

评级：买入(首次)

市场价格：13.82

目标价格：16.52

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

分析师：熊亚威

执业证书编号：S0740517090002

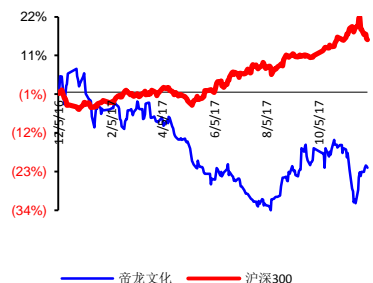
电话：

Email: xiongyw@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	851
流通股本(百万股)	524
市价(元)	13.82
市值(百万元)	11,764
流通市值(百万元)	7,245

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	895.18	1,650.07	2,963.42	3,622.58	4,270.94
增长率 yoy%	3.24%	84.33%	79.59%	22.24%	17.90%
净利润	85.80	378.69	571.73	728.02	887.79
增长率 yoy%	-13.38%	341.37%	50.98%	27.34%	21.95%
每股收益(元)	0.32	0.44	0.67	0.85	1.04
每股现金流量	0.51	0.36	0.88	0.78	0.97
净资产收益率	8.09%	8.26%	11.27%	12.55%	13.28%
P/E	63.84	40.68	20.59	16.17	13.26
PEG	—	0.12	0.40	0.59	0.60
P/B	5.17	3.36	2.32	2.03	1.76
备注：					

投资要点

- **并购美生元，切入游戏业务。**公司前身帝龙新材，2008年6月登陆A股，成为国内装饰纸行业首家上市公司。近几年由于装饰建材业务增长空间有限，公司通过转型寻求新增长，于2016年5月完成对美生元的收购，切入手游运营与研发业务，盈利能力及业务结构得到显著改善。
- **手游市场维持高景气，网络手游贡献大部分增量。**手游市场2016年市场规模同比增长近60%，2017年上半年仍维持了49.8%较高增速，在带动整体市场向上的同时，也在抢占端游与页游的份额。
 - **网络手游：**2013-2014年前后，端游大厂入局手游市场，在强大的研运能力、雄厚的资本支持以及大IP加持下爆款频出，成为手游市场发展的重要推动力。但目前市场也面临集中度提升、竞争激烈等问题。
 - **单机手游：**市场规模预计在100-200亿之间。市场相对平稳，集中度不高，具有产品类型多、轻度、受众广、留存时间短、开发成本低等特点，我们预测美生元目前市占率仅5%左右，未来将受益于集中度提升。
- **A股单机手游龙头，研发与运营能力突出，持续盈利能力强。**公司坚持研发与代理发行相结合的模式，自研了《开心宝贝向前冲》《猪猪侠爱射击》等精品游戏，2016年研发投入同比增长83%。同时，与百余家渠道合作发行了《街机海王捕鱼》、《糖果消消乐3》等明星移动休闲游戏。公司预计2018-2020年年均计划上线7款自研游戏，超过160款代理游戏，储备丰富。
- **单机转网游或成新亮点，网络手游进入收获期。**目前国内排名靠前的游戏厂商基本都是端转手或页转手而来，一旦做出畅销的手游，将为公司带来质的变化。公司从2015年开始布局网络手游运营，联合运营了《斗破苍穹》、《白发魔女传》等多款网络手游，2017年开启独代之路，9月推出了3D空战手游《浴血长空》，获得苹果商店长达半个月的手游推荐，在多国Google Play畅销榜排名前十。同时，有望于近期上线AR 3D动作卡牌类手游《次元召唤师》，创新的AR+ABS体验，表现值得期待。
- **广告业务快速发展，泛娱乐战略积极推进。**公司在发行运营游戏的过程中，积累了客户、渠道及广告平台等资源，丰富了推广营销的经验，在此基础上，不断拓展广告代理业务。同时，公司以IP为核心，积极布局游戏、影视、综艺、动漫等泛娱乐产业链，有望率先获得突破的是影游与漫游联动，公司在对IP

进行手游改编方面已积累丰富的经验，动漫 IP 方面出品过游戏《开心宝贝向前冲》、《猪猪侠之终极对决》等作品，影视综艺 IP 方面出品过《闪亮的爸爸》、《二十四小时》等作品。

- **盈利预测及投资建议：**帝龙文化 2017-2019 年实现营收分别为 29.63 亿元、36.23 亿元、42.71 亿元，同比增长 79.59%、22.24%、17.90%；实现归母净利润分别为 5.72 亿元、7.28 亿元、8.88 亿元，同比增长 50.98%、27.34%、21.95%；采用分部估值法，以 2017 年行业一致预期估值为基准，目前游戏与建材行业估值水平较为接近，整体给予 24.6 倍 PE，目标价 16.52 元，首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：**1) 游戏流水不达预期；2) 市场竞争加剧；3) 项目进程不达预期；4) 相关假设可实现性及估算数据合理性风险；5) 系统性风险。

内容目录

并购美生元，切入游戏业务	- 5 -
传统业务空间有限，转型寻求新增长	- 5 -
余海峰为第一大股东，姜氏家族为实际控制人	- 6 -
收购美生元，盈利能力显著改善	- 7 -
移动游戏市场维持高景气	- 8 -
游戏市场稳健增长，手游维持高景气	- 8 -
网络手游爆款频出，贡献大部分增量	- 9 -
单机手游市场平稳，集中度有望提升	- 11 -
网络手游进入收获期，泛娱乐战略积极推进	- 14 -
A 股单机手游龙头，业绩对赌彰显信心	- 14 -
单机游戏优势明显	- 15 -
网游+广告打开新空间，单转网或成新亮点	- 17 -
以 IP 为核心，泛娱乐战略积极推进	- 18 -
盈利预测与估值	- 19 -
盈利假设与盈利预测	- 19 -
估值与投资建议	- 19 -
风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1：帝龙文化发展历程	- 5 -
图表 2：公司装饰建材业务收入	- 6 -
图表 3：帝龙文化股权结构图（截止 2017 年 Q3）	- 6 -
图表 4：公司营收及增速	- 7 -
图表 5：公司归母净利及增速	- 7 -
图表 6：公司主营业务结构	- 7 -
图表 7：公司毛利率与净利率情况	- 8 -
图表 8：公司三费率情况	- 8 -
图表 9：国内游戏市场规模及增速	- 8 -
图表 10：国内游戏用户规模及增速	- 8 -
图表 11：端游市场规模及增速	- 9 -
图表 12：页游市场规模及增速	- 9 -
图表 13：手游市场规模及增速	- 9 -
图表 14：苹果商店 2017 年 10 月收入排名前十的应用均为网络手游	- 10 -
图表 15：前 10 名移动游戏收入占比不断提升	- 11 -

