

正在从游戏龙头跃升为泛娱乐帝国

掌趣科技(300315.SZ)

推荐 (首次评级)

核心观点:

● 推荐逻辑:

掌趣科技在近年来内生强劲增长的基础上,践行“大IP”、“精品化、平台化、全球化、泛娱乐化”的发展战略,不断地进行并购和参股投资,从上游IP培育和获取,中游研发,到下游的发行和变现,并且抢先布局下一代计算平台——VR产业,我们认为一个泛娱乐帝国已经悄然成型。

● 游戏研发实力出众,2016年预计业绩大概率爆发

1) 根据易观智库数据,2015年,掌趣集团占据中国移动游戏研发企业中排名第三,市场份额为6.6%,仅次于腾讯和网易。在网页游戏研发和移动游戏的发行方面,分别排名第六和第八。

2) 2015年,掌趣科技的营收主要来自于《不良人》和《拳皇98终极之战OL》,2016年,掌趣储备了多款S级产品,并表天马时空旗下《全民奇迹》,我们预计2016年将是掌趣科技业绩大爆发之年。

● 从游戏公司驶向整个泛娱乐蓝海

1) 掌趣科技先后入股掌阅iReader、大神圈和掌上纵横,深耕上游IP储备。11亿元大手笔入股韩国网禅,为继续取得奇迹IP的使用提供保证,同时也为进军海外市场打下基础,我们表示强烈看好。

2) 掌趣科技分别于2015年8月和2016年1月入股Bilibili和体育之窗,又与联众一起投资网鱼网咖等,正在广泛布局二次元和电竞领域。

● 入股乐客VR,战略布局下一代计算平台

2015年被认为是中国虚拟现实的“元年”,2016年将是VR爆发的元年。掌趣参股的Unity是VR平台游戏开发的核心,目前市场占有率达90%;参股的乐客VR是目前国内最大的虚拟现实线下体验平台。我们预计,公司后续还会将有一系列的投资动作,以在VR大潮中占领市场先机。

主要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	774.76	1120.31	2052.52	2693.72
EBITDA(百万元)	430	564	1115	1499
收入增长率%	103.62%	44.6%	83.21%	31.24%
净利润(百万元)	330.59	478.21	982.89	1293.95
摊薄EPS(元)	0.13	0.19	0.4	0.52
PE	48.04	63.1	30.7	23.32
EV/EBITDA(X)	100.31	48.81	26.38	20.58
PB	3.98	6.81	9.91	15.09
ROIC	0.071	0.1	0.275	0.375
总资产周转率	0.22	0.22	0.47	0.72

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

分析师

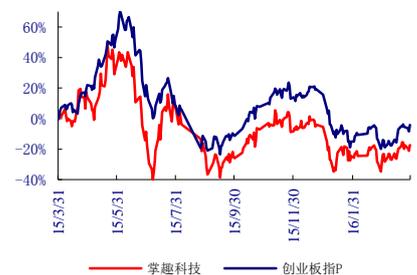
胡皓
021-20252665
huhao_yj@ChinaStock.com.cn
职业证书编号: S0130511100005
郝艳辉
010-66568589
haoyanhui@chinastock.com.cn
职业证书编号: S0130515070002

特此鸣谢: 贾明乐

市场数据 2016-04-05

A股收盘价(元)	12.49
A股一年内最高价(元)	41.81
A股一年内最低价(元)	8.02
上证指数	3053.07
市盈率	63.1
总股本(万股)	277385.09
实际流通A股(万股)	161406.86
流通A股市值(亿元)	118347.07

相对创业板指数表现图



资料来源:中国银河证券研究部

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

游戏主业: 手游行业前一阶段的驱动因素主要为智能机渗透率提升带来的手游玩家的增多, 未来将受益于手游产品“从轻到重”、ARPU 值稳步提高的过程。

泛娱乐: 中国人均 GDP 已经达到接近 5 万元的水平, 未来宏观经济增速下滑将刺激人们加大对娱乐产品的消费, 即“口红效应”。

我们假设掌趣科技 2015-2017 年毛利率、净利率基本保持稳定, 预计 2015-2017 年的营收增长率分别为 44.6%、83.21% 和 31.24%。

我们与市场不同的观点:

我们认为:

首先, 经过激烈的市场竞争, 掌趣科技已经稳因了自己的地位, 成为事实上的手游研发和发行的一线厂商, 并且开始进军海外游戏市场。

其次, 公司近年来凭借手游业务的高流水不断进行外延布局, 从上游 IP 培育和获取, 中游研发, 到下游的发行和变现, 并且抢先布局下一代计算平台——VR 产业, 我们认为一个泛娱乐帝国已经悄然成型。

估值与投资建议:

预计公司 2015-2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 4.78 亿元、9.82 亿元和 12.94 亿元, 对应 EPS 分别为 0.19 元、0.40 元和 0.52 元。

参考 A 股游戏行业上市公司平均估值, 结合公司海外收入占比较大的情况, 给予掌趣科技 2016 年 40 倍-45 倍 PE, 合理股价区间在 16 元-18 元, 给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

- 1) 2016 年多款 S 级手游产品上线后流水超预期;
- 2) 公司未来或会在 VR 产业链继续投资布局。

主要风险因素:

- 1) 游戏产品上线后流水情况或不达预期;
- 2) 并购可能失败的风险;
- 3) 持续并购或导致公司管理成本的上升。

目录

一、掌趣科技：杀出红海的中国游戏巨头.....	5
（一）中国仅次于腾讯和网易的第三大手游研发商.....	5
（二）2016 年储备丰富，多款游戏或成爆款.....	6
（三）收购天马时空，《全民奇迹》纳入麾下.....	8
二、从游戏公司驶向整个泛娱乐蓝海.....	10
（一）文学 IP 日益成为娱乐产业的关键.....	10
（二）投资掌阅、大神圈和掌上纵横，积极布局优质 IP.....	11
（三）二次元和电竞，泛娱乐产业链的横向延伸.....	13
三、全球争雄，进军海外市场.....	17
（一）明确看好中国手游业的出海前景.....	17
（二）大手笔入股韩国网禅，迈出实质性的一步.....	18
四、抢占先机，战略布局 VR 产业.....	20
（一）VR 是下一代互联网，市场正在爆发.....	20
（二）参股游戏开发引擎 Unity.....	20
（三）入股乐客，布局 VR 线下体验平台.....	21
五、盈利预测与估值.....	23
六、风险提示.....	23
七、附录：.....	24
（一）公司财务预测表.....	24
（二）公司估值表.....	25

插图目录

图 1: 掌趣集团的投资布局图	5
图 2: 2015Q4 中国移动游戏研发企业 (CP) 市场竞争格局	5
图 3: 2015 年中国移动游戏研发企业 (CP) 市场竞争格局	5
图 4: 2015Q1 中国网页游戏研发厂商竞争格局	6
图 5: 2015Q1 移动游戏发行商竞争格局	6
图 6: 掌趣科技历年营业收入	6
图 7: 掌趣科技历年净利润	6
图 8: 《不良人》iOS 排名截图	7
图 9: 《拳皇 98 终极之战 OL》iOS 排名截图	7
图 10: 天马时空分游戏产品的营业收入(百万元)	8
图 11: 《全民奇迹》月流水(百万元)	8
图 12: 《全民奇迹》海外市场情况	8
图 13: 泛娱乐产业链层次及市场规模	10
图 14: 国内网文 IP 手游数量概况	10
图 15: 2014 年手游下载 TOP 100 的 IP 分部情况	10
图 16: 2015 年手机网游中 IP 手游占比	11
图 17: 2015 年 IP 网游的 IP 来源分布	11
图 18: 文学类 IP 手游版权使用分布	11
图 19: 大神圈主要产品图	12
图 20: 掌阅科技 2008-2016 年大事记	12
图 21: 2015Q4 中国移动阅读市场竞争格局	13
图 22: 2015Q4 中国主流移动阅读平台内容规模	13
图 23: 掌上纵横版权合作	13
图 24: 体育之窗的优势	14
图 25: 体育之窗主营业务收入(百万元)	15
图 26: 体育之窗净利润(百万元)	15
图 27: 网鱼电竞馆实景图	15
图 28: 联盟电竞成立发布会	15
图 29: 五大游戏直播平台百度指数对比	16
图 30: 全球游戏市场规模及增速(亿美元)	17
图 31: 中国自主研发网络游戏的海外出口实际销售收入	17
图 32: 2014 年中国出口海外网络游戏产品格局	17
图 33: 掌趣科技国内外营业收入 (百万)	18
图 34: 网禅公司主要产品图	18
图 35: 韩国网禅的营业收入情况(亿韩元)	19
图 36: 韩国网禅的净利润情况(亿韩元)	19
图 37: 2015-2016 中国虚拟现实行业市场规模及预测	20
图 38: 中国 VR 重度用户平均每天使用 VR 设备时长分布	20
图 39: VR/AR 未来市场规模预测(十亿美元)	20

图 40: Unity 市场份额.....	21
图 41: Unity 注册开发者数量(万人).....	21
图 42: 各国开发者在 3D 引擎使用上的差别.....	21
图 43: 乐客 VR 主要产品图.....	22

表格目录

表 1: 《拳皇 98 终极之战 OL》的用户和营收数字.....	6
表 2: 掌趣科技 2016 主要 IP 作品.....	7
表 3: 2015Q1~Q3 iOS 畅销榜排名前十游戏榜单(中国).....	9
表 4: 大神圈当红作者作品集.....	12
表 5: Bilibili 弹幕网各板块主要内容.....	14
表 6: 掌趣科技可比公司估值水平比较.....	23

