

2017年08月09日

天舟文化 (300148.SZ)

天舟文化：布局手游全产业链，现有业务协同效应明显

■ **战略转型进军手游领域，搭建完整游戏产业链。**天舟文化在手游爆发之初先后战略收购手游研发商神奇科技与游爱网络，2016年图书出版发行和移动网络游戏分别占营收总额的55.7%和44.3%，公司呈双主业格局。本次拟收购手游发行商初见科技剩余73%股权，获取优质分发渠道，搭建起手游全产业链框架。

■ **受益于手游板块高增长、高毛利，公司业绩表现较好。**神奇时代2014-2016年分别贡献净利润0.98亿元、1.54亿元和1.63亿元，占当年归母净利润的83.1%、87.5%和66.8%；游爱网络100%股权自2016年9月1日起纳入合并范围，增加净利润4914.29万元，2016年游戏板块营收占比44.3%，毛利占比66.0%，毛利率达91.7%，《忘仙》与《卧虎藏龙》两款游戏营收占总营收的26%。进军游戏领域以来，公司近三年营收复合增长率为40.7%，净利润复合增长率为134.2%，毛利率由2013年的28.7%提升至2016年的61.5%，归母净利率由6.1%提升至31.3%。2017年起，游爱网络与人民今典将全年并表，业绩承诺+转型升级支撑公司未来业绩持续增长。

■ **公司未来将充分受益于现有业务架构的协同效应，提升盈利空间。**公司计划通过“图书资源协同游戏IP，VR/AR游戏研发”提升游爱内容产出能力，并与初见广泛的发行渠道体系形成协同效应，未来将受益于买量能力，降低渠道成本，走“产品+流量”路线，协同性的发挥有望进一步增厚公司业绩。

■ **投资建议：**公司先后三次收购（包括本次拟收购初见科技剩余股权）优质手游研发商与发行商，构建出完整的游戏产业链，业绩增长较快。受益于游戏行业高景气度，公司成长空间较大；打造“出版+游戏，游戏研发+发行”的业务架构，未来将形成协同效应，业绩持续高速增长。我们预计公司2017-2019年净利润分别为5.00亿、7.00亿、8.00亿，若完成增发，公司股本为9.16亿股（不考虑配套融资），对应每股收益分别为0.54元、0.76元、0.87元。参考同类可比公司，给予6个月30X估值，对应目标价16.2元，首次覆盖给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**市场竞争激烈，并购整合效果未达预期，业绩低于预期，商誉减值。

公司深度分析

证券研究报告

传媒

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**16.2元**
股价(2017-08-08) **12.60元**

交易数据

总市值(百万元)	10,646.17
流通市值(百万元)	8,156.04
总股本(百万股)	844.93
流通股本(百万股)	647.30
12个月价格区间	12.56/22.86元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.1	-17.62	29.44
绝对收益	-19.08	-19.09	12.16

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	544.3	779.9	1,089.2	1,471.9	2,018.2
净利润	176.2	243.6	499.1	700.0	799.6
每股收益(元)	0.21	0.20	0.54	0.76	0.87
每股净资产(元)	2.28	5.14	5.46	6.16	6.94
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	60.2	62.8	23.1	16.4	14.4
市净率(倍)	5.5	2.4	2.3	2.0	1.8
净利润率	32.4%	31.2%	45.8%	47.6%	39.6%
净资产收益率	9.1%	5.6%	10.0%	12.4%	12.6%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%
ROIC	12.8%	17.4%	17.7%	22.6%	27.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 研运一体，公司已构建完整的游戏产业链	5
1.1. 转型进军手游领域，出版+游戏双主业格局已定.....	5
1.2. 拟收购初见，切入手游发行端，打造研运一体化.....	6
2. 受益于游戏行业高景气度，公司业绩持续高速增长	9
2.1. 游戏产业持续攀高，手游占据近半游戏市场.....	9
2.2. 收购优质标的，手游成为业绩重要增长点.....	10
3. 公司未来将充分受益于现有业务架构的协同效应	12
3.1. 手游公司的四种成长路径分析.....	12
3.2. 协同效应预计体现为出版+游戏、游戏研发+发行.....	14
4. 盈利预测及估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 我国手游市场规模 2013 年起放量.....	5
图 3: 我国手游用户规模 2013 年增长 248.3%.....	5
图 4: 神奇时代以 MMORPG 为主，开发多种游戏类型.....	6
图 5: 游爱网络 25 款游戏类型丰富.....	6
图 6: 预计此次增发后，原初见科技管理层方小奇将成为公司第二大股东.....	7
图 7: 初见科技设立或投资了各类手游相关服务公司.....	7
图 8: 初级科技 2016 年实现营收 1.82 亿元.....	8
图 9: 初见科技 2016 年首次实现年度盈利（单位：亿元）.....	8
图 10: 初见科技运营或即将上线的热门游戏.....	8
图 11: 2016 年我国游戏市场销售收入达到 1655.7 亿元.....	9
图 12: 2016 年我国游戏市场用户数量达 5.66 亿人.....	9
图 13: 移动游戏占整体游戏市场的 49.48%.....	10
图 14: 公司近三年营收复合增长率为 40.7%.....	10
图 15: 公司近三年净利润复合增长率为 134.2%.....	10
图 16: 移动网络游戏极大地提升了整体毛利率.....	11
图 17: 移动网络游戏已成公司主要业态之一.....	11
图 18: 《忘仙》、《卧虎藏龙》是公司两款主要游戏.....	11
图 19: 《忘仙》一直维持较高收入水平.....	11
图 20: 《忘仙》一直稳定在 IOS 畅销榜前列.....	12
图 21: 腾讯游戏合作伙伴.....	13
图 22: 2008-2016 年国内进出口游戏市场规模.....	14
图 23: 《永恒纪元》上线以来畅销榜排名.....	14
图 24: 2020 年全球 VR/AR 市场将达 1500 亿美元市场规模（单位：亿美元）.....	15
图 25: 初见科技与一线渠道商达成合作.....	16
图 26: 《乱轰三国志》、《圣剑契约》自去年 9 月上线以来 ARPU 提升较快（单位：元）.....	16
图 27: 2016 年 12 月初见科技位列 IOS 游戏收入榜第 5 名.....	17
图 28: 2016 年《作妖计》与《乱轰三国志》曾分别在 IOS 畅销付费榜排名第 1 和第 3.....	17

