

宝通科技 (300031)

——乘手游出海扬帆起航,借产业基金加快布局

投资要点:

➤ 始于输送带业务,依托易幻围绕移动互联网进行探索与转型

宝通科技从事各类高强力橡胶输送带的研发、生产和销售,受宏观经济影响增速放缓,公司积极开拓以移动互联网为主的新领域探索与转型。

2016年3月完成易幻网络66.66%股权的收购(交易完成后持股70%);2016年7月设立互联网产业基金(4亿-10亿规模),有望围绕互联网战略转型。

➤ 易幻中国文化出海和手游全球化的重要助推器和受益者

易幻网络是中国领先的手游海外发行和运营商,2014年中国手游海外份额排名第二(9.85%),仅次于昆仑万维(10.07%)。1)行业现状:国内手游行业增速放缓,寡头垄断头部市场,数千计的中小CP生存空间狭窄,急需海外拓展;2)行业机遇:2015年手游出海规模达23.9亿美元,同比增长87.7%;历经竞争淘汰,国内CP积累了较强产品竞争力,游戏出海趋势已来,势不可挡;3)独特定位:易幻12年成立后专注海外手游发行,积累了成熟的数据分析和精细化的市场营销和运营体系,在港台、东南亚和韩国等积累了丰富的发行经验,16年5月台湾游戏收入排名榜Top3,未来有望实现手游全球化和市场拓展全球化,承接手游出海浪潮,实现业绩快速增长。

➤ 内生业绩随大作陆续上线再创新高,产业基金加速公司互联网布局

公司预告1H16业绩同比增长70%-100%;易幻同期预计营收6.38亿,同比增长71%;净利润9,980万,同比增长108%,Q2利润较Q1环比增长61%。《六龙御天》15年10月港台16年3月韩国上线持续贡献千万美元流水;Q3《灵狐仙境》等多款S级游戏上线后,流水有望再上新台阶。

➤ 投资建议:预计宝通16/17/18备考业绩2.7亿/3.5亿/4.6亿,考虑易幻16年70%并表,假定17年剩余30%股权注入,对应业绩2.1亿/3.5亿/4.6亿。公司互联网产业基金加快横向和纵向布局,有望围绕游戏发行链展开,实现17年总体备考业绩4-5亿;考虑内生高速增长(易幻1H16同比增108%)给予17年40x PE,对应200亿市值,目标价40。

➤ 风险提示:整合进度缓于预期,海外市场政策变动风险。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	502.45	469.82	2,030.18	2,646.91	3,295.12
增长率(%)	-10.44%	-6.49%	332.12%	30.38%	24.49%
EBITDA(百万元)	107.73	99.95	300.77	396.47	515.63
净利润(百万元)	73.58	68.30	205.64	350.36	457.64
增长率(%)	-27.96%	-7.18%	201.09%	70.37%	30.62%
EPS(元/股)	0.19	0.17	0.69	1.11	1.45
市盈率(P/E)	139.66	150.46	37.78	23.26	17.81
市净率(P/B)	12.48	11.52	7.28	5.76	4.42
EV/EBITDA	19.90	92.58	30.58	20.96	18.75

数据来源:公司公告,天风证券研究所

行业名称	传媒
投资建议	买入
当前价格:	25.4 元
目标价格:	40 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	397/224
流通 A 股市值(百万元)	5,686
每股净资产(元)	5.00
资产负债率(%)	24.41
一年内最高/最低(元)	37.95/17.18

一年内股价相对走势



文浩 分析师
执业证书编号: S1110516050002
电话: 021-68815320
邮箱: wenhao@sh.tfzq.com

焦娟 分析师
执业证书编号: s1110516020001
电话: 021-68815320
邮箱: jiaojuan@sh.tfzq.com

曾荣飞 联系人
电话: 021-68815321
邮箱: zengrf@sh.tfzq.com

相关报告



报告信息

正文目录

1. 宝通科技：始于传送带业务，有望基于易幻实现互联网业务的转型腾飞	5
1.1 公司历史沿革	5
1.2 公司股权结构及管理团队	5
1.3 公司经营业绩：主业贡献稳定现金流与利润，新兴互联网业务承载公司转型重任	7
1.3.1 年度收入结构	7
1.3.2 各项业务毛利率及费用率	8
1.3.3 一季度业绩回顾	8
1.3.4 半年度业绩预告	9
1.3.5 易幻网络三年业绩承诺	9
2. 易幻网络：随中国手游扬帆出海，专注成就公司稳定增长之路	10
2.1 行业背景：国内手游市场竞争激烈，大量 CP 有出海需求	10
2.1.1 用户红利减退，国内手游行业增速趋缓	10
2.1.2 国内手游市场份额趋于集中，中小 CP 急需转型出海	12
2.1.3 手游发行链条复杂，渠道强势挤压发行商生存空间	14
2.2 行业机会：海外手游市场存在发展势能差，经历国内激烈竞争的中国手游企业有望突围	15
2.2.1 港台市场：玩家付费能力可观，手游走向重度化	16
2.2.2 东南亚市场：移动游戏市场增长迅速 游戏市场未来增长动力充足 ...	17
2.2.3 韩国市场：轻度游戏使用率高，重度游戏付费转化率及付费金额高 ..	18
2.2.4 俄罗斯市场：移动游戏市场年均增速接近 90%，偏好动作扮演及策略类游戏	19
2.3 竞争格局：易幻网络海外市场份额位列第二，港澳台、东南亚、韩国市场相对领先	21
2.4 易幻网络：专注手游海外发行多年，《六龙御天》引爆海外市场，推动业务续上高度	22
2.4.1 公司发展历程及股权结构	22
2.4.2 经营业绩：移动出海风口，业绩快速增长	23
2.4.3 港澳台市场：易幻优势区域，收入份额近一半，是重磅游戏的试金石	25
2.4.4 东南亚市场：陆续开辟新区域，收入份额稳步提升，市场仍处高速增长，属填补空白期	26
2.4.5 韩国市场：存量规模大市场，易幻凭借精品大作稳步推进	26
2.5 运营模式：以代理运营模式为主，兼有联运模式	28
2.6 未来发展机会：打造全球化手游发行及运营平台 重点突破中东、俄罗斯、德国等市场	32
3. 盈利预测	37

图表目录

图表 1：历史沿革	5
图表 2：配套融资最终配售结果	5
图表 3：配套募集资金的具体用途	6
图表 4：股权结构	6
图表 5：管理层介绍	6
图表 6：宝通科技营业收入及增速	7

图表 7: 宝通科技净利润及增速	7
图表 8: 宝通科技营业收入 (万元) 构成	7
图表 9: 宝通科技各产品毛利率	8
图表 10: 宝通科技费用率	8
图表 11: 宝通科技单季度营业收入及增速	8
图表 12: 宝通科技单季度净利润及增速	8
图表 13: 半年度业绩预告	9
图表 14: 易幻网络承诺净利润情况	9
图表 15: 中国互联网用户发展历程	10
图表 16: 中国互联网用户发展增速	11
图表 17: 中国手游市场规模及增速	11
图表 18: 腾讯+网易手游市场规模	12
图表 19: 国内新游数量	12
图表 20: Top10 手游收入的市场份额	13
图表 21: 各支付渠道费率	14
图表 22: 中国手游产业链	14
图表 23: 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入及增速	15
图表 24: 2014 年中国自主研发网络游戏出口产品类型构成比例	15
图表 25: 中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入及增速	16
图表 26: 港台地区移动游戏市场规模及增速	16
图表 27: 东南亚游戏市场规模及增速	17
图表 28: 东南亚主要国家游戏市场份额	17
图表 29: 东南亚移动游戏市场规模及占比	17
图表 30: 韩国移动游戏市场规模及增速	18
图表 31: 韩国移动游戏用户付费情况	18
图表 32: 俄罗斯移动游戏市场规模	19
图表 33: 俄罗斯移动游戏市场不同类型游戏的增速	19
图表 34: 区域游戏消费者偏好及玩家付费能力	20
图表 35: 2014 年中国本土原创移动游戏海外市场收入份额	21
图表 36: 易幻网络主要竞争对手情况	21
图表 37: 易幻网络主要产品简介	22
图表 38: 易幻网络的股权结构图	23
图表 39: 易幻网络营业收入及净利润	23
图表 40: 易幻网络毛利率	23
图表 41: 《六龙御天》在台湾畅销榜排名第一	24
图表 42: 易幻网络员工构成	24
图表 43: 易幻网络港澳台地区营业收入及占比	25
图表 44: 《六龙御天》香港市场表现	25
图表 45: 《六龙御天》台湾市场表现	26
图表 46: 易幻网络东南亚营业收入及占比	26
图表 47: 易幻网络韩国营业收入及占比	27
图表 48: 《六龙御天》韩国市场表现	27
图表 49: 代理运营模式流程	28
图表 50: 联合运营模式流程	28
图表 51: 易幻网络收入结构	29
图表 52: 易幻网络前 5 大客户	29
图表 53: 易幻网络前 5 供应商	30

图表 54: 易幻网络主要产品流水情况.....	30
图表 55: 按照运营平台划分的游戏流水、营业收入、营业成本、毛利率情况.....	31
图表 56: 易幻网络未来主要产品-流水预测 (2015 年 11 月公司公告预测)	32
图表 57: 《灵狐仙境》在台湾 iOS 的免费榜排名	33
图表 58: 《灵狐仙境》在香港 iOS 的免费榜排名	34
图表 59: 2016 年 1 季度新游收入监测.....	35
图表 60: 中国国内《青丘狐传说》在 iOS 的历史畅销榜排名.....	36
图表 61: 《梦想星城》在台湾 iOS 的历史畅销榜排名	36
图表 62: 《梦想星城》在韩国 iOS 的历史畅销榜排名	37
图表 63: 易幻网络未来主要产品-Pipeline	37
图表 64: 宝通科技分部业绩情况表	38
图表 65: 可比公司估值对比表	38
图表 66: 财务预测摘要	39

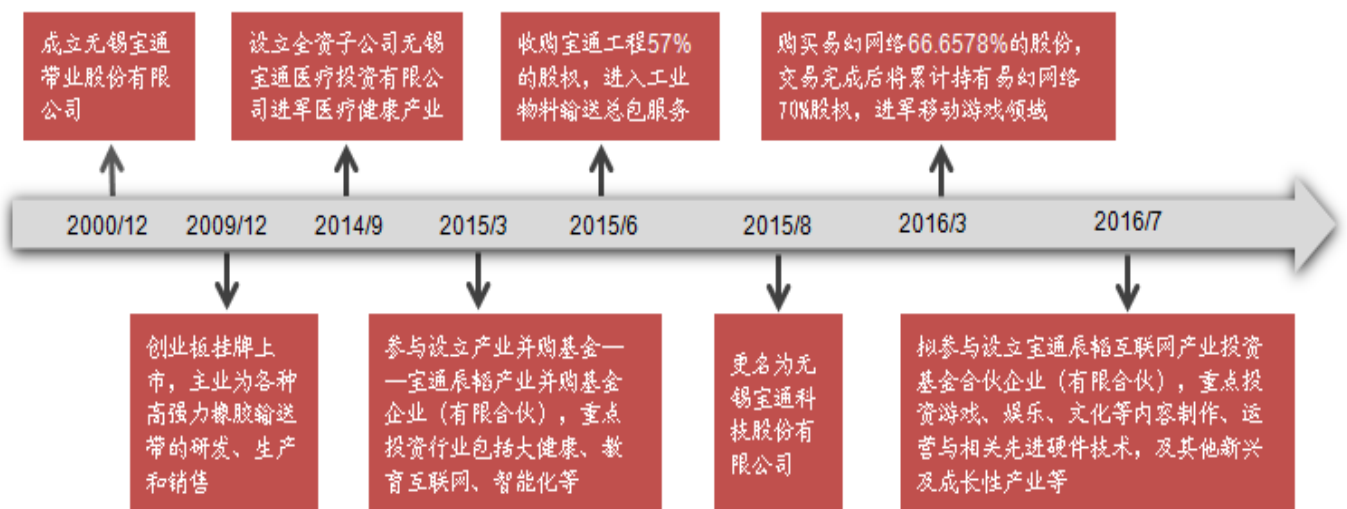
1. 宝通科技：始于传送带业务，有望基于易幻实现互联网业务的转型腾飞

1.1 公司历史沿革

宝通科技成立于 2000 年，于 2009 年 12 月在创业板挂牌上市，传统主业专注于各类高强度橡胶输送带的研发、生产和销售，主要用于钢铁、水泥、港口、电力和矿业等行业的物料输送。

受宏观经济影响，传统行业景气度逐渐下行，公司积极进行新领域的探索与转型，最终进入移动互联网领域。2015 年 3 月，参与设立产业并购基金“宝通辰韬产业并购基金企业（有限合伙）”；2015 年 8 月更名为“无锡宝通科技股份有限公司”；2015 年 3 月，公司通过发行股份及支付现金方式购买易幻网络 66.66% 的股权，累计持有易幻网络 70% 的股权，正式进军移动游戏领域；2016 年 7 月，公司公告拟与上海辰韬资产管理有限公司共同发起设立宝通辰韬互联网产业投资基金合伙企业，加速互联网领域的横向和纵向布局。

图表 1：历史沿革



来源：公司公告，天风证券研究所

1.2 公司股权结构及管理团队

2016 年 4 月 17 日公司以 20.41 元/股的发行价格，向上银基金管理有限公司、上银瑞金资本管理有限公司非公开发行 2,940 万股，完成配套资金 6 亿元的募集。

图表 2：配套融资最终配售结果

序号	认购对象	配售股数（万股）	认购金额（万元）
1	上银基金管理有限公司	979.91	20,000.00
2	上银瑞金资本管理有限公司	1,959.82	40,000.00
	合计	2,939.74	60,000.00

来源：公司公告，天风证券研究所

本次重大资产重组中，募集的配套资金主要用于支付本次交易的现金对价以及补充上市公司流动资金及支付中介费用。

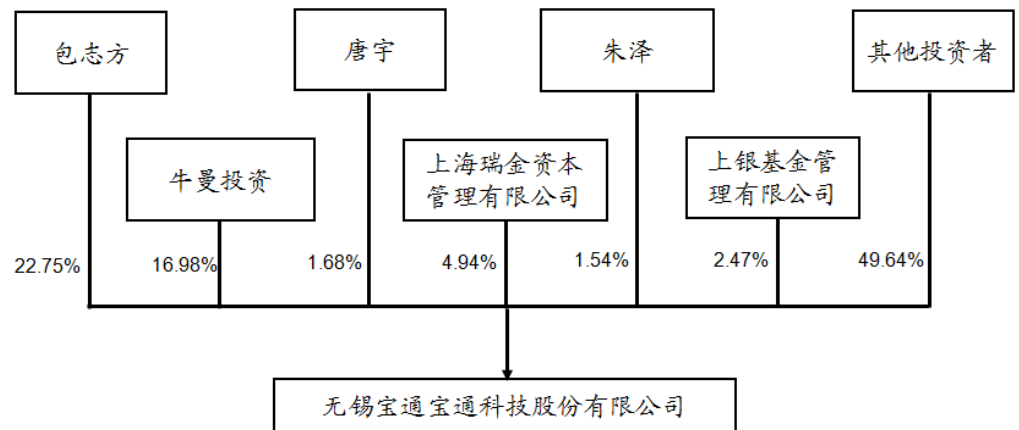
图表 3：配套募集资金的具体用途

序号	名称	金额（万元）
1	支付本次交易的现金对价	33,285
2	补充上市公司流动资金及支付中介费用	26,715
合计		60,000

来源：公司公告，天风证券研究所

配套融资完成后，公司实际控制人仍为包志方，持股比例为 22.75%。牛曼投资持股比例为 16.98%，上海瑞金资本管理有限公司、上银基金管理有限公司持股比例分别 4.94%和 2.47%。

