

# 强化手游自研与流量经营，开启游戏创业 5G 新时代

——惠程科技首次覆盖

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

## ● 公司战略转型互联网文娱业务，三年对赌均完成，开启游戏创业新时代

2017年底完成对游戏公司哆可梦的收购，转向大数据精细化营销的流量经营业务和移动游戏的研发、发行及游戏平台的运营业务，转型文娱产业。2017年-2019年对赌期，哆可梦均超额完成，其中2018年实现扣非净利3.23亿元。三年对赌完成后，公司迎来5G云游戏时代创业新征程。

## ● 公司经历行业版号和中小发行体系冲击阵痛，2019年调整2020再出发

2018年公司接近83%的收入、90%的净利润来自游戏业务；2019业绩预告披露业绩预计1-1.3亿元，哆可梦业绩不及2018年但完成业绩承诺。2019年主要系游戏上线推迟，随产品逐步上线，业绩将延续增长态势，或能恢复及超越2018年业绩情况。近两年，国家加强版号审批，推行精品游戏策略，公司受到一定影响。熬过寒冬，拥抱流量，梳理资源再出发。公司累计过审14款版号，外部定制产品15款左右，有近20款储备，2020年蓄势待发。

## ● 战略转向自研品类，专注流量经营，2020年Q2产品上线有望延续高增长

哆可梦计划形成以自研游戏为主，代理定制游戏为辅，依靠流量组织能力、分发能力、丰富产品，持续推进业务和业绩增长。根据公司披露，2020年春节期间，哆可梦与行业一样预计迎来流水40%-50%的提升。哆可梦高度重视研发，组建成都为研发总部、广州为发行总部的“双核”模式，自研游戏贡献占比逐渐提升，同时立足5G时代拓展云游戏技术。2020年，预计将多款自研和独代产品上线，其中，《刀剑情缘》、《古剑飞仙》两款重磅ARPG游戏将在第一季度上线发行。在已成熟运营的产品中，《文明曙光》、《太古封魔录》、《爆破三国》等产品将持续获得新用户导入，持续贡献稳定收入。

## ● 我们看好公司游戏自研能力及技术催化，首次给予“推荐”评级

我们看好5G时代游戏行业的发展，公司流量经营和自研的发展潜力。我们预计2019-2021年归母净利润为1.22亿元、3.32亿元、4.99亿元，同比增长-63.7%、171.7%、50.3%，对应EPS分别为0.15元、0.41元、0.62元。我们看好公司转向研运一体和流量经营策略，首次覆盖给予“推荐”评级。

## ● 风险提示：新游戏流水不及预期，流量经营竞争加剧，人才缺乏等风险。

### 财务摘要和估值指标

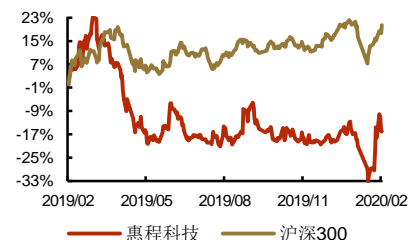
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	373	1,898	1,106	1,841	2,452
增长率(%)	29.3	408.7	-41.8	66.5	33.2
净利润(百万元)	-108	336	122	332	499
增长率(%)	-241.8	-412.6	-63.7	171.7	50.3
毛利率(%)	36.8	71.4	67.4	74.9	78.4
净利率(%)	-28.8	17.7	11.1	18.0	20.3
ROE(%)	-7.6	19.6	5.8	13.7	17.3
EPS(摊薄/元)	-0.13	0.42	0.15	0.41	0.62
P/E(倍)	-66.4	21.2	58.5	21.5	14.3
P/B(倍)	5.3	3.7	3.5	3.0	2.5

## 推荐(首次评级)

市场数据 时间 2020.02.20

收盘价(元):	8.43
一年最低/最高(元):	6.49/12.89
总股本(亿股):	8.02
总市值(亿元):	67.6
流通股本(亿股):	7.95
流通市值(亿元):	66.98
近3月换手率:	92.3%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	2.49	0.42	-34.91
绝对	-0.0	3.06	-17.13

## 相关报告

## 目 录

1、 公司简介：从发行为主的游戏公司转向研运一体	4
1.1、 概况：由电气设备成功转型互联网文娱游戏	4
1.2、 股权：控股股东信中利具备丰富的创投经验	5
1.3、 管理层：哆可梦创始人深谙移动游戏之道	5
1.4、 经营情况：游戏业务已成为公司主力业务	6
2、 中国手游产业维持高增长、细分领域仍有巨大空间	7
2.1、 整体行业发展保持增长，海外市场增量空间巨大	7
2.2、 休闲益智游戏行业用户规模大，广告是核心变现手段	11
3、 哆可梦具备一定研发实力，曾出品发行质量上乘游戏	12
3.1、 2017 年底收购哆可梦，公司强势布局游戏板块	12
3.2、 哆可梦过往业绩优秀，产品线品类覆盖较广	13
3.3、 2020 年公司自研与发行游戏拐点初显，游戏品质上乘流水可期	17
3.3.1、 2020 年开年受益年初“宅经济”，或创史上最佳春节档业绩	17
3.3.2、 2020H1 上线公司重磅新游《古剑飞仙》与《刀剑情缘》	17
3.3.3、 哆可梦未来产品线持续性强，版号储备充足	19
3.4、 具备流量采买优势，或能享受短视频等红利	19
3.5、 布局 5G 时代，2020H1 或发布自有云游戏平台	21
4、 公司高端制造业务：夯实电气基础，发展高端智能制造	22
5、 盈利预测	23
6、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

## 图表目录

图 1： 惠程科技发展历程	4
图 2： 公司高端智能制造业务	4
图 3： 哆可梦游戏及 9187 游戏平台	5
图 4： 公司 2018 年主营构成	6
图 5： 公司 2018 年毛利构成	6
图 6： 公司 2015-2019Q3 营业收入及同比增速	7
图 7： 公司 2015-2019Q3 归母净利润及同比增速	7
图 8： 公司 2015-2019Q3 毛利率及净利率	7
图 9： 公司 2015-2019Q3 归母净利润及同比增速	7
图 10： 2011-2019 年中国游戏市场及海外市场游戏出口收入（亿元）及同比变动	8
图 11： 2011-2018 年中国游戏市场实际销售收入（亿元）及同比变动	8
图 12： 2008-2019 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入	9
图 13： 2008-2019 年中国自主研发网络游戏市场实际销售收入	9
图 14： 2008-2019 年中国移动游戏市场实际销售收入	10
图 15： 2008-2019 年中国客户端游戏市场实际销售收入	10
图 16： 2008-2019 年中国网页游戏市场实际销售收入	10
图 17： 2007-2019 年 Q3 月休闲益智游戏独立设备数	11
图 18： 2007-2019 年 Q3 月休闲益智游戏 APP 数据变化情况	11
图 19： 2019 年 H1 月休闲游戏变现比例	12
图 20： 公司获得 2019 年引擎“年度最受关注企业”奖	12
图 21： 公司微信游戏平台：9178 游戏	14

图 22: 《九州仙剑传》上线表现成绩较好.....	15
图 23: 吴镇宇代言《九州仙剑传》发行.....	15
图 24: 《浩天奇缘 2》画质精美, 打击感强.....	16
图 25: 微信平台中《斗罗大陆神界传说》等游戏截图.....	16
图 26: 《古剑飞仙》游戏截图.....	17
图 27: 《刀剑情缘》游戏截图.....	18
图 28: 公司 9187 游戏微信平台情况.....	18
图 29: 公司 9187 游戏微信平台情况.....	18
图 30: 精品游戏邀请明星代言进行流量采买.....	19
图 31: 超级 App 已成为大厂与独立厂商普遍游戏推广方式.....	20
图 32: 哆可梦重点游戏《天使圣域》在西瓜视频的投放.....	20
图 33: 哆可梦游戏平台(原 9187.cn).....	21
图 34: 公司所设电气配网实验室.....	22
图 35: 小黄马无人配送机器人.....	22
图 36: XJetCarmel14003D 打印机.....	23
表 1: 公司前十大股东(截至 2019 年三季报).....	5
表 2: 公司高管信息.....	6
表 3: 旗下子公司一览.....	13
表 4: 哆可梦平台过往发行及即将发行的游戏名称和类型(部分).....	14
表 5: 游戏《古剑飞仙》与《刀剑情缘》介绍.....	17
表 6: 公司 2018 年至今获得版号情况.....	19
表 7: 2019 年仙侠类游戏投放指数哆可梦排名榜首.....	21
表 8: 惠程科技分业务预测(百万元).....	24
表 9: 可比公司估值一览(截至 2020 年 2 月 19 日).....	24

## 1、公司简介：从发行为主的游戏公司转向研运一体

### 1.1、概况：由电气设备成功转型互联网文娱游戏

20年深耕电气设备，收购哆可梦进军游戏行业。公司成立于1999年7月，主营电气设备业务。2007年9月在深交所中小板上市，2016年6月知名创投企业信中利资本集团入主公司，公司控股股东和实际控制人发生变更。信中利资本集团随即对惠程科技的战略业务方面进行了转型升级，于2017年底完成对游戏公司哆可梦的收购，使得公司向互联网文娱产业迈出重要一步。

图1：惠程科技发展历程



资料来源：新时代证券研究所

20年专注于提供全系配网装备及综合解决方案一站式服务商。公司电气业务隶属于高端智能制造板块，以新型高分子电气绝缘材料技术为特色核心优势，致力于提供专业配网装备及综合解决方案，专业从事高可靠、全密闭、全绝缘、小型化新一代电气装备的研发、生产、销售、安装及配网综合解决方案。产品包括成套开关设备、全密闭绝缘中低压电缆分接箱、电缆对接箱、硅橡胶电缆附件、可分离连接器、外置母线连接器、避雷器、电气接点防护罩等硅橡胶绝缘制品、APG环氧树脂产品、管型母线、SMC电气设备箱体等。

