

流量聚合、手游公会双轮驱动，布局手游生态链

2016年3月18日

投资要点

- ❖ **公司概况：国内流量聚合、手游公会运营领域领先厂商。**公司成立于2010年，前期主要在国内市场从事互联网长尾流量聚合及再分发业务。2014年起，公司开始布局手游公会业务，并以手游公会为核心，逐步布局手游推广、发行、测试等业务。2015年9月，公司手游推广业务单月充值流水已达2亿元，业务实现爆发式增长。公司2014实现营业收入1.16亿元，同比增长2113.9%，实现净利润1287.13万元，同比增长1440.7%，其中流量聚合业务为公司当期主要营收来源。公司手游公会业务2015年下半年开始发力，我们判断，手游公会及相关业务在2015年有望全面超过流量业务，成为公司主要营收来源。
- ❖ **国内移动游戏重度化趋势明显，手游公会存在较大整合优化空间。**艾瑞预测，移动游戏市场有望在2018年成为国内网络游戏领域最大的细分市场。伴随着国内移动游戏用户的逐步成熟，移动游戏产品的重度化趋势正在逐步显现，目前国内ios畅销榜排名前三均为RPG产品；游戏公会作为网络游戏产业的有机组成部分，在网游用户群中渗透率超过80%。移动游戏重度化趋势下，游戏玩家对公会组织存在强烈诉求，游戏公会在移动游戏产业链中重要性正在持续提升。目前手游公会存在格局混乱、形象欠佳等突出问题，现阶段对手游公会的整合和再组织存在较大空间。
- ❖ **公司手游公会业务：以手游公会为核心，布局手游生态链。**目前公司主要通过自建公会、公会入驻和合作公会等形式实现公会用户汇聚，并借助旗下的充值平台、任务推广平台、线上社区等产品实现公会用户沉淀，并最终通过手游推广返点等方式，实现商业变现。目前公司合作公会数量已经超过4000家，积累高付费玩家超过20万，推广游戏产品超过1000款，覆盖手游公会用户已经超过20%，仅次于UC9游的40%，且剩余市场格局分散，存在进一步整合可能。公司旗下游戏公会单月充值流水已达2亿元，同时以手游公会为核心，积极布局手游测评、发行等业务。
- ❖ **流量业务：国内部分有望保持平稳，积极布局海外市场。**公司以2F媒体平台为依托，通过整合前端长尾用户流量资源，并基于数据模型，实现用户流量、后端广告主需求的精准匹配。国内市场部分，伴随公司对流量来源渠道、流量变现效率持续优化，我们预期该部分业务将伴随行业整体保持20%左右平稳增长，同时受行业竞争加剧影响，该部分业务利润率将持续承压；海外市场部份，从2015年开始，公司开始将国内业务复制到海外市场，但具体落地路径和财务预期仍有待进一步观察。
- ❖ **风险因素。**主管部门可能对游戏公会加强监管所形成的产业政策风险，市场竞争持续加剧风险，公司新业务拓展不及预期风险。
- ❖ **首次覆盖给予“买入”评级。**公司手游公会业务目前在国内市场份额已经超过20%，以手游公会为核心的手游测试、推广和发行等业务长期有望推动业绩实现高速增长。我们预计公司2015/16/17年净利润分别为0.31/0.82/1.18亿元，CAGR为208.8%。目前主板数字营销行业公司TTM/2015/2016年PE为168/67/40，主板移动游戏行业公司TTM/2015/2016年PE为73/57/41，新三板数字营销行业公司PE(TTM)为85倍，新三板游戏相关公司PE(TTM)为36倍，以PE(TTM)为参考指标，数字营销、移动游戏板块在新三板较主板折价大约50%左右。结合主板的估值平均水平，以及新三板的流动性折价，我们给予公司2016年21倍的估值(较主板折价50%)，对应市值为17.22亿元，每股目标价41.5元，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5.2	115.6	536.5	1,435.0	1,840.0
增长率 YoY(%)		2,113.9	363.9	167.5	28.2
净利润(百万元)	0.8	12.9	30.6	82.0	117.5
增长率 YoY(%)		1,440.7	137.4	168.4	43.2
每股收益 EPS(元)	0.02	0.31	0.74	1.98	2.83

资料来源：wind，中信证券研究部预测



买入 (首次)

当前：协议转让

目标价：41.5 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyli@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

财务指标

13/14 营业收入	5.22/115.64 百万元
13/14 收入增速	-/2113.89%
13/14 净利润	0.84/12.87 百万元
13/14 净利润增速	-/1440.68%

相关研究

- 1 绿岸网络 (430229) 新三板公司研究报告-稳步扩张的新三板网游龙头-----2015.08.19
- 2 新三板内容产业系列研究报告(一)-内容价值显现，三驾马车合力开启移动游戏产业新篇章.....2015.10.12
- 3 新三板移动游戏产业 2016 年 1 月跟踪报告-快速崛起的国内电子竞技-----2016.02.03
- 4 新三板移动游戏产业 2016 年 2 月跟踪报告-机遇与挑战并存的海外移动游戏是场-----2016.03.08

目录

公司概况：国内流量聚合、手游公会运营领域领先厂商	1
公司概况：国内领先手游公会运营商	1
主营业务：流量聚合业务+手游公会运营业务	1
股权结构：谢如栋为公司实际控制人	3
财务分析：2014 年实现营业收入 1.16 亿元，净利润 1287 万元	3
行业分析：国内移动游戏重度化趋势明显，手游公会存在较大整合优化空间	4
国内移动游戏继续保持快速增长，产品重度化趋势明显	4
公会在游戏产业中扮演重要角色，手游公会存在较大整合优化空间	6
公司分析：流量聚合、手游公会双轮驱动，布局手游生态链	11
手游公会：以手游公会为核心，布局手游生态链	11
流量业务：国内市场保持有望平稳增长，积极布局海外市场	13
风险因素	15
盈利预测、估值及投资评级	16
盈利预测及关键假设	16
估值及投资评级	17

插图目录

图 1：公司主要业务收入结构	1
图 2： 2F 传媒广告分发平台	2
图 3： 3227 手游推广平台	2
图 4：快快糖手游交易网	2
图 5：豆你玩手游社区	3
图 6：遥望网络营业收入和 YOY	4
图 7：遥望网络净利润和 YOY	4
图 8：遥望网络历年盈利能力	4
图 9：遥望网络历年现金流与 ROE	4
图 10：国内移动游戏市场规模数据	5
图 11：国内网络游戏市场结构	5
图 12：国内网游用户认为目前网游存在的主要问题(2014)	7
图 13：国内移动游戏用户对移动游戏的选择标准（2014）	7
图 14：国内网络游戏用户对游戏活动关注度（2014）	7
图 15：国内网络游戏用户对公会的意愿（2014）	8
图 16：国内网络游戏玩家选择服务器标准（2014）	8
图 17：传奇世界百度指数(2003~2015)	9
图 18：国内移动游戏渠道平台流水份额分布(2015)	10

图 19: 国内移动游戏用户 2013-2014 游戏年龄分布.....	10
图 20: 公司手游公会商业模式	12
图 21: 公司公会业务运营数据表现	12
图 22: 公司流量业务主要业务逻辑	14
图 23: 公司流量分发业务主要合作方	14
图 24: 国内数字广告市场规模	15
图 25: 猎豹移动用户数据表现	15
图 26: 猎豹移动收入数据表现	15

表格目录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 遥望网络前十大股东最新情况（截止 2016.03.08）	3
表 3: apple store 中国区游戏类应用畅销榜 TOP 10 产品列表	5
表 4: 国内十大著名网游公会	6
表 5: 游戏公会特征.....	6
表 6: 国内网游百度关注指数 TOP 10(2015)	9
表 7: UC 9 游公会运作逻辑.....	9
表 8: 手游公会与 PC 网游公会区别.....	10
表 9: 目前制约手游公会发展因素列表.....	11
表 10: 国内手游公会竞争格局	11
表 11: 公司手游公会相关产品布局	11
表 12: 公司手游公会运营关键指标	12
表 13: 公司泛娱乐及手游发行业务推进进展	13
表 14: 公司泛娱乐及手游发行业务模块及描述.....	13
表 15: 公司收入、成本、费用预测	16
表 16: 公司核心财务指标预测	17
表 17: A 股游戏相关公司估值	17
表 18: 美股游戏相关公司估值	17
表 19: 港股游戏相关公司估值	18
表 20: 新三板游戏相关公司估值.....	18

