



中国：传媒

手游主导下一轮游戏行业增长，强力买入掌趣科技

端游主导的增长趋缓，结构性变化日益显著

随着端游趋于成熟且页游增长渡过高峰期，我们认为手游将迎来中国游戏行业的下一个高速增长轨迹。根据艾瑞咨询的数据，到2016年端游市场的增长中枢将从2012年的16%降至10%左右，页游则将从2012年的50%降至略高于20%的水平。对于手游市场而言，我们预计2013年将同比增长98%，且市场规模有望从2012年的人民币50亿元左右爆发增长至2015年的260亿元，占市场总体规模的比重将从10%提高到2015年的27%。我们预计今年单款手游月度流水可达1亿元。

手游发行方正处于高盈利的蜜月期

手游发展迅速，产业链各个层面竞争激烈。然而，由于研发端和平台的参与者高度分散，发行方对上下游均有较高的议价能力，有望继续享受高盈利的蜜月期。但我们认为，随着手游产品市场竞争日趋激烈，未来平台建设日趋完善且议价能力提高，发行商的议价能力将逐步下降。

KAKAO 对中国手游市场的三大启示

我们通过对 KAKAO 手游平台的案例分析得出了中国手游市场的三大启示：（1）整个手游市场规模的高速膨胀推动适应平台特性的游戏的手游公司收入增长；（2）平台议价能力将提高，发行、研发端收入分成比例会受到一定压缩，从而提高发行、研发的集中度；（3）优秀的手游公司受益于平台推广框架及经营杠杆，净利润将迅速提高。我们认为中国将经历类似的轨迹，到2016年将达到韩国2012年的ARPU（单用户贡献收入）水平。

首次覆盖：强力买入掌趣科技，顺网科技/博瑞传播/浙报传媒评级为中性

我们首次覆盖掌趣科技并加入强力买入名单。公司研发、运营、发行游戏，正积极向智能机游戏转型。我们还首次覆盖顺网科技（网吧市场软件提供商/游戏平台运营商）、博瑞传播（多元化游戏产品）和浙报传媒（报纸/新媒体/游戏），因当前估值合理予以中性评级。考虑到游戏市场的高增长性质，我们应用PEG方法估值。

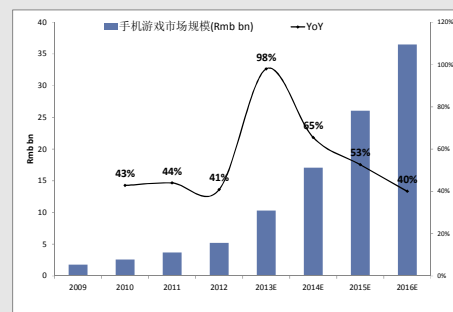
研究范围内中国游戏股票估值概要

Company Name	Rating	Price 6-Aug-2013	12-m TP	Implied +/-
掌趣科技	Buy*	40.96	51.38	25%
顺网科技	Neutral	60.50	51.17	-15%
博瑞传播	Neutral	22.96	17.31	-25%
浙报传媒	Neutral	31.23	21.31	-32%

*位于我们的强力买入名单

资料来源：Datastream、高华证券研究预测

手游市场预测



资料来源：艾瑞咨询、高华证券研究预测

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufu.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
刘智景 执业证书编号: S1420511070001
+86(21)2401-8943 zhiqing.liu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
方竹静 执业证书编号: S1420513070001
+86(21)2401-8949 zhuqing.fang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

目录

投资摘要	4
结构性分化显著，手游进入爆发期	5
端游：平稳成长，营销支出继续高企	7
页游：高峰过后市场格局基本稳定，强势产品为王	9
手游：仍有爆发增长空间	13
手游：来自海外移动游戏市场的比较	20
估值与投资建议	24
掌趣科技 (300315.SZ)：领先的手游运营商，强力买入	33
顺网科技 (300113.SZ)：平台化效应显现，中性评级	36
博瑞传播 (600880.SS)：向新媒体积极转型，中性评级	39
浙报传媒 (600633.SS)：跨平台增长，中性评级	42
信息披露附录	45

本报告股价截至 2013 年 8 月 6 日收盘价，除非另有说明。

图表 1：估值概览

Ticker	Company Name	Rating	Price	12-m TP	Implied +/-	Mkt Cap RMB mn	P/E			EV/EBITDA		P/B
			6-Aug-2013				2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2013E
300315.SZ	掌趣科技	Buy*	40.96	51.38	25%	16,869	99X	42X	28X	93X	36X	10X
300058.SZ	蓝色光标	Buy*	49.51	55.67	12%	19,642	54X	38X	28X	37X	28X	12X
300251.SZ	光线传媒	Buy	40.70	44.96	10%	20,609	45X	32X	24X	38X	26X	9X
300291.SZ	华录百纳	Buy	44.32	48.75	10%	5,850	35X	26X	20X	25X	18X	6X
300027.SZ	华谊兄弟	Neutral	43.84	40.01	-9%	26,514	45X	38X	28X	41X	32X	11X
600637.SS	百视通	Neutral	35.01	33.11	-5%	38,992	51X	36X	25X	34X	23X	10X
300133.SZ	华策影视	Neutral	31.02	31.07	0%	17,961	55X	40X	29X	42X	29X	10X
300113.SZ	顺网科技	Neutral	60.50	51.17	-15%	7,986	58X	43X	32X	44X	31X	9X
600880.SS	博瑞传播	Neutral	22.96	17.31	-25%	14,139	39X	28X	22X	22X	16X	6X
600633.SS	浙报传媒	Neutral	31.23	21.31	-32%	18,555	41X	30X	25X	30X	23X	5X
300104.SZ	乐视网	Neutral	29.45	29.64	1%	23,389	79X	54X	36X	25X	18X	15X
002400.SZ	省广股份	Neutral	40.30	29.02	-28%	15,536	58X	42X	32X	33X	25X	11X
601928.SS	凤凰传媒	Neutral	11.11	7.20	-35%	28,274	25X	23X	22X	26X	23X	3X
000665.SZ	湖北广电	Neutral	12.76	8.37	-34%	4,961	25X	27X	23X	10X	9X	2X
601801.SS	皖新传媒	Neutral	11.97	10.00	-16%	10,893	21X	19X	18X	15X	13X	2X
600551.SS	时代出版	Neutral	11.91	9.60	-19%	6,024	20X	18X	17X	19X	16X	2X
600373.SS	中文传媒	Neutral	19.40	18.30	-6%	11,005	18X	15X	13X	16X	13X	2X
002292.SZ	奥飞动漫	Neutral	28.16	18.82	-33%	17,302	64X	49X	37X	50X	37X	10X
600831.SS	广电网络	Neutral	8.05	6.52	-19%	4,536	25X	22X	20X	6X	5X	3X
601098.SS	中南传媒	Neutral	11.93	10.70	-10%	21,426	22X	20X	18X	16X	13X	2X
000156.SZ	华数传媒	Neutral	28.69	17.49	-39%	31,474	96X	75X	56X	42X	35X	10X
600037.SS	歌华有线	Sell	7.27	4.23	-42%	7,709	28X	31X	25X	5X	5X	1X
002238.SZ	天威视讯	Sell	13.42	6.44	-52%	4,300	29X	37X	38X	10X	9X	3X
Average							45X	34X	27X	29X	21X	7X
Median							41X	32X	25X	26X	23X	6X

Ticker	Company Name	Rating	EPS			Consensus EPS		ROE			CROCI	
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E
300315.SZ	掌趣科技	Buy*	0.42	0.97	1.48	0.46	0.63	10%	19%	24%	25%	34%
300058.SZ	蓝色光标	Buy*	0.91	1.30	1.75	0.88	1.22	21%	26%	29%	28%	27%
300251.SZ	光线传媒	Buy	0.90	1.27	1.70	0.76	0.97	19%	22%	23%	26%	27%
300291.SZ	华录百纳	Buy	1.28	1.71	2.26	1.22	1.57	16%	19%	23%	32%	33%
300027.SZ	华谊兄弟	Neutral	0.97	1.16	1.56	0.70	0.87	24%	24%	27%	20%	21%
600637.SS	百视通	Neutral	0.69	0.97	1.41	0.65	0.89	20%	22%	25%	40%	42%
300133.SZ	华策影视	Neutral	0.56	0.78	1.08	0.52	0.69	18%	21%	24%	32%	34%
300113.SZ	顺网科技	Neutral	1.04	1.42	1.89	1.06	1.48	15%	19%	23%	96%	113%
600880.SS	博瑞传播	Neutral	0.60	0.83	1.02	0.55	0.65	13%	15%	16%	21%	27%
600633.SS	浙报传媒	Neutral	0.80	1.08	1.30	0.80	0.96	11%	13%	13%	17%	15%
300104.SZ	乐视网	Neutral	0.37	0.55	0.83	0.36	0.53	19%	23%	26%	30%	29%
002400.SZ	省广股份	Neutral	0.69	0.96	1.25	0.67	0.86	16%	19%	20%	38%	38%
601928.SS	凤凰传媒	Neutral	0.44	0.48	0.51	0.42	0.49	11%	11%	11%	17%	18%
000665.SZ	湖北广电	Neutral	0.51	0.47	0.55	0.50	0.47	8%	7%	8%	16%	15%
601801.SS	皖新传媒	Neutral	0.56	0.62	0.68	0.65	0.75	11%	11%	12%	22%	24%
600551.SS	时代出版	Neutral	0.60	0.67	0.71	0.60	0.67	9%	9%	9%	12%	12%
600373.SS	中文传媒	Neutral	1.10	1.30	1.52	1.00	1.11	14%	14%	14%	20%	21%
002292.SZ	奥飞动漫	Neutral	0.44	0.58	0.76	0.39	0.51	15%	17%	19%	25%	28%
600831.SS	广电网络	Neutral	0.33	0.36	0.40	0.32	0.33	11%	11%	11%	19%	19%
601098.SS	中南传媒	Neutral	0.54	0.59	0.68	0.62	0.72	10%	10%	11%	29%	32%
000156.SZ	华数传媒	Neutral	0.30	0.38	0.51	0.22	0.28	29%	27%	28%	31%	31%
600037.SS	歌华有线	Sell	0.26	0.23	0.29	0.29	0.32	5%	4%	5%	14%	13%
002238.SZ	天威视讯	Sell	0.46	0.36	0.35	0.41	0.44	9%	7%	6%	17%	16%
Average								15%	16%	18%	27%	31%
Median								14%	17%	19%	25%	27%

*位于地区强力买入名单。

资料来源：万得、公司数据、高华证券研究预测

投资摘要

我们首次覆盖中国游戏行业，以及四家 A 股相关上市公司：

- **掌趣科技（买入，强力买入名单）**：公司研发、运营、发行自产手游或代理游戏，内生与并购增长双轮驱动丰富产品线。
- **顺网科技（中性）**：网吧市场软件提供商开拓页游市场，并尝试充分实现平台流量货币化的新模式。
- **博瑞传播（中性）**：通过收购方式积极从传统媒体向新媒体领域转型。公司传统资产支撑其多元化游戏产品线。
- **浙报传媒（中性）**：多元化传统/新媒体企业，业务跨出版、新媒体和游戏。

结构性变化：端游/页游增长放缓，手游加速增长

中国游戏市场的成长一直伴随着一系列增长阶段。随着端游趋于成熟且页游增长渡过高峰期，我们认为手游将迎来下一个高增长轨迹。根据艾瑞咨询的数据，端游市场的增长中枢将从 2012 年的 16% 降至 10% 左右，页游则将从 2012 年的 50% 降至略高于 20% 的水平。

对于手游市场而言，我们预计 2013 年将同比增长 98%，且市场规模有望从 2012 年的人民币 50 亿元左右爆发增长至 2015 年的 260 亿元，我们对前景更加乐观的预测远高于艾瑞咨询的预测。随着 ARPU 和手游用户渗透率持续高速上升，我们预计今年单款手游月度流水可达 1 亿元。

端游：平稳成长，营销支出继续高企。端游市场研发、运营基本实现一体化，市场份额集中。端游游戏六大公司的格局基本已经稳定，前六大占比近 90%。中国端游龙头公司净利润率维持约 40% 的高位，我们认为由于各企业竞相扩大市场份额，营销费用支出增长空间依然较大。

页游：市场格局基本稳定，强势产品为王。页游进入稳定发展阶段，市场规模由 2007 年的人民币 1.4 亿元急速膨胀至 76 亿元。经过 5 年的快速发展，我们认为，未来三年市场将步入稳定增长轨道。同时，页游产业链中研发端、平台端集中度不断提高，行业竞争格局基本稳定。我们认为，联运模式是行业集中度提高的主要驱动力，页游产品精品化趋势显著。持续推出页游精品的研发商将充分受益精品化趋势。

手游：空间巨大，产业链、竞争格局逐步明朗。我们认为以下三个主要因素将驱动手游的高速扩张：1) 2013 年智能手机（尤其是低端手机）持续强劲增长；2) 无线网路、3G 覆盖率的提升；以及 3) 付费方式多样化、便利化。手游研发、发行方目前正处于高盈利增长的蜜月期。但我们认为随着竞争格局的演变，未来平台议价力将逐步提高。

手游发行方高盈利蜜月期仍有持续空间：手游发展迅速，产业链各个层面竞争激烈。然而，由于研发端和平台的参与者高度分散，发行方对上下游均有较高的议价能力，有望继续享受高盈利的蜜月期。但我们认为，随着手游产品市场竞争日趋激烈，未来平台建设将日趋完善，平台议价能力提高，发行商的议价能力将逐步下降。

KAKAO 案例分析：我们通过对 KAKAO 平台在韩国的成功案例分析腾讯微信手游平台对中国手游市场的影响。在韩国，手游市场的加速膨胀推动了拥有精品手游和成功平台的企腾讯业收入全面爆发增长。平台议价能力相应提高，压缩发行、研发端并提高集中度。优秀的手游公司反过来受益于更有效的平台推广及营销框架，净利润率将迅速提高。

投资建议：买入掌趣科技并加入强力买入名单。在 A 股的 4 家游戏相关上市公司中，我们看好掌趣科技。公司作为手游的研发、发行及运营商，已积累深厚的研发及渠道资源。公司积极向智能机游戏转型，内生与并购增长双轮驱动扩张。我们首次覆盖给予买入评级，并加入强力买入名单，基于 PEG 的 12 个月目标价格为人民币 51.38 元。

顺网科技：积极由软件提供商向互联网娱乐平台转型，通过页游业务进一步深化流量货币化的盈利模式。公司是网吧市场的领军企业，向网吧业主提供管理软件，并拥有 70% 的市场份额。其商业模

式旨在通过新产品和网游业务深化流量的货币化。我们认为该股目前估值合理，首次覆盖给予中性评级，基于 PEG 的 12 个月目标价格为人民币 51.17 元

博瑞传播和**浙报传媒**是传统媒体龙头公司，积极通过收购、投资等方式进入新媒体行业。我们肯定公司由传统媒体向新媒体领域转型的战略。但是，我们认为仍需要时间验证公司能否成功运营游戏等新媒体业务，充分发挥跨媒体的协同效应。通过 PEG 的估值方法，我们得出博瑞传播 12 个月目标价人民币 17.31 元，浙报传媒 12 个月目标价人民币 21.31 元。我们首次覆盖并给予两家公司中性评级，以反映其估值合理。

结构性分化显著，手游进入爆发期

市场整体增速趋缓，结构性分化更为显著。2012 年中国端游市场收入达到人民币 400 亿元左右，占中国 530 亿网络游戏市场的约 77%，同比增速 22%。根据艾瑞咨询预测，中国的网络游戏市场将在 2013-16 呈增长减缓的趋势，同比增速由 19%降至 14%。**我们认同端游和页游增长减缓的前景，但认为手游、页游及端游市场的结构性分化将更为显著，且更为看好手游市场。**

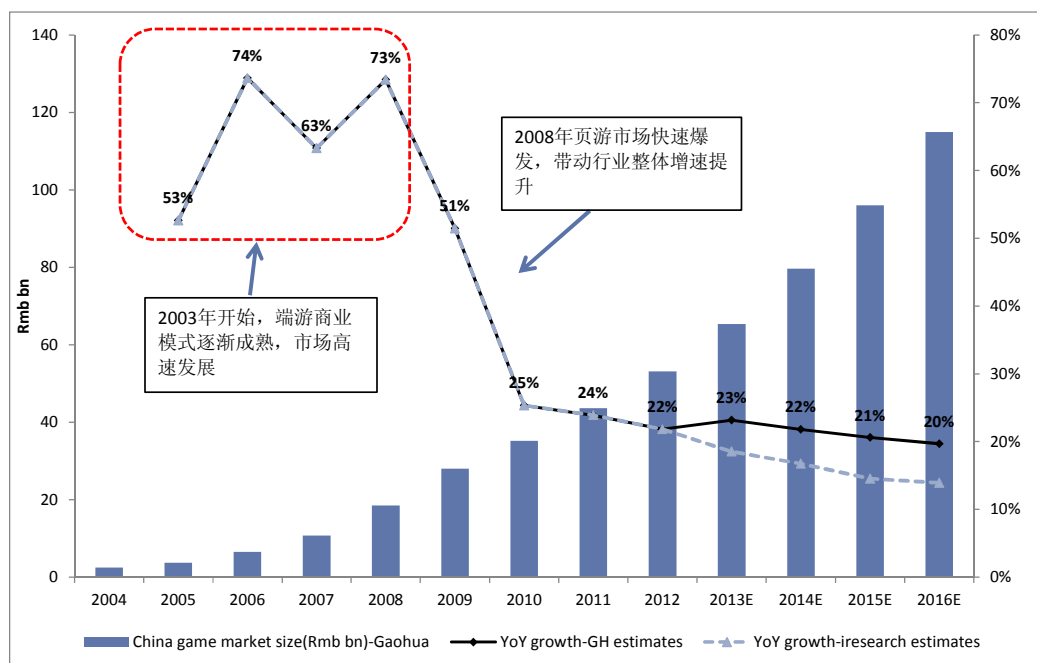
端游、页游市场增速趋缓。中国端游市场自 2009 年以后结束了连续多年的高速增长，2010 市场规模同比增长率从 2009 年的 29%降到 19%，2012 年再降至 16%。行业一方面面临来自页游，手游对市场份额的侵蚀；另一方面，行业本身创新性不足，我们认为游戏内容及核心玩法日渐老化。根据艾瑞咨询预测，未来三年端游市场增速将基本稳定在 13%/12%/10%。我们认为页游市场正步入成长后期，行业结束 50%以上高增速，艾瑞咨询预计未来三年增速中枢将下移至 28%/22%/19%。

手游市场正进入爆发期，成长空间巨大。手游市场规模较小，2012 年市场规模人民币 52 亿元，仅为端游的 1/10，后续成长空间巨大。目前行业运营环境日趋成熟：1) 智能手机，尤其是低端手机的普及化；2) 无线网络、3G 的覆盖率的提升；3) 付费方式的多样化、更为便利化，用户对手游的付费习惯逐步养成，单款手游月度流水不断创新高（2013 年 6 月《捕鱼达人 2》单月收入超过人民币 5000 万元）。

我们认为 2013 年手游市场同比增幅可能超过艾瑞咨询预测的 60%。由于我们对市场潜力更加乐观，我们认为手游市场的大规模用户和 2013 年一季度爆发式增长（中国互联网络信息中心的数据显示，2013 年一季度手游市场收入增长至人民币 25 亿元，同比增幅 100%）可能推动全年同比增长 98%。

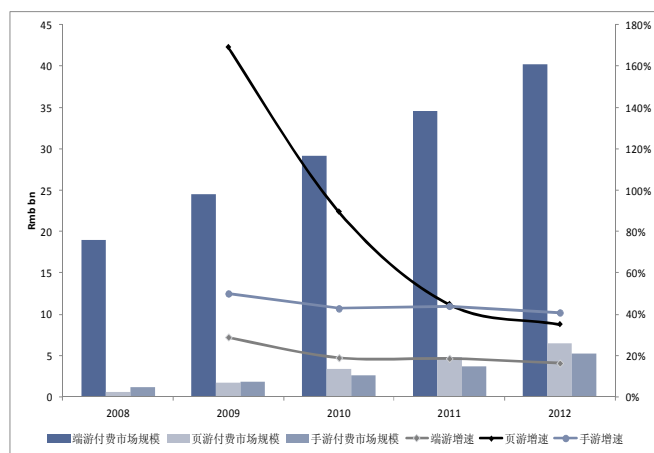
我们对中国整体游戏行业的 2013-16 年增长预测为 23%/22%/21%/20%，较艾瑞咨询预测的 19%/17%/15%/14%更为乐观，因为我们更加看好中国手游行业的发展。