图2：公司高端智能制造业务



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

旗下哆可梦致力于精品手游研发及发行，业务遍及全球。哆可梦游戏（DKM Game）成立于2009年，始终致力于精品手机游戏研发&发行、服务全球用户的综合性移动游戏内容供应商。公司以“业务平台化、市场全球化、流量自有化、生态链泛娱乐化”为战略方向，目前业务已遍及中国大陆、港澳台、东南亚、北美、欧

洲、俄罗斯等全球多个国家和地区。哆可梦游戏旗下拥有 9187 游戏专业游戏运营平台，并汇聚大批行业内顶尖人才，已逐步形成“责任、协作、分享、创新、突破”企业价值观。

**图3： 哆可梦游戏及 9187 游戏平台**



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

## 1.2、 股权： 控股股东信中利具备丰富的创投经验

公司控股股东信中利实力雄厚，创投经验丰富。公司第一、第二、第四大股东均为信中利集团旗下公司，信中利创办于 1999 年，是中国最早从事风险投资和私募股权投资的独立机构之一，公司从 2000 年即开始外币创投基金管理业务，2009 年增加人民币基金业务，二十年来信中利坚持实施精品投资策略，重点关注“三高三大三新”——高科技、高端制造、高品质服务和消费；大健康、大文化、大环保；新能源、新材料、新模式。目前管理基金规模超过 300 亿，累计投资近 200 家企业，包括百度、搜狐、华谊兄弟、阿斯頓马丁、亚信科技、居然之家、1 药网、郎进科技、美年大健康等国内外上市公司。

**表1： 公司前十大股东（截至 2019 年三季报）**

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	共青城信中利宝信投资合伙企业(有限合伙)	10959	13.67%
2	中驰惠程企业管理有限公司	8456	10.54%
3	中央汇金资产管理有限责任公司	2888	3.60%
4	北京信中利投资股份有限公司	2715	3.39%
5	深圳市惠程信息科技股份有限公司回购专用证券账户	1777	2.22%
6	共青城中源信投资管理合伙企业(有限合伙)	1722	2.15%
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	1324	1.65%
8	张景华	650	0.81%
9	北京天象道通资产管理有限公司-天象 8 号私募证券投资基金	443	0.55%
10	张坤	404	0.50%
	合 计	31338	39.08%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 1.3、 管理层： 哆可梦创始人深谙移动游戏之道

公司董事长、总裁汪超涌 1985 年作为第一批清华大学公派留学生赴美留学，获美国罗格斯大学 MBA 学位。成为第一批大陆留学生进入华尔街的投融资专家，曾先后任职于美国摩根大通银行、美国标准普尔、摩根士丹利，并担任美国摩根士

丹利亚洲区副总裁，兼北京代表处首席代表。1999年创办北京信中利投资股份有限公司并担任董事长至今，2016年7月起担任公司董事。

公司副总裁、哆可梦董事长兼总经理寇汉曾任职于中国联通，参与起草了中国联通电信增值业务的规范，对移动互联网内容的理解非常成熟。2004年3月开始自主创业，2009年9月至今，任成都哆可梦网络科技有限公司总经理。

**表2: 公司高管信息**

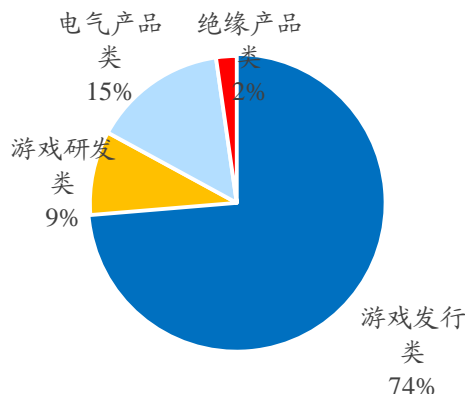
姓名	职务	性别	学历	个人简历
汪超涌	董事长、总裁	男	硕士	公司董事长、总裁。曾任美国摩根大通银行高级经理，美国标准普尔证券评级公司资产证券化部副主任，摩根士丹利亚洲区副总裁和北京代表处首席代表，国家开发银行投资银行业务顾问，1999年创办北京信中利投资股份有限公司并担任董事长至今，2016年7月起担任公司董事。
寇汉	副总裁、哆可梦董事长兼总经理	男	硕士	公司副总裁、哆可梦董事长兼总经理。1995年6月至1998年6月，在民航系统从事财务工作；1998年6月至2000年9月，负责筹建并统筹中国联通达州分公司的工作；2000年10月至2004年2月，在中国联通四川分公司工作，负责全省的移动电话业务的经营管理工作；2004年3月开始自主创业；2009年9月至今，任成都哆可梦网络科技有限公司总经理。
付汝峰	副总裁、董事会秘书	男	硕士	公司副总裁，董事会秘书。持有中国注册会计师(非执业会员)，特许公认会计师(ACCA)，法律职业资格证书及深交所董事会秘书资格证书。2016年7月进入本公司，现担任本公司投资管理部副经理职务。
赵红艳	副总裁、财务总监	女	硕士	公司副总裁，财务总监。获注册资产评估师，注册税务师，高级会计师，国际金融理财师，银行从业资格，证券从业资格，基金从业资格，保险从业资格等证书。曾任职北京农村商业银行股份有限公司。2016年6月起任公司财务部副总经理，2017年11月起任公司内审负责人。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

#### 1.4、经营情况：游戏业务已成为公司主力业务

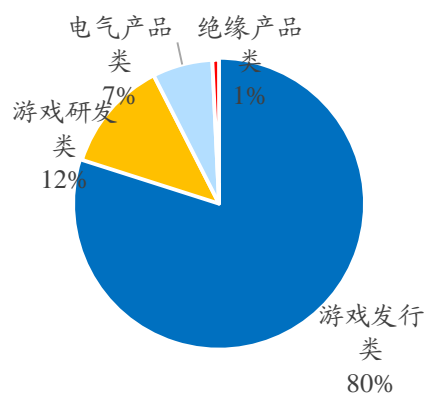
**业务双轮驱动，游戏贡献80%+营收及90%+毛利。**目前公司主营业务为双轮驱动模式，一方面是以电气业务为基础的高端智能制造业务，另一方面则是以哆可梦为主体的互联网文娱业务。2018年上市公司接近83%的收入、90%的净利润来自互联网游戏业务，互联网文娱业务已经成为公司业绩增长的主力军。

**图4: 公司2018年主营构成**



资料来源：wind，新时代证券研究所

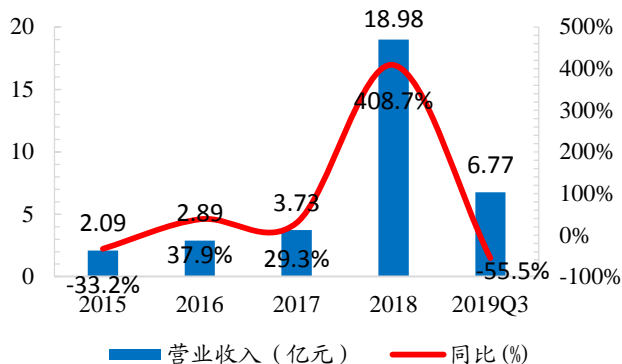
**图5: 公司2018年毛利构成**



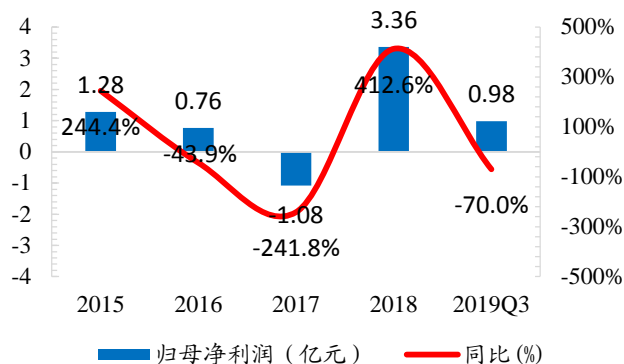
资料来源：wind，新时代证券研究所

公司收购哆可梦后业绩逐步改善，营业收入由2016年的2.89亿元增长至2018年的18.98亿元，同期内净利润在2017年经历亏损后迅速反弹，2018年实现新高

3.36 亿元。其中哆可梦业绩连续增长，2018 年实现营业收入 15.6 亿元，同比增长 118.27%，实现扣非后净利润 3.23 亿元，同比增长 117.45%。受到哆可梦产品上线时间推迟影响，2019 年截至三季度，公司实现营业收入 6.77 亿元，同比减少 55.5%，归母净利润 0.98 亿元，同比减少 70%，未来随哆可梦产品逐步上线，公司业绩将继续延续增长态势。

