

金刚游戏(430092) “精品游戏+优质渠道+热门 IP” 模式引发业绩暴增

基本数据

2016 年 7 月 14 日	
收盘价 (元)	12
总股本 (百万股)	180.6
流通股本 (百万股)	134
总市值 (百万元)	2167
每股净资产 (元)	1.14
PB	10.54

财务指标

	2014A	2015A	2106E	2017E	2018E
营业收入(百万)	14.24	71.25	142.50	249.38	374.06
净利润(百万)	(3.05)	26.03	59.31	108.41	165.70
毛利率 (%)	90.3%	94.1%	97.1%	98.3%	98.9%
净利率 (%)	-21.4%	36.5%	41.6%	43.5%	44.3%
EPS (元)	(0.12)	0.14	0.33	0.60	0.92
净资产收益率 (%)	-15.3%	12.7%	28.8%	52.7%	80.6%

报告要点

公司是新三板挂牌的首家游戏公司，是一家集自主研发，运营为一体的综合性高新技术企业。目前公司拥有完全自主知识产权的国内领先的三款引擎及多款自主研发的网络游戏。包括网页游戏《剑踪》、《剑曲》、《九鼎记 OL》、《魔兽王座》、《传奇 3D》、《叶问 3D》等。

公司于 2011 年挂牌新三板，2016 年 6 月进入新三板创新层。

公司“精品游戏+优质渠道+热门 IP”的模式使得业绩高速增长。公司 2015 年营业收入 7125 万元，同比大幅增长 400.4%，归属母公司的净利润为 2603 万元，与去年相比亦大幅增长。

盈利预测及估值分析

我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 1.42 亿元、2.49 亿元、3.74 亿元，归属母公司的净利润为 5931 万元、1.08 亿元、1.65 亿元。所对应的每股收益 EPS 分别为 0.33 元、0.60 元、0.92 元。2016 年的预期市盈率为 52 倍左右，对应 2016 年预计净利润，其市值水平为 30.84 亿元。

风险提示

行业政策风险、游戏产品研发风险、应收账款的回款风险、市场竞争加剧的风险。

研究员：王振亚

wangzhenya@wtneeq.com

010-85715117



目 录

新三板挂牌的首家游戏公司	1
2015 年业绩爆发 收入同比增长 400%	2
“精品游戏+优质渠道+热门 IP”的模式保证快速增长	3
2016 年我国手游市场或超 700 亿	5
盈利预测	5
估值分析	6

图表目录

图表 1 公司产品展示	1
图表 2 金刚游戏股权结构图	2
图表 3 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势	2
图表 4 公司主要收入来源	3
图表 5 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比	3
图表 6 公司《罪恶之城》游戏界面	4
图表 7 公司已引进的热门 IP	4
图表 8 我国手游市场规模（亿元）	5
图表 9 公司 2016-2018 盈利预测	6
图表 10 各公司 2016 年预期市盈率计市值比较	6

新三板挂牌的首家游戏公司

公司成立于 2001 年,是新三板挂牌的第一家游戏公司,是一家集自主研发,运营为一体的综合性高新技术企业。公司凝聚了一批富有创新游戏设计理念的研发团队和营销经验丰富的运营团队,现有员工 300 余人,90%以上具有本科及以上学历,员工富有创造力。

目前公司拥有完全自主知识产权的国内领先的三款引擎及多款自主研发的网络游戏。包括网页游戏《剑踪》、《剑曲》、《九鼎记 OL》、《魔兽王座》、《传奇 3D》、《叶问 3D》等;手机游戏《我在西游当房东》、《龙珠炫斗》、《罪恶之城》、《二战前线》、《热血传奇》3D 版、《叶问》、《女神来战》等;在线电视游戏(Console game)《功夫熊猫》等。