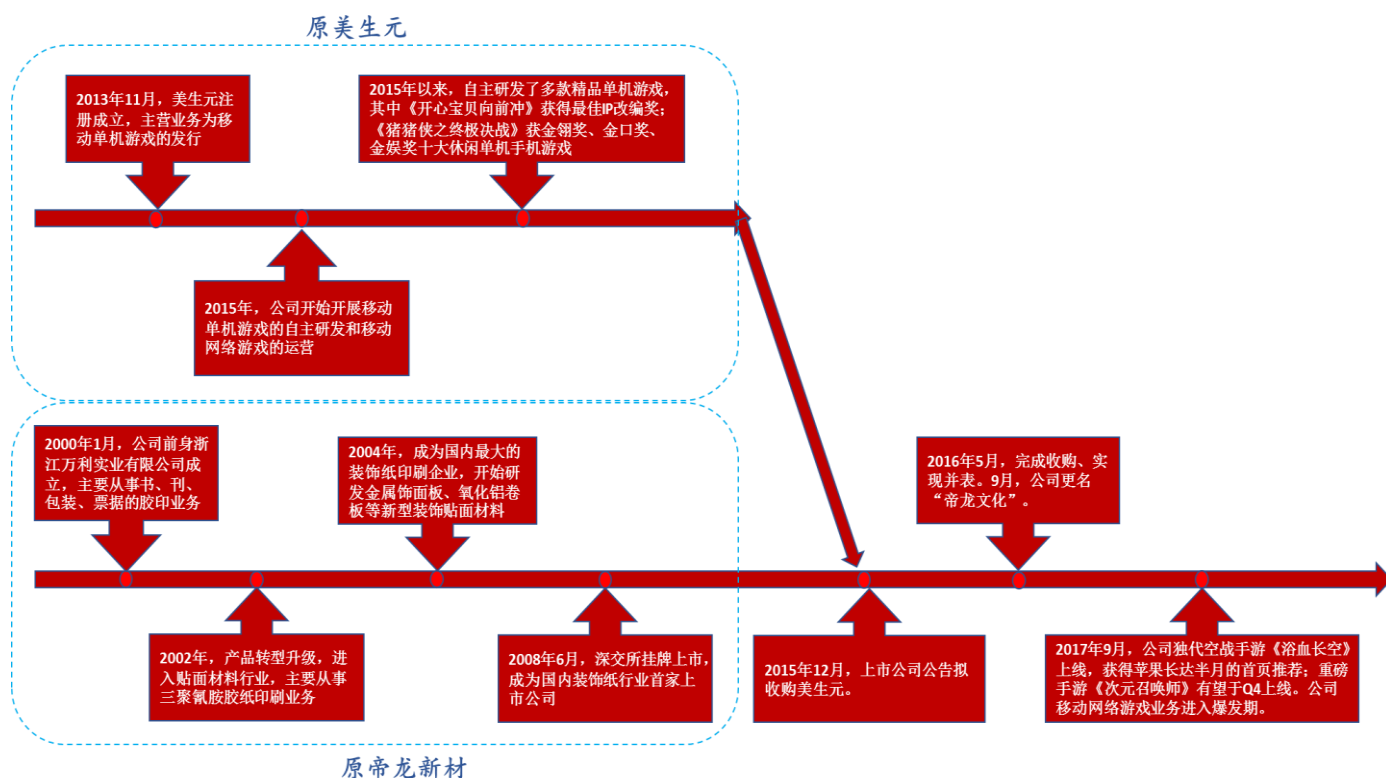
图表 16: 2016 年网易腾讯市占率超 6 成.....	- 11 -
图表 17: 从角度一测算单机手游市场规模.....	- 11 -
图表 18: 从角度二测算单机手游市场规模.....	- 12 -
图表 19: 单机手游数量占比远高于网络手游.....	- 12 -
图表 20: 移动单机游戏产业链.....	- 13 -
图表 21: 单机手游的渠道介绍.....	- 13 -
图表 22: 单机手游各环节收益方式及分成比例.....	- 14 -
图表 23: 美生元的泛娱乐战略.....	- 14 -
图表 24: 美生元业绩完成情况 (橙色区域为预测值).....	- 15 -
图表 25: 美生元自研产品.....	- 15 -
图表 26: 公司主营游戏产品情况.....	- 16 -
图表 27: 美生元产品上线计划.....	- 16 -
图表 28: 美生元单机手游运营数据.....	- 16 -
图表 29: 美生元联合运营的《白发魔女》.....	- 17 -
图表 30: 美生元联合运营的《斗破苍穹》.....	- 17 -
图表 31: 美生元独家代理的《浴血长空》.....	- 17 -
图表 32: 美生元独家代理的《次元召唤师》.....	- 17 -
图表 33: 公司部分 IP 改编游戏作品.....	- 18 -
图表 34: 帝龙文化分业务业绩拆分 (单位: 百万元).....	- 19 -
图表 35: 相关上市公司估值参考.....	- 20 -
图表 36: 帝龙文化财务报表预测.....	- 21 -

并购美生元，切入游戏业务

传统业务空间有限，转型寻求新增长

- 公司前身帝龙新材，成立于2000年。2008年6月登陆A股，成为国内装饰纸行业首家上市公司。2016年5月作价34亿元，完成对美生元的收购，切入手游运营与研发，后更名“帝龙文化”。目前泛娱乐战略正稳步推进。

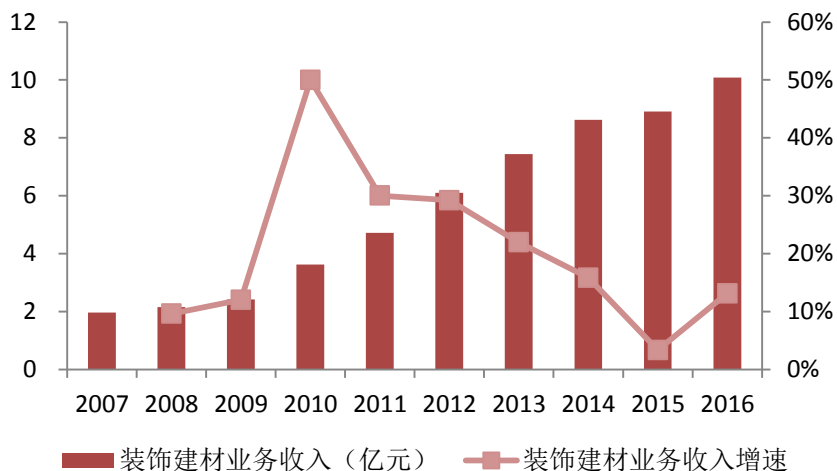
图表 1：帝龙文化发展历程



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- 公司装饰建材的传统业务稳定增长，但从2012年开始营收增速逐年下滑，到2015年增速仅为3%，转型需求较为迫切，并购成为相对高效的选择。

