

## 公司评级：买入（首次覆盖）

宝通科技（300031 SZ）	买入
收盘价（元）	20.8
目标价（元）	30.8
上次目标价（元）	不适用

# 海外移动游戏市场新机遇，资本助力海外游戏发行

——宝通科技（300031 SZ，买入）首次覆盖

## 核心观点

### ◆ 海外移动游戏发行重要性远超国内

海外地区文化较为开放，其移动游戏的渠道主要为社交网络分发（如 Facebook、Twitter 等）、Google Play 及 App Store 等渠道，本身较为中立，渠道本身不进行流量、资源倾斜，在进行游戏发行时相比国内渠道要更多付出推广成本，即发行在海外市场需求将比国内更多。

### ◆ 易幻网络：海外移动游戏发行巨头

易幻网络至今共发行数十款游戏、十几种语言并拥有全球超过 20 个国家的发行经验，2014 年易幻网络市场份额为 9.85%，为中国游戏海外发行商第二。2015 年易幻在运营游戏达到 59 款，其中港澳台 25 款、东南亚 35 款、韩国 17 款、其他地区 6 款，近两年每年都有三款能达到年流水超千万美元的游戏产品。《六龙御天》自 2015 年 10 月 26 日发行后 3 个月流水已超千万，2015 年 10-12 月流水分别为 51.21 万美元、793.22 万美元及 1,191.74 万美元。

### ◆ 首次覆盖，给予“买入”评级

- 1) 海外移动游戏市场发行重要性远超国内，易幻网络是海外移动游戏发行巨头之一，易幻能够凭借先发优势、优秀发行能力以及资本市场的支持，不断提升海外发行能力并向产业链上下游外延。
- 2) 基于公司海外移动游戏发行产品表现优秀，我们预计公司 2016、2017 和 2018 年的 EPS 分别为 0.40 元、0.88 元和 1.28 元，对应 PE 分别为 52.1X、23.7X 和 16.3X，参考可比公司，给予 2017 年 35X 估值，对应目标价为 30.8 元。

### 王传晓

分析师 执业证书编号：S1100113050008

### 欧阳宇剑

联系人 8621-68416988-218  
ouyangyujian@cczq.com

### 川财证券研究所

#### 成都：

交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，610041

总机：(028) 86583000

传真：(028) 86583002

## 目 录

海外移动游戏市场新机遇 .....	5
海外移动游戏发行重要性远超国内 .....	5
亚洲新兴市场将为移动游戏市场新引擎 .....	7
中国移动游戏厂商竞争力全球领先 .....	9
积极转型，布局现代工业服务、医疗大健康和移动互联网 .....	10
易幻收购方案介绍 .....	11
易幻网络：深耕东南亚、港澳台和韩国地区的海外移动游戏发行巨头 .....	12
海外游戏发行重要性超国内，公司已建立长期稳定的合作 .....	14
东南亚移动游戏市场已进入行业爆发期且为全球蓝海市场 .....	14
发行能力为竞争港台地区移动游戏市场核心要素 .....	16
韩国移动市场强者恒强 .....	16
投资建议 .....	17
风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1:	移动游戏产业链图.....	5
图 2:	IP 在游戏行业发展中后期至关重要.....	5
图 3:	2015 年中国移动游戏中 59%为 IP 产品.....	6
图 4:	中国移动游戏越来越注重游戏差异化.....	6
图 5:	研运一体优势尽显.....	6
图 6:	移动游戏成为游戏市场主要驱动力.....	7
图 7:	2014-2018 年移动设备复合增长率远超其他.....	7
图 8:	亚太地区移动市场规模占全球 56.1%.....	7
图 9:	2015 年各国移动市场规模及增速.....	7
图 10:	日本、中国、韩国合计贡献亚太地区 86.4%市场份额.....	8
图 11:	印度、东南亚移动游戏市场规模成长迅速.....	8
图 12:	东南亚地区市场格局未稳.....	8
图 13:	中国移动游戏竞争力大幅提高.....	9
图 14:	中国移动游戏海外出口占比不断提升.....	9
图 15:	中国移动游戏厂商研发、发行水平已经达到全球领先水平.....	9
图 16:	2015 公司营业总收入 4.70 亿元.....	11
图 17:	截止 2015 年公司营收以输送带为主.....	11
图 18:	至 1Q16 公司营业收入为 2.17 亿元.....	11
图 19:	至 1Q16 公司归母净利润为 0.21 亿元.....	11
图 20:	增资前易幻网络股权结构图.....	12
图 21:	高速成长的易幻网络.....	12
图 22:	2016-2018 年易幻网络业绩承诺.....	12
图 23:	易幻网络毛利率稳定.....	13
图 24:	易幻网络为中国海外游戏发行市场第二.....	13
图 25:	年流水超千万美元的游戏产品.....	13
图 26:	《六龙御天》港台版在 IOS (上)、Google (下) 畅销榜中排名前茅.....	13
图 27:	一季度在韩国发行的六龙御天已稳居 Google Play 畅销榜前十.....	14
图 28:	东南亚游戏市场规模增长迅速.....	14
图 29:	东南亚移动游戏发行格局尚未稳定.....	15

图 30:	东南亚移动游戏研发格局尚未稳定 .....	15
图 31:	东南亚移动游戏市场收入排名前 10 游戏-东南亚没有客场劣势.....	15
图 32:	港台移动游戏市场规模.....	16
图 33:	港台地区移动游戏已逐渐重度化 .....	16
图 34:	韩国移动游戏市场规模.....	16
图 35:	KakaoMaus 已达到 4800 万人.....	16
图 36:	韩国移动游戏发行格局基本稳定 .....	16
图 37:	韩国移动游戏研发格局基本稳定 .....	16