图表 1 公司产品展示



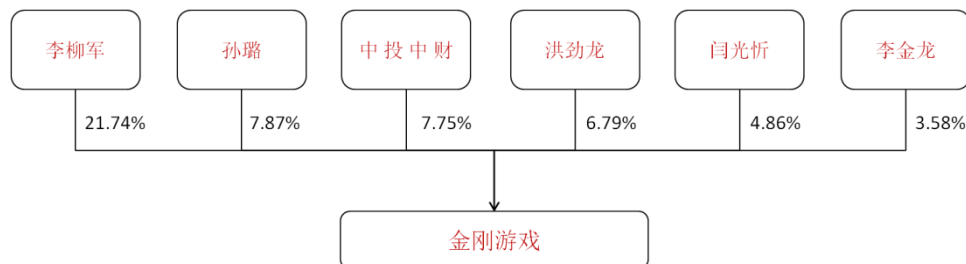
资料来源:公司官网

2015 年是公司业绩爆发的一年,同时公司的研发能力及产品水准也获得了游戏业界的广泛认可。

2016 年 3 月 16 日,作为第十二届 TFC 全球移动游戏大会的首个亮点,由上方传媒举办的“金苹果奖”颁奖典礼隆重举行,金刚游戏荣获移动游戏最具投资潜力企业金苹果奖。同期,阿里游戏 2016 年战略发布会在北京国家会议中心隆重举行,金刚游戏荣获十佳云技术奖。

公司于 2011 年挂牌新三板,2016 年 6 月进入新三板创新层,最近一次股票定增发生在 2015 年 7 月,发行价格为 40 元,募集资金 1.5 亿元,在资金用途上,6000 万元用于投资并购,逐步壮大研发、发行和运营团队,提升公司的整体实力。6000 万元用于日常运营,如拓展市场营销、补充营运资金等。3000 万元用于 IP 购买,布局大 IP 精品战略,为公司未来产品奠定更有利的基础。

图表 2 金刚游戏股权结构图

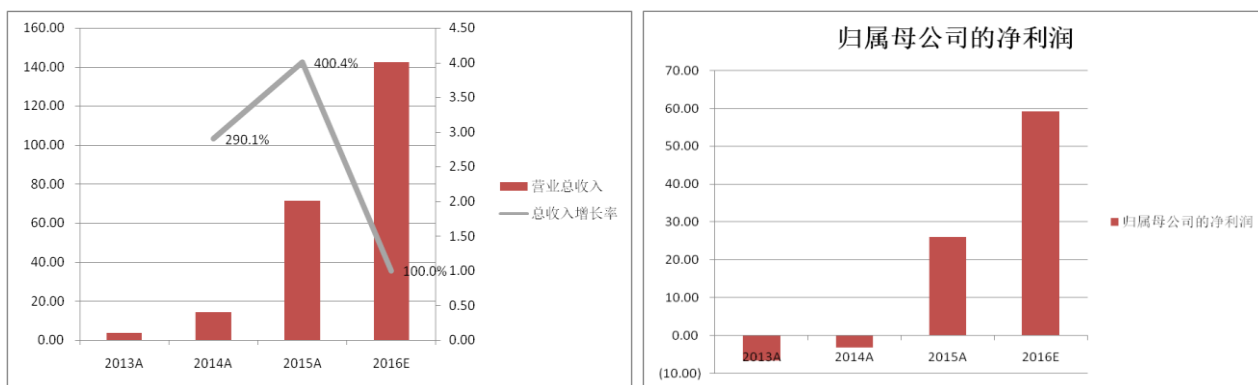


资料来源：公司公告

股权结构方面，李柳军先生持股 21.74%，是公司控股股东，实际控制人。公司前十名股东间无关联关系。

2015 年业绩爆发 收入同比增长 400%

图表 3 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势



数据来源：choice 金融数据

公司 2015 年营业收入 7125 万元，同比大幅增长 400.4%，归属母公司的净利润为 2603 万元，与去年相比亦大幅增长。2015 年营收增长的主要原因是，在原有 1 款上线游戏的基础上，新增 6 款游戏产品相继上线。原有游戏还在持续产生收入，新上线产品也逐渐产生收入，因此报告期内营业收入有大幅增长。

目前在公司收入组成中，游戏收入占比基本达到 100%，传统的软件业务已经没有了。单从游戏收入的增速来看，实际达到 568%，2014 年时公司还有少量软件业务收入。

