

证券研究报告

行业



6899.HK 联众

买入  
(首次)

## 棋牌游戏为核心，构建智力运动生态圈

2015年11月3日

## 市场数据(港币)

|            |           |
|------------|-----------|
| 报告日期       | 2015.11.3 |
| 收盘价(港元)    | 4.02      |
| 总股本(百万股)   | 785.5     |
| 流通股本(百万股)  | 785.5     |
| 总市值(百万港元)  | 3,142.1   |
| 流通市值(百万港元) | 3,142.1   |
| 净资产(百万元)   | 926.5     |
| 总资产(百万元)   | 1170.8    |
| 每股净资产(元)   | 1.49      |

## 相关报告

联众(6899.HK) 2015Q2 业绩点评

分析师:

张衡

hengzhang@xyzq.com.cn

S0190515010005

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

研究助理:

杨耀波

yangyaobo@xyzq.com.cn

SFC: BEJ406

## 主要财务指标

| 会计年度      | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E     |
|-----------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入(千元)  | 475,769 | 745,393 | 915,651 | 1,031,485 |
| 同比增长(%)   | 101%    | 57%     | 23%     | 13%       |
| 净利润(千元)   | 122,174 | 162,664 | 211,515 | 238,273   |
| 同比增长(%)   | 149%    | 33%     | 30%     | 13%       |
| 毛利率(%)    | 62%     | 55%     | 55%     | 55%       |
| 净利润率(%)   | 26%     | 22%     | 23%     | 23%       |
| 净资产收益率(%) | 14%     | 15%     | 17%     | 16%       |
| 基本EPS(元)  | 0.16    | 0.21    | 0.27    | 0.30      |

资料来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **智力运动: 受众广, 参与度高, 体育产业的蓝海市场:** 围棋和中国象棋起源于中国, 有着超过千年的历史, 是中国文化的一部分, 目前爱好者预计是千万级别的人数规模, 而更为广义的智力运动包括扑克和麻将等, 我们预计约有 8 亿的爱好者。另外, 中国作为智力运动的领先国家, 政府有着极高的关注。我们认为智力运动会受益于体育改革中的产业升级, 以政府为主导, 通过协会实体化监管, 引入社会资金, 共同推进智力运动的发展。
- **以棋牌游戏为核心构建智力运动生态圈:** 联众在策略层面上提出了发展“智力运动生态圈”的大方向, 主要分成以下五环: 1) 线上游戏; 2) 游戏&比赛播放; 3) 赛事运营; 4) O2O 拓展; 5) 棋牌运动教育。我们认为各个业务在生态圈内都能产生收入和实现盈利, 同时与其他业务形成协同作用, 相互导流, 增加用户粘性和满足度。
- **与 WPT 业务整合, 协同效应明显:** 联众的强项在于对国内市场的了解, 以及游戏开发、游戏运营和平台建设等方面的互联网“硬”技术, 而 WPT 的优势在于品牌的国际知名度、赛事运营能力、媒体传播和赞助商伙伴等方面的“软”技术。我们认为两者的结合, 恰恰让各自的自身优势填补了对方的弱项。1) WPT 的线上游戏平台将会得到优化; 2) 联众赛事运营能力提上; 3) 树立“专业性”品牌形象; 4) 签约牌手、赞助商、赛事录制和运营团队等资源分享
- **坐拥顶级赛事上游资源, 构建行业壁垒:** 联众拥有 WPT 品牌赛事, 同时推动创立了【国际麻将联盟】, 并按中国规则举办了首届世界麻将运动会, 另外是唯一与国家体育总局棋牌运动管理中心签订合作协议的企业, 协助举办了多项全国大型智力运动赛事。联众在智力运动赛事资源方面有着绝对的优势, 仍未有竞争对手可以比拟。



- **棋牌教育市场潜力巨大，商业价值有待开发：** 目前全国每年约有 250-300 万人接受棋牌的专业培训，年平均花费在 3000-6000 元之间，专业培训市场规模在 75-180 亿人民币之间，加上棋牌教育节目、相关教材和认证费用，棋牌教育市场规模预计在百亿级别。联众的棋牌教育业务具体会通过 1) 建设棋牌中心管理平台；2) 棋牌教育视频；3) 证书认证；4) 线上或线下实时辅导等形式产生收入。
- **020 拓展：** 参股 10%【网鱼网咖】是目前最为成功的参股投资，预计其在 1-2 年会上市，给联众带来可观的投资收益，同时也是联众连接线下与线下的重要地点。另外联众参股 51%的【网鱼电竞馆】在 11 月开业，是国内首家开业的大型电竞馆。随着近期电竞联盟的成立，预计会推动行业继续火速发展，电竞馆会给联众提供新的收入增长点。
- **盈利预测及投资评级：** 联众的智力运动布局 and 全球化布局已经初步实现，收入上尽管还未反应出来（棋牌教育收入不在盈利预测中），但已经不再是一家单纯的游戏公司，估值上应较其他游戏公司给予一定的溢价。我们预计联众 2015、2016 和 2017 年利润分别为 1.62 亿、2.12 亿和 2.38 亿人民币，给予买入评级，未来 6 个月内目标价 5.1 港元，对应 2015 年 20 倍 EPS。
- **风险提示：** WPT 整合可能未如预期，管理和文化差异会是主要障碍；智力运动推行可能不如预期；线下比赛可能未能有效带动线上收入的提升。

## 目录

|                                      |      |
|--------------------------------------|------|
| 1、公司简介：全新战略，构建智力运动生态圈.....           | 3 -  |
| 1.1、发展历程：近 20 年历史，从线上走向线下、走向国际化..... | 4 -  |
| 1.2、股权及管理层介绍：雇佣职业经理人，控股股东不参与运营.....  | 5 -  |
| 1.3、公司业务：以棋牌游戏为核心的智力运动生态圈.....       | 6 -  |
| 1.3.1、线上游戏：.....                     | 6 -  |
| 1.3.2、游戏&赛事直播及转播：.....               | 8 -  |
| 1.3.3、赛事运营：.....                     | 8 -  |
| 1.3.4、O2O 拓展：.....                   | 9 -  |
| 1.3.5、棋牌教育：.....                     | 9 -  |
| 1.4、WPT 介绍：全球覆盖率最高的顶级扑克赛事品牌.....     | 9 -  |
| 2、智力运动：受众广，参与度高，体育产业的蓝海市场.....       | 11 - |
| 2.1、中国智力运动历史悠久，全民参与的休闲娱乐.....        | 11 - |
| 2.2、政企合作，共同推进智力运动+互联网.....           | 11 - |
| 3、公司核心竞争及未来发展：.....                  | 12 - |
| 3.1、联众与 WPT 业务整合，协同效应明显.....         | 12 - |
| 3.1.1、WPT 的线上游戏平台将会得到优化.....         | 12 - |
| 3.1.2、提升联众赛事运营能力.....                | 12 - |
| 3.1.3、树立“专业性”品牌形象.....               | 12 - |
| 3.1.4、签约牌手、赞助商、赛事录制和运营团队等资源共享.....   | 13 - |
| 3.2、坐拥顶级赛事上游资源，构建行业壁垒.....           | 13 - |
| 3.2.1、WPT 品牌稳坐中国扑克赛事顶尖宝座.....        | 13 - |
| 3.2.2、创立新【国际麻将联盟】，举办首届世界麻将运动会。.....  | 13 - |
| 3.2.3、唯一与国家体育总局棋牌运动管理中心签订协议的企业。..... | 14 - |
| 3.3、棋牌教育市场潜力巨大，商业价值有待开发.....         | 14 - |
| 3.4、参股形式拓展 O2O，增强联众品牌知名度.....        | 15 - |
| 4、财务分析.....                          | 16 - |
| 4、盈利预测及估值.....                       | 17 - |