# 海外移动游戏市场新机遇

## 海外移动游戏发行重要性远超国内

下图为产业链各环节不同时期在市场中的重要性。

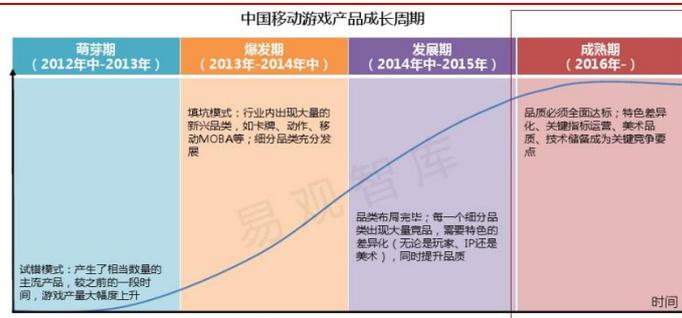
图 1： 移动游戏产业链图



资料来源：川财证券研究所

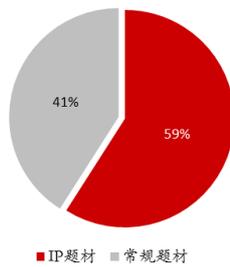
- 1) 版权：游戏市场萌芽期，会出现非常多数量的游戏产品，这个阶段是为了尝试该地区适合哪些游戏品类；爆发期后出现大量新兴品类或者细分品类充分激发市场；发展期中游戏品类基本格局已布局完毕，各品类游戏在玩法和操作上差异都已经不大，开始需要从世界观及美术表现上寻找差异化，IP 能在此刻带来不同的世界观及美术表现能帮助游戏带来大量用户；成熟期中市场上生存下来的玩家都有开发、运营顶级游戏的能力，游戏品质、游戏特色差异化、游戏运营以及对渠道的获取能力都成为其核心竞争力。

图 2： IP 在游戏行业发展中后期至关重要



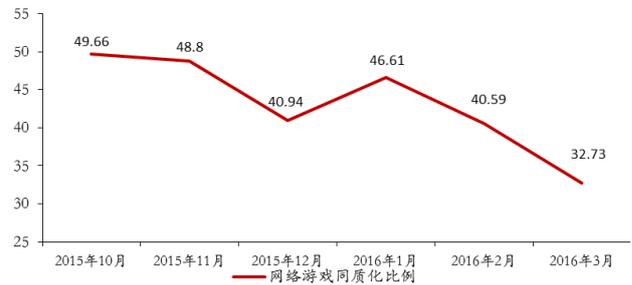
资料来源：易观智库，川财证券研究所

图 3： 2015 年中国移动游戏中 59%为 IP 产品



资料来源：Dataeye，川财证券研究所

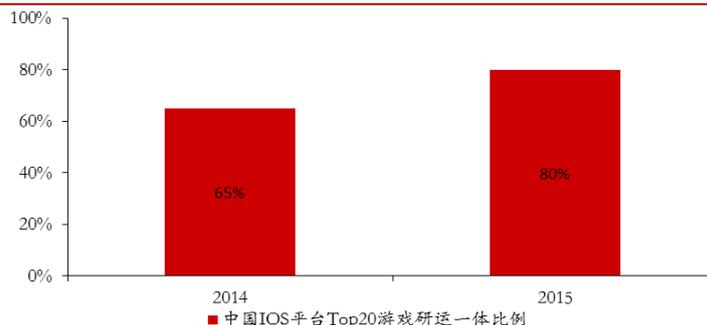
图 4： 中国移动游戏越来越注重游戏差异化



资料来源：Dataeye，川财证券研究所

- 上游研发：移动游戏研发进入门槛低，行业发展初期具有的爆发式增长机会，但成功率较低。随着进入者越来越多以及传统网游巨头进军移动游戏，未来这些移动游戏研发商将走三条路线，1、不断提高游戏质量，通过持续研发精品游戏占有有一定市场地位；2、向产业链中下游延伸，形成研运一体游戏厂商；3、被并购。
- 中游发行：优质发行商不仅可以给移动游戏提供良好的推广和下游合作渠道，还可以凭借其专业的团队对游戏从开发到运营的各阶段都给出相关的建议帮助游戏提高用户体验以及 ARPU，这能够帮助游戏延长寿命并提高游戏流水，使得游戏提供更长久而充沛的现金流，由于移动游戏寿命短、数量大，游戏研发商以及渠道方需要发行方进行推广以及筛选，这对于初期开拓市场非常重要。而随着行业发展过程中随着用户对游戏要求的提高，上游优质游戏研发商将逐步提高分成，同时由于用户获取成本的提高以及渠道介入发行等，大部分发行商都会通过并购或者被并购来补充研发能力，充分发挥研运一体的优势来满足各个群体对游戏的需求。

图 5： 研运一体优势尽显



资料来源：易观智库，川财证券研究所

- 下游渠道：移动游戏数量众多，尤其是市场上大量同质化游戏产品的存在，导致了大多数游戏必须借助于各类渠道进行快速有效地获取用户，渠道强大的推广能力特别是在游戏产品的初期用户积累方面的贡献，对移动游戏是至关重要的，渠道是移动市场竞争的

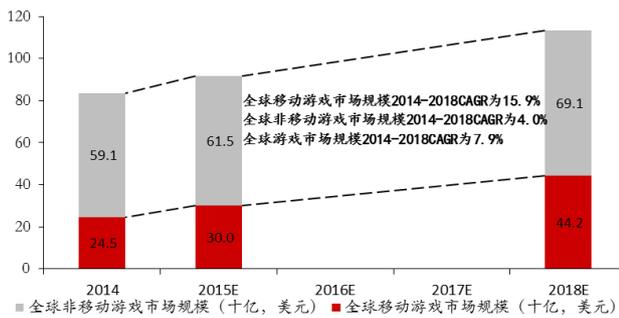
核心环节。

值得注意的是海外地区文化较为开放,其移动游戏的渠道主要为社交网络分发(如 Facebook、Twitter 等)、Google Play 及 App Store 等渠道,本身较为中立,渠道本身不进行流量、资源倾斜,在进行游戏发行时相比国内渠道要更多付出推广成本,即发行在海外市场需求将比国内更多。