一、掌趣科技：杀出红海的中国游戏巨头

(一) 中国仅次于腾讯和网易的第三大手游研发商

掌趣科技成立于2004年8月，并于2012年5月在创业板上市。近年来，践行“大IP”、“精品化、平台化、全球化、泛娱乐化”的发展战略，不断地进行并购和参股投资，从上游IP培育和获取，中游研发，到下游的发行和变现，一个泛娱乐帝国已经悄然成型。

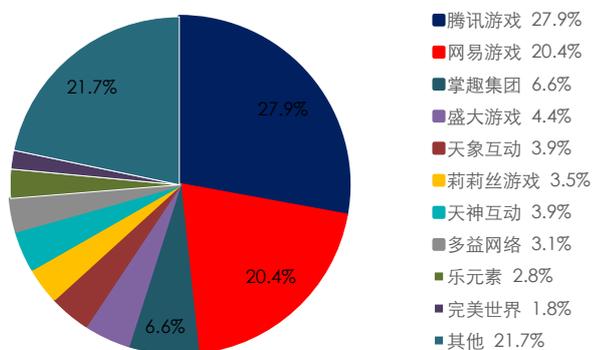
图1：掌趣集团的投资布局图



数据来源：掌趣集团，银河证券研究部

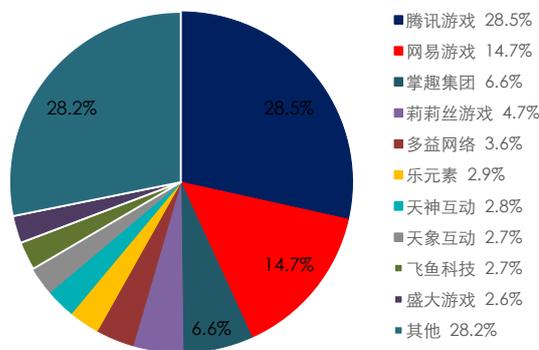
根据易观智库的统计数据，掌趣集团不管是2015年Q4还是2015全年，都牢牢占据中国移动游戏研发企业第三名的位置，市场份额为6.6%，仅次于腾讯和网易。

图2：2015Q4中国移动游戏研发企业（CP）市场竞争格局



数据来源：易观智库，银河证券研究部

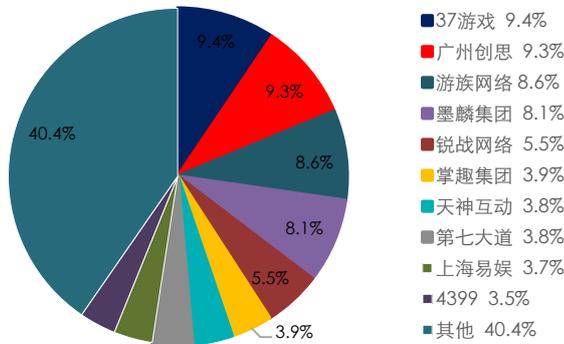
图3：2015年中国移动游戏研发企业（CP）市场竞争格局



数据来源：易观智库，银河证券研究部

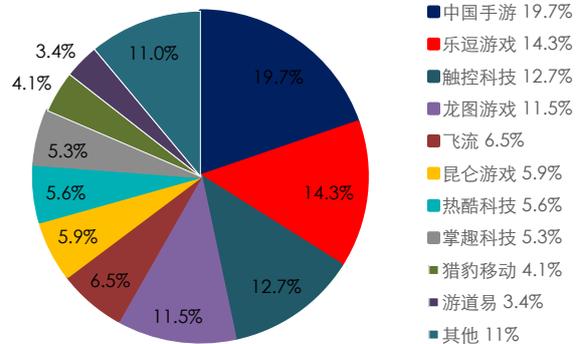
在网页游戏的研发方面，掌趣科技同样表现出色，2015年Q1，掌趣排名第六，市场份额为3.9%。移动游戏发行方面，2015年Q1，掌趣位列第八，市场份额5.3%。

图 4: 2015Q1 中国网页游戏研发厂商竞争格局



数据来源: 易观智库, 银河证券研究部

图 5: 2015Q1 移动游戏发行商竞争格局



数据来源: 易观智库, 银河证券研究部

通过并购整合以及围绕游戏行业产业链的布局，近年来，掌趣科技总营业收入以及净利润保持了持续的增长，2014年实现总营业收入7.75亿元，同比增速达103.6%，实现净利润3.5亿元，同比增速128.1%。

图 6: 掌趣科技历年营业收入



数据来源: Wind, 银河证券研究部

图 7: 掌趣科技历年净利润



数据来源: Wind, 银河证券研究部

(二) 2016 年储备丰富，多款游戏或成爆款

自上市以来，公司发行了多款自研和代理产品，包括《不良人》、《拳皇 98 终极之战 OL》、《石器时代 2-3D 正版》、《终极车神 2》、《穿越吧！主公》、《仙魂》、《灵域》、《莽荒纪》、《饥饿鲨：进化》、《疯狂出租车》等。这些产品均取得了不错的成绩，多款产品进入 iOS 各榜单前列，如《拳皇 98 终极之战 OL》、《不良人》、《石器时代 2-3D 正版》等。

2015 年掌趣科技的营业收入主要来自《不良人》、《拳皇 98 终极之战 OL》这两款游戏，截至 2016 年 1 月 31 日，《拳皇 98 终极之战 OL》已确认收入已达到 26,386.86 万元。

表 1: 《拳皇 98 终极之战 OL》的用户和营收数字

游戏名称	统计期间	用户数量	月平均活跃 用户数量	月均付费 用户数量	月 ARPU 值 (元)	充值流水 (万元)	已确认收入 (万元)
拳皇 98 终极之战 OL	2015. 7. 13- 2016. 1. 31	17, 694, 871	4, 095, 377	429, 621	382. 62	115, 069. 48	26, 386. 86

资料来源: 公司公告, 银河证券研究部

图 8: 《不良人》iOS 排名截图



数据来源: 互联网, 银河证券研究部

图 9: 《拳皇 98 终极之战 OL》iOS 排名截图



数据来源: 互联网, 银河证券研究部

2016 年公司将继续发行多款精品游戏, 主要包括《龙族》、《我们的传奇》、《魔法门之英雄无敌》、《仙剑奇侠传》、《街头篮球》、《初音未来》、《刺客信条》等, 这些游戏均为 S 级 IP 作品或在细分领域有爆发潜质的黑马级产品。

表 2: 掌趣科技 2016 主要 IP 作品

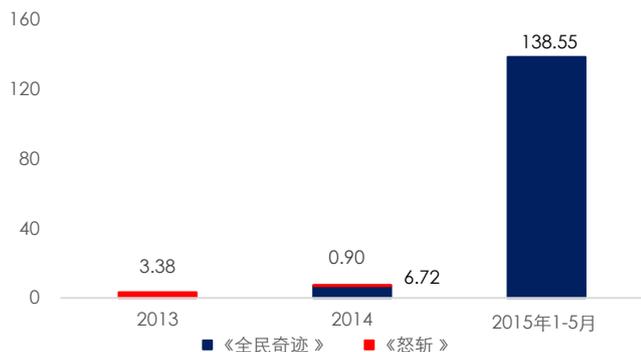
IP	研发团队	授权公司	发行时间	备注
《龙族》	自研	作家江南同名作品改编	2016 年年中	青春幻想小说《龙族》被称为中国哈利波特的故事
《我们的传奇》		WeMade 和盛大	2016 年年中	
《魔法门之英雄无敌》	玩蟹团队	育碧	2016 年年中	70 末 80 初人群中非常热的 IP
《仙剑奇侠传》	玩蟹团队		2016 年年中	和电视剧同步上线
《街头篮球》	自研	JoyCity		体育类游戏, 韩国《街头篮球》端游开发商 JoyCity 大陆唯一正版授权
《初音未来》		日本虚拟歌姬	2016 年 Q3	音乐类游戏
《镇魂街》			2016 年 Q3	有妖气排名前 3 的漫画 IP
《刺客信条》	自研团队			《刺客信条》是主机游戏时代的超 S 级 IP, 2016 年年底电影会在北美上映, 2016 年年底或 2017 年年初在国内上映, 预计《刺客信条》游戏与电影同期上映

数据来源: 银河证券研究部

(三) 收购天马时空,《全民奇迹》纳入麾下

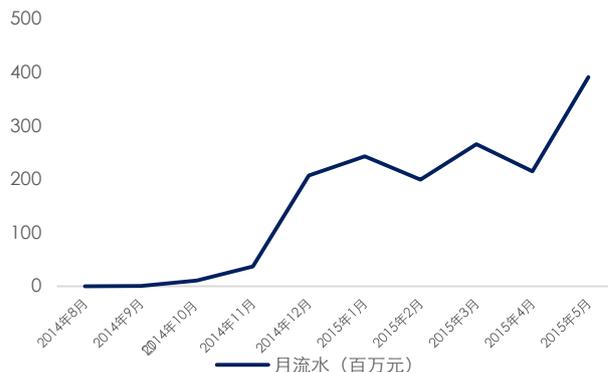
天马时空成立于 2012 年 3 月,作为一家移动游戏和网页游戏研发商,曾开发并运营了 ARPG 类网页游戏《怒斩》和移动游戏《全民奇迹》。其中,《全民奇迹》于 2014 年 10 月 16 日上线,2014 年 12 月便进入 iOS 畅销游戏排行榜前 5 名。