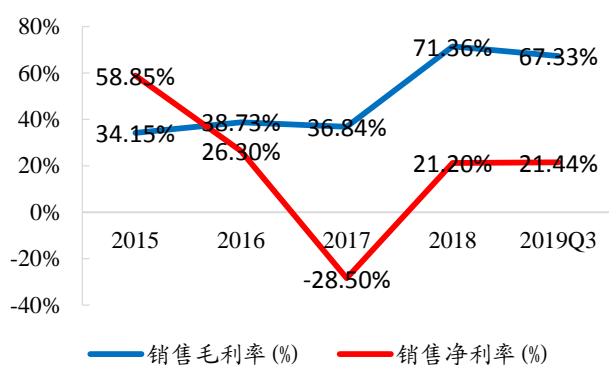
**图6： 公司 2015-2019Q3 营业收入及同比增速**


资料来源：wind，新时代证券研究所

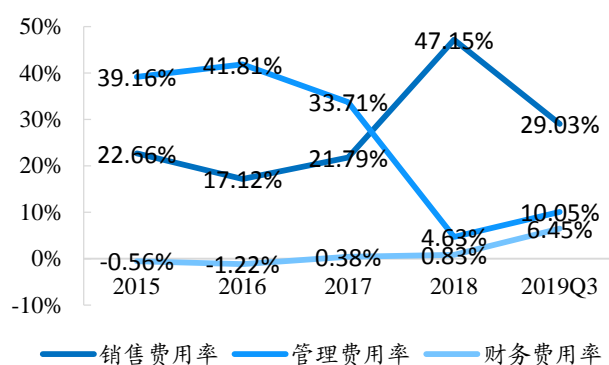
**图7： 公司 2015-2019Q3 归母净利润及同比增速**


资料来源：wind，新时代证券研究所

**毛利率及净利率显著上行，费用趋势良好。**公司收购哆可梦后，毛利率及净利率均迎来拐点。毛利率由 2015 年的 34.15% 上升至 2018 年的 71.36%。净利率同样在 2017 年实现拐点，2018 年达到 21.2%，2019 年毛利率及净利率延续高位运行，分别为 67.33%、21.44%。费用方面，公司管理费用控制良好，由 2015-2017 的 40% 左右下降至 2018、2019 的个位数水平。2018 年由于哆可梦业务规模扩大，销售费用显著增加，费用率达到 47.15%，2019 年前三季度已控制到 29%。财务费用方面，公司利息收入逐渐减少，费用支出略有上升，2019 年前三季度财务费用率达到了 6.45%。

**图8： 公司 2015-2019Q3 毛利率及净利率**


资料来源：wind，新时代证券研究所

**图9： 公司 2015-2019Q3 归母净利润及同比增速**


资料来源：wind，新时代证券研究所

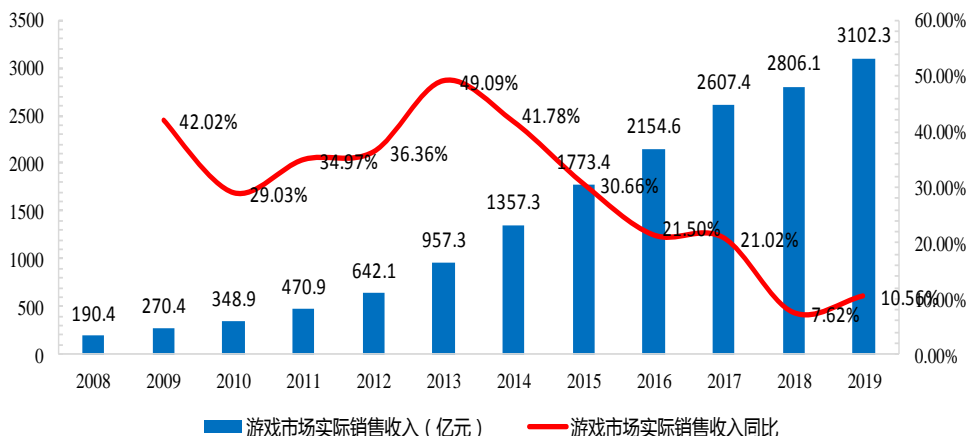
## 2、 中国手游产业维持高增长、细分领域仍有巨大空间

### 2.1、 整体行业发展保持增长，海外市场增量空间巨大

**海外市场将为国内企业带来更大营收和发展空间。**2019 年，受海外市场出口收入提升拉动，中国游戏市场和海外市场出口收入整体增速再次提升。综合国内自研产品在海外市场的竞争优势，预计未来一段时期内海外市场将为国内企业带来更

大营收和发展空间。

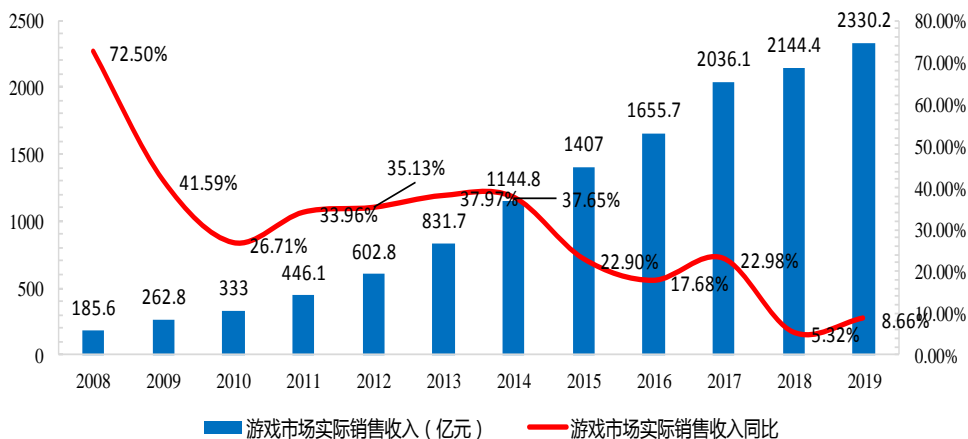
**图10: 2011-2019年中国游戏市场及海外市场游戏出口收入(亿元)及同比变动**



资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

**受益端游下降趋窄、移动游戏增速平稳, 游戏市场增速小幅回升。**2019年, 中国游戏市场实际销售收入为2330.2亿元, 同比增长8.7%, 较去年增速小幅回升, 继续保持增势。这主要受益于移动游戏市场实际销售收入增速保持平稳, 而客户端游戏市场实际销售收入同比下降幅度收窄。

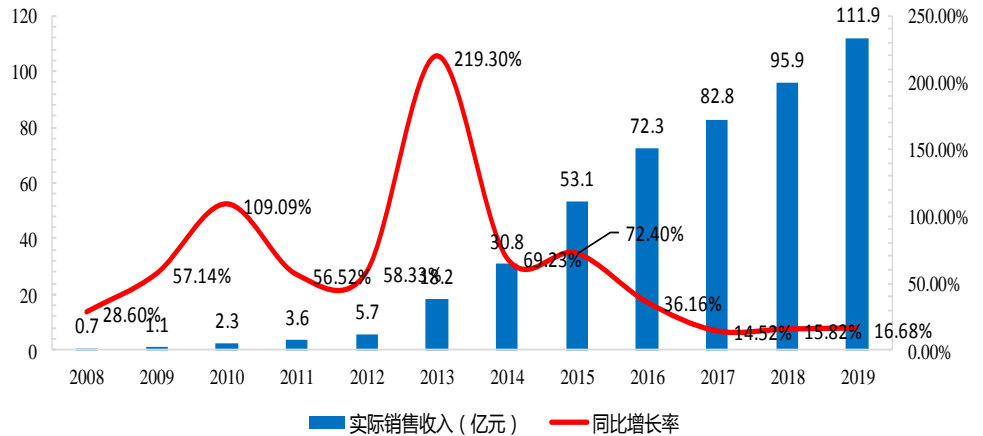
**图11: 2011-2018年中国游戏市场实际销售收入(亿元)及同比变动**



资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

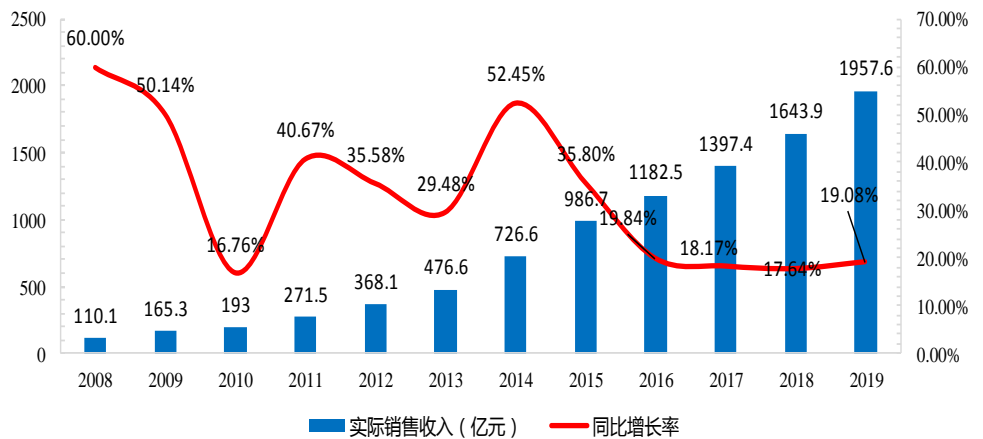
**海外仍是中国自主研发产品的重要市场选择。**2019年, 中国自主研发产品网络游戏海外市场实际销售收入保持稳定增速。随着国内用户红利见顶, IP拓展难度提升, 加上近年来海外市场快速发展不断传来的利好消息, 国内企业仍在不断加强海外发展部署, 其中移动游戏市场方面表现更加明显, 2019年《PUBGMOBILE》《华谊兄弟》《万国觉醒》等产品在企业运营力度加强下, 收入增长明显。基于国内发展优势, 海外仍是国内自主研发产品的重要市场选择。



