

证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

互联网

掌趣科技 (300315)

收购玩蟹科技和上游信息点评

推荐

(首次评级)

2013年10月16日

收购智能手机游戏公司，打造多屏游戏帝国

证券分析师： 陈财茂

010-88005322

chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120040

联系人： 刘明

010-88005319

liuming@guosen.com.cn

事项：

掌趣科技公告：以“现金+股票”形式收购玩蟹科技 100%股权，总对价为 17.39 亿元，其中现金支付 7.676 亿元；收购上游信息 70%股权，总对价为 8.14 亿元，其中现金支付 46514.29 万元；另外向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金 8.51 亿元，此次交易的总规模为 34.04 亿元。

评论：

■ 进军智能手机游戏市场

标的：优质的智能手机游戏开发商。此次收购的两家游戏公司均是智能手机市场领先的开发商，玩蟹科技成立于 2009 年，先期在开心网、人人网等社交平台开发社交游戏，如《购物天堂》、《幸福旅馆》等，2012 年 9 月后重心往智能手机领域转移，代表作品为《大掌门》、《忍将》等，2013 年上半年营业收入 0.97 亿元，净利润 0.70 亿元。上游信息成立于 2012 年，开发了页游版《塔防三国志》，2013 年 6 月《塔防三国志》iOS 版正式上线，注册用户超过 36 万人，2013 年上半年营业收入 0.37 亿元，净利润 0.28 亿元。

表 1：玩蟹科技和上游信息近年经营情况

项目	玩蟹科技			上游信息	
	2013H1	2012	2011	2013H1	2012
资产总计	7,965.66	396.24	59.79	3,529.87	685.69
所有者权益合计	5,984.80	17.81	21.62	2,863.92	398.69
营业收入	9,669.14	459.44	58.1	3,673.97	706.93
营业利润	6,968.33	-4.11	-250.86	2,867.23	494.8
利润总额	6,967.00	-3.82	-250.86	2,814.23	494.8
净利润	6,967.00	-3.82	-250.86	2,814.23	348.69

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

目标：完成多屏游戏布局。掌趣科技以功能手机游戏发家，上市后提出经营战略转型，今年上半年收购了动网先锋，主要做网页游戏开发的企业，此次收购玩蟹科技和上游信息后，公司在 PC 屏、智能手机、Pad 屏均实现布局，游戏价值实现将会多元化，从而催生游戏在不同屏之间的协同效应。

对价：4 年对赌期，以 2014 年 PE 看，估值合理。今年下半年 A 股公司收购游戏企业有对赌期延长迹象，主要考虑因素是资产交割日期，像神州泰岳和顺荣股份，以 2014 年业绩承诺看，PE 为 10-11 倍。此次掌趣收购两家游戏公司类似，玩蟹科技 2013-16 年业绩承诺为 1.2/1.6/2.0/2.4 亿元，对应 PE 为 14.5/10.9/8.7/7.2 倍，预计交割将在 2014 年完成，以 2014 年 PE 看，11 倍 PE 是比较合理的。上游信息 2013-16 年业绩承诺为 0.75/1.25/1.56/1.90 亿元，以 2014 年 PE 看，为 9.3 倍，仍然不贵。

表 2: A 股公司收购游戏企业估值情况

公司简称	公告日期	标的公司	股权比例	收购价格	对赌业绩	PE
博瑞传播	2009-6-9	成都梦工厂网络信息有限公司	100%	44100	7540	5.8
	2012-10-25	北京漫游谷信息科技有限公司	70%	103600	15600	9.5
浙报传媒	2012-4-10	上海浩方和杭州边锋	100%	319995	25443	12.6
掌趣科技	2013-3-22	海南动网先锋网络科技有限公司	100%	81009	7485	10.8
华谊兄弟	2013-7-23	广州银汉科技有限公司	50.88%	67161.6	11000	12.0
顺荣股份	2013-10-10	上海三七玩网络科技有限公司	60%	192000	22000	14.5
	2013-9-11	上海都玩网络科技有限公司	55%	27720	5600	9.0
凤凰传媒	2013-8-22	上海慕和网络科技有限公司	64%	31040	4409	11.0
神州泰岳	2013-9-7	天津壳木软件有限责任公司	100%	121500	8000	15.2
	2013-8-14	上海美峰数码科技有限公司	51%	35700	4500	15.6
中青宝	2013-8-14	深圳市苏摩科技有限公司	51%	8746.5	2450	7.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 打造多屏游戏帝国，首次给予“推荐”评级

预计公司 2013-15 年 EPS 为 0.22/0.36/0.54 元，对应 PE 为 104/63/42 倍，考虑这次收购，2014 年 EPS 为 0.61 元，对应 PE 为 37 倍。我们认为，连续收购三家游戏企业后，公司在多屏游戏均实现布局，已经初见游戏帝国的雏形，借力于中国网页游戏和智能手机游戏高速发展的东风，有望成长为中国的 EA，仍有巨大的成长空间，首次给予“推荐”评级，目标价 30 元。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	706	784	942	1223
应收款项	45	49	84	126
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	18	4	6	9
流动资产合计	769	837	1032	1358
固定资产	79	157	233	308
无形资产及其他	26	25	25	25
投资性房地产	39	39	39	39
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	914	1059	1330	1732
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	13	14	24	37
其他流动负债	18	7	13	19
流动负债合计	31	21	37	56
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
长期负债合计	1	1	1	1
负债合计	32	22	38	57
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	882	1037	1292	1675
负债和股东权益总计	914	1059	1330	1732

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.12	0.22	0.36	0.54
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	5.39	1.47	1.83	2.38
ROIC	12%	22%	49%	62%
ROE	9%	15%	20%	23%
毛利率	53%	68%	67%	66%
EBIT Margin	33%	46%	47%	47%
EBITDA Margin	36%	48%	48%	48%
收入增长	23%	60%	70%	50%
净利润增长率	48%	88%	65%	50%
资产负债率	3%	2%	3%	3%
息率	0%	0%	0%	0%
P/E	195.0	103.6	62.8	42.0
P/B	4.2	15.5	12.4	9.6
EV/EBITDA	46.9	92.4	54.5	36.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	225	361	613	919
营业成本	105	115	202	313
营业税金及附加	8	12	20	30
销售费用	4	8	13	19
管理费用	33	59	91	125
财务费用	(15)	(11)	(13)	(16)
投资收益	2	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	91	178	300	449
营业外净收支	4	4	1	1
利润总额	95	182	301	450
所得税费用	13	27	45	67
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	82	155	256	382

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	82	155	256	382
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	5	7	9	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(15)	(11)	(13)	(16)
营运资本变动	(29)	1	(22)	(26)
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	59	163	243	367
资本开支	(2)	(85)	(85)	(85)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2)	(85)	(85)	(85)
权益性融资	609	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(60)	0	0	0
融资活动现金流	549	0	0	0
现金净变动	605	78	158	282
货币资金的期初余额	101	706	784	942
货币资金的期末余额	706	784	942	1223
企业自由现金流	39	64	146	267
权益自由现金流	(21)	74	157	281

相关研究报告:

《掌趣科技-300315-领先的手机游戏开发商》 —— 2012-04-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。