

**证券研究报告—深度报告**

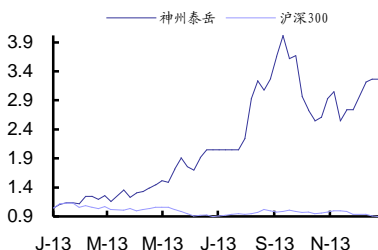
信息技术

通信

**神州泰岳(300002)**
**推荐**

合理估值: 42.18 元 昨收盘: 31.15 元 (维持评级)

2014年01月20日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	613/317
总市值/流通(百万元)	19,099/9,873
上证综指/深圳成指	2,005/7,545
12个月最高/最低(元)	38.66/9.64

**相关研究报告:**

《神州泰岳-300002-重大事件快评: 再下一城, 看好与印尼 MKU 公司合作游戏平台》——2014-01-15  
 《神州泰岳-300002-新平台, 新价值》——2014-01-09  
 《神州泰岳-300002-与菲律宾运营商签署联合运营游戏平台点评: 与菲律宾运营商合作分成移动游戏增值服务, 海外再下一城》——2013-10-29  
 《神州泰岳-300002-入股腾讯合作伙伴游戏公司点评: 布局清晰更有想象空间》——2013-09-27  
 《神州泰岳-300002-收购天津壳木公司点评: 收购手游公司, 新拓展或是“大机会”也可能是“陷阱”》——2013-08-23

**证券分析师: 程成**

电话: 0755-22940300  
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513040001

**证券分析师: 王念春**

电话: 0755-82130407  
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

**独立性声明:**

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。

**深度报告**
**牵手 360, 平台+内容助力神州飞船腾飞**
**● 好事成双: 牵手奇虎 360 国际合作, 重大资产购买获批**

公司 1 月 17 日盘后发布两则公告: 1、公司与奇虎 360 国际就游戏平台建设达成《战略合作协议》, 双方通过各自在行业内的资源与管理运营经验, 共同致力于游戏运营业务的发展。2、公司前则收购资产(天津壳木, 拳头产品《小小帝国》)获得证监会有条件批准; 公司股票将于 2014 年 1 月 20 日正式复牌。

**● 平台: 牵手奇虎 360 多方面收益, 未来 UGAME 大有可为**

战略合作公司可实现多方面的收益: ①近距离学习奇虎 360 在手机平台产品设计方面的宝贵经验; ②学习 360 手机助手卓越的营销能力, 并将其运用到海外市场拓展中; ③将奇虎 360 旗下众多的优秀产品直接导入到公司 UGAME 平台, 实现内容方面的快速扩张。展望未来海外平台 UGAME 若能做到 360 手机助手在国内的市场地位(份额 20%以上), 公司游戏平台的分发额将达到 10 亿级别, 其直接产生的内容分发分成和间接衍生的广告附加价值将极其可观。

**● 内容“三有”: 有市场、有政策、更有核心产品**

壳木软件外有蓬勃发展的全球移动游戏市场, 内有国家政策支持, 核心有以《小小帝国》为代表的优秀产品。截至 2013 年 6 月, 该游戏在全球的注册用户数已超过 800 万, 游戏玩家分布在 200 多个国家和地区, 月活跃用户数过百万, 2013 年上半年月均充值金额达到 900 万元, 盈利有保障。

**● 优秀内容非常有助于公司 UGAME 海外游戏平台**

结合 2013 年以来市场上游戏公司的投资并购案例来看, 本次公司的收购对价虽然的确不算便宜, 但考虑到: ①最新数据显示, 壳木软件的月营收早已过千万, 按照每月 1300 万营收、75%的净利润保守计算, 2014 年壳木软件对公司的利润贡献将达到 1.17 亿, 极有可能超预期; ②壳木软件与公司 UGAME 海外游戏平台的相互促进效应; ③全球移动游戏市场不可阻挡的扩张趋势。本次收购的落实, 将为公司移动游戏内容添砖加瓦, 长期有利于公司海外平台战略。

**● 看好中期平台价值的体现, 维持“推荐”评级**

我们看好公司愈来愈清晰的平台价值以及清晰的扩张步伐, 有序的业务增长模式, 保守预计 2014 年 EPS 为 1.20 元(含并表, 乐观预计在 1.30 元), 维持“推荐”评级, 短期目标价为 42.18 元不变(或将适时上调盈利预测)。

**盈利预测和财务指标**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,157	1,410	1,830	2,406	3,183
(+/-%)	37.5%	21.8%	29.9%	31.5%	32.3%
净利润(百万元)	356	429	530	684	912
(+/-%)	8.47%	20.6%	23.6%	29.1%	33.3%
摊薄每股收益(元)	0.94	1.12	0.86	1.12	1.49
EBIT Margin	31.0%	29.5%	27.4%	27.7%	28.6%
净资产收益率(ROE)	12.5%	13.4%	14.8%	16.8%	19.2%
市盈率(PE)	53.7	44.5	44.4	34.4	25.8
EV/EBITDA	21.2	18.9	44.6	34.1	25.5
市净率(PB)	6.7	6.0	6.6	5.8	5.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

公司最新动态.....	4
牵手奇虎 360，神州飞船再添强力助推器.....	4
“没有平台，都不好意思说自己是做移动互联网的”.....	4
应用商店入口作用明显，360 手机助手全面领先.....	8
多方面收益，未来 UGAME 大有可为.....	10
收购壳木软件一锤定音.....	13
“80 后” 掌舵壳木软件，顺应移动互联网发展思维.....	13
“三有”：有市场、有政策、更有核心产品.....	13
优秀的手游制作能力，助力公司 UGAME 海外游戏平台.....	17
维持“推荐”评级.....	20
附表：财务预测与估值.....	21
国信证券投资评级.....	22
分析师承诺.....	22
风险提示.....	22
证券投资咨询业务的说明.....	22