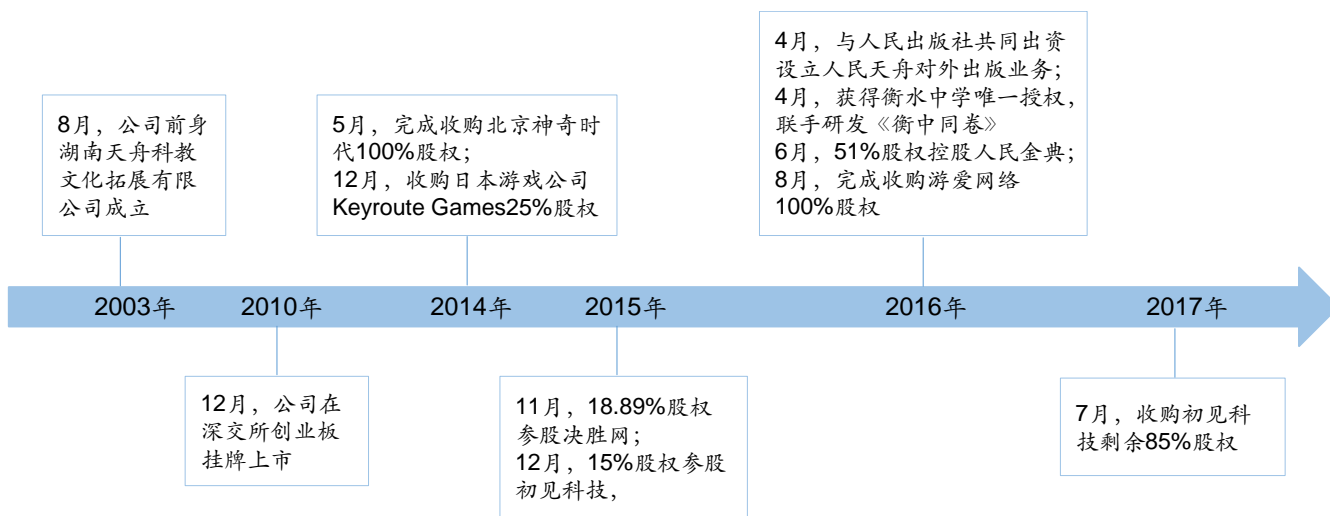
表 1: 初见科技采用按虚拟道具收费的盈利模式.....	7
表 2: 游戏收入为初见科技主要营收来源 (单位: 万元)	8
表 3: 初见科技拥有优质的自研和代理游戏储备.....	9
表 4: 三家新收购公司均处于业绩承诺期 (单位: 亿元)	11
表 5: 游爱网络三款主要游戏 2015 年主要运营数据	12
表 6: 典型游戏玩法细分	13
表 7: 公司投资游爱网络 VR/AR 项目已启动研发.....	15
表 8: 初见科技拥有成熟的广告平台和数据分析平台等核心技术支撑.....	16

1. 研运一体，公司已构建完整的游戏产业链

1.1. 转型进军手游领域，出版+游戏双主业格局已定

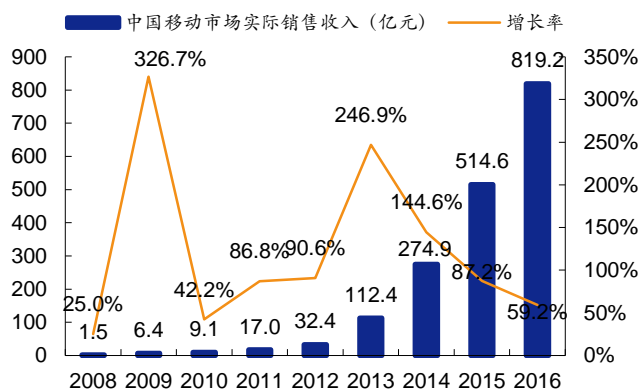
天舟文化成立于2003年8月，由一家传统图书企业逐渐过渡为新媒介文化集团。2013年是我国移动网络游戏爆发元年，公司于2014年启动战略转型，先后收购手游研发商神奇时代与游爱网络，率先覆盖丰富的手游产品类型，并参股初见科技，投资日本游戏公司Keyroute Games 25%股权，与德同资本共同发起设立德天基金，从事移动互联网文化娱乐产业的投资并购，以外延并购的方式进军手游。本次拟收购初见科技剩余73%股权，获取优质分发渠道，搭建起手游全产业链框架。此外，公司投资决胜网，增资人民今典，为主业赋能，构建“出版+游戏”双主业格局。

图 1：公司历史沿革



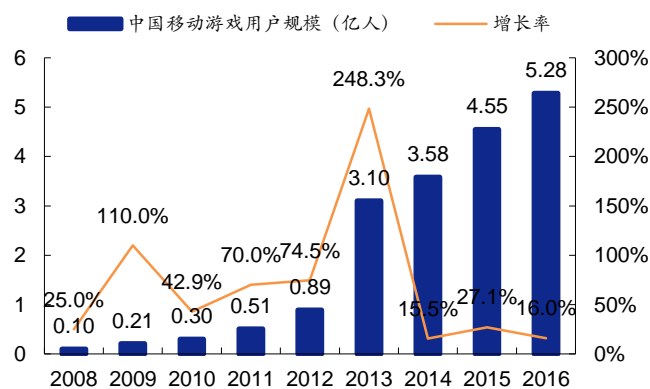
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：我国手游市场规模 2013 年起放量



资料来源：CPC，CNG，IDC，安信证券研究中心

图 3：我国手游用户规模 2013 年增长 248.3%




























资料来源：CPC，CNG，IDC，安信证券研究中心

图 4：神奇时代以 MMORPG 为主，开发多种游戏类型

游戏名称	游戏类型	研发商	运营方式
 忘仙	MMORPG	神奇时代	自主运营、 授权运营和 联合运营相 结合的方式
 卧虎藏龙	3D自由视角的MMORPG		
 天天世界杯	卡牌		
 三国时代	策略类		
 五星芒战记	角色扮演类		

资料来源：神奇时代官网，安信证券研究中心

图 5：游爱网络 25 款游戏类型丰富

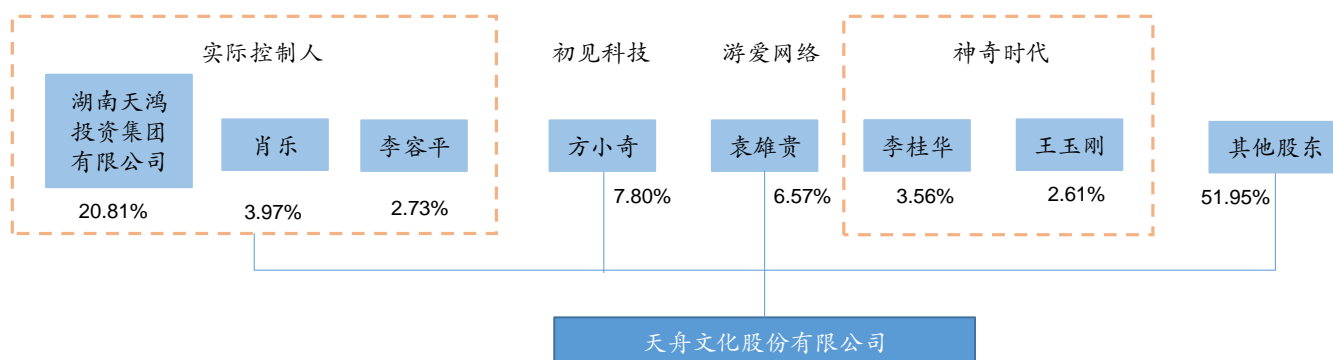
全部游戏	网络游戏	动作冒险	热门游戏	角色扮演
 蜀山逍遥令	蜀山逍遥令	蜀山逍遥令	塔山之王	蜀山逍遥令
 塔山之王	塔山之王	狂神无双	五虎将	塔山之王
 无敌大航海	五虎将	刀锋无双	武林萌主(OL)	无敌大航海
 五虎将	烈焰天下		风云天下OL	五虎将
 烈焰天下	狂神无双			烈焰天下
 狂神无双	武林萌主(OL)			狂神无双
 武林萌主	风云天下OL			武林萌主(OL)
 风云天下OL	刀锋无双			蜀山天下
 刀锋无双				刀锋无双
 青云诀				青云决
 塔山之王-游娱				
 乱世宏图				
				 幻灵仙域
				 龙域武神
				 百炼成神
				 大秦帝国
				 百炼成仙
				 蜀山天下
				 异域修仙
				 少年剑侠
				 塔防三国志3D
				 国战传奇
				 灵域戮仙
				 塔山之王2
				 少年灵修者