## 图表

|                                   |      |
|-----------------------------------|------|
| 图表 1、联众的发展历程.....                 | 4 -  |
| 图表 2、股权结构图.....                   | 5 -  |
| 图表 3、联众【智力运动生态圈】.....             | 6 -  |
| 图表 4、联众热门游戏.....                  | 7 -  |
| 图表 5、联众 PC&移动端 MUA（单位：千人）.....    | 7 -  |
| 图表 6、联众 PC&移动端 MPU（单位：千人）.....    | 7 -  |
| 图表 7、联众 PC&移动端付费率对比.....          | 7 -  |
| 图表 8、联众 PC&移动端 ARPPU（单位：元/月）..... | 7 -  |
| 图表 9、联众参与举办的棋牌赛事.....             | 8 -  |
| 图表 10、WPT 各等级比赛.....              | 10 - |
| 图表 11、世界顶级扑克赛事.....               | 10 - |
| 图表 12、世界顶级扑克赛事.....               | 11 - |
| 图表 13、联众参投公司及项目.....              | 15 - |
| 图表 14、网鱼网咖实拍.....                 | 15 - |
| 图表 15、网鱼电竞实拍 1.....               | 16 - |
| 图表 16、网鱼电竞实拍 2.....               | 16 - |
| 图表 17、中国电竞行业规模.....               | 16 - |
| 图表 16、中国电竞用户规模.....               | 16 - |
| 图表 18、联众收入&利润（单位：千元）.....         | 17 - |
| 图表 19、联众收入&利润增速.....              | 17 - |
| 图表 20、联众毛利率&净利率.....              | 17 - |
| 图表 21、联众各项费用的收入占比.....            | 17 - |
| 图表 22、盈利预测（单位：千元）.....            | 18 - |
| 图表 23、盈利预测（单位：千元）.....            | 19 - |

## 1、公司简介：全新战略，构建智力运动生态圈

### 1.1、发展历程：近 20 年历史，从线上走向线下、走向国际化

联众创立于 1998 年，属于中国互联网产业的开荒者之一。在过去 10 余年的发展当中，联众经历了易主和策略重心转变等重大事件，2004 年海虹控股和韩国 NHN 在控股联众之后转型发展大型线上网络游戏，但在遭遇了诸多波折之后于 2010 年底被伟德沃富投资收购，把业务重心回归至棋牌游戏并发展至今日。目前，联众全球范围拥有超过 5 亿注册用户，200 多款棋牌休闲游戏。公司在 2015 年与国家体育总局及文化部达成合作共同推进“智力运动”，在收购 WPT 之后，联众的智力运动生态圈的构建基本成型：以棋牌游戏为核心，构建了包含线上游戏、赛事运营、游戏和赛事直播、海外市场拓展、棋牌运动教育及认证等丰富内容的智力运动产业生态圈。

图表 1、联众的发展历程

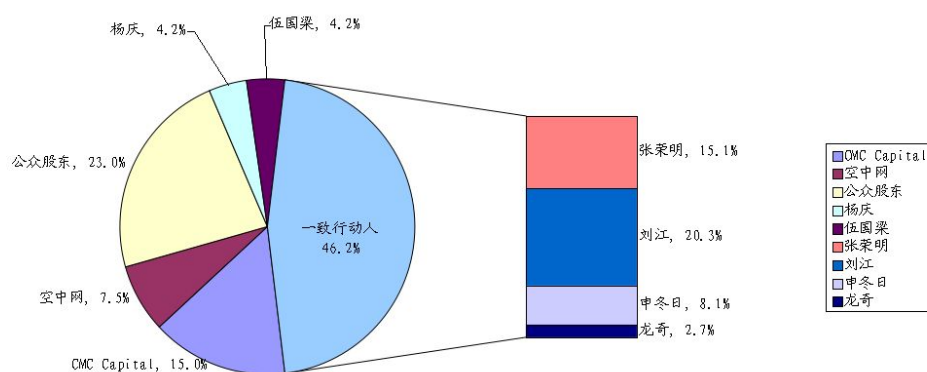
|      |                                                                                                                            |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1998 | 北京联众电脑技术有限责任公司成立                                                                                                           |
| 2000 | 举办中韩在线围棋赛。                                                                                                                 |
| 2004 | 海虹控股与韩国 NHN 取得公司控制权并转型大型多人网络游戏。                                                                                            |
| 2005 | 开始引入第三方运营游戏。                                                                                                               |
| 2008 | 作为中国代理商推出网络游戏《雄霸》。                                                                                                         |
| 2010 | MB0 完成：北京伟德沃富投资顾问有限公司已经正式完成对联众原控股股东海虹控股和韩国股东 NHN 集团所持联众股权的收购；业务重心回归棋牌游戏。                                                   |
| 2011 | 推出网游《天天斗地主》、《达人麻将》，移动游戏《单机斗地主》。                                                                                            |
| 2012 | 推出网游《扑克世界》，手游《达人麻将》；举办第一届《WPT 中国赛》世界扑克巡回赛。                                                                                 |
| 2013 | 举办第二届《WPT 中国赛》。                                                                                                            |
| 2014 | 获得 WPT 亚洲 15 个国家地区独家授权；举办第三届《WPT 中国赛》、推出《WPT 龙巡赛》；第 14 届《世界桥牌锦标赛》；与百事通合作推出在线棋牌游戏和数字教育推广至家庭大屏幕；文化部指导下，举办《中国棋牌竞技大赛》；在香港主板上市。 |
| 2015 | 全资收购 WPT 与国家体育总局棋牌管理中心签订合作协议，成为棋牌综合业务网络化管理项目唯一和服务提供商；与海南省文化部体育厅建立战略合作关系；授权韩国公司举办《WPT 韩国济州岛》；第三届全国智力运动会商务合作伙伴。              |

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

## 1.2、股权及管理层介绍：雇佣职业经理人，控股股东不参与运营

公司的股权结构与大部分中国企业有所不同，采用了与欧美成熟企业相似的职业经理人经营，而董事会监管的架构，通过业绩指标、年薪和股权激励等机制方式使得职业经理人与股东的长远利益相符。主席及联席 CEO 杨庆先生和联席 CEO 伍国梁先生为职业经理人，各自持有联众 4.16% 股权，都是公司股权激励方案授予的薪酬。控股股东张荣明、刘江、申冬日和龙奇为北京伟德沃富投资的主要投资人，在公司股权重组及上市后合计持有 46.2% 股权，并签署了一致行动人的协议。张荣明和刘江目前为联众的非执行董事，而申冬日和龙奇没有在联众担任任何职务。空中网和中国文化为公司基石投资者，分别持有联众 7.5% 和 15% 的股权。公众持股为 23%。

图表 2、股权结构图



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

### 管理层简介：

**杨庆，主席、执行董事、联席 CEO。**杨先生于 2010 年 10 月加入联众（当时为北京伟德沃富投资的 CEO），负责公司的整体运营、策略及咨询科技。在加入联众前，杨先生曾于 IBM 历任多个职位，包括全球商业服务总监及 MBPS Asia Pacific 的 SMB 总监。

**伍国梁：执行董事及联席 CEO。**伍先生于 2004 年加入联众担任首 CFO，后来于 2007 年成为 CEO，负责公司的业务发展、计算机业务及财务。伍先生在加入本集团之前，曾于美国 Grant Thornton LLP 担任高级合伙人，以及电讯盈科的副总裁。

### 1.3、公司业务：以棋牌游戏为核心的智力运动生态圈

联众在策略层面上提出了发展“智力运动生态圈”的大方向，在近年取得了重大的突破，与国家体育总局、文化部以及地方政府都形成了良好的合作关系，并在收购 WPT Entertainment 100% 股权之后进一步完善了“智力生态圈”，更进一步将其延伸至海外市场。联众的 5 个主要业务板块共同组成了“智力生态圈”，具体分为：1) 线上游戏；2) 游戏&比赛播放；3) 赛事运营；4) O2O 拓展；5) 棋牌运动教育。公司目标是各个业务在生态圈内能各自产生收入和实现盈利，并与生态圈内其他业务形成协同作用，相互导向，增加用户粘性和满足度。目前而言，线上游戏仍然是收入及利润的主要来源，其他业务预计会在 2015 或之后的财年中逐步呈现在报表中。