## 图表目录

图 1: Apple AppStore.....	4
图 2: 两大平台 App 下载量对比 .....	5
图 3: 两大平台 App 收入对比.....	5
图 4: Google Play.....	5
图 5: 三星服务汇.....	6
图 6: 91 手机助手 .....	6
图 7: 豌豆荚.....	7
图 8: 中国移动 MM 平台 .....	7
图 9: 机锋市场.....	8
图 10: 月度覆盖人数比例.....	8
图 11: 月度总使用次数比例.....	9
图 12: 《我叫 MT》在 360 手机助手之上 .....	9
图 13: 《捕鱼达人 2》 .....	10
图 14: 《王者之剑》 .....	10
图 15: 360 手机助手荣获 2013 年度金瑞奖最佳营销奖.....	11
图 16: 奇虎 360 手机端产品.....	12
图 17: 公司 UGAME 平台分发额预计 (亿) (和上边的表 2 取 1) .....	12
图 18: 壳木软件执行董事及 CEO 李毅.....	13
图 19: 全球移动游戏信息图.....	14
图 20: 壳木软件游戏产品.....	15
图 21: 《小小帝国》 .....	16
图 22: 购买魔酒 (Mojo) 及实际消费流程.....	16
图 23: 《小小帝国》在美国 Google Play 畅销排行榜历史排名 .....	17
图 24: 移动游戏产业链 .....	17
图 25: 2013 年投资并购事件整理.....	19
表 1: 公司主要合作对象人口数 (亿) .....	10
表 2: 公司海外游戏市场空间 (亿) .....	11
表 3: 公司 UGAME 平台分发额预计 (亿) .....	12
表 4: 壳木软件掌门人情况 .....	13
表 5: 收购前天津壳木股权结构 .....	13
表 6: 近年移动游戏行业相关产业政策 .....	14
表 7: 壳木软件 11 款单机游戏下载情况 .....	15
表 8: 《小小帝国》营运情况 .....	17
表 9: 合同细则解读.....	18
表 10: 《小小帝国》游戏不同语言版本的收入情况 (万) .....	18
表 11: 两种服务器方案比较 .....	18
表 12: 壳木软件与其它游戏公司盈利情况比较.....	19

## 公司最新动态

1、公司与 360 International Development Co. Limited（简称“360 国际”）达成《战略合作协议》，双方通过各自在行业内的资源与管理运营经验，共同致力于游戏运营业务的发展。

2、2014 年 1 月 17 日，经中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会 2014 年第 4 次工作会议审核，公司发行股份及支付现金购买资产事项获得有条件通过。公司股票将于 2014 年 1 月 20 日正式复牌。

## 牵手奇虎 360，神州飞船再添强力助推器

“没有平台，都不好意思说自己是做移动互联网的”

由于移动端入口碎片化，内容常常被分散到不同的渠道。谁掌握用户获得内容的渠道，谁就具备移动端的入口能力。目前公认的移动互联网入口集中在内容分发平台，这也成为了市场上兵家必争之地，可以毫不夸张地说：“没有平台，都不好意思说自己是做移动互联网的。”

2007 年 1 月 9 日，苹果电脑公司正式更名苹果公司，这时的苹果把电脑放到了一边，手捧 iPhone 和 AppStore，宣布进入移动互联网。从 iTunes 过渡到 App Store，苹果实现了华丽转身，同时把全球都卷入了移动互联网时代。Apple AppStore 进入了人们的生活，成为最早，也是至今为止最重要的内容分发平台。它为全世界的用户创造福音，同时也为股东们创造了极大的利益。

图 1: Apple AppStore

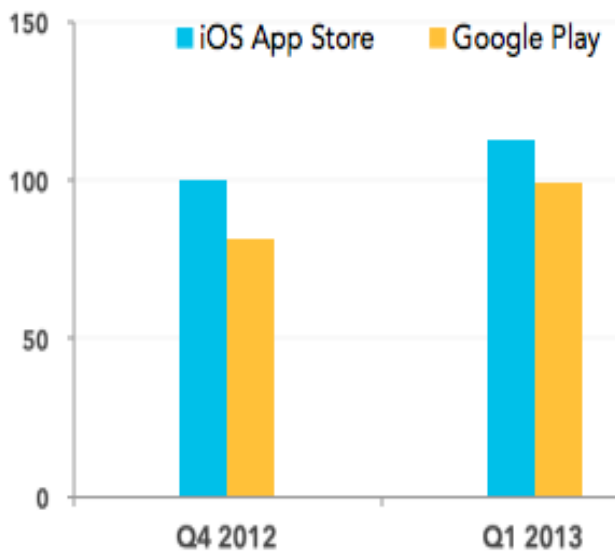


资料来源：Apple、国信证券经济研究所整理

虽然苹果近乎完美 iOS 设计奠定了其霸主的地位，但是移动互联网市场，从来都是不缺乏奇迹的沃土。2008 年，横空出世的 Android 1.0 版本虽然不完美，但确能够是短短五年之间，占据全球智能手机半壁江山，可以说它是完全凭借其开源和定制功能优势，拉拢其他手机巨头们加盟，最后使自身的 Google Play 和第三方应用商店随之发展壮大。

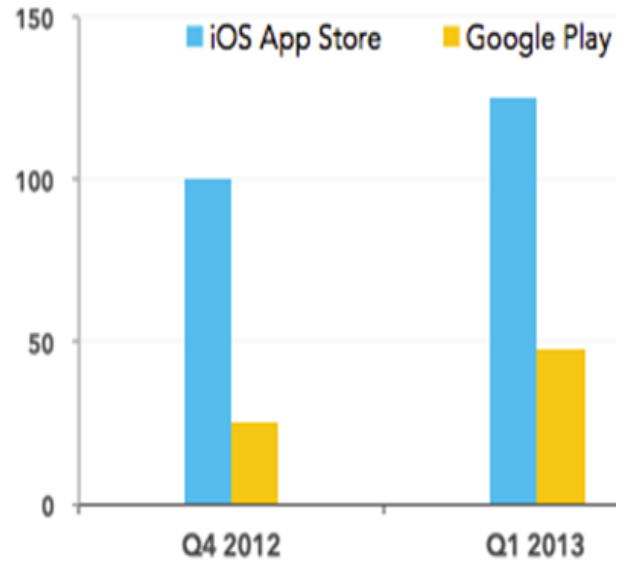
2013 年年中报道，Google Play 应用数量超过 100 万款，高于苹果的 90 万款；Google Play 商店应用下载数量达到 500 亿次，已经与苹果 App Store 齐平。