资料来源：9133，安信证券研究中心

1.2. 拟收购初见，切入手游发行端，打造研运一体化

初见科技成立于 2014 年 5 月，主营移动网络游戏的发行与运营，近年来不断设立或投资 IP 公司、研发公司、游戏媒体、广告公司，形成以初见发行产品为核心的产业闭环。此次天舟文化拟以现金+股票的方式作价 11.78 亿元购买初见科技 73% 股权，其中现金支付 2.18 亿元，股份方式支付 9.60 亿元，同时以询价方式募集不超过 2.47 亿配套融资。若此次收购完成，公司总股本将增加至 9.16 亿股（不考虑配套融资），初见原实际控制人方小奇将成为公司第二大股东。

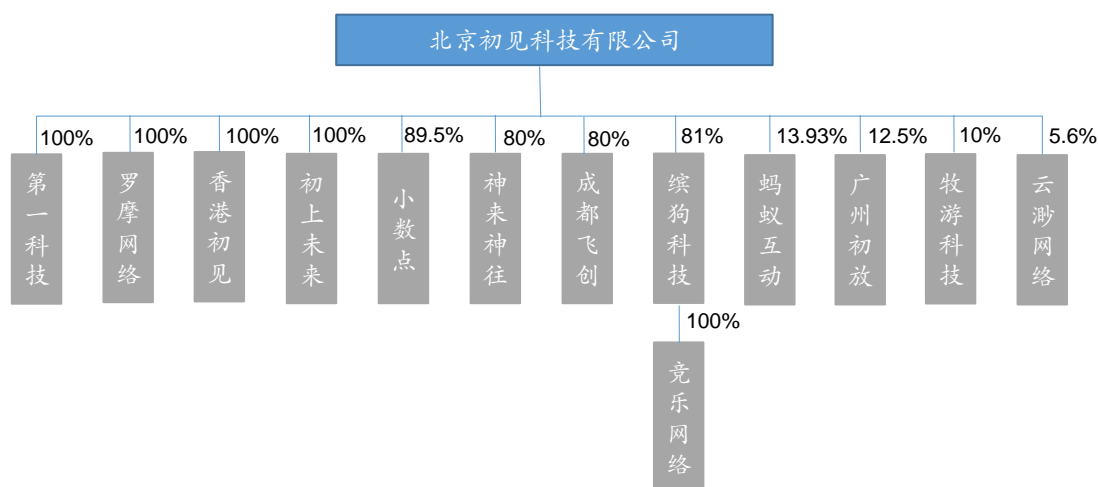
图 6：预计此次增发后，原初见科技管理层方小奇将成为公司第二大股东



资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

初见为手游发行优质标的，公司打造研运一体平台。初见科技运营的游戏采用按虚拟道具收费的盈利模式，2016 年实现营收 1.82 亿元，同比增长 731.09%，净利润 0.72 亿元，首次实现年度盈利，其中游戏收入占总营收的 98%，为主要收入来源，公司利润率逐年上升。若收购完成后，初见科技将成为公司的全资子公司，与神奇时代、游爱网络共同构成手游全产业链条。

图 7：初见科技设立或投资了各类手游相关服务公司



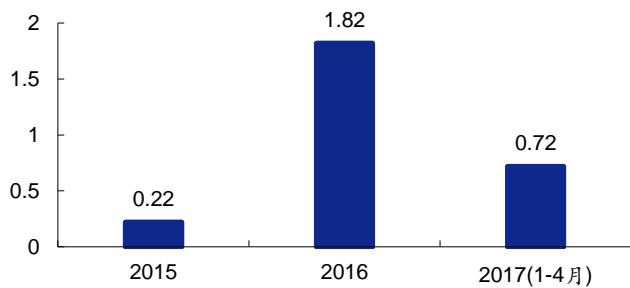
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：初见科技采用按虚拟道具收费的盈利模式

	游戏的收费模式
时间	最传统的收费模式。按照游戏玩家的游戏时长收费，玩家采用预付费方式，即购买点卡进行游戏；按照固定时间进行收费，一般以月为单位，用户不限时在线游戏。
下载	欧美网游中常见的收费模式，也称为买断制收费。和单机游戏类似，玩家只需花一次钱购买游戏客户端的钱之后，就可以免费畅玩游戏。
虚拟道具	中国主流收费模式。游戏为玩家提供网络游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，游戏的盈利则来自于游戏内虚拟产品的销售和付费的增值服务。
其他收费模式	现在已产生交易收费、半一次性收费、逆收费等新型收费模式

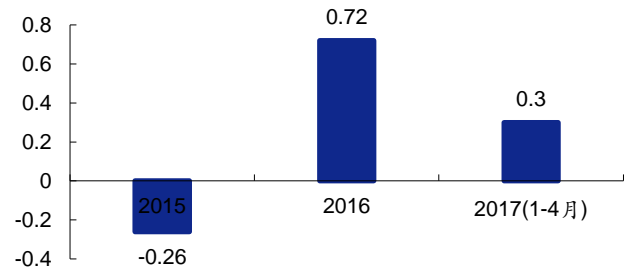
资料来源：公司公告 安信证券研究中心

图 8：初级科技 2016 年实现营收 1.82 亿元



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：初见科技 2016 年首次实现年度盈利 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：游戏收入为初见科技主要营收来源 (单位：万元)

项目	2017 年 1-4 月		2016 年度		2015 年度		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
游戏收入	《乱轰三国志》	5022.56	69.74%	4666.67	25.70%		
	《圣剑契约》	1136.36	15.78%	432.17	2.38%		
	《作妖记》	508.02	7.05%	4362.03	24.02%		
	《三国吧兄弟》	24.13	0.34%	475.55	2.62%	1947.83	89.14%
	《死神觉醒》			7200.82	39.65%	237.2	10.86%
	其他游戏	362.99	5.04%	1022.19	5.63%		
小计	7054.07	97.95%	18159.42	100.00%	2185.02	100.00%	
美术外包收入	148.16	2.05%					
合计	7202.22	100.00%	18159.42	100.00%	2185.02	100.00%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：初见科技运营或即将上线的热门游戏



