

掌趣科技 (300315.) 软件行业

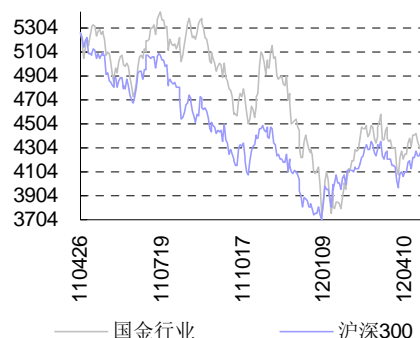
新股研究

目标价格(人民币): 13.75-16.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	40.92
总股本(百万股)	122.75
国金软件指数	4292.48
沪深 300 指数	2625.99



内容为王，渠道为本，兼并收购做大做强；

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.327	0.453	0.507	0.762	1.144
每股净资产(元)	1.37	1.82	2.50	3.47	5.00
每股经营性现金流(元)	0.34	0.44	1.13	2.11	2.87
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	60.85	48.97	48.97	48.97	48.97
净利润增长率(%)	177.29%	38.73%	49.32%	50.12%	50.22%
净资产收益率(%)	23.83%	24.84%	27.05%	29.25%	30.53%
总股本(百万股)	122.75	122.75	163.66	163.66	163.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司专注于游戏的开发、发行和运营，目前主要包括移动终端游戏、互联网页面游戏及其周边产品的产品开发、发行推广和运营维护。公司近几年业务发展迅猛，并且通过一系列的并购重组不断完善自身业务布局，目前已成为国内领先的移动终端游戏开发商、发行商和运营商。
- **移动互联网的时代已经到来，时间碎片化催生游戏新市场：**智能终端的多样性以及保有量大幅上升、移动互联网的兴起，使游戏都获得了更为广阔的发展空间，这其中包括各类网页游戏、社交游戏和手机游戏；于此同时，这些轻游戏更迎合了不同年龄阶段用户的诉求和使用习惯，从把握用户的碎片时间开始，逐步培养出用户的习惯，进而形成高黏性和消费。
- **内容为王、渠道为本，掌趣在并购中不断发展：**移动游戏平台 and 渠道管道化趋势明显，推出大量优质游戏才是业内公司高速增长的关键。公司不断提升自身游戏开发能力并加强与国外公司的合作，与此同时公司注重吸收市场上具有创新性产品或者创新性技术的小团队，通过重组并购发现新点子、吸纳新的优秀人才，实现自身的快速发展壮大。
- **业务发展稳定，长期有爆发点：**公司短期看移动游戏平台，长期来看公司网页游戏的发力；智能终端游戏放量；以及兼并重组提升业绩和巩固行业地位。

估值与投资建议

- 我们预测公司 2012-2014 年的 EPS 为 0.51 元、0.77 元和 1.14 元，通过与行业同行业公司比较，我们认为掌趣科技的发行市盈率对应 2012 年在 27-32 倍较为合适，据此认为掌趣科技的目标价为 13.75 元-16.50 元。

风险提示

- 运营商平台依赖于中国移动的风险；人才引进和流失风险；产品开发风险；创业板整体估值下滑风险。

易欢欢 分析师 SAC 执业编号: S1130511080002
(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

赵国栋 分析师 SAC 执业编号: S1130512010003
(8639)10702427
zhaogd@gjzq.com.cn

内容目录

专注于移动终端游戏及网页游戏相关业务	4
优秀的游戏开发商和游戏运营商	4
营业收入和净利润保持高速增长，收入增长有亮点	4
股权结构情况	5
公司所处产业链环境	6
移动终端游戏和网页游戏市场高速增长	7
时间碎片化和智能终端普及化是市场增长的源动力	7
移动终端游戏市场情况	8
网页游戏市场情况	9
内容为王、渠道为本，坚持产业链整合策略	11
靠渠道推动产品，用产品创造价值	11
游戏产品是增收的关键，研发团队是产品的保证	11
善于进行产业链整合	12
募投项目介绍及未来战略	14
募投项目分析	14
公司未来战略	14
估值与定价	15
相对估值	15
风险提示	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：公司目前提供的产品和服务情况	4
图表 2：公司业务发展史	4
图表 3：近四年营业收入复合增长 128%	5
图表 4：近四年净利润复合增长 178%	5
图表 5：公司业务占比变化情况	5
图表 6：11 年公司互联网页面游戏占比提升较快	5
图表 7：公司股权结构图	5
图表 8：公司生态图	6
图表 9：中国互联网用户在各类移动上网的设备选择	7
图表 10：移动智能终端将成为计算产品的主流	8
图表 11：2008-2013 年国内手机游戏市场规模	8
图表 12：我国手机游戏市场业务占比情况	9
图表 13：中国网页游戏用户付费市场规模	9
图表 14：中国网页游戏用户规模	10
图表 15：我国游戏产品数量	10

图表 16: 公司“欢畅游戏”平台	11
图表 17: 公司“手游大联盟”平台	11
图表 18: 公司自主研发热门游戏	12
图表 19: 公司所处行业地位	12
图表 20: 近年来自主研发产品收入情况	12
图表 21: 收购子公司详细情况介绍	13
图表 22: 公司募投项目简介	14
图表 23: 公司未来三年发展目标	14
图表 24: 国内可比公司估值情况	15

