



国内领先电竞赛事运营商

2016年3月9日

投资要点

- ❖ **国内领先电竞赛事运营商。**公司成立于2006年，主要业务为电子竞技赛事运营及相关视频内容制作、销售业务。公司连续五年为WCG中国区唯一赛事承办机构，并先后承办全国电子竞技公开赛、网易黄金联赛、腾讯QQ飞车超级联赛等系列赛事。近年来，公司在自有品牌赛事培育、艺人经纪等方面全面发力。受WCG赛事停办影响，公司2014年营收1482万元，同比下降8%，净利润同比下降26%，至166万元。赛事运营为公司主要收入来源，占比近90%。
- ❖ **国内电竞产业存在百亿市场空间，第三方赛事有望逐步居上。**Esports earning 数据显示，仅考虑赛事门票和游戏厂商赞助等收入，2018年全球电子竞技市场规模将达到10亿美元。国家产业政策、用户行为习惯等内外部因素正驱动国内电竞产业正进入全新发展阶段，我们估算后认为，国内电竞赛事、赛事衍生环节合理市场规模有望超百亿，较目前市场实际规模存在超过1倍提升空间。赛事运营为电竞产业核心环节，其本身存在较高专业门槛，国内该领域仅有PLU、网映等少数企业具有中大型赛事运营能力。考虑到单游戏产品生命周期较短等因素，我们预期第三方品牌赛事将逐步居上，逐步改变目前游戏厂商自有赛事一家独大的局面。
- ❖ **赛事运营：公司赛事运营能力国内领先，在运营赛事项目持续增加。**公司自2006年起开始承接WCG中国区的运营，连续五年获得WCG授予的全球最佳SP称号，近年来开始承办NESO、WCA等全球顶级电竞大赛，赛事运营能力国内领先。经过近10年积累，公司逐步形成了完整的大中型赛事运营团队。2015年公司承办赛事项目较2014年增长近2倍，2016年赛事资源预计将较2015年增加1倍，目前公司已经成为国家体育总局、网易、腾讯等的主要电竞赛事合作伙伴，长期赛事资源储备充足。
- ❖ **其他业务：自有品牌赛事、视频制作等业务持续发力。**2015年，公司新增3项自有品牌电竞赛事，并先后成功举办了SL炉石联赛、SL风暴联赛、SL星际争霸II战队联赛等自有品牌赛事，逐步获得市场认可。同时，公司围绕赛事运营积极开展赛事直播、游戏娱乐视频制作等业务，2015年公司和斗鱼签订赛事版权出售合同，将未来三年自有品牌赛事转播权作价3000万出售给斗鱼，赛事版权价值显现。公司研发的电竞垂直类APP“电竞圈”目前已进入正式推广阶段。
- ❖ **业务策略：以赛事运营为核心，推动电竞生态构建。**公司聚焦中高端电竞赛事，通过第三方赛事承办、自主赛事品牌等方式，继续以赛事运营为核心，不断发展视频制作、艺人运营等赛事周边和衍生业务，实现电竞生态的构建。长期看，公司有望受益于国内电竞市场快速增长、公司承办及自有赛事资源增加、视频版权及艺人经营等业务持续拓展等。
- ❖ **风险因素。**宏观产业政策风险，电竞赛事运营行业竞争持续加剧风险，新业务进展不及预期风险，重大赛事合同续约风险等。
- ❖ **首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计公司2015/16/17年整体收入分别为0.33/0.79/1.45亿元，净利润371/1508/3339万元。目前国内主板电竞相关公司14/15/16年的平均PE为115/101/55倍，新三板缺乏相关可比标的，三板做市转让游戏研发及发行公司较主板大约折价30%左右。考虑公司在国内电竞赛事运营领域的突出市场地位，以及公司未来的高业绩成长性、相关标的稀缺性，参考主板三板折价水平，我们给予公司2016年39倍的PE（较主板可比公司折价30%），对应市值为5.89亿元，对应每股58.9元，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	16.1	14.8	33.0	79.0	144.8
增长率 YoY(%)		(7.9)	122.7	139.4	83.3
归属净利润(百万元)	2.2	1.7	3.7	15.1	33.4
增长率 YoY(%)		(25.6)	123.6	306.2	121.5
每股收益(元)	0.22	0.17	0.37	1.51	3.34

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

买入（首次）

目标价：58.9元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

联系人：陈俊云

电话：021-20262136

邮件：chenjunyun@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

公司成立日期	2006-04-26
新三板挂牌日期	2015-12-14
总股本/流通股本	10/0 百万股

财务指标

13/14 营业收入	16.1/14.82 百万元
13/14 收入增速	-/7.95%
13/14 净利润	2.23/1.66 百万元
13/14 净利增速	-/25.56%
13/14 EPS	0.56/0.41 元

目录

公司概况：国内领先电竞赛事运营商	1
公司概况：国内领先电竞赛事运营商	1
主营业务：赛事运营、视频制作、周边服务	1
股权结构：林雨新为公司实际控制人	2
财务分析：2014 年实现营业收入 1482 万元，净利润 166 万元.....	3
行业分析：国内电竞产业存在百亿市场空间，第三方赛事有望逐步居上	4
国内电竞产业进入快速发展期，未来存在百亿市场空间	4
赛事运营为产业核心，第三方赛事有望逐步崛起	8
公司分析：赛事运营为核心，推动电竞生态构建	11
赛事运营能力突出，承办赛事资源储备充足	11
积极发展自主赛事等业务，丰富营收模式	12
未来策略：赛事运营为核心，推动电竞生态构建	14
风险因素	15
盈利预测与关键假设	15
估值分析	16

插图目录

图 1: 公司主营业务收入结构.....	1
图 2: 网映文化营业收入和 YOY.....	3
图 3: 网映文化净利润.....	3
图 4: 网映文化历年盈利能力.....	3
图 5: 网映文化历年现金流与 ROE.....	3
图 6: 网映文化三项费用率.....	4
图 7: 网映文化营运效率.....	4
图 8: 全球电竞观众数及增长.....	5
图 9: 全球电竞市场规模.....	5
图 10: 全球电子竞技赛事奖金总额与赛事数.....	5
图 11: 全球电竞、体育赛事观看人数.....	5
图 12: 国内网络游戏市场规模.....	6
图 13: 2014 年中国电竞用户近一年游戏内付费.....	7
图 14: 2014 年中国电竞用户游戏周边付费.....	7
图 15: 国内线上游戏直播用户规模.....	7
图 16: 国内游戏直播市场规模.....	7
图 17: 国内电竞用户规模.....	7
图 18: 国内电竞市场规模.....	7
图 19: 国内电子竞技产业相关参与方.....	8
图 20: 国内电子竞技产业链.....	9
图 21: 中国移动游戏用户规模及增长.....	10
图 22: 2015 年中国移动电竞赛事用户参与意愿.....	10
图 23: 国内体育彩票销售数据.....	11
图 24: 公司自主视频集锦.....	13
图 25: 公司业务策略.....	14

表格目录

表 1: 公司发展历程	1
表 2: 公司参与运营电竞赛事列表	2
表 3: 公司自制/代理视频列表	2
表 4: 网映文化前十大股东及持股在 5 以上股东最新情况	3
表 5: 电子竞技定义分类	4
表 6: 电竞产业相关政策	5
表 7: 国内 PC 网游关注度 TOP 10（2015）	6
表 8: 国内主要竞技类网游年收入流水预估(2014)	6
表 9: 国内电竞赛事潜在市场规模测算(2015, 仅包括赛事运营本身)	8
表 10: 国内电竞赛事运营、赛事衍生规模测算	8
表 11: 国内主要电竞赛事运营方列表（2015）	9
表 12: 世界三大第三方电竞赛事失败原因总结	9
表 13: 第三方赛事较第一方赛事优势	10
表 14: 国内第三方电竞赛事发展历程	10
表 15: 2014 年 WCA 赛事网络浏览量数据	10
表 16: apple store 中国区移动游戏畅销榜 TOP 10（2015.12）	10
表 17: WCG 2013 赛事各地区线上直播浏览量 PV 数据	11
表 18: 网映团队具备完整的赛事运营能力	12
表 19: 公司承办电竞赛事列表	12
表 20: 公司和网易签订部分赛事服务合同列表	12
表 21: 公司自主品牌电竞赛事列表	12
表 22: 直播平台加强对下游版权内容、知名主播的争夺	13
表 23: ”电竞圈“app 主要功能列表	14
表 24: 公司收入、成本、费用预测	15
表 25: 公司核心财务指标预测	16
表 26: A 股电子竞技相关公司估值	16
表 27: 新三板游戏相关公司估值	16