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 3: 初见科技拥有优质的自研和代理游戏储备

游戏名称或代号	游戏类型	游戏特点简介	所属阶段	游戏来源	预计上线时间
太古神王	MMORPG	《太古神王》是一款东方玄幻 3DMMO 手游，改编自当红网络作家净无痕的同名人气小说。	研发中	自研	2017 年下半年
永恒岛	MMORPG	游戏首次将像素风格场景与 MMORPG 玩法完美结合，画风 Q 梦清新，玩法新奇多变内容丰富。	删档测试	代理	2017.09
群英觉醒	卡牌	策略跨服国战手游《群英觉醒》集策略、塔防、卡牌、养成等所有玩法于一身。	研发中	代理	待定
大列国志	卡牌+SLG	《大列国志》是一款卡牌策略类多人在线手游，以春秋战国时期为背景，以一骑当千的历史名将，彼此克制的各系兵种，各具特色的绚丽技能让人感受淋漓尽致的战斗体验。	研发中	代理	2017.11
吞噬天地	卡牌+SLG	《吞噬天地》是一款大型 3D 移动端策略国战卡牌养成类产品。游戏秉承“将自动战斗与策略国战完美融合”的理念，结合当下主流国战沙盘类产品项目的经典元素，加入丰富的多元化剧情关卡设计，来构建完整的游戏世界。	研发中	代理	2017.11

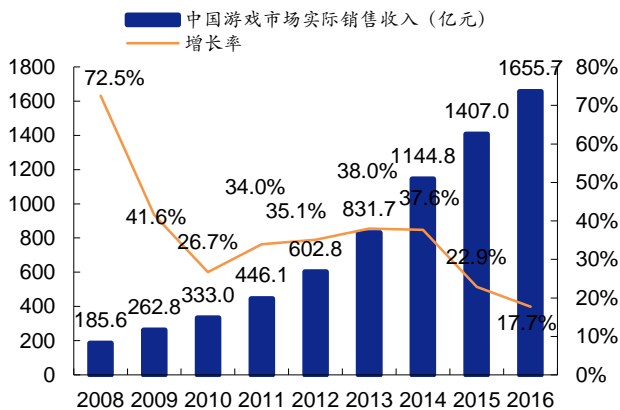
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 受益于游戏行业高景气度，公司业绩持续高速增长

2.1. 游戏产业持续攀高，手游占据近半游戏市场

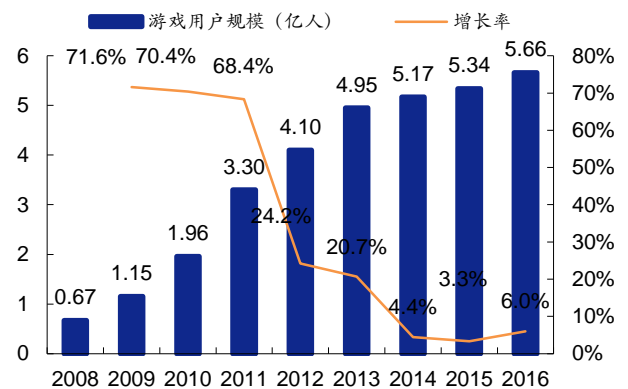
根据游戏工委《中国游戏产业报告》数据，2016 年我国游戏整体市场销售收入达到 1655.7 亿元，同比增长 17.7%；游戏市场用户数量达 5.66 亿人，同比增长 6.0%。网络游戏已占据 95.96% 的绝对市场份额，其中移动游戏市场销售收入 819.2 亿元，占比 49.48%。

图 11: 2016 年我国游戏市场销售收入达到 1655.7 亿元



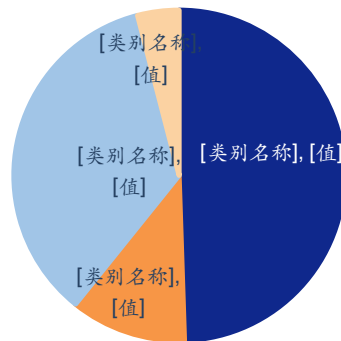
资料来源：CPC, CNG, IDC, 安信证券研究中心

图 12: 2016 年我国游戏市场用户数量达 5.66 亿人



资料来源：CPC, CNG, IDC, 安信证券研究中心

图 13: 移动游戏占整体游戏市场的 49.48%

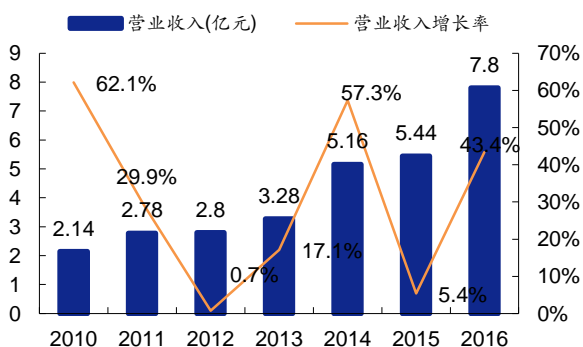


资料来源: CPC, CNG, IDC, 安信证券研究中心

2.2. 收购优质标的，手游成为业绩重要增长点

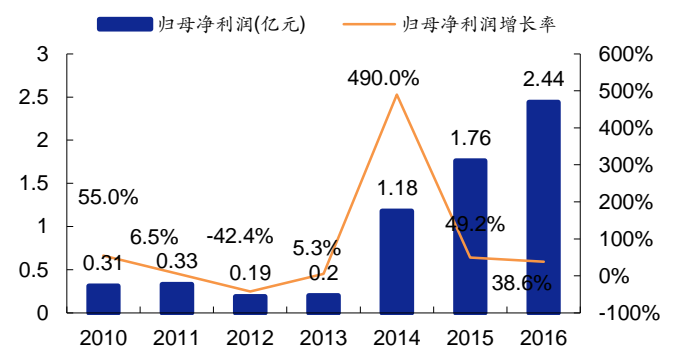
受益于手游业务的布局，公司业绩持续靓丽。神奇时代 2014-2016 年分别贡献净利润 0.98 亿元、1.54 亿元和 1.63 亿元，占当年归母净利润的 83.1%、87.5%和 66.8%；游爱网络 100% 股权自 2016 年 9 月 1 日起纳入合并范围，增加净利润 4914.29 万元。2016 年游戏板块营收占比 44.3%，毛利占比 66.0%，毛利率达 91.7%，《忘仙》与《卧虎藏龙》两款游戏营收占总营收的 26%。进军游戏领域以来，公司近三年营收复合增长率为 40.7%，净利润复合增长率为 134.2%，毛利率由 2013 年的 28.7%提升至 2016 年的 61.5%，归母净利率由 6.1%提升至 31.3%。2017 年起，游爱网络与人民今典将全年并表，业绩承诺+转型升级支撑公司未来业绩继续增长。

