

# 群兴玩具 (002575)

——收购星创互联点评：涉足手游行业，打造“玩具+游戏”娱乐生态圈

报告原因：有信息公布需要点评

## 增持

上调

市场数据：2014年07月21日

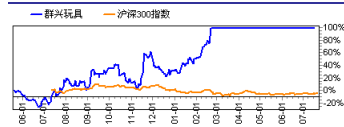
收盘价(元)	15.45
一年内最高/最低(元)	15.89/7.48
上证指数/深证成指	2055/7275
市净率	4.6
息率(分红/股价)	0.32
流通A股市值(百万元)	4134

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年03月31日

每股净资产(元)	3.39
资产负债率%	10.08
总股本/流通A股(百万)	268/268
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《群兴玩具(002575)2011年中报点评报告》2011/08/17

《群兴玩具(002575)新股定价报告》2011/04/22

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

联系人

丁智艳  
(8621)23297818x7580  
dingzy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2012	505	2	44	-17	0.13	23.4	4.9	119
2013	501	-1	24	-44	0.07	22.4	2.7	221
14Q1	87	-25	6	-40	0.02	23.1	0.6	--
2014E	651	533	152	533	0.44	45.6	7.1	35
2015E	663	20	182	20	0.53	50.8	7.3	29

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **事件：**公司拟发行股份及支付现金收购星创互联100%股权，交易价格为14.4亿元，收购对应14年市盈率12倍，其中以股份及现金形式购买李波、尹超所持有58.64%股权（50%股份+50%现金），以现金形式购买腾讯计算机、世纪凯华所持有41.36%股权。发行股份募集配套资金。拟发行股份募集配套资金不超过4.8亿元，发行价格不低于11.58元/股。**业绩承诺：**星创互联承诺2014年、2015年和2016年实现的扣非归属于母公司股东的净利润不低于1.2亿元、1.44亿元、1.728亿元。
- **星创互联：**1) 与腾讯平台合作紧密，借助《全民英雄》，14年开始实现盈利。星创互联旗下的卡牌手游《全民英雄》13年11月底上线，14年起由腾讯独家代理在微信平台推出，是第一款腾讯微信平台独立代理运营的第三方手机游戏。借助《全民英雄》的火爆成功，公司14年收入快速提升，有望实现扭亏为盈（2012年、2013年及2014年1-5月营业收入分别为3.00万元、90.57万元、9,708.46万元，净利润分别为-203.97万元、-699.20万元、6,363.08万元）。公司与腾讯平台合作关系紧密，收购前腾讯计算机系统有限公司持有37.22%股权，为第二大股东。星创互联14年1-5月收入中，腾讯计算机系统为第一大客户，销售收入占比高达99.9%。与腾讯平台的紧密合作关系构成星创互联的重要竞争优势。
- 2) **后续产品储备，分散经营风险。**展望未来，《全民英雄》14年7月将由Garena公司独家代理陆续在海外市场上线。14Q3公司还将推出两款新的移动网络游戏，分别为RPG卡牌格斗手游《主公别闹》和首款全3D飞行射击类RPG手机游戏《风之骑士》。预计未来每年推出3-6款移动游戏，海外发行1款游戏。产品线的日趋丰富，将降低公司未来经营风险。
- **传统业务增速减缓，玩具制造企业积极谋求产业转型；群兴玩具借此次收购，涉足手游行业，打造“玩具+游戏”娱乐生态圈。**国内玩具行业多为出口导向型，近几年欧美主要玩具出口市场消费乏力，加上国内要素价格抬升，传统玩

具制造盈利趋势不容乐观。在此背景下，A股传统玩具类公司纷纷寻求跨界转型，包括奥飞动漫、互动娱乐(原星辉车模)、骅威股份等。群兴玩具借助此次收购，发挥玩具与游戏之间的协同性，定位休闲行业。

- **上调评级至增持。**公司此次跨界转型涉足增速较高的手游行业，构建新盈利增长点的同时，与传统玩具制造业务相互促进，打造“玩具+娱乐”游戏生态圈。我们预计公司收购完成后的净利润为1.52亿元，1.82亿元，发行股份收购资产和募集配套资金后，总股本不超过34486.38万股，合EPS 0.44元和0.53元，上调评级至“增持”，对应目标区间为15.4-17.6元（对应14年35-40倍估值，最新股价15.45元）。