图表 4：股权结构



来源：公司公告(2016-06-17)，Wind,天风证券研究所

易幻网络拥有优秀业绩记录的强大管理团队，通过多年专注深耕移动网络游戏海外市场，管理团队能够更准确把握行业的风向和命脉。

图表 5：管理层介绍

姓名	职位	主要工作经历
陈希	总经理	自 2006 年起就职于公司，2008 年 7 月起至 2016 年 6 月任公司董事会秘书，2011 年 7 月起至 2016 年 6 月任公司副总经理，2013 年 8 月起至今兼任公司董事。2013 年 12 月起兼任全资子公司无锡宝通新材料技术有限公司总经理。2014 年 10 月起陈希先生兼任全资子公司无锡宝通医疗投资有限公司监事。
唐宇	副总经理	现任公司董事，副总经理。1986 年 7 月至 2000 年 11 月曾任职于无锡市橡胶厂销售科，2000 年起至今任公司副总经理。
曾晓斌	副总经理	2013 年至今任广州易幻网络 CEO。曾任戴尔中国项目主管、云起游戏总监、V-Flame Entertainment Sdn.Bhd 副总裁、网龙网络海外高级经理等。6 年以上游戏领域工作经验。
张利乾	副总经理/董事会秘书	现任公司副总经理及董事会秘书。2013 年至 2016 年 6 月任广州易幻网络财务负责人。曾任安永会计师事务所审计师。
周庆	财务负责人	2011 年 7 月起至今任公司财务负责人。1997 年 8 月进入无锡小天鹅股份有限公司工作，历任财务经理，财务部部长，会计机构负责人等职。2008 年 10 月进入无锡出口加工区建设有限公司，担任财务总监职务。2010 年 1 月进入无锡吴文化博览园建设发展有限公司，担任财务

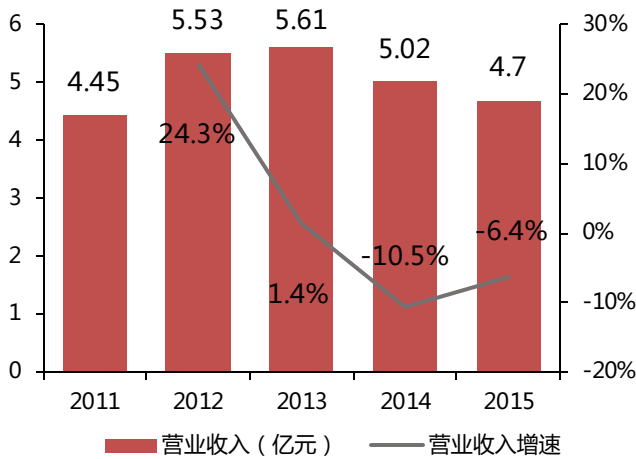
负责人职务。2013 年 12 月起兼任全资子公司无锡宝通新材料技术有限公司财务负责人。

来源：公司公告，天风证券研究所

1.3 公司经营业绩：主业贡献稳定现金流与利润，新兴互联网业务承载公司转型重任

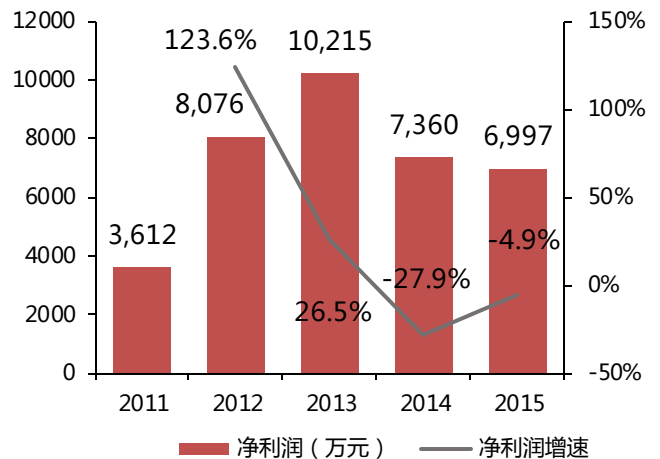
2015 年主营业务受宏观经济影响略有下滑，但毛利率基本持平。受宏观经济影响，来自钢铁冶炼、建材水泥、港口码头等行业景气度低迷，导致公司 2015 年业绩有所下滑，在公司差异化竞争、专精特发展的策略下公司毛利率基本持平。宝通科技 2015 年实现营收 4.7 亿元，同比减少 6.4%；归属于上市公司股东的净利润 6,829.8 万元，同比减少 7.2%，扣非后净利润 6,305.0 万元，同比减少 10.1%。

图表 6：宝通科技营业收入及增速



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 7：宝通科技净利润及增速

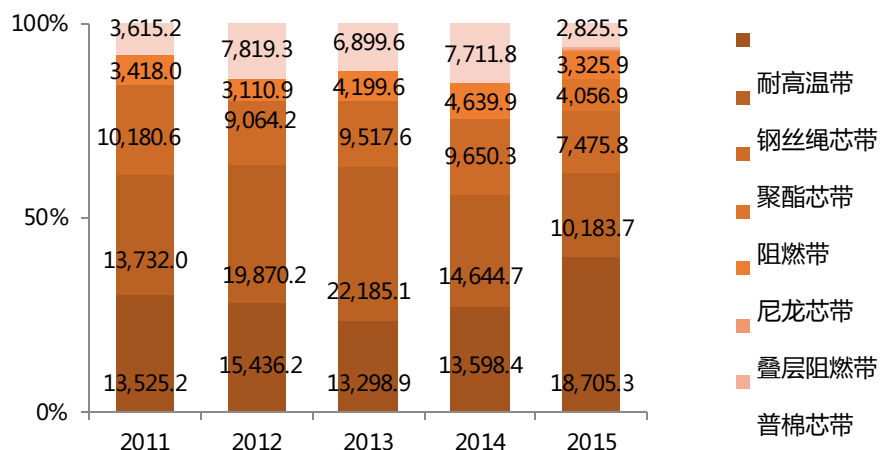


来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.1 年度收入结构

公司传统主业中，耐高温带、钢丝绳芯带、聚酯芯带营业收入占据总收入的主要份额较大，2015 年耐高温带份额 39.81%，钢丝绳芯带 21.68%，聚酯芯带 15.91%。

图表 8：宝通科技营业收入（万元）构成

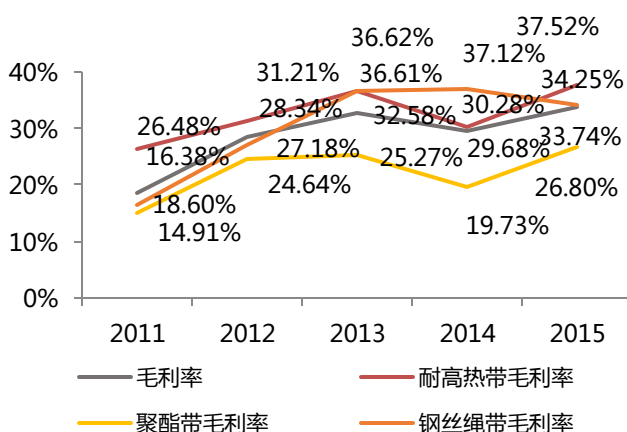


来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.2 各项业务毛利率及费用率

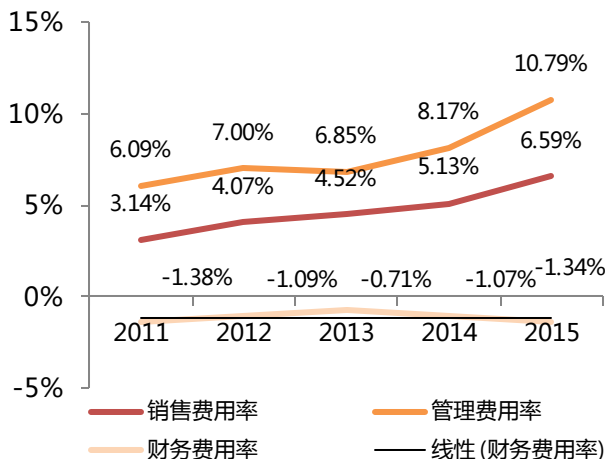
从盈利能力看，2015 年公司毛利率为 33.74%，比 2014 年增加 4.06%，趋于平稳；2015 年耐高热带、聚酯带、钢丝绳带毛利率相较于 2014 年均有所增长。费用率方面，公司销售费用率和管理费用率分别为 6.59% 和 10.79%，销售费用率 2015 年有所上升，主要由于产品运输半径加大使得运输费用有所增长所致，管理费用率上升主要由于业务相关费用上升所致。

图表 9：宝通科技各产品毛利率



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 10：宝通科技费用率

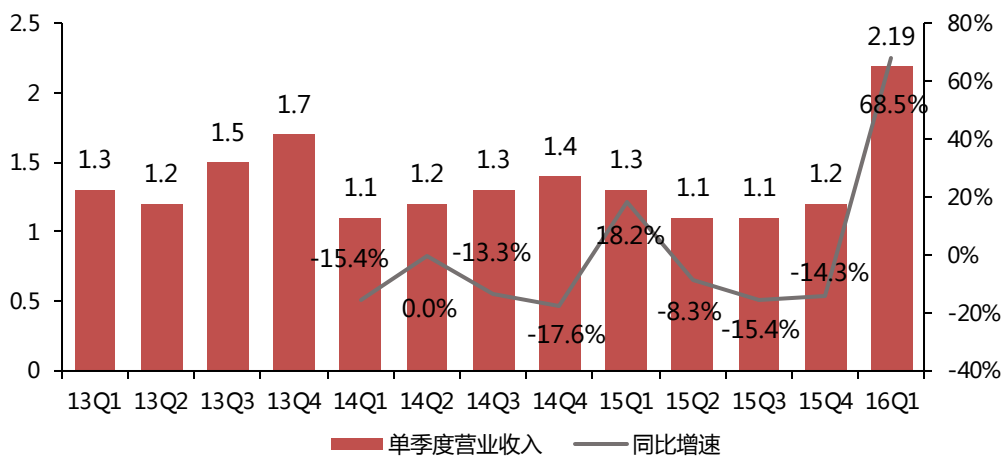


来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.3 一季度业绩回顾

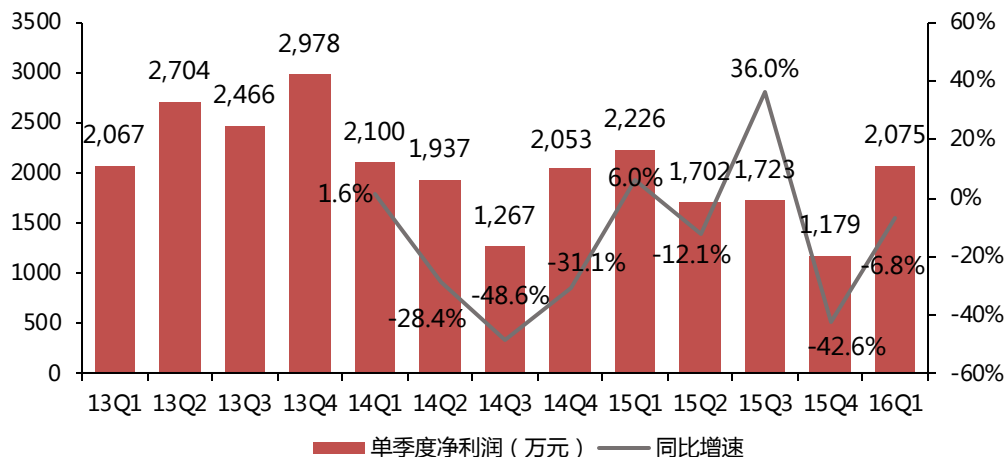
2016 年一季度实现营业收入 2.19 亿，同比增长 68.46%，归属上市公司股东的净利润为 2,074.5 万元，同比下滑 6.79%，扣非后净利润为 2,051 万元，同比下降 0.7%。其中易幻网络 3 月开始并表。

图表 11：宝通科技单季度营业收入及增速



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 12：宝通科技单季度净利润及增速



来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.4 半年度业绩预告

公司预计半年度净利润较 2015 年同期大幅上升，主要由于收购易幻网络股权的重大资产重组事项已实施完毕，易幻网络自 2016 年 3 月起纳入上市公司合并报表范围。自收购完成后，易幻网络的移动游戏海外发行业务发展良好，其经营业绩对公司整体营收增长及利润率增长有较大贡献。易幻网络 2016 年 1-6 月预计实现营业收入为 6.38 亿元，较 2015 年同期增长 71%，预计净利润为 9,980 万元，较 2015 年同期增长 108%，二季度实现净利润较一季度环比增长 61%。

图表 13：半年度业绩预告

项目	本报告期	上年同期
归属于上市公司	比上年同期同比上升：70%-100%	
股东的净利润	盈利：6,677.41 万元-7,855.78 万元	盈利：3,927.89 万元

来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.5 易幻网络三年业绩承诺

购买易幻网络重大资产重组事项中，易幻网络承诺 16/17/18 年净利润分别为 1.55 亿/2.02 亿/2.62 亿。

图表 14：易幻网络承诺净利润情况

	2016 年	2017 年	2018 年
归母净利润（万元）	15,500	20,150	26,195
增速		30%	30%

来源：公司公告，天风证券研究所

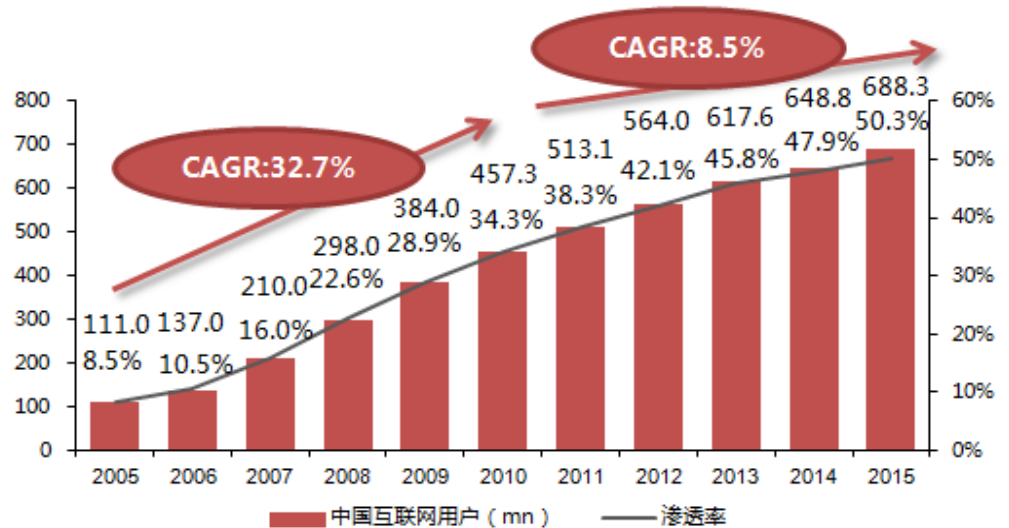
2. 易幻网络：随中国手游扬帆出海，专注成就公司稳定增长之路

2.1 行业背景：国内手游市场竞争激烈，大量 CP 有出海需求

2.1.1 用户红利减退，国内手游行业增速趋缓

中国的互联网用户从 2005 年的 1.11 亿开始，经历了 2005 年至 2010 年 32.7% 复合增长率的高速增长后，互联网用户规模的增速回归至常态。2011-2015 年的复合增长率为 8.5%，这意味着依靠流量生意为核心的游戏等主流商业模式面临流量源头上的天花板，新增市场空间逐渐缩小。

