

# 稳步发展的国内领先网游厂商

2016年3月28日

## 投资要点

- ❖ **公司概况：国内领先的页游、手游厂商。**公司成立于2007年，先后成功研发、发行《QQ超市》、《守卫牧场》、《红警大战》等多款 DAU 过百万的页游产品，其中《QQ超市》为腾讯平台活跃用户量最大社交游戏产品；公司从2012年开始布局移动游戏业务，先后推出《战舰帝国》、《龙之牧场》、《红色帝国》等多款人气手游，主力产品《战舰帝国》月流水峰值已经达到5000万元，并先后在东南亚、日韩等市场上线。公司2015H1实现收入1.62亿元，实现净利润0.54亿元，较2014年同期大幅增长。
- ❖ **行业分析：国内页游微端化、手游细分化趋势明显。**(1)2015年国内页游市场规模219.6亿元，同比增长仅8.3%。伴随着页游市场景气度下移，市场竞争激烈程度明显降低。在页游精品化趋势下，我们判断，微端游戏具有确定性的市场发展前景。(2)国内移动游戏市场2015年收入514.6亿元，同比增幅高达87.2%，移动游戏产品类型持续细分。考虑到国内庞大军迷用户基础，以及PC端军事题材游戏良好表现，我们判断移动端军事题材类游戏具有确定市场空间。海外手游市场空间广阔，中国企业出海充满机遇。目前公司正在微端页游、军事类手游领域进行持续聚焦。
- ❖ **公司研发团队实力雄厚，在运营产品表现稳健，长期产品储备充足。**(1)核心成员均来自于畅游等国内知名游戏企业，研发技术人员在公司内占比接近90%。社交游戏产品《QQ超市》按用户规模长期位列腾讯平台社交游戏第一位，2014年上线《战舰帝国》注册用户数已超过1500万。(2)产品 pipeline 储备充足，核心手游产品《战舰帝国》收入流水长期有望保持平稳向上，主要页游产品《红警大战》、《QQ超市》收入和用户数据下行幅度已经明显收窄。在产品布局策略上，公司持续聚焦，在页游领域聚焦微端游戏，在手游领域重点发展军事题材类游戏。
- ❖ **公司和腾讯平台紧密结合，并积极推进外延并购，不断拓展业务边界。**(1)渠道方面，腾讯公司为公司的主要股东之一，旗下投资平台在公司合计股份占比20%。在海外市场，公司产品《战舰帝国》2014年荣登韩国 Apple Store 畅销榜第7名，2015H1海外市场占公司整体收入比重达到30%。(2)外延扩张方面，2016年公司收购韩国 KOSDAQ 上市企业 COWON SYSTEMS 34.7%股权，成为其第一大股东并获得控制权，公司后续有望以该韩国上市公司为衔接平台，实现中日韩三国泛娱乐市场间资源的有效流动和对接。
- ❖ **风险因素：行业风险。**宏观产业政策风险，市场竞争持续加剧风险；公司风险。在运营产品用户流失风险，新上线产品不及预期风险，公司核心技术人才流失风险。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司长期有望成为国内网游市场高速增长的主要受益者之一。我们预计公司2015/16/17年净利润为1.19/1.63/2.24亿元，CAGR为187.37%，EPS为3.73/5.12/7.05元。目前国内主板移动游戏行业公司 TTM/2015/2016年 PE 为75/59/41，新三板游戏相关公司 PE(TTM)为38倍，以 PE(TTM)为参考指标，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 PE(较主板折价50%)，对应市值为34.17亿元，每股107.44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)	133.4	168.4	329.9	431.9	549.8
增长率 YoY(%)		26.2	95.8	30.9	27.3
净利润(百万元)	27.9	34.1	118.7	162.7	224.3
增长率 YoY(%)		22.1	248.3	37.1	37.8
每股收益 EPS(元)全面摊薄	0.88	1.07	3.73	5.12	7.05
市盈率 PE (x)	75	62	18	13	9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测注：股价取公司最近一轮定增价格66.0元



## 买入 (首次)

当前价：66.0 元

目标价：107.4 元

### 中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyi@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	133.4/168.4 百万元
13/14 收入增速	-/26.2%
13/14 净利润	27.9/34.1 百万元
13/14 EPS	0.88/1.07

### 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产业-----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
- 5 网映文化 (834902) 新三板公司研究报告-国内领先的电竞运营商-----2016.03.09
- 6 遥望网络 (834448) 新三板公司研究报告-流量聚合、手游公会双轮驱动，布局手游生态链---2016.03.18

## 目录

<b>公司概况：稳步发展的国内领先网游厂商</b> .....	1
公司概况：国内领先的页游、手游厂商 .....	1
主营业务：页游、手游研发及运营 .....	1
股权结构：王斌、由艳丽夫妇为公司实际控制人 .....	2
财务分析：2015H1 实现营业收入 1.62 亿元，净利润 0.54 亿元 .....	3
<b>行业分析：国内页游微端化、手游细分化趋势明显</b> .....	4
页游市场：市场竞争趋缓，微端游戏存在确定的发展前景 .....	4
移动游戏：军事题材类游戏具有稳固的用户基础，看好国内企业在海外市场表现 .....	7
<b>公司分析：专注、聚焦，深耕网游产业链</b> .....	9
产品研发：研发团队实力雄厚，历史产品表现优异 .....	9
产品运营：在运营产品表现稳健，产品 pipeline 储备充足 .....	11
用户渠道：和腾讯平台紧密结合，积极拓展海外渠道 .....	13
业务扩张：积极推进外延并购,不断拓展业务边界 .....	15
<b>风险因素</b> .....	15
<b>盈利预测、估值及投资评级</b> .....	15
盈利预测及关键假设 .....	15
估值及投资评级 .....	16

## 插图目录

图 1: 公司业务主要覆盖网游产业环节.....	1
图 2: 华清飞扬营业收入和 YOY .....	3
图 3: 华清飞扬净利润和 YOY .....	3
图 4: 华清飞扬历年盈利能力 .....	3
图 5: 华清飞扬历年现金流与 ROE .....	3
图 6: 华清飞扬三项费用率 .....	4
图 7: 华清飞扬营运效率 .....	4
图 8: 国内互联网用户规模 .....	4
图 9: 国内网络游戏用户规模 .....	4
图 10: 国内网页游戏市场收入规模（2008~2015） .....	5
图 11: 国内每年新上线网游数量 .....	5
图 12: 国内页游市场 TOP 10 产品市场集中度(2015.12).....	6
图 13: 国内网游市场规模 .....	7
图 14: 国内移动游戏市场规模 .....	7
图 15: Apple store 中国区畅销 TOP50 移动游戏类型分布结构(按数量) .....	7
图 16: 国内用户常玩游戏类型比例分布(2015) .....	8
图 17: 全球移动游戏市场收入数据 .....	9
图 18: 国内网游市场自主研发产品收入规模 .....	9
图 19: 国内网游产品海外销售收入规模.....	9
图 20: 华清飞扬公司人员年龄结构 .....	10
图 21: 华清飞扬公司人员学历结构 .....	10
图 22: 华清飞扬公司人员职务结构 .....	10
图 23: 《战舰帝国》在国内 apple store 畅销榜排名数据 .....	11
图 24: 各产品对公司整体收入占比 .....	11
图 25: 《战舰帝国》活跃用户数据 .....	12
图 26: 《战舰帝国》月付费用户 ARPU .....	12
图 27: 《红警大战》活跃用户数据 .....	12
图 28: 《红警大战》月付费用户 ARPU .....	12
图 27: 《QQ 超市》活跃用户数据 .....	12
图 28: 《QQ 超市》月付费用户 ARPU .....	12
图 31: 公司自有游戏、代理游戏营收数据 .....	13
图 32: 腾讯平台贡献公司收入比重 .....	14
图 33: 公司境内、境外营收数据.....	14



## 表格目录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 公司主要网页游戏产品列表.....	2
表 3: 公司主要移动游戏产品列表.....	2
表 4: 华清飞扬前十大股东最新情况（截止 2016.02.02）.....	2
表 5: 国内客户端游戏、网页游戏、移动游戏研发门槛（2015）.....	5
表 6: 国内端游市场头部产品市场份额(2015).....	6
表 7: 微端游戏、网页游戏、客户端游戏特征对比.....	6
表 8: 国内主要网游企业积极布局微端游戏.....	6
表 9: 国内报刊发行量排行（2014）.....	8
表 10: 国内主要军事题材类网游用户数据.....	8
表 11: 国内客户端游戏、移动游戏畅销榜产品开发商国别分布（2015）.....	9
表 12: 公司核心研发人员列表.....	10
表 13: 公司研发流程.....	10
表 14: 公司主要游戏产品数据表现.....	11
表 15: 公司产品布局策略.....	13
表 16: 公司页游产品储备列表.....	13
表 17: 公司手游产品储备列表.....	13
表 18: 华清飞扬股东列表（截止 2016.02.02）.....	14
表 19: 公司近期主要投资事件列表.....	15
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.....	16
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.....	17
表 20: 新三板游戏相关公司估值.....	17

