



联众 (6899 HK); 未评级

市值	HKD2.69 十亿元
股价 (日期)	HKD3.44 元

报告分析师:

王佳卉

+86 21 6187 3821 Nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献:

应豪

+86 21 6187 3824 francisying@yuanta.com

中国互联网产业

联众 (6899 HK; 未评级) – 2014 年业绩稳健, 线下业务扩张有望提升估值

2014 年业绩稳健, 2015 年前景乐观: 我们预计联众移动游戏业务将大幅增长, 2015 年 PC 游戏将继续稳步增长。得益于公司 O2O 生态系统的完善, 联众线下业务扩张有望推动其估值上扬。该股股价对应 Bloomberg 2015 年市场预期每股收益 8.6 倍, 与互联网游戏板块同业相比具有吸引力。

2014 年营收大幅增长 101%: 3 月 27 日联众公布 2014 全年和 4 季度业绩。2014 年营收同比增长 101% 至人民币 4.76 亿元, 调整后归属股东净利润增长 288% 至人民币 1.44 亿元。调整后盈利较市场预期高 33%。公司认为营收同比增长的原因是公司自行开发的 PC 游戏和移动游戏销售额大增。利息收入及汇兑收益增加带动盈利增长, 而公司销售营销费用和游戏佣金均有所上升, 且认列一次性上市费用。若剔除一次性上市费用和财务成本波动, 2015 年盈利仍将维持高位, 系因互联网游戏业务迅猛增长。

公司持续投入线下业务发展, 尤其是德州扑克锦标赛, 例如在中国举行的世界扑克巡回赛 (WPT)。2014 年线下锦标赛收入同比增长 66% (占总营收的 4%)。公司计划通过与 WPT、地方政府及网络播放平台的持续合作, 在 2015 年举办更多锦标赛。同时, 公司希望通过已取得的 WPT 亚洲授权扩大赛事的承办范围。另外, 公司有意与之前收购股权的网鱼网咖 (中国领先的连锁网吧之一) 及其他网吧合作组织娱乐活动, 从而打造线下 O2O 生态系统。2015 年 O2O 娱乐经营模式有望推动该股估值上扬。

移动游戏业务收入持续增长: 2014 年移动业务收入同比增长 881%。公司主要与手机制造商和电信运营商合作, 累计移动游戏用户。公司移动游戏中, 《德州扑克》和《天天斗地主》的日用户增长数达 13-15 万。公司计划 2015 年移动业务营收占比升至 50%。尽管博雅 (434 HK; 未评级) 和腾讯 (700 HK; 买入) 在移动休闲卡牌游戏市场带来竞争, 公司与手机制造商和电信运营商合作应是大幅扩大用户群的捷径。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来, 投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时, 应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成, 并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问, 请参考原始英文版。

电话会议摘要

盈利能力

随着公司转向移动业务，未来 1-2 个季度毛利率将小幅下滑，但管理层预计公司净利率将保持稳定。

移动业务呈季节性波动

受季节性因素影响，2014 年 4 季度移动业务稳定增长。管理层预计 2015 年 1 季度移动业务的显著增长。公司与手机制造商（尤其是小米和 **Op**po）合作发展移动用户。电信运营商也对与联众合作抱有极大兴趣，希望借此开发完整的 **O2O** 生态系统。公司可能在移动业务业绩占比足够高时，引导部分高端移动游戏用户转移至 **PC**，因为 **PC** 端 **ARPU** 更高。

海外业务发展

目前公司暂无海外营收贡献。然而，公司尝试发展海外业务，2015 年下半年将在印度尼西亚发行《德州扑克》相关产品。

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计：	413	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀约。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送给美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