图表 3、联众【智力运动生态圈】

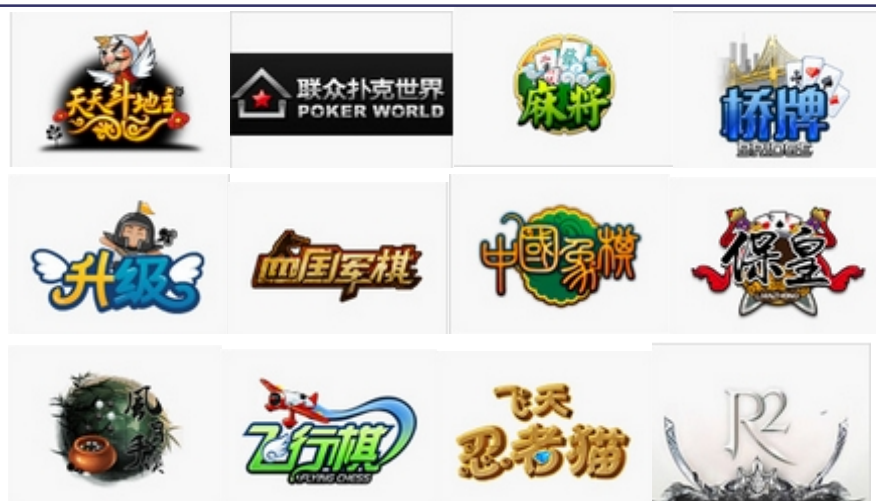


资料来源：公司资料、兴业证券研究所

#### 1.3.1. 线上游戏：

联众拥有一个综合网络游戏平台，通过一站式的 PC 客户端联众大厅、网页游戏和移动 APP 为玩家提供各类棋牌及休闲游戏，其中包括 40 多款的纸牌游戏、25 多款的麻将游戏、20 多款棋类游戏、以及其他第三方运营的大型多人网络游戏和休闲游戏。自主研发游戏是公司的主要收入来源，收入占比超过 98%，第三方以及特许经营游戏是过往遗留下仍在运行的游戏，随着其玩家及收入的下降会逐步关闭服务器。

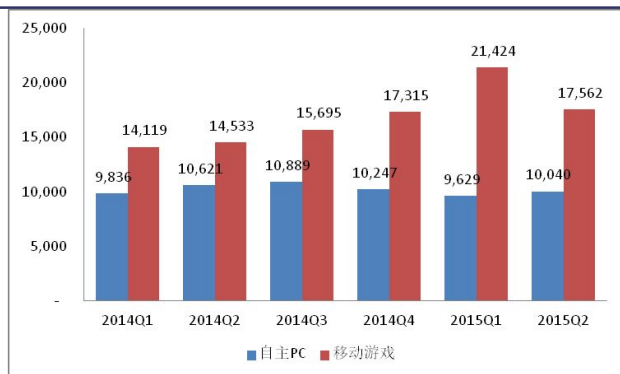
图表 4、联众热门游戏



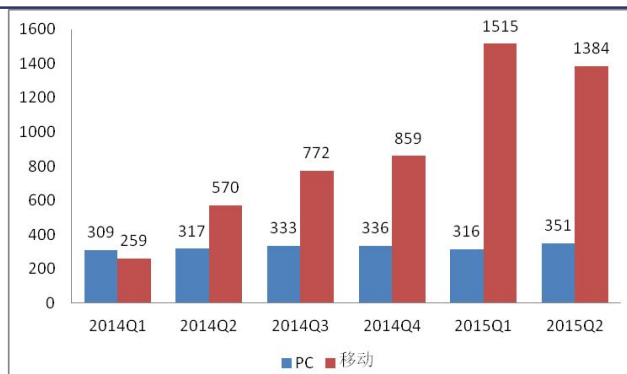
资料来源：公司资料、兴业证券研究所

德州扑克、麻将、斗地主是联众的三大游戏体系。各体系中都有移动端和 PC 端平台,其中麻将和斗地主更是推出了多款不同的玩法以适应各地区差异化的棋牌文化,同时联众也会对原有玩法进行创新,以提高游戏娱乐性、平衡性和竞技性。目前,移动端 MUA 和付费率都已经超过 PC 端,但 PC 端的付费用户更多为高端玩家,PC 端的 ARPPU 值是移动端的 3 倍以上。

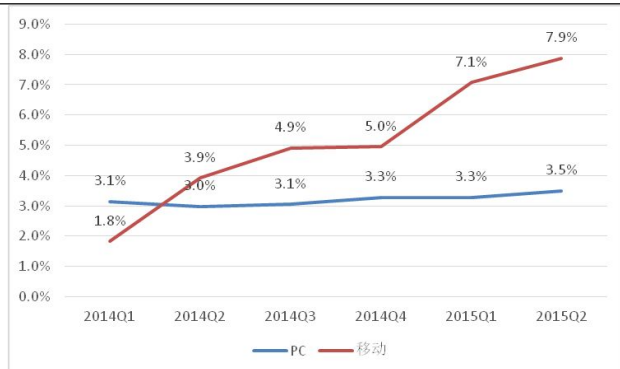
图表 5、联众 PC&amp;移动端 MUA (单位:千人)



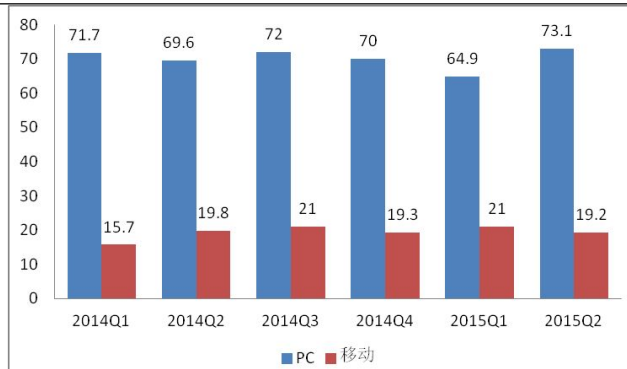
图表 6、联众 PC&amp;移动端 MPU (单位:千人)



图表 7、联众 PC&amp;移动端付费率对比



图表 8、联众 PC&amp;移动端 ARPPU (单位:元/月)



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

### 1.3.2. 游戏&赛事直播及转播:

联众拥有专业的团队和平台，对大型的线上及线下赛事进行录制、线上直播和授权转播。目前，在中国所有的游戏和赛事播放都是免费提供的，更多的是为了联众品牌的建立以及与国家文化部和体育总局联合推动发展智力竞技运动发展。早在 2003 年，联众象棋就开创了国家级大型赛事网络直播，后来联众平台上的游戏直播功能也拓展至其他棋牌游戏，同时联众通过与百事通（BestTV）及其他线上视频平台进行合作，多渠道播放棋牌赛事。

联众收购 Peerless Media 之后，WPT 海外赛事播放的授权金将会在今年录入公司收入，而且我们预计国内其他大型赛事的播放将会开始向播放平台收取费用，收费模式可以是一次性的授权金，或者按流量或点击进行收入分成，或者两者的混合模式。

### 1.3.3. 赛事运营:

联众拥有多年棋牌赛事运营经验，每年都会在线上和线下举行多次各类棋牌赛事，同时也会与各地方政府、棋牌协会、国家体育总局以及国外机构举行大型的棋牌比赛。赛事的广告赞助费以及门票会带来一定的收入，但目前占比仍然较少。随着棋牌赛事知名度的提升，赛事广告以及其他周边收入有望在未来有所提升。

另外 WPT Entertainment 在非中国地区举办的 WPT 赛事都会收取赛事品牌授权金，同时各等级的赛事会收取筹码入场费，Club WPT 免费、WPT 500（500 美元）、WPT Deepstacks 和 WPT Nationals（最高 3000 美元）、WPT Main Tour（3500+美金）和最高端的 Alpha 8（10 万美元）。在非中国地区，WPT 一般会向对应赌场收取 WPT 的授权金并收取比赛的一定利润分成。

图表 9、联众参与举办的棋牌赛事

| 赛事           | 主办单位                            | 项目   | 时间             |
|--------------|---------------------------------|------|----------------|
| WPT 世界巡回赛    | WPT（联众拥有）                       | 德州扑克 | 2002 年至今每年一届   |
| WPT 中国       | 三亚文化广电出版体育局、联众                  | 德州扑克 | 2012 年至今每年一届   |
| WPT 龙巡赛      | WPT、联众                          | 德州扑克 | 2012 年至今持续进行   |
| 2014 世界桥牌锦标赛 | 世界桥牌联合会主办，中国桥牌协会、三亚市人民政府、联众联合承办 | 桥牌   | 2014 年         |
| 世界桥牌同场双人赛    | 世界桥牌联合会、联众                      | 桥牌   | 2015-2018 年    |
| 全国智力运动大会     | 国家体育总局主办，棋牌运动管理中心及各地方体育局承       | 综合   | 2009、2011、2015 |

|                |                               |     |              |
|----------------|-------------------------------|-----|--------------|
|                | 办、联众拥有 2015 年专营权              |     |              |
| 中国棋牌竞技大赛       | 联众、中国互联网网上服务营业场所行业协会（文化部市场指导） | 综合  | 2014-2015    |
| 斗地主黄金联赛        | 联众、姚记                         | 斗地主 | 2014 年至今每年一届 |
| “80”杯全国省级大师赛   | 联众                            | 升级  | 2012 年       |
| 工行金融@家杯网络棋牌大奖赛 | 联众（工行冠名）                      | 综合  | 2001 至今每年一届  |

