

# 游戏流水或迎爆发，泛娱成效后续可期

——星辉娱乐首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

马笑(联系人)

huhao@xsdzq.cn

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

证书编号: S0280117100011

## ● 星辉娱乐：“游戏+玩具+体育”打造互动娱乐产业集群：

星辉娱乐是国内车模玩具行业的领军者，2000年创立以来先是奠定了其在玩具细分行业中核心地位，之后逐步探索各娱乐细分板块。公司目前主要发力游戏产业，具有一定的游戏研发实力，已形成“游戏+玩具车模+体育”等相关领域的泛娱乐产业集群。

## ● 游戏业务：多款精品游戏流水爆发，有望进入业绩收获期：

公司游戏目前集中在手游和页游两方面，游戏业务收入占比已超45%以上，已超玩具业务。公司加大对游戏的投入，游戏方面布局SLG产品线、传奇类产品线、MMORPG产品线以及休闲类，产品类型和游戏储备多样丰富。

2017年9月推出了《三国群英传-霸王之业》，半月流水破亿，前30天流水达到1.55亿元，流水持续爆发，生命周期长，预计该款游戏今年有15亿以上的流水。2018年3月26日首发的二次元放置类游戏《苍之纪元》，由于二次元属性，目前IOS游戏榜排名前十，有望超预期。2018年公司还计划推出全球化SLG《重返文明》、《末世王者》，MMORPG《盛唐幻夜》，以及几款休闲H5游戏。

## ● 玩具+体育：玩具业务精细化管理提高效率，体育已形成盈利通道：

公司玩具流水线自动化程度很高，随着原材料价格上涨，玩具价格也在提升，业务保持平稳发展。体育俱乐部的目前收入有三部分，商业赞助、赛事转播权和球员转会，衍生品等，球队已储备丰富球员，已形成盈利通道。

## ● 盈利预测：公司发力游戏行业，流水有望持续超预期，给予“推荐”评级：

公司已经发布17年业绩快报，营收27.56亿，归母净利2.32亿。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.19、0.40和0.59元，归母净利分别为2.3、5和7.3个亿、对应PE分别为29、13和9倍。考虑到公司在游戏业务上精品不断，游戏流水或超预期；在玩具和体育业务稳步发展，公司股东增持，我们看好公司的长期发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

## ● 风险提示：游戏流水不及预期；传统业务大幅下降等。

### 财务摘要和估值指标

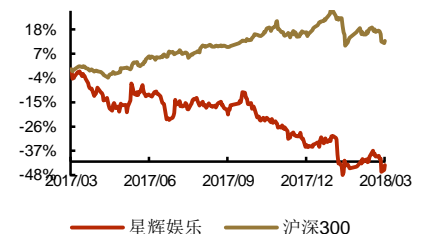
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1673	2,393	2,756	3,614	4,396
增长率(%)	-33.6	43.1	15.1	31.1	21.7
净利润(百万元)	351.9	458	232	495	731
增长率(%)	36.9	30.1	-49.4	113.6	47.5
毛利率(%)	43.2	33.7	28.2	35.0	39.2
净利率(%)	21.0	19.1	8.4	13.7	16.6
ROE(%)	19.2	18.9	9.4	17.0	20.3
EPS(摊薄/元)	0.28	0.37	0.19	0.40	0.59
P/E(倍)	18.77	14.4	28.5	13.3	9.0
P/B(倍)	3.15	2.8	2.6	2.2	1.8

## 推荐(首次评级)

市场数据 时间 2018.03.27

收盘价(元):	5.31
一年最低/最高(元):	4.8/9.56
总股本(亿股):	12.44
总市值(亿元):	66.07
流通股本(亿股):	8.24
流通市值(亿元):	43.75
近3月换手率:	84.91%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	1.92	-11.85	-56.01
绝对	-1.67	-13.8	-43.5

## 相关报告

## 目 录

1、“游戏+玩具+体育”打造互动娱乐产业集团.....	4
2、业务结构：游戏业务接棒促增长，明星产品接力齐爆发.....	5
2.1、主营业务及收入介绍.....	5
2.1.1、游戏——近期增长的发动机.....	5
2.1.2、玩具——以玩具起家，产品丰富.....	10
2.1.3、体育——以西班牙人俱乐部为核心，前景广阔.....	11
2.1.4、公司主营业务的趋势与转变.....	12
2.2、经营模式：紧抓 IP，加强研发，紧密联系优质渠道.....	13
2.3、成本分析：加强对高现金能力产业的投入.....	13
3、行业概况：游戏市场规模达 2036.1 亿元，头部梯队形成.....	14
3.1、游戏行业增长放缓，手游占比增加.....	14
3.2、产业链及上下游分析.....	16
3.3、行业竞争格局及龙头企业.....	17
4、盈利预测.....	18
5、风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

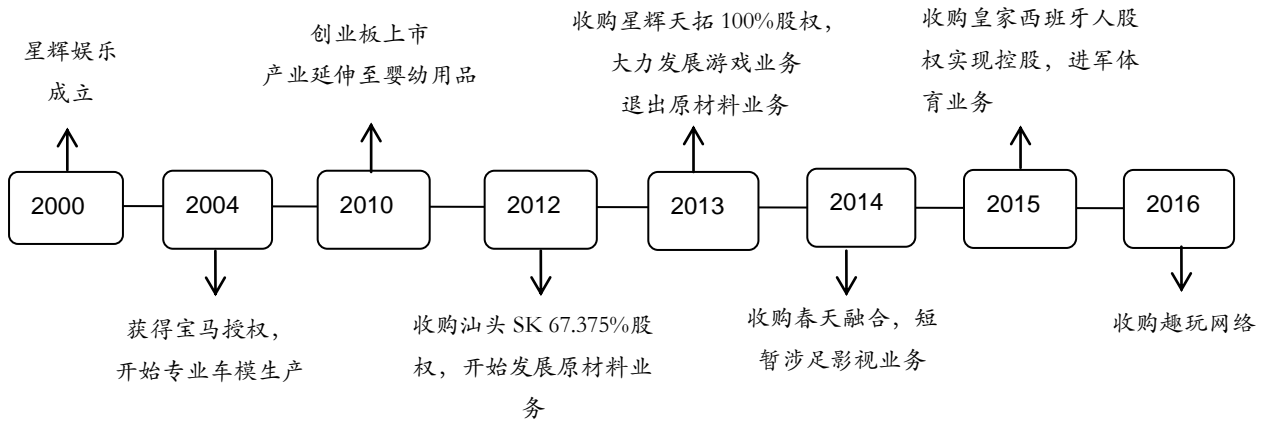
表 1：星辉娱乐发展历程.....	4
表 2：星辉娱乐股权结构.....	4
表 3：星辉娱乐控股子公司.....	5
表 4：星辉游戏页游.....	5
表 5：星辉游戏手游.....	6
表 6：《三国群英传》iPhone 端日下载数与流水.....	6
表 7：2017 年 Q3 中国手机市场保有率品牌分布.....	6
表 8：《三国群英传》iPhone 端日均流水及累计移动端总流水（估计）.....	7
表 9：部分手游信息盘点.....	7
表 10：《大圣之怒》流水趋势.....	8
表 11：《烈火荣耀》流水趋势.....	8
表 12：《刀锋无双》流水趋势.....	8
表 13：页游产品展示.....	9
表 14：2018 年发行或拟发行游戏.....	9
表 15：2018 年 3 月发行的《苍之纪元》.....	9
表 16：玩具业务收入及增长率.....	10
表 17：玩具收入细分.....	10
表 18：星辉娱乐官方旗舰店玩具情况.....	10
表 19：星辉娱乐官方旗舰店玩具总销售量前 5.....	11
表 20：皇家西班牙人足球俱乐部.....	11
表 21：公司体育业务收入构成.....	12
表 22：15 年收购前后电视转播收入变化.....	12
表 23：收购前后身价变化.....	12
表 24：公司业务收入.....	12