## 公司概述：稳步发展的国内领先网游厂商

### 公司概述：国内领先的页游、手游厂商

公司成立于 2007 年，以游戏社区为发展起点，并逐步开展网页游戏的开发和运营，先后成功研发、发行《QQ 超市》、《守卫牧场》、《红警大战》等多款 DAU 过百万的页游产品，其中《QQ 超市》为腾讯平台活跃用户量最大的社交游戏产品；2012 年，顺应移动互联网发展的大潮，公司开始布局移动游戏业务，先后推出《战舰帝国》、《龙之牧场》、《红色帝国》等多款人气手游，截止目前，主力产品《战舰帝国》月流水峰值已经达到 5000 万元，并先后在东南亚、日韩等全球主要手游市场上线。

表 1：公司发展历程

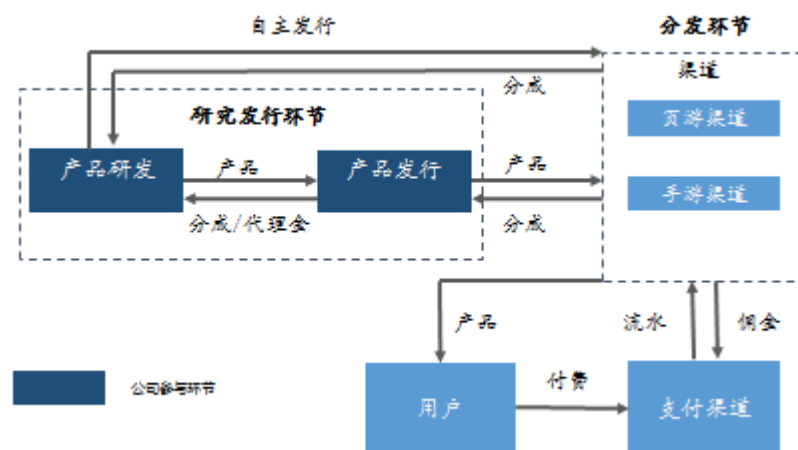
时间	主要事件
2007	公司成立
2011	《QQ 超市》在腾讯平台上线，并获得巨大成功
2012	页游产品《红警大战》上线
2013	《QQ 超市》同时最高在线人数突破 500 万
2014	移动游戏产品《战舰帝国》上线，首月充值流水超过 1000 万。
2015	旗下《战舰帝国》、《坦克风暴》获得“金翎奖”，公司在新三板挂牌上市

资料来源：公司官网，公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

### 主营业务：页游、手游研发及运营

公司当前核心业务包括网页游戏、移动游戏的研发和发行运营。网页游戏业务覆盖大型网页游戏以及传统社交游戏，游戏类别涵盖战争策略、角色扮演、休闲竞技等多个题材。公司从 2012 年开始布局移动游戏业务，并持续聚焦军事细分领域；在产品获取方面，公司除了自主研发之外，近年来开始涉足代理业务，不断拓宽产品获取渠道，并先后和金山网络、金刚游戏等研发企业建立了稳固的产品合作关系；在下游渠道方面，公司和腾讯平台、国内各主要移动游戏渠道平台、海外发行商均建立了良好的合作关系。

图 1：公司业务主要覆盖网游产业环节



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

**网页游戏业务。**自 2007 年起步开始，公司先后研发出《QQ 超市》、《红警大战》，《守卫牧场》等多款明星产品，其中《QQ 超市》在腾讯 QQ 空间平台上线以来，累计注册用

户数超过 2.14 亿，按用户数计算，该产品已成为腾讯平台上社交页游分类的第一名。除了自主研发之外，公司近年来还先后代理了魔域破坏神、英雄王座等大型微端网页游戏产品。

表 2：公司主要网页游戏产品列表

游戏名称	产品类型	取得方式	运营平台	上线时间
《QQ 超市》	经营&塔防	自主研发	腾讯平台	2011.10
《红警大战》	社区&RTS	自主研发	腾讯平台	2012.05
《龙之牧场》	养成&收集	自主研发	腾讯平台	2012.11
《守卫农场》	策略	自主研发	腾讯平台	2013.03
《帝国与文明》	策略	自主研发	腾讯平台	2013.03

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

**移动游戏业务。**顺应移动互联网发展大潮，2012 年，公司推出《龙之牧场》手游版。2014 年，公司明星产品《战舰帝国》在国内上线，并先后登陆台湾、韩国、东南亚、欧美等主要市场，目前该产品全球 MAU 近千万，峰值月流水达 5000 万。同时，公司先后代理发行了《放开那三国》、《太极熊猫》、《龙珠 Q 传》等国内明星手游产品。

表 3：公司主要移动游戏产品列表

游戏名称	产品类型	取得方式	上线时间
《战舰帝国》	战争策略	自主研发	2014.10
《坦克帝国》	养成&PK	自主研发	2015.08
《超级红警》	RTS	自主研发	2014.09
《大海战传奇》	军事 MMO	自主研发	2016.08
《舰指太平洋》	战争策略	自主研发	2016.04

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

## 股权结构：王斌、由艳丽夫妇为公司实际控制人

公司的控股股东为由艳丽女士，直接持有公司 17,295,000 股，占公司本次发行后总股份的 54.39%；王斌、由艳丽夫妇合计控制公司 62.65%表决权，为公司的实际控制人。

由艳丽女士，董事。1969 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2001 年 5 月至 2004 年 4 月任北京醒时世纪通信技术有限公司主管会计；2004 年 5 月至 2007 年 12 月任北京掌中米格信息技术有限公司主管会计；2008 年 1 月至 2012 年 4 月担任华清飞扬有限财务总监；2008 年 1 月至 2015 年 5 月任北京华清飞扬通信技术有限公司董事长、法定代表人；2015 年 5 月至今任北京华清飞扬网络股份有限公司董事。

王斌先生，董事长、总经理、实际控制人。1968 年 8 月出生，硕士学历，中国国籍，无境外永久居留权。2004 年 5 月至 2009 年 7 月任北京掌中米格信息技术有限公司总经理；2009 年 8 月至 2015 年 5 月任北京华清飞扬通信技术有限公司总经理；公司法定代表人在股改之前为由艳丽，股改之后变更为王斌。股改之后公司董事会董事长经股东大会审议通过，变更为王斌。2015 年 5 月至今任北京华清飞扬网络股份有限公司法定代表人、董事长、总经理。

表 4：华清飞扬前十大股东最新情况（截至 2016.02.02）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	由艳丽	17295000	54.39%	自然人
2	深圳市利通产业投资基金有限公司	5625000	17.69%	法人
3	北京华清众诚企业管理中心(有限合伙)	1500000	4.72%	法人
4	宁波华清众诚投资管理中心(有限合伙)	1500000	4.72%	法人
5	宁波九思股权投资合伙企业(有限合伙)	1500000	4.72%	法人
6	叶大鲁	1155000	3.63%	自然人
7	深圳市世纪凯华投资基金有限公司	750000	2.36%	法人
8	樊耀明	675000	2.12%	自然人



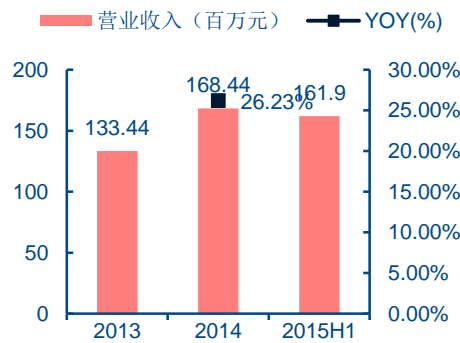
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
9	方正证券股份有限公司	300000	0.94%	法人
10	深圳前海大宇资本管理有限公司	250000	0.79%	法人

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

## 财务分析：2015H1 实现营业收入 1.62 亿元，净利润 0.54 亿元

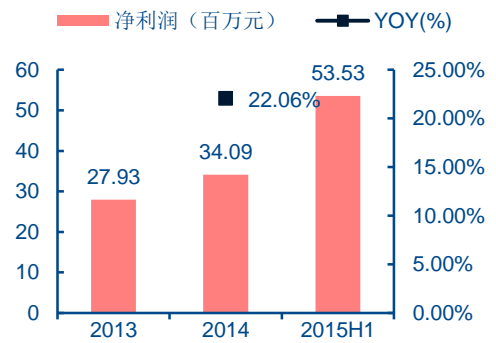
公司 2014 年实现营业收入 1.68 亿，同比增长 26.24%，实现净利润 3409 万元，较 2013 年增长 22.07%。在旗下移动游戏产品《战舰帝国》的强力推动下，公司 2015 年上半年实现营业收入 1.62 亿元，实现净利润 0.54 亿元，较 2014 年同期大幅提升。2016 年，随着新布局的网页游戏、移动游戏产品陆续上线，我们预期其财务数据表现有望进一步提升。