**图12: 2008-2019年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入**

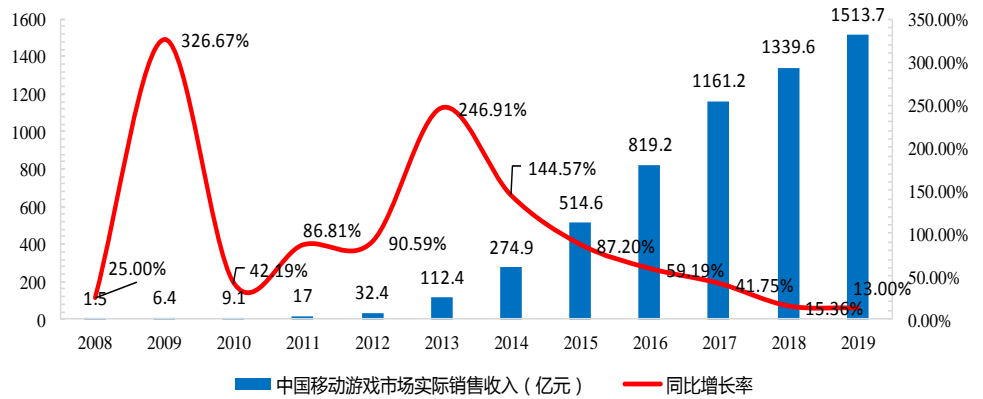
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

受页、端自研市场表现拖累，中国自主研发网络游戏增速放缓。2019年，中国自主研发网络游戏市场实际销售收入增速出现下滑。一方面，页游、端游市场自主研发产品双重下滑产生了较大影响；另一方面，移动游戏市场增长速度也出现趋缓状态。

**图13: 2008-2019年中国自主研发网络游戏市场实际销售收入**

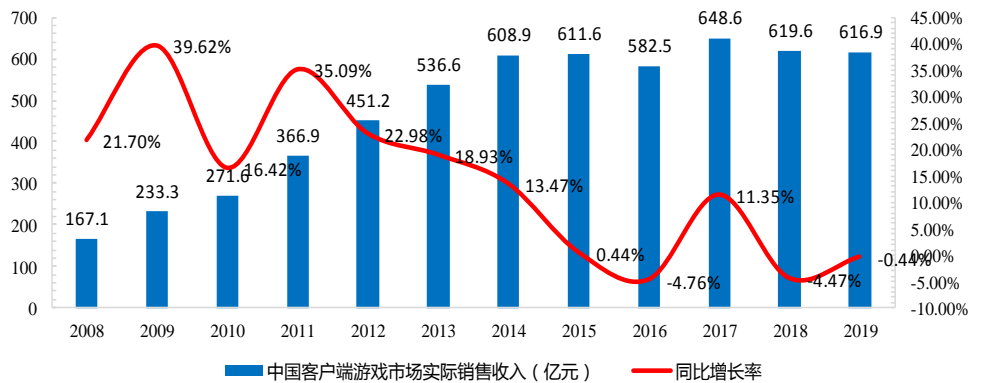
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

移动游戏市场趋于成熟，精品与创新将是发展重要推力。2019年，新品增量、《和平精英》净增量、老产品精细运营增量是支撑中国移动游戏市场实际销售收入增长的关键，但增速仍有小幅下降。发展至今，中国移动游戏市场已经趋于成熟，用户对精品、创新的需求而产生对产品的自然筛选现象是重要标志，可以观察到，近年来创新产品爆款在中小企业中频出，如《梦幻模拟战》《明日方舟》等；而受用户认可的老产品通过运营手段也能有效提升流水。

**图14: 2008-2019年中国移动游戏市场实际销售收入**

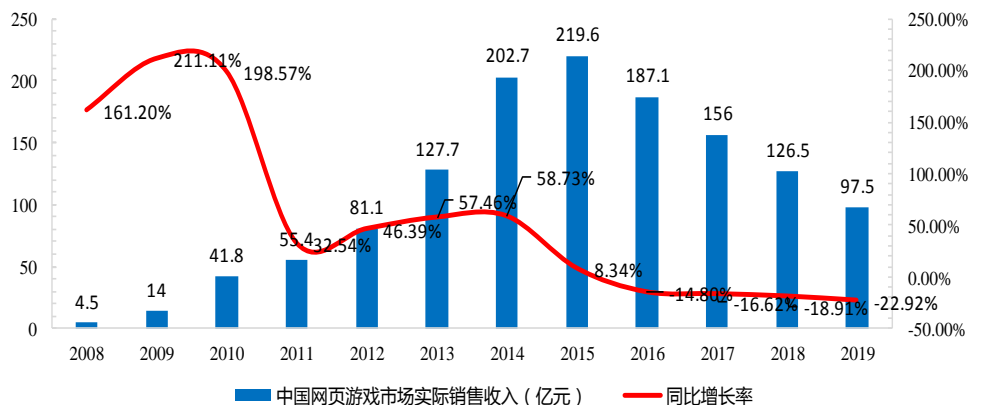
资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

**端游市场虽受新游刺激但仍未能扭转衰退。**2019年,端游市场实际销售收入保持平稳,从产品来看,2019年《魔兽世界怀旧服》为市场带来了较高增量,但仍未能扭转市场走势,这也一定程度说明,端游市场仍在呈现衰退。

**图15: 2008-2019年中国客户端游戏市场实际销售收入**

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

**页游市场持续萎缩。**2019年,页游市场进一步萎缩,因移动游戏对其有较强取代性,随着移动游戏市场的发展,页游市场的下滑也将会更明显。同时在市场氛围下,这一领域的资本投入也可能随之减少,或将进一步刺激页游市场的缩减。

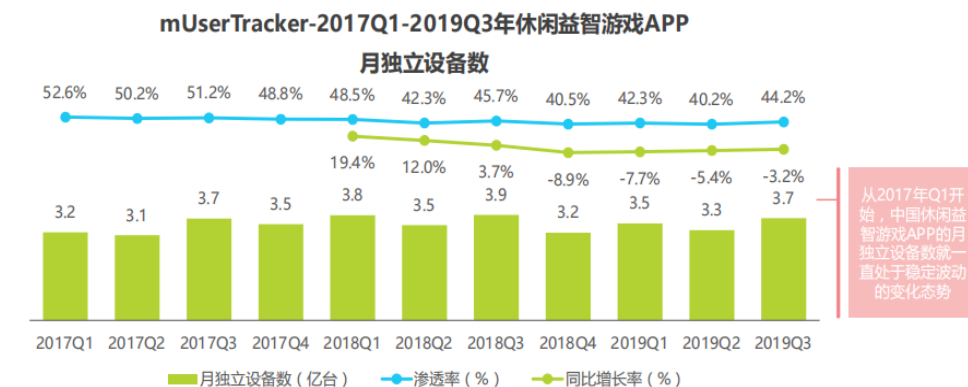
**图16: 2008-2019年中国网页游戏市场实际销售收入**

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

## 2.2、休闲益智游戏行业用户规模大，广告是核心变现手段

休闲类用户规模大，渗透率高。随着移动游戏市场进入存量时代，休闲游戏的用户规模增长也趋于稳定。根据艾瑞 User Tracker 数据显示，从 2017 年第一季度到 2019 年第三季度，中国休闲益智游戏 APP 月独立设备数一直保持稳定波动态势，在 3 至 4 亿台的范围内上下浮动。另外，从休闲游戏 APP 用户在全体移动游戏 APP 用户中的渗透率来看，2017 年以来同样在 40% 至 50% 之间浮动。

图17： 2007-2019 年 Q3 月休闲益智游戏独立设备数

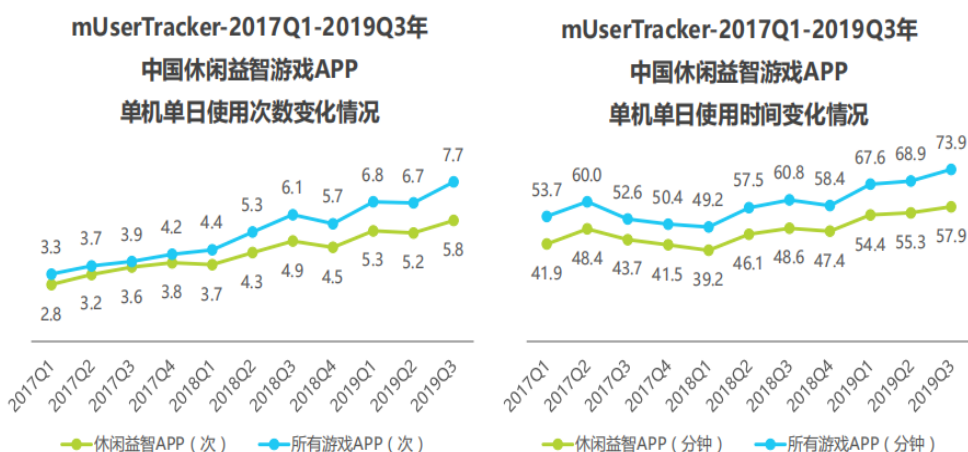


注释：本页渗透率指中国休闲益智游戏APP用户在中国全体移动游戏APP用户规模中渗透率。  
来源：Usertracker 多平台网民行为监测数据库（桌面及智能终端）。

资料来源：艾瑞咨询、新时代证券研究所

用户单日使用次数和时长稳中有升。休闲游戏在用户粘性方面不仅有着较好的基础，同时也保持着较为稳定的增长趋势。根据艾瑞 User Tracker 数据显示，在 2017 年第一季度到 2019 年第三季度这段时间中，每个独立设备每天打开休闲游戏的次数增加了 3 次，每个独立设备每天花在休闲游戏 APP 上的时间也从 41.9 分钟增长到了 57.9 分钟。