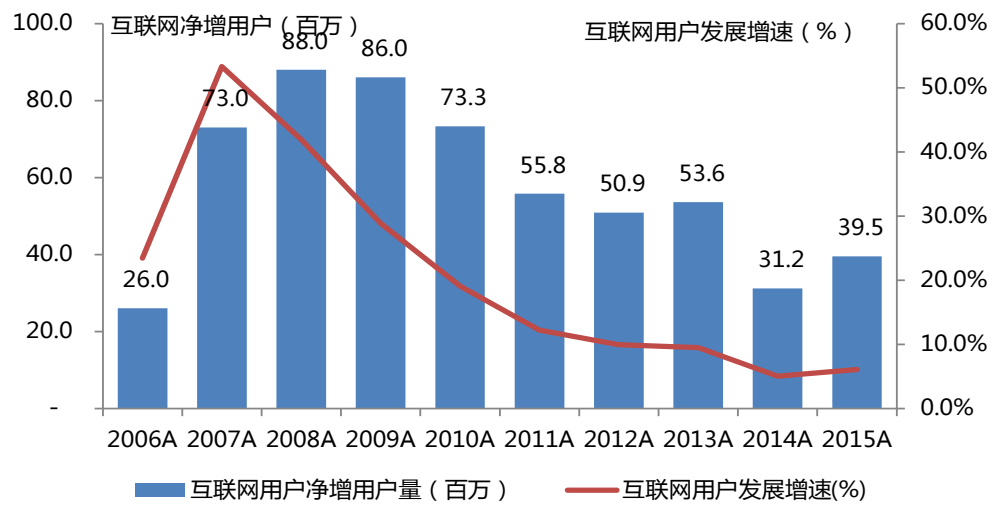
图表 15：中国互联网用户发展历程



来源：CNNIC(2016 年 1 月)，天风证券研究所

从净增用户量来看，经历了 2007 年至 2010 年期间年均 7,000 万以上互联网用户的增幅，2011-2013 年均互联网增幅仅为 5,000 多万，而 2014-2015 年均已不足 4,000 万的净增用户规模，中国互联网用户红利减退。

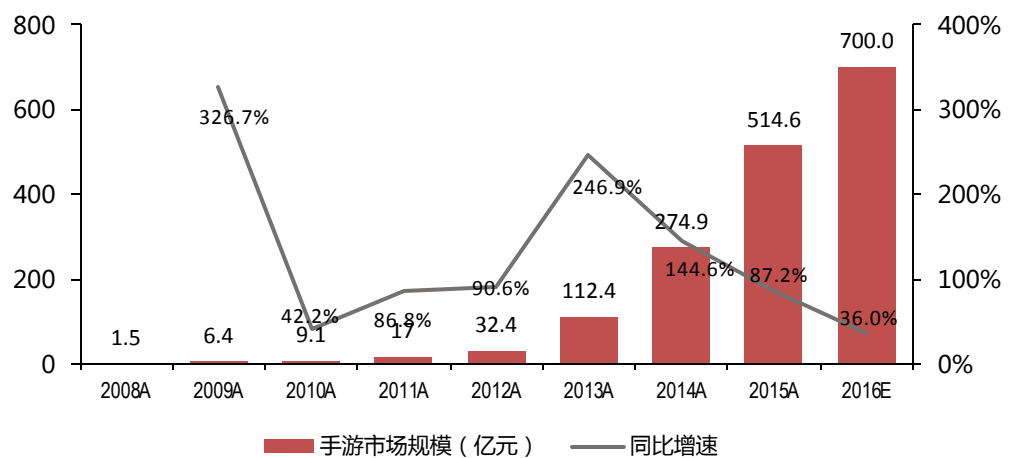
图表 16: 中国互联网用户发展增速



来源: CNNIC(2016 年 1 月), 天风证券研究所

中国手游行业在经历了几年超常规的快速增长之后,从 2008 年不足 2 亿的市场规模,增长至 2015 年的 514.6 亿,但增速开始下滑,由 2015 年的 87.2%下降至 2016 年的 35%左右。

图表 17: 中国手游市场规模及增速

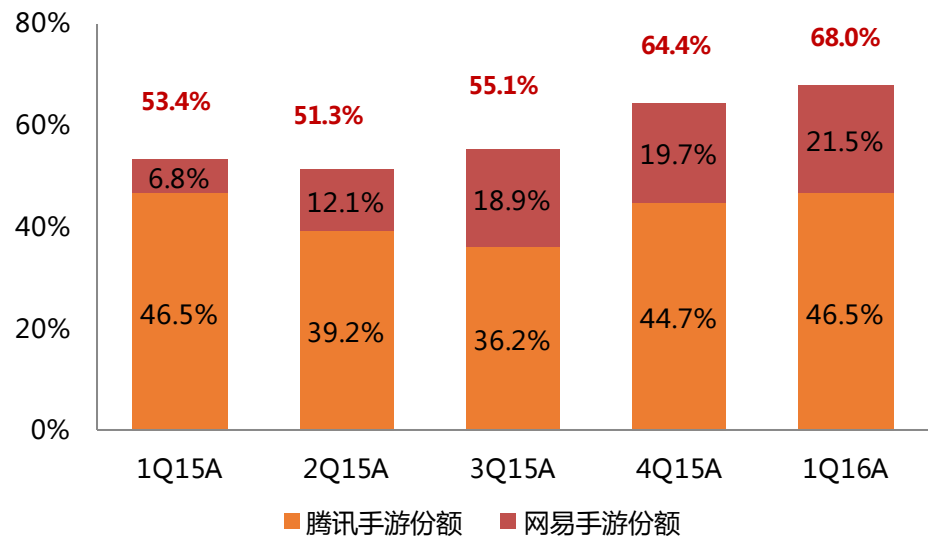


来源: IDC&CNG, 腾讯 2016UP 大会, 天风证券研究所

2.1.2 国内手游市场份额趋于集中，中小 CP 急需转型出海

在中国手游市场增速放缓的同时，腾讯和网易两家游戏巨头的市场规模从 2015 年前三季度的不足 60% 扩大至 2015 年四季度的 64.4%，2016 年一季度进一步扩大至 68%。国内高达上千家的手游研发团队或依附于两大巨头，或面临生存空间越来越狭小的压力，出海成为重要选择之一。

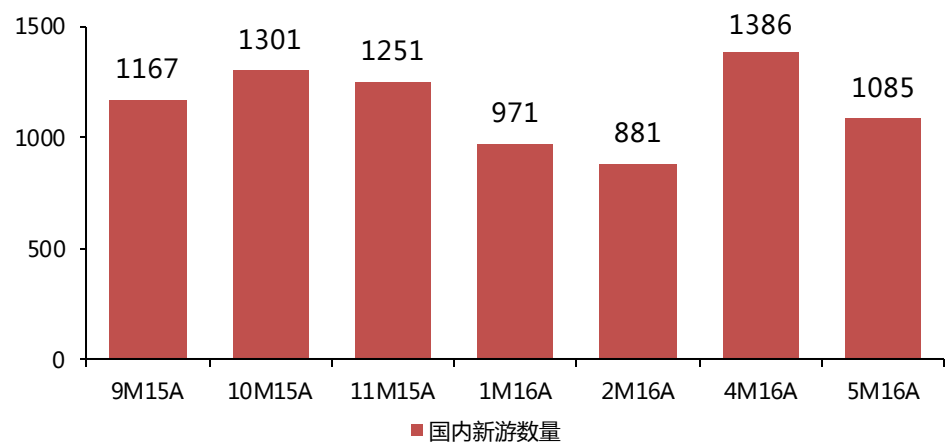
图表 18：腾讯+网易手游市场规模



来源：腾讯网易公司公告、天风证券研究所

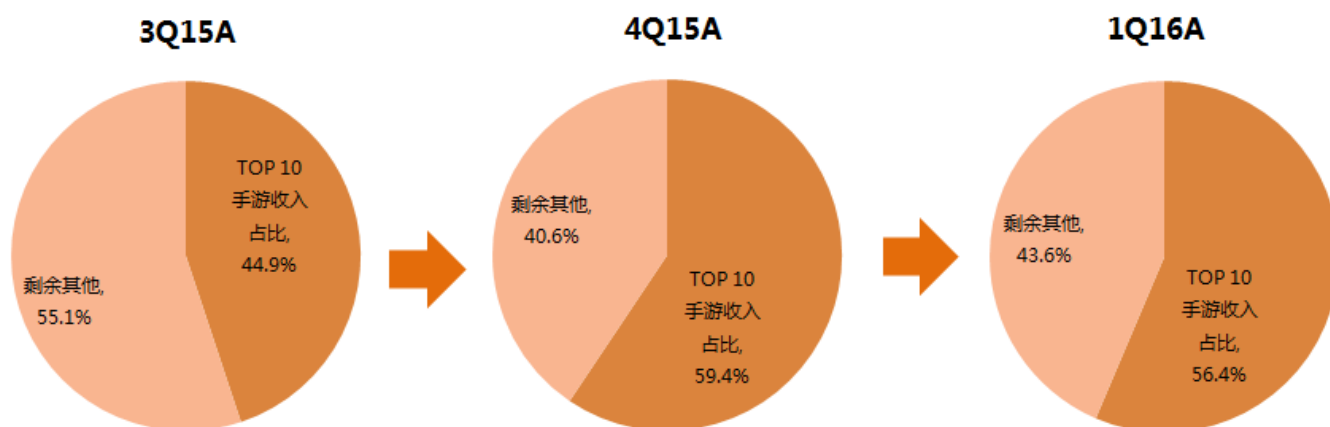
国内手游产品供给过剩、竞争激烈，而头部产品的集中效应越来越明显，使得中小手游 CP 的出海成为必然选择。一方面，国内手游的供给严重过剩：根据 DataEye 发布的国内手游新品洞察报告，2016 年 5 月国内新游数量达到 1,085 款，月环比下滑 22%；另一方面，游戏收入的二八法则越来越凸显，Top10 游戏的收入从 15 年三季度占行业 44.9% 的市场份额，扩大至 15 年四季度的 59.4%，16 年一季度仍有 56.4%。

图表 19：国内新游数量



来源：DataEye，天风证券研究所

图表 20: Top10 手游收入的市场份额



来源: IDC, CNG, 天风证券研究所

2.1.3 手游发行链条复杂，渠道强势挤压发行商生存空间

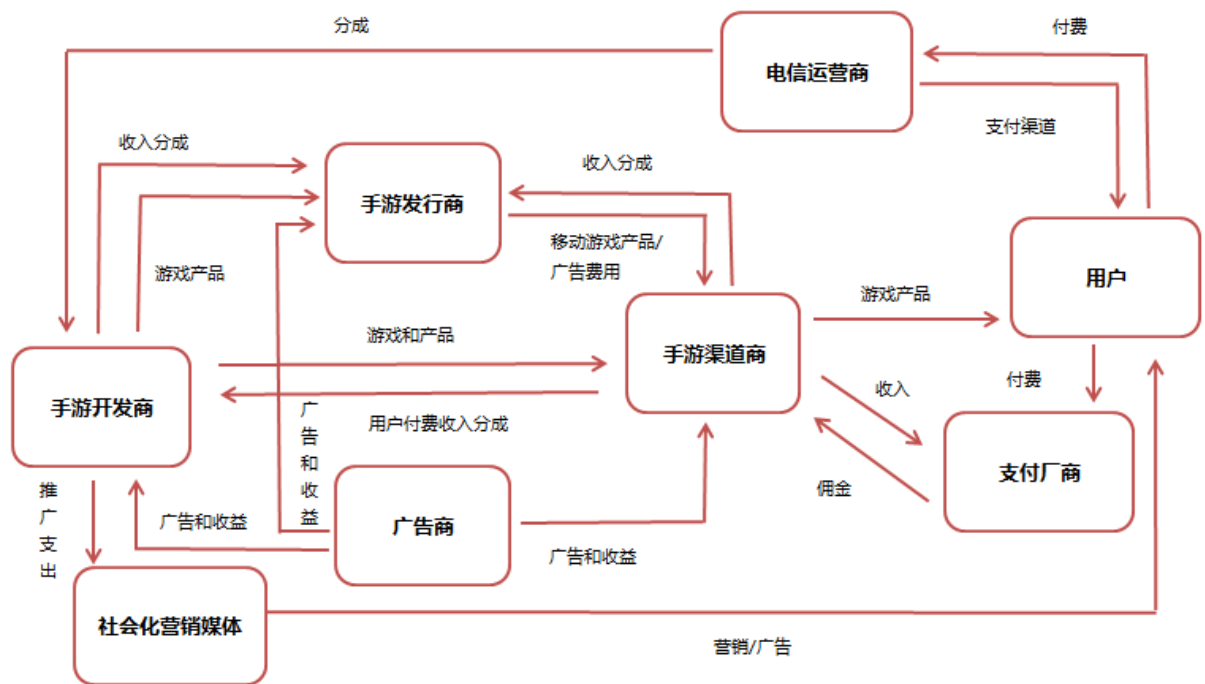
手游产业链主要包括手游研发商（CP）、手游发行商、渠道平台和用户，此外还包括支付渠道、营销媒体、移动广告平台等参与者。手游发行过程中，手游发行商成本涉及手游支付通道费用、渠道分成、税费等。一般情况下，渠道分成 30%-70% 不等，轻度游戏渠道分成约 30%-40%，重度游戏渠道分成约 50%-70%；渠道分成前还会扣除相应税费。由于渠道成本过高，加之手游发行商扣除税费并和手游研发商分成，手游发行商收入大大减少，生存空间被挤压。

图表 21：各支付渠道费率

支付通道	费率
支付宝	0.5%-2%
渠道虚拟货币	20%-30%
第三方点卡/话费卡	3%-5%
充值卡	30%

来源：公司公告、天风证券研究所

图表 22：中国手游产业链

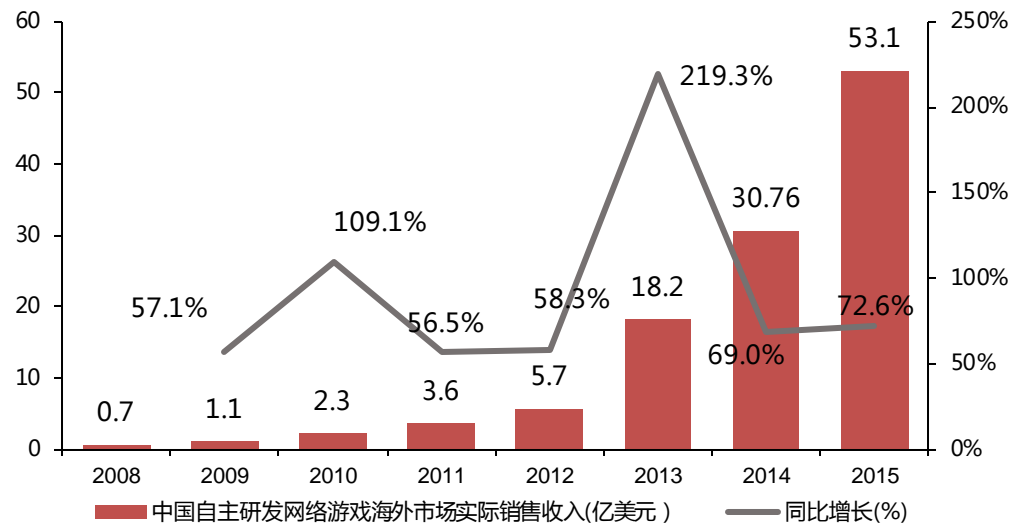


来源：互联网公开资料，天风证券研究所

2.2 行业机会：海外手游市场存在发展势能差，经历国内激烈竞争的中国手游企业有望突围

中国网络游戏海外市场销售规模保持较快增长。2015 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达到 53.1 亿美元，相比 2014 年增长了 72.6%。

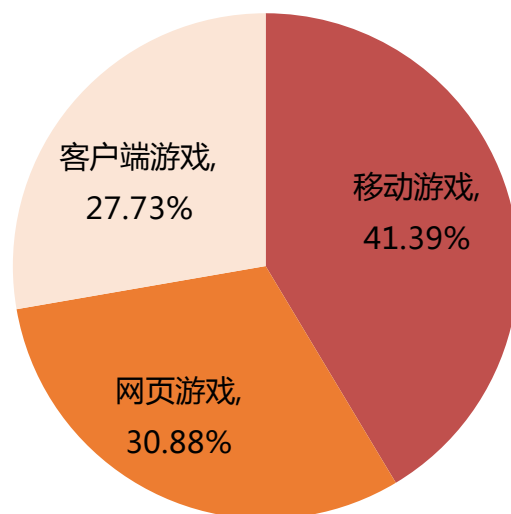
图表 23：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入及增速



来源：《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》，IDC，CNG，天风证券研究所

移动游戏在中国出口海外的网络游戏产品中占比最高。2014 年中国出口海外的网络游戏产品中，客户端类游戏数量占总出口网络游戏数量的 27.73%；网页类游戏数量占总出口网络游戏数量的 30.88%；移动类游戏数量占总出口网络游戏数量的 41.39%。我们认为随着 2015 年手游的快速增长，手游比重接近 45%-50%之间。