图 2：华清飞扬营业收入和 YOY



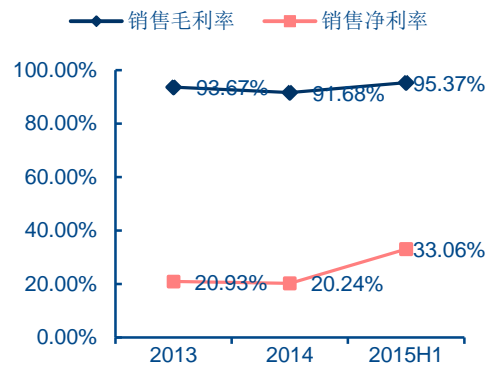
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 3：华清飞扬净利润和 YOY



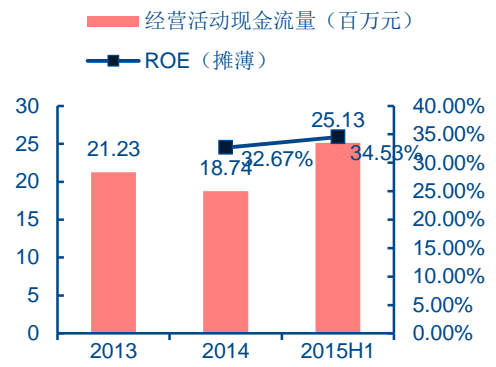
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 4：华清飞扬历年盈利能力



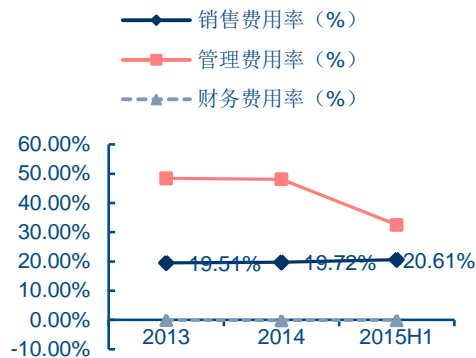
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 5：华清飞扬历年现金流与 ROE



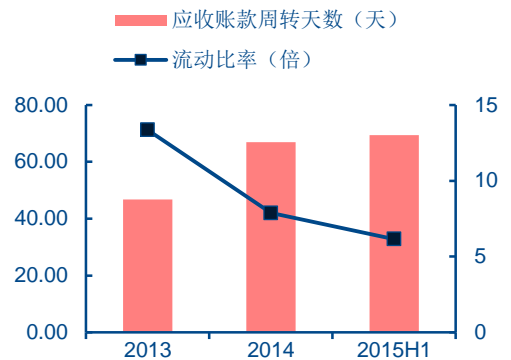
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：华清飞扬三项费用率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 7：华清飞扬运营效率



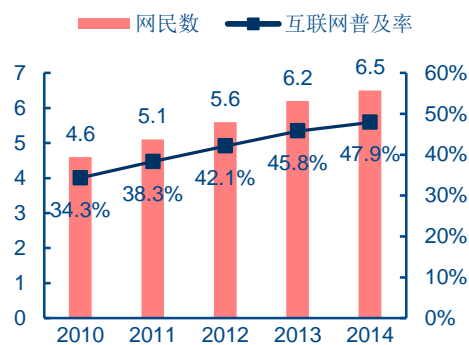
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 行业分析：国内页游微端化、手游细分化趋势明显

### 页游市场：市场竞争趋缓，微端游戏存在确定的发展前景

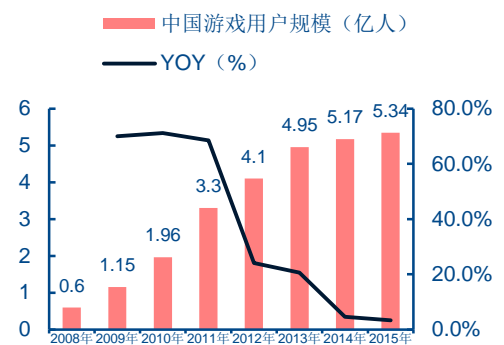
**国内页游市场增长趋缓。**CNNIC 数据显示，国内互联网用户规模增速正逐年放缓，传导到网络游戏领域，导致的一个自然结果便是网游用户规模剧增红利的逐步消失，2015 年国内网游用户规模 5.2 亿，较 2014 年仅增长不足 2000 万；同时，在移动游戏的分流下，国内客户端游戏、网页游戏市场增速出现持续下滑，2015 年国内页游市场收入规模 219.6 亿元，同比增长仅 8.3%，增速大幅回落。

图 8：国内互联网用户规模（亿人）



资料来源：CNNIC，中信证券研究部整理

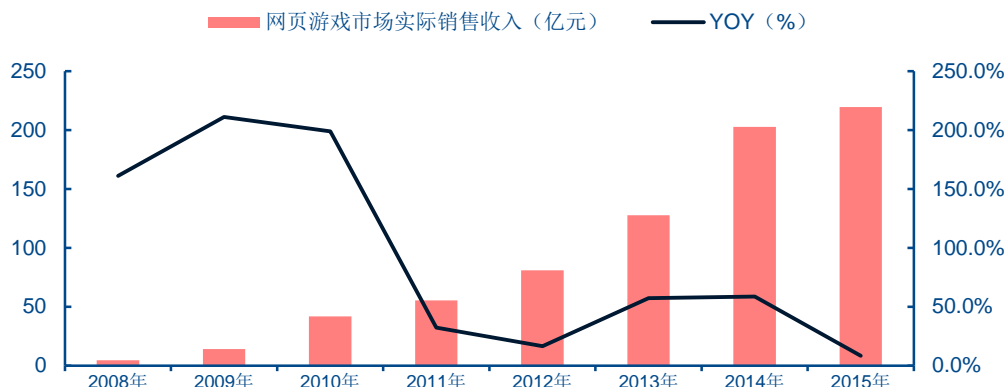
图 9：国内网络游戏用户规模



资料来源：GPC、CNG&IDC，中信证券研究部整理



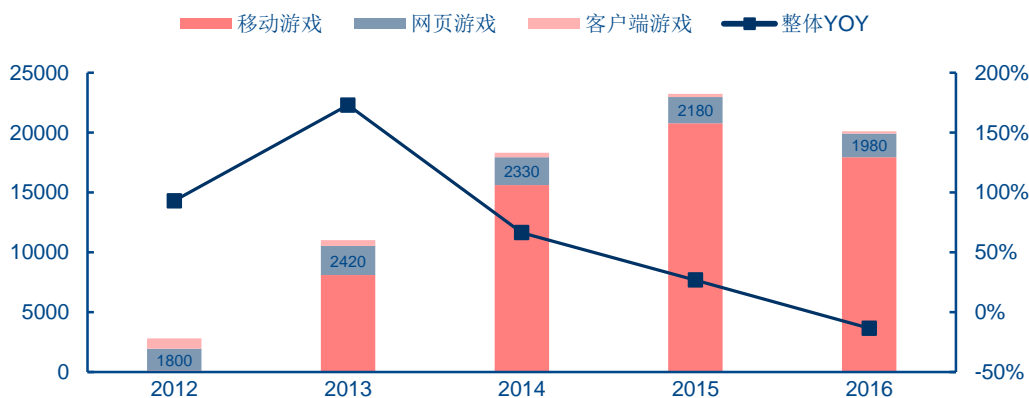
图 10：国内网页游戏市场收入规模（2008~2015）



资料来源：中国音数协游戏工委，中信证券研究部整理

**国内页游市场竞争减弱。**伴随着页游市场景气度的下移，市场原有参与者逐步向移动游戏等领域迁移，反映出来的一个直观指标就是新上线网页游戏产品数量的减少，2015 年国内新上线页游产品 2180 款，较 2014 年的 2330 款出现一定减少，预计该数据在 2016 年还将进一步回落。市场参与者以及新上线产品的减少也在客观上降低了行业的竞争激烈程度，整体上利好行业内优质企业。

图 11：国内每年新上线网游数量



资料来源：易观数据，中信证券研究部整理

表 5：国内客户端游戏、网页游戏、移动游戏研发门槛（2015）

类别	单产品研发投入	研发团队规模	产品研发周期	后期营销推广费用
客户端游戏	2000W+	50+	3 年+	3000W+
网页游戏	1000~2000W	20+	6~12 月	1000W+
移动游戏	200~1000W	10~20	3~9 个月	小于端游

资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理

**页游产品精品化趋势明显。**从主机游戏到客户端游戏，再到网页游戏，始终存在着一个永恒不变的规律，那就是少数的头部高品质产品获取整个市场的绝大多数用户和市场份额，行业存在着明显的二八规律，例如在客户端游戏领域，一款 LOL 就占据了整个 MOBA 市场超过 90% 的份额；网页游戏领域，国内收入排名前 10 的产品拿下了接近 60% 的整体市场份额。因此，我们判断，页游产品的精品化发展不可逆转，未来页游市场的胜出者也必将以高品质的页游产品为主。