图 14: 公司近三年营收复合增长率为 40.7%



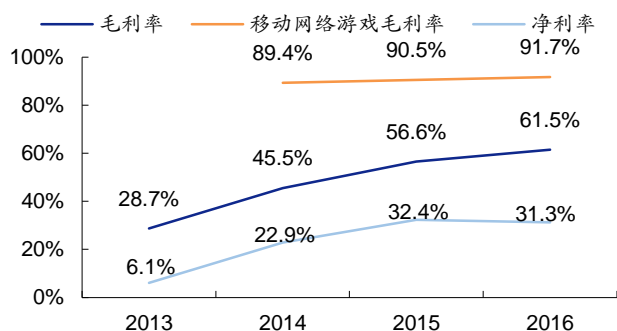
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 公司近三年净利润复合增长率为 134.2%



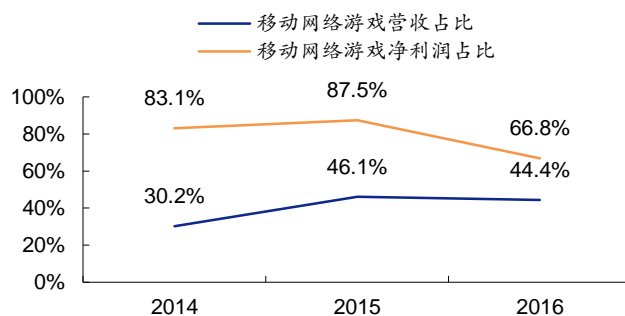
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 移动网络游戏极大地提升了整体毛利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 移动网络游戏已成公司主要业态之一



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

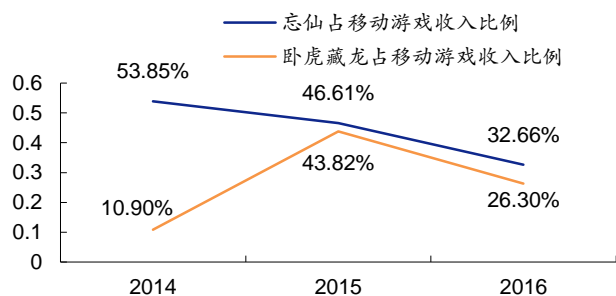
表 4: 三家新收购公司均处于业绩承诺期 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019
人民今典	0.99	1.09	
游爱网络	1.50	1.88	
初见科技	1.40	1.70	2.10

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

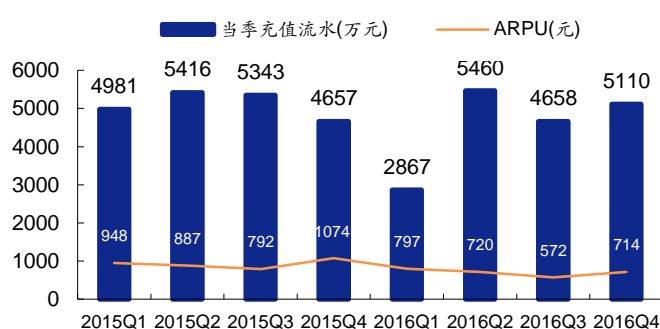
《忘仙》多年维持高流水, 多款明星产品提升行业知名度。《忘仙》是神奇时代 2016 年 6 月推出的大型仙侠题材的角色扮演类游戏, 题材受众广泛, 运行多年来 ARPU 仍保持 700+, 2016 年《忘仙》单款游戏收入占公司手游总收入的 32.7%。此外,《卧虎藏龙》为神奇时代首款 3D 自由视角的 MMORPG 手游, 2016 年 2 季度 ARPU 曾达 1399 元; 游爱网络研发的《风云天下 OL》是一款三国题材的策略类手游, 2012 年 5 月上线之初曾占领 SLG 手游绝对市场份额, 最高月充值流水超过 3000 元, 目前在 IOS 排行榜均保持稳定。

图 18: 《忘仙》、《卧虎藏龙》是公司两款主要游戏



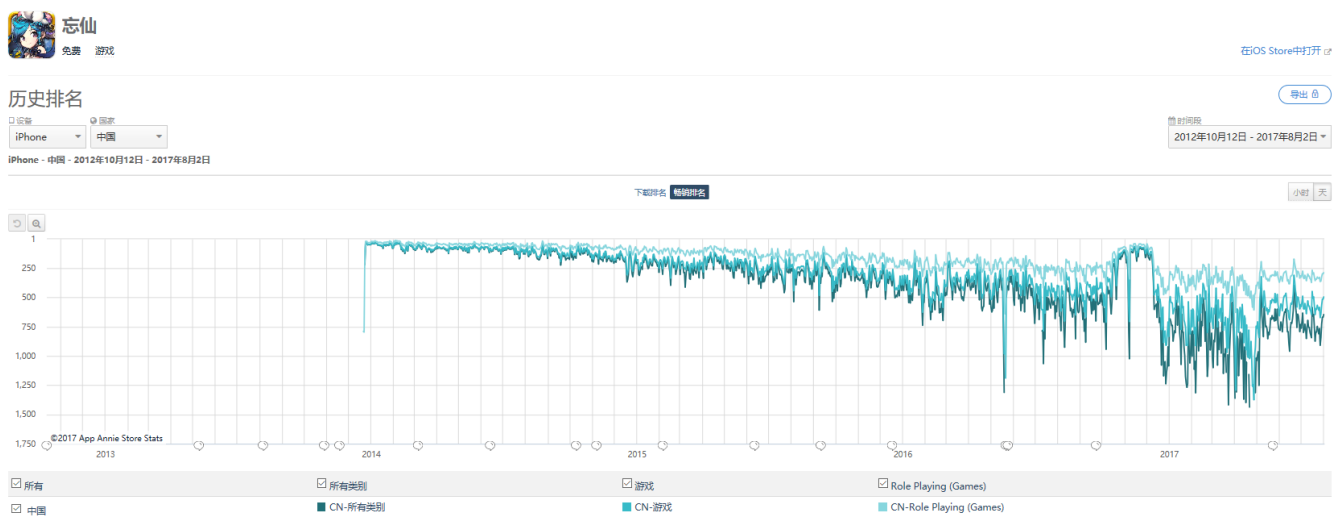
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 《忘仙》一直维持较高收入水平



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 20:《忘仙》一直稳定在 IOS 畅销榜前列



资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

表 5: 游爱网络三款主要游戏 2015 年主要运营数据

	风云天下 OL	武林萌主	蜂鸟五虎将
2015 年当期流水合计 (亿元)	1.36	0.39	1.04
期末累计注册角色数 (亿元)	1634.33	787.34	514.12
当期月均付费角色数 (亿元)	1.40	0.66	1.82
当期月均活跃角色数 (亿元)	19.86	31.45	45.39

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 公司未来将充分受益于现有业务架构的协同效应

3.1. 手游公司的四种成长路径分析

根据我们之前外发的游戏行业研究报告, 我们看好手游行业未来四条发展逻辑, 分别为: 1) 与腾讯战略合作, 借力其社交流量优势及大数据筛选体系, 持续推出爆款游戏; 2) 手游行业逐渐成熟、用户需求不断细分, 但腾讯与网易均无法实现对细分品类全覆盖, 其他游戏厂商可通过深挖游戏细分品类, 从而构建差异化产品优势; 3) 新的发展空间——出海: 游戏厂商出海已成为提升成长空间方式之一, 国内游戏公司逐步布局海外市场, 但目前尚未建立起清晰的竞争格局; 4) 新的研运业务模式: 如三七互娱通过《永恒纪元》成功验证其“产品+流量”模式可行性, 探索创新模式, 有望成功复制于新的手游产品。