图表 24：2014 年中国自主研发网络游戏出口产品类型构成比例

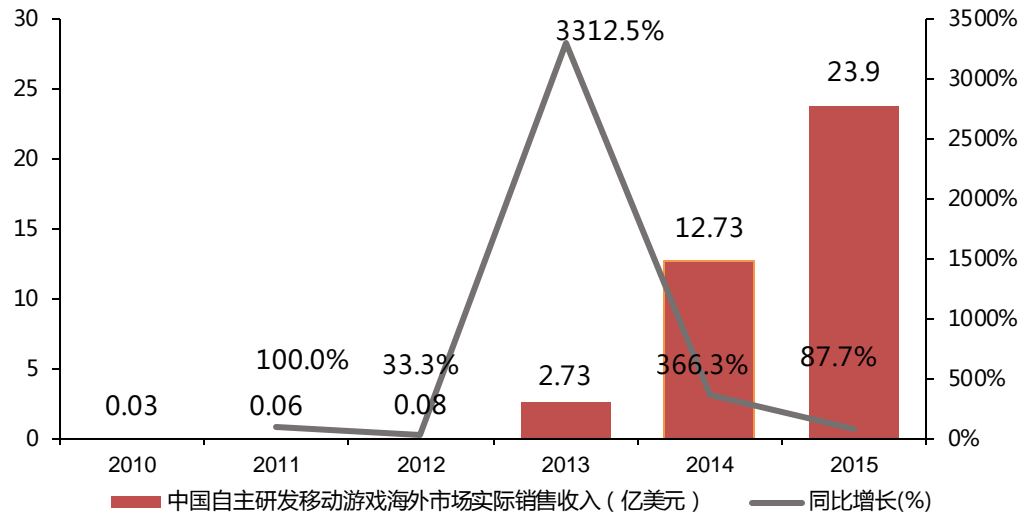


来源：IDC，CNG，天风证券研究所

中国移动游戏海外市场销售规模保持高速增长。2014 年，中国自主研发移动游戏海

外市场实际销售收入达到 12.73 亿美元，同比增长 366.39%。2015 年中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入为估算值，以自主研发出海移动游戏的 45%进行估算，为 23.9 亿美元。

图表 25：中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入及增速

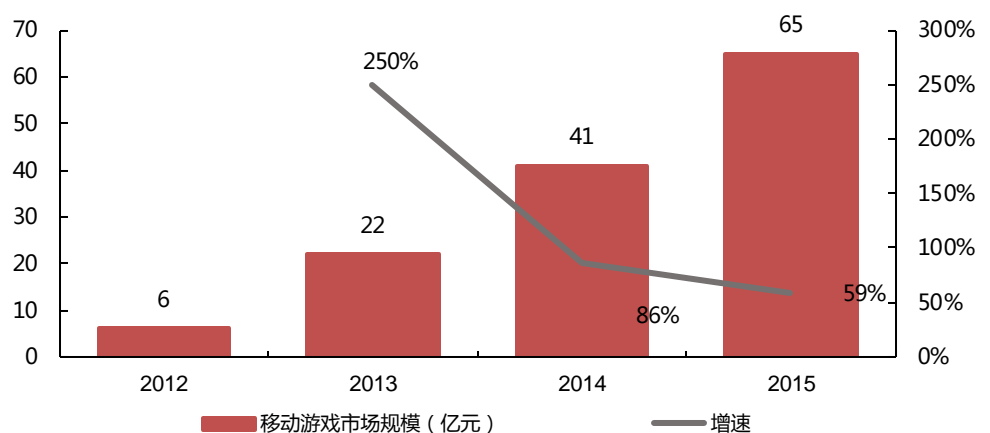


来源：《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》，天风证券研究所

2.2.1 港台市场：玩家付费能力可观，手游走向重度化

港台地区移动游戏市场规模处于平稳上升期。港台地区的游戏市场发展较早，2013 年是手游迅猛增长期，增长率超过 250%，**2015 年移动游戏市场规模达到 65 亿元，同比增长 58%。**

图表 26：港台地区移动游戏市场规模及增速



来源：漫域联播，天风证券研究所

根据漫域联播数据，港台地区有 80% 的用户同时玩 1~3 款游戏，且对游戏的忠诚度较高，在畅销榜上可发现发行时间超过三年的游戏。此外，港台地区用户的付费能力较为可观，45% 左右的用户会为游戏付费。

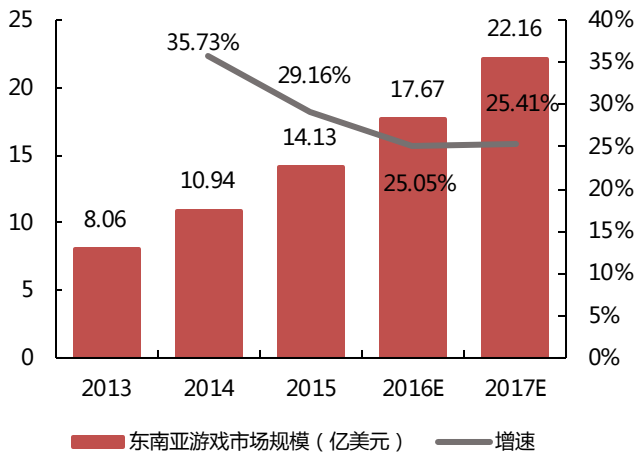
港台地区的手游正在走向重度化。根据《手游那点事》，2014 年年初，手游发行商逐渐在港台地区投放格斗类手游培养当地用户过度到重度手游。2015 年年末，《六龙御

天》的成功预示着该市场的已完成初步重度化。

2.2.2 东南亚市场：移动游戏市场增长迅速 游戏市场未来增长动力充足

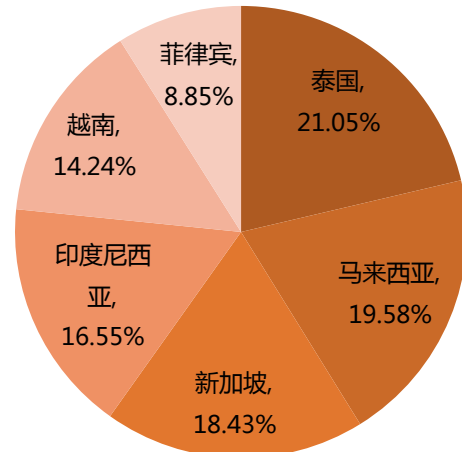
根据 Newzoo 报告，2014 年东南亚游戏市场规模超过 10 亿美金，其中泰国和马来西亚的市场份额最高；预计 2017 年东南亚游戏市场规模将超过 22 亿美金，2013-2017 年年复合增长率达到 28.8%，领先拉美（14.2%）和东欧地区（14.7%）

图表 27：东南亚游戏市场规模及增速



来源：Newzoo，天风证券研究所

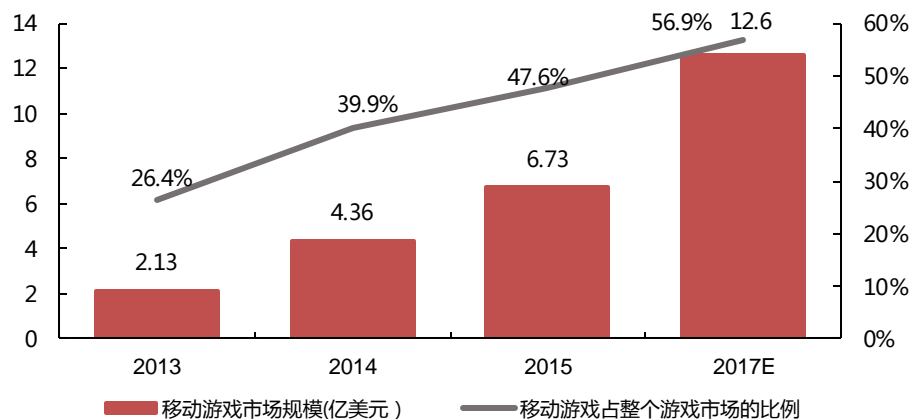
图表 28：东南亚主要国家游戏市场份额



来源：Newzoo，天风证券研究所

东南亚移动游戏市场增长更为迅速，占整体游戏市场的份额不断提升。2014 年东南亚移动游戏营收为 4.36 亿美元，增速超过 100%，远高于整体游戏市场 35% 的增速，占整体游戏市场的份额为 39.9%；预计 2017 年移动游戏营收将达到 12.6 亿美元，占整体游戏市场的比例为 56.9%。

图表 29：东南亚移动游戏市场规模及占比



来源：《东南亚移动游戏白皮书》，天风证券研究所

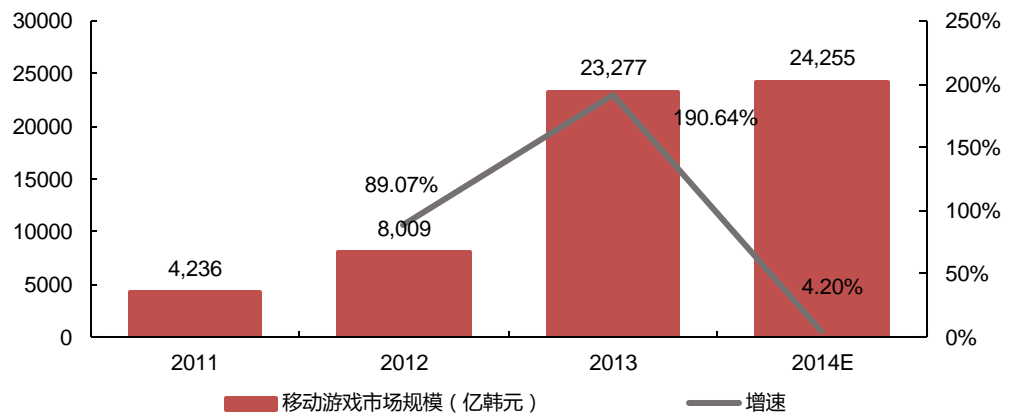
东南亚游戏市场未来增长仍动力充足。2014 年整体网民规模为 1.79 亿，游戏是网民的主要娱乐方式之一，游戏玩家占整体网民的比例高达 70%；而东南亚地区人口基数较大，为 6.26 亿，2014 年网民占整体网民的比例仍然较低，为 28.6%，存在较大提升空间；而当前东南亚地区移动网络发展迅速，通过移动端接入 3G 或 4G 网络的

比率高于亚太地区平均水平的 33%，移动网民有望加速增长。未来东南亚游戏市场仍将享受网民规模快速增长的红利。

2.2.3 韩国市场：轻度游戏使用率高，重度游戏付费转化率及付费金额高

韩国移动游戏市场起步较早，市场规模已过 100 亿元。根据 metaps 数据，2014 年手游市场规模达到 130 亿元，与 2013 年相比增长 5%，已经超越 PC 端游戏规模，同时手游用户规模已是 PC 用户规模的 3 倍以上。

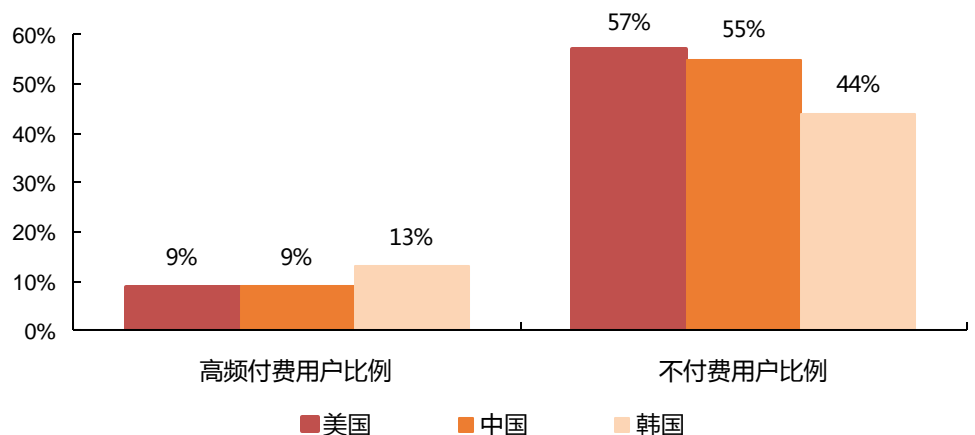
图表 30：韩国移动游戏市场规模及增速



来源：metaps, 天风证券研究所

韩国地区用户 APP 付费率较高，高 ARPU 值用户为游戏市场持续增长提供动力。美国和中国高频付费用户比例为 9%，而韩国为 13%，不付费用户比例美国为 57%、中国为 55%、而韩国为 44%。

图表 31：韩国移动游戏用户付费情况



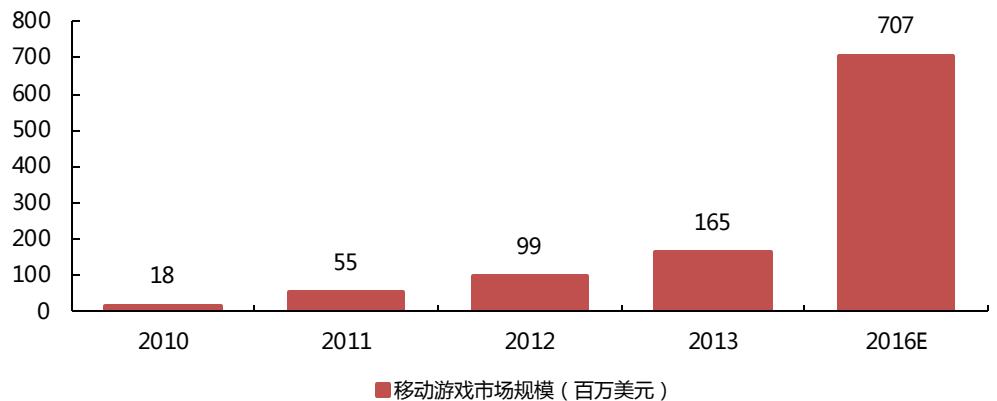
来源：metaps, 天风证券研究所

韩国市场上使用率最高手游类型依次是三消 (55.4%)、RPG (30.7%)、模拟类 (30.4%)。虽然在使用率方面轻度游戏优势明显，但重度游戏的付费转换率和平均付费金额都远高于轻度游戏：重度游戏的付费转换率为 2.41%、轻度游戏为 1.78%，重度游戏的平均付费金额为 1.66 万韩元（相当于 93 人民币）、轻度游戏则为 9,502 韩元（约 53 人民币）。

2.2.4 俄罗斯市场：移动游戏市场年均增速接近 90%，偏好动作扮演及策略类游戏

俄罗斯移动游戏市场规模相对较小，但增速迅猛，2010-2016 年年均增速超过 90%，预计 2016 年市场规模将达到 7.07 亿美元。智能手机渗透率较低是俄罗斯移动游戏市场规模偏小的主要原因。2014 年，俄罗斯活跃智能手机数量是 2,600 万部，占总人口比重仅为 18%，而中国智能手机渗透率目前已超过 90%。

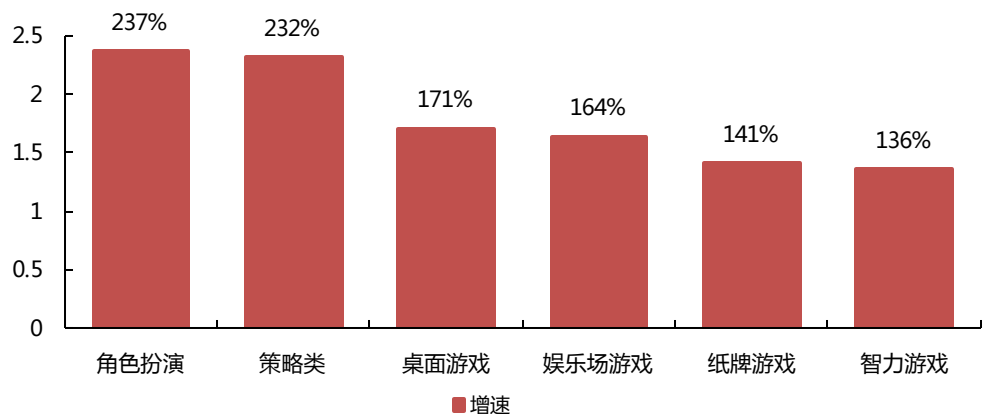
图表 32：俄罗斯移动游戏市场规模



来源：Flurry，天风证券研究所

俄罗斯游戏玩家更喜欢动作扮演和策略类游戏。2014 年，俄罗斯移动游戏市场增速最快的两类游戏分别是动作扮演和策略类游戏，增速分别达到 237% 和 232%。

图表 33：俄罗斯移动游戏市场不同类型游戏的增速



来源：游戏陀螺，天风证券研究所

俄罗斯移动游戏玩家游戏时长落后于德美，付费比例也低于美国。根据 Flurry 报告，在 2014 年 1 月，俄罗斯安卓游戏玩家日均游戏时长约 40.8 分钟，落后于德国(47.1 分钟)和美国(51.8 分钟)；2014 年，约有 3,380 万俄罗斯人使用智能手机玩游戏，其中大约 28% 愿意付费，远低于美国的 45%。