图 2: 两大平台 App 下载量对比



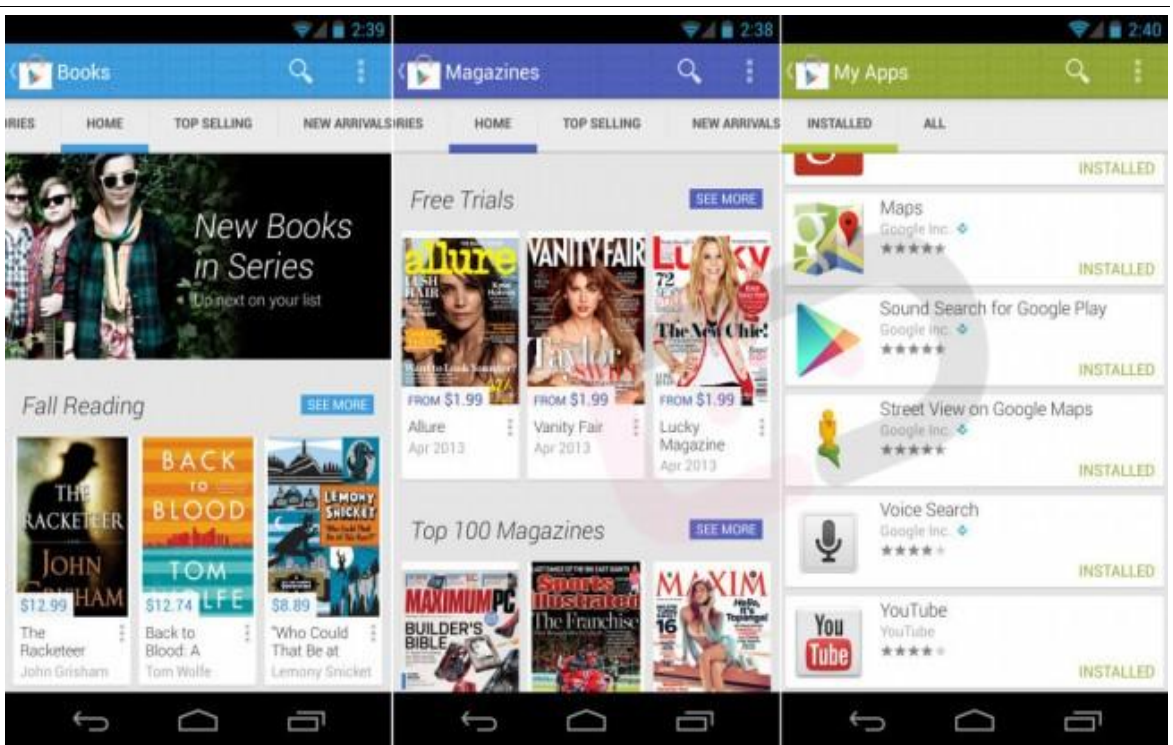
资料来源: App Annie Intelligence、国信证券经济研究所整理

图 3: 两大平台 App 收入对比



资料来源: App Annie Intelligence、国信证券经济研究所整理

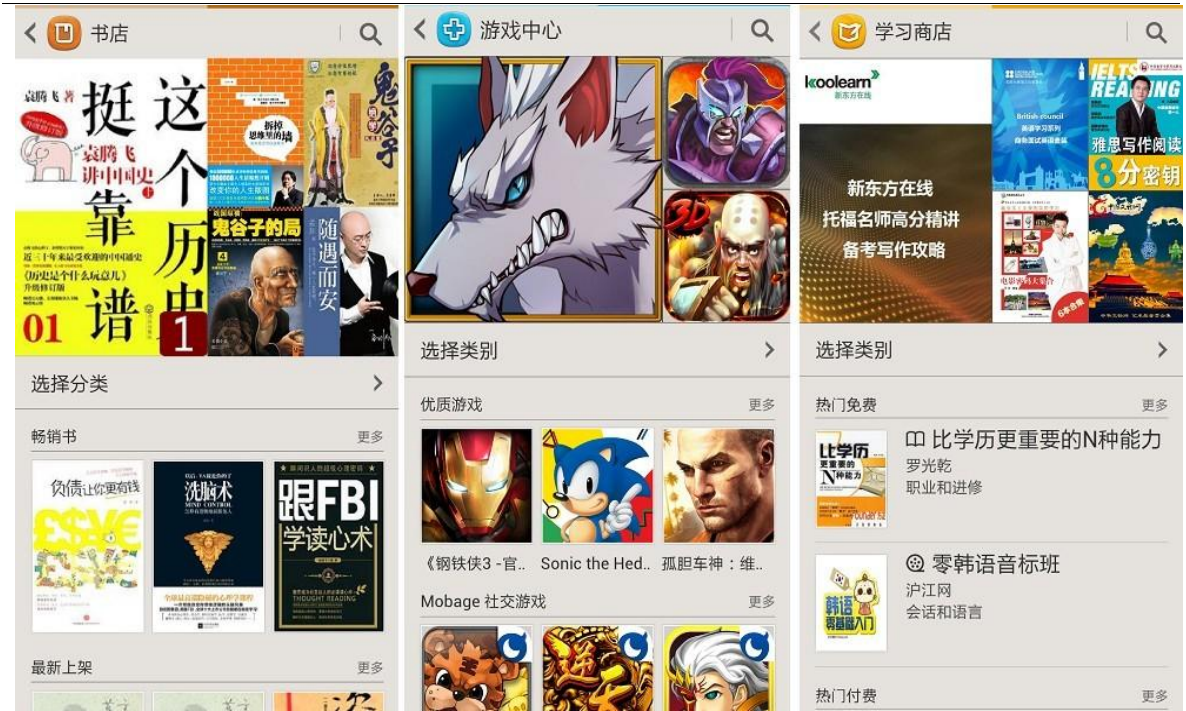
图 4: Google Play



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

智能手机时代的王者三星，也于自己的 Galaxy S4 上推出了一款综合性的娱乐商店——三星服务汇。相比较于一般的应用市场，用户在“三星服务汇”上可以获得较高品质电子书籍以及生活学习资讯的推荐。

图 5: 三星服务汇



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

由于应用商店内容分发能力和产业链整合能力异常强大，每个环节都拥有众多利益相关者。其他产商都迫切希望通过应用商店的商业模式，掌握用户获得内容的渠道。

互联网公司：频频出手收购，用金钱换取时间和市场份额。百度收购了 91 无线之后，在其份额里增加了 91 手机应用中心及 91 无线下另一个应用平台安卓世界。

图 6: 91 手机助手



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

第三方应用商店：依靠其强大的创新能力，拉拢大量草根开发者，豌豆荚、应

用汇目前仍然榜上有名。最为突出的应该就是创新工厂孵化出来的豌豆荚，以后起之秀的身份位居市场前三。最近，市场上流传广泛的一篇报道《2014年巨头们觊觎的互联网公司》中豌豆荚高居第三，足以窥见移动内容分发平台的吸引力之大。

图 7: 豌豆荚



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

**运营商:** 依靠其强大的用户群基础，以及可以通过合约机或者销售渠道预装这样与生俱来的优势，培养一批忠实的用户。运营商打造应用程序商店，逻辑比较简单，作为移动互联网的入口，运营商必须要掌握。同时希望将过去增值业务上的成绩在移动互联网时代得以延续。2012年，中国移动的MM平台上应用接近15万，注册开发者超过370万。

