

2016年06月20日

胡嘉铭

james@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 137.00

公司基本资讯

产业别	休闲服务		
A 股价(2016/6/17)	119.80		
深证成指(2016/6/17)	10182.53		
股价 12 个月高/低	227.3/31.65		
总发行股数(百万)	562.33		
A 股数(百万)	32.46		
A 市值(亿元)	38.89		
主要股东	上海兰麟投资管理有限公司 (27.87%)		
每股净值(元)	33.07		
股价/账面净值	3.62		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	6.2	-4.3	278.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

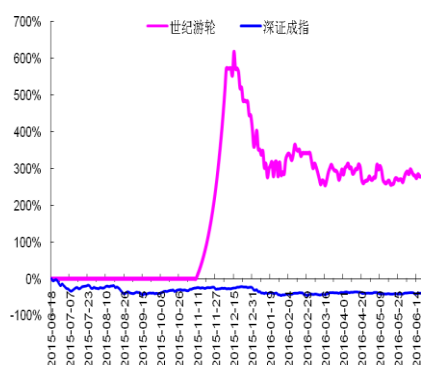
产品组合

端游	72.12%
手游	23.46%
互联网社区工具	3.71%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.6%
一般法人	14.1%

股价相对大盘走势



世纪游轮(002558.SZ)

首次评级: Buy 买入

巨人回归, 开启全新泛娱乐征途

结论与建议:

端游时代的巨人顺利回归 A 股, 需要一款现象级的移动游戏作品来证明自己的实力, 《征途手游》能否担此重任, 让我们拭目以待! 成立巨人影业掘金游戏电影市场, 加快泛娱乐布局, 全新征途即将开启。

根据备考数据, 我们预计公司 2016-2018 年实现净利润 10.18 亿元、12.11 亿元和 15.35 亿元, YOY 增长 205%、18.9%和 27%; 按最新股本计算, 每股 EPS 为 1.81 元、2.15 元和 2.73 元, 当前股价对应 P/E 分别为 66 倍、56 倍和 44 倍。首次评级给予“买入”建议, 目标价 137 元(对应 2017 年 65 倍 PE)。

- 公司简介:** 巨人网络是国内最早从事网络游戏制作发行和运营的厂商, 于 2007 年在纳斯达克上市。先后推出《征途》、《征途 2》、《仙侠世界》等多款热门客户端网络游戏。2014 年 7 月, 巨人网络完成私有化, 从美国纳斯达克退市。2016 年 4 月借壳世纪游轮(002558.SZ), 成功回归 A 股。
- 《征途》系列营收贡献大:** 公司营收贡献主要来自于端游, 2015 年端游收入占比 82%。《征途》系列是公司的核心游戏产品, 2015 年营收占比 66%, 呈逐年下降的趋势。续作《征途手游》和《征途 3》端游分别在 2Q16 和 2Q17 上线运营, 未来《征途》系列仍将是公司营收的重要支柱。
- 《征途手游》开启全新征途:** 公司 2014 年开始布局移动游戏, 先后推出了《征途口袋版》、《大主宰》等游戏, 2015 年移动游戏收入 4.64 亿元, 占比 23%。随着移动游戏的快速崛起, 经典端游 IP 移动化大势所趋。公司开发的《征途手游》, 由腾讯独家代理, 5 月初上架后相继登顶 AppStore 游戏免费榜和畅销榜。预计 2016 年移动游戏收入将有较大幅度的增长。
- 巨人影业掘金游戏电影:** 公司成立巨人影业, 联合阿里影业和星皓影业共同投资制作《征途》系列电影。公司其他游戏 IP 也将改编影视项目, 我们看好游戏改编电影在国内的市场潜力。预计公司还将通过投资和并购的方式, 加快泛娱乐布局, 构建互联网娱乐生态系统。
- 未来业绩表现看手游:** 公司核心产品《征途》端游经过多年运营逐渐进入衰退期, 移动游戏产品的收入尚不足以弥补端游收入的下降, 导致近两年营收出现下降。受股票私有化和红筹架构拆除的影响, 管理层限制性股票加速行权以及核心员工持股相关费用, 对 15 年净利润产生了较大的负面影响。公司承诺 2016-2018 年扣非净利润不低于 10 亿、12 亿和 15 亿元, 能否完成业绩承诺要看手游的表现。
- 盈利预测:** 根据备考数据, 我们预计公司 2016-2018 年实现净利润 10.18 亿元、12.11 亿元和 15.35 亿元, YOY 增长 205%、18.9%和 27%; 按最新股本计算, 每股 EPS 为 1.81 元、2.15 元和 2.73 元。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015E	2016F	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1161	334	1018	1211	1535
同比增减	%	-11.00%	-71.22%	204.68%	18.90%	26.79%
每股盈余(EPS)	RMB 元	2.065	0.594	1.811	2.153	2.730
同比增减	%	-11.00%	-71.22%	204.68%	18.90%	26.79%
A 股市盈率(P/E)	X	58.10	201.90	66.27	55.74	43.96
股利(DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0
股息率(Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

