



并购方案获通过，关注手游业绩迎来爆发

2017.02.24

强烈推荐

(首次覆盖)

李亚军(分析师) 肖明亮(研究助理)
电话: 020-88863187 020-88831179
邮箱: liyj@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516060001 A1310115100005

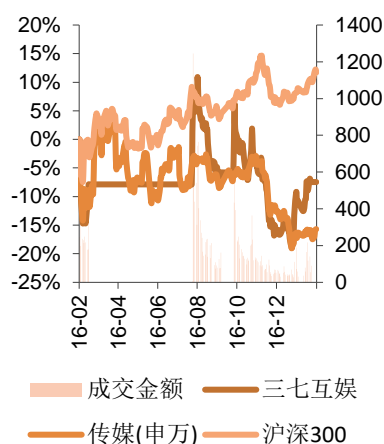
投资要点:

- **公司今年页游储备增厚，页游业务稳定增长：**国内页游市场在受到人口红利逐步减弱、行业投机风潮兴盛和手游规模迅速蚕食页游市场份额三大因素的影响后，16年页游市场规模只有234亿，同比增长较往年同比下跌2%。迎来行业格局调整，市场趋势由高增长为动力改变为推动付费率为主要增长动力。市场风向改变催生对精品化页游需求增加。公司作为页游的行业龙头，有望通过优质的产品储备推动页游付费群体增长。所以我们认为公司今年6款的主推页游有望为公司业绩带来增量增长。
- **手游《永恒纪元》荣登 app store 前三验证实力，手游业绩迎来爆发** 手游16年市场规模首超端游，为819.2亿元同比增长59.2%，剔除腾讯及网易两大“巨无霸”之后增速回落至20%左右。在“两超多强”竞争格局下公司有望通过深耕手游细分市场率先脱颖而出。公司通过页游IP优势转换，打造ARPG爆款手游《永恒纪元：戒》连续5个月月流水超亿，并有望再创佳绩。长远来看，公司积极储备游戏、动漫和影视类IP资源，为手游项目的持续开发奠定基础。我们认为，公司今年准备上线的3款手游中，《传奇》有望凭借着其IP的强导流能力和公司的雄厚研发实力成为支撑明年业绩又一力作。我们预判，公司手游在数量和质量双重爆发的情况下，手游板块业绩有望取得突破性高增长。
- **公司战略布局游戏出海，内生外延打造泛娱乐产业链：**2016年海外游戏市场规模高达690亿美元，亚洲市场占60%市场份额，海外市场是一片蓝海。2016年上半年公司海外市场收入同比增长83%，公司凭借着文化、地缘优势和强大的研运实力迅速抢占亚洲网游市场。公司有望通过发行擅长的ARPG类游戏打开全球网游市场大门。同时，在泛娱乐布局方面，公司通过参股、战略合作和投资基金等形式布局优质影视、动漫等资源，积极打造泛娱乐全产业链。
- **盈利预测与估值：**考虑墨鹍科技和智明星通的并购事件，我们预计公司2016-2018年净利润分别为10.28、17.35、21.71亿元，对应EPS分别为0.49/0.83/1.04元，对应当前股价37、22、18倍PE。给予公司2017年30倍PE，目标价24.79元/股；首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- **风险提示：**页游、手游项目推进不达预期；页游行业、手游行业增长不达预期。

现价: 18.18
目标价: 24.79
股价空间: 36%

传媒行业

股价走势



股价表现

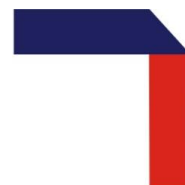
涨跌(%)	1M	3M	6M
三七互娱	3.4	-1.8	-16.6
传媒行业	1.9	-12.3	-12.9
沪深300	3.2	-1.4	4.3

基本资料

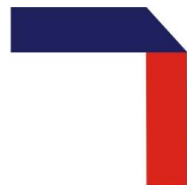
总市值(亿元)	379
总股本(亿股)	20.85
流通股比例	31.65%
资产负债率	24.24%
大股东	李卫伟
大股东持股比例	19.36%



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

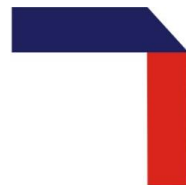


主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4656.79	6140.02	8311.75	10533.07
同比(%)	678.43%	31.85%	35.37%	26.73%
归属母公司净利润	506.02	1028.45	1735.21	2171.68
同比(%)	1224.18%	103.24%	68.72%	25.15%
毛利率(%)	59.29%	56.17%	57.37%	56.79%
ROE(%)	15.45%	24.24%	28.09%	25.04%
每股收益(元)	0.24	0.49	0.83	1.04
P/E	37.45	36.85	22.32	17.83
P/B	5.32	8.45	5.46	4.29
EV/EBITDA	55.59	28.26	16.25	12.35



目录

1.页游：页游精品化成趋势，公司有望维持业绩稳定	5
1.1 人口红利消失，页游精品化成为行业增长主要驱动力	5
1.2 研运一体，夯实行业龙头地位	6
2.手游：转型手游获得验证，手游业务将放量增长	8
2.1 消费需求个性化被重视，手游进入百家争鸣时代	8
2.2 公司精准定位手游细分市场，积极备战再下一城	9
2.3 公司积极储备 IP 资源，为泛娱乐产业链夯实基础	11
3.外延布局：拓展海外贡献增量，内生外延打造泛娱乐版图	13
3.1 游戏出海成趋势，公司战略布局海外市场	13
3.2 全方位布局产业链，打造泛娱乐版图	15
4. 盈利预测与估值	16
5. 风险提示	17



图表目录

图表 1: 2014Q1-2016Q3 中国网页游戏市场规模	5
图表 2: 网络游戏用户规模和同比	5
图表 3: 公司页游和手游的 ARPU 值和付费率	5
图表 5: 2016 年第 3 季度中国网页游戏研发厂商竞争格局	6
图表 6: 2016 年第 3 季度中国网页游戏运营平台竞争格局	6
图表 7: 游戏研发子公司情况	6
图表 8: 2016 年 1-11 月开服数量 Top10 的网页游戏平台	7
图表 9: 2016 年 1-11 月开服数量 Top10 的网页游戏	7
图表 10: 新推出页游产品	7
图表 11: 2014Q3-2016Q3 中国移动游戏市场规模	8
图表 12: 中国网络游戏细分产业占比	8
图表 13: 16Q3 国内移动游戏研发商市场份额占比	8
图表 14: 15 年国内移动游戏研发商市场份额占比	8
图表 15: 《永恒纪元: 戒》IOS 历史排名情况	9
图表 16: 《永恒纪元: 戒》港版 Googleplay 历史排名情况	9
图表 17: 《全民无双》IOS 历史排名情况	10
图表 18: 公司明年手游产品列表	10
图表 19: 《热血传奇》百度手机搜索指数趋势图	10
图表 20: 《热血传奇》手机版人群年龄分布	10
图表 21: 传奇 IP 改编的手游	11
图表 22: 与各领域公司围绕 IP 开展合作	12
图表 23: 三七互娱储备的部分精品 IP	12
图表 24: IP 资源助力精品游戏	12
图表 25: IP 为核心的泛娱乐产业链条	12
图表 26: 16 上半年有/无 IP 游戏数据对比	13
图表 27: 公司海外市场营收情况	13
图表 28: 12-16 年全球网游市场规模	14
图表 29: 12-16 年全球各地区网游市场份额	14
图表 30: 公司网游业务在亚洲各市场的情况	14
图表 31: 东南亚市场玩家付费率	14
图表 32: 16 年海外排行榜的中国游戏类型	15
图表 33: 16 年海外各国排行榜中国游戏数量	15
图表 34: 公司泛娱乐版图	15
图表 35: 公司外延领域布局	15
图表 36: 公司参与设立的文化产业基金	16