图表 2：中国游戏市场未来三年整体增速将有所减缓

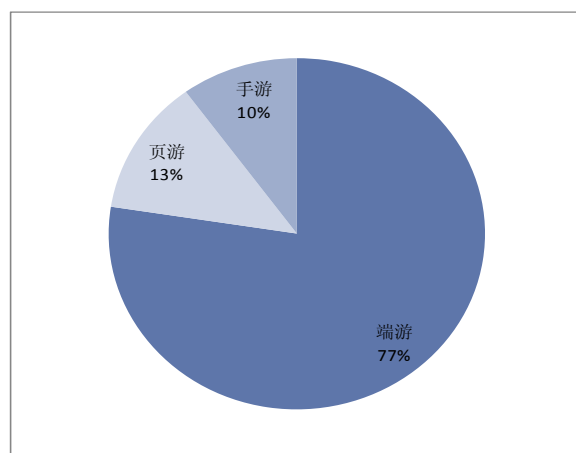


资料来源：艾瑞咨询、高华证券研究预测

图表 3：各游戏细分市场增速不一

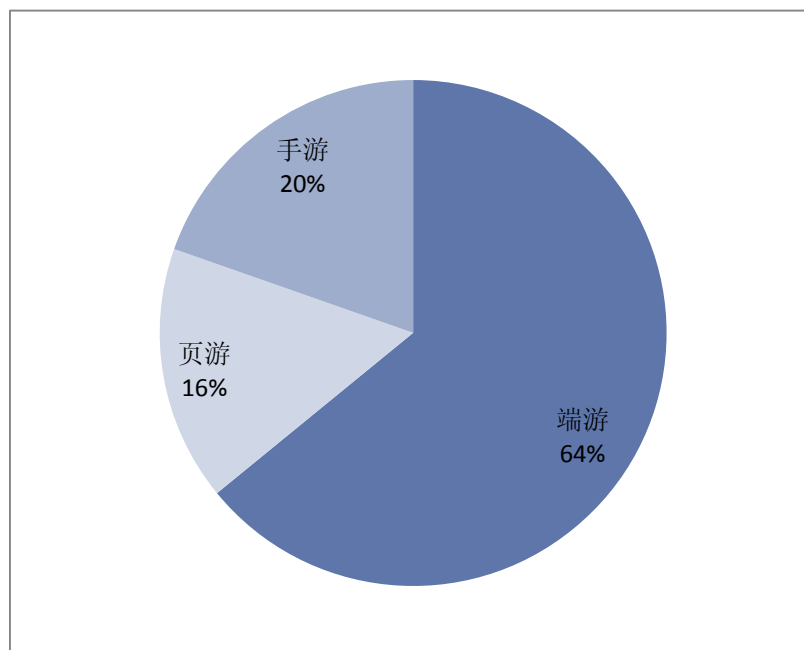


资料来源：艾瑞咨询

图表 4：端游仍然占据 77% 市场份额
游戏市场份额（2012）

资料来源：艾瑞咨询

图表 5: 我们预计 2014 年手游市场份额将达到 20%
游戏市场份额 (2014E)



资料来源：艾瑞咨询、高华证券研究预测

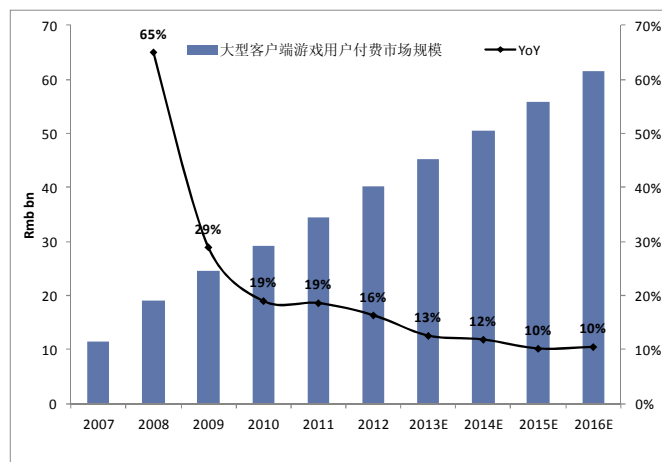
端游：平稳成长，营销支出继续高企

端游在中国已经经历了 12 年的发展，增长基本步入成熟阶段。根据艾瑞咨询预测，未来 3 年端游市场维持 13%/12%/10% 的增长，用户年 ARPU 维持在人民币 400 元左右，增速下降主要来自于付费用户数量的增长放缓。

端游市场研发、运营基本实现一体化，市场份额集中。2013 年第一季度中国端游市场整体规模达到 127.88 亿元人民币；行业集中度进一步走高，腾讯游戏、网易游戏、盛大游戏、搜狐畅游、完美世界、巨人网络组成的中国客户端网络游戏六大公司的格局基本已经稳定，前六大占比近 90%。客户端游戏的特点是特别长的生命周期，特别稳定的游戏收入以及特别忠实的客户。艾瑞咨询显示，端游市场面对 1 亿左右高黏性玩家，用户群体稳定且对游戏产品的要求极高，行业进入门槛远高于页游及手游。

端游龙头公司净利润率维持高位，营销费用支出增长空间较大。端游公司对端游大作的运营采用“大制作、大投入、高营销、高收入”的策略。为了锁定用户，端游公司往往需要每年投入上百万美元推销主要产品。面对市场整体规模的缓慢增长，行业主要参与厂商的竞争将逐步加剧，行业集中度持续走高，小型客户端游戏厂商将转型或面临整合。目前中国端游公司的净利润率水平维持 40% 左右高位，尽管行业增速减缓，但对单个公司而言，端游依然是非常赚钱的业务。每个公司都有动力加大营销投入，做大收入规模。目前中国端游公司营销费用率在 10% 左右，海外公司在 20% 左右，营销费用增长空间依然很大。这表明顺网科技等依赖于端游公司营销支出的企业将在未来 3 年内维持广告收入快速增长。

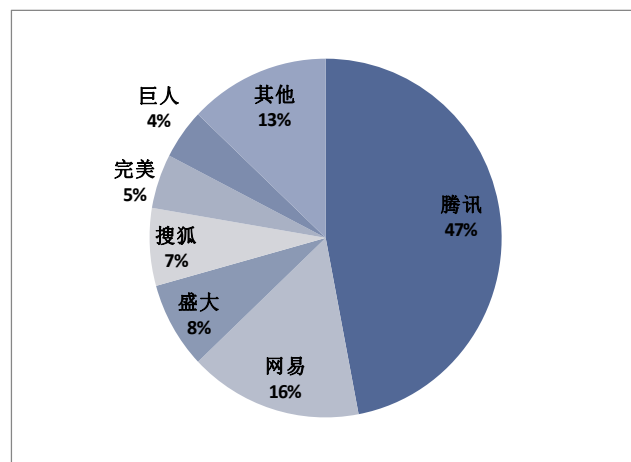
图表 6: 中国端游市场增速趋缓



资料来源：艾瑞咨询

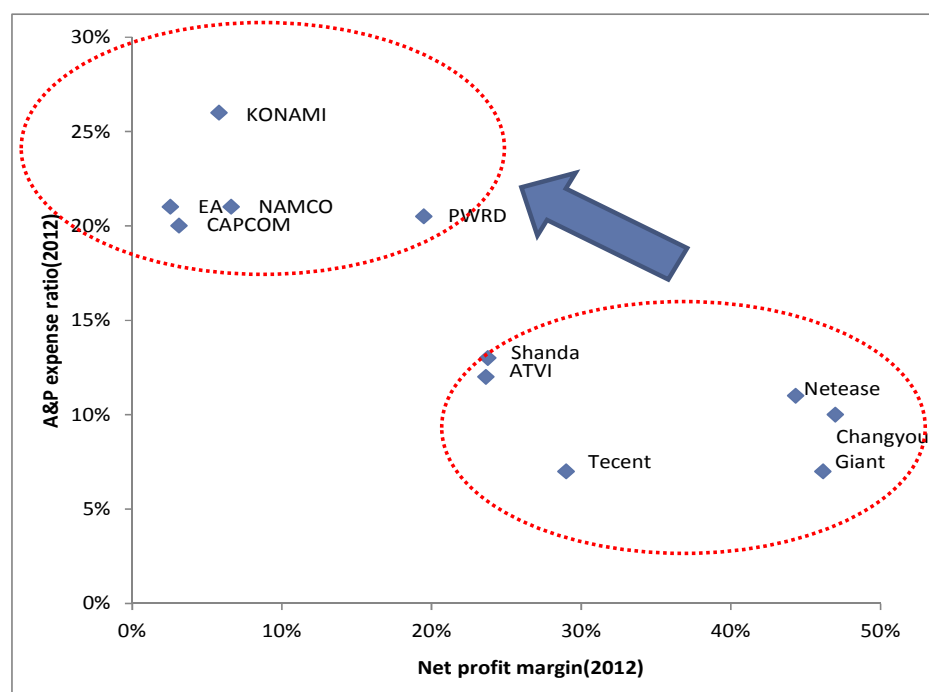
图表 7: 端游市场集中度不断提高

2013年一季度中国客户端游戏竞争格局



资料来源：易观国际

图表 8: 我们认为中国端游公司净利润率维持高位，营销费用增长仍有空间

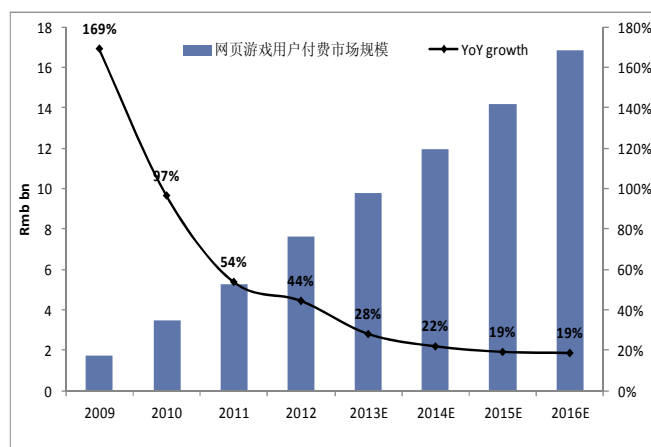


资料来源：公司数据、高华证券研究

页游：高峰过后市场格局基本稳定，强势产品为王

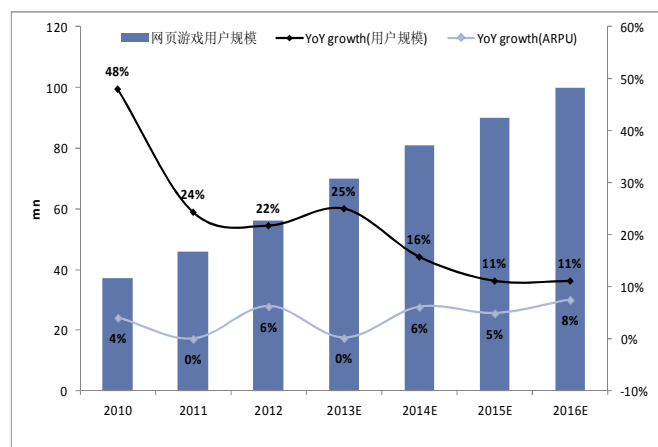
我们认为页游进入稳定发展阶段，付费用户数量的增长将在未来三年放缓。网页游戏发展始于 2004 年，于 2008-09 年爆发。页游产品周期短，研发成本低，页游公司快速推出新品，依赖平台渠道大力营销，“大跃进”式地快速释放消费者需求，做大市场，2007-2012 年行业年均复合增速高达 123%，市场规模由人民币 1.4 亿元急速膨胀至 76 亿元。经过 5 年的快速发展，我们认为，未来三年市场将步入稳定增长轨道。根据艾瑞咨询预测，未来三年页游付费市场维持 28%/22%/19% 的年增长，增长速度有所下降较之前有所下降，主要原因来自于付费用户数量的增长放缓。

图表 9：艾瑞咨询预计页游市场规模增速未来三年逐步放缓



资料来源：艾瑞咨询

图表 10：....增长主要来自付费用户数量的提升

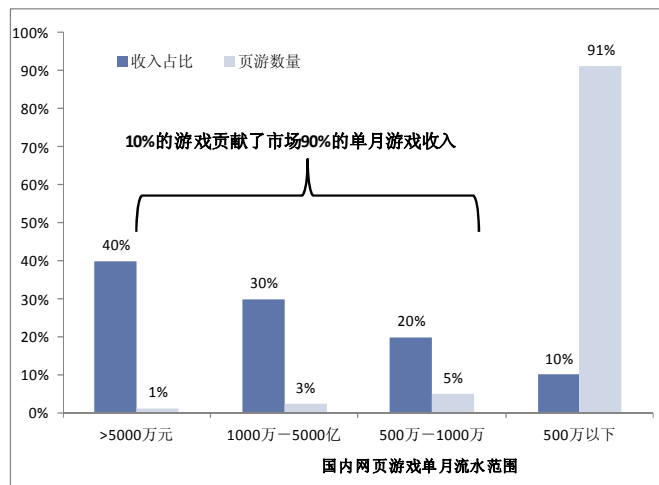


资料来源：艾瑞咨询

页游产业链基本成型，联运模式主导。页游产品数量多、更新快，页游研发公司对每款产品自主推广自主运营的模式基本不可能，大多数页游产品均使用联运模式进行运营推广。主要合作运营平台有腾讯、360 游戏、4399 等大流量平台。游戏玩家通过运营平台登陆游戏和充值，由运营平台负责游戏的推广、支付和计费，之后按一定比例在平台和研发商之间进行分成。目前页游市场分成比例基本稳定，平台与开发商基本以 7:3 的比例进行分成，腾讯根据页游产品单月流水额进行阶梯分账（月流水超过人民币 3000 万的产品也按 7:3 比例分成）。

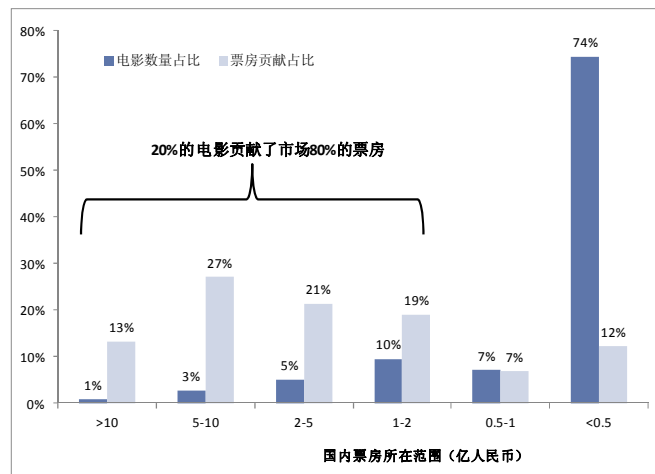
页游产品市场呈现“二八”定律，类电影行业“大片”格局。目前行业 15 款左右高于千万月流水收入的网页游戏产品大概掌控了 70% 的联运市场收入（30 款游戏，即游戏总数的 10% 左右，占据 90% 的联运市场收入）。页游市场正呈现出类似电影票房市场的“二八”定律——即 10—20% 的产品贡献行业 80%-90% 的收入，行业由“精品大作”主导。

图表 11: 中国页游市场 2-8 法则趋势明显 (2012)



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 12: 电影市场的“2-8”法则 (2012)



资料来源：艺恩网、高华证券研究

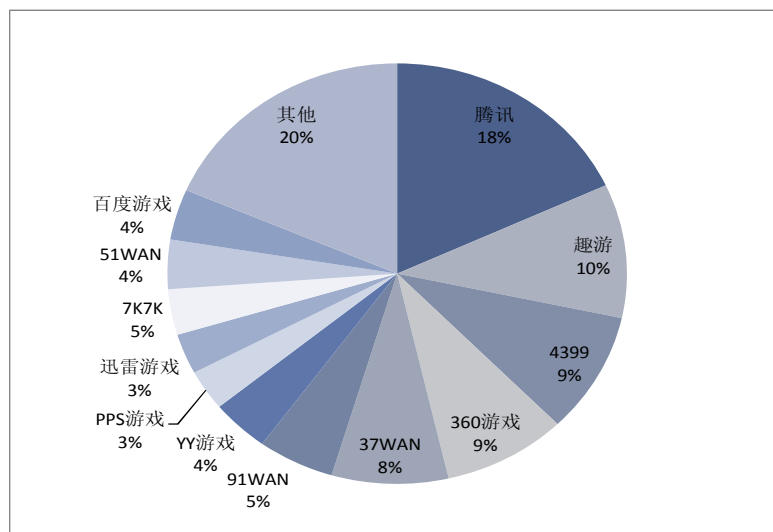
页游研发端、平台端集中度不断提高，行业竞争格局基本稳定

从平台端看，页游前 10 大平台的集中度高达 72%，易观智库显示，截至 2013 年一季度页游流水基本集中于优势平台。其中腾讯凭借在 PC 端强大的流量，在一季度占据 18%左右的页游市场。

从研发端看，按 2012 年主要公司的研发收入统计，前 10 大公司占据了 72%的市场份额，集中度很高。

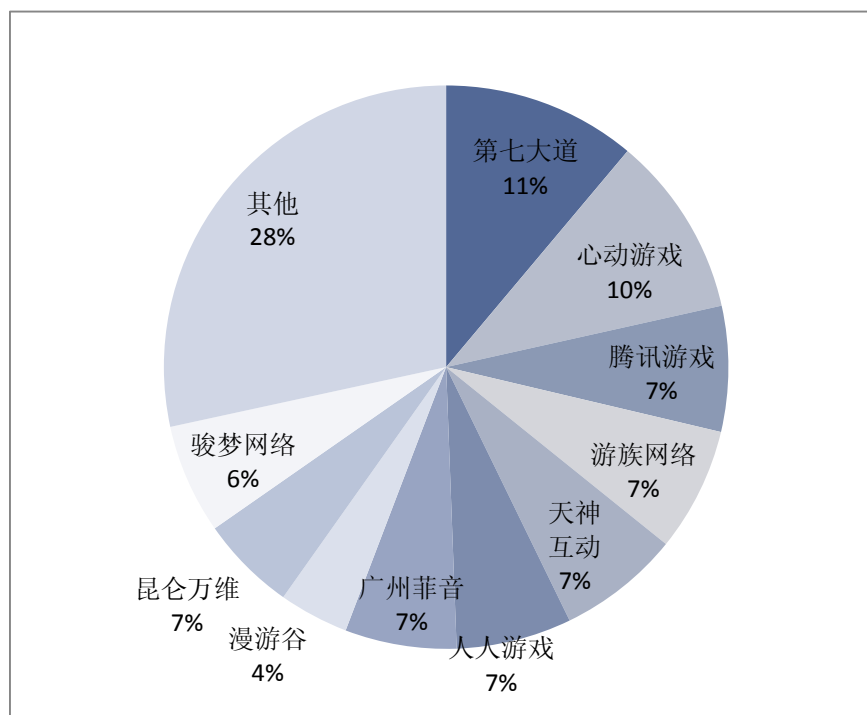
我们认为，联运模式是行业集中度提高的主要驱动力，页游产品精品化趋势显著。产品质量是成为大型联运平台实现流量充分有效货币化的基础和根本点。平台模式下的“优胜劣汰”推动产品精品化。不同于端游的独家代理模式，页游的联运模式决定了发行商和平台对单款游戏的营销主观能动性不同，平台只会将最优质的资源提供给变现能力强的优质产品上，产品质量得到充分的验证，质量不高的产品将迅速被运营方淘汰或降低资源供给。另一方面，平台对优质的产品倾向于给予相当数量的独代金或提高分成比例等来获得独家产品，形成产品垄断上的竞争，无论是流量资源还是资金资源都在不断向精品页游研发商集中，强者愈强。

图表 13: 页游运营平台第一梯队已经形成, 小平台面临整合
2013 年一季度中国页游运营平台竞争格局



资料来源: 易观智库

图表 14: 前 10 大页游研发公司占据了 72% 的市场份额
中国页游研发公司的竞争格局, 2013 年一季度



资料来源: 易观智库

持续推出页游精品的研发商将充分受益精品化趋势。对页游研发商而言，单款页游的成功可以带来公司收入和利润的爆发式增长。但是，由于页游生命周期较短（单款游戏生命周期 1-2 年），页游开发商必须不断地开发出精品杀手级的页游产品，才能保持盈利的持续增长。如下表所示，领先页游开发商已推出了不只一款精品游戏，证明了他们强劲的游戏开发和运营实力。得益于这些精品游戏，领先页游平台的大规模流量不断涌现。