公司概述：国内领先电竞赛事运营商

公司概述：国内领先电竞赛事运营商

公司成立于 2006 年，主要业务为电子竞技赛事运营及相关视频内容制作、销售业务。公司为全球顶级电竞赛事 WCG 的连续五年中国区唯一赛事承办机构，先后承办了全国电子竞技公开赛、网易黄金联赛、腾讯 QQ 飞车超级联赛等系列电竞赛事，并和腾讯、网易两家国内最大的竞技网游运营商建立了良好的合作关系。近年来，公司在自有品牌赛事培育、艺人经纪等方面全面发力，致力于打造涵盖赛事运营、赛事直播、电子竞技相关娱乐内容制作、网络艺人运营及用户线上服务等综合性电子竞技平台。

表 1：公司发展历程

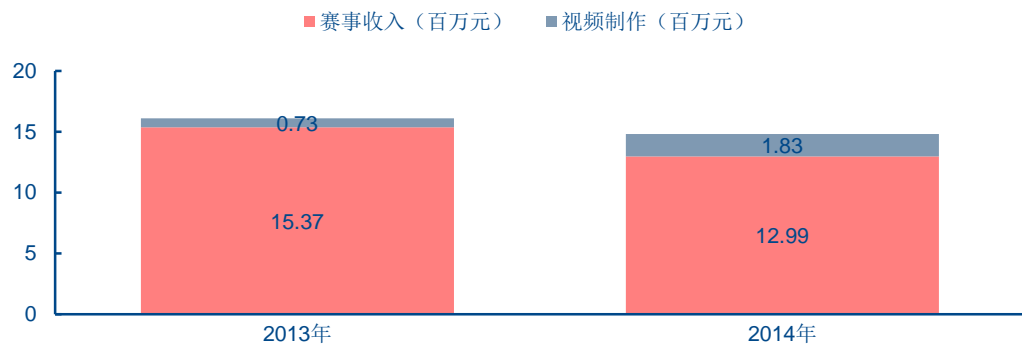
时间序列	公司历程
2006	公司设立
2007	首次承接 WCG 中国区独家直播，承办 IEST2007
2008	承接 2008 年 WCG 中国区独家直播，荣获 WCG2008 全球最佳 SP，首次组织 NEOTV 论坛水友赛
2009	举办 WCG2009 中国区总决赛，WCG2009 世界总决赛
2010	举办 WCG2010 中国区总决赛，成功举办 NSL3，联手腾讯打造腾讯游戏嘉年华 TGA 大型活动
2011	获得 GSL 的中文转播权，在上海光大会展中心举办 WCG 中国区总决赛，圆满成功
2012	主办 WCG2012 中国区总决赛，SWL 全程直播，全年承办 QQ 炫舞炫联赛
2013	作为 WCG 中国区主办方，举行 GPL 夏季联赛
2014	首次承办全国电子竞技公开赛（国家体育总局主办）、黄金风暴联赛（网易主办）
2015	举办自主 SL 系列联赛、NSL-NEOTV 明星联赛；新三板上市

资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

主营业务：赛事运营、视频制作、周边服务

公司当前核心业务主要包括两部分，即赛事运营、视频制作。赛事运营为基于自有赛事品牌、第三方赛事主办方的委托从事电竞赛事的组织和运营，视频制作则包括电子竞技比赛点播视频销售、电子竞技比赛相关娱乐视频制作销售及游戏推广类视频制作销售等。除了上述业务之外，公司同时也通过搭建 APP 为用户构建线上资讯、社交服务平台等形式持续服务用户。概括来说，赛事运营是公司业务的核心和根基，视频制作则是赛事业务的自然延伸和辅助，周边用户服务的持续拓展则是公司实现用户积累、沉淀的重要保障。在营收结构上，目前第三方赛事承办运营为公司主要收入来源，视频制作收入在 2014 年实现一定增长。

图 1：公司主营业务收入结构



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

1) 电竞赛事运营。公司自 2006 年成立开始便专注于赛事运营业务，主要包括代理承接、自主赛事运营两大业务板块。代理赛事业务现主要基于腾讯、网易、完美世界等游戏运营商和第三方赛事主办方的授权、委托运营电竞赛事，自营赛事业务是根据自身赛事品牌开展电子竞技赛事，实现电竞赛事的组织和运营。主要盈利模式为赛事运营费用，以及赛事运营所带来的增值性收入。

表 2：公司参与运营电竞赛事列表

时间	承办或自主运营赛事
2007	参与制作赛事集合 WCG2007 中国总决赛，TGB2007，IEST2007，MGC2007DREAMCUP2
2008	WCG2008 中国总决赛，WOW 竞技场全国挑战赛，CF 百城联赛，DNF 格斗天王大赛
2009	WCG2009 中国区总决赛，WCG2009 世界总决赛
2010	WCG2010 星际直播，WCG2010LOL 选拔赛，STX 中韩星际大师赛，WDCDOTA 世界杯
2011	GSL 中文转播，WCG 中国区总决赛，QQ 飞车 SSC2011 整年联赛
2012	WCG2012 世界总决赛，QQ 炫舞舞林大会，Gunnar 杯 LOL 联赛，核金风暴 G1 联赛
2013	WCG 世界电子竞技大赛，GPL 夏季赛
2014	GPL 黄金职业联赛，MSI 全球电竞大赛，全国电子竞技大赛
2015	GPL 国际黄金台挑战赛，MSIMGA，炉石传说中美擂台赛，WCA

资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

2) 视频制作销售。公司的视频制作业务主要分为赛事直播业务、自营娱乐视频业务两大板块。赛事直播业务主要针对电子竞技赛事进行直播和录制，对获取的游戏资料进行深度加工，推出符合消费者要求的赛事视频，并面向下游直播平台等媒体平台进行内容推送和销售，主要商业模式为视频的制作费用、赛事视频版权出让费等。娱乐视频制作业务主要面向消费大众制作与电竞赛事相关，娱乐性较强的视频、微电影、以及访谈类脱口秀节目。

表 3：公司自制/代理视频列表

视频名称	制作方式	介绍
《我是演神》	自制	电竞圈首档全景真人秀演出互动直播节目，NEOTV 与优酷土豆联合出品。
《爱与战 2》	自制	《爱与战》是由三星电子联手 Neotv 打造的 WCG 主题微电影。
《火线青春》微电影	自制	一部讲述电竞青春的微电影。
《风暴大事件》	自制	由 Neotv 为大家带来每周期的风暴杂谈类节目，风暴英雄最新资讯。
星际争霸世界锦标赛	代理制作	代表全球《星际争霸 II》最高竞技水平的暴雪官方赛事（WCS）。
MGA 全球电竞大赛（MSI）	代理制作	2015 全球第一场以《风暴英雄》为竞技项目的世界级赛事。
FIFA Online3-玩转绿茵场	代理制作	每周一期介绍一支球队八卦，同时也推荐三位该球队值得收入的球员
NBA2KOL 王朝模式	代理制作	NBA2KOL 新增的一款模式的介绍视频
超神英雄教学片	代理制作	为《超神英雄》而制作的网络游戏教学视频。
极速星光馆	代理制作	《QQ 飞车》一档娱乐休闲的综艺性栏目

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

3) 线下电竞周边服务。电竞周边服务业务涉及赛事前期宣传、电竞周边产品展销、电竞衍生品开发等相关服务。2015 年，公司推出电竞垂直类 APP《电竞圈》，为用户提供线上电竞直播、社交等服务。周边服务的持续拓展有助于公司持续获取和沉淀用户，为公司打造良性电竞生态圈提供坚实保障。

股权结构：林雨新为公司实际控制人

林雨新先生为实际控制人。公司的控股股东和实际控制人为林雨新，其持有公司股份 907.51 万股，占公司股份比例为 90.75%，其中直接持有公司股份 654.77 万股，占公司股份比例为 65.477%；通过网映投资间接持有公司股份 252.74 万股，占公司股份比例为 25.274%。林雨新自 2007 年 12 月至今一直担任公司董事长兼总经理，能够对公司股东大会、董事会的重大决策产生重大影响并能够实际支配公司的经营决策。

林雨新，男，1975年11月出生，中国籍，无境外永久居留权，2005年毕业于美国时尚设计商业学院（Fashion Institute of Design & Merchandising），本科学历。2006年12月起任职于本公司，2007年12月起任公司董事长兼总经理职务。2015年8月起担任上海市闸北区政协第十三届委员会委员。

