

文投控股 (600715)

国有背景与市场机制强势互补，打造强大泛娱生态

行业名称	传媒
投资建议	买入
当前价格:	24.3元
目标价格:	32.36元

投资要点:

国有背景+民营机制强势整合，通过渠道+内容构建泛娱生态。

原ST松辽重组引入文资控股和北京文资办强势整合平台资源，通过100%收购国内稀缺优质院线资产耀莱影城和游戏资产都玩网络切入泛娱成长最快的细分领域，成为国企混改模范。冯小刚、张国立、李冰冰、黄晓明等明星通过君联嘉睿基金入股，耀莱影城拥有成龙独家授权品牌优势，此外公司还拥有资本、政策等强于一般民企的资源优势。公司影视+游戏筑就天然协同模式，渠道+内容打造坚实壁垒，2016H1公司实现营收8.53亿元；实现净利润2.41亿元，融资成功后在影院、内容、投资等发力有望增厚业绩。

院线渠道筑就平台，影视投资发行及娱乐经纪打造闭环生态。

文投控股旗下耀莱影城坐拥成龙独家授权品牌，以亲民价格提供一流观影体验，2016年上半年实现净利润1.81亿元，完成承诺利润的58.4%，且已在全国23个城市经营39家现代化影城，已开映屏幕数量310块，上半年观影人次达1010万人；2015年影城运营管理业务总收入9.03亿，同比增长49%。总票房(含税)收入6.84亿元，同比增长57%。北京五棵松地区的“耀莱成龙国际影城”更是2011年-2015年连续五年蝉联全国影院票房收入和观影人次双料冠军。2015年票房再度破亿达1.09亿。人次方面以271万遥遥领先，是唯一人次过200万的影院。2015年耀莱影视主导投资或参与了电影《功夫瑜伽》、《铁道飞虎》、《我不是潘金莲》、《普通人》等影片。公司二次增发拟新建95家影城及在未来两年投资及宣发5部影片。

游戏研发运营一体发展，优质IP助力拓展影游互动。

都玩网络主营游戏研发和运营，上半年《热血战歌》为代表的新游戏陆续上线促使开服数量激增，实现营收1.85亿元，净利润7564万元，完成承诺利润的46%。公司同时借助优质IP强化影游联动类型产品，目前在研IP游戏有《山海经》页游/手游、《鬼吹灯》手游/VR游戏。公司投资韩国AIMHIGH和收购自由星河，丰富IP储备、拓展发行渠道，未来将对接影视板块，加强影游联动。下半年预计有《秀丽江山之长歌行》、《斩妖录》、《传奇霸业》等游戏上线运营，未来业绩将持续亮眼。

投资建议

根据公司重组承诺业绩，结合系列电影投资有望业绩增厚如改档11月上映《我不是潘金莲》，保守预测16-18年净利润为5.56亿/7.43亿/9.12亿，同比增长303%/33.6%/22.7%。参考可比院线龙头万达院线当前市值800亿，新股中国电影当前市值550亿(上市涨停板打开最高市值750亿)，考虑公司院线优质资产稀缺性突出，同时围绕内容与渠道的协同布局有望持续夯实影视娱乐生态闭环。公司增发后获得23亿资金，对全国影院资源的持续整合以及内容领域的积累突破有望带来更大业绩弹性，前期劣后参与总规模12亿产业基金合理推测后续应有布局。综合给予6个月目标市值600亿，当前总股本16.49亿股，若按照本次增发2.05亿股计算，摊薄后总股本为18.54亿股，对应目标价32.36元，给予买入评级。

风险提示: 行业增速下滑，竞争加剧，影视游戏项目不达预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,649/449
流通A股市值(百万元)	10,679
每股净资产(元)	2.55
资产负债率(%)	27.17
一年内最高/最低(元)	46.70/16.12

一年内股价相对走势



文浩 分析师
 执业证书编号: S1110516050002
 电话: 021-68815320
 邮箱: wenhao@sh.tfzq.com

焦娟 分析师
 执业证书编号: s1110516020001
 电话: 021-68815320
 邮箱: jiaojuan@sh.tfzq.com

冯翠婷 联系人
 电话: 021-68815321
 邮箱: fengct@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10.62	766.85	2,413.14	3,483.22	4,382.78
增长率(%)	-80.15%	7123.45%	214.68%	44.34%	25.83%
EBITDA(百万元)	-35.06	201.49	740.50	1,011.74	1,278.89
净利润(百万元)	-47.81	137.82	556.18	743.38	912.11
增长率(%)	75.03%	388.29%	303.56%	33.66%	22.70%
EPS(元/股)	-0.03	0.08	0.34	0.45	0.55
市盈率(P/E)	-821.37	284.91	70.60	53.29	43.43
市净率(P/B)	-1,033.70	9.95	8.72	7.53	6.42
EV/EBITDA	-111.44	163.31	59.87	39.05	36.79

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

正文目录

公司概述： 强势股东入主， 影视游戏切入	4
国资牵头整合与明星股东助阵， 文创旗舰级企业蓄势待发	4
公司泛娱转型成功， 业绩迸发超高速增长	6
行业分析： 泛娱风起， 影视+游戏持续火爆	8
影视娱乐行业量质齐增， 渠道下沉院线整合加速	9
中国游戏市场格局初定， 移动游戏占据半壁江山	12
公司分析： 渠道+内容打造壁垒， 影视+游戏互动协同	15
影视发行制作+院线渠道+艺人经纪完善产业链布局	15
游戏研发运营一体发展， 优质 IP 促成影游联动	25
投资建议：	30

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 2015 年非公开发行前公司股权结构	5
图表 3: 公司最新股权结构	5
图表 4: 君联嘉睿的出资情况（截至非公开发行股票预案发布日）	5
图表 5: 2015 年报披露的公司股权结构	6
图表 6: 公司 2013 年以来营收和净利润变化情况	6
图表 7: 公司转型以来季度营收	7
图表 8: 公司转型以来季度净利润	7
图表 9: 公司 2011-2015 年业务结构变化	7
图表 10: 公司转型以来三项费率变化	8
图表 11: 2009-2016H1 年中国电影票房发展	9
图表 12: 中国电影观影人次增长	9
图表 13: 2012-2015 年票房破亿影片数量	9
图表 14: 2015 年 TOP10 院线票房产出及市场份额	9
图表 15: 2015 年十大影院经营情况	10
图表 16: 2010-2015 年中美银幕数量对比	10
图表 17: 2012-2015 年影院总数及新增数	10
图表 18: 2015 年各线城市影院数量分布	11
图表 19: 2012-2015 年影院总数及新增数	11
图表 20: 2015 年电影票各销售方式所占比例	11
图表 21: 2015 年受访电影观众在线购票的偏好数据	11
图表 22: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模	12
图表 23: 2012-2015 年中国移动游戏市场规模	12
图表 24: 2014-2016 年网络游戏市场规模（季度）	12
图表 25: 2014-2016 移动游戏市场规模（季度）	12
图表 26: 2012-2016 年中国游戏市场格局预测	13
图表 27: 2015 年游戏用户游戏偏好分布	13
图表 28: 2015-2016 年行业巨头各季度手游新品数量	14
图表 29: 新形势下中小厂商生存之道	14
图表 30: 中国游戏市场并购情况一览	14
图表 31: 中国移动游戏产业全景图	15
图表 32: 耀莱影城 13 年以来业绩情况	15
图表 33: 耀莱影城 13-15 年分类业务营收	16

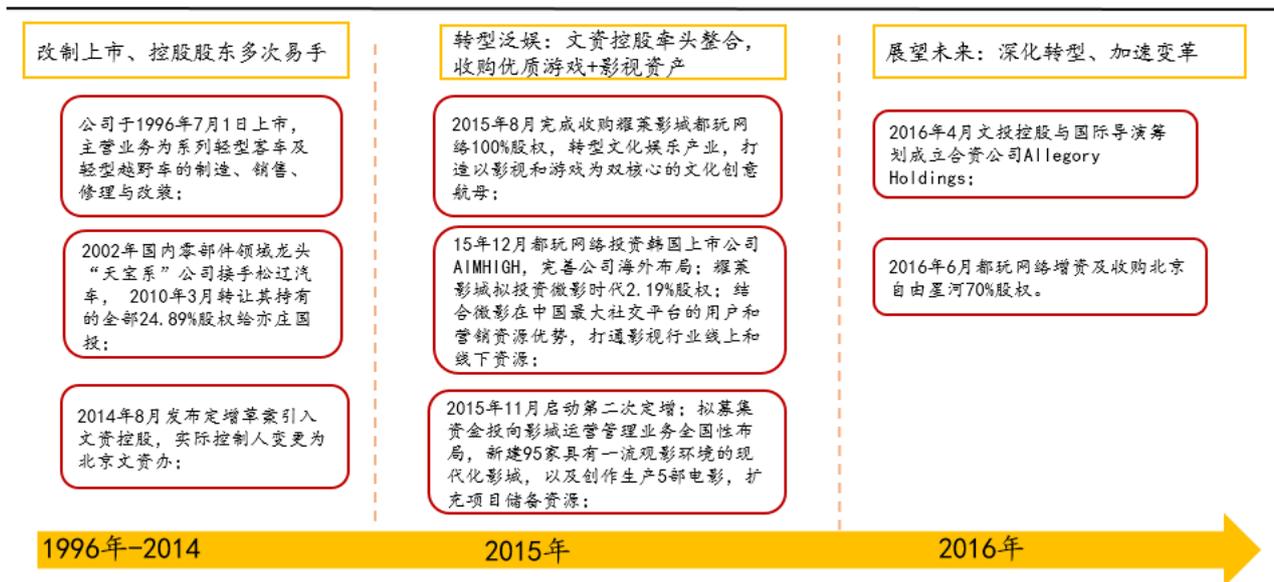
图表 34: 影院电影放映及相关衍生业务情况.....	17
图表 35: 耀莱影城与糯米团购电影票.....	17
图表 36: 耀莱影城 13 年以来经营情况.....	18
图表 37: 2015 年百强影院 top10.....	18
图表 38: 耀莱影城竞争优势.....	19
图表 39: 2015 年耀莱影视主导投资或参与投资的项目.....	20
图表 40: 国内前五大影院投资管理公司的影院情况 (截止 2016 年 6 月 30 日).....	20
图表 41: 募集资金投向.....	21
图表 42: 微影时代股权结构.....	21
图表 43: 微影时代娱乐大数据下的电影深度营销.....	22
图表 44: Allegory Holdings 合伙人情况.....	23
图表 45: 东方宾利部分模特展示.....	23
图表 46: 东方宾利部分承办活动展示.....	24
图表 47: 吴亦凡作品年表.....	24
图表 48: 都玩网络 13 年以来业绩情况.....	25
图表 49: 网页游戏产业链.....	26
图表 50: 移动游戏产业链.....	26
图表 51: 2015 年中国网页游戏研发商开服数量 Top20.....	26
图表 52: 都玩网络游戏爆品.....	27
图表 53: 都玩网络 16 年初至今开服趋势.....	28
图表 54: 网络游戏版块的竞争优势.....	28
图表 55: 都玩网络加盟后 Aimhigh 有望打造泛娱乐产业闭环.....	29
图表 56: 自由星河目前的主要游戏产品.....	30
图表 57: 同行可比估值.....	31
图表 58: 财务预测摘要.....	32

公司概述：强势股东入主，影视游戏切入

国资牵头整合与明星股东助阵，文创旗舰级企业蓄势待发

松辽汽车，前身系沈阳军区后勤部汽车修理厂，1965年，按总参统一编号为7416工厂，1983年，更名为国营松辽汽车厂。1993年3月进行股份制试点成立了松辽汽车股份有限公司，1996年7月，松辽汽车实现A股上市。2010年4月北京亦庄开发区主导的融资平台——亦庄国际以4.87亿元受让24.89%股权从而控股松辽汽车并承诺未来择机注入资产，使上市公司摆脱经营困境，同时ST松辽全体董监高换血。2015年8月公司完成非公开发行股票数量6亿股，募集资金总额38.9亿元，其中文资控股认购1.82亿股，占公司发行后总股本的22.13%，成为控股股东，北京市文资办成为本公司的实际控制人，着手牵头公司转型。从影视游戏等文化产业增长最快的细分市场着手，积极寻找优质资产并选定耀莱影城和都玩网络，分别以23.2亿元和14.28亿元对价收购二者100%股权，转型文娱产业。耀莱影城主要从事影院电影放映及相关衍生业务，并通过全资子公司耀莱影视和东方宾利从事影视投资制作及文化娱乐经纪业务；都玩网络及全资子公司江苏易乐、嘉兴傲游、上海指禅主要从事网页游戏、手机游戏的开发及运营。至此，作为北京市文资办的文化资产上市平台，公司已初步形成影视内容+渠道全产业链布局，并通过影游互动、衍生品开发等进行多元化商业变现，未来有望持续推进泛娱乐资源整合。