表 25: 成本细分 .....	13
表 26: 公司的研发投入 .....	14
表 27: 中国游戏市场规模及增长率 .....	14
表 28: 中国游戏用户规模 .....	14
表 29: 中国移动游戏市场规模及增长率 .....	15
表 30: 中国游戏市场细分 .....	15
表 31: 中国网页游戏市场规模及增长率 .....	15
表 32: 网络游戏行业产业链 .....	16
表 33: 2017 年移动游戏研发商 Top 10 .....	17
表 34: 2017 年页游开服数最多研发商 Top 10 .....	17
表 35: 2017 年腾讯页游研发商开服排行 .....	17

## 1、“游戏+玩具+体育”打造互动娱乐产业集团

星辉娱乐成立于2000年。目前公司的业务主要集中于网络游戏业务、以车模的生产研发销售为主的玩具业务和西班牙人俱乐部为核心的体育业务。其中，玩具业务为其传统业务，主打的车模业务，通过获取知名汽车厂商的车模授权来发展。截止至目前，公司已经获得宝马、奔驰、奥迪、兰博基尼等20个世界知名汽车品牌的超300款车模生产的品牌授权，为国内行业龙头。与此同时，公司着重发力于网络游戏业务。在游戏业务上，公司集研发、发行和运营于一身，并依托于与腾讯等平台的良好合作关系，实现了游戏板块的快速发展。代表作有《倚天》、《三国群英传-霸王之业》。

表1：星辉娱乐发展历程

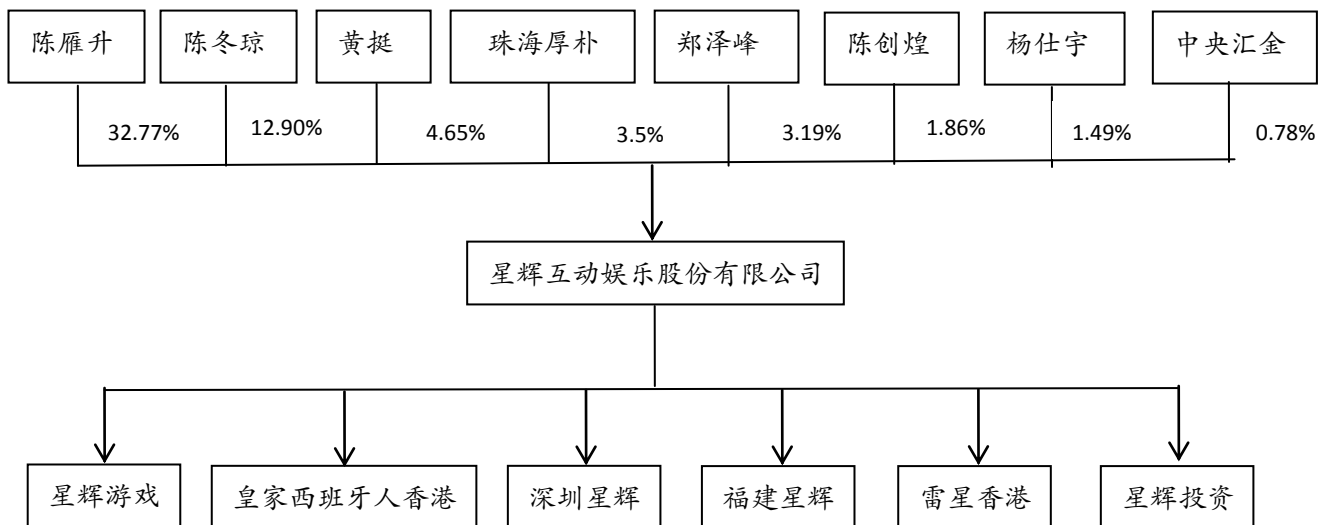


资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 公司股权结构集中：陈雁升和陈冬琼共持股 45.67%，为公司实际控制人

截至目前，星辉娱乐由8个股东控股，其中包括6个自然人股东。陈雁升、陈冬琼为公司的实际控制人，直接持有公司股权比例保持在45%以上。星辉娱乐有9家控股子公司分别对应公司在游戏、玩具、体育和投资等方面的细分业务。

表2：星辉娱乐股权结构



资料来源：Wind，新时代证券研究所

目前，星辉娱乐拥有9家直接控股子公司，星辉游戏、皇家西班牙人香港、深圳星辉、福建星辉、雷星香港、星辉投资等。

**表3：星辉娱乐控股子公司**

序号	公司名称	持股比例	主营业务
1	星辉游戏	100%	软件和信息技术服务业
2	畅娱天下	100%	软件和信息技术服务业
3	星辉娱乐	100%	软件和信息技术服务业
4	皇家西班牙人俱乐部香港	100%	足球俱乐部管理
5	福建星辉	100%	制造业
6	雷星香港	100%	贸易,零售
7	深圳星辉	100%	贸易,零售
8	星辉投资	100%	投资管理
9	珠海星辉	100%	投资管理

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、业务结构：游戏业务接棒促增长，明星产品接力齐爆发

### 2.1、主营业务及收入介绍

#### 2.1.1、游戏——近期增长的发动机

2016年，游戏业务首次超越车模业务，为公司贡献出47.21%的营业收入，开始成为星辉娱乐的第一核心业务。星辉天拓坚持以精品游戏的研发与发行运营为核心，通过向多元化游戏题材细分市场发展，巩固深化页游竞争优势，同时切入手游市场。曾先后开发及运营页游《倚天》、《龙骑士传》、《不良人》、《枪林弹雨》以及手游《刀锋无双》、《大圣之怒》、《盗墓笔记》、《三国群英传-霸王之业》、《超神学院》等多款精品游戏。

**表4：星辉游戏页游**



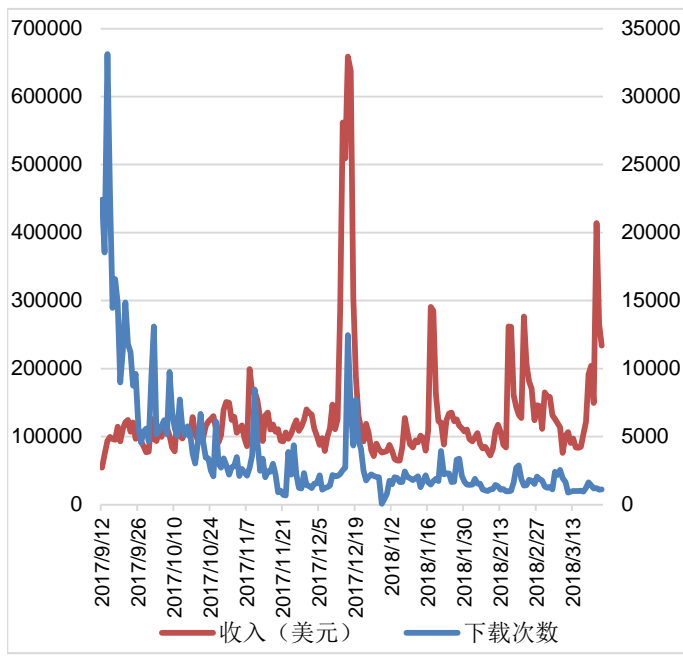
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