表 4：网映文化前十大股东及持股在 5%以上股东最新情况

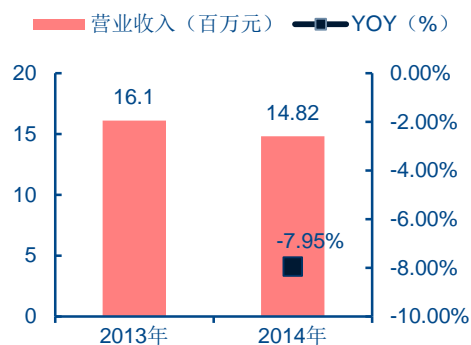
排名	股东名称	持股数量（股）	持股比例	股东性质
1	林雨新	6,547,700	65.48%	自然人
2	网映投资	2,619,100	26.19%	法人
3	箭征乘悦	416,600	4.17%	法人
4	徐恩麒	416,600	4.17%	自然人
合计		10,000,000	100.00%	

资料来源：wind，中信证券研究部整理注：截至 2016 年 3 月 7 日数据

财务分析：2014 年实现营业收入 1482 万元，净利润 166 万元

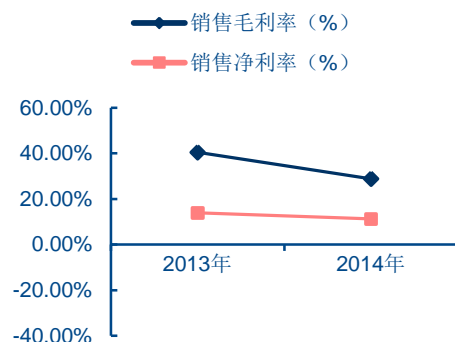
受 2014 年 WCG 赛事停办影响，公司 2014 年营收环比出现明显下滑，2014 年实现营业收入 1482 万元，同比下降 8%，净利润同比下降 26%，至 166 万元。我们预期，受益于 2015 年承办赛事项目数量大幅增加，以及视频制作等业务发力所驱动，公司 2015 年营收有望较 2014 年大幅增加，净利润预计也会有一定改善。

图 2：网映文化营业收入和 YOY



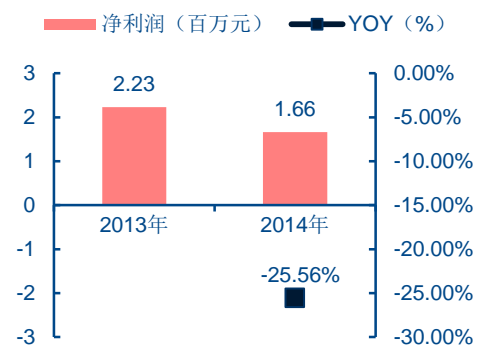
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 4：网映文化历年盈利能力



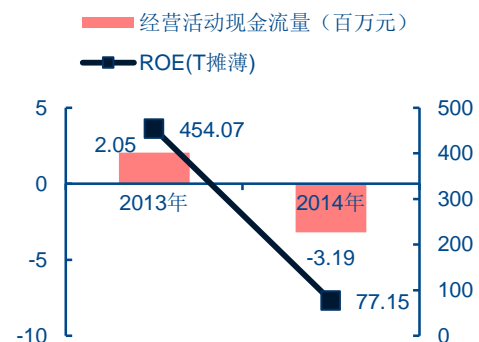
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 3：网映文化净利润



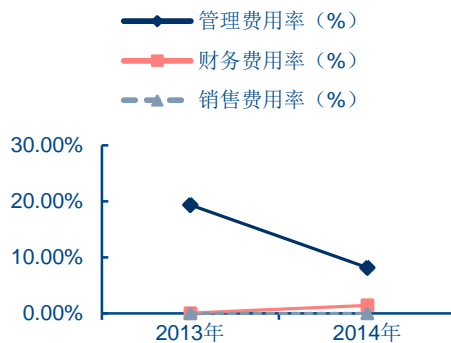
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 5：网映文化历年现金流与 ROE



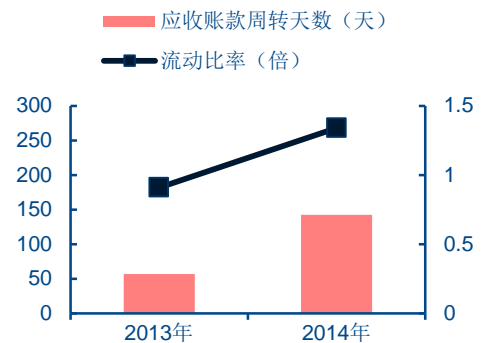
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：网映文化三项费用率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 7：网映文化营运效率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

行业分析：国内电竞产业存在百亿市场空间，第三方赛事有望逐步居上

国内电竞产业进入快速发展期，未来存在百亿市场空间

电子竞技：基于电子设备的智力对抗运动。根据艾瑞的定义，电子竞技主要指利用电子设备作为运动器械进行的、人与人之间智力对抗运动。近年来，电子竞技正在成为一种全新的体育运动，根据比赛所采用的游戏类型的不同，电子竞技又可分为广义、狭义、泛电子竞技等多种类型。

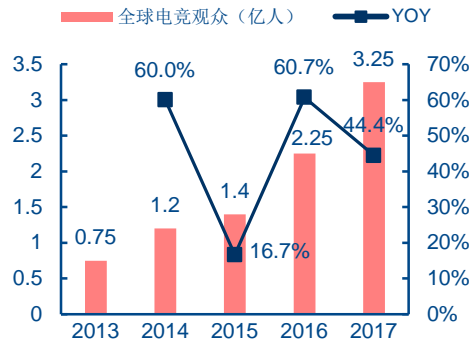
表 5：电子竞技定义分类

概念	定义概述	所采用代表游戏
狭义电子竞技	1、实时对战 2、无法通过道具内购获得优势 3、有以该电子游戏为主要项目的全国性赛事和国际活动	英雄联盟、Dota2、星际争霸 2
广义电子竞技	1、具备对抗性玩法 2、有以该电子游戏为主要项目的赛事或活动	QQ 飞车、刀塔传奇
泛电子竞技	1、棋牌类等现实类体育游戏的电子版项目 2、非实时对战的竞技模式 3、通过信息技术来锻炼脑力和体力技能的电子游戏	联众世界、水果忍者

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

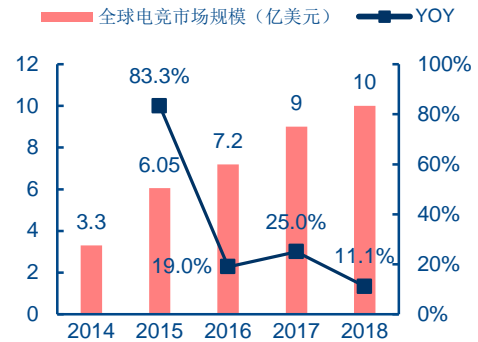
全球电竞市场发展迅猛，预计 2018 年将达 10 亿美元。在全球市场，按用户规模计算，电子竞技已经成长为和足球、篮球等全球性体育赛事相当的比赛项目，2014 年英雄联盟全球总决赛观看人数超过 2500 万人，超过当年的 MLB 和 NBA 总决赛。研究机构 SuperData 预测，全球电竞用户规模有望在 2017 年超过 3 亿人；Esportsearning 统计数据显示，仅考虑赛事门票和游戏厂商赞助等收入，2015 年全球电子竞技市场规模将超过 6 亿美元，2018 年有望达到 10 亿美元。