图 10: 天马时空分游戏产品的营业收入(百万元)



数据来源: 公司公告, 银河证券研究部

图 11: 《全民奇迹》月流水(百万元)



数据来源: 公司公告, 银河证券研究部

《全民奇迹》已成为一款现象级的爆款手游。2015 年 9 月 14 日,《全民奇迹》手游在泰国 App Store 上线,未过 24 小时就登顶 iOS 免费榜,位列畅销榜第 2 名,9 月 17 日,成为 iOS 免费榜和畅销榜双冠。在韩国开服 7 小时左右服务器开放 85 组,并取得 T-Store 排名第 1, Google Play 免费榜第 1 的成绩,10 天之后成功登顶 Google Play 畅销榜。在 iOS 畅销榜中,台湾地区表现稳居 Top10 内,香港地区在 Top20 徘徊,在澳门曾有登顶记录。

图 12: 《全民奇迹》海外市场情况



数据来源: 互联网, 银河证券研究部

目前，掌趣科技已完成收购天马时空 80% 的股权，2016 年将全年并表。通过收购天马时空，掌趣科技将获得《全民奇迹》这款产品的流水分成，使得公司在手游大作产品的数量、知名度和产品储备方面继续提升。

值得一提的是，《全民奇迹》、《拳皇 98》自发行之日起就取得了很好的表现，均进入 2015 年第一季度至第三季度畅销榜前 10 名，至今仍然保持着强劲的吸金能力。《全民奇迹》全球流水 2.6 亿元，《拳皇 98 终极之战 OL》全球月流水 2 亿元，其中大陆地区月流水 8000 多万，多数收入主要集中在国际市场。

表 3: 2015Q1~Q3 iOS 畅销榜排名前十游戏榜单（中国）

排名	中文名	玩法类型	是否 IP	IP 类型
1	梦幻西游	回合 RPG	√	端游
2	全民突击	枪战射击		
3	神武 2	回合 RPG	√	
4	全民飞机大战	飞行射击		
5	热血传奇	即时 RPG	√	端游
6	全民奇迹	即时 RPG	√	端游
7	刀塔传奇	卡牌	√	非网游
8	我叫 MT2	卡牌	√	动漫
9	拳皇 98	卡牌	√	非网游
10	三国之刃	模板动作	√	公共

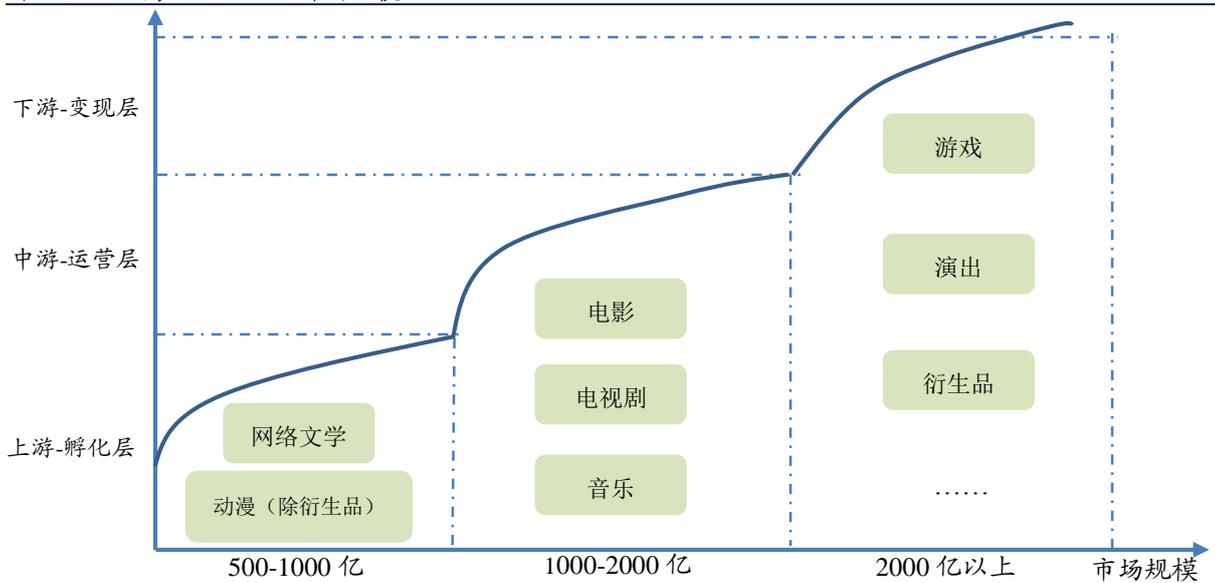
数据来源：互联网，银河证券研究部

二、从游戏公司驶向整个泛娱乐蓝海

(一) 文学 IP 日益成为娱乐产业的关键

2012 年以来，以网络游戏为核心，以影视剧、文学作品、动漫为外延的“泛娱乐”文化概念日渐形成，并逐渐成为行业热点，文化多业态融合与联动成为数字娱乐产业尤其是内容产业的发展趋势。而网络文学作为 IP 的产生源之一，近年来也得到了快速高效的发展。

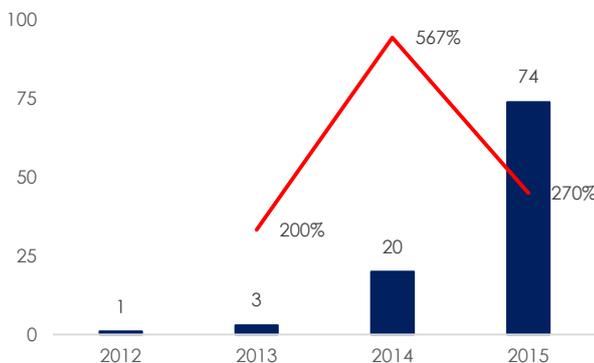
图 13: 泛娱乐产业链层次及市场规模



数据来源：中娱智库，银河证券研究部

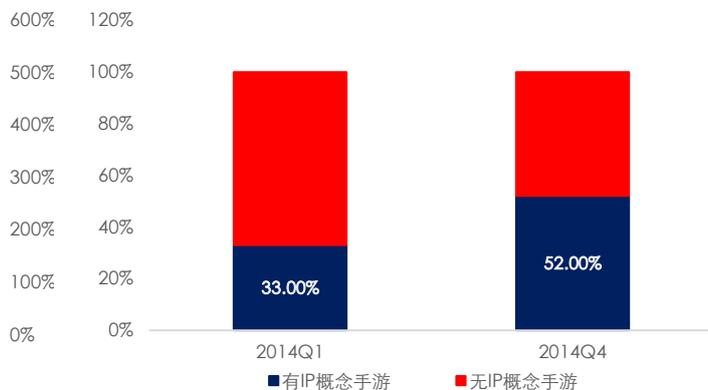
2012 年至 2015 年，国内网络文学类 IP 改编的手游数量连续三年大幅增长，IP 正逐渐成为决定市场份额的胜负手。在 2014 年中，下载量排名前 100 的手机游戏，拥有手机 IP 的比例从 2014 年第一季度的 33% 猛升至 2014 年第四季度的 52%。IP 已经成为广大手游的标配。

图 14: 国内网文 IP 手游数量概况



数据来源：DataEye，银河证券研究部

图 15: 2014 年手游下载 TOP 100 的 IP 分部情况

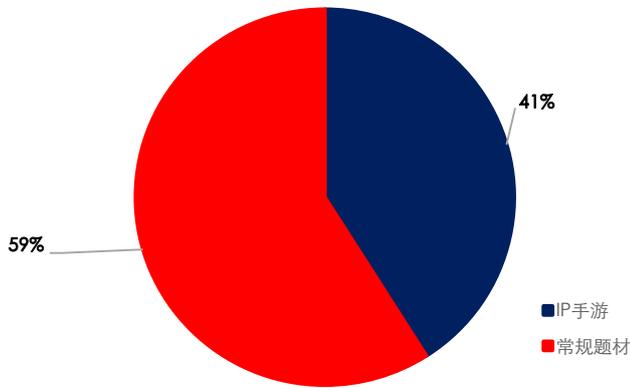


数据来源：《手游行业趋势绿皮书》，银河证券研究部

在整个手游市场中，IP 手游占比为 16%，其中正版 IP 手游约为 4%；而在手机网游中，IP 手游占比高达 41%，在其 IP 来源中经典游戏及其背景占比达到 41%，其次是动漫、影视、