营运分析

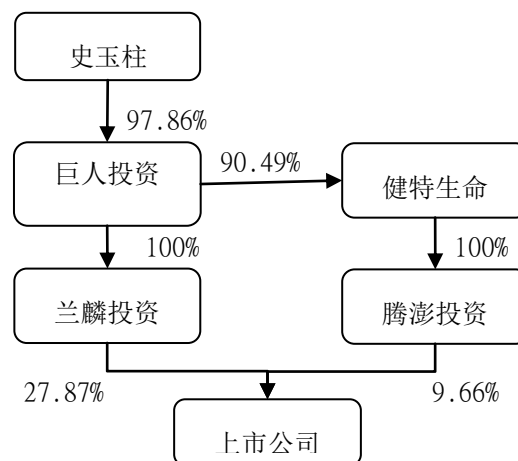
公司简介

巨人网络成立于 2004 年底，是国内最早从事网络游戏制作、发行和运营的综合互动娱乐厂商，于 2007 年在纳斯达克上市。巨人网络先后推出《征途》、《征途 2》、《仙侠世界》等多款热门客户端网络游戏，取得巨大成功。2014 年公司开始布局移动游戏市场，先后推出了《球球大作战》、《大主宰》、《征途口袋版》等多款移动游戏产品。

2014 年 7 月，巨人网络完成私有化，从美国纳斯达克退市。2015 年 9 月巨人网络宣布借壳世纪游轮（002558.SZ），具体方案为上市公司对巨人网络原股东发行股份，以约 131.24 亿元对价购买巨人网络 100% 股权，同时将上市公司原有的游轮和旅行社业务剥离。2016 年 4 月该项重组计划获证监会核准，目前股份发行工作也已完成，巨人网络 100% 股权已于 4 月 30 日过户至上市公司名下。此外，上市公司以 94 元的价格向 8 位特定投资人发行股份募集配套资金 50 亿元，定向增发也已在 4 月底前完成。至此，巨人网络完成借壳上市，成功回归 A 股。

发行股份购买资产和募集配套资金实施完毕后，上市公司最新股本为 5.62 亿股。兰麟投资和一致行动人腾澎投资持有上市公司 37.53% 的股权，成为公司控股股东，史玉柱通过巨人投资控股兰麟投资和腾澎投资而成为上市公司实际控制人。

图 1：上市公司实际控制人



端游收入占比高，《征途》系列营收贡献大

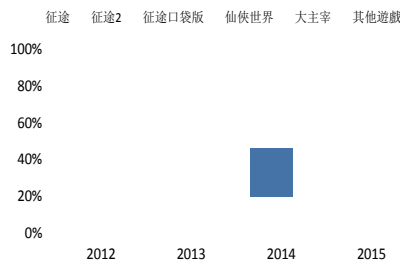
巨人网络的主营业务包括客户端游戏、移动端游戏和互联网工具三大类。营收贡献主要来自于客户端游戏，2012-2014 年客户端游戏收入占比均高于 95%，2015 年端游的占比降至 82% 左右，预计随着手游收入的增长，未来端游收入占比将继续下降。

