

打造大 IP 战略，强化手游优势并将布局 VR 市场

公司动态

◆依托《武侠 Q 传》树立江湖地位，主业聚焦移动网络游戏

公司主业聚焦移动网络游戏，首款研发的《武侠 Q 传》于 2013 年 5 月推出后一度占据多地区的苹果商店畅销榜前三；通过版本开发和优化，上线近 3 年仍保持较高的活跃度和盈利能力，为公司主要盈利来源。2014 年实现营业收入 1.03 亿元，净利润 8222 万元，毛利率高达 99.65%；较 2013 年分别增长了 76.2% 和 97.3%。

根据艾瑞咨询统计，2014 年《武侠 Q 传》曝光指数达到 913.6，在角色扮演类游戏中排名 16 位，在 6586 款网游中排名 34 位，曾获“2013 年度移动网络游戏金手指奖”、“移动网络游戏曝光指数 Top 10”等行业荣誉。

◆积极布局大 IP 战略，与腾讯动漫合作开发《中国惊奇先生》

公司计划打造以泛娱乐平台为核心的企业发展战略，通过引进知名 IP 实现内容变现和盈利转化。

2015 年 11 月签约国漫顶级 IP《中国惊奇先生》，与腾讯动漫携手推进优质内容产品化，我们认为大 IP 落地将主要依靠影视、游戏、周边三条路径，公司发挥制作优势联合强势内容商将确保未来占据有利位置。以《中国惊奇先生》为基础开发的手游预计 2016 年上线，或为业绩坚实保障。

◆虚拟现实将成为下一代游戏平台，公司启动战略布局

在移动互联网的大趋势下，与移动结合的 VR 技术和应用将获得最广泛的受众。依靠技术进步推动体验升级，我们看好虚拟现实成为新一代的游戏平台。

公司于 2 月 29 日发布公告，将从设备和内容平台两方面推动 VR 领域布局；我们看好优质的手游公司布局 VR 内容制作，2016 年随着多款商用级设备推出，或将迎来 VR 领域规模投资启动。

◆风险分析：

新产品市场反应不及预期，市场竞争加剧。

◆估值分析：

公司于 2015 年 10 月登陆新三板并于 2016 年 2 月转为做市交易；以 2016 年 2 月 26 日收盘价为参考，二级市场可比公司 PE(2014) 为 97X，PS(2014) 为 30X，公司分别为 16X 和 13X。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015Q1 |
|----------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 59.06 | 104.05 | 14.14 |
| 增长率 | - | 76.19% | - |
| 净利润(百万元) | 41.67 | 82.22 | 7.78 |
| 增长率 | - | 97.31% | - |
| EPS(元) | 0.77 | 1.53 | 0.19 |
| PE | 32.4 | 16.3 | - |

数据来源：Wind 一致预期

首次(无评级)

分析师

刘骁(执业证书编号：S0930516010003)

liux@ebscn.com

1、公司简介和历史沿革

1.1、公司简介

1.1.1 公司挂牌情况及财务状况

北京火谷网络科技有限公司主要从事移动网络游戏的研究和运营，通过自主运营、授权运营和联合(渠道)运营多种方式相结合进行运营，是国内知名的集研发和运营于一体的移动网络游戏厂商之一。

公司于 2015 年 10 月 21 日在新三板挂牌，于 2016 年 2 月 4 日由协议转让转成做市转让企业，变更转让方式当天，股价从 2 月 2 日的 15 元上涨至 28.10 元，市值也涨至 15 亿元。截止至 2 月 26 日，股票价格为 24.92 元，市盈率达到 13 倍，总市值 13.5 亿元。

公司近年来盈利较强。公司的移动终端游戏体验服务业务收入来源主要由三部分组成：授权运营收入、渠道联合运营收入和自主运营收入。2014 年公司营业收入 1.04 亿元，同比增长 76.19%；净利润 8222 万元，同比增长 97.31%。其中授权运营收入占 9556 万元；毛利率高达 99.65%。

表 1 公司财务摘要

| 运营模式 | 2015 年 1-3 月 | | 2014 年度 | | 2013 年度 | |
|--------|---------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|
| | 金额 | 占比 (%) | 金额 | 占比 (%) | 金额 | 占比 (%) |
| 授权运营 | 13,047,547.29 | 92.29 | 95,559,012.17 | 92.70 | 50,864,388.15 | 86.13 |
| 自主运营 | 354,395.80 | 2.51 | 171,466.51 | 0.17 | - | - |
| 渠道联合运营 | 735,720.87 | 5.20 | 7,356,736.41 | 7.14 | 8,192,317.63 | 13.87 |
| 合计 | 14,137,663.96 | 100.00 | 103,087,215.09 | 100.00 | 59,056,705.78 | 100.00 |

数据来源：公司 2013 和 2014 年年报，公司公开转让说明书

1.1.2 公司股权结构

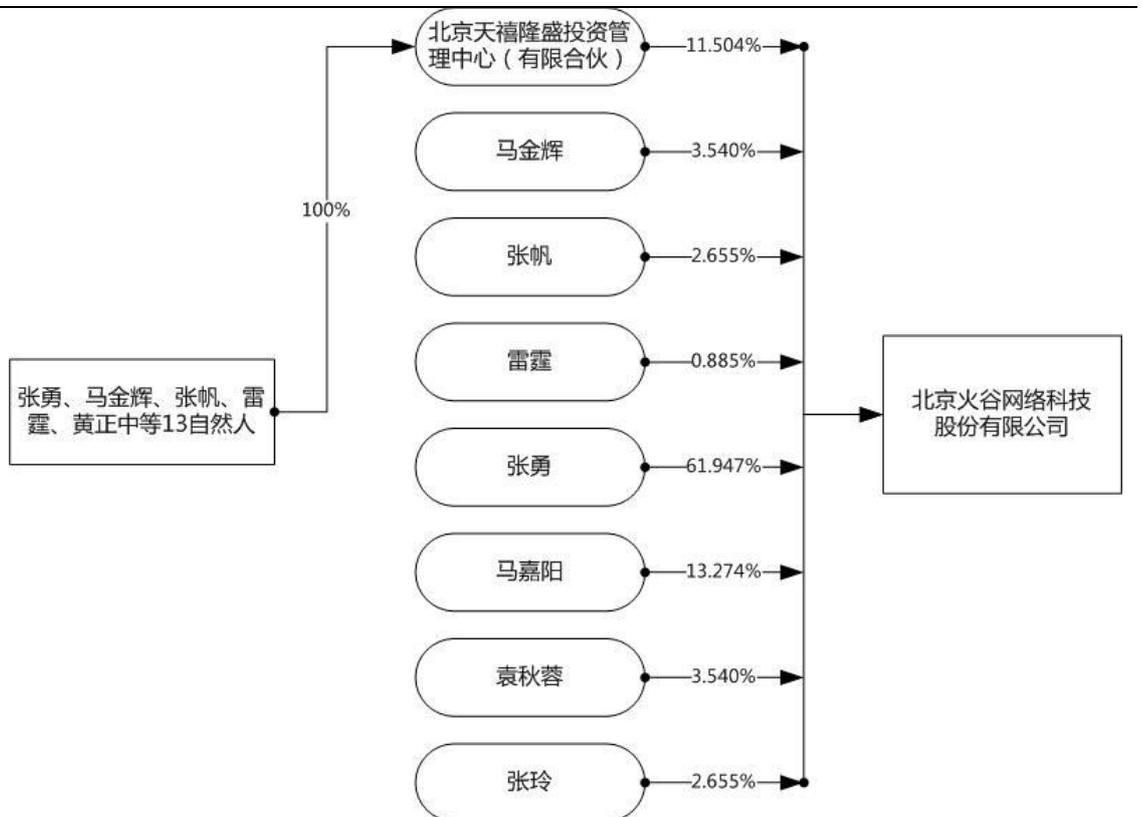
公司成立于 2011 年 9 月 26 日，并于 2015 年 2 月 3 日改制为股份公司。公司成立初始注册资本为 1,000 万元，改制后注册资本增加到 5000 万元，其中 4000 万元为发起人股份，剩余 1000 万元为股份公司成立后公司按各股东持股比例以资本公积转增股本所致。公司控股股东、实际控制人张勇、马嘉阳夫妇合计直接持有公司 75.22% 的股份，并通过天禧隆盛间接控制公司 11.50% 的股份，对公司经营决策可施予重大影响。公司在新三板挂牌后，将 5% 的股权作为第一批流通股进行交易。

表 2 公司现有股东持股情况及第一批进入股转系统转让的股份

| 序号 | 股东名称 | 持股数量 (股) | 持股比例 (%) | 是否存在质押或其他争议事项 | 第一批可转让股份数量 (股) |
|----|------|------------|----------|---------------|----------------|
| 1 | 张勇 | 30,973,500 | 61.95 | 否 | 1,548,684 |
| 2 | 马嘉阳 | 6,637,000 | 13.27 | 否 | 331,816 |
| 3 | 马金辉 | 1,770,000 | 3.54 | 否 | 88,517 |
| 4 | 袁秋蓉 | 1,770,000 | 3.54 | 否 | 354,071 |
| 5 | 张帆 | 1,327,500 | 2.66 | 否 | 66,388 |
| 6 | 张玲 | 1,327,500 | 2.66 | 否 | 66,388 |
| 7 | 雷霆 | 442,500 | 0.89 | 否 | 22,129 |
| 8 | 天禧隆盛 | 5,752,000 | 11.50 | 否 | 1,150,230 |
| 合计 | | 50,000,000 | 100.00 | 否 | 3,628,223 |

数据来源：公司公开转让说明书

图 1：北京火谷网络科技股份有限公司股权结构



数据来源：公司公开转让说明书

1.1.3 公司业务情况

公司主要从事移动网络游戏的研发和运营，通过自主运营、授权运营和联合运营多种方式相结合进行运营。公司具有较强的游戏研发能力和渠道运营能力。

目前，公司已完成四款移动网络游戏产品的研发和上线运营，分别是《武侠Q传》、《God of Arena》、《逆天战神》和《战国物语》；尚有多款游戏正在开发中，预计2016年上线。

《武侠Q传》是公司研发的首款移动网络游戏，于2013年5月推出，是中国移动网络游戏市场兴起时，卡牌类游戏的代表作，为中国市场培育了大量卡牌类游戏玩家，其许多技术和玩法开创了卡牌类移动网络游戏的先河，是国内首部采用3D动画形象表现的卡牌游戏，开创了“火谷式卡牌游戏玩法”。游戏创造性地将卡牌人物角色3D化，玩法上极具深度的策略性设计。根据艾瑞咨询提供的数据，2014年《武侠Q传》曝光指数达到913.6，在角色扮演类游戏中排名16位，在6586款网游中排名34位《武侠Q传》，曾获“2013年度移动网络游戏金手指奖”、“移动网络游戏曝光指数Top 10”等行业荣誉。

公司开发的二代游戏包括《God of Arena》、《逆天战神》和《战国物语》。其中，《God of Arena》于2014年12月上线推出，是公司首款面向西方市场的移动网络游戏，但由于与西方市场对接不善，收益空间尚未打开。《战国物语》作为进军日本移动网络游戏市场的重点产品，由火谷网络与昆仑万维合作研发，于2015年7月份上线。《战国物语》以日本战国时代做为背景，用战国时期相继发生的事件作为游戏的主线，游戏美术全部由昆仑万维聘请日本专业画师亲自设计，由此该游戏的本地化程度非常高。《逆天战神》是公司自主研发的一款以希腊神话为背景的3D卡牌角色扮演类RPG移动网络游戏，于2015年5月份上线，该游戏在中国大陆地区采用自主运营及渠道联营的运营方式，加速了公司全面发展为集研发和运营为一体的游戏服务提供商。

图 2：火谷网络游戏



数据来源：公司公开转让说明

公司尚有多款游戏正在开发中，其中一款是根据《中国惊奇先生》改编的游戏。公司于 2015 年 11 月 20 日，在北京举办了发布会，宣布正式签约国漫顶级 IP 《中国惊奇先生》。目前，根据漫画《中国惊奇先生》改编的游戏正在研发中，预计于 2016 年上线。

表 3 公司游戏产品列表

| 名称/暂定名 | 类型 | 状态 | 上线时间 |
|--------------|--------|-----|-------------|
| 武侠 Q 传 | 卡牌角色扮演 | 已上线 | 2013 年 5 月 |
| God of Arena | 卡牌角色扮演 | 已上线 | 2014 年 12 月 |
| 逆天战神 | 卡牌角色扮演 | 已上线 | 2015 年 5 月 |
| 战国物语 | 卡牌角色扮演 | 已上线 | 2015 年 7 月 |
| 中国惊奇先生 | -- | 研发中 | -- |
| 枪神默示录 | -- | 研发中 | -- |

数据来源：公司公开转让说明书

公司目前的运营模式包括自主运营、授权运营和联合运营。公司在移动网络游戏业务开展初期，由于缺乏资金和运营经验，主要以授权运营和渠道联营的运营模式为主。公司品牌产品《武侠 Q 传》在中国大陆选择了渠道联营和授权运营两者混合的运营模式，而海外部分则完全选择了授权运营的运营模式。

在《武侠 Q 传》的运营过程中，公司积累了丰富的运营经验。此后，公司亦开始尝试自主运营自主研发的移动网络游戏。公司已

上线的移动网络游戏《God of Arena》即采用了自主运营模式，目标市场为澳大利亚及欧美地区。未来，公司研发中的产品（合作开发除外），将会优先考虑采取自主运营的模式。

火谷网络的未来发展策略是通过自主运营游戏来积累大量的自有用户，从而进一步发展为优秀的移动网络游戏平台，进而获取更加稳定、持续的收入。同时借力优质内容商，共同开发知名 IP，聚积粉丝效应助力产品推广。

1.2、依托“武侠 Q 传”，树立江湖地位

公司依靠其第一款产品《武侠 Q 传》取得优异的成绩。

《武侠 Q 传》以金庸江湖为背景的卡牌类游戏，通过 3D 动画形象突出人物角色清新可爱的特点，游戏玩法丰富，自上线以来吸引大量玩家，两年来累计注册用户超过 2500 万人次，先后在国内、台湾、港澳、泰国、韩国、越南、印尼、新加坡等多个国家地区上线运营并取得优异成绩。

2013 年 5 月上线公测当月，平均次日留存率超过 50%，月留存率 25%。2013 年 7 月，登陆台湾地区，发行次日留存达到 60%，月留存超过 30%，长期霸占苹果商店畅销榜前三，并一度荣登榜首，

2013 年 8 月，登陆国内 ios 平台，上线后迅速蹿升至苹果商店畅销榜前 3，并一度荣登榜首。2013 年 8 月，登陆国内 Android 平台，先后在 360、小米、百度、91 平台、安卓市场、安智市场等多个渠道上线。

2013 年 10 月，登陆韩国，并于运营过程中和韩国 kakao 合作发布了 kakao 版本。2013 年 10 月，登陆泰国，并于运营过程中和 Line 合作发布了 Line 版本。长期霸占泰国苹果商店畅销榜第一名。2013 年 12 月-2014 年 1 月，先后发布越南、印尼、东南亚英文等版本，登陆多个国家地区，至此几乎覆盖所有东北亚和东南亚地区。

图 4： 武侠 Q 传

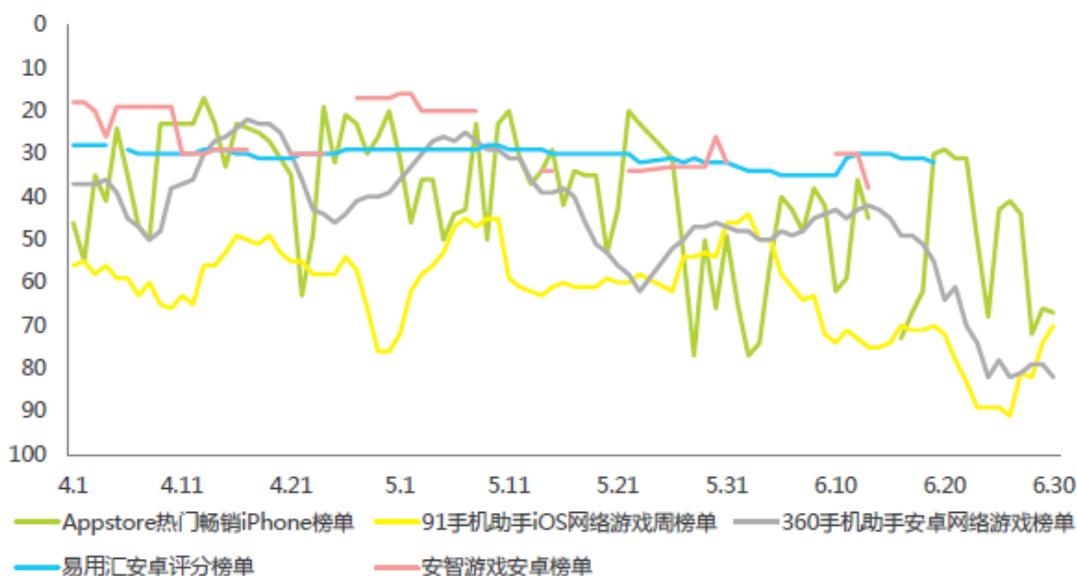


图片来源： 公司公开转让说明书

《武侠 Q 传》上线后，收获高曝光率，市场反映热烈，根据艾瑞咨询统计,2014 年二季度《武侠 Q 传》平均曝光率高达 913.6,最高时达到 11000 以上，在各大渠道的游戏榜单上从未低于 100 名，平均在 30~40 名左右，甚至在安智游戏安卓榜单上可以拍到 10 名外开。截至到 2015 年年末在口袋巴士网站统计下下载量达到 19 万次。

图 5： 《武侠 Q 传》 排名变化趋势

mGameTracker-2014Q2中国移动游戏榜单——《武侠Q传》排名变化趋势



数据来源： 艾瑞咨询、 光大证券研究所

《武侠Q传》的成功源于其强大的研发团队。火谷网络的主要业务在于研发和运营，作为整个产业链源头，研发部门负责游戏的制作、构架和研发，主要包括移动网络游戏的编程、设计、美术、声效、生产及测试等工作。

研发环节的核心能力主要包括三个方面：一是对用户偏好的把握程度，主要体现在背景设定、故事情节、人物线索方面的安排与布置等方面；二是研发团队的技术能力，包括策划、编程、美术、音乐音效技术等；三是周密的组织能力。《武侠Q传》游戏可玩性强，运行稳定，画面精美，良好的用户体验增加了客户粘性。

公司研发能力强劲，自主研发并各积累了多项游戏开发技术及工具，并成功地应用在自主研发的移动网络游戏产品上。这些技术成果无论在实用性和稳定性上均较为领先。

表 4 公司研发技术列表

| 序号 | 技术名称 | 技术特色及实现功能 | 应用产品 |
|----|-------------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 1 | 分布式网络游戏服务器技术 | 服务器具有可快速开发的特点,保证了在激烈竞争的产业环境中能够持续快速推出产品;具有良好的可扩展性,可支持无限扩展的游戏世界。 | 《武侠Q传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 2 | 高可用数据库以及冷数据处理技术 | 数据库主从配置,主数据库当机后自动切换到从数据库。使用频率较低的冷数据导入到数据库中,节约了数据库的内存使用。 | 《武侠Q传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 3 | 多平台移动游戏客户端快速开发框架 | 在移动开发引擎的基础上进行了UI系统和脚本语言框架上的创新,极大地提高了开发效率。 | 《武侠Q传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 4 | 多渠道接入统一接口 | 通过建立SDK接入平台及各渠道客户端开发包,实现多渠道接入统一接口。 | 《逆天战神》 |
| 5 | 基于Arbitrary Tree的战斗表现系统 | 使用树状结构表示动作,极大地降低了代码的复杂程度并增强了可维护性、可扩展性和开发效率。 | 《逆天战神》 |
| 6 | 3D-mesh渲染扩展技术 | 在移动开发引擎中2D图形和3D动画网格一同显示,增强画面效果。 | 《逆天战神》 |
| 7 | 自定义渲染Shader框架 | 在移动开发引擎中加入自定义Shader的实现机制,可以根据框架实现多种多样的Shader。 | 《武侠Q传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 8 | 支持DDS压缩纹理扩展技术 | 引擎中加入DDS纹理支持,减少内存占用。 | 《武侠Q传》 |
| 9 | 使用PerlinNoise控制镜头特效 | 集成了电影工业级连续自然噪声算法PerlinNoise控制镜头、人物和UI运动幅度,使游戏战斗的打击感进一步增强。 | 《逆天战神》 |

| | | | |
|----|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 10 | 支持 HTML 标记语言的富文本文字渲染系统 | 集成了基于 TTF 矢量字体的文字渲染系统，实现了游戏内文字和特效文字的实时渲染。支持 HTML 的标记语言格式化文本样式，使得文字格式化变得轻松，并且更动态化。 | 《逆天战神》 |
| 11 | 持续集成技术 | 自动化集成，有利于合作开发，使美术、策划及技术人员可以独自集成自己负责的内容，提升合作开发效率。 | 《武侠 Q 传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 12 | 自动化资源管理流程 | 通过自动脚本集成素材，提高开发效率。 | 《武侠 Q 传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 13 | 客户端热更新技术 | 使用脚本语言作为开发语言，使代码可以和素材、配置一起更新到玩家手机，无需在商店重新下载更新游戏。 | 《武侠 Q 传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 14 | 动态日志技术 | 基于动态技术的玩家行为搜集工具，可以随时查询玩家的行为，方便客服、运营人员的日常查询分析工作。 | 《武侠 Q 传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 15 | 分层式渲染技术 | 对游戏角色进行分层渲染，显著提高渲染效率，分层后的游戏角色便于深入刻画。让游戏角色质感更丰富，显著提升视觉效果。 | 《武侠 Q 传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |
| 16 | 资源优化技术 | 对游戏内所有 2D 纹理进行减色、压缩、拼合，以起到减少资源占用，优化游戏性能的作用。 | 《武侠 Q 传》、《God of Arena》、《逆天战神》等 |

数据来源：公司公开转让说明书

公司核心管理人员和核心技术人员均来自国际知名游戏公司，拥有多年丰富的游戏制作、发行和运营经验。此外，公司管理层在行业内有着广泛的游戏行业资源，这些都将对公司后续网络游戏的制作和运营提供强有力的支撑。

目前公司已经具备开发和运营上亿级营收规模游戏经验，拥有众多成熟的技术解决方案以及优秀的产品开发流水线平台，还对多地区的用户喜爱偏好及产品成功必要条件有非常充分的了解和积累。这些优势将保证公司的新产品开发过程更快，产品的成功率更高。

1.3、明确优质内容战略，布局大 IP

公司历史收入增长较快、盈利能力突出。2014 年公司营业收入 1.03 亿元，其中授权运营收入占 9556 万元，毛利率高达 99.65%；2015 年一季度公司营业收入 1414 万元，其中授权运营收入占 92.29%，毛利率 98.83%。

2015 年受到主打产品《武侠 Q 传》热度减退和公司其他产品用户反映不及预期的影响，预计业绩增速有所放缓。

公司创立至今的高收入和高盈利主要源于《武侠 Q 传》这款游戏的运营，随着《武侠 Q 传》生命周期已达到成熟末期，用户对其追捧的热度逐渐减退，游戏曝光率逐渐下降。虽然因为精良的游戏制作保留了一部分忠实玩家，但随着大批玩家离开和新进入玩家的逐渐减少，《武侠 Q 传》所获得的流量呈明显的下降态势，因此导致的相关收入减少。

同时，近年来手游行业竞争逐渐激烈，各大公司纷纷介入，每月上线的手游数量明显增多，导致开发出的游戏需要有明显的产品优势和渠道优势方能打开市场。

针对内容开发难度加大的现状，公司以打造泛娱乐平台为核心制定企业发展战略，通过借鉴近年来火爆的“粉丝经济”模式，积极落地优质的大 IP：

第一，公司计划签署动漫、小说、电影电视剧领域的高人气 IP 进行开发：公司于 2015 年 11 月 20 日，在北京举办了发布会，宣布正式签约国漫顶级 IP《中国惊奇先生》。公司以长线生命周期为准则进行精品游戏的研发，计划打造经典手游，该游戏预计于 2016 年推出。

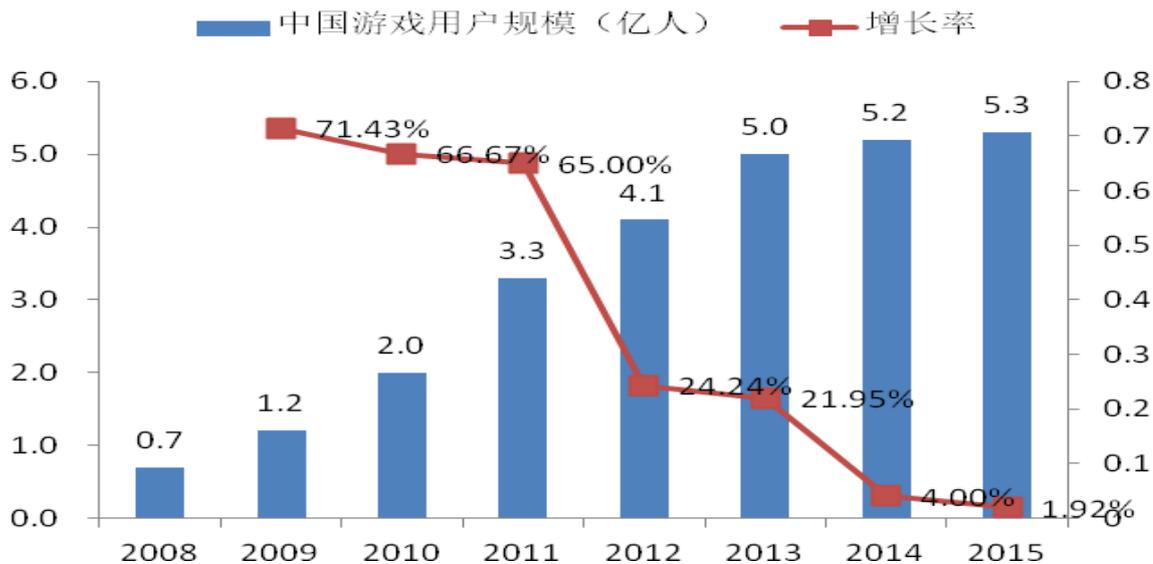
同时，公司计划进一步开拓国外市场，以游戏用户多元化为导向，引进或引出海内外精品游戏，率先抢占中国游戏在海外的市场。为此，公司计划与腾讯公司在动漫、游戏、电影很多个领域进行合作，共同建立和开发二次元经济。

2、从 2015 到 2016 年，大 IP 将从影视制作进入游戏娱乐

2.1、精品游戏促手游市场持续发展

受益于移动互联网的迅速推广、网络基础设施建设改善和智能硬件提升，中国游戏产业近年处于高速增长阶段，目前拥有庞大的受众基础和广泛的产业链条，产业规模基数较大。根据 GDC 公布的数据，2013-2015 年中国游戏市场用户规模分别为 5.0、5.2、5.3 亿人，同比增长分别为 21.9%、4.0%、1.9%。

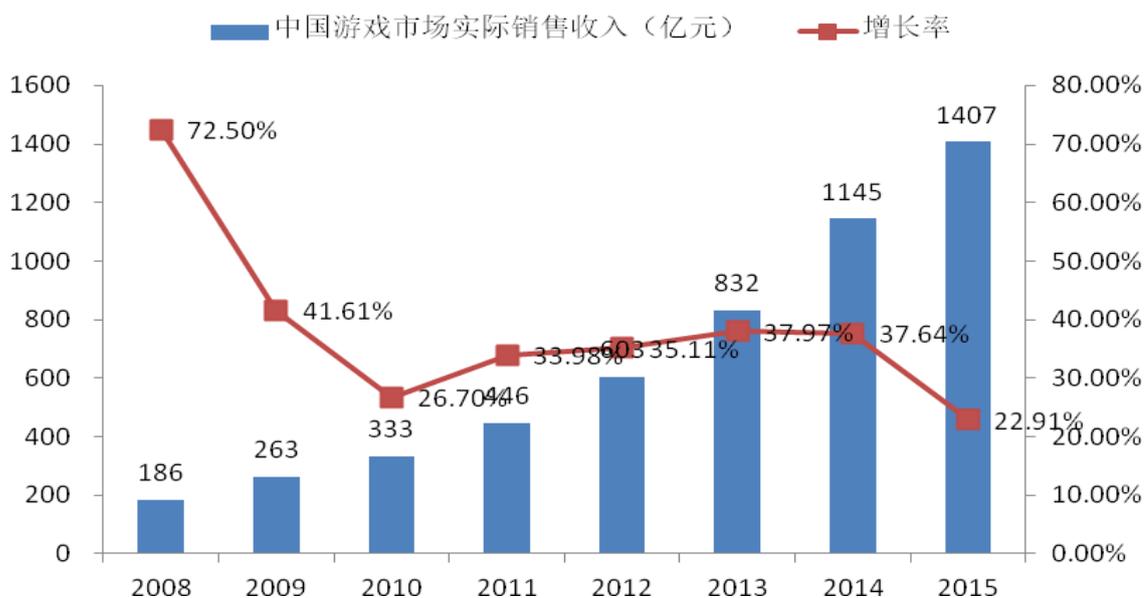
图 6：2008 年-2015 年中国游戏市场用户规模及增长



数据来源：GPC、IDC、CNG、光大证券研究所

相对于游戏用户规模增长放缓，中国游戏市场实际销售收入仍保持高速增长，精品游戏利于渗透率的提升。用户付费习惯的培养和开发运营环节成熟后的成本降低，推动游戏产业收益不断增加。根据 GDC 数据，游戏实际销售收入在 2013-2015 年分别为 832、1145、1407 亿元，同比增长分别为 37.9%，37.6%，22.9%。