公司概况：国内流量聚合、手游公会运营领域领先厂商

公司概况：国内领先手游公会运营商

公司成立于 2010 年，前期主要在国内市场从事 PC 端、移动端长尾流量聚合、再分发业务，2015 年公司开始将流量聚合业务拓展至海外市场，通过收购部分具有用户流量的移动端 app，实现流量的聚合变现；2014 年，公司开始布局手游公会业务，并以手游公会为核心，布局手游推广和联运业务，截至目前，手游推广业务月流水已经达到 2 亿元，业务实现爆发式增长。下游客户方面，公司已与百度、腾讯、阿里巴巴、奇虎 360 等互联网网络服务商、电子商务企业、游戏公司形成了良好稳固的合作关系。

表 1：公司发展历程

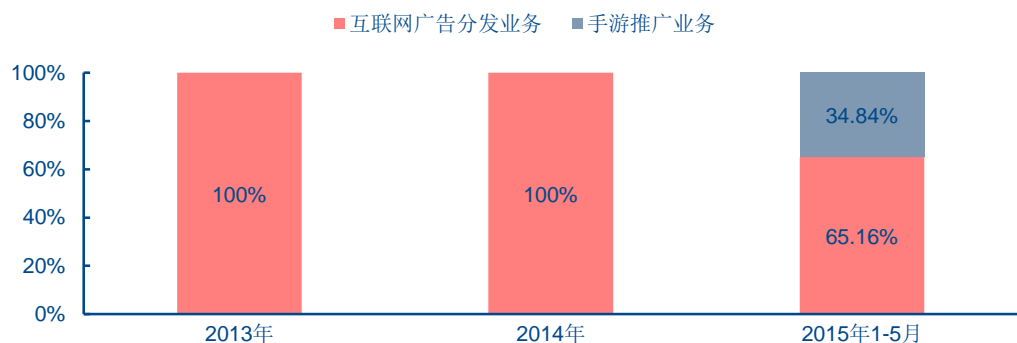
年份	事件
2010	杭州遥望网络科技有限公司成立
2011	推出导购类产品 zhe2.com，和淘宝联盟合作双十一活动
2012	通过网盟渠道为客户做精准营销
2013	发行手游“梦西游”
2014	开始手游公会尝试，成为 360 第一家手游联运合作伙伴
2015	正式挂牌新三板

资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

主营业务：流量聚合业务+手游公会运营业务

目前公司业务主要包括两个部分，即围绕游戏公会而形成的手游推广和联运业务，以及传统的流量聚合再分发业务。其中公司 2014 年以前主要以流量聚合业务为主，手游公会及相关业务从 2015 年开始贡献收入，根据目前的业务进展，我们判断手游公会及相关业务在 2015 年有望全面超过流量业务，成为公司主要营收来源。

图 1：公司主要业务收入结构



资料来源：公开转让说明书，中信证券研究部整理

1) 流量聚合业务。公司互联网广告分发业务是指公司将各类门户网站、垂直网站、网络论坛、应用软件等 PC 端流量入口资源及 WIFI 运营商、移动 APP、手机预装、WAP 站点、手机助手等移动端流量入口资源整合并进行再分配，将匹配的广告内容接入上述流量入口中，使得流量定向导入至相应的互联网媒体或广告。公司的互联网广告分发业务主要通过旗下的 2F 传媒广告分发平台实现。

图 2：2F 传媒广告分发平台



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

2) 手游公会业务。2014 年开始，公司开始在手游公会领域进行布局，并通过旗下 3227 手游推广平台（<http://www.3227.com/>）、快快糖手游交易网（<http://www.kkt.com/>）与第三方移动游戏运营商合作，基于 CPS 模式进行手机游戏的推广业务，同时通过豆你玩手游社区实现游戏玩家的持续积累和沉淀。公司后续有望以手游公会为核心，推动手游全生态布局和构建。

图 3：3227 手游推广平台



资料来源：公司官网

图 4：快快糖手游交易网



资料来源：公司官网

图 5：豆你玩手游社区



资料来源：公司官网

股权结构：谢如栋为公司实际控制人

公司的控股股东和实际控制人为谢如栋，直接持有公司 21,108,000 股，占公司本次发行后总股份的 50.90%。

谢如栋先生，1981 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2005 年至 2010 年 10 月任杭州掘金网络科技有限公司总经理，2010 年 11 月创立杭州遥望网络科技有限公司，拥有十年以上互联网行业从业经验，具有丰富的互联网与移动互联网行业营销管理经验。现任本公司董事长、总经理。

表 2：遥望网络前十大股东最新情况（截止 2016.03.08）

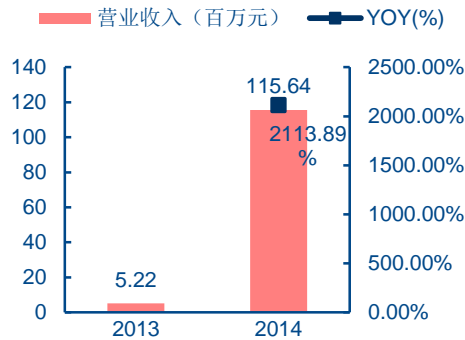
排名	股东名称	持股数量（股）	占总股本比例	股本性质
1	谢如栋	21,108,000	50.90%	自然人
2	方剑	10,996,000	26.52%	自然人
3	朱大正	3,608,000	8.70%	自然人
4	王帅	744,000	1.79%	自然人
5	王可心	720,000	1.74%	自然人
6	平安证券	550,000	1.33%	法人
7	银河资本-财通新三板 1 期专项资产管理计划	420,000	1.01%	法人
8	高涛	372,000	0.90%	自然人
9	钟其裘	372,000	0.90%	自然人
10	华安证券	300,120	0.72%	法人

资料来源：公开转让说明书，中信证券研究部整理

财务分析：2014 年实现营业收入 1.16 亿元，净利润 1287 万元

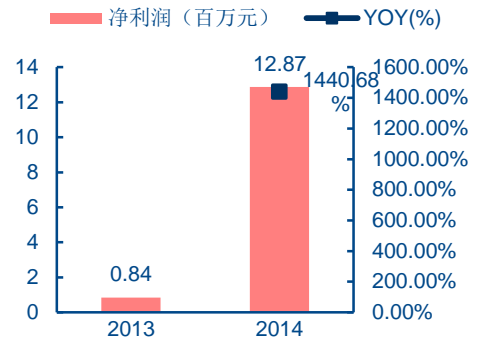
公司 2014 实现营业收入 1.16 亿元，同比增长 2113.89%，实现净利润 1287.13 万元，同比增长 1440.68%，收入、利润的大幅增长主要源于公司流量聚合业务上游流量资源的大幅增加。具体收入结构方面，流量聚合业务仍为公司 2014 年收入的主要构成，2015 年下半年开始，基于手游公会的手游推广业务开始发力。根据公司访谈信息，公司手游公会业务 2016 年 2 月单月充值流水已经达到 2 亿元。

图 6：遥望网络营业收入和 YOY



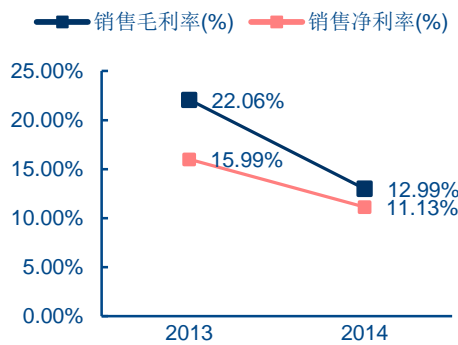
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 7：遥望网络净利润和 YOY



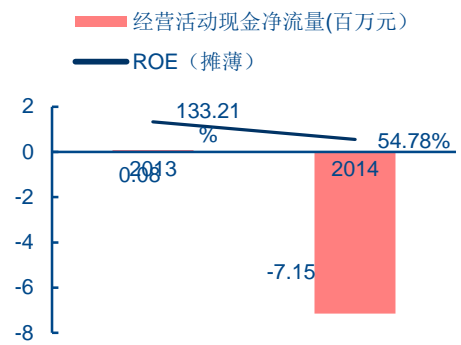
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 8：遥望网络历年盈利能力



