独立平台受巨头挤压，内容为王，买入收购优质开发商的博瑞传播

博瑞传播（600880.SH）

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

自 2012 年开始，A 股传媒企业并购网游公司频率和规模都大幅提升，博瑞传播和掌趣科技分别斥资 10.36 亿和 8.1 亿收购腾讯平台前 5 大页游开发商漫游谷和动网先锋。

2. 我们的分析与判断

（一）独立平台受流量巨头挤压，优质内容为王，资源向巨头平台集中。

2012 年开始，随着几乎所有的互联网流量巨头以平台化策略大举进入页游市场，独立运营平台日子越来越难过，而优质的内容开发商则在各大平台上左右逢源，如鱼得水。随着市场产品同质化的提高，用户需求趋势产品不断精品化，精致化，开发门槛会越来越高，页游正变得越来越像当初的端游，优质的页游开发商也逐渐成为优质的并购标的。

（二）网游并购已是内行操刀，驾轻就熟

公今天的网游收购，收购方对行业和标的公司业务的趋势判断能力更强，谈判能力也更强，这从从近期并购网游的估值倍数不断下降也能看出。博瑞本次收购均由梦工厂袁总操刀，标的选择能力和沟通也远非 3 年前博瑞一知半解的收购梦工厂可比。

（三）漫游谷是优质开发商中的翘楚；梦工厂产品登陆腾讯平台是后续股价弹性的最大催化剂

漫游谷是腾讯开放平台上最大最强的页游开发商，拳头产品《七雄争霸》也是腾讯平台上最早和最为成功的页游。对于开发过这款年营收在 10 亿级的产品的开发商，开发多款年营收在 1 亿级产品，应非难事；而博瑞原有梦工厂页游产品经过 3 年积淀多款产品蓄势待发，如果能借助此次收购，全力登陆腾讯平台，将是巨大利好。

3. 投资建议：重申买入博瑞传播

鉴于博瑞传统广告业务随宏观经济企稳，并购首年网游公司业绩对赌失败机率较低，我们预期博瑞 2012 年与 2013 年备考 EPS 为 0.49 元与 0.61 元，对应当前股价估值 22.4X 和 18.0X，重申买入评级.如果按原有业务 15X 估值，并购业务给予 30X 估值，则合理价格为 0.46*15+0.215*30=13.35 元。

主要风险是，增发并购失败和传统主营业务下滑。

分析师

许耀文，CFA

☎：（8610）6656 8589

✉：xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020007

特此鸣谢：黄 驰

☎：（8610）6656 8865

✉：huangchi@chinastock.com.cn

对本报告的贡献

市场数据	时间 2012.10.24
A 股收盘价（元）	11.06
A 股一年内最高价（元）	15.42
A 股一年内最低价（元）	9.58
上证指数	2114.45
增发后总股本(亿股)	7.48
总股本（亿股）	6.28
实际流通 A 股（亿股）	4.14
A 股总市值（亿元）	69.5
A 股流通市值（亿元）	45.8

（一）独立平台受流量巨头挤压，优质内容为王，资源向流量巨头平台集中。

2012 年开始，随着几乎所有的互联网流量巨头以平台化策略大举进入页游市场，独立运营平台日子越来越难过，而优质的内容开发商则在各大平台上左右逢源，如鱼得水。新巨头的进入推高独立运营平台流量成本，瓜分其新增用户，加剧行业竞争。资源向巨头倾斜，内容开发商向大型开放平台聚集。独立页游运营平台利润空间被大幅挤压，给开发商的分成从早先的60%逐步下降到现在的 20%。而腾讯，360，人人网等流量巨头的开放平台政策。

（二）A 股传媒行业的网游收购，已经从外行收购内行时代进入内行收购内行时代。

比起多年前传统媒体公司抱着对网游行业的一知半解战战兢兢的收购，今天 A 股多家传媒公司都已深入网游行业多年，甚至有在某些细分市场和地区的佼佼者，今天的网游收购，收购方对行业和标的公司业务的趋势判断能力更强，谈判能力也更强，收购后的驾驭能力也更强。

（三）漫游谷是优质开发商中的翘楚；梦工厂产品登陆腾讯平台是后续股价弹性的最大催化剂

博瑞传播收购漫游谷：拳头产品盈利集中度高，后续产品蓄势待发

2011 年漫游谷备考营业收入为 21,187.65 万元，归属于母公司的净利润为 11,985.26 万元，分别较 2010 年增长 166.40%、194.86%。漫游谷 2012 年度预测营业收入 24,093.72 万元，较 2011 年已实现营业收入增加 2,906.07 万元，增幅 13.72%，其中《七雄争霸》、《魔幻大陆》及《功夫西游》游戏运营收入在 2012 年均有所增长；2013 年预测营业收入 29,389.62 万元，较 2012 年预测数增加 5,295.90 万元，增幅 21.98%，增长主要来源于《功夫西游》收入的稳定增长以及《七雄争霸 2》、《8087》、《8088》、《8089》等几款新游戏（该等新游戏名称均为暂定名或代号）的贡献。