图 8: 中国移动 MM 平台



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

**手机厂商:** 最大的优势是能直接将应用市场内置到手机中，会作为一种默认的功能，一部分用户无法卸载，分发能力很强。不过终端厂商打造应用商店更多

还是为了促进终端销售，所以在打造自带应用商店的同时，也会和第三方应用商店合作，共同提升用户体验（爱施德收购机锋网）。

图 9：机锋市场



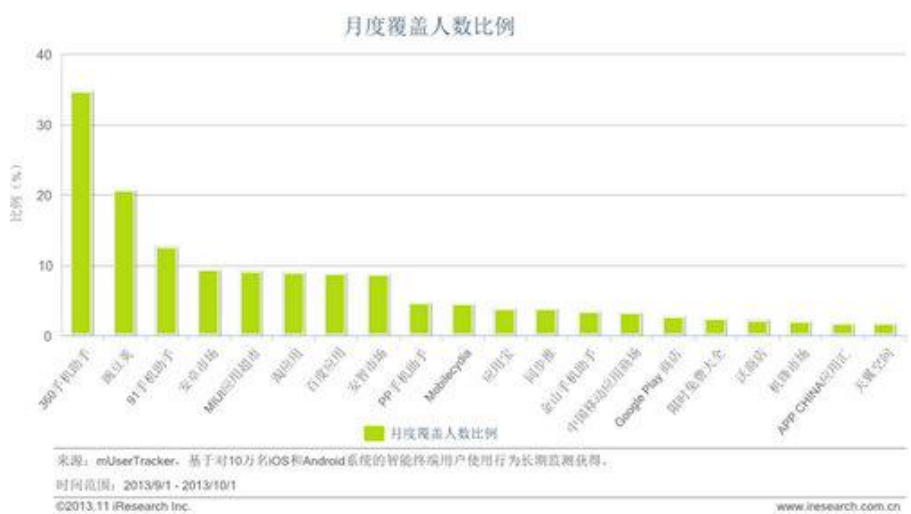
资料来源：Google、国信证券经济研究所整理

从苹果 AppStore 出现后，改变电信运营商市场霸主的地位，打破原来电信王国的同时，也将产业链所有利益相关者带入移动互联网时代。Android 系统应用商店蓬勃发展，App Store 下载成绩让人难以置信，让所有人看到内容服务市场的巨大潜力——谁掌握用户获得内容的渠道，谁就具备移动端的入口能力。

应用商店入口作用明显，360 手机助手全面领先

相比之下，公司合作伙伴奇虎 360 旗下的 360 手机助手作为国内最大的安卓游戏分发平台，拥有接近 3 亿用户，日分发量达 5000 次。360 手机助手的活跃用户渗透率超过 34.5%，豌豆荚紧随其后为 20.4%，第三为 91 手机助手 12.4%。三家组成了第一梯队，其中尤以 360 优势明显。

图 10：月度覆盖人数比例



资料来源：艾瑞、国信证券经济研究所整理





随后《捕鱼达人 2》、《王者之剑》等最具代表性的手游产品收入也相继突破千万。在 2013 年热门手游的收入来源中，360 手机助手的平均贡献比例约为 30%，远超其他分发平台（超出位居第二的 91 手机助手约 13%）。其中，有些游戏如《乱斗堂》，360 手机助手渠道带来的收入甚至曾超过 65%。

图 13: 《捕鱼达人 2》



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

图 14: 《王者之剑》



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

未来市场格局，360 依旧会保持快速增长，其从 2012 年底快速超越 91 和豌豆荚成为第一大应用商店，并拉开很大差距。

### 多方面收益，未来 UGAME 大有可为

目前公司已签约印尼、菲律宾、越南及印度电信运营商（由于合作在先，拟收购壳木软件在后，所以与印度的合作尚未涉及游戏平台，但今后进一步合作的概率大），已覆盖 16.5 亿人口；并且正在积极推进与南非、巴西、俄罗斯等十几个国家的电信运营商合作运营游戏平台，预计未来公司的海外游戏平台将覆盖 20 亿人口，理想情况下扩展到全部东南亚、南美、中东（这三个地区是公司合作洽谈的重点）国家，达到 35 亿人口的覆盖，成为大型移动互联平台公司。

表 1: 公司主要合作对象人口数 (亿)

地区	人口	地区	人口
菲律宾	1.04	东南亚	6.13
越南	0.9	南美	3.87
印度	12.1	中东	5
巴西	1.92	合计	15
俄罗斯	1.43		
印尼	2.42		
南非	0.44		
合计	20.25		

资料来源: 维基、国信证券经济研究所整理

考虑游戏平台业务正常推进的情况下，公司所获得的市场空间。以越南为例，其 2013 年智能手机销量 350 万台，相当于我国 2010 年的水平（越南 1 亿人口销售 350 万台相当于我国 13.5 亿人口销售 4700 万台，2010 年我国智能手机销量约 5300 万台），属于刚起步阶段，未来有望呈现爆发式增长。公司其他已拓展或计划拓展的区域集中在东南亚、南美、中东，情况多与越南相似。

2010 年我国移动游戏用户占人口的比重大约在 2.24%，年均花费 30 元，测算得出公司已经在 11.10 亿元（16.5 亿\*2.24%\*30 元）的市场中占得先机。未来，随着市场拓展、移动游戏渗透率提高、用户年均花费增加，市场空间将逐步打开；并且，一旦渗透率达到某临界值，公司海外市场将迎来如同国内 13 年一样的井喷式发展，作为提前布局的厂商，公司将受益匪浅。

表 2: 公司海外游戏市场空间（亿）

	2014E	2015E	2016E
已覆盖（14 亿人口）	11.10	20.78	39.60
正常推进（20 亿人口）	13.48	25.19	48.00
理想情况（35 亿人口）	23.59	44.07	84.00