资料来源：公司资料、网络、兴业证券研究所

#### 1.3.4. 020 拓展：

联众目前除了线下赛事之外，020 的拓展多以项目参投的形式进行，例如网鱼网咖、VR 眼镜开发、台球和移动游戏开发等。目前这方面的收入贡献有限，我们预计短期内也不会有所改变，这更多的是业务上的协同效应，增加其他业务收入及用户的获取和粘性。

#### 1.3.5. 棋牌教育：

目前教育业务仍在计划当中，联众和 WPT Entertainment 上都有一些教育视频，但仍未系统性的进行统筹规划和整合。我们认为教育业务的看点更多是未来与国家棋牌总局的合作。于 2015 年 5 月，公司与国家体育总局棋牌运动管理中心签订了 10 年合作协议，获得棋牌运动管理中心及中国围棋协会、国际象棋协会、象棋协会、桥牌协会、国际跳棋协会和未来可能成立协会与互联网相关的所有商业开发权，公司负责搭建管理平台、服务平台和探索商业模式，包括但不限于教育、培训、会员管理服务、销售和营销。我们预计管理平台的搭建会在 2015 年底看到初步成果，会有少量的技术服务收入，但更多的教育相关产品仍未有最终方案，我们预计最终呈现形式可以是在线视频教育、线下辅导、统一认证、授予证书以及周边产品等模式，收入和利润预计会跟政府按一定比例进行分成。

#### 1.4、WPT 介绍：全球覆盖率最高的顶级扑克赛事品牌

世界扑克巡回赛（WPT，World Poker Tour）是目前全球顶尖扑克大赛之一，由 WPT Entertainment 于 2002 年创办，于 2009 年被 Party Gaming 旗下的 Peerless Media 以 1230 万美金全额收购，后来于 2011 年 Party Gaming 与网络博彩公司 Bwin 合并中被并入 Bwin Party 旗下。联众在过去 3 年通过独家代理的方式举办了 WPT 中国第一和第二届比赛；2015 年 6 月联众以 3500 万美金收购 Peerless

Media 的所有已发行股份从而获得 WPT Entertainment，并在 10 月底成功举办了 WPT 中国第四届比赛。

WPT 的商业模式是打造一个品牌赛事，通过赛事授权费、报名费、广告费、赛事转播授权费、线上游戏平台、周边产品商标授权费、教育服务等方式创造收入。WPT 赛事一般持续半年，有不同等级和时长的赛事，所对应的授权费、报名费和奖金也会有所不同。报名费在 500-100,000 美金之间，而最终冠军的奖金在几万至几百万美金之间。赛事的录制和节目制作由在美国好莱坞拥的 70 多人团队负责，每年会制作成约 50 小时的节目在全球超过 150 个国家和地区发行播放，其中主要播放渠道有 Fox1、FSN、CBS、Velocity 和 WPT 的官网。过往 WPT 节目的收视率都表现良好，在 Fox1 和 FSN 中每集平均播出次数达到 15 次。WPT 的线上游戏和教育服务收入仍然非常少，对产品的投入较少，我们认为在合并之后这两方面会有较大的提升。

图表 10、WPT 各等级比赛

| 赛事名称            | 报名费 (Buy In) |
|-----------------|--------------|
| Club WPT        | 500 美元       |
| WPT Deepstacker | 3000 美金      |
| WPT Nationals   | 3000 美金      |
| WPT Main Tour   | 3500+美金      |
| Alpha 8         | 100,000 美金   |

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

与其他同等级赛事 (WSOP、EPT) 相比，WPT 覆盖地区更广，节目娱乐性更高。WPT 的最大不同点在于采用了高频次和多地区进行比赛的策略，基本上每隔 2-3 周就会在一个地区举办比赛，参赛人数和奖金规模与 EPT 和 WSOP 都有很大差距，但是可以为节目组持续的产生内容，并且可以更早的进入当地市场，取得先发优势。虽然 WSOP 也走出美国进入了欧洲和亚太地区，但是举办地只有英国、法国和澳大利亚墨尔本，覆盖面有限，而且知名度也仅仅集中在较为发达的地区。相比之下，WPT 赛事已经覆盖超过 70 个国家，节目内容更为丰富，我们认为其在全球范围内有足够的竞争力，特别是随着发展中国家的崛起，WPT 的业绩增速将会超越以单一地区为主导的 WSOP、EPT 和 MPB。

图表 11、世界顶级扑克赛事

| 赛事名称           | 成立时间 | 覆盖地区        | 赛事时长  | 奖金                |
|----------------|------|-------------|-------|-------------------|
| 世界扑克系列赛 (WSOP) | 1970 | 美国、欧洲、亚太地区  | 1 个多月 | 800 万+美金          |
| 世界扑克巡回赛 (WPT)  | 2002 | 全球 约 70 个国家 | 半年    | WPT 中国奖金 800 万人民币 |
| 欧洲扑克巡回赛 (EPT)  | 2004 | 欧洲 10 个国家   | 4 个多月 | 100 万+欧元          |

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

## 2、智力运动：受众广，参与度高，体育产业的蓝海市场

### 2.1、中国智力运动历史悠久，全民参与的休闲娱乐

世界智力运动会的五项比赛项目（桥牌、国际象棋、围棋、国际跳棋和中国象棋）是世界范围内历史最为悠久和传播最为广泛的智力运动，其中围棋和中国象棋起源于中国，有着超过千年的历史，是中国文化的一部分。围棋和中国象棋的中国爱好者预计是千万级别的人数规模，而更为广义的智力运动包括扑克和麻将等，我们预计在中国拥有约 8 亿的爱好者。智力运动在中国的普及度非常高，拥有丰富多样的项目，特别是麻将和扑克在不同地区拥有地域化的特色玩法，而且对于场地没有太大要求，是群众社交娱乐的主要媒介之一。

### 2.2、政企合作，共同推进智力运动+互联网

中国是智力运动的领先国家，国际赛事中金牌数量持续领先。政府在近年来对于智力运动的发展也是极其关注，特别是在 2008 年在北京举办了首届世界智力运动会之后，全国大型综合智力运动赛事陆续开始出现并且常规化地进行，而原有的单项赛事关注度也变得更高。新增的全国大型综合型智力运动比赛包括：每年在北京举行的【世界智力精英运动会】、每年在线上举行的【全国网智会】和每隔四年一次的【全国智力运动会】。

图表 12、世界顶级扑克赛事

| 赛事名称      | 地点             | 时间                   |
|-----------|----------------|----------------------|
| 世界智力运动会   | 北京             | 2007                 |
| 世界智力精英运动会 | 北京             | 2011 至今每年一届          |
| 全国智力运动会   | 四川成都、湖北武汉、山东枣庄 | 2009、2011、2015 每四年一届 |

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

在国务院下发《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》的 46 号之后，我们认为智力运动会同等受益，棋牌项目将会在市场化的进程中进行产业升级。国家体育总局棋牌管理中心党委书记杨俊安也在采访中就“中国棋牌启动互联网+”的具体内容进行了解答，提到目前工作的重中之重是“总局棋牌中心相应的职能转变，创新监管和服务机制，构建棋牌公共服务政策体系，推行协会实体化和项目市场化。”具体实施会以政府为主导，通过协会实体化的形式推动和监管智力运动市场的发展，引入社会资金，共同搭建一个包含“培训、认证、注册、竞赛”四个核心内容的棋牌公共服务平台。今年会先从围棋、象棋和国际象棋三个普及程度较高的项目作为试点项目，各自协会已经组织编制统一的教材、培训体系和注册体系的相关政策草案，预计明年桥牌和国际跳棋协会会及时跟进。

联众是作为唯一总局棋牌中心的平台合作方，于 2015 年 5 月签订了协议，负责与各棋牌协会互联网相关的所有商业开发权，负责搭建棋牌管理平台、服务平台。在赛事方面，我们认为政企的合作会更为多元化，预计未来规模较少的群众自发比赛和商业比赛会陆续增加。

### 3、公司核心竞争及未来发展：

#### 3.1、联众与 WPT 业务整合，协同效应明显

联众的强项在于对国内市场的了解，以及游戏开发、游戏运营和平台建设等方面的互联网“硬”技术，而 WPT 的优势在于品牌的国际知名度、赛事运营能力、媒体传播和赞助商伙伴等方面的“软”技术。我们认为两者的结合，恰恰让各自的自身优势填补了对方的弱项，整体的协同效应主要会体现在以下几点：