图表 2：公司装饰建材业务收入

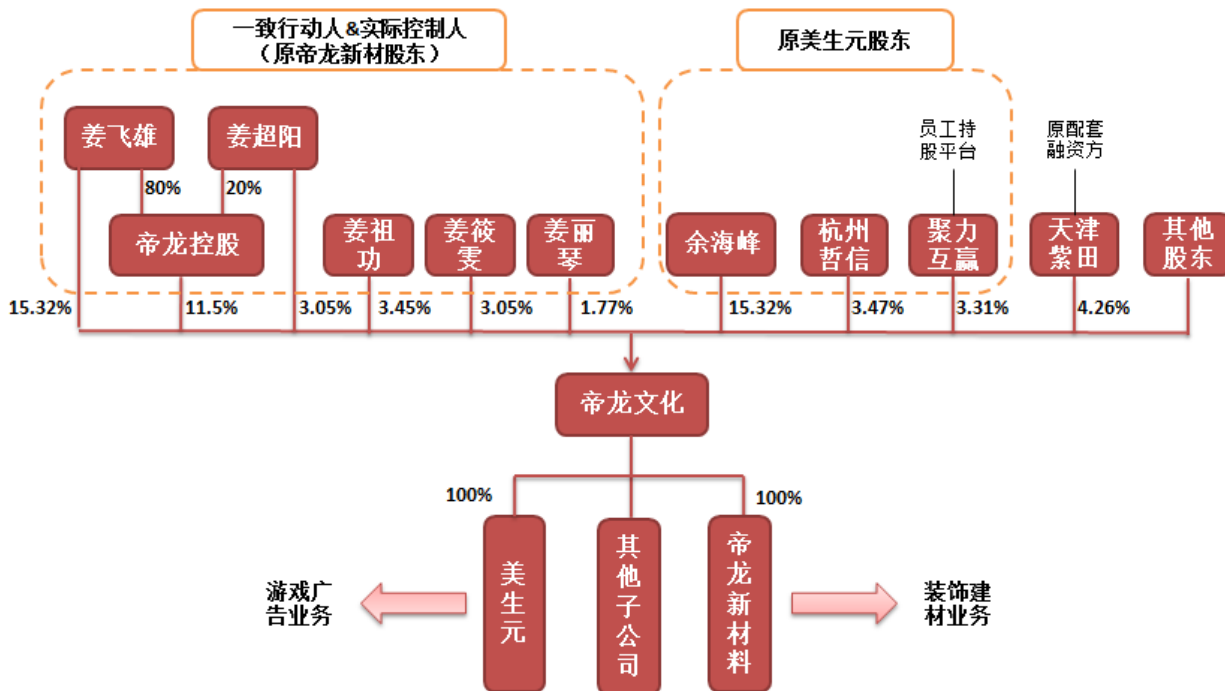


来源：公司公告，中泰证券研究所

余海峰为第一大股东，姜氏家族为实际控制人

- 完成对美生元的收购后，公司第一大股东为美生元董事长余海峰，实际控制人仍为姜氏家族。

图表 3：帝龙文化股权结构图（截止 2017 年 Q3）

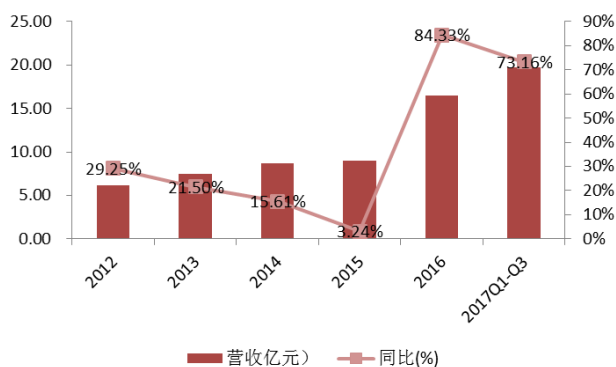


来源：公司公告，中泰证券研究所

收购美生元，盈利能力显著改善

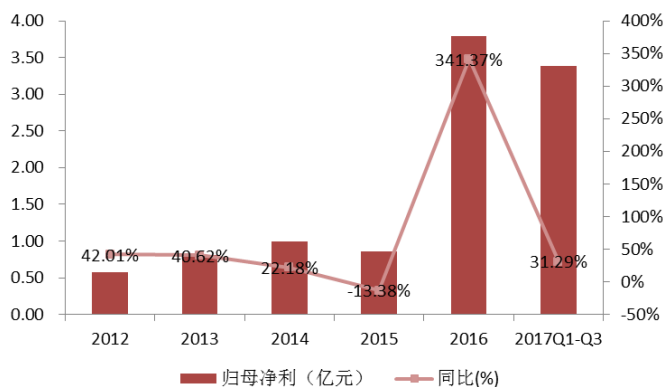
- 收购美生元，公司盈利能力及业务结构得到显著改善。公司在 2016 年 5 月完成对美生元的收购，并表仅 7 月有余，便贡献了总营收的 38.48%，净利润的 67.70%。收购前，公司营收净利增速已呈现出逐年下滑的趋势，尤其在 2015 年归母净利出现负增长，传统业务空间有限。

图表 4：公司营收及增速



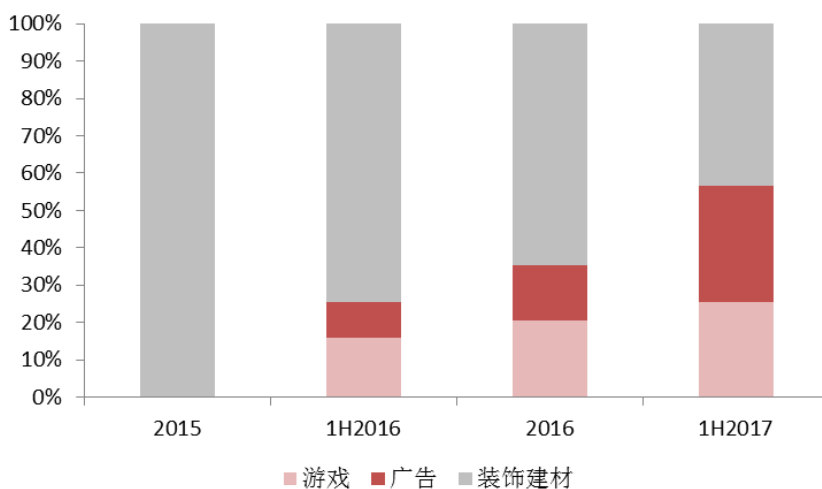
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：公司归母净利及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

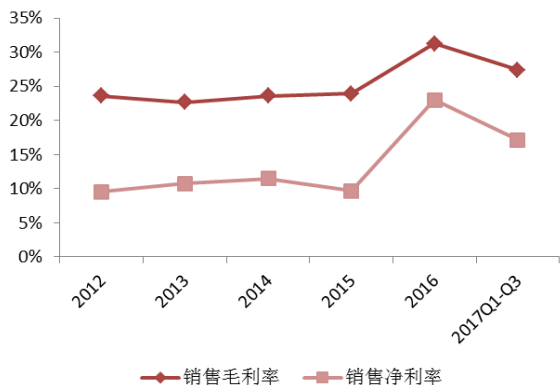
图表 6：公司主营业务结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

