



智力体育生态圈打开未来增长空间

——联众（6899.HK）

2015年04月28日

强烈推荐/维持

联众

个股精选

分析师：谭可	执业证书编号：S1480510120013	010-66554011	tanke@dxzq.net.cn
王昕	执业证书编号：S1480511090001	010-66554015	wangxin@dxzq.net.cn
联系人：代云彬	010-66554130	daiyb@dxzq.net.cn	微信订阅号“东兴海外研究”
汤杰	010-66555481	tang-jie@dxzq.net.cn	

关注1：“智力体育生态圈”打造进行时

公司打造“智力体育生态圈”，这既符合国务院46号文颁布后体育产业成为国家战略的大趋势，也能使公司积累分享2025年体育产业达到5万亿产值的潜在能力，公司目前打造智力体育生态实质就是打造消费生态，打造消费生态也就为公司未来上升空间建立了坚实的基础。

联众目前掌握的WPT八年亚洲15国独家授权、世界桥牌锦标赛四年独家授权和2015年全国智力运动会专经营权使线上线下游戏的融通协同效应发挥到了很高的水平，也是其区别于同类公司的核心竞争力之一。

图1：智力运动生态圈



资料来源：Wind、公司资料、东兴证券研究所

在线游戏：线上预选货币化，线下参赛

线上游戏平台成为选手练习的平台，并成为货币化的重要来源，选手达到一定水平和标准可以参加线下比赛，线下具有影响力的比赛能为线上增强人气和宣传效果并增强用户粘性。游戏内容的持续增加，手机端渠道扩展将增强线上和线下的协同效应。

直播与视频

直播和使用视频传播重大赛事内容能获得赞助和广告收入，并增强赛事影响力。CCTV、优酷、乐视、百事通

等不同形式的传播大大增强了赛事的影响力和营收能力，经与公司沟通，目前赞助和广告已完全能够抵消赛事成本。

品牌赛事—联众目前已经获得如下重大赛事的授权:

联众与 WPT 签订了 8 年亚洲 15 国的独家授权;

世界桥牌锦标赛的未来四年 (2015-2018) 的独家授权;

2015 年文化部和联众还计划在湖南, 陕西, 北京举办中国棋牌竞技大赛;

2015 年 3 月联众获得国家体育总局授予的 2015 年第三届全国智力运动会的专营权。

线上线下载地

2014 年 Q4 文化部颁布了促进网络服务行业升级的意见, 这切合可公司一贯看好的线下网吧的新开发机会。公司将与之前收购股权的网鱼网咖及合作组织打造线下 O2O 生态系统。公司公告海南省文化广电出版体育厅将与公司进行战略合作, 于海南设立其南方区域总部, 在海南致力发展其移动及家庭娱乐业务。海南省文化广电出版体育厅将支持并与公司在海南共同探索推进政府认可的竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开型彩票的设立和销售。