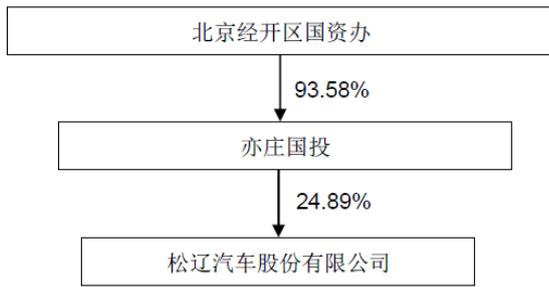
图表 1：公司历史沿革



来源：天风证券研究所根据公开资料整理

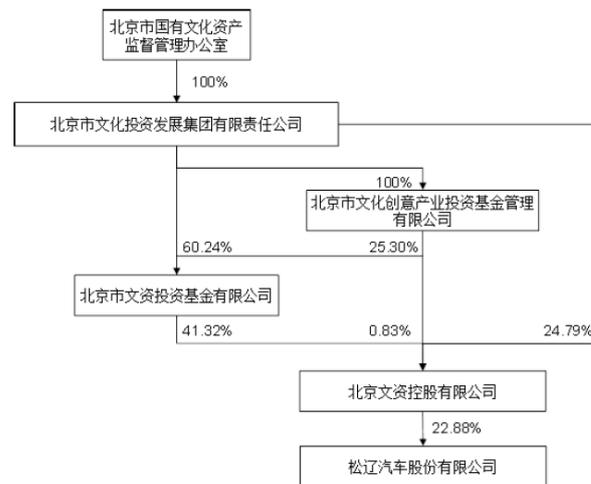
公司控股股东为文资控股(一次定增后持股22.13%，后二级市场增持至22.88%)，文资控股的实际控制人为北京市文资办。北京市文资办是全国首家省级国有文化资产监督管理机构，于2012年6月挂牌成立当天即有10家银行与其签约，承诺为北京文化产业发展每年提供1000亿元授信额度(根据财新网报道)。文资办致力于做强做大北京文化产业，打造文化“旗舰”，并于2013年牵头组建了北京市文资投资基金有限公司意图通过私募股权投资的方式，培育并支持促进文化创意产业的发展。

图表 2: 2015 年非公开发行前公司股权结构



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 3: 公司最新股权结构



来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司第二大股东为蔡建虹控制的耀莱文化（股权占比 17.11%），蔡建虹先生具有多年奢侈品行业从业经验，通过代理豪车，聚拢高端客户群，奠定了耀莱集团经营顶级豪车和奢侈品的深厚人脉基础。根据《新财富》杂志披露的“商业服务富人简历”，其经营的“耀莱尊荣会”网聚了 3000 多位亿万富人，举办的“耀莱奢侈品牌文化博览会”也已成为国内汇聚世界顶级品牌的盛会。蔡建虹先生将成熟的高端产品经营与服务理念注入上市公司收购的耀莱影城，开辟了独特的影城运营定位。

第三大股东为君联嘉睿（股权占比 9.41%），君联嘉睿出资人包括冯小刚、张国立、李冰冰、黄晓明等多位影视演员，除黄晓明出资 1600 万元之外，其余三位明星均以 2000 万元出资，分别持有君联嘉睿 3.91%、3.91%、3.91%和 3.13%的股权，本次增资认购锁定期均为 36 个月，与公司战略绑定共同成长的意向明显。可以预期资深业内影视大腕将为公司未来拓展影视娱乐业务提供了强劲的人才储备和资源积累。

图表 4: 君联嘉睿的出资情况（截至非公开发行股票预案发布日）

合伙人名称	出资方式	出资数额(万元)	认缴比例	合伙人类型
北京君联同道投资顾问合伙企业（有限合伙）	货币	1	0.002%	普通合伙人
北京君联茂林股权投资合伙企业（有限合伙）	货币	12100	23.68%	有限合伙人
北京中汇睿鑫投资管理中心（有限合伙）	货币	17400	34.05%	有限合伙人
北京信诚通汇投资管理有限公司	货币	3900	7.63%	有限合伙人
北京青年创业投资有限公司	货币	3000	5.87%	有限合伙人
上海凯石益正资产管理有限公司	货币	3000	5.87%	有限合伙人
冯小刚	货币	2000	3.91%	有限合伙人
张国立	货币	2000	3.91%	有限合伙人
李冰冰	货币	2000	3.91%	有限合伙人
黄晓明	货币	1600	3.13%	有限合伙人
刘洋	货币	2500	4.89%	有限合伙人
胡小梅	货币	500	0.98%	有限合伙人
张兆虎	货币	1000	1.96%	有限合伙人
韩星	货币	100	0.20%	有限合伙人

合计	-	51101	100.00%	-
----	---	-------	---------	---

来源：公司公告，天风证券研究所

因此，依托控股股东的北京市政府背景和国资整合平台，公司得以在文化创意产业领域积聚特殊的政策、资源优势 and 影响力，耀莱影城和都玩网络高管的持股将进一步激励各自在影视和游戏领域内运营和管理效率，明星股东利益绑定更为业务资源拓展提供进一步加持，未来公司将通过持续整合全国乃至全球范围的文化创意产业资源成为泛娱乐平台型企业。

图表 5：2015 年报披露的公司股权结构

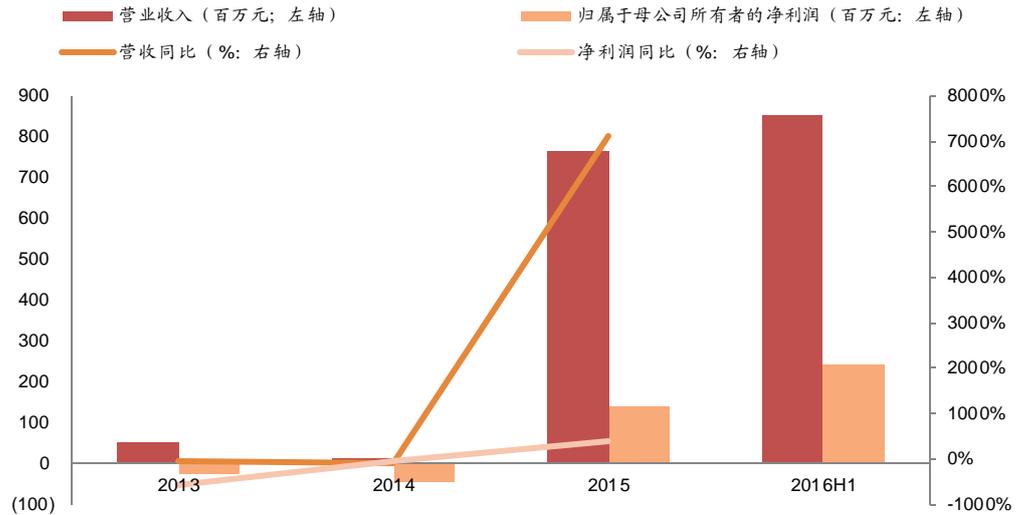
股东名称	持股数量 (万股)	比例 (%)	股东性质
文资控股	18869.5	22.88	国有法人
耀莱文化	14110.6	17.11	境内非国有法人
君联嘉睿	7760.8	9.41	其他
亦庄国际	5582.7	6.77	国有法人
冯军	3909.5	4.74	境内自然人
上海立茂	3531.7	4.28	其他
郝文彦	3415.5	4.14	境内自然人
姚戈	2828.2	3.43	境内自然人
安赐文创壹号	2737.0	3.32	其他
丰煜投资	1970.6	2.39	其他

来源：公司公告，天风证券研究所

公司泛娱转型成功，业绩迸发超高速增长

公司 15 年实现营收 7.67 亿元，同比增长 7123%；实现营业利润 1.72 亿元，净利润 1.38 亿元，相比去年扭亏为盈。主要原因是公司 2015 年 8 月完成对优质影视资产耀莱影城及优质游戏资产都玩网络的收购，并于 9 月并表。主营业务新增影院电影放映及相关衍生业务、影视投资制作及发行、文化娱乐经纪及相关服务和网络游戏开发运营等业务，盈利能力显著增强，公司具备了稳定可靠的盈利模式，归属于上市公司股东的净利润实现了较大增长。

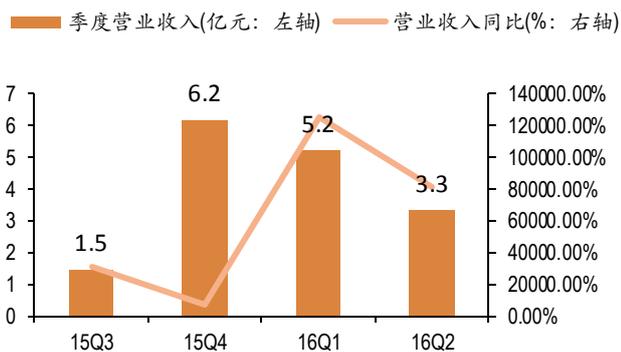
图表 6：公司 2013 年以来营收和净利润变化情况



来源: wind, 天风证券研究所

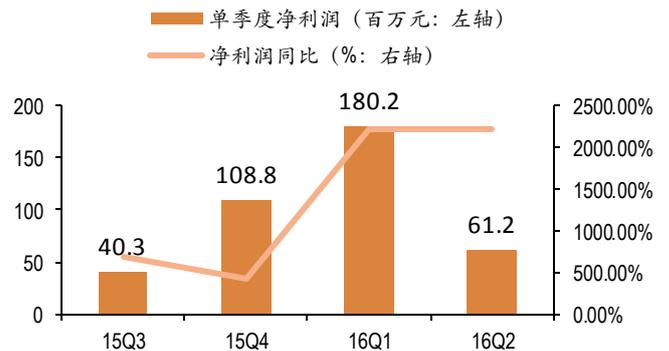
从季度数据看更明显, 由于耀莱影城和都玩网络于 9 月并表, 三季度开始公司经营情况明显改善。2016 年上半年, 在公司大股东的支持下, 董事会带领管理层采取积极措施, 解决公司的历史遗留问题, 整合资源完善产业布局, 全力推进公司影视和游戏业务的发展。2016H1 公司实现营收 8.53 亿元, 同比增长 10329.96%; 实现净利润 2.41 亿元, 扭亏为盈, 主要原因为公司收购耀莱影城和都玩网络后, 主营业务新增影院电影放映及相关衍生业务、影视投资制作及发行、文化娱乐经纪及相关服务和网络游戏开发运营等业务, 盈利能力显著增强。

图表 7: 公司转型以来季度营收



来源: wind, 天风证券研究所

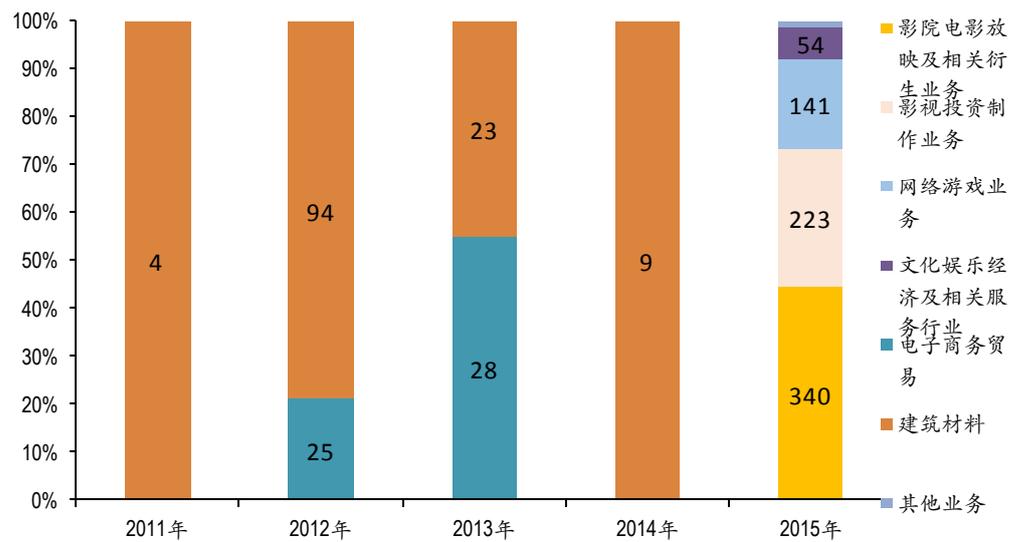
图表 8: 公司转型以来季度净利润



来源: wind, 天风证券研究所

自 2010 年亦庄国投控股松辽汽车, 随着行业竞争环境变化等综合因素, 公司的汽车车身零部件加工与销售业务因市场单一、技术落后、产品单一等历史原因制约一直处于停产状态, 仅靠规模较小的贸易业务支撑公司的持续经营, 公司一直处于亏损或微利的状态。15 年公司引入文资控股, 从影视游戏等文化产业增长最快的细分市场着手, 积极寻找并选定优质标的资产耀莱影城和都玩网络实现成功转型, 15 年已形成了影视游戏为主业的结构。