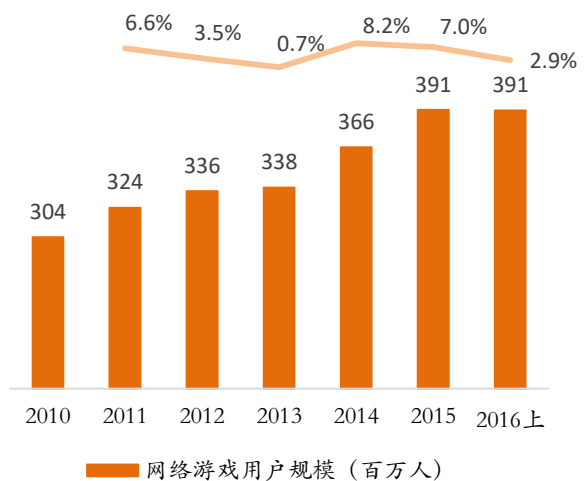
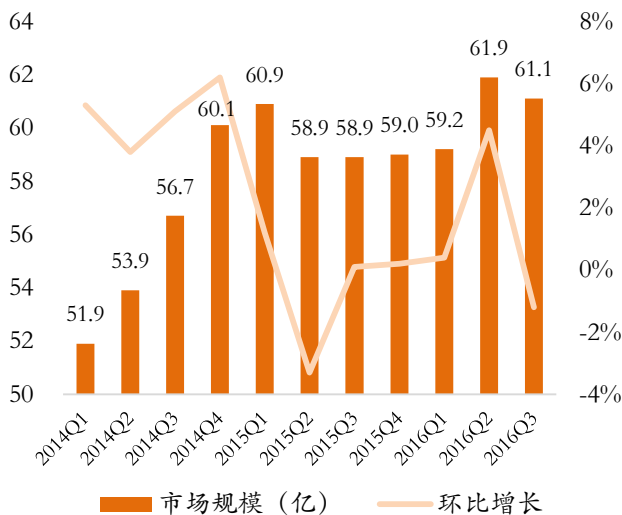
1. 页游：页游精品化成趋势，公司有望维持业绩稳定

1.1 人口红利消失，页游精品化成为行业增长主要驱动力

三大因素逐步消化页游前期的增量，精品化成为行业发展趋势：2016 年到 2018 年中国网络游戏市场规模增速将会缓慢下降，主要原因是人口红利的逐渐消失。作为网络游戏中市场份额占比最小的网页游戏前期受益于人口红利增长迅速。由于过多中小企业和厂商参与到行业竞争中来，部分企业投机性严重，短时间内出现大量抄袭产品，逐渐消耗人口红利带来的增量。行业增速从 2015 年开始停滞，劣质产品充斥市场加上游戏营销边际效应递减使得市场可增长空间有限。同时，手游市场规模的迅速扩大也冲击了页游的市场份额。我们认为，今年页游行业增长会维持在 2% 左右，虽然页游行业增长趋缓，与此同时，随着行业格局的调整，竞争减少并形成强者愈强的格局。众多页游厂商表示，虽然行业收到三大因素的冲击，但是页游有稳定且具有付费能力的玩家群体，所以行业未来的增长趋势在于提高玩家的付费率，这意味着随着游戏用户越来越难以获取，页游市场对产品精品化的需求越来越高。

图表 1：2014Q1-2016Q3 中国网页游戏市场规模

图表 2：网络游戏用户规模和同比



资料来源：Analysys 易观、广证恒生

资料来源：wind、广证恒生

精品化保证产品持续获取用户的能力，付费率提高有助于提高市场规模：虽然页游用户付费率比手游低一倍，但是页游用户的ARPU值比手游高出三倍以上。这说明了，页游的用户更有付费意愿和更多的支付能力。相较香港、台湾等地15%的付费率，国内页游的付费率仍然有很大的增长空间，页游的未来发展在于提高游戏质量从而提升用户的付费率。假设国内付费率与香港市场持平15%，页游的市场规模将高达307亿，比现在页游市场规模增长26%。所以我们认为，未来页游市场的增长主要是依靠优质产品来提高用户付费率。

图表 3：公司页游和手游的 ARPU 值和付费率

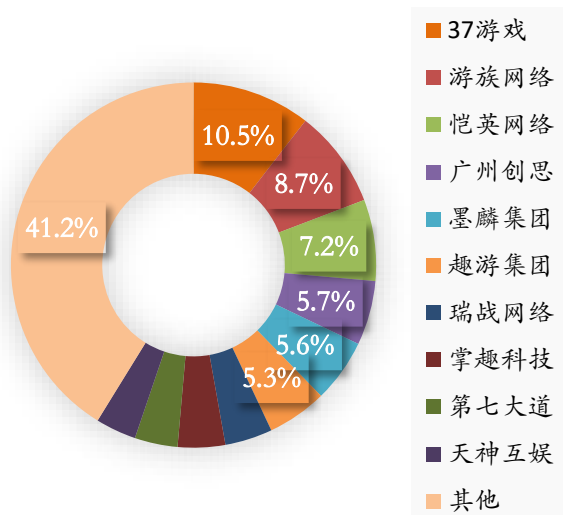
游戏类型	ARPU 值	付费率
页游	500-600	5%
手游	100-200	10%

资料来源：互联网资料，广州恒生

页游行业集中度提高，研运一体的龙头更具有竞争优势：经历一轮行业大洗牌之后，页游市场在研

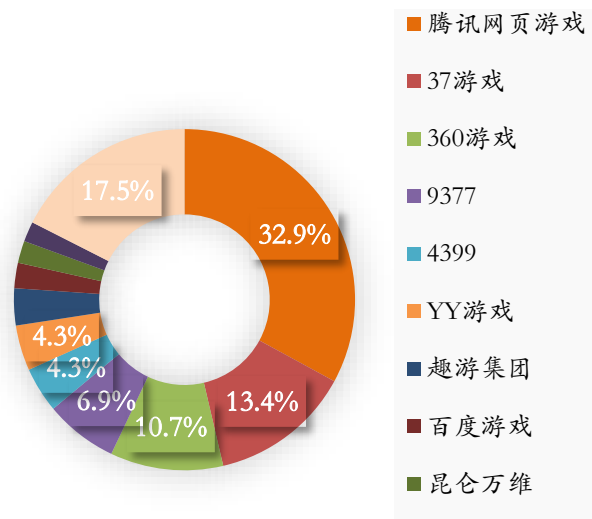
发端和运营端集中度逐渐提高。在研发端，排名前6的厂商占据43%的市场份额，在运营端，腾讯和三七互娱市场份额占比 46.3%。运营端由于掌握着大量的分发渠道，所以在产业链中更具有话语权。拥有研发优势和运营优势的公司有望迅速抢占市场份额，奠定行业龙头地位。