图表 15: 页游市场主要研发公司情况总结

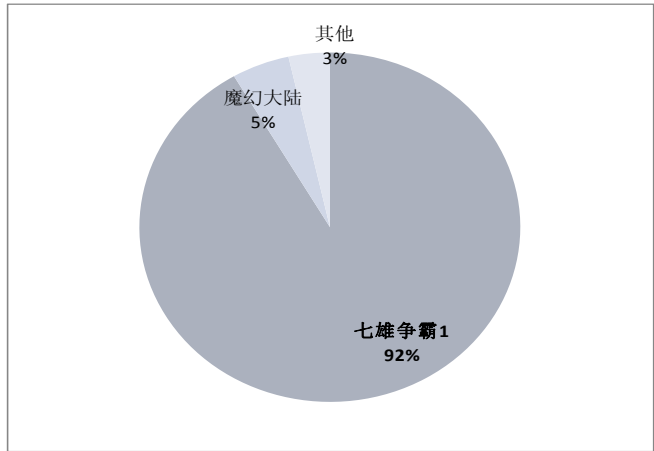
公司	主要贡献游戏	联运平台
广州菲音	九天仙梦、梦幻修仙、凡人修真系列等（月收入千万以上）	4399平台、37wan平台
第七大道	弹弹堂系列、神曲系列（两款游戏单月收入均破亿）	4399平台、37wan平台
游戏谷	七雄争霸系列（单月收入破亿）	腾讯
心动网络	神仙道系列（单月收入破亿）	心动游戏
恺英网络	摩天大楼、恐龙时代	腾讯、人人
天神互动	傲剑（月收入破亿），飞升（月收入3000万）	趣游、腾讯
动网先锋	商业大亨（累计充值3.8亿）、寻侠和三分天下（累计充值1亿）等	腾讯

资料来源：公司数据

以动网先锋（近期被掌趣科技收购）与游戏谷（博瑞传播收购标的，待证监会审批）两家页游公司的产品发展为例，我们发现，单款精品页游的成功通常会带动收入、利润的爆发性增长。游戏谷的主力产品《七雄争霸》在 2010 年中在腾讯平台上线，单月流水快速突破 1 亿元；2011 年贡献收入 1.9 亿元，贡献占比超过 90%。《七雄争霸》之后公司能否顺利推出类似大作是公司维持快速增长的关键。

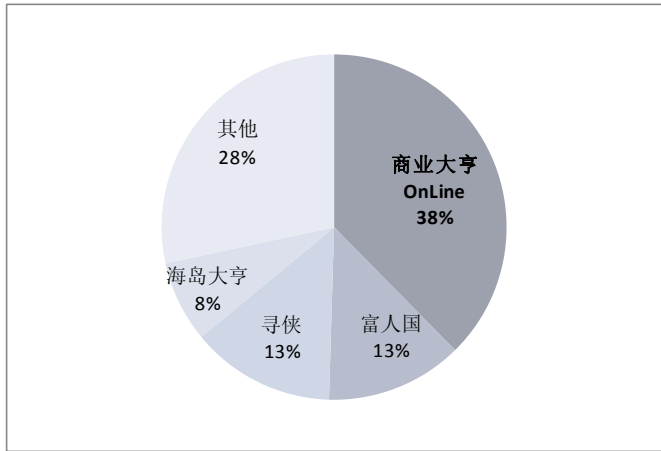
动网先锋主力产品《商业大亨》2008 年上线，2010 年收入贡献达到高峰，达到 8600 万元，全年占比超过 96%。2011 年之后商业大亨生命周期趋于衰退，贡献占比缩小，公司开发的其他产品《富人国》、《寻侠》、《海南大亨》逐步成为贡献主力，年贡献收入在 3000 万级别。公司页游产品线较为丰富，但《商业大亨》之后的其他作品收入规模不大，还未达到一线页游精品级别。

图表 16: 游戏谷仍然主要依赖七雄争霸的贡献(按 2011 收入统计)



资料来源：公司数据

图表 17: 动网先锋收入主要来自商业大亨等三个游戏（按 2010-12 累计收入统计）



资料来源：公司数据

手游：仍有爆发增长空间

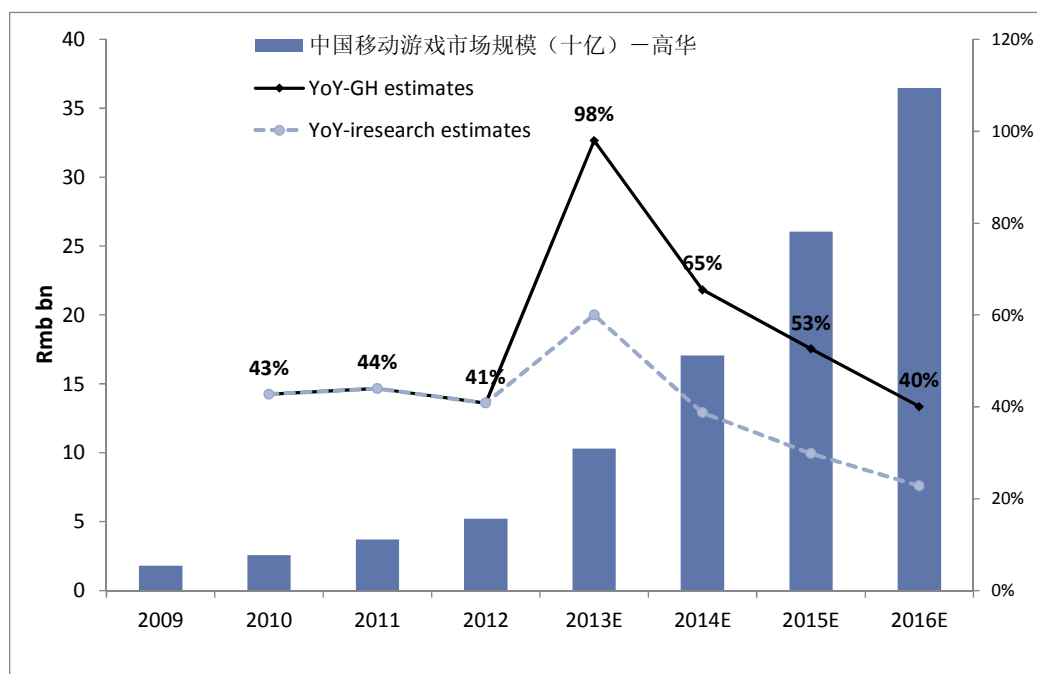
智能机游戏发力，手机游戏行业处于爆发期。2012 年 4 季度手机游戏爆发，手游市场出现多款月收入千万级产品，2013 年至今已有近 10 款手游月收入突破 3000 万元。

2012 年手游行业规模 52 亿元，同比增速 41%。其中智能机游戏达到 12.5 亿元，同比增速 140%。据艾瑞咨询预测，2013 年行业增速达到 60%，其中智能机游戏市场增速更是高达 160%。

然而，我们认为，从巨大的手游市场规模和 2013 年一季度爆发式增长轨迹来看，该预测较为保守。根据中国互联网络信息中心的资料显示，2013 年一季度手游市场收入增长至人民币 25 亿元，同比增长 100%。我们预计整个市场在 2013 年的收入增长将超过人民币 100 亿元（同比增长 98%），顶级手游的单月流水有望在 2013 年底超过 1 亿元。

我们通过手游数量和用户数量（基于中国互联网络信息中心的资料和高华预测）的乘积得出市场规模预测。我们预计 ARPU 的上升（我们假设中国将于 2016 年前达到韩国 2012 年的水平）和手游用户渗透率的提升将双双驱动行业于 2013-16 年高速增长。

图表 18: 手游将在未来 3 年内保持高速增长



资料来源：艾瑞咨询、高华证券研究预测

图表 19：我们对手游行业的预测详情

我们假设中国将于 2016 年前达到韩国 2012 年的水平

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
互联网用户数量（亿）	3.84	4.87	5.13	5.64	6.2	6.5	6.8	7.2
移动互联网用户数量（亿）	2.33	3.03	3.56	4.20	4.90	5.41	5.95	6.54
移动互联网渗透率	61%	62%	69%	74%	79%	83%	87%	91%
移动游戏用户数量（亿）	0.9	1.3	2.05	2.6	3.43	4.06	4.76	5.56
移动游戏用户渗透率	39%	43%	58%	62%	70%	75%	80%	85%
单用户贡献收入(元)	20	19.8	18.0	20.0	30.1	42.1	54.7	65.6
手机游戏市场规模(Rmb bn)	1.8	2.57	3.7	5.21	10.3	17.1	26.0	36.5
YoY		43%	44%	41%	98%	65%	53%	40%

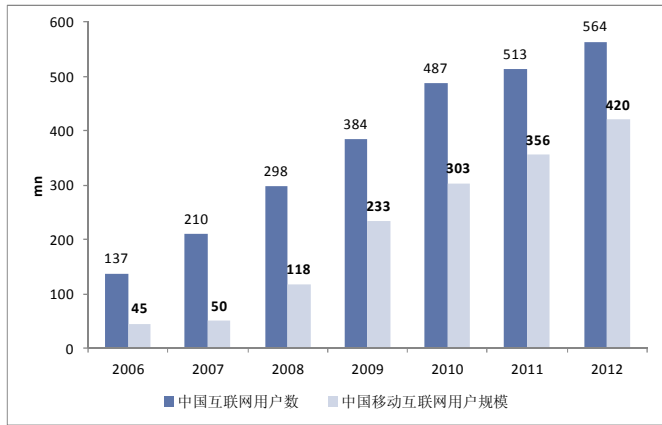
资料来源：中国互联网络信息中心、艾瑞咨询、高华证券研究预测

三大利好推进市场规模今年快速向百亿推进，市场空间巨大。我们认为，智能手机，尤其是低端手机的普及化，无线网络、3G 的覆盖率的提升，以及付费方式的多样化、便利化是行业规模快速膨胀的主要推动因素。

移动互联网正逐步替代互联网，成为用户上网的首选。中国互联网络信息中心的资料显示，截止 2012 年底，75%的互联网用户通过手机上网，71%通过电脑上网。而 2007 年上半年，两者的百分比则分别为 28%和 90%。

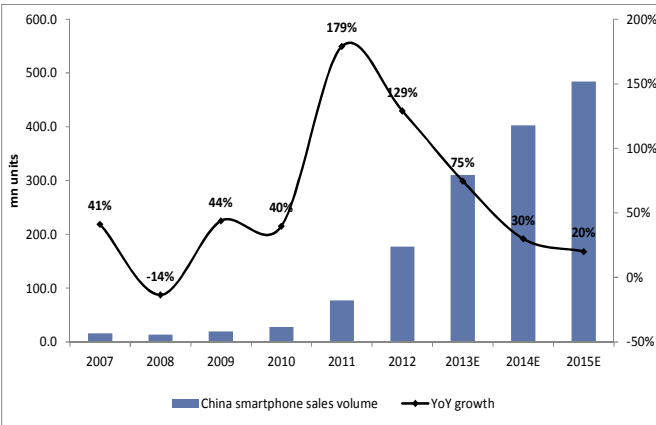
2012 年桌面网游市场规模近 500 亿元，手机游戏市场仅为桌面网游的 1/10。2012 年移动互联网用户数量达到 4.2 亿，根据中国互联网络信息中心资料 and 我们的中国电信分析师吕东风的预测，中国的智能机手机销量在 2015 年将达到 5 亿级别，进一步推动智能机手游的爆发性增长。

图表 20：移动互联网用户数与传统互联网用户数对比



资料来源：中国互联网络信息中心、高华证券研究

图表 21：中国智能手机销量预测



资料来源：Gartner、Global Mobile、高盛研究预测、高华证券研究预测

手机游戏可以划分为休闲类轻度游戏，中度游戏以及重度游戏三大类。休闲类轻度游戏容易获得最多的用户资源，尤其是大量的“小白”用户，即将大量本身非传统游戏玩家人群，引导到轻度游戏中。轻度休闲类游戏对平台的依赖度较高，但后续将流量进行进一步货币化的能力较弱。中度游戏则在保证一定用户基础上更多兼顾收费，在相对较高的用户基数背景下提高付费率；重度游戏则类似传统端游、页游，用户大多转移自端游、页游的成熟玩家。这部分用户忠诚度高，对游戏认知程度高，是手游市场的核心付费用户。

图表 22：2012 年重度、中度手游贡献行业 75%左右的收入

	主要类型	代表作品	用户占比	收入占比
轻度	休闲、棋牌等	找你妹，捕鱼达人	60%	25%
中度	卡牌、塔防等	大掌门，COC，我叫MT	20%	35%
重度	MMO, 传统RPG等	时空猎人，神仙道，石器时代OL等	20%	40%

资料来源：触控科技、高华研究预测

目前手游市场重度、中度类型游戏用户占比 40%，贡献 75%的收入，是手游、研发运营平台的核心力量；休闲类手游玩家用户基数大，收入占比在 25%左右。我们统计了 IOS 平台 4 月中国游戏收入排行榜，月收入 TOP15 的产品中均为中度、重度手游，其中卡牌类游戏达到 9 款，是目前最热门的手游类型。

图表 23：中国游戏收入排行榜由中度、重度手游占据
2013 年 4 月 IOS 平台收入排行榜

排名	游戏名称	游戏类型	开发公司	
1	我叫MT Online	卡牌	乐动卓越	中度手游 重度手游
2	大掌门	卡牌	玩蟹科技	
3	龙之力量	RPG	数字天空	
4	逆转三国	卡牌+消除	点动科技	
5	摩卡幻想	卡牌	iFree	
6	我叫MT Online（国际版）	卡牌	乐动卓越	
7	王者之剑	横版格斗	蓝港在线	
8	御龙战记	卡牌+消除	Pocket Elements	
9	神仙道	RPG	心动游戏	
10	卧龙吟 豪华版	SLG	UQEE	
11	幻想英雄	卡牌	萌果信息	
12	时空猎人OL	横版格斗	银汉科技/触控代理	
13	Clash of Clans	SLG	Supercell	
14	魔法卡牌	卡牌	慕和网络	
15	三国来了	卡牌	北京乐迪通	

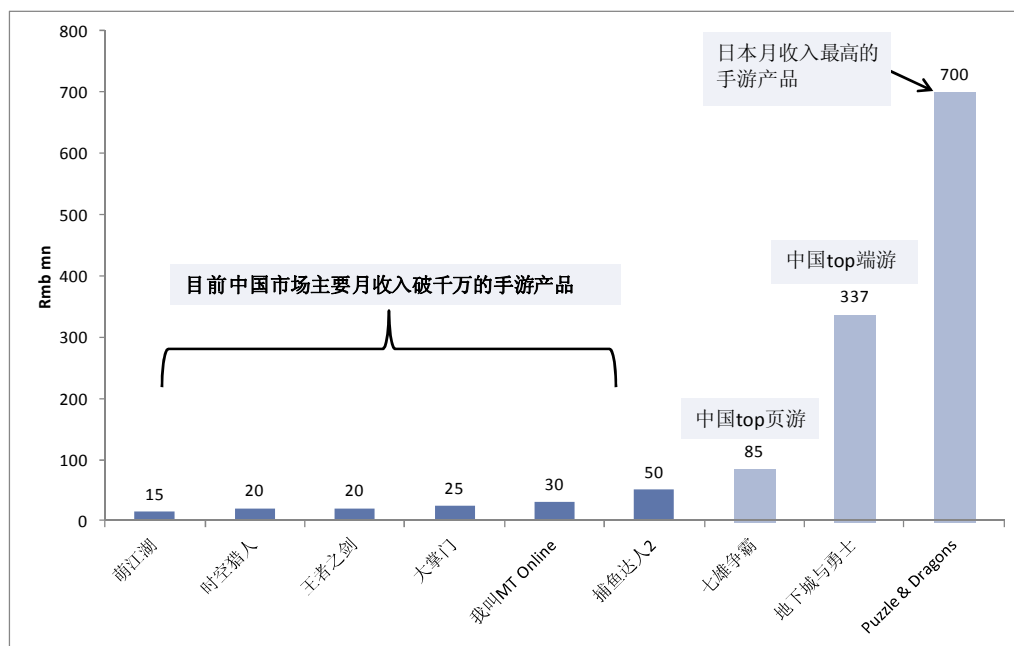
资料来源：App Store、高华证券研究

目前手游的中度、重度游戏产品对平台的依赖相对较低，更依赖产品本身的质量。对研发导向的公司而言，推出重度、中度等高 ARPU 的游戏是支撑其收入快速增长、规模扩大的基础。休闲类游戏目前看来难以支撑单体手游研发公司的增长，但对手游发行、运营等平台型公司而言，该类游戏可以帮助平台获取大量流量，树立平台品牌优势，同时公司通过游戏的交叉营销等方式，将流量导入中度、重度手游等，对流量进行进一步的货币化。

从单款游戏看，成功的手游产品爆发力、盈利能力极强，收入空间巨大。

我们分析了目前手游市场中表现抢眼的手游产品，发现单款手游精品的爆发力极强，单月流水不断创新高。以“大掌门”为例，游戏 2012 年 10 月上线，当月收入突破 100 万，12 月破千万，2013 年 2 月突破 2000 万，不到半年的时间，收入实现几何级数的增长。目前单月收入最高的《捕鱼达人 2》的单月流水超过 5000 万，接近强势页游产品《七雄争霸》的平均月流水。但是，其收入只是全球最热的手游“Puzzle & Dragons”的 7%左右。我们认为，中国市场单款手游收入还远未达到天花板，后续市场空间巨大，预计今年就有可能出现单月流水突破亿元的强势手游精品。

图表 24：2013 年上半年中国手游市场多款产品月收入突破千万



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

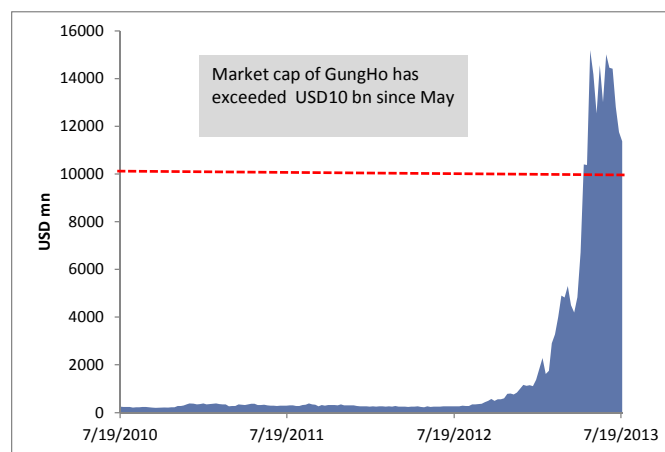
GungHo 案例分析：对比日本市场，我们发现单款手游精品的推出将驱动公司收入、利润率及估值的全面扩张。以日本手游研发公司 GungHo Online (3765.JP；2013 年 8 月 6 日收盘价 69,000 日元；未覆盖) 为例，GungHo 目前市值约 150 亿美金，过去 12 个月市盈率在 66X 左右。手游精品推动公司利润与估值的双重提升，带动公司市值屡创新高。

单款手游大作驱动收入、利润率全面爆发。公司于 2012 年 2 月上线《Puzzle & Dragons》几天后即成为 App Store 上的热门游戏。通过不断推出更新及优化游戏运营流程，延长游戏生命周期，提升用户付费率及付费额。目前，《Puzzle & Dragons》运营时间超过 1 年，单月收入不断创出新高。今年 1 月收入 5400-7500 万美元，2 月 6200-8600 万美元，4 月收入突破 1 亿美元，日本下载量超过 1100 万。受益于《Puzzle & Dragons》强劲运营数据，公司 2013 年 1 季报收入高达 3.36 亿美金，同比增长 700%；净利润 1.3 亿美金，同比增长 4550%。净利润率由 2011 年约 15% 迅速提高至 2013 年 1 季度的 40%。公司收入与净利润都取得爆发性的增长。单款成功手游的影响力可见一斑。

手游爆发刺激公司估值倍数显著提升。GungHo 于 2005 年上市，业务以 PC 端网游为主。2011 年开始，GungHo 开始进行手游的研发运营。伴随日本市场 LINE 游戏平台上线带动的移动端游戏快速增长，公司手游占比迅速提升。从 PC 端网游研发运营商转型手游开发商的过程中，公司的估值倍数由 2011 年较为稳定的市盈率 15 倍的水平提升至目前的 66 倍（基于历史 12 个月市盈率）。