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 9：遥望网络历年现金流与 ROE



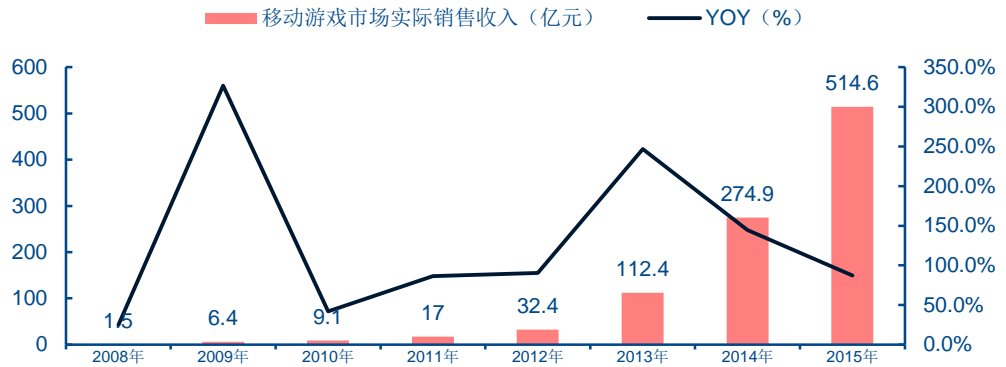
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

行业分析：国内移动游戏重度化趋势明显，手游公会存在较大整合优化空间

国内移动游戏继续保持快速增长，产品重度化趋势明显

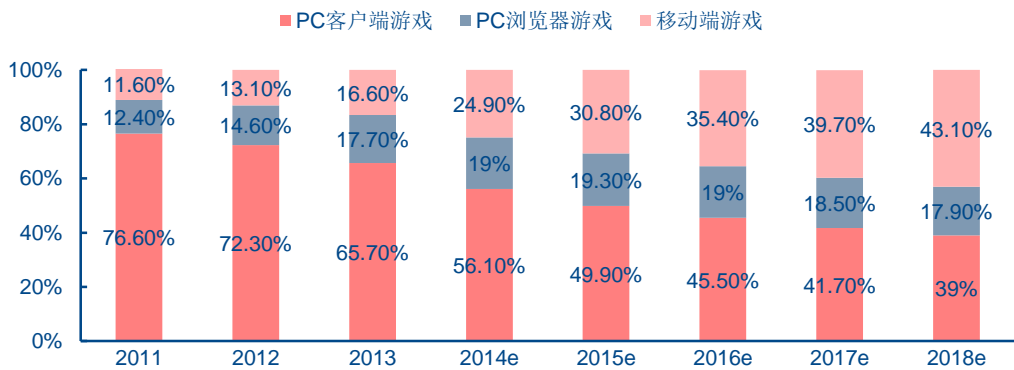
市场规模：移动游戏有望成为国内网络游戏领域最大细分市场。目前，国内客户端游戏、网页游戏市场增速已经进入平稳期，市场增速回落至 10% 以下，移动游戏一枝独秀，继续保持高速增长，2015 年整体市场规模突破 500 亿元。根据艾瑞数据预测，国内移动游戏市场有望在 2018 年首次超越客户端游戏，成为国内网络游戏领域最大的细分市场。

图 10：国内移动游戏市场规模数据



资料来源：中国音数协游戏工委，中信证券研究部整理

图 11：国内网络游戏市场结构



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

产品类型：重度化类型产品占比提升。在客户端游戏、网页游戏领域，重度产品已经占据绝对主导地位。在过去，市场普遍认为移动游戏主要是满足用户碎片化时间段娱乐需求，因此从产品类型上必然呈现轻度、休闲的特征。根据 Appannie 数据统计显示，相较于 2014 年国内移动游戏市场仍以轻度休闲产品为主，伴随着移动游戏用户的逐步成熟，在 2015 年，以 MMORPG 为代表的重度产品已经成为 apple store 中国区畅销榜的重要组成部分，移动游戏产品的重度化趋势正在逐步显现。

表 3：apple store 中国区游戏类应用畅销榜 TOP 10 产品列表

2014Q1			2015Q4		
排名	产品	产品类型	排名	产品	产品类型
1	天天炫斗	动作格斗	1	梦幻西游	MMORPG
2	刀塔传奇	卡牌	2	大话西游	MMORPG
3	全民飞机大战	飞行射击	3	热血传奇	MMORPG
4	雷霆战机	飞行射击	4	拳皇 98	动作格斗
5	天天酷跑	跑酷	5	全民飞机大战	飞行射击
6	全民打怪兽	ARPG	6	全民突击	射击
7	部落冲突	COC	7	开心消消乐	消除
8	全民小镇	模拟经营	8	Clash of Kings	消除
9	天天飞车	竞速	9	全民超神	MOBA
10	迷你西游	卡牌	10	少年三国志	卡牌

资料来源：app annie，中信证券研究部整理

公会在游戏产业中扮演重要角色，手游公会存在较大整合优化空间

游戏公会是基于游戏爱好而形成的玩家组织。公会，泛指旧时同行业的企业联合组成的行会组织，游戏公会则是一种基于对游戏爱好而形成的玩家组织，可以为玩家提供集体游戏、经验交流、装备交换、交友聊天等协作和交流的平台。而各种网络游戏中设定的公会、帮派、血盟等组织功能则直接提供了玩家最简便的交流平台。同时，作为一种契约型组织，公会又具有很多明显的组织特征，比如共同的目标、会员约束、组织公平等。

表 4：国内十大著名网游公会

公会名称	会长
KOK 灭世狂舞公会	天书
北狼公会	黑狼
众神之域公会	法拉力
Song 歌者公会	刻骨
幻世情缘公会	霸心
珈蓝神殿公会	高里
誉战网游公会	龙魂
Doom 公会	小枫
饿狼传说公会	牛伟
战歌公会	落殇

资料来源：易观智库，中信证券研究部整理

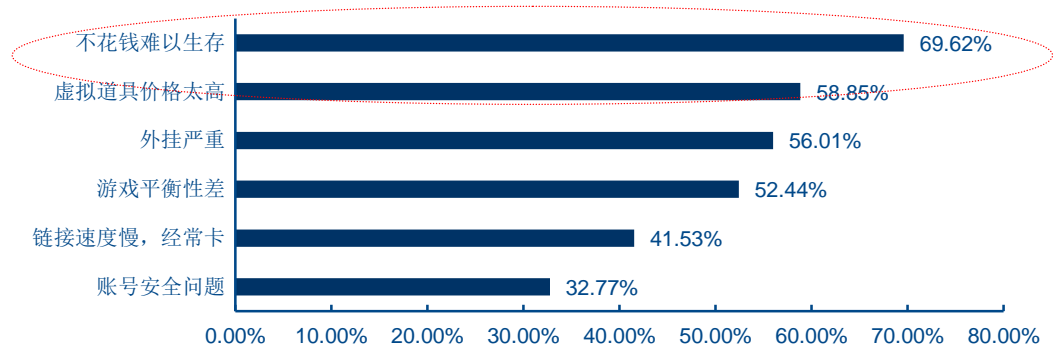
表 5：游戏公会特征

公会特征	特征描述
形式上组织化	从外在形式来看，许多游戏公会都是要素完善，结构完整的组织。很多游戏公会还有自己的宣言和明确公会成员行为规范的公会章程
组成自愿性	游戏公会是在自愿的基础上成立的，玩家具备一定经验或等级后可以在某款游戏内申请成立公会。
成员间互助性	游戏公会从出现之始就具有原始的互助精神。公会成立后往往灌输自己的组织文化，要求同一个游戏公会的会员具有家族式的互助精神。
共同的目标	不同的游戏公会有着不同的组织宗旨或者目标。比如，进度型公会追求在游戏中的进度和取得的成绩，休闲型公会更关注公会内成员之间的融洽相处
会员约束性	游戏公会对成员有较强的约束性，这主要表现在公会规章制度的制定和公会管理上。游戏公会在管理上具有一定的等级性，不同头衔的会员具有不同的管理权限。
分配公平性	游戏公会本身是一种基于自愿的契约性组织，所以会员对公平性要求较高。利益分配公平与否常常是会员退出公会的重要原因。

