



外延布局持续推进，游戏业务弹性可期

中信证券研究部

2015 年 1 月 23 日

鄢鹏

电话：021-20262135

邮件：yanpeng@citics.com

执业证书编号：S1010514080001

揭力

电话：021-20262115

邮件：jieli11@citics.com

执业证书编号：S1010511030001

事项：

近日，我们与互动娱乐公司董秘杨农、星辉天拓总裁黄挺等管理层就经营现状与 2015 年战略等问题进行了深入交流。公司目前已建立起“玩具+互联网游戏+影视”协同发展的业务模式。玩具业务预计 2015 年实现约 10% 的平稳发展，星辉今年将加强智能化制造以解决供应链问题，天拓广告团队将辅助玩具的线上营销。天拓游戏方面，2014 年所做的储备有望在今年出现爆发式增长，弹性值得期待。目前公司在互联网板块已投资约 30 个项目，进展总体顺利，有望在 IP 开发方面取得突破。具体纪要内容如下。

纪要：

1) 三块业务发展基本情况？

第一块业务是公司赖以起家的玩具，虽然增速有所回落，但盈利能力比较强。对未来衍生品的发展会有帮助；第二块是 2013 年开始并购的游戏，包括手游、页游，未来会在移动互联网相关领域再拓展；第三块业务是收购过来的影视公司。现在“玩具+互联网游戏+影视”三块业务协同发展。

公司董事长是生意人，1+1 得大于 2，多出来的部分是利润。IP 运营方面，一开始市场都没有将其放到特别重要位置上，但我们重视。当时我们想用 50 亿收购盛大文学，但因为彼时实力还不够强，而且除了价格之外还有其他原因，所以无果而终。凤凰传媒他们也去谈过但觉得价格贵了，我们是认可他们的价格的。

2014 年车模业务稳中有升，利润占比不到一半，游戏利润已经占到一半。游戏投入的比重上看，手游占主要份额，盈利贡献比例上页游占大头。2013 年年底我们才开始做手游，2014 年手游利润已占两成，到四季度占比提升很多。

2) 公司外延式布局？

我们是有自己的布局的，三季报披露我们已并购 24 家公司，有做游戏发行的，也有做渠道内容的，他们开发出来的 IP 会归属上市公司。小的千万，大的估值上亿。

这 24 家公司主要分三类：1) 渠道发行；2) 专业类公司，如美术外包；3) 内容制作。我们寻找有并购价值者，要么是大的项目或团队，要么就是小的有活力和潜力者。靠一款游戏的中型公司，长期看是不行的。有个 500、800 人团队的大游戏公司，才是可持续的。小的年轻的 90 后团队，有些也很有想法，初期规模小投资也比较便宜。项目投资主要是公司副总经理郑泽峰在负责，其在互联网圈也算老资历了，能甄选出比较好的团队。

这些项目或团队都是 2014 年收购的，有的是 2014 年刚成立的，截至现在已经有 30 来家。天拓定期一两个月要和他们做交流，定期复牌判断项目的好坏。结果上看，总体来讲比较顺利，研发肯定要投入，星辉天拓有很多资源可以嫁接给他们，比如发行和渠道的资源，总的来说初期是不控股、减少干涉。

不同的投资差别挺大，比如美术外包公司现金流本来就很好，他们看上我们，也是我们本身有很多合同给他们。研发团队方面，我们给他们投资，至少能做一款两款。做得不好也会复牌。看是团队问题还是其他问题。今年的侧重点是渠道建设，我们在海外（如土耳其）收购了发行代理商。

3) 关于玩具主业发展情况？

前不久董事长参加了香港玩具展，订单获取上继续保持乐观，目前产能没有满负荷，感觉现在年轻人不能吃苦，供应端有些吃紧。为此，去年 7、8 月份就开始想对策：1) 找代工，儿童自行车和儿童安全座椅都是外包生产；2) 机器智能制造，采用工业机器人，其实只有组装这块需要用人，这事今年会落实；3) 到人力资源劳动力输出的地方去谈。中长期看，玩具会往营销、品牌路上走，生产会更多 OEM 出去。

玩具今年会加强在线营销，天拓那边调了一个团队过来专门负责网络引流，玩具 2015 年可能实现 10% 左右的增长，毛利率能保持在 33%—34% 的水平。竞争上看，总体没有这么强的挑战，我们可以自主定价，每年都会涨价。很多玩具是假冒星辉的，名车 IP 全球一般授权 3—5 家，其中宝马（包括还没上线的系列）还是排他性的，宝马是只给星辉的。董事长很有眼光，比如当时很看好奥迪 A8。

4) 天拓游戏业务情况和判断？

对比 2013 年，天拓流水增长了 70%—80%，我们做了 2015 年的预算，结果比较乐观，手游真正贡献期应该是在今年。行业层面手游的增长本来就很高，2014 年有 100%，大头被腾讯拿走了，小公司不好过日子，但我们和大平台关系比较好，持续出精品的公司也是他们要争取合作的对象。

天拓为什么能做得比别人好？有些游戏公司的预期可能有些不切实际，太激进。公司要保持较高的增长可能需要多个好产品叠加才能实现，人才也需要沉淀，包括管理等多个方面，天拓是沉淀了 10 多年的。很多年以来黄挺一直管理着规模达 1000 多人的公司，涉及很多很细节的问题。我们页游是能做出比较有把握的预算，这个行业很多公司是做不出来的。

2013 年、2014 年，整个游戏行业比较浮躁，一开始觉得钱非常好赚，这个行业很年轻，但这一切都在慢慢地回归。现在手游成功率大概 2%—3%。我们天拓的信仰是长期做精品。去年腾讯有 7—8 款重度游戏发行，我们就有两款。2014 年有 16 个工作室，现在剩 9 个，做了一些合并。有些产品我们觉得不行，做到 80%—90% 我们内部就给干掉了。

今年，针对新产品（不包 IP），我们做的产品研发预算是 5000 万，数量计划在 8 款左右（4 款页游、4 款手游）。网易等的研发成本更高，但可能是由于管理成本较高导致的。

我们是做研发起家的，同时又有发行的能力，所以我们做预算更有把握。一家游戏公司要有成绩，一定是去年干了很多工作并且干对了。2014 年我们做了很多储备，今年业绩会有所体现，从 1 月就开始发力了。

现在倚天流水基本能稳定在 2000 万左右，它已经是一款四年的产品了。而目前龙骑士（加上海外业务的贡献）总流水已经超过了倚天。2015 年我们大概有 22 款产品在线，而按照团队预算，希望今年页游能有两款成为类似龙骑士和倚天的产品。目前我们最新月总流水 9000 万，去年年底开始逐月攀升，总的来说 2014 年没有超预期的惊喜，2015 年希望能出成绩。

流水判断不是拍脑袋的，是有科学性的。比如倚天已经是很成熟的产品了，所有的注册用户 5000 万，而龙骑士开服到现在有 500 万的注册用户。我们需要判断未来这一年有多少新增用户，从而对流水有个整体把握。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）提供。上述任何投资者如希望交流本新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。



并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。