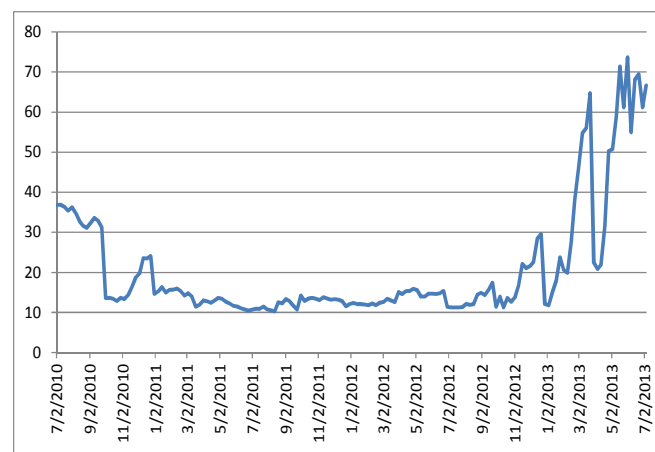
从《Puzzle & Dragons》成功的产品研发、运营及推广案例中，我们认为，中国的精品手游产品还远未达到天花板。

图表 25: 继 2012 年 2 月份推出《Puzzle & Dragons》后, GungHo 股价屡创新高



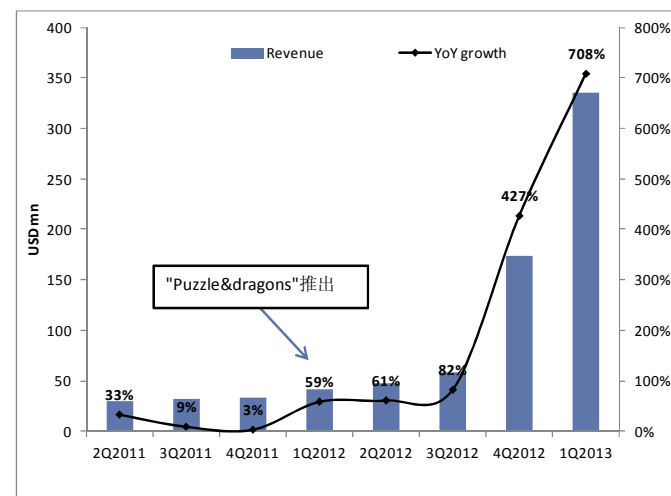
资料来源: Datastream

图表 26: GungHo 的历史 12 个月市盈率从 2011 年的 15 倍迅速提高至目前的 60 倍左右
GungHo 市盈率走势



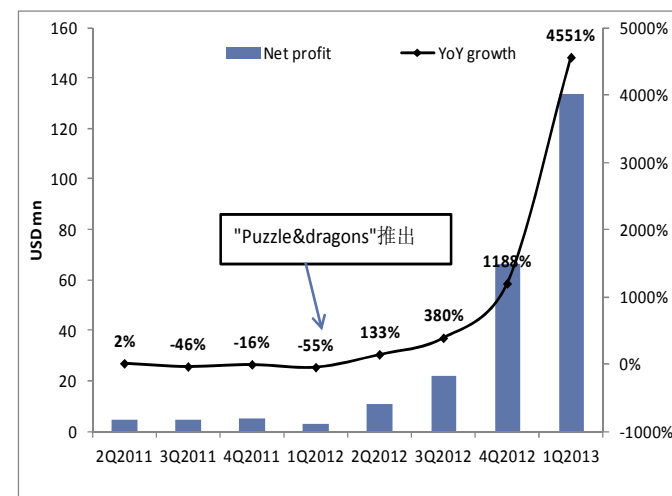
资料来源: 彭博

图表 27: 继 2012 年一季度推出《Puzzle & Dragons》后, GungHo 收入强劲增长



资料来源: 公司数据、彭博

图表 28: 净利润也强劲增长



资料来源: 彭博、公司数据

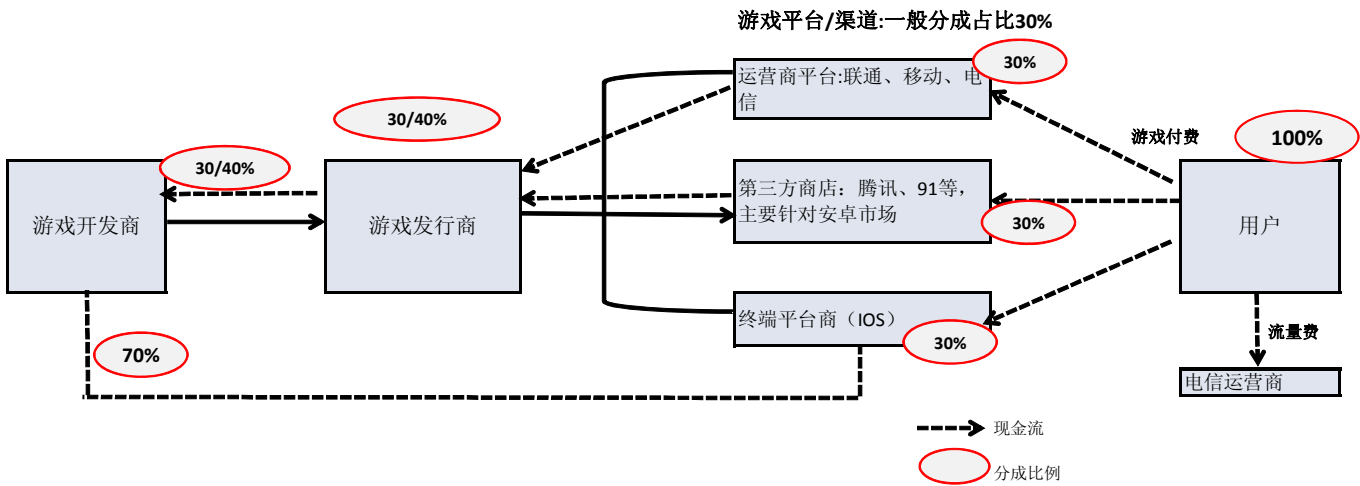
中国手游市场产业链多方博弈

平台渠道端多元化, 除了传统的运营商平台的应用商店目前依然占据 20% 左右的市场份额外, 还有封闭终端平台商 (IOS, 微软商店)、基于安卓或破解版的 IOS 的第三方商店及新兴的移动互联网门户等。

目前主要手游平台仍处于三方势力混战的阶段, 大小平台数量超过 200 家, 没有哪一方获得明显的优势。平台方正处于跑马圈地, 扩大市场份额的阶段, 对内容商的扶持力度很强。从收入分成看,

在智能机时代，一般平台方获得 30%左右的分成，另外 70%由发行商与研发商分享。平台目前在手游市场的议价能力远不及页游（页游联运模式中，平台商分成达到 70%）。

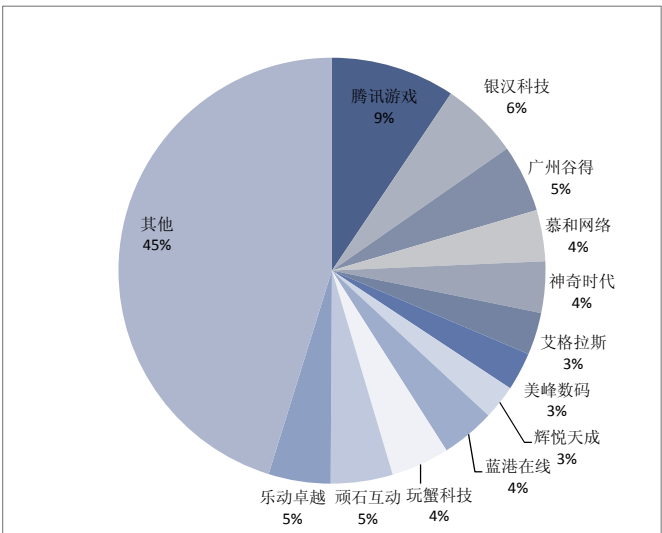
图表 29：手游行业产业链分析显示游戏研发、发行一体化公司处于蜜月期



资料来源：高华证券研究

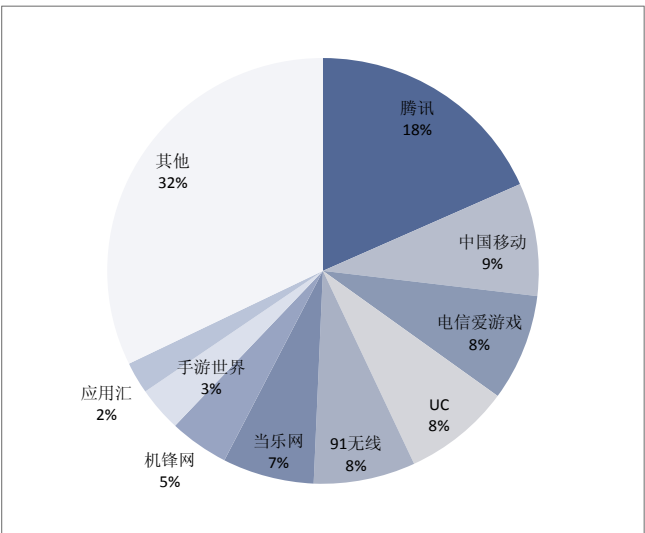
从研发端看，由于手游研发成本低，周期短，行业充斥大量中小型开发商，并不断吸引创业团队进入。目前还没有出现强势的开发商（图表 29），行业集中度很低。这无疑提升了发行方针对上游的议价能力。

图表 30：中国手游研发企业竞争格局分散
中国手游研发企业竞争格局，2013 年一季度



资料来源：易观国际

图表 31：安卓手游运营平台仍然较为分散
2012 年中国安卓手游运营平台收入份额

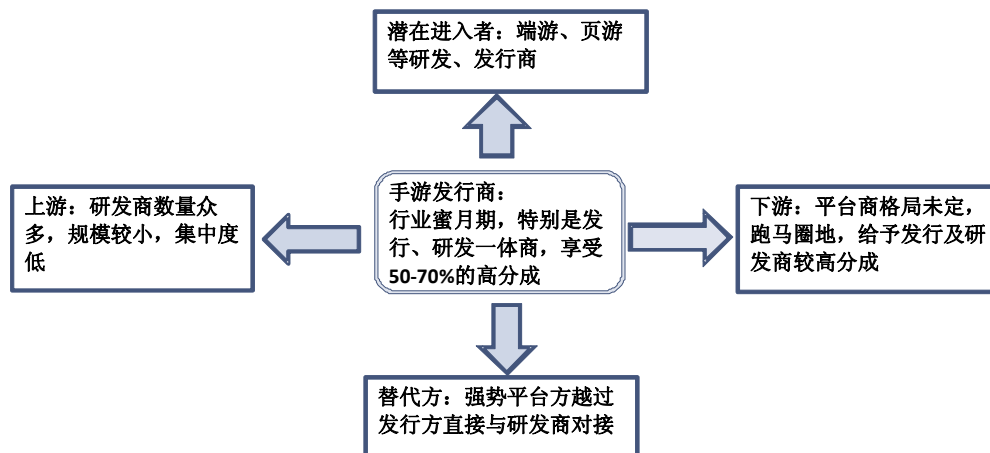


资料来源：易观国际

手游发行方目前正处于产业链的蜜月期，盈利能力高。目前平台和研发市场竞争格局依然分散。一方面，平台商跑马圈地，希望尽快扩大市场份额，因此给予研发、发行方较高的分成比例以获得精品游戏；另一方面，手游研发公司议价能力不强，在发行方的分成协议中难以获得高比例分成；对中小规模的研发团队而言，手游的全平台发行体系复杂，不得不依赖专业的掌控平台渠道资源的手

游发行团队。此阶段，对于掌趣这样的发行+内容商，处于产业链议价的蜜月期，能够获得 30%+30% 的分成收入。

图表 32：手游发行方目前正处于产业链的蜜月期，盈利能力较强。



资料来源：高华证券研究

手游产业链未来发展趋势

研发型公司：手游的高爆发、高盈利不断吸引各方团队进入市场。2012 年以来，传统 PC 端游戏大佬如暴雪、EA、盛大、完美、蓝港等都通过并购手游公司或者自建移动游戏部门等形式强势进入手游行业，加剧竞争。但是，手游的开发与 PC 端游戏相比，研发成本低、周期短，强调快速适应市场需求，快速研发、快速进场、快速离场，单款手游的成功有其偶然性，大制作大投入的游戏投入未必可以取得好的市场反应。因此，我们认为，手游本身的特点决定其更适用中小团队的研发模式，研发端集中度提升难度较大。乐动卓越，银汉游戏等领先的手游研发公司目前已成功推出 1—2 款高品质手游精品，后续能否持续推出精品手游是公司持续成长的关键。我们认为，在目前渠道激烈竞争，推广费用高增长，行业进入壁垒逐步提高的情况下，对研发型公司而言，持续推出手游精品大作，需求产业链平台合作，拓展渠道资源将成为后续的主要战略。

发行、运营型公司：目前国内手游发行商主要包括触控科技、蜂巢游戏（北纬通信旗下游戏事业部）、乐逗、掌趣科技、热酷等。通过分析目前主要几家强势发行商的运营模式特点，我们认为成功的手游发行商具备以下特点：与平台、渠道端关系密切；通过投资手游研发团队，获取精品手游发行权（许多发行商发掘、培育早期研发团队）；已发行完成几款精品优质手游，在上下游初步建立发行平台的品牌效应。我们看好手游平台发行商，类似掌趣科技的研发+发行运营体系在当前研发、平台端分散的市场格局下具备优势。我们认为，类似掌趣科技、热酷、触控等平台型的手游公司会积极进行产业链上下游整合，或者通过收购手游团队的模式来扩充研发端实力，或者通过给予开发团队版权金、部分研发投入或者利用孵化基金的模式取得优秀手游的代理、运营权。

图表 33：主要手游研发、运营、发行公司

	公司	公司特点	主要游戏
运营商SP业务起步，功能机时代移动增值业务提供商转型	掌趣科技	具备手游平台、渠道资源优势，手游研发、发行、运营一体化公司。积极进行产业链外延扩张，重点发展智能机手游业务。	石器时代OL
	北纬通信	旗下品牌蜂巢游戏代理发行多款精品手游，2013年开始介入手游自主研发。	代理大掌门（安卓版）
专业手游研发、发行平台型公司	触控科技	领先的手机游戏引擎平台与游戏研发商；自主研发、发行、运营多款精品手游，平台月活超过6000万，公司单月收入超过5000万。	捕鱼达人系列
	热酷	领先的手机游戏研发、发行平台，月活超过5000万；建立亿元孵化基金，投资小型手游研发团队。	大掌门、找你妹
专业手游研发公司	乐动卓越	专业的智能机手游研发公司，公司规模较小，已成功开发1—2款手游精品。团队研发核心成员大多来自中国主要的端游、页游公司。	我叫MT
	玩蟹科技		大掌门
页游、端游公司转型	游族网络	作为页游、端游公司，在流量控制能力、广告投放经验、产品数据表现方面相对成熟，且美术质量突出。页游研发、运营、资金、渠道优势比较容易复制到中度、重度手游领域。	萌江湖
	蓝港在线		王者之剑
	中青宝		仙战
	心动游戏		神仙道

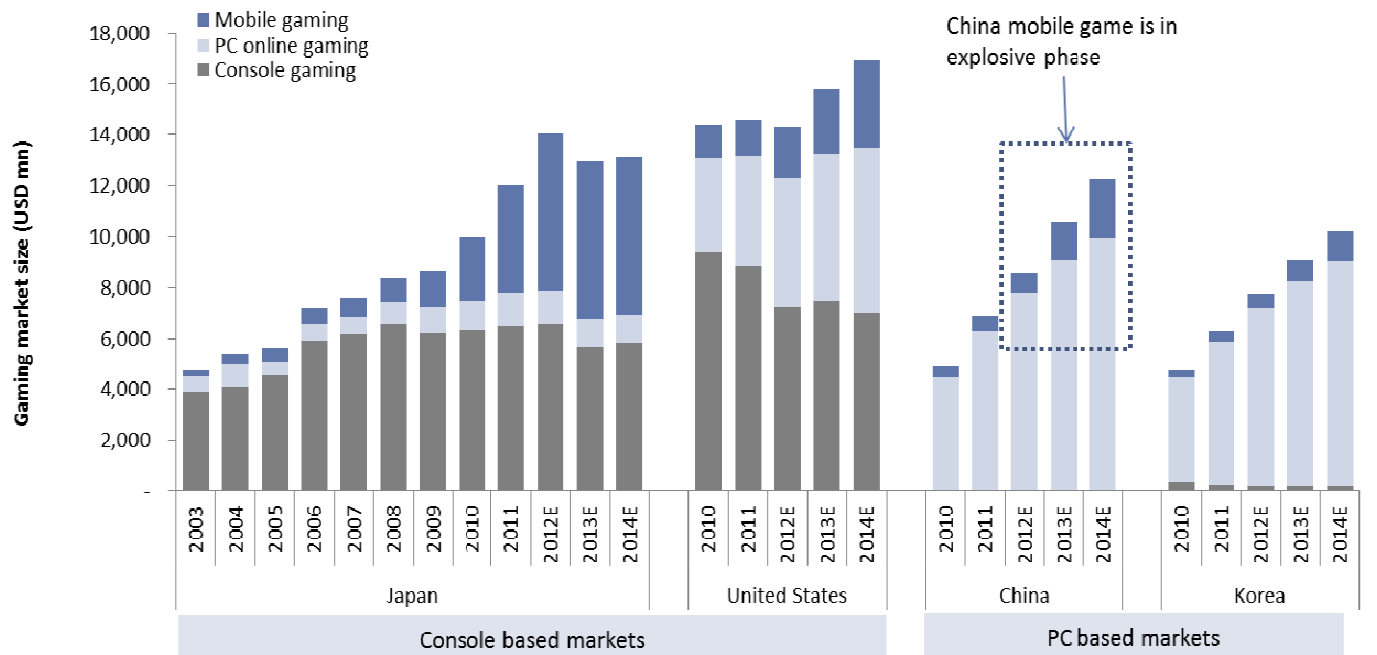
资料来源：公司数据

手游：来自海外移动游戏市场的比较

一、移动游戏市场总体比较：中国发展仍处于初级阶段

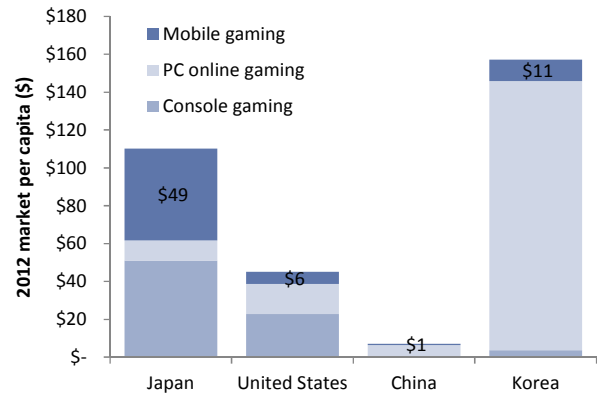
我们比较了日本、韩国、美国以及中国的游戏市场，发现日本与美国以单机游戏为主体，中国与韩国游戏产业以网游为主体。从人均手游消费支出的角度看，中国与其他国家相比还有很大的差距。

图表 34：有迹象显示美国、中国、韩国的手游市场增长，尽管各国仍以 PC/主机游戏为主导
日本、美国、中国、韩国的游戏市场规模比较



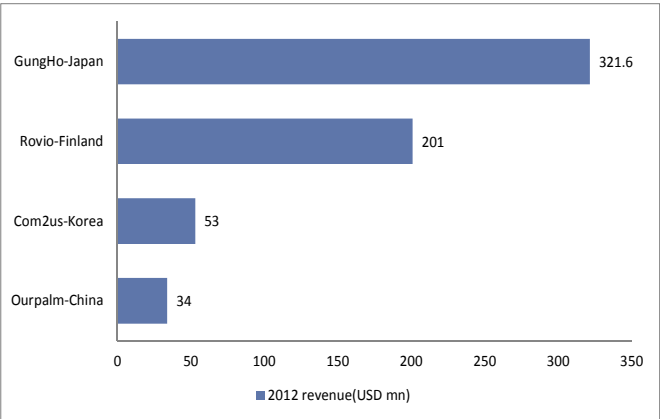
资料来源：Enterbrain、NPD、韩国文化体育旅游部、Korea IDC、高盛研究预测、高华证券研究预测

图表 35：中国人均移动游戏支出远小于其他三国
人均市场规模的比较



资料来源：Enterbrain、NPD、韩国文化体育旅游部、Korea IDC、高盛研究预测

图表 36：中国与海外移动游戏企业的收入差距较大



资料来源：公司数据

我们分析了发达国家三个主要市场的移动游戏公司发展情况。我们认为，各国领先的手游公司尽管商业模式不尽相同，但也具有相似性：1）拥有 1-2 款最顶尖的杀手级游戏，打响公司知名度并成为盈利核心；2）单款优质游戏到达生命周期后收入逐步下降后，盈利持续性面临挑战。其中，Rovio（未上市）积极拓展游戏衍生产业链，类迪士尼模式打造以愤怒的小鸟为核心的衍生品产业链。COM2US（078340 KS；2013 年 8 月 6 日收盘价 35,700 韩元；未覆盖）则通过自研+代理模式增加每季度产品线的数量与丰富度，致力于打造移动游戏平台。Supercell（未上市）和 GungHo（3765.JP；2013 年 8 月 6 日收盘价 69,000 日元；未覆盖）目前盈利核心还在 1-2 款杀手级精品手游大作，自研移动游戏是保持盈利增长的关键。

图表 37：全球领先移动游戏公司盈利模式不尽相同(2012)

公司	国家	公司特点	主要游戏
Supercell	芬兰	专注IPAD平台游戏开发；采用团队菁英制，项目团队精简，成员能力强。精品大作驱动盈利成长。	Clash of Clan,Hay Day
Rovio	芬兰	以手游“愤怒的小鸟”成功打造了全球著名小鸟形象，并以此形象为核心打造游戏衍生产业链，扩张至一系列新的商业领域，如媒体，衍生品，出版等。	Angry birds
GungHo	日本	日本手游开发类的巨头，专注游戏设计，完成从PC端网游研发运营商转型手游开发商的过程。	Puzzle&dragons
COM2US	韩国	韩国目前最大手机游戏开发推广商。通过自研+代理模式，打造移动游戏研发、推广、运营平台。	Tiny farm, Pro baseball, Derby days.