图表 4：2016 年第 3 季度中国网页游戏研发厂商竞争格局



资料来源：Analysys 易观、广证恒生

图表 5：2016 年第 3 季度中国网页游戏运营平台竞争格局



资料来源：Analysys 易观、广证恒生

1.2 研运一体，夯实行业龙头地位

自有研发团队实力雄厚，为产品精品化保驾护航：子公司拥有很强的手游、页游研发能力和有经验的研发团队。公司自研自发的《大天使之剑》和《传奇霸业》两款页游自面世以来一直占据页游开服数量榜的前五，《传奇霸业》在上线后三个月流水破3亿，《大天使之剑》上线2个月流水破3亿。公司运营的37游戏平台在16年11个月的总开服数排名第一，证明了公司强大的页游运营实力，我们认为公司研运一体化有利于夯实公司在页游市场的龙头地位。

明年公司将推出8款页游产品，其中由三七独家代理的《少年群侠传》有望接替《大天使之剑》成为明年页游的又一力作。《少年群侠传》的研发团队创娱网络曾成功研发同是ARPG类型的《剑雨江湖》，获得月流水破2亿的佳绩。自研自发的《传奇》有望延续《传奇霸业》的佳绩为公司营收做出贡献。我们认为，随着页游市场格局重塑的完成，拥有优秀研运能力的公司能够率先享受供给侧改革带来的红利。

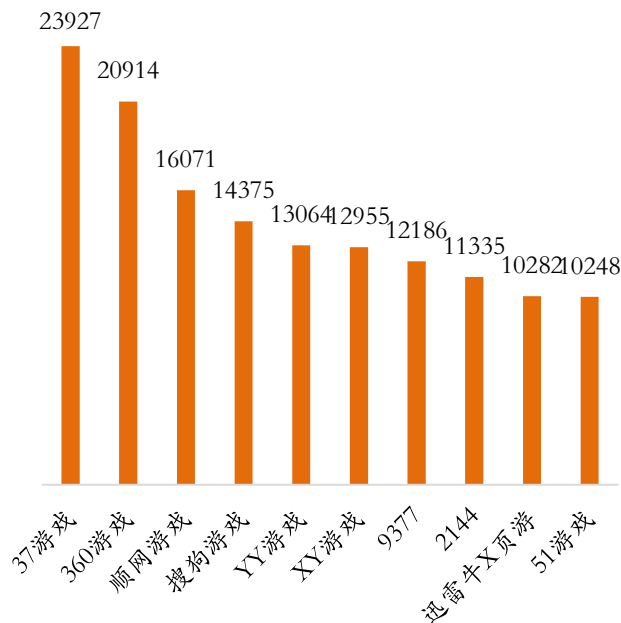
图表 6：游戏研发子公司情况

公司名称	成立时间	公司类型	研发团队	作品	上市公司占比
尚趣玩网络	2012	页游	管理人员均来自国内各大游戏及相关互联网公司，具有互联网、游戏产业丰富的人脉关系	《龙将》、《帝国文明》	100%

墨鵬科技	2013	页游 手游	推出了 3D 动作手游巨作《全民无双》，上线当月即持续稳定在畅销榜前十的位置；推出 3D 页游《决战武林》，游戏画质比肩优秀 3D 端游。	《决战武林》、 《全民无双》	31.57%
火山湖网络	2013	手游	由具有丰富游戏开发运营和团队建设经验的知名游戏制作人王自强带队，是 37 游戏旗下专注于移动游戏研发团队	《热血高校》	100%
龙掌网络	2015	页游 手游	制作人曾是《火影 OL》主策，团队研发人员担任过《部落守卫战》、《名将三国》、《街机三国》核心研发人员	《英灵召唤师》	20%
无极娱乐（韩国）	-	端游	通过无极娱乐间接参股韩国 EST soft 和日本 Breave，韩国 EST soft 是著名端游《惊天动地》的开发商	《惊天动地》	58.8%

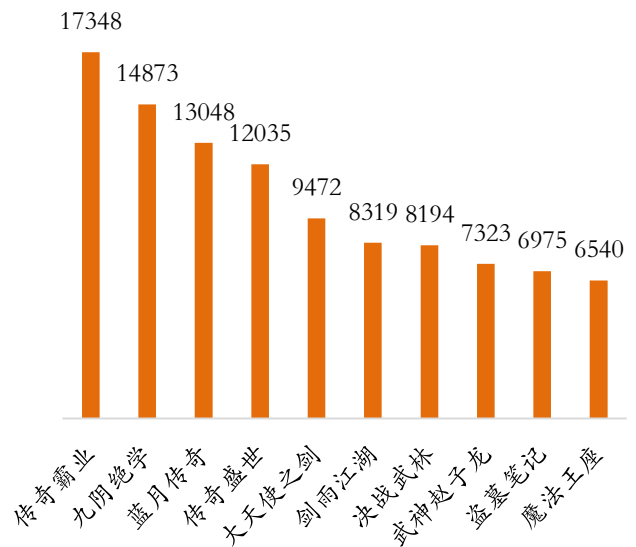
资料来源：互联网资料、公司公告、广证恒生

图表 7: 2016 年 1-11 月开服数量 Top10 的网页游戏平台



资料来源：9k9k、广证恒生

图表 8: 2016 年 1-11 月开服数量 Top10 的网页游戏



资料来源：9k9k、广证恒生

图表 9: 新推出页游产品

游戏名称	上市日期	研发	发行	运营
少年群侠传	2016 年 11 月	创娱网络	三七互娱	三七互娱
西游降魔	2017 年 1 月	三七互娱	三七互娱	三七互娱
传奇	2017 年 3 月	三七互娱	三七互娱	三七互娱
海贼王	2017 年 7 月（暑期档）	三七互娱	三七互娱	三七互娱
天堂 2	2017 年 7 月	三七互娱	三七互娱	三七互娱
奇迹	2017 年 10 月	三七互娱	三七互娱	三七互娱
《老九门》、《特		三七互娱	三七互娱	三七互娱