与腾讯战略合作, 借力其社交流量优势及大数据筛选体系, 持续推出爆款游戏。在腾讯对外开放战略下, 腾讯移动游戏平台上线后, 国内优质游戏研发商趋向于将旗下精品手游交由腾讯独代, 登陆腾讯旗下微信和手 Q 平台, 实现强强联手。根据统计, 目前盛大游戏、巨人网络、掌趣科技、三七互娱、西山居、畅游、祖龙娱乐、银汉科技、玩蟹科技、天马时空、永航科技、无锡七酷等国内优秀研发商已与腾讯形成合作伙伴关系。

图 21：腾讯游戏合作伙伴



资料来源：腾讯发布会，安信证券研究中心

深挖游戏细分品类，构建差异化产品优势。国内手游行业发展逐步成熟，手游用户接近饱和，根据游戏工委数据，截止 2016 年，国内手游用户约 5.28 亿人。在此趋势下，手游用户需求不断细分，深挖游戏细分品类，满足细分用户需求，成为手游行业趋势之一。但腾讯与网易，均无法实现对细分品类全覆盖，因此，其他游戏厂商可通过深挖游戏细分品类，从而构建差异化产品优势。

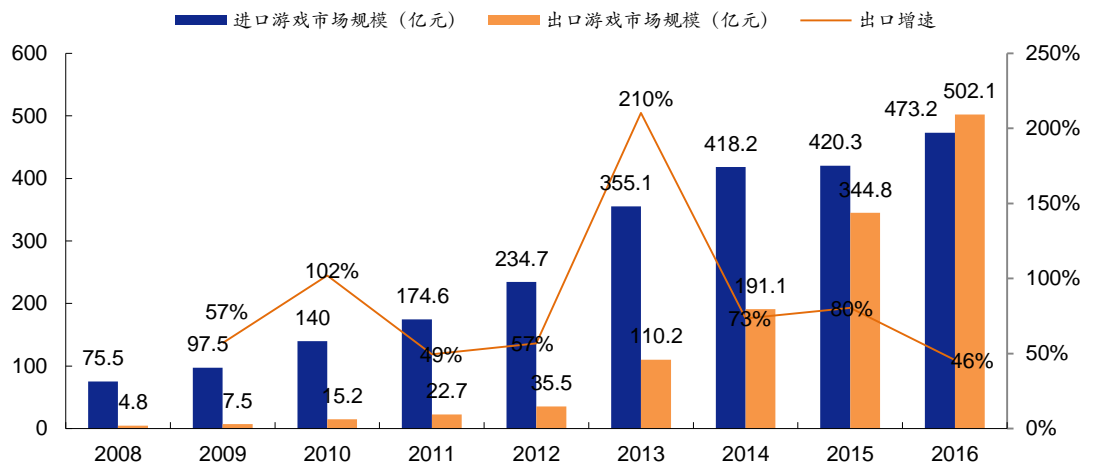
表 6：典型游戏玩法细分

一级分类	二级分类
角色	回合制、ARPG、卡牌等
策略	MOBA、COC、塔防、战争策略、经营养成等
动作	格斗、竞速、飞行、枪战等
休闲	跑酷、消除、音乐节奏、冒险、益智等

资料来源：安信证券研究中心

进军海外游戏市场，提升发展空间。根据游戏工委数据，2016 年国内游戏厂商出海成绩突出，实现销售收入折合人民币约 502.1 亿元，增速约 46%；2016 年国内进口游戏（代理海外游戏或联合研发）实现销售收入约 473.2 亿元，国内游戏出口规模首次反超进口。因此，国内游戏厂商出海淘金已经成为趋势，但目前尚未建立起清晰的竞争格局，进军海外市场有利于提升国内游戏厂商发展空间。

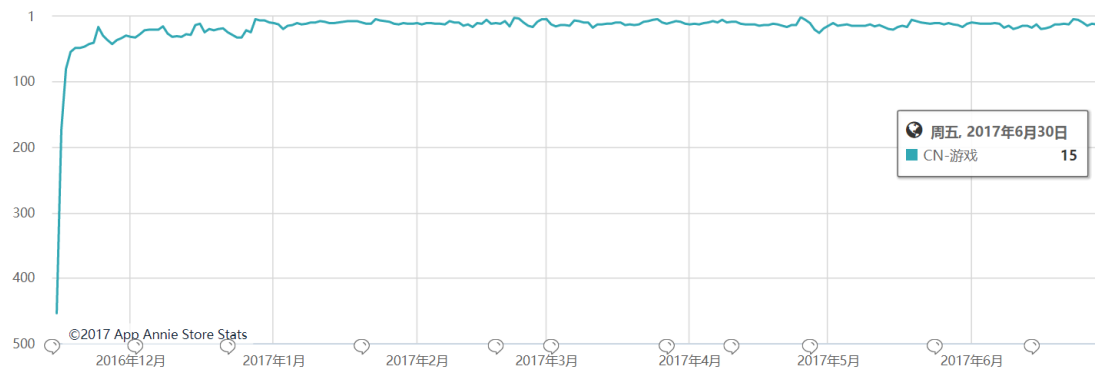
图 22：2008-2016 年国内进出口游戏市场规模



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

买量发行，打造新的研运业务模式。以三七互娱为例，公司坚持“产品+流量”打法，将精品研发与流量经营相结合。在此打法下，公司旗下《永恒纪元》获得成功，根据公司公告，产品于 2016 年 7 月上线，游戏流水首月 9000 万元，34 天破亿元，58 天破 2 亿元，全球单月流水超过 3.15 亿，国内最高月流水超过 2.8 亿元，表现亮眼。三七互娱“产品+流量”的创新模式有望成功复制于新的手游产品。

图 23：《永恒纪元》上线以来畅销榜排名

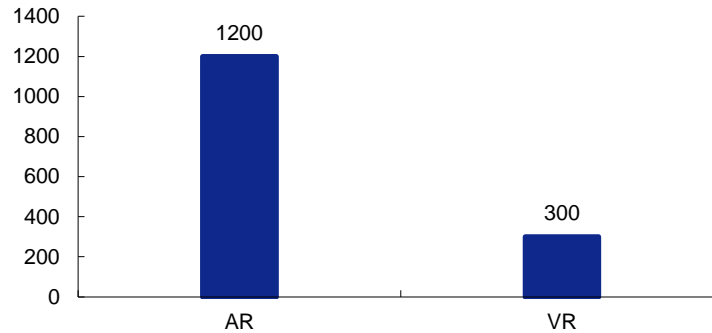


资料来源：App Annie，安信证券研究中心

3.2. 协同效应预计体现为出版+游戏、游戏研发+发行

基于游爱网络多品类特征，计划图书资源协同游戏 IP，VR/AR 游戏研发打开更大市场空间。未来公司将与游爱网络通过采取相似主题、角色、场景等内容要素，同步开发图书产品与移动网游产品，从多个角度加深受众消费体验，降低开发成本，实现主业商业价值最大化。此外，公司将利用募集资金 4050 万元投入游爱网络 VR/AR 互动游戏研发，主要包括 VR 游戏领域及 AR 应用开发领域，抢占未来 VR/AR 千亿市场。随着游戏布局的不断深入，公司在长远计划中结合主业优势和科技发展的内容生产形式将为游戏内生增长赋予新活力。