图表 9: 公司 2011-2015 年业务结构变化

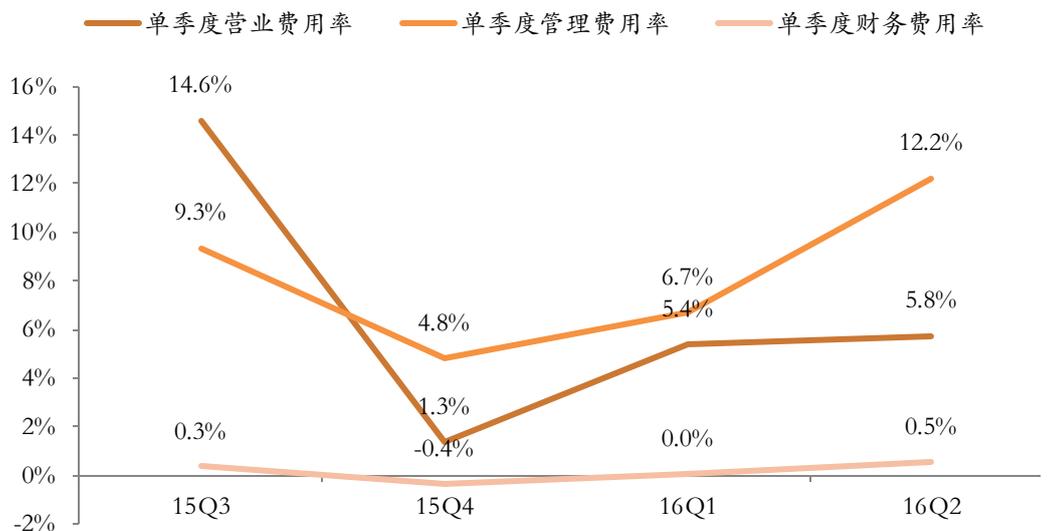


来源: wind, 天风证券研究所

分业务看, 2016 上半年, 公司影院电影放映及相关衍生业务实现收入 4.69 亿元, 毛利率为 27.54%; 影视投资及制作业务实现收入 1.23 亿元, 毛利率为 84.70% (15 年为 18.7%); 文化娱乐经纪及相关服务业务收入 0.62 亿元, 毛利率为 74.64% (15 年为 12.77%); 网络游戏业务收入 1.85 亿元, 毛利率为 84.01%; 实现其他收入 0.13 亿元, 毛利率为 97.42%; 公司整体盈利状况良好。

由于收购资产并表公司业绩状况明显改善, 三项费率趋于健康。2015 年公司销售费用 2986 万元, 管理费用 5414 万元, 财务费用为-76.3 万元, 系并表和增发影响。2016H1 公司销售费用支出 4716.59 万元; 财务费用支出 184.06 万元; 管理费用支出为 7534.25 万元, 三项费用变化的主要原因均为合并范围变化所致。

图表 10: 公司转型以来三项费率变化



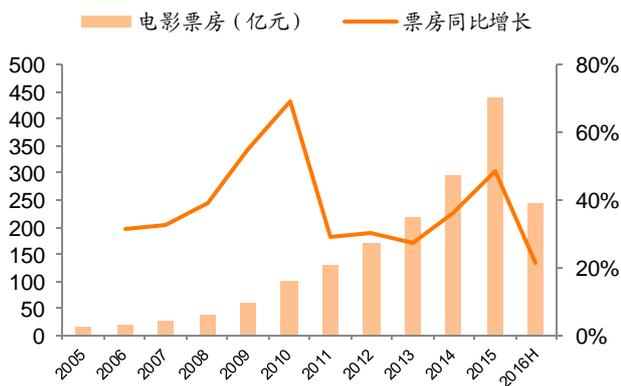
来源: wind, 天风证券研究所

行业分析: 泛娱风起, 影视+游戏持续火爆

影视娱乐行业量质齐增，渠道下沉院线整合加速

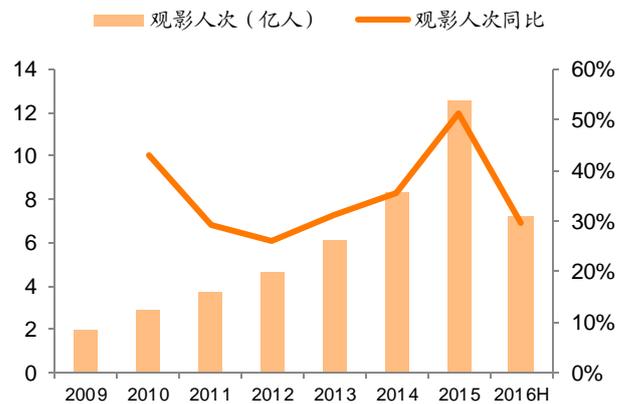
票房总量的不断提升和高速增长显示出中国电影市场的强大消费能力，15年内内地电影总票房440.69亿，仅次于北美地区的693亿元，继续保持全球第二位的水平。同比增长48.69%，远超北美地区的7.5%；16年截至目前票房已超345亿元。

图表 11: 2009-2016H1 年中国电影票房发展



来源: 艺恩、天风证券研究所

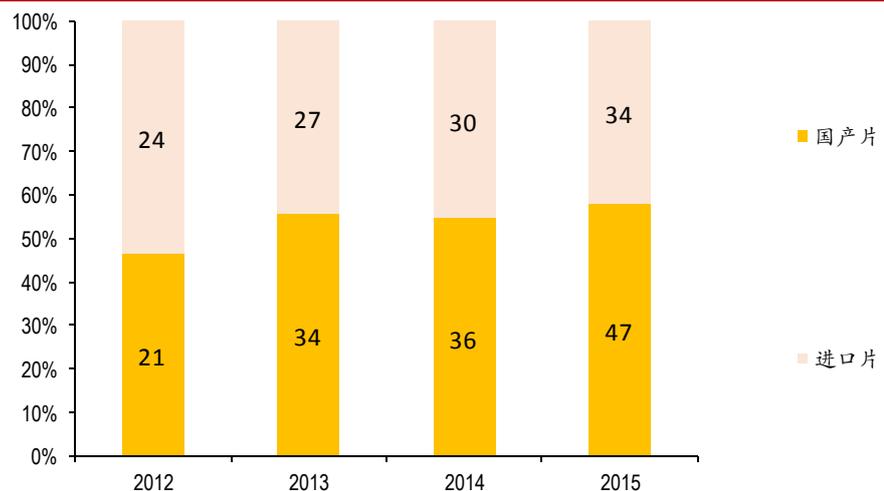
图表 12: 中国电影观影人次增长



来源: 艺恩、天风证券研究所

需求的火爆刺激供给侧提质增效，影视内容趋于精品化。内地电影票房 Top10 量级不断攀升，国产片占比不断提升。2015 年，破亿影片总数为 81 部，其中国产片 47 部，进口片 34 部，破亿影片票房总和占年度票房比例达 87%。破亿元票房的国产片与进口片数量的相对差异系数，从 2012 年的 -6.67%，到 2015 年的 16.05%，表明国产片相对进口片已经形成较大优势。

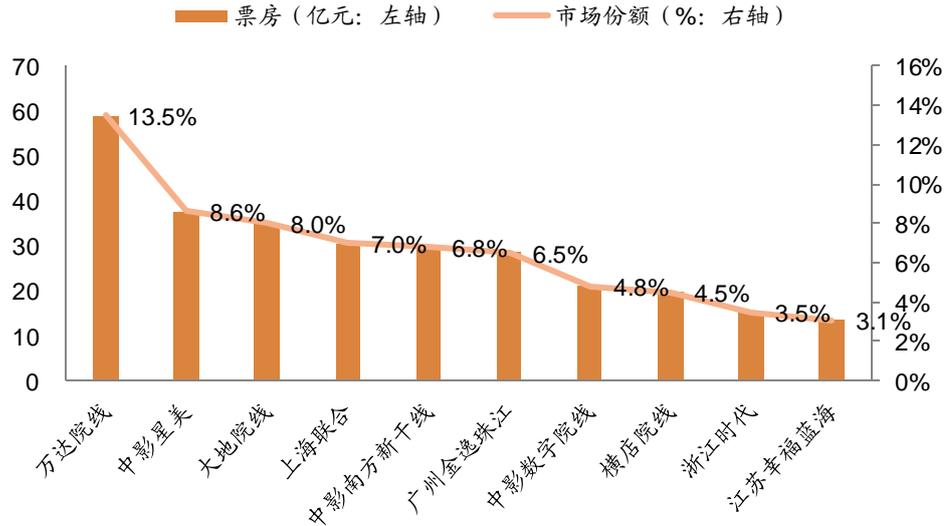
图表 13: 2012-2015 年票房破亿影片数量



来源: 伟德福思文化传播公司、天风证券研究所

2015 年我国票房收入超过 10 亿元的院线一共 15 条，全年观影人次总计达到 8.18 亿人次，超过 2015 年全国城市人口数量。

图表 14: 2015 年 TOP10 院线票房产出及市场份额



来源：凤凰娱乐，天风证券研究所

各条院线的票房收入中，万达院线最高，超过50亿元大关，达58.8亿元，市场份额达到13.5%。

图表 15: 2015 年十大影院经营情况

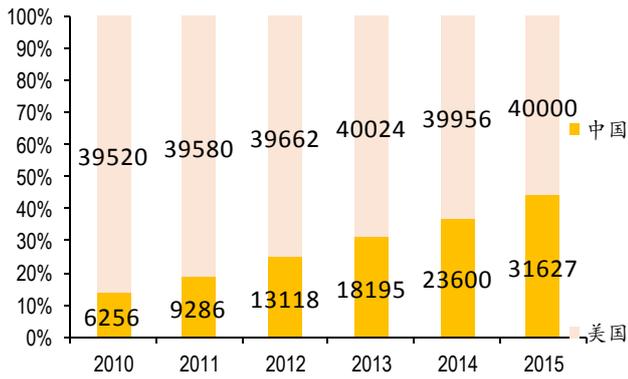
排名	电影影院	票房(万)	人次(万)	平均票价	场均人次	上座率
1	Jackie Chan 北京耀莱	10907.1	271.03	40.2	80.1	36%
2	深圳橙天嘉禾影城	10105.2	199.27	50.7	67.2	43%
3	上海万达影城五角场店	9411.31	160.97	58.5	69.3	35%
4	北京 UME 国际影城双井店	8833.73	144.61	61.1	62.3	36%
5	北京星美国际影城(金源店)	8585.6	159.41	53.9	63.9	29%
6	首都华融电影院	8522.06	153.56	55.5	52.4	39%
7	广州飞扬影城(正佳分店)	8386.97	170.28	49.3	72.4	41%
8	SFC 上影影城(永华店)	8368.86	147.7	56.7	49.9	38%
9	广州万达影城白云店	7976.96	133.36	59.8	66.9	38%
10	广州 UA 花城汇影院	7119	130.6	54.5	49.4	39%

来源：艺恩，天风证券研究所

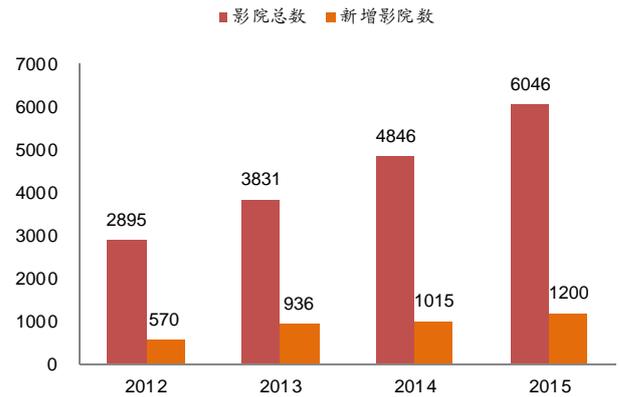
近几年中国银幕数量快速增长，2010-2015年，中国银幕年均增长达4484块，平均增幅37%，而美国地区的银幕数量基本稳定在40000块左右。至2015年底，中国地区的银幕总数与美国相比，仅相差8000余块。预计中国银幕总数将在2017年超越美国成为全球范围内保有银幕数量最多的电影市场，这一过程必然伴随院线整合加速。2015年中国影院数量达到6046家，同比增长24.8%，近三年复合增速28%，未来伴随着渠道下沉这一趋势将有增无减。

图表 16: 2010-2015 年中美银幕数量对比

图表 17: 2012-2015 年影院总数及新增数



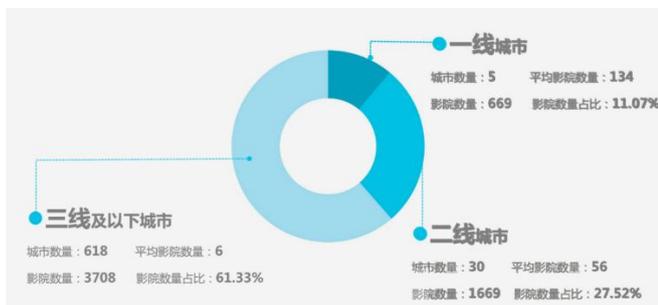
来源：广电总局，NATO、天风证券研究所



来源：艺恩、天风证券研究所

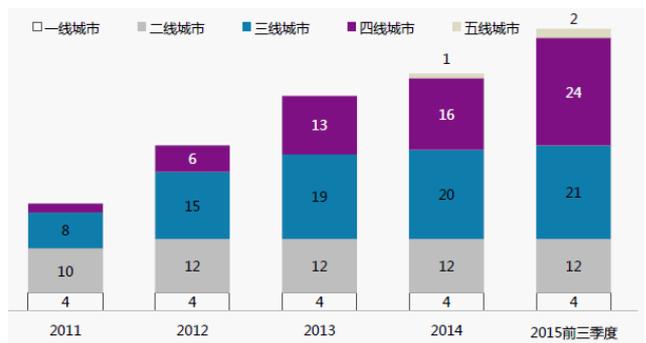
三四线城市占全国国土面积的90%以上，人口占全国的75%以上，但影院分布仍有较多的空白点，未来将成为电影院扩张的主要阵地。随着一线城市商业地产的逐步饱和，三四线城市商业地产建设逐渐升温，影院向三四线城市加速扩张。2015年前三季度，中国年票房破亿城市数量增加到63个，三四线城市票房占比超过三成，继续超过一线城市。