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

工王妃楚乔传》				
---------	--	--	--	--

资料来源：互联网资料，广州恒生

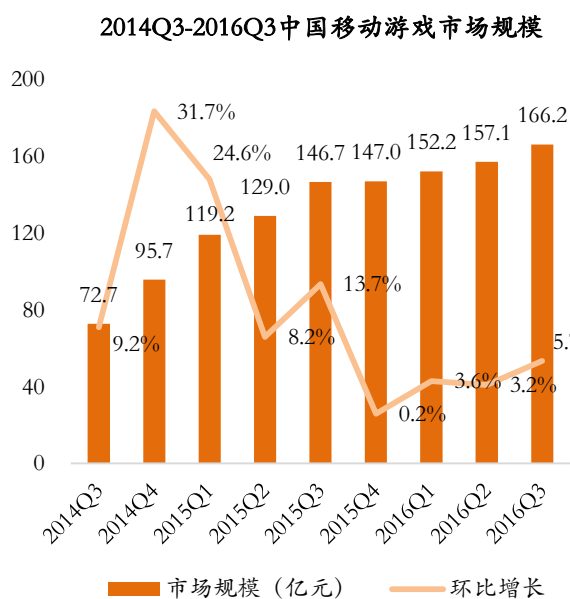
2. 手游：转型手游获得验证，手游业务将放量增长

2.1 消费需求个性化被重视，手游进入百家争鸣时代

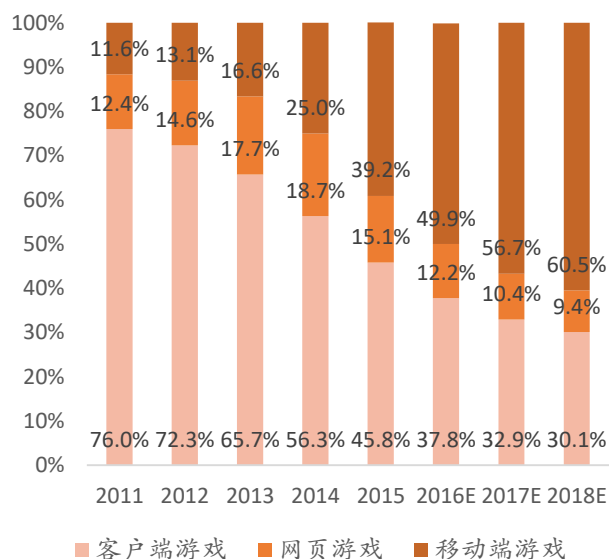
两超多强的局面正在形成，未来将有三种公司成为强者：2016 年移动游戏市场份额占比 59.2%，已超过客户端游戏。移动游戏市场份额的快速增长主要是由于移动网络传输速度加快和智能手机的快速普及。网易和腾讯一直是手游市场上的“巨无霸”，共拥有 50%左右的市占率。从 2015 年和 2016 年三季度的数据相比较，可以看出两家市占率在节节攀升，呈现出强者恒强的格局。同时，在 2015 和 2016 年发展势头强劲的西山居（武侠类游戏）和乐元素（休闲类游戏）通过深耕细分领域从行业巨头中分得一杯羹。其次，智明星通通过利用在策略类游戏研发的优势把产品征战海外市场来获得市场份额。

我们认为，除了腾讯和网易，未来有三种公司能够获得：**1.通过产品出口征服海外市场的公司**，例如：智明星通，2015 年位列 App Annie 全球 52 大发行商排行榜第 16 位；**2.通过产品进口补给市场类型不足的公司**，例如：乐逗；**3.深耕细分领域的公司**，例如：西山居（深耕武侠 25 年）；乐元素（深耕休闲类游戏）；三七互娱（深耕页游 IP 手游化）。