资料来源：公司数据、高华证券研究

并购之路维艰，仍需验证。游戏行业并购频繁，并购是游戏巨头迅速切入手游等高速发展领域的快速路径。但是各国的游戏行业巨头的并购之路走得并不顺利。其中有 Zynga（美国），Gree（日本）等收购扩张失败的案例，也有畅游（中国）收购国内领先页游开发商第七大道后业绩大超对赌承诺的成功案例。

我们认为，游戏并购之难在于并购后游戏研发团队协同效应相对不显著以及游戏这类创意研发行业固有的不确定性造成的。我们覆盖的掌趣科技、浙报传媒、博瑞传播均积极通过并购期望分享行业高增长。本质而言，目前中国游戏行业目前仍没有出现通过并购真正做大做强龙头企业。

二、微信平台影响几何？来自 KAKAO 的经验分析

腾讯最近推出微信游戏平台，首批引入的将主要是腾讯独代或自研类休闲游戏。从日本的 line、韩国的 kakao 这些成功先例可见基于社交平台的开放移动游戏市场所具备的巨大用户资源优势和发展潜能。

下面我们通过韩国 KAKAO 平台上线手游后对韩国手游市场以及相关公司的影响，来分析微信游戏平台的推出对中国手游产业链以及相关公司的潜在影响探究微信平台推出对手游行业的可能影响。

KAKAO 游戏平台带动韩国手游全面爆发

2011 年之前，韩国政府坚持对韩国本土上线的游戏应用进行审查，导致游戏开发商开发游戏周期长，只能被迫在海外的应用商店注册进行开发。自从 2011 年中期放松监管之后，手游市场开始爆发。根据我们日本团队的估测，2012 年韩国手机游戏市场规模为 5.62 亿美元，年均增速 47%；我们预计市场将于今年增长 51%，规模突破 8 亿美元，接近中国 2012 年的手游市场规模。

2012 年 8 月类似微信的社交平台 KAKAO（韩国智能手机社交通讯领域市场份额超过 95%，全球下载量超过 1 亿）上线了社交游戏平台，其平台游戏业务迅速爆发。在社交平台的推进下，手机游戏快速进入用户视线，平台便捷的支付方式促进了单款精品游戏用户人数和 ARPU 的同时爆发性增长。韩国手游公司受益于此趋势，业绩和股价在 2012 年创出新高。

KAKAO 运营模式：KAKAO 采用开放平台战略，游戏开放商通过 KAKAO 平台发布游戏，KAKAO 参与游戏收入分成。KAKAO 用户通过 KAKAO 客户端下载运行游戏。游戏本身是通过终端平台的应用商店（比如 iOS App Store 或者 Android's Google Play）进行下载，KAKAO 游戏主要负责发布游戏及运营游戏内的付费系统（通过自有的虚拟货币 Chocos）。收取的游戏费用在扣除平台的分成后在 KAKAO 游戏与游戏开发商之间进行分成。比如，一款 IOS 游戏，App Store 获得 30% 的分成，KAKAO 取得剩余的 70% 收入中的 30%，即全部收入的 20% 左右。总体而言，IOS/GOOGLE：KAKAO：研发商的分成比率=30%：21%：49%。

KAKAO 游戏上线后带动行业再爆发，平台基本垄断手游市场：KAKAO 在 2012 年 7 月推出了游戏平台“KAKAO games”收入迅速爆发，截至 2012 年 10 月下载量超过 8200 万。Anipang 和 Dragon Flight，两款的游戏的收入自登陆平台以来分别增加了 400 倍和 2800 倍。KAKAO 游戏平台针对朋友圈推广游戏，覆盖面广，针对性强。KAKAO 平台上最成功的游戏单在韩国市场就每日流水就可以达到 100-200 万美元。目前，KAKAO 基本垄断了韩国新游的发布，Google Play 中收入 TOP20 中 17 款为 KAKAO 游戏，其中 4 月 5 款新游均通过 KAKAO 发布。

图表 38: KAKAO 基本垄断了韩国手游市场最热门的游戏

Google Play 收入排行榜（2013年4月）

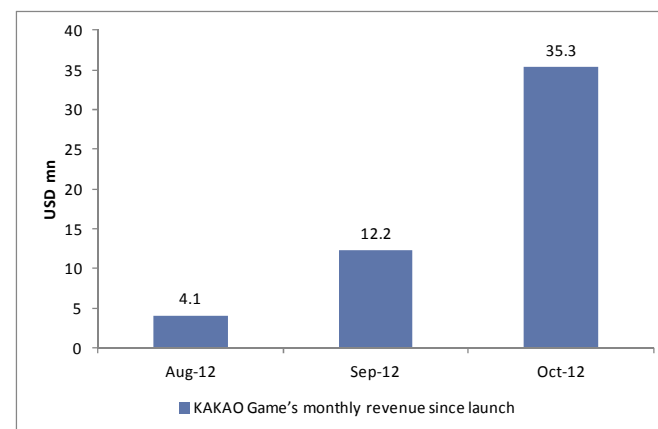
排名	游戏名称	游戏类型	开发公司
1	风行者for Kakao	横版跑酷	WeMade
2	魔球魔球2013 for Kakao	棒球	CJ E&M
3	饼干跑酷for Kakao	横版跑酷	Devsisters
4	一起车车车 for Kakao	竞速类	CJ E&M
5	Hello Heroes for Kakao	RPG	Fincon

IOS 收入排行榜（2013年4月）

排名	游戏名称	游戏类型	开发公司
1	Puzzle & Dragons	卡牌+消除	GungHo
2	风行者for Kakao	横版跑酷	WeMade
3	魔球魔球2013 for Kakao	棒球	CJ E&M
4	饼干跑酷for Kakao	横版跑酷	Devsisters
5	恶魔制造者：东京 for Kakao	卡牌	Palmpile

资料来源：Google play、App store、公司数据、高华证券研究

图表 39: KAKAO 游戏推出以来的平台月度收入



资料来源：公司数据、高华证券研究

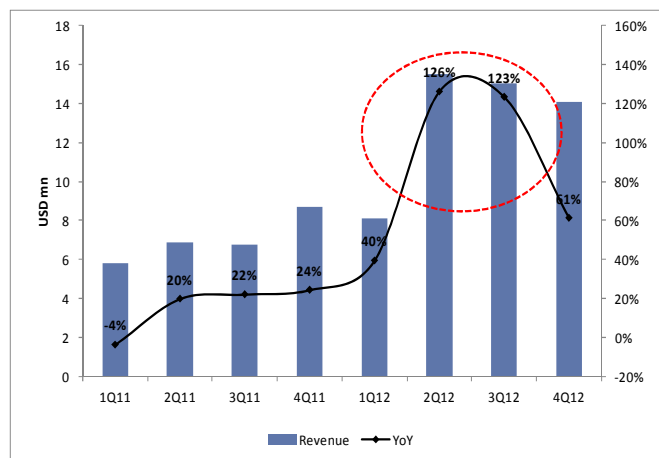
COM2US 案例分析：

COM2US 是韩国著名的手游开发、运营商。2012 年收入 95% 以上来自手游。自 2007 年上市以来，公司收入一直稳定在 2500 万美元左右。2012 年下半年 KAKAO 平台推出后，公司的手机游戏收入获得爆发式的增长。2012 年收入/净利润分别增长 87%/295% 至 5,300 万/1,800 万美元。在 KAKAO 平台推出之前，一般游戏产品达到 100 万的日常活跃用户（DAU）需要 5—6 个月，而在 KAKAO 平台上只需要 2—4 周，游戏的推广效率大幅提高。公司的 EBIT 利润率在 2012 年二季度快速提高至 36%，较 2011 年二季度的 14% 同比增长 2,200 个基点，并一直保持在略高于 30% 的水平。

图表 40: Com2US 股价在 KAKAO 平台推出后迅速上涨

资料来源：Datastream

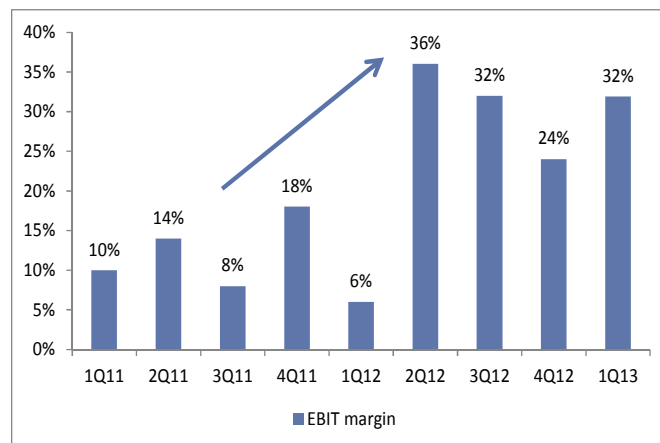
图 41: COM2US 收入在 2012 年二季度开始爆发



资料来源：彭博、高华证券研究

图 42: COM2US 的息税前利润率自 2012 年二季度以来显著改善

COM2US 季度息税前利润率走势



资料来源：彭博、高华证券研究

从韩国 KAKAO 的近 1 年的发展路径看来，我们认为作为拥有超过 4 亿用户量（截止 2013 年一季度）的中国最大的移动互联网社交平台，微信推出游戏平台，有望带动行业规模再爆发，同时触发发行、渠道端新一轮洗牌：

1. **手游市场容量将进一步快速扩大。**微信超过 4 亿用户都可认为是手游的潜在用户，这些用户的转化将带来整个手游行业的用户数量、用户下载量和市场收入规模的重重增长。优秀的游戏产品拥有更高的用户留存率和付费率。对单家手游公司而言，若能推出适合微信平台运营的手游精品，收入规模将再次爆发。
2. **平台议价能力提高，研发端分成比例将受压缩，平台、研发端集中度都将提高。**轻度休闲类游戏对平台依赖性高，社交属性较强，与微信类平台的适合度较高。目前手游市场中数量占比超过 60% 的轻度休闲类游戏将可能被微信平台垄断。平台集中度的提高将增强平台的议价能力，研发端公司的分成被压缩，行业进入壁垒提高。只有有能力推出高流水手游精品大作的公司才能生存，研发端公司集中度也将“被动”提高。
3. **精品手游研发、发行公司利润率有望显著提高。**我们认为，规范化的手游推广运营大平台的出现将有助于提高手游的推广效率，微信这类基于社交平台的推广模式针对性更高，同时付费用户转化率将大大提高。这将缓解目前手游不断推高的推广成本压力，同时随着经营杠杆效应的显现，公司经营利润率有望显著提高。

估值与投资建议

总体而言，我们认为 A 股市场的游戏类公司将长期受益于行业的快速增长，但能否成长为如腾讯、Gungho 这样的游戏巨头则依赖于自身的一些条件。

我们认为，A 股的游戏公司主要分为以下两类：

1. **研发起家，已推出成功游戏精品受到市场认可。**代表公司主要有漫游谷（博瑞传播的收购标的，尚待证监会批准）、梦工厂（博瑞传播）以及动网先锋（掌趣科技）。这类公司游戏研发、运营能力强。后续成长及价值释放主要关注当前运营游戏盈利增长的可持续性以及后续在研或代理的游戏成功率及盈利能力。

2. **渠道、平台起家，作为游戏的发行、运营商，已积累较大规模的用户和渠道资源，或者已成功发行了几款精品游戏。**代表公司有掌趣科技、边锋集团（浙报传媒）、北纬通信以及顺网科技。这类公司已掌握一定数量的自有用户，与平台、渠道端关系密切，在上下游建立发行平台的品牌效应。后续成长主要看公司代理游戏数量与质量的双重提升，持续取得精品游戏的发行、运营权，做大平台规模，建立品牌优势。

掌趣科技：高增长手游市场的领军企业；首次覆盖评为强力买入

我们看好掌趣科技商业模式的以下特征：

- 研发、发行、运营一体化；
- 通过对智能手机游戏、页面游戏的持续投入优化业务结构；
- 自研、代理游戏数量持续增加；
- 发行、渠道优势显著。

我们认为，掌趣目前正处于产业链的有利位置，有望充分享受行业高景气持续扩张。

顺网科技：通过蝌蚪平台货币化网吧流动；首次覆盖给予中性评级

顺网科技通过深耕网吧市场并提供其特定软件，已于 2012 年获得 5500 万的终端用户，成为网吧市场的第一流量平台，如何不断提升流量的货币化效率是公司能否充分释放平台价值的关键。2012 年以来公司重点在“蝌蚪”页游平台的联运业务。目前平台联运游戏数量超过 80 款，公司继续加大投入，增加平台游戏数量，建立蝌蚪联运平台。蝌蚪平台的大多用户来自网吧玩家的移植，尽管日均活跃用户只有几千的规模，但单用户质量极高，每年 ARPU 超过千元。我们认为，随着公司联运平台品牌优势的逐步确立，代理运营自研或独代页游大作的几率将逐步提高，一旦公司平台出现类似《七雄争霸》、《弹弹堂》等页游大作，这些高价值付费用户的消费潜力可以被迅速激发，带动平台业绩、利润全面爆发。然而，我们仍需要时间验证顺网科技是否具有辨别优质页游并获取牌照的能力，以及公司年轻的团队是否能够有效运营市场领先游戏。

博瑞传播：《七雄争霸》的收入是博瑞转向手游的关键；首次覆盖评为中性

博瑞旗下页游公司漫游谷已拥有《七雄争霸》等页游大作的成功研发、运营经验，与腾讯平台保持密切的合作。公司成长关键在《七雄争霸》能否通过不断更新创新玩法保持高月流水额，后续页游产品线能否诞生页游大作以及对手游端的拓展延伸。

浙报传媒：结合线上资源与线下内容；首次覆盖评为中性

浙报传媒旗下边锋集团主要包括棋牌、桌游以及浩方对战平台三大类业务，平台用户规模近 2000 万。目前边锋正积极拓展移动端客户，目前月度活跃用户在 500 万以上。边锋平台用户基本成熟同时具备较强的地域性。我们认为，未来看点主要在结合边锋线上用户资源与浙报线下的用户内容优势，整体提高单个用户的 ARPU 以及平台由 PC 端向移动端的拓展延伸。

投资建议的风险：

掌趣科技：尽管手游行业已进入高增长阶段，任何单一游戏的成功依然难以预测，尤其是当盈利取决于不到 5 款游戏的情况下。掌趣科技正在积极扩充其游戏产品线，作为自研及授权游戏的发行平台，缓解自身盈利的波动性；然而，主要游戏表现不达预期或推出的延迟为我们当前盈利预测构成了下行风险。此外，由于平台议价能力上升，掌趣科技的收入分成模式将受压。同时，由于公司已启动内生及并购双轮继续驱动高增长的计划，如果并购标的未能实现目标，我们预计未来将出现业务融合风险，或商誉减值。

顺网科技：从页游行业的激烈竞争来看，蝌蚪平台成员的经验相对有限，蝌蚪平台是否能够成功发展并显著贡献公司的净利润增长仍是未知数——该平台对贡献高于或低于预期是一个关键的盈利风险。此外，顺网科技是否能够成功地将网吧用户转化为家庭 PC 用户也是一个主要的不确定因素，因为其用户主要是在网吧环境中积累起来的。

博瑞传播：博瑞传播收购标的游戏谷仍主要倚靠《七雄争霸》作为盈利驱动力（并购尚待证监会审批，根据该行业成功的并购案例，我们认为很有可能通过审批）。尽管游戏谷预计未来将迎来丰富的产品线，我们仍需要观望这些新游戏是否能够迅速占领市场并贡献盈利，这为我们的预测构成了上行和下行风险。随着《七雄争霸》进入成熟阶段，新游戏表现好于或差于预期将构成我们的盈利预测的风险。此外，如果游戏谷无法在 2013-16 年之间实现其净利润承诺，博瑞传播将蒙受巨额商誉减值（交易完成时将产生人民币 10 亿元左右的商誉价值），严重拖累盈利。

浙报传媒：浙报传媒是传统的地域型媒体公司，积极寻求机会进入新媒体行业。自 2013 年 4 月收购边锋集团以来，游戏成为了 2013 年及之后重要的盈利推动力。然而，由于公司在游戏和新媒体领域的运营时间尚短，其能否成功地将传统业务与游戏业务融合并充分发挥协同效应仍是一个堪忧的主要因素。如果浙报传媒能够受益于潜在协同效应，我们认为盈利将面临上行风险。此外，如果边锋集团无法在 2013-16 年之间实现其净利润承诺（2013 年产生人民币 30 亿元左右的商誉价值），浙报传媒可能蒙受巨额商誉减值，严重拖累盈利。

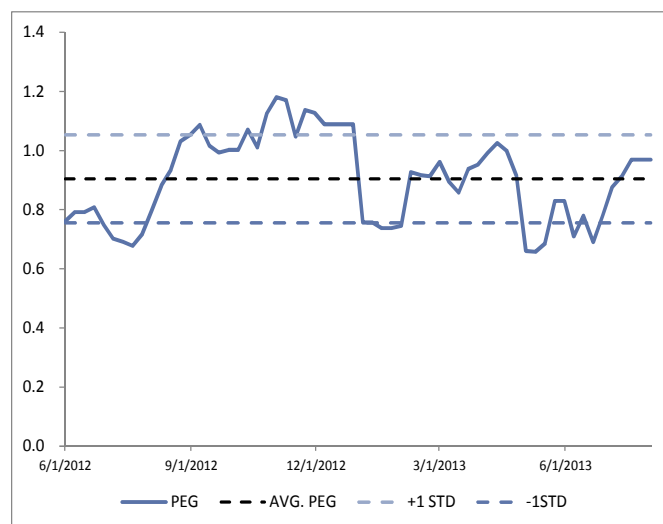
估值

我们首次覆盖中国互联网游戏 A 股企业，并采用 PEG 框架进行估值，因为我们认为该估值法最能够反映这些公司的成长前景，与我们覆盖范围内的 10 家高成长传媒类公司一致。