##### 3.1.1. WPT 的线上游戏平台将会得到优化

目前 WPT 在过去一直运营着其线上德州扑克游戏平台，但是平台的建设和游戏的开发都是以外包的形式进行，后续的维护、更新和推广都受到成本和技术上的限制，游戏平台整体运营情况并不是十分理想。我们认为后续随着联众在技术和研发方面的支持下，WPT 的游戏平台和游戏的用户体验将会有大幅提升，移动端 APP 的开发也会逐步落实，同时技术成本也会比过去外包式服务更符合经济效益。凭借着联众的游戏研发能力和 WPT 自身品牌知名度，我们认为海外棋牌游戏是联众未来收入增长的重要来源。

##### 3.1.2. 提升联众赛事运营能力

WPT 赛事的运营有着超过 10 年的经验，是目前全球扑克赛事覆盖范围最广的品牌赛事，WPT 团队的融入会加强联众整体赛事运营能力，并可以应用在国内举办的其他棋牌类赛事上，同时也提升了与政府合作举办大型棋牌运动的招标竞争力。

##### 3.1.3. 树立“专业性”品牌形象

WPT 是国际顶尖扑克比赛之一，是专业的代表，而国内群众一向推崇国际性品牌，我们认为联众的“专业性”品牌形象会在持续运营 WPT 赛事中进一步得到加强。玩家的质量对于棋牌游戏平台成功有着重要的影响，专业性的品牌形象会吸引更多的优质玩家，而优质玩家的增加同时会反馈给平台提升其专业性。品牌的树立将会一个良性循环。

### 3.1.4. 签约牌手、赞助商、赛事录制和运营团队等资源共享

WPT 的注册职业牌手和国际知名赞助商资源可以很好的整合到联众当中，增加线上玩家与职业牌手同台比赛的选择性，同时也增加了国外品牌在国内推广和国内品牌在海外推广的渠道。例如，2015 年 WPT 中国赛就引入了 Aurac（纯金信用卡及生活管理）、Hublot（手表品牌）和 Vita COCO 等海外高端品牌到国内，同时国内品牌商空中网和爱美丽也会在赛事播放的时候带到海外。海外拉斯维加斯和国内北京的赛事录制和运营团队会继续运行，但资源方面会有一个整合，增加团队之间的合作和交流，成本预计会更为有效。

### 3.2. 坐拥顶级赛事上游资源，构建行业壁垒

体育产业链中最为核心的资源是赛事本身，特别顶尖赛事的拥有权和举办权是极为稀缺的。目前，联众已经拥有了不少智力运动顶尖赛事的资源，例如，WPT 系列比赛、世界麻将大赛和国家智力运动会等赛事的主办或者协助举办权。此类资源并不容易获得，顶级上游资源的稀缺性有效地为联众筑起了行业壁垒。我们认为联众正逐步确立其品牌“专业性”的社会共识，占据了智力运动赛事金字塔的顶端，相信联众后续开展的地区性大型群众比赛和商业类型比赛会比同类赛事更有吸引力。

#### 3.2.1. WPT 品牌稳坐中国扑克赛事顶尖宝座

联众经过了连续 4 年在三亚举办 WPT 中国大赛，作为中国扑克大赛的最高级别赛事地位已经确立。联众的策略是把“三亚 WPT”打造成中国甚至亚洲每年规模最大的扑克大赛，而 WPT 旗下的其他赛事（如龙巡赛）会持续在各地区进行，为三亚的主赛造势。其他扑克顶级品牌赛事（如 WSOP、EPT 和 MPB）在中国地区已经失去了先发优势，另外后续想进入中国举办赛事需要经过政府较长的审批流程，我们认为 WPT 的品牌地位在未来几年内不容易被动摇，而且品牌影响力有望进一步扩大。

#### 3.2.2. 创立新【国际麻将联盟】，举办首届世界麻将运动会。

有别于【世界麻将组织】，【国际麻将联盟】是在联众的推动下成立的新团体，其于今年 10 月，在三亚举办了首届世界麻将运动会，共有来自中国、日本、新加坡、俄罗斯、加拿大等 16 个国家和近 300 名选手参与，是史上参赛人数最多的世界级竞技麻将比赛。赛事包括团体赛和个人赛，其中主赛规则是基于中国国家体育总局 1998 年颁布的《中国麻将竞赛规则（试行）》（国标），全面应用竞技麻将复式赛制；另外还举办了包括日式和四川麻将等多种规则的麻将嘉联华。国际智力运动联盟荣誉主席达米亚尼也出席了本次赛事，并有意愿将麻将列入下届世界智力运动会的项目中去。

目前，中国麻将玩家众多，但国家级的麻将组织和比赛仍然是一片空白，而且在 2014 年欧洲麻将锦标赛中参赛的中国国家队惨败后，更是让中国群众十分愤慨。我们认为由中国人牵头组织的【国际麻将联盟】在第一届比赛中已经展现了其他国家的认可，同时中国群众和政府必然是大力支持，我们预计后期在联众的运营下，国家级别和世界级别的麻将大赛将会落地于中国。

### 3.2.3. 唯一与国家体育总局棋牌运动管理中心签订协议的企业。

于 2015 年 5 月，联众与国家体育总局棋牌运动管理中心签订协议，获得棋牌运动管理中心及中国围棋协会、国际象棋协会、象棋协会、桥牌协会、国际跳棋协会等与互联网相关的所有商业开发权（包含 PC、Web 以及移动），负责搭建管理平台、服务平台和探索新商业模式，包括但不限于教育、培训、会员管理服务、销售和营销。联众作为项目唯一的服务提供商，可使用棋牌管理中心的品牌、名称商标及标志，合作协议 10 年，拥有优先续约权。另外。在历届【全国智力运动会】和【全国网络智力运动会】中，联众都与政府合作，协助举办。我们认为联众保持着与国家体育总局良好的合作关系，并且签订了相关协议，我们认为联众在未来国家的智力运动比赛会继续扮演着重要角色，对于获得相应赛事举办权、播放权和周边产品等资源有一定优势。

### 3.3. 棋牌教育市场潜力巨大，商业价值有待开发

中国有着庞大的棋牌爱好者，我们预计中国线上及线下的棋牌玩家总数达到 8 亿人以上。虽然大部分为休闲玩家，对专业性棋牌教育需求较少，但对提升棋牌技巧类的教育视频节目还是有一定需求的。另一方面，国家体育总局棋牌运动管理中心在 2014 年开始开展中国中小学全国棋牌教育推广工程，目前已经在北京、山东和黑龙江三个省份进行当中，预计未来会扩展至全国其他省份，面对的是 2 亿的中小学生市场。在证书认证方面，所有棋牌运动辅导员都必须获得国家认证的职业资格证书，另外棋手的等级证书也需要官方的认证和管理。根据 2013 年《象棋白皮书》数据，2013 年全国象棋学习人员约有 50 万人，围棋大概比学习象棋人数的多一倍，国际象棋、跳棋、桥牌和五子棋的学员相对少一点。鉴于最近棋牌学习的热度上升，每年的各项棋牌等级考试参考人数都创历史新高，我们预计全国目前棋牌学员大概在 250-300 万人左右，如果平均年花费在 3000-6000 元之间，专业培训市场规模在 75-180 亿人民币之间，加上棋牌教育节目、相关教材和认证费用，棋牌教育市场规模预计在百亿级别。根据联众的计划，教育业务可以分为以下四方面：

- 1) 建设棋牌中心管理平台：为棋牌中心建立全国统一的管理平台，会为联众带来一定建设和维护收入
- 2) 棋牌教育视频：录制各种棋牌的官方教育视频，在不同平台播放并收取费用。视频 1 次录制后可以多次播放，持续产生收入。
- 3) 证书认证：收入等级认证费及会员费

4) 线上或线下实时辅导：联众作为平台连接棋牌老师与学生

### 3.4、参股形式拓展 O2O，增强联众品牌知名度

根据公开信息显示，联众非控股投资项目包括图 13 所列的 5 个项目，其中【网鱼网咖】和【网鱼电竞馆】是联众 O2O 战略的重要连接点，也是目前最为成功和重要的投资之一。网鱼网咖一方面为联众的棋牌线下比赛、棋牌等级认证和棋牌赛事直播等活动提供了很好的线下场所和连接线上的入口。另一方面，网鱼网咖的投入正逐步进入收获期，业绩快速增长，我们预计网鱼网咖会在未来 1-2 年内上市，可以为联众带来可观的投资收益。同时，我们认为【天津欢度】的台球业务在未来有望成为下一个连接线上线下的休闲场所，但目前仍在发展的初期阶段。

