



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：游戏帝国、行业龙头，产业链布局及人才引进超预期

掌趣科技(300315.CH/人民币 26.49, 未有评级)近日召开投资者交流会,明确定位于国际化的游戏龙头,拟覆盖手游、页游、电视游戏(上游产品进入 xbox 平台,掌趣代理的《黑暗光年》进入 TCL 智能电视平台)、端游所有细分市场(端游将在合适时机和条件成熟后由投资方式介入)。2016 年拟达到百亿元产品流水和 20 亿元利润规模——相当于 2014 年的 3 倍左右。发展策略包括“全产业链+国际化”,“内生+外延”,“精品化、全球化、平台化、泛娱乐”。现阶段研发和发行优于平台布局,国际化涉及产品出海和海外并购投资两方面。投资将注重“龙头效应”、“协同效应”、“规模效应”,明确“持续并购”,还将灵活运用并购基金等方式,我们预计并购还将有较大业绩弹性。

动网等 3 家公司 2014 年对赌业绩的完成预期良好,关注动网《称霸天下》页游、《战龙三国》手游等。玩蟹的《恶魔地下城》、《执掌江山》,此外与掌趣共同拿下 SNK 的 KOF 版权。上游侧重于精品策略和多点开花。小掌趣研发负责人铁雷和《Q 神传说》、《昆仑》、《真实竞速 CTCC》、《3D 坦克争霸》产品描述超预期。新成立的集团业务管理部将在 IP、财务、法务等方面给予支撑,促进协同。公司已引入研发、发行、投资、财务、法务等方面人才。

我们非常看好公司的全产业链发展思路,这将保障其占住更大市场份额、畅享行业景气度,看好掌趣投资团队的眼光和执行力。后续需关注下半年《恶魔地下城》、《回到三国志》、《我名悟空》、《战龙三国》手游等各公司重点产品上线情况,上一轮并购配套融资及潜在并购预期以及创业板再融资开闸。当前总市值 205 亿元人民币,预计 2014 年备考市盈率约 25 倍左右。

## 一、定位和目标：国际游戏巨头、2016 年百亿流水和 20 亿利润

### 1、国内市场分析

2014 年第一季度,中国移动游戏销售收入 44.1 亿元,环比增长 39.9%。2014 年中国手游保守预测为 220-250 亿元,页游 210.36 亿元,端游 702.35 亿元,电视游戏 240 亿元。

掌趣科技目前的主要业务是手游和页游,端游少。公司未来打算找准机会,以资本方式介入端游。掌趣科技的发展模式是追求全产业链发展,未来会形成手游、页游、端游以及电视游戏的全面覆盖。

2014 年全球游戏规模预测为 930 亿美元:其中手游大概 200 亿美元,页游 100 亿美元,电视游戏 380 亿美元,PC 端游 250 亿美元。

掌趣科技目标定位是成为全球领先的游戏开发商和发行商。到 2016 年，流水额达到 100 亿元以上(目标是 120-150 亿元，六七成是内生增长，市占率 12-15%，现在市占率 8-9%)，净利润达到 20 亿元以上。掌趣科技采取双引擎驱动模式，内生增长+外部延伸。经营策略包括精品化、全球化、平台化、泛娱乐。在公司内部，不断提高自身的研发能力，加强自主创新；在外部通过并购一些企业和资本介入，达到产业链的整合，形成协同效应，从而迅速扩大公司的市场规模。在产品方面，掌趣科技坚持精品化产品战略，通过少量的精品游戏，迅速打开市场，形成口碑效应。从而为公司实现全球化经营、平台化经营打下坚实的基础。

## 2、全产业链整合

### 产品端：IP+自研+代理+投资孵化

IP 目前主要是从日韩和欧美引进。例如跟日本的 SNK 合作，取得拳皇的版权；另外公司也打算从影视、动漫以及网络文学等获取版权，例如盗墓笔记、昆仑沧海。自研：主要有小掌趣、动网、玩蟹、上游等品牌。代理：2014 年跟墨麟合作，打算进入韩国市场。以代理发行来规避自研产品的空白档期，降低由自研产品波动所带来的波动。投资孵化：公司打算正式建立一支 1-2 亿元规模的早期基金，专门做团队和项目孵化，作为公司的先行军进入市场，为公司实现并购或者资本进入打下基础。