**表5： 星辉游戏手游**

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

在手游方面，根据公司公告显示，公司 2017 年 9 月上线的手游《三国群英传-霸王之业》上线 15 天累计流水破亿，上线 30 日累计流水达 1.55 亿元，峰值日流水达到 1000 万人民币。我们在 App Annie 处获得了《三国群英传》自上线起在 iPhone 端的流水，并采用极光大数据对 iPhone 手机在相应时间的中国手机市场的保有率数据，计算出了这款游戏在 iPhone 端的月日均流水并进一步估算出了移动端累计总流水。可以看出，《三国群英传》的月日均流水从 17 年 9 月上线开始到 17 年 12 月一直处于高位并保持增长，17 年 12 月月流水额达到约 1.85 亿元人民币，17 年累计实现流水约 4.84 亿元人民币。流水增速在 18 年 1 月略有下降，但在 2-3 月流水增速重新开始上升走势，18 年第一季度月流水在 1.2 亿元上下，截至 2018 年 3 月 25 日，这款游戏上线累计流水约为 8.27 亿元人民币。从另一个角度来看，在 18 年的第一季度，在腾讯游戏畅销榜上，《三国群英传-霸王之业》排在二十位左右；根据 App Annie 数据显示，这款手游稳定保持在 iOS 中国区游戏畅销榜前五十的位置。

**表6： 《三国群英传》iPhone 端日下载数与流水****表7： 2017 年 Q3 中国手机市场保有率品牌分布**

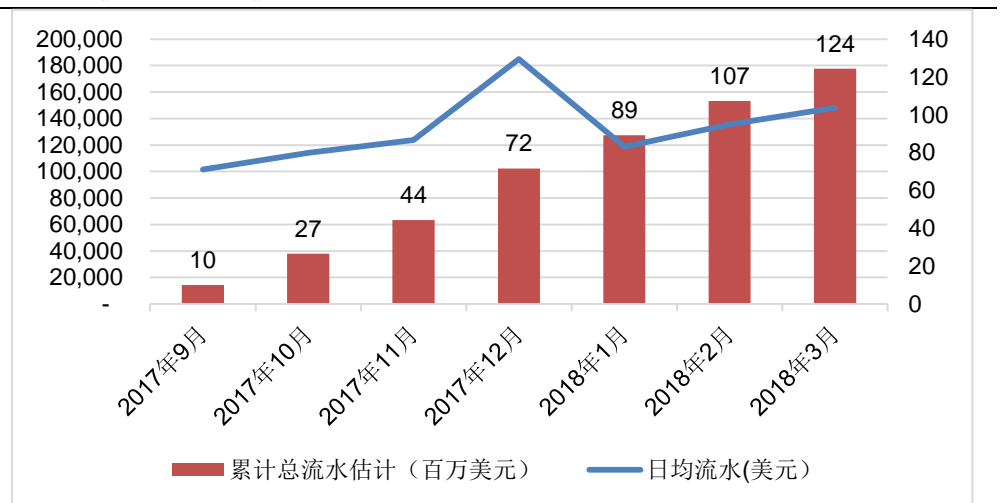


资料来源: App Annie, 新时代证券研究所



资料来源: 极光大数据, 新时代证券研究所

表8: 《三国群英传》iPhone 端日均流水及累计移动端总流水 (估计)



资料来源: App Annie, 极光大数据, 新时代证券研究所

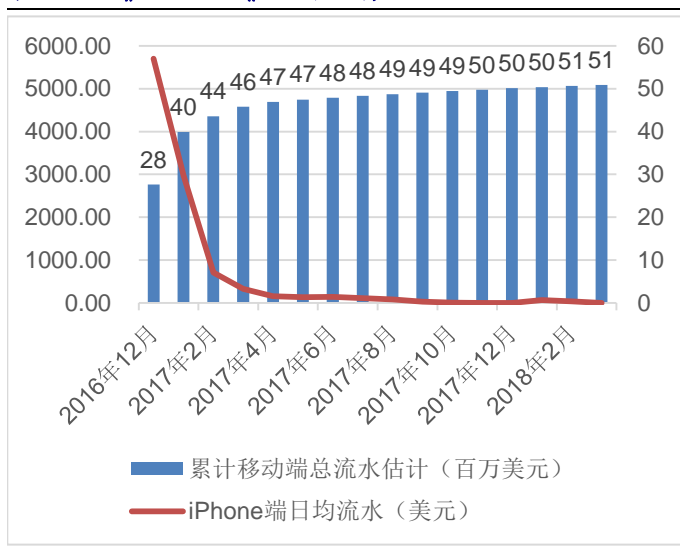
除《三国群英传》外, 公司还有一些手游, 在近期保持着不错的流水。我们用和上面相同的估算方法, 获得了这些手游的流水表现。其中, 16年11月上线的《大圣之怒》, 17年实现流水约为1.5亿元人民币, 截止至今累计实现流水约为3.44亿元; 16年6月上线的《烈火荣耀》, 17年实现流水约为4870万元, 累计流水约为4930万元; 15年9月上线的《刀锋无双》, 17年依然实现了流水约为3400万元, 累计流水约为4.67亿元人民币。《刀锋无双》流水的持续性相对其他几款游戏较强。

表9: 部分手游信息盘点

序号	手游名称	上线时间	类型	合作方式	2017年流水估计 (万美元)	截止至2018/3/25累 计流水估计(万美元)
1	《三国群英传》	2017年9月	战争策略	自研, 腾讯独代	7161.67	12250.08
2	《大圣之怒》	2016年11月	动作ARPG	自研自发	2248.59	5088.41
3	《烈火荣耀》	2016年6月	RPG	自研自发	721.28	730.58
4	《刀锋无双》	2015年9月	ARPG	深圳易帆互动研发, 天拓游戏独家代理	504.86	6918.76
5	《盗墓笔记》	2015年4月	策略卡牌	深海娱游研发, 天拓 游戏发行	85.85	862.19
6	《天天爱仙侠》	2015年1月	ARPG	成都游麟研发, 星辉 独代	40.39	1118.03