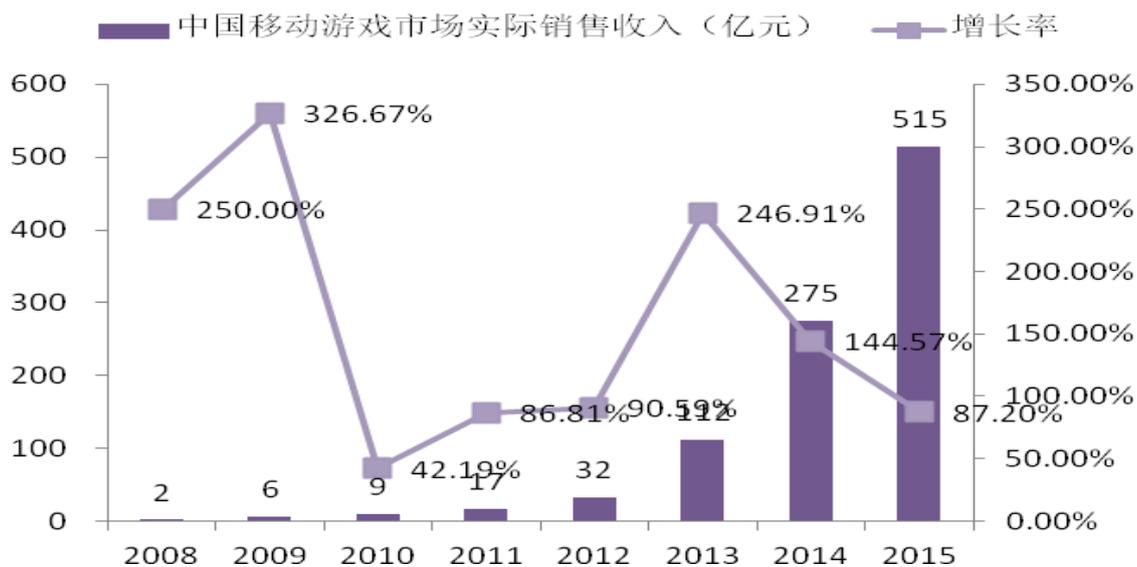
图 7：2008 年-2015 年中国游戏市场实际销售收入及增长



数据来源：GPC、IDC、CNG、光大证券研究所

受益于移动智能终端的迅速普及，手游成为游戏行业的引擎。2015 年中国移动游戏市场实际销售收入高达 515 亿元，同比增 87.2%，其增长率相比于 2013 年 246.9%和 2014 年 144.6%有所下降。我们认为随着游戏制作能力的提升和优质内容的挖掘，手游市场仍将保持较快增长。

图 8：2008 年-2015 年中国移动游戏市场实际销售收入及增长



数据来源：GPC、IDC、CNG、光大证券研究所

我国网络游戏市场经过几年的发展和沉淀，已逐步进入到精品化发展阶段，随之而来的竞争加剧，要求无论是内容方亦或发行单位都具备更强的用户理解力和粘性。另一方面，作为内容方将逐步向着发行环节渗透，除了有助于更好地理解客户需求，也将推动产业链竞争和利润分配。

从 2013 年起我国移动网络游戏行业经历飞速的发展，目前已经形成了一批具有较强研运实力、较大营收规模的移动网络游戏企业。从过去主要集中在游戏制作上的竞争，逐步向着从 IP 引进到内容制造、再到发行各个环节联动的竞争。

从制作精品游戏的角度出发，内容如何更贴近用户，以实现粉丝聚集和收益的有效转化成为关键；而近期备受关注的大 IP 和粉丝经济将成为手游市场未来落地优质内容的主要来源。

2.2、IP 的本质是粉丝经济，稀缺资源当享溢价

今年二次元泛 IP 概念火爆，引发大量厂商入局。我们认为优质 IP 变现主要渠道就是依靠影视作品、游戏作品和周边衍生品。

优质 IP 在游戏产业受到热捧，本质即是具备沉淀粉丝的优质内容变现。所谓 IP，英文全称 Intellectual Property，即知识产权，但一般在影视和游戏领域指代的是“特定流行文化(及其群体)”，更像大众口中的“品牌”或“知名商标”，包括优质电视剧、电影、小说、漫画（诸如《西游记》、《火影忍者》、《中国惊奇先生》等）。随着版权保护逐渐受到重视，这些作品成功转化为 IP，成为游戏作品的世界框架。

优质 IP 受到重视的原因是其强大的流量导入能力，据统计一款游戏有没有 IP，对其转化率的影响大多为 3 到 7 倍。在下载方面有数倍差距，收入也有 2 倍悬殊。从近年来影视剧制作即可看出，包括《花千骨》、《盗墓笔记》等一系列由优质 IP 转化的剧集受追捧程度，即可看出自带流量的优质内容是变现落地的有力保障。

IP 的本质是粉丝经济，当一款小说/电影/电视剧/音乐/动漫成功吸引了大批粉丝后，粉丝会更加关注与此相关的东西，如周边、手办、海报等。以这样的 IP 为世界背景的游戏能够抢先一步获得粉丝的关注。

使用 IP 进行研发的游戏能够在节约宣传费用的情况下，更好的吸引潜在玩家，给予用户归属感，从而收获大量流量；游戏剧情能够为玩家带来熟悉的情节和能容，获得玩家的认同感，IP 还能起到一部分新手指引的作用，为游戏的高留存率创造有利因素；同时，玩家会更乐意为熟悉的人物和物品买单，增强游戏的吸金能力。

在 IP 火热的大环境下，渠道商也更乐意于运营根据有名气的 IP 制作出来的游戏。在 2015 年 11 月口袋巴士热门游戏排行榜中，有近 7 成游戏拥有大 IP，而在新上线游戏中，近 6 成游戏拥有知名 IP。