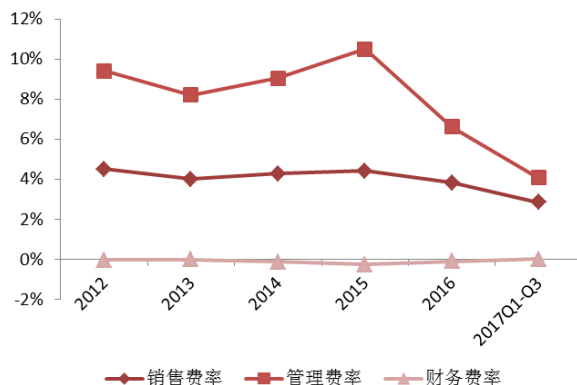
- 利润率提升明显，费用率显著下降。公司主业已由单一装饰建材扩展到与游戏广告双轮驱动，游戏业务具有较高的利润率，对公司的相关指标改善明显。

图表 7：公司毛利率与净利率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：公司三费率情况



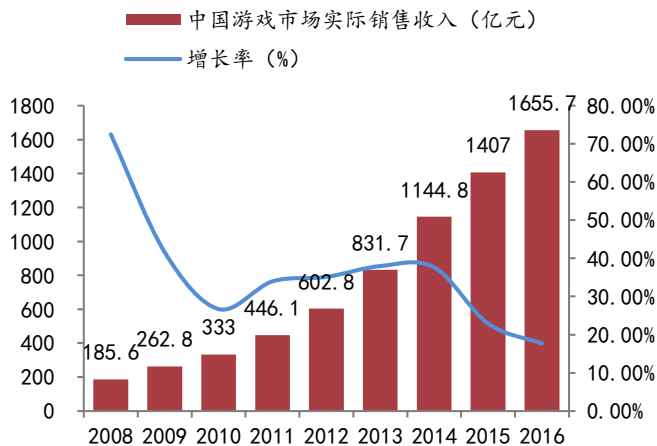
来源：公司公告，中泰证券研究所

移动游戏市场维持高景气

游戏市场稳健增长，手游维持高景气

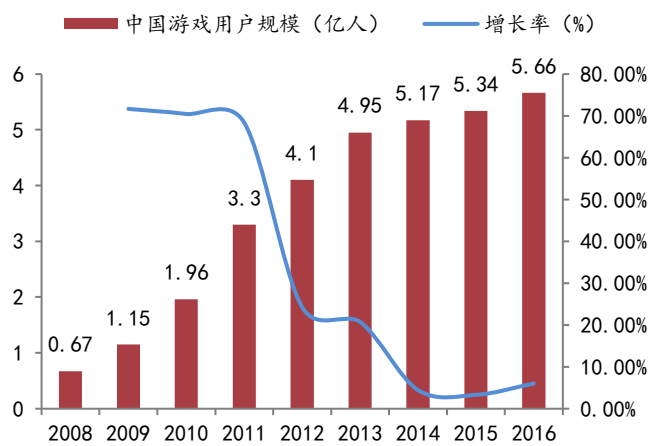
- 游戏市场整体稳健，增长动力由玩家数量提升转变为 ARPU 值提升。2016 年中国游戏产业总规模达 1655.7 亿元，同比增长 17.6%，增速继续呈现放缓态势。而同期用户数的增长不到 6%，用户红利逐渐消退，未来市场增长将更多依靠 ARPU 值提升。

图表 9：国内游戏市场规模及增速



来源：GPC IDC and CNG，中泰证券研究所

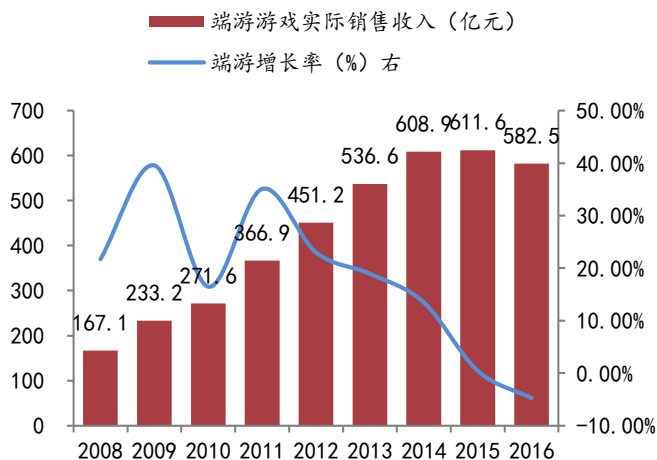
图表 10：国内游戏用户规模及增速



来源：GPC IDC and CNG，中泰证券研究所

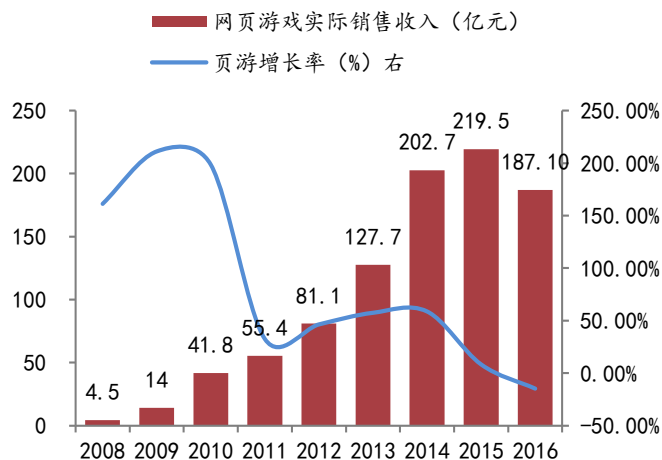
- 手游高景气，端游稳定，页游下滑。从细分品类来看，移动游戏 2016 年同比增长近 60%，与此同时，端游与页游均出现首次下滑，手游在带动整体市场向上的同时，也在抢占端游与页游的份额。2017 年上半年，手游市场仍维持了 49.8% 的较高增速，景气度有望延续。

图表 11: 端游市场规模及增速



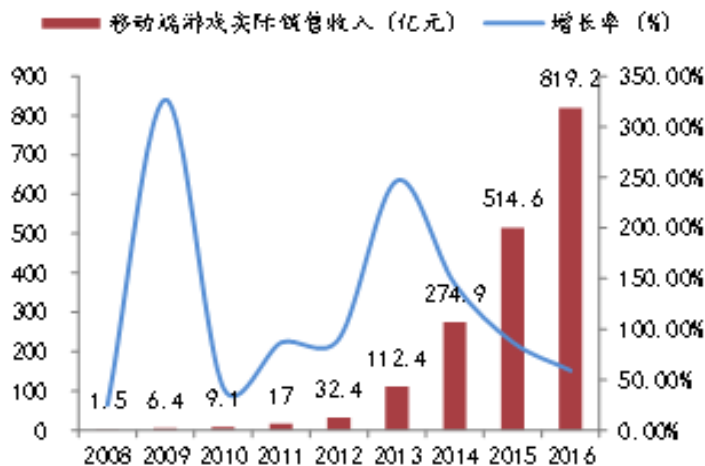
来源: GPC IDC and CNG, 中泰证券研究所

图表 12: 页游市场规模及增速



来源: GPC IDC and CNG, 中泰证券研究所

图表 13: 手游市场规模及增速



来源: GPC IDC and CNG, 中泰证券研究所

网络手游爆款频出, 贡献大部分增量

- 移动网络游戏爆款频出, 贡献大部分增量。2013-2014 年前后, 腾讯、网易、完美、盛大等端游大厂入局手游市场, 在强大的研运能力、雄厚的资本支持、拥有众多粉丝的大 IP 加持下, 诞生了一大批的爆款手游, 绝大部分为网络手游, 成为手游市场发展的重要推动力。例如 2017 年上半年的王者荣耀, 高峰时月流水达到 20 亿元, 为市场保持高增长贡献大。