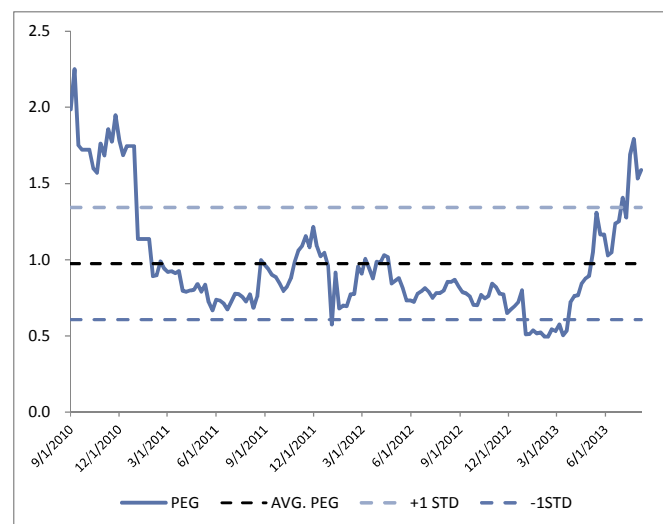
我们采用 1.0 倍的 2014 年预期目标 PEG。目前，高增长传媒公司平均 PEG 为 1.15 倍，高于 2011 年以来的历史均值 1.0 倍。我们认为这反映了市场对这些公司增长前景的积极看法（2013 年一季度我们的高增长传媒公司整体净利润增幅达 88%，高于 2012 年的 51%）。我们对掌趣科技、博瑞传播、顺网科技、浙报传媒使用与行业一致的 PEG 倍数。

由于目标价格具有显著的上行空间，我们首次覆盖掌趣科技给予买入评级，并加入强力买入名单。因当前估值看似合理，我们首次覆盖顺网科技、博瑞传播和浙报传媒并给予中性评级。

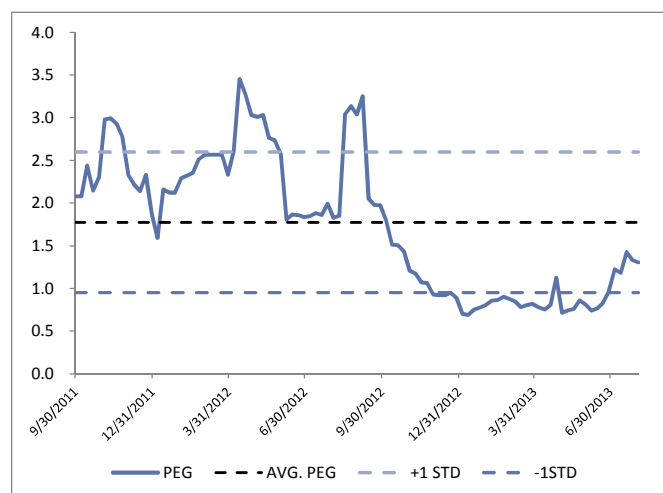
图表 43: 掌趣科技自上市以来对应 PEG 倍数均值为 0.9X



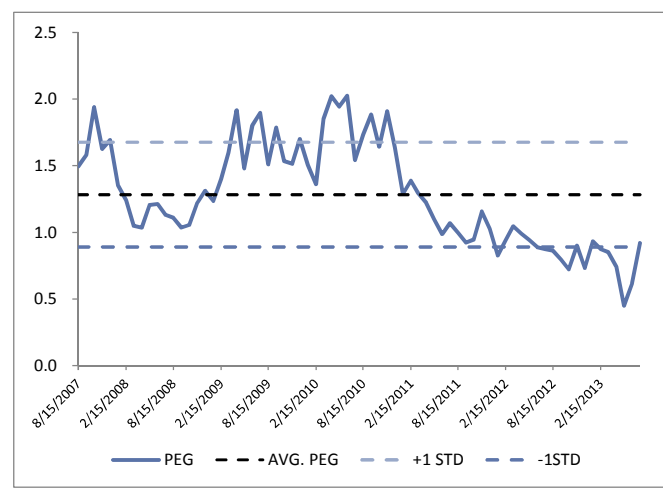
图表 44: 顺网科技自上市以来对应的 PEG 均值为 0.97X



图表 45: 浙报传媒自上市以来对应的 PEG 倍数均值为 1.8X



图表 46: 博瑞传播 2007 年以来对应的 PEG 倍数均值 1.3X



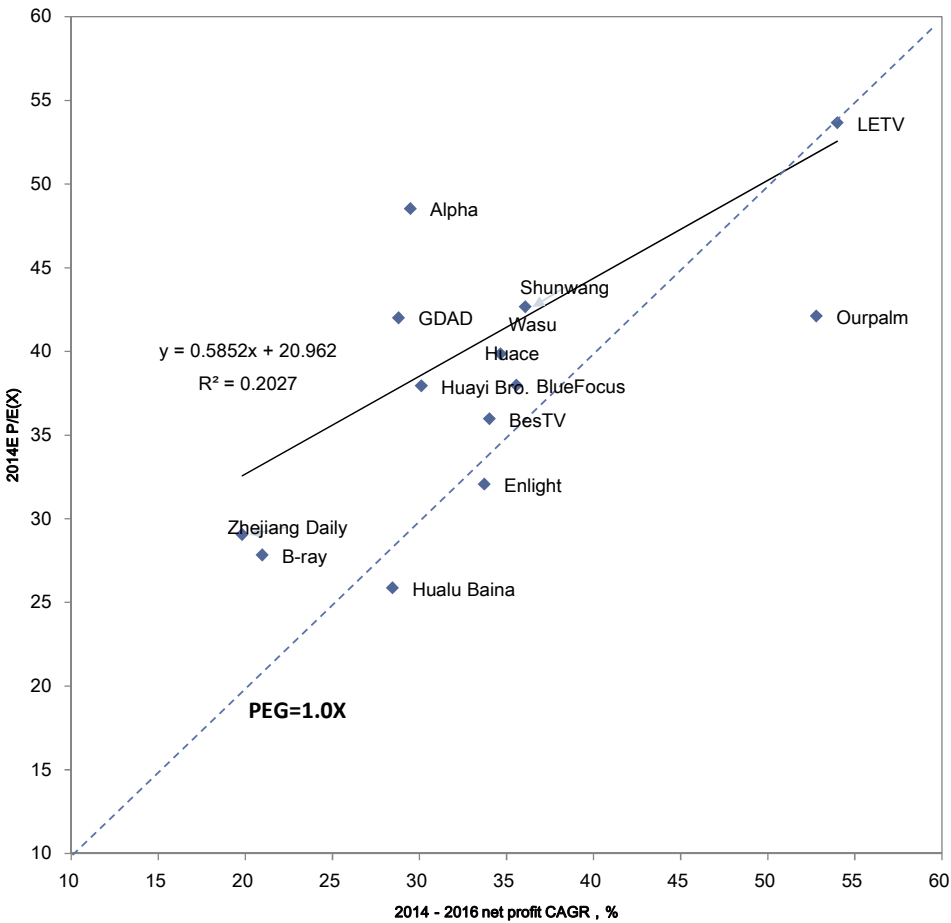
图表 47：目标价的导出

股票代码	公司	2014-16E EPS CAGR%	行业目标 PEG	溢价率	目标PEG	对应市盈率 (2014E)	目标价	当前价格	上涨/下行空间	评级
300315.SZ	掌趣科技	53	1.00x	0%	1.00x	52.8x	51.38	40.96	25%	Buy*
300113.SZ	顺网科技	36	1.00x	0%	1.00x	36.1x	51.17	60.50	-15%	Neutral
600633.SS	浙报传媒	20	1.00x	0%	1.00x	19.8x	21.31	31.23	-32%	Neutral
600880.SS	博瑞传播	21	1.00x	0%	1.00x	21.0x	17.31	22.96	-25%	Neutral

*表示该股位于我们的地区强力买入名单

资料来源：高华证券研究预测

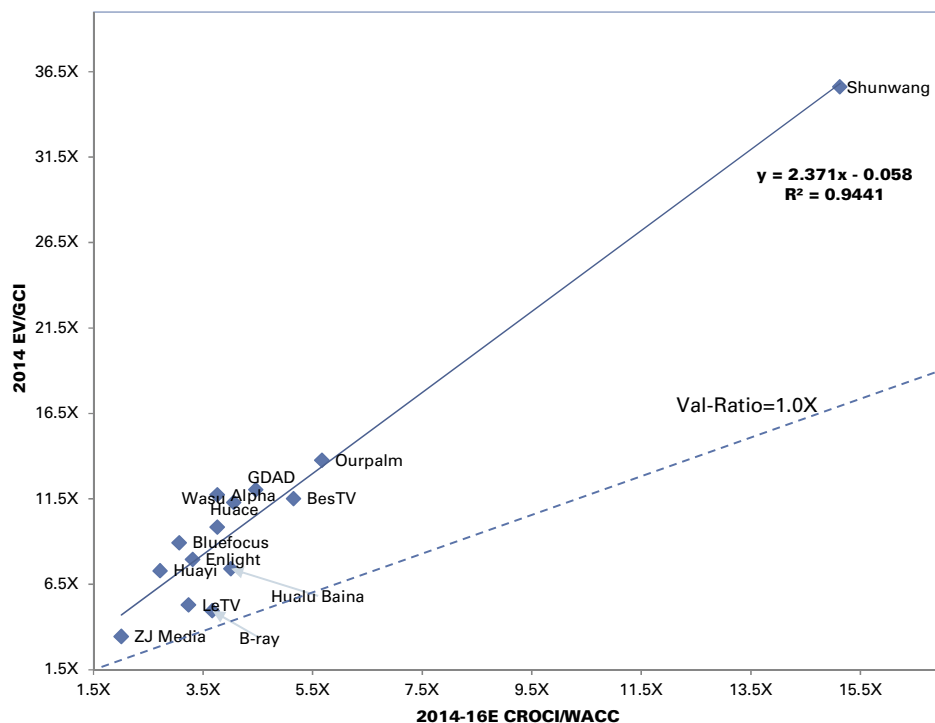
图表 48：我们研究范围内中国传媒股—PEG 概览



资料来源：Datastream、高华证券研究预测

我们同时用 Director's Cut 估值法对估值进行了交叉验证：

图表 49：我们研究范围内中国传媒股—Director's Cut 概览

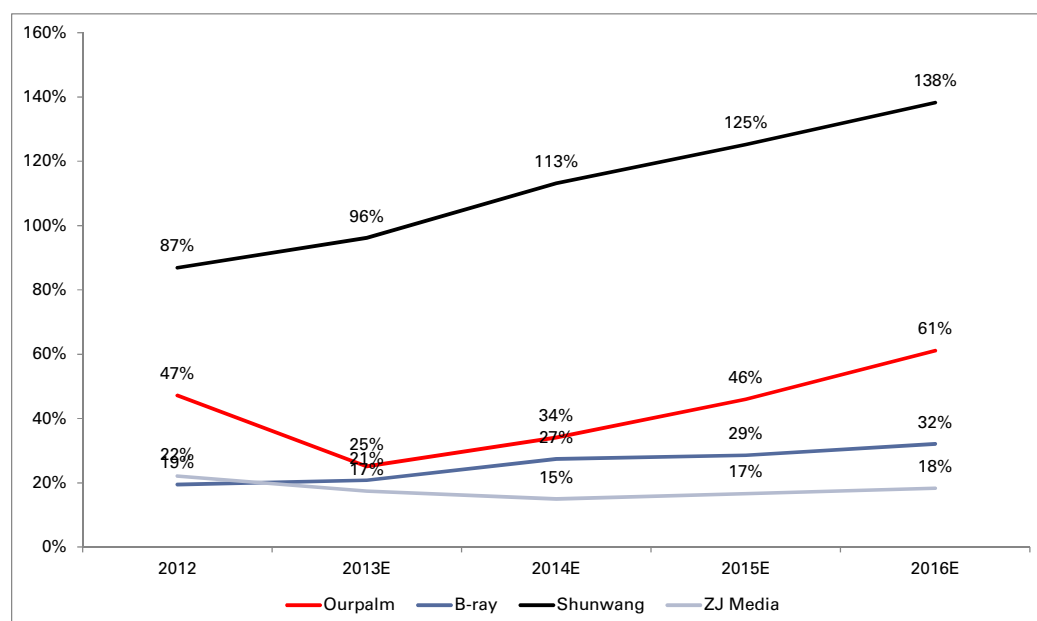


资料来源：Datastream、高华证券研究预测

CROCI 趋势分析：

我们预计 2014/15/16 年顺网科技的 CROCI 将分别保持在 113%/125%/138%，主要是得益于其轻资产商业模式和高利润率的业务，且公司的商誉价值规模并不庞大。掌趣科技的 CROCI 将从 2012 年的 47% 跌至 2013 年的 25%，因为并购的完成将在 2013 年产生高额商誉价值（只贡献不到一年的收购利润）。然而，我们预计公司的 CROCI 将随着智能手机游戏的流行从 2014 年开始迅速改善。对于博瑞传播和浙报传媒而言，随着公司从传统媒体业务向高利润率、轻资产游戏业务的转型，我们预计 CROCI 将在 2014-16 年之间逐渐改善。

图表 50: A 股 4 家游戏企业 CROCI 走势

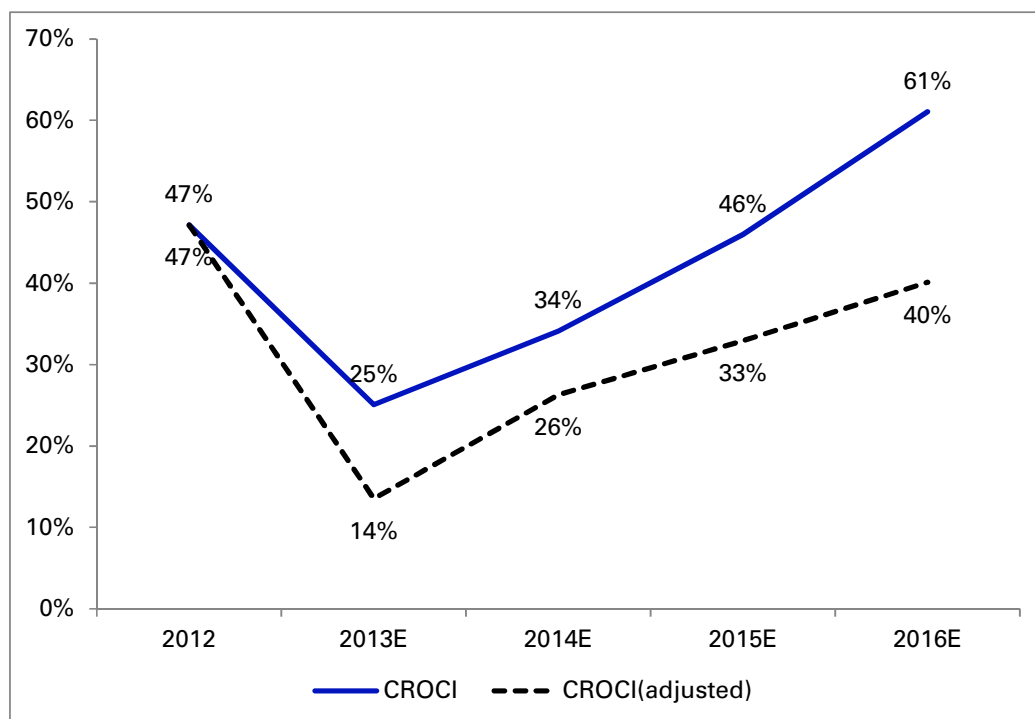


资料来源：公司数据、高华证券研究预测

顺网科技尚未开展大规模并购活动，而本报告所涉及的另外三家同业均在今年执行了大规模并购，导致其 2013 年资产负债规模中出现高额商誉，压低了今年的 CROCI。

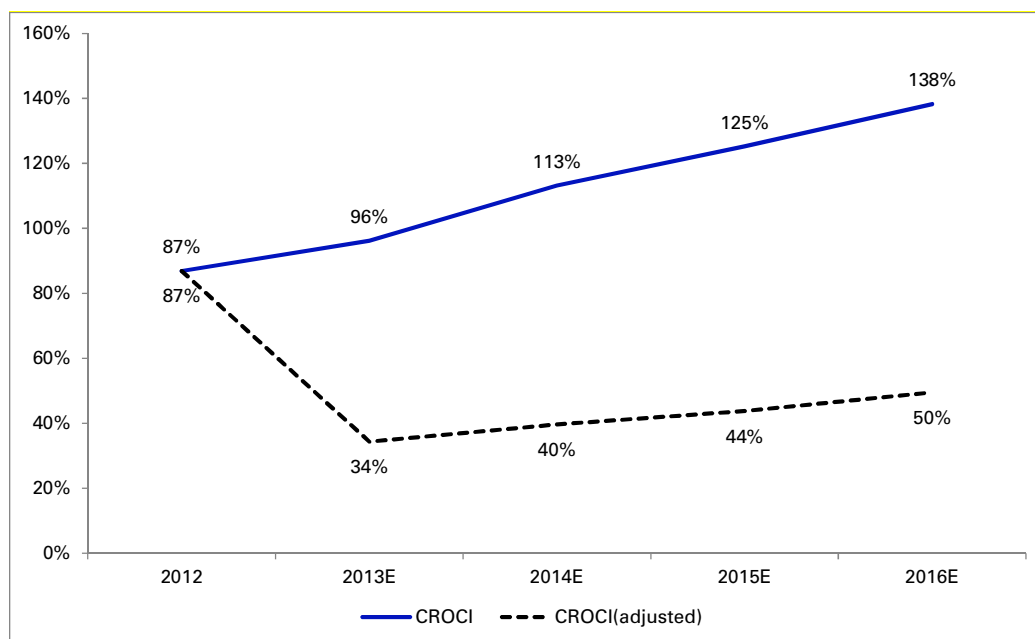
由于我们预计 2013-16 年掌趣科技、顺网科技、博瑞传播的净现金/股本头寸将相对较高，我们基于以下假设对这三家公司的 CROCI 进行了调整：如果我们假设现金盈余的边际 CROCI 为 10%（我们假设的将资金投资于公司信托产品或其它金融产品所获得的平均回报），公司 CROCI 将因此显著下滑。

图表 51: 对现金盈余做出调整后, 我们预计掌趣科技的 CROCI 将在 2013-16 年之间下跌至 14%/26%/33%/40%



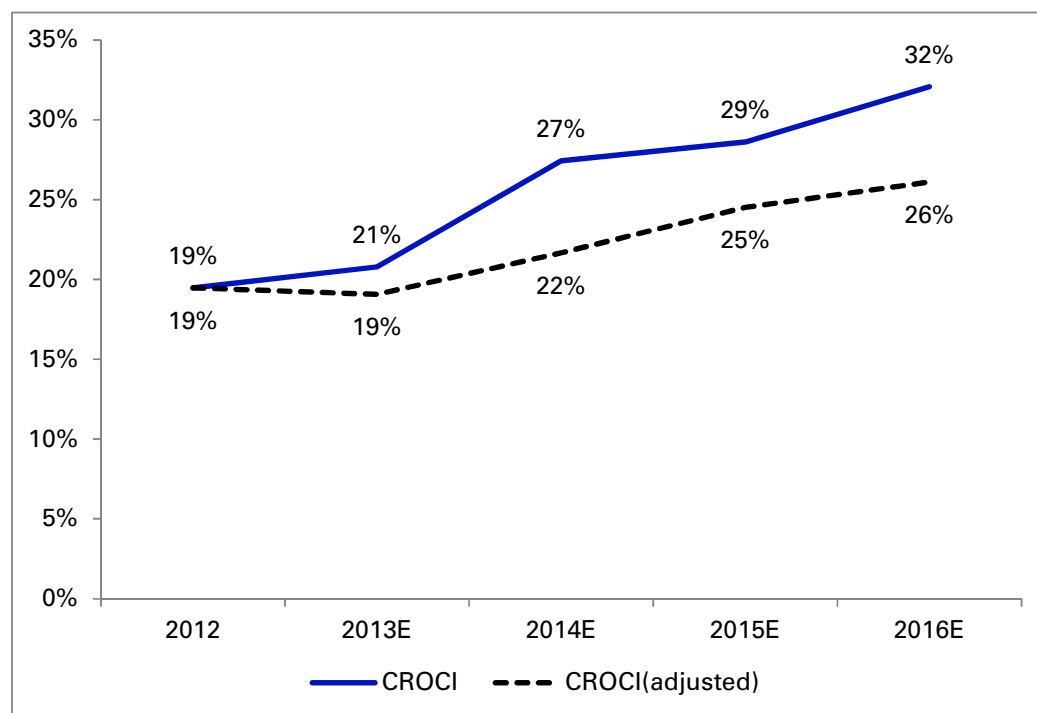
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 52: 对现金盈余做出调整后, 我们预计顺网科技的 CROCI 将在 2013-16 年之间下跌至 34%/40%/44%/50%