# 目 录

<b>1. 群兴玩具打造“玩具+游戏”娱乐产业生态圈 .....</b>	<b>3</b>
1.1 投资案件描述：群兴玩具收购星创互联 .....	3
1.2 星创互联公司介绍.....	3
<b>2. 玩具企业积极跨界转型 .....</b>	<b>5</b>
2.1 传统业务增速减缓，促使玩具企业积极转型 .....	5
2.2 玩具企业积极向“玩具+游戏”转型，谋取协同效应 .....	6
2.3 借助腾讯平台紧密合作关系，估值提升可期 .....	7

# 图表目录

图 1：星创互联股东结构 .....	3
图 2：《全民英雄》上线 6 月活跃人数和充值人数.....	4
图 3：《全民英雄》上线 6 月流水 .....	4
图 4：2014Q3 即将推出两款新手机游戏.....	5
图 5：玩具出口额增速连续三年低于 10% .....	5
图 6：玩具类市场信心指数持续下降 .....	5
图 7：13 年文娱用品毛利率、净利率创 5 年新低.....	6
图 8：传统玩具制造企业净利润呈下降趋势.....	6
表 1：收购对价支付方式 .....	3
表 2：《全民英雄》上线以来运营情况 .....	4
表 3：13 年以来玩具上市企业收购游戏公司情况.....	6
表 4：13 年以来收购游戏公司标的估值情况.....	7
表 5：收购后预计总发行股本 .....	7

# 1. 群兴玩具打造“玩具+游戏”娱乐产业生态圈

## 1.1 投资案件描述：群兴玩具收购星创互联

**发行股份及支付现金购买资产。**群兴玩具拟收购星创互联 100% 股权，交易价格为 14.4 亿元，资产评估增值率 2029.87%，收购市盈率 12.00，市净率 21.30。以股份及现金形式购买李波、尹超所持有 58.64% 股权，对价 50% 股份形式（发行价格 12.86 元/股）、50% 现金支付。以现金形式购买腾讯计算机、世纪凯华所持有 41.36% 股权。

**表 1：收购对价支付方式**

序号	股东	支付方式-股份对价		支付方式-现金对价	
		金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
1	李波	42,545	30%	42,545	30%
2	尹超	3,511	2%	3,511	2%
3	腾讯计算机	-	-	46,695	32%
4	世纪凯华	-	-	5,194	4%
合计		46,056	32%	97,944	68%

资料来源：公司公告，申万研究

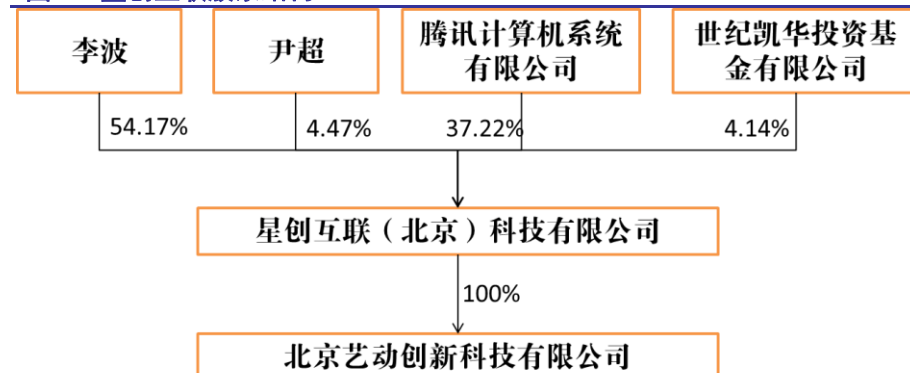
**发行股份募集配套资金。**拟向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 4.8 亿元，发行价格不低于 11.58 元/股，最终价格将通过询价方式确定。

**业绩承诺：**星创互联承诺 2014 年、2015 年和 2016 年实现的扣非归属于母公司股东的净利润不低于 1.2 亿元、1.44 亿元、1.728 亿元。

## 1.2 星创互联公司介绍

星创互联（北京）科技有限公司成立于 2011 年 5 月，主营业务为移动网络游戏的研发与运营服务，自成立以来，已推出《星际坦克》、《刀塔英雄》、《全民英雄》等多款热门手机游戏产品。