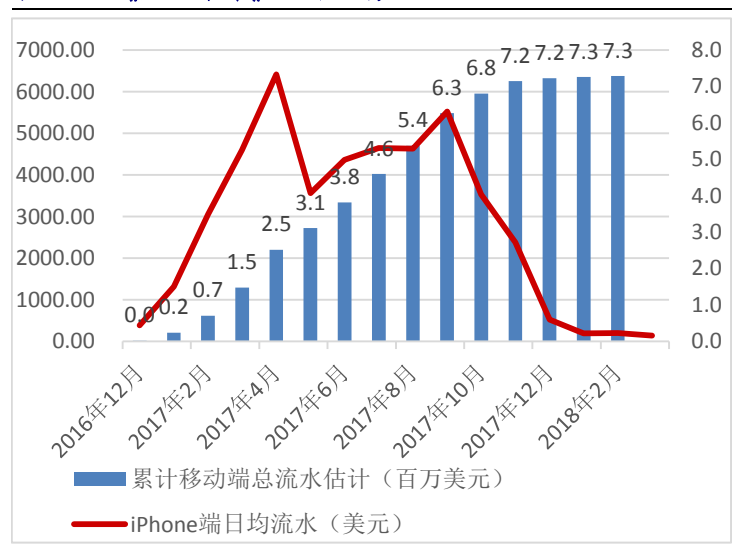
资料来源: App Annie, 极光大数据, 新时代证券研究所

表10: 《大圣之怒》流水趋势



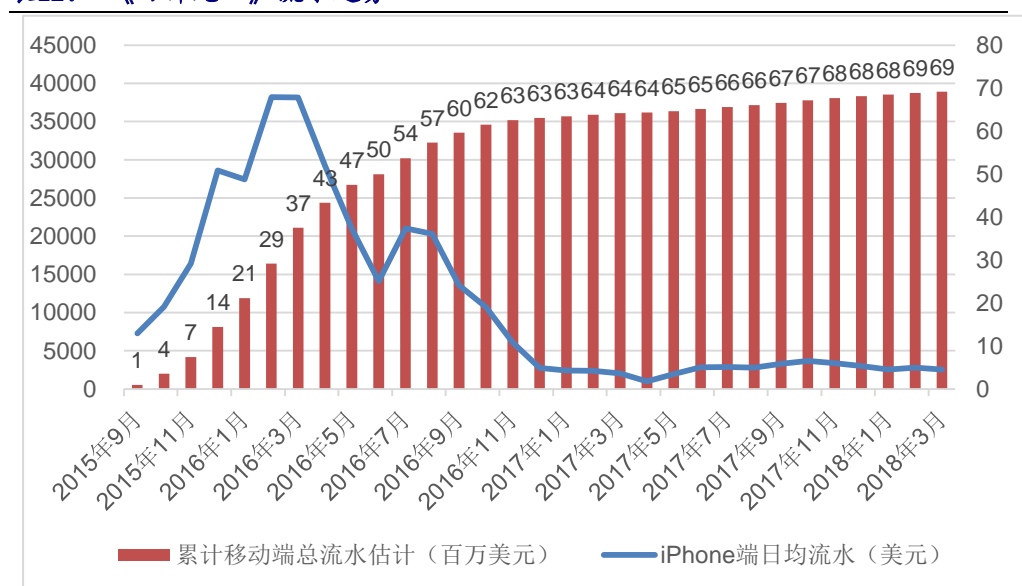
资料来源: App Annie, 极光大数据, 新时代证券研究所

表11: 《烈火荣耀》流水趋势



资料来源: App Annie, 极光大数据, 新时代证券研究所

表12: 《刀锋无双》流水趋势



资料来源: App Annie, 极光大数据, 新时代证券研究所

在页游方面, 根据 9k9k.com 数据显示, 截至 2018 年 3 月 27 日, 星辉游戏共研发的 19 款页游, 累计开服总数 7191 组。其中《思美人》, 优质平台总开服数 1763



组；《不良人》，总开服数 949 组。

**表13：页游产品展示**

序号	页游名称	上线时间	类型	合作方式	优质平台开服数	二线平台开服数
1	《思美人》	2017 年 1 月	角色扮演/MMORPG	自研	1763	1253
2	《不良人》	2016 年 7 月	角色扮演	自研自发	949	2630
3	《倚天》	2013 年 5 月	角色扮演/武侠	自研自发	-	184
4	《侠客行侠录》	2016 年 7 月	角色扮演/武侠	自研	-	68
5	《龙骑士传》	2014 年 5 月	角色扮演/魔幻	自研，与腾讯共同发行	-	67
6	《书剑恩仇录》	2015 年 4 月	角色扮演/武侠	自研自发	-	63

资料来源：9k9k.com，新时代证券研究所

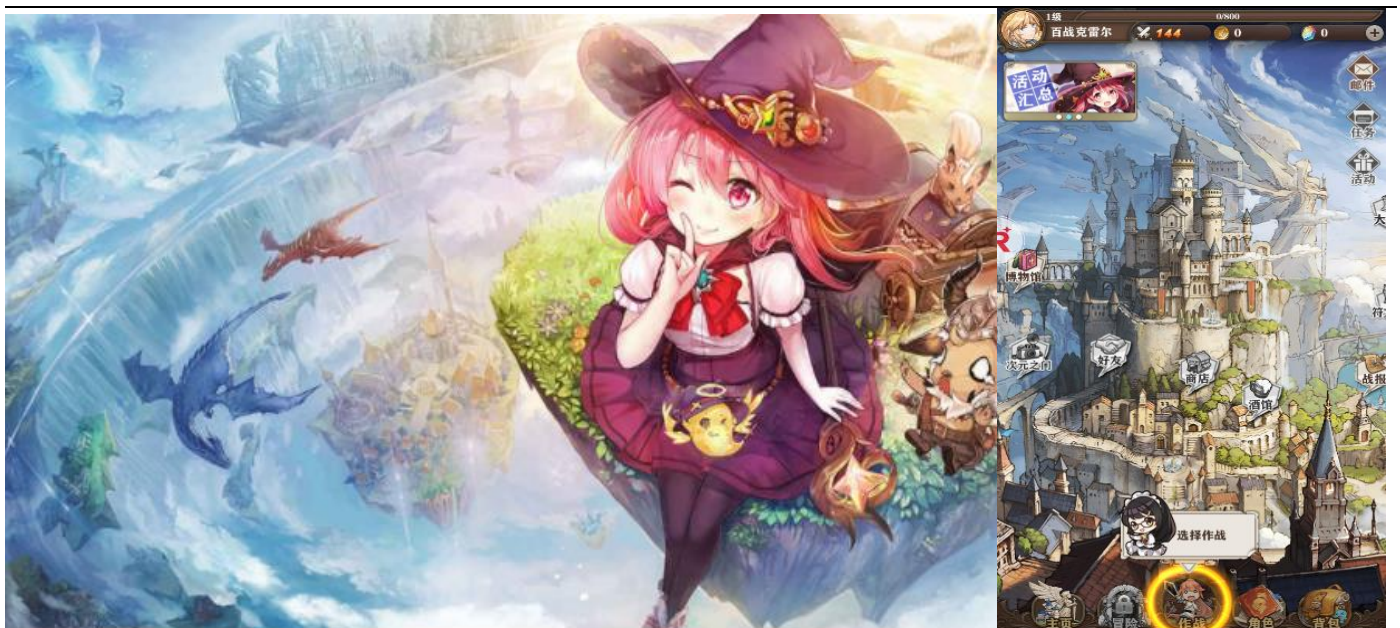
公司在 2018 年游戏产品计划较为丰富。3 月份刚刚上线的日式魔幻放置类 RPG 手游《苍之纪元》，以半开放式的世界观，丰满的人物传记，典雅日式魔幻画风，知名的声优配乐迅速抓住了游戏爱好者的眼球。iOS 系统上线 7 天排名游戏畅销榜第 28 名，游戏免费榜第 8 名。另外，2018 年公司还计划推出全球化 SLG《重返文明》、《末世王者》，MMORPG《盛唐幻夜》，还有几款 H5 游戏。

**表14：2018 年发行或拟发行游戏**

序号	名称	发行时间/拟发行时间	类型
1	《苍之纪元》	2018 年 3 月	二次元放置
2	《重返文明》	2018 年 Q2	全球化 SLG
3	《末世王者》	2018 年 Q4	全球化 SLG
4	《盛唐幻夜》	2018 年 Q4	MMORPG