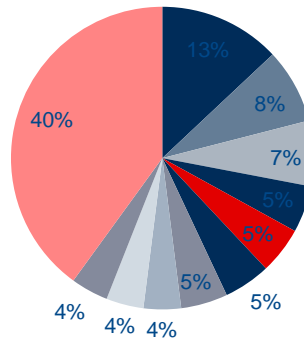
表 6：国内端游市场头部产品市场份额(2015)

产品细分类型	标杆产品	标杆产品/细分类型市场占比
MMORPG	梦幻西游、天龙八部、传奇世界、剑灵等	40%+
MOBA	英雄联盟	90%+
ACT	地下城与勇士	80%+
FPS	穿越火线、逆战	90%+
MUG	QQ 炫舞	80%+
RAC	QQ 飞车	80%+

资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理

图 12：国内页游市场 TOP 10 产品市场集中度(2015.12)

■ 传奇霸业 ■ 大天使之剑 ■ 大战神 ■ 魅影传说 ■ 我是大主宰 ■ 烈焰  
 ■ 战国之怒 ■ 天书世界 ■ 大皇帝 ■ 雷霆之怒 ■ 其他



资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理注：上述数据不包含腾讯平台

**微端游戏符合页游精品化趋势。**页游产品品质主要包括游戏玩法、画面品质等关键维度。微端游戏在游戏造型、游戏场景，以及游戏人物技能的呈现，都拥有不输传统端游的精美特性，在低配置硬件支持下，游戏在特效全开之后依然能保持超高的清晰与流畅度，通过下载极小的游戏客户端，即可实现“下载时间堪比网页游戏，画面质量堪比传统客户端游戏”的效果。因此，微端游戏符合页游精品化发展的客观趋势，国内主要网游企业也开始进行积极布局。考虑到市场发展的客观趋势以及国内厂商的大力推动，我们看好未来微端游戏在网页游戏领域的良好市场表现，同时考虑到微端游戏在用户转化方面较传统页游存在天然不足，因此，未来传统页游、微端游戏并驾齐驱料将是必然趋势。

表 7：微端游戏、网页游戏、客户端游戏特征对比

游戏种类	客户端大小	游戏画面
客户端游戏	基本在 1G 以上	3D，画面精美，360 度全视角
网页游戏	无客户端	2D~2.5D 为主，画面较为粗糙
微端游戏	基本在 10MB 以下	2.8D，画面质量接近客户端游戏

资料来源：行业访谈，中信证券研究部整理

表 8：国内主要网游企业积极布局微端游戏

游戏公司	游戏名称	游戏大小	游戏类型
巨人网络	《征途 2》	10M	MMORPG
腾讯游戏	《英魂之刃》	350K	MOBA
盛大游戏	《传奇 3》	10M	角色扮演
金山网络	《剑侠世界》	10M	角色扮演
蓝港在线	《西游记》	5M	ARPG
麒麟游戏	《成吉思汗 3》	3.8M	MMORPG

资料来源：各公司官网，中信证券研究部整理

## 移动游戏：军事题材类游戏具有稳固的用户基础，看好国内企业在海外市场表现

**国内移动端游戏市场高速发展。**近期中国音数协游戏工委公布了国内网络游戏产业2015年度市场数据,根据公布数据,国内移动游戏市场2015年实现收入514.6亿元,同比增幅高达87.2%。而同期国内网游市场整体增速为30%左右,客户端游戏、网页游戏的市场增速均不足10%,移动游戏已经成为国内网游市场增长的主要驱动力量。考虑到移动游戏庞大的用户基数,以及较低的用户ARPU,我们预期国内移动游戏市场长期仍有望保持40%左右快速增长。

图 13: 国内网游市场规模 (亿元)

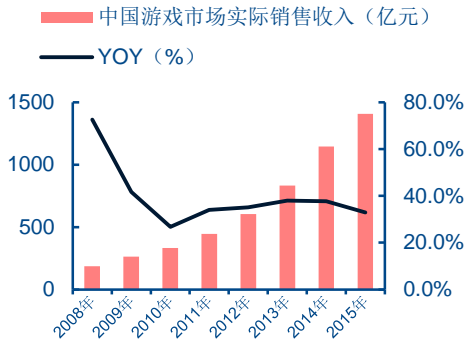
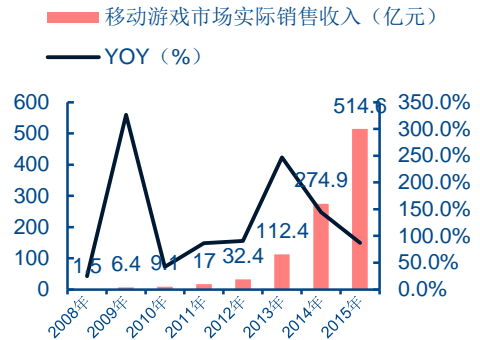


图 14: 国内移动游戏市场规模 (亿元)

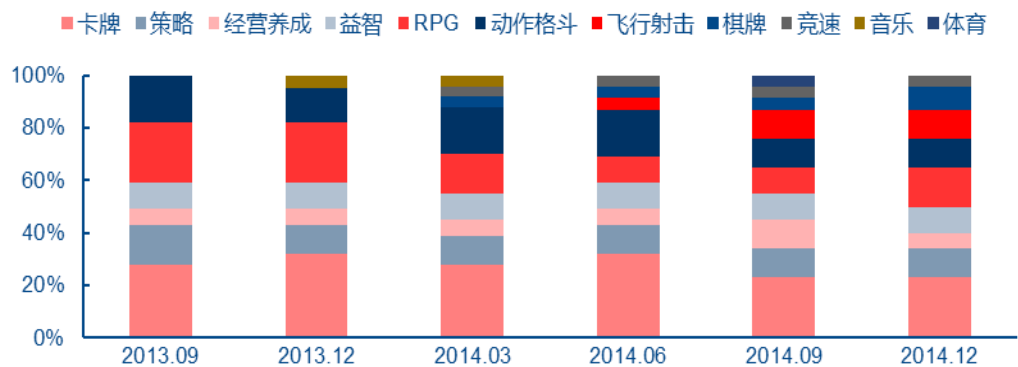


资料来源: 中国音数协游戏工委, 中信证券研究部整理

资料来源: 中国音数协游戏工委, 中信证券研究部整理

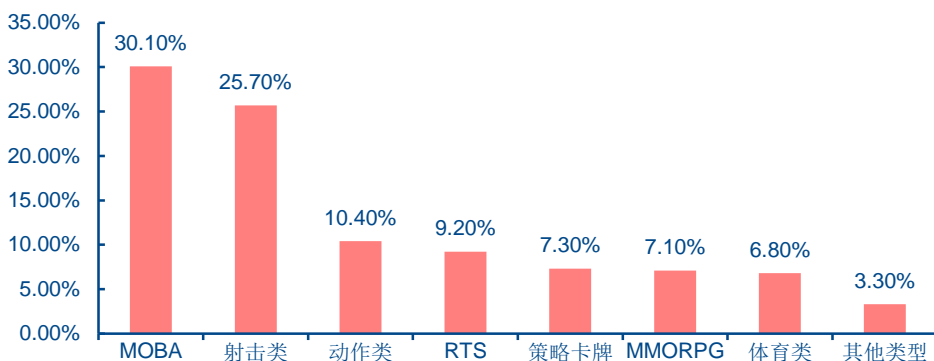
**移动游戏产品持续类型细分, 向均衡化方向发展。**国内客户端游戏在漫长的发展历程中, 经历了单一的 RPG 类产品到射击类、动作类、MOBA 类等百花齐放的发展历程, 在这一过程中, 产品类型持续丰富和完善; 从目前来看, 国内移动游戏的发展也基本遵从客户端游戏发展路径, 从 2013 年火爆一时的卡牌游戏到 2014 年飞行射击、竞速等细分类型出现并成为主流, 当前市场正朝着持续满足各类用户需求的产品类型持续细分方向发展。在这一过程中, 底层基础设施改善、研发技术提升和用户需求理解准确把握也客观上为上述趋势形成提供了客观可能。

图 15: Apple store 中国区畅销 TOP50 移动游戏类型分布结构(按数量)



资料来源: app annie, 中信证券研究部整理

图 16：国内用户常玩游戏类型比例分布(2015)



资料来源：talkingdata，中信证券研究部整理

**军事题材类游戏具有稳固的用户基础。**艾瑞预计国内军迷用户整体规模应该在 1 亿以上，我们可以从一些相关数据来对这一数据进行印证：在报刊领域，专注于军事政治的报刊《参考消息》为国内发行量最大的报刊，日均发行量超过 350 万份，同类型的《环球时报》日均发行超过 200 万；在游戏领域，PC 端射击类游戏《穿越火线》国内月活跃用户规模超过 4000 万，军事策略游戏《坦克世界》累计注册用户超过 4000 万。因此，考虑到庞大的军迷用户基础以及 PC 军事题材类游戏的良好表现，我们判断移动端军事题材类游戏理应有确定的市场空间。

表 9：国内报刊发行量排行（2014）

排名	报刊	发行量（万份）
1	参考消息	350
2	人民日报	280
3	环球时报	240
4	扬子晚报	220
5	中国电视报	200
6	广州日报	185
7	体坛周报	160
8	南方都市报	160
9	齐鲁晚报	150
10	信息时报	148