图表 13、联众参投公司及项目

| 参投公司  | 联众持股比例 | 公司业务简介       |
|-------|--------|--------------|
| 北京零禾谷 | 14.21% | 移动游戏开发       |
| 天津欢度  | 17%    | 台球业务及开发移动游戏。 |
| 网鱼网咖  | 10%    | 高端连锁网吧       |
| 网鱼电竞馆 | 51%    | 电子竞技馆        |
| 北京维阿  | 6%     | 开发 VR 智能眼镜。  |

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

重点项目简介：

【网鱼网咖】成立于 1998 年，中国最大的连锁网吧。上网区分为吧台区、情侣区、黑房区、对战区、休闲区、影视区和直播区，另外还推出一系列周边产品，包括 O2O 社交 APP【鱼泡泡】、网吧桌面管理系统【鱼桌面】和网鱼专属的外设产品（鼠标、键盘、屏幕、电脑等硬件）。截止到 2014 年年底，网鱼网咖全国 50 多个城市拥有 280 多家门店，400 多万会员。

图表 14、网鱼网咖实拍



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图表 15、网鱼电竞实拍 1



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

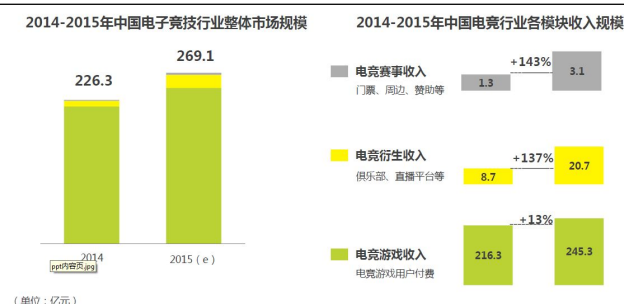
图表 16、网鱼电竞实拍 2



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

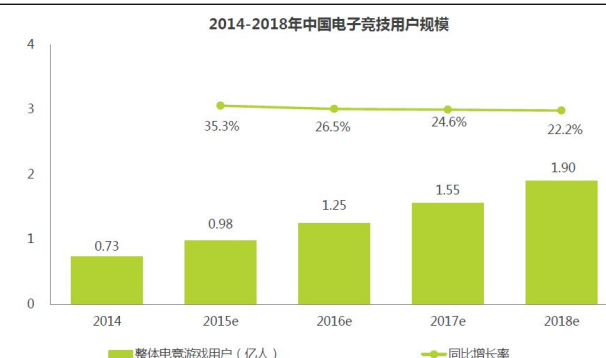
【网鱼电竞馆】是联众占 51%和网鱼网咖 49%共同投资的项目，由网鱼网咖全权负责运营，计划于 2015 年 11 月在北京开业。电竞馆拥有 1300 平米，具备大型舞台、摄录设备、灯光音响、直播间、导播间、设备间、200+人观众区等，可以承接各类电竞比赛、演出、产品发布会等业务。电竞行业近期受到资本市场的追捧，进入快速增长期，根据艾瑞咨询数据显示，预计 2015 年电竞事业（门票、周边和赞助）收入为 3.1 亿人民币，同比增长 143%。【网鱼网咖】和【联众】作为电竞的先行者，我们预计会继续受益于电竞行业的高速增长。

图表 17、中国电竞行业规模



资料来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

图表 16、中国电竞用户规模



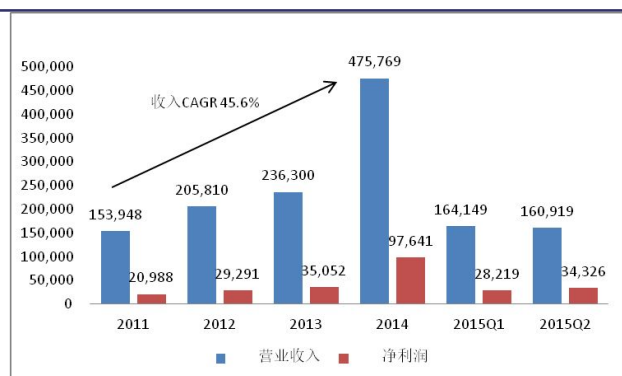
资料来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

## 4、财务分析

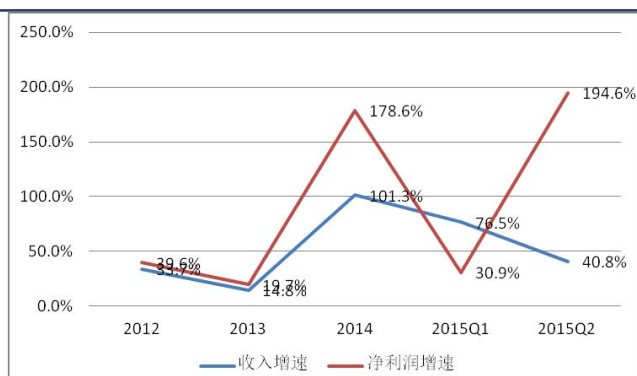
联众在 2010 年底宣布 MBO，2011 年开始转型，大型网络游戏投入和收入逐步减少，转向棋牌类游戏，截止至 2014 财年，收入年复合增长达到 45.6%，利润年复合增长率达到 66.93%。2014 年联众开始加强移动端的布局，收入年增长达到 101%，利润增长达到 179%，主要靠移动端收入快速增长的拉动。目前移动端贡献最高的游戏是斗地主，而 PC 端收入贡献最高的是德州扑克。

由于移动端游戏收入占比持续上升，导致了 2014 年及 2015 年的毛利率大幅下降，但是我们认为目前毛利率已经进入相对稳定的区间。移动端吸引新用户，而高端用户会转向为 PC 端，未来毛利率的下降幅度有限。销售费用、研发、管理和股权激励的行政费用相对稳定，与收入增长相符。

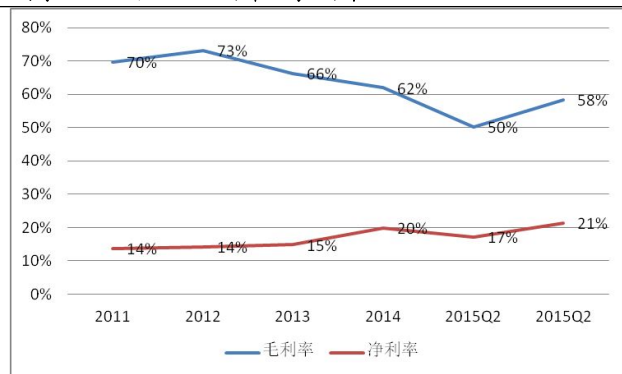
图表 18、联众收入&amp;利润（单位：千元）



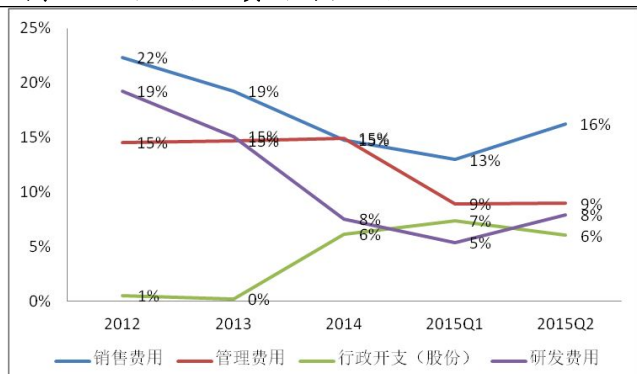
图表 19、联众收入&amp;利润增速



图表 20、联众毛利率&amp;净利率



图表 21、联众各项费用的收入占比



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

## 4、盈利预测及估值

### 核心假设:

1) Peerless Media 在 2015 年有 6 个月的业绩进行并表，预计今年 Peerless Media 整体收入由于龙巡赛在亚洲地区的增加，会有所上升，另外由于剥离后可以省去大部分原集团费用，整体实现盈利。

2) 预计联众对 WPT 的海外游戏的升级改造会在 2016 年中完成并推出，是 2016 和 2017 年 Peerless Media 收入重要收入增长来源，另外由于资源整合的原因，保守预计 2016 年 Peerless Media 的原有赛事运营收入与过往相符而 2017 年会恢复 10%左右的增速。

3) PC 端今年及未来整体收入增长我们预计在 10%左右，其中德州扑克和麻将 MAU 预计会增长较快，带动整体收入增长。代理游戏收入会持续下滑，我们预计下滑速度在 20%-10%之间。