图表 18: 2015 年各线城市影院数量分布



来源：伟德福思文化传播公司、天风证券研究所

图表 19: 2012-2015 年影院总数及新增数

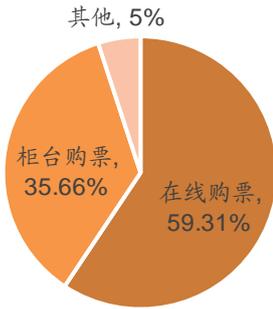


来源：艺恩、天风证券研究所

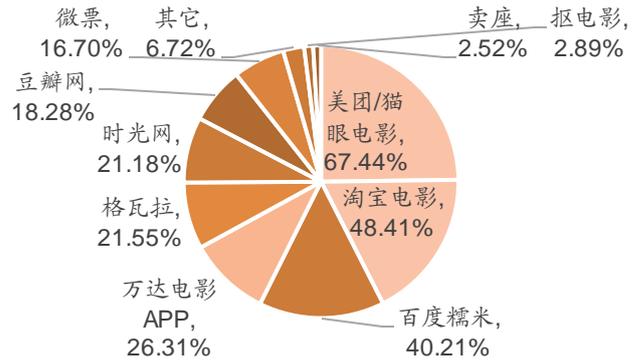
在线票务平台的兴起和票补降低了消费者观影成本，加速培育观影需求和娱乐消费习惯，2015年在线购票的比例提升至59.31%，远远超过了柜台购票的35.66%，从全国平均票价看2015年为34.6元，与2013年的34.9元、2014年的35.7元相比略有下降，看重在线票务市场的大数据营销等优势，影视发行制作及院线公司纷纷寻求在线票务市场合作。

图表 20: 2015 年电影票各销售方式所占比例

图表 21: 2015 年受访电影观众在线购票的偏好数据



来源：伟德福思调研数据库、天风证券研究所

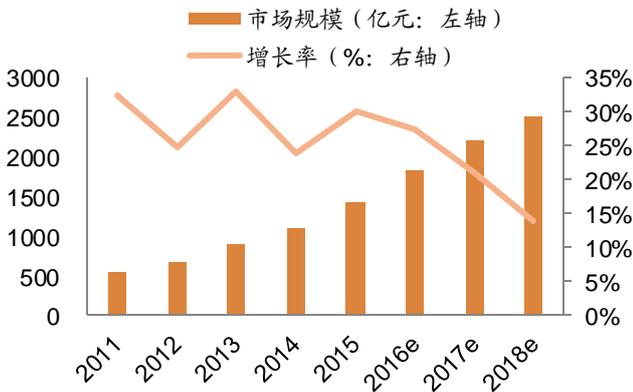


来源：伟德福思调研数据库、天风证券研究所

中国游戏市场格局初定，移动游戏占据半壁江山

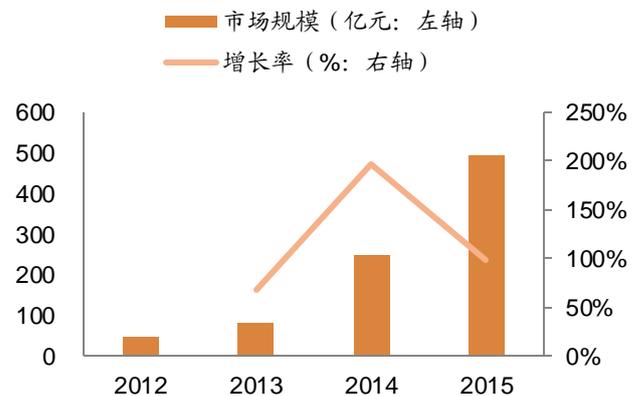
伴随着光纤网络和移动 4G 网络的全面普及，以及泛娱乐需求兴起，中国网络游戏市场加速发展，2015 年市场规模达到 1435.8 亿元，同比增长 29.95%。其中移动游戏市场规模相对 2014 年同比增长超过 100%，大幅超过预期。根据 Newzoo 数据，过去五年全球网游增速基本稳定在 8% 左右。相比于发展时间长，商业模式较为成熟的欧美市场，我国游戏市场发展速度惊人。2016 年第一季度网络游戏市场规模达到 415 亿元，同比增长 30.09%；2016 年第一季度移动游戏市场规模达到 211.6 亿元，同比增长 115.92%。据 App Annie 统计，2016 年第二季度，中国市场的 iOS 游戏收入首次超越美国，跃居全球首位。

图表 22：2011-2018 年中国网络游戏市场规模



来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

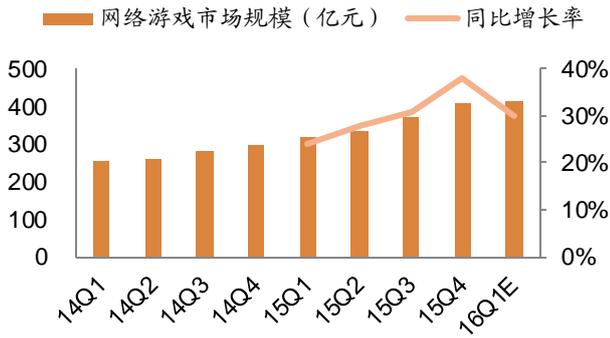
图表 23：2012-2015 年中国移动游戏市场规模



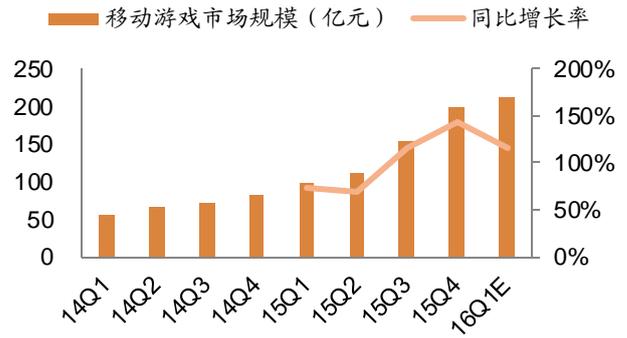
来源：腾讯游戏、天风证券研究所

图表 24：2014-2016 年网络游戏市场规模 (季度)

图表 25：2014-2016 移动游戏市场规模 (季度)



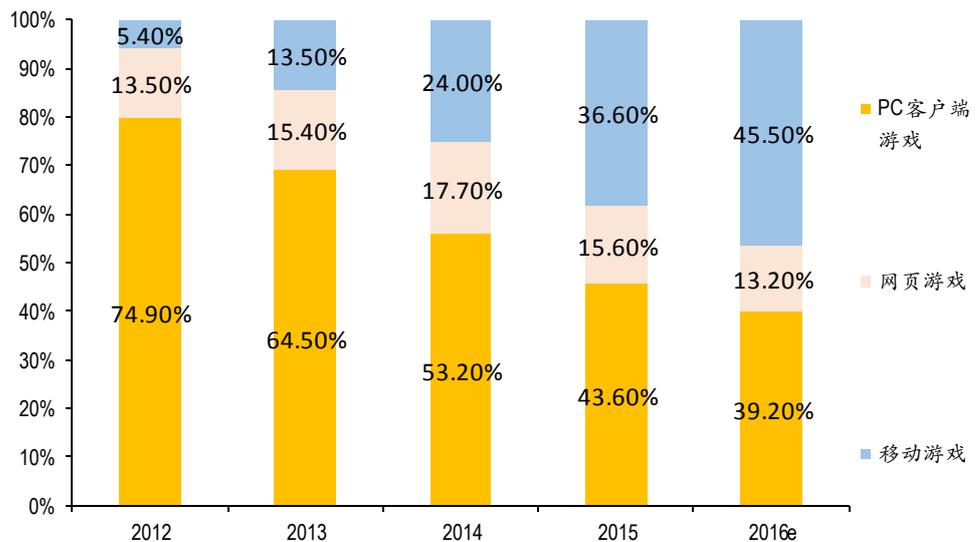
来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所



来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

2016年,中国游戏市场格局逐渐明朗。在PC端,虽然网络直播和电竞赛事的兴起将玩家的视野带回了PC端,但竞技类游戏仍不足以支撑整个端游市场的增长。在移动端,随着用户规模增长停滞,人口红利效应减弱,移动游戏继续延续增速放缓的趋势,但是仍然能够凭借相对较高的增速保持市场份额的提升。短期来看,移动游戏仍是中国游戏市场最主要的增长源泉,未来有望占据游戏市场超50%以上的份额。

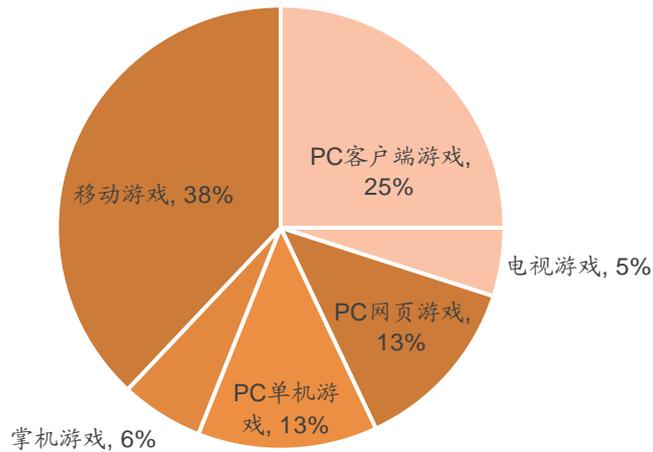
图表 26: 2012-2016 年中国游戏市场格局预测



来源: Dataeye 数据中心, 天风证券研究所

移动游戏之所以增长迅猛,一方面在于供给侧,以网易为代表的传统端游企业大规模进军手游市场,推出了如《梦幻西游》这类端游IP的移动端产品,深受玩家欢迎;另一方面在于需求端,长通勤时间和快生活节奏使得玩家对游戏移动化的需求加深。

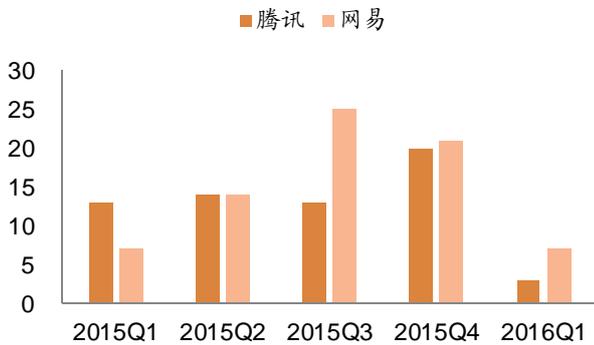
图表 27: 2015 年游戏用户游戏偏好分布



来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

从移动游戏市场竞争格局看，进入 2016 年以腾讯和网易为代表的移动游戏行业巨头纷纷开启业务变革，更加注重提高游戏的质量而非数量，并积极拓展新领域尝试新元素，中小厂商则继续在快餐游戏上前赴后继。

图表 28: 2015-2016 年行业巨头各季度手游新品数



来源：Dataeye 数据中心、天风证券研究所

图表 29: 新形势下中小厂商生存之道



来源：Dataeye 数据中心、天风证券研究所

行业整合加剧，游戏产业生态日益完善。2015 年中国游戏并购规模超过 450 亿元，超过 2014 年近 2 倍，其中移动游戏相关并购比例高达 94%。以盛大游戏、中国手游为代表的美股退市游戏公司，深受国内资本市场的喜爱，收购价格频频打破国内游戏公司收购价格记录。

图表 30: 中国游戏市场并购情况一览

时间	买方数量	标的数量	并购金额 (亿元)	涉及移动游戏比例 (%)
2013	19	26	201.01	44.1%
2014	26	33	218.05	87.0%
2015	30	52	456.36	94.2%

来源：2015《互联网周刊》编辑选择排行榜、天风证券研究所

图表 31: 中国移动游戏产业全景图



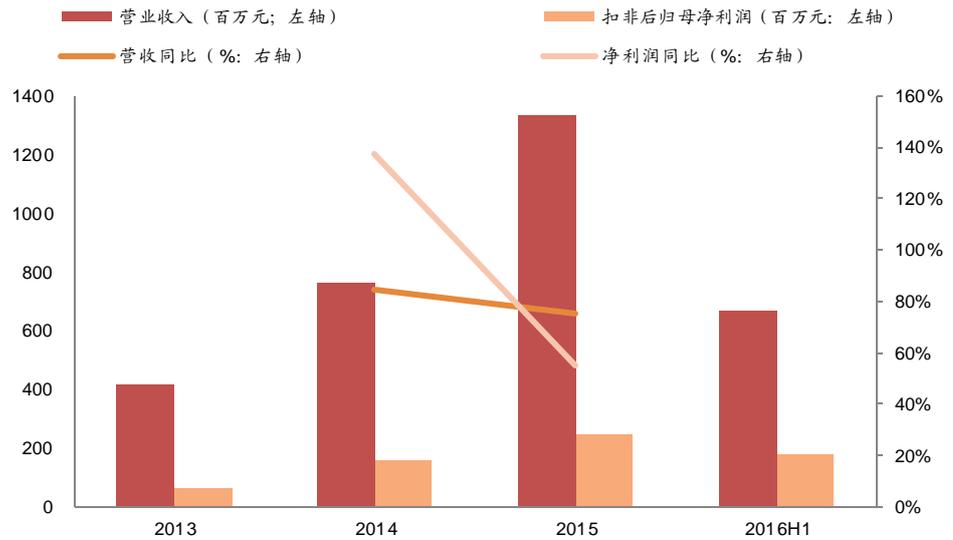
来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