图表 34：区域游戏消费者偏好及玩家付费能力

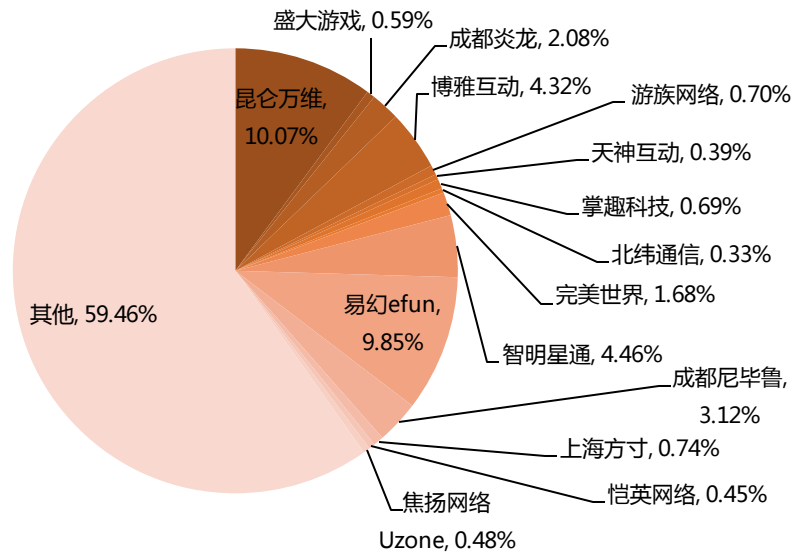
区域市场	手游行业规模	玩家特点	付费特点
港台市场	2015 年 65 亿元	港台地区有 80% 的用户同时玩 1-3 款游戏，且对游戏的忠诚度较高；手游正在走向重度化。	港台地区用户的付费能力较为可观，45% 左右的用户会为游戏付费。
东南亚市场	2015 年 6.73 亿美元	游戏玩家占整体网民的比例高达 70%；越南玩家对于中国文化、武侠、传说类题材喜爱程度较高；泰国偏欧式；新加坡玩家对游戏品牌忠诚度高；武侠、卡牌和 APRG 等类型的游戏更受马来西亚玩家欢迎。	泰国购买游戏的用户量多，但是 ARPU 值低；新加坡玩家付费能力强；菲律宾玩家更加倾向于免费游戏；印尼用户付费习惯良好，但是 ARPU 较低。
韩国	2015 年达 12 亿美元	韩国市场上使用率最高手游类型依次是三消、RPG、模拟类。	重度游戏的付费转换率和平均付费金额都远高于轻度游戏：重度游戏的付费转换率为 2.41%、轻度游戏为 1.78%。
俄罗斯	2013 年 1.65 亿美元	俄罗斯游戏玩家更喜欢动作扮演和策略类游戏。	俄罗斯移动游戏玩家游戏时长落后于德美，付费比例也低于美国。

来源：Newzoo，metaps，游戏陀螺，《东南亚移动游戏白皮书》，互联网公开资料，天风证券研究所

2.3 竞争格局：易幻网络海外市场份额位列第二，港澳台、东南亚、韩国市场相对领先

易幻网络市场份额处于领先地位。根据《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》，2014 年在中国本土原创移动网络游戏海外收入（不包括海外工作室收入）中，易幻网络约占 9.85%，市场份额位列第二。易幻网络主要竞争对手包括昆仑万维（10.07%）、智明星通（4.46%）、博雅互动（4.32%）等。相比竞争对手，易幻网络在港澳台、东南亚、韩国等国家或地区的市场份额处于相对领先。

图表 35：2014 年中国本土原创移动游戏海外市场收入份额



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 36：易幻网络主要竞争对手情况

公司名称	市场份额	海外业务拓展情况
昆仑万维	10.07%	昆仑万维是一家全球化的综合互联网公司，业务涵盖游戏开发、发行、运营以及互联网应用分发等，并于 2015 年 1 月 21 日登陆中国深交所创业板，产品及服务拓展至东南亚、日本、韩国、北美和欧洲等多个国家和地区。
智明星通	4.46%	2014 年，上市企业中文传媒 26.6 亿元收购智明星通。智明星通以免费安全软件和导航网站为切入点，通过搭建游戏运营发行平台（337.com）和电商服务平台（行云）实现流量变现，以巴西市场为起点，建立了覆盖北美、亚洲、欧洲、南美，约 40 个国家和地区的业务网络。
博雅互动	4.32%	博雅互动总部位于香港，并于 2013 年 11 月 12 日在香港联交所成功上市，是中国领先的棋牌类游戏开发商和运营商，通过自主研发和多平台精细化运营，先后打造了 20 多款网络游戏。
成都尼毕鲁	3.12%	成立于 2008 年，自 2011 年开始专注于移动游戏领域，逐步发展成为国内优秀的具备研发和运营实力的移动游戏公司。目前公司已成功研发并上线的游戏有《海岛帝国》、《银河帝国》、《王者帝国》、《斯巴达战争》、《银河传说》；年收入 90% 以上收入来自海外。

成都炎龙	2.08%	附属成都炎龙科技旗下的海外游戏发行平台，合作方式是通过代理国内的游戏的独家海外发行权，以代理授权的方式将游戏授权给海外的公司。成都炎龙科技研发的《东游记》发行至北美、欧洲、东南亚等十多个国家。
完美世界	1.68%	完美世界是一家总部位于中国北京的网络游戏开发及运营公司，曾于美国纳斯达克创业板上市，2016 年 1 月拟置入上市公司完美环球，在北美、南美、中东及东南亚均有布局，进行游戏产品的全球输出及投资。

来源：公司公告，天风证券研究所

2.4 易幻网络：专注手游海外发行多年，《六龙御天》引爆海外市场，推动业务续上新台阶

2.4.1 公司发展历程及股权结构

易幻网络是中国领先的移动网络游戏的海外发行和运营商。易幻网络成立于 2012 年 11 月，自创立之初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。

作为中国领先的中国移动网络游戏的海外发行和运营商，易幻网络海外发行和运营游戏类型涵盖了战争策略类、角色扮演类、休闲竞技类、模拟经营、MMO 等多种类型，主要的产品包括：《三国志 PK（一统天下）》、《神雕侠侣》、《重装武士（英雄战魂）》、《天龙八部 3D》、《巨炮连队（坦克风云）》、《妖姬三国》、《名将争霸（君临天下）》、《大富豪 2》等业界知名游戏。

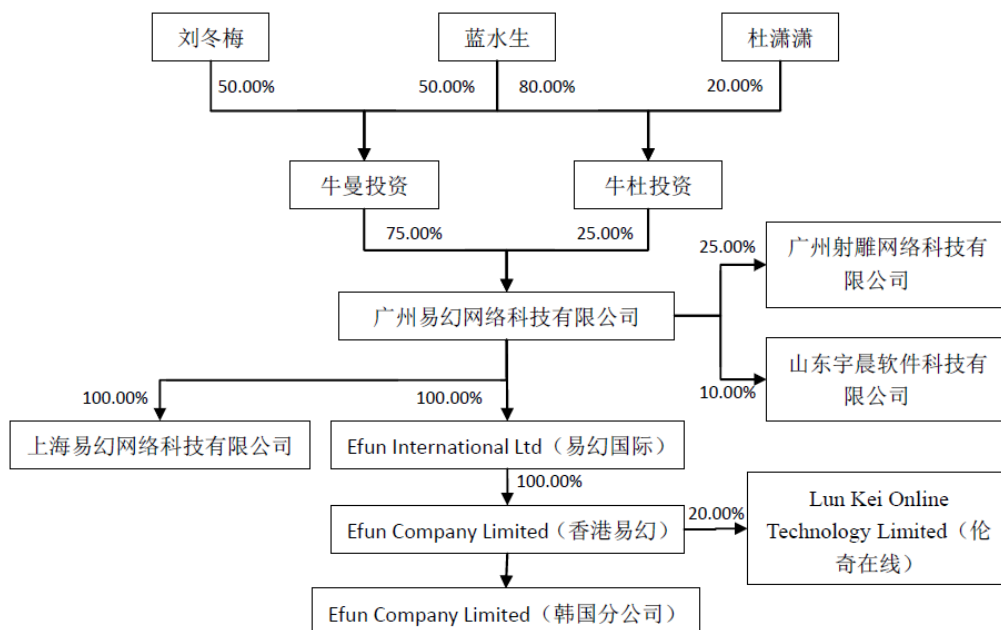
图表 37：易幻网络主要产品简介

游戏名称	上线时间	类型	区域分布	流水合计 (万美元)	期末累计 注册用户 数(万人)	当期月均付费 户数(人)	当期月均活跃 户数(万人)	付费玩家月均消 费之 ARPPU (美元)
天龙八部(3D)	2015 年 1 月	MMORPG	台、新、 马	1,453	86.8	18,920	18.3	116
三国志 PK(一统天下)	2014 年 1 月	SLG	韩国	1,114	50.4	3,596	3.6	386
名将争霸(君临天下)	2014 年 8 月	COC	台、韩	663	59.5	10,519	8	128
巨炮连队(坦克风云)	2014 年 4 月	SLG	港台	561	80.1	4,074	6.4	199
神雕侠侣	2013 年 12 月	2DMMORPG	港澳台	498	132.3	3,922	6.6	187
妖姬三国	2013 年 11 月	策略卡牌	东南亚、 美澳、加	385	231.4	4,131	8	133
笑傲三国	2013 年 1 月	SLG	新、马、 港台、韩	197	64.2	1,109	1	248
大富豪 2	2015 年 6 月	商战沙盘手游	港、台、 马	166	67.7	18,839	46.3	38
重装武士(英雄战魂)	2012 年 11 月	MMOARPG	港台	5	62.1	429	2.1	56

来源：公司公告，天风证券研究所

截止本次重大资产重组前，易幻网络的控股股东为牛曼投资和牛杜投资，股权占比分别为 75%和 25%，实际控制人为蓝水生。

图表 38：易幻网络的股权结构图

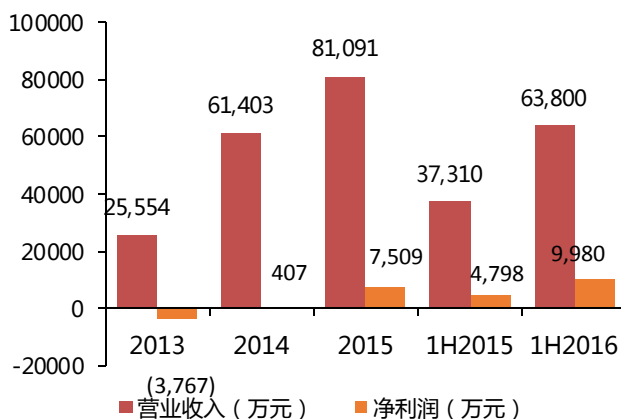


来源：公司公告，天风证券研究所

2.4.2 经营业绩：移动出海风口，业绩快速增长

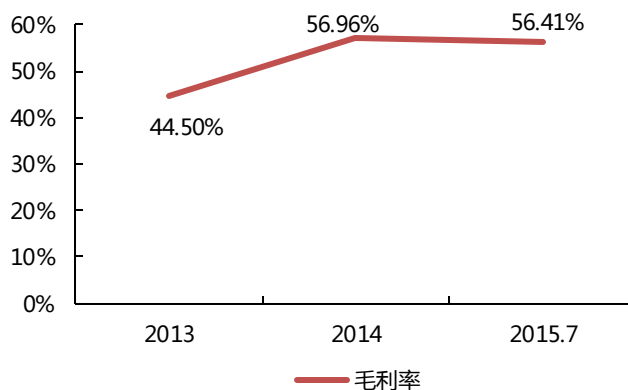
易幻网络收入和净利润进入加速成长期。2014 年，易幻网络营业收入达到 6.14 亿元，较 2013 年全年增长 140.29%，2015 年易幻网络营业收入仍保持快速增长，主要由于易幻网络于 2012 年进入海外市场已积累丰富经验，累积全球化发行的网络体系、资源掌控和技术支持，精品游戏产品数量逐年增加使得收入快速增长。2016 年上半年业绩预告显示易幻网络营业收入为 6.38 亿元，同比增长 71%，净利润为 9,980 万元，同比增长 108%。

图表 39：易幻网络营业收入及净利润



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 40：易幻网络毛利率

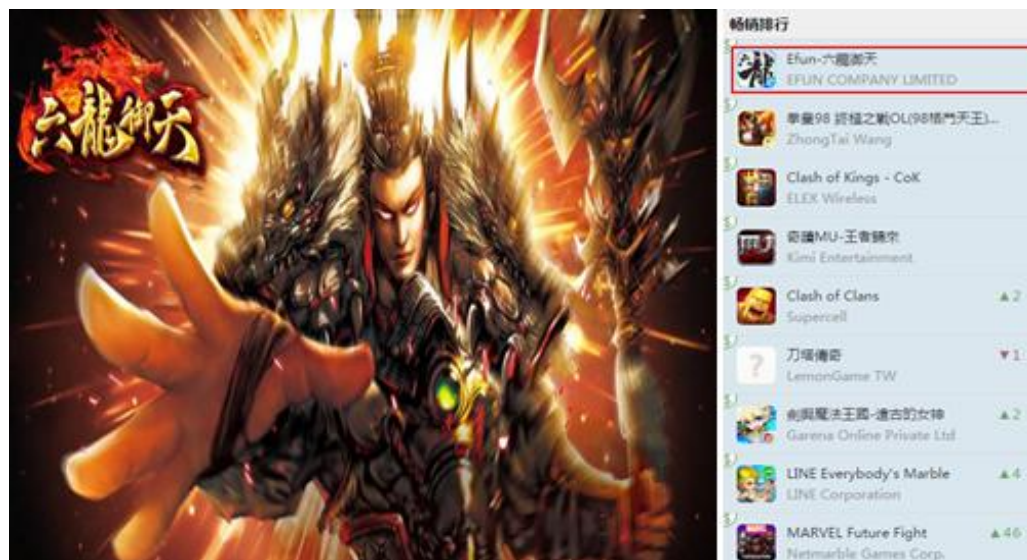


来源：公司公告，天风证券研究所

2015 年公司发行的《六龙御天》上线后在港台免费榜强势登顶，单月流水过千万美

金，刷新港台地区游戏单品月流水的最高纪录，有望大幅增厚业绩。而同时公司 16 年储备 10 款 S 级游戏，流水持续高增长可期。未来公司将定位于全球化游戏公司，产品全球化上继续巩固中国游戏在海外地区发行的同时，拓展海外游戏在中国或海外的发行，市场全球化上则持续推进港澳台、东亚、东南亚市场，并开拓欧洲、美国等市场。

图表 41:《六龙御天》在台湾畅销榜排名第一



来源: App Annie, 天风证券研究所

截止 2015 年 7 月，易幻员工数接近 500 人。香港易幻人员较少的原因是公司采用了广州总部公司管理制，绝大多数运营人员在广州本部，只有涉及到落地推广的才在香港、韩国设点。