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**表15：2018 年 3 月发行的《苍之纪元》**

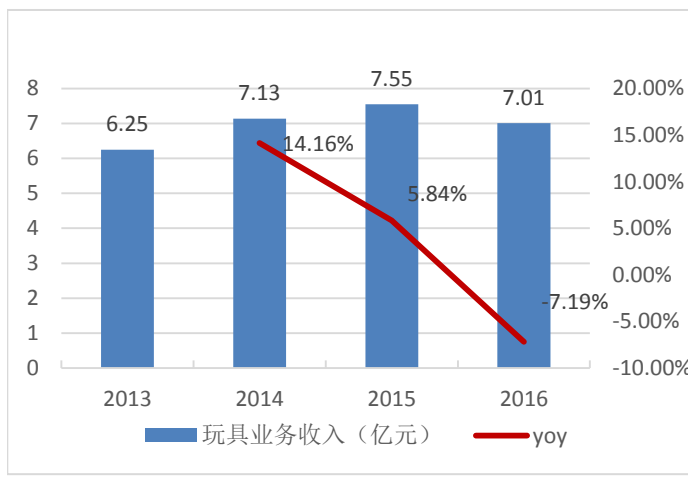


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

### 2.1.2、玩具——以玩具起家，产品丰富

公司的玩具及婴童业务包括车模业务、婴童用品业务和玩具车业务。其中车模业务从15年开始销售收入开始下滑，并有进一步加剧的趋势，毛利率稳定在35%。婴童用品业务的收入和毛利率有逐年增加的态势，只是规模对于公司而言不是很大。玩具车业务的规模更小，且在收缩。目前玩具行业正处在行业洗牌阶段，受到原材料供应和人工成本上涨的双重压力，公司玩具的整体收入增速持续下降。

表16：玩具业务收入及增长率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表17：玩具收入细分

		2013	2014	2015	2016
车模	收入	53,100	59,620	58,364	51,840
	增长率		12.28%	-2.11%	-11.18%
	毛利率	35.73%	35.83%	35.98%	35.88%
婴童用品	收入	6,091	9,716	14,212	15,051
	增长率		59.51%	46.27%	5.90%
	毛利率	31.78%	33.59%	34.90%	35.27%
玩具车	收入	1,441.26	1,119.82	1,098.45	487.50
	增长率		-22.30%	-1.91%	-55.62%
	毛利率	27.23%	29.13%	32.81%	32.66%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司的玩具产品品种多样，种类丰富。星辉娱乐官方旗舰店共售产品89款，其中遥控汽车44款，价位在128元至698元区间；儿童自行车9款，价位在700元到1800元区间；电动童车11款，价位在1800元到3800元区间；玩具机器人8款，价位在99元到650元区间；滑行滑板车5款，价位在380元至490元区间；合金车模9款，价位在128元到360元区间；另外，公司还有婴儿推车、儿童行李箱产品。

表18：星辉娱乐官方旗舰店玩具情况

序号	产品类型	产品数	最低价	最高价
1	遥控汽车	44	128	698
2	儿童自行车	9	700	1800
3	电动童车	11	1800	3800
4	玩具机器人	8	99	650
5	婴儿推车	1	1699	1699
6	滑行滑板车	5	380	490
7	合金车模	9	128	360
8	儿童行李箱	2	700	1000
合计		89		

资料来源：星辉娱乐官方旗舰店，新时代证券研究所

在这些玩具产品中，遥控汽车类玩具的销量远超其他类型玩具销量，星辉娱乐官方旗舰店玩具总销售量前5中，有4款遥控汽车类玩具，包括两款宝马车型、两款法拉利车型。且宝马车型销量高于法拉利车型销量，另有一款RS战警玩具机器人位于官方旗舰店总销量第二名，总销13305个。

**表19：星辉娱乐官方旗舰店玩具总销售量前5**

序号	玩具	所属类别	官方旗舰店总销量
1	遥控车 (宝马 i8)	动态车模	28724
2	RS 战警 (奔驰 AMG GT3 机器人)	动态车模	13305
3	遥控车 (宝马 Z4)	动态车模	12355
4	遥控车 (法拉利 458 ITALIA)	动态车模	10858
5	遥控车 (法拉利 LaFerrari)	动态车模	4789

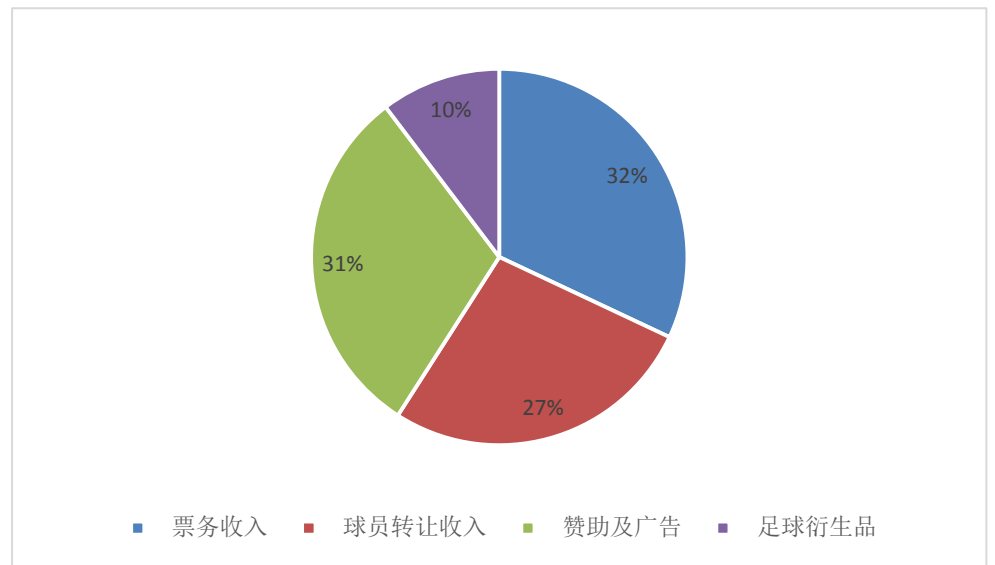
资料来源：星辉娱乐官方旗舰店，新时代证券研究所

**2.1.3、体育——以西班牙人俱乐部为核心，前景广阔**

**体育业务**主要基于公司实现控股西班牙足球甲级联赛球队皇家西班牙人足球俱乐部。作为首个控股五大顶级联赛球队的国内上市公司，公司从收购稀缺俱乐部资源切入体育板块，推进体育产业的横向外延式发展。收入包括官方赞助、转播收益、比赛日收入、球员转会权益以及商品销售授权等。公司收购后，俱乐部的电视转播收入和球员身价都有了大幅的提高。2016 年共实现体育业务收入 1.83 亿元。体育产业开发是公司进一步丰富和完善互动娱乐产业生态的重要举措，也是公司国际化战略的重要组成部分。

**表20：皇家西班牙人足球俱乐部**

资料来源：百度图片，新时代证券研究所

**表21： 公司体育业务收入构成**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**表22： 15年收购前后电视转播收入变化**

赛季	收入
2014-2015	2300 万欧
2015-2016	3900 万欧
2016-2017	4900 万欧
2017-2018	预计 6000 万欧

资料来源：懒熊体育，公司公告，新时代证券研究所

**表23： 收购前后球队身价变化**

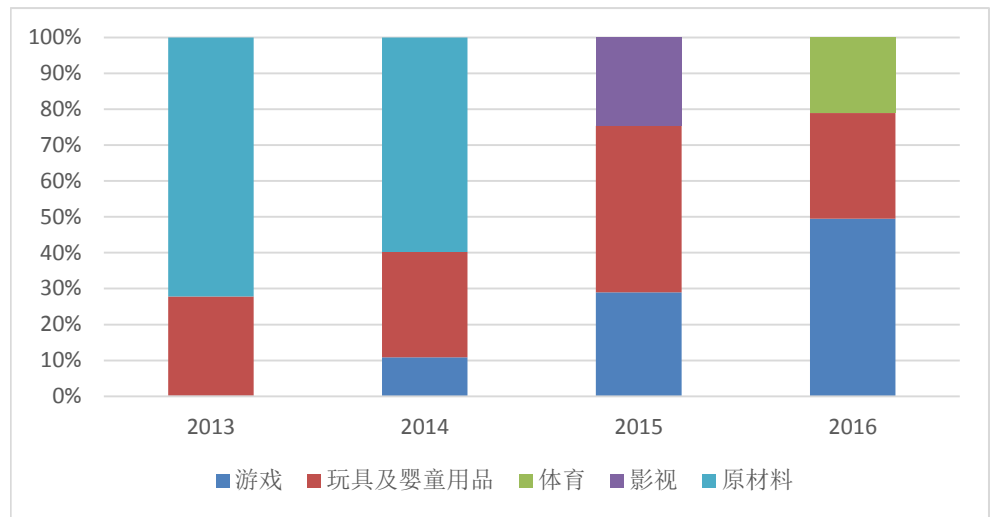
赛季	总身价
2015-2016	6900 万欧
2016-2017	1 亿多欧
2017-2018	预计 5880 万欧