## 亚洲新兴市场将为移动游戏市场新引擎

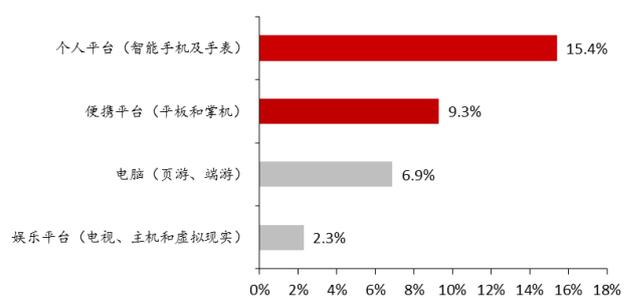
据 Newzoo 预估,2015 年全球游戏行业市场规模为 915 亿美金,其中移动游戏市场规模为 300 亿美金,占总规模 32.8%;预计 2014-2018 年移动游戏市场规模将达到 442 亿美金,占总规模 39.0%,2014-2018 年复合增长率达到 15.9% 远超非移动游戏市场,成为游戏行业主要驱动力。

图 6: 移动游戏成为游戏市场主要驱动力



资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

图 7: 2014-2018 年移动设备复合增长率远超其他

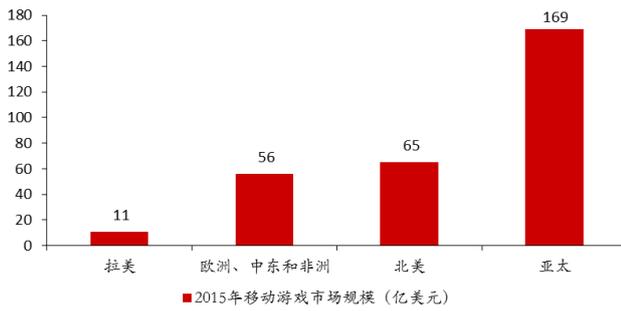


资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

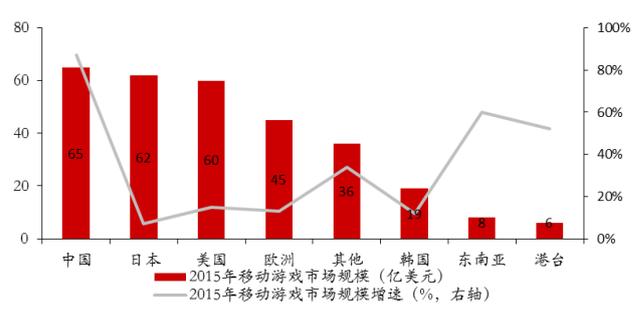
据 Newzoo 预估,2015 年亚太地区移动游戏市场规模为 169 亿美元,占全球移动游戏市场规模 56.1%,其中日本、中国、韩国合计贡献亚太地区 86.4% 市场份额。值得注意的是亚洲地区的新兴市场成长迅速,据 Newzoo 预估,2014-2018 年印度、东南亚移动游戏市场规模复合增长率分别为 135%、30%。据 SuperData 预估,2015-2018 年亚洲地区的新兴移动游戏市场收入增幅将占亚洲市场总收入增幅的 46%。

图 8: 亚太地区移动市场规模占全球 56.1%

图 9: 2015 年各国移动市场规模及增速

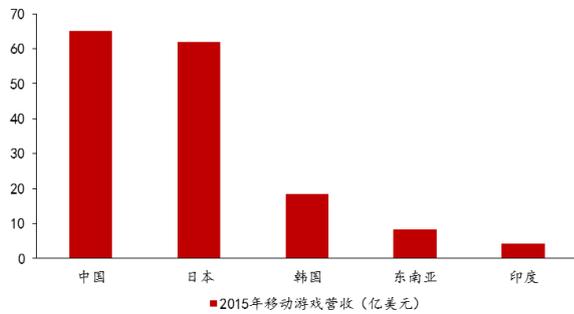


资料来源: Newzoo, 川财证券研究所



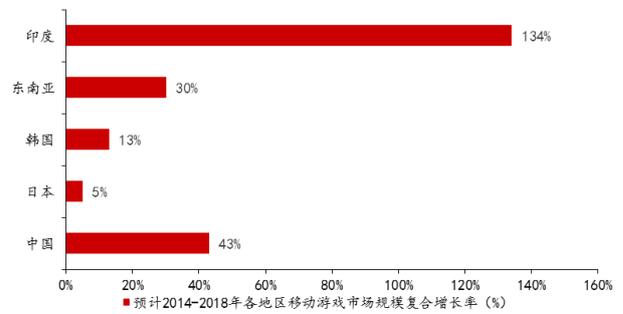
资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

图 10: 日本、中国、韩国合计贡献亚太地区 86.4% 市场份额



资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

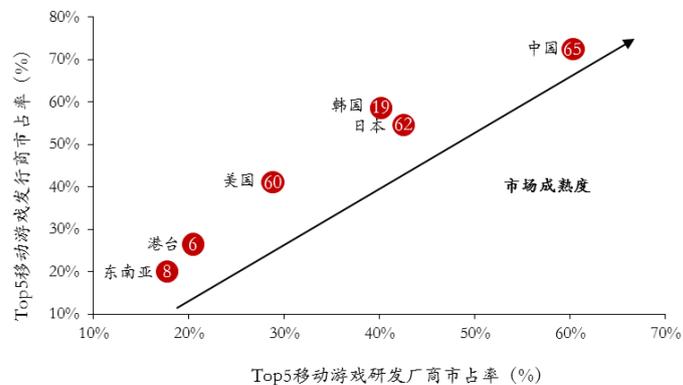
图 11: 印度、东南亚移动游戏市场规模成长迅速



资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

在各地区渠道入口已较为成熟并且较为公平、公正的情况下,处于行业发展初期阶段的东南亚、港台地区应优先卡位发行,处于行业成熟阶段的韩国、日本以及中国应投资同时具备优秀研发和发行能力的厂商,即行业龙头。