图表 42: 易幻网络员工构成

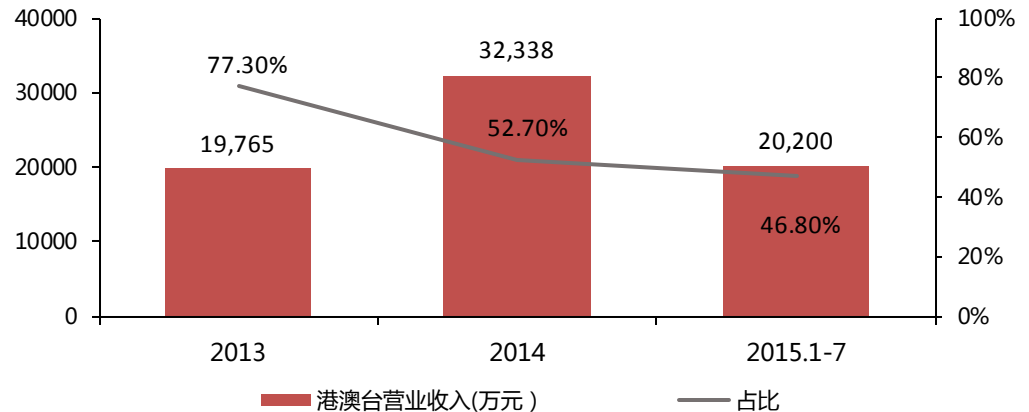
岗位	人数	占比 (100%)
总经办	7	1.59
运营中心	产品部	104
	市场部	35
	设计部	41
	客服部	98
	平台部	20
香港易幻	香港及韩国	9
	东南亚地区	2
商务中心	商务部	7
	评测部	23
人事行政中心	人事部	7
	行政部	14
技术中心	63	14.35
财务部	9	2.05
合计	439	100

来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.4.3 港澳台市场：易幻优势区域，收入份额近一半，是重磅游戏的试金石

易幻网络 2014 年港澳台营业收入为 3.23 亿元，占总营业收入比例为 52.7%，相较于 2013 年的 77.3% 有所下降。2015 年 1-7 月港澳台营业收入为 2.02 亿元，占营业收入比例为 46.8%。

图表 43：易幻网络港澳台地区营业收入及占比



来源：公司公告，天风证券研究所

《六龙御天》从 2015 年 10 月 25 日在香港上线后，持续半年一直维持在畅销榜前 15，保持了较高的流水贡献。

图表 44：《六龙御天》香港市场表现



来源：App Annie，天风证券研究所

《六龙御天》从 2015 年 10 月 25 日在台湾上线后，到目前为止一直位列畅销榜排名前 10。

图表 45:《六龙御天》台湾市场表现

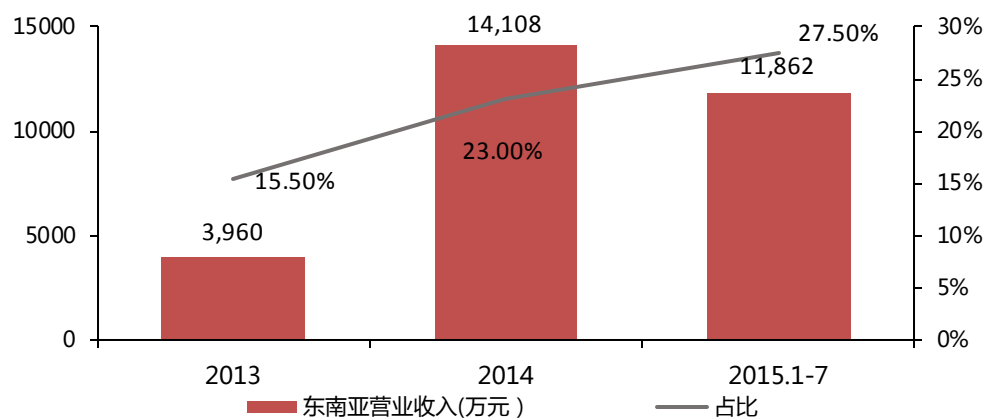


来源: App Annie, 天风证券研究所

2.4.4 东南亚市场: 陆续开辟新区域, 收入份额稳步提升, 市场仍处高速增长, 属填补空白期

2014 年易幻网络早东南亚市场的营业收入为 1.41 亿元, 占总营业收入比重为 23.0%, 相较于 2013 年的 15.5% 有所增长。2015 年 1 月至 7 月东南亚营业收入为 1.19 亿元, 占总营业收入比重为 27.5%。

图表 46: 易幻网络东南亚营业收入及占比



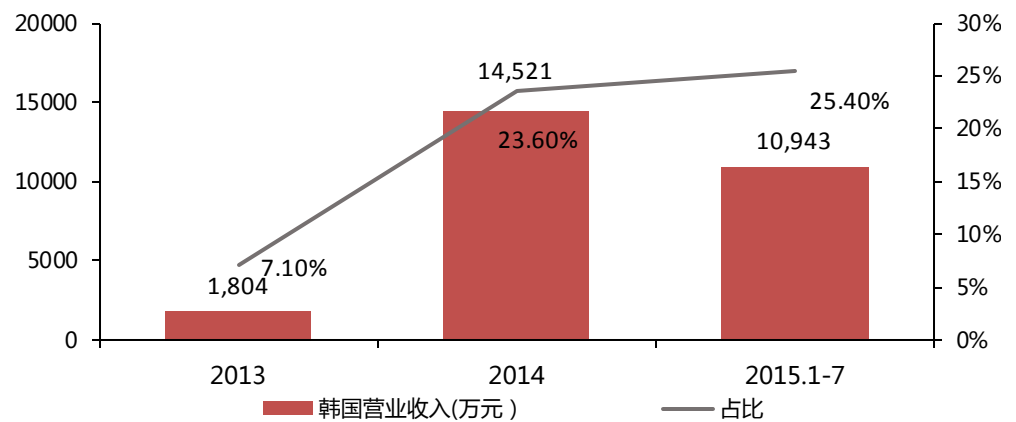
来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.4.5 韩国市场: 存量规模大市场, 易幻凭借精品大作稳步推进

2014 年易幻网络韩国市场营业收入为 1.45 亿元, 占总营业收入比重为 23.6%, 相较于 2013 年的 7.1% 有所增长。2015 年 1-7 月易幻网络韩国市场营业收入为 1.09 亿

元，占比 25.4%。

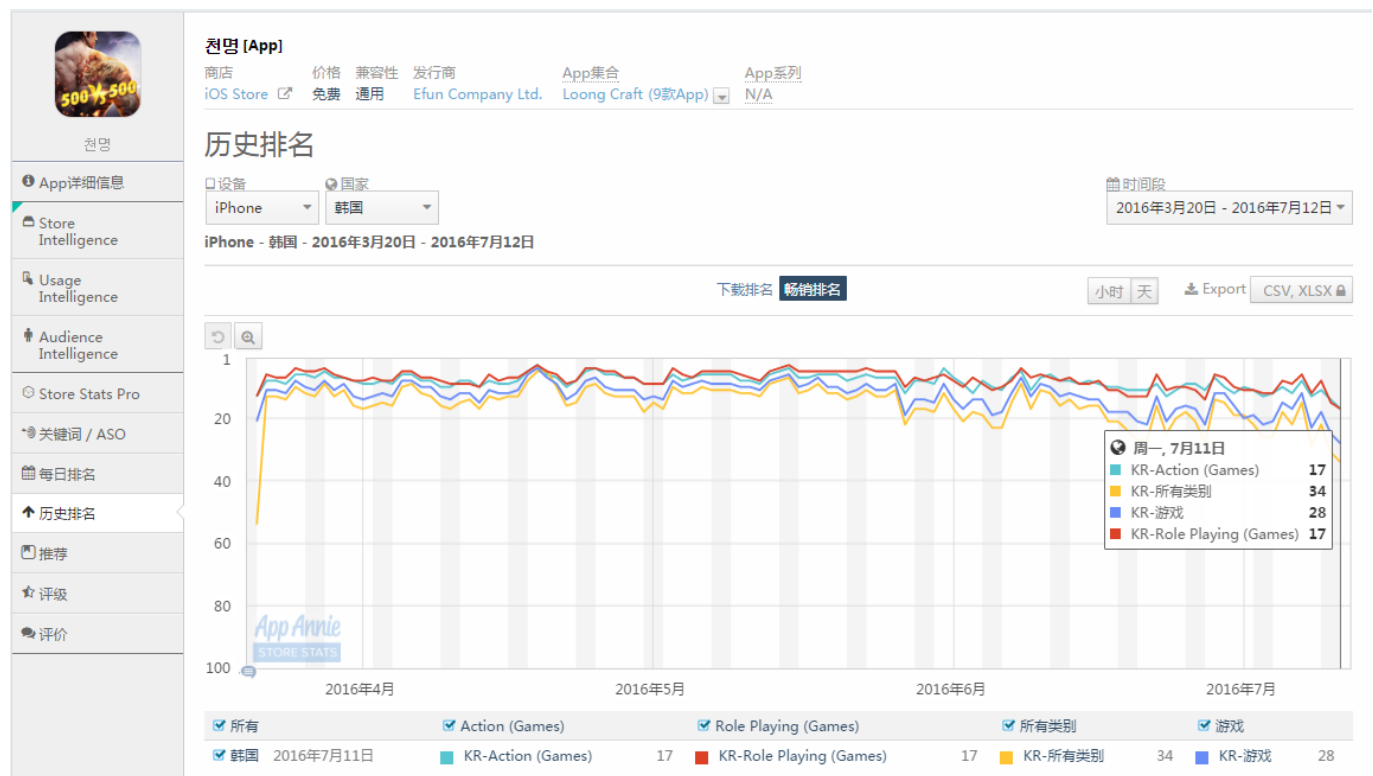
图表 47：易幻网络韩国营业收入及占比



来源：公司公告，天风证券研究所

《六龙御天》在韩国 3 月 20 日上线以后，上线 10 日内就跃居游戏类畅销榜前 10，超越《部落冲突：皇室战争》排名。

图表 48：《六龙御天》韩国市场表现

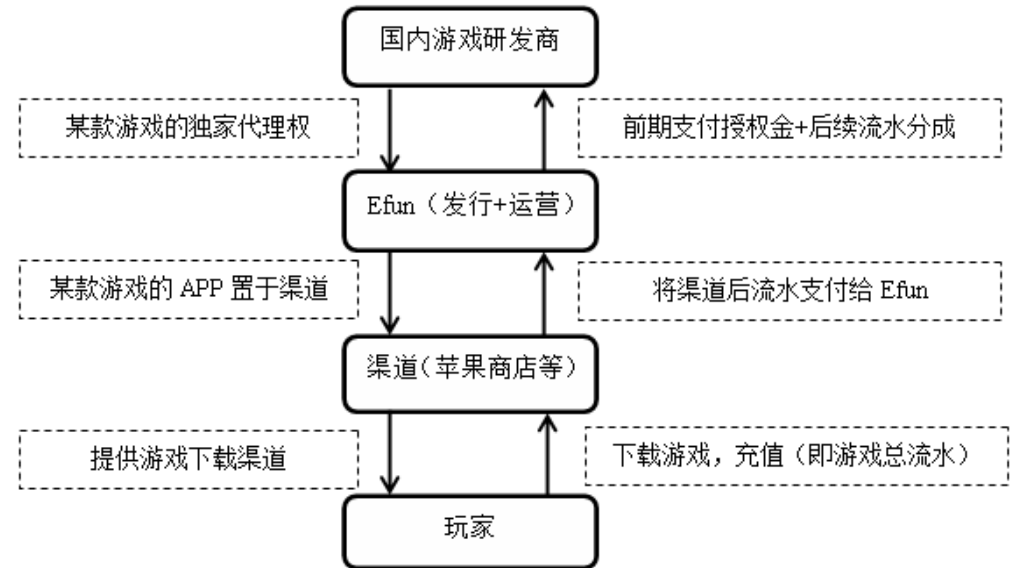


来源：App Annie，天风证券研究所

2.5 运营模式：以代理运营模式为主，兼有联运模式

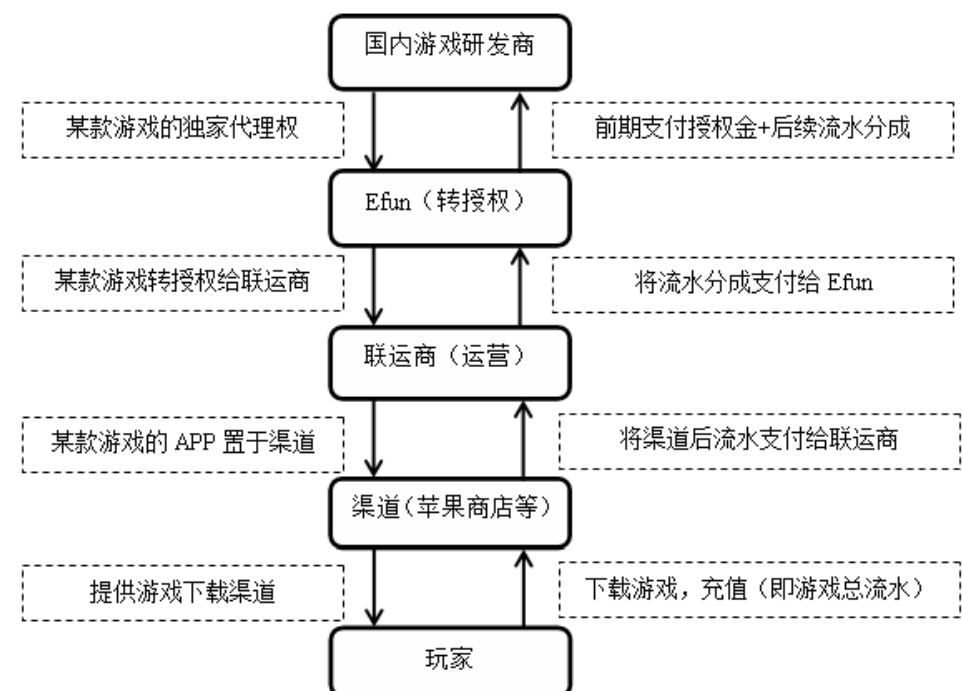
易幻网络的游戏运营模式主要为代理运营模式以及联合运营模式。在代理运营模式下，易幻网络的盈利来源主要为游戏的运营收入，扣除推广费、渠道费等运营费用以及支付给游戏开发商游戏的代理授权金和分成款；在联合运营模式下，易幻网络的利润来源主要为从联运商取得的分成款，扣除支付给游戏开发商游戏的代理授权金和分成款。

图表 49：代理运营模式流程



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 50：联合运营模式流程



来源：公司公告，天风证券研究所

从游戏运营模式来看，易幻网络的营业收入全部来源于移动网络游戏的运营收入，其中代理运营游戏收入贡献绝大部分收入。2015 年 1-7 月，代理运营游戏收入占比达到 91%。

图表 51：易幻网络收入结构

产品类型	2015 年 1-7 月		2014		2013	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
代理运营游戏	39,035.73	90.53	58,355.24	95.04	24,192.14	94.67
联合运营游戏	4,083.25	9.47	3,047.98	4.96	1,361.45	5.33
合计	43,118.98	100	61,403.22	100	25,553.59	100

来源：公司公告，天风证券研究所

易幻网络主要业务为代理运营游戏，苹果和谷歌商店为主要渠道，前五大客户中，Google Inc 和 Apple Inc 位居前两位。前三、四、五大客户也侧面印证公司优势地区集中在港澳台。

图表 52：易幻网络前 5 大客户

2015 年 1-7 月			
序号	客户名称	销售额（万元）	销售比例(%)
1	Apple Inc	9,116.52	21.14
2	Google Inc	8,809.04	20.43
3	香港乐点股份有限公司	4,128.65	9.58
4	Inch Interactive Entertainment Ltd	3,335.53	7.74
5	(NAVER Corporation)	3,097.02	7.18
	合计	28,487	66.07

2014 年			
序号	客户名称	销售额（万元）	销售比例(%)
1	Google Inc	13,488.25	21.97
2	Apple Inc	11,720.73	19.09
3	CASH(HK)	6,991.81	11.39
4	Tstore	3,097.89	5.05
5	(NAVER Corporation)	2,421.29	3.94
	合计	37,720	61.44

来源：公司公告，天风证券研究所

从供应商来看，公司上游供应商相对分散，对单一大的供应商并不存在依赖风险。2015 年 1-7 月，公司前三大供应商分别为畅游时代、开心人信息和在线途游，采购比例分别为 19.83%、11.35%和 5.49%。