4) 2015 年由于斗地主游戏的带动，移动端收入预计继续高速增长。我们预计斗地主移动端的收入增长放缓至 10% 左右。德州扑克 APP 收入会在 WPT 的带动下继续保持 30% 左右的增速。另外新的麻将游戏预计会在 2016 年初推出，会带动麻将游戏收入进入高速增长期，预计增速在 30% 左右。

5) 毛利率预计保持在 55% 左右，主要是我们认为部分 APP 高端用户会转移至 PC 端，移动端和 PC 端收入占比目前已经趋向稳定，另外预计手机扣费的付费方式会逐步被微信和支付宝等方式取代，从而移动端的毛利率在未来有上升的空间。

6) 经营费用的增长预计与收入增长相符。

7) 棋牌教育、为政府搭建平台、平台维护费用的收入不确定性较高，且短期内占比不高，所以没有反应在盈利预测当中。

图表 22、盈利预测（单位：千元）

|                | 2012    | 2013    | 2014    | 2015E   | 2016E   | 2017E     |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| PC 端           | 192,105 | 210,669 | 305,760 | 328,720 | 368,425 | 404,360   |
| 德州             | 60,138  | 70,685  | 117,066 | 152,404 | 182,885 | 204,831   |
| 麻将             | 62,780  | 62,604  | 90,738  | 92,176  | 106,002 | 118,723   |
| 斗地主            | 13,194  | 26,932  | 39,657  | 41,920  | 46,112  | 50,723    |
| 其他             | 55,993  | 50,448  | 58,299  | 42,220  | 33,425  | 30,083    |
| 移动端            | 6,571   | 15,628  | 153,393 | 346,664 | 402,564 | 456,622   |
| 德州             | -       | -       | -       | 38,368  | 182,885 | 204,831   |
| 麻将             | -       | -       | -       | 67,799  | 106,002 | 118,723   |
| 斗地主            | -       | -       | -       | 224,747 | 46,112  | 50,723    |
| 其他             | -       | -       | -       | 15,750  | 33,425  | 30,083    |
| 广告收入           | 7,134   | 10,003  | 16,616  | 21,234  | 27,604  | 35,885    |
| Peerless Media |         |         |         | 48,775  | 117,059 | 134,618   |
| 总收入            | 205,810 | 236,300 | 475,769 | 745,393 | 915,651 | 1,031,485 |

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图表 23、盈利预测（单位：千元）

|                 | 2015E           | 2016E           | 2017E            |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| PC 收入           | 328,720         | 368,425         | 404,360          |
| 移动收入            | 346,664         | 402,564         | 456,622          |
| 广告收入            | 21,234          | 27,604          | 35,885           |
| Peerless Media  | 48,775          | 117,059         | 134,618          |
| <b>总收入</b>      | <b>745,393</b>  | <b>915,651</b>  | <b>1,031,485</b> |
| COGS            | -335,427        | -412,043        | -464,168         |
| <b>毛利</b>       | <b>409,966</b>  | <b>503,608</b>  | <b>567,317</b>   |
| 其他收入-经营         | 27,219          | 36,626          | 41,259           |
| 销售费用            | -112,676        | -146,504        | -165,038         |
| 管理费用            | -72,376         | -73,252         | -82,519          |
| 行政开支-以股份为基础付款   | -51,018         | -54,939         | -61,889          |
| 研发费用            | -53,203         | -73,252         | -82,519          |
| 财务费用            | -36             | 0               | 0                |
| <b>总经营费用</b>    | <b>-262,089</b> | <b>-311,321</b> | <b>-350,705</b>  |
| <b>除税前利润</b>    | <b>147,877</b>  | <b>192,287</b>  | <b>216,612</b>   |
| 所得税             | 14,788          | 19,229          | 21,661           |
| <b>归属上市公司利润</b> | <b>162,664</b>  | <b>211,515</b>  | <b>238,273</b>   |

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

**估值：**

联众的智力运动布局 and 全球化布局已经初步实现，收入上尽管还未反应出来（棋牌教育收入不在盈利预测中），但已经不再是一家单纯的游戏公司，估值上应较其他游戏公司给予一定的溢价。我们预计联众 2015、2016 和 2017 年利润分别为 1.62 亿、2.12 亿和 2.38 亿人民币，给予买入评级，目标价 5.1 港元，对应 2015 年 20 倍 EPS。

**风险提示：**WPT 整合可能未如预期，管理和文化差异会是主要障碍；智力运动推行可能不如预期；线下比赛可能未能有效带动线上收入的提升。

## 深度研究报告

## 附表

## 资产负债表

单位:千元

| 会计年度                    | 2014           | 2015E            | 2016E            | 2017E            |
|-------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>固定资产合计</b>           | <b>89,224</b>  | <b>324,890</b>   | <b>323,749</b>   | <b>316,608</b>   |
| 物业, 厂房及设备               | 12,061         | 16,171           | 18,281           | 16,390           |
| 无形资产                    | 47,942         | 88,218           | 88,219           | 88,220           |
| 可供出售金融资产                | 15,435         | 191,281          | 188,028          | 182,776          |
| 于联营公司之权益                | 13,682         | 15,435           | 15,435           | 15,435           |
| 递延税项资产                  | 104            | 13,682           | 13,682           | 13,682           |
| <b>流动资产合计</b>           | <b>876,082</b> | <b>808,508</b>   | <b>1,039,929</b> | <b>1,296,275</b> |
| 存货                      | 1,581          | 1,581            | 1,581            | 1,581            |
| 贸易及其他应收款项               | 130,522        | 103,527          | 129,717          | 148,992          |
| 可供出售金融资产                | 25,000         | 25,000           | 25,000           | 25,000           |
| 货币资金                    | 718,979        | 678,400          | 883,631          | 1,120,701        |
| <b>流动负债合计</b>           | <b>75,390</b>  | <b>80,908</b>    | <b>99,831</b>    | <b>112,460</b>   |
| 贸易及其他应付款项               | 44,581         | 35,406           | 43,493           | 48,996           |
| 递延收入                    | 20,798         | 39,340           | 48,326           | 54,439           |
| 应交所得税                   | 10,011         | 6,162            | 8,012            | 9,025            |
| 非流动负债合计                 | -              | -                | -                | -                |
| <b>股东权益合计(含少数股东权益)</b>  | <b>889,916</b> | <b>1,052,490</b> | <b>1,264,006</b> | <b>1,502,279</b> |
| 股本                      | 238            | 238              | 238              | 238              |
| 储备                      | 889,588        | 1,052,252        | 1,263,768        | 1,502,041        |
| 少数股东权益                  | 90             | 90               | 90               | 90               |
| <b>股东权益合计(不含少数股东权益)</b> | <b>889,826</b> | <b>1,052,400</b> | <b>1,263,916</b> | <b>1,502,189</b> |

## 现金流量表

单位:千元

| 会计年度              | 2014           | 2015E          | 2016E          | 2017E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>除税前(亏损)/溢利</b> | <b>111,599</b> | <b>147,877</b> | <b>192,287</b> | <b>216,612</b> |
| 营运资本变动前之现金流量      | 146,185        | 196,656        | 369,946        | 599,143        |
| 营运资本变动            | -63,519        | 36,363         | -9,117         | -7,659         |

## 利润表

单位:千元

| 会计年度            | 2014            | 2015E           | 2016E           | 2017E            |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| PC 收入           | 305,760         | 328,720         | 368,425         | 404,360          |
| 移动收入            | 153,393         | 346,664         | 402,564         | 456,622          |
| 广告收入            | 16,616          | 21,234          | 27,604          | 35,885           |
| Peerless Media  |                 | 48,775          | 117,059         | 134,618          |
| <b>总收入</b>      | <b>475,769</b>  | <b>745,393</b>  | <b>915,651</b>  | <b>1,031,485</b> |
| COGS            | -181,269        | -335,427        | -412,043        | -464,168         |
| <b>毛利</b>       | <b>294,500</b>  | <b>409,966</b>  | <b>503,608</b>  | <b>567,317</b>   |
| 其他收入-经营         | 23,398          | 27,219          | 36,626          | 41,259           |
| 销售费用            | -70,416         | -112,676        | -146,504        | -165,038         |
| 管理费用            | -70,986         | -72,376         | -73,252         | -82,519          |
| 行政开支-以股份为基础付款   | -29,141         | -51,018         | -54,939         | -61,889          |
| 研发费用            | -35,756         | -53,203         | -73,252         | -82,519          |
| 财务费用            | 0               | -36             | -               | -                |
| <b>总经营费用</b>    | <b>-182,901</b> | <b>-262,089</b> | <b>-311,321</b> | <b>-350,705</b>  |
| <b>除税前利润</b>    | <b>111,599</b>  | <b>147,877</b>  | <b>192,287</b>  | <b>216,612</b>   |
| 所得税             | 13,956          | 14,788          | 19,229          | 21,661           |
| <b>归属上市公司利润</b> | <b>122,174</b>  | <b>162,664</b>  | <b>211,515</b>  | <b>238,273</b>   |
| 基本 EPS          | 0.16            | 0.21            | 0.27            | 0.30             |
| 摊薄 EPS          | 0.14            | 0.19            | 0.24            | 0.27             |