专注于移动终端游戏及网页游戏相关业务

优秀的游戏开发商和游戏运营商

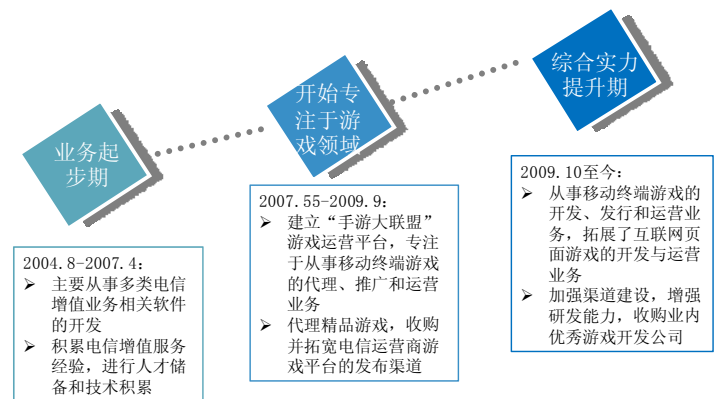
- 作为我国移动终端游戏和页面游戏领域优秀的公司代表，公司的核心业务围绕游戏的开发、发行和运营展开。公司已自主开发了约 190 款游戏产品，具有代表性的产品包括手机游戏产品《潜伏》、《格斗三国》等，互联网页面游戏《篮球经理世界》与《足球经理世界》等，以及跨平台游戏产品《冠军足球》、《热血成吉思汗》等；联合运营的游戏产品中，具有代表性的产品如手机游戏产品《极品飞车无间风云》、《2010FIFA 南非世界杯》、《哈利波特与混血王子》、《金刚狼》与《功夫熊猫》等，以及互联网页面游戏《天地英雄》、《魔镜》等；公司凭借自主研发的手机游戏渠道分发等技术，建立了自有游戏平台，与 650 余家游戏推广渠道建立了合作关系。
- 公司自 2004 年成立以来，在经营活动中不断把握市场发展方向同时积累自身核心竞争优势，从最初的进行电信增值服务相关软件开发到后来尝试建立内容运行平台进行游戏的代理、推广和运营业务，到如今完成了自主完成移动终端游戏和互联网游戏的开发和运营全产业链渗透，拥有了自己的内容和自己的平台，具备了一个互联网游戏平台公司最核心的竞争资源。经过多年的业务拓展和并购重组，公司已发展成为国内领先的移动终端游戏开发商、发行商和运营商，在中国移动游戏业务的评级中名列前茅。

图表1：公司目前提供的产品和服务情况

产品和服务	具体内容
手机单机游戏	石器时代II勇闯龙岛、石器时代II驯龙高手、丑女无敌卡丁车-正版等
手机网络游戏	热血成吉思汗online、热血足球经理、热血成吉思汗OL-初章、冠军足球
智能手机游戏	Android手机游戏 iPhone游戏
WEB页面游戏	魔镜online、植物大作战、篮球经理世界、足球经理世界
门户和渠道	欢畅游戏：覆盖WEB、WAP双平台的大型游戏社区 来一起玩吧：最大的正版游戏搜索门户，为所有手机用户提供专业游戏搜索服务 手游大联盟：国内首家正版游戏营销平台

来源：公司网站、国金证券研究所

图表2：公司业务发展史

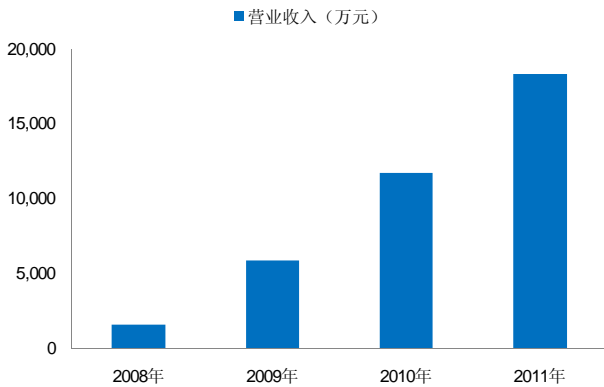


- 公司过去的发展史可以概括为找准自身专注领域，通过代理优秀产品积累游戏开发和运营的宝贵经验，然后基于一直以来不断的积累和并购实现游戏的开发、发行和运营全程，最终完成了平台构架、内容方面的布局和渠道铺设。

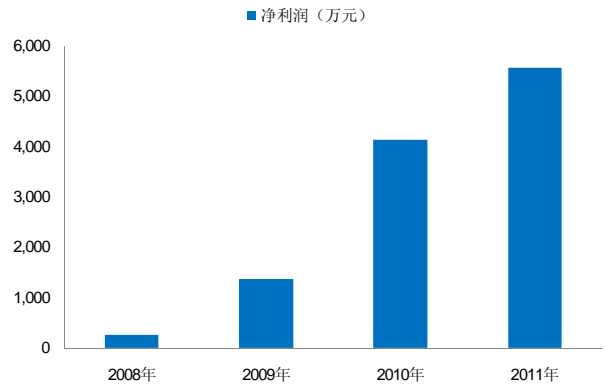
营业收入和净利润保持高速增长，收入增长有亮点

- 2008 年度、2009 年度、2010 年度和 2011 年度，公司实现主营业务收入分别为 1542.28 万元、5889.62 万元、1.17 亿元和 1.84 亿元，年均复合增长 128%；公司 2008 年到 2011 年实现净利润分别为 259.58 万元、1372.44 万元、4133.48 万元和 5568.67 万元，年均复合增长 178%。