图表 10：2014Q3-2016Q3 中国移动游戏市场规模



图表 11：中国网络游戏细分产业占比



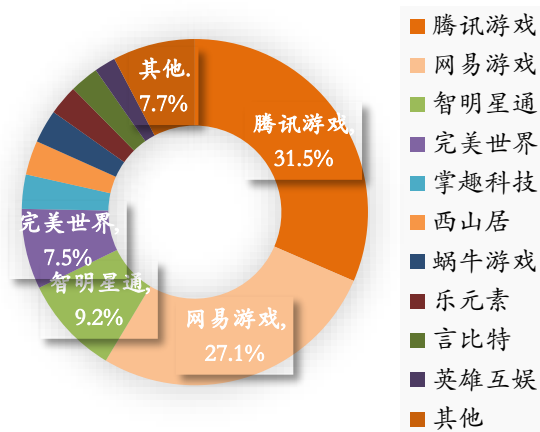
资料来源：Analysys 易观、广证恒生

资料来源：Analysys 易观、广证恒生

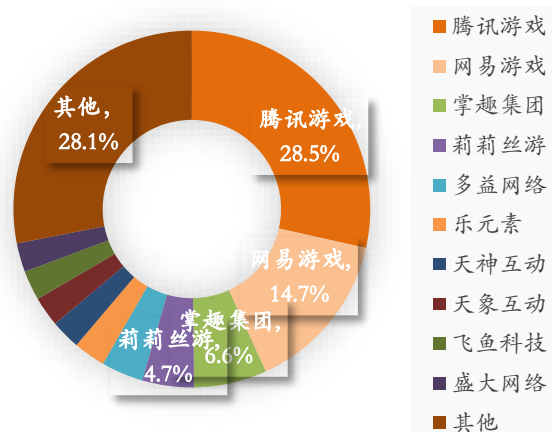
图表 12：16Q3 国内移动游戏研发商市场份额占比

图表 13：15 年国内移动游戏研发商市场份额占比

2016年第3季度中国移动游戏研发商市场竞争格局



2015年国内移动游戏研发商市场份额占比



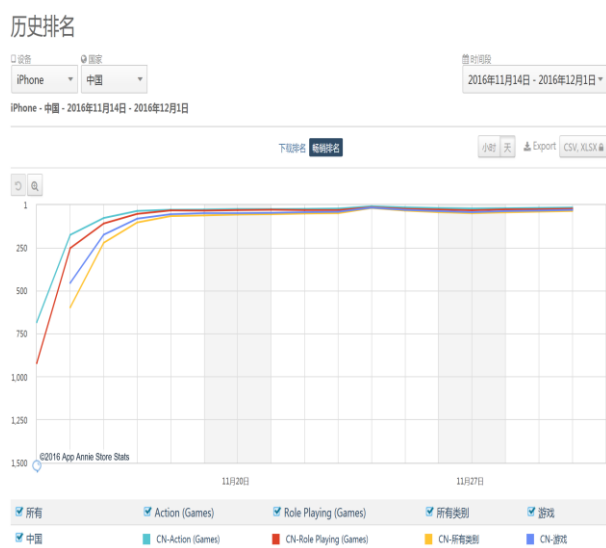
资料来源：易观、广证恒生

资料来源：mGameTracker、广证恒生

2.2 公司精准定位手游细分市场，积极备战再下一城

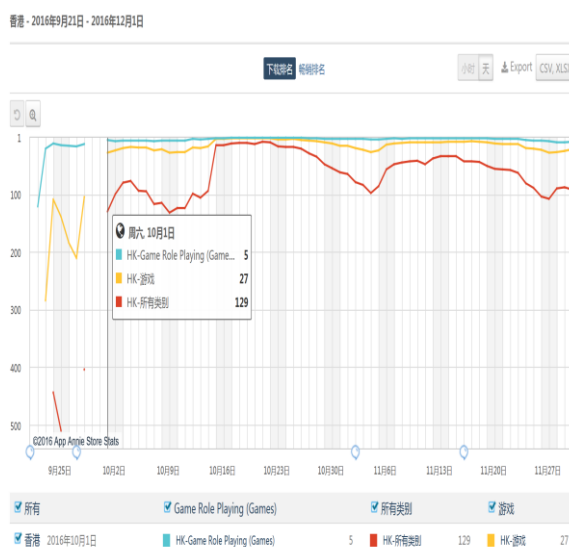
优异的研发能力和强大的发行能力为公司进入“两超多强”竞争格局奠定基础：公司团队研发的 ARPG 手游《永恒纪元》沿袭了《大天使之剑》的玩法，精准定位页游 IP 手游细分市场，在无 IP 支撑的情况下，开创了 5 天流水破千万，连续 5 个月月流水破 2 亿。同时，在东南亚市场都获得巨大的成功，香港市场上线后第八天就高居 GooglePlay 排行榜前 5，流水已高达 7000 万。《永恒纪元》成功不仅证明了公司拥有优秀的游戏研发能力，而且还证明公司在手游市场上拥有强大的发行能力。公司另一参股公司墨鹍科技研发的《全民无双》一度高居 IOS 排行榜前十，维持前 50 名达 5 个月之久。子公司的优秀的研发能力为公司产品精品化奠定基础。

图表 14:《永恒纪元》IOS 历史排名情况

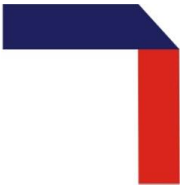


资料来源：Appannie、广证恒生

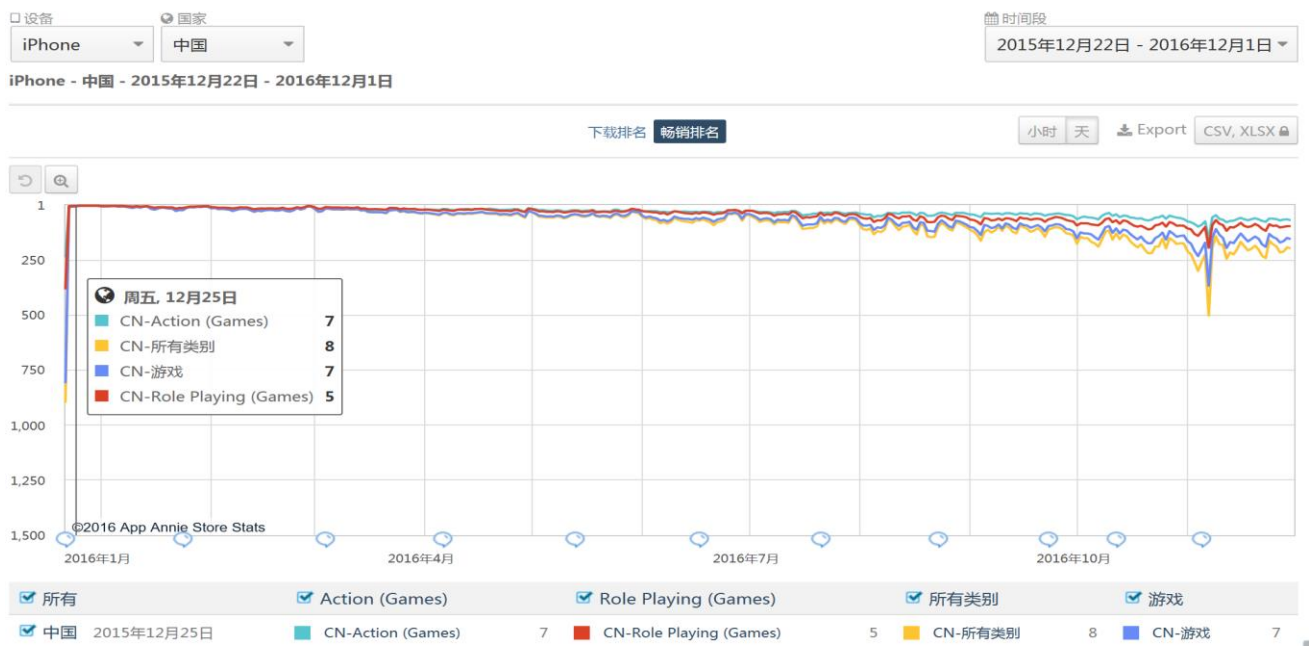
图表 15:《永恒纪元》港版 Googleplay 历史排名



资料来源：Appannie、广证恒生



图表 16:《全民无双》IOS 历史排名情况



资料来源: Appannie、广证恒生

传奇 IP 强大粉丝群体加上公司雄厚研发实力,《传奇》手游有望成为明年爆款: 为将于明年上线的手游《传奇》是属于传奇 IP 的手游产品,具有自导流水的优势。盛大网络 15 年 9 月上线的传奇 IP 改编的《热血传奇手机版》最高日流水 4600 万,月流水高达 6-7 亿,不仅覆盖 70-80 年的玩家,而且也有大量 90-00 后玩家。我们认为,凭借着传奇 IP 广泛的知名度和众多的粉丝群体,加上公司强大的研发实力和发行能力,公司明年上线《传奇》手游将有望成为公司又一力作,延续《永恒纪元:戒》的辉煌成绩,为公司明年营收作出贡献。同时,公司明年将有 5 款自研手游上线,将为公司业绩带来增量贡献。

图表 17: 公司明年手游产品列表

游戏名称	上市日期	研发	发行	运营	IP
《永恒纪元》	2016 年 7 月	三七互娱	三七互娱	三七互娱	
射击类手游	2017 年 3-4 月	墨鹍科技	腾讯		
《传奇》	2017 年 5 月	三七互娱	腾讯		盛大《传奇》
《奇迹》	2017 年 9 月底	三七互娱	三七互娱	三七互娱	
《择天记》	2017 年 6 月	墨鹍科技	腾讯		电视剧《择天记》