图表 4 公司主要收入来源

	2013A	2014A	2015A
营业总收入			
软件收入	1.24	3.57	0.00
增长率 %		188%	-100%
网络游戏	0.00	10.67	71.25
增长率 %			568%
其他	2.41	0.00	0.00
总收入合计	3.65	14.24	71.25
总收入增长率		290.1%	400.4%

数据来源: choice 金融数据

从成本方面看,随着公司上线游戏数量的增加,公司综合毛利率得到明显提升,目前毛利率在 94.1%左右,在游戏行业中属于较高水平。

三大费用方面,公司近几年管理费用和销售费用有一定幅度的上升,特别是销售费用方面,报告期内公司扩大了发行和运营团队,相关的市场、商务和运营人员都有所增加;目前游戏市场竞争逐渐加剧,产品的推广和运营方面的成本也随之增加,且公司 2015 年推广的游戏产品数量也是 2014 年的 6 倍。不过从费用占收入比例来看,由于收入规模的高速增长,费用占比呈现了持续下降的趋势,目前销售费用占比达到 50%左右,符合游戏行业高推广成本的特点。

图表 5 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比



数据来源: choice 金融数据

■ “精品游戏+优质渠道+热门 IP”的模式保证快速增长

凭借自身强大的游戏开发实力,公司近两年在热门 IP 转化为精品游戏的方式上获得了巨大的成功。

2015 年上线的游戏中,罪恶之城游戏拥有《罪恶之城》小说的版权。小说的作者烟雨江南,属于国内一线作者,小说在百度小说排名 12 名。通过这个热门 IP,在国内吸引一大批小说的读者成为游戏玩家。游戏本身品质也很高,这是一个欧美写实风格的 3d 动作手游,其画面在国产手游中属于优质级别,并具有全球顶级战斗游戏的打击体验。使用成熟的经过验证的引擎开发和完美的

Android 适配。

图表 6 公司《罪恶之城》游戏界面



资料来源：公司官网

《罪恶之城》之后，公司开始加大热门 IP 的引进力度。目前凭借优秀的技术实力和良好的口碑效应，又取得了多个优质的 IP 独家授权，其中包括《叶问 3》电影的游戏改编权，同名的手游产品于 2016 年与电影同期上线，公司将打造《叶问 3》系列产品，弘扬中国武术精神；笔名为流浪的蛤蟆创作的网络文学作品《蜀山》的游戏改编权，作为知名网络小说作者，读者积累数量众多，改编游戏后相信会拥有大量的用户基础；同时，还储备了其他多个热门 IP 资源，包括著名电影《功夫熊猫 3》，动漫 IP《我叫 MT》等等，相关的游戏均在开发中，2016 年将陆续投放市场。

图表 7 公司已引进的热门 IP



资料来源：网络整理

除了热门 IP 的转化，公司自行策划研发的多款游戏也获得了市场的认可。2014 年就上线的 3D 网页游戏《剑踪》，2015 年仍为公司持续创造收益。2015

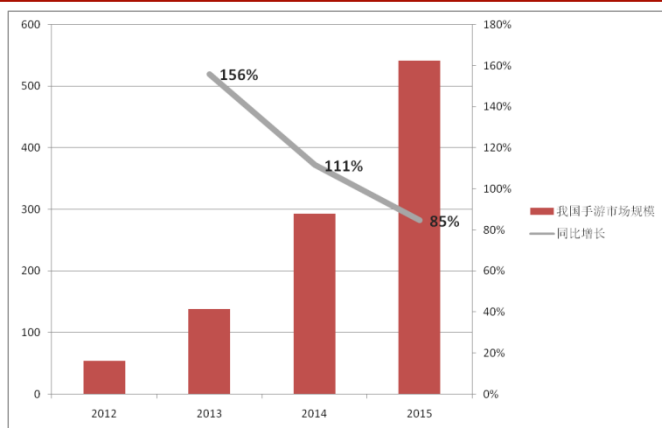
年新上线的产品包括登陆腾讯游戏大厅的 3D 网页游戏《剑曲》，顺网定制产品《九鼎记 OL》，2015 年下半年上线的《魔兽王座》也是精品大作。