## 财务比率

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E |     |
|------|------|-------|-------|-----|
| 利润率  | 62%  | 55%   | 55%   | 55% |
| 毛利率  | 23%  | 20%   | 21%   | 21% |

## 深度研究报告

|                                |                |                 |                 |                  |                 |     |     |     |     |
|--------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----|-----|-----|-----|
| (增<br>加)/减少存<br>货              | -412           | 0               | 0               | 0                | EBIT 利润率        | 26% | 22% | 23% | 23% |
| (增<br>加)/减少应<br>收账款及其<br>他应收款  | -69,997        | 26,995          | -26,191         | -19,275          | 净利率             |     |     |     |     |
| 增加<br>/(减少)债<br>权人款项及<br>其他应付款 | 15,559         | -9,175          | 8,087           | 5,502            | 营运资金            | 50  | 50  | 51  | 52  |
| 增加<br>/(减少)递<br>延收入            | -8,669         | 18,542          | 8,986           | 6,113            | 应收周转天           | 38  | 38  | 38  | 38  |
| 经营活<br>动之现金                    | 82,666         | 233,019         | 360,828         | 591,483          | 应付周转天           |     |     |     |     |
| 已付所<br>得税                      | -5,375         | -3,849          | 1,850           | 1,014            | 回报率             | 13% | 14% | 16% | 15% |
| <b>经营活<br/>动产生的现<br/>金流量净额</b> | <b>85,242</b>  | <b>229,170</b>  | <b>362,679</b>  | <b>592,497</b>   | 资产回报率<br>(ROA)  | 14% | 15% | 17% | 16% |
| 购买物<br>业, 厂房及<br>设备            | -8,222         | -9,500          | -10,000         | -8,000           | 净资产回报率<br>(ROE) |     |     |     |     |
| 已抵押<br>银行存款增<br>加-投资活<br>动     | 0              | 0               | 0               | 0                | 流动性             | 12  | 10  | 10  | 12  |
| 购买无<br>形资产                     | -4,158         | -44,689         | -188,028        | -182,776         | 流动比率            | 12  | 10  | 10  | 12  |
| 开发成<br>本之增加-<br>投资活动           | -12,777        | 0               | 0               | 0                | 速动比率            |     |     |     |     |
| 收购附<br>属公司-投<br>资活动            | -215,560       | 0               | 0               | 0                | 估值              | 23  | 17  | 13  | 12  |
| <b>投资活<br/>动产生的现<br/>金流量净额</b> | <b>-42,274</b> | <b>-269,749</b> | <b>-198,028</b> | <b>-190,776</b>  | 市盈率(摊薄)         | 62% | 55% | 55% | 55% |
| 筹资活<br>动产生的现<br>金流量净额          | 617,295        | 0               | 0               | 0                |                 |     |     |     |     |
| 现金及<br>现金等价物<br>净增加额           | 660,263        | -40,579         | 164,651         | 401,720          |                 |     |     |     |     |
| 期初现<br>金及现金等<br>价物余额           | 58,716         | 718,979         | 718,980         | 718,981          |                 |     |     |     |     |
| <b>期末现<br/>金及现金等<br/>价物余额</b>  | <b>718,979</b> | <b>678,400</b>  | <b>883,631</b>  | <b>1,120,701</b> |                 |     |     |     |     |

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

## 深度研究报告



**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅度为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场;  
中性: 相对表现与市场持平  
回避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅度为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于15%;  
增持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间  
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;  
减持: 相对大盘涨幅小于-5%

| 机构销售经理联系方式                                                |               |                          |     |               |                           |
|-----------------------------------------------------------|---------------|--------------------------|-----|---------------|---------------------------|
| 机构销售负责人                                                   |               |                          | 邓亚萍 | 021-38565916  | dengyp@xyzq.com.cn        |
| 上海地区销售经理                                                  |               |                          |     |               |                           |
| 姓名                                                        | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 罗龙飞                                                       | 021-38565795  | luolf@xyzq.com.cn        | 盛英君 | 021-38565938  | shengyj@xyzq.com.cn       |
| 杨忱                                                        | 021-38565915  | yangchen@xyzq.com.cn     | 王政  | 021-38565966  | wangz@xyzq.com.cn         |
| 冯诚                                                        | 021-38565411  | fengcheng@xyzq.com.cn    | 王溪  | 021-20370618  | wangxi@xyzq.com.cn        |
| 顾超                                                        | 021-20370627  | guchao@xyzq.com.cn       | 李远帆 | 021-20370716  | liyuanfan@xyzq.com.cn     |
| 胡岩                                                        | 021-38565982  | huyan@xyzq.com.cn        | 王立维 | 021-38565451  | wanglw@xyzq.com.cn        |
| 地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |     |               |                           |
| 北京地区销售经理                                                  |               |                          |     |               |                           |
| 姓名                                                        | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 朱圣诞                                                       | 010-66290197  | zhusd@xyzq.com.cn        | 郑小平 | 010-66290223  | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 肖霞                                                        | 010-66290195  | xiaoxia@xyzq.com.cn      | 陈杨  | 010-66290197  | chenyang@xyzq.com.cn      |
| 刘晓浏                                                       | 010-66290220  | liuxiaoliu@xyzq.com.cn   | 吴磊  | 010-66290190  | wulei@xyzq.com.cn         |
| 何嘉                                                        | 010-66290195  | hejia@xyzq.com.cn        |     |               |                           |
| 地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200      |               |                          |     |               |                           |
| 深圳地区销售经理                                                  |               |                          |     |               |                           |
| 姓名                                                        | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 朱元贱                                                       | 0755-82796036 | zhuuy@xyzq.com.cn        | 李昇  | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn       |
| 杨剑                                                        | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn     | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn    |
| 王维宇                                                       | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn    |     |               |                           |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017       |               |                          |     |               |                           |
| 海外销售经理                                                    |               |                          |     |               |                           |
| 姓名                                                        | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 刘易容                                                       | 021-38565452  | liuyirong@xyzq.com.cn    | 徐皓  | 021-38565450  | xuhao@xyzq.com.cn         |
| 张珍岚                                                       | 021-20370633  | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439  | chanchiwan@xyzq.com.cn    |
| 曾雅琪                                                       | 021-38565451  | zengyaqi@xyzq.com.cn     | 龚学敏 | 021-38565409  | gongxuemin@xyzq.com.cn    |
| 赵新莉                                                       | 021-38565922  | zhaoxinli@xyzq.com.cn    | 申胜雄 |               | shensx@xyzq.com.cn        |
| 地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |     |               |                           |
| 私募及企业客户负责人                                                |               |                          | 刘俊文 | 021-38565559  | liujw@xyzq.com.cn         |
| 私募销售经理                                                    |               |                          |     |               |                           |
| 姓名                                                        | 办公电话          | 邮箱                       | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 徐瑞                                                        | 021-38565811  | xur@xyzq.com.cn          | 杨雪婷 | 021-20370777  | yangxueting@xyzq.com.cn   |
| 唐恰                                                        | 021-38565470  | tangqia@xyzq.com.cn      | 韩立峰 | 021-38565840  | hanlf@xyzq.com.cn         |
| 地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |     |               |                           |

| 香港及海外市场                                              |             |                     |     |             |                     |
|------------------------------------------------------|-------------|---------------------|-----|-------------|---------------------|
| 机构销售负责人                                              |             |                     | 丁先树 | 18688759155 | dingxs@xyzq.com.hk  |
| 姓 名                                                  | 办公电话        | 邮 箱                 | 姓 名 | 办公电话        | 邮 箱                 |
| 郑梁燕                                                  | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk | 阳焜  | 18682559054 | yanghan@xyzq.com.hk |
| 王子良                                                  | 18616630806 | wangzl@xyzq.com.hk  | 周 围 | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk |
| 孙博轶                                                  | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk   |     |             |                     |
| 地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852)3509-5900 |             |                     |     |             |                     |

## 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。