公司分析: 渠道+内容打造壁垒, 影视+游戏互动协同

影视发行制作+院线渠道+艺人经纪完善产业链布局

公司 2015 年通过定向增发募资 23.2 亿元购买北京耀莱国际、华谊互动、天津君睿、北京耀莱文化分别持有的耀莱影城 60.10%、20.00%、18.48% 和 1.42% 的股权, 由此直接持有耀莱影城 100% 的股权。耀莱影城承诺 2014 年/2015 年/2016 年/2017 年实现扣非后归母净利润不低于 1.45 亿元/2.2 亿元/3.1 亿元/3.3767 亿元, 14 年和 15 年分别实现扣非后归母净利润 1.474 亿元和 2.245 亿元, 均超额完成业绩承诺; 2016 年上半年, 耀莱影城实现营业收入 6.67 亿元, 净利润 1.81 亿元, 完成承诺利润的 58.4%。

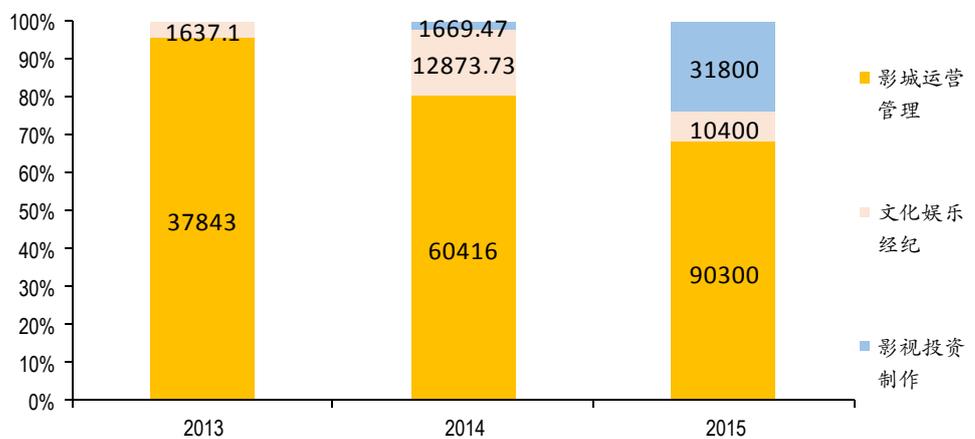
图表 32: 耀莱影城 13 年以来业绩情况



来源：公司公告，天风证券研究所

耀莱影城秉承“耀莱”品牌一贯追求极致品质的产品及服务理念，依托独特的成龙先生授权优势，现已发展成为一家以影城运营、影视投资制作、文化娱乐经纪等于一体的综合性影视文化企业。2015年，影城运营管理业务总收入9.03亿，同比2014年增长49%。2015年总票房（含税）收入6.84亿元，同比增长57%，文化娱乐经纪业务收入1.04亿元，影视投资业务3.18亿元，相比14年的1669万元大幅提升。

图表 33: 耀莱影城 13-15 年分类业务营收



来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 依托耀莱院线优质渠道平台，贯穿放映业务和拓展衍生经济

公司依托分布于国内各地的影城管理子公司及分公司负责经营影院电影放映及相关衍生业务，包括电影放映、卖品销售以及广告发布，是目前耀莱影视最主要的收入来源。以全资子公司耀莱影城为平台，公司在影城运营管理业务方面，以全国一、二及三线重点城市为目标发展区域，积极完善、提升影城布局。采用租赁物业的形式，按照五星级标准建设“耀莱成龙国际影城”，为观众提供一流的观影体验，并以观影

人次的增长带动卖品销售及广告发布收入业务的发展。2015年公司继续通过引进先进的播放技术和高品质的硬件设备为消费者创造极致的观影体验,强化公司品牌美誉度。

图表 34: 影院电影放映及相关衍生业务情况

业务	具体说明
电影放映业务	耀莱影城以全国一、二及三线重点城市为目标发展区域,采用租赁物业的形式,按照五星级标准建设“耀莱成龙国际影城”,各下属影城与院线公司签署电影发行放映合作协议书,以获取电影放映权,并按照协议书约定比例获取票房分账收入
卖品销售业务	耀莱影城的卖品品项主要分为餐饮类产品及电影衍生产品两大类。餐饮类产品以标准化食品饮料为主,通过设立在各下属影城内的专柜进行现场销售;电影衍生产品包括与影片、演员相关的主题类纪念商品,通过设立在各下属影城内的专柜及“成龙设计室”进行现场销售,并以批发形式向团体客户进行销售
广告发布业务	耀莱影城广告发布业务主要包括片头广告、阵地广告和影城外立面广告,各下属影城与广告制作代理机构等签订广告合作协议,按照协议约定发布广告并获取广告收入。

来源:公司公告,天风证券研究所

耀莱影城以全国一、二及三线重点城市为目标发展区域,采用租赁物业的形式,按照五星级标准建设“耀莱成龙国际影城”,各下属影城与院线公司签署电影发行放映合作协议书,以获取电影放映权,并按照协议书约定比例获取票房分账收入。各下属影城采用现场销售、团购销售、团体销售及会员卡销售相结合的销售模式,针对不同客户类型实行差异化的定价策略。2016年上半年,耀莱影城平均票价33元,略低于行业平均水平,而平均上座率为20.45%,大幅高于行业平均上座率,由此带来的大量人流为影城的衍生品销售和广告收入提供了支撑。

图表 35: 耀莱影城与糯米团购电影票

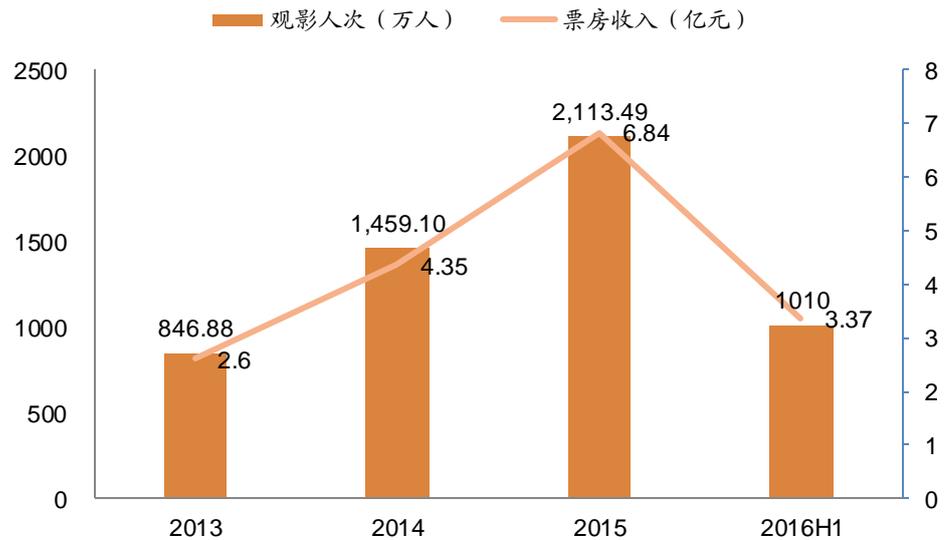
The screenshot shows the糯米 (Nuomi) website interface for movie tickets. The main content area is for 耀莱成龙国际影城 (王府井店) (Yolei Chenglong International Cinema, Wafujing Branch). It lists several movies with posters, including '7月21日公映三强' (Three Top Films Released on July 21st), '泰山归来 帕德奥纳斯' (The Legend of King Kong), '爸爸去哪儿' (Where are we going, Dad?), '爸爸去哪儿2' (Where are we going, Dad? 2), and '爸爸去哪儿3' (Where are we going, Dad? 3). Below the movie listings, there is a section for '观影日期' (Viewing Date) with options for 明天07.20(周三), 后天07.21(周四), 07.22(周五), 07.23(周六), and 07.24(周日). The '选座购票' (Select Seats and Buy Tickets) section shows a table of showtimes, language versions, cinema halls, and prices.

放映时间	语言版本	影厅	糯米现价	选座购票
11:30 预计13:21散场	国语/3D	3号激光厅	¥43 ¥420	选座购票
12:05 预计13:56散场	国语/3D	4号激光厅	¥43 ¥420	选座购票
12:40 预计14:31散场	国语/3D	5号激光厅	¥43 ¥420	选座购票
13:15 预计15:06散场	国语/3D	6号激光厅	¥43 ¥420	选座购票

来源：公司公告，天风证券研究所

2015年耀莱影城下属影城的观影人次达到2,113.49万人，同比增长43%；票房收入达到6.84亿元，同比增长57%。2016年上半年在北京、天津、重庆、湖北、河南等地新开业影城7家，新增银幕49块，共计拥有影城39家，银幕310块。上半年内，实现总票房（含税）收入3.37亿元（含税），同比增长14%，观影人次1010万人次。

图表 36: 耀莱影城 13 年以来经营情况



来源：公司公告，天风证券研究所

2015年，全国百强影院票房门槛4401.4万，500强影院票房门槛2206.7万。位于北京五棵松地区的“耀莱成龙国际影城”2011年-2015年连续五年蝉联全国影院票房收入和观影人次双料冠军。2015年票房再度破亿达1.09亿。人次方面以271万遥遥领先，是唯一人次过200万的影院。此外，2016年7月16日，北京首个杜比影院落户北京耀莱成龙国际影城五棵松店，未来两年内，耀莱影城计划在国内增开10个杜比影院，使观众获得视觉与听觉的双重享受。

图表 37: 2015 年百强影院 top10

排名	电影影院	票房(万)	人次(万)	平均票价	场均人次	上座率
1	Jackie Chan 北京耀莱	10907.1	271.03	40.2	80.1	36%
2	深圳橙天嘉禾影城	10105.2	199.27	50.7	67.2	43%
3	上海万达影城五角场店	9411.31	160.97	58.5	69.3	35%
4	北京 UME 国际影城双井店	8833.73	144.61	61.1	62.3	36%
5	北京星美国际影城(金源店)	8585.6	159.41	53.9	63.9	29%
6	首都华融电影院	8522.06	153.56	55.5	52.4	39%
7	广州飞扬影城(正佳分店)	8386.97	170.28	49.3	72.4	41%
8	SFC 上影影城(永华店)	8368.86	147.7	56.7	49.9	38%
9	广州万达影城白云店	7976.96	133.36	59.8	66.9	38%

10	广州 UA 花城汇影院	7119	130.6	54.5	49.4	39%
----	-------------	------	-------	------	------	-----

来源：互联网，天风证券研究所

单产效率高的同时影院规模的相对不足大为制约了公司进一步发展,为此公司制定了“**2016年-2018年开设逾百家影城**”的经营目标,力争在三年内实现影城运营管理综合实力跻身行业前五。

在公司大股东文资控股和实际控制人北京文资办大力支持下,公司全力推进战略转型,不断提高影视业务的核心竞争力。影城管理方面,继续加强“耀莱成龙国际影城”的品牌建设,利用成龙品牌的影响力提升影城人气,在强化观影体验和品牌价值的同时,耀莱影城也以观影人次的增长带动卖品销售及广告发布收入业务的发展,从而提升营收规模。影院电影放映及相关衍生业务实现良好的协同,向欧美“**衍生经济占总收入 70%**”的“**后电影市场**”模式靠拢。以提高卖品收入作为板块业务发展的核心着力发展继电影制作、发行、放映等产业环节之后的衍生产品开发业务,不断巩固耀莱影城差异化竞争优势。

图表 38: 耀莱影城竞争优势

优势	具体表现
以“高品质观影休闲体验”与“亲民票价”聚合人气的运营理念优势	耀莱影城旗下各影城的放映设备均采用具有国际先进水准的进口数字放映机和银幕,各个放映厅的音响设备和声学环境均全面达到五星级标准。同时,耀莱影城坚持以低廉的票价带动观影人流,并通过丰富的卖品收入、广告收入等提升整体效益。2016年上半年,耀莱影城平均票价33元,略低于行业平均水平,而平均上座率为20.45%,大幅高于行业平均上座率,由此带来的大量人流为影城的衍生品销售和广告收入提供了支撑。北京耀莱成龙国际影城五棵松店年连续五年蝉联全国影院票房收入和观影人次双料冠军,2016年上半年观影人次达105万,庞大的客流量为影城周边产品和服务市场的开拓奠定了基础。报告期内,耀莱影城广告收入占比达20%,且增势明显,未来将成为影城收入一大增长点。
境内独家使用“成龙”品牌运作影城业务优势	耀莱影城获得成龙先生授权,有权在各“耀莱成龙国际影城”、“耀莱国际影城”等影城运营项目中商业使用其姓名、肖像和品牌形象。另外,耀莱影城凭借与成龙先生长期良好的合作关系,在投资拍摄由其担当主演的影片方面具有先发优势,目前耀莱影视以成龙电影为切入点,目前已经发展成为每年制作、发行四部以上高预算商业大片的中大型电影制片公司,跻身国内一线电影出品方,在行业内的影响力和品牌价值得以迅速提升;依托成龙先生在海外市场的声誉及渠道资源,在电影业务国际拓展方面赢得先机。
突出的业务板块协同效应优势	各业务板块内部,耀莱影城以传统电影放映为基础,以提升观影人次带动卖品及广告等衍生业务的销售,而丰富的卖品陈列、美观的广告发布也一定程度上吸引了客流,带动票房收入的增长。各业务板块之间,耀莱影城的主营业务涉及电影投资、制作、放映及衍生品业务,覆盖了电影产业链的众多环节,一方面,耀莱影城能够通过终端放映情况了解观众观影需求,为其从事电影投资制作提供及时、准确的数据来源;另一方面,耀莱影城能够整合影城、影片、大型活动等多样化的内容及渠道资源,实现交叉利用及推广,最大程度地发挥协同效应
专业的管理团队优势	耀莱影城拥有专业的管理团队,均系具有多年行业经验的专业人士,对影城运营具有深刻的理解和领先的管理思维;影视投资制作及发行业务方面,主要管理团队均具有参与高预算商业影片的投拍经验,对大众观影偏好具有敏锐的捕捉及分析能力;文化娱乐经纪及相关服务业务方面,子公司东方宾利董事长姚戈先生是中国国际时装周、中国职业时装模特委员会的创始人,曾任中国服装设计师协会副秘书长、中国职业时装模特委员会总干事,系国内时尚行业领军人物。