图18： 2007-2019 年 Q3 月休闲益智游戏 APP 数据变化情况

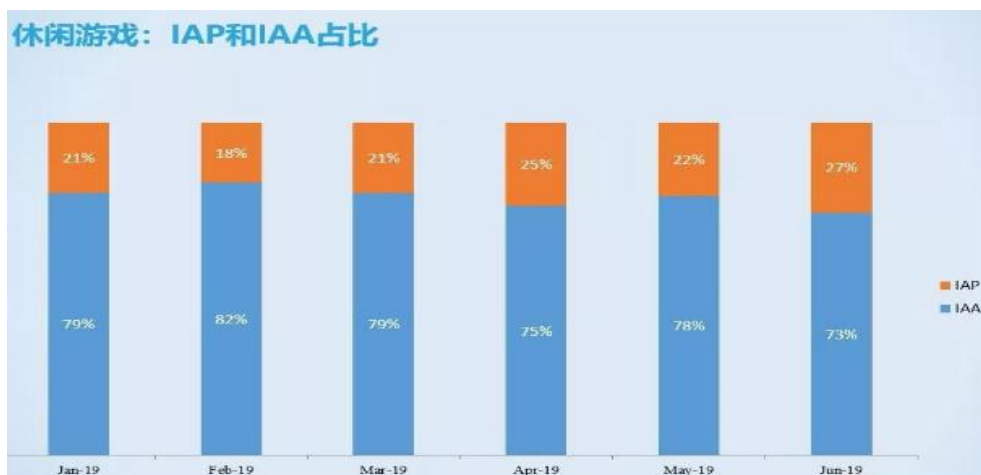


资料来源：艾瑞咨询、新时代证券研究所

广告是核心变现渠道。尽管休闲游戏在所有移动游戏类别中的用户规模和用户粘性都表现较好，但是其用户端的盈利能力相对角色扮演、MOBA 等重度游戏而言，仍有较大的差距。主要原因是休闲游戏玩法简单，架构单一，难以承载丰富的游戏内购产品及高额的游戏下载费用。因此，休闲游戏企业的核心变现渠道仍然是

针对 B 端的广告营收，尤其是休闲游戏“奖励式”广告的特殊性，使得用户流量规模直接决定了其广告营收的规模，而流量扩张则是所有休闲游戏企业当前乃至未来的营销重心。我们可以看到 2019 年 1 月-6 月休闲游戏收入中 20% 是内购 (IAP)，80% 是广告变现 (IAA)。

图19: 2019 年 H1 月休闲游戏变现比例



资料来源: Apps Flyer、新时代证券研究所

### 3、哆可梦具备一定研发实力，曾出品发行质量上乘游戏

#### 3.1、2017 年底收购哆可梦，公司强势布局游戏板块

公司经营游戏业务的主体是成都哆可梦网络科技有限公司，于 2017 年 12 月被公司收购。哆可梦旗下拥有专业游戏研发团队和发行平台，汇聚了大批业内顶尖人才，形成了 9 个研发团队的游戏研发人员规模。研发团队的大部分专业人员曾任职于腾讯、盛大、完美世界、巨人等行业知名游戏制作公司，研发能力处于业界领先地位。从 2015 年开始，哆可梦采取了流量自有化和精细化营销的战略。公司对人才的重视程度更是提高到了新的高度。公司在成都、广州、上海、首尔、美国硅谷等地分别设有产品研发、运营发行团队和多个子公司。在 2019 年 12 月 6 日今日头条巨量引擎大会中，哆可梦依托全年发行的多款新游，获“年度最受关注企业”奖。

图20: 公司获得 2019 年巨量引擎“年度最受关注企业”奖



资料来源: 公司微信公众号，新时代证券研究所

除了研发能力，哆可梦具有大多数 A 股上市公司所不具备的一项优势：拥有属于自己的游戏发行平台哆可梦游戏平台，并同时拥有面向全球市场的 YahGame 游戏平台。哆可梦平台自 2016 年成立至今已跃居国内一线手游发行平台，其流量聚合能力、变现能力均处于国内同行领先地位，同期海外游戏运营平台 YahGame 也具有较高的用户知名度和行业影响力。

**表3：旗下子公司一览**

子公司简称	简介
吉乾科技	哆可梦全资子公司，本公司间接控股子公司
旭梅网络	哆可梦全资子公司，本公司间接控股子公司
华向文化	哆可梦全资子公司，本公司间接控股子公司
游湛网络	哆可梦全资子公司，本公司间接控股子公司
翔瑞科技	翔瑞科技有限公司，哆可梦全资子公司，本公司间接控股子公司
缘中缘网络	2019 年 3 月设立，哆可梦全资子公司，注册资本为人民币 300 万元。
致合世纪	2019 年 3 月设立，哆可梦全资子公司，注册资本为人民币 300 万元。
高奇网络	2019 年 3 月设立，哆可梦全资子公司，注册资本为人民币 300 万元。
多趣网络	2019 年 1 月，控股子公司哆可梦出资 1,000 万元在成都市成立孙公司多趣网
上海季娱	本公司持股 51% 的控股子公司
珂星网络	成都珂星网络科技有限公司，上海季娱全资子公司，本公司间接控股子公司
爱酷游	北京爱酷游科技股份有限公司，喀什中汇联银持股 5.67% 的参股公司
上海聚市	上海聚市网络科技有限公司，喀什中汇联银参股公司
成都玖壹叁零	成都玖壹叁零网络科技有限公司，喀什中汇联银参股公司

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 3.2、哆可梦过往业绩优秀，产品线品类覆盖较广

哆可梦分别在 2017 年和 2018 年录得净利润 1.49 亿元和 3.23 亿元，较业绩承诺超出 400 万元和 1.35 亿元。根据公司公告，2019 年哆可梦的业绩承诺也初步测算完成，将超出业绩承诺。至此，哆可梦完成了全部三期业绩承诺，且实际业绩均显著高于承诺业绩。哆可梦现已成为公司核心收入来源，截至 2019H1，哆可梦已贡献公司超过 90% 的利润。

哆可梦游戏是国家高新区技术企业，也是成都新经济重点培育企业，2019 年跻身四川民营企业 100 强。在 2018 年至 2020 年度间，哆可梦获得多项业界大奖，包括：年度最受期待移动游戏奖、年度最具影响力游戏公司、年度最受关注游戏企业。

公司曾开发或发行过包括《文明曙光》、《爆破三国》、《斗罗大陆神界传说》和《传奇世界正版 H5》等在内的爆款作品；其中，《神话大陆》、《浩天奇缘》、《斗罗大陆神界传说》等游戏荣获“国家民族网游工程大奖”，更是涌现出了《斩龙传》、《绝世武林》等数款月流水过亿的产品。

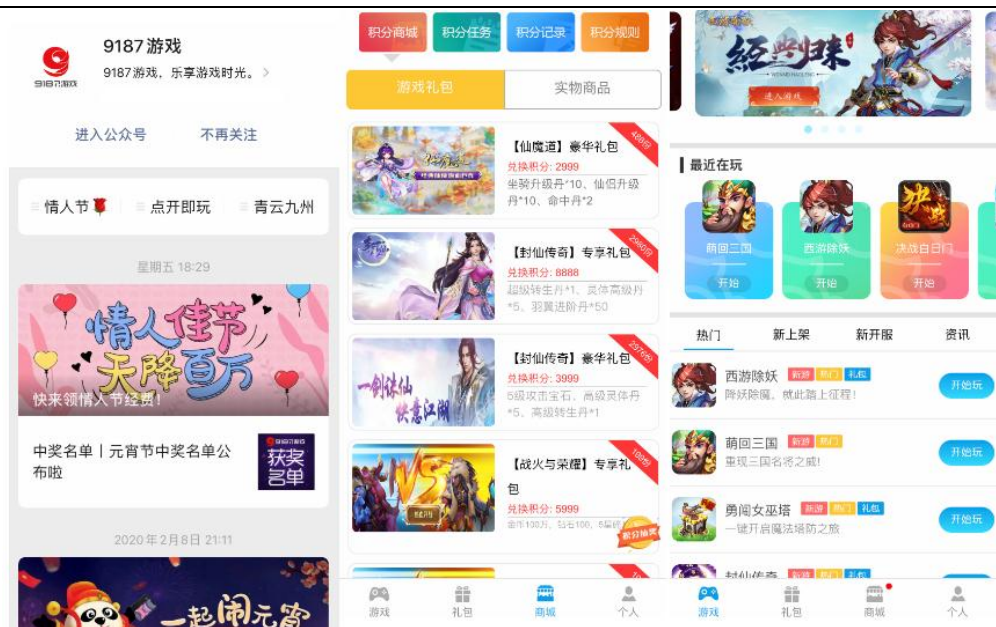
目前，哆可梦产品线种类以当下较为火热的 MMORPG 为主，包含 RTS、SLG、卡牌甚至模拟经营类。公司产品线种类丰富且结构合理，且正在加紧布局，提高自研比例，和优质定制代理产品。

**表4: 哆可梦平台过往发行及即将发行的游戏名称和类型 (部分)**

排名	游戏	发行商
独家代理	刀剑情缘 (即将上线)	MMO
	古剑飞仙 (即将上线)	RPG
	爆破三国	SLG
	传世世界之裁决天下 H5	MMO
自研产品	天堂之光 (即将上线)	RPG
	九幽幻剑录 (即将上线)	RPG
	永恒起源 (即将上线)	RPG
	斗罗大陆神界传说	卡牌
	浩天奇缘 2	RPG
	天使圣域	RPG
	文明曙光	RPG
	神话大陆移动版	MMO
联运代理	兽人战争	卡牌
	太古封魔录	MMO
	仙灵觉醒	MMO
	屠龙破晓	RPG
	九州仙剑传	RPG

资料来源: 哆可梦游戏平台, TapTap 等, 新时代证券研究所

同时, 公司自有发行平台哆可梦游戏平台有较为庞大的游戏库体系, 可以直接通过微信登陆并立刻畅玩。我们认为, 微信直接游玩即是公司很好的流量入口, 同时也是公司网页版游戏平台的补充。