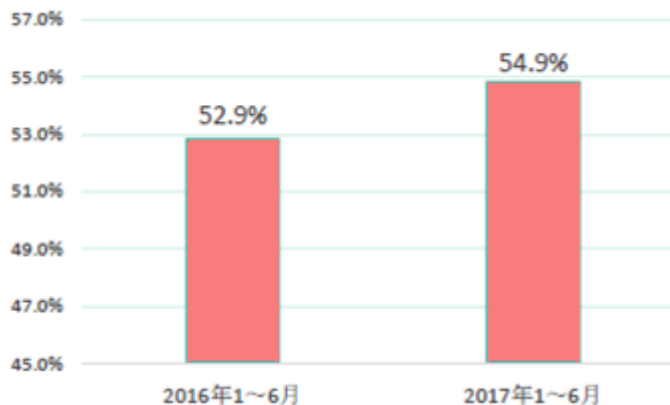
图表 14: 苹果商店 2017 年 10 月收入排名前十的应用均为网络手游

#	收入排行	
1	 Honour of Kings (王者荣耀)	=
2	 Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	=
3	 Tencent Video (腾讯视频)	▲2
4	 Ghost (倩女幽魂)	▲3
5	 The Legend of Sword and Fairy 5 (仙剑奇侠传五)	▼2
6	 Novoland the Castle in the Sky (九州天空城3D)	▼2
7	 Onmyoji (阴阳师)	▲1
8	 The Demi-Gods and Semi-Devils Mobile (天龙八部手游)	▼2
9	 Fate/Grand Order	▲3
10	 King Of Chaos (乱世王者)	▼1

来源: APP Annie, 中泰证券研究所

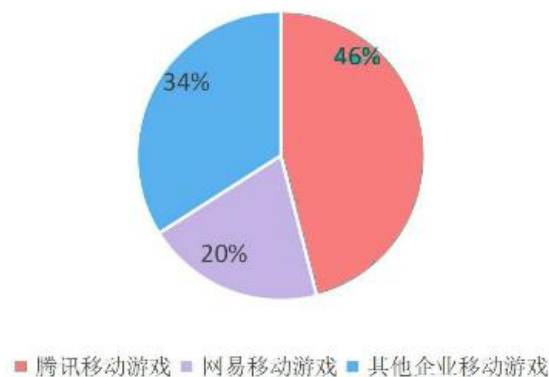
- **集中度提升, 竞争激烈。**市场高速发展的同时, 行业面临的是更加激烈的竞争, 国内市场目前已形成了两超多强的格局, 腾讯网易市占率超过 6 成。

图表 15: 前 10 名移动游戏收入占比不断提升



来源: GPC IDC and CNG, 中泰证券研究所

图表 16: 2016 年网易腾讯市占率超 6 成



来源: GPC IDC and CNG, 中泰证券研究所

单机手游市场平稳, 集中度有望提升

- **单机手游市场规模预计在 100-200 亿之间。**由于单机手游市场没有最新的权威统计数据, 因此我们从三个角度对市场规模进行测算, 判断目前市场规模在 100-200 亿之间:
 - (1) 以 2014 年数据为基准, 按照游戏市场平均增速测算。根据 GPC、IDC、CNG 发布的《2014 年中国游戏市场产业报告》, 移动单机游戏占移动游戏市场比例为 21.7%, 即 2014 年单机手游市场规模为 59.65 亿元。2014-2016 年, 游戏市场年均复合增速 20.26%, 手游市场年均复合增速 72.63%, 作为移动游戏细分品类的单机手游, 我们认为其市场增速介于整体游戏市场增速与手游市场增速之间。

图表 17: 从角度一测算单机手游市场规模

条件	2014 年市场规模 (亿元)	2014-2017 预测 年均复合增速	2017 年市场规模 预测 (亿元)	中值
保守	59.65	20%	103.08	133.38
乐观		40%	163.68	

来源: 中泰证券研究所

- (2) 从用户数与 ARPU 值的角度测算。A 股上市公司中主业为单机手游的公司不多, 目前规模相对比较大的有帝龙文化旗下的美生元和慈文传媒旗下的赞成科技。根据两家公司游戏的公开数据, 不同游戏间差别较大, 但整体来看, 付费用户占总用户比例在 10%-20% 之间, 付费用户月均 ARPU 值在 10-30 元之间, 并有逐年上升趋势。

图表 18：从角度二测算单机手游市场规模

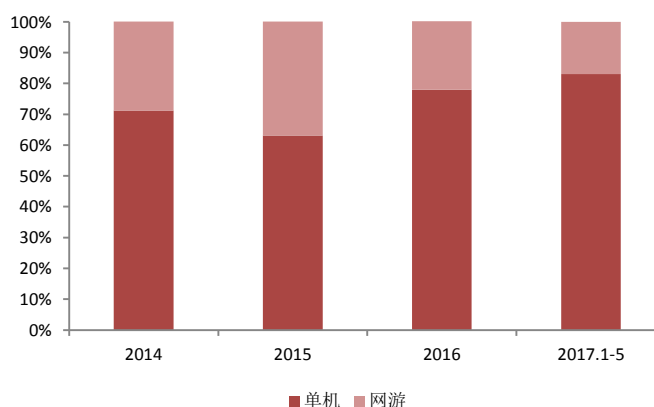
条件	用户规模 (亿人)	付费用户占比	付费用户月均 ARPU 值 (元)	2017 年市场规模 预测 (亿元)	中值
保守	4	10%	10	48	168.00
乐观		20%	30	288	

来源：中泰证券研究所

➢ (3) 根据市场占比来看，我们预测 2017 年单机手游市场规模不超过 240 亿元。2014 年单机手游市场占比为 21.7%，近两年网络手游市场快速增长，虽然单机手游随手游市场一同上升，但占比将有所下降。因此我们判断 2017 年单机手游占手游市场规模比例不超过 21.7%。2017 年上半年，手游市场整体增速近 50%，我们预测全年增速有望超 40%，市场规模有较大概率超过 1100 亿元，对应单机手游市场规模 240 亿元。

■ 市场相对平稳，公司将受益集中度提升。

- 相对于网络手游，单机手游虽增长空间有限，但相对平稳，且竞争没有那么激烈，市场集中度不高，具有产品类型多、轻度、受众广、留存时间短、开发成本低等特点，同时渠道资源更加场景化、碎片化、长尾化。
- 总体来看，单机移动游戏市场稳定，盈利前景较好，《开心消消乐》、《我的世界》等爆款游戏的诞生证明了市场仍有巨大潜力。
- 对于率先登陆 A 股市场获得资本助力、拥有较强研运优势及丰富经验的美元来说，公司将更有机会受益于市场集中度提升。我们预测今年公司单机游戏业务营收超过 8 亿元，若按照市场规模 150 亿元测算，市占率仅 5% 左右，未来仍有较大的提升空间。