图 8：全球电竞观众数及增长



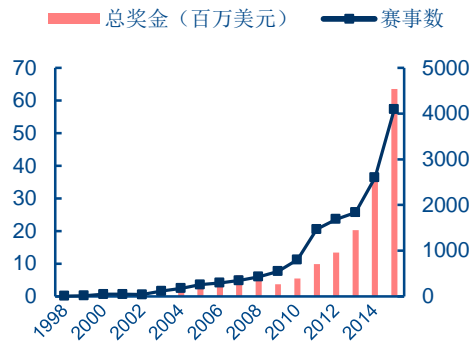
资料来源：SuperData，中信证券研究部整理

图 9：全球电竞市场规模



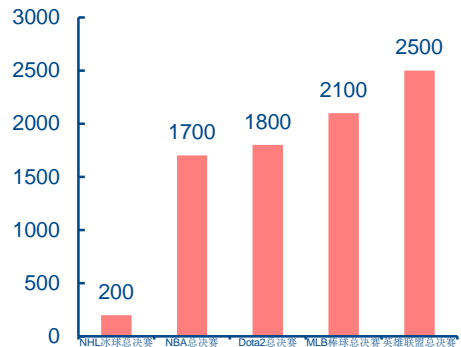
资料来源：SuperData，中信证券研究部整理

图 10：全球电子竞技赛事奖金总额与赛事数



资料来源：esportsearning，中信证券研究部整理

图 11：全球电竞、体育赛事观看人数（2014，万人）



资料来源：esportsearning，中信证券研究部整理

多重因素驱动，国内电竞产业腾飞在即。在国家产业政策、游戏产品、用户行为习惯等行业内外因素推动下，我们认为，国内电竞产业正在进入一个全新的发展阶段。

1) 产业政策提供坚实保障。在中国市场，国家体育总局早在 2003 年就将电竞列入了正式的体育运动。随着《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费》出台，体育行业进入全面深化改革发展期，电子竞技行业作为新兴体育的代表，无疑将在利好政策驱动下迎来快速发展。

表 6：电竞产业相关政策

时间	相关政策/通知	主要内容
2008	国家体育总局整合合并我国现有体育项目通知	将电子竞技重新定义为我国的第 78 号体育运动项目。
2010	关于鼓励和引导民间资本投资体育产业的实施意见	逐步实现我国体育竞赛表演业办赛形式市场化、投资主体多元化、竞赛组织专业化
2010	国务院办公厅关于加快发展体育产业的指导意见	建立以体育服务业为重点，门类齐全，结构合理的体育产业体系和规范有序、繁荣发展的体育市场
2014	关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见	到 2025 年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系

资料来源：中信证券研究部根据国务院、各部委相关文件整理

2) 竞技类游戏崛起，并成为用户主流选择。我们以 PC 客户端游戏为例，百度风云榜 TOP 10 的产品中，有 6 款产品为竞技类产品，其中英雄联盟、穿越火线、地下城与勇士三款竞技类产品长期稳居风云榜的前三位，国内市场累计月活跃用户规模超过 1 亿。

表 7：国内 PC 网游关注度 TOP 10（2015）

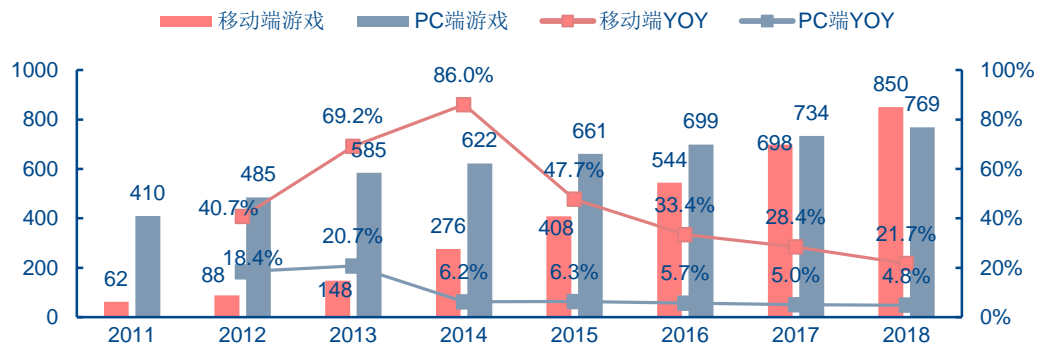
排名	产品名称	产品类型
1	英雄联盟	竞技-MOBA
2	穿越火线	竞技-FPS
3	地下城与勇士	竞技-ACT
4	魔兽世界	MMORPG
5	梦幻西游	MMORPG
6	QQ 飞车	竞技-RAC
7	传奇世界	MMORPG
8	逆战	竞技-FPS
9	炉石传说	竞技-BOARD
10	剑灵	MMORPG

资料来源：百度，中信证券研究部整理

3) 电竞商业模式逐步打开。作为一项体育类赛事，电竞产业在过去的缓慢发展除了受制于产业政策因素之外，一个很大的原因在于缺乏有效的商业模式支撑。我们认为，目前这一问题已得到明显解决，上游的网游运营环节，国内网游年度市场规模已经超过 1000 亿元，国民级网游英雄联盟年收入超过 100 亿元，游戏运营商有充足的动力推动电竞赛事；下游赛事内容输出环节，斗鱼等直播平台大量出现，并为优质的赛事内容展开激烈争夺，赛事版权价格持续攀升。

图 12：国内网络游戏市场规模

(单位：亿元)



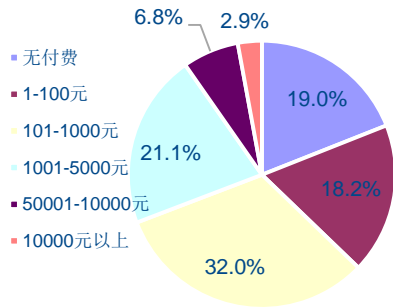
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理注：从 2015 年起为预测值

表 8：国内主要竞技类网游年收入流水预估(2014)

产品名称	产品类别	产品类型	年收入流水(亿元)
英雄联盟	PC 客户端	MOBA	100+
穿越火线	PC 客户端	FPS	80+
地下城与勇士	PC 客户端	ACT	80+
逆战	PC 客户端	FPS	20+
天天酷跑	移动端	酷跑	25+
全民飞机大战	移动端	飞行射击	15+
天天飞车	移动端	RAC	15+
全民突击	移动端	FPS	10+
炉石传说	PC/移动端	BOARD	5+

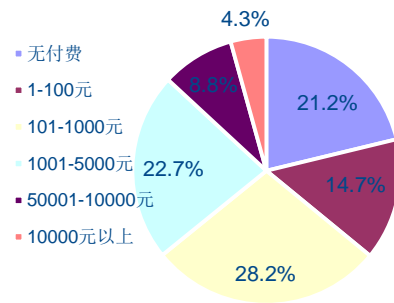
资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理

图 13: 2014 年中国电竞用户近一年游戏内付费



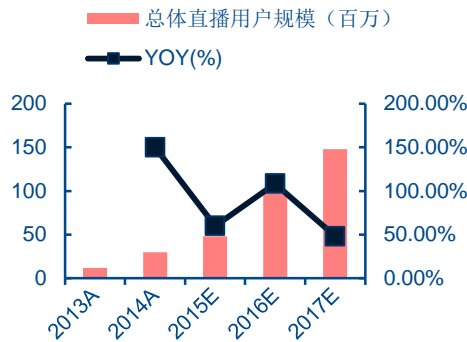
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

图 14: 2014 年中国电竞用户游戏周边付费



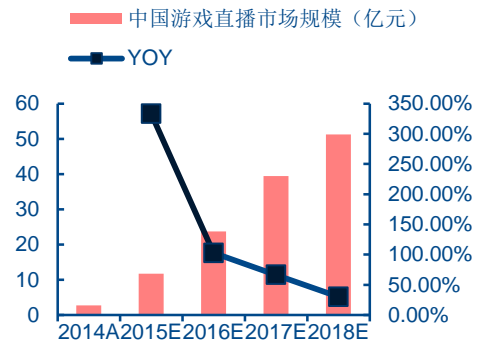
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

图 15: 国内线上游戏直播用户规模



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

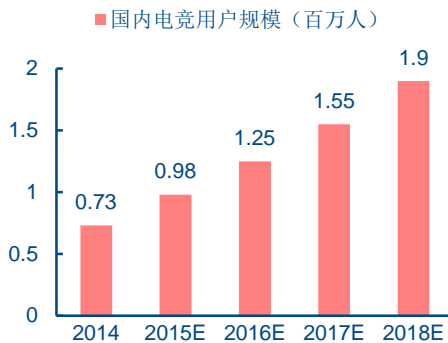
图 16: 国内游戏直播市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

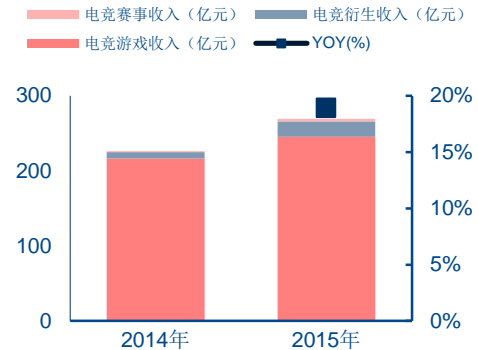
国内电竞赛事运营、赛事衍生环节存在巨幅商业拓展空间，整体市场规模有望超百亿。2014 年，国内电竞赛事及周边收入为 20.7 亿元。从全球成熟体育赛事商业收入构成来看，以 NBA 为例，品牌赞助、赛事转播两项贡献构成赛事本身主要收入来源（占比超过 90%）。艾瑞预计，国内电竞赛事运营及赛事衍生环节在 2015 年收入为 23.8 亿元，较 2014 年增长超过一倍。参考海外体育赛事商业化水平，并结合国内当前现状，我们估算认为，未来国内电竞赛事本身、赛事衍生环节合理收入将在百亿以上。