图 24：2020 年全球 VR/AR 市场将达 1500 亿美元市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Digi-Capital，安信证券研究中心

表 7：公司投资游爱网络 VR/AR 项目已启动研发

序号	项目名称	类型	产品特点	第二年				第三年				第四年			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1	VR 游戏 1	模拟射击对战类	玩家扮演持有枪械的角色，对带有不同属性和 AI 的威胁目标和攻击目标予以打击，需克服游戏中设置的诸多障碍和险阻，挑战玩家的敏捷度和应变能力。		开始研发				上线运营						
2	VR 游戏 2	强交互 PK 类	强调玩家肢体的协调度和灵活性，玩家之间在线互通，玩家和玩家之间对比对装备、实力，在对抗中获得满足感和荣耀。						开始研发					上线运营	
3	社交应用	基于个性化虚拟形象社交应用	基于个性化虚拟形象的时尚换装、宠物养育和交流、乐趣模仿、成就炫耀的社交应用。							开始研发				上线运营	
4	教育应用	基于知识需求的教育应用	基于个性化知识需求的教育内容提供，专注细分领域的知识学习、分享和在线交流。											开始研发	上线运营

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

游爱精品内容+初见渠道优势，大数据精准营销提升未来盈利空间。初见科技建立了广泛的发行渠道体系，与苹果、百度等一线渠道商达成深度合作，拥有成熟的广告平台和数据分析平台。依托优质的流量资源，主要游戏《死神觉醒》、《作妖计》、《乱轰三国志》、《圣剑契约》首发渠道分别达 42 家、42 家、40 家、25 家，最高月流水分别超过 1800 万元、2000 万元、3000 万元、1000 万元，单款游戏的 ARPU 也逐年增加，所运营游戏盈利性较强。未来公司将受益于买量能力，降低渠道成本，走“产品+流量”路线，协同性的发挥有望进一步增厚公司业绩。

图 25：初见科技与一线渠道商达成合作



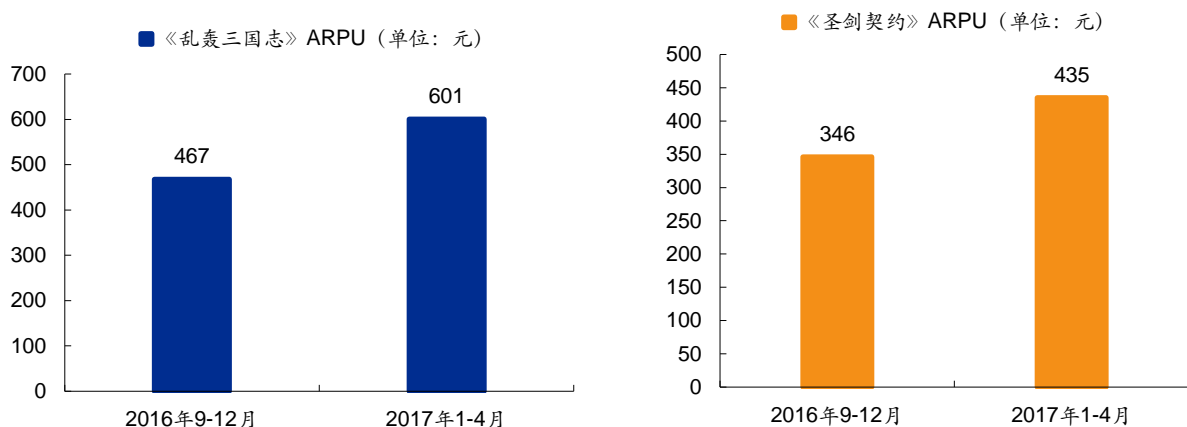
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 8：初见科技拥有成熟的广告平台和数据分析平台等核心技术支撑

技术名称	主要技术描述	技术来源
初见 SDK 系统	初见 SDK 可对接在任何游戏产品注册及支付流程，用于管理用户账号密码系统，并提供独立支付通道，同时可根据需求提供账号手机绑定等安全服务。	自研
初见广告平台	可针对广告平台带来的用户进行精准追踪和数据归集，为用户获取和后续长线运营提供有效而准确的数据依据，平台采用后端数据采集分析，前端页面归集展示的方式，为相关使用人员提供支撑。	自研
打包上传自动化软件	打包上传自动化软件可以让团队高效、快速地推进产品迭代，将产品的文件打包和上传由手动变成了自动化操作，有助于帮助开发者优化游戏功能，提高开发效率，加速产品迭代。	自研
编辑器工具集	编辑器工具集提供以下功能：excel 表格数据转化文本表格数据，游戏资源包设置及调整工具，贴图批量修改功能、场景拍照功能，资源分析管理工具，降低开发时间成本，减少开发人员的重复性工作。该工具集按照使用功能不同分为不同的操作模块。操作者通过菜单选择功能，每个功能下具有相应的功能参数设置及资源输出等相关设置。	自研
玩家行为统计及数据管理平台	此通过 UI 界面中的条件设置，快捷有效的对玩家行为和数据进行查询和分析，以快速准确直观的对玩家数据进行分析，帮会组运营人员便捷有效的对游戏运营状态进行评估，对下一阶段的运营活动投放有指导意义。	自研
批量机器人系统	通过极少的资源占用(单台 PC 机)模拟数千个玩家的游戏行为，以测试 Game Server 的承载极限，帮助开发者了解当前 Server 的瓶颈，帮助制作者了解部署游戏所需的资源，同时检测游戏中是否有 Server 压力过大才会暴露的缺陷。	自研

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26：《乱轰三国志》、《圣剑契约》自去年 9 月上线以来 ARPU 提升较快（单位：元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27: 2016 年 12 月初见科技位列 IOS 游戏收入榜第 5 名

#	收入排行		总部	应用
1	 Tencent (腾讯)	=		340
2	 NetEase (网易)	=		256
3	 Perfect World (完美世界)	▲2		45
4	 G-bits (吉比特)	=		6
5	 Chujian (初见)	▲13		13
6	 pyw.cn (小鹏网络)	▲52		3