资料来源：查身价网，新时代证券研究所

#### 2.1.4、 公司主营业务的趋势与转变

公司的业务收入 2016 年主要来自于游戏业务，游戏业务的收入比重从 2013 年-2016 年实现了一个从无到支柱的飞速增长和质的跨越，营业收入占比分别为 0%，11%，29%，49%。玩具及婴童用品业务作为公司的传统业务，一直为公司提供了较为稳定的收入，保持在 6-7 亿元，营业收入占比不到 30%，2015 年因总营业收入有所下滑，营业收入占比提高到 46%。除此之外，公司也曾短暂涉足原材料业务和影视业务。原材料业务尤其是聚苯乙烯毛利率只有 2-3%而被公司放弃。

**表24： 公司业务收入**



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 2.2、经营模式：紧抓 IP，加强研发，紧密联系优质渠道

星辉娱乐在玩具业务的基础上不断探索新领域中的具有高变现能力的业务。目前形成了以 IP 为中心，打通玩具、游戏和体育等全产业链，平台化发展的经营模式。在游戏领域，积累丰富的多层次的 IP 资源，包括经典游戏 IP、影视动漫 IP 和自研系列化 IP，在 IP 的基础上，精品化研发发行，深挖腾讯等优质渠道，并建立综合性的重度手游社区平台，实现深度价值变现。在玩具领域，拥有宝马、奔驰、奥迪、兰博基尼等 20 多个世界知名汽车品牌的超 300 款车型生产的品牌授权，拥有多项专利技术并不断提升自主研发能力，并与世界上多个国家的玩具代理商建立了长期稳定的合作关系。在体育领域，公司控股西班牙足球甲级联赛球队皇家西班牙人足球俱乐部，围绕体育营销、体育旅游、赛事运营等内容开展一系列体育业务。公司通过内生式增长和外延式并购双管齐下，来实现全产业链布局。

## 2.3、成本分析：加强对高现金能力产业的投入

星辉娱乐的成本 2016 年主要集中在玩具及衍生品业务的原材料、游戏业务的游戏分成和体育业务的人工三方面。其中游戏分成成本相比 2015 年有了巨大的提升，从 9.51% 上升到 42.08%，体育业务人工成本从无增长到 15.19%，玩具业务原材料从 36.31% 下降到 19.69%，代表了公司战略方向上向新兴业务的转移。

表25：成本细分

产品分类	项目	2015 年		2016 年	
		金额 (万元)	占营业成本比重	金额 (万元)	占营业成本比重
玩具及衍生品业务	玩具及衍生品业务-原材料	34526.16	36.31%	31252.09	19.69%
	玩具及衍生品业务-人工	8477.70	8.92%	7864.94	4.95%
	玩具及衍生品业务-折旧	1531.43	1.61%	1683.12	1.06%
	玩具及衍生品业务-能源	1207.48	1.27%	1135.50	0.72%
	玩具及衍生品业务-其他	2874.99	3.02%	3210.00	2.02%
游戏业务	游戏业务-人工	5987.01	6.30%	4771.75	3.01%

	游戏业务-游戏分成	9045.46	9.51%	66799.57	42.08%
	游戏业务-摊销	1808.83	1.90%	1299.17	0.82%
	游戏业务-其他	3481.95	3.66%	3195.34	2.01%
	游戏业务-开发者费用	2547.63	2.68%		
影视业务	影视摄制业务支出	7297.67	7.68%		
	影视发行业务支出	14695.70	15.46%		
体育业务	体育业务-人工			24109.26	15.19%
	体育业务-摊销			4021.04	2.53%
	体育业务-其他			2546.16	1.60%
其他业务	其他业务成本	1599.31	1.68%	6865.10	4.32%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

在游戏业务方面，子公司星辉天拓深挖腾讯开放平台等优质渠道。腾讯开放平台因其庞大的用户基数，互动性强的社交圈，以及良好的用户付费习惯，成为我国游戏发行市场当之无愧的龙头渠道，占有极高的市场份额。凭借与腾讯良好的合作关系，星辉天拓在腾讯平台上拥有较强的独家代理发行能力，由此获得了多款游戏产品在腾讯平台的独家代理权。这支撑了公司游戏业务的快速增长，也压低了游戏业务的毛利率。

公司将创新作为一项战略发展的长期任务。在研发方面，公司在人员和资金的投入上始终保持较高的水平，研发人员在2014年-2016年始终保持高于20%的比重，研发投入金额占营收比例约5%，每年1亿元上下。公司的研发投入资本化的金额呈逐年大幅提高的趋势，从2014年的2415万元提高到2016年的6085万元。经过多年的努力，公司已经形成了优秀的研发能力。

**表26：公司的研发投入**

	2014	2015	2016
研发人员数量(人)	776	740	736
研发人员数量占比	22.18%	24.39%	21.51%
研发投入金额(万元)	14495.65	7712.33	11555.02
研发投入占营业收入比例	5.76%	4.61%	4.83%
研发支出资本化的金额(万元)	2415.44	4071.59	6085.47
资本化研发支出占研发投入的比例	16.66%	52.79%	52.67%
资本化研发支出占当期净利润的比重	9.40%	9.96%	13.29%

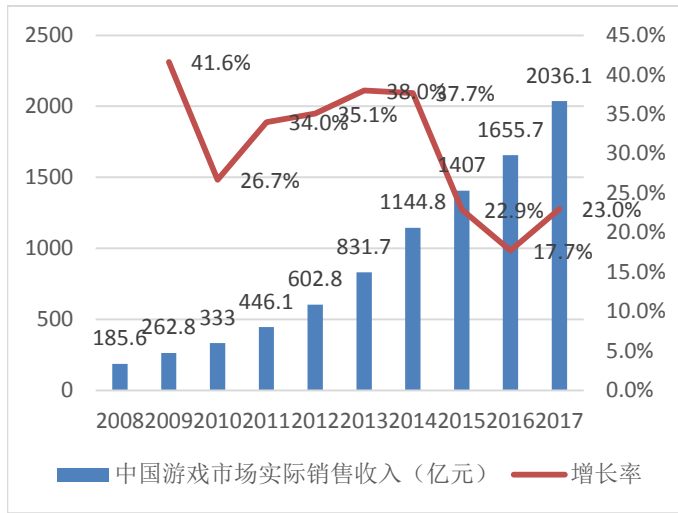
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3、行业概况：游戏市场规模达2036.1亿元，头部梯队形成