图 12: 东南亚地区市场格局未稳



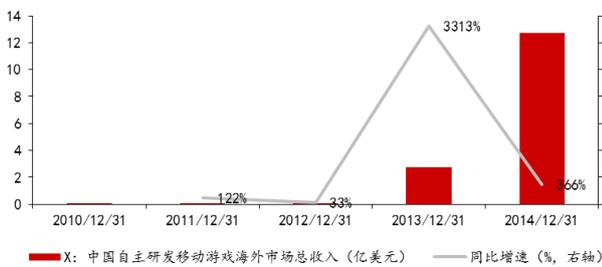
资料来源: App Annie, Fiksu, Newzoo, 易观智库, 川财证券研究所

注：红圈内白色字体为2015年该地区移动游戏市场规模（亿美元）

## 中国移动游戏厂商竞争力全球领先

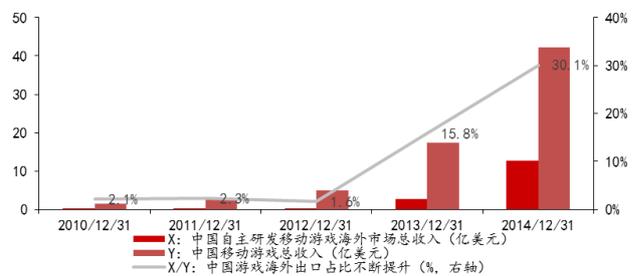
2014年中国自主研发移动游戏海外市场销售收入为12.73亿美元，同比增速达到366%，占同期中国出口网游收入30.76亿美元41%，中国移动游戏在全球市场中竞争力提升明显。从各地区畅销榜来看，中国游戏厂商已有相当数量厂商在移动游戏领域的研发、发行水平已经达到全球领先水平。

图 13：中国移动游戏竞争力大幅提高



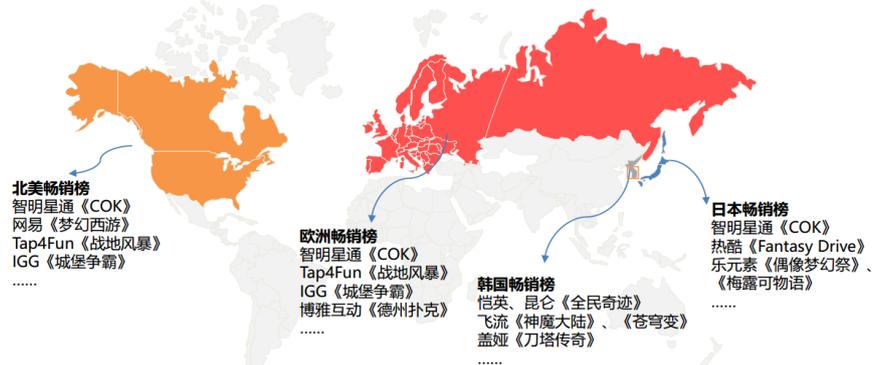
资料来源：GPC，川财证券研究所

图 14：中国移动游戏海外出口占比不断提升



资料来源：GPC，川财证券研究所

图 15：中国移动游戏厂商研发、发行水平已经达到全球领先水平



资料来源：易观智库，川财证券研究所

## 积极转型，布局现代工业服务、医疗大健康和移动互联网

公司成立于2000年12月，2009年在深圳证券交易所创业板首发上市。公司传统主营业务为研发、生产和销售各类高强力橡胶输送带产品，由于原主业行业空间有限，公司积极探索转型，截止目前公司已形成“现代工业服务、医疗大健康和移动互联网”三大板块业务布局。

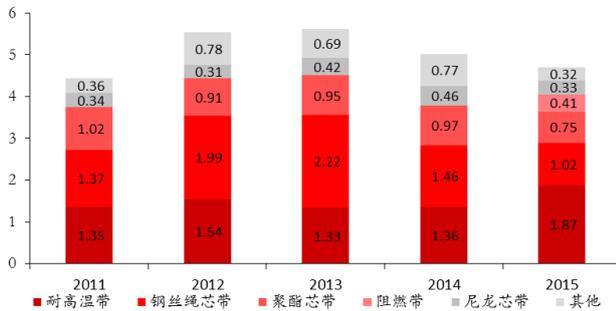
**表格1： 宝通科技转型以来重要事件**

时间	重要事件	目的
2014年9月	公司投资5,000万设立全资子公司“无锡宝通医疗投资有限公司”	培育公司未来新的业务增长点，探索公司延伸业务能力，从而快速拓展公司业务领域、提升公司盈利能力，实现公司多元化发展，提高抗风险能力
2015年3月	公司参与设立产业并购基金“宝通辰韬产业并购基金”	重点投资行业包括大健康、教育互联网、智能化等及公司原主业的相关产业链等领域
2015年6月	收购宝通工程57%的股权	进入工业散货物料输送系统总包服务千亿蓝海市场，进一步实现为下游客户提供供应链系统整体解决方案的目标
2015年8月	公司通过控股子公司宝通工程投资设立中盛有限公司，并通过其控股澳大利亚宝通输送系统服务有限公司	拓展国外输送系统总包服务市场，同时利于公司做好海外市场的销售和服务工作
2015年9月	公司出资人民币6,300万元收购易幻网络3.34%股权	涉足移动游戏海外发行、运营业务
2015年11月	公司发行股份及支付现金方式购买易幻网络66.66%的股权	正式进入移动游戏领域
2016年1月	公司控股股东、实际控制人、董事长兼总经理包志方先生增持公司股份总金额达1亿元	基于对公司战略及未来发展前景的信心，大股东增持公司股份
2016年3月	公司推出员工持股计划	深化公司总部和各子公司经营层的激励体系。第一期员工持股计划于2016年4月20日至2016年4月22日通过二级市场以竞价交易的方式累计买入公司股票1,556,110股，占公司总股本的0.52%，成交金额约4,000万元，成交均价为25.71元/股。
2016年5月	公司申请变更行业类别	公司原属行业为“C29橡胶和塑料制品业”；拟变更后行业类别为“164互联网和相关服务”