资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

图 28: 2016 年《作妖计》与《乱轰三国志》曾分别在 IOS 畅销付费榜排名第 1 和第 3

付费排行	畅销排行
 作妖计-PK新模式-跨服战火爆发开启  Chujian ▲ 2	 阴阳师-夏日花火会  NetEase ▲ 1
 永夜之帝国双璧-烟雨江南正版授权  Perfect World =	 王者荣耀 ▼ 1  Tencent
 无尽的纷争 (Endless Chaos) : 欧美探索卡牌手游  Ztech ▲ 3	 乱轰三国志-万人国战开启群雄争霸时代  Chujian ▲ 1
 百万萌娘H - Ga1gameの绝对领域萌战  Ziwu Xu ▲ 353	 倩女幽魂-零门槛全民争霸赛  NetEase ▼ 1
 灵域-同名小说授权  Kingsoft ▼ 4	 永恒纪元:戒  37games ▲ 2

资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

4. 盈利预测及估值

公司先后三次收购（包括本次拟收购初见科技剩余股权）优质手游研发商与发行商，构建出完整的游戏产业链，业绩增长较快。受益于游戏行业高景气度，公司成长空间较大；打造“出版+游戏，游戏研发+发行”的业务架构，未来将形成协同效应，业绩持续高速增长。我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 5.00 亿、7.00 亿、8.00 亿，若完成增发，公司股本为 9.16 亿股（不考虑配套融资），对应每股收益分别为 0.54 元、0.76 元、0.87 元。参考同类可比公司，给予 6 个月 30X 估值，对应目标价 16.2 元，首次覆盖给予“买入-A”评级。

5. 风险提示

市场竞争激烈，并购整合效果未达预期，业绩低于预期，商誉减值。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	544.3	779.9	1,089.2	1,471.9	2,018.2	成长性					
减:营业成本	235.8	300.4	272.9	393.6	769.9	营业收入增长率	5.5%	43.3%	39.7%	35.1%	37.1%
营业税费	1.5	3.5	2.3	2.8	3.0	营业利润增长率	52.3%	37.0%	107.8%	39.0%	14.8%
销售费用	42.0	63.7	50.0	52.0	55.3	净利润增长率	49.0%	38.2%	104.9%	40.3%	14.2%
管理费用	74.4	119.1	166.5	199.9	240.0	EBITDA 增长率	51.8%	40.6%	111.1%	37.5%	14.4%
财务费用	-7.6	-8.0	-	-	-	EBIT 增长率	52.7%	38.2%	113.8%	39.0%	14.8%
资产减值损失	17.6	17.6	18.0	18.0	18.0	NOPLAT 增长率	47.3%	46.4%	114.6%	39.0%	14.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	110.5%	9.1%	-5.6%	-7.3%
投资和汇兑收益	26.2	-0.4	9.0	12.0	7.0	净资产增长率	9.3%	128.8%	15.2%	12.7%	12.7%
营业利润	206.7	283.2	588.4	817.7	938.9	利润率					
加:营业外净收支	14.6	19.6	14.0	16.0	17.0	毛利率	56.7%	61.5%	74.9%	73.3%	61.9%
利润总额	221.3	302.8	602.4	833.7	955.9	营业利润率	38.0%	36.3%	54.0%	55.6%	46.5%
减:所得税	44.3	46.3	90.4	125.1	143.4	净利润率	32.4%	31.2%	45.8%	47.6%	39.6%
净利润	176.2	243.6	499.1	700.0	799.6	EBITDA/营业收入	37.8%	37.1%	56.1%	57.1%	47.6%
						EBIT/营业收入	36.6%	35.3%	54.0%	55.6%	46.5%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	34	27	18	12	8
货币资金	497.7	1,483.4	1,946.3	2,748.2	3,688.7	流动营业资本周转天数	21	-49	-20	-1	-30
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	481	554	651	662	665
应收账款	61.7	249.6	69.3	389.9	285.5	应收帐款周转天数	44	72	53	56	60
应收票据	-	-	0.2	0.1	0.1	存货周转天数	20	10	11	11	14
预付帐款	27.6	14.1	22.0	35.9	71.4	总资产周转天数	1,361	1,623	1,687	1,420	1,216
存货	21.3	22.8	46.7	40.2	119.5	投资资本周转天数	856	959	974	731	499
其他流动资产	16.6	6.1	77.8	33.5	39.1	投资回报率					
可供出售金融资产	77.3	129.6	78.1	95.0	100.9	ROE	9.1%	5.6%	10.0%	12.4%	12.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	5.2%	9.7%	11.2%	11.2%
长期股权投资	172.9	172.8	172.8	172.8	172.8	ROIC	12.8%	17.4%	17.7%	22.6%	27.5%
投资性房地产	-	3.7	3.7	3.7	3.7	费用率					
固定资产	60.7	57.8	51.7	45.6	39.6	销售费用率	7.7%	8.2%	4.6%	3.5%	2.7%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	13.7%	15.3%	15.3%	13.6%	11.9%
无形资产	0.8	117.9	101.5	85.0	68.6	财务费用率	-1.4%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	1,149.2	2,686.9	2,694.3	2,696.9	2,692.7	三费/营业收入	20.0%	22.4%	19.9%	17.1%	14.6%
资产总额	2,085.8	4,944.9	5,264.4	6,346.8	7,282.6	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	7.0%	10.3%	2.9%	9.2%	10.9%
应付帐款	117.0	409.9	101.8	511.7	708.8	负债权益比	7.6%	11.4%	3.0%	10.2%	12.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.28	3.65	14.85	5.64	5.40
其他流动负债	29.0	76.6	43.9	64.2	70.4	速动比率	4.13	3.60	14.53	5.57	5.24
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-26.21	-34.36			
其他非流动负债	0.7	21.5	8.2	10.2	13.3	分红指标					
负债总额	146.7	508.0	153.9	586.0	792.5	DPS(元)	0.02	0.03	0.06	0.08	0.10
少数股东权益	10.3	95.1	108.1	116.7	129.7	分红比率	9.6%	12.0%	10.7%	10.8%	11.1%
股本	422.4	844.9	916.4	916.4	916.4	股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%
留存收益	1,506.4	3,691.7	4,086.1	4,727.7	5,444.0						
股东权益	1,939.1	4,436.8	5,110.5	5,760.8	6,490.1						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	177.0	256.5	499.1	700.0	799.6	EPS(元)	0.21	0.20	0.54	0.76	0.87
加:折旧和摊销	7.5	14.6	22.5	22.5	22.5	BVPS(元)	2.28	5.14	5.46	6.16	6.94
资产减值准备	17.6	17.6	-	-	-	PE(X)	60.2	62.8	23.1	16.4	14.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	2.4	2.3	2.0	1.8
财务费用	-	-0.1	-	-	-	P/FCF	123.7	-8.6	47.2	13.2	11.4
投资损失	-26.2	0.4	-9.0	-12.0	-7.0	P/S	19.5	13.6	10.6	7.8	5.7
少数股东损益	0.8	12.9	13.0	8.6	13.0	EV/EBITDA	33.2	55.6	15.7	10.4	8.2
营运资金的变动	214.6	109.3	-284.9	146.0	194.6	CAGR(%)	58.8%	46.9%	62.6%	58.8%	46.9%
经营活动产生现金流量	214.7	303.9	240.7	865.2	1,022.6	PEG	1.0	1.3	0.4	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-104.7	-657.0	60.5	-4.9	1.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-12.3	1,098.7	161.6	-58.4	-83.2	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034