资料来源：易观智库，中信证券研究部整理

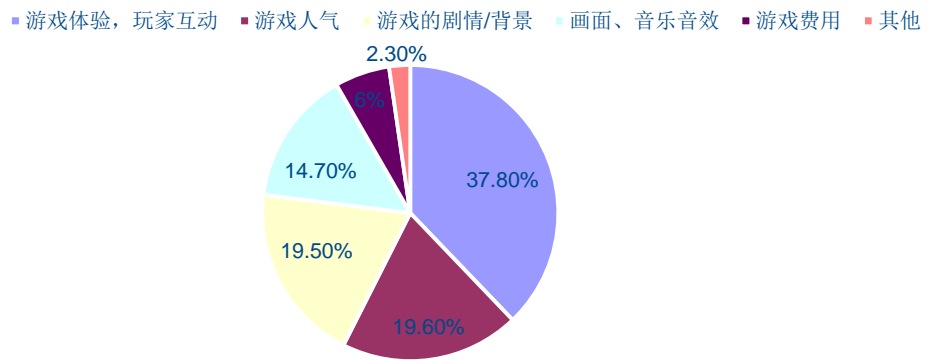
网游用户对游戏公会存在强烈诉求。根据研究机构易观针对国内网游用户调研显示，用户在游戏过程中仍存在着一系列突出的问题，而这些问题存在严重阻碍了用户的游戏体验和付费意愿。用户调研显示，存在的问题主要包括：游戏内道具过于昂贵、缺乏玩家交互等一系列问题，总结来说，我们认为，游戏玩家的核心诉求主要在于：（1）希望能获得游戏道具折扣渠道，（2）希望在游戏中能够有组织存在，从而提升游戏的乐趣和关卡的通过度，而用户的这些诉求在重度游戏中体现的更为明显。数据调研显示，超过 80% 的玩家具有加入过游戏公会的经历。

图 12：国内网游用户认为目前网游存在的主要问题(2014)



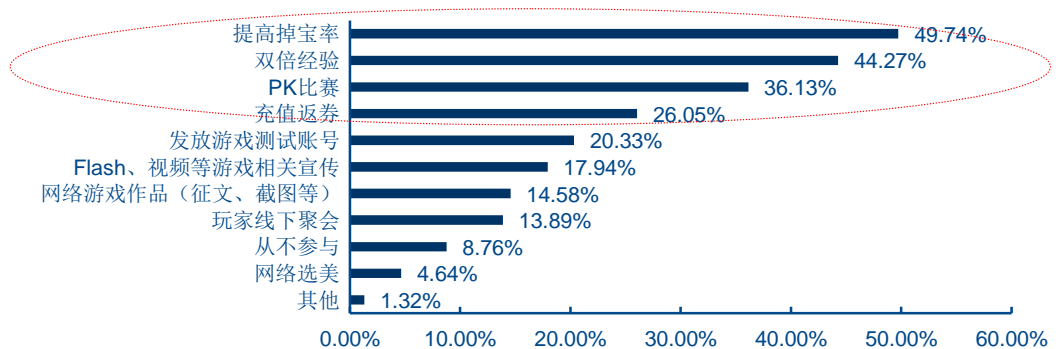
资料来源：易观智库、多玩游戏网联合调研，中信证券研究部整理

图 13：国内移动游戏用户对移动游戏的选择标准（2014）



资料来源：易观智库、多玩游戏网联合调研，中信证券研究部整理

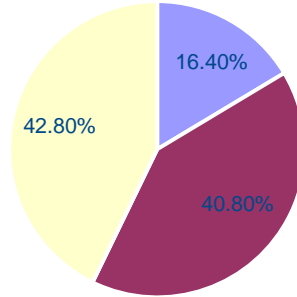
图 14：国内网络游戏用户对游戏活动关注度（2014）



资料来源：易观智库、多玩游戏网联合调研，中信证券研究部整理

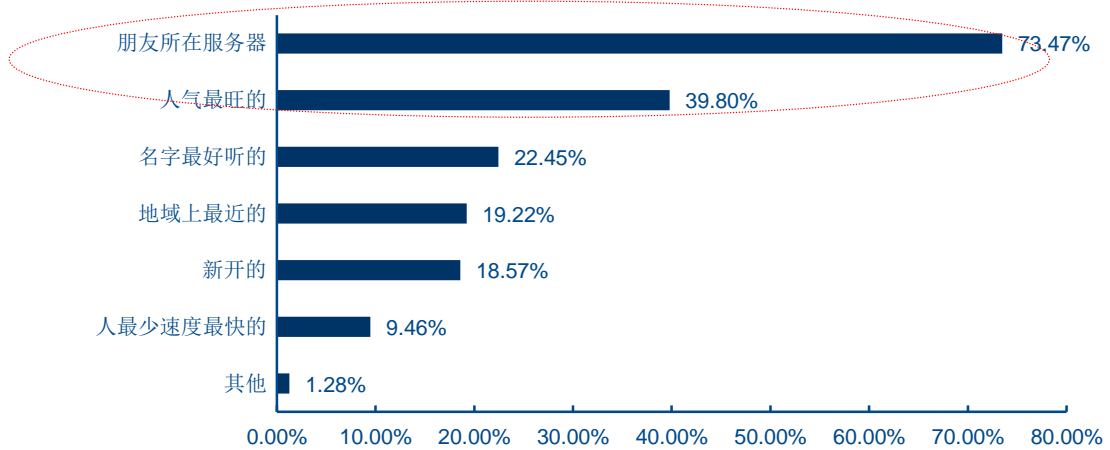
图 15：国内网络游戏用户对公会的意愿（2014）

■ 从未加入过任何社团 ■ 曾经加入过，但现在没有 ■ 曾经加入过，并且现在仍然是公会会员



资料来源：易观智库、多玩游戏网联合调研，中信证券研究部整理

图 16：国内网络游戏玩家选择服务器标准（2014）



资料来源：易观智库、多玩游戏网联合调研，中信证券研究部整理

游戏公会对网游产品、企业成功具有重要意义。我们认为，纵观国内网游产业的发展历史，游戏公会在其中扮演着重要的作用，公会甚至已经成为大多重度游戏产品的核心组成部分，直接或间接成就了部分产品、组织的辉煌。

1) 端游：《传奇世界》。游戏公会的真正繁荣始于盛大旗下明星游戏《传奇》。《传奇》在游戏中首次设置了行会，行会具有一致对外的家族色彩，同时在行会功能中引入头衔设置，行会会长可直接为行会中的成员定义头衔称号，从而使得行会具有了等级制的结构和功能。《传奇》这一以 PK 和争斗为核心的游戏向玩家揭示了一个新的网游理论，即个体玩家在游戏中永远不可能强大，《传奇》中出现了大量游戏公会，公会内部成员间的利益关系愈发明显，公会之间的争夺越来越激烈等。公会之间的激烈争夺和 PK 也使得该产品保持了旺盛的生命力，并一度成为盛大游戏的核心收入来源。

表 6：国内网游百度关注指数 TOP 10(2015)

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

资料来源：百度指数，中信证券研究部整理

图 17：传奇世界百度指数(2003~2015)



资料来源：百度指数，中信证券研究部整理

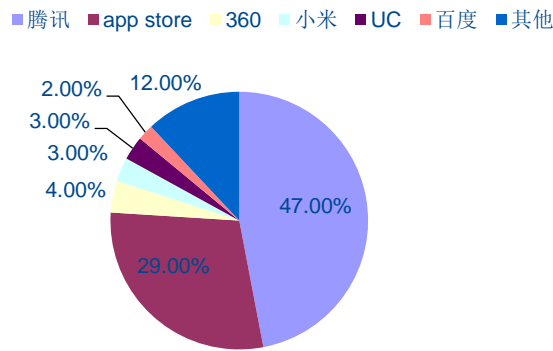
2) 移动游戏：UC 9 游。UC 以浏览器起家，相比国内腾讯、360 和百度等手游分发渠道，其本身在用户流量方面并不占据任何优势，因此 UC 一开始就选择了社区和公会相结合的运用方式，前期借助社区和门户实现游戏用户的积累和沉淀，在此基础上将用户转入公会组织，并通过公会组织的运作实现 UC 移动游戏生态的稳定运行。

表 7：UC 9 游公会运作逻辑

阶段	目的	主要内容
1 社区+门户	专业游戏玩家沉淀	通过提供游戏资讯、社区服务等形式实现海量专业游戏玩家的积累和沉淀
2 游戏公会	公会形成与运营	在前期用户沉淀基础上，引导用户加入相应的游戏公会组织，并配合做好底层的基础服务工作，通过丰富游戏内容、大比例充值折扣等形式持续提升公会组织的黏性。

资料来源：百度指数，中信证券研究部整理

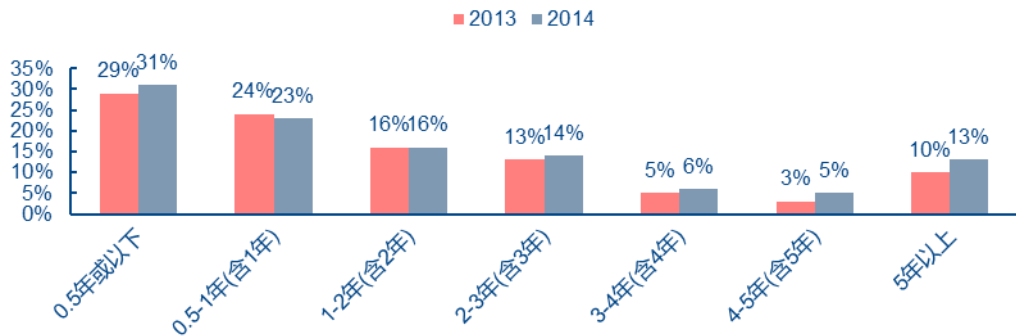
图 18：国内移动游戏渠道平台流水份额分布(2015)



资料来源：行业访谈，各公司公开财报，艾瑞咨询，中信证券研究部整理

公会在手游产业中重要性正持续提升。伴随手游用户的逐步成熟，以及重度产品在移动游戏中占比的明显提升，我们认为，游戏公会汇聚了游戏意愿及付费能力最强的用户群体，其在手游产业链中的重要性正在逐步显现，并有望通过对游戏内玩家的引导，逐步成长为手游产业链的核心，进而主导手游产业的发展。

图 19：国内移动游戏用户 2013-2014 游戏年龄分布



资料来源：CNNIC，中信证券研究部整理

国内手游公会存在较大整合优化空间。从我们的行业访谈来看，目前手游公会相较 PC 网游公会存在着显著的差异，主要体现为：单个公会人员规模偏小、内部管理较为松散、发展模式不清晰、缺乏明确的商业模式等，同时叠加手游公会目前存在的形象欠佳等突出问题，这使得对手游公会的再组织和优化存在着巨大的空间，依托第三方平台实现对现有公会资源的整合和再组织完全成为可能。

表 8：手游公会与 PC 网游公会区别

类别	手游公会	PC 网游公会
人员规模	规模较小，普遍在几千人	规模多在几万人，甚至上百万
人员层次	组成比较复杂，以普通玩家为主	以职业玩家或骨灰玩家为主
管理模式	结构简单，基本上是一个会长带几个副会长	管理结构严密、分工明确
发展模式	主要在游戏内或部分渠道论坛招募成员。品牌意识不强，缺少独立渠道。	PC 公会则有着明确的发展目标，对公会的地位、品牌等有明确要求或路径。
游戏运作模式	大部分成员行动自由，不完全是会长决定。会长可以起到部分核心成员的指引作用。	PC 公会有着明确的游戏发展计划。一般公会内下设较多的军团或者战队。
商业模式	中小公会没有明确商业模式，较大公会会与渠道或开发商拿一些分成，但是不成体系。	PC 公会有明确商业模式，包括收费测试、广告投放与联合分成

资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理

表 9：目前制约手游公会发展因素列表

存在问题	问题描述
公会形象欠佳	公会集合众多玩家力量的组织，部分公会对游戏内公平环境造成严重破坏
商业化过重	公会本是玩家自愿组成的非盈利性组织，但是目前公会商业化氛围越来越浓
管理不足	游戏公会是由来自不同背景玩家自发组成新型虚拟组织，管理人才和管理经验不足
手游渠道公会化	部分渠道面临营收压力，不惜亏损对公会进行返利补贴，严重破坏了固有的商业逻辑

资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理

公司分析：流量聚合、手游公会双轮驱动，布局手游生态链

手游公会：以手游公会为核心，布局手游生态链

聚焦手游公会。游戏公会作为网络游戏领域重要参与者，在游戏产业繁荣过程中扮演着重要的角色。从 2014 年开始，公司充分认识到目前手游公会对于国内手游产业的重要性，以及目前手游公会分散、混乱的局面所带来的产业整合空间，并开始积极布局手游公会，整个业务的推进逻辑主要包括如下方面：

1) 公会用户集聚。目前公司主要通过三种方式实现公会的汇集：自建公会、公会入驻和合作公会。其中公司建立的“手游公会基地”目前直接合作公会数量已经超过 200 家，间接合作公会数量超过 4000 家，高付费玩家超过 20 万人，联运与推广的游戏超过 1000 款。同时根据行业访谈材料，按覆盖用户数计算，目前公司在全国范围内覆盖手游公会规模已经超过 20%，仅次于 UC 的 40%，遥遥领先其他竞争对手，行业地位基本确立。

表 10：国内手游公会竞争格局

公会组织	用户份额	描述
UC 9 游	40%	仅服务于 UC 自有渠道体系以及和 UC 合作的游戏产品
遥望网络	20%	作为第三方组织，面向所有游戏产品和渠道开放
其他	40%	整体市场格局较为分散，且在渠道和产品的合作方面偏弱

资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理

2) 公会用户沉淀。在实现公会的聚集后，公司主要通过如下方式实现公会用户的沉淀：
(1) “豆你玩”游戏社区，为用户提供线上社交、游戏资讯&攻略、游戏直播等相关功能服务，满足用户游戏外资讯获取和社交需求，同时公司也积极引导社区用户加入现有公会组织，进一步充实公会力量。
(2) 3227 手游推广平台，发布公会任务，引导公会组织参与游戏获得游戏奖励，快快糖手游交易网为用户提供游戏礼包领取、游戏充值入口等系列线上交易功能。
(3) 手游交易平台，为玩家游戏内充值、代充值提供统一的入口，帮助玩家实现一键充值多个平台、多个游戏产品。
(4) 基础服务，公司正积极开发相关产品帮助公会组织实现对公会组织成员、公会活动等相关要素的管理，进一步做好公会基础服务工作。同时我们认为，公司传统的流量聚合分发业务将提供大量的廉价流量支持，帮助上述产品实现更好的运营推广和用户获取。

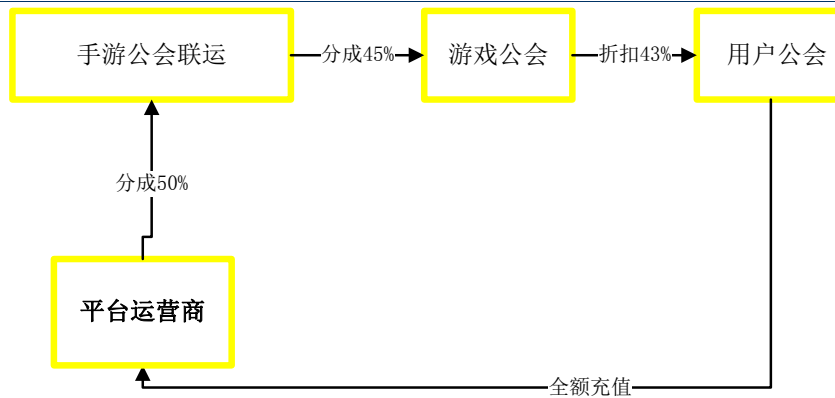
表 11：公司手游公会相关产品布局

产品名称	产品形态	产品主要功能
手游社区	资讯社区	提供线上资讯、游戏攻略、用户社交等功能，满足用户游戏外需求
手游推广平台	手游公会任务发布系统	面向合作公会组织提供游戏任务
手游交易平台	手游充值、交易平台	面向用户提供高折扣游戏充值、游戏道具购买平台

资料来源：公司访谈，中信证券研究部整理

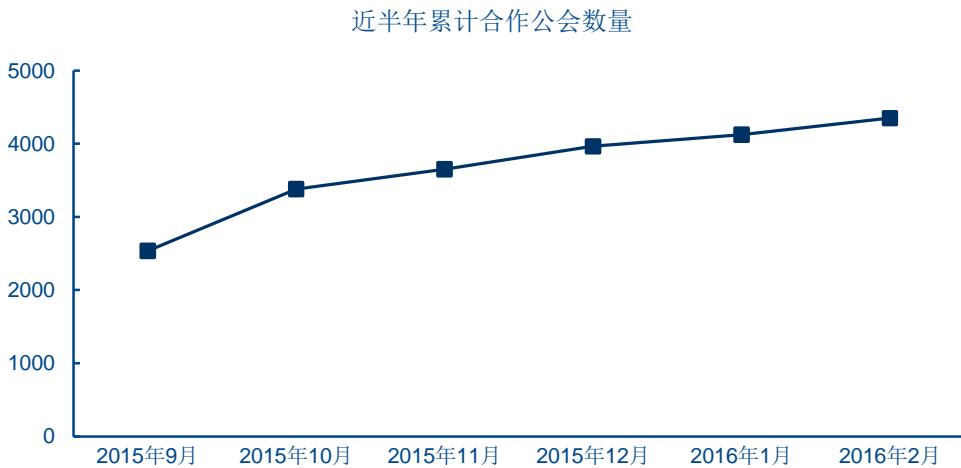
3) 公会用户变现。目前公司主要基于公会组织，通过手游推广的方式，实现各方利益的实现，具体表现为：公司代表公会组织获取游戏运营商、渠道商的游戏折扣政策，同时公司带领游戏公会进驻相应的游戏，并实现游戏的参与和充值，最终公司和公会组织负责人参与相应的充值返点分配，从而实现商业变现。在具体业务进展方面，目前公司合作手游产品数量已经超过 800 个，同时在渠道合作方面，公司目前已经和百度、360、腾讯应用宝等主要 android 渠道建立了合作关系。在实际运营数据方面，2016 年 2 月份旗下游戏公会单月充值流水就已经达到 2 亿元。考虑到 UC 手游公会自身相对于渠道和内容的非中立性，以及其他参与者的分散性，我们预期公司未来在手游公会领域市场份额以及收入流水仍存在大幅提升空间。

图 20：公司手游公会商业模式



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理，注，具体分成比例可能因产品、渠道存在差异

图 21：公司旗下合作公会数量（2015~2016）



资料来源：公司访谈，中信证券研究部整理

表 12：国内主要手游公会平台运营指标对比

类别/渠道	UC 9 游	遥望网络	长尾公会平台
合作内容	仅限于阿里旗下渠道运营游戏内容	面向所有的游戏内容，合作产品超过 1000 个	少数游戏内容，比较随机
合作渠道	阿里旗下 UC、PP 助手等渠道	国内几乎所有的手游渠道，包括百度、360、硬核联盟等	少数渠道，比较随机
平台充值流水	平台月充值流水 1.5~2 亿元	月充值流水已达 2 亿元	较为分散，单个平台数额较小
公会基础服务	产品“公会基地”提供线上社交、充值、资讯等服务	具有完整的社区、任务平台、充值等服务产品	仍采用 QQ 群等原始方式进行交流和管理

资料来源：行业访谈，公司访谈，中信证券研究部整理

以公会为核心，深度布局手游生态链。目前公司已经实现手游公会用户的规模汇聚和沉淀，同时通过手游公会参与移动游戏的推广业务。鉴于手游公会在整个手游产业中重要地位，以及基于手游公会用户游戏行为形成的数据积淀。公司正以手游公会为核心，积极介入上游游戏测评、联运与推广、游戏发行等业务，布局手游产业链纵向布局。

- 1) **手游测试业务。**目前公司已经形成完整的测试团队，业务内容覆盖硬件兼容性测试、游戏功能性测试、可玩性测试等内容，日承载测试产品数量超过 20 款。
- 2) **手游发行业务。**基于公司海量公会用户游戏行为分析，公司在市场用户游戏偏好分析等方面具有明显的优势，同时通过公会运营积累了丰富的渠道资源和产品资源，基于上述既有优势，公司积极介入手游发行业务，根据公司披露，公司计划 2016 年发行游戏产品数量为 6-8 款，有望为公司贡献部分收入。
- 3) **泛娱乐平台业务。**基于娱乐用户群之间的高相似性，以及公司借助手游公会对用户需求的准确理解。公司计划以 IP 为纽带，发展泛娱乐业务，实现影视、游戏等娱乐形式的有机联动。

表 13：公司手游发行、泛娱乐业务推进进展

模块	业务优势	推进进展
手游测试	旗下公会用户资源	目前日测试产品 20-30 款，覆盖可用性、可玩性测试等内容
手游发行	公会用户资源，渠道资源	签约韩国 ngnssoft《sentimon》，签约台湾昱泉《帝之崛起》
泛娱乐平台	用户需求理解，手游公会资源	和博纳中天签订战略合作协议 《爱无痕》IP 运作启动，边锋网络负责游戏产品开发

资料来源：公司访谈，中信证券研究部整理

小结。基于公司目前的业务进展，我们认为，在 2016 年，公司基础手游公会业务，以及相关的商业变现业务有望继续保持快速发展。

表 14：公司泛娱乐及手游发行业务模块及描述

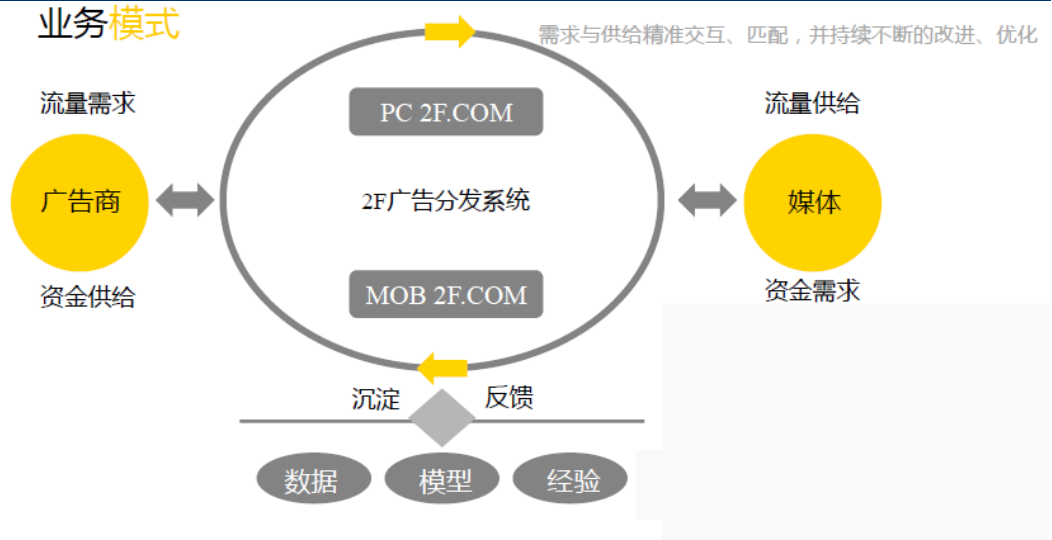
业务	模块	描述
基础	手游公会	受益于 UC 自有的封闭生态，以及其他厂商分散的竞争格局，公司手游公会用户份额有望在 20%基础上继续提升
	手游推广	2016 年 2 月 android 渠道单月流水已经达到 2 亿，android 渠道流水抬升、ios 渠道拓展，以及充值分成比例提升将共同推动该部分业务成为 2016 年核心营收增长点。
变现	手游发行	预计全年发行 6-8 款产品，有望贡献部分收入
	泛娱乐平台	作为战略性业务，预计贡献收入周期较长。

资料来源：公司公开转让说明书，公司访谈，中信证券研究部整理

流量业务：国内市场保持有望平稳增长，积极布局海外市场

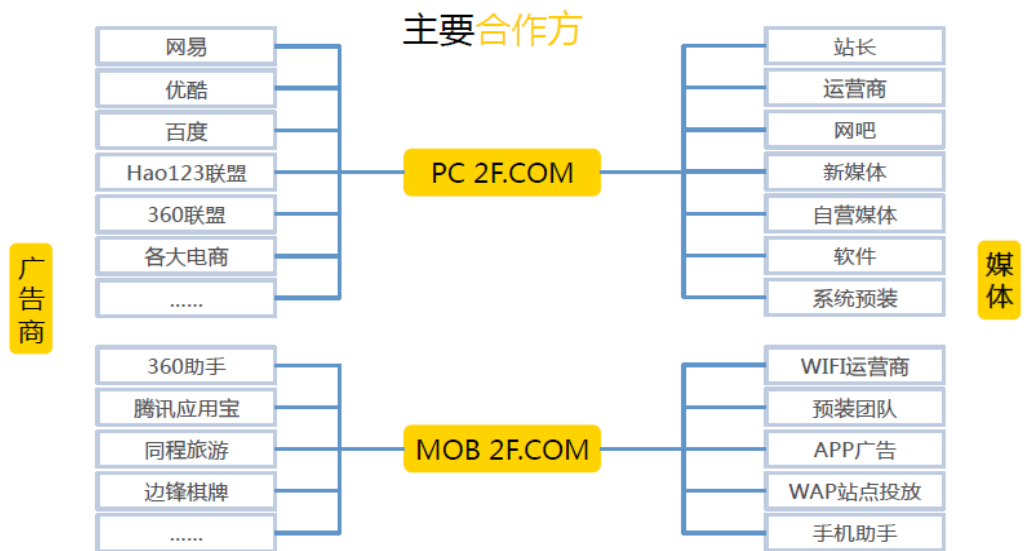
业务逻辑：长尾流量汇聚、再分发。在流量业务的开展上，公司以 2F 平台为依托，通过整合门户网站、垂直网站、移动 APP、WAP 站点等各类别的长尾用户流量资源，并基于公司自有的数据模型，基于前端用户流量属性，以及后端广告主的需求，实现用户流量和后端广告主需求的精准匹配。目前的结算模式主要包括按展现次数结算、按执行效果结算两大类。

图 22：公司流量业务主要业务逻辑



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

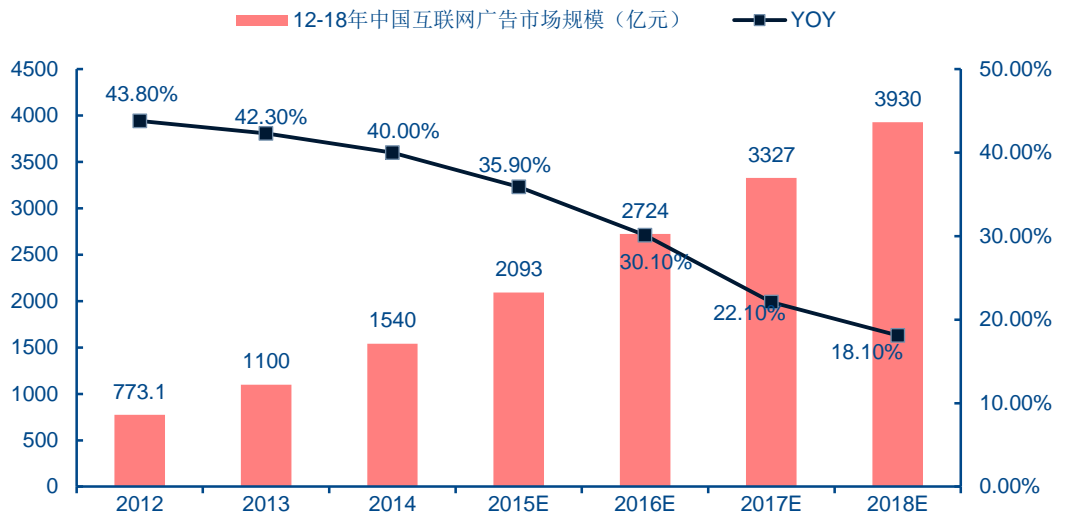
图 23：公司流量分发业务主要合作方



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

国内部分：有望伴随行业整体保持平稳增长。根据艾瑞数据统计，2015 年国内数字广告市场将超过 2000 亿元，未来数年市场仍将保持 20%以上年增幅。目前，公司正在优化深入 2F 平台，规划提供 SEO、ASO、积分墙等业务，并通过自有 SDK 嵌入合作媒体，为流量供应商实现较好的流量变现。因此，我们判断该部分业务中期有望保持 20%左右平稳增长，但受激烈市场竞争拖累，利润率将持续承压。

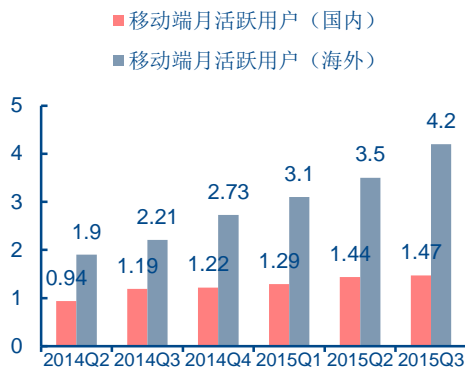
图 24：国内数字广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

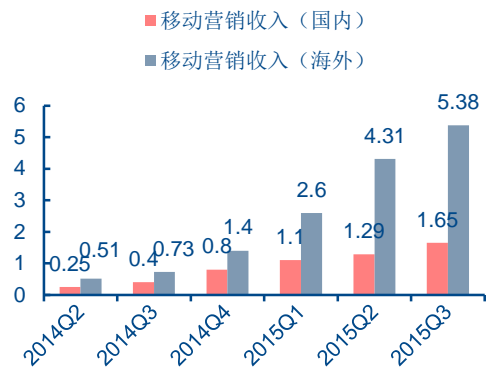
海外市场：构建自有渠道资源，复制国内市场商业化路径。近年来，海外数字广告市场较大的市场规模以及较低的市场竞争程度，吸引中国企业纷纷进入海外市场，猎豹移动等企业的成功进一步提升了市场信心。从 2015 年开始，公司开始国内业务复制到海外市场，但具体的落地计划以及业绩预期仍有待进一步观察。

图 25：猎豹移动用户数据表现（亿人）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 26：猎豹移动收入数据表现（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

风险因素

主管部门可能对游戏公会加强监管所形成的产业政策风险，市场竞争持续加剧风险，公司新业务拓展不及预期风险。

盈利预测、估值及投资评级

盈利预测及关键假设

关键假设：

1) **收入方面**。公司业务目前主要包括两大部分，即传统的广告业务(流量聚合&再分发)，以及以手游公会为核心的手游推广、手游发行和手游测试业务。其中广告业务部分，公司近年来在渠道媒体资源、流量变现效率方面持续优化，该部分业务长期有望伴随国内数字广告行业保持平稳增长。目前手游推广业务 2016 年 2 月充值流水已经达到 2 亿元，该业务在 2016 年有望较 2015 年实现大幅增长。手游测试和手游发行为公司 2016 年开始布局的新业务，目前手游测试业务每日承载测试产品数量已经超过 20 款，公司年内计划发行手游产品 6~8 款。综合上述考虑，我们预计公司广告业务 2015/16/17 年收入为 1.19/1.5/1.8 亿元，分别同比增长 2.5%/26.6%/20.0%，基于手游公会的三项业务预计 2015/16/17 年收入为 4.18/12.85/16.6 亿元，16/17 年分别同比增长 207%/29%。整体业务预计 2015/16/17 年收入为 5.37/14.35/18.40 亿元，分别同比增长 363.9%/167.5%/28.2%。

2) **成本方面**。传统广告业务部分，随着业务规模效应体现以及流量变现效率提升，毛利率有望实现一定改善。基于手游公会的测试、推广、发行业务有望伴随业务的逐步成熟、业务规模效应等因素改善从而实现毛利率的稳步改善。我们预计公司 2015/16/17 年毛利率为 9.5%/10.8%/11.8%。

3) **费用方面**。伴随新业务的拓展，公司在人员投入和市场营销方面有望持续加大，从而推动管理费用、营销费用小幅攀升。我们预计公司 2015/16/17 年费用率为 4.0%/3.75%/3.7%。

表 15：公司收入、成本、费用预测

项目	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入（千元）					
广告业务	5,220	115,640	118,500	150,000	180,000
手游推广	-	-	418,000	1,200,000	1,500,000
手游发行	-	-	-	25,000	60,000
手游测试	-	-	-	60,000	100,000
合计	5,220	115,640	536,500	1,435,000	1,840,000
收入增速（%）					
广告业务		2115.33%	2.47%	26.58%	20.00%
手游推广				187.08%	25.00%
手游发行					140.00%
手游测试					66.67%
合计		2115.33%	363.94%	167.47%	28.22%
毛利率（%）					
广告业务	22.0%	13.0%	20.1%	25.0%	25.0%
手游推广	0.0%	0.0%	6.5%	7.0%	7.5%
手游发行	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
手游测试	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%
合计	22.0%	13.0%	9.5%	10.8%	11.8%
费用率（%）					
营业税金及附加	0.32%	0.72%	0.15%	0.15%	0.15%
管理费用	0.00%	0.00%	0.20%	0.35%	0.40%
营销费用	5.20%	2.00%	3.65%	3.25%	3.15%

项目	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
总费用率	5.53%	2.73%	4.00%	3.75%	3.70%

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 0.31、0.82 和 1.18 亿元，CAGR 为 208.8%。按目前 4147 万股股本计算的 2015-2017 年 EPS 为 0.74、1.98 和 2.83 元。

表 16：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)	5.2	115.6	536.5	1,435.0	1,840.0
增长率 YoY(%)		2,113.9	363.9	167.5	28.2
净利润(百万元)	0.8	12.9	30.6	82.0	117.5
增长率 YoY(%)		1,440.7	137.4	168.4	43.2
每股收益 EPS(元)	0.02	0.31	0.74	1.98	2.83
毛利率(%)	22.1	13.0	9.5	10.8	11.8
净资产收益率(%)	266.4	106.7	42.8	51.1	45.1

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

估值及投资评级

公司主要业务包括传统数字广告业务，以及基于手游公会的手游测试、推广、发行等业务。目前主板数字营销行业公司 TTM/2015/2016 年 PE 为 168/67/40，主板移动游戏行业公司 TTM/2015/2016 年 PE 为 73/57/41，新三板数字营销行业公司 PE (TTM) 为 85 倍，新三板游戏相关公司 PE(TTM)为 36 倍，以 PE (TTM)为参考指标，数字营销、移动游戏板块在新三板较主板折价大约 50%左右。结合主板的估值平均水平，以及新三板的流动性折价，我们给予公司 2016 年 21 倍的估值（较主板折价 50%），对应市值为 17.22 亿元，每股目标价 41.5 元，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

表 17：A 股游戏相关公司估值

类别	公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润(百万元)			PE			
					TTM	2015E	2016E	TTM	2015E	2016E	
研发发行	游族网络	002174.SZ	242.55	79.77	468.68	548.44	765.42	52	44	32	
	昆仑万维	300418.SZ	337.38	28.20	289.50	415.00	550.25	117	81	61	
	顺荣三七	002555.SZ	378.29	36.29	251.89	516.48	781.08	150	73	48	
	天神娱乐	002354.SZ	230.95	79.07	381.01	526.68	726.94	61	44	32	
	掌趣科技	300315.SZ	316.77	10.91	388.65	460.30	759.85	82	69	42	
	游久游戏	600652.SH	135.40	15.53	-137.29						
	中青宝	300052.SZ	67.84	24.30	-143.18						
综合	华谊兄弟	300027.SZ	348.95	24.85	983.17	1,070.83	1,310.86	35	33	27	
综合	博瑞传播	600880.SH	102.12	9.34	195.82	351.41	570.33	52	29	18	
	平均		240.0					73	57	41	

资料来源：wind 一致预期，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 3 月 17 日收盘价格

表 18：美股游戏相关公司估值

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
综合	欢聚时代	YY.O	286.88	357.73	3,678.37	5,168.04	1,064.47	1,176.69	27	24
	奇虎 360	QIHU.N	916.44	485.57	9,155.69	9,966.95	1,466.64	1,770.46	62	52
	网易	NTES.O	1866.17	975.35	11,712.83	18,362.93	4,756.62	5,119.16	39	36
研发发行	搜狐畅游	CYOU.O	95.10	124.55	4,972.67	5,188.52	-3.00	179.27		53
	淘米	TAOM.N	12.16	32.49	277.76	226.41	43.63	-12.41	28	
	乐逗游戏	DSKY.O	56.61	88.64	984.15	1,387.41	-16.88	125.88		45

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
	空中网	KZ.O	32.04	46.52	1,498.42	1,261.29	148.71	-89.90	22	
平均			466.49						36	42

资料来源：wind，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 3 月 17 日收盘价格

表 19：港股游戏相关公司估值

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	联众	6899.HK	24.54	3.12	476.21	593.57	97.64	126.98	25	19
	云游控股	0484.HK	12.92	9.44	643.47	616.25	-38.53	-22.34		
	博雅互动	0434.HK	16.90	2.21	945.41	871.03	280.07	216.06	6	8
	蓝港互动	8267.HK	11.41	3.09	678.89	557.81	-154.58	-65.88		
	飞鱼科技	1022.HK	27.36	1.78	339.07	411.26	117.89	128.00	23	21
综合	IGG	0799.HK	39.73	2.88	204.74	216.59	66.00	50.00	60	79
	网龙	0777.HK	82.81	16.80	967.93	1,054.41	176.68	14.82	47	559
	金山软件	3888.HK	208.14	13.32	3,351.00	5,001.81	768.78	612.93	27	34
	腾讯控股	0700.HK	11830.98	125.81	78,932.00	93,400.00	23,810.00	25,714.00	50	46
平均			1,253.37						34	110

资料来源：wind，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 3 月 17 日收盘价格

表 20：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	13.54	21.6	226.16	209.38	45.19	37.04	30	37
	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			19.56	25.74	4.13	7.17		
	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	9.47	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			
	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		60	
	综合	汇元科技	832028.OC	23.85	25.8	132.08	143.30	62.60	70.81	38
综合	童石网络	833377.OC			88.55	107.35	6.40	18.40		

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
电子竞技	网映文化	834902.OC			14.82		1.66			
渠道平台	游戏多	834054.OC	6.24	32.7	12.47		-2.79			
渠道平台	乐享方登	835055.OC			3.56		-21.49			
	平均		18.47						43	36

资料来源：wind，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 3 月 17 日收盘价格

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5	116	537	1,435	1,840
营业成本	4	101	486	1,280	1,624
毛利率	22.1%	13.0%	9.5%	10.8%	11.8%
营业税金及附加	0	1	1	2	3
营业费用	0	0	1	5	7
营业费用率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%
管理费用	0	2	20	47	58
管理费用率	5.2%	2.0%	3.7%	3.3%	3.2%
财务费用	0	0	0	0	0
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	1	12	29	101	149
营业利润率	16.5%	10.3%	5.5%	7.1%	8.1%
营业外收入	0	5	11	8	8
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1	17	41	109	157
所得税	0	4	10	27	39
所得税率	9.6%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司	1	13	31	82	117
净利率	16.0%	11.1%	5.7%	5.7%	6.4%

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税前利润	1	17	41	109	157
所得税支出	0	-4	-10	-27	-39
折旧和摊销	0	0	1	1	1
营运资金变动	0	-20	-51	-76	18
其他	-1	0	0	0	0
经营现金流	0	-7	-20	7	136
资本支出	0	0	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资现金流	0	0	-1	-1	-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	10	70	0	0
融资现金流	0	10	70	0	0
现金及现金等价物	0	3	49	7	136

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	0	3	52	59	195
存货	0	0	0	0	0
应收账款/票据	1	15	44	79	55
其他流动资产	0	22	92	233	281
流动资产	1	40	189	371	531
固定资产	0	0	1	1	0
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	0	0	1	1	0
资产总计	1	40	189	371	531
短期借款	0	0	5	5	5
应付账款/票据	0	12	58	154	195
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	4	7	11	13
流动负债	1	16	70	170	212
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	1	16	70	170	212
股本	1	1	41	41	41
资本公积	0	10	35	35	35
留存收益	0	13	43	125	243
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1	23	119	201	319
负债股东权益总计	1	40	189	371	531

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)					
营业收入		2,113.9	363.9	167.5	28.2
营业利润		1,275.5	148.4	243.7	46.6
净利润		1,440.7	137.4	168.4	43.2
利润率 (%)					
毛利率	22.1	13.0	9.5	10.8	11.8
EBITMargin	16.5	10.3	5.5	7.1	8.1
EBITDAMargin	16.5	10.3	5.6	7.1	8.1
净利率	16.0	11.1	5.7	5.7	6.4
回报率 (%)					
净资产收益率	266.4	106.7	42.8	51.1	45.1
总资产收益率	141.1	63.1	26.7	29.3	26.0
其他 (%)					
资产负债率	47.0	40.7	36.9	45.7	40.0
所得税率	9.6	25.1	25.0	25.0	25.0
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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；
行业评级	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 markets 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。