资料来源：维基、国信证券经济研究所整理

通过与奇虎 360 的战略合作，公司可以实现多方面的收益：

- 1、近距离学习奇虎 360 在手机平台产品设计方面的宝贵经验；
- 2、学习 360 手机助手卓越的营销能力，并将其运用到海外市场拓展之中；

图 15: 360 手机助手荣获 2013 年度金瑞奖最佳营销奖



资料来源：艾瑞、国信证券经济研究所整理

- 3、将奇虎 360 旗下众多的优秀产品直接导入到公司 UGAME 平台之中，实现内容方面的快速扩张。

图 16: 奇虎 360 手机端产品



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

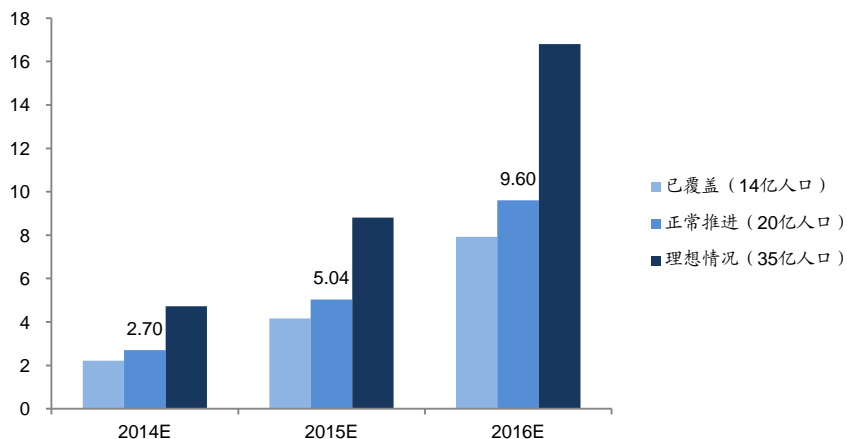
展望未来, 公司海外平台 UGAME 如果能够做到 360 手机助手在国内的市场地位 (份额 20%以上), 公司游戏平台的分发额将达到 10 亿级别, 其直接产生的内容分发分成和间接衍生的广告附加价值将极其可观。

表 3: 公司 UGAME 平台分发额预计 (亿)

	2014E	2015E	2016E
已覆盖 (14 亿人口)	2.22	4.16	7.92
<b>正常推进 (20 亿人口)</b>	<b>2.70</b>	<b>5.04</b>	<b>9.60</b>
理想情况 (35 亿人口)	4.72	8.81	16.80

资料来源: 维基、国信证券经济研究所整理

图 17: 公司 UGAME 平台分发额预计 (亿) (和上边的表 2 取 1)



资料来源: 维基、国信证券经济研究所整理

## 收购壳木软件一锤定音

### “80后”掌舵壳木软件，顺应移动互联网发展思维

表 4: 壳木软件掌门人情况

姓名	出生年份	毕业院校	专业	学历	入司年份	公司任职	曾任职单位
李毅	1983	北京大学	软件工程	硕士	2011	执行董事、CEO	微软中国
李章晶	1980	清华大学	计算机科学与技术	硕士	2013	总裁	空中网、搜狗、曼尼格斯、遼龙信息、木瓜移动、掌趣科技

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

可以看到，壳木软件最高层都是国内一流名校计算机相关专业硕士研究生。CEO 李毅曾任职于微软中国，拥有以《小小帝国》为代表的十余款手机游戏产品的开发经验，《Space Physics》、《Blow Up》和《MX Moto》等游戏产品均得到了 Google Play 平台的推荐。总裁李章晶也是以技术出身，研究丰富，参与了众多手机游戏产品的开发工作。

图 18: 壳木软件执行董事及 CEO 李毅



资料来源：Google、国信证券经济研究所整理

两位掌门人的工科学技术背景将成为壳木软件未来稳健发展的根基；同时，其“80后”的身份更能顺应移动互联网行业快速前进的浪潮，为壳木软件以及公司的发展带来与时俱进的活力。

表 5: 收购前天津壳木股权结构

股东名称	持有标的公司股权比例	支付方式	
		支付的现金对价占其应取得对价的比例	以非公开发行的股份支付的对价占其应取得对价的比例
李毅	74%	30%	70%
天津骆壳	12%	30%	70%
戴志康	5%	100%	0
高宇扬	5%	100%	0
李章晶	4%	30%	70%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

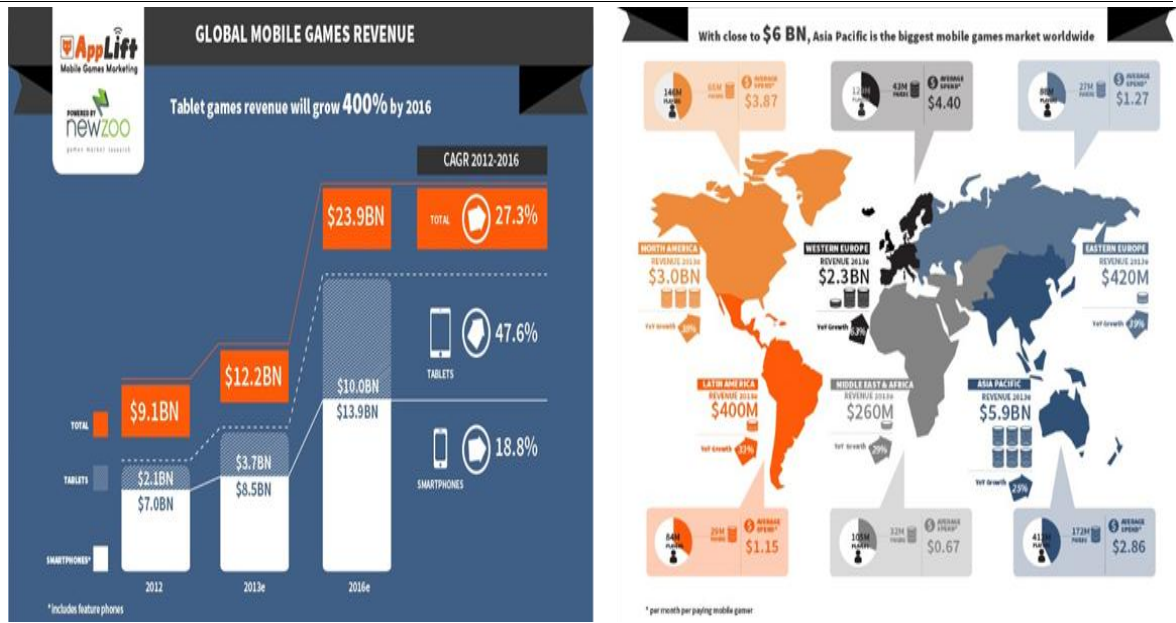
此外，本次收购对价中绝大部分是非公开发行的股份，李毅、李章晶及股权投资公司天津骆壳 70%的收益都是通过此种方式支付的。这对于稳定壳木软件团队，角色转换、融入泰岳体系创造了良好条件。

“三有”：有市场、有政策、更有核心产品

外有市场：

目前，全球移动游戏行业处于一个快速发展阶段，预计到 2016 年将达到 239 亿美元的市场规模。届时，全球将有 50% 的手游玩家平均每月消费 3.07 美元。另外，到 2016 年，亚太地区（公司海外拓展的主要目标地区）的移动游戏收入将占据全球手游总收入的 48%，成为全球最大的移动游戏市场。