图 9：口袋巴士热门游戏排行榜

| 经典游戏排行榜 | | 热门游戏排行榜 | | 推广游戏排行榜 | |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 |  功夫熊猫官方... ★★★★★ | 1 |  破晓之光手游 ★★★★★ | 1 |  太极熊猫2 ★★★★★ |
| 2 | 射雕英雄传3D | 2 | 梦幻西游无双版 | 2 | 超时空英雄传说 |
| 3 | 剑侠情缘移动版 | 3 | 倩女幽魂手游 | 3 | 横扫千军手游 |
| 4 | 欢乐麻将3D | 4 | 穿越火线:枪战王者 | 4 | 虚荣 |
| 5 | 狂野飙车8: 极速凌云 | 5 | 沙巴克传奇 | 5 | 沙巴克传奇 |
| 6 | 王者荣耀 | 6 | 热血传奇手机版 | 6 | 功夫少林 |
| 7 | 万智牌2015 | 7 | 天天酷跑3D | 7 | 王者荣耀 |
| 8 | 怪物猎人大狩猎 | 8 | 星河战神 | 8 | 焚天之怒手游 |
| 9 | 时空猎人 | 9 | 功夫全明星 | 9 | 雷霆舰队 |
| 10 | 无尽之剑3 | 10 | 龙门镖局手游 | 10 | 魔域口袋版 |

数据来源：口袋巴士网站

图 10：热门 IP 游戏





数据来源：口袋巴士网站

图 11：三国 IP 游戏种类繁多



数据来源：口袋巴士网站

2.3、《中国惊奇先生》是中国漫画难得的稀缺大 IP

《中国惊奇先生》是连载于腾讯动漫平台中国原创漫画作品。作品讲述了道法传人王小二、警花李雪、狐妖族红狐狸组成的“驱魔铁三角”组合，侦破各种灵异系列案件的故事。

图 12: 中国惊奇先生



数据来源: 腾讯漫画

漫画连载以后好评如潮, 被誉为“国漫神作”。并且该漫画已被制作成动漫播出。截止至 2016 年 1 月, 其漫画全网点击量突破 40 亿人次, 动画播放数量已突破 2 亿人次, 每天超过 500 万人在线阅读、观看该作品的漫画及动画版。影响人群超过 2500 万人。根据腾讯漫画统计的数据, 2016 年 2 月《中国惊奇先生》获得读者“打赏”的月票排名 12 名, 月人气榜排名第 9 名

图 13: 腾讯漫画月票统计

| 第 1 梯队 | | | 第 2 梯队 | | | 第 3 梯队 | | |
|------------|-------|--------|-----------------|------|--------|--------------|-----|--------|
| 作品 | 月票数 | 折现 (元) | 作品 | 月票数 | 折现 (元) | 作品 | 月票数 | 折现 (元) |
| 1 妖怪名单 | 10137 | ¥6000 | 11 尸兄 (我叫白小飞) | 2066 | ¥900 | 21 深渊边境 | 866 | ¥600 |
| 2 爱神巧克力进行时 | 5090 | ¥4000 | 12 中国惊奇先生 | 1512 | ¥800 | 22 纯情丫头火辣辣 | 822 | ¥500 |
| 3 王牌御史 | 3296 | ¥3000 | 13 妖神记 (全彩) | 1484 | ¥700 | 23 妹子与科学 | 808 | ¥400 |
| 4 狐妖小红娘 | 3249 | ¥1800 | 14 我的逆天神器 | 1481 | ¥700 | 24 勇者约吗 | 760 | ¥400 |
| 5 斗破苍穹 | 3225 | ¥1400 | 15 一人之下 (异人) | 1435 | ¥700 | 25 七公主第二季 | 717 | ¥400 |
| 6 银之守墓人 | 3060 | ¥1200 | 16 罗刹大人请留步 (异世) | 1164 | ¥700 | 26 戒魔人 (血魔人) | 679 | ¥400 |
| 7 灵契 | 2894 | ¥1000 | 17 通职者 | 1039 | ¥700 | 27 时空囚徒 | 678 | ¥400 |
| 8 我的双修道侣 | 2862 | ¥1000 | 18 血色苍穹 | 967 | ¥700 | 28 幻兽王 | 629 | ¥400 |
| 9 妖精种植手册 | 2697 | ¥1000 | 19 君临臣下 | 920 | ¥700 | 29 三集男主角 | 602 | ¥400 |
| 10 从前有座灵剑山 | 2535 | ¥1000 | 20 超神游戏 | 897 | ¥700 | 30 鬼斩神杀 | 548 | ¥400 |

数据来源: 腾讯漫画

图 14：腾讯漫画月人气榜统计



数据来源：腾讯漫画

公司 2015 年 11 月正式签约国漫顶级 IP 《中国惊奇先生》，形成与腾讯动漫的合作关系，将开发一款以该漫画为原型的移动游戏，我们认为这预示着公司大 IP 战略落地，后续通过捆绑优质资源和强势内容商，公司有望复制大 IP 和粉丝经济下的快速成长模式。

3、技术推动手游发展，虚拟现实推动体验升级

移动互联网的大趋势下，与移动结合的 VR 技术和应用将获得最广泛的受众。依靠技术进步推动体验升级，我们看好虚拟现实成为新一代的游戏平台。

公司于 2 月 29 日发布公告，将从设备和内容平台两方面推动 VR 领域布局；我们看好优质的手游公司布局 VR 内容制作，2016 年随着多款商用级设备推出，或将迎来 VR 领域规模投资启动。

29 日公告公布了发展规划，除了打造“高人气泛娱乐 IP+精品研发”的移动游戏平台之外，将着力布局二次元经济和 VR 内容开放平台；其中“公司即将推出自主品牌的移动 VR 设备”，同时“会

推出自主研发的移动 VR 内容平台，它可以搭配公司自主品牌的移动 VR 设备使用”。我们看好国内企业以内容带动产业链发展的模式。

VR (Virtual Reality), 虚拟现实, 又称灵境技术, 即指综合利用计算机图形系统和各种现实及控制等接口设备, 在计算机上生成的、可交互的三维环境中提供沉浸感觉的技术。VR 技术利用计算机产生的三维立体图像和一些传感设备进行交互, 让人如同置身于真实的客观世界。

VR 技术最早开始于 1968 年, 计算机图形学之父和虚拟现实之父 Sutherland I.E 设计研制了第一款头盔式显示器 (HMD), 并将模拟力和触觉的反馈装置加入到系统中。