来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 借助平台和成龙资源优势，切入影视发行制作

耀莱影城的影视投资制作业务由全资子公司耀莱影城下属耀莱影视、北京耀莱传媒及耀莱文娱负责运营。耀莱影视等公司专注于投资、制作具有一线阵容的高品质电影,从而获取电影票房收入及其他衍生收入。

公司2013年成功参与投资了冯小刚导演的影片《私人订制》,累计票房逾7亿

元，位列当年华语影片票房前十位；2014 年主导投资并制作了成龙主演的影片《天将雄师》，国内累计票房 7.44 亿元，同时在海外多个国家和地区拿到票房冠军，并创下了成龙电影海外版权销售的新纪录。

2015 年耀莱影视主导投资或参与投资的项目还有：电影《功夫瑜伽》、《铁道飞虎》、《我不是潘金莲》、《普通人》等影片，皆为国内一线大咖主演的重磅作品。其中，由成龙范冰冰主演《绝地逃亡》7 月 22 日上映首日票房破亿，累计票房 8.89 亿。此外，耀莱影视还参与了《开心超人 2 之启源星之战》、《全城通缉》、《何以笙箫默》及《华丽上班族》等影片的发行代理工作。

图表 39: 2015 年耀莱影视主导投资或参与投资的项目

电影名称	预计上映	类型	导演	主演	出品方
绝地逃亡	2016 年 7 月 21 日	动作、喜剧、冒险	雷尼·哈林	成龙、范冰冰、约翰尼·诺克斯维尔、曾志伟、赵文瑄、张蓝心	达星传媒、唐德国际
我不是潘金莲	2016 年 11 月	喜剧，剧情	冯小刚	范冰冰、郭涛、大鹏、张嘉译等	耀莱影视、华谊兄弟等
铁道飞虎	2016 年 12 月 16 日	动作、战争、冒险	丁晟	成龙、黄子韬、王凯、王大陆、徐帆等	耀莱影视、上海电影集团公司等
功夫瑜伽	2017 年	探险、历史	唐季礼	成龙, Amyra Dastur, Disha Patani, 索努·苏德等	太合娱乐, 华谊兄弟、耀莱影视等
普通人	2017 年	复仇、动作	皮特·大卫·布克曼、大卫·约瑟夫·马可尼	成龙、夏莉·墨菲、皮尔斯·布鲁斯南等	耀莱影视、STX Financing,LLC

来源：艺恩票房，天风证券研究所

2015 年公司实现影视投资制作业务总收入 3.18 亿元，相比 2014 年的 1669 万元大幅增长。未来公司将利用文化娱乐经纪业务的协同优势，并结合与成龙先生长期良好的合作关系，不断投资拍摄由其担当主演的影片，并依托其在海外市场的声誉及渠道资源，在电影投资业务国际拓展方面赢得先机。继续以参与投资成龙（独家授权耀莱影视）、冯小刚、张国立（公司股东君联嘉睿合伙人）等一线导演及演员执导或出演的电影为主，并逐渐加大对中等成本影片的投拍力度，同时切入电视剧投资拍摄领域，在保障票房收入的前提下，优化成本及产品结构。计划未来三年投每年投资拍摄 3-5 部高水准电影，投资拍摄一定数量的电视剧并建立项目资源库为公司未来拟投拍、发行的电影储备优质项目。

图表 40: 国内前五大影院投资管理公司的影院情况（截止 2016 年 6 月 30 日）

票房排行	影院投资管理公司	影院数 (家)	银幕数 (块)	座位数 (个)
1	万达院线	230	2042	341853
2	大地影院	315	1632	224620
3	横店院线	194	1250	173737
4	金逸影视	138	916	150390
5	中影影院投资	96	679	109377
-	耀莱影城	39	310	48500

来源：公司公告，天风证券研究所

公司业务转型后，为迅速提升主营业务的规模和盈利能力，2016年8月公司修订非公开发行A股股票2.06亿股，募集资金23亿元，其中20亿元用于投资**新建95家影城**助于推进公司影城运营管理业务的全国性布局，稳步提升运营规模，抢占市场份额，迅速提升市场地位；3亿元用于未来两年内拟**投资、拍摄及宣传发行的5部影片**，以及**储备优质项目**，增强公司影视业务的可持续发展能力。

图表 41: 募集资金投向

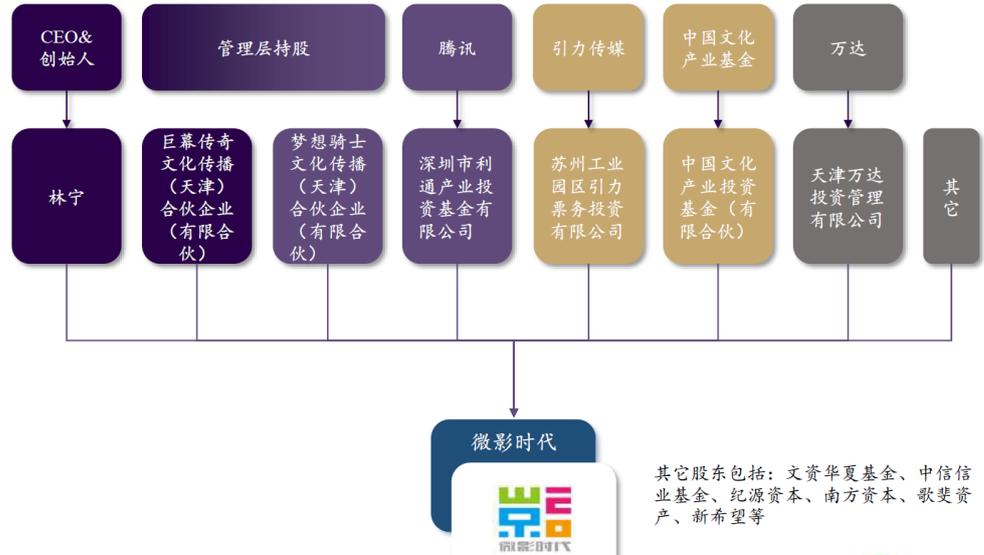
项目名称	总投资金额(万元)	募集资金使用(万元)
新建影城项目	201227.42	200000
电影投资和项目库投资	40600 (含项目库投资 3000)	29999.991
合计	241827.42	229999.991

来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 投资微影时代，完善影视互联网娱乐行业布局

2015年12月，耀莱影城公告拟使用不超过1.5亿元认购微影时代2.19%股权，以完善影视互联网娱乐行业布局，开拓互联网电影营销和发行业务，增强整体影视业务的综合实力，此前公司关联方北京市文化创意产业投资基金管理有限公司旗下子基金文资华夏影视文化投资基金继B轮投资微影时代之后，于2015年11月领投微影时代C轮融资，持有微影时代C轮融资完成后10.26%股权，2016年4月微影时代C轮估值已达20亿美元。

图表 42: 微影时代股权结构



来源：互联网，天风证券研究所

公司作为影视娱乐行业的领先公司，致力于打造基于影视产业的多元性渠道、内容和用户的完整生态系统。耀莱影城投资微影时代，可以结合公司在影院端资源和影视制作的优势，以及微影时代在中国最大社交平台的用户和营销资源优势，打通影视行业线上和线下资源，有利于公司获得优质电影用户，提高电影市场份额，并能有助于上市公司布局互联网+影视娱乐生态圈，保持公司长期发展。

图表 43: 微影时代娱乐大数据下的电影深度营销



来源：互联网，天风证券研究所

此外，微影时代拥有 300 个上海美影厂 IP 等丰富的优质内容资源，旗下微影资本参与投资了大神圈、贝壳文化、以梦为马等多个拥有优质网络文学版权、网剧开发制作能力的公司。由此基于双方的业务和资源优势，公司和微影时代将共同对原创内容进行影视、游戏的开发和制作，全面打造泛娱乐产业闭环。耀莱影城将与微影时代合资成立电影发行公司并分别持有合资公司 51% 和 49% 股权，在影视线上和线下发行、市场和内容等方面开展深度合作，包括协作开展影视项目的本地和国际发行运

营、优质电影 IP 资源的国际代理和引进等业务，以及合作进行影视 IP 开发、电影制作等。

➤ 拟与好莱坞导演筹划成立合资公司 Allegory Holdings

2016 年 4 月文投控股公告与美国导演兼制片人 Sam Raimi 以及奥斯卡最佳外语片导演 Florian Henckel von Donnersmarck 签订《合作备忘录》，就筹划成立合资公司 Allegory Holdings 达成共识。文投控股和 R&D 将分别持有 Allegory Holdings 的 60% 和 40% 股权，R&D 将管理 Allegory Holdings 及旗下拟设立的一家全资子公司的日常经营。除双方的出资以外，**Allegory Holdings 将会安排基于影片未来收益的信贷以通过杠杆融资募集十部影片的制作投资。**全资子公司 Allegory Films 以 Allegory Holdings 的名义**每一年开发、制作及利用约两部合格影片**，在未来 5 年内共计投拍制作 8—10 部预算在 3000 万—8000 万美元的影片，合格影片将由一家美国主要电影公司在大中华地区以外的全球地区发行，**在大中华区的发行则将由文投控股进行。**

图表 44: Allegory Holdings 合伙人情况

合作人	简介
Sam Raimi	美国好莱坞著名导演，制片人，编剧和演员，曾执导影片《尸变》(The Evil Dead)、《蜘蛛侠三部曲》(Spider-Man Trilogy)、《OZ 国历险记》(Oz the Great and Powerful) 等，并担任影片《恶灵入侵》(Possession) 之制片人。
Florian Henckel von Donnersmarck	著名电影导演，编剧，曾执导影片《窃听风暴》(The Lives of Others/Das Leben der Anderen)、《致命伴侣》(The Tourist) 等

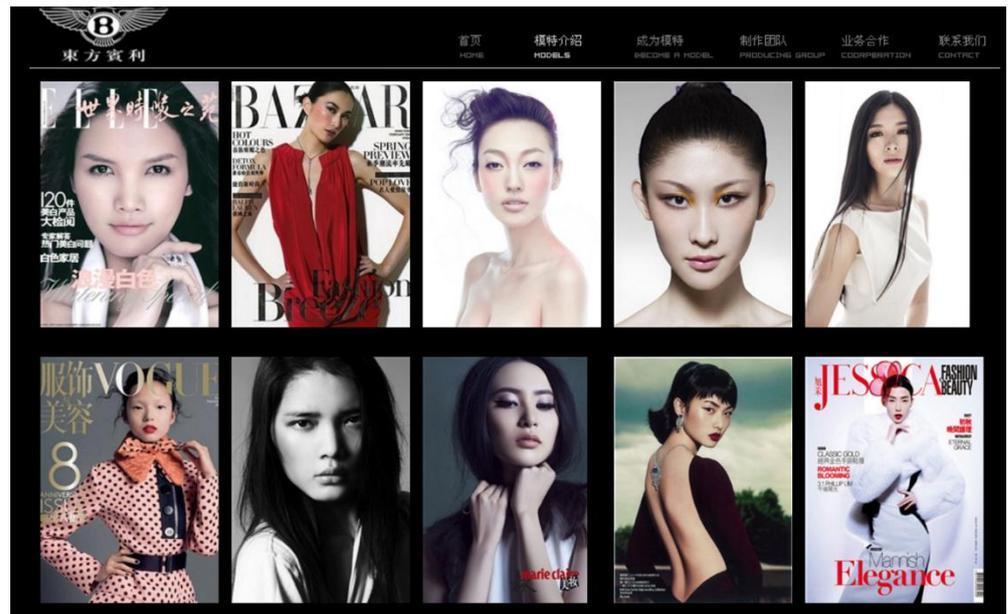
来源：互联网，天风证券研究所

➤ 经纪艺人 IP 效应与优质内容形成良好协同

在文化娱乐经纪业务方面，公司凭借丰富的艺人资源、专业的企划执行团队以及广泛的业务合作渠道，以全资子公司耀莱影视和东方宾利为主体，开展**艺人、模特经纪、精品活动承办等业务**，2015 年文化娱乐经纪业务实现总收入 1.04 亿元。