《七雄争霸》曾创造了最高同时在线人数突破 80 万的国内最新网页游戏在线记录，上线以来月消费用户 ARPU 值保持在 100 元以上，并持续稳定增长,目前平均在线人数也维持在 90 万左右的水平。

图 1：漫游谷公司主要游戏产品营收增速稳健

产　品	2012 年 1-8 月	2011 年度	2010 年度	2009 年度
七雄争霸	136,310,525.86	194,109,982.50	69,251,746.85	
功夫西游	8,052,646.68	3,986,196.60		
魔幻大陆	15,280,760.54	10,338,620.91	2,500,000.00	
江湖笑	1,250,000.00	1,372,203.75	2,500,000.00	
其他	53,235.48	2,069,514.51	5,282,628.21	5,042,251.95
合　计	160,947,168.56	211,876,518.27	79,534,375.06	5,042,251.95

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 1：收购并表后对业绩影响

	2010A	2011	2012	2013E
原净利润(百万元)	317	394	286	345
摊薄 EPS(元)	0.51	0.63	0.46	0.55
漫游谷净利润	41	120	125	161
合并后净利润	343	469	412	458
合并后 EPS	0.55	0.75	0.58	0.73
增发后合并后 EPS	**0.46**	**0.63**	**0.49**	**0.61**
总股本	628	628	628	628
增发后总股本	748	748	748	748

据来源：公司公告，中国银河证券研究部

A 股页游并购对比：博瑞精品游戏营收更稳定

从漫游谷和动网的主要游戏营收和开服数对比有 2 个特点：

1 营收最高的七雄争霸，营收超过其他游戏的 10 倍，但开服数比其他游戏并不多太多。这主要是因为精品游戏用户活跃度高，留存率高，营收自然增长；不用通过新开服，拉用户来拉动营收增长。

2 营收在 1000 万到 2000 万左右的产品 1 年内停服的概率还是比较高的。

表 4：漫游谷重点游戏营收与开服数

漫游谷重点游戏	2012 年预计营收(百万)	腾讯平台开服数
七雄争霸	195	310
功夫西游	12	167
魔幻大陆	22	58
江湖笑	1.8	停服 不详

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

5：动网先锋重点游戏营收与开服数

动网先锋重点游戏	2012 年营收(百万)	腾讯平台开服数
寻侠	39.68	203
海岛大亨	24.63	不详
武道破天	20.16	237
富人国	12.64	65
双龙诀	13.47	停服 不详
三分天下	12.46	系统维护 不详
商业大亨 OL	5.39	1

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 6：腾讯，人人等社交平台主要社交游戏开发商收入

社交游戏开发商	2012 年上半年分成后收入(百万)
恺英网络	124
热酷	89
博雅互动	83
胡来游戏	68
乐元素	56
动网先锋	55
昆仑	34
君梦游戏	25

苏摩科技	22

资料来源：IDC，中国银河证券研究部

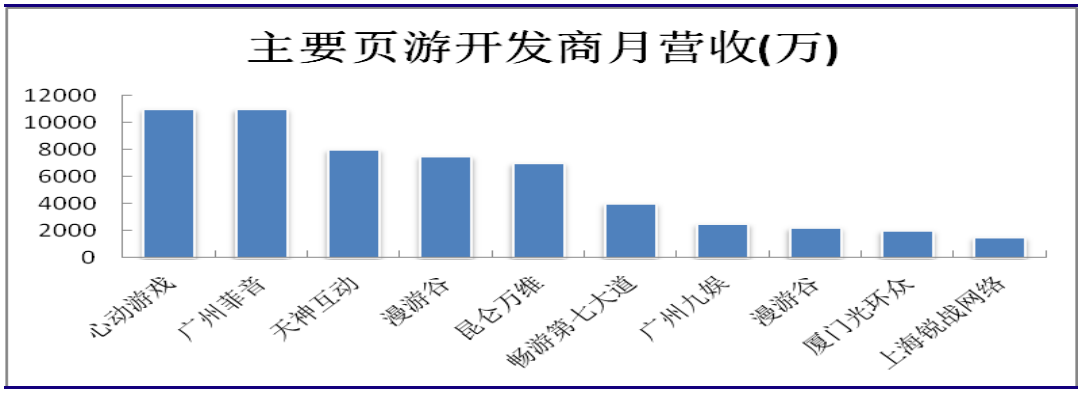
注：上表公司主要是社交游戏开发商，未包括大型页游开发商如心动，菲音等。

表 7：腾讯，人人等社交平台主要社交游戏总收入

社交游戏产品	研发企业	2012H1 总收入(百万)
蜀山传奇	恺英网络	295
胡莱三国	胡莱游戏	102
德州扑克	博雅互动	63
非仙勿扰	苏摩科技	58
开心水族箱	乐元素	47
我的王国	乐元素	33
捕鱼大亨	恺英网络	31
寻侠	动网先锋	20
海岛大亨	动网先锋	12

资料来源：中国银河证券研究部

图 3：全平台主要大型页游开发商月收入



资料来源：中国银河证券研究部

注：上图开发商主要是大型页游产品开发商，未包括五分钟，乐元素等社交游戏开发商

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，传媒文化行业证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn