高增长主要来源于人口红利，而惯性高增长则需要靠产业链的大力推广以及产品质量提升带来的用户消费潜力深度挖掘。

从网页用户群角度来讲，尽管不再有人口红利，但未来的用户基础比较稳定。当前游戏玩家的时间结构相对稳定，网络视频，微博、电商等已经成为成熟的 PC 互联网应用，不会继续吞噬用户时间。目前最大的影响在于移动设备对于玩家时间的占用。

网页游戏行业已经达到 100 亿以上的规模，聚集了相当多的优秀人才。产业链的大力推广以及产品的不断升级能带动行业在未来 3 年保持一个理想的增长速度。

4. 一线页游开发商将受益于上游内容提供商集中以及下游运营平台分成提升。

在行业处在惯性成长的前提下，即使行业增速不如从前，但是一线页游商凭借产品、渠道以及资金的优势，未来将获得超出行业的增速。主要原因有：

1. 在内容方面，上游内容将出现集中。**大部分没有门槛的行业，发展到最后都将以资本为门槛。**从目前的环境来看，资本门槛的提高使得小制作公司已经非常难以冒尖，不断上涨的开发成本使得风险承受能力较弱的独立团队不得不选择低风险的创业模式。他们所接触的第一站或许不会是运营平台，而是各大游戏开发商的投资团队。在这样的模式下，一线页游厂商将通过投资有潜力的小团队受益。
2. **行业联运的分成比例会朝着有利于内容商的方向发展。**1. 巨头竞争更加激烈，在大部分运营平台采取 3:7 分成的背景下，360 高调宣布与游戏运营方 5:5 分成。2. 平台集中度将要提高后，大平台的分成比例事实上有下调空间。许多二线运营平台与游戏厂商采取 37 分成的原因并不是平台商要谋取暴利，而是缺乏流量资源的二线平台商背负着太多的推广成本。而相比之下，腾讯、百度、360 等平台的海量流量成本要低得多。因此当未来运营平台演化为巨头竞争的背景下，优质内容的议价能力反而会上升。

5. 公司仍有能力进行并购，手游仍是重点发展方向。

掌趣科技本身已经在智能终端游戏中进行布局，而动网先锋在手机游戏领域也有成功尝试，并且网页游戏与手机联网游戏有着诸多共性。未来手机游戏是公司另外一个亮点。此外，在进行本次并购后，公司仍然拥有超过 3 亿的现金，可以在平台或者手机游戏领域进行再次并购。

6. 对赌创新，动网管理层承担大风险透露出对行业与公司未来信心。

公司在交易结构上采取了同股不同价的交易方式。交易的杠杆即降低了交易成本，更为管理层业绩加上杠杆。其中，王贵青等总计 58.05% 股份对价 31542 万元，现金支付，不承担对赌协议。而宋海波等总计 41.95% 股权对价 49467 万元，现金支付 24733.5 万元，股权支付 24733.5 万元。同时宋海波等人将承担总计 81009 万元的对赌补偿风险（超过 2 倍杠杆）。这一方面体现了公司收购上的技巧，更体现了动网管理团队对未来业绩的信心。

结论：

我们认为在当前网页游戏，手机游戏生命周期短，产品成功率低的背景下，资本整合将成为一个非常重要的发展模式。掌趣科技在收购动网先锋后仍然拥有超过 3 亿元的现金，现实上仍然允许进行有影响力的并购。同时公司在引入优秀页游公司的背景下，正进一步完善自身平台，发展手机游戏。我们预计公司理想情况能够在三季度并表，上调公司 2013 年与 2014 年盈利预测，预测公司 2013 年-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.82 元，1.33 元，对应 PE 为 34 倍和 21 倍，上调至“强烈推荐”评级。

表 1：掌趣科技盈利预测简表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	117.3	183.6	226.8	420.5	732.8
主营收入增长率	99.2%	56.5%	23.5%	85.4%	74.3%
净利润（百万元）	41.3	55.7	81.4	152.7	249.6
净利润增长率	201.2%	34.7%	46.2%	87.5%	63.5%
EPS（元）	0.35	0.45	0.50	0.82	1.33
P/E	79.1	61.5	55.6	33.9	20.8

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陈虎

复旦大学硕士，2010 年加入东兴证券研究所，从事传媒行业研究。重点关注智能电视产业链、互联网行业、影视剧行业以及广告营销行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。