**图 1：星创互联股东结构**



资料来源：公司公告，申万研究

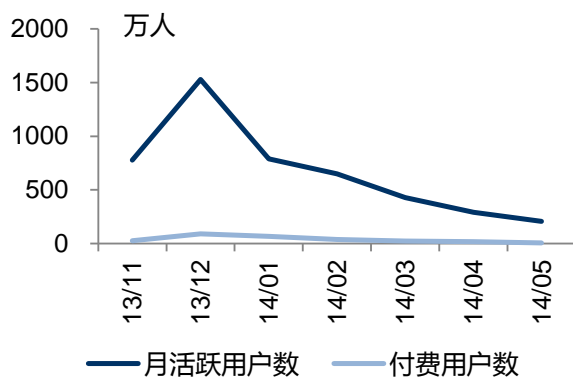
**14年公司开始盈利。**2012年、2013年及2014年1-5月，星创互联的营业收入分别为3.00万元、90.57万元、9,708.46万元，实现的净利润分别为-203.97万元、-699.20万元、6,363.08万元。目前收入主要来源于卡牌手游《全民英雄》，游戏2013年11月底上线，14年起由腾讯独家代理在微信平台和苹果App Store推出，目前游戏总收入、平均月流水在市场同类产品中保持领先地位。2014年7月将由海外知名发行商Garena公司独家代理运营陆续在海外市场上线，有望延长《全民英雄》生命周期，缓解单一游戏产品风险对后续收入的影响。

**表 2：《全民英雄》上线以来运营情况**

指标	2014年1-5月	2013年
月均活跃用户数(万人)	737.16	777.20
月均充值用户数量(万人)	46.50	26.29
月均ARPU值(元)	8.95	2.02
总流水(万元)	6,948.24	1,573.05
游戏收入(万元)	9,708.46	90.57

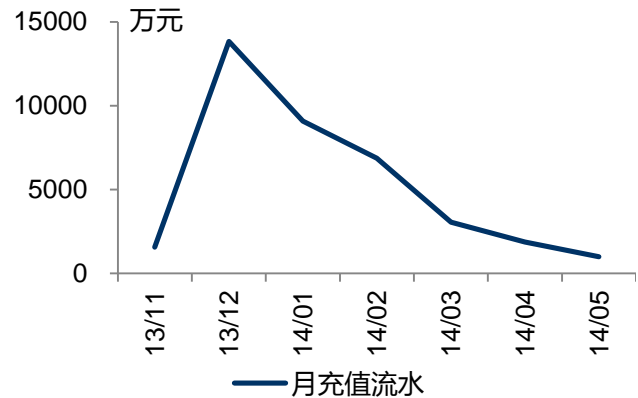
资料来源：公司公告，申万研究

**图 2：《全民英雄》上线 6 月活跃人数和充值人数**



资料来源：公司公告，申万研究

**图 3：《全民英雄》上线 6 月流水**



资料来源：公司公告，申万研究

2014年Q3将推出两款新的移动网络游戏，分别为RPG卡牌格斗手游《主公别闹》、首款全3D飞行射击类RPG手机游戏《风之骑士》。根据星创互联的产品规划，预计未来每年都要推出3-6款移动游戏，海外发行1款游戏。

图 4：2014Q3 即将推出两款新手机游戏



资料来源：公司公告，申万研究

## 2. 玩具企业积极跨界转型

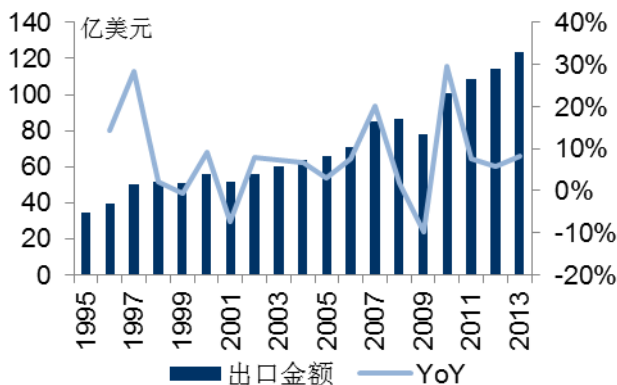
### 2.1 传统业务增速减缓，促使玩具企业积极转型

玩具类企业的传统业务多为出口导向型，受经济危机影响，欧美等主要玩具出口市场消费增速乏力，国内玩具出口额增速 11-13 年连续三年低于 10%，13 年出口金额为 123.81 亿美元，同比增长 8.12%。玩具类市场信心指数也一路走低。