图 19：全球移动游戏信息图



资料来源：AppLift、Newzoo、国信证券经济研究所整理

**内有政策：**

近年来，国家也相继出台了众多政策，对移动游戏行业的相关产业进行扶持：

表 6：近年移动游戏行业相关产业政策

时间	文件	主要内容
2006.4.25	《关于推动我国动漫产业发展若干意见的通知》	明确了推动动漫产业（包括电子游戏产品生产和经营相关产业）发展的指导思想、基本思路和发展目标，从多方面提出了鼓励动漫产业发展的优惠政策和扶持措施。
2006.9.13	《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》	提出要鼓励经济发达、创意人才资源较为丰富的城市发展动漫游戏等文化类创意企业，支持动漫游戏等新兴文化产品进入国际市场。
2009.9.10	《文化部关于加快文化产业发展的指导意见》	明确了游戏业的发展方向与发展重点为：增强游戏产业的核心竞争力，推动民族原创网络游戏的发展，提高游戏产品的文化内涵。鼓励研发具有自主知识产权的网络游戏技术、电子游戏软硬件设备，优化游戏产业结构，提升游戏产业素质，促进网络游戏、电子游戏、家用视频游戏的协调发展。鼓励游戏企业打造中国游戏品牌，积极开拓海外市场。
2009.9.26	《文化产业振兴规划》	指出了动漫游戏企业是文化创意产业着重发展的对象之一，要重点扶持具有民族特色的网络游戏等产品和服务的出口，支持动漫、网络游戏等文化产品进入国际市场。
2011.12.12	《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》	提出要重点推进数字内容服务等八个领域的高技术服务加快发展，拓展数字动漫、健康游戏等数字内容服务。
2013.8.8	《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	提出了“到 2015 年，信息消费规模超过 3.2 万亿元，年均增长 20% 以上，带动相关行业新增产出超过 1.2 万亿元，其中基于互联网的新型信息消费规模达到 2.4 万亿元，年均增长 30% 以上”的主要目标，并提出了要大力发展数字出版、互动新媒体、移动多媒体等新兴文化产业，促进动漫游戏、数字音乐、网络艺术品等数字文化内容的消费。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**核心有产品：**

壳木软件的主营业务为移动游戏的开发与运营，拥有包括基于 LBS 的策略类移动网络游戏《小小帝国 (Little Empire)》以及益智休闲类游戏《Space Physics》、《Blow Up》和竞速类游戏《MX Moto》等十二款游戏产品，取得了游戏玩家的广泛认可。其中，《Space Physics》、《Blow Up》和《MX Moto》等八款游戏曾获得 Google Play 平台的推荐，六款游戏曾进入 Google Play 美国同类游戏下载量排行榜前五名。

图 20: 壳木软件游戏产品



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 7: 壳木软件 11 款单机游戏下载情况

序号	游戏名称	上线时间	上线以来累积下载量(次数)
1	Blow Up	2010 年 3 月	5,946,430
2	Flight Director	2009 年 11 月	1,197,595
3	Hyper Jump	2010 年 7 月	1,169,452
4	MX Moto	2010 年 11 月	3,400,056
5	Roller	2010 年 12 月	3,475,547
6	Shoot U!	2009 年 12 月	1,860,937
7	Space Physics	2009 年 10 月	887,042
8	Super Tumble	2010 年 5 月	456,972
9	Papa Stacker	2009 年 11 月	473,361
10	Ninja Go!	2011 年 4 月	468,431
11	Camel's Kitchen	2010 年 9 月	188,658

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

壳木软件的主打产品《小小帝国》Android 版本于 2011 年 12 月在 Google Play 平台发布(自此以后壳木软件拥有的单机游戏产品未再进行更新维护,故其目前的盈利规模相对较小),iOS 版本于 2012 年 7 月在 Apple AppStore 平台正式上线发布。

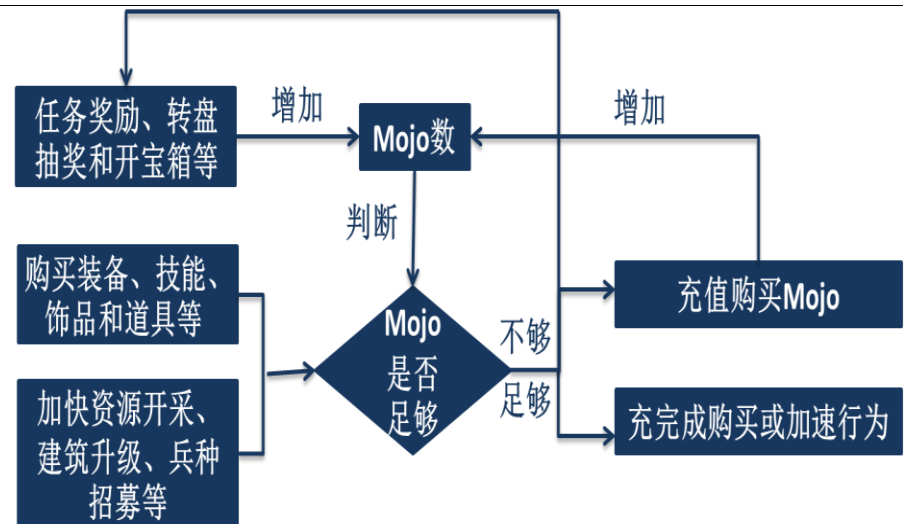
图 21: 《小小帝国》



资料来源: Google、国信证券经济研究所整理

《小小帝国》以虚拟商品“魔酒 (mojo)” 购买为主要盈利模式。通过使用“魔酒”可以加快资源开采、建筑升级和兵种招募的速度节省游戏时间, 还可使用“魔酒”购买英雄的装备、技能、饰品和道具等。除充值购买之外, “魔酒” 还可通过任务奖励、转盘抽奖和开宝箱等多种方式取得, 因此, 免费游戏玩家与付费玩家同样可充分享受该游戏的乐趣。

图 22: 购买魔酒 (Mojo) 及实际消费流程



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理



图 23: 《小小帝国》在美国 Google Play 畅销排行榜历史排名



资料来源: AppAnnie、国信证券经济研究所整理

经过两年来的精心运营与升级优化,《小小帝国》的游戏玩家规模持续提升。截至 2013 年 6 月,该游戏在全球的注册用户数已超过 800 万,游戏玩家分布在 200 多个国家和地区,月活跃用户数过百万,2013 年上半年月均充值金额达到 900 万元。