图 17: 国内电竞用户规模(百万人)



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

图 18: 国内电竞市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

表 9：国内电竞赛事潜在市场规模测算(2015，仅包括赛事运营本身)

类别		
NBA 总决赛-用户规模（万人）	1800	A
LOL 总决赛-用户规模（万人）	2700	B
NBA-赛季转播费（亿美元）	30	C
NBA-赛季赞助费（亿美元）	42	D
全球电竞市场规模理想预期(亿美元)	108	$E=B/A*(C+D)$
国内电竞用户规模（亿人）	0.98	F
全球电竞用户规模（亿人）	1.4	G
英超赛季转播收入（亿元）	165	H
中超赛季转播收入（亿元）	16	I
国内电竞市场规模理想预期(亿元)	7.3	$J=F/G*E*(I/H)$

资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理

表 10：国内电竞赛事运营、赛事衍生规模测算

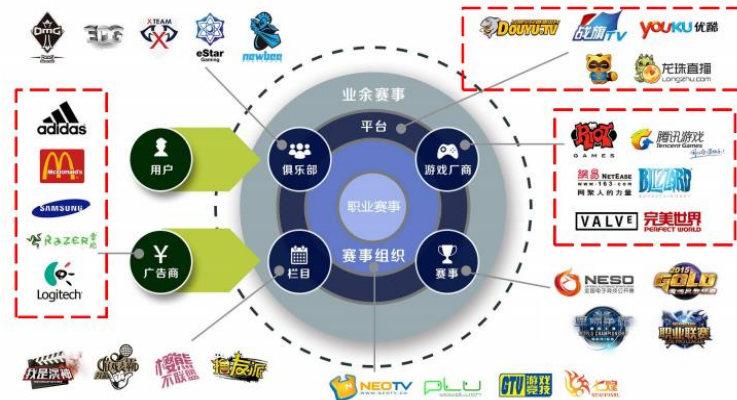
类别	内容描述
2015 年国内赛事运营、赛事衍生实际收入	整体规模 23.8 亿元，同比增长超过 100%
当前电竞赛事运营合理规模估算	初步测算为 7.3 亿元，较当前实际 3.1 亿元存在一倍以上提升空间
当前赛事运营、赛事衍生合理规模估算及展望	初步测算应在 50 亿元以上，并考虑市场的高速成长性以及单用户商业价值的提升，未来将是百亿以上市场规模

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部测算整理

赛事运营为产业核心，第三方赛事有望逐步崛起

产业链：电竞赛事涉及诸多参与者，赛事运营为产业核心。电竞赛事涉及诸多参与主体和产业环节，包括游戏内容授权、战队招募管理、商业赞助、赛事组织、赛事内容分发等。和常规的体育赛事一样，我们认为，赛事组织运营为整个产业链的核心环节，作为整个产业链的枢纽环节，其负责相关各参与主体的组织和衔接，实现电竞赛事的形成、内容生产和输出。

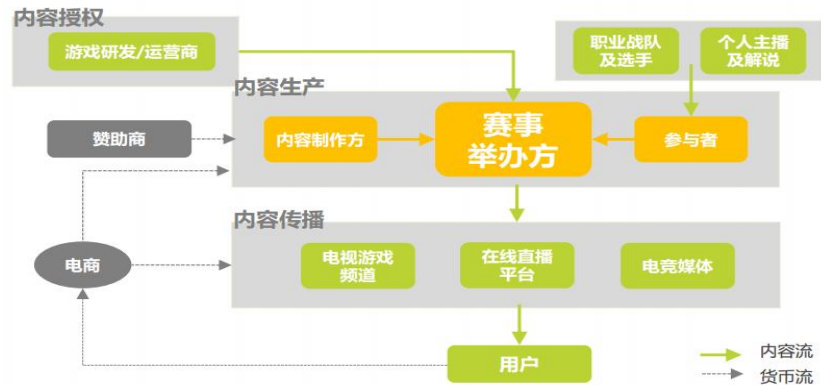
图 19：国内电子竞技产业相关参与方



资料来源：Newzoo，中信证券研究部整理

赛事运营：流程复杂，具有较高进入壁垒。一项电竞赛事的成功举办和运营涉及前期宣传、中期组织开展、后期视频制作分发等诸多环节，需要参与企业具备“前期宣传、同步直播、整体运营、期后营销”四维一体的全方位全赛事整体运营能力，从而满足电子竞技爱好者对赛事的品质高质量、资讯快时效、解说强氛围的要求。这也决定了国内在该领域赛事运营参与企业较少，国内该领域企业主要有 PLU、网映文化等代表性企业。

图 20：国内电子竞技产业链



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

表 11：国内主要电竞赛事运营方列表（2015）

主体	主办方	赛事名称	承办方
游戏运营商	腾讯	TGA 大奖赛、LPL 职业联赛、CFS 中国赛	PLU
		SSC 超级联赛、逆战城市巡回赛	网映
		CFPL 职业联盟电视联赛	GTV
	网易	黄金职业联赛、黄金风暴联赛	网映
		NEL 世锦赛中国赛	战旗 TV
	完美世界	TI 中国区预选赛	ImbaTV
政府	银川市政府	DSPL 刀塔次级职业联赛	MarsTV
		WCA 世界电子竞技大赛	PLU、网映
	国家体育总局	NEST 全国电子竞技大赛	华奥星空
		NESO	网映
		IET	华奥星空
	上海市体育总会	WPC	网映
第三方企业	AGN、GMGC	WECG	AGN、GMGC
	帝霸网络	WEC	帝霸网络
	游戏风云	G 联赛	游戏风云
	Imba TV	I 联赛	Imba TV
	三星电子	WCG 世界电子竞技大赛	网映
	技嘉	STARSWAR 电竞盛典	网映
NEOTV	SL 战队联赛	网映	

资料来源：中信证券研究部整理

赛事类型：第三方赛事有望逐步居上。目前来看，RIOT、VALVE 等游戏公司基于自有产品举办的电竞赛事风靡全球，第三方略显落寞，全球三大电竞赛事命运坎坷。总结来看，三大赛事的失败原因各异，除了个别特殊因素外，早期商业模式不成熟导致运营困难为主要原因，我们认为，目前来看，电竞赛事商业模式已经得到有效解决。同时，相较于第一方赛事，第三方赛事不受限于某一单一产品的周期风险影响，容易形成长期的品牌效应，WCA 的成功举办即是证明。我们预期第三方赛事将逐步后来居上，并占据重要份额。

表 12：世界三大第三方电竞赛事失败原因总结

赛事名称	主办国家	运营时间	赛事现状	失败原因
CPL	美国	1997-2008	2008 年被 Abu 收购	赛事团队选拔作弊，导致公信力消失
WCG	韩国	2000-2014	于 2014 年 2 月停办	三星集团内斗导致赛事停办
ESWC	法国	2002 至今	所有权几经易手	商业化运作欠佳

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

表 13: 第三方赛事较第一方赛事优势

项目	第一方赛事	第三方赛事
产品覆盖	游戏种类单一，以厂商有限的电竞游戏为主打	游戏种类丰富，涵盖主流电竞游戏，包括移动电竞
赛事覆盖	一般为一年一次，时长短	以赛季为单位，时长更长
用户覆盖	用户多为来自同一款游戏	用户来自多款游戏，覆盖面更大
长久性	与游戏本身相关性高，游戏遇冷则赛事没落	赛事项目灵活性大，易根据产品变更，形成长效品牌

资料来源：中信证券研究部整理

表 14: 国内第三方电竞赛事发展历程

时间	阶段	特点
2001-2003	起步期	国内市场环境不成熟，赛事举办不专业；WCG 等海外成熟第三方赛事成用户关注点
2004-2010	发展期	国内赛事开始发展，以第三方赛事为主；但广电禁播网游类节目，发展受阻
2011-2013	深化期	LOL、Dota2 风靡，第一方赛事开始主导市场，国内第三方企业逐渐开展次级联赛
2014-至今	爆发期	国内第三方赛事不断增加，WCA 等国际性第三方赛事落户国内