同时，国内人口红利逐渐消失，劳动力、原材料、能源等生产要素不断抬升，玩具制造行业的营业收入增速减缓，毛利率和净利率均呈下降趋势。13 年文娱用品类毛利率为 24.94%，净利率为 9.02%，为 09 年以来最低。

传统玩具制造业务在国内外市场多重变化因素影响下生存空间不断受到挤压，促使玩具生产企业积极寻求跨界转型的机会。

图 5：玩具出口额增速连续三年低于 10%



资料来源：海关总署，申万研究

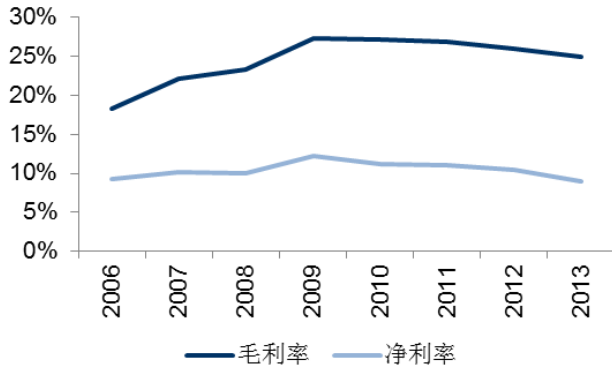
图 6：玩具类市场信心指数持续下降



资料来源：义务中国小商品指数，申万研究

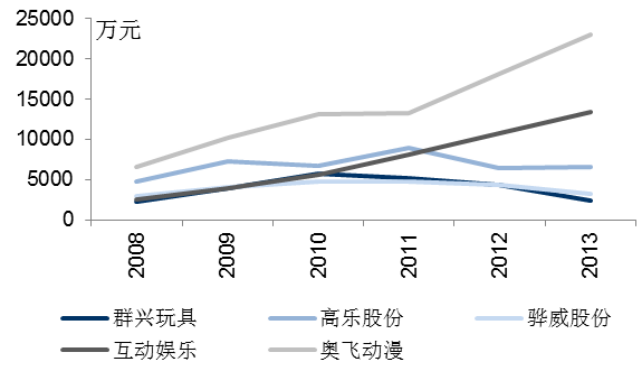


图7：13年文娱用品毛利率、净利率创5年新低



资料来源：Wind，申万研究

图8：传统玩具制造企业净利润呈下降趋势



资料来源：公司年报，申万研究

## 2.2 玩具企业积极向“玩具+游戏”转型，谋取协同效应

据统计，国内页游行业13年市场规模128亿元，过去6年CAGR 105%，但是随着用户增速的下降未来5年CAGR 11.8%，18年收入有望超过200亿元；移动游戏行业13年规模112.4亿元，同比增长247%，预计未来5年市场规模有望达到610亿元。

2013年至今，A股玩具类上市公司中互动娱乐、骅威股份、奥飞动漫、群兴玩具等相继进军游戏等娱乐产业。互动娱乐13年10月8.12亿收购页游和手游公司天拓科技100%股权。骅威股份13年12月5000万元获得第一波网络科技20%股权。奥飞动漫13年10月3.25亿元收购方寸科技100%股权、3.67亿元收购爱乐游100%股权。高乐股份深圳分公司自主研发手游，并积极寻求拓展文化创意及幼教产业的机会。而标的企业的未来几年业绩承诺相比收购企业传统业务净利润都有明显的业绩增厚作用，群兴玩具收购星创互联将有效提升公司整体业绩，有望提升估值。

表3：13年以来玩具上市企业收购游戏公司情况

公司	时间	事件	市值(亿元)	13年收入(亿元)	13年净利润(万元)	标的公司业绩承诺
孩之宝	2013年7月	1.12亿美元收购手游开发商Backflip Studios 70%股权				
互动娱乐	2013年10月	8.12亿收购页游和手游公司天拓科技100%股权	86	22	13,426	13-17年净利润分别不低于6000万元、8000万元、9700万元、1.15亿元和1.2亿元
骅威股份	2013年12月	4000万元收购、1000万元增资获手游公司第一波20%股权	36	4	3,193	13-15年净利润分别不低于2000万元、3500万元、5000万元
奥飞动漫	2013年10月	3.25亿元收购手游公司方寸科技100%股权、3.67亿元收购手游公司爱乐游100%股权	206	16	23,083	方寸科技、爱乐游13-16年净利润不低于2500万元、3500万元、4725万元、6142.5万元；3080万元、3905万元、4930万元、6200万元
群兴玩具	2014年7月	14.4亿元收购手游公司星创互联100%股权	41	5	2,447	14-16年净利润不低于1.2亿元、1.44亿元、1.728亿元
高乐股份		深圳分公司研发手游、寻求拓展文化创意及幼教产业的机会	35	4	6,516	