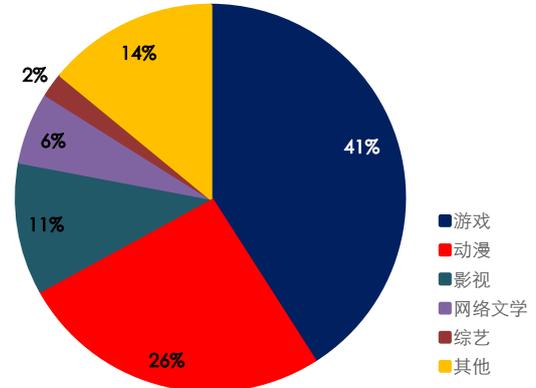
网文和综艺。

图 16: 2015 年手机网游中 IP 手游占比



数据来源: DataEye, 银河证券研究部

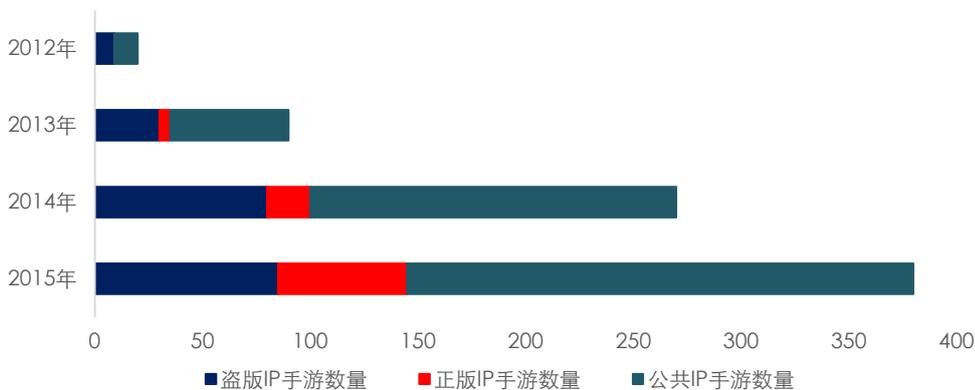
图 17: 2015 年 IP 网游的 IP 来源分布



数据来源: DataEye, 银河证券研究部

随着行业 IP 版权维护意识逐步增强, 文学小说及顶级网文的盗版游戏生存空间日益狭窄, 盗版 IP 手游占比呈现逐年减少的趋势, 而正版 IP 手游占比则逐步提升, 在 2015 年占比已接近 20%, 远超行业 IP 手游平均正版比例。我们预计随着国家对版权的重视和保护, 正版 IP 的授权价格将稳步提升, 因此现阶段对正版 IP 的储备将成为未来致胜的关键。

图 18: 文学类 IP 手游版权使用分布



数据来源: DataEye, 银河证券研究部

(二) 投资掌阅、大神圈和掌上纵横, 积极布局优质 IP

掌趣科技为了布局文学领域优质 IP 资源, 2015 年 11 月又以 5100 万元增资大神圈, 持有 15.14% 的股权, 2016 年 1 月以 3.03 亿元通过国金天吉间接参股掌阅科技, 国金天吉为从事对掌阅科技的投资及管理而设立, 之前曾以 4 亿元价格认购掌阅科技 10% 的股权。

大神圈设立于 2015 年 3 月 6 日, 主要运营和投资国内知名作者作品衍生产品, 经营包括经纪人业务、影视投资、游戏制作发行等业务。

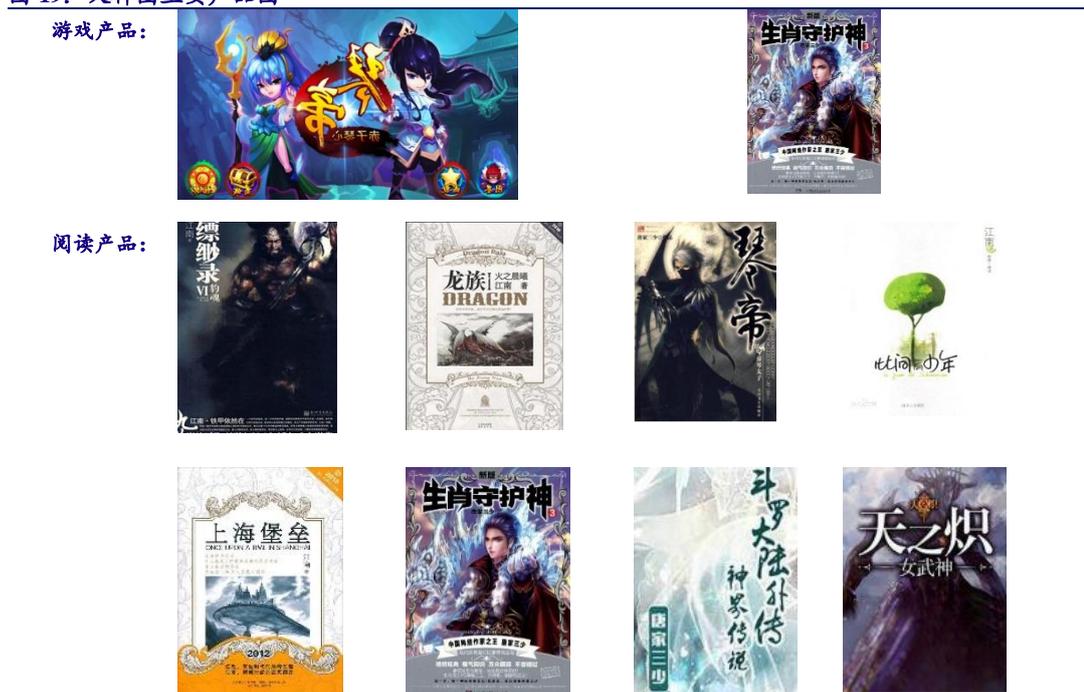
大神圈拥有匪我思存、顾漫、唐家三少和江南等多位当红作家授权, 在玄幻、都市情感、历史等文学 IP 版块占据领导地位。大神圈的总 IP 池预计可达 2.44 亿元, 其中玄幻类 1.6 亿元, 占比基本达到垄断地位, 无论是作者层面还是读者覆盖层面。

表 4: 大神圈当红作者作品集

作者	作品
江南	《九州缥缈录》、《龙族》、《天之炽》
顾漫	《杉杉来吃》、《何以笙箫默》、《微微一笑很倾城》、《骄阳似我》、《网游之少年绝色》
唐家三少	《斗罗大陆》、《生肖守护神》、《琴帝》

资料来源: 大神圈官网, 银河证券研究部

图 19: 大神圈主要产品图



数据来源: 大神圈官网, 银河证券研究部

掌阅科技成立于 2008 年 9 月, 主打产品掌阅 iReader 是国内卓越的手机移动阅读品牌, 目前拥有畅销、生活、文学等类别的优质图书数字版权 40 万册。

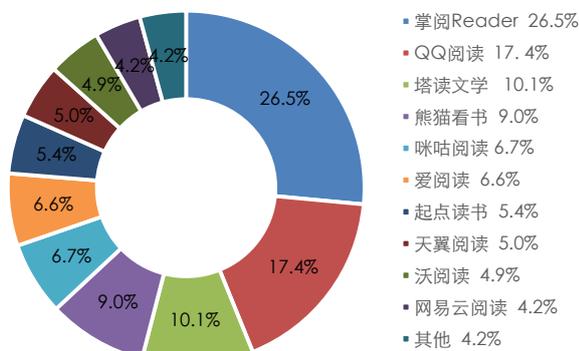
图 20: 掌阅科技 2008-2016 年大事记



数据来源: 掌阅科技官网, 银河证券研究部

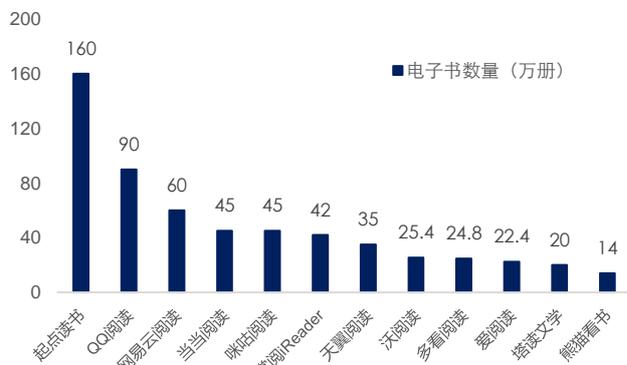
根据易观智库的统计, 2015 年中国移动阅读市场竞争格局, 掌阅 iReader 排名第一, 占有市场份额 26.5%。掌阅 iReader 在全球 150 多个国家和地区覆盖约 5 亿用户, 书籍日更新 1 亿字, 用户的付费意愿强, 活跃度高, 停留时间长。

图 21: 2015Q4 中国移动阅读市场竞争格局



数据来源: 易观智库, 银河证券研究部

图 22: 2015Q4 中国主流移动阅读平台内容规模

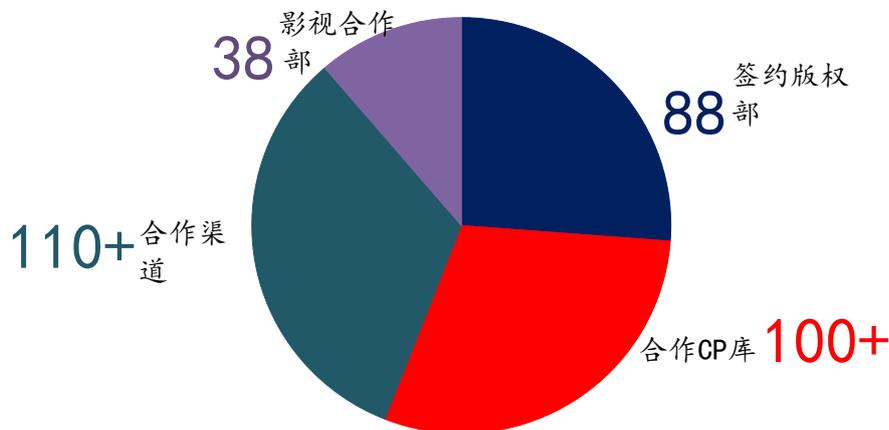


数据来源: DataEye, 银河证券研究部

近年来, 掌阅以移动阅读业务作为发力重点, 以文学 IP 的入口与产业链各环节形成联动效应, 探索阅读盈利新模式。在动漫方面, 掌阅科技与多家原创动漫平台进行了签约授权; 在 IP 扩展方面掌阅科技也进行了各种尝试, 目前已有多部作品在进行影视和游戏改编。