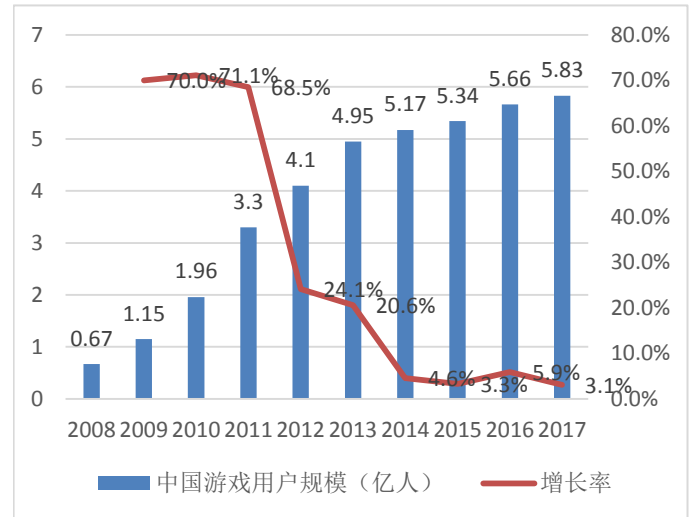
#### 3.1、游戏行业增长放缓，手游占比增加

游戏行业经过前期的高速发展，自2015年起进入成熟发展期。根据中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会(GPC)、CNG中新游戏研究(伽马数据)、国际数据公司(IDC)联合发布的《2017年中国游戏产业报告》，2017年中国游戏市场实际销售收入达到2036.1亿元，同比增长23.0%。与此同时，2017年我国游戏用户规模达到5.83亿人，自2014年起，游戏用户增长率保持在3%-5%。

**表27：中国游戏市场规模及增长率****表28：中国游戏用户规模**



资料来源：GPC&伽马数据&IDC，新时代证券研究所

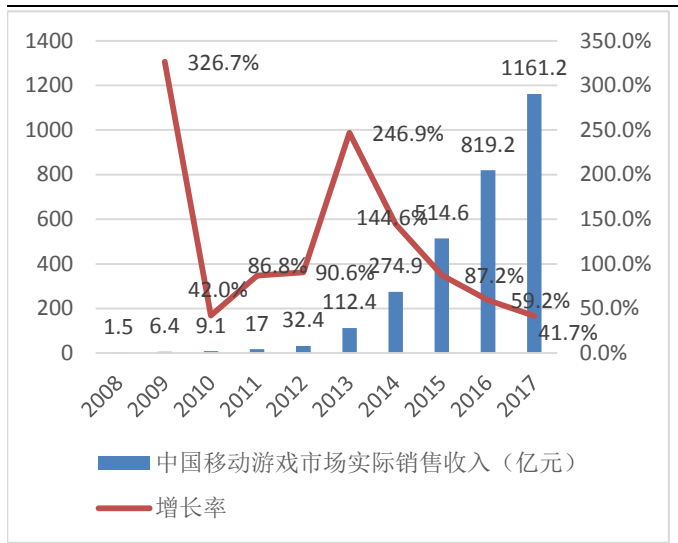


资料来源：GPC&伽马数据&IDC，新时代证券研究所

### 移动游戏成为游戏行业的主流方式和发展方向

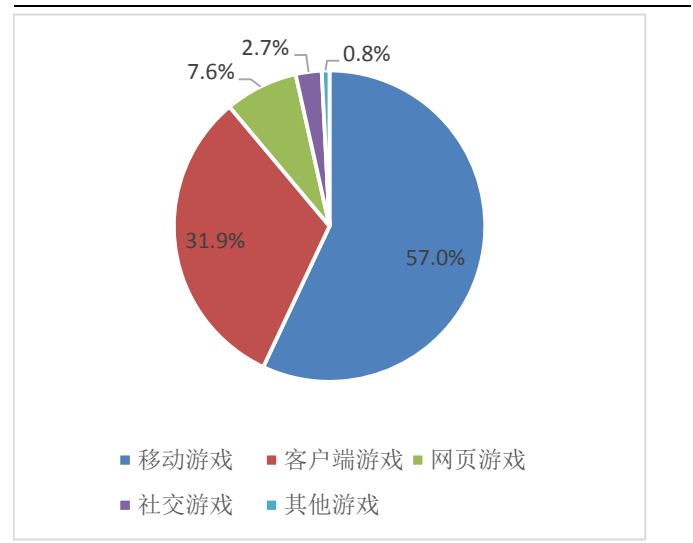
2017年中国游戏市场中，移动游戏市场实际销售收入1161.2亿元，增速下滑，但仍有41.7%的增长率，增长率远高于其他类型游戏，移动游戏市场份额持续增加，2017年移动游戏市场达到游戏总市场的57.0%。网页游戏市场实际销售收入156.0亿元，自2016年开始负增长，网页游戏市场份额缩水严重。