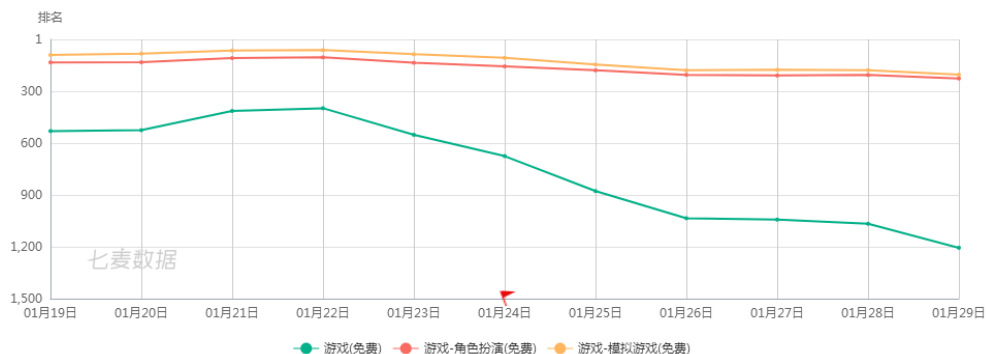
**图21: 公司微信游戏平台: 9178 游戏**

资料来源: 新时代证券研究所

《九州仙剑传》是一款公司近期重点推出的精品 ARPG 仙侠手游。游戏绘声绘色的修仙场, 同时继承了传统游戏的经典玩法。该款进入游戏后就有剧情引导, 完全不用担心上手难度, 同时设有开黑玩法, 极大地加强了游戏的社交属性。另外, 游戏设有挂机收益玩法, 适应了时间较少玩家的多种需求。

微信 H5 版游戏采用竖版构图，适合智能手机舒适握持姿势，方便玩家长时间轻松游玩。游戏采用二次元画风设计，对相应玩家有较强的笼络能力。同时，游戏场景画风精美，动画效果流畅，特别是具有较好的打击感，达到了当下手机 ARPG 类游戏制作的较高水平。

**图22: 《九州仙剑传》上线表现成绩较好**



资料来源：七麦数据、新时代证券研究所

游戏买量模式采用了邀请著名演员吴镇宇的方式，结合明星品牌整合营销手段，持续提升 ROI、降低广告成本，在 2020 年初上线后收到不俗的效果。截止目前，安卓端的买量流水持续在暴涨，游戏版本有效的在迭代更新，后续 IOS 端的买量加入将会迎来产品的高峰，有望成为 2020 年国内市场上表现最好的仙侠手游之一。

**图23: 吴镇宇代言《九州仙剑传》发行**



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

《浩天奇缘 2》是公司另一款重磅游戏，于 2019 年底首发，是一款国风仙侠动作手游。这款游戏以浓郁的国风元素，制作精良的建模和特效，丰富的 PVE、PVP 玩法让众多玩家体验到了不一样的国风仙侠。

从画面表现力来说《浩天奇缘 2》属于“清新流”。人物和场景建模精美，特效华丽，但无油腻感。有些场景设计的天马行空，富有想象力。此外，有许多 NPC、BOSS、道具都是参考了志怪奇谈和民间传说设计，国风元素浓厚。

图24: 《浩天奇缘2》画质精美, 打击感强



资料来源: 《浩天奇缘2》游戏截图、新时代证券研究所

游戏的特色是 PVP 模式, 单人、多人的 PK, 竞技场、战场为常规战斗。“血雾求生”的仙侠版大逃杀和“圣天至尊”的装备争夺战, 为游戏特有的重头戏。游戏在 PVP 模式的特色吸引了较多玩家的长期留存。

另外, 公司还代理了部分斗罗大陆 IP 产品。《斗罗大陆神界传说》就是公司代理的其中之一。原著《斗罗大陆》是唐家三少创作的穿越玄幻小说, 2008 年 12 月 14 日至 2009 年 12 月 13 日首发于起点中文网, 2009 年 5 月首次出版。原著 IP 获奖无数, 具有较深的读者基础。

图25: 微信平台中《斗罗大陆神界传说》等游戏截图



资料来源: 游戏截图、新时代证券研究所

公司正是看重这个题材, 推出了在其微信端可直接游玩的《斗罗大陆神界传说》, 该款游戏可直接从微信端口进入, 极大程度地降低了获客成本。我们认为, 公司依靠《九州仙剑传》、《斗罗大陆神界传说》等系列游戏作为主干, 以其他数量和种类繁多的微信平台游戏作为分支, 很好地形成了公司高低搭配的游戏品类策略, 有助于降低公司的业绩波动性。



### 3.3、2020 年公司自研与发行游戏拐点初显，游戏品质上乘流水可期

在自研与定制独代的构成比例上,公司曾表示哆可梦的目标是在 2020 年的收入结构中自研游戏和定制独代游戏各占 50%,2021 年自研游戏收入比例提高到 70% 并最终将自研游戏收入比例提高到 85% 左右。我们认为,自研游戏比例的提高有助于游戏质量的把控,是云游戏时代所必须的能力之一,同时也需要步步为营逐步实现。

#### 3.3.1、2020 年开年受益年初“宅经济”,或创史上最佳春节档业绩

2020 年春节期间因新型冠状病毒疫情影响,“宅经济”盛行,公司业绩或因此出现较快增长。根据公司披露信息,2020 年春节期间哆可梦迎来了有史以来表现最好的春节档,在线用户、注册用户、在线用户时长、营业流水均有 40%-50% 左右的提升。哆可梦春节期间的流水大幅增加,也将为公司 2020 年业绩提供坚实保障。

#### 3.3.2、2020H1 上线公司重磅新游《古剑飞仙》与《刀剑情缘》

哆可梦将在 2020H1 推出的重点游戏为《古剑飞仙》和《刀剑情缘》。这两款游戏现暂处于尚未完全上线阶段,《刀剑情缘》目前仅可在公司自有平台(哆可梦游戏平台)上下载,《古剑飞仙》具体上线时间约为 2020 年 4 月末。

表5: 游戏《古剑飞仙》与《刀剑情缘》介绍

游戏名称	相关介绍
古剑飞仙	《古剑飞仙》是一款沉浸式 3D 探险修仙手游。墓穴探索,意外进入修仙世界,开启一段仙界探险的旅程。华丽技能,超强打击感,打造一流战斗体验;玄妙功法、灵宠坐骑,伴你勇闯三界;战场乱斗、排位竞技,享受激情与热血;海量时装,打造专属形象,实现华丽蜕变;情缘婚礼,带你寻找真爱,缔结仙履奇缘;更有自由交易、副本爬塔、帮派争霸、世界首领等丰富多彩的特色玩法,开创仙侠新纪元。仙迹降临,探险启程,一起来创造修仙探险的传奇吧!
刀剑情缘	《刀剑情缘》是一款新国风神鬼幻想手游。华美场景,再现大唐盛世繁华;全新职业,精心设计的特色技能搭配个性转职,解锁炫酷大招,打造个性造型;玩法丰富,经典的坐骑,化形,炼器等玩法帮助玩家提升实力;美型妖怪,带来不同以往的视觉享受,仙盟帮派,为志同道合的仙友提供了联盟之便;激萌宠物,调皮可爱的神圣灵兽守护修仙之旅;世界 BOSS;激情战斗,自由抢夺让人热血沸腾!大唐神都,风云再起,妖灵出世,问道伏魔!

资料来源:小米应用商店等,新时代证券研究所

《古剑飞仙》是一款由哆可梦独家代理的 3D MMORPG 游戏,为国风玄幻风格题材。游戏故事主线为墓穴探索意外进入修仙世界。游戏以华丽的技和较好的打击感为卖点,玩法包含战场乱斗、排位竞技等。同时包括自由交易、副本爬塔、帮派争霸、世界首领等经典游戏元素。2019 年 8 月 7 日,游戏开启第一轮内测。

图26: 《古剑飞仙》游戏截图



资料来源:小米应用商店,新时代证券研究所

《刀剑情缘》是一款 3D MMORPG 手游，于 2019 年 9 月 5 日完成删档内测，现正二测进行中。游戏同样是一款国风玄幻风格题材手游，主线剧情再现大唐盛世繁华。MMORPG 的经典元素坐骑、化形和炼器等都被游戏涵盖。根据目前的二测反馈，其凭借不俗的画面和操作体验、经典的故事剧情、奖励丰厚的多种玩法和爽快的 PVP 收获了较多玩家的好评。

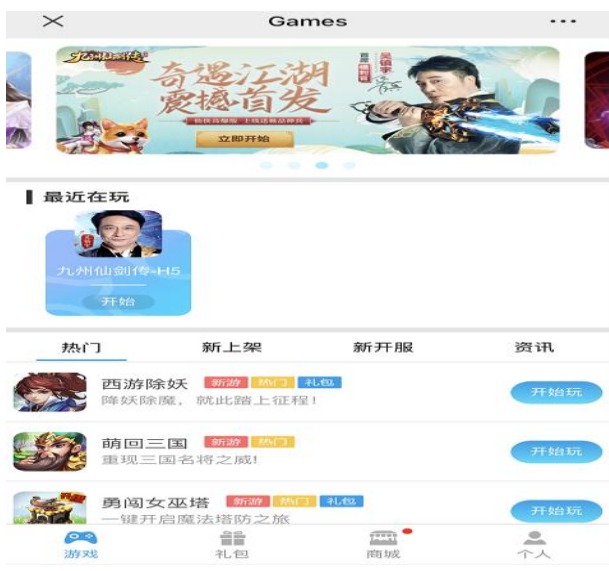
图27: 《刀剑情缘》游戏截图



资料来源：小米应用商店，新时代证券研究所

从现有的游戏截图和视频来看，两款游戏都达到了当今手机 3D 游戏的领先水平。目前，《古剑飞仙》在小米平台上的预约人数达到了近万人，预计 2020 年 4 月 30 日正式上线；《刀剑情缘》在小米平台的预约人数超过 1.3 万人，预计 2020 年 3 月 15 日正式上线。