2016 年 1 月, 掌趣科技以 4999 万元的价格投资掌上纵横, 获得 3% 的股权。掌上纵横成立于 2010 年, 是一家影视游戏版权运营及发行公司。掌上纵横已与 38 家影视公司建立了版权合作关系, 并与中影网络科技、上影股份结成独家战略合作伙伴, 共签约版权 88 部, 涵盖电影、电视剧、小说、动漫、PC 游戏等领域, 目前掌上纵横已于新三板挂牌。

图 23: 掌上纵横版权合作



数据来源: 掌上纵横官网, 银河证券研究部

我们预计, 掌趣科技未来将继续深耕上游 IP 储备, 不断寻找优质的 IP 并购, 结合自身过硬的研发和发行能力, 进行泛娱乐全产业链条的打通和变现。

(三) 二次元和电竞, 泛娱乐产业链的横向延伸

近年来, 掌趣科技除了主业游戏外, 在整个泛娱乐产业也开始了广泛布局。如 2015 年 8 月以 1227.72 万元入股 Bilibili 弹幕网, 占 0.71% 股权; 2016 年 1 月, 又以 3 亿元入股新三板公司体育之窗, 占 5% 股权。

Bilibili 是中国大陆一个动画、游戏相关的弹幕视频分享网站，常被称为 B 站，该网站最大的特点是悬浮于视频上方的实时评论功能，目前已成为中国最大的二次元社区。截止 2015 年 12 月 16 日，Bilibili 在 ALEXA 的统计中世界排名为 228，中国排名为 36。

表 5: Bilibili 弹幕网各板块主要内容

板块	内容
动画区:	最多姿多彩的板块，主要内容以各种手书、MAD、AMV 等为主。
番剧区:	以最快，最新的动画、清晰的画质、流畅的缓冲速度成为很多人常驻 bilibili 的重要理由。
音乐区:	以 V 家与翻唱为主打，但也有不少优秀的原创作者和弹奏者常驻。
舞蹈区:	集中了来自日本和国内舞见的大量优秀作品，以及很多优秀的新人舞蹈。
游戏区:	以游戏视频攻略及解说，及 Mugen 等为主。
科技区:	领略各界前沿科技，以及不同层面的纵向科普，技术宅的聚集地。
娱乐区:	以各类优秀、欢乐、有趣的娱乐性视频为主打。
鬼畜区:	二、三次元的鬼畜视频，填不上的脑洞，防不住的高能。
电影区:	各类电影的汇聚地，国外新片第一时间看到。
电视剧区:	以日剧、美剧以及其他各类剧集为主，更新及时，画质清晰

资料来源: Bilibili 官网, 银河证券研究部

体育之窗成立于 2001 年，是国内知名的集“体育、赛事、周边”为一体的体育全产业链平台。体育之窗的赛事资源包括中超联赛、NBA 中国赛、CBA 联赛、亚洲女子排球锦标赛、中国网球公开赛等，业务覆盖赛事、场馆、体育迷、衍生商品及服务等多个方面。

图 24: 体育之窗的优势

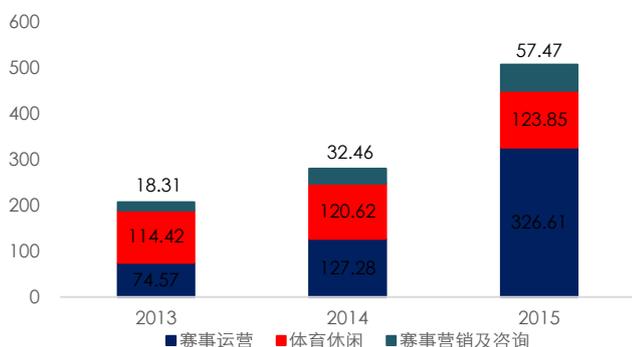


数据来源: 掌阅集团, 银河证券研究部

通过投资参股体育之窗，掌趣一方面扩宽了现有业务的范围，为日后旗下体育类型游戏产品的研发、改编、运营储备了大量专业稀缺的独家资源；另一方面，依托于互联网的技术、资金、渠道优势，掌趣可以有效统合线上线下资源，借助体育品牌、体育赛事及周边产业服务于旗下产品的市场推广营销，使其精准化、多元化。可以说，两者结合正是对“互联网+体育”全新商业模式的探索，对于中国体育产业的发展也起到积极的提振作用。

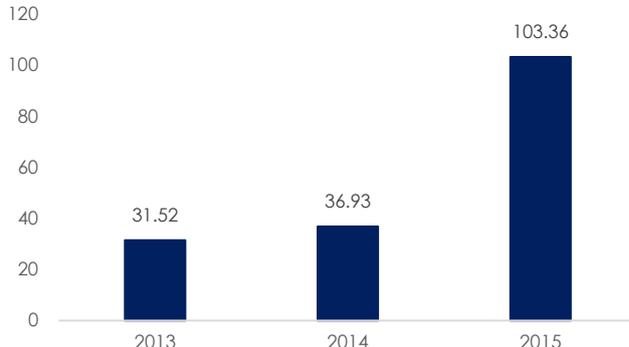
我们预计，未来掌趣与体育之窗将展开更密切的合作，基于体育之窗掌握的丰富赛事 IP 资源，如篮球、足球和彩票等开发相应手游产品，合作进行商业化变现。

图 25: 体育之窗主营业务收入(百万元)



资料来源: Wind, 银河证券研究部

图 26: 体育之窗净利润(百万元)



资料来源: Wind, 银河证券研究部

由于体育之窗之前以 13.8 亿港元投资联众, 占股 28.76%, 已成为第一大股东。因此, 掌趣科技在和体育之窗合作的同时, 也相当于间接参股联众国际。2016 年 1 月, 掌趣科技与联众一起投资了网鱼电竞。

网鱼电竞是一家基于连锁网吧网鱼网咖衍生出来的电竞网吧子品牌, 是相对中高端的电竞品牌。目前, 网鱼电竞网咖在全国 50 多个城市拥有 300 多家营门店, 已超 400 万名会员, 付费注册用户 260 万, 服务人次 1500 万。

3 月 23 日, 掌趣科技与联众、网鱼网咖、空中网、体育之窗、360 游戏在北京网鱼电竞馆宣布联合成立“联盟电竞”, 旨在融合体育的运作模式, 将电竞项目利用传统媒体渠道和线下电竞馆, 打造“内容+场景”的生态圈。

图 27: 网鱼电竞馆实景图



资料来源: 互联网, 银河证券研究部

图 28: 联盟电竞成立发布会



资料来源: 互联网, 银河证券研究部

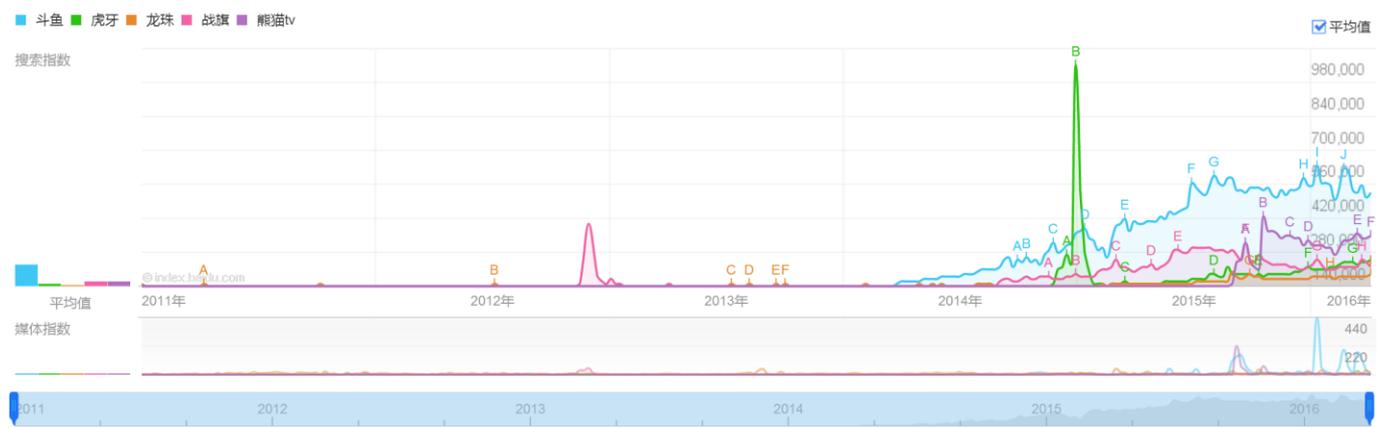
另外, 在游戏直播领域, 斗鱼在 3 月份宣布完成 B 轮融资, 掌趣旗下 VC 南山资本不仅参与了跟投, 而且是斗鱼与领投资方腾讯的牵线人。

斗鱼的前身为 ACFUN 生放送直播, 于 2014 年 1 月 1 日起正式更名为斗鱼 TV。主要竞争优势在于签约了影响力大的主播, 同时赞助国内顶尖俱乐部 WE、皇族、OMG 等, 获得了大量的粉丝群体。另一方面, 扶持内容制作平台 IMBATV、NiceTV、netoTV、七煌等, 这些平台内嵌斗鱼 TV, 也有一部分引流。