耀莱影城下属子公司东方宾利是国内最具品牌影响力的职业模特经纪机构，旗下拥有最国际化的职业模特艺人资源、最专业的企划执行团队以及时尚界最具价值的商业平台。东方宾利与模特签订经纪代理协议，为其提供包括媒体推广、活动代理、谈判签约等在内的经纪服务，并从模特获得的商业活动报酬中按经纪代理协议的约定比例收取代理服务佣金；2015 年，东方宾利参加时装周 12 场、时装周发布会 297 场，模特大赛 9 场，参加商业活动演出 7 场。2016 年上半年东方宾利与 Valentino、KENZO、DIOR、三宅一生、VOGUE 等品牌合作，承办大型时尚晚会、时装发布会、模特赛事等高端时尚商业活动。

图表 45: 东方宾利部分模特展示



来源：公司官网，天风证券研究所

东方宾利定位于承办包括大型时尚晚会、时装发布会、国家级模特赛事等高端时尚活动，与活动主办方签定合作协议，按照协议约定进行专业活动策划及实施，并获得活动承办及广告赞助等收入。东方宾利凭借卓越的品牌声望、丰富的模特资源、专业的企划执行团队以及广泛的业务合作渠道，现已发展成为中国时尚文化缔造者之一。

图表 46：东方宾利部分承办活动展示



来源：YOKA 时尚网，天风证券研究所

耀莱影视负责经营演艺经纪及相关活动承办业务。耀莱影视积极利用与知名演员、导演及机构的良好合作关系，开展演艺经纪业务，并进行相关演艺活动的策划及执行，从而获得相关收入。2016年6月宣布签约知名艺人吴亦凡并全权代理其在中国大陆范围内的广告、电影等演艺事务，此次重磅签约将加速公司艺人经纪业务的发展，后续艺人签约与商业价值开发值得期待。

图表 47：吴亦凡作品年表

2017



西游伏妖篇 5.9
导演: 徐克
主演: 林更新 吴亦凡 姚晨
剧情: 据香港媒体报道, 4
与徐克两大导演合作拍摄

[▶ 查看更多](#)



星际特工：千星之城
导演: 吕克·贝松
主演: 卡拉·迪瓦伊 克里夫
剧情: ◆星际特工：千星之
《Valerian》, 原著融合

[▶ 预告播放](#)

2016



夏有乔木 雅望天堂 7.5
导演: 赵真奎
主演: 吴亦凡 韩庚 周元
剧情: 改编自同名小说《夏有乔木雅望天堂》电影讲述的是长相俊美的夏木, 因
[▶ 预告播放](#)



美人鱼 7.0
导演: 周星驰
主演: 邓超 张雨绮 林允
剧情: 科幻片计划涉及填海工程, 威
助靠海以为生的居民。背负家族秘密的
[▶ 立即播放](#)



极夜 5.9
导演: 成龙
主演: 李易峰 吴亦凡 鹿晗
[▶ 查看更多](#)



爵迹 5.9
导演: 郭敬明
主演: 范冰冰 郭采洁 王源
剧情: 郭敬明又一套小说《爵迹》即将电
影化, 据出品方和力辰光负责人向记者
[▶ 预告播放](#)



致青春·原来你还在这里 5.2
导演: 周拓如
主演: 吴亦凡 刘亦菲 金世佳
剧情: 外表温柔安静的办韵锦 (刘亦
菲 饰) 在高中同学程铮 (吴亦凡 饰) 的
[▶ 预告播放](#)



欧洲攻略
导演: 马楚成
主演: 梁朝伟 宋慧乔 吴亦凡
剧情: 马楚成执导的“攻略系列”第三部
《欧洲攻略》也在紧锣密鼓的筹备之
[▶ 查看更多](#)

2015



老炮儿 8.0
导演: 管虎
主演: 冯小刚 李易峰 吴亦凡
剧情: 管虎风光四九城的老
活应社会巨变, 直立于胡
[▶ 立即播放](#)



有一个地方只有我们知道
导演: 徐静蕾
主演: 吴亦凡 王丽坤 徐静蕾
剧情: 小日寇金天 (王丽坤
经历人生中最失败的时刻
[▶ 立即播放](#)



2015年中央电视台春节联欢晚会 6.0
导演: 哈文
主演: 朱军 董卿 康辉
剧情: 2015年中央电视台春节联欢晚会
以“家和万事兴”为主题, 导演为哈
[▶ 查看更多](#)



致我们终将逝去的青春2 5.9
主演: 吴亦凡 刘亦菲
[▶ 查看更多](#)

上一页 1 2

来源: 电影网, 天风证券研究所

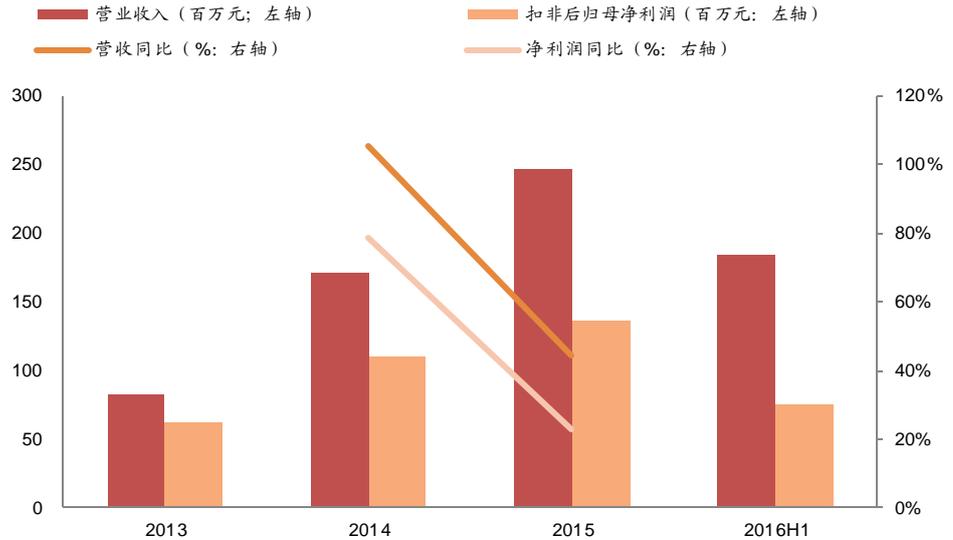
借助公司丰富的艺人资源, 加大高品质电影作品的投资和制作规模的同时, 耀莱影视开始布局并投资真人秀栏目。首个参与并投资的真人秀节目《我看你有戏》邀请了包括: 成龙、张国立、冯小刚、李冰冰 (均为公司及公司股东的合作伙伴) 在内的史上最强阵容导师团队, 取得良好收视效果。随后参与并投资了真人秀节目《咱们穿越吧》第一季, 开播后稳居全国同时段收视前列, 受到了业内人士的一致肯定和好评, 为公司下一步深度介入真人秀市场打下了基础。

公司将继续做大做强模特经纪、演艺经纪及相关活动承办业务, 一方面不断提高板块营业收入, 另一方面积极争取掌握核心演员资源, 发掘、培育新生代演员, 为公司成功制作电影作品提供保障, 努力实现经纪业务与影视制作业务互动发展, 互相支持的局面。

游戏研发运营一体发展, 优质 IP 促成影游联动

2015 年上市公司通过定向增发募资 14.28 亿元购买智道投资和安泰投资转让的 48.07% 和 51.93% 的股权, 由此直接持有都玩网络 100% 的股权。都玩网络承诺 2014 年/2015 年/2016 年/2017 年实现扣非后归母净利润不低于 1.02 亿元/1.32 亿元/1.63 亿元/1.9298 亿元。14 年和 15 年分别实现扣非后归母净利润 1.085 亿元和 1.359 亿元, 均超额完成业绩承诺。2016 年上半年, 都玩网络实现营业收入 1.85 亿元, 净利润 7563.55 万元, 完成承诺利润的 46.4%。

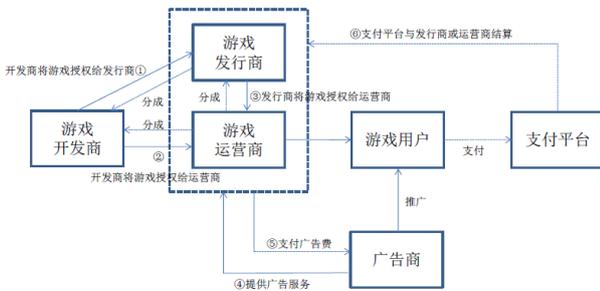
图表 48: 都玩网络 13 年以来业绩情况



来源：公司公告，天风证券研究所

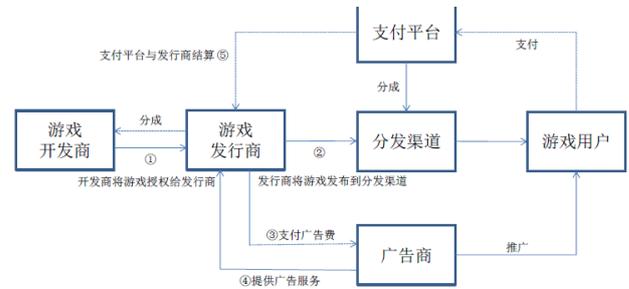
公司游戏板块业务由都玩网络及其全资子公司江苏易乐、嘉兴傲游、上海指禅运营，主要是网页游戏、移动游戏的开发以及游戏运营。2015 年都玩网络实现营业收入 2.47 亿元，同比 2014 年增长 44.62%，实现净利润 1.4 亿元（扣非后净利润 1.36 亿元），同比 2014 年增长 26.66%。在网络游戏研发运营业务方面，都玩网络专注于强竞技性动作角色扮演网络游戏的研发，在网页游戏的基础上进一步拓展移动游戏市场，并采用多平台共同发展的战略积极拓展自有游戏运营平台业务。

图表 49：网页游戏产业链



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 50：移动游戏产业链



来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 研发迭出爆款，布局强化影游联动

都玩网络近年来业务发展速度较快，9K9K 发布的《2015 年中国网页游戏研发商开服数量 Top20》排名中，上海都玩位列以开服 2909 组跻身前 20。

图表 51：2015 年中国网页游戏研发商开服数量 Top20

2015年研发商开服排行榜		
	第一名：上海三七互娱 服务器：42351 组 传奇霸业 22463	
	第二名：广州创思 服务器：31243 组 烈焰 10212	
	第三名：趣游集团 服务器：13291 组 天书世界 12938	
TOP4：墨麟集团	服务器：12447组	详情
TOP5：上海君游	服务器：9891组	详情
TOP6：广州四三九九	服务器：9125组	详情
TOP7：青果灵动	服务器：7814组	详情
TOP8：广州酷游	服务器：6915组	详情
TOP9：上海重剑	服务器：6778组	详情
TOP10：云游控股	服务器：6643组	详情
TOP11：上海锐战	服务器：6109组	详情
TOP12：上海心动	服务器：5878组	详情
TOP13：上海游族	服务器：5660组	详情
TOP14：深圳风云互动	服务器：5244组	详情
TOP15：广州仙海	服务器：4955组	详情
TOP16：无锡七酷	服务器：4616组	详情
TOP17：上海易娱	服务器：4099组	详情
TOP18：搜狐畅游	服务器：3354组	详情
TOP19：成都朋万	服务器：3087组	详情
TOP20：上海都玩	服务器：2909组	详情

来源：9K9K，天风证券研究所

都玩网络目前已经推出《武尊》、《烈火屠龙》、《傲视遮天》等 11 款人气网页游戏产品以及《怒斩轩辕》、《武尊》手机版和《烈火屠龙》手机版等 13 款手机游戏产品并有数款新游计划在 2016 年上线。都玩网络的多款网页游戏产品均以独家代理形式在腾讯、37 游戏、4399 等国内最主要的网页游戏平台运营，同时联运平台的合计数量超过 500 家。都玩网络的手机游戏产品也已经通过苹果公司的 App store，腾讯、百度等渠道运营。

图表 52：都玩网络游戏爆品

游戏产品	具体表现
<p>《武尊》</p> 	<p>《武尊》是都玩网络迄今为止推出的最为成功的一款网页游戏产品。《武尊》的上线时间为 2013 年 1 月，运营至今累计玩家总数近 3,000 万，玩家累计充值金额超过 3 亿元，最高同时在线玩家人数超过 8 万人。《武尊》在 9K9K.COM 统计的 2013 年度网页游戏开服排行榜上位列第 5。</p>
<p>《烈火屠龙》</p> 	<p>《烈火屠龙》是都玩网络在腾讯开放平台推出的首款网页游戏产品，融合了古朴唯美画风、热血攻城战、丰富活动，高自由度的玩法等元素，同时实现了以网页构架形式展现海量用户同场景的游戏互动体验和操作方式。《烈火屠龙》的上线时间为 2013 年 6 月，并在 2014 年 3 月登陆腾讯游戏大厅。《烈火屠龙》上线以来各月玩家充值金额保持上升趋势，最高同时在线玩家人数超过 7 万人，在腾讯平台的网页游戏中按玩家月充值金额排名位居前十。</p>
<p>《傲视遮天》</p> 	<p>《傲视遮天》是都玩网络推出的第一款热门网页游戏产品。该游戏融合了当时网页游戏的最新技术，采用全新的即时战斗模式，以独特的地下城冒险、团队多人 pvp 为核心，让玩家可以体验到类似客户端游戏的 PK 操作感受。《傲视遮天》的上线时间为 2011 年 5 月，至今仍在运营中，产品生命周期已经超过 3 年，最高同时在线玩家人数超过 5 万人，玩家充值金额累计也超过 2.8 亿元。</p>