### 发行端：国内+国际+媒体平台

国内投资了 iOS 发行商筑巢、线下的安卓手机预装渠道；国际建立起韩国本地化发行团队，台湾团队也将建立，同时投资了欧美市场的 NOXMobile，后续还将布局日本和第三世界国家，实行本土化策略。媒体平台方面投资了“游戏多”等。

### 平台：远期靠资本来布局

公司目前的主要资源都集中在产品和发行，不愿意过早的平台化，以避免和其他大平台形成冲突。先把产品和发行做大，最后通过资本介入和投资并购来完善平台的布局。

## 3、全球化布局

2013 年全球移动游戏 122 亿美元，其中智能手机游戏收入 85 亿美元。亚太地区占总收入的 48%，北美 24%，欧洲 24%，拉丁美洲 4%。掌趣科技全球化布局的下一阶段包括日本和第三世界国家。

## 二、回顾过去：全产业链整合，协同效应

### 1、产业链整合四方面

产业链整合主要包括：IP 版权共享、产品技术资源共享、优势渠道共享、集团品牌资源共享四大方面。1) IP 版权共享是指集团公司从外拿版权，然后在内部分配——例如玩蟹代理 KOF；2) 产品技术资源共享是指整合产品和技术资源，互通有无，提高研发效率；3) 优势渠道共享是指各分公司渠道协同互补，形成全平台发行；4) 集团品牌资源共享是指组建集团市场中心，升级企业 VI，整合集团品牌形象——例如 2014ChinaJoy 将组团参展，从而形成品牌效应，使公司产品容易打入市场。掌趣科技未来希望加内容上和发行上的布局，打通产业链的各个环节。

## 2、现有布局的品牌及方向

CP布局：掌趣、动网、玩蟹、上游、涵凌、炫动、云悦

发行布局：筑巢、NOX等

版权布局：欢瑞世纪、其他网络文学、海内外动漫企业等

## 3、集团业务整合部的设立：业务整合+管理支持

公司单独成立了集团业务整合部来管理小掌趣和其他子公司，促进业务层面的协同和资源优化配置；辅之以支撑管理平台，在人力资源、财务管理和法务管理等多方面支持下属公司发展。

## 三、展望未来：精品大作

### 1、动网：腾讯开放平台第一、月流水7,000万、业绩对赌无压力

四大页游新品：

- 1) 《称霸天下》：360独代，目前正在360和37wan公测，数据表现还不错，给予相对更高的目标。
- 2) 《石器时代》：准备6月上线测试，预计在7-8月开放收费。目前在中国大陆、台湾地区有非常多的合作伙伴感兴趣，IP在目前老的玩家里面比较受欢迎，台湾等市场值得期待。
- 3) 《魔战》：西方魔幻题材，拟全球发行，目前在腾讯平台上进行封闭性测试，与海外代理商接洽。
- 4) 《战痕天下》3D：准备7-8月上线。

手游新品：

- 1) 《战龙三国》手游：与墨麟合作研发，陈墨担当制作人，与页游版权一起授权腾讯独代。预计7-8月上线。
- 2) 《节操英雄》：休闲类格斗游戏。

成长性：

去年1月份的流水达3,000-4,000万，最高达7,000万，在腾讯平台上排名第一。根据公司产品目前的流水状况，即使没有新产品的发行，老产品的自然增长也可以完成上市公司所要求的利润承诺。

### 2、玩蟹科技：《大掌门》生命周期超预期，关注两大重量级产品

- 1) 《恶魔地下城》：回合策略RPG，3D回合战斗，西方魔幻题材，属于重度游戏，面对全球市场。
- 2) 《执掌天下》：中国题材的战略游戏，希望覆盖1/4-1/3玩家、SLG用户、RPG用户、光荣游戏玩家等，强互动、强竞技。趣味多样，具有历史感的战斗形式。预计比《大掌门》收益还好，场面比较壮观。
- 3) 《大掌门》：最高月流水5,000多万元，目前3,000多万元，已经超预期。后续准备在越南、东南亚、泰国陆续上线，还将增长。
- 4) 《乱世曲》：正在调数值，做产品迭代。