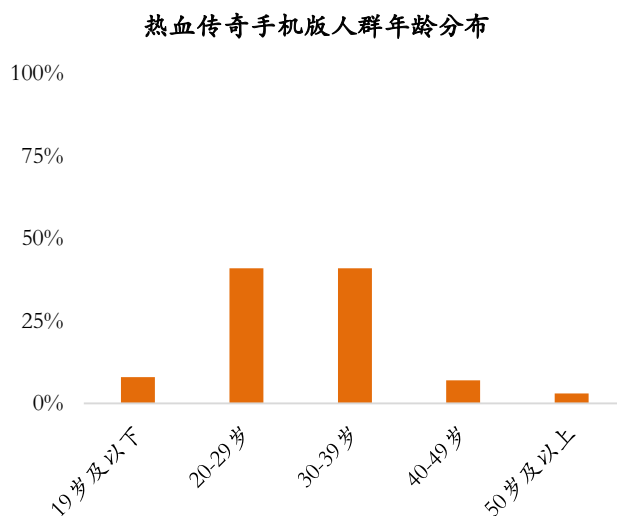
资料来源: 互联网资料, 广州恒生

图表 18:《热血传奇》百度手机搜索指数趋势图

图表 19:《热血传奇》手机版人群年龄分布



资料来源：百度数据、广证恒生



资料来源：百度数据、广证恒生

图表 20: 传奇 IP 改编的手游



资料来源：互联网资料、广证恒生

2.3 公司积极储备 IP 资源，为泛娱乐产业链夯实基础

公司拥有大量精品动漫、影视和游戏 IP 储备，为公司开拓手游市场打下坚实基础：公司围绕 IP 打造精品游戏，储备了海量优质 IP 资源。除了直接购买 IP 外，还与影视、动漫等其他领域的龙头企业达成战略合作关系，围绕 IP 展开更多合作。公司现有 16 个包含影视、游戏、文学和动漫类 IP 项目，随着与各个领域的优质 IP 企业联合，公司将会拥有更多的精品 IP 资源。并在原有游戏的坚固基石之上，外延泛娱乐产业上游的内容端和中游的放大端，纵向打通了产业链条，为进一步开拓泛娱乐版图打下坚实基础。

公司在影视、动漫、文学等领域储备的海量 IP 将为公司打造精品 IP 游戏提供丰富的内容支持和原始粉丝流量资源，提高精品游戏的输出能力，助力游戏主营业务的发展。根据 2016 年上半年的游戏市场统计，IP 游戏比非 IP 游戏平均市场热度高了 2.6 倍以上，《花千骨》、《苍穹变》等手游月流水均破亿，《莽荒纪》、《傲视九重天》等页游月流水也高达 3000 万。我们认为，公司在 IP 资源的战略性布局有利于进一步提高手游的变现能力，为公司未来业绩增长提供保障。

图表 21：与各领域公司围绕 IP 开展合作



资料来源：公司公告、广证恒生

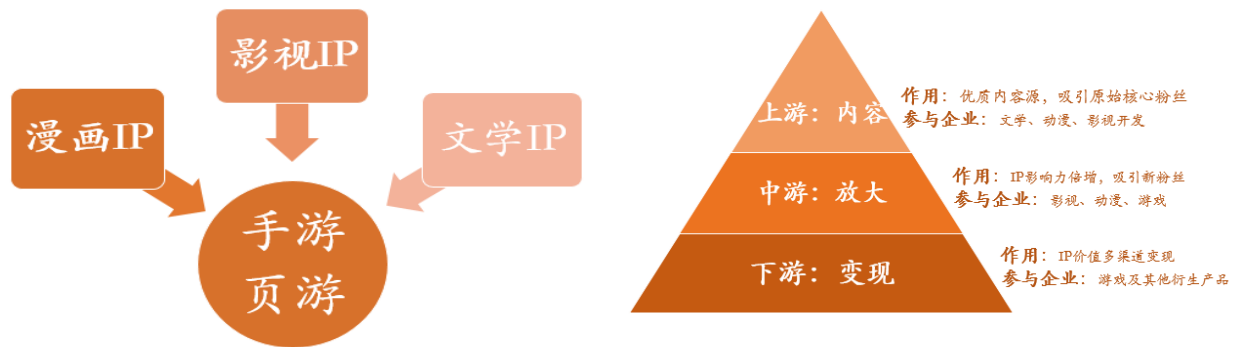
图表 22：三七互娱储备的部分精品 IP

类型	IP 名称
游戏 IP	《传奇》、《热血高校》、《天堂 2》、《轩辕剑之天之痕》、《奇迹 MU》
影视 IP	《琅琊榜》、《武神赵子龙》、《天将雄师》、《西游记之三打白骨精》
文学 IP	《傲世九重天》、《天启之门》、《狂仙》
动漫 IP	《樱桃小丸子》、《航海王》、《奥特曼》、《魁拔》

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 23：IP 资源助力精品游戏

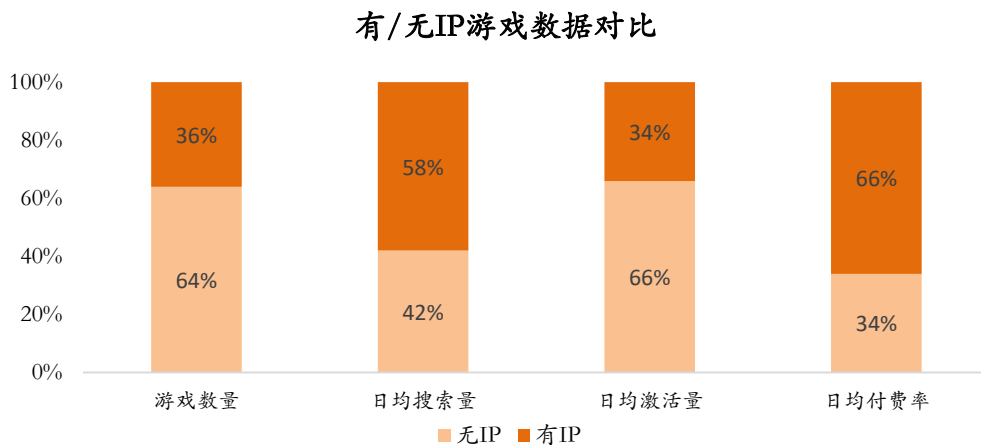
图表 24：IP 为核心的泛娱乐产业链条



资料来源：广证恒生

资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表 25：16 上半年有/无 IP 游戏数据对比



资料来源：公司公告、广证恒生

3.外延布局：拓展海外贡献增量，内生外延打造泛娱乐版图

3.1 游戏出海成趋势，公司战略布局海外市场

公司海外市场营收大幅增长，有望成为公司业绩新增长点：16 年上半年，公司海外网游营业收入达到 2.87 亿元，同比增长 83%，占总营收比重的 11.8%，公司将进一步发挥海外市场的先发优势，依靠先进的游戏研发能力和本地化能力，扩大海外游戏规模，实现海内外业务齐头并进。