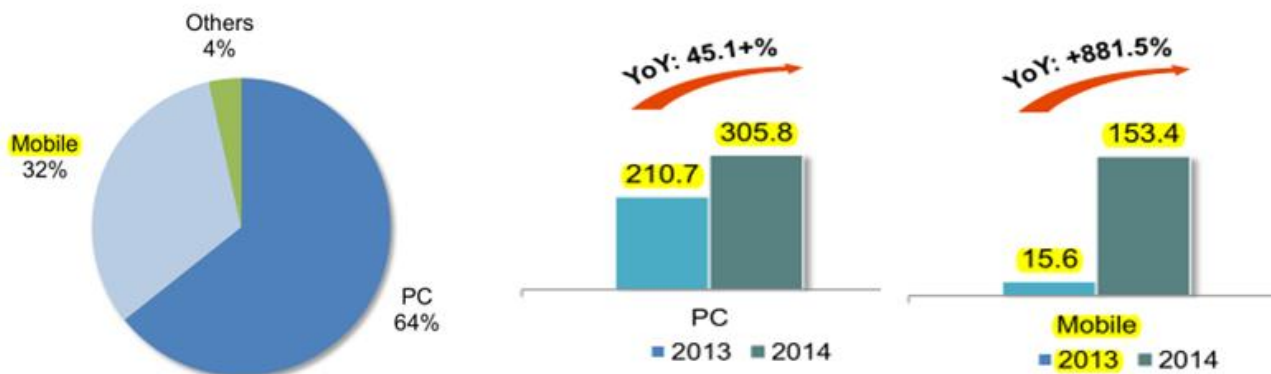
棋牌教育

联众有计划将在 2015 年继续完善在线棋牌教育, 与百视通的合作也涉及电视棋牌教育, 具体计划在进一步制定中, 公司也将注意各类其他棋牌教育项目。

关注点2: 公司移动端业务高速发展

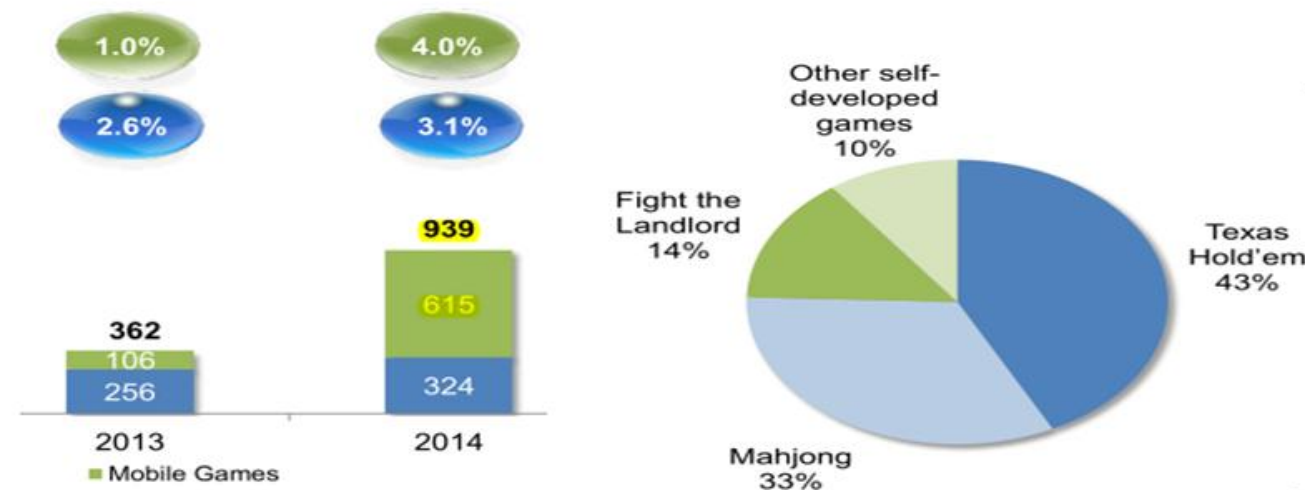
由于2014年手机端流量货币化速度加快, 移动游戏收入增长约9倍, 达到1.5亿元, 主要受益于移动端月活跃用户的增长 (47%)、移动付费比例提高 (1%提高到4%) 和用户的增长 (7万增长到约14万), 我们预计2015年手机移动游戏能够取得三位数增长, 对公司收入贡献从32%提高到50%。

图 2: PC 和移动端占比和增长情况



资料来源: Wind、公司资料、东兴证券研究所

图 3: 付费人数增长与各部分业务收入占比



资料来源: Wind、公司资料、东兴证券研究所

关注点 3: 公司用户结构优势明显

棋牌类游戏是联众的主营内容，此类游戏的特点决定了其用户具有的“三高”特点，即高粘着力、高忠诚度和高度认真。独特“三高”客户群的持续积累和不断增长将是公司长期业绩的重要支撑。

盈利预测与投资评级

FY15 收入预计长增长 55% 我们预计 FY15 年收入整体增长 55%至 7.38 亿元。其中 PC 收入增长 9%至 3.34 亿, 移动收入增长 144%至 3.74 亿, 其他等广告收入增长 100%至 0.3 亿, PC 游戏, 移动游戏和广告赞助收入的占比分别为 45%, 50%和 5%。

FY15 利润增长 42%。预计 FY15 各项费用后的净利润增长 42%至 138.65 亿元。利润增速略低于收入增速的原因 1) 预期今年更多的国内赛事, 特别是国外赛事本地化等产生更多的营销和落地费用; 2) 新业务拓展导致人力和其他成本增加。

预计 2015 和 2016 年 EPS 分别为 0.23 元和 0.32 元, 对应 PE 27 倍和 19 倍。

公司盈利预测表

关键指标	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万)	236.79	476.21	738	1029
增长率(%)	14.86	101.11	54.97	39.43
归属母公司股东净利润(百万)	35.05	97.64	138.65	194.11
增长率(%)	19.67	178.56	42	40
EPS	0.09	0.16	0.23	0.32
PE	108.9	38.75	26.96	19.38

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

风险提示

智力运动生态圈构建放缓; PC端业务放缓。

分析师简介

谭可

海外研究组组长，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

王昕

经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，2009-2014年从事农林牧渔行业研究，目前从事海外研究。曾获2012年度、2013年度“天眼”中国最佳证券分析师评选—最佳选股分析师（农林牧渔行业）第二名。

代云彬

硕士，2014年加入东兴证券研究所，曾在港就职于国际组织，在京就职于海问律师事务所从事资本市场业务，目前在东兴证券研究所从事海外研究工作。

汤杰

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

东兴海外研究团队

研究覆盖港股、美股等主要海外市场，关注领域涉及大消费、TMT、新能源、医药等多个板块，专注于民营资本背景、模式领先、并放眼全球的中国价值企业挖掘。团队主要成员具有海外与内地双重投研经历，对境内外市场运作环境、投资价值体系有较深刻认识。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。