图28: 公司 9187 游戏微信平台情况



资料来源：新时代证券研究所

图29: 公司 9187 游戏微信平台情况



资料来源：新时代证券研究所

另外，《刀剑情缘》现已可以通过在哆可梦自有的游戏平台上下载 apk 文件进行游玩，虽然距 iOS 端和安卓正式版上线还有时间，但游戏已开通 8 个服务器，且 1-7 服务器已较为火爆，不接受新玩家注册。我们认为，从玩法元素、游戏画面和预约人数来看，这两款游戏均有望成为 2020 年公司高业绩增速的保证。

### 3.3.3、哆可梦未来产品线持续性强，版本号储备充足

自 2018 年 12 月 26 号版本号恢复发放后，哆可梦一共获得了 14 款游戏版本号。版号政策调整对哆可梦虽有阵痛，但长远看利大于弊；在哆可梦深耕的 MMO 游戏品类中，版本号总量并没有受太大影响。其次，哆可梦有专门的团队负责申请版号，建立了规范和成体系的操作流程，拥有丰富的版号申请经验。

**表6：公司 2018 年至今获得版号情况**

版本号名称	游戏类型	版本号获得时间
魔界王物语	移动	2020 年 2 月 10 日
仙宝奇缘	移动	2019 年 3 月 20 日
口袋王牌	移动	2019 年 2 月 28 日
刀剑情缘	移动	2019 年 2 月 11 日
战区英雄	移动	2019 年 1 月 7 日
霸刀战神 2	移动	2019 年 1 月 22 日
阿狸-时空物语	移动	2019 年 1 月 13 日
兵法三十七计	网页	2019 年 1 月 13 日
文明曙光	移动	2018 年 12 月 29 日
我的女神 OL	移动	2018 年 12 月 29 日
古剑飞仙	移动	2018 年 12 月 19 日
全民王者	移动	2018 年 12 月 19 日
灰烬大陆	移动	2019 年 2 月 26 日
九幽幻剑录	移动	2019 年 12 月 20 日

资料来源：广电总局、新时代证券研究所

受益于充足的版本号储备，哆可梦 2020Q2 至少上线三款游戏，分别为一款 ARPG、一款 SLG 和一款自研游戏。计划于 3 月末首先推出的产品是一款 SLG 游戏，为广州《罗马帝国》团队研发的一款新游。该团队研发 SLG 游戏的经验丰富，过往出品游戏流水情况佳。4 月份推出的或将为自研游戏，该款游戏在之前的买量成本中获得了较好的成绩，是公司期待度最高产品之一。

### 3.4、具备流量采买优势，或能享受短视频等红利

随着渠道效应弱化，超级 App 逐渐接管移动互联网流量入口，历经多年洗牌后的手游市场，优质流量稀缺导致部分公司出现用户荒，刺激手游行业进入买方市场，买量成为了手游重要的推广方式。根据热云数据，2019 年买量手游将 1.4 万款，其中新增买量手游超过 7700 款，总体买量新增率为 59%。

**图30：精品游戏邀请明星代言进行流量采买**



资料来源：百度图片，新时代证券研究所

**图31: 超级 App 已成为大厂与独立厂商普遍游戏推广方式**


资料来源：抖音，新时代证券研究所

哆可梦早在 2015 年已深切认识到了游戏行业已由过去的渠道商把控流量市场演变为研运一体的趋势，这种趋势将给游戏厂商带来新的机遇。2015 年底，哆可梦以广州分公司为中心切入流量运营业务，将自家游戏的发行工作也同时揽入，正式开始形成研运一体模式。我们认为，游戏内容提供方自己主动掌握流量能给予其更多的行业话语权与更高的利润水平。只要产品本身质量有保障，就能迅速获得更多的机会，具有较高的业绩弹性。

**图32: 哆可梦重点游戏《天使圣域》在西瓜视频的投放**


资料来源：西瓜视频，新时代证券研究所

公司在流量采买方面已积累了较多经验，具备一定核心竞争力。具体来说，哆可梦拥有一套独特的数学模型，能够较为精准地评估每个时间段需要投放多少量；其次，哆可梦针对不同渠道、不同用户类型、不同游戏题材，以及不同手机系统都会做出差异化的流量营销方案，使游戏精准地投放到目标客户群体，从而极大地降低了获客成本；第三，哆可梦拥有丰富的视频、美术推广素材支撑。公司拥有视频制作团队，拥有自己的专业摄影棚，且与各大网红建立了广泛的合作关系；第四，自动优化模型系统可以做到对精细化营销及时、有效的响应，优化师甚至能够在移动端收到预警提示，远程操作切换效果不佳的素材，从而达到精准、及时投放效果。

**表7: 2019年仙侠类游戏投放指数哆可梦排名榜首**

排名	公司名	投放指数
1	成都哆可梦网络科技有限公司	21876
2	广州大蓝网络科技有限公司	10211
3	上海聚市网络科技有限公司	9814
4	广州北鱼网络科技有限公司	7084
5	广州掌昆网络科技有限公司	5998
6	广州九天互娱网络科技有限公司	5626
7	深圳市拇指游玩科技有限公司	5325
8	安徽尚趣玩网络科技有限公司	4360
9	厦门雷霆互动网络科技有限公司	3096
10	上海鲸科信息科技有限公司	2953

资料来源: DataEye, 新时代证券研究所

根据 DataEye 数据, 以素材数量等指标形成的投放指数来衡量, 2019 年哆可梦排名全品类游戏公司第五; 在仙侠类投放指数排名中, 公司排名第一, 领先第二名指数超过 100%, 且排名第三的聚市网络同样为公司简介参股企业, 由此可以看出哆可梦强大的买量与运营能力。

### 3.5、布局 5G 时代, 2020H1 或发布自有云游戏平台

随着 5G 网络的逐渐铺开, 哆可梦也对此进行了相应的布局, 其中最大的项目便为计划于 2020H1 发布自有云游戏平台。公司发展云游戏平台已具备一定优势。首先, 公司已有自有游戏平台, 在发行和平台运营上已具备相当多的经验, 转云只需在技术层面上进行升级, 将游戏算力上云即可。

**图33: 哆可梦游戏平台 (原 9187.cn)**

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

其次, 云游戏时代的渠道价值将可能降低, 研发能力将被提升到前所未有的高度。哆可梦高度重视研发, 形成了以成都为研发总部、广州为发行总部的“双核”模式, 将研发职能集中于成都, 便于技术与人员上的沟通与协作。成都作为网络游戏第四城, 文化底蕴深厚, IT 技术人才资源丰富, 非常有利于公司建立研发总部; 而广州拥有成熟的经济腹地和发展互联网产品运营团队。两地将协同发展, 抢先发力云游戏赛道。

#### 4、公司高端制造业务：夯实电气基础，发展高端智能制造

公司目前还拥有一部分传统电气业务，主要以新型高分子电气绝缘材料技术为特色核心优势。2018年公司成立了220KV的高压设备检测实验室，向高压电气设备领域跨出了重要一步。随着2019年3月国家电网提出“泛在电力物联网”建设规划，未来五年，泛在电力物联网将是国家电网未来的投资重心，公司在原有电气设备业务发展的基础上，抓住电气设备智能化和信息化的泛在电力物联网创新发展机遇，夯实电气业务基础并逐步实现向高端智能制造领域的转型。

**图34： 公司所设电气配网实验室**



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司高端智能制造业务以电气业务为基础，通过投资无人配送机器人项目并获取生产制造权，跨足布局现代智能机器人领域。2018年8月，公司投资1500万元获得北京真机智能科技15%股权，成为真机智能研发和设计的无人配送机器人及其他智能机器人的唯一生产制造商，真机智能是一家拥有无人配送机器人自主研发设计能力的公司，与苏宁、饿了么等客户建立了良好的业务合作关系。在今年的疫情期间，真机智能将旗下机器人投入到抗击疫情一线，其中小黄马无人配送机器人、青翼蝠巡控机器人、青道夫清洁机器人分别应用到无人配送、巡逻和清洁场景中，为阻断新冠肺炎疫情传播做出了较大贡献。

**图35： 小黄马无人配送机器人**



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司以无人配送机器人的生产制造为切入点积极布局智能机器人生产制造，继续加快对高端智能制造领域的深度开拓和发展。

2019年9月,公司发布公告称拟以自有资金2,500万美元参与认购以色列Xjet有限公司(以下简称“Xjet公司”)D轮融资的优先股,涉足3D打印机业务。Xjet公司采用新型纳米金属粒子喷射技术Nano Partical Jetting(NPJ),可安全、快速地打印金属、陶瓷部件,打印精度较高,并且节省了后续处理工序的成本。

公司后续有意再追加2,000万美元或更多投资,以满足Xjet公司在中国的产业化需求,包括建设一个制造基地,帮助惠程科技成为Xjet公司3D打印机的部分零部件以及原材料的首选制造商,以及与诺贝尔奖获得者Dan Shechtman先生共同设立一个全球研发实验室,进行公司NPJ技术的应用及开发。

**图36: XJetCarmel14003D打印机**



资料来源:凤凰网、新时代证券研究所

## 5、盈利预测

我们看好公司游戏业务发展,2019年哆可梦完成业绩承诺,自研业务占比持续提高,毛利率稳步提升。我们的盈利预测基于以下的财务和行业假设:

- 1) 公司随着智能化升级,电气类毛利率稳定增加,预计2020年项目逐步落地后毛利率稳定在35%-40%之间;
- 2) 参考半年报情况我们预计游戏发行业务2019年营收减少55%,2020年以后营收将会迎来爆发,毛利率维持稳定在78%之间;
- 3) 公司加大游戏研发投入,自研游戏净利贡献持续上升,2019年受新游戏上线推迟影响,预计营收下滑5%。鉴于公司游戏版号储备多,部分游戏内测火爆,2020年业绩有望爆发,预计营收增长200%。毛利率稳定在97%左右。
- 4) 公司相关假设,建立在行业假设基础之上,我们预计手游行业能够持续增长,云游戏等技术和应用能够不断推进;流量采购成本能够维持一定区间;行业版号能够有序释放;国内游戏出海能够持续进行。
- 5) 公司能够持续迎来催化剂,一是流量采买能够持续成功催化,二是自研产品流水能够爆发达到预期催化,三是在行业出清过程中,公司能不断承接游戏人才,贯彻落实所制定的战略。

**表8: 惠程科技分业务预测(百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>电气产品类</b>					
营业收入	264.43	280.56	308.61	401.20	441.32
同比增速	0.00%	6.10%	10.00%	30.00%	10.00%
营业成本	187.51	189.25	198.71	248.39	273.23
毛利率	29.09%	32.55%	35.61%	38.09%	38.09%
<b>绝缘产品类</b>					
营业收入	49.10	43.01	40.86	44.95	47.19
同比增速	0.00%	-12.39%	-5.00%	10.00%	5.00%
营业成本	35.02	32.86	29.57	31.05	32.61
毛利率	28.67%	23.60%	27.62%	30.91%	30.91%
<b>游戏发行类</b>					
营业收入	43.50	1397.23	558.89	810.39	972.47
同比增速	0.00%	3112.13%	-60.00%	45.00%	20.00%
营业成本	5.13	316.17	126.47	170.73	204.88
毛利率	88.21%	77.37%	77.37%	78.93%	78.93%
<b>游戏研发类</b>					
营业收入	3.48	175.58	193.14	579.42	985.02
同比增速	0.00%	4944.30%	10.00%	200.00%	70.00%
营业成本	1.96	5.37	6.18	12.36	19.78
毛利率	43.79%	96.94%	96.80%	97.87%	97.99%
<b>其他</b>					
营业收入	12.67	1.78	4.00	5.00	6.00

资料来源: Wind、新时代证券研究所

我们看好5G时代游戏行业的发展,公司自研游戏的发展潜力。我们预计2019-2021年归母净利润分别为1.22亿元、3.32亿元、4.99亿元,同比增长-63.7%、171.7%、50.3%,对应EPS分别为0.15元、0.41元、0.62元。公司转型游戏业务,三年对赌均完成,我们看好流量经营这一成功商业模式,看好公司转向研运一体和流量经营策略,首次覆盖给予“推荐”评级。

**表9: 可比公司估值一览(截至2020年2月19日)**

所属行业	公司简称	代码	市值(亿元)	PE				市净率
				TTM	19E	20E	21E	
游戏	三七互娱	002555.SZ	742.88	55.19	35.91	30.43	26.77	11.39
游戏	完美世界	002624.SZ	614.16	32.94	32.15	25.09	21.88	6.44
游戏	世纪华通	002602.SZ	881.55	42.14	29.17	22.08	18.93	3.68
游戏	游族网络	002174.SZ	247.97	24.04	22.17	18.54	15.94	4.67
游戏	吉比特	603444.SH	294.72	33.26	32.75	28.16	24.45	10.06
游戏	宝通科技	300031.SZ	77.25	27.30	25.14	20.55	16.63	3.04
<b>游戏</b>	<b>惠程科技</b>	<b>002168.SZ</b>	<b>67.52</b>	<b>62.40</b>	<b>49.53</b>	<b>16.51</b>	<b>11.69</b>	<b>3.56</b>
制造业	森源电气	002358.SZ	56.25	-77.55	34.30	23.84	23.53	1.12

资料来源: wind, 新时代证券研究所



## 6、风险提示

新游戏流水不及预期，流量经营竞争加剧，人才缺乏等风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>939</b>	<b>1787</b>	<b>2047</b>	<b>2934</b>	<b>3246</b>	<b>营业收入</b>	<b>373</b>	<b>1898</b>	<b>1106</b>	<b>1841</b>	<b>2452</b>
现金	347	750	1865	1613	2693	营业成本	236	544	361	463	530
应收票据及应收账款合计	177	404	0	564	187	营业税金及附加	5	8	8	12	17
其他应收款	40	274	0	305	101	营业费用	81	895	428	764	995
预付账款	76	132	0	201	67	管理费用	126	88	158	204	298
存货	62	65	19	89	35	研发费用	0	54	31	52	70
其他流动资产	237	162	162	162	162	财务费用	1	16	-6	-11	-33
<b>非流动资产</b>	<b>2295</b>	<b>1914</b>	<b>1001</b>	<b>949</b>	<b>753</b>	资产减值损失	1	17	17	46	49
长期投资	578	168	-217	-560	-925	公允价值变动收益	-0	-16	-5	-8	-8
固定资产	101	94	-344	-101	57	其他收益	0	2	1	1	1
无形资产	10	17	-9	-38	-49	投资净收益	-45	192	36	87	77
其他非流动资产	1606	1636	1571	1648	1670	<b>营业利润</b>	<b>-119</b>	<b>457</b>	<b>141</b>	<b>393</b>	<b>597</b>
<b>资产总计</b>	<b>3234</b>	<b>3701</b>	<b>3048</b>	<b>3883</b>	<b>3999</b>	营业外收入	1	2	2	2	2
<b>流动负债</b>	<b>1290</b>	<b>1160</b>	<b>461</b>	<b>994</b>	<b>635</b>	营业外支出	0	0	1	1	1
短期借款	66	114	90	102	96	<b>利润总额</b>	<b>-118</b>	<b>458</b>	<b>142</b>	<b>394</b>	<b>598</b>
应付票据及应付账款合计	197	424	0	484	87	所得税	-12	56	16	46	69
其他流动负债	1027	622	371	408	451	<b>净利润</b>	<b>-106</b>	<b>402</b>	<b>126</b>	<b>348</b>	<b>529</b>
<b>非流动负债</b>	<b>546</b>	<b>483</b>	<b>403</b>	<b>357</b>	<b>304</b>	少数股东损益	1	66	3	16	30
长期借款	0	289	209	163	110	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-108</b>	<b>336</b>	<b>122</b>	<b>332</b>	<b>499</b>
其他非流动负债	546	194	194	194	194	EBITDA	-110	482	130	379	591
<b>负债合计</b>	<b>1836</b>	<b>1643</b>	<b>864</b>	<b>1351</b>	<b>939</b>	EPS(元)	-0.13	0.42	0.15	0.41	0.62
少数股东权益	48	115	118	134	163						
股本	821	814	814	814	814	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	483	452	452	452	452	<b>成长能力</b>					
留存收益	397	733	859	1206	1735	营业收入(%)	29.3	408.7	-41.8	66.5	33.2
归属母公司股东权益	1350	1944	2066	2398	2897	营业利润(%)	-277.2	483.0	-69.1	178.4	52.0
<b>负债和股东权益</b>	<b>3234</b>	<b>3701</b>	<b>3048</b>	<b>3883</b>	<b>3999</b>	归属于母公司净利润(%)	-241.8	-412.6	-63.7	171.7	50.3
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	36.8	71.4	67.4	74.9	78.4
						净利率(%)	-28.8	17.7	11.1	18.0	20.3
						ROE(%)	-7.6	19.6	5.8	13.7	17.3
						ROIC(%)	-9.5	25.7	19.3	21.8	41.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	56.8	44.4	28.3	34.8	23.5
						净负债比率(%)	57.2	10.7	-60.9	-43.8	-73.4
						流动比率	0.7	1.5	4.4	3.0	5.1
						速动比率	0.5	1.3	4.1	2.5	4.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.1	0.5	0.3	0.5	0.6
						应收账款周转率	2.5	6.5	6.5	6.5	6.5
						应付账款周转率	1.5	1.7	2.0	1.9	1.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	-0.13	0.42	0.15	0.41	0.62
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-0.25	0.76	-0.42	1.10
						每股净资产(最新摊薄)	1.68	2.42	2.58	2.99	3.61
						<b>估值比率</b>					
						P/E	-66.4	21.2	58.5	21.5	14.3
						P/B	5.3	3.7	3.5	3.0	2.5
						EV/EBITDA	-72.9	15.6	46.3	16.5	8.7

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-5</b>	<b>309</b>	<b>610</b>	<b>-339</b>	<b>886</b>
净利润	-106	402	126	348	529
折旧摊销	14	20	12	25	47
财务费用	1	16	-6	-11	-33
投资损失	45	-192	-36	-87	-77
营运资金变动	6	18	510	-621	413
其他经营现金流	35	45	4	7	7
<b>投资活动现金流</b>	<b>253</b>	<b>352</b>	<b>932</b>	<b>108</b>	<b>218</b>
资本支出	5	40	-528	291	169
长期投资	392	420	385	354	364
其他投资现金流	651	813	789	753	751
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9</b>	<b>-218</b>	<b>-427</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>
短期借款	13	47	-24	12	-6
长期借款	0	289	-80	-46	-53
普通股增加	-5	-6	0	0	0
资本公积增加	24	-31	0	0	0
其他筹资现金流	-41	-517	-323	14	35
<b>现金净增加额</b>	<b>239</b>	<b>444</b>	<b>1115</b>	<b>-252</b>	<b>1080</b>

## 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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 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

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>