图表 53: 易幻网络前 5 供应商

2015 年 1-7 月			
序号	供应商名称	采购额 (万元)	采购比例 (%)
1	北京畅游时代数码技术有限公司	3,726.31	19.83
2	北京开心人信息技术有限公司	2,133.01	11.35
3	在线途游 (北京) 科技有限公司	1,031.10	5.49
4	Ray Joy Holdings Limited	907.39	4.83
5	完美世界网络技术有限公司	842.09	4.48
	合计	8,640	45.98

2014 年			
序号	供应商名称	销售额 (万元)	销售比例 (%)
1	伊凡达科技股份有限公司	6,116.19	23.14
2	完美世界网络技术有限公司	3,728.39	14.11
3	北京青游易乐科技有限公司	1,997.05	7.56
4	北京开心人信息技术有限公司	1,979.96	7.49
5	Ray Joy Holdings Limited	1,701.68	6.44
	合计	15,523	58.74

来源: 公司公告, 天风证券研究所

《天龙八部 3D》、《三国志 PK (一统天下)》、《名将争霸 (君临天下)》2015 年流水较高, 达到上千万美元。《天龙八部 3D》主要上线地区为台湾, App Store 畅销排名最高达第 2 名, Google Play 畅销排名最高达 5 名; 《三国志 PK (一统天下)》主要上线地区为韩国, APP Store 畅销排名最高达第 6 名, Google Play 畅销排名最高达 18 名; 《名将争霸 (君临天下)》主要上线地区为台湾和韩国, APP Store 畅销排名最高分别达第 7 名、第 5 名, Google Play 畅销排名最高达 11 名、23 名。

图表 54: 易幻网络主要产品流水情况

游戏名称	级别	现状	上线时间	运营时间(月)	当期流水合计 (万美元)			
					2013 年度	2014 年度	2015 年 1-7 月	2015 年度
三国志 PK (一统天下)	S	运营中	2014 年 1 月	24	-	1,650.10	1,114.03	1,759.37
神雕侠侣	S	运营中	2013 年 12 月	25		2,058.82	497.52	745.54
重装武士 (英雄战魂)	A	已下线	2012 年 11 月	27	1,592.28	647.29	5.45	5.45
天龙八部 3D	S	运营中	2015 年 1 月	12	-	-	1,453.48	2,067.66
巨炮连队 (坦克风云)	S	运营中	2014 年 4 月	21	-	919.40	640.61	832.64
妖姬三国	S	运营中	2013 年 11 月	26	227.95	1,337.17	384.86	608.90
笑傲三国	A	运营中	港澳台、东南亚地区上线时间 2013 年 1 月, 韩国上线时间 2014 年 4 月	36	808.70	739.63	219.71	283.73

名将争霸（君临天下）	S	运营中	台湾上线时间 2014 年 8 月，韩国上线时间 2015 年 3 月	台湾 2015 年 1 月停止运营，共 6 个月、韩国 10 个月	-	189.37	663.23	1,188.45
大富豪 2	A	运营中	港澳台、东南亚地区上线时间 2015 年 6 月，韩国上线时间 2015 年 8 月	6	-	-	165.87	837.92
战神黎明	S	运营中	2014 年 12 月	13	-	168.58	723.35	831.11
蜀山奇缘	A	运营中	2014 年 9 月	16	-	131.16	392.13	539.07
合计					2,761.61	7,841.52	6,260.23	9,699.83

来源：公司公告，天风证券研究所

易幻网络运营平台主要为 App Store、Google Play、Cash、T-store、Naver 等，2015 年 1-7 月总毛利率为 59%，渠道商流水为 3.93 亿元，营业收入为 3.90 亿元。

图表 55：按照运营平台划分的游戏流水、营业收入、营业成本、毛利率情况

	单位：万元	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-7 月
App Store	渠道商流水	10,382.76	17,313.57	12,543.70
	营业收入	9,547.57	17,488.71	12,093.47
	营业成本	5,092.50	7,001.49	5,103.57
	毛利率	46.70%	60.00%	57.80%
Google Play	渠道商流水	7,460.33	19,207.73	12,858.31
	营业收入	6,543.73	19,137.25	12,919.95
	营业成本	3,841.45	8,596.08	5,531.68
	毛利率	41.30%	55.10%	57.20%
Cash	渠道商流水	4,816.6	8,885.63	3,619.72
	营业收入	4,745.41	8,504.16	4,020.53
	营业成本	2,425.06	3,066.40	1,540.01
	毛利率	48.90%	63.90%	61.70%
T-store	渠道商流水	720.09	4,090.61	2,468.84
	营业收入	604.08	4,051.48	2,430.10
	营业成本	121.46	1,194.70	923.24
	毛利率	79.90%	70.50%	62.00%
Naver	渠道商流水		2,751.47	3,790.37
	营业收入		2,610.99	3,571.47
	营业成本		978.54	1,302.28
	毛利率		62.50%	63.50%
其他平台	渠道商流水	3,012.64	6,666.63	3,980.55
	营业收入	2,751.35	6,562.65	4,000.20
	营业成本	1,421.93	2,549.76	1,587.54
	毛利率	48.30%	61.20%	60.30%
合计	渠道商流水	26,392.42	58,915.63	39,261.49
	营业收入	24,192.14	58,355.24	39,035.73
	营业成本	12,902.41	23,386.97	15,988.31

毛利率	48.30%	61.20%	59.00%
-----	--------	--------	--------

来源：公司公告，天风证券研究所

2.6 未来发展机会：打造全球化手游发行及运营平台 重点突破中东、俄罗斯、德国等市场

易幻网络将围绕移动游戏产品全球化和市场拓展全球化两个方面积极推进，打造全球化手游发行及运营平台。2016 年易幻网络将继续巩固其在港台地区的先发优势，深化韩国、东南亚市场，特别是针对 S 级产品以项目制进行管理，以保障尽全公司最大力量在目标市场对重大产品的支撑，提升产品发行的成功率和持续强化 Efun 在目标市场的品牌传播。

同时，2016 年易幻网络将开展新市场领域的拓展，重点突破中东、俄罗斯、德国等市场。充分利用上市公司平台优势、资金优势、品牌优势以及规范化管理经验积极支持易幻网络的业务发展，制定清晰明确的战略远景规划，并充分发挥易幻网络现有业务潜力，大力拓展海外手游发行和营运业务的客户范围和产品档次，以提升经营业绩。

图表 56：易幻网络未来主要产品-流水预测（2015 年 11 月公司公告预测）

序号	游戏名称	级别	现状	地区	预测运营时间（月）	总流水（万美元）	月均流水（万美元）
1	天龙八部（港台）	S	2015 年 1 月上线	港台	28	2,265.44	80.91
2	六龙御天	S	2015 年 10 月上线	港台	30	8,492.53	283.08
3	三国志 PK（一统天下）	S	2014 年 1 月上线	韩国	30	3,778.44	125.95
4	名将争霸（君临天下）	S	2015 年 3 月上线	韩国	24	1,943.43	80.98
5	天龙八部（亚欧）	S	2015 年 8 月上线	亚欧	24	1,127.10	46.96
6	三剑豪	S	2015 年 11 月上线	亚欧	24	1,078.03	44.92
7	卧虎藏龙	A	2014 年 11 月上线	港台	26	885.70	34.07
8	大富豪	A	2015 年 6 月，韩国上线时间 2015 年 8 月	港澳台、东南亚	22	1,463.65	66.53
9	天天炫舞	A	2015 年 7 月上线	亚欧	20	646.85	32.34
10	机器人大战	A	2015 年 8 月	亚欧	18	603.26	33.51

月上线							
2015 年 12							
11	神魔大陆	S	月签订代理协议	亚欧	24	869.34	36.22
12	新游戏	S		港台	24	2,774.40	115.60
13	新游戏	A		港台	18	1,505.70	83.65
14	新游戏	S		韩国	24	3,199.68	133.32
15	新游戏	A		韩国	18	707.04	39.28
16	新游戏	S		欧亚	24	1,104.24	46.01
17	新游戏	A		欧亚	18	602.46	33.47

来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年 7 月 10 日《灵狐仙境》在港澳台上线公测，《灵狐仙境》是一款 3D 唯美仙侠风格的多人在线即时对战动作类手游，以知名小说《青丘狐传说》为故事主轴。《灵狐仙境》刚上线在台湾、香港下载榜表现良好，有望延续《青丘狐传说》在国内的成功。

图表 57:《灵狐仙境》在台湾 iOS 的免费榜排名

iOS 热门 App 排行榜

设备: iPhone 国家: 台湾 类别: 游戏 App 内购买: 所有 App 日期: Jul 12, 2016

台湾·游戏 5:00pm UTC+8 (2016年7月12日 2:00am UTC-7)

#	免费排行	付费排行	畅销排行
1	LINE ブラウザゲーム LINE Corporation	The Greedy Cave AvalonGames	LINE ブラウザゲーム LINE Corporation
2	Steppy Pants Super Entertainment	放置江湖: 大侠的成长之路 (高自由度的... Xiang Xie	COK列王的纷争 ELEX Wireless
3	Efun 靈狐仙境 EFUN COMPANY LIMITED	荒岛求生: 首款荒野求生冒险游戏 Shenzhen Fengniao Co.,Ltd	猪来了 全球最火社交游戏 xiaohan yang
4	HIT - Heroes of Incredible Tales NEXON Company	NBA 2K16 2K	倚天屠龙记 相约在大都 Iwplay World
5	歐吧龍騎士 GAME Dreamer (HK) Limited	Cytus Rayark International Limited	丧尸之战 LONG TECH NETWORK LIMITED
6	滚动的天空 Cheetah Technology Corporation Limited	第七天堂(单机)-可挂机冒险游戏, 一半玩... Nan Zhang	Chronos Gate Mad Head Limited
7	挑戰金頭腦 NASA8F	Minecraft: Pocket Edition Mojang	HIT - Heroes of Incredible Tales NEXON Company
8	卡片召唤师 还原经典动漫! 重温童年卡... jing li	Don't Starve: Pocket Edition Klei Entertainment	Efun 六龍御天 EFUN COMPANY LIMITED
9	Crash Fever WonderPlanet Inc.	Plague Inc. (瘟疫公司) Ndemic Creations	射鵰英雄傳3D_登入送洪七公 Iwplay World
10	猪来了 全球最火社交游戏 xiaohan yang	Grand Theft Auto: San Andreas Rockstar Games	熹妃傳 第一部可以玩的宮鬥小說 Palace Games Technology Ltd.

来源：App Annie，天风证券研究所

图表 58: 《灵狐仙境》在香港 iOS 的免费榜排名

iOS热门 App 排行榜

设备: iPhone 国家: 香港 类别: 游戏 App内购买: 所有App 日期: Jul 12, 2016

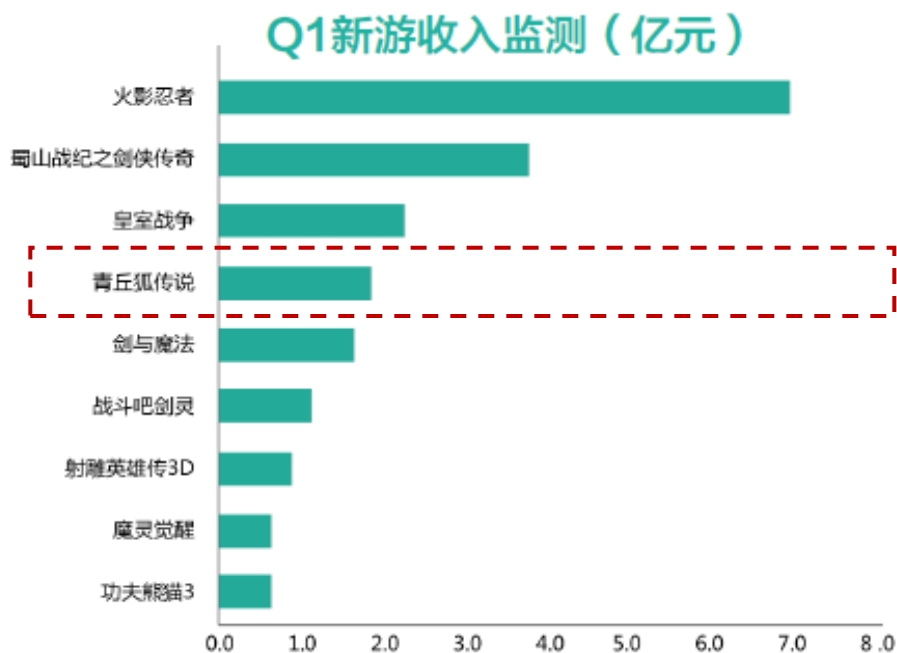
香港 - 游戏 5:00pm UTC+8 (2016年7月12日 2:00am UTC-7)

#	免费排行	付费排行	畅销排行
1	Steppy Pants Super Entertainment	MONOPOLY Game Electronic Arts	BFB nxTomo Games Limited
2	HIT - Heroes of Incredible Tales NEXON Company	妖玉奇谭 古装恋爱仙侠单机RPG游戏 (小... 深圳市星河互动科技有限公司(咸鱼游戏)	全民飞机大战-葫芦娃大乱斗! 夏日来袭... Tencent Mobile Games
3	Crash Fever WonderPlanet Inc.	【明星恋爱】偶像之路TIME TO STAR Yifei Zhao	天天炫斗 机甲战姬 Tencent Mobile Games
4	料理妈妈 COOKING MAMA 让我们来煮! Office Create Corp.	NBA 2K16 2K	逐鹿三國 - 策略戰爭遊戲 諸葛亮呂布曹... 6waves Mobile Limited
5	熱血高校 Six Waves Inc.	Minecraft: Pocket Edition Mojang	COK列王的纷争 ELEX Wireless
6	slither.io Steve Howse	Deemo Rayark International Limited	倚天屠龍記 相約在大都 Iwplay World
7	疯狂动物园 集跑酷与模拟经营为一体,3D... Featherweight Games Pty Limited	Plague Inc. (瘟疫公司) Ndemic Creations	DRAGON BALL Z DOKKAN BATTLE BANDAI NAMCO Entertainment Inc.
8	Efun 靈狐仙境港澳版 EFUN COMPANY LIMITED	MONSTER HUNTER FREEDOM UNITE fo... CAPCOM	HIT - Heroes of Incredible Tales NEXON Company
9	LINE ブラウザゲーム LINE Corporation	杀手: 狙击手。解锁史诗枪只, 开枪射杀... SQUARE ENIX INC	Game of Dice JOYCITY Corp
10	城市精灵GO 国产新一代口袋精灵LBS玩... xiaoyu Sun	Kingdom Rush Frontiers Ironhide S.A.	熹妃傳 第一部可以玩的宮鬥小說 Palace Games Technology Ltd.