资料来源：互联网周刊，中信证券研究部整理

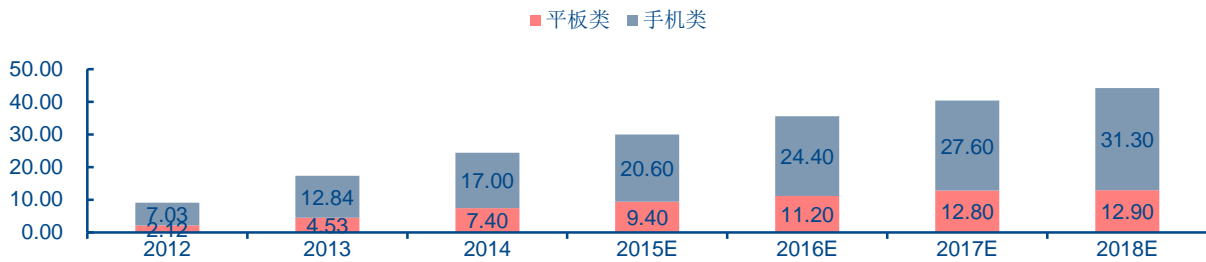
表 10：国内主要军事题材类网游用户数据

游戏产品	产品类型	用户规模
穿越火线	第一人称射击	月活跃用户超过 4000 万
坦克世界	军事-坦克	累计注册超过 4000 万

资料来源：腾讯、空中网年报，中信证券研究部整理

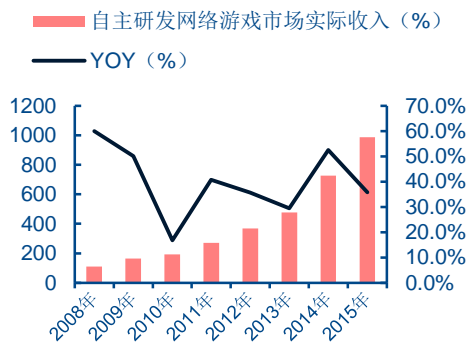
**海外市场空间广阔，国内厂商市场竞争力明显提升。**2015 年全球移动游戏市场规模（包括手机和平板）达到 300 亿美元，在整体市场中份额占比达到 32.8%，超越同期主机和 PC 游戏，成为全球最大的细分市场，且年市场增速仍维持在 20%以上，增幅遥遥领先于其他类别游戏，Newzoo 预计到 2018 年，移动游戏在全球游戏市场的份额占比将提升至 39%左右。较端游时代海外企业主导的局面，2015 年中国移动游戏市场营收 TOP 10 的产品全部由国内公司出品。中国企业在移动游戏领域的研发水平已经达到全球领先水平。借助优秀的移动产品内容，中国企业出海正变得越来越可行。

图 17：全球移动游戏市场收入数据



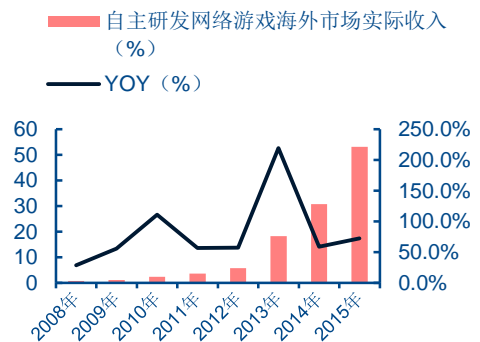
资料来源：Newzoo，中信证券研究部整理

图 18：国内网游市场自主研发产品收入规模（亿元）



资料来源：中国音数协游戏工委，中信证券研究部整理

图 19：国内网游产品海外销售收入规模（亿美元）



资料来源：中国音数协游戏工委，中信证券研究部整理

表 11：国内客户端游戏、移动游戏畅销榜产品开发商国别分布（2015）

排名	端游-产品名称	开发商	排名	手游-产品名称	开发商
1	穿越火线	韩国	1	梦幻西游	中国
2	英雄联盟	美国	2	大话西游	中国
3	地下城与勇士	韩国	3	热血传奇	中国
4	梦幻西游	中国	4	六龙争霸	中国
5	天龙八部	中国	5	全民飞机大战	中国
6	传奇	韩国	6	天天酷跑	中国
7	征途	中国	7	拳皇 98	中国
8	QQ 炫舞	中国	8	列王的纷争	中国
9	魔兽世界	美国	9	王者荣耀	中国
10	诛仙	中国	10	全民奇迹	中国

资料来源：中国音数协游戏工委，app annie，中信证券研究部整理

## 公司分析：专注、聚焦，深耕网游产业链

### 产品研发：研发团队实力雄厚，历史产品表现优异

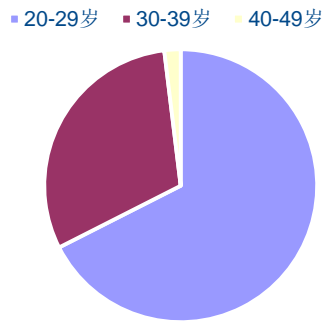
**公司研发团队实力突出。**团队永远是游戏类公司最为重要的企业资产。从人员结构来看，公司核心成员均来自于畅游、游戏谷等国内知名游戏企业，具有丰富的产品研发和运营经验。公司研发技术人员在公司内占比接近 90%，且主要为本科及以上学历的中青年为主，团队整体结构健康。同时，公司还制定了较为严谨的研发流程，覆盖产品概念提出、研发测试、运营等关键环节。

表 12：公司核心研发人员列表

姓名	华清飞扬职位	从业经历
李振	红警大战制作人	畅游
林海	技术总监、红警大战主程	畅游、gameloft
陈国庚	守卫农场主策	游戏谷
张东斌	服务器主程	畅游
汤宁	产品制作人	御游海、智明星通

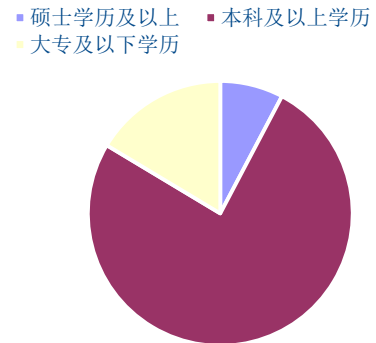
资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 20：华清飞扬公司人员年龄结构



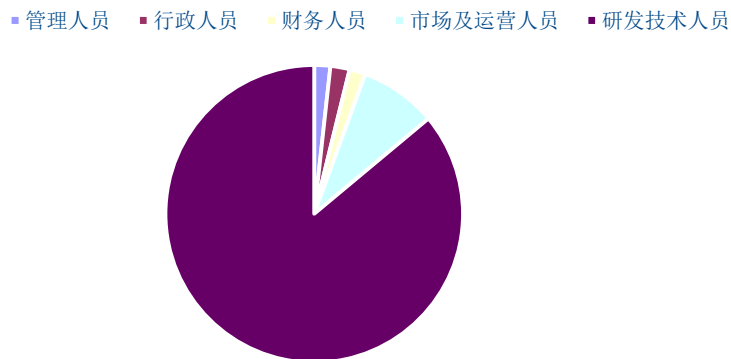
资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

图 21：华清飞扬公司人员学历结构



资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

图 22：华清飞扬公司人员职务结构



资料来源：Newzoo，中信证券研究部整理

表 13：公司研发流程

NO	阶段	核心步骤
1	概念期	详细市场调研基础上，对于待开发游戏的题材选择和玩法、产品定位、开发周期等具体问题细化。
2	DEMO 期	Demo 正式版将提交给游戏评审委员会进行审核，该轮审核主要是为了进一步验证游戏的核心玩法。
3	研发期	通过项目测评的游戏将提交先锋队进行体验，先锋队将对游戏的各个维度进行评价
4	测试期	公测是核心步骤，经过公测的游戏会进入运营定制环节，与外部盈利板块相衔接，进入全面评审阶段。
5	运营期	通过多方面的渠道收集玩家、业界对游戏质量的反馈。

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

**自研产品业绩突出。**依托优质的团队，公司先后开发出了大量优质的游戏产品。社交游戏产品《QQ 超市》注册用户迄今已愈 2 亿，按用户规模，长期位列腾讯社交游戏平台第一位，红警大战等页游产品累计注册过千万。2014 年上线的《战舰帝国》注册用户数已经超过 1500 万，首月充值额超过 1000 万元，运营数据保持持续平稳向上。