资料来源：公司公告，川财证券研究所

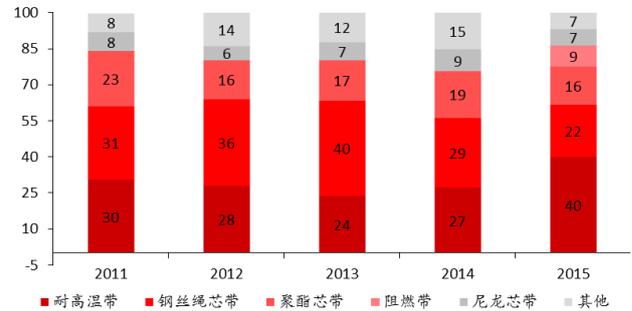
2015年公司实现营业总收入为4.70亿元，同比下滑6.49%，归母净利润为0.68亿元，同比下滑7.18%。公司输送带业务收入、利润下降的主要是由于输送带制造与销售业务的下游行业景气度下滑导致。

图 16: 2015 公司营业总收入 4.70 亿元



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 17: 截止 2015 年公司营收以输送带为主



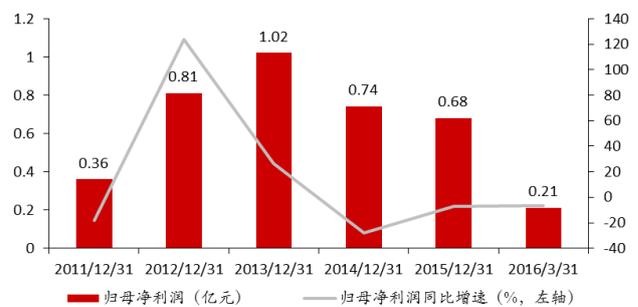
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 18: 至 1Q16 公司营业收入为 2.17 亿元



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 19: 至 1Q16 公司归母净利润为 0.21 亿元



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

### 易幻收购方案介绍

2015 年 9 月 14 日, 公司出资人民币 0.63 亿元认缴易幻网络新增注册资本; 2015 年 11 月 6 日确认占易幻网络的股权比例为 3.34%, 同时公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买牛曼投资持有的易幻网络 66.66% 的股权, 交易完成后将累计持有易幻网络 70% 的股权。此次交易包括两部分:

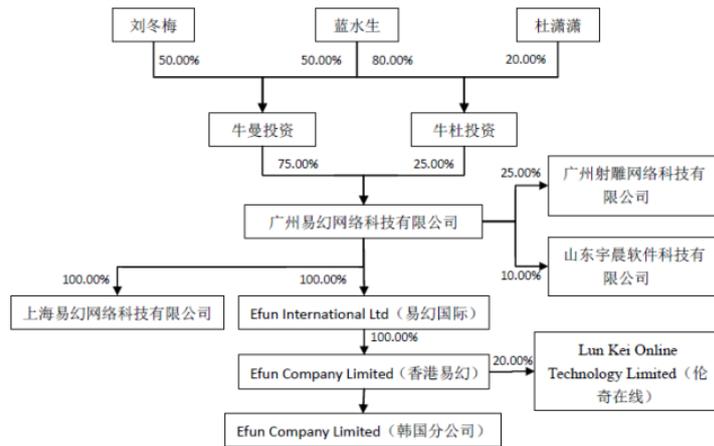
- 1) 发行股份及支付现金购买资产和发行股份募集配套资金。易幻网络整体估值为 18.85 亿元, 本次交易价格为 12.57 亿元。其中, 交易对价的 73.5% 即 9.24 亿元以发行股份的方式支付, 发行价格为 13.71 元/股; 交易对价的 26.5%, 即 3.33 亿元以现金方式支付。
- 2) 上市公司拟通过询价方式向不超过五名投资者非公开发行股份募集配套资金, 募集配套资金总额预计不超过 6 亿元。募集配套资金将用于为支付本次交易的现金对价 3.33 亿元、补充上市公司流动资金及支付中介费用 2.67 亿元。

表格2: 完成交易后宝通科技股本结构 (不含募集配套资金)

股东名称	交易前持股数 (万股)	比例 (%)	交易后持股数 (万股)	比例 (%)
包志方	9,022.10	30.07	9,022.10	24.56
牛曼投资			6,737.05	18.34
其他股东	20,977.90	69.93	20,977.90	57.10
合计	30,000.00	100.00	36,737.05	100.00

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 20: 增资前易幻网络股权结构图



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

## 易幻网络: 深耕东南亚、港澳台和韩国地区的海外移动游戏发行巨头

2012年11月易幻网络成立, 自创立之初易幻即专注于中国移动网络游戏的海外发行和运营, 并在港澳台、东南亚、韩国等细分市场建立了成熟的发行推广团队并取得优秀的经营业绩, 通过多年积累的海外发行网络、用户资源和技术能力已经成熟, 取得了明显的先发优势, 至今共发行数十款游戏、十几种语言并拥有全球超过20个国家的发行经验, 2014年易幻网络市场份额为9.85%, 为中国游戏海外发行商第二。

图 21: 高速成长的易幻网络

图 22: 2016-2018年易幻网络业绩承诺

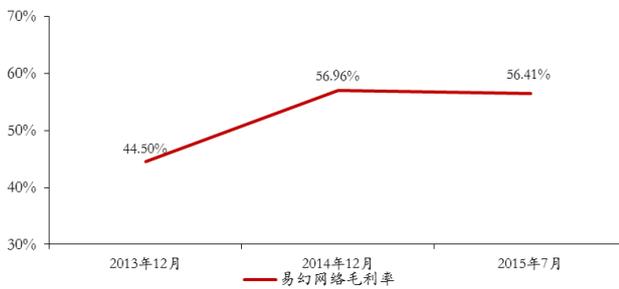


资料来源：公司公告，川财证券研究所



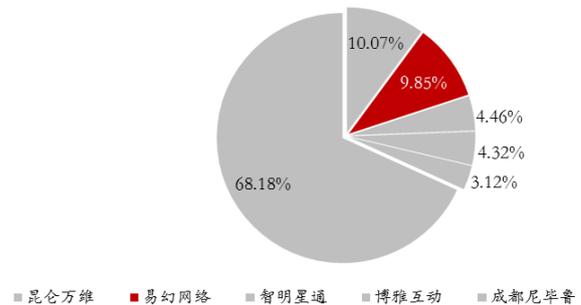
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 23: 易幻网络毛利率稳定