按游戏看，巨人网络自研的《征途》系列是公司的核心游戏产品。虽然随着其他自研和代理游戏的不断推出，《征途》系列的营收占比呈逐年下降的趋势，

但直到 2015 年仍有 66% 的占比，依然是公司最主要的营收来源。从后续产品规划看，续作《征途手游》和《征途 3》端游分别在 2Q16 和 2Q17 上线运营，预计未来三年《征途》系列仍将是公司营收的重要支柱。

图 2：巨人网络主营收入构成（按业务分） 单位：%

图 3：巨人网络主营收入构成（按游戏分） 单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：公司网站，群益金鼎证券

➤ 核心 IP 移动化，《征途手游》有望开启全新征途

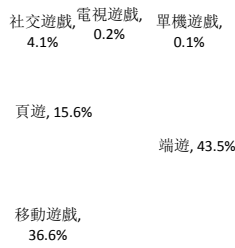
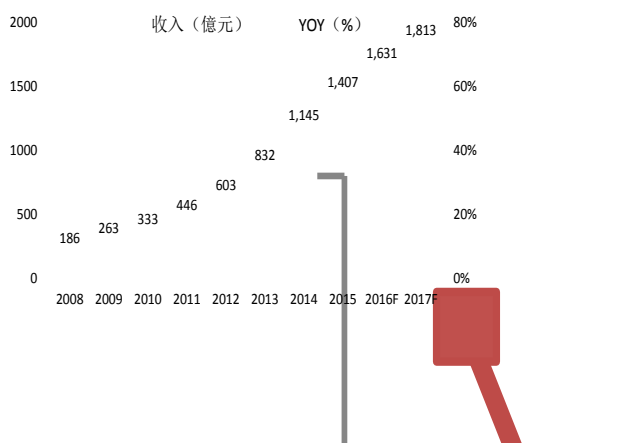
2015 年中国游戏市场收入 1407 亿元，YOY 增长 22.9%。其中移动游戏收入 514.6 亿元，YOY 增长 87.2%，移动游戏收入占比达到 36.6%。群益预计 2016 年中国游戏市场收入可达 1631 亿元，YOY 增长 16%，其中移动游戏收入有望达到 800 亿元，YOY 增长 55%，以 49% 的收入占比超越端游跃居第一。

公司自 2014 年开始布局移动游戏，先后推出了《征途口袋版》、《大主宰》等深受好评的游戏产品，2015 年实现移动游戏收入 4.64 亿元，占比 23%。2016 年公司有多款移动游戏上线，包括《征途手游》、《炫斗三国志》等热门作品。

随着移动游戏的快速崛起，经典端游 IP 移动化大势所趋，《梦幻西游》、《热血传奇》的成功展现了经典 IP 端游移动化的巨大价值。公司基于征途 IP 开发的《征途手游》，由腾讯独家代理，孙红雷代言，5 月初上架首日便登顶 AppStore 游戏免费榜榜首，之后长期跻身畅销榜前十，并于 5 月底跃居 AppStore 畅销榜首。《征途手游》的成功运营将有助于提升公司移动游戏业务收入，预计 2016 年移动游戏收入将有较大幅度的增长。

图 4：中国游戏产业规模 单位：亿元，%

图 5：2015 年中国游戏收入结构 单位：%



资料来源：游戏工委 GPC，群益金鼎证券

资料来源：游戏工委 GPC，群益金鼎证券

表 1: 2016 年公司移动游戏产品及规划

序号	游戏	来源	推出时间
1	征途口袋版	自研	4Q14
2	大主宰	代理	1Q15
3	武极天下	自研	1Q16
4	虚荣	代理	1Q16
5	新古龙群侠传	代理	1Q16
6	征途手游	自研	2Q16
7	炫斗三国志	代理	2Q16
8	街机三国	代理	2Q16