从数据观察，斗鱼平台日活用户数量达 1500 万，月活用户数量达 2 亿，最高同时在线人数达 400 万；房间数峰值达 7000 以上，日均值在 3000 至 4000 之间。

根据百度指数反馈，中国游戏直播行业从 2013 年底、2014 年初开始崛起，经过两年多的激烈竞争，目前，斗鱼已经甩开竞争对手，稳坐中国第一游戏直播平台的宝座。

图 29：五大游戏直播平台百度指数对比



数据来源：百度指数，银河证券研究部

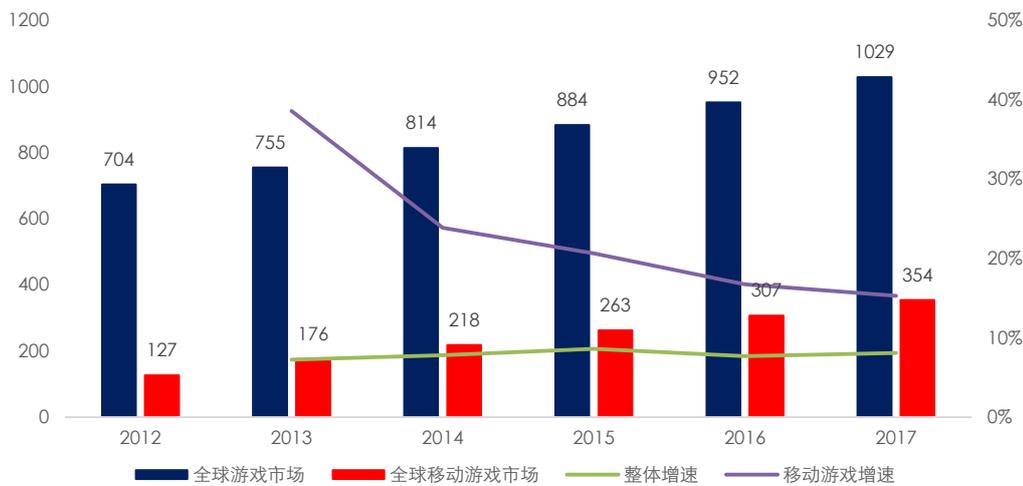
我们认为，与其他同行业公司略有不同，掌趣科技在外延并购方面，对优质投资标的选择能力非常突出。通过在二次元和电子竞技领域的广泛全面布局，掌趣科技正在由一家单纯的游戏公司跃升为一个完整庞大的泛娱乐帝国。

三、全球争雄，进军海外市场

(一) 明确看好中国手游业的出海前景

2015 年全球游戏市场规模达到 884 亿美元，同比增速 8.6%，其中智能终端占比近 30%，为 263 亿美元，同比增速达 20.64%。预计未来 3 年，全球移动游戏市场增速仍将远快于整体游戏市场增长，2017 年全球游戏市场规模将达到 1029 亿美元。

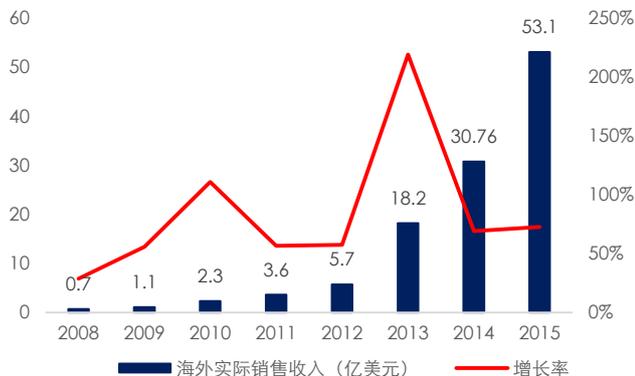
图 30: 全球游戏市场规模及增速(亿美元)



数据来源: 世界移动游戏大会, 银河证券研究部

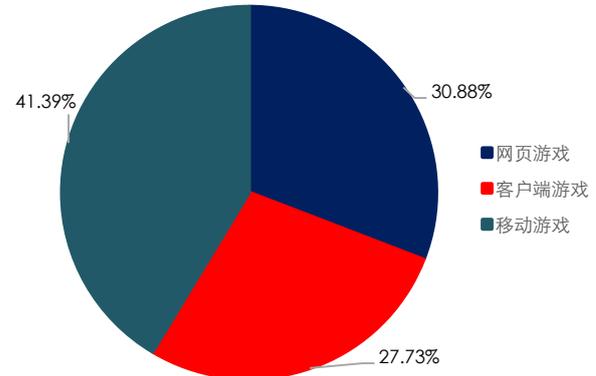
近年来，随着竞争的激烈和国内老牌端游公司加速布局移动平台，巨头垄断格局日益形成，国内中小 CP 和发行商将承受越来越大的竞争压力，而面向海外市场推出产品不失为一条可行之道。2015 年中国游戏产业收入达到 1407 亿元，中国自主研发的网络游戏海外出口实际销售收入达到 53.1 亿美元，同比增长 72.4%。

图 31: 中国自主研发网络游戏的海外出口实际销售收入



数据来源: GPC IDC and CNG, 银河证券研究部

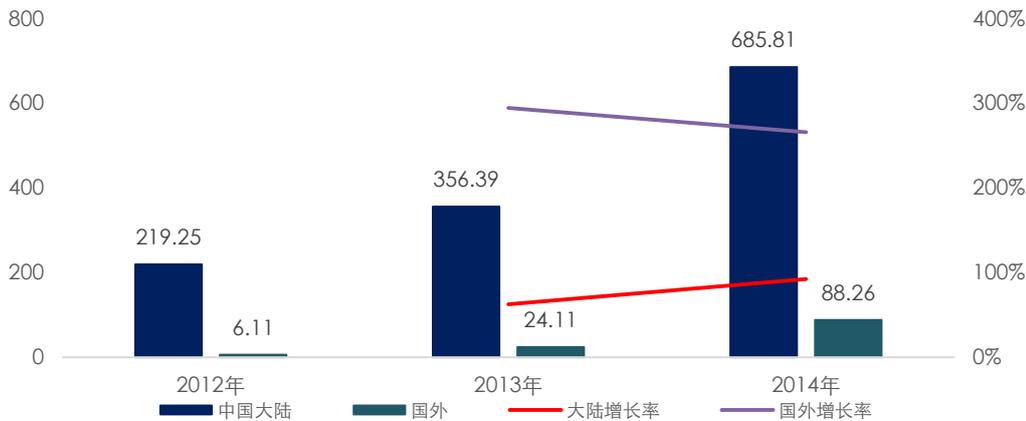
图 32: 2014 年中国出口海外网络游戏产品格局



数据来源: GPC IDC and CNG, 银河证券研究部

目前，掌趣科技已经在北美、亚洲、欧洲等多个地区分销 10 款左右游戏。2014 年，掌趣科技于境内获得收入 6.86 亿元，同比增速 266.1%，境外所得收入达到 8826 万元，同比增速 92.4%，约占公司营业收入的 11.4%。

图 33: 掌趣科技国内外营业收入 (百万)



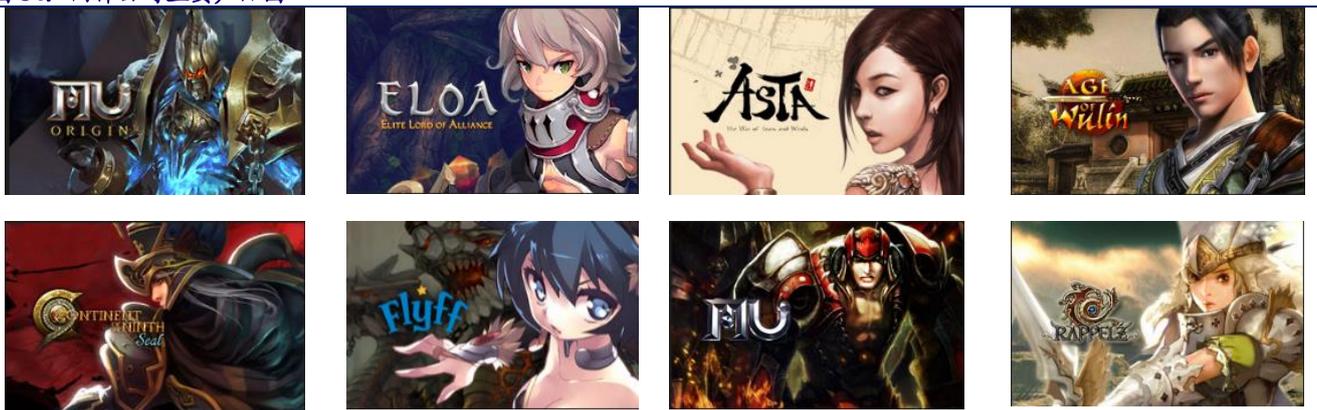
数据来源: 公司年报, 银河证券研究部

(二) 大手笔入股韩国网禅, 迈出实质性的一步

为拓展海外公司业务, 推进国际化发展战略, 掌趣科技于 2016 年 3 月以 20385429 万韩元 (约为人民币 110142 万元) 受让 NHN Entertainment Corporation 持有 Webzen Inc. 的 19.24% 股权。

韩国网禅于 2000 年 4 月 28 日创立于韩国首尔, 2003 年 12 月在 KRX-KOSDAQ 上市, 目前有 11 个子分公司, 在欧洲, 美国有分公司, 员工 600 余人。Webzen 专注于 PC 和手机游戏开发和发行, 主要产品有《奇迹 MU》、《奇迹世界》、《第九大陆》、《Huxley》、《R2》等。此外, 韩国网禅还在全球授权自己的 IP, 并且运营在线游戏平台的游戏 webzen.com。