图表3: 近四年营业收入复合增长 128%



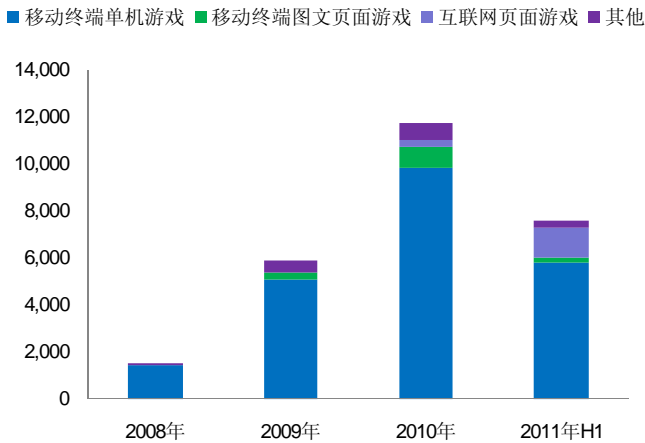
图表4: 近四年净利润复合增长 178%



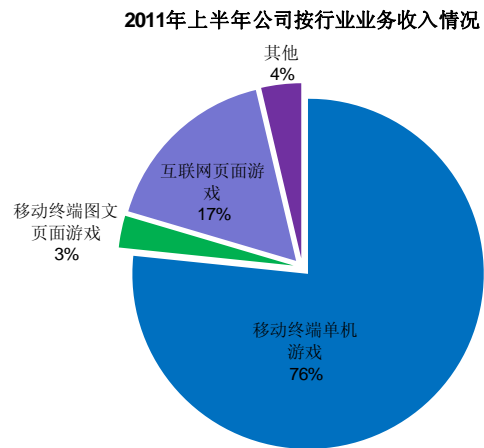
来源: 公司资料、国金证券研究所

- 目前公司收入的主要来源是移动终端单机游戏, 10 年收入占比 84%, 11 年上半年收入占比 76%, 移动终端图文页面游戏和互联网页面游戏也在收入中占有一定比例, 其中互联网页面游戏增速较快, 从 10 年占比 3% 上升到 11 年上半年占比 17%。

图表5: 公司业务占比变化情况



图表6: 11 年公司互联网页面游戏占比提升较快

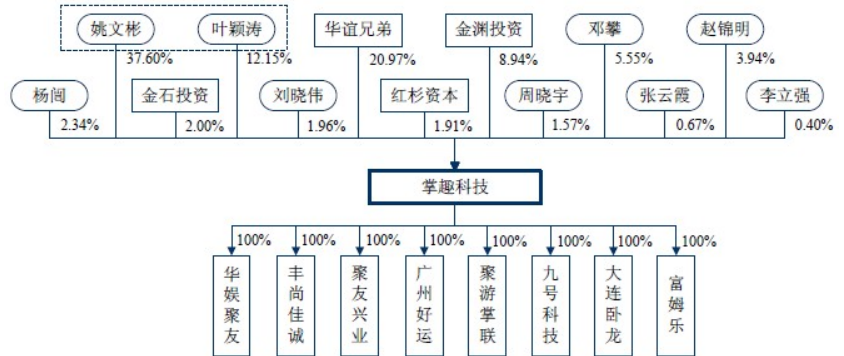


来源: 国金证券研究所

股权结构情况

- 本次发行前公司总股本为 12274.50 万股, 本次发行 4091.50 万股, 发行后总股本为 16366 万股。本次发行前姚文彬、叶颖涛分别持有公司 37.60%、12.15% 的股份, 为公司的控股股东和实际控制人。

图表7: 公司股权结构图

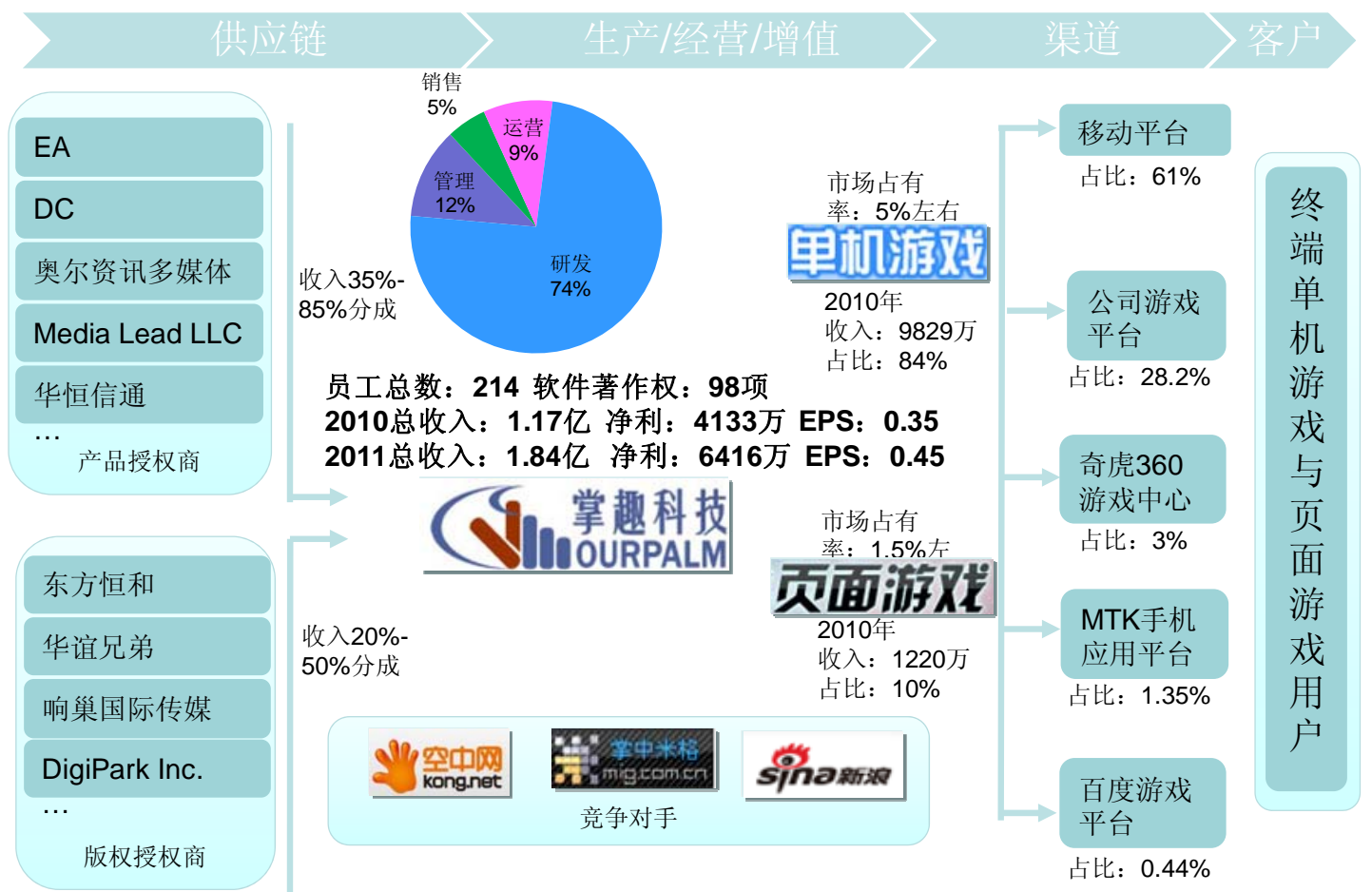


来源: 公司资料、国金证券研究所

公司所处产业链环境

- 由于目前我国的移动终端游戏和互联网页面游戏行业内，游戏开发者的规模普遍较小，独立运营游戏产品的难度较大，因而行业内普遍采用联合运营模式，即游戏开发商、游戏运营商、游戏渠道商等多方合作运营与推广游戏产品的商业模式。
- 移动终端游戏领域内，手机单机游戏业务的盈利模式主要包括游戏套餐收费、游戏下载收费、试玩转激活收费和虚拟道具收费等；手机网络游戏业务的盈利模式主要包括按游戏在线时间计点收费或套餐收费、虚拟道具收费和游戏内置广告收入等。互联网页面游戏业务的盈利模式主要包括虚拟商品收费、套餐收费、页面展示广告收费或游戏内置广告收费等。

图表8：公司生态图



来源：公司资料、国金证券研究所

移动终端游戏和网页游戏市场高速增长

时间碎片化和智能终端普及化是市场增长的源动力

- 科技时代，人们在长时间做毫无目的性的“闲逛”，时间被切碎，一闪而过的小方块式热点逐渐流行，这就是时间碎片化现象。中国移动互联网产业发展较为迅速，已经出现了很多受人们喜爱的应用和服务，尤其是碎片化时代的来临更加促进了移动互联网产业的发展。尼尔森在线研究此次调研数据显示：在使用频率上，56%的用户一天多次移动上网，72%的用户每天至少一次移动上网；而在使用时间上，21%的用户每次移动上网时长超过 1 小时，42%的用户每次移动上网时长超过 30 分钟。移动互联网正在以极快的速度，透过零碎时间的积累，逐渐掠夺传统媒体占据潜在消费者眼球的时间。

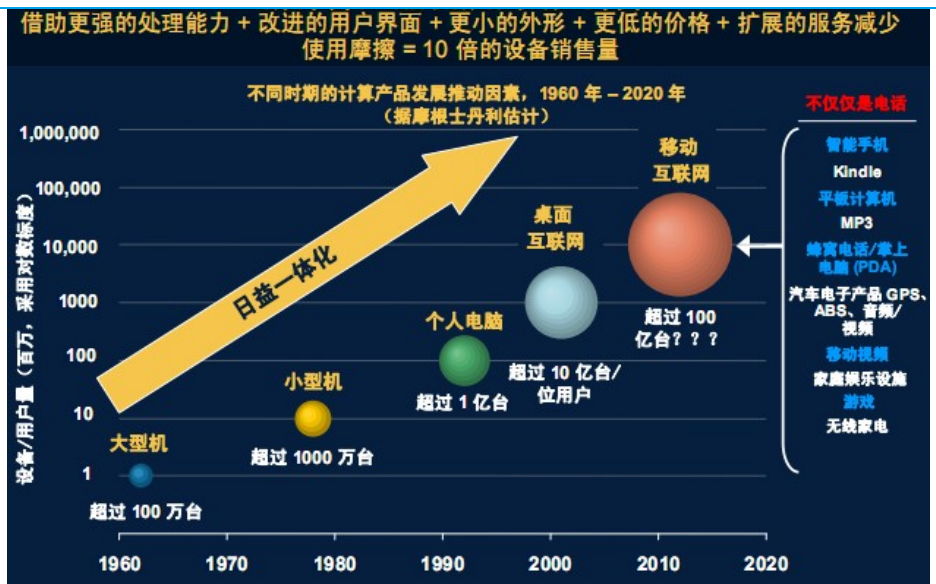
图表9：中国互联网用户各类移动上网的设备选择



来源：CR-Nielsen、国金证券研究所

- 工信部电信研究院 4 月 13 日发布《移动终端白皮书》显示，2011 年我国移动终端总出货量已达 4.55 亿部，其中包括智能手机和平板电脑在内的移动智能终端出货量达 1.1 亿部，超过此前历年移动智能终端出货量总和。
- 对于移动智能终端出货量的井喷式增长，预示着移动互联网产业环境已经成熟，新产业机遇即将到来。移动智能终端出货量的井喷式增长有三大原因：第一，国内 3G 网络建设初步完成，移动互联网用户日益增长，为移动智能终端出货快速增长提供了“硬件环境”支持；第二，终端价格大幅下降，再加上移动运营商的大力度补贴，激发了消费欲望；第三，众多移动互联网应用和新商业模式的出现，培养了用户新的使用习惯，使得越来越多的消费者倾向购买智能移动终端。

图表10: 移动智能终端将成为计算产品的主流



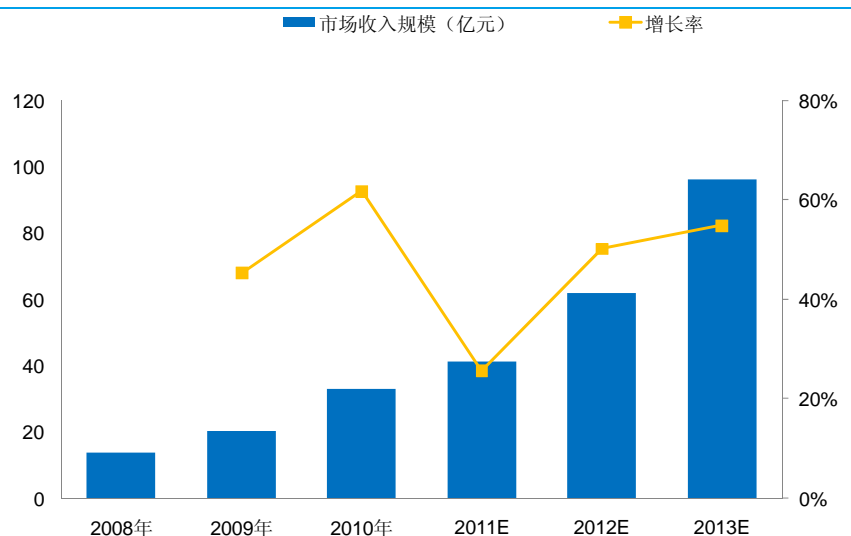
来源: 摩根士丹利移动互联网报告、国金证券研究所

- 移动互联网的兴起不容忽视, 任何可以依托于移动互联网的游戏都获得了更为广阔的发展空间, 这其中包括各类网页游戏、社交游戏和手机游戏; 于此同时, 这些轻游戏更迎合了不同年龄阶段用户的诉求和使用习惯, 从把握用户的碎片时间开始, 逐步培养出用户的习惯, 进而形成黏性和消费。所以, 在移动互联网广阔的平台下, 用户丰富的诉求下, 各类细分领域市场都获得了不错土壤供其发展。

移动终端游戏市场情况

- 国内 3G 业务商用的不断推进、电信运营商对商业模式的拓展与创新、智能移动终端的普及以及手机游戏用户体验的提升等多方面因素促使国内手机游戏市场自 2008 年以来保持着高速发展。
- 根据易观国际的市场研究数据, 2009 年底国内手机游戏用户数已达到 8,883 万人, 2010 年底已达到 13,512 万人, 预计至 2013 年将达到 27,644 万人, 2009 年至 2013 年, 手机用户数的年均复合增长率达到 32.82%。2010 年国内手机游戏市场收入规模达到 32.9 亿元, 至 2013 年将达到 96.0 亿元, 年均复合增长率将达到 42.90%。

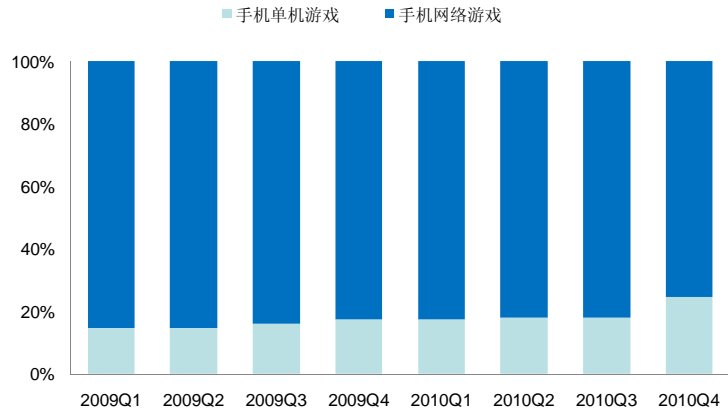
图表11: 2008-2013 年国内手机游戏市场规模



来源: 易观国际、国金证券研究所

- 目前，国内的手机游戏市场仍以单机游戏为主，但手机网络游戏的市场占比已逐步提升。根据易观国际发布的数据显示，截至 2010 年第四季度，国内手机网络游戏业务收入在整体市场中占比已达到 24.59%。

图表12: 我国手机游戏市场业务占比情况

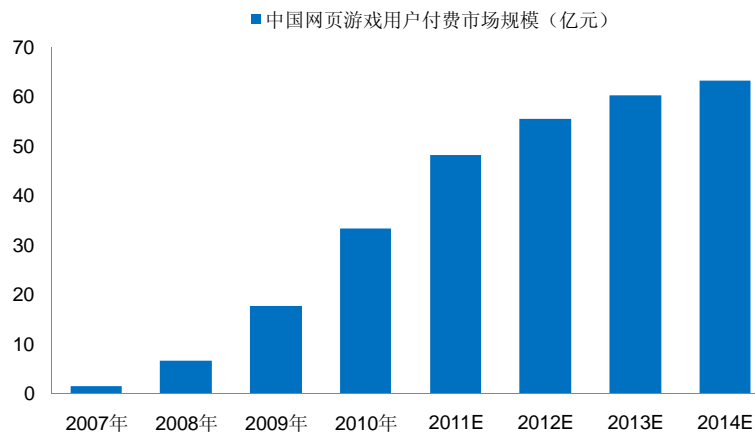


来源：易观国际、国金证券研究所

网页游戏市场情况

- 由于客户端游戏用户处于饱和状态，以 70 后和 80 后为代表的中坚用户群体正在逐渐减少自己的游戏精力，部分用户从客户端游戏转向网页游戏维持自己的游戏娱乐；大批互联网企业都相继进入网页游戏行业，其中以在线视频、社交网络、论坛社区等行业为主，他们利用网页游戏不断挖掘平台用户的消费能力，从而带动的网页游戏市场规模的进一步增长。艾瑞咨询预测 2011 年中国网页游戏市场规模为 48.1 亿元，较 2010 年环比增长 44.9%，相对整个网络游戏市场而言，仍保持着不错的增长率。

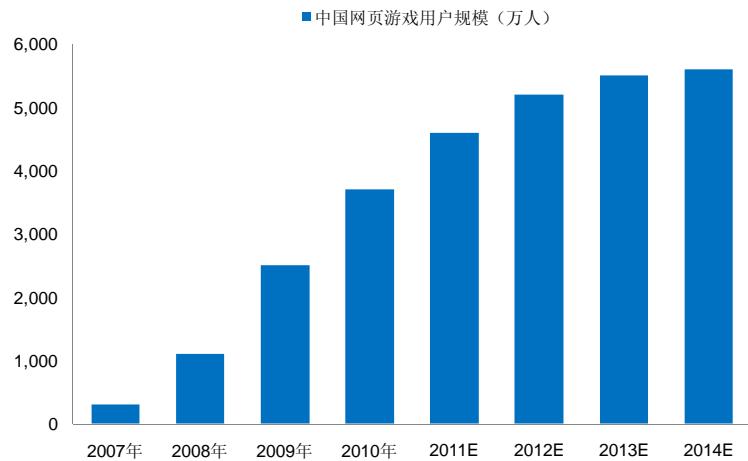
图表13: 中国网页游戏用户付费市场规模



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

- 2011 年中国网页游戏用户规模预估为 4600 万人，较 2010 年环比上升 24.3%。中国网页游戏用户规模增长的主要动力同样来自于客户端游戏用户以及各大互联网平台中用户的转化。从用户属性上来看，目前网页游戏的新近用户大多是受到网络广告强势推广的吸引，属于初级用户，虽然他们拥有不错的消费能力，但是对游戏产品的忠诚度和游戏习惯来说，都还很不稳定，频繁更换游戏和容易流失是他们的特征。

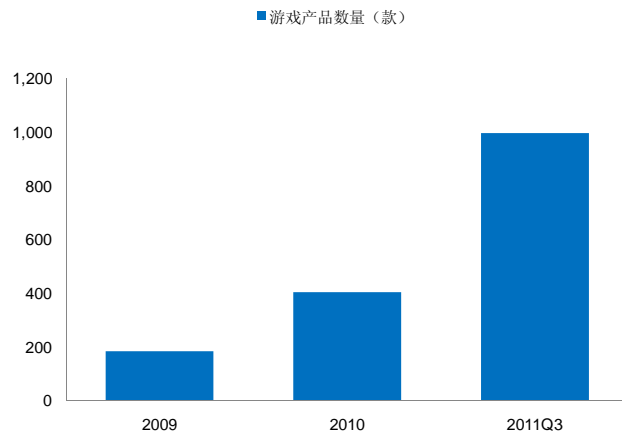
图表14: 中国网页游戏用户规模



来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

- 据艾瑞咨询统计,截止至 2011 年第三季度末,中国网页游戏市场上已经存在 997 款游戏产品,相比 2010 年的 403 款,增长达到 147.4%,而 2009 年,整个市场上只有 183 款产品。网页游戏产品的暴涨,是受到行业整体市场发展利好的刺激。网页游戏研发门槛和成本相对客户端游戏要小很多,中小型研发团队和公司投入产出周期短,形成了这样一个产品的高爆发增长期。如此高的产量加上如此短的研发周期,也导致了目前市场的产品质量层次不齐,游戏品质并未得到充足的保障。网页游戏的产品在迅速增长期之后必将迎来产品淘汰期,光靠做游戏来抢占市场已经不现实,优质的产品才能在大浪淘沙的竞争格局中占有一席之地。未来几年,网页游戏的产品数量不会再以翻番的规模暴增,更小的团队会去从事开放平台应用软件和社交游戏的制作,更大的团队会朝精品化的路线去进行产品研发,而继续速成的产品团队将难以生存。

图表15: 我国游戏产品数量



来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

内容为王、渠道为本，坚持产业链整合策略

靠渠道推动产品，用产品创造价值

- 公司一直非常注重与各大互联网门户网站、WAP 站点、专业游戏网站、移动设备制造商及应用平台开发商之间的紧密合作，报告期内，公司与各类游戏渠道商的合作关系得到不断巩固和加强。2007 年 2 月以来，公司和 UCWeb、3G 门户、空中网、当乐网、腾讯网、捉鱼网等门户网站建立了长期合作关系，并与诺基亚、摩托罗拉、索尼爱立信、三星等手机厂商开展手机门户和游戏预装的紧密合作；2009 年 12 月，公司与 iPhone 应用商店合作上线游戏产品，同月，公司与斯凯网络建立合作关系借助其广泛的终端市场渠道推广公司的游戏产品。同时，公司一直在不断巩固和加强自身游戏平台的建设与推广，公司的“欢畅游戏”和“手游大联盟”平台目前已成为国内较大的手机游戏发布平台。
- 通过各类游戏发布渠道的建立与开拓，公司逐步具备了“一点接入，全网推广”的能力，同时，公司公平公开的合作态度和较高的结算效率，使其在行业内逐步树立起市场公信力，吸引了越来越多的游戏开发商与其合作发布运营游戏产品。随着与合作游戏开发商数量的增多，公司能够通过产品发行管理平台及时发掘市场消费热点和优质产品开发团队，有利于公司进行合理的产品规划和人才引进。目前，公司已经和 650 多家渠道合作伙伴合作推广手机游戏业务，成为国内最重要的手机游戏推广商之一。随着智能手机游戏产业环境的成熟，公司的游戏业务平台及其丰富的游戏运营推广经验在智能手机游戏业务中均能够得到充分利用，其规模化的渠道优势在智能手机游戏运营推广中同样能够得到充分发挥，使得公司能够在智能手机游戏市场中保持领先地位。

图表 16: 公司“欢畅游戏”平台



来源：公司资料、国金证券研究所

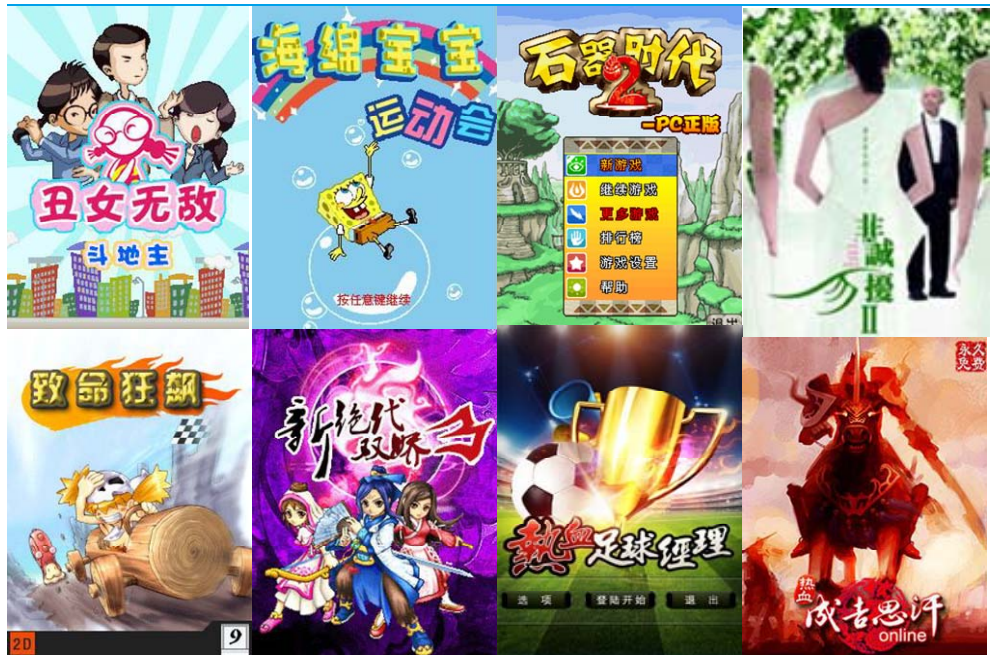
图表 17: 公司“手游大联盟”平台



游戏产品是增收的关键，研发团队是产品的保证

- 公司自主开发的游戏产品类型不断丰富，已涵盖了移动终端游戏、互联网页面游戏与跨平台游戏等，且拥有了多类型的游戏开发引擎和较大规模的游戏开发团队。公司的游戏开发效率及产品质量不断提升，其游戏产品已形成了一定的市场影响力和市场品牌。为了在未来的智能手机游戏市场保持领先地位，公司紧密跟踪和研发 Android 和 iOS 等智能平台上的产品开发技术，目前公司已具备了智能平台优质游戏的开发能力，且已陆续推出了基于上述平台的游戏产品。
- 面对国内移动终端游戏和互联网页面游戏市场快速发展的良好机遇，公司不断增强的游戏产品开发能力将提升公司综合实力和整体盈利水平，巩固和进一步提高公司的行业竞争地位。

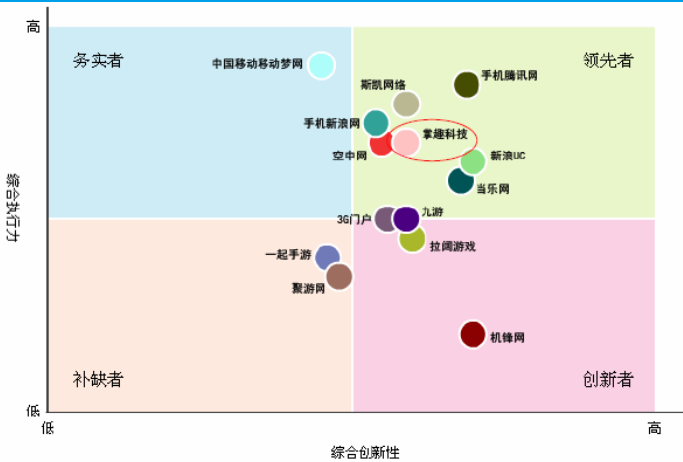
图表18: 公司自主研发热门游戏



来源: 公司资料、国金证券研究所

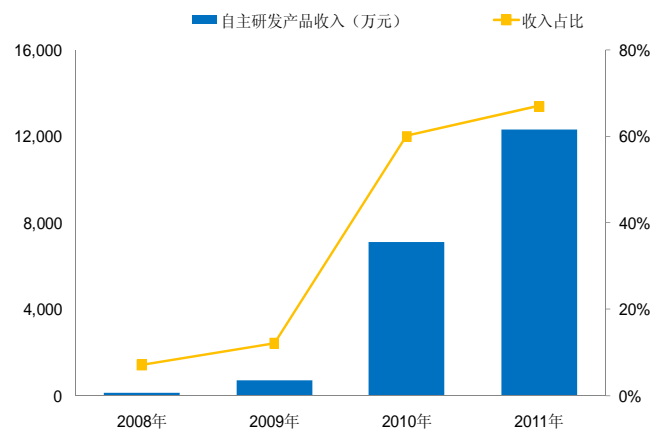
- 另外, 公司意识到自主研发能力的提升有助于提升毛利率, 因此公司在国内同行业中相对而言更加注重提升自主研发能力, 不断增加自有产品运营数量的。

图表19: 公司所处行业地位



来源: 公司资料、国金证券研究所

图表20: 近年来自主研发产品收入情况



善于进行产业链整合

- 公司能够紧密结合市场发展趋势和自身特点, 通过资本运作有效整合产业资源, 从而优化公司的业务结构, 增强公司的市场竞争力。在引入优质版权资源方面, 公司引入了国内具有影响力的影视公司华谊兄弟作为股东, 与其达成战略合作关系, 为公司开发高质量的版权类游戏产品奠定了坚实的基础。
- 在拓展游戏开发业务方面, 公司自 2009 年 9 月以来, 先后收购了九号科技、大连卧龙、富姆乐三家技术实力较强的游戏开发商, 充实了公司在多类游戏产品上的自主研发能力。其中, 九号科技具备丰富的动作类与益智类手机单机游戏开发经验, 先后为公司开发了《格斗三国》、《海绵宝宝运动会》和《石器时代 2》等多款游戏产品; 大连卧龙在单机游戏移植、MTK 平台游戏开发方面具有丰富的经验, 并拥有自主研发的 OnAir 跨平台

游戏开发引擎等关键技术，先后为公司开发了《冠军足球》、《热血成吉思汗》等跨平台游戏产品；富姆乐在体育类模拟经营互联网页面开发方面具有深厚的技术实力，并拥有自主研发的比赛对抗模拟引擎和网页游戏研发通用平台等关键技术，目前已利用相关技术推出了《足球经理世界》、《篮球经理世界》等网页游戏产品。