资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券

➤ 成立巨人影业, 游戏电影钱景看好

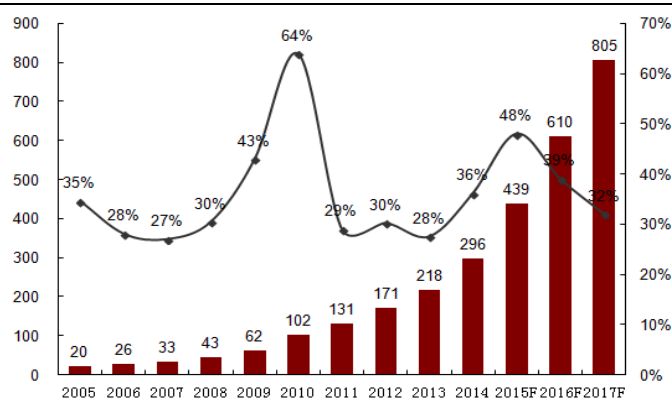
公司 6 月 6 日宣布成立子公司巨人影业, 从事影视项目研发、娱乐产业投资、IP 运营及影游资源整合。接着在 2016 上海电影节公布了最新的影视计划。公司将联合阿里影业和星皓影业共同投资制作《征途》系列电影, 由郑保瑞担任监制。除了电影之外, 《征途》影视剧、网剧项目也将很快启动。而《球球大作战》、《大主宰》、《武极天下》、《仙侠世界》等游戏 IP 改编的影视项目也将陆续进入筹备期。

《征途》系列游戏推出至今已有 10 年, 注册用户高达 3 亿, 成为一代游戏玩家的共同回忆。《魔兽》电影在国内的良好票房表现, 展现了游戏粉丝的巨大能量, 虽然目前影视改编游戏的整体表现差强人意, 但我们更看好游戏改编电影在国内的市场潜力, 游戏电影作为一个独特的类型, 有望在国内电影市场崛起。

成立巨人影业是公司泛娱乐布局的重要一步, 基于核心 IP, 通过游戏、影视、动漫、文学等多领域协同互动, 实现多元平台转化, 提升盈利能力。公司旗下既有的嘟嘟直播平台, 通过直播和游戏的结合, 促进与游戏玩家的互动。预计未来公司还将通过投资和并购的方式, 加快泛娱乐布局, 构建互联网娱乐生态系统。

图 6: 中国电影票房规模

单位元: 亿元, %



资料来源: 新闻出版广电总局, 群益金鼎证券

图 7: 《征途》电影概念海报



资料来源: 网络, 群益金鼎证券

➤ 端游收入滑坡, 未来业绩表现看手游

公司核心产品《征途》端游经过多年的运营逐渐进入衰退期, 加之随着移动游戏的崛起, 玩家向移动游戏转移的趋势日渐明显, 对传统端游收入造成冲击。2014 年起公司开始布局移动游戏领域, 先后推出了《征途口袋版》、《大主宰》等多款移动游戏产品, 但仍不足以弥补端游收入的下降。2014 年公司营收 23.39 亿元, YOY 减少 6%, 这一趋势在 2015 年更加明显, 营收降幅扩大至 15%。

净利润方面, 2015 年备考数据为 3.34 亿元, YOY 减少 71%, 扣非净利润为 6.2

亿元，YOY 减少 38%。除了来自于营收下降的压力之外，受股票私有化和红筹架构拆除的影响，管理层限制性股票加速行权以及核心员工持股计划在 2014 年和 2015 年 1-9 月分别产生 1.76 亿元和 3.54 亿元的费用，也对净利润产生了较大的负面影响。随着巨人网络成功借壳上市，上述因素不会对公司后续业绩造成影响。