资料来源：公司公告，川财证券研究所

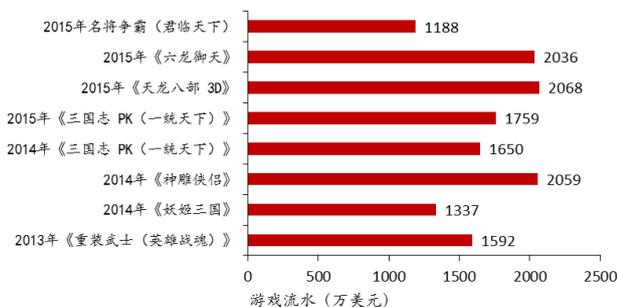
图 24: 易幻网络为中国海外游戏发行市场第二



资料来源：公司公告，川财证券研究所

易幻网络自 2012 年进入海外市场至今,已经在海外多个主要市场成功发行了《我叫 MT》、《神雕侠侣》、《天龙八部 3D》、《名将争霸》、《摩卡幻想》、《一统天下》、《六龙御天》等众多产品, 2015 年易幻在运营游戏达到 59 款, 其中港澳台 25 款、东南亚 35 款、韩国 17 款、其他地区 6 款, 近两年每年都有三款能达到年流水超千万美元的游戏产品。值得注意的是《六龙御天》自 2015 年 10 月 26 日发行后 3 个月流水已超千万, 2015 年 10-12 月流水分别为 51.21 万美元、793.22 万美元及 1,191.74 万美元。

图 25: 年流水超千万美元的游戏产品



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 26: 《六龙御天》港台版在 IOS(上)、Google(下)畅销榜中排名前茅



资料来源：App Annie，川财证券研究所

## 海外游戏发行重要性超国内，公司已建立长期稳定的合作

移动游戏海外产业链为研发商、发行商和渠道商，发行商分成比例在 40%左右，渠道分成比例在 30%左右。之所以海外渠道分成比例低于中国的分成（50%左右）比例，是因为海外手游的发行渠道主要为 IOS、GooglePlay 等渠道，海外渠道公平、开放，但却不会对游戏进行资源支持，而中国渠道自身会对游戏进行评级，之后进行一定的资源支持，这部分类似于发行商的推广。

全球化发行的实现过程中，易幻网络与 Facebook、Google、Twitter、Line、Kakao、DeNA 等国际知名公司形成长久深厚互信的合作关系，无论是引进国际知名 IP 还是与国际媒体间的合作，易幻网络在国际市场都具有更高议价能力。同时易幻网络在目标市场建立办公室或者分公司，目前已在香港、台湾、首尔、泰国、新加坡等地组建当地团队，深耕细分市场，通过与当地支付渠道、广告渠道等本地化资源的合作，针对不同市场的历史背景、文化特点、玩家属性、用户偏好、付费习惯等制定营销和运营策略，真正做到深度本地化。

图 27：一季度在韩国发行的六龙御天已稳居 Google Play 畅销榜前十



资料来源：App Annie，川财证券研究所

## 东南亚移动游戏市场已进入行业爆发期且为全球蓝海市场

受益于经济增长、庞大的人口基数和移动互联网飞速发展，移动游戏将成为东南亚游戏市场主要引擎。据 Newzoo 数据显示，2014 年东南亚总人口 6.26 亿，网民数量为 1.793 亿，其中玩家 1.262 亿，付费玩家数 5970 万，游戏市场规模约为 11 亿美元，预计 2013-2017 年之间复合年增长率为 28.8%，到 2017 年将增长至 22 亿美元，2015 年东南亚移动游戏市场规模为 8.32 亿美元，预计 2014-2018 年之间复合年增长率为 30.2%。

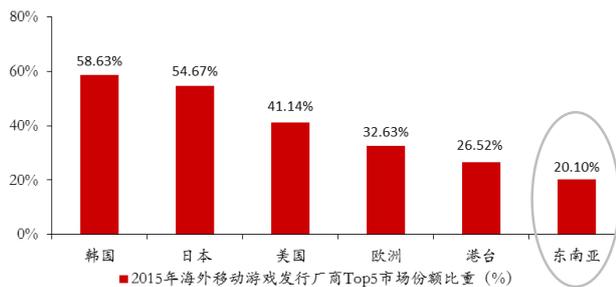
图 28：东南亚游戏市场规模增长迅速



资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

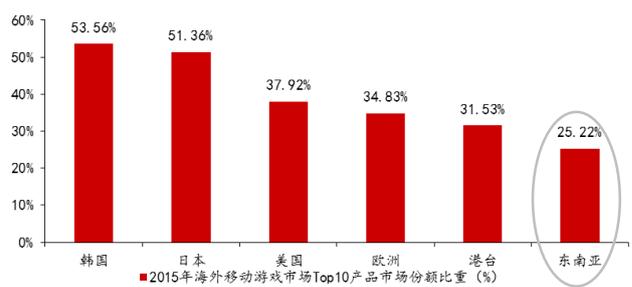
东南亚移动游戏产业发展迅速,但其市场本身较为开放,大量非本地厂商参与其中,东南亚本地的游戏厂商很难在市场上占得先机,并且东南亚本地游戏企业的研发运营经验不足、相关人才短缺,因此在未来很长一段时间内,东南亚移动游戏市场对于全球来说仍是一片蓝海。