资料来源：公司公告，申万研究

## 2.3 借助腾讯平台紧密合作关系，估值提升可期

星创互联是第一家与腾讯微信平台进行独家代理运营合作的移动网络游戏公司。星创互联旗下的《全民英雄》是第一款腾讯微信平台独立代理运营的第三方手机游戏，在与腾讯平台的运营合作中获得了极为优惠的收入分成比例。同时，在公司收购星创互联之前，腾讯计算机系统有限公司持有其 37.22% 股权，为第二大股东。星创互联 2014 年 1-5 月收入中，腾讯计算机系统有限公司为第一大客户，销售收入占比高达 99.98%。与腾讯平台的紧密合作关系是星创互联在行业发展中最为重要的竞争优势之一。

我们根据 13 年以来收购游戏公司的同类公司估值核算群兴玩具合理市值，收购完成后上市公司的 14 年平均市盈率为 41.22 倍，群兴玩具传统玩具制造业务 14 年上半年归母净利润为 1602.04 万元，全年净利按 3204.08 万元（1602.04\*2）估算，收购完成后总市值约为 62.69 亿元（停牌期间最新市值 41.34 亿元）。发行股份收购资产和发行股份募集配套资金后，总股本不超过 34486.38 万股，每股价格约 18.18 元/股（最新股价 15.45 元/股）。

表 4：13 年以来收购游戏公司标的估值情况

上市公司	标的	收购比例	标的股权交易价格（万元）	收购当年净利润（万元）	收购市盈率	上市公司市盈率
掌趣科技	玩蟹科技	100%	173,900	11,939	14.6	43.4
	上游信息	70%	81,400	7,489	15.5	
华谊兄弟	银汉科技	50.88%	67,162	10,976	12.0	31.1
神舟泰岳	天津壳木	100%	121,500	8,069	15.1	28.4
天舟文化	神奇时代	100%	125,400	8,702	14.4	63.1
游族网络	游族信息	100%	386,697	27,834	13.9	32.6
奥飞动漫	方寸科技	100%	32,500	2,317	14.0	46.8
	爱乐游	100%	36,700	2,633	13.9	
雷柏科技	乐汇天下	70%	58,800	6,000	14.0	37.6
顺荣股份	三七玩	60%	192,000	22,000	14.6	59.7
互动娱乐	天拓科技	100%	81,200	6,020	13.5	28.4
<b>平均值</b>					<b>14.1</b>	<b>41.2</b>
群兴玩具	星创互联	100%	144,000	12,003	12.0	

资料来源：公司公告，申万研究

表 5：收购后预计总发行股本

	股本（百万股）
收购前股本	267.60
股份收购	35.81
募集配套资金	41.45
收购后预计股本	344.86

资料来源：公司公告，申万研究



**附表：盈利预测表**

单位：百万元，元，百万股

	2012A	2013A	14Q1	2014E	2015E
一、营业收入	505	501	87	651	663
二、营业总成本	459	474	82	456	440
其中：营业成本	387	389	67	354	326
营业税金及附加	4	5	0	5	5
销售费用	24	22	3	18	17
管理费用	53	57	13	72	86
财务费用	(9)	1	(1)	2	4
资产减值损失	1	0	0	4	2
加：公允价值变动收益	0	0	(0)	0	0
投资收益	0	0	1	2	12
三、营业利润	46	27	6	197	236
加：营业外收入	5	1	1	1	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0
四、利润总额	50	28	6	197	236
减：所得税	6	4	1	45	54
五、净利润	44	24	6	152	182
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	44	24	6	152	182
<b>六、全面摊薄每股收益</b>	<b>0.13</b>	<b>0.07</b>	<b>0.02</b>	<b>0.44</b>	<b>0.53</b>
发行后总股本（百万）	345	345	345	345	345

**注：全面摊薄每股收益按预测发行后总股本摊薄，预计发行后总股本详见表 5**
**资料来源：申万研究**

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户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惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。