### 3、上游：全球战略+手游+页游

- 1) 全球战略：借助掌趣的发行网络，在亚洲代理发行，在欧美自运营。代理塔防类的欧美风格产品。海外分公司 Upstream 的《Road to Hero》获 FB 重点推荐。
- 2) 手机游戏：60%的资源投入研发，布局 HTML5 代理发行，例如《DOTA 战神》属手游一流水平的产品。自研手游《街机三国志》，6月初开始收费测试。
- 3) 网页游戏：研发重度精品游戏，希望布局更丰富、更完整；代理发行优质游戏，经过两年积累具有足够力量。2014 年代发《暗黑之神》，登陆腾讯开放平台。《塔防三国志》在腾讯页游节单日流水 1,000 万元，月流水 3,000 多万元。自研的《回到三国志》，精品化策略打磨，SLG+卡牌+RPG，希望是 5,000 万流水规模的量级。

### 4、小掌趣：完美前高管铁雷领头

- 1) 卡牌产品序列《Q 神传说》：U3D 引擎，经典 TCG 集换式卡牌，华丽 3D，很萌（以覆盖更大手游用户群），丰富的 PVE PVP 战斗，卡牌收集合成的乐趣与策略性（还可以延展到线下），比较像《炉石传说》，把卡牌游戏门槛提高了。准备下半年推出。——铁雷的团队，曾获 Unity 大赛相关组的第一名，判断掌趣科技在 U3D 引擎方面的技术研发将领先。
- 2) ARPG 系列《昆仑》：比较好的 IP，写实人物设定，行业一流 U3D 研发团队，真实物理系统带来的极致战斗爽快感受，轻操作模式下（操控很简单）的强烈格斗体验，友好而丰富的游戏系统，定制设计，多人互动，合作模式系的 PVE PVP 玩法。
- 3) 竞技产品系列《真实竞速 CTCC》：现阶段线上测试数据很好，在调数据以各个渠道大范围推广，有厂商代理希望到海外。中国房车竞标赛官方授权，真实赛事、赛车、赛道、车手、调教、改装、驾驶等环节仿真还原，自主高效 3D 引擎，覆盖 86%以上智能机型。中移动已经上线测试，数据很好，2013 年新加入掌趣的杨帆（音译）将主导运营商渠道的发行推广。将有高品质的大版本，和通用的小版本。
- 4) FPS 竞技系列《3D 坦克争霸》：FPS 坦克竞技。国内研发的首款拟真级 3D 坦克竞技手游，多人 PVP 战场、宏大的战斗场面。希望跟太重度的产品有些区分，强调热血、爽快，不增加操控难度。

### 四、掌趣的代理发行策略：精品为重，2,000 万以上流水要求

- 1) 《我名悟空》：是墨麟集团的重点手游产品，陈墨担当制作人，即将在国内发行，ARPG+卡牌。操作和体验上创新。点划触摸屏的轻操作，注重碎片化离线交互。付费点设计，借鉴月流水过亿元的《大闹天宫 OL》的女儿国的侍宠等设计。
- 2) 《崩坏学园 2》：韩国发行，ACG 二次元题材，国内一直 10-15 名排名，很不错，预期较好。

### 五、围绕公司战略、持续投资并购：龙头效应、协同效应、规模效应

龙头效应：寻找团队第一集团军，拭目以待下一个标的。只有行业第一集团军才能进入掌趣。

协同效应：伴随“小伙伴的增加”，整合优势资源，业务协同。

规模效应：持续并购后论及规模效应，越大越稳定。减少受单一公司波动的影响。

并购基金安排：将有与金山等合作的早期基金、自建的早期基金、对外合作的成长期项目基金、海外并购基金等。早期项目希望能够规避信息披露和对上市公司财务报表的影响。希望每个大约是300-500万元融资额，孵化好产品，未来成为公司并购标的。成长期项目，可能每个是3,000-5,000万元投资额，类似于欢瑞世纪，拿内容资源版权做协同以及pre-IPO等财务回报。海外并购，将考虑美元或双币基金。国内并购，若对方需要先支付一笔现金，还可以动用夹层基金来做。从并购领域而言，游戏领域以掌趣为主体，相关领域可以通过不同阶段不同领域的基金来做。公司后续将给出创新性的海外并购案例。



### 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
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