图 29: 东南亚移动游戏发行格局尚未稳定



资料来源: App Annie, Fiksu, 川财证券研究所

图 30: 东南亚移动游戏研发格局尚未稳定



资料来源: App Annie, Fiksu, 川财证券研究所

图 31: 东南亚移动游戏市场收入排名前 10 游戏-东南亚没有客场劣势

排名	印尼	马来西亚	菲律宾	泰国	越南
1	Clash of Clans	Clash of Clans	Clash of Clans	Everybody's Marble	Clash of Clans
2	Everybody's Marble	Tower of Saviors	Summoners War	Kung Fu House	Heroes Charge
3	Hay Day	Cash King Islands	Brave Frontier	Clash of Clans	Summoners War
4	Game of War - Fire Age	Dot Arena	Clash of Kings	Summoners War	Hay Day
5	Heroes Charge	Castle Clash	Boom Beach	Dot Arena	Boom Beach
6	Summoners War	Racing Rivals	Candy Crush Saga	LINE Rangers	Dragon Bane
7	Candy Crush Saga	Summoners War	Candy Crush Soda Saga	Cookie Run	Darkness Reborn
8	Brave Frontier	Game of War - Fire Age	Game of War - Fire Age	ReverseWorld	Playshoo Texas Poker
9	Little Empire	Clash of Kings	Zynga Poker	Hay Day	Castle Clash
10	Candy Crush Soda Saga	Slotomania	Brave Trials	Brave Frontier	Kung Fu House

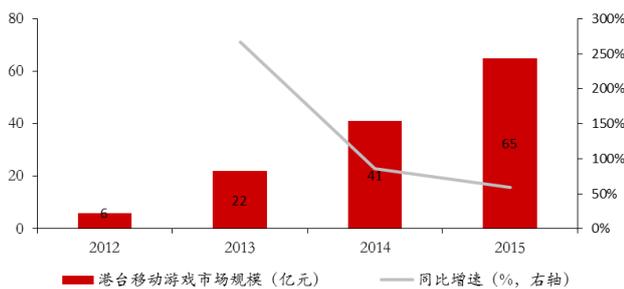
资料来源: App Annie, 川财证券研究所

注: 蓝色: 全球/西方游戏 黄色: 亚洲游戏 绿色: LINE 游戏

### 发行能力为竞争港台地区移动游戏市场核心要素

2015 年移动游戏市场规模为 65 亿元，同比增长 58%。港台地区的移动游戏主要来自于欧美及大陆地区，且游戏逐渐重度化，欧美地区和大陆地区本身都具备较强的游戏研发能力，而港台地区渠道主要是 Google Play 和 App Store 两个平台，较为公正不会对产品进行导量或者资源倾斜，发行能力将成为竞争港台地区移动游戏市场的核心要素。

图 32: 港台移动游戏市场规模



资料来源: 漫域联播, 川财证券研究所

图 33: 港台地区移动游戏已逐渐重度化



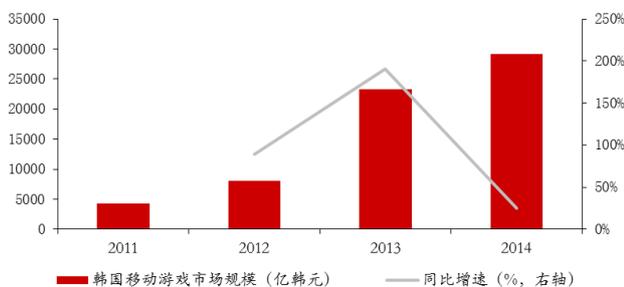
资料来源: App Annie, 川财证券研究所

### 韩国移动市场强者恒强

据 Metaps 数据显示, 2014 年韩国移动游戏市场规模约为 136 亿人民币。韩国地区的移动游戏主要来自于韩国本地及大陆地区, 韩国地区对于中国国内的手游产品兼容性较高, 值得注意的是韩国拥有约 5000 万人, KAKAO TALK 月活跃用户已达到 4800 万人, KAKAO TALK 普及率达到 70%, 游戏畅销榜前两名都是由 Kakao 平台分发。

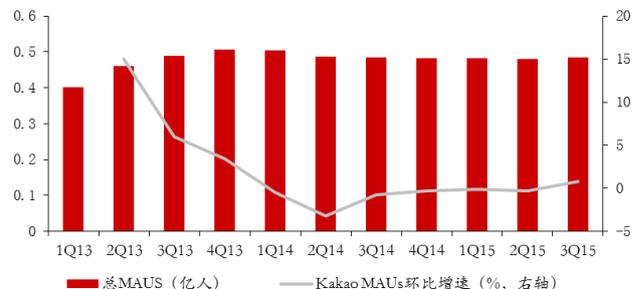
韩国市场格局的稳定以及韩国游戏本身拥有较优良的品质, 使得新进入者很难在韩国取得成功, 在韩国市场将是强者恒强的市场。

图 34: 韩国移动游戏市场规模



资料来源: Metaps, 川财证券研究所

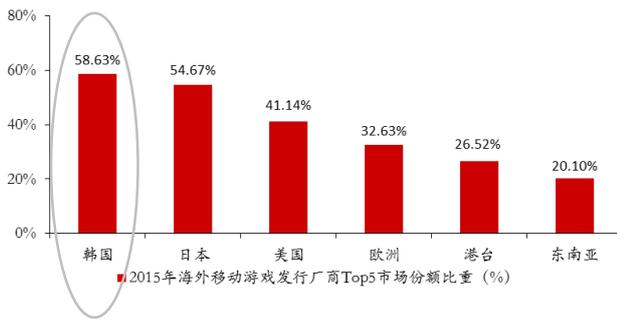
图 35: KakaoMaus 已达到 4800 万人



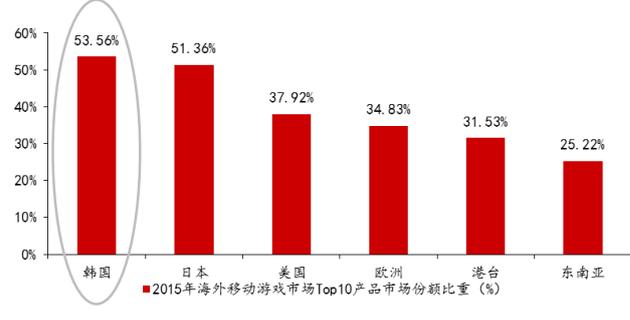
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 36: 韩国移动游戏发行格局基本稳定