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

表 15: 2014 年 WCA 赛事网络浏览量数据

时间	2014 年 10 月 2 日	2014 年 10 月 3 日	2014 年 10 月 4 日	2014 年 10 月 5 日	合计
PV 值 (万人)	389.043	382.273	339.313	425.224	1535.853

资料来源：WCA，中信证券研究部整理

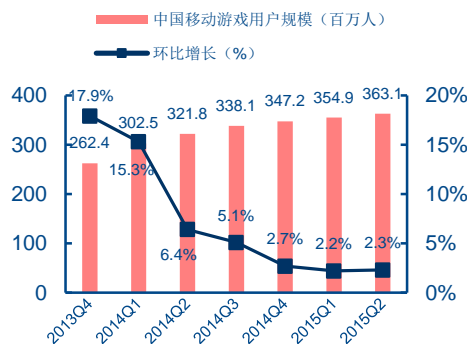
赛事内容：移动电竞开始兴起。经历 2013、2014 年的快速发展后，竞技类产品已经在移动游戏领域崛起，以 apple store 中国区畅销榜为例，TOP 10 产品中竞技类产品占据 4 款，我们预期随着移动游戏市场的逐步成熟，竞技类产品占比有望进一步提升，从而推动用户参与移动电竞意愿不断提升。

表 16: apple store 中国区移动游戏畅销榜 TOP 10 (2015.12)

NO	产品名称	产品类型
1	梦幻西游	MMORPG
2	大话西游	MMORPG
3	王者荣耀	竞技-MOBA
4	热血传奇	MMORPG
5	全民突击	竞技-FPS
6	拳皇 98 OL	竞技-动作格斗
7	全民奇迹	MMORPG
8	全民无双	ARPG
9	六龙争霸	MMORPG
10	天天爱消除	竞技-消除

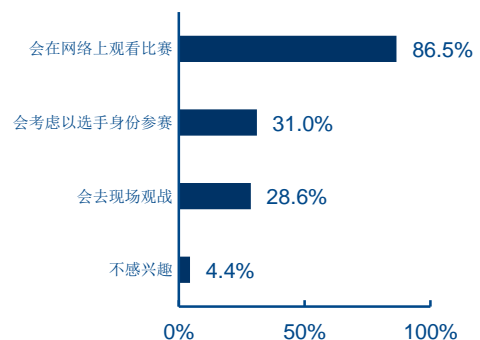
资料来源：app annie，中信证券研究部整理

图 21: 中国移动游戏用户规模及增长



资料来源：GPC,CNG & IDC，中信证券研究部整理

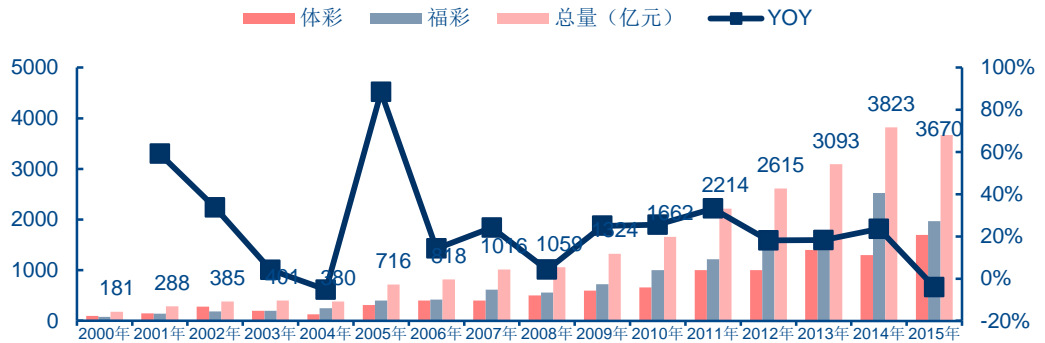
图 22: 2015 年中国移动电竞赛事用户参与意愿



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

商业化：商业模式逐步丰富。伴随电竞行业的整体发展，赛事组织和运营环节的商业模式得到不断丰富，各类型变现路径迅速涌现，如赛事直播版权、广告赞助、门票销售、赛事博彩等。伴随电竞赛事商业模式的逐步丰富，电竞赛事本身商业价值和社会认可度将获得进一步提升。

图 23：国内体育彩票销售数据



资料来源：新浪财经，中信证券研究部整理

公司分析：赛事运营为核心，推动电竞生态构建

赛事运营能力突出，承办赛事资源储备充足

赛事运营：国内领先的赛事运营能力。公司自 2006 年起开始承接世界顶级赛事中国区的运营，先后作为 WCG 2006 年、2007 年中国区独家直播方，以及 2008-2013 年的中国区主办方（中国区亦为多次 WCG 世界总决赛举办地），在 2013 年 WCG 举办期间，中国区现场观众超过 15 万人次。基于公司专业化的运营能力以及良好的运营成绩，公司连续五年获得 WCG 授予的全球最佳 SP 称号。同时，公司还是 WCA 中国区决赛等大型赛事的承办方，赛事运营能力在国内处于领先水平。

表 17：WCG 2013 赛事各地区线上直播浏览量 PV

日期	中国区	韩国区	全球其他地区
11.28	13,639,744	1,182,261	846,800
11.29	11,178,425	1,344,495	353,960
11.03	12,719,009	1,109,896	312,180
12.01	27,639,368	1,406,795	287,620
合计	65,176,546	5,043,447	1,800,560

资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

公司团队：具备完整的赛事运营能力。公司自 2006 年开始，一直致力于电竞赛事运营及相关的工作，在赛事策划组织、赛事直播以及推广宣传等赛事核心环节积累了丰富的经验，并形成了完整的赛事运营团队，为公司核心赛事业务的持续开展奠定了坚实基础。

表 18：网映团队具备完整的赛事运营能力

类别	内容描述
赛事管理	<ul style="list-style-type: none"> ● 共计接待 5000+国内外选手 ● 单场比赛管理超过 500 位国内外选手 ● 单次比赛安排超过 300 余场次的比赛
赛事直播	<ul style="list-style-type: none"> ● 专业的赛事导演组 ● 行业具备一定知名度的解说阵容支持 ● 完善、标准的直播制作流程
赛事推广	<ul style="list-style-type: none"> ● 专业的 PR 团队 ● 覆盖线上、线下的渠道网络 ● 完整参与过 WCG 赛事的推广团队

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

赛事资源：2015 年新增大量赛事运营资源。借助 WCG 赛事的连续 5 年成功运营，公司逐步树立了良好的品牌形象，并逐步和网游运营商、第三方赛事主办机构建立了良好的合作关系，积累了大量的赛事资源。同时，公司赛事资源在 2015 年得到进一步丰富，目前已成为全国电子竞技公开赛、网易黄金联赛等知名赛事的赛事运营商。丰富的赛事资源有望推动其业务持续高速增长。

表 19：公司承办电竞赛事列表

赛事名称	赛事介绍	2015 年新增
全国电子竞技公开赛	国家体育总局体育信息中心主办“唯一”全运会模式电竞赛事。	否
黄金风暴联赛（网易）	网易和暴雪举办，NEOTV 承办的全球首个《风暴英雄》官方职业联赛。	是
炉石黄金国际挑战赛（网易）	网易和暴雪举办的官方赛事，正赛阶段的比赛将在上海近铁城市广场拉开战幕。	是
QQ 飞车超级联赛（腾讯）	国内休闲竞速网游电竞标杆赛事。	否
星际争霸 II 黄金职业联赛	网易和暴雪举办、NEOTV 承办的《星际争霸 II》官方赛事。	是
CFS（腾讯）	由 CF 韩国开发商 SmileGate 举办的一项世界级大型 CF 赛事。	是
逆战城市巡回赛（腾讯）	腾讯旗下网络游戏《逆战》的官方线下赛事。	是
STARSWAR 电竞盛典（技嘉）	技嘉独家冠名，英伟达、英特尔全球赞助的第八届技嘉 STARSWAR 电竞盛典。	是
WPC（上海体育总会、景瑞地产）	由上海市体育总会、景瑞地产集团主办，NEOTV 制作。	否

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 20：公司和网易签订部分赛事服务合同列表

合同标的	合同金额（元）	签订时间	履行情况
网易风暴线下联赛组织运营	10,700,000	2015.2.10	履约中
风暴英雄新闻发布会的现场活动以及现场直播服务	1,246,403	2015.5.25	已完成
炉石传说中美擂台赛服务	1,588,136	2015.6.16	已完成
暴雪嘉年华中国锦标赛服务	1,447,786	2015.7.20	履约中