图 34: 网禅公司主要产品图



数据来源: 网禅官网, 银河证券研究部

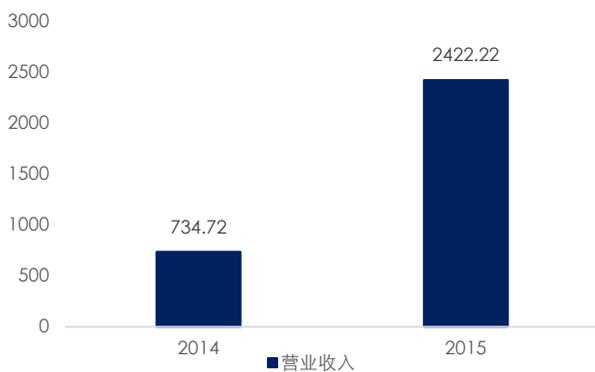
中日韩作为亚洲游戏市场的三大主要市场, 日本和韩国市场已经成为掌趣科技下一阶段国际化重点布局的目标市场。2015 年韩国游戏产业规模将达到 10 兆 5788 亿韩元 (约为 559 亿人民币), 同比增长 6.1%。掌趣参股投资韩国网禅, 有利于公司国际化战略部署的实施, 是公司打开韩国市场的重要一步。

此前, 掌趣科技控股子公司北京天马时空便是基于 Webzen 公司授权的“奇迹-MU”游戏 IP 而开发推出了《全民奇迹》移动游戏, 在中国和海外都获得了巨大成功, 目前《全球奇迹》

全球流水已经超过 40 亿。《全民奇迹》是目前在海外最成功的端游改手游的产品之一，“奇迹-MU” 成为一个全球性的 IP，也是少数扎根中国进而在全球各地都取得成功的端游 IP。

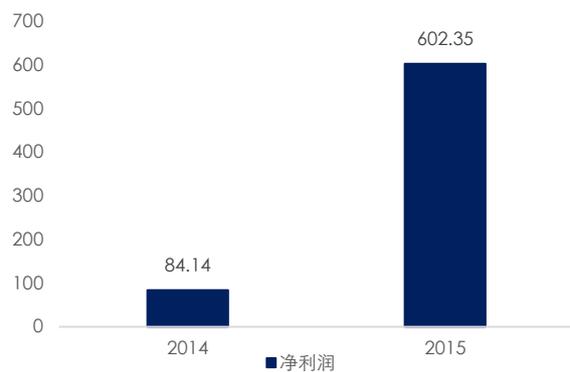
实际上，天马时空承担了《全民奇迹》的研发工作，并由恺英网络代理《全民奇迹》的推广发行。根据韩国网禅的授权协议，奇迹版权的使用有效期为自《全民奇迹》上线收费起两年，即 2014 年 8 月 29 日至 2016 年 8 月 28 日。协议到期后，天马时空和恺英网络需停止使用授权作品的相关元素。此次投资韩国网禅，也是为天马时空未来能够继续取得奇迹版的使用权提供一定的保证。

图 35: 韩国网禅的营业收入情况(亿韩元)



数据来源: 公司公告, 银河证券研究部

图 36: 韩国网禅的净利润情况(亿韩元)



数据来源: 公司公告, 银河证券研究部

四、抢占先机，战略布局 VR 产业

(一) VR 是下一代互联网，市场正在爆发

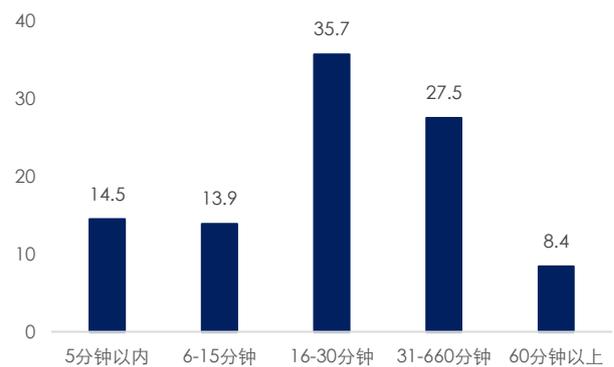
2015 年被认为是中国虚拟现实的“元年”，2016 年将是 VR 爆发的元年，Oculus、索尼、HTC 等都推出了新的 VR 消费级产品国内虚拟现实引领者，而就在 2016 年 3 月阿里巴巴也宣布成立 VR 实验室，BAT 也已经全面进入 VR 领域。

图 37: 2015-2016 中国虚拟现实行业市场规模及预测



数据来源: 艾媒咨询, 银河证券研究部

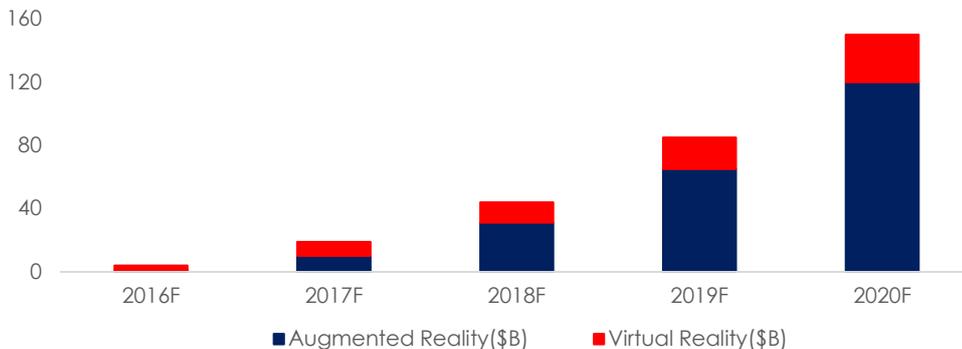
图 38: 中国 VR 重度用户平均每天使用 VR 设备时长分布



数据来源: 知萌咨询, 银河证券研究部

Digi Capital 在研究报告中预测到，2020 年全球 AR 与 VR 市场规模将达到 1500 亿美元，其中 VR 市场规模将达到 300 亿美元。

图 39: VR/AR 未来市场规模预测(十亿美元)



数据来源: Digi-Capital, 银河证券研究部

(二) 参股游戏开发引擎 Unity

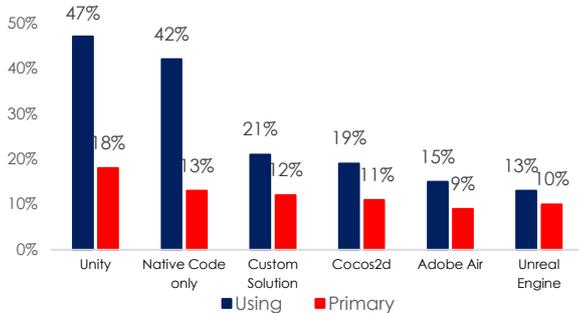
为布局海外市场，掌趣科技于 2014 年 7 月参股 Unity。Unity Software Inc. 成立于 2004 年，总部设于美国旧金山。Unity 3D 引擎作为领先的跨平台游戏引擎及交互式体验工具平台，在全球游戏行业及开发者社区中拥有极高的公信力与影响力。

1. 在世界范围内，Unity 占据全功能游戏引擎市场 47% 的份额，居全球首位。全世界有 6 亿玩家在玩使用 Unity 引擎制作的游戏，用 Unity 创造的应用和游戏目前的累计下载量达到了

87 亿次。

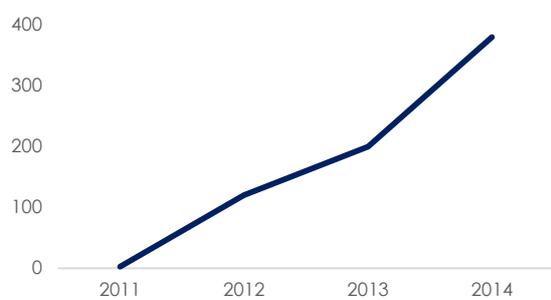
2.Unity 目前的开发者注册人数已经超过 330 万，在 2015 年 4 月份，中国区的开发者数量已经超越美国，成为全球第一。

图 40: Unity 市场份额



数据来源: 游资网, 银河证券研究部

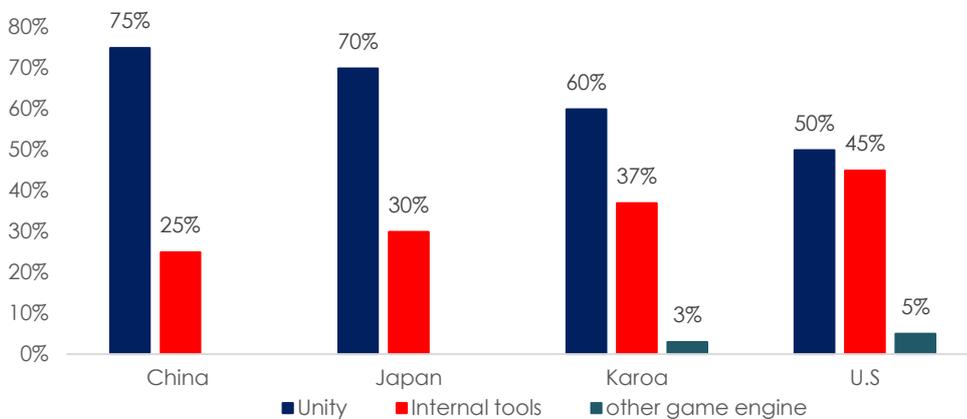
图 41: Unity 注册开发者数量(万人)