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 53: 对现金盈余做出调整后, 我们预计博瑞传播的 CROCI 将在 2013-16 年之间下跌至 19%/22%25%/26%



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

掌趣科技 (300315.SZ)：领先的手游运营商，强力买入

投资机会

我们首次覆盖掌趣科技，给予“买入”评级并加入强力买入名单，基于 PEG 的 12 个月目标价为人民币 51.38 元。推荐理由：(1)我们认为中国手游行业正处于爆发期，掌趣科技在手游领域积累了近十年的经验，具有研发、运营和渠道三方面的核心竞争能力。公司研发与发行一体化，充分享受研发端与发行端的双重分成，处于产业链最优位置。我们认为，未来尽管面临平台议价力提高带来的分成降低的风险，但公司凭借多年累积的渠道资源及发行品牌力仍有望维持较高的利润率，充分享受行业高增长。(2)2013 产品线丰富，其中不乏高质量大作。公司 2013-14 年计划发行手游 30 余款，自研游戏 8-10 款，代理发行游戏 8-10 款。其中，《石器时代 OL》、《西游降魔篇》、《魔兽来了》等精品大作的表现值得期待。(3)公司积极执行并购与内生并重的双轮驱动战略，借助资本优势，通过收购兼并完善产业链布局，优化业务结构。

推动因素

现有游戏业务内生增长强劲，充分享受智能机游戏行业大爆发。我们预计公司现有智能机游戏业务 2013/14/15/16 年营业收入分别增长 600%/250%/100%/80%。

并购驱动业绩更高增长。结合动网先锋给出的业绩指引，我们预计 2013—15 年净利润贡献分别为 2700 万元/9900 万元/1.32 亿元。

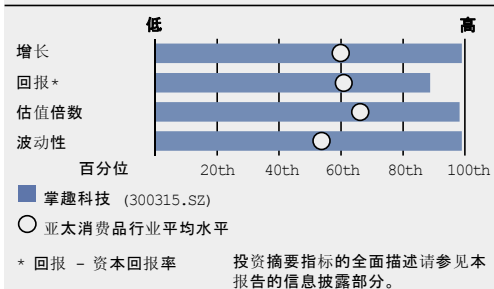
估值

我们使用 PEG 方法对掌趣科技进行估值。基于 1.0 倍的 2014 年行业目标 PEG 倍数，以及公司 2014—16 年 53% 的 EPS 年均复合增长率，得出 12 个月目标价人民币 51.38 元。

主要风险

手游产品收入低于预期/并购失败。

投资摘要



主要数据	当前
股价 (Rmb)	40.96
12个月目标价格 (Rmb)	51.38
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	16,868.9 / 2,755.6
外资持股比例 (%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利 (Rmb)	0.50	0.42	0.97	1.48
每股盈利增长 (%)	10.8	(17.4)	134.3	51.8
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.50	0.42	0.97	1.48
每股基本盈利 (Rmb)	0.50	0.42	0.97	1.48
市盈率 (X)	21.0	98.6	42.1	27.7
市净率 (X)	2.0	9.5	8.1	6.5
EV/EBITDA (X)	12.8	92.6	35.8	22.9
股息收益率 (%)	0.9	0.2	0.5	0.7
净资产回报率 (%)	14.9	12.9	20.8	26.1
CROCI (%)	47.1	25.1	34.1	46.0

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	50.1	225.7	269.2
相对于沪深300指数	65.3	294.1	284.0

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/06/2013收盘价)

掌趣科技：财务数据概要

损益表 (Rmb. mn)					资产负债表 (Rmb. mn)				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入	225.4	467.0	1,026.4	1,588.7	现金及等价物	705.4	696.3	904.6	1,245.1
主营业务成本	(105.1)	(214.0)	(410.9)	(638.7)	应收账款	63.3	131.2	288.4	446.5
销售、一般及管理费用	(45.3)	(88.3)	(183.7)	(284.4)	存货	0.0	0.0	0.0	0.0
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	0.7	0.7	0.7	0.7
其它营业收入/(支出)	(0.3)	0.0	0.0	0.0	流动资产	769.4	828.3	1,193.7	1,692.3
EBITDA	79.9	174.7	445.6	681.7	固定资产净额	79.0	118.6	155.3	213.2
折旧和摊销	(5.1)	(10.0)	(13.9)	(16.1)	无形资产净额	64.8	902.4	923.6	960.8
EBIT	74.7	164.7	431.7	665.6	长期投资	0.5	0.5	0.5	0.5
利息收入	14.9	24.7	24.4	31.7	其它长期资产	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	资产合计	913.8	1,849.9	2,273.2	2,866.9
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	30.3	61.7	118.5	184.2
其它	5.8	10.0	10.0	10.0	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	95.4	199.3	466.0	707.2	其它流动负债	0.3	18.2	64.1	105.6
所得税	(13.1)	(28.3)	(65.2)	(99.0)	流动负债	30.6	79.9	182.6	289.8
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	82.3	171.0	400.8	608.2	其它长期负债	1.2	1.2	1.2	1.2
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	1.2	1.2	1.2	1.2
非经常性项目前净利润	82.3	171.0	400.8	608.2	负债合计	31.9	81.1	183.9	291.0
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	82.3	171.0	400.8	608.2	普通股权益	881.9	1,768.7	2,089.3	2,575.9
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.50	0.42	0.97	1.48	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.50	0.42	0.97	1.48	负债及股东权益合计	913.8	1,849.9	2,273.2	2,866.9
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.50	0.42	0.97	1.48	每股净资产 (Rmb)	5.39	4.29	5.07	6.25
每股股息 (Rmb)	0.10	0.08	0.19	0.30					
股息支付率 (%)	19.9	20.0	20.0	20.0					
自由现金流收益率 (%)	1.6	(4.4)	1.4	2.5					
增长率和利润率 (%)					比率				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入增长率	22.7	107.2	119.8	54.8	CROCI (%)	47.1	25.1	34.1	46.0
EBITDA增长率	29.0	118.8	155.1	53.0	净资产回报率 (%)	14.9	12.9	20.8	26.1
EBIT增长率	23.0	120.4	162.1	54.2	总资产回报率 (%)	14.3	12.4	19.4	23.7
净利润增长率	47.8	107.8	134.3	51.8	平均运用资本回报率 (%)	46.3	24.0	33.7	46.2
每股盈利增长	10.8	(17.4)	134.3	51.8	存货周转天数	--	--	--	--
毛利率	53.4	54.2	60.0	59.8	应收账款周转天数	76.7	76.0	74.6	84.4
EBITDA利润率	35.4	37.4	43.4	42.9	应付账款周转天数	78.5	78.5	80.0	86.5
EBIT利润率	33.2	35.3	42.1	41.9	净负债/股东权益 (%)	(80.0)	(39.4)	(43.3)	(48.3)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb. mn)					估值				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
优先股股息前净利润	82.3	171.0	400.8	608.2	基本市盈率 (X)	21.0	98.6	42.1	27.7
折旧及摊销	5.1	10.0	13.9	16.1	市净率 (X)	2.0	9.5	8.1	6.5
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA (X)	12.8	92.6	35.8	22.9
运营资本增减	(33.7)	(36.5)	(100.4)	(92.4)	企业价值/总投资现金 (X)	5.5	14.8	13.1	11.3
其它	(1.5)	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	0.9	0.2	0.5	0.7
经营活动产生的现金流	52.3	144.6	314.3	531.9					
资本开支	(24.9)	(887.3)	(71.8)	(111.2)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	1.3	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(23.6)	(887.3)	(71.8)	(111.2)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	0.0	(16.4)	(34.2)	(80.2)					
借款增减	0.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	608.6	0.0	0.0	0.0					
其它	(32.1)	750.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	576.5	733.6	(34.2)	(80.2)					
总现金流	605.2	(9.1)	208.2	340.5					
					注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。				
					资料来源：公司数据、高盛研究预测				

图表 54：掌趣科技主要财务数据

单位，百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	183.6	225.4	467	1026	1589	2428
同比增长	57%	23%	107%	120%	55%	53%
传统手机游戏	154.8	147.0	140	128	118	109
智能手机游戏	0.5	15.4	108	377	754	1357
单款主打游戏年收入			66	99	132	165
主打游戏数量			2	4	6	8
互联网页面游戏	22.7	50.9	203	499	687	921
掌趣科技			127	191	286	401
动网先锋			228	308	400	520
其他	5.6	12.1	16	22	30	40
毛利	97.4	120.3	253.0	615.4	950.0	1,469.0
同比增长	39%	24%	110%	143%	54%	55%
传统手机游戏	82.0	86.3	84	78	72	66
智能手机游戏	0.3	8.2	65	245	490	882
互联网页面游戏	9.5	16.3	91	274	364	488
其他	5.5	9.5	13	18	24	32
毛利率	53.0%	53.4%	54.2%	60.0%	59.8%	60.5%
传统手机游戏	53.0%	58.7%	60.0%	61.0%	61.0%	61.0%
智能手机游戏	65.1%	53.3%	60.0%	65.0%	65.0%	65.0%
互联网页面游戏	41.8%	31.9%	45.0%	55.0%	53.0%	53.0%
其他	98.1%	78.7%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
归属于母公司所有者的净利润	56	82	171	401	608	936
同比增长	34.7%	47.8%	107.8%	134.3%	51.8%	53.8%
净利润率	30.3%	36.5%	36.6%	39.0%	38.3%	38.5%
基本每股收益	0.45	0.50	0.42	0.97	1.48	2.27
净利润贡献						
内生业务	56	82	144	302	476	759
动网先锋贡献			27	99	132	177

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

顺网科技 (300113.SZ)：平台化效应显现，中性评级

投资观点

我们首次覆盖顺网科技，给予“中性”评级，基于 PEG 的 12 个月目标价为 51.17 元。（1）**公司网吧覆盖率近 70%，为其营造了强大的游戏广告平台。**中国端游公司营销费用支出依然有增长空间，广告业务中短期看广告单价提升，中长期看新版网维大师、浏览器等带来的广告位数量，即广告资源空间的打开，我们预计公司传统的网络广告推广业务在 2013—16 年将维持高增速，复合增速达到 35%。（2）**平台化效应逐步显现，中短期看点在游戏联运业务的爆发。**公司不断加大投入，大量引入游戏，做大规模，建立蝌蚪品牌优势，增强用户对平台的粘性。我们预计，2013—15 年平台收入复合增长率有望达到 69%。（3）**中长期看**，我们认为，如果云海平台战略实施顺利，用户对平台粘性不断增强，公司有望在平台上通过棋牌游戏、独代游戏、电子书、视频等多种盈利模式实现流量的货币化，从而充分释放用户价值。

然而，由于页游行业的竞争激烈，且蝌蚪平台成员的经验相对有限，蝌蚪平台是否能够成功发展并显著贡献公司的净利润增长仍是未知数。此外，顺网科技是否能够成功地将网吧用户转化为家庭 PC 用户也是一个主要的不确定因素，因为其用户主要是在网吧环境中积累起来的。

核心增长动力

我们预计 2013-15 年顺网科技净利润复合增速 35%。**内生上**，我们认为，2012 年 11 月公司推出的新版网吧软件将帮助公司提升流量货币化能力。**外延看**，2012 年 5 月公司收购吉胜科技，当年并表净利润贡献-255 万元。我们认为，随着吉胜科技整合的完成及并购后协同效应的逐步显现，2013 年该业务有望贡献净利润在 500 万元左右（3 年承诺贡献 8000 万元）。

考虑到公司积极向互联网平台转型的战略及账面充裕的现金（2013 年 1 季报现金 6.9 亿），我们认为公司可能在未来进行并购等外延扩张，形成内生为主，外延为辅的盈利增长战略。

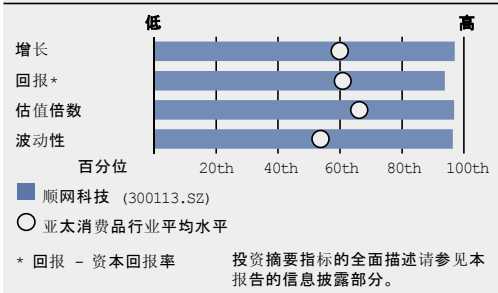
估值

我们使用 PEG 方法对顺网科技进行估值。基于 1.0 倍的 2014 年行业目标 PEG 倍数，以及 2014-16 年 EPS 的复合增速 36%，我们得出 12 个月目标价为 51.17 元。因当前估值合理予以顺网科技中性评级。

主要风险

蝌蚪游戏平台收入高于/低于预期。

投资摘要



主要数据	当前
股价 (Rmb)	60.50
12个月目标价格 (Rmb)	51.17
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	7,986.0 / 1,304.5
外资持股比例 (%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利 (Rmb)	0.70	1.04	1.42	1.89
每股盈利增长 (%)	5.2	48.6	36.7	33.5
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.70	1.04	1.42	1.89
每股基本盈利 (Rmb)	0.70	1.04	1.42	1.89
市盈率 (X)	33.7	58.3	42.7	31.9
市净率 (X)	3.8	9.0	8.1	7.2
EV/EBITDA (X)	27.0	44.1	31.4	22.8
股息收益率 (%)	1.1	0.7	1.2	1.6
净资产回报率 (%)	11.9	16.1	20.0	23.9
CROCI (%)	86.9	96.2	113.2	125.2

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	65.5	137.5	132.7
相对于沪深300指数	82.3	187.5	142.0

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/06/2013收盘价)

顺网科技：财务数据概要

损益表 (Rmb. mn)					资产负债表 (Rmb. mn)				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入	273.8	376.0	532.2	738.8	现金及等价物	680.5	769.3	879.3	998.2
主营业务成本	(31.2)	(37.1)	(47.4)	(60.4)	应收账款	90.6	124.4	176.1	244.5
销售、一般及管理费用	(159.2)	(209.1)	(298.7)	(421.5)	存货	0.0	0.0	0.0	0.1
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	1.1	1.1	1.1	1.1
其它营业收入/(支出)	(4.1)	0.0	0.0	0.0	流动资产	772.3	894.9	1,056.6	1,243.9
EBITDA	89.7	163.5	226.5	306.3	固定资产净额	29.5	31.8	32.8	34.9
折旧及摊销	(10.4)	(33.7)	(40.4)	(49.4)	无形资产净额	81.0	63.5	46.1	28.6
EBIT	79.3	129.8	186.1	256.9	长期投资	0.4	0.4	0.4	0.4
利息收入	20.7	20.4	23.1	26.4	其它长期资产	14.6	26.2	39.4	57.1
财务费用	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	资产合计	897.8	1,016.8	1,175.3	1,365.0
联营公司	(0.1)	0.0	0.0	0.0					
其它	5.9	7.0	7.0	7.0	应付账款	79.5	94.5	120.6	153.9
税前利润	105.7	157.1	216.1	290.2	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
所得税	(13.6)	(20.2)	(28.9)	(40.2)	其它流动负债	10.0	31.8	70.6	102.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	流动负债	89.5	126.3	191.2	255.9
					长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	92.1	136.9	187.2	250.0	其它长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
非经常性项目前净利润	92.1	136.9	187.2	250.0	负债合计	89.5	126.3	191.2	255.9
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
净利润	92.1	136.9	187.2	250.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
					普通股权益	808.3	890.5	984.1	1,109.1
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.70	1.04	1.42	1.89	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.70	1.04	1.42	1.89					
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.70	1.04	1.42	1.89	负债及股东权益合计	897.8	1,016.8	1,175.3	1,365.0
每股股息 (Rmb)	0.25	0.41	0.71	0.95					
股息支付率 (%)	35.8	40.0	50.0	50.0	每股净资产 (Rmb)	6.12	6.75	7.46	8.40
自由现金流收益率 (%)	2.6	1.5	2.1	2.7					
增长率和利润率 (%)					比率				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入增长率	58.6	37.3	41.6	38.8	CROCI (%)	86.9	96.2	113.2	125.2
EBITDA增长率	73.8	82.3	38.5	35.2	净资产回报率 (%)	11.9	16.1	20.0	23.9
EBIT增长率	76.8	63.7	43.4	38.1	总资产回报率 (%)	11.0	14.3	17.1	19.7
净利润增长率	44.7	48.6	36.7	33.5	平均运用资本回报率 (%)	84.7	95.8	148.1	210.8
每股盈利增长	5.2	48.6	36.7	33.5	存货周转天数	0.2	0.3	0.3	0.3
毛利率	88.6	90.1	91.1	91.8	应收账款周转天数	97.0	104.4	103.1	103.9
EBITDA利润率	32.8	43.5	42.6	41.5	应付账款周转天数	707.5	855.4	828.8	828.7
EBIT利润率	29.0	34.5	35.0	34.8	净负债/股东权益 (%)	(84.2)	(86.4)	(89.4)	(90.0)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb. mn)					估值				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
优先股股息前净利润	92.1	136.9	187.2	250.0	基本市盈率 (X)	33.7	58.3	42.7	31.9
折旧及摊销	10.4	33.7	40.4	49.4	市净率 (X)	3.8	9.0	8.1	7.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA (X)	27.0	44.1	31.4	22.8
运营资本增减	(3.8)	(18.8)	(25.6)	(35.1)	企业价值/总投资现金 (X)	16.6	41.9	36.5	28.3
其它	2.7	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	1.1	0.7	1.2	1.6
经营活动产生的现金流	101.5	151.9	202.0	264.3					
资本开支	(19.3)	(30.1)	(37.3)	(51.7)					
收购	(70.6)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	0.0	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(89.8)	(30.1)	(37.3)	(51.7)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(26.4)	(33.0)	(54.8)	(93.6)					
借款增减	0.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	0.0	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(26.4)	(33.0)	(54.8)	(93.6)					
总现金流	(14.7)	88.8	110.0	118.9					
					注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。				
					资料来源：公司数据、高盛研究预测				

图表 55: 顺网科技主要财务数据

单位, 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	141	173	274	376	532	739	991
同比增长	68.2%	22.6%	58.6%	37.3%	41.6%	38.8%	34.1%
网络广告及推广服务	92.19	114.47	172.41	224.1	313.8	423.6	550.7
互联网增值服务	30.37	40.26	54.50	70.9	92.1	129.0	174.1
用户中心系统	1.19	3.70	20.92	52.3	94.2	150.7	226.0
软件销售	16.90	14.26	14.07	13.2	12.8	12.4	12.0
软件服务	0.00	0.00	11.73	15.2	19.1	22.9	27.4
硬件及其他软件销售	0.00	0.00	0.16	0.2	0.3	0.3	0.4
毛利	132.2	158.7	242.6	339	485	678	914
网络广告及推广服务	88.9	109.1	163.0	212.9	298.1	402.4	523.2
互联网增值服务	29.3	38.4	50.5	65.9	85.7	119.9	161.9
用户中心系统	1.1	3.5	19.8	49.7	89.5	143.1	214.7
软件销售	12.6	7.6	4.9	4.6	4.5	4.3	4.2
软件服务	0.0	0.0	4.2	5.5	6.9	8.2	9.9
硬件及其他软件销售	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
毛利率	93.9%	91.9%	88.6%	90.1%	91.1%	91.8%	92.3%
网络广告及推广服务	96.5%	95.3%	94.5%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
互联网增值服务	96.5%	95.3%	92.7%	93.0%	93.0%	93.0%	93.0%
用户中心系统	96.5%	95.3%	94.5%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
软件销售	74.9%	53.6%	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
软件服务			36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
硬件及其他软件销售			94.5%	94.5%	94.5%	94.5%	94.5%
归属于母公司所有者的净利润	46	64	92	137	187	250	347
同比增长	47.2%	38.0%	44.7%	48.6%	36.7%	33.5%	38.7%
净利润率	32.8%	36.9%	33.7%	36.4%	35.2%	33.8%	35.0%
基本每股收益	0.88	0.66	0.70	1.04	1.42	1.89	2.63

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

博瑞传播 (600880.SS): 向新媒体积极转型，中性评级

投资观点

我们首次覆盖博瑞传播，给予“中性”评级，基于 PEG 的 12 个月目标价为人民币 17.31 元。博瑞传播 2007 年以来通过投资、收购等方式积极从传统媒体（报纸印刷、广告与出版）向新媒体领域转型。公司正逐步成为区域型的报纸、户外媒体和端游/页游领军企业。（1）**我们认为其游戏业务布局完善，产品线丰富。**公司在游戏领域布局很早，积极布局完整的游戏产业链。公司 2009 年收购端游公司梦工厂，2012 年宣布收购页游公司游戏谷。从游戏谷强劲的页游业务来看，我们预计其将在 2014 年后成为公司主要的贡献力量。管理层预计将于 2013 年底前收到证监会关于该交易的最后批复。（2）**我们预计传统业务有望企稳，成为公司现金牛。**我们认为，公司未来将通过拉长产业链、利用电商等新模式的方法保持传统业务收入基本稳定，为新媒体业务的扩张提供稳定现金流。同时，公司也切入租赁、小额信贷业务等业务运营，2013 年开始新业务将陆续贡献业绩。