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

积极发展自主赛事等业务，丰富营收模式

自主赛事：2015 年增加 3 项自有品牌赛事。借助对 WCG 等知名赛事的承办，公司积累了丰富的大型赛事承办经验，并逐步形成了具备赛事运营能力的核心业务团队。基于赛事承办业务的积累，近年来，公司开始积极发展自有品牌的电竞赛事，自 2014 年以来公司先后成功举办了 SL 炉石联赛、SL 风暴联赛、SL 星际争霸 II 战队联赛等赛事，并逐步获得市场认可。

表 21：公司自主品牌电竞赛事列表

公司赛事资源	赛事简介	2015 年新增
SL 炉石联赛	以《炉石传说》为竞技游戏的电竞联赛。该联赛赛程为期 3 个月	是
SL 风暴联赛	以《风暴英雄》为竞技游戏的电竞联赛。该赛事赛程为期 3 个月	是
SL 星际争霸 II 战队联赛	以《星际争霸 II》为竞技游戏的电竞联赛。该赛事赛程为期 5 个月	是
NSL - NEOTV 明星联赛	公司 2007 年创办的著名品牌赛事	否

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

视频制作:自有品牌赛事转播权 3000 万签约斗鱼。电竞赛事相关的赛事直播和视频业务等近年来获得快速发展，以美国市场为例，赛事直播和视频平台 twitch 流量已经超过了 facebook，位居全美第四位。公司除了围绕赛事运营开展赛事直播业务外，还在游戏娱乐视频制作方面不断发力，内容覆盖腾讯、网易等旗下热门游戏产品，不断完善自身在电竞赛事方面的综合服务能力。2015 年公司和斗鱼签订赛事版权出售合同，将未来三年的自有品牌赛事转播权作价 3000 万出售给后者，我们预期下游直播平台的激烈竞争有望推动赛事版权价格的持续提升，公司有望从中受益。

图 24：公司自主视频集锦



资料来源：公司公开材料，中信证券研究部整理

表 22：直播平台加强对下游版权内容、知名主播的争夺

排名	主播昵称	直播游戏	类别	当前预估价格(万元)
1	若风	LOL	职业选手	2000
2	Miss	LOL	视频解说	1700
3	white	LOL	职业选手	1500
4	小智	LOL	视频解说	1500
5	董小枫	LOL	草根	1500
6	dopa	LOL	草根	1500
7	小苍	LOL	职业解说	1200
8	JY	LOL	视频解说	1000
9	草莓	LOL	职业选手	1000
10	微笑	LOL	职业选手	1000

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

赛事周边:推动电竞闭环生态构建。公司研发的行业第一款电竞垂直类 APP “电竞圈”目前进入正式推广阶段，该 app 主要包括电竞资讯、社交等多个功能模块；同时公司开发出了一整套高效并符合自身特点的艺人运营模式，计划未来针对性地培养一批有代表性电竞艺人。我们认为，公司在赛事运营、视频制作、艺人运营、线上 app 等方面全面发力，持续构建用户服务闭环，不断提升用户线上体验，长期有助于实现用户的积累和沉淀，构建良性电竞生态循环。

表 23：“电竞圈” app 主要功能列表

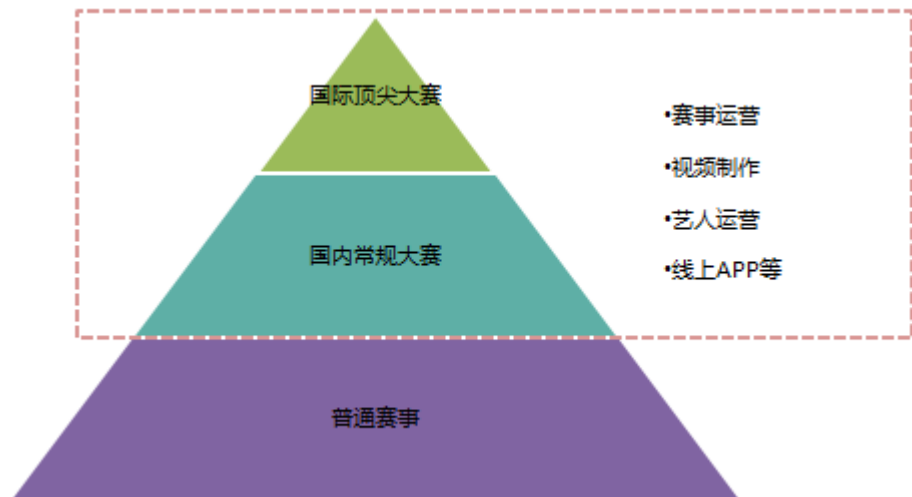
产品功能	功能简介
线上社交	线上电竞用户交流社区
赛事直播	全球顶级电竞赛事在线看直播，并提供一键订阅提醒
个人直播	聚合热门电竞明星及大神第一视角在线直播
点播视频	第一时间同步更新知名选手、解说发布的点播视频

资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

未来策略：赛事运营为核心，推动电竞生态构建

未来策略：赛事运营为核心。公司在电竞领域积累近 10 年，以赛事运营为核心，不断拓展赛事周边及衍生服务，我们认为，在长期业务布局方面，公司将聚焦中高端电竞赛事，通过赛事承办、自主赛事品牌等方式，继续以赛事运营这一电竞产业核心环节为中心，不断发展视频制作、艺人运营等赛事周边和衍生业务，实现电竞用户的持续积累和沉淀，最终实现电竞生态的构建。

图 25：公司业务策略



资料来源：公司访谈，中信证券研究部整理

多因素驱动公司业绩实现快速增长。在公司未来业绩方面，基于我们对公司未来核心业务策略的分析，认为其未来业绩有望受益于如下因素的驱动：

- 1) 赛事承办。公司 2015 年承办赛事资源较 2014 年存量增长近 2 倍，2016 年有望较 2015 年增长近 1 倍，未来公司营收有望受益于公司承办赛事资源的持续丰富、游戏厂商在单个赛事项目投入预算的持续提升。我们预期，短期内赛事承办仍将为公司主要营收来源。
- 2) 自有品牌赛事。2015 年新增 SL 炉石联赛等三项赛事，未来游戏厂商将大概率专注于少部分核心产品的赛事，并释放大量赛事资源，自有品牌赛事资源有望持续丰富。
- 3) 视频制作。2015 年公司将自有品牌赛事 3 年转播权以 3000 万出售给斗鱼，未来公司有望受益于自身赛事资源的丰富、下游游戏直播平台对优质版权的争抢推动价格上扬等有利因素。
- 4) 周边业务。国内电竞大环境的持续改善以及公司周边业务拓展，所带来的电竞粉丝用户流量变现能力。

风险因素

宏观产业政策风险，行业竞争持续加剧风险，新业务进展不及预期风险，公司重大赛事合同续约风险等。

盈利预测与关键假设

关键假设：

1) 收入方面。公司业务目前主要包括第三方赛事运营、自有赛事运营、赛事版权等衍生周边（含视频销售）三部分，其中第三方赛事运营短期内仍将是公司主要收入来源，并有望伴随承接赛事项目资源的增加实现收入快速增长，自有赛事仍处于培育期，短期收入贡献预计较为有限；随着行业赛事版权价格提升以及公司直播栏目布局完成，公司赛事版权等衍生周边业务有望从 2016 年开始进入快速增长期。我们预计公司 2015/16/17 年整体收入为 0.33/0.79/1.45 亿元，同比增长 123%/139%/83%。

2) 成本方面。第三方赛事运营业务已经发展较为成熟，毛利率相对稳定；自有赛事、赛事版权等衍生业务仍处于前期培育阶段，随着时间推移，毛利率有望逐步改善。我们预计公司 2015/16/17 年毛利率为 48.5%/48.9%/51.3%。

3) 费用方面。随着公司赛事资源的不断丰富，以及周边业务的持续拓展，预计公司费用将保持上升趋势。我们预计公司 2015/16/17 年费用率为 35.5%/25.5%/23.5%