图表 19：单机手游数量占比远高于网络手游


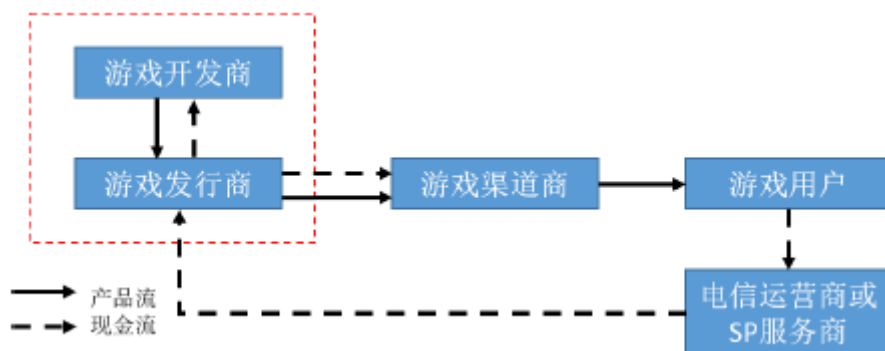
来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

■ 运营商发挥较大作用，渠道多元且分散。与网络手游相比，单机手游的不同点除了对网络的需求外，还有运营商发挥的作用、盈利模式及渠道等。

- 单机游戏产业链中，电信运营商或 SP 服务商主要为游戏用户购买

虚拟道具提供支付与结算业务通道。这是在移动互联网不发达、互联网支付不完善的历史环境下形成的。

图表 20：移动单机游戏产业链



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 单机手游的渠道分为线上线下的，更加多元且分散。

图表 21：单机手游的渠道介绍

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

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 盈利模式方面单机游戏除了道具收费外，有许多游戏不设置收费项，但植入广告，单机游戏除了是变现渠道外还是天然的流量入口。越来越多的网络游戏选择在单机游戏上投放广告，使得转化率大大提高。产业链已形成成熟的收益及分成模式。

图表 22：单机手游各环节收益方式及分成比例

产业链环节	获取收益的方式及分成比例
电信运营商	移动单机游戏用户以短信确认缴费后，电信运营商取得信息费收入。根据协议约定，分成比例一般为结算信息费的15%-40%。
SP服务商	扣除电信运营商分成及坏账后，SP服务商取得信息费结算款分成。根据协议约定，分成比例一般为信息费结算款的10~30%。运营商坏账比例一般为结算信息费的3%-10%，由SP服务商与发行商按照两者间的分成比例共同承担。
发行商	扣除电信运营商分成及坏账、SP服务商分成后，发行商取得信息费结算款分成并确认收入。根据协议约定，分成比例一般为信息费结算款的70~90%。运营商坏账比例一般为结算信息费的3%-10%，由SP服务商与发行商按照两者间的分成比例共同承担。
渠道商	根据与发行商的协议约定，若按照CPS模式结算，则以发行商的统计数据为准，获得结算基数的35%-50%并确认收入；若按照CPA模式结算，则以发行商统计数据为准，按照结算单价进行结算并确认收入。
开发商	根据与发行商的协议约定，若按照CPS模式结算，以发行商的统计数据为准，获得结算基数的10%-40%并确认收入；若取得授权费，则根据协议约定一次性确认收入或作为预收分成款在发行运营期间分期确认收入。

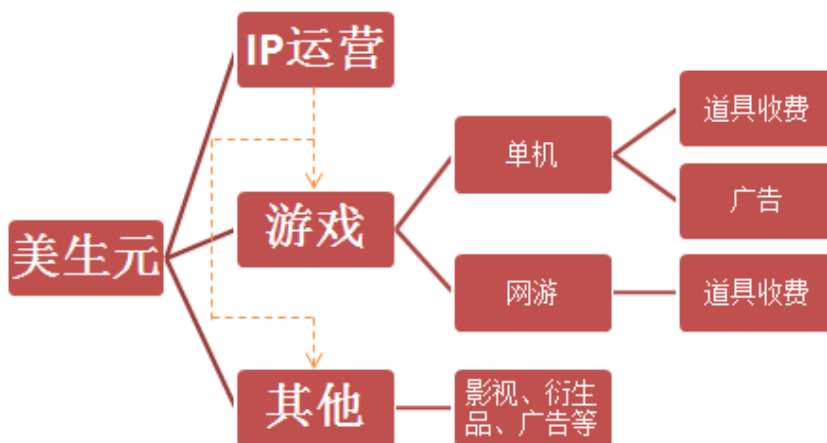
来源：公司公告，中泰证券研究所

网络手游进入收获期，泛娱乐战略积极推进

A 股单机手游龙头，业绩对赌彰显信心

- **游戏为基，进行泛娱乐探索与布局。**美生元于 2013 年成立，主营业务为单机手游的发行。2015 年开始，公司进军单机游戏的自主研发及移动网络游戏的运营，并拓展广告等新的变现点。未来，公司有望在泛娱乐领域进行更多的探索与布局。

图表 23：美生元的泛娱乐战略



来源：中泰证券研究所

- **业绩对赌彰显信心。**原美生元核心股东余海峰、聚力互盈、天津乐橙、火凤天翔在并购时承诺美生元 2015-2017 年归母净利润（扣除股份支付损益）不低于 1.8 亿、3.2 亿、4.68 亿元，年复合增速 61.58%，彰显原核心股东对公司发展的信心，2015/2016 年均超额完成。

图表 24：美生元业绩完成情况（橙色区域为预测值）

时间	2015 年	2016 年	2017 年
承诺业绩（亿元）	1.8	3.2	4.68
增速		77.78%	46.25%
实际/预测业绩（亿元）	1.85	3.65	4.83
增速		97.30%	32.33%
完成度	103%	114%	103%

来源：公司公告，中泰证券研究所

单机游戏优势明显

- **研发与运营能力突出。**美生元的单机手游聚焦于捕鱼类、飞行射击类、动作类、跑酷类、策略塔防类等。
 - 公司自研了《开心宝贝向前冲》《开心超人打灰机》《猪猪侠爱射击》等精品游戏，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”，月流水峰值 339.46 万元。近年来，美生元对研发团队进行了扩充，加大了研发人员的储备。2016 年，公司拥有研发人员 220 人，数量占比 13.14%，同比增长 41.03%；研发投入 3547.52 万元，同比增长 83.27%。

图表 25：美生元自研产品


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 美生元坚持自主研发与代理发行相结合的模式，目前共与多家研发商建立了移动游戏代理发行合作关系，2016 年公司与百余家渠道合作发行了《街机海王捕鱼》、《消除星星无限版》、《跑跑西游记》和《糖果消消乐 3》等多款明星移动休闲游戏。代理游戏《全民僵尸大战》月流水峰值达到 1290.26 万元，上线 9 个月有 5 个月的流水超过 1000 万元。