核心增长动力

公司内生梦工厂游戏业务（于 2009 年收购）在经过 2009-12 年的调整后有望呈现收入、利润同步较快增长，核心动力来自于 2013 年陆续上线运营的新款端游。《寻龙记》5 月 17 日封测，目前开服数、同时在线人数等表现优异。后续还有《梦幻剑侠》、《轩辕战纪》等端游将陆续于 2013 年下半年上线运营，产品线丰富。预计今年梦工厂游戏业务有望增长 35% 左右。

公司若能在 2013 年顺利完成游戏谷的收购，公司向新媒体业务转型步伐将进一步加快，游戏收入占比将显著提升。

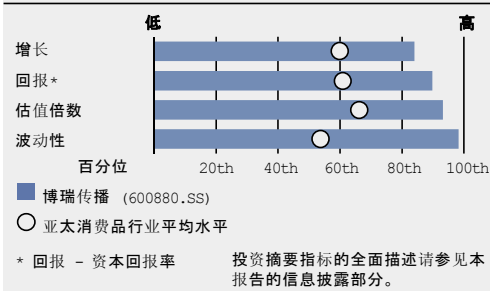
估值

我们使用 PEG 的估值方法。基于 1.0 倍的 2014 年行业目标 PEG 倍数，以及 2014-16 年 EPS 的复合增速 21%，我们得出 12 个月目标价为 17.31 元。

主要风险

游戏业务超出/不及预期。并购失败。

投资摘要



主要数据	当前
股价 (Rmb)	22.96
12个月目标价格 (Rmb)	17.31
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	14,139.2 / 2,309.7
外资持股比例 (%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利 (Rmb)	0.46	0.60	0.83	1.02
每股盈利增长 (%)	(28.1)	30.8	38.7	23.7
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.46	0.60	0.83	1.02
每股基本盈利 (Rmb)	0.46	0.60	0.83	1.02
市盈率 (X)	23.6	38.6	27.8	22.5
市净率 (X)	3.0	5.9	4.7	4.3
EV/EBITDA (X)	13.8	22.3	15.8	12.5
股息收益率 (%)	2.1	1.3	1.8	2.2
净资产回报率 (%)	13.2	15.9	20.2	19.9
CROCI (%)	19.5	20.8	27.4	28.6

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	119.7	119.7	133.1
相对于上证A股指数	137.9	159.6	144.0

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/06/2013收盘价)

博瑞传播：财务数据概要

损益表 (Rmb. mn)					资产负债表 (Rmb. mn)				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入	1,356.3	1,591.4	2,256.6	2,622.4	现金及等价物	501.3	693.0	1,222.5	1,844.6
主营业务成本	(716.9)	(799.9)	(943.6)	(1,035.9)	应收账款	183.8	218.0	309.1	359.2
销售、一般及管理费用	(273.4)	(315.1)	(440.0)	(506.1)	存货	49.5	65.7	77.6	85.1
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	36.8	36.8	36.8	36.8
其它营业收入/(支出)	(9.5)	0.0	0.0	0.0	流动资产	771.5	1,013.6	1,646.0	2,325.7
EBITDA	477.6	632.3	1,042.5	1,287.2	固定资产净额	613.6	687.2	731.5	835.8
折旧和摊销	(121.1)	(156.0)	(169.6)	(206.8)	无形资产净额	574.3	509.3	1,314.4	1,249.5
EBIT	356.5	476.4	872.9	1,080.4	长期投资	655.2	659.7	664.2	668.7
利息收入	18.7	11.1	15.3	27.1	其它长期资产	521.2	550.0	659.3	675.4
财务费用	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.7)	资产合计	3,135.7	3,419.9	5,015.5	5,755.2
联营公司	4.5	4.5	4.5	4.5	应付账款	360.1	401.8	474.0	520.3
其它	0.6	0.0	0.0	0.0	短期贷款	20.0	20.0	20.0	20.0
税前利润	378.7	490.3	891.1	1,110.3	其它流动负债	127.8	172.2	295.4	369.5
所得税	(79.7)	(103.5)	(188.8)	(235.5)	流动负债	507.9	594.0	789.4	909.8
少数股东损益	(13.2)	(13.2)	(84.9)	(110.9)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	285.8	373.7	617.4	763.9	其它长期负债	49.4	49.4	49.4	49.4
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	49.4	49.4	49.4	49.4
非经常性项目前净利润	285.8	373.7	617.4	763.9	负债合计	557.3	643.5	838.8	959.2
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	285.8	373.7	617.4	763.9	普通股权益	2,256.6	2,441.4	3,656.8	4,034.6
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.46	0.60	0.83	1.02	少数股东权益	321.8	335.0	519.9	761.3
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.46	0.60	0.83	1.02	负债及股东权益合计	3,135.7	3,419.9	5,015.5	5,755.2
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.46	0.60	0.83	1.02	每股净资产 (Rmb)	3.59	3.89	4.89	5.39
每股股息 (Rmb)	0.23	0.30	0.42	0.52					
股息支付率 (%)	50.5	50.5	50.5	50.5					
自由现金流收益率 (%)	(3.5)	2.3	(1.6)	4.5					
增长率和利润率 (%)					比率				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入增长率	3.9	17.3	41.8	16.2	CROCI (%)	19.5	20.8	27.4	28.6
EBITDA增长率	(22.2)	32.4	64.9	23.5	净资产回报率 (%)	13.2	15.9	20.2	19.9
EBIT增长率	(32.1)	33.6	83.2	23.8	总资产回报率 (%)	9.7	11.4	14.6	14.2
净利润增长率	(27.4)	30.8	65.2	23.7	平均运用资本回报率 (%)	16.5	18.1	27.2	28.8
每股盈利增长	(28.1)	30.8	38.7	23.7	存货周转天数	29.6	26.3	27.7	28.7
毛利率	47.1	49.7	58.2	60.5	应收账款周转天数	40.9	46.1	42.6	46.5
EBITDA利润率	35.2	39.7	46.2	49.1	应付账款周转天数	183.9	173.8	169.4	175.2
EBIT利润率	26.3	29.9	38.7	41.2	净负债/股东权益 (%)	(18.7)	(24.2)	(28.8)	(38.0)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb. mn)					估值				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
优先股股息前净利润	285.8	373.7	617.4	763.9	基本市盈率 (X)	23.6	38.6	27.8	22.5
折旧及摊销	121.1	156.0	169.6	206.8	市净率 (X)	3.0	5.9	4.7	4.3
少数股东权益	13.2	13.2	84.9	110.9	EV/EBITDA (X)	13.8	22.3	15.8	12.5
运营资本增减	(43.2)	(8.7)	(30.8)	(11.4)	企业价值/总投资现金 (X)	2.7	5.4	4.6	4.3
其它	(455.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	股息收益率 (%)	2.1	1.3	1.8	2.2
经营活动产生的现金流	(78.7)	529.6	836.6	1,065.7					
资本开支	(171.7)	(193.5)	(1,128.3)	(262.2)					
收购	(112.9)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(10.8)	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(295.4)	(193.5)	(1,128.3)	(262.2)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(94.2)	(144.4)	(188.9)	(312.0)					
借款增减	19.1	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	132.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(24.0)	0.0	1,010.0	130.6					
筹资活动产生的现金流	32.9	(144.4)	821.1	(181.4)					
总现金流	(341.2)	191.7	529.5	622.0					
					注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。				
					资料来源：公司数据、高盛研究预测				

图表 56: 博瑞传播主要财务数据

收入成本	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	923	1,162	1,306	1,356	1,591	2,257	2,622	3,031
传统媒体业务	792	981	1,106	1,128	1,239	1,375	1,484	1,652
游戏业务	65	94	104	94	125	599	803	1,000
其他	65	87	96	134	227	283	335	379
YoY growth								
营业收入	14%	26%	12%	4%	17%	42%	16%	16%
传统媒体业务	5%	24%	13%	2%	10%	11%	8%	11%
游戏业务	n.a	45%	10%	-10%	34%	378%	34%	25%
其他	25%	33%	11%	40%	69%	25%	19%	13%
毛利润	469	591	638	639	791	1,313	1,587	1,863
传统媒体业务	376	466	503	483	540	609	662	738
游戏业务	61	83	89	75	100	509	690	860
其他	32	42	46	81	151	195	234	265
毛利率	50.8%	50.8%	48.8%	47.1%	49.7%	58.2%	60.5%	61.5%
传统媒体业务	47.5%	47.5%	45.4%	42.8%	43.6%	44.3%	44.6%	44.7%
游戏业务	93.2%	87.6%	85.7%	79.9%	80.0%	85.0%	86.0%	86.0%
其他	48.6%	48.9%	47.7%	60.5%	66.7%	68.8%	69.8%	70.1%
归属于母公司所有者的净利润	263	317	394	286	374	617	764	904
YoY	37%	21%	24%	-27%	31%	65%	24%	18%
(一) 基本每股收益	0.71	0.64	0.63	0.46	0.60	0.83	1.02	1.21
归属于母公司净利润构成	263	317	394	286	374	617	764	904
传统媒体业务及其他	185	254	351	234	307	367	428	484
网络游戏	78	63	43	52	66	250	336	420

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

浙报传媒 (600633.SS)：跨平台增长，中性评级

投资观点

我们首次覆盖浙报传媒，给予“中性”评级，基于 PEG 的 12 个月目标价为人民币 21.31 元。

公司目前已经完成对边锋集团收购，今年 5 月开始并表。我们认为，该项并购的完成意味着公司新媒体平台的基本建立。并购后，浙报传媒通过收购获得了成熟的 2000 万互联网平台用户数据，并利用这些数据完成移动端产品内容的编辑、分发、运营与完善；而边锋集团则有望在浙报线下活动的优势获得线下业务的扩张，巩固强化在休闲游戏领域的优势。

2012 年 5 月公司完成了对东方星空 44% 股权的收购，成为控股股东。东方星空主要投资于新媒体、影视领域，目前项目处于孵化期。我们认为，未来 3 年东方星空有望加快在新媒体及影视领域的布局，前期投入项目逐步成熟后将贡献收入。

报媒广告、发行与印刷三项业务传统业务上，我们认为，通过深耕县市级报业市场以及优化管理效率，在未来 3 年将基本维持稳定，为公司新媒体业务的发展提供稳定的现金流与用户资源。

核心增长动力

2013 年 4 月边锋集团并表后，该项业务在 2013 年预计贡献收入/净利润 5.42/2.09 亿元，占比公司全年达到 25%/44%。公司 2013 年净利润增速将快速提高，达到 114%(2012 年增速为 1.5%)。边锋集团收购完成后，预计浙报将在新媒体领域持续发力，积极转型。

我们认为公司传统媒体业务基本企稳，为新媒体业务扩张提供稳定现金流支持。

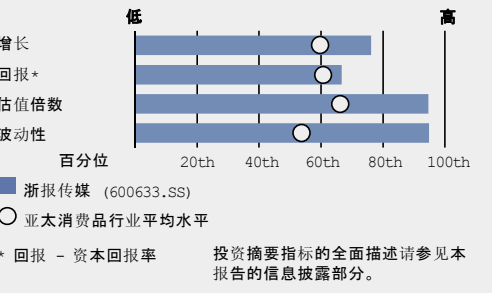
估值

我们使用 PEG 方法对浙报传媒进行估值。基于 1.0 倍的 2014 年行业目标 PEG 倍数，以及公司 2014—16 年 20% 的 EPS 年均复合增长率，得出 12 个月目标价 21.31 元。

主要风险

游戏业务超出/低于预期。并购失败。

投资摘要



主要数据	当前
股价 (Rmb)	31.23
12个月目标价格 (Rmb)	21.31
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	18,555.1 / 3,031.0
外资持股比例 (%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利 (Rmb)	0.52	0.80	1.08	1.30
每股盈利增长 (%)	(49.3)	54.6	35.0	20.7
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.52	0.80	1.08	1.30
每股基本盈利 (Rmb)	0.52	0.80	1.08	1.30
市盈率 (X)	28.9	39.2	29.0	24.1
市净率 (X)	6.2	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA (X)	20.5	29.4	22.2	18.3
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.2	0.2
净资产回报率 (%)	22.8	19.7	15.7	16.3
CROCI (%)	22.1	17.4	15.0	16.6

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	85.9	99.9	108.9
相对于沪深300指数	104.7	142.0	117.3

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/06/2013收盘价)

浙报传媒：财务数据概要

损益表 (Rmb. mn)					资产负债表 (Rmb. mn)				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入	1,438.0	2,127.7	2,703.6	3,106.7	现金及等价物	406.7	95.8	510.4	1,105.7
主营业务成本	(774.8)	(984.9)	(1,157.3)	(1,336.1)	应收账款	727.6	1,076.6	1,368.0	1,572.0
销售、一般及管理费用	(385.1)	(557.5)	(770.5)	(857.4)	存货	37.7	47.9	56.3	65.0
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	132.3	132.3	132.3	132.3
其它营业收入/(支出)	(5.0)	0.0	0.0	0.0	流动资产	1,304.2	1,352.6	2,067.0	2,874.9
EBITDA	337.6	661.6	861.3	1,014.8	固定资产净额	579.2	654.7	687.2	728.2
折旧和摊销	(64.5)	(76.2)	(85.5)	(101.7)	无形资产净额	53.1	2,880.7	2,876.6	2,872.5
EBIT	273.0	585.4	775.8	913.1	长期投资	707.6	722.9	741.9	761.0
利息收入	7.9	8.1	1.9	10.2	其它长期资产	(14.2)	(14.7)	60.6	139.6
财务费用	(21.2)	(41.8)	(41.8)	(41.8)	资产合计	2,630.0	5,596.2	6,433.3	7,376.1
联营公司	7.8	15.2	19.0	19.0	应付账款	625.9	795.6	934.9	1,079.4
其它	15.6	10.0	10.0	10.0	短期贷款	390.0	390.0	390.0	390.0
税前利润	283.2	577.0	764.9	910.5	其它流动负债	15.0	15.0	47.0	53.6
所得税	(2.8)	(44.9)	(67.1)	(80.2)	流动负债	1,031.0	1,200.7	1,371.9	1,523.0
少数股东损益	(59.0)	(59.0)	(59.0)	(59.0)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	221.3	473.0	638.8	771.3	其它长期负债	18.1	18.1	18.1	18.1
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	18.1	18.1	18.1	18.1
非经常性项目前净利润	221.3	473.0	638.8	771.3	负债合计	1,049.0	1,218.8	1,390.0	1,541.1
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	221.3	473.0	638.8	771.3	普通股权益	1,028.6	3,766.1	4,372.9	5,105.7
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.52	0.80	1.08	1.30	少数股东权益	552.4	611.4	670.4	729.4
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.52	0.80	1.08	1.30	负债及股东权益合计	2,630.0	5,596.2	6,433.3	7,376.1
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.52	0.80	1.08	1.30	每股净资产 (Rmb)	2.39	6.34	7.36	8.59
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.05	0.06					
股息支付率 (%)	0.0	0.0	5.0	5.0					
自由现金流收益率 (%)	3.5	(13.4)	2.2	3.3					
增长率和利润率 (%)					比率				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入增长率	7.1	48.0	27.1	14.9	CROCI (%)	22.1	17.4	15.0	16.6
EBITDA增长率	8.6	96.0	30.2	17.8	净资产回报率 (%)	22.8	19.7	15.7	16.3
EBIT增长率	10.8	114.4	32.5	17.7	总资产回报率 (%)	10.4	11.5	10.6	11.2
净利润增长率	1.5	113.7	35.0	20.7	平均运用资本回报率 (%)	22.7	18.1	15.3	17.1
每股盈利增长	(49.3)	54.6	35.0	20.7	存货周转天数	21.6	15.9	16.4	16.6
毛利率	46.1	53.7	57.2	57.0	应收账款周转天数	115.3	154.8	165.0	172.7
EBITDA利润率	23.5	31.1	31.9	32.7	应付账款周转天数	258.4	263.4	272.9	275.1
EBIT利润率	19.0	27.5	28.7	29.4	净负债/股东权益 (%)	(1.1)	6.7	(2.4)	(12.3)
					EBIT利息保障倍数 (X)	20.5	17.4	19.5	28.9
现金流量表 (Rmb. mn)					估值				
	12/12	12/13E	12/14E	12/15E		12/12	12/13E	12/14E	12/15E
优先股股息前净利润	221.3	473.0	638.8	771.3	基本市盈率 (X)	28.9	39.2	29.0	24.1
折旧及摊销	64.5	76.2	85.5	101.7	市净率 (X)	6.2	4.9	4.2	3.6
少数股东权益	59.0	59.0	59.0	59.0	EV/EBITDA (X)	20.5	29.4	22.2	18.3
运营资本增减	(19.9)	(189.5)	(160.5)	(68.2)	企业价值/总投资现金 (X)	3.5	3.8	3.5	3.2
其它	15.3	(15.2)	(19.0)	(19.0)	股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.2	0.2
经营活动产生的现金流	340.2	403.5	603.8	844.7					
资本开支	(94.5)	(2,978.8)	(189.3)	(217.5)					
收购	(760.4)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(98.4)	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(953.3)	(2,978.8)	(189.3)	(217.5)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(85.9)	0.0	0.0	(31.9)					
借款增减	390.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	0.9	164.4	0.0	0.0					
其它	(61.9)	2,100.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	243.0	2,264.4	0.0	(31.9)					
总现金流	(370.1)	(310.8)	414.6	595.3					
					注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。				
					资料来源：公司数据、高盛研究预测				

图表 57：浙报传媒财务数据摘要

单位，百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,342	1,438	2,128	2,704	3,107	3,649
同比增长	10.6%	7.1%	48.0%	27.1%	14.9%	17.5%
报刊发行	374	390.0	409.5	430.0	451.5	474.1
广告	772	738.3	753.1	775.7	791.2	807.0
印刷	62.5	79.6	87.6	96.4	106.0	116.6
无线增值服务	29.8	46.0	59.9	77.8	108.9	152.5
其他	103.7	183.9	275.9	386.2	579.3	868.9
游戏业务			541.7	937.5	1,069.7	1,230.2
毛利	605	663	1,143	1,546	1,771	2,069
报刊发行	(60)	(15)	(10)	(9)	(9)	(9)
广告	595	554	565	582	593	605
印刷	15	25	27	30	32	35
无线增值服务	9	11	14	19	27	38
其他	44	88	124	174	261	391
游戏业务			423	750	866	1,009
毛利率	45.1%	46.1%	53.7%	57.2%	57.0%	56.7%
报刊发行	-15.9%	-3.8%	-2.5%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
广告	77.1%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
印刷	24.3%	31.4%	31.0%	31.0%	30.0%	30.0%
无线增值服务	31.9%	24.1%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	42.8%	48.1%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
游戏业务			78.0%	80.0%	81.0%	82.0%
归属于母公司所有者的净利润	218	221	473	639	771	917
同比增长		1.5%	113.7%	35.0%	20.7%	18.9%
净利润率	16.2%	15.4%	22.2%	23.6%	24.8%	25.1%
基本每股收益	1.01	0.52	0.80	1.08	1.30	1.54
净利润贡献分解						
收购游戏业务			209	321	379	478
原有业务		221	264	318	392	439

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

信息披露附录

分析师申明

我们，廖绪发, CFA、刘智景、方竹静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA：中国传媒业、中国旅游业。刘智景：中国旅游业。

中国传媒业：皖新传媒、光线传媒、歌华有线、华录百纳、百视通、蓝色光标、博瑞传播、中南传媒、中文传媒、省广股份、奥飞动漫、顺网科技、华谊兄弟、湖北广电、凤凰传媒、乐视网、掌趣科技、广电网络、天威视讯、时代出版、华数传媒、浙报传媒、华策影视。

中国旅游业：首旅股份、湘鄂情、中青旅、中国国旅、峨眉山 A、桂林旅游、黄山 B 股、黄山旅游、丽江旅游、锦江股份、宋城股份、张家界。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：博瑞传播 (Rmb23.13)、顺网科技 (Rmb55.15)、掌趣科技 (Rmb40.96)、浙报传媒 (Rmb29.78)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2013 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。