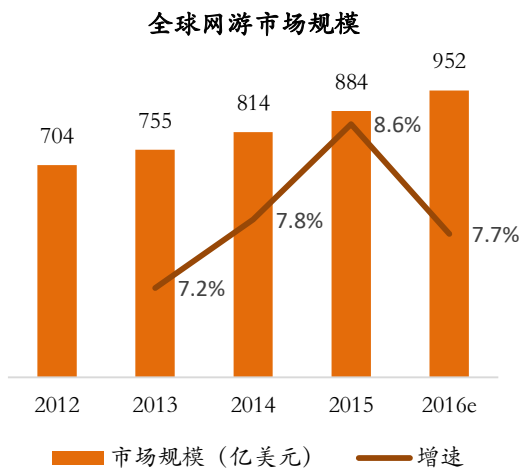
图表 26：公司海外市场营收情况

项目	2016 年上半年	2015 年
营业收入（亿元）	2.87	3.56
营业收入同比	83%	1025%
占总营收比重	11.8%	7.64%
毛利率	55.97	25.26%
毛利率同比	-0.16%	-36%

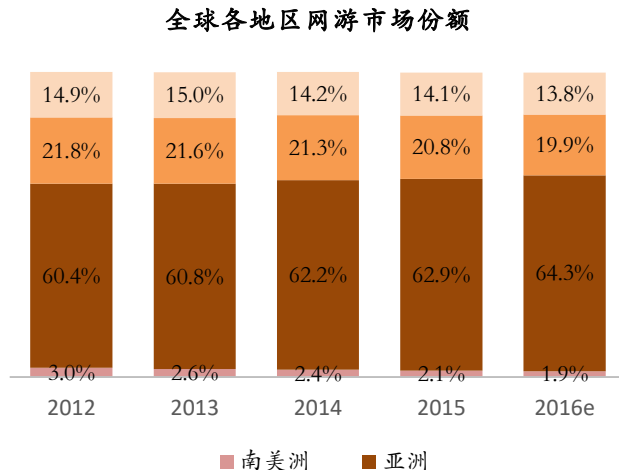
资料来源：公司公告、广证恒生

亚洲市场在全球网游市场占比最大，公司积极布局具有文化和地域优势：从2013年开始，全球网游市场规模保持7%以上的增长率，16年有望达到952亿美元，而亚洲市场持续保持60%以上市占率，是世界网游最大的市场。依托地缘优势，公司在东南亚、日本、韩国、港澳台等地区积极布局，积累了大量渠道和用户，拥有丰富的市场资源。同时，在公司覆盖的亚洲市场中，由于玩家有付费习惯，所以普遍有较高的付费率，优质的市场为公司在海外地区的开拓注入强劲动力。

图表 27: 12-16 年全球网游市场规模



图表 28: 12-16 年全球各地区网游市场份额



资料来源：中国产业信息、广证恒生

资料来源：Digi-Capital、广证恒生

图表 29: 公司网游业务在亚洲各市场的情况

地区	市场情况
东南亚	拥有泰国的 GMTHAI 平台、东南亚的 Ujoy 平台；成功发行《六龙御天》中、泰、英等不同版本手游，在马来西亚上线 20 天就占据马 IOS 畅销榜首，并持续 4 个月。
日本	通过无极娱乐间接控股 Breave, Breave 主要负责日本市场的网游和手游业务运营；联合收购日本知名游戏公司 SNKP81.25% 股权，计划引进《拳皇》、《侍魂》、《合金弹头》等知名 IP 海外定制游戏，全球发行。
韩国	拥有 PUPUGAME 平台；通过无极娱乐间接参股韩国上市公司 EST soft Corp., EST soft 是著名端游《惊天动地》的开发商，同时它的杀毒软件在韩国市场占有率达到 94%，并拥有搜索引擎。
港澳台	连续成功发行《暗黑黎明》、《仙剑奇侠传》、《拳皇 97》等多款手游。

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 30: 东南亚市场玩家付费率

国家	印尼	泰国	越南	菲律宾	新加坡
付费率	49%	49%	48%	38%	29%

资料来源：互联网、广证恒生

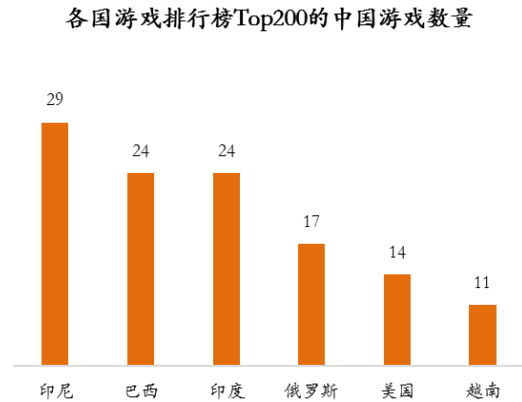
公司擅长的角色扮演类游戏的玩家范围覆盖全球，为公司未来发展全球市场奠定基础：在游戏类型方面，2016 年入围海外游戏排行榜 Top1000 的中国游戏类型中排名前三的分别为动作类游戏、街机游戏和策略游戏，而在引进中国游戏数量最多的印尼（东南亚地区），玩家偏好角色扮演和策略类游戏，巴西玩家偏爱角色扮演游戏。我们认为，公司在国内角色扮演和策略类游戏中沉淀了深厚的研发经验，对海外市场的竞争具有协同作用。

图表 31: 16 年海外排行榜的中国游戏类型



资料来源: 猎豹智库、广证恒生

图表 32: 16 年海外各国排行榜中国游戏数量



资料来源: 猎豹智库、广证恒生

3.2 全方位布局产业链，打造泛娱乐版图

公司积极进行内生外延布局，打造以 IP 为核心的泛娱乐产业链：内生方面，海内外网页和移动游戏研发运营相互支持；外延方面，公司在影视制作、动漫开发、视频直播、VR、文学等领域积极布局。

图表 33: 公司泛娱乐版图



资料来源: 公司公告、广证恒生

公司以设立投资基金、参股和战略合作的方式对泛娱乐产业链进行布局，为公司未来的外延战略布局寻找优质资源：从 2015 年 11 月到 2017 年 1 月，公司共参与设立 5 个文化产业股权投资相关的基金，出资总金额 4.3 亿元，投资方向涉及影视、网络文化、互联网新媒体等内容和渠道端，外延步伐稳健，泛娱乐版图持续壮大。在 17 年 1 月，公司利用自有资金 1 亿认购心动网络 2.4% 股权，加强与心动网络的合作，战略联合更多的优质页游和手游研发商。

图表 34: 公司外延领域布局

外延领域	参股或合作公司	情况
影视	芒果传媒	2 亿定增引入芒果传媒并签署合作战略协议，出资成立芒果文创基金和芒



		果互娱，背靠湖南广电超强内容生产能力、政策信息把握能力和营销渠道，具有资源优势。
	星皓影业	星皓影业将三七互娱作为电影投资的优先合作方，双方就影视改编游戏、游戏改编影视开展合作。星皓影业制作发行过《西游记之三打白骨精》、《大闹天宫》等电影。
	中汇影视	公司认购中汇影视 3 亿元定增股票并派一名董事。中汇影视曾制作电视剧《深圳合租记》，与光线合作《嫌疑人 X 的献身》，与万达合作《快把我带走》，与阿里合作《谜案集》等电影。
动漫	奥飞娱乐	2 亿定增引入奥飞娱乐并签署股权投资方面合作协议。奥飞娱乐在动画设计、漫画制作、动漫 IP 储备有很强竞争力，旗下“有妖气”是国内著名动漫原创网站
	梦文化	通过中汇影视拥有梦文化 25% 股权，旗下“漫漫”App 注入 180 余位漫画师，合作作品 400 多部。
VR 游戏	Archiact	拥有 Archiact 的 10% 股权。Archiact 旗下拥有全球唯一一款支持所有移动 VR 平台的游戏 Lamper VR，团队与 Oculus、谷歌的 VR 研发团队关系密切。
	天舍	拥有天舍 15% 股权，天舍主营 VR 游戏开发、VR 社区运营，游戏产品有《VR 沙漠过山车》、《会哭的娃娃》等
文学	中汇影视	中汇影视具有《神游》、《天王》等 50 多部知名 IP
直播	听听直播	拥有 37 听听直播平台