由于计算机技术的发展和个人计算机的普及, 20 世纪 80 年代是 VR 技术开始发展的起步阶段, 大量研究计划和 VR 研究的基础工作均开始于那个时期。1983 年美国陆军和美国国防部高级项目研究计划局共同制定并实施 SIMNET 计划, 开创了分布交互仿真技术的研究和应用。1984 年, McGreevy M. 和 Humphries J. 开发了虚拟环境视觉显示器, 将火星探测器发回地面的数据输入计算机, 构造了三维虚拟火星表面环境。Jaron Lanier 在 1987 年提出了 VR 的概念, 并且第一次将虚拟现实技术进行商业化。

图 15: Sutherland 和第一款头盔式显示器



图 16: 任天堂的“Virtual Boy”



数据来源: 新浪网

自 20 世纪 80 年代后，VR 技术的应用一直不温不火。硬件设备技术不完善和价格昂贵是难以商业化的主要原因；当时的设备笨重且难以移动；视野成像技术难以满足浸入式的标准，使用时用户易产生晕眩，且价格动辄高达上千美元。研发技术不达预期导致 VR 产品未能打开市场。1991 一款名为“Virtuality 1000CS”的虚拟现实设备问世，但由于外形笨重、功能单一且价格昂贵，一直乏人问津。同时期任天堂研发的主机“Virtual Boy”因为类似的原因仅上线 6 个月就遭到下架待遇。

近年来随着相关技术的不断完善和网络通信速度的提高，许多互联网巨头开始进入 VR 市场。2012 年 8 月，Oculus 计划研发广视角、低延迟度的高度沉浸式虚拟现实设备，并以 300 美元的低价出售，这一举动率先引爆市场。2014 年 Facebook 以 20 亿美元收购 Oculus VR，进军 VR 领域。2015 年 3 月，在 MWC2015 上，HTC 与 Valve 联合开发的 VR 虚拟现实头盔产品 HTC Vive 亮相，预计于 2016 年上半年开始预售。2015 年 12 月三星发售 Gear VR 2（连手机头戴设备，配 360 度 VR 全景摄像机），售价仅 99 美元；索尼开发的 Morpheus PS VR（连 PS 游戏机头戴式设备）预计于 2016 年 6 月进行预售。

此外，尚有多家创业项目紧跟潮流，大举进入这个行业。创业公司在硬件设备领域上难以与巨头抗衡，因此大多进行 VR 内容的开发。在硬件技术进一步完善后，内容提供是新的增长点。

图 17: Oculus Rift



图 18: HTC vive



数据来源：新浪网

早期的VR设备主要应用于军事训练和一些特殊行业模拟工作环境使用的，比如随着虚拟现实技术的不断发展和成熟，虚拟现实所涉及的领域开始不断的扩大，包括游戏、电影、医学、教育、旅游体育赛事和新闻的转播上也都有涉及。

由于游戏行业各条产业链相对成熟，并且将游戏端移植到虚拟现实相对便利，因此，VR产业在游戏领域爆发概率较大，虚拟现实或成为下一代游戏平台。

4、估值比较和风险提示

以2016年2月26日收盘价为参考，可比公司平均市值272.8亿元，PE(2014)为97X，PS(2014)位30X。公司于2015年10月登陆新三板并于2016年2月转为做市交易，对应2月26日收盘价的2014年静态PE为16X，PS为13X。

我们认为，公司风险主要集中在新款游戏投放不及预期，在二次元经济和VR领域拓展进度不及预期和VR技术开发缓慢导致体验较差的风险。

表5 可比公司估值情况

| 公司简称 | 股票代码 | 市值 (亿元) | 收入 (2014年, 百万) | 净利润 (2014年, 百万) | PS(2014) | PE(2014) |
|------|-----------|---------|----------------|-----------------|----------|----------|
| 顺网科技 | 300113.SZ | 226.3 | 649.0 | 156.8 | 34.9 | 144.3 |
| 掌趣科技 | 300315.SZ | 290.7 | 774.8 | 330.6 | 37.5 | 87.9 |
| 昆仑万维 | 300418.SZ | 334.0 | 1934.2 | 326.4 | 17.3 | 102.3 |
| 游族网络 | 002174.SZ | 240.3 | 843.5 | 414.6 | 28.5 | 52.0 |
| 平均 | | 272.8 | | | 29.5 | 96.6 |
| 火谷网络 | 833928.OC | 13.4 | 104.1 | 82.2 | 12.9 | 16.3 |

数据来源：Wind 一致预期

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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|--------|-----|---------------|-------------|------------------------|
| 上海 | 严非 | 021-62152373 | 13611990668 | puwn@ebscn.com |
| | 周薇薇 | 021-22167101 | 18621181721 | jishuang@ebscn.com |
| | 徐又丰 | 021-22169082 | - | xuyf@ebscn.com |
| | 李强 | 021-22169131 | | liqiang88@ebscn.com |
| | 张弓 | 021-22169083 | | zhanggong@ebscn.com |
| | 罗德锦 | 021-22169146 | - | luodj@ebscn.com |
| | 濮维娜 | | | |
| 北京 | 计爽 | | | |
| | 郝辉 | 010-59046212 | 18611386181 | zhulin1@ebscn.com |
| | 黄怡 | 010-58452027 | - | huangyi@ebscn.com |
| | 梁晨 | - | - | liangchen@ebscn.com |
| | 刘公直 | 010-58452029 | - | liugongzhi@ebscn.com |
| 深圳 | 朱林 | | | |
| | 黎晓宇 | 0755-83553559 | - | lix1@ebscn.com |
| | 李潇 | 0755-83559378 | - | lixiao1@ebscn.com |
| | 张亦潇 | 0755-23996409 | - | zhangyx@ebscn.com |
| 国际业务 | 王渊锋 | | - | wangyuanfeng@ebscn.com |
| | 陶奕 | 021-22167107 | 18018609199 | taoyi@ebscn.com |
| | 戚德文 | 021-22169152 | 13585893550 | qidw@ebscn.com |
| | 顾胜寒 | 021-22167094 | 18352760578 | gush@ebscn.com |