图表 26: 公司主营游戏产品情况

游戏名称	类别	取得方式	月流水峰值 (万元)	预计生命周期(月)
全民僵尸大战	射击	代理	1290.26	16
金蟾千炮捕鱼	捕鱼	代理	1037.36	14
欢乐捕鱼夏日版	捕鱼	代理	963.03	11
新捕鱼 2014	捕鱼	代理	626.67	15
千炮狂鲨	捕鱼	代理	543.46	14
天天爱跑酷	跑酷	代理	1056.97	14
空战神鹰 2014	飞行射击	代理	267.92	20
空战神鹰 2013	飞行射击	代理	177.07	18
POP 星冰乐	消除	代理	454	14
开心宝贝向前冲	飞行射击	自研	339.46	11
开心超人打灰机	飞行射击	自研	159.04	9
猪猪侠爱射击	飞行射击	自研	约 170	/

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **储备丰富, 持续盈利能力强。**公司预计 2018-2020 年年均计划上线 7 款自研游戏, 超过 160 款代理游戏, 储备丰富。同手拥有多笔在手合同, 持续盈利能力强。

图表 27: 美生元产品上线计划

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

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **多项数据持续向好。**公司付费用户数及 ARPU 值均呈现稳健上升的态势, 未来仍有空间。

图表 28: 美生元单机手游运营数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
信息费(流水)	6,442.77	11,866.09	48,156.62
新增用户数	2,934.02	4,442.54	10,699.96
付费用户数	620.27	940.49	2,350.51
新增 ARPU 值	2.20 元	2.67 元	4.50 元
付费 ARPU 值	10.37 元	12.62 元	20.49

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

网游+广告打开新空间，单转网或成新亮点

- **单机转网游或成新亮点。**随着移动互联网兴起，众多游戏厂商转型手游，目前排名靠前的厂商基本都是端转手或页转手而来，例如端转手的腾讯、网易、完美，页转手的三七、恺英。一旦做出畅销的手游，将为公司带来质的变化。
 - **联合运营入手。**美生元从2015年开始布局网络手游运营，2016年联合运营了《斗破苍穹》、《白发魔女传》等多款网络手游。

图表 29：美生元联合运营的《白发魔女》



来源：中泰证券研究所

图表 30：美生元联合运营的《斗破苍穹》



来源：中泰证券研究所

- **开启独代之路，网络手游进入收获期。**经过两年多的储备与积累，2017年9月美生元推出了独代的3D空战类手游《浴血长空》，获得苹果商店长达半个月的手游推荐，在伊朗、伊拉克等多国 Google Play 畅销榜排名前十。同时，有望于近期上线 AR 3D 动作卡牌类手游《次元召唤师》，创新的 AR+ABS 体验，表现值得期待。

图表 31：美生元独家代理的《浴血长空》



来源：美生元官网，中泰证券研究所

图表 32：美生元独家代理的《次元召唤师》



来源：美生元官网，中泰证券研究所

- **借助渠道与客户等资源优势，广告业务快速发展。**
 - 一方面，公司在发行运营游戏的过程中，积累了客户、渠道及广告平台等资源，丰富了推广营销的经验，在此基础上，不断拓展广告

代理业务。目前已与腾讯广点通建立了良好的合作关系，美生元接入广点通的代理业务，对接广告主与广点通，从中获取分成。

- 另一方面,公司运营的单机手游本身就是流量入口,可以投放广告,给玩家更多的选择(可以付费玩游戏,也可以免费玩但要接受广告推送),目前越来越多的游戏公司选择在上面投放广告,可以更加精准的到达游戏人群。

以 IP 为核心，泛娱乐战略积极推进

- 公司以 IP 为核心，积极布局游戏、影视、综艺、动漫等泛娱乐产业链，未来有望形成联动与协同。互联网时代，最重要的资源之一便是流量，而 IP 自带流量，围绕 IP 进行全产业链开发是行业发展的趋势。公司将通过购买、投资、联合开发等多种方式获取优质 IP 资源，并进行全产业链开发以实现变现。
- 有望率先获得突破的是影游与漫游联动。
 - 一方面，公司将加大对 IP 储备以及影视剧、综艺、动漫的投资。美生元于 2017 年初成立全资子公司霍尔果斯墨龙影业公司，后续将加快投资步伐。
 - 另一方面，公司将 IP 进行游戏化变现。公司在对 IP 进行手游改编方面已积累丰富的经验，动漫 IP 方面出品过游戏《开心宝贝向前冲》、《猪猪侠之终极对决》等作品，影视综艺 IP 方面出品过《闪亮的爸爸》、《二十四小时》等作品。

图表 33：公司部分 IP 改编游戏作品



来源：美生元官网，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利假设与盈利预测

- 我们对公司的预测基于一定假设的基础上，主要有如下几点：
 - 假设一：公司业务不发生重大变化，经营稳定；
 - 假设二：游戏行业不发生重大政策变化；
 - 假设三：游戏市场相对稳定，用户喜好不发生重大变化；
 - 假设四：主要合作渠道商不发生重大变化；
 - 假设五：短期不出现新的技术及商业模式颠覆现有游戏生态。
- 我们预测帝龙文化 2017-2019 年实现营收分别为 29.63 亿元、36.23 亿元、42.71 亿元，同比增长 79.59%、22.24%、17.90%；实现归母净利润分别为 5.72 亿元、7.28 亿元、8.88 亿元，同比增长 50.98%、27.34%、21.95%；对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.67 元、0.85 元、1.04 元。
- 公司在 2017 年三季报披露 2017 年全年预计实现净利润 5.3 亿-6.8 亿，我们预测的 2017 年净利润值在此区间内，因此相对合理。

图表 34：帝龙文化分业务业绩拆分（单位：百万元）

美生元	2017e	2018e	2019e
营业收入	1864.41	2468.61	3059.28
净利润	484.75	636.90	795.41
传统业务	2017e	2018e	2019e
营业收入	1099.01	1153.97	1211.66
净利润	86.98	91.12	92.38

来源：中泰证券研究所

估值与投资建议

- 根据公司当前股价，对应 2017-2019 年 PE 分别为 20.26 倍、15.91 倍、13.05 倍。我们采取分部估值的方式对公司未来股价空间进行测算，若以 wind 一致预期做基准，游戏行业 2017-2018 年平均估值分别为 24.60 倍、19.69 倍，建材行业平均为 25.39 倍、19.43 倍，因为二者较为接近，我们整体给予较低倍数的 PE。若以 2017 年为基准，整体给予 24.6 倍 PE，对应目标价 16.52 元；若以 2018 年为基准，整体给予 19.43 倍 PE，对应目标价 16.61 元，两个目标价相差不大。由于公司已给出了 2017 全年的业绩区间，因此 2017 年业绩的不确定性大幅降低，我们以 2017 年的参数为基准，给予目标价 16.52 元，首次覆盖，给予买入评级。