表 8: 《小小帝国》营运情况

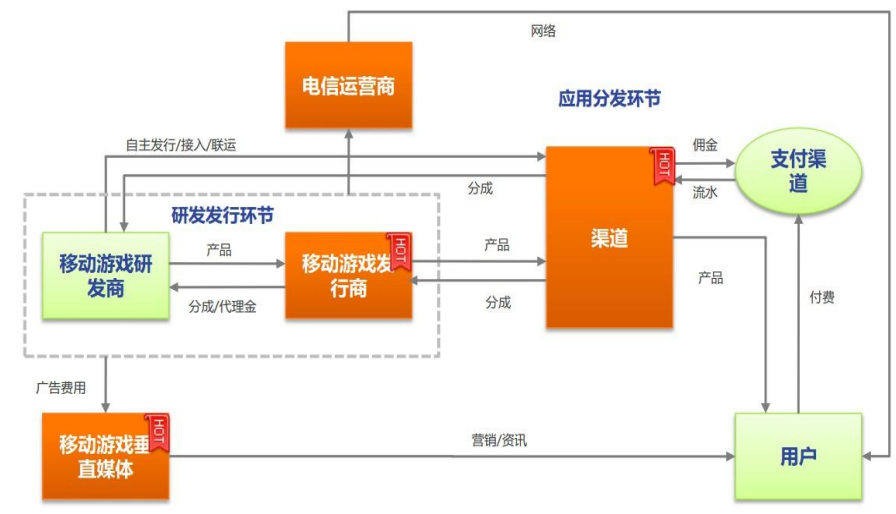
期间	日均活跃用户数	月均活跃用户数	月均付费玩家数量	月 ARPU 值 (元)
2013 年 1-6 月	192,280	883,166	20,721	435
2012 年度	174,867	900,116	10,534	249

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

优秀的手游制作能力,助力公司 UGAME 海外游戏平台

2013 年 Q1, 移动游戏收入大约占据了 Google Play 总营收的 80%和 Apple AppStore 的 70%,移动游戏已发展成为移动应用市场的主要收入来源及快速发展的主要驱动因素。

图 24: 移动游戏产业链



资料来源: 易观智库、国信证券经济研究所整理

2013年下半年以来,公司UGAME推进迅速,逐步完成了其海外游戏平台发展战略的初步布局。公司对于游戏内容的理解也一步步加深,可以看到:7月份与印度的合作中还没有涉及到游戏平台的条款;10月、12月与菲律宾、越南的合作虽然涉及到了游戏平台,但是对于游戏内容引进方面,要么还暂未提及,要么公司所占优势不大;直到今年1月份与印尼的合作中,合同条款首次规定:内容引进部分,由引进方享有并分配。

**表 9: 合同细则解读**

合作	游戏平台相关合同条款	解读
2013年7月 印度	无	
2013年10月 菲律宾、	平台产生的收入根据畅销类、普通类游戏按照相应比例进行分配。平台应用内容由智桥资讯公司提供或引入的情况下,移动电话运营商及EGG公司分成比例为36.5%(畅销类)或42.5%(普通类);智桥资讯公司分成比例为63.5%(畅销类)或57.5%(普通类),并直接支付给智桥资讯公司,由智桥资讯公司确定与内容开发商的分配比例。若平台应用内容由EGG公司引入的情况下,智桥资讯公司分成比例为13.5%或17.5%。(畅销类指高度适销、受欢迎或仅能在环球电信公司商店里获取的游戏;普通类指畅销类意外的游戏)	由公司子公司引进的平台内容,畅销类分成63.5%,非畅销类分成57.5%
2013年12月 越南、	游戏平台产生的收入(从终端用户获得的收入)中,Vivas公司享有11%;Red Trust公司享有14%;关于内容引进(CP)的商务事宜,另行商谈确定后签署商务合同。	公司分成比例14%,另有CP分成没有涉及
2014年1月 印尼、	平台产品产生的净收入按照比例进行分成,其中移动运营商30%;MKU公司与智桥资讯公司根据收入递增区间采取不同阶梯比例的方式,其中MKU公司为15%至8%,智桥资讯公司为15%至22%;对于内容引进部分,则由引进方享有并分配。	平台产品产生的净收入泰岳子公司分成15%至22%,对于内容引进部分,由引进方享有并分配

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

这一规定,将大大提高合作双方对内容引进的积极性,对于即将完成收购壳木软件100%股权的公司无疑是一大福音。壳木软件拥有优秀的手游制作能力、成功的海外推广经验,未来,如果公司顺利将其内容引入到海外平台之中,将为公司带来不可估量的游戏内容收入。

**表 10: 《小小帝国》游戏不同语言版本的收入情况(万)**

语言版本	2013年1-6月		2012年度		2011年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例
简体中文	962.87	23.87%	314.41	15.09%	4.36	33.18%
繁体中文	1,604.64	39.78%	633.24	30.39%	-	-
英语	1,463.28	36.28%	1,101.41	52.87%	8.78	66.82%
韩语(由昆仑在线联合运营)	2.97	0.07%	34.35	1.65%	-	-
合计	4,033.76	100.00%	2,083.40	100.00%	13.14	100.00%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

2013年1-6月天津壳木实现营业收入4118.67万元,净利润3363.03万元。得益于:

### 1、游戏收入分成比例高;

壳木软件的游戏产品在Google CheckOut、Apple AppStore等境外渠道上的收入分成比例达到70%,在境内主要采用支付宝和MO9等第三方支付渠道,其分成比例亦高于90%。

### 2、游戏云服务器的租赁成本相对较低;

**表 11: 两种服务器方案比较**

项目	传统服务器业务	云服务器租用服务
投入成本	高额的综合信息化成本投入	按需付费,有效降低综合成本
产品性能	难以确保获得持续可控的产品性能	硬件资源的隔离+独享带宽
管理能力	日趋复杂的业务管理难度	集中化的远程管理平台+多级业务备份
扩展能力	服务环境缺乏灵活的业务弹性	快速的业务部署与配置、规模的弹性扩展能力

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3、整体规模相对较小,日常运营支出少;

### 4、较好的游戏发行推广渠道。

使得壳木软件净利率普遍高于市场上其他游戏公司，达到了 80% 以上。

表 12: 壳木软件与其它游戏公司盈利情况比较

期间	项目	动网先锋	银汉科技	掌趣科技	中青宝	壳木软件
2013 年 1-6 月	营业收入 (万元)		9,517.66	12839.87	11,427.28	4,118.67
	净利润 (万元)		5,310.44	4500.67	1,751.30	3,363.03
	销售净利率		55.80%	35.05%	15.33%	81.65%
2012 年度	营业收入 (万元)	15,205.31	4,278.17	22,536.30	18,498.84	2,224.11
	净利润 (万元)	5,661.33	639.57	8,230.00	1,669.20	1,352.90
	销售净利率	37.23%	14.95%	36.52%	9.02%	60.83%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 25: 2013 年投资并购事件整理