表 14：公司主要游戏产品数据表现

游戏名称	产品类型	终端类型	取得方式	运营表现
《QQ 超市》	经营&塔防	PC 网页	自主研发	累计注册超过 2.14 亿
《红警大战》	社区&RTS	PC 网页	自主研发	累计注册近 2000 万
《帝国与文明》	SLG	PC 网页	自主研发	累计注册近 1000 万
《守卫农场》	经营&社区	PC 网页	自主研发	累计注册 1800 万
《龙之牧场》	经营&社区	PC 网页	自主研发	累计注册近 4000 万
《战舰帝国》	策略&RPG	移动端	自主研发	累计注册超过 1500 万
《坦克帝国》	策略&RPG	移动端	自主研发	累计注册近 200 万
《超级红警》	战争策略	移动端	自主研发	累计注册近 100 万
《卡牌三国》	卡牌	移动端	自主研发	累计注册近 150 万
《龙之牧场》	经营&社区	移动端	自主研发	累计注册近 200 万

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

图 23：《战舰帝国》在国内 apple store 畅销榜排名数据



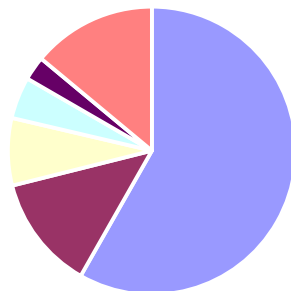
资料来源：app12345，中信证券研究部整理

## 产品运营：在运营产品表现稳健，产品 pipeline 储备充足

在运营产品数据表现稳定。从收入结构来看，目前公司自主研发的战舰帝国、红警大战、QQ 超市等产品仍是公司主要的营收来源，其中战舰帝国贡献占比超过 50%，TOP 5 产品合计贡献占比超过 85%。从各个产品的关键运营数据指标（新增、活跃、付费）来看，手游产品《战舰帝国》收入流水长期仍有望保持向上，页游产品《红警大战》、《QQ 超市》等目前已进入产品生命周期的中后期，收入和用户数据处于自然下行通道，但下行幅度已经明显收窄，预计该类产品中短期较难出现断崖式下跌，更为可能保持温和幅度下滑。

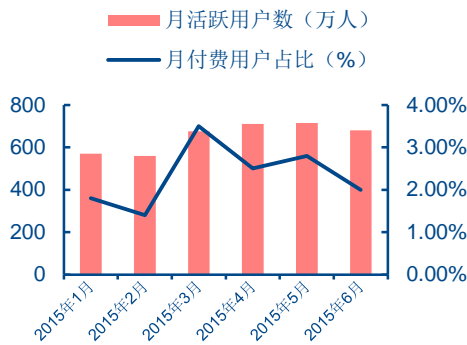
图 24：各产品对公司整体收入占比（2015）

■ 战舰帝国 ■ 红警大战 ■ 超级红警 ■ QQ超市 ■ 坦克帝国 ■ 其他



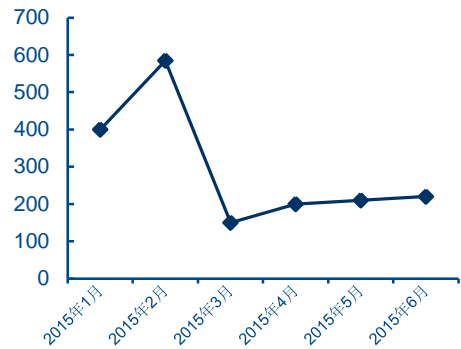
资料来源：app12345，中信证券研究部整理

图 25:《战舰帝国》活跃用户数据



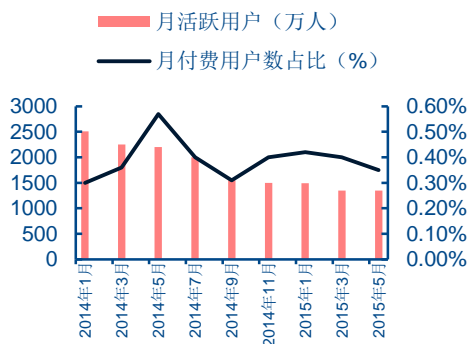
资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

图 26:《战舰帝国》月付费用户 ARPU (元)



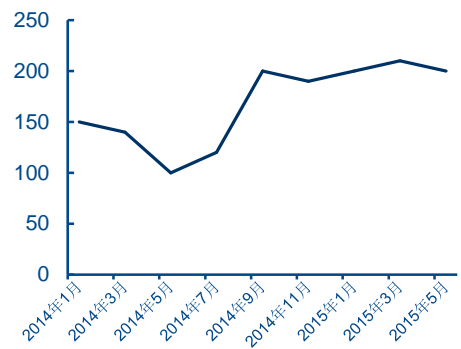
资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

图 27:《红警大战》活跃用户数据



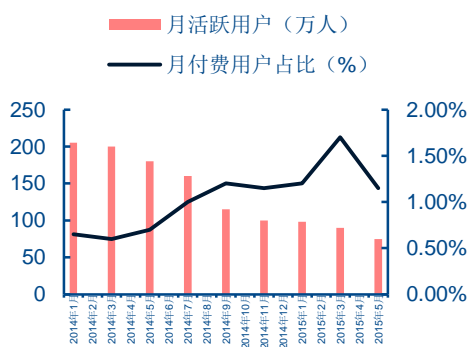
资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

图 28:《红警大战》月付费用户 ARPU (元)



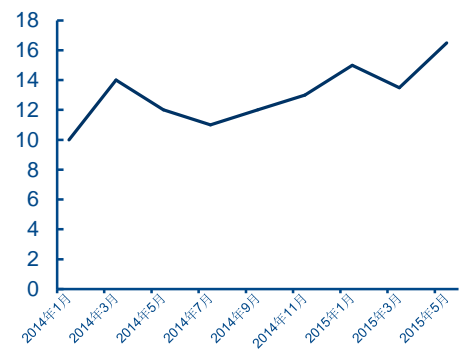
资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

图 29:《QQ 超市》活跃用户数据



资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

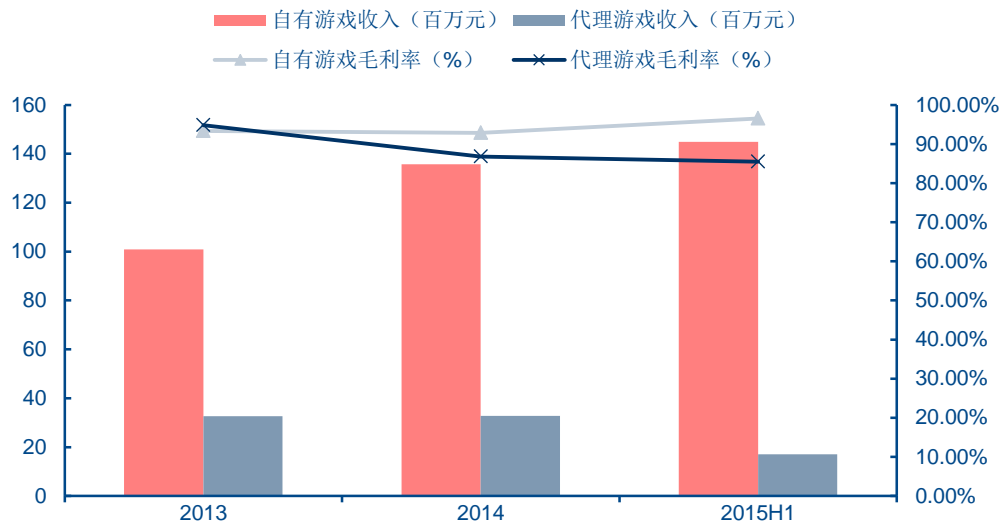
图 30:《QQ 超市》月付费用户 ARPU (元)



资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

**自研、代理并进，产品储备充足。**在保持既有产品稳定运营的同时，公司积极加强产品管道储备。同时在产品的获取策略上，公司除了自主研发之外，充分利用长期积累的产品发行运营优势加强外部产品的代理储备。在产品布局策略上，公司持续聚焦，具体表现为在页游领域聚焦微端游戏，在手游领域聚焦军事题材类游戏。

图 31：公司自有游戏、代理游戏营收数据



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 15：公司产品布局策略

类别	布局策略
网页游戏	顺应页游精品化趋势，布局游戏画面品质更高的微端游戏
移动游戏	吸收《战舰帝国》的研发、运营经验，继续深耕军事题材类游戏产品

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 16：公司页游产品储备列表

游戏名称	产品类型	取得方式	运营平台	预计上线时间	产品特点
《剑侠情缘兵器谱》	MMOARPG	代理	腾讯平台	2016.04	正版授权顶级 IP
《泰坦世界》	MMOARPG	代理	腾讯平台	2016.03	全 3DMMO
《怒斩千军》	MMOARPG	代理	腾讯平台	2016.05	创新型 MMOARPG
《天堂归来》	MMOARPG	代理	腾讯平台	2016.06	天堂式唯美风格微端游戏
《战地联盟》	FPS	代理	腾讯平台	2016.05	堪比端游品质的微端 FPS
《星座泡泡》	射击消除	代理	腾讯平台	2016.04	泡泡龙游戏
《龙之牧场 2》	模拟养成	自研	腾讯平台	2016.03	Q 版模拟养成
《大海战传奇》	军事 MMO	自研	腾讯平台	2016.11	国战《大海战传奇》
《烈火战车》	射击 MOBA	自研	腾讯平台	2016.09	《烈火战车》页游版
帝国荣耀	SLG	自主研发			H5 游戏

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

表 17：公司手游产品储备列表

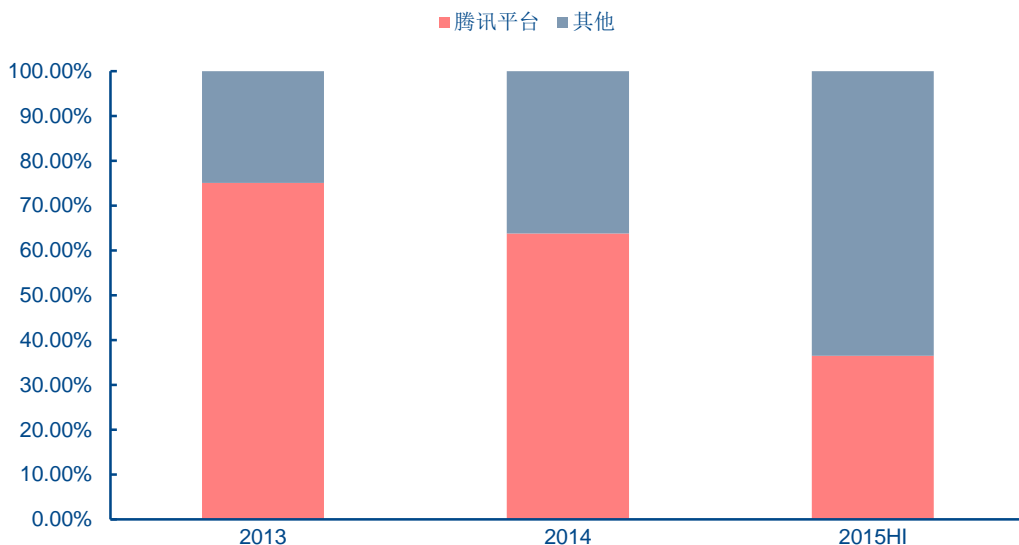
游戏名称	产品类型	取得方式	运营平台	预计上线	产品特点
《烈火战车》	射击 MOBA	自研	全球发行	2016.05	改装车射击游戏，融合 MOBA 玩法
《大海战传奇》	军事 MMO	自研	全球发行	2016.8	全球首款军事 MMO 国战
《舰指太平洋》	战争策略	自研	国内	2016.04	军事细分

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

## 用户渠道：和腾讯平台紧密结合，积极拓展海外渠道

和腾讯平台建立稳固合作关系。在下游的用户渠道方面，公司长期和腾讯保持了良好的合作关系，根据公司披露数据，在 2013、2014 年，公司产品通过腾讯平台获得的收入分别达到 75%、64%。除了产品层面的合作，腾讯公司也为公司的主要股东之一，通过旗下投资平台在公司合计股份占比 20%，深度的利益绑定也为公司的长期发展奠定了良好的基础。

图 32：腾讯平台贡献公司收入比重



资料来源：公司公开资料，中信证券研究部整理

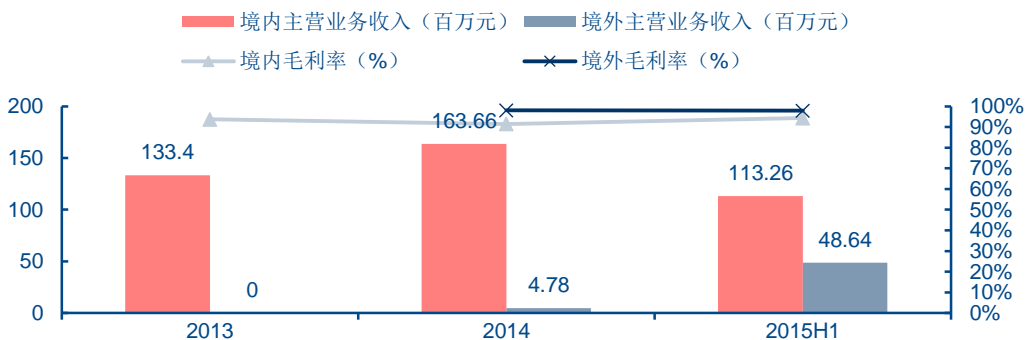
表 18：华清飞扬股东列表（截至 2016.02.02）

排名	股东名称	占总股本比例(%)	股本性质
1	由艳丽	54.39%	自然人
2	深圳市利通产业投资基金有限公司*	17.69%	法人
3	北京华清众诚企业管理中心(有限合伙)	4.72%	法人
4	宁波华清众诚投资管理中心(有限合伙)	4.72%	法人
5	宁波九思股权投资合伙企业(有限合伙)	4.72%	法人
6	叶大鲁	3.63%	自然人
7	深圳市世纪凯华投资基金有限公司*	2.36%	法人
8	樊耀明	2.12%	自然人
9	方正证券股份有限公司	0.94%	法人
10	深圳前海大宇资本管理有限公司	0.79%	法人

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理，注：\*为腾讯公司旗下持股平台

**积极拓展海外市场。**公司于 2014 年开始拓展海外业务板块，前期主要集中在日韩以及东南亚地区，并通过代理输出自有产品。2014 年，公司产品《战舰帝国》荣登韩国 Apple Store 畅销榜第 7 名。随着公司移动端产品的发力以及海外市场崛起，腾讯平台贡献的收入占比明显下滑，公司收入结构进一步趋于健康。

图 33：公司境内、境外营收数据



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

## 业务扩张：积极推进外延并购,不断拓展业务边界

持续投资提升自身业务实力。通过内生驱动，围绕页游、手游产业链进行深度布局的同时，公司积极通过外延并购不断补充和完善自身业务实力。近年来，公司先后在美术外包、H5 技术、页游插件等领域展开投资，不断补齐和提升自身业务实力。

表 19：公司近期主要投资事件列表

时间	投资方式	对手方	涉及数额	投资目标
2016 年 1 月 28 日	定向增资	火星互动	800 万元	加大公司在 3D 插件页游布局，完善公司产品储备
2016 年 1 月 29 日	定向增资	开心酷游	500 万元	在 HTML5 领域进行相应尝试，完善页游产业链布局。
2015 年 12 月 8 号	定向增资	爱维互动	500 万元	巩固和提高现有产品的美术品质

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

收购韩国上市企业为进入国际市场建立重要支撑。根据公司 2016 年 3 月 18 日公告，公司旗下子公司华清香港通过老股转让、新股认购等形式，最终以 1.2 亿元获得韩国 KOSDAQ 上市企业 COWON SYSTEMS 34.7% 的股权，成为其第一大股东并获得控制权。我们判断，考虑日韩地区用户对本土上市公司的信任度，以及日韩文化之间相似性，公司后续有望以该韩国上市公司为衔接平台，实现中日韩三国泛娱乐市场间资源的有效流动和对接，具体表现为将中国的移动游戏内容输入到日韩市场，同时将日韩优质的 IP 资源、影视剧制作能力对接到中国市场。

## 风险因素

**行业风险。**宏观产业政策风险，市场竞争持续加剧风险

**公司风险。**在运营产品用户流失风险，新上线产品不及预期风险，公司核心技术人才流失风险。

## 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网页游戏、移动游戏两大部分。网页游戏部分，主要在运营产品均已进入生命周期的中后期，运营数据呈现持续下滑态势，筹备中产品预计在 2016 年陆续上线，考虑到新产品的不确定性，我们保守估计该部分业务在未来几年仍将呈现持续小幅下滑的局面。移动游戏部分，核心产品《战舰帝国》活跃用户规模保持稳定，付费用户和 ARPU 仍呈现持续上升态势，同时考虑到军事类题材产品良好的用户粘性，我们预计该产品收入在未来数年将呈现稳步上升态势，叠加新产品持续上线以及海外市场拓展，移动游戏业务将成为公司未来首要的增长动力。综合上述考虑，我们预计公司页游业务 2015/16/17 年收入为 0.81/0.82/0.98 亿元，分别同比增长-19%/0.2%/20.0%，手游业务预计 2015/16/17 年收入为 2.48/3.50/4.52 亿元，分别同比增长 265.5%/41.0%/29.0%。整体业务预计 2015/16/17 年收入为 3.30/4.32/5.50 亿元，分别同比增长 95.8%/30.9%/27.3%。

2) 成本方面。页游业务部分，公司 2015 年开始逐步加大腾讯平台外渠道的拓展，从而导致产品毛利率走低，伴随着运营经验的积累，该部分业务毛利率有望逐步走高；手游部分，2015 年公司发力 android 渠道，导致毛利率小幅走低，随着海外渠道的持续拓展，公司毛

利率有望逐步回升。综合上述考虑，我们预计公司 2015/16/17 年毛利率分别为 89.5%/89.6%/91.3%。

3) 费用方面。随着公司自研产品的逐步成熟，以及用户渠道铺设逐步成型，公司管理费用、营销费用占比有望明显回落。我们预计公司 2015/16/17 年费用率分别为 48.0%/46.5%/45.0%。

表 20：公司收入、成本、费用预测

项目	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>收入（千元）</b>					
页游业务	101,762	100,455	81,369	81,531	97,838
手游业务	31,674	67,988	248,496	350,379	451,990
<b>合计</b>	<b>133,436</b>	<b>168,443</b>	<b>329,865</b>	<b>431,911</b>	<b>549,827</b>
<b>收入增速（%）</b>					
页游业务		-1.28%	-19.00%	0.20%	20.00%
手游业务		114.65%	265.50%	41.00%	29.00%
<b>合计</b>		<b>26.24%</b>	<b>95.83%</b>	<b>30.94%</b>	<b>27.30%</b>
<b>毛利率（%）</b>					
页游业务	92.09%	91.71%	86.50%	88.00%	90.50%
手游业务	98.77%	91.63%	90.50%	90.00%	91.50%
<b>合计</b>	<b>93.67%</b>	<b>91.68%</b>	<b>89.51%</b>	<b>89.62%</b>	<b>91.32%</b>
<b>费用率（%）</b>					
营业税金及附加	0.78%	0.56%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用	48.43%	48.14%	35.50%	34.50%	33.50%
营销费用	19.51%	19.72%	12.00%	11.50%	11.00%
<b>总费用率</b>	<b>68.71%</b>	<b>68.42%</b>	<b>48.00%</b>	<b>46.50%</b>	<b>45.00%</b>

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 2015/16/17 年净利润分别为 1.19/1.63/2.24 亿元，CAGR 为 187.37%。按目前 3180 万股股本计算的 2015/16/17 年 EPS 为 3.73/5.12/7.05 元。

表 21：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)	133.4	168.4	329.9	431.9	549.8
增长率 YoY(%)		26.2	95.8	30.9	27.3
净利润(百万元)	27.9	34.1	118.7	162.7	224.3
增长率 YoY(%)		22.1	248.3	37.1	37.8
每股收益 EPS(元)全面摊薄	0.88	1.07	3.73	5.12	7.05
毛利率(%)	93.7	91.7	89.5	89.6	91.3
净资产收益率(%)	70.9	37.2	72.6	44.8	36.4
每股净资产(元)	2.5	3.3	7.0	15.9	22.9

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

## 估值及投资评级

公司主要业务为网络游戏研发、发行业务。目前国内主板移动游戏行业公司 TTM/2015/2016 年 PE 为 75/58/41，新三板游戏相关公司 PE(TTM)为 38 倍，以 PE(TTM)为参考指标，移动游戏板块在新三板较主板折价大约 50%左右。公司做市定增价格为 66 元，定增后估值 21 亿元。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34.17亿元，每股107.44元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 22：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	2014	2015E	2016E	
研发发行	游族网络	002174.SZ	294.86	102.7	468.68	548.44	765.42	63	54	39	
	昆仑万维	300418.SZ	392.73	34.84	289.5	415	550.25	136	95	71	
	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	329.26	11.87	388.65	460.3	759.85	85	72	43	
	游久游戏	600652.SH	145.89	17.52	-137.29						
	中青宝	300052.SZ	67.9	26.01	-143.18						
综合	华谊兄弟	300027.SZ	392.19	28.18	983.17	1,070.83	1,310.86	40	37	30	
综合	博瑞传播	600880.SH	113.38	10.37	195.82	351.41	570.33	58	32	20	
	平均		260.61					75	58	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 24 日收盘价格

表 23：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	203.69	378.96	3,678.37	5,168.04	1,064.47	1,176.69	19	17
	奇虎 360	QIHU.N	591.77	462.44	9,155.69	9,966.95	1,466.64	1,770.46	40	33
	网易	NTES.O	1,329.83	1,076.57	11,712.83	18,362.93	4,756.62	5,119.16	28	26
研发发行	搜狐畅游	CYOU.O	67.53	132.87	4,972.67	5,188.52	-3.00	179.27		38
	淘米	TAOM.N	8.24	23.31	277.76	226.41	43.63	-12.41	19	
	乐逗游戏	DSKY.O	36.96	87.23	984.15	1,387.41	-16.88	125.88		29
	空中网	KZ.O	21.46	45.82	1,498.42	1,261.29	148.71	-89.90	14	
	平均		322.78						24	29

资料来源：wind，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 3 月 24 日收盘价格

表 24：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	31.31	3.98	476.21	593.57	97.64	126.98	32	25
	云游控股	0484.HK	15.09	10.83	643.47	616.25	-38.53	-22.34		
	博雅互动	0434.HK	19.00	2.48	945.41	871.03	280.07	216.06	7	9
	蓝港互动	8267.HK	14.90	4.04	678.89	557.81	-154.58	-65.88		
	飞鱼科技	1022.HK	23.07	1.50	339.07	411.26	117.89	128.00	20	18
	IGG	0799.HK	42.87	3.08	204.74	216.59	66.00	50.00	65	86
综合	网龙	0777.HK	83.16	16.71	967.93	1,054.41	176.68	14.82	47	561
	金山软件	3888.HK	167.03	12.82	3,351.00	5,001.81	768.78	612.93	22	27
	腾讯控股	0700.HK	10,883.88	115.74	78,932.00	93,400.00	23,810.00	25,714.00	46	42
	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 24 日收盘价格

表 25：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	15.57	24.03	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			19.56	25.74	4.13	7.17		
	英雄互娱	430127.OC			21.74	20.95	1.21	-6.75		

类别	公司名称	股票代码	市值(亿元)		收入(百万元)		净利润(百万元)		PE	
					2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
	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	10.92	7.09	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	38.52	66.50	459.82		65.56		60	
综合	汇元科技	832028.OC	23.38	25.30	132.08	143.30	62.60	70.81	37	33
综合	童石网络	833377.OC			88.55	107.35	6.40	18.40		
电子竞技	网映文化	834902.OC			14.82		1.66			
渠道平台	游戏多	834054.OC	6.10	32.29	12.47		-2.79			
渠道平台	乐享方登	835055.OC			3.56		-21.49			
	平均		10.91						44	38

资料来源: wind, 中信证券研究部整理, 股价为 2016 年 3 月 24 日收盘价格

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	133	168	330	432	550
营业成本	8	14	35	45	48
毛利率	93.7%	91.7%	89.5%	89.6%	91.3%
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	26	33	40	50	60
营业费用率	19.5%	19.7%	12.0%	11.5%	11.0%
管理费用	65	81	117	149	184
管理费用率	48.4%	48.1%	35.5%	34.5%	33.5%
财务费用	0	0	0	-1	-1
财务费用率	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
其他经营损益	0	1	1	1	1
营业利润	33	38	136	186	255
营业利润率	24.7%	22.6%	41.4%	43.1%	46.4%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	33	38	136	186	255
所得税	5	4	18	23	31
所得税率	15.3%	10.3%	13.0%	12.5%	12.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司	28	34	119	163	224
净利率	20.9%	20.2%	36.0%	37.7%	40.8%

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税前利润	33	38	136	186	255
所得税支出	-5	-4	-18	-23	-31
折旧和摊销	2	2	1	1	2
营运资金变动	0	-19	-32	-26	-26
其他	-9	2	0	0	0
经营现金流	21	19	88	138	199
资本支出	-3	0	-2	-2	-2
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	-5	-133	0
投资现金流	-3	0	-7	-135	-2
发行股票	0	0	0	118	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	-9	0	0	0
其他	0	0	0	1	1
融资现金流	0	-9	0	119	1
现金及现金等价物	18	10	81	123	199

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	49	59	140	263	462
存货	0	0	0	0	0
应收账款/票据	17	45	68	89	113
其他流动资产	14	13	28	37	41
流动资产	80	117	236	389	616
固定资产	2	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	5	138	138
无形资产	2	0	1	1	1
其他长期资产	1	1	1	1	1
非流动资产	4	2	8	141	141
资产总计	85	119	244	530	757
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款/票据	1	4	7	9	10
预收账款	1	3	5	6	8
其他流动负债	3	8	9	10	10
流动负债	6	15	21	26	29
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	6	15	21	26	29
股本	13	13	30	32	32
资本公积	23	23	83	200	200
留存收益	42	68	110	273	497
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	79	104	223	504	729
负债股东权益总计	85	119	244	530	757

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)					
营业收入		26.2	95.8	30.9	27.3
营业利润		15.6	258.3	36.3	37.1
净利润		22.1	248.3	37.1	37.8
利润率 (%)					
毛利率	93.7	91.7	89.5	89.6	91.3
EBITMargin	24.7	22.6	41.4	43.1	46.4
EBITDAMargin	25.9	23.6	41.7	43.3	46.6
净利率	20.9	20.2	36.0	37.7	40.8
回报率 (%)					
净资产收益率	70.9	37.2	72.6	44.8	36.4
总资产收益率	65.9	33.4	65.4	42.1	34.9
其他 (%)					
资产负债率	7.1	12.4	8.7	4.8	3.8
所得税率	15.3	10.3	13.0	12.5	12.0
股利支付率	0.0	24.9	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；
	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](mailto: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。