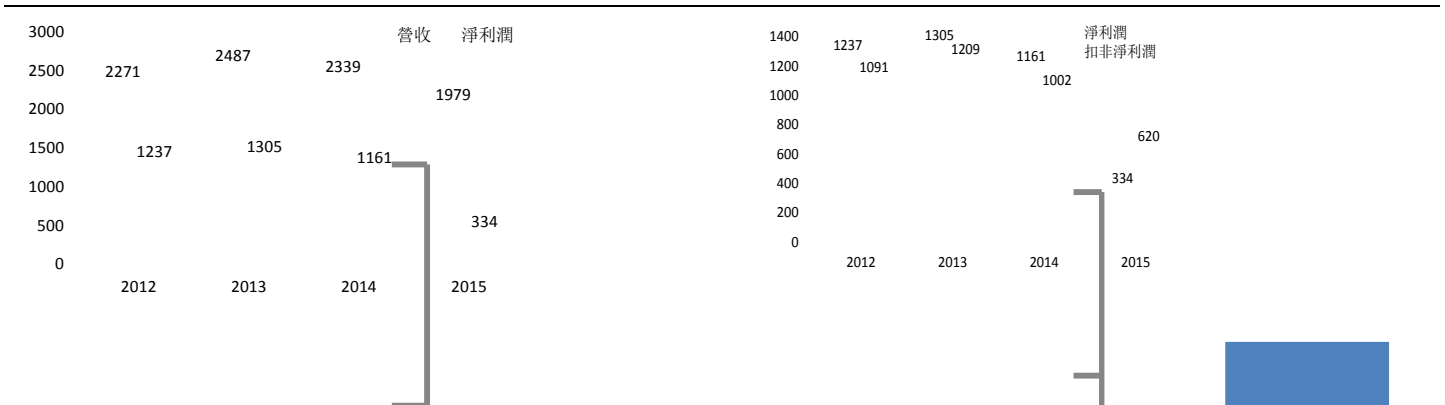
巨人网络借壳上市时的承诺：2016-2018 年扣非净利润不低于 10 亿、12 亿和 15 亿元。由于公司既往的经验和优势主要在端游市场，在移动游戏领域仍属于新兵，与腾讯、网易等业内巨头，和其他领先企业仍存在着巨大的差距。一款优秀的移动游戏生命周期一般也只有 2-3 年，要保持收入的持续增长需要有强大的产品研发能力做支撑，不断推出新的移动游戏产品。《征途手游》主要依靠的是征途 IP 的魅力，公司移动游戏研发实力仍有待观察，业绩承诺能否顺利达成仍存在不确定性。

图 8：巨人网络历年营收和净利润表现

单位：百万元

图 9：巨人网络净利润和扣非净利润比较

单位：百万元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：公司公告，群益金鼎证券

盈利预测

端游时代的巨人顺利回归 A 股，需要一款现象级的移动游戏作品来证明自己的实力，《征途手游》能否担此重任，让我们拭目以待！成立巨人影业掘金游戏电影市场，加快泛娱乐布局，全新征途即将开启。

根据备考数据，我们预计公司 2016-2018 年实现净利润 10.18 亿元、12.11 亿元和 15.35 亿元，YOY 增长 205%、18.9%和 27%；按最新股本计算，每股 EPS 为 1.81 元、2.15 元和 2.73 元，当前股价对应 P/E 分别为 66 倍、56 倍和 44 倍。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015E	2016F	2017F	2018F
营业收入	2339	1979	2665	3299	4260
经营成本	361	372	579	755	1073
销售费用	198	344	360	495	682
管理费用	743	942	560	610	639
财务费用	-34	-43	1	0	0
投资收益	144	-13	0	0	0
营业利润	1095	313	1136	1402	1816
营业外收入	231	201	140	180	178
利润总额	1323	512	1276	1582	1994
所得税	64	111	223	316	399
少数股东损益	98	66	34	55	60
归属于母公司所有者的净利润	1161	334	1018	1211	1535

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015E	2016F	2017F	2018F
货币资金	2500	1015	4434	4157	4000
应收帐款	52	61	70	81	93
存货	0	0	0	0	0
流动资产合计	4541	1241	4654	4738	4793
固定资产	339	339	407	488	586
非流动资产合计	905	1101	1266	1456	1747
资产总计	5446	2342	5921	6194	6541
流动负债合计	1044	703	808	970	1116
长期负债合计	57	2	2	3	3
负债合计	1102	705	811	973	1119
股本	10	10	562	562	562
少数股东权益	54	42	76	131	191
股东权益合计	4344	1637	5110	5221	5421
负债和股东权益总计	5446	2342	5921	6194	6541

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015E	2016F	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	1237	1052	1120	1453	1842
投资活动产生的现金流量净额	2625	-538	-2165	-2055	-2405
筹资活动产生的现金流量净额	-3813	-1236	4990	325	406
现金及现金等价物净增加额	-8	-452	3945	-277	-157

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。