



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

冯雪

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022
(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocichina.com

掌趣科技调研纪要

掌趣科技(300315.CH/人民币 34.38, 未有评级)是A股第一只纯粹的轻量级游戏概念股, 是知名的中移动游戏 SP, 同时也有页游团队。2012 年收入同比增长 23%至 2.25 亿元, 净利润同比增长 48%至 8,230 万元。2013 年 2 月公告以 8.1 亿元对价、2013 年 11 倍市盈率并购业内知名的页游研发商动网先锋 100% (预计 6-7 月有望获批并表), 后者已是腾讯开放平台上前三大游戏合作伙伴, 同时现有的若干款月收入千万元级别游戏将保障其平台资源倾斜。双方在产品和渠道等方面的协同效应显著。我们预计 2013 年的手游市场很可能迎来重量级平台, 并已经有进入者、新产品爆棚的架势, 仍然高速增长移动互联网流量将催生大体量的单个手游研发商; 而页游市场在 2012 年已经孕育出较大利润规模的研发商, 平台及开发商的市场格局相对稳定, 双端模式普遍化。掌趣科技未来“内生+外延”二维增长, 内生方面将尽快实现对智能终端游戏市场的拓展, 外延方面主要依托资本市场并购, 持续并购可期。不考虑新增潜在并购, 预计公司 2013 年备考每股收益 1.00 元, 目前股价相当于 2013 年 34 倍市盈率。

公司战略目标: 通过 3-5 年“二次创业”, 成长为全球领先跨平台的游戏开发运营商, 拓展电子游戏全产业链。遵循“内生+外延”双引擎战略。

内生增长: 公司目前加大了在智能手机上游戏的研发和部署, 目前已有 10 个项目组/工作室, 在今年的 2-4 月将陆续推出自主研发的手游产品。3 月份主推《石器时代》(2012 年单机版上线, 数据不错)。今年确定代理的有包括单机在内的 8 款游戏。渠道拓展方面, 除了三星、苹果、诺基亚外资及国内智能手机厂商外, 还将与腾讯、中移动、UC、当乐、各类安卓应用平台加强沟通和合作。

外延增长、互补及协同: 公司上市后成立了企业发展部, 负责战略投资。与在智能机游戏、页游的研发、渠道、平台等各环节的 TOP5 基本都有过沟通交流, 此次与动网的合作即是首个“开花结果”。

利润增厚及业务协同是并购目标。产品、技术、平台、细分领域等全产业链标的可选。并购手法灵活——全资、参股以观察、引入并购基金等。

游戏公司在 A 股市场相比于境外市场的估值优势为公司并购好的游戏公司提供客观条件。

选择标准方面, 强调互补性, 包括在业务类别、发行渠道、团队融合度等。例如, 动网拿下了《西游·降魔篇》的页游和手游的开发权, 掌趣可以在需要的时候助其完成手游产品研发。而面对腾讯作为占据页游一半市场份额的重量级平台, 掌趣页游及智能机手游拓展都可借助动网与前者的关系及经验(例如对广点通系统的研究)。双方将共同做产品规划。协同将体现在产品研发、运营、后台管理、客户共享等方面。

动网先锋情况：动网先锋成立于 2002 年，是业内最早最有名的网站程序研发商之一，2008 年转型页游，成为业内最早一批页游研发商，模拟经营类《商业大亨》页游大获全胜。目前有 8 个页游工作室、1 个手游工作室和 1 个美术工作室（火级、战天、玲珑、动景、火影、魅影、星火、翔龙、蚂蚁兄弟、No.5）；10 多款产品上线——90% 以上处于盈利状态；道具收费模式；自主和联合（独家、首发、联运）的运营模式。公司具有全平台发行能力，目前是腾讯第三大游戏合作伙伴，2013 年前 2 月月充值收入过 4,500 万元，预计将突破 5,000 万元。《三分天下》移动版在 Appstore 上排名第 7。

公司每年计划推 6-8 款页游、2-3 款手游（移动端），创新或大型产品 1-2 款，局部创新产品 2-3 款，跟随型产品 3-4 款；其中最具有市场前景、回报预期较强的 2-3 款将投入大量精力运营。2013 年将加强以往较弱的即使战斗类型页游，已推出《西游·降魔篇》等，页游和手游是未来延伸方向。《西游·降魔篇》2013 年 2 月 5 日发布，目前在腾讯收费测试，用户活跃度很高。

《武道破天》2012 年 5 月发布，目前保持了 6 个月的月收入千万元以上。

所代理的墨麟的《战龙三国》在 2012 年 10 月 23 日发布，制作人陈默曾负责《傲剑》（2011 年巨火的页游之一），填补了公司在角色扮演即时战斗类的空白，2013 年 2 月收入刚破千万，延续上涨势头。

《三分天下》2010 年 11 月发布，策略类产品，完全海外发行模式。

《寻侠》移动版，2012 年 12 月 30 日发布，是第三款手游产品，是收入累计 2 亿多元的 PC 产品的移植。初期数据不错，预计在 3 月进入推广期。

并购交易创新等：此次并购在原有投资人和团队之前创新“同股不同价”，同时设置了包括主程、主策、主美等在内的团队持股公司。配套融资主要是基于公司持续并购战略的考虑。针对团队的“现金+股权”并购方案中，未来考虑到股票的财富效应，还有望提升股权并购的占比。同时在团队奖励方面，设置不超过 1 亿元净利润超额奖金。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371