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 35：公司参与设立的文化产业基金

基金名称	首期募集	公司出资	投资方向
中文安赐	3 亿	5000 万	文化创意、TMT 及相关产业。
芒果文创	30 亿	2.4 亿	互联网新媒体、网络文化、电影、电视剧、音乐等
芒果视频孵化基金	1.3 亿	4000 万	视频内容生产储备资源，依托芒果生态圈，建立全新的垂直领域孵化模式。
广州好家伙一期传媒合伙企业	2501 万	500 万	好家伙一期传媒基金主要投资于好家伙传媒推荐的网络大电影项目
文化产业	5 亿	1 亿	包括但不限于电影、电视剧、网剧及大文化产业

资料来源：公司公告、广证恒生

4. 盈利预测与估值

总结我们的投资逻辑如下：

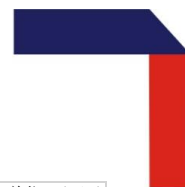
- ① **页游精品化的趋势下，项目储备丰富确立先发优势：**前期页游行业洗牌带来的格局重塑，造成市场上缺少研发实力强、项目储备丰富的页游公司。作为页游研发龙头企业，公司已经储备了 6 个精品页游项目明年上线，我们认为，鉴于公司研运一体的实力和之前研发运营多款爆款产品的丰富经验；明年页游业务营收有望大幅增长。
- ② **成功转型手游，多款项目超预期放量贡献业绩：**手游市场进入“两超多强”的竞争局面，随着行业继续保持 60% 的高增速，优质的手游公司有望共同分享高增速带来的红利。今年公司利用《永

恒纪元》这款连续 6 个月流水过亿爆款手游，近期月流水近 3 亿元，证明自己的研发实力。同时，公司下半年手游储备 3 款有 IP 手游，利用影游联动、优质 IP 导流的形式有望为公司带来增量业绩。

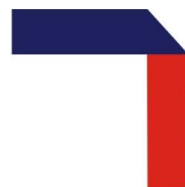
考虑墨鹍科技和智铭科技的并购事件，我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 10.28、17.35、21.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.49/0.83/1.04 元，对应当前股价 37、22、18 倍 PE。给予公司 2017 年 30 倍 PE，对应股价 24.79 元/股，我们首次覆盖，给予强烈推荐评级。

5. 风险提示

- (1) 手游、页游项目推进不达预期；
- (2) 收购项目不达预期；
- (3) 页游行业、手游行业增长不达预期。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2121	3022	7903	10178	营业收入	4657	6140	8312	10533
现金	1110	2163	6890	9112	营业成本	1896	2691	3543	4551
应收账款	467	254	321	347	营业税金及附加	42	59	83	102
其它应收款	59	300	320	335	营业费用	1459	1689	2078	2633
预付账款	220	128	166	171	管理费用	422	491	682	864
存货	68	58	61	62	财务费用	-14	-23	-67	-118
其他	198	118	144	149	资产减值损失	48	12	20	20
非流动资产	2502	2675	2690	2663	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	170	40	60	80	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	311	276	245	208	营业利润	809	1226	1978	2486
无形资产	51	54	58	40	营业外收入	127	20	22	26
其他	1970	2305	2328	2335	营业外支出	3	6	8	8
资产总计	4623	5697	10593	12840	利润总额	933	1240	1992	2504
流动负债	906	510	658	689	所得税	11	66	63	81
短期借款	31	10	12	15	净利润	922	1174	1929	2423
应付账款	603	341	438	461	少数股东损益	416	145	194	252
其他	272	159	208	213	归属母公司净利润	506	1028	1735	2172
非流动负债	6	400	2325	2325	EBITDA	1040	1275	1991	2460
长期借款	0	0	20	20	EPS (摊薄)	0.24	0.49	0.83	1.04
其他	6	400	2305	2305					
负债合计	912	910	2983	3014	主要财务比率				
少数股东权益	148	293	487	738	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	1042	2085	2130	2130	成长能力				
资本公积	1976	933	2040	2040	营业收入增长率	678.4%	31.9%	35.4%	26.7%
留存收益	541	1465	2923	4858	营业利润增长率	1304.1%	51.6%	61.3%	25.7%
归属母公司股东权益	3559	4483	7093	9028	归属于母公司净利润增长率	1224.2%	103.2%	68.7%	25.2%
负债和股东权益	4623	5687	10563	12780	获利能力				
					毛利率	59.3%	56.2%	57.4%	56.8%
现金流量表				单位:百万元	净利率	19.8%	19.1%	23.2%	23.0%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	15.4%	24.2%	28.1%	25.0%
经营活动现金流	1085	941	1889	2357	ROIC	25.3%	25.6%	26.2%	25.5%
净利润	922	1028	1735	2172	偿债能力				
折旧摊销	122	58	66	74	资产负债率	19.7%	16.0%	28.2%	23.5%
财务费用	-14	-23	-67	-118	净负债比率	3.44%	1.10%	1.07%	1.16%
投资损失	-5	-5	-5	-5	流动比率	2.34	5.92	12.01	14.78
营运资金变动	-7	-257	-34	-17	速动比率	2.27	5.81	11.91	14.69
其它	67	140	194	252	营运能力				
投资活动现金流	-3250	-205	-38	-6	总资产周转率	1.16	1.19	1.02	0.90
资本支出	-158	-4	-7	-1	应收账款周转率	13.12	17.04	28.90	31.51
长期投资	3100	404	-20	-20	应付账款周转率	3.90	5.70	9.10	10.13
其他	-6192	-605	-11	14	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2679	317	2875	-128	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.49	0.83	1.04
短期借款	26	-21	2	3	每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.45	0.89	1.11
长期借款	0	0	20	0	每股净资产(最新摊薄)	3.41	2.15	3.33	4.24
普通股本增加	718	1042	45	0	估值比率				
资本公积金增加	-276	-1042	1107	0	P/E	37.45	36.85	22.32	17.83
其他	2212	339	1701	-131	P/B	5.32	8.45	5.46	4.29
现金净增加额	514	1054	4726	2223	EVEBITDA	55.59	28.26	16.25	12.35



机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。