表 24：公司收入、成本、费用预测

项目	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入（千元）					
第三方赛事运营	15,370.31	12,991.76	30,010.96	60,021.92	94,834.63
自有赛事运营	-	-	1,000.00	5,000.00	10,000.00
赛事版权&娱乐栏目运营等(含视频销售)	729.25	1,832.71	2,000.00	14,000.00	40,000.00
合计	16,099.56	14,824.46	33,010.96	79,021.92	144,834.63
收入增速（%）					
第三方赛事运营		-15.47%	131.00%	100.00%	58.00%
自有赛事运营			0.00%	400.00%	100.00%
赛事版权&娱乐栏目运营等		151.31%	9.13%	600.00%	185.71%
合计		-7.92%	122.68%	139.38%	83.28%
毛利率（%）					
第三方赛事运营	39.85%	27.31%	50.00%	51.00%	52.00%
自有赛事运营			20.00%	60.00%	50.00%
赛事版权&娱乐栏目运营等	52.16%	39.54%	40.00%	35.71%	50.00%
合计	40.4%	28.8%	48.5%	48.9%	51.3%
费用率（%）					
营业税金及附加	5.65%	5.53%	5.50%	5.50%	5.50%
管理费用	19.40%	8.15%	30.00%	20.00%	18.00%
总费用率	25.05%	13.68%	35.50%	25.50%	23.50%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

盈利预测。基于以上假设，经模型测算得出公司 2015-2017 年净利润分别为 371、1508 和 3339 万元按目前 1000 万股股本测算的 2015-2017 年 EPS 为 0.37、1.51 和 3.34 元。

表 25：公司核心财务指标预测

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	16.1	14.8	33.0	79.0	144.8
增长率 YoY(%)		(7.9)	122.7	139.4	83.3
净利润(百万元)	2.2	1.7	3.7	15.1	33.4
增长率 YoY(%)		(25.6)	123.6	306.2	121.5
每股收益(元)全面摊薄	0.22	0.17	0.37	1.51	3.34
毛利率(%)	40.4	28.8	48.5	48.9	51.3
净资产收益率(%)	908.1	125.6	41.2	64.4	70.1

资料来源：公司财报，中信证券研究部整理

估值分析

按 3 月 7 日收盘价，目前国内主板电竞相关公司 2014/15/16 年的平均 PE 为 115/101/55 倍，新三板缺乏相关可比标的，三板做市转让游戏研发及发行公司较主板大约折价 30% 左右。考虑公司在国内电竞赛事运营领域的突出市场地位，以及公司未来的高业绩成长性、相关标的稀缺性，参考主板三板折价水平，我们给予公司 2016 年 39 倍的 PE（较主板可比公司折价 30%），对应市值为 5.89 亿元。

表 26：A 股电子竞技相关公司估值

公司名称	股票代码	市值(亿元)	收盘价(元)	净利润(百万元)			PE (倍)		
				2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
万家文化	600576.SH	108.64	17.11	-22.55	71.72	146.36	NA	151	74
掌趣科技	300315.SZ	307.07	11.07	350.45	460.3	793.35	88	67	39
顺网科技	300113.SZ	227.03	77.64	160.37	268.63	424.38	142	85	53
平均		214.25					115	101	55

资料来源：wind，中信证券研究部整理注：股价为 2016 年 3 月 7 日收盘价格；可比公司盈利预测取自 wind 一致预期

表 27：新三板游戏相关公司估值

类别	公司名称	股票代码	市值(亿元)	收盘价(元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PE	
					2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
研发 发行	绿岸网络	430229.OC	13.48	21.55	226.16	209.38	45.19	37.04	34	42
	长城软件	430426.OC			44.16	39.37	8.27	8.15		
	金刚游戏	430092.OC			14.24	36.47	-3.05	12.25		
	光辉互动	831575.OC			14.25	11.88	6.15	1.58		
	乐升股份	430213.OC			15.67	11.13	5.62	-4.31		
	ST 页游	430627.OC			8.24	8.08	-13.42	-10.59		
	约克动漫	830936.OC	2.39	7.08	19.56	25.74	4.13	7.17	58	
	英雄互娱	430127.OC			21.74	20.95	1.21	-6.75		
	网虫股份	830767.OC			11.36	31.17	4.42	16.91		
	飞扬天下	831302.OC			7.06	17.44	1.17	7.99		
	超级玩家	831360.OC			8.83	6.29	-6.12	-3.98		
	ST 复娱	831472.OC	9.86	6.15	42.48	31.70	-30.13	-27.93		
	预言软件	832626.OC			27.23	31.79	-0.16	3.31		
	紫荆股份	832900.OC			11.06	17.15	0.69	3.21		
	原点股份	832929.OC			0.49	4.07	-0.69	0.71		
	乐卓网络	833148.OC			10.09	8.60	-3.38	-7.05		
	掌上纵横	833416.OC			67.75		16.42			
	风雷网络	833710.OC			45.60		24.82			
	蜂派科技	833726.OC			27.51		14.99			
	张江超艺	833696.OC			21.03		2.21			
集趣股份	833420.OC			53.36	42.45	0.93	6.29			
爱玩网络	835381.OC			2.69		0.29				
豹风网络	834643.OC			11.57		1.77				

类别	公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PE	
					2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
	盖娅互娱	430181.OC			4.20	4.08	-3.55	-3.91		
	墨麟股份	835067.OC			464.34		80.22			
	火谷网络	833928.OC			104.05		82.22			
	遥望网络	834448.OC			115.64		12.87			
	华清飞扬	834195.OC			168.44		34.09			
	飞扬天下	831302.OC			7.06	17.44	1.17	7.99		
	掌上纵横	833416.OC			67.75		16.42			
	心动网络	833897.OC	39.27	67.8	459.82		65.56		56	
综合	汇元科技	832028.OC			132.08	143.30	62.60	70.81		
综合	童石网络	833377.OC			88.55	107.35	6.40	18.40		
电子竞技 渠道 平台	网映文化	834902.OC			14.82		1.66			
渠道 平台	游戏多	834054.OC	6.08	32.25	12.47		-2.79			
	乐享方登	835055.OC			3.56		-21.49			

资料来源：wind，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 3 月 7 日收盘价格

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	16	15	33	79	145
营业成本	10	11	17	40	71
毛利率	40.4%	28.8%	48.5%	48.9%	51.3%
营业税金及附加	1	1	2	4	8
营业费用	0	0	0	0	0
营业费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	3	1	10	16	26
管理费用率	19.4%	8.1%	30.0%	20.0%	18.0%
财务费用	0	0	0	0	0
财务费用率	0.0%	1.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他经营损益	0	0	0	1	1
营业利润	2	2	4	18	39
营业利润率	15.3%	11.0%	13.2%	22.4%	27.1%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3	2	4	18	39
所得税	0	0	1	3	6
所得税率	14.5%	11.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	2	2	4	15	33
净利率	13.9%	11.2%	11.2%	19.1%	23.1%

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税前利润	3	2	4	18	39
所得税支出	0	0	-1	-3	-6
折旧和摊销	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	-6	5	-4	-3
其他	-1	0	0	1	1
经营现金流	2	-3	9	12	31
资本支出	0	0	-1	0	-1
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
投资现金流	0	1	-1	0	-1
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他	0	0	10	0	0
融资现金流	0	0	10	0	0
现金及现金等价物净增加额	2	-2	19	12	31

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	3	1	20	32	63
存货	0	0	0	0	0
应收账款/票据	2	9	8	19	34
其他流动资产	0	1	1	1	2
流动资产	5	10	28	52	99
固定资产	1	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1	1	1	1	1
资产总计	6	11	29	53	100
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款/票据	0	1	1	2	4
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	7	11	19	31
流动负债	6	7	12	21	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	1	1
非流动性负债	0	1	1	1	1
负债合计	6	8	13	22	36
股本	4	4	10	10	10
资本公积	0	0	4	4	4
留存收益	(4)	(2)	2	17	50
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	0	2	16	31	64
负债股东权益总计	6	11	29	53	100

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)					
营业收入		-7.9	122.7	139.4	83.3
营业利润		-33.5	167.0	306.2	121.5
净利润		-25.6	123.6	306.2	121.5
利润率 (%)					
毛利率	40.4	28.8	48.5	48.9	51.3
EBITMargin	15.3	11.0	13.2	22.4	27.1
EBITDAMargin	17.8	13.7	14.0	22.8	27.4
净利率	13.9	11.2	11.2	19.1	23.1
回报率 (%)					
净资产收益率	908.1	125.6	41.2	64.4	70.1
总资产收益率	71.0	19.7	18.8	37.0	43.7
其他 (%)					
资产负债率	92.2	79.7	45.0	41.1	35.8
所得税率	14.5	11.8	15.0	15.0	15.0
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：中信量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。