图表 35：相关上市公司估值参考

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS		PE	
					2017E	2018E	2017E	2018E
游戏相关								
300418	昆仑万维	11.52	244.55	21.23	0.87	1.10	24.41	19.30
300315	掌趣科技	27.58	170.44	6.18	0.27	0.35	23.20	17.54
002517	恺英网络	14.35	353.01	24.60	1.01	1.10	24.26	22.36
002174	游族网络	8.61	183.37	21.29	0.94	1.29	22.58	16.47
002624	完美世界	13.15	412.03	31.34	1.13	1.42	27.65	22.01
002555	三七互娱	21.48	431.34	20.08	0.79	0.98	25.48	20.48
平均PE							24.60	19.69
建材相关								
002271	东方雨虹	8.82	323.20	36.65	1.49	1.96	24.62	18.70
600293	三峡新材	11.62	91.81	7.90	0.33	0.42	23.72	19.00
002080	中材科技	8.07	190.81	23.65	1.03	1.39	22.93	17.00
002372	伟星新材	10.08	176.57	17.51	0.83	1.02	21.06	17.20
002718	友邦吊顶	0.88	44.34	50.60	1.74	2.38	29.07	21.28
600172	黄河旋风	14.26	133.93	9.39	0.30	0.40	30.97	23.38
平均PE							25.39	19.43

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- **游戏流水不达预期。**一款游戏是否能够成为爆款，被大众接受和喜爱存在不确定性。
- **市场竞争加剧。**公司进军网络手游及泛娱乐相关业务面临激烈竞争。
- **项目进程不及预期。**公司的游戏、泛娱乐项目推出进度存在不确定性。
- **相关假设可实现性及估算数据合理性风险。**相关假设及估算数据是基于过往情况对未来进行预测，存在不确定性。
- **市场风险偏好下行风险。**市场风险偏好有不断下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 36：帝龙文化财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	867	895	1,650	2,963	3,623	4,271	货币资金	55	88	296	1,084	1,715	2,591
增长率	15.61%	3.2%	84.3%	79.6%	22.2%	17.9%	应收账款	165	173	582	687	840	990
营业成本	-663	-681	-1,134	-2,068	-2,487	-2,892	存货	108	112	105	142	170	198
%销售收入	76.4%	76.1%	68.7%	69.8%	68.7%	67.7%	其他流动资产	436	504	432	508	529	549
毛利	205	214	516	896	1,135	1,378	流动资产	764	877	1,416	2,420	3,254	4,328
%销售收入	23.6%	23.9%	31.3%	30.2%	31.3%	32.3%	%总资产	62.1%	65.7%	28.4%	40.5%	48.0%	55.3%
营业税金及附加	-5	-5	-13	-22	-27	-32	长期投资	47	45	8	18	27	35
%销售收入	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	339	324	344	319	285	251
营业费用	-37	-40	-63	-93	-114	-134	%总资产	27.6%	24.3%	6.9%	5.3%	4.2%	3.2%
%销售收入	4.3%	4.4%	3.8%	3.1%	3.1%	3.1%	无形资产	77	76	3,185	3,179	3,179	3,179
管理费用	-78	-94	-109	-133	-163	-192	非流动资产	466	457	3,572	3,550	3,525	3,499
%销售收入	9.0%	10.5%	6.6%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	37.9%	34.3%	71.6%	59.5%	52.0%	44.7%
息税前利润 (EBIT)	84	76	331	647	832	1,020	资产总计	1,230	1,334	4,987	5,971	6,779	7,827
%销售收入	9.7%	8.4%	20.0%	21.8%	23.0%	23.9%	短期借款	0	0	6	6	6	6
财务费用	1	2	1	0	0	0	应付款项	142	169	318	669	806	939
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	45	49	67	210	151	176
资产减值损失	-3	-9	-15	0	0	0	流动负债	187	218	392	886	964	1,121
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	15	18	11	18	18	18	其他长期负债	37	36	11	11	11	11
%税前利润	13.2%	18.1%	2.8%	2.7%	2.1%	1.7%	负债	224	254	403	897	975	1,132
营业利润	97	87	328	665	850	1,038	普通股股东权益	987	1,060	4,585	5,071	5,799	6,687
营业利润率	11.2%	9.7%	19.9%	22.4%	23.5%	24.3%	少数股东权益	19	20	0	2	5	8
营业外收支	16	12	66	10	10	10	负债股东权益合计	1,230	1,334	4,987	5,971	6,779	7,827
税前利润	113	99	394	675	860	1,048	比率分析						
利润率	13.0%	11.0%	23.9%	22.8%	23.7%	24.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-13	-12	-14	-101	-129	-157	每股指标						
所得税率	11.9%	12.5%	3.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	0.375	0.324	0.445	0.671	0.855	1.042
净利润	99	86	380	574	731	891	每股净资产(元)	3.734	4.009	5.383	5.955	6.810	7.852
少数股东损益	0	1	1	2	3	3	每股经营现金净流(元)	0.292	0.508	0.359	0.922	0.818	1.005
归属于母公司的净利润	99	86	379	572	728	888	每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	11.4%	9.6%	22.9%	19.3%	20.1%	20.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.03%	8.09%	8.26%	11.27%	12.55%	13.28%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	8.05%	6.43%	7.59%	9.58%	10.74%	11.34%
净利润	99	86	380	574	731	891	投入资本收益率	8.20%	6.99%	7.43%	13.83%	17.37%	21.28%
少数股东损益	0	0	0	2	3	3	增长率						
非现金支出	35	44	60	46	34	34	营业总收入增长率	15.61%	3.24%	84.33%	79.59%	22.24%	17.90%
非经营收益	-17	-26	-42	-28	-28	-28	EBIT增长率	13.72%	-10.13%	337.02%	95.74%	28.52%	22.68%
营运资金变动	-41	30	-92	193	-40	-41	净利润增长率	22.18%	-13.38%	341.37%	50.98%	27.34%	21.95%
经营活动现金净流	77	134	306	787	699	859	总资产增长率	10.70%	8.44%	273.93%	19.71%	13.53%	15.47%
资本开支	55	31	35	4	-10	-10	资产管理能力						
投资	0	0	-377	-10	-9	-8	应收账款周转天数	38.4	46.3	73.0	75.0	75.0	75.0
其他	-130	-46	101	18	18	18	存货周转天数	61.5	59.1	35.0	25.0	25.0	25.0
投资活动现金净流	-186	-77	-310	4	19	20	应付账款周转天数	53.1	55.5	51.5	70.0	70.0	70.0
股权募资	26	1	285	0	0	0	固定资产周转天数	129.2	129.4	68.5	38.0	29.2	21.9
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-13	-26	-80	-1	-85	0	净负债/股东权益	-5.42%	-8.14%	-6.32%	-21.24%	-29.43%	-38.60%
筹资活动现金净流	13	-25	204	-1	-85	0	EBIT利息保障倍数	-88.9	-35.3	-233.0	—	—	—
现金净流量	-95	32	200	790	633	879	资产负债率	18.18%	19.03%	8.08%	15.03%	14.38%	14.47%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。