公司上线游戏产品逐渐丰富，其合理的产品排期计划和行业细分布局，极大提升了公司推出精品游戏的潜力。另外，公司与腾讯、360、百度等国内知名游戏平台保持紧密的合作，提升自身产品质量的同时也保证了运营渠道的优质，保证了公司的盈利能力和可持续发展经营能力。

■ 2016 年我国手游市场或超 700 亿

随着我国智能手机渗透率的不断提高，手游行业依旧火热异常，早在 2014 年移动游戏市场规模就已经超过了网页游戏的市场规模。由于不同细分市场处于不同发展进程，中国游戏产业在未来将呈现多元发展状态，市场规模总体将保持高速增长。客户端游戏、网页游戏等发展较为成熟的细分市场，已经处于成熟期，市场规模增幅有限且变动不大，而手游市场依旧处于成长期，市场规模有望保持高速增长。预计未来三年，伴随着移动游戏整体品质的提升，3G/4G 用户规模的持续增长，以及资本市场进一步提供支持，手游行业仍将保持增长。

图表 8 我国手游市场规模（亿元）



数据来源：网络整理

手游市场目前是推动中国移动互联网繁荣、资本市场活跃的主要力量。近几年手游市场一直处于高速增长期，业内预测，2016 年移动游戏市场或将实现 700 亿的左右市场规模。

■ 盈利预测

公司 2015 年有 6 款游戏产品上线，2016 年公司计划推出 20 款左右的游戏产品，其中包括公司自研产品和代理产品。由于产品线的大幅扩大和热门 IP 的持续引进，我们认为公司未来游戏带来的营收将保持高速增长，保守假设公司 2016-2018 年收入增速为 100%、75%、50%。

综合以上观点，我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 1.42 亿元、2.49 亿元、3.74 亿元，归属母公司的净利润为 5931 万元、1.08 亿元、1.65 亿元。所对应的每股收益 EPS 分别为 0.33 元、0.60 元、0.92 元。

图表 9 公司 2016-2018 盈利预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入合计	3.65	14.24	71.25	142.50	249.38	374.06
总收入增长率		290.1%	400.4%	100.0%	75.0%	50.0%
营业成本合计	0.56	1.38	4.20	4.20	4.20	4.20
综合毛利率	84.7%	90.3%	94.1%	97.1%	98.3%	98.9%
营业税金及附加	0.07	0.09	0.36	0.36	0.36	0.36
销售费用	0.03	0.01	1.8	3.60	6.30	9.45
管理费用	9.68	17.75	35.72	71.44	125.02	187.53
EBIT	(6.69)	(4.99)	29.17	62.90	113.50	172.52
资产减值损失	0.08	0.84	2.11	2.11	2.11	2.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	(3.66)	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.06	0.18	0.18	0.18	0.18
财务费用合计	(0.01)	0.10	(0.14)	(0.14)	(0.14)	(0.14)
营业利润	(6.76)	(5.87)	23.72	61.11	111.71	170.73
其他非经营性损益合计	0.18	2.60	3.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	(6.58)	(3.27)	26.82	61.11	111.71	170.73
所得税	(0.12)	(0.22)	0.79	1.80	3.29	5.03
净利润	(6.46)	(3.05)	26.03	59.31	108.41	165.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	(6.46)	(3.05)	26.03	59.31	108.41	165.70
归母净利润增长率				128%	83%	53%

数据来源：梧桐公会、choice 金融数据

■ 估值分析

公司在主板市场的对标公司为凯撒股份、骅威文化、任子行等。目前主板市场中手游公司的估值区间比较大，规模小的企业市盈率较高。

结合这上游企业 2016 年一致预期的市盈率水平，保守起见我们将 65 倍作为公司 2016 年预期市盈率，考虑到新三板的流动性不足，在此基础上扣除 20% 的流动性溢价，得到公司 2016 年的预期市盈率为 52 倍左右，对应 2016 年预计净利润，其市值水平为 30.84 亿元。

图表 10 各公司 2016 年预期市盈率计市值比较

	凯撒股份	骅威文化	任子行
市值 (亿元)	128	137	104
市盈率	48	34	80

数据来源：choice 金融数据

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