表29：中国移动游戏市场规模及增长率



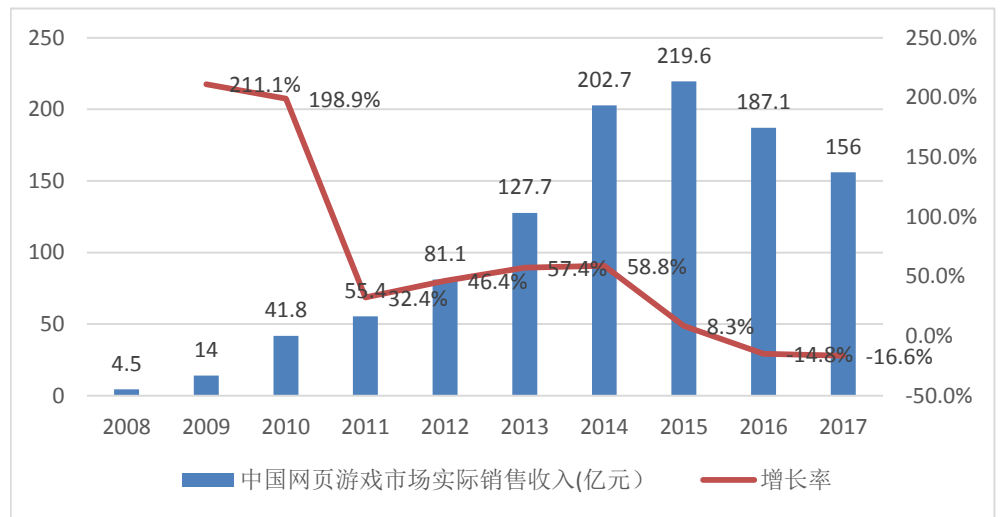
资料来源：GPC&伽马数据&IDC，新时代证券研究所

表30：中国游戏市场细分



资料来源：GPC&伽马数据&IDC，新时代证券研究所

表31：中国网页游戏市场规模及增长率

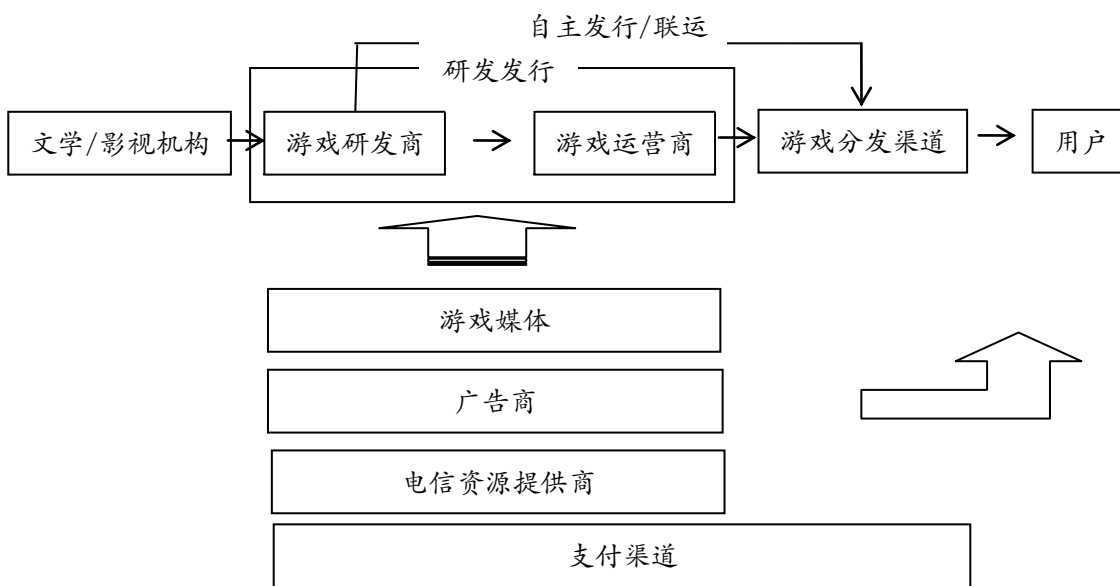


资料来源：GPC&伽马数据&IDC，新时代证券研究所

### 3.2、产业链及上下游分析

整个服务产业链以内容提供商为起点，由游戏研发商基于内容研发游戏，产品既可以自主发行，也可以交给游戏运营商代理，客户最终可以在游戏分发渠道上选择自己喜爱的游戏。

表32：网络游戏行业产业链



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

根据《2017 中国游戏产业研发竞争力报告》，游戏研发商中移动游戏研发商 2017 年 Top 10 分别为腾讯游戏、网易游戏、完美世界、三七互娱、蜗牛数字、盛大游戏、多益网络、西山居、畅游、乐元素。

其中腾讯游戏及网易游戏拥有多款在市场中占据头部位置的自研产品，2017 年自研移动产品流水达数百亿。以完美世界、三七互娱、多益网络等为代表的游戏企业，除少数头部产品外，还拥有多款流水达到数亿的精品自研移动游戏，2017 年其自研移动游戏产品流水也达到数十亿级别。2017 年 Q1-Q3 国内自研移动游戏市场 TOP10 游戏企业占据了超过八成以上的市场份额。



### 3.3、行业竞争格局及龙头企业

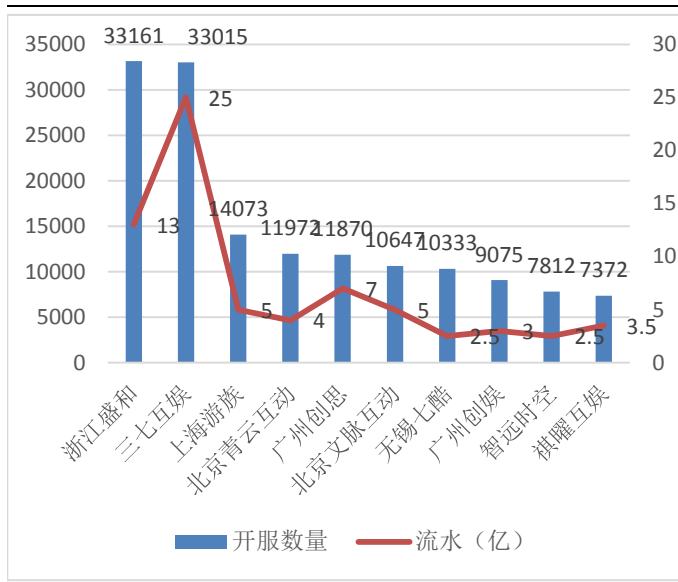
根据游戏大观发布的《2017年度网页游戏数据报告》显示，页游中主要的研发商包括三七互娱、浙江盛和、广州创思、上海游族、北京文脉互动等。而腾讯页游平台上主要的研发商为天成互动、趣酷科技、三七互娱、北京青云互动等，星辉游戏是2017年在腾讯页游平台上开服数排名并列第6的研发商。

表33：2017年移动游戏研发商 Top 10

序号	研发商	代表作
1	腾讯游戏	《王者荣耀》《穿越火线》手游等。腾讯游戏对于电竞用户偏好及竞技类产品的核心玩法都具备了较强的把控能力，其产品也普遍拥有了较长的生命周期。
2	网易游戏	《梦幻西游》《阴阳师》等。网易游戏在研发领域的自研能力主要表现为高收入游戏（爆款）的持续制作能力，市场的快速反应能力。也是国内二次元游戏市场的开拓者。
3	完美世界	《诛仙手游》《射雕英雄传 3D》
4	三七互娱	《永恒纪元》《大天使之剑 H5》
5	蜗牛数字	《九阴》《天堂 2: 血盟》
6	盛大游戏	《龙之谷手游》《神无月》
7	多益网络	《神武 3》《梦想世界》
8	西山居	《仙剑情缘》手游《少女咖啡枪》
9	搜狐畅游	《天龙八部手游》《仙剑奇侠传五》
10	乐元素	《开心消消乐》（移动版）《海滨消消乐》

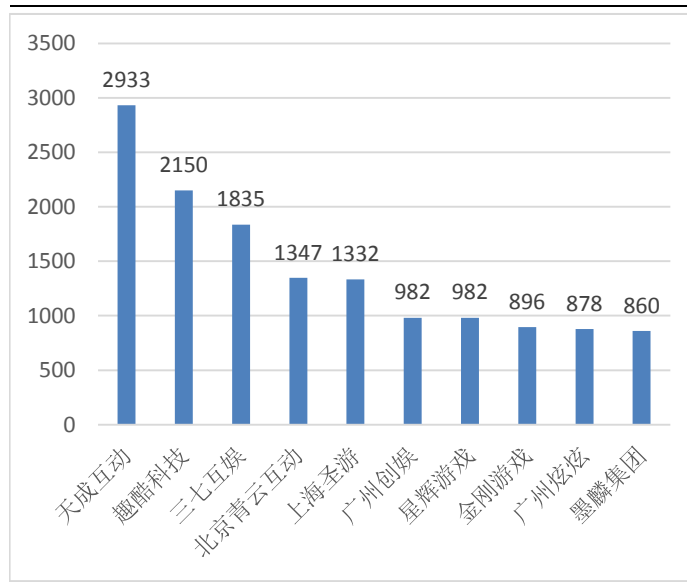
资料来源：游戏大观，新时代证券研究所

表34：2017年页游开服数最多研发商 Top 10



资料来源：9k9k.com，新时代证券研究所

表35：2017年腾讯页游研发商开服排行



资料来源：9k9k.com，新时代证券研究所

游戏渠道中，移动游戏渠道主要有官方应用商店，包括 App Store、小米应用商店等；第三方应用市场，包括百度手机助手、豌豆荚、pp 助手等；以及微信。网页游戏渠道主要有腾讯页游和其他平台。

#### 4、 盈利预测

公司已经发布 17 年业绩快报，营收 27.56 亿，归母净利 2.32 亿。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.19、0.40 和 0.59 元，归母净利分别为 2.3、5 和 7.3 个亿、对应 PE 分别为 29、13 和 9 倍。考虑到公司在游戏业务上精品不断，游戏流水或超预期；在玩具和体育业务上能稳步发展，大股东增持提升，我们看好公司的长期发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

#### 5、 风险提示

游戏流水不及预期风险；

传统业务大幅下降风险等。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

<b>北京</b>	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
<b>上海</b>	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
<b>深圳</b>	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>