图 37: 韩国移动游戏研发格局基本稳定



资料来源: App Annie, Fiksu, 川财证券研究所



资料来源: App Annie, Fiksu, 川财证券研究所

## 投资建议

首次覆盖, 给予“买入”评级

- 海外移动游戏市场发行重要性远超国内, 易幻网络是海外移动游戏发行巨头之一, 易幻能够凭借先发优势、优秀发行能力以及资本市场的支持, 不断提升海外发行能力并向产业链上下游外延。
- 基于公司海外移动游戏发行产品表现优秀, 我们预计公司 2016、2017 和 2018 年的 EPS 分别为 0.40 元、0.88 元和 1.28 元, 对应 PE 分别为 52.1X、23.7X 和 16.3X, 参考可比公司, 给予 2017 年 35X 估值, 对应目标价为 30.8 元。

表格3: 可比公司估值一览

日期	2015/5/16	股价	总市值	股票表现			EPS			PE		
				本周	本月	年初至今	16E	17E	18E	16E	17E	18E
002558.SZ	世纪游轮	115.46	587.85	1.4	-1.3	-28.8	2.00	2.49		57.6	46.4	
002280.SZ	联络互动	19.71	429.12	0.0	0.0	-19.5	0.28	0.42	0.59	69.9	46.6	33.6
002555.SZ	三七互娱	36.29	378.29	0.0	0.0	-25.7	0.74	0.90	0.97	49.2	40.4	37.3
300418.SZ	昆仑万维	27.08	305.23	1.6	-8.8	-33.8	0.49	0.62	0.62	55.1	44.0	43.5
300315.SZ	掌趣科技	10.37	287.65	3.1	-8.0	-25.9	0.32	0.44	0.56	32.7	23.8	18.5
600373.SH	中文传媒	20.20	278.34	0.0	-2.8	-14.0	1.02	1.27	1.59	19.9	15.9	12.7
002174.SZ	游族网络	30.76	264.94	6.5	-8.4	3.2	0.79	0.95	1.11	39.0	32.4	27.6
002354.SZ	天神娱乐	79.07	230.95	0.0	0.0	-17.6	2.05	2.64	3.80	38.6	29.9	20.8
002517.SZ	恺英网络	34.83	235.73	3.4	-8.2	-42.5	1.24	1.53	1.89	28.2	22.8	18.4
600576.SH	万家文化	22.35	141.92	0.0	0.0	-17.8	0.26	0.33	0.66	85.5	68.1	34.0
600880.SH	博瑞传播	8.38	91.62	0.0	-10.0	11.7	0.30	0.39	0.35	28.2	21.6	24.2
002425.SZ	凯撒股份	20.02	92.70	2.1	-13.4	-30.9	0.51	0.62	0.93	39.4	32.5	21.4
<b>平均值</b>				<b>1.5</b>	<b>-5.1</b>	<b>-20.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>45.3</b>	<b>35.4</b>	<b>26.5</b>

资料来源: wind, 川财证券研究所

## 风险提示

海外市场系统性风险

扩张节奏低于预期

**报表预测**

利润表 (人民币, 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	502	470	2009	2755	3426
减: 营业成本	353	311	1070	1398	1688
营业税金及附加	3	4	16	21	27
营业费用	26	31	610	727	865
管理费用	41	51	62	65	65
财务费用	-5	-6	1	-3	-13
资产减值损失	2	3	3	3	3
加: 投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	83	76	247	544	792
加: 其他非经营损益	4	6	0	0	0
利润总额	87	82	247	544	792
减: 所得税	13	12	37	82	119
净利润	74	70	210	462	673
减: 少数股东损益	0	2	63	139	202
归属母公司股东净利润	74	68	147	323	471

资产负债表 (人民币, 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	196	154	502	751	1324
应收和预付款项	367	351	469	561	735
存货	63	80	60	60	60
其他流动资产	1	5	5	5	5
长期股权投资	0	63	63	63	63
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	321	302	255	209	163
无形资产和开发支出	26	40	37	34	31
其他非流动资产	0	36	36	36	36
资产总计	974	1029	1426	1719	2417
短期借款	0	12	188	0	0
应付和预收款项	146	102	113	132	157
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	2	0	0	0	0
负债合计	148	114	301	132	157
股本	300	300	397	397	397
资本公积	235	235	138	138	138
留存收益	288	357	504	827	1298
归属母公司股东权益	824	892	1039	1362	1833
少数股东权益	2	23	86	225	427
股东权益合计	826	915	1125	1587	2260
负债和股东权益合计	974	1029	1426	1719	2417

现金流量表 (人民币, 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	91	47	174	434	559
投资性现金净流量	-40	-122	0	0	0
筹资性现金净流量	-43	15	175	-185	13
现金流量净额	8	-60	349	249	573

**财务分析和估值指标**

财务分析和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	29.68%	33.74%	46.74%	49.25%	50.72%
销售净利率	14.65%	14.89%	10.45%	16.77%	19.64%
ROE	8.93%	7.66%	14.15%	23.74%	25.69%
ROA	8.34%	7.44%	17.40%	31.44%	32.20%
ROIC	8.76%	7.96%	24.65%	35.96%	44.42%
<b>成长能力</b>					
销售收入增长率	-10.44%	-6.49%	327.59%	37.14%	24.37%
净利润增长率	-27.95%	-4.93%	200.13%	120.00%	45.63%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	15.19%	11.05%	21.12%	7.66%	6.49%
流动比率	4.24	5.18	3.44	10.45	13.54
速动比率	3.81	4.44	3.22	9.96	13.13
<b>经营效率</b>					
总资产周转率	0.52	0.46	1.41	1.60	1.42
存货周转率	5.61	3.91	17.83	23.30	28.14
<b>业绩和估值</b>					
EPS	0.200	0.186	0.400	0.880	1.282
BPS	2.242	2.428	2.828	3.708	4.990
PE	104.00	112.04	52.06	23.66	16.25
PB	9.29	8.58	7.37	5.62	4.17

## 分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。