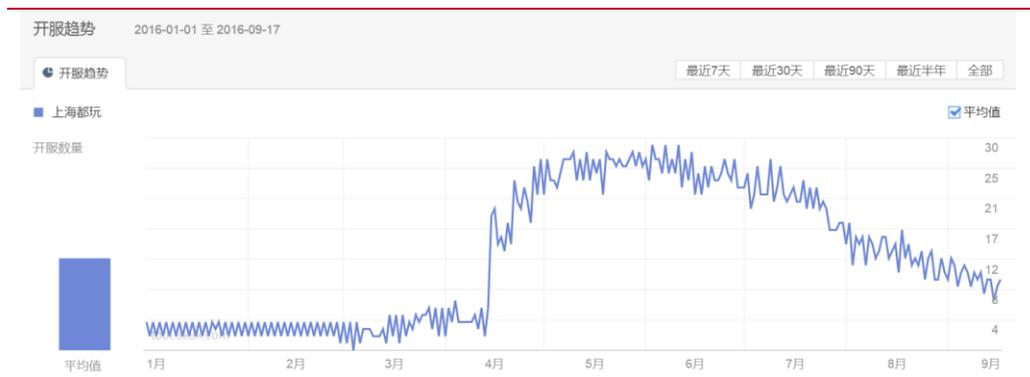
来源：公司公告，天风证券研究所

经过数年发展，都玩网络培养了一批对网页游戏开发具备深刻理解的策划、程序、美术、测试专业人才，形成了一套行之有效的游戏开发流程，建立起了高效、团结的网页游戏开发团队，并且在游戏策划、核心玩法设计、客户端和服务端端的开发与优化等方面形成了独有的技术成果和经验积累。凭借网页游戏开发业务积累的运作经验、技术成果和财务资源，都玩网络迅速建立并充实了移动游戏开发团队。团队核心成员均来自国内一线的游戏公司，具有多年的游戏研发和发行经验。各个团队研发、代理的游戏项目也将在今年陆续上线。除了公司传统擅长的重度游戏研发以外，还积极布局不同游戏类型，休闲游戏，二次元游戏，棋牌游戏等，从中长期的角度拓展游戏产品市场布局的能力。

公司在不断提高页游、手游研发规模的同时强化影游联动类型产品。2016年上半年都玩网络分别在北京、广州、上海、成都、南京等地组建了团队，先后签下了秀丽江山、鬼吹灯等有大量粉丝用户的优秀影视IP的开发权。《热血战歌》、《傲视沙城》、《天门传奇》、《英雄霸业》等新游戏陆续上线均有理想的市场表现。其中《热血战歌》于2016年3月上线，与360平台合作，截至6月底总流水达到5500万元。页游《龙城传奇之路》在2016年3月开始公测，公测期间月流水突破300万元，预计下半年上线。

在研游戏方面，《秀丽江山之长歌行》、《斩妖录》、《水族馆消消乐》、《传奇霸业》、《梦想大富翁》、《幻姬骑士团》等游戏也将于下半年上线运营。

图表 53: 都玩网络 16 年初至今开服趋势



来源：9K9K，天风证券研究所

此外，2015年，都玩网络在夯实研发业务的基础上，还重点发展游戏周边服务性产品的研发，成立了产品研发部门，自主研发了微端游戏盒子、苹果手机助手及VR游戏平台。游戏盒子到2015年12月份累计下载已经达到百万级。

图表 54: 网络游戏板块的竞争优势

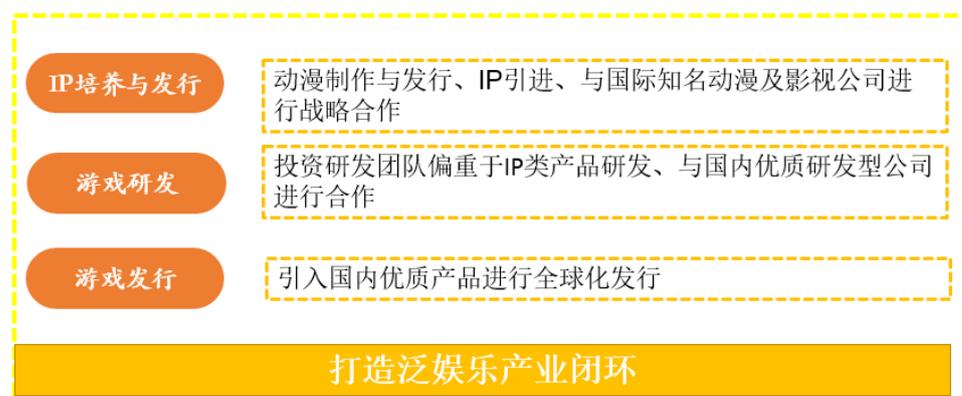
优势	具体表现
持续推出多款成功产品，继续加大研发投入	都玩网络在持续推出成功产品方面拥有着良好表现。《武尊》的玩家充值金额已累计超过 4 亿元，是 2013 年度网页游戏市场关注度最高的成功作品之一；《烈火屠龙》由于在腾讯开放平台取得的良好成绩升级至腾讯游戏大厅运营，玩家充值金额在腾讯平台的网页游戏中处于领先行列；更早之前推出的《傲视遮天》的玩家充值金额累计也超过 2.8 亿元； 经过数年发展，都玩网络培养了一批对网页游戏开发具备深刻理解的策划、程序、美术、测试专业人才，形成了一套行之有效的游戏开发流程，建立起了高效、团结的网页游戏和移动游戏开发团队；
积极开展海外游戏发行及 IP 引进业务	都玩网络于 2016 年 2 月成为韩国公司 Aimhigh 第二大股东，Aimhigh 将致力于长期为欧美地区、日本、韩国、香港、澳门及台湾地区提供全球化的手游服务，资有助于增强都玩网络游戏海外发行能力，并锁定海外优秀的影视及游戏 IP。
不断拓展国内发行渠道，提高游戏发行能力	2016 年 6 月都玩收购自由星河 70% 股权，自由星河游戏发行业务涉及腾讯平台、微信平台等多个渠道，以及网页及手机游戏产品的联运。此前自由星河主打的影游联动产品《花千骨》、《蜀山战纪》、《半月传》均取得了较好的市场表现和行业影响力，对自由星河的并购完成后公司将获取更多的游戏发行渠道资源，与游戏研发业务形成互补，有利于促进都玩网络游戏产品不断提高辨识度及延长生命周期。未来凭借上市公司在影视行业的资源及优势引进更多受众广泛的优质影视 IP，并有效整合公司内部影视与游戏营销资源，提高公司整体影游联动业务规模和核心竞争力。

来源：公司公告，天风证券研究所

► 拟投资韩国 AIMHIGH 拓展游戏出海和 IP 引进

为完善公司海外布局，开拓海外游戏发行业务的同时引进优质的 IP，2016 年 2 月公司使用 2786 万元人民币认购韩国 KOSDAQ 上市公司(株)AIMHIGH GLOBAL 1,873,606 股增发股票，成为其第二大股东（持股 7.75%）。AIMHIGH 大股东映蝶网络承诺将其全部游戏 IP 无偿转让给 Aimhigh 公司，包括双截龙（游戏及影视动漫改编权）、热血高校（影视及动漫改编权）、热血英豪（全部权利）等知名的传统游戏，这些 IP 在影视动漫改编、手游开发等方面均有较大发展空间，此外，Aimhigh 公司将获得映蝶网络公司海外发行团队的全部人员及资源，该团队有丰富的海外发行操作经验，负责海外的本地化推广及运营工作。未来 Aimhigh 公司将致力于长期为欧美地区、日本、韩国、香港、澳门及台湾地区提供全球化的手游服务，有助于增强都玩网络游戏海外发行能力，并锁定海外优秀的影视及游戏 IP。

图表 55: 都玩网络加盟后 Aimhigh 有望打造泛娱乐产业闭环



来源：公司公告，天风证券研究所

因此公司与 Aimhigh 在影视制作、发行以及游戏开发、发行领域均有较大的契合度及合作空间。公司将获得 Aimhigh 游戏未来游戏项目的优先合作权，弥补公司游戏业务板块在海外发行业务方面的短板，全面展开在国内与韩国市场的游戏合作开发、

发行、以及锁定高质量的游戏及影视 IP 引进等业务。

➤ 收购自由星河，拓展游戏发行平台和发行渠道

2016 年 6 月都玩网络以 1.9 亿元对价获得自由星河 70% 股权(其中:增资 1,000 万元获得 3.6842% 股权, 出资 1.8 亿元受让 66.3158% 股权); 自由星河承诺 2016 年/2017 年/2018 年实现扣后净利润分别不低于人民币 3,300 万元/4,000 万元/4,670 万元。

自由星河成立于 2014 年 8 月, 游戏发行业务优势集中在腾讯游戏和微信平台, 并擅长影游联动游戏产品的发行, 此前自由星河主打的影游联动产品《花千骨》、《蜀山战纪》、《半月传》均取得了较好的市场表现和行业影响力, 下半年将陆续上线页游《秀丽江山》、页游《幻城》等影游联动产品。2015 年自由星河实现营业收入 20,79.67 万元, 净利润 636.92 万元。2016 年 1-3 月份实现营业收入 1982.82 万元, 净利润 551.45 万元。

图表 56: 自由星河目前的主要游戏产品

游戏名称	页游/手游	游戏类型	游戏上线时间	研发企业	运营模式	主要发行区域
小小村长	页游	策略	2015 年 11 月	天迷网络	开平	大陆
半月传	页游	RPG	2016 年 3 月	乐多数码	开平	大陆
蜀山战纪	页游	RPG	2015 年 12 月	爱奇艺科技	开平	大陆
花千骨	页游	回合制	2015 年 7 月	爱奇艺科技	开平	大陆

来源: 公司公告, 天风证券研究所

自由星河丰富的游戏发行渠道资源, 与公司游戏研发业务形成互补, 有利于促进都玩网络游戏产品不断提高辨识度及延长生命周期。未来都玩网络可凭借上市公司在影视行业的资源及优势引进更多受众广泛的优质影视 IP, 并有效整合公司内部影视与游戏营销资源, 提高公司整体影游联动业务规模和核心竞争力。

投资建议:

前文提到两块业务的承诺业绩(耀莱影城承诺 2014 年/2015 年/2016 年/2017 年实现扣非后归母净利润不低于 1.45 亿元/2.2 亿元/3.1 亿元/3.3767 亿元; 都玩网络承诺 2014 年/2015 年/2016 年/2017 年实现扣非后归母净利润不低于 1.02 亿元/1.32 亿元/1.63 亿元/1.9298 亿元)。

结合系列电影投资, 已确认的如 16 年已上映《绝地逃亡》、改档 11 月的《我不是潘金莲》、年底左右《铁道飞虎》, 以及 17 年预计上映《功夫瑜伽》、《普通人》等持续大片投资宣发, 保守预测公司 16-18 年实现净利润为 5.56 亿/7.43 亿/9.12 亿, 分别同比增长 303%/33.6%/22.7%。这里考虑电影票房预测有一定不确定性, 暂时基于谨慎原则, 不排除随着电影票房确认继续上调盈利预测。

参考可比院线龙头万达院线当前市值 800 亿, 新股中国电影当前市值 550 亿(上市涨停板打开最高市值 750 亿), 考虑公司院线优质资产稀缺性突出, 同时围绕内容与渠道的协同布局有望持续夯实影视娱乐生态闭环。公司增发后获得 23 亿资金, 对

全国影院资源的持续整合以及内容领域的积累突破有望带来更大业绩弹性,前期劣后参与总规模12亿产业基金合理推测后续应有布局。综合给予6个月目标市值600亿,当前总股本16.49亿股,若按照本次增发2.05亿股计算,摊薄后总股本为18.54亿股,对应目标价32.36元,给予买入评级。

图表 57: 同行可比估值

公司简称	2015	2016E	2017E	2015EPS	2016EPS	2017EPS	15年PE	16年	17PE	15年	16年	17年
	净利 润	净利 润	净利 润					PE		PS	PS	PS
游久游戏	0.75	0.73	0.97	0.09	0.09	0.12	154.67	158.30	118.76	8.12	31.27	24.01
万达院线	11.86	16.23	21.65	1.01	1.38	1.84	69.39	50.70	38.01	10.28	6.59	4.88
幸福蓝海	1.07	1.55	2.03	0.34	0.50	0.65	122.18	84.24	64.54	9.10	6.96	5.30
中国电影	8.68	10.91	13.74	0.47	0.58	0.74	63.39	50.46	40.07	7.54	6.21	5.03
平均值	5.59	7.36	9.60	0.48	0.64	0.84	102.41	85.92	65.34	8.76	12.76	5.44

来源: wind, 天风证券研究所 (注: 2016E、2017E 净利润采用 wind 一致预期, 数据更新日期 2016 年 9 月 19 日)

风险提示: 电影行业增速波动风险, 行业竞争加剧, 募投项目进度不达预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)