来源: App Annie, 天风证券研究所

《灵狐仙境》在台湾上线前, 2016年3月3日《青丘狐传说》手游已在大陆地区率先上线, 首日流水破500万元, 上线6小时 AppStore 游戏免费排行榜排名第一名, 2016年第一季度新游收入排行版第四。

图表 59：2016 年 1 季度新游收入监测



来源：互联网公开资料，天风证券研究所

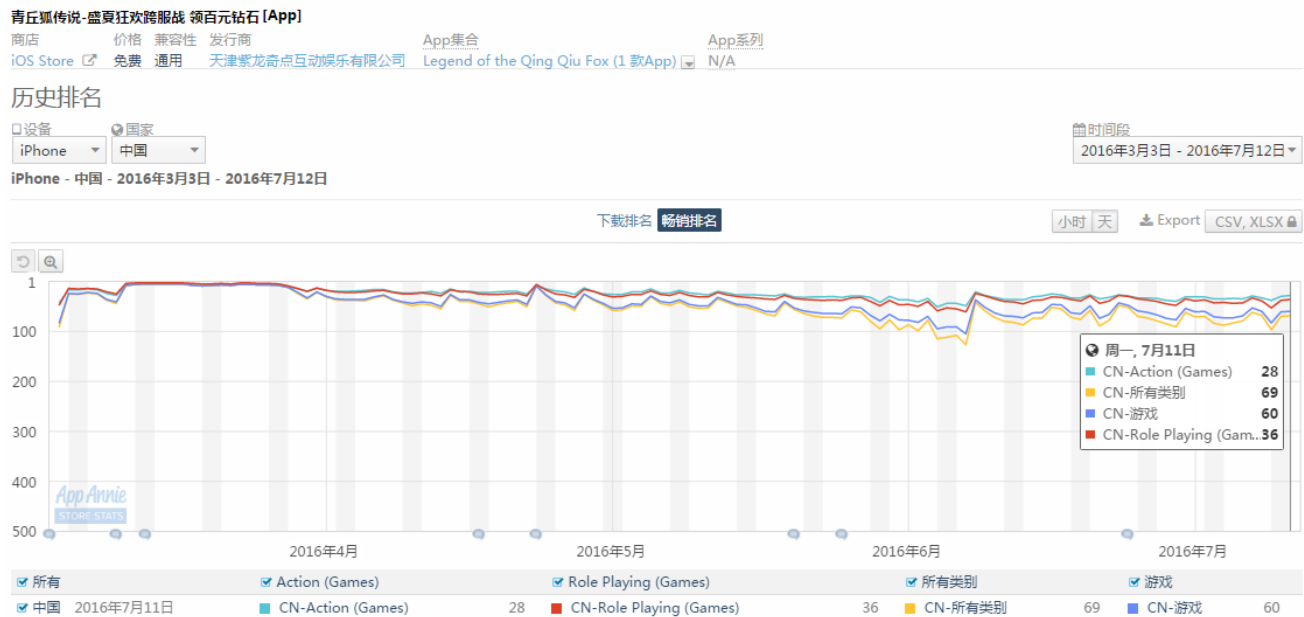
《青丘狐传说》手游开发商为祖龙娱乐，团队 CEO 李青毕业于清华大学，1997 年开始游戏设计工作，拥有近 20 年的游戏开发经验，是中国最早的游戏制作人之一。目前，祖龙团队规模 400 人以上，均拥有丰富的 3D 网游研发经历，在中重度的大型多人在线游戏领域，经验丰富且成绩显著。2015 年 10 月上线的千人国战手游《六龙争霸 3D》短短几天，便闯入 iOS 畅销榜前四。

祖龙娱乐的前身是成立于 1997 年的“祖龙工作室”，最初是一群清华的游戏爱好者成立的小组，后不断发展，于 2004 年成为完美世界公司的核心研发团队之一。《完美世界》、《完美国际》、《诛仙》、《笑傲江湖》、《赤壁》、《梦幻诛仙》、《神魔大陆》等游戏大作均出自祖龙工作室。

祖龙娱乐花费 1 年时间研发《青丘狐传说》，对电视剧原作进行了高度还原并对产品细节进行严格把控。据寻艺网数据显示，截止 2016 年 7 月 12 日，电视剧《青丘狐传说》已累计网络播放量 33.60 亿。《青丘狐传说》上线以来，凭借优质的 3D 画面，360 度可控视角，精美的画面，良好的音乐代入感，获得 3000 万玩家的喜爱和支持，男女玩家比例为 6:4，成为影游联动成功的典范。

港澳台玩家特点和大陆玩家趋同，手游市场近年来逐渐走向重度化。市场上，3DMMORPG 类型手游相对较少，且仙侠题材更为罕见，附以《青丘狐传说》大 IP 加持，《灵狐仙境》预计在港澳台市场收获较好成绩。

图表 60: 中国国内《青丘狐传说》在 iOS 的历史畅销榜排名



来源: App Annie, 天风证券研究所

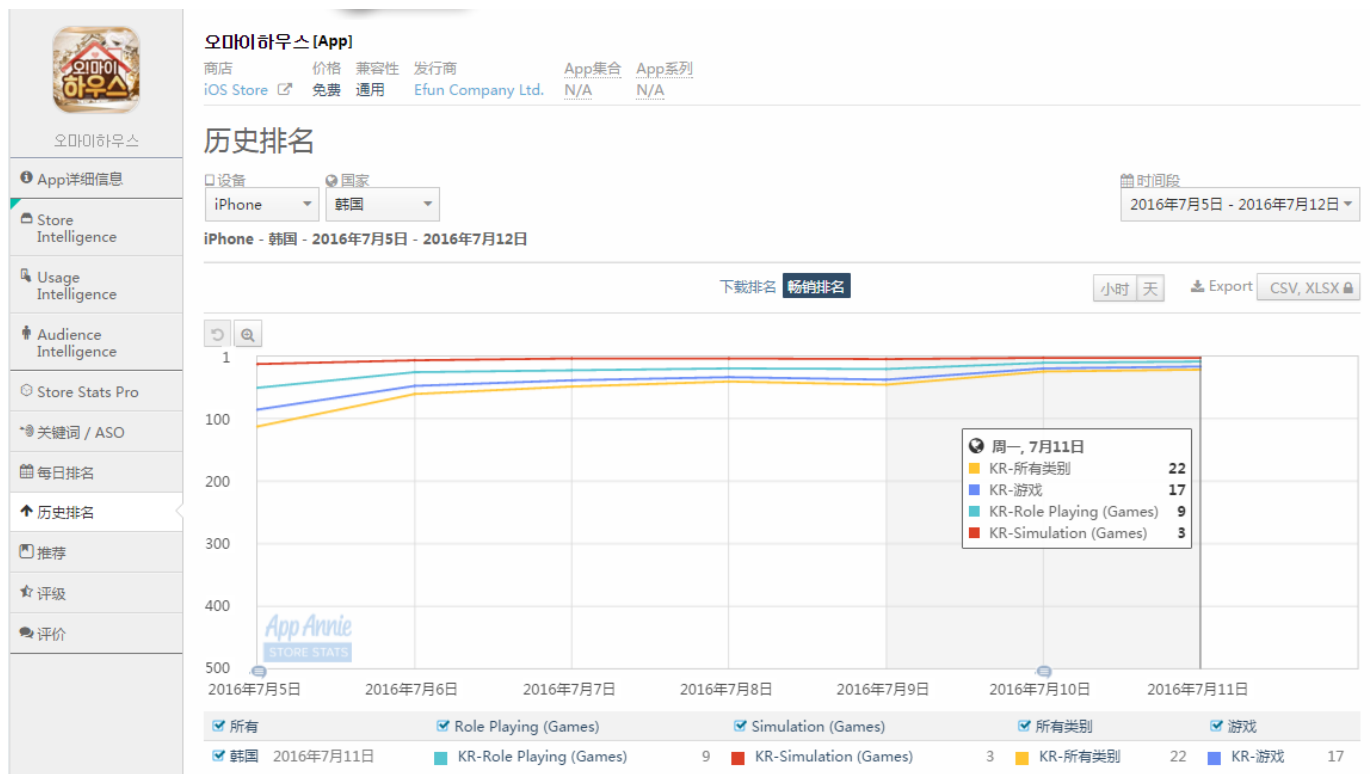
2016 年 7 月 5 日《梦想星城》在韩国上线，是一款以现代都市生活为背景的模拟养成类游戏，主打女性玩家。在韩国上线后一直位于下载榜前五，7 月 11 日位居韩国游戏免费榜第一，模拟经营类游戏畅销榜第三。2016 年 2 月 29 日，《梦想星城》在台湾上线前 3 个月来一直位居模拟类游戏畅销榜排名前 5。

图表 61: 《梦想星城》在台湾 iOS 的历史畅销榜排名



来源: App Annie, 天风证券研究所

图表 62: 《梦想星城》在韩国 iOS 的历史畅销榜排名



来源: App Annie, 天风证券研究所

按照宝通收购易幻网络所做的盈利预测, 2016 年预计运营 16 款游戏, 其中 S 级 7 款, A 级 9 款, 覆盖港台、韩国、亚欧市场, 2017 年及 2018 年分别预计上线 17 和 22 款。

图表 63: 易幻网络未来主要产品-Pipeline

	2013 年	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
港台-S 级	2	2	3	2	3	4
港台-A 级	1	1	3	3	4	5
韩国-S 级	0	1	1	2	3	3
韩国-A 级	0	0	4	1	0	3
亚欧-S 级	2	2	6	3	3	3
亚欧-A 级	4	2	5	5	4	4
合计	9	8	22	16	17	22

来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.盈利预测

公司盈利预测分为两个部分, 分别为传统业务和易幻网络的利润贡献, 按照备考业绩计算(假定 2017 年易幻 100%股权归属上市公司), 宝通科技 16/17/18 年收入分别为 20.3 亿/26.5 亿/33.0 亿, 扣除少数股东权益的净利润为 2.1 亿/3.5 亿/4.6 亿。

图表 64：宝通科技分部业绩情况表

	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入(百万)	469.8	2,030.2	2,646.9	3,295.1
同比增速(%)		332.1%	30.4%	24.5%
传统业务	469.8	465.1	455.8	446.7
同比增速(%)		-1.0%	-2.0%	-2.0%
易幻网络	810.9	1,565.1	2,191.1	2,848.4
同比增速(%)		93.0%	40.0%	30.0%
毛利率(%)	33.7%	52.7%	53.9%	54.5%
税后利润(百万)	70.0	265.9	352.0	459.3
同比增速(%)		280.0%	32.4%	30.5%
扣除少数股东损益净利润(百万)	68.3	205.6	350.4	457.6
同比增速(%)		201.1%	70.4%	30.6%

来源：公司公告，天风证券研究所

选取 A 股可比公司联络互动、顺网科技、盛天网络、昆仑万维、掌趣科技和中文传媒，根据 wind 一致预期，6 家公司 15 年/16 年/17 年平均 PE 分别为 55 倍/61 倍/46 倍。

预计宝通 16/17/18 备考业绩 2.7 亿/3.5 亿/4.6 亿，考虑易幻 16 年 70%并表，假定 17 年易幻剩余 30%股权注入，对应业绩 2.1 亿/3.5 亿/4.6 亿。公司互联网产业基金加快横向和纵向布局，有望围绕游戏发行链展开，实现 17 年备考业绩 4-5 亿，考虑公司内生高速增长，给予 17 年 40x PE，对应 200 亿市值，目标价 40。

图表 65：可比公司估值对比表

证券简称	收盘价	2015 年每股收益	2016 年每股收益	2017 年每股收益	2015PE	2016PE	2017PE
联络互动	19.71	0.45	0.26	0.39	43.82	75.03	50.47
顺网科技	37.97	0.98	0.72	0.95	38.88	52.58	39.85
盛天网络	50.35	0.64	0.41	0.50	78.97	123.83	101.00
昆仑万维	28.14	0.36	0.49	0.61	78.27	57.73	46.12
掌趣科技	10.82	0.18	0.32	0.44	61.15	34.13	24.82
中文传媒	20.84	0.77	1.02	1.28	27.14	20.36	16.33
平均					54.70	60.61	46.43

来源：Wind，天风证券研究所（注：每股收益取自 Wind 一致预期，时间为 2016 年 7 月 12 日，联络互动的收盘价为停牌前一天的收盘价）

图表 66: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	205.84	160.76	162.41	211.75	263.61	营业收入	502.45	469.82	2,030.18	2,646.91	3,295.12
应收账款	258.01	256.11	1,760.33	845.65	2,398.51	营业成本	353.31	311.28	961.13	1,219.26	1,500.09
预付账款	8.76	13.45	45.94	28.38	68.69	营业税金及附加	3.24	3.65	8.42	10.22	12.12
存货	62.98	79.52	266.97	206.62	342.55	营业费用	25.76	30.94	702.28	959.93	1,210.23
其他	101.17	86.06	686.51	331.79	933.62	管理费用	41.07	50.68	72.31	78.45	76.62
流动资产合计	636.77	595.91	2,922.17	1,624.19	4,006.98	财务费用	-5.39	-6.32	-6.32	-6.32	-6.32
长期股权投资	0.00	63.00	63.00	63.00	63.00	资产减值损失	1.69	3.21	2.87	2.59	2.89
固定资产	312.65	293.52	303.73	332.65	359.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	8.83	8.02	40.81	72.49	73.49	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	25.73	25.42	24.81	24.21	23.61	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.60	55.53	54.15	54.24	54.35	营业利润	82.77	76.38	289.49	382.78	499.48
非流动资产合计	350.81	445.49	486.51	546.59	574.24	营业外收入	4.52	6.59	6.59	6.59	6.59
资产总计	987.58	1,041.40	3,408.68	2,170.78	4,581.23	营业外支出	0.48	0.73	0.73	0.73	0.73
短期借款	0.00	12.13	1,247.03	331.60	1,461.22	利润总额	86.82	82.23	295.34	388.63	505.34
应付账款	80.88	63.04	391.26	193.07	514.09	所得税	13.22	12.26	29.45	36.66	46.06
其他	74.43	44.50	313.36	142.25	396.13	净利润	73.60	69.97	265.90	351.97	459.28
流动负债合计	155.31	119.66	1,951.65	666.93	2,371.44	少数股东损益	0.02	1.67	60.26	1.62	1.64
长期借款	0.00	0.00	302.17	0.00	276.42	归属于母公司净利润	73.58	68.30	205.64	350.36	457.64
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (元)	0.19	0.17	0.69	1.11	1.45
其他	6.27	6.73	7.15	6.72	6.87						
非流动负债合计	6.27	6.73	309.33	6.72	283.28	主要财务比率					
负债合计	161.57	126.40	2,260.98	673.65	2,654.72		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	2.47	23.17	80.42	82.01	83.61	成长能力					
股本	300.00	300.00	300.00	314.63	314.63	营业收入	-10.44%	-6.49%	332.12%	30.38%	24.49%
资本公积	235.18	235.18	235.18	235.18	235.18	营业利润	-29.05%	-7.73%	279.01%	32.23%	30.49%
留存收益	523.54	591.84	767.28	1,100.49	1,528.26	归属于母公司净利润	-27.96%	-7.18%	201.09%	70.37%	30.62%
其他	-235.18	-235.19	-235.18	-235.18	-235.18	获利能力					
股东权益合计	826.01	915.00	1,147.70	1,497.13	1,926.50	毛利率	29.68%	33.74%	52.66%	53.94%	54.48%
负债和股东权益总计	987.58	1,041.40	3,408.68	2,170.78	4,581.23	净利率	14.64%	14.54%	10.13%	13.24%	13.89%
						ROE	8.93%	7.66%	19.27%	24.76%	24.83%
						ROIC	11.54%	9.64%	35.16%	13.66%	28.41%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	16.36%	12.14%	66.33%	31.03%	57.95%
净利润	73.60	69.97	205.64	350.36	457.64	净负债率	-2.34%	-5.06%	-4.05%	36.65%	6.72%
折旧摊销	30.37	29.97	17.59	20.01	22.46	流动比率	4.10	4.98	1.50	2.44	1.69
财务费用	0.00	0.00	-6.32	-6.32	-6.32	速动比率	3.69	4.32	1.36	2.13	1.55
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	-47.39	-59.79	-1,726.39	977.28	-1,755.64	应收账款周转率	1.94	1.83	2.01	2.03	2.03
其它	33.89	7.95	60.26	1.62	1.64	存货周转率	8.20	6.59	11.72	11.18	12.00
经营活动现金流	90.47	48.09	-1,449.21	1,342.95	-1,280.22	总资产周转率	0.51	0.46	0.91	0.95	0.98
资本支出	30.38	86.42	59.58	80.44	49.85	每股指标 (元)					
长期投资	0.00	63.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.19	0.17	0.69	1.11	1.45
其他	-70.71	-271.54	-119.58	-160.44	-99.85	每股经营现金流	0.23	0.12	-3.65	3.38	-3.23
投资活动现金流	-40.33	-122.12	-60.00	-80.00	-50.00	每股净资产	2.08	2.25	3.56	4.50	5.86
债权融资	2.00	12.13	1,549.87	332.49	1,738.16	估值比率					
股权融资	5.42	6.30	6.33	20.95	6.32	市盈率	139.66	150.46	37.78	23.26	17.81
其他	-49.97	-3.50	-45.34	-1,567.05	-362.40	市净率	12.48	11.52	7.28	5.76	4.42
筹资活动现金流	-42.55	14.93	1,510.87	-1,213.61	1,382.08	EV/EBITDA	19.90	92.58	30.58	20.96	18.75
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	27.70	132.07	32.48	22.08	19.60
现金净增加额	7.58	-59.10	1.65	49.34	51.86						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)