数据来源: 游资网, 银河证券研究部

在全球范围内，中国使用 Unity 引擎的开发者比例最高，高达 75%，而这一比例在美国为 50%，日本为 70%。因此，投资 Unity，掌趣科技便掌握了游戏研发环节的核心竞争力。但投资 Unity 的意义还远不止于此，目前，Oculus、Sony、Valve、Samsung 和 HTC 都在研发 VR 设备，而 Unity 软件可用于在所有这些设备上开发游戏。目前为止，至少有 90% 针对 VR 开发的内容是基于 Unity 的平台开发的，因此 Unity 将成为 VR 内容产业的核心。

图 42: 各国开发者在 3D 引擎使用上的差别



数据来源: 游资网, 银河证券研究部

(三) 入股乐客 VR，布局线下体验和分发平台

乐客 VR 成立于 2015 年 3 月，主要为虚拟现实线下体验馆提供硬件支持、技术支持、内容支持等一体化解决方案，通过云端提供线下 VR 内容分发，核心产品包括一体机硬件终端，即包括头显、体感设备、蛋椅等在内的各类主流 VR 外设装置和 VR 内容分发平台。

2016 年 3 月，掌趣科技公告和上市公司棕榈园林各投资 1000 万元，占有乐客灵境 4% 的股权比例。2016 年，掌趣科技将会在 VR 全产业链进行布局，搭建内容孵化器，并在平台、硬件等，而乐客 VR 则是其在线下体验馆布局的体现。

图 43: 乐客 VR 主要产品图



数据来源: 乐客官网, 银河证券研究部

目前乐客 VR 已服务线下店铺近 1000 家, 集中分布在第一二三线城市电影院、商超、室内乐园、游乐场等场所, 因为布局较早, 乐客 VR 已经成为目前国内最大的虚拟现实线下体验平台。2015 年 796 万营业收入, 净利润-251 万元, 总资产 1179.73 万元, 净资产 78.89 万元。2016 年 1 月实现营业收入 307.06 万元, 净利润 1.57 万元。

掌趣科技一边通过投资参股韩国顶尖的网游泰斗——网禅, 迈出国际化的关键一步, 而且间接掌握了《奇迹 MU》等超 S 级 IP 的优先开发权, 而《奇迹 MU》系列 IP 也被游戏业内人士评价为最适合进行 VR 化开发的大作, 掌趣科技牵手乐客 VR 之后, 乐客 VR 在游戏 VR 领域的资源就变得非常夯实。

另外, 在 VR 方面, 索尼近期宣布 PS VR 的售价为 399 美元, 比 HTC、Oculus 等性价比高。掌趣科技是在亚洲 26 家首批加入索尼 PS VR 研发商和发行商之一, 其中还有掌趣投资的一家公司星游纪(Gamepoch), 星游纪本身跟索尼的合作也非常深入。未来, 掌趣和星游纪将基于 PS VR 的平台深入的开展研发与发行工作。

目前, 市场各方均已充分认识到 VR 产业未来的爆发前景。我们预计, 掌趣科技基于抢占先机的目的, 会持续不断地对 VR 优质标的进行投资, 比如 VR 社交、VR 视频娱乐、VR 医疗、VR 教育等, 同时深耕内容生态的护城河, 将充分受益于 VR 产业的爆发。

五、盈利预测与估值

预计公司 2015-2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 4.78 亿元、9.82 亿元和 12.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.19 元、0.40 元和 0.52 元。

参考 A 股游戏行业上市公司平均估值，结合公司海外收入占比较大的情况，给予掌趣科技 2016 年 40 倍-45 倍 PE，合理股价区间在 16 元-18 元，给予“推荐”评级。

表 6: 掌趣科技可比公司估值水平比较

代码	证券简称	总股本	股价	EPS			P/E		
				2014	2015	2016	2014	2015	2016
002174	游族网络	287.11	106.71	1.50	1.80	2.23	64.51	54.02	43.54
002555	三七互娱	877.11	36.47	0.12	0.49	0.74	308.59	74.76	49.27
002517	恺英网络	676.80	45.72	-0.30	1.16	1.35	-153.17	39.41	33.83
300418	昆仑万维	1,127.23	33.50	1.55	0.37	0.53	20.49	86.08	60.45
300031	宝通科技	300.00	23.37	0.25	0.23	0.57	95.27	101.61	40.79
002354	天神娱乐	2.23	57.50	1.04	1.24	2.42	76.07	63.78	32.68
002624	完美环球	487.71	37.50	0.39	0.59	0.85	96.15	63.48	44.05
002425	凯撒股份	434.24	24.77	0.02	0.19	0.47	1,474.40	130.37	52.50
300299	富春通信	380.00	27.56	0.08	0.19	1.06	339.41	145.05	26.06
002502	骅威股份	429.91	27.57	0.12	0.27	0.76	225.98	102.11	36.07
行业平均值							254.77	86.07	41.92

资料来源: Wind, 银河证券研究部

六、风险提示

- 1) 游戏产品上线后流水情况或不达预期;
- 2) 并购可能失败的风险;
- 3) 持续并购或导致公司管理成本的上升。

七、附录:

(一) 公司财务预测表

资产负债表					利润表				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1207	3204	1457	1069	营业收入	775	1120	2053	2694
现金	1083	3114	1357	965	营业成本	296	510	887	1140
应收账款	77	61	66	68	营业税金及附加	9	10	10	10
其它应收款	4	2	3	3	营业费用	26	13	16	18
预付账款	29	22	23	25	管理费用	141	74	88	101
存货	0	0	0	0	财务费用	-23	-4	-8	38
其他	13	6	8	9	资产减值损失	-0	1	1	1
非流动资产	3816	1750	2266	2675	公允价值变动收益	28	10	13	17
长期投资	65	28	37	43	投资净收益	-7	-2	-3	-4
固定资产	106	113	122	133	营业利润	347	525	1069	1399
无形资产	130	147	161	164	营业外收入	22	14	17	17
其他	3515	1462	1946	2335	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	5023	4954	3723	3745	利润总额	369	538	1085	1416
流动负债	720	337	439	1481	所得税	18	53	93	110
短期借款	135	45	60	1062	净利润	350	485	992	1306
应付账款	18	13	13	15	少数股东损益	20	7	9	12
其他	568	279	366	404	归属母公司净利润	331	478	983	1294
非流动负债	272	139	185	199	EBITDA	430	564	1115	1499
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.13	0.19	0.40	0.52
其他	272	139	185	199					
负债合计	992	476	624	1679					
少数股东权益	39	45	54	66	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
归属母公司股东权益	1298	2465	2465	2465	营业收入	103.6%	44.6%	83.2%	31.2%
负债和股东权益	2122	954	-1265	-3484	营业利润	117.4%	51.4%	103.6%	30.9%
					归属母公司净利润	115.2%	44.7%	105.5%	31.6%
					毛利率	61.8%	54.5%	56.8%	57.7%
					净利率	45.2%	43.3%	48.3%	48.5%
					ROE	11.9%	11.2%	25.9%	50.1%
					ROIC	7.1%	10.0%	27.5%	37.5%
					资产负债率	19.8%	9.6%	16.8%	44.9%
					净负债比率	59.27%	55.72%	56.67%	82.43%
					流动比率	1.68	9.52	3.32	0.72
					速动比率	1.68	9.52	3.32	0.72
					总资产周转率	0.22	0.22	0.47	0.72
					应收帐款周转率	11.28	16.23	32.35	40.17
					应付帐款周转率	22.28	33.02	67.17	81.54
					每股收益	0.13	0.19	0.40	0.52
					每股经营现金	0.31	0.15	0.43	0.56
					每股净资产	3.08	1.80	1.23	0.81
					P/E	48.04	63.10	30.70	23.32
					P/B	3.98	6.81	9.91	15.09
					EV/EBITDA	100.31	48.81	26.38	20.58

数据来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

(二) 公司估值表

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EBIT	62.64	84.76	159.86	360.34	533.90	1076.41	1454.14
所得税	8.47	13.05	18.87	18.05	52.93	92.85	109.96
NOPLAT	54.37	73.16	142.37	342.69	481.35	984.26	1341.19
营运资金净变动					27.28	-4.50	-6.09
资本支出					-1583.39	387.72	304.94
自由现金流					2067.19	639.41	1087.15

WACC	10.06%	Ke	10.60%
永续增长率	0.03	Kd	4.53%
终值	17394.74	t	9.84%
企业价值	28105.55	Rf	4.00%
非核心资产价值	3284.77	E(Rm)	10.00%
债务价值	399.38	Rm - Rf	6.00%
股权价值	30945.62	D/A	1.10
股本	2773.85	E/A	10.60%
每股价值	11.16	Beta	4.53%

估值		g				
		1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%
W A C C	6.25%	17.07	17.62	18.29	19.11	20.13
	6.87%	15.24	15.65	16.14	16.73	17.45
	7.56%	13.68	13.99	14.36	14.79	15.31
	8.32%	12.36	12.59	12.86	13.18	13.57
	9.15%	11.22	11.39	11.60	11.84	12.12
	10.06%	10.23	10.36	10.52	10.70	10.91
	11.07%	9.37	9.47	9.59	9.72	9.88

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。

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。

胡皓，研究员行业证券分析师；郝艳辉，研究员行业证券分析师。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

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn