

2016年10月8日

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0860514040001

zhanglw@dwzq.com.cn

021-60199740

研究助理 唐思思

执业资格证书号码: S1220116020111

tangss@dwzq.com.cn

021-60199792

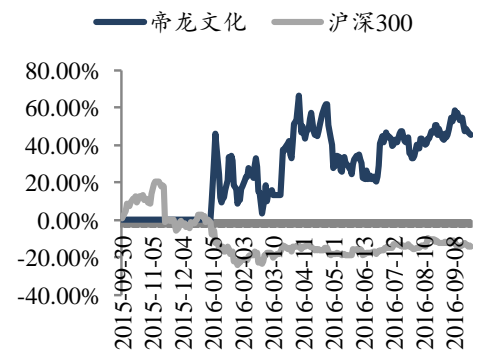
设立投资基金, 转型文化产业 买入 (首次)

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	895	1,700	2,214	2,628
同比(+/-%)	3	90	30	19
净利润(百万元)	86	425	576	662
同比(+/-%)	-13	395	36	15
毛利率(%)	23.4	33.7	35.4	35.2
ROE(%)	8.1	30.4	30.9	27.7
每股收益(元)	0.10	0.50	0.68	0.78
P/E	150.71	30.42	22.45	19.54
P/B	12.20	9.23	6.95	5.41

投资要点

- **设立股权投资基金, 主投文化娱乐产业:** 公司拟以自有资金 1 亿元设立子公司浙江帝龙股权投资基金管理有限公司, 以推动公司向文化娱乐产业的发展。通过对文化产业基金的投资, 促进公司对文化产业项目的培育, 丰富项目来源。
- **美生元并表大幅增厚业绩, 贡献净利占比超 50%:** 2016 年上半年公司实现营业收入 6.04 亿元, 较上年同期增长 47.8%; 实现归母净利润 1.08 亿元, 较上年同期增长 159.8%; 公司盈利大幅增厚的原因是旗下全资子公司美生元于 2016 年 5 月并表, 在美生元的带动下, 公司盈利能力大幅提升, 毛利率同比提高 6PCT 达到 29.6%; 净利率同比提高 7PCT, 达到 17.9%。公司预计 1-9 月归母净利润将达到 2.25-2.6 亿, 同比增长区间为 230%至 280%。
- **国家监管部门出手调控手机单机手游市场:** 随着 2015 年三大运营商开始加速整改单机游戏市场, 通过设置一系列支付标准来提升用户体验。运营商开始下架投诉量高的产品, 并把一些高 DAU 的单机游戏投诉量少的高品质游戏放在重点推荐位。**我们认为这次运营商加强管制后, 强化游戏本身的体验, 对整个单机市场利大于弊。**
- **美生元处于国内单机手游发行第一梯队, 业绩有望超预期:** 近年来美生元营业收入和净利增长迅速。在创业初期通过大规模投入打开市场后, 公司从 2015 年起开始利润规模增速迅猛, 毛利率/净利率快速提升。美生元承诺 2015 至 2017 年实现的净利润 1.80/3.20/4.68 亿元, 根据 2016 半年报披露的数据, **2016 年 5-6 月美生元完成并表实现净利润 6218 亿元, 全年业绩达标在望。**
- **首次覆盖给予“买入”评级:** 考虑美生元业绩承诺, 则我们预计公司 2016/2017/2018 年净利润分别为 4.3/5.8/6.6 亿, 摊薄 EPS 分别为 0.5/0.68/0.78 元, 现价对应 2016-2018 年 30/22/20 倍 PE。给予帝龙文化 40 倍估值, 目标价 20 元。
- **风险提示:** 行业竞争加剧; 标的承诺不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.18
一年最低价/最高价	11.80 / 34.89
市净率	3.0
流通A股市值(百万元)	6887.1

基础数据

每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	18.57
总股本(百万股)	851.61
流通A股(百万股)	453.69

相关研究

目录

1. 公司概况：装饰材料和泛娱乐双擎驱动	4
1.1. 历史沿革：外延+更名，建材公司向泛娱乐转型	4
1.2. 美生元并表大幅增厚业绩，贡献净利占比超 50%	5
1.3. 股权结构：，实际控制人不变	6
2. 行业：游戏行业增速放缓，单机游戏洗牌加速	8
2.1. 人口红利下降，移动网游市场生存空间变窄	8
2.2. 单机手游：监管调控加速洗牌进程，行业龙头有望出现	11
3. 美生元：国内单机手游发行第一梯队	13
3.1. 立足单机手游发行，积极拓展游戏研发业务	13
3.2. 财务数据：美生元 5-6 月完成净利润 6218 万元	16
3.3. 设立股权投资基金，主投文化娱乐产业	17
4. 盈利预测：	18

图表目录

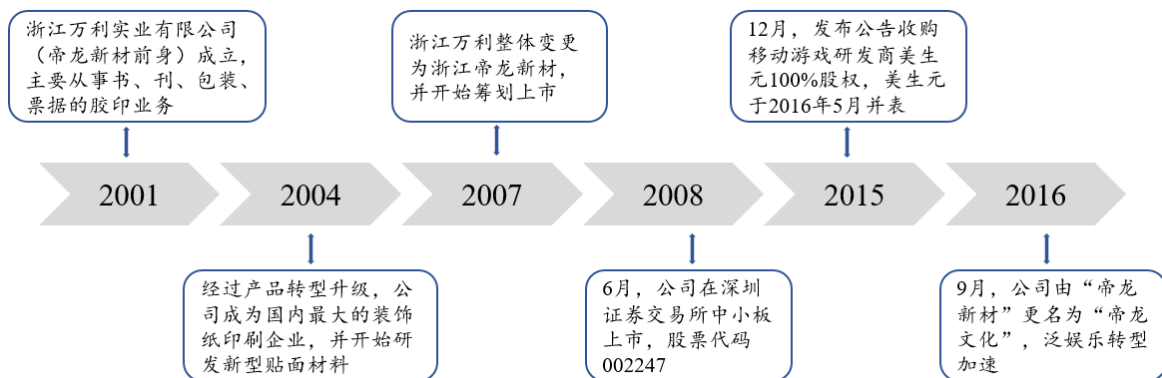
图表 1: 帝龙文化大事记.....	4
图表 2: 帝龙文化近 5 年营收情况.....	5
图表 3: 帝龙文化近 5 年净利情况.....	5
图表 4: 帝龙文化近 5 年盈利能力.....	6
图表 5: 帝龙文化近 5 年营收构成.....	6
图表 6: 帝龙文化近五年各业务毛利率对比.....	6
图表 7: 发行股份和配套融资完成后公司股权结构.....	7
图表 8: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模.....	8
图表 9: 2011-2018 年中国网络游戏产业细分.....	8
图表 10: 中国手机网民规模及其占网民比例.....	9
图表 11: 2011-2018 年中国移动游戏市场规模.....	9
图表 12: 2015 年中国移动游戏市场月度覆盖人数趋势.....	10
图表 13: 2016 年 1-6 月中国移动游戏用户数量.....	10
图表 14: 2016H1 国内移动游戏市场份额分布.....	10
图表 15: 三大运营商单机游戏接入事项.....	11
图表 16: 美生元各渠道子公司业务情况一览.....	13
图表 17: 游戏渠道介绍.....	14
图表 18: 游戏主要奖项.....	15
图表 19: 自主研发产品上线时间.....	15
图表 20: 游戏上线数量.....	15
图表 21: 美生元业绩承诺.....	16
图表 22: 美生元近三年营收/净利.....	16
图表 23: 美生元盈利能力.....	16
图表 24: 美生元月度营业收入.....	17
图表 25: 美生元 2015 年前三季度五大客户收入.....	17
图表 26: 帝龙文化业绩分拆.....	18
图表 27: 游戏板块 PE 预测 (Wind 一致性预期).....	19

1. 公司概况：装饰材料和泛娱乐双擎驱动

1.1. 历史沿革：外延+更名，建材公司向泛娱乐转型

浙江帝龙新材（前身浙江万利实业有限公司）成立于 2000 年 1 月，总部位于杭州。公司主营装饰材料研发设计、生产和销售，于 2008 年 6 月在深交所中小板上市，帝龙新材也成为了国内装饰纸行业的首家上市企业。2015 年底以来，公司通过收购移动游戏研发商美生元进军游戏产业；更名“帝龙文化”，彰显向泛娱乐领域转型的决心。

图表 1：帝龙文化大事记



资料来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

▲ 保持装饰材料龙头地位的同时进军手游产业，抵御宏观经济风险，实现双引擎驱动：

- **传统业务方面**，公司主要生产“帝龙牌”装饰纸（包括印刷装饰纸和浸渍纸）、装饰板（包括装饰纸饰面板和金属饰面板）、氧化铝卷板和 PVC 装饰材料（PVC 家具膜和 PVC 地板膜）等四大系列产品，主要应用于地板、家具、厨卫、门业、灯具、建筑幕墙、家电外壳、装饰装潢等领域，主要客户为地板、家具、橱柜、木门等生产厂商以及建筑装饰企业。自 2008 年上市以来，通过强有力的市场拓展和管理优化，公司业务的规模、产能、工艺、设计等目前国内同行中居领先地位，持续保持国内装饰贴面材料的龙头地位。
- **新兴业务方面**，为增强公司的持续盈利能力和抗风险能力，有效降低公司建筑装饰材料行业受宏观经济影响波动加大的风险，公司于 2015 年底发布公告收购移动游戏研发和运营商美生元 100% 股权，布局移动游戏产业。美生元于 2016 年 5 月并表。美生元不断完善游戏产品线、夯实其游戏开发与发行能力，并加强从移动单机游戏向移动网络游戏、中轻度游戏向中重度游戏转型的步伐。在游戏业务拓展的基础上，公司力图打造以精

品 IP 资源为核心的泛娱乐版图。2016 年 9 月 19 日，公司发布公告，由“帝龙新材”更名为“帝龙文化。”

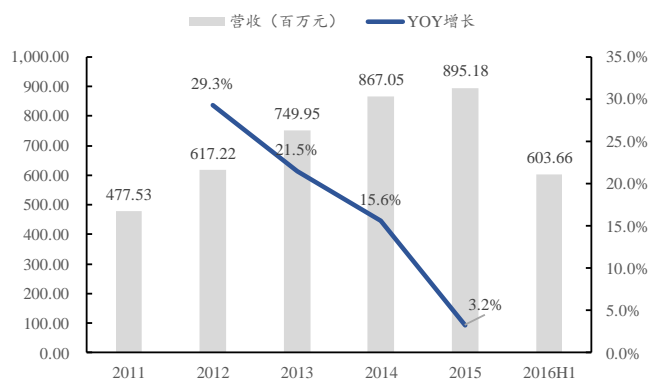
1.2. 美生元并表大幅增厚业绩，贡献净利占比超 50%

2016 年上半年公司实现营业收入 6.04 亿元，较上年同期增长 47.8%；实现归母净利润 1.08 亿元，较上年同期增长 159.8%；实现每股收益 0.19 元，较上年同期增长 137.5%。公司盈利大幅增厚的原因是旗下全资子公司美生元于 2016 年 5 月并表。在美生元的带动下，公司盈利能力大幅提升，毛利率同比提高 6PCT 达到 29.6%；净利率同比提高 7PCT，达到 17.9%。

分业务来看，传统装饰材料板块公司加大研发力度，加强对供应商的动态管理，有序推进重点项目，2016H1 传统建筑业务实现营业收入 4.48 亿元（占总营收 75%），同比增长 10.23%，毛利率略有提高，达到 24.6%。游戏业务方面，苏州美生元 5 月并表，其 5-6 月实现营收 1.53 亿元，占总营收 25%；贡献归母净利润 0.61 亿元，占总净利 56.5%。美生元毛利率较高，广告和游戏业务整体毛利率达到 44.2%。

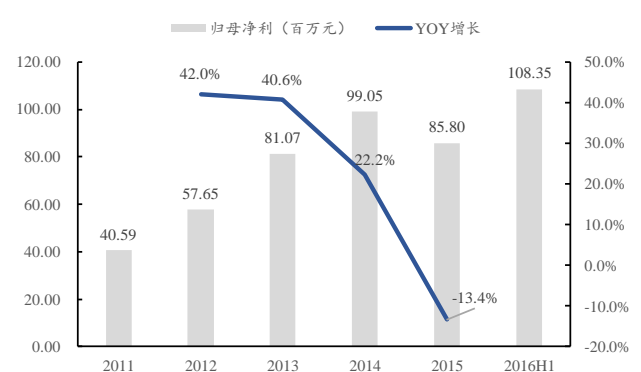
预计 2016 年 Q3 公司将继续保持良好的增长态势，公司预计 1-9 月归母净利润将达到 2.25-2.6 亿，同比增长区间为 230%至 280%。届时，游戏板块将成为公司主要营收和净利来源。

图表 2：帝龙文化近 5 年营收情况



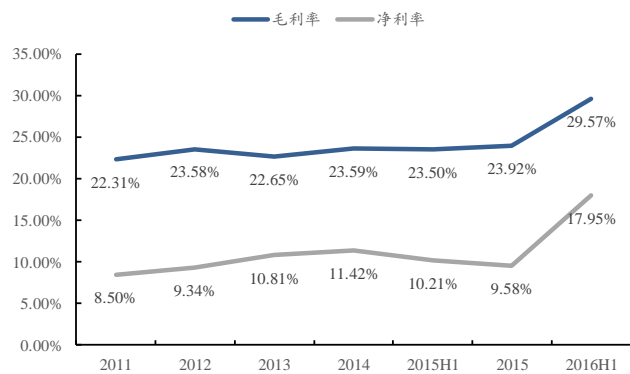
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：帝龙文化近 5 年净利情况



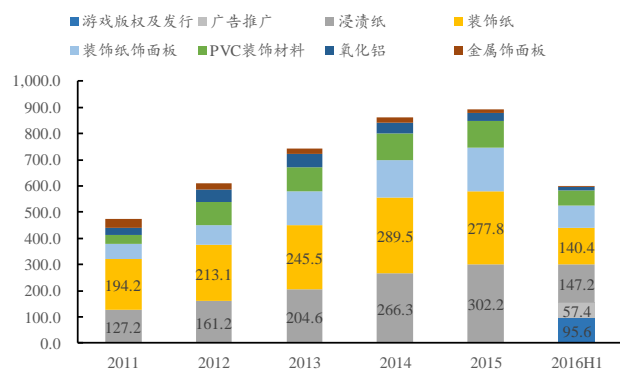
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：帝龙文化近 5 年盈利能力



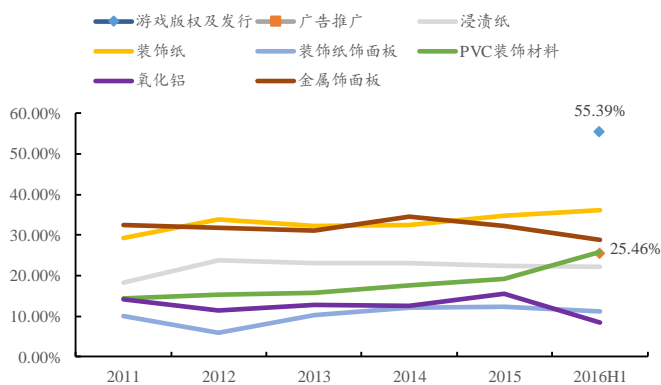
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：帝龙文化近 5 年营收构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：帝龙文化近五年各业务毛利率对比



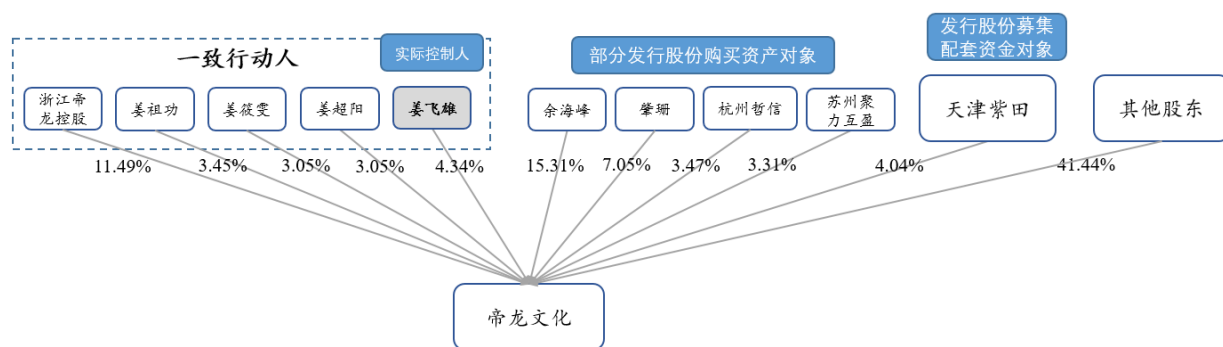
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：，实际控制人不变

2015 年底，帝龙文化以股权+现金支付的方式收购手游研发商美生元 100% 股权，交易对价为 34 亿元，其中，交易对价的 85% (28.9 亿元) 以发行股份的方式支付，交易对价的 15% (5.1 亿元) 以现金方式支付。发行价格为 9.9 元/股 (除权除息后)，发行股份数量 2.92 亿股。同时上市公司向天津紫田非公开发行股票募集配套资金 3.03 亿元以支付部分现金对价，增发价格为 8.8 元/股 (除权除息后)，增发数量 3439 万股。

本次配套融资后，实际控制人姜飞雄及其一致行动人持股比例超 25%，实际控制人未发生变化。美生元管理层余海峰 (15.31%)、肇珊 (7.05%) 等进入上市公司股东之列，有利于双方沟通融合、保持高层核心利益一致，维持标的公司原有业务团队的稳定。

图表 7：发行股份和配套融资完成后公司股权结构



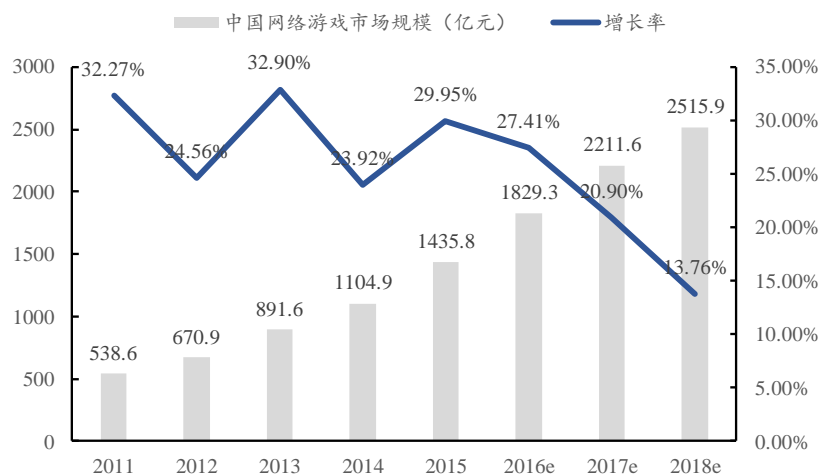
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业：游戏行业增速放缓，单机游戏洗牌加速

2.1. 人口红利下降，移动网游市场生存空间变窄

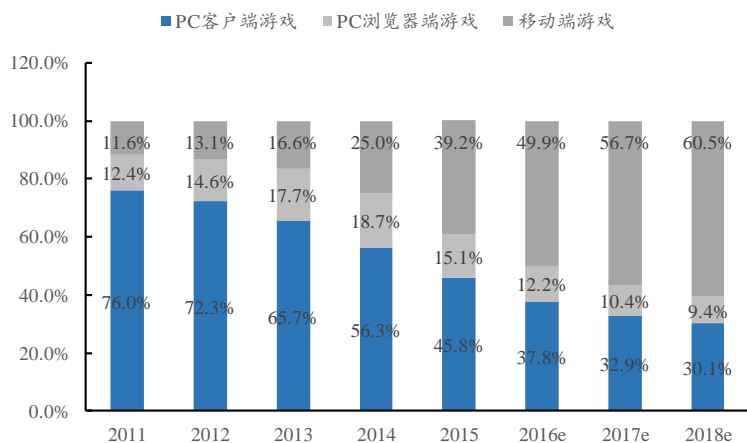
根据艾瑞咨询发布的《2016 中国移动游戏行业研究报告》，2015 年国内网络游戏市场规模达到 1436 亿元，同比增长 29.95%，整体增速呈现放缓趋势。相比之下，2015 年移动端份额增长至 39.2%，端游份额则跌落至 50% 以下。2016 年网游市场将出现拐点，移动市场份额将首次超过端游，成为最大的细分市场。

图表 8：2011-2018 年中国网络游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

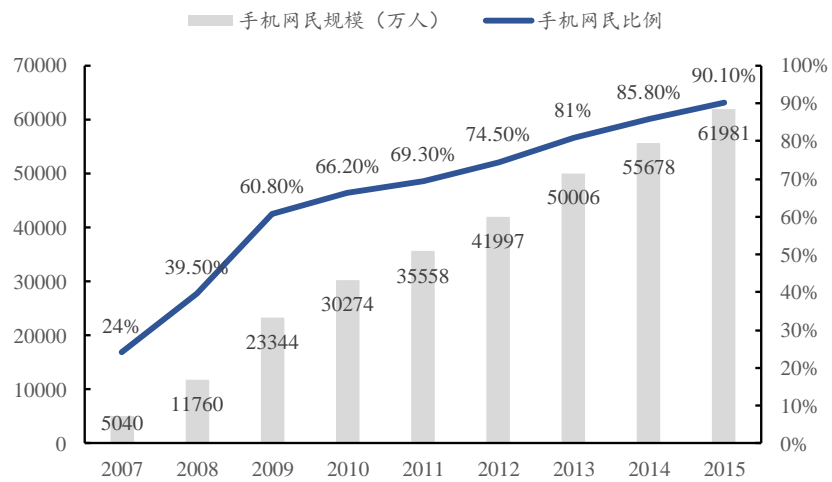
图表 9：2011-2018 年中国网络游戏产业细分



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

随着智能手机在国内的普及，手机网民占比接近天花板。中国互联网络信息中心(CNNIC)发布的《第 37 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2015 年 12 月底，中国手机网民规模达 6.20 亿，较 2014 年底增加 6303 万人。网民中使用手机上网人群占比由 2014 年的 85.8% 提升至 90.1%，移动网民规模见顶。

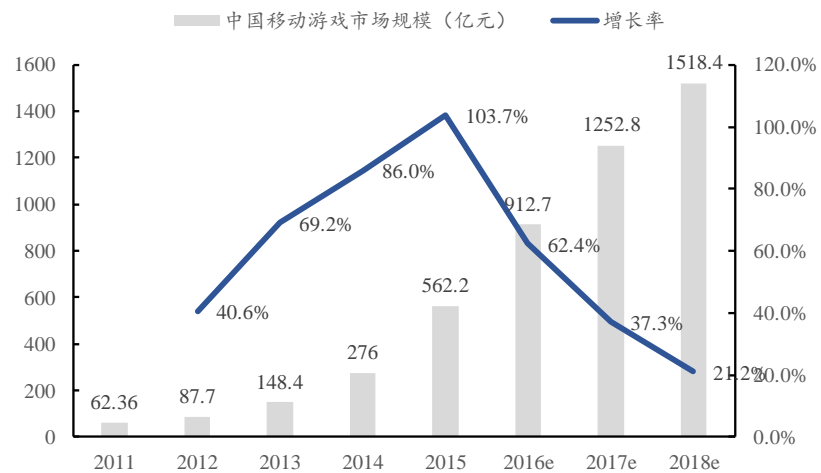
图表 10：中国手机网民规模及其占网民比例



资料来源：CNNIC，东吴证券研究所

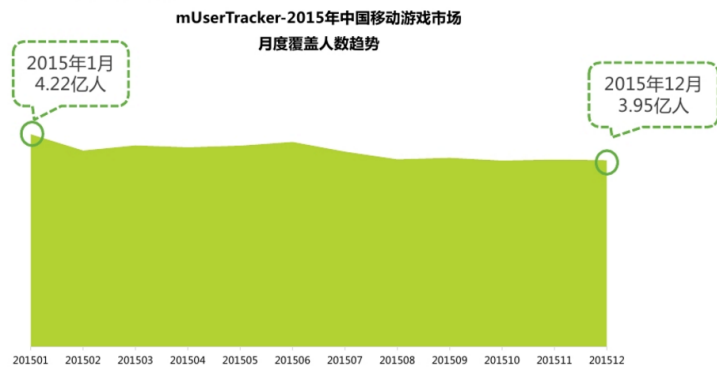
在经过 2012-2015 的持续高增长之后，人口红利被消耗殆尽，高速增长难以维持。艾瑞咨询统计，2015 年中国移动游戏月度覆盖人数由年初的 4.22 亿下降到年末的 3.95 亿人；根据《2016 年 1-6 月中国游戏产业报告》，2016 上半年中国移动游戏用户数量为 4.05 亿，同比增长仅 10%。预测 2016-2018 年中国手游市场规模增速将进入下行通道，手游竞争将进入白热化阶段。

图表 11：2011-2018 年中国移动游戏市场规模



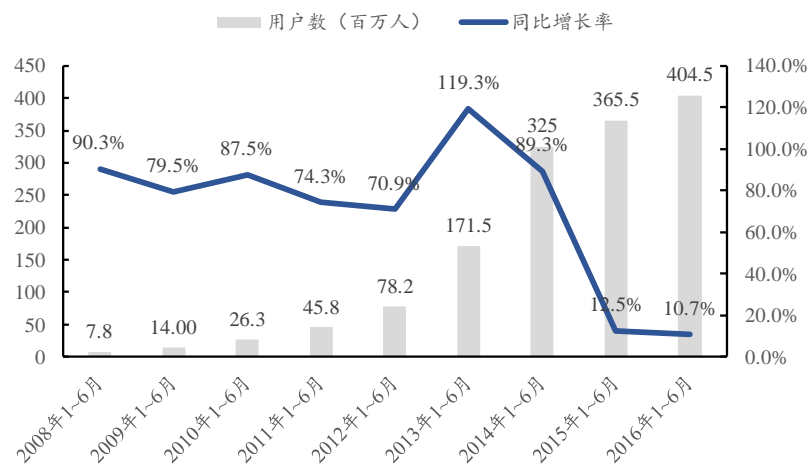
资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 12: 2015 年中国移动游戏市场月度覆盖人数趋势



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

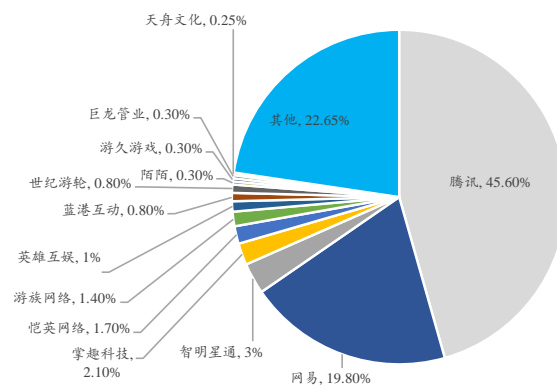
图表 13: 2016 年 1-6 月中国移动游戏用户数量



资料来源: 《2016 年 1-6 月中国游戏产业报告》, 东吴证券研究所

国内手游市场在腾讯、网易等巨头的不断渗透下, 二八分化明显。根据游戏葡萄统计, 2016 年上半年, 腾讯和网易市场份额合计占中国移动游戏市场的 65%, 移动游戏特别是移动网游市场集中度越来越高。

图表 14: 2016H1 国内移动游戏市场份额分布



资料来源: 游戏葡萄, 东吴证券研究所

2.2. 单机手游：监管调控加速洗牌进程，行业龙头有望出现

反观单机手游，单机手游在 2014 年迎来了行业井喷。根据《2014 中国手游市场发展趋势》报告显示，休闲游戏的数量迎来了爆发式的增长，从 666 款增加至 1603 款，增速高达 140.7%。然而，行业高速增长的背后，却充斥着“隐性扣费”、“一次确认”等黑色手段，单机市场中的劣币驱逐良币的现象表现的非常明显。

随着 2015 年三大运营商开始加速整改单机游戏市场，通过设置一系列支付标准来提升用户体验。运营商开始下架投诉量高的产品，并把一些高 DAU 的单机游戏投诉量少的高品质游戏放在重点推荐位。我们认为这次运营商加强管制后，强化游戏本身的体验，对整个单机市场是利大于弊的。长期以来，单机游戏的用户粘性一直很低，普遍一款单机游戏的寿命周期仅有 3 至 5 个月。未来对单机游戏 CP 的要求，除了核心玩法的创新以外，必须要加强用户经营，以提升用户粘性，增加用户留存率。如将传统单机植入用户体系，做成社交弱联网产品；

图表 15：三大运营商单机游戏接入事项

	移动	联通	电信
单机接入重要注意事项	1、计费点个数无上限，单个金额最高不超过30元，30元以上可接入自有第三方支付。 2、强制计费点只允许有1个，价格在30元以内，强制计费点设置的位置要求在闯关类的游戏需在试玩三关5分钟之后，非闯关类的游戏要求在试玩三分钟后，在申报强制计费点时需明确说明强制计费点的设置位置。 3、计费点价格以分为单位，如游戏激活点价格为6元，则填写600，同时注意激活点价格单位精确到角，不可以到分，如可以填写590（即5.9元），不可以填写599（即5.99元）。 需说明所含物品。	1、计费点个数不能超过20个，且游戏内，计费点的名称必须与平台申报时所填计费名称一致，计费点名称申报时，计费点名称不能出现"."符号，如0.1元。 2、游戏内，所有计费点都需进行平台申报，建议屏蔽游戏内没有使用短代支付的计费点，再进行提交审核。 3、申报的游戏包需上传提交至联通后台，由联通进行同步后才可获得正式计费能力，计费才能获得回调信息（技术打出的包为测试包，体现在：电信、联通收到扣费短信，但无道具到账，移动提示计费失败，均收到不到回调信息）。	1、硬计费点个数不能超过1个，金额不能超过6元。 2、软计费点个数不能超过20个，单个计费点金额不能超过20元（厂商s/a评级，游戏s/a评级，计费点金额可使用21-30元）。 3、购买按钮提示需简单明了，如点击“确定”按钮购买道具，“确定”按钮文字应明确至“购买”；

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

根据游戏工委发布的《2016 年 1-6 月中国游戏产业报告》中上半年移动游戏总收入 374.8 亿元人民币计算，2016 年我国手游市场总规模有望达到 830 亿元。我们预计 2016 年受制于版号审批以及三大运营商提高单机游戏运营门槛等政策加码的不利因素影响，结合《2014 年中国游戏市场产业报告》数据，单机游戏的市场规模将由 2014 年的 20.1% 占比下降到 2016 年的 12% 左右，但市场规模依然高达 99.6 亿元，相比于 2014 年的 55.2 亿元，年复合增长率依然保持了 34.3% 的增速。

目前我国手游市场格局已定，腾讯与网易两大巨头占到手游总市场份额的 65% 左右。但单机游戏市场极为分散，未来行业迎来大洗牌是必然趋势。我国手游市场在经历多年快速的增长后，在 2015 年以来渐渐稳定了竞争格局。2016 年上半年，腾讯手游业务市场份额超 45.6%，而网易的市场份额保守估计超 20%。但单机游戏行业受制于开发门槛低、用户粘性低、产品生命周期短等特点，行业集中度依然很低，没有一家公司能够抢占超 10% 的市场份额。我们预计随着未来单机游戏精品化以及弱联网化趋势的到来，单机游戏厂商将在研发、发行及推广等领域形成完整生态闭环，未来行业将诞生龙头企业，前十大单机游戏厂商市占率将超 50%。

3. 美生元：国内单机手游发行第一梯队

3.1. 立足单机手游发行，积极拓展游戏研发业务

美生元主营业务是移动游戏的发行与研发。其中，美生元作为母公司负责游戏发行业务，同时对接游戏内容提供商、推广渠道商及支付渠道，开展游戏研发业务。公司另有北京点我等八家子公司根据各自的业务定位与业务资质情况，对接游戏产品、推广渠道、支付通道、广告主和移动广告渠道等环节，开展移动游戏的发行业务及移动广告业务。美生元与各家子公司根据各自业务定位及业务资质，主要围绕移动游戏发行业务，与产业链上下游企业分别建立合作关系，各公司均拥有了一定数量的客户与渠道资源。

图表 16：美生元各渠道子公司业务情况一览

公司名称	业务定位	业务资质
美生元	游戏产品研发与发行业务	增值电信业务经营许可证
北京点我	游戏产品发行业务，对接游戏产品、推广渠道、支付通道	增值电信业务经营许可证；网络文化经营许可证
北京月宝盒	游戏产品发行业务，对接推广渠道、支付通道	增值电信业务经营许可证；电信与信息服务业务经营许可证
西信联创	对接游戏产品、推广渠道、支付通道	增值电信业务经营许可证
鹰潭双赢	对接游戏产品、推广渠道、支付通道	
北京掌中帛	对接游戏产品、推广渠道、支付通道	增值电信业务经营许可证
石家庄易盟	对接游戏产品、推广渠道、支付通道	增值电信业务经营许可证
星乐晨曦	对接游戏产品、推广渠道、支付通道	增值电信业务经营许可证
奇酷无限	对接支付通道	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

美生元成立于 2013 年，公司早期主要通过线下渠道从事单机手游的发行业务。在与上下游合作方面，美生元逐渐与众多游戏开发商、线下渠道商、移动增值服务提供商建立起良好的合作关系，并在此基础上建立起一套移动游戏评级与代理发行体系。在人才培养方面，美生元逐渐组建起一支有成熟发行经验的核心团队，对手游

产品的市场、玩家偏好都有着深刻的理解，对游戏市场发展有极高的判断能力。随着业务的快速增长，美生元在产品定位、引入、发行、支付渠道的 SDK 接入、运营管理、业务数据统计与分析、支付与结算管理等方面积累了丰富的经验。随着发行渠道资源的积累，公司在单机游戏领域的平台式发行能力日益凸显，成为了众多优质单机游戏 CP 的重要合作发行商。2015 年前三季度，美生元共与百余渠道商合作发行了 80 余款移动单机游戏。

推广渠道主要可以分为线上渠道和线下渠道两大类。线上渠道主要包括百度移动游戏、腾讯应用宝、360 手机助手等互联网平台公司渠道，传统的电信运营商渠道以及第三方应用商店、品牌手机的官方应用商店等。线下渠道主要包括终端厂商、刷机预装和实体门店。其中，终端厂商是指手机生产厂商，手机预装市场是手游线下渠道最为重要的一类渠道。

图表 17：游戏渠道介绍

分类	渠道介绍	
线上渠道	第三方应用商店	360 手机助手、百度移动游戏、腾讯应用宝、豌豆荚等
	终端方应用商店	苹果 App Store、小米开放平台、联想开放平台、华为开发者联盟等、Google play
	电信运营商应用商店	中国移动“和游戏开放平台”、中国联通“沃商店”、中国电信“天翼开放平台”
	超级 APP	微信、快牙
	垂直渠道	拇指玩游戏助手、PP 助手安卓开放平台等
	广告渠道	有米广告、万普世纪传媒等
线下渠道	终端厂商	TCL、波导、华为、OPPO、金立等
	刷机预装	第三方刷机预装公司
	实体门店	中国移动、迪信通、全网通手机卖场等

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

同时，美生元把握市场趋势，逐步由单一发行商向手游开发与发行商转型。公司自主研发游戏产品定位于当下受众最多的中轻度休闲单机游戏类型。公司自主研发了《开心宝贝向前冲》、《开心超人打灰机》、《猪猪侠爱射击》等精品移动单机游戏。其中《开心宝贝向前冲》获得了由移动运营商颁发的“最佳 IP 改编奖”。在单机游戏研发与发行业务取得良好发展的基础上，公司着手布局中重度手游的联合运营业务。自 2015 年 8 月起，公司与北京益游网络科技有限公司联合运营《斗破苍穹》，涉足中重度游戏发行业务领域。

图表 18: 游戏主要奖项

获奖游戏	奖项	主办单位
《开心宝贝向前冲》	最佳 IP 改编奖	国家文化部市场司、江苏省文化厅、南京市人民政府主办，中国（南京）游戏谷联合中国移动、中国电信、中国联通三大运营商承办
《猪猪侠之终极决战》	2015 年金翎奖：玩家最喜爱的移动单机游戏	汉威信恒展览有限公司和移动游戏企业家联盟（MGEA）联合主办
	2015 年金口奖	游戏日报和游品会联合举办
	2015 年金娱奖十大休闲单机手机游戏	游戏多主办，斗鱼、芒果互娱、爱奇艺协办

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

美生元主要单机游戏产品类型包括射击类、捕鱼类、跑酷类、飞行射击类、消除类等单机品种。2015 年公司单机产品付费 ARPU 值稳定在 10 至 30 元区间。其中，公司捕鱼类游戏 ARPU 值普遍接近 30 元，射击类游戏 ARPU 值相对较低。公司自 2016 年起，将大力拓展自主单机游戏的研发，公司拟在 2016 自研 9 款单机游戏。

图表 19: 自主研发产品上线时间

游戏名称（暂定）	（预计）立项时间	（预计）上线时间	游戏类别
街机捕鱼狂人	2014 年 6 月	2015 年 12 月	捕鱼类
泥球大冒险	2015 年 6 月	2016 年 3 月	休闲益智类
全面防御	2015 年 6 月	2016 年 2 月	策略塔防类
闪亮的爸爸	2015 年 11 月	2016 年 2 月	飞行射击类
开心宝贝向前冲 2	2014 年 9 月	2016 年 3 月	飞行射击类
跑酷类游戏 2	2016 年 1 月	2016 年 7 月	跑酷类
鬼吹灯（原爆魂灯）	2015 年 7 月	2016 年 6 月	动作类
塔防游戏 2	2016 年 5 月	2016 年 12 月	策略塔防类
美生元捕鱼 2D-2	2016 年 3 月	2016 年 8 月	捕鱼类
美生元捕鱼 3D-1	2016 年 1 月	2016 年 12 月	捕鱼类
竞速类游戏	2016 年 10 月	2017 年 3 月	竞速类
动作游戏 2	2017 年 1 月	2017 年 10 月	动作类
消除类游戏	2016 年 12 月	2017 年 7 月	消除类
新飞行射击游戏 2	2016 年 5 月	2017 年 1 月	飞行射击类
跑酷类游戏 3	2016 年 10 月	2017 年 5 月	跑酷类
塔防游戏 3	2017 年 2 月	2017 年 9 月	策略塔防类
新飞行射击游戏 3	2017 年 3 月	2017 年 11 月	飞行射击类
美生元捕鱼 2D-3	2017 年 3 月	2017 年 10 月	捕鱼类
美生元捕鱼 3D-2	2017 年 1 月	2017 年 12 月	捕鱼类
动作游戏 3	2018 年 2 月	2018 年 9 月	动作类

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 20: 游戏上线数量

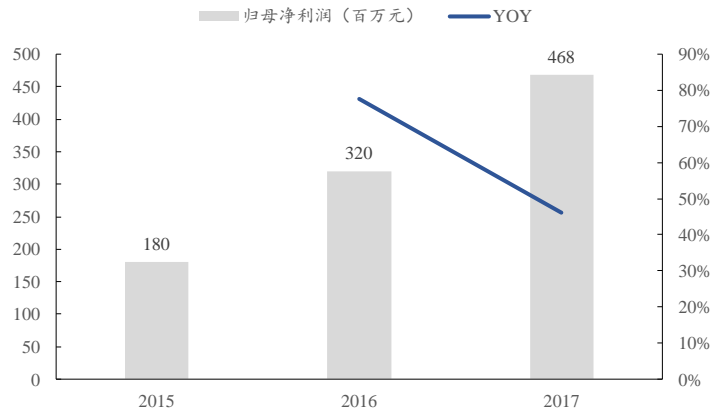
项目	2015 年 10-12 月	2015 年 10-12 月实际新增上线	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
自研游戏上线数量	1	1	9	9	7	7	7
非自研游戏上线数量	32	35	126	154	164	170	174
合计	33	36	135	163	171	177	181

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 财务数据：美生元 5-6 月完成净利润 6218 万元

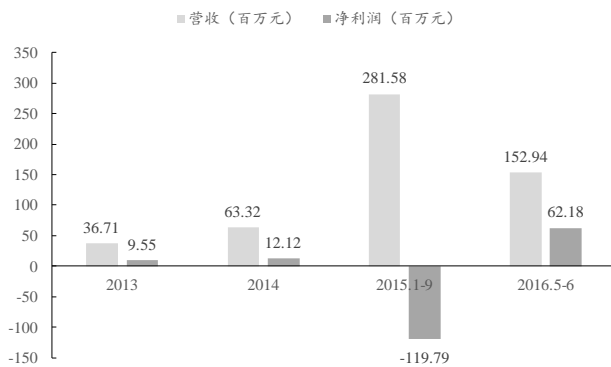
最近 3 年美生元营业收入和净利增长迅速。在创业初期通过大规模投入打开市场后，公司从 2015 年起开始利润规模增速迅猛，毛利率/净利率快速提升。美生元承诺 2015 至 2017 年实现的净利润 1.80/3.20/4.68 亿元，根据 2016 半年报披露的数据，2016 年 5-6 月美生元完成并表且实现净利润 6218 万元，全年业绩达标有望。

图表 21：美生元业绩承诺



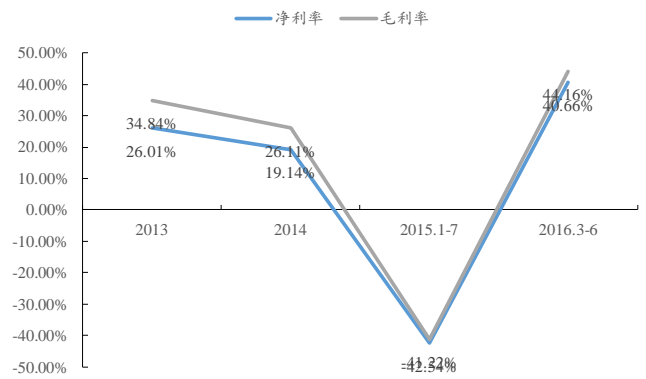
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 22：美生元近三年营收/净利



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 23：美生元盈利能力



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

自 2015 年 3 月份以来，各电信运营商逐步加强了对旗下计费代码的管理把控力度，收窄计费通道并且加强对短代支付的监控以降低投诉率，美生元单机游戏发行业务在 2015 年 4-6 月期间受到一定的影响，月度信息费及相应的收入规模有所下降。

图表 24: 美生元月度营业收入

期间	信息费(元)	营业收入(元)
2015 年 1 月	55,082,111.67	29,576,339.41
2015 年 2 月	57,880,298.87	30,808,321.59
2015 年 3 月	58,457,801.15	31,068,306.76
2015 年 4 月	47,652,006.58	25,346,398.43
2015 年 5 月	45,768,984.73	24,350,011.81
2015 年 6 月	44,827,383.00	21,511,778.00
2015 年 7 月	52,566,774.00	25,376,428.89
2015 年 8 月	56,989,228.00	27,737,337.06
2015 年 9 月	62,341,632.00	31,641,668.28

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

美生元为了应对运营商管控措施在 2015 年 7 月份开始与更多新的优质 SP 服务商建立合作关系, 增加支付结算通道的规模, 降低对单一 SP 服务商的依赖, 同时减少与电信运营商的直接合作, 从而降低整体运营风险。

图表 25: 美生元 2015 年前三季度五大客户收入

公司名称	2015 年 1-2 季度 营业收入(万元)	2015 年 3 季度 营业收入(万元)	应收账款 余额(万元)
咪咕互动娱乐有限公司	1,800.93	22.26	0.12
南京畅乐软件科技有限公司	780.61	0.73	55.90
首游天地(北京)科技有限公司	626.13	138.98	486.63
中国移动通信集团广东有限公司	539.03	80.84	1.95
上海摩派信息科技有限公司	386.72	250.01	178.06

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 设立股权投资基金, 主投文化娱乐产业

9 月 20 日, 帝龙文化发布公告, 公司拟以自有资金出资人民币 1 亿元投资设立全资子公司浙江帝龙股权投资基金管理有限公司, 以推动公司向文化娱乐产业的发展。公司对外投资设立管理公司后, 将其作为公司对文化娱乐产业投资的管理平台, 通过对文化产业基金的投资, 促进公司对文化产业项目的培育, 丰富项目来源, 也可通过股权投资、并购等方式整合符合公司战略发展的相关产业, 有利于加快实现公司的战略规划, 本次投资是公司实施发展战略的重要举措。

4. 盈利预测：

公司业务分为传统业务与游戏业务两块：传统业务受益于装饰材料行业龙头地位和精细化管理，盈利能力保持稳健增长，**预计 2016-18 传统业务贡献营收 9.8 亿/11.3 亿/12.8 亿**；游戏业务得益于美生元并表，手机单机游戏市场集中度较高，拥有强大的变现能力，有望大幅增厚公司业绩。**预计 2016-18 美生元贡献营收 7.1 亿/10.8 亿/13.5 亿元。**

按照备考业绩计算，2016-2018 帝龙文化对应净利润达到 4.3 亿/5.8 亿/6.6 亿元。

图表 26：帝龙文化业绩分拆

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入	895.44	1700.72	2214.54	2629.1
YOY	3.24%	89.93%	30.21%	18.72%
传统业务	895.44	984.7	1132.4	1279.64
YOY	3.24%	10%	15%	13%
美生元		716	1082.1	1349.5
YOY			51.13%	24.71%
毛利率	23.92%	34.22%	35.91%	35.68%
净利润	86	425	576	662
YOY	-13%	395%	36%	15%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们选取了游戏板块 36 家上市公司，根据其 Wind 一致性预期，2016 年游戏板块平均 PE 为 60 倍。

首次覆盖给予“买入”评级：考虑美生元业绩承诺，我们预计公司 2016/2017/2018 年净利润分别为 4.3/5.8/6.6 亿，摊薄 EPS 分别为 0.5/0.68/0.78 元，现价对应 2016-2018 年 30/22/20 倍 PE。参考游戏板块平均 PE，保守给予帝龙文化 40 倍估值，目标价 20 元。

图表 27：游戏板块 PE 预测（Wind 一致性预期）

序号	证券代码	证券简称	2016E	2017E	2018E
1	002348.SZ	高乐股份	127.13	110.21	113.74
2	600652.SH	游久游戏	157.08	117.91	98.36
3	300052.SZ	中青宝	120.62	105.74	82.88
4	300174.SZ	元力股份	92.67	76.78	76.97
5	300518.SZ	盛讯达	93.75	73.66	57.88
6	002558.SZ	世纪游轮	82.31	67.70	54.64
7	300533.SZ	冰川网络	77.33	64.39	54.22
8	002113.SZ	天润数娱	98.09	77.92	53.60
9	002619.SZ	巨龙管业	85.73	61.25	50.84
10	002148.SZ	北纬通信	105.65	66.02	50.16
11	002699.SZ	美盛文化	78.87	58.56	44.24
12	300418.SZ	昆仑万维	55.84	44.95	41.66
13	600576.SH	万家文化	60.89	48.24	40.95
14	600715.SH	文投控股	71.22	53.45	40.62
15	300051.SZ	三五互联	64.50	44.15	32.40
16	002261.SZ	拓维信息	49.94	40.07	32.39
17	002292.SZ	奥飞娱乐	53.29	40.35	32.36
18	002445.SZ	中南文化	47.19	37.21	31.75
19	600880.SH	博瑞传播	48.95	35.20	29.32
20	002624.SZ	完美世界	44.81	34.64	28.51
21	002502.SZ	骅威文化	39.17	30.80	25.62
22	300299.SZ	富春通信	41.33	31.54	24.83
23	300002.SZ	神州泰岳	39.16	31.44	24.74
24	002555.SZ	三七互娱	36.01	29.25	24.56
25	300148.SZ	天舟文化	41.64	29.56	24.40
26	002517.SZ	恺英网络	37.02	28.74	22.79
27	300133.SZ	华策影视	36.13	27.83	22.16
28	600633.SH	浙报传媒	27.87	24.58	20.97
29	300043.SZ	星辉娱乐	32.27	26.86	19.79
30	300027.SZ	华谊兄弟	30.98	25.07	19.77
31	002174.SZ	游族网络	35.06	25.36	18.57
32	002247.SZ	帝龙文化	37.23	23.47	18.38
33	002354.SZ	天神娱乐	32.06	23.19	18.10
34	300315.SZ	掌趣科技	29.27	22.09	17.21
35	600637.SH	东方明珠	23.64	19.32	16.87
36	600373.SH	中文传媒	22.45	18.30	15.11
平均 PE			59.92	46.55	38.37

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

帝龙文化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	876.8	1256.3	1788.4	2386.0	营业收入	895.2	1700.2	2213.9	2628.3
现金	87.9	321.3	621.4	1025.8	营业成本	681.0	1118.4	1418.9	1690.5
应收款项	173.0	326.1	424.6	504.1	营业税金及附加	5.0	8.5	11.1	13.1
存货	112.2	183.8	233.2	277.9	营业费用	39.6	47.8	58.2	65.7
其他	503.8	425.1	509.2	578.2	管理费用	96.9	146.9	170.5	208.4
非流动资产	457.0	484.1	499.7	512.3	财务费用	-2.1	-3.1	-7.1	-12.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	17.9	12.8	5.1	4.1
固定资产	324.1	358.7	380.9	399.6	其他	-5.9	11.7	11.9	12.3
无形资产	74.4	66.9	60.2	54.2	营业利润	86.8	406.3	579.2	679.3
其他	58.5	58.5	58.5	58.5	营业外净收支	11.9	22.1	24.4	19.6
资产总计	1333.8	1740.4	2288.1	2898.3	利润总额	98.7	428.4	603.6	698.9
流动负债	217.7	284.3	356.9	421.4	所得税费用	12.3	3.3	9.8	16.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.6	0.0	17.8	20.5
应付账款	158.9	245.1	311.0	370.5	归属母公司净利润	85.8	425.0	576.0	661.7
其他	58.9	39.2	45.9	50.9	EBIT	75.6	386.1	561.9	656.5
非流动负债	36.1	36.1	36.1	36.1	EBITDA	110.5	428.1	608.7	708.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	36.1	36.1	36.1	36.1	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	253.9	320.4	393.1	457.6	每股收益(元)	0.10	0.50	0.68	0.78
少数股东权益	19.7	19.7	33.9	50.3	每股净资产(元)	1.24	1.64	2.18	2.81
归属母公司股东权益	1060.2	1400.3	1861.1	2390.4	发行在外股份(百万股)	851.8	851.8	851.8	851.8
负债和股东权益总计	1333.8	1740.4	2288.1	2898.3	ROIC(%)	6.3%	30.8%	37.2%	39.0%
					ROE(%)	8.1%	30.4%	30.9%	27.7%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	23.4%	33.7%	35.4%	35.2%
经营活动现金流	134.3	374.3	472.4	594.9	EBIT Margin(%)	8.4%	22.7%	25.4%	25.0%
投资活动现金流	-77.1	-55.9	-57.1	-58.2	销售净利率(%)	9.6%	25.0%	26.0%	25.2%
筹资活动现金流	-25.5	-85.0	-115.2	-132.3	资产负债率(%)	19.0%	18.4%	17.2%	15.8%
现金净增加额	31.7	233.4	300.1	404.4	收入增长率(%)	3.2%	89.9%	30.2%	18.7%
企业自由现金流	44.5	280.8	383.0	505.8	净利润增长率(%)	-13.4%	395.4%	35.5%	14.9%

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