时间	买方	行业	卖方	类型	金额 (亿元)	收购股份比例	PE
2013.2.1	掌趣科技	游戏	动网先锋	页游	8.1	100%	14
2013.4.1	浙报传媒	传媒	边锋集团	端游	32	100%	22
2013.4.25	朗玛信息	软件	网阳娱乐	手游	0.02	35%	/
2013.5.22	华策影视	影视	幻游互动	手游	0.048	20%	/
2013.6.26	大唐电信	电信	要玩	页游	16.99	100%	14
2013.7.16	旋极信息	软件	索乐软件	手游	0.567	18%	/
2013.7.24	华谊兄弟	影视	银汉	手游	6.72	51%	16
2013.8.6	朗玛信息	软件	梦城互动	手游	0.03	35%	/
2013.8.9	博瑞传播	传媒	漫游谷	页游	10.36	70%	7
2013.8.14	中青宝	游戏	美峰数码	手游	3.57	51%	9
2013.8.13	中青宝	游戏	苏摩	页游、手游	0.875	51%	7
2013.8.21	凤凰传媒	传媒	慕和网络	手游	3.1	64%	10
2013.8.23	神州泰岳	软件	壳木软件	手游	12.15	100%	16
2013.8.26	天舟文化	传媒	神奇时代	手游	12.54	100%	15
2013.10.9	顺荣股份	制造	37wan	页游	19.25	60%	15
2013.10.15	掌趣科技	游戏	玩蟹科技	手游	17.39	100%	14
2013.10.15	掌趣科技	游戏	上游信息	页游	8.14	70%	12
2013.10.23	奥飞动漫	动漫	方寸/爱乐游	手游	6.92	100%	13
2013.10.23	梅花伞	制造	游族	页游	38.67	100%	/

资料来源: 易观智库、国信证券经济研究所整理

结合 2013 年以来市场上游戏公司的投资并购案例来看，本次公司的收购对价虽然的确不算便宜，但考虑到：

- 1、最新数据显示，壳木软件的月营收早已过千万，按照每月 1300 万营收、75% 的净利润保守计算，2014 年壳木软件对公司的利润贡献将达到 1.17 亿，极有可能超预期（壳木软件 13-16 年净利润承诺 0.8 亿、1.1 亿、1.5 亿、2 亿）；
- 2、壳木软件与公司 UGAME 海外游戏平台的相互促进效应；
- 3、全球移动游戏市场不可阻挡的扩张趋势。

本次收购的落实，将为公司移动游戏内容添砖加瓦，长期有利于公司海外平台战略。

## 维持“推荐”评级

当前公司正在着力走出海外，进入当地电信市场做融合通信业务，我们预计这一步骤短期不会停止，公司将大踏步前进海外市场同时会大力推进互联网增值板块如游戏平台的建设。

随着公司与奇虎 360 国际业务进一步的紧密融合，游戏平台在海外国家如菲律宾、越南等地的陆续落地，公司的业绩将一步一步得到夯实，业绩弹性也将陆续体现。

我们看好公司愈来愈明的平台价值、清晰的扩张步伐以及有序的业务增长模式，保守预计 2014 年 EPS 为 1.20 元（乐观预计在 1.30 元，我们或将适时上调盈利预测），维持“推荐”评级，维持短期目标价为 42.18 元不变。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1376	1598	1860	2320	营业收入	1410	1830	2406	3183
应收款项	721	887	1100	1368	营业成本	496	786	1063	1417
存货净额	105	161	211	272	营业税金及附加	12	16	21	28
其他流动资产	38	48	64	85	销售费用	85	101	125	159
<b>流动资产合计</b>	<b>2241</b>	<b>2695</b>	<b>3236</b>	<b>4044</b>	管理费用	430	426	531	670
固定资产	357	352	328	301	财务费用	(30)	(22)	(17)	(10)
无形资产及其他	61	60	58	57	投资收益	10	12	15	18
投资性房地产	461	461	461	461	资产减值及公允价值变动	(17)	(17)	(17)	(17)
长期股权投资	396	474	552	630	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3517</b>	<b>4042</b>	<b>4635</b>	<b>5493</b>	营业利润	410	519	682	921
短期借款及交易性金融负债	11	0	0	0	营业外净收支	35	42	42	42
应付款项	64	162	180	268	<b>利润总额</b>	<b>445</b>	<b>561</b>	<b>724</b>	<b>963</b>
其他流动负债	208	272	358	469	所得税费用	18	23	30	39
<b>流动负债合计</b>	<b>283</b>	<b>433</b>	<b>537</b>	<b>738</b>	少数股东损益	(2)	8	10	12
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>429</b>	<b>530</b>	<b>684</b>	<b>912</b>
其他长期负债	21	1	(19)	(39)					
<b>长期负债合计</b>	<b>21</b>	<b>1</b>	<b>(19)</b>	<b>(39)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>304</b>	<b>434</b>	<b>518</b>	<b>698</b>	净利润	429	530	684	912
少数股东权益	21	27	34	42	资产减值准备	0	(17)	0	0
股东权益	3192	3581	4083	4752	折旧摊销	33	36	39	41
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3517</b>	<b>4042</b>	<b>4635</b>	<b>5493</b>	公允价值变动损失	17	17	17	17
					财务费用	(30)	(22)	(17)	(10)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(258)	(107)	(195)	(168)
每股收益	1.12	0.86	1.12	1.49	其它	(1)	23	7	9
每股红利	0.30	0.23	0.30	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>220</b>	<b>483</b>	<b>552</b>	<b>811</b>
每股净资产	8.33	5.84	6.66	7.75	资本开支	(35)	(30)	(30)	(30)
ROIC	14%	18%	24%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	13%	15%	17%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(112)</b>	<b>(108)</b>	<b>(108)</b>	<b>(108)</b>
毛利率	65%	57%	56%	55%	权益性融资	42	0	0	0
EBIT Margin	27%	27%	28%	29%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	29%	29%	30%	支付股利、利息	(114)	(141)	(182)	(243)
收入增长	22%	30%	31%	32%	其它融资现金流	88	(11)	0	0
净利润增长率	21%	24%	29%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(98)</b>	<b>(153)</b>	<b>(182)</b>	<b>(243)</b>
资产负债率	9%	11%	12%	13%	<b>现金净变动</b>	<b>10</b>	<b>222</b>	<b>262</b>	<b>460</b>
息率	1%	1%	1%	2%	货币资金的期初余额	1367	1376	1598	1860
P/E	34.3	44.4	34.4	25.8	货币资金的期末余额	1376	1598	1860	2320
P/B	4.6	6.6	5.8	5.0	企业自由现金流	124	381	453	716
EV/EBITDA	35.8	44.6	34.1	25.5	权益自由现金流	213	390	469	726

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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±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±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。