图表21: 收购子公司详细介绍

公司名称	业务分工和业务定位	主要收入来源	产品来源
掌趣科技	与电信运营商合作销售手机游戏及游戏周边产品业务，发行推广和运营互联网页面游戏、移动终端图文页面游戏和移动终端网络游戏	套餐收费、下载收费、试玩转激活收费、虚拟道具收费等	自主开发、一次性买断授权、联合运营授权
华娱聚友	与电信运营商合作销售手机游戏及游戏周边产品业务	下载收费、试玩转激活收费、虚拟道具收费等	自主开发、一次性买断授权、联合运营授权
丰尚佳诚	与电信运营商合作销售手机游戏及游戏周边产品业务	套餐收费、下载收费、试玩转激活收费、虚拟道具收费等	自主开发、一次性买断授权、联合运营授权
聚友兴业	手机单机游戏推广与游戏门户业务	收取游戏产品的推广服务费用等	一次性买断授权、联合运营授权
广州好运	与电信运营商合作销售手机游戏及游戏周边产品的业务	下载收费、试玩转激活收费、虚拟道具收费等	一次性买断授权
九号科技	手机单机游戏产品开发	销售自研游戏产品获得买断或分成收入	自主开发
聚游掌联	手机单机游戏与手机网络游戏的推广业务	收取游戏产品的推广服务费用等	联合运营授权
大连卧龙	互联网页面游戏、手机跨平台网络游戏产品开发	销售自研游戏产品获得买断、移植或分成收入	自主开发
富姆乐	互联网页面游戏开发	销售自研游戏产品获得买断或分成收入	自主开发

来源：公司资料、国金证券研究所

募投项目介绍及未来战略

募投项目分析

- 公司本次拟公开发行 4091.50 万股，计划募集资金 2 亿元用于移动终端的单机游戏、联网游戏，互联网页面游戏和跨平台游戏社区门户项目的开发。

图表22: 公司募投项目简介

项目名称	投资总额（万元）
移动终端单机游戏产品开发项目	5,242.35
移动终端联网游戏产品开发项目	5,910.43
互联网页面游戏产品开发项目	5,965.99
跨平台游戏社区门户项目	2,896.50
其他与主营业务相关的营运资金	

来源：公司资料、国金证券研究所

- 公司本次募集资金投资项目顺应游戏市场发展趋势，围绕公司主营业务进行，对公司抓住市场机遇实现发展战略具有重大意义。

公司未来战略

- 公司总体发展战略是以“品牌渠道为本、服务内容为王”为宗旨，自主研发跨平台的移动终端游戏和互联网页面游戏，结合热点娱乐、影视版权营销资源，联合国内外精品游戏开发商，通过多层次、多方位的发行渠道，提升精细化运营水平和服务，打造卓越管理团队，发展成为领先的、跨平台的移动终端游戏、互联网页面游戏的开发商、发行商和运营商。

图表23: 公司未来三年发展目标



来源：公司资料、国金证券研究所

估值与定价

相对估值

- 我们采用相对估值法对公司进行分析，预测公司 2012—2014 年的 EPS 为 0.51 元、0.76 元和 1.14 元，选取行业可比公司进行比较，并综合考虑公司的盈利能力、成长性以及同行业相关公司的估值情况，我们认为给予掌趣科技 12 年市盈率 27-32 倍较为合理，据此我们认为公司的目标价在 13.75 元—16.50 元。

图表24：国内可比公司估值情况

名称	最新收盘价 (元)	EPS		PE	
		11	12E	11	12E
中青宝	10.32	0.14	0.56	73.71	18.43
北纬通信	17.13	0.10	0.41	171.30	41.78
拓维信息	17.07	0.32	0.72	53.34	23.71
平均				63.53	27.97

来源：公司年报、东方新财富、国金证券研究所（剔除北纬通信 11 年异常值）

风险提示

- 游戏运营平台依赖于中国移动的风险。公司通过中国移动百宝箱业务平台和 G+ 游戏业务平台确认的收入规模占公司同期营业收入较高，公司的游戏运营平台对中国移动存在一定依赖。
- 人才引进和流失风险。随着公司规模的不不断扩大，如果企业文化、考核和激励机制、约束机制不能满足公司发展的需要，将使公司难以吸引和稳定核心人员，降低公司竞争力，不利于公司长期稳定发展。
- 产品开发风险。如果公司开发的游戏产品不能满足用户的兴趣爱好或者不能利用先进技术丰富、优化和提升公司产品，以应对行业变化和游戏玩家的兴趣转移，同时抓住由这些变化而带来的商机，将会使公司在产品竞争中处于不利地位。
- 创业板整体估值下滑风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	59	117	184	306	513	733
增长率		99.2%	56.5%	66.4%	68.1%	42.8%
主营业务成本	-33	-47	-86	-121	-203	-290
% 销售收入	55.7%	40.4%	47.0%	39.5%	39.5%	39.6%
毛利	26	70	97	185	311	443
% 销售收入	44.3%	59.6%	53.0%	60.5%	60.5%	60.4%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-9	-15	-23
% 销售收入	2.8%	3.1%	3.2%	3.0%	3.0%	3.1%
营业费用	-2	-3	-4	-6	-10	-16
% 销售收入	3.2%	2.2%	2.1%	1.9%	2.0%	2.2%
管理费用	-6	-20	-27	-34	-56	-88
% 销售收入	10.3%	16.7%	14.6%	11.0%	11.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	16	44	61	136	228	316
% 销售收入	27.9%	37.6%	33.1%	44.6%	44.5%	43.1%
财务费用	0	0	2	-42	-87	-103
% 销售收入	-0.1%	-0.2%	-1.0%	13.8%	16.9%	14.0%
资产减值损失	0	1	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	16	45	63	93	141	213
营业利润率	27.2%	38.2%	34.1%	30.6%	27.5%	29.1%
营业外收支	1	1	1	2	2	2
税前利润	17	45	64	95	143	215
利润率	28.1%	38.6%	34.9%	31.2%	27.9%	29.4%
所得税	-2	-5	-8	-12	-19	-28
所得税率	12.7%	11.6%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	14	40	56	83	125	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净:	14	40	56	83	125	187
净利率	24.5%	34.2%	30.3%	27.2%	24.3%	25.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	14	41	56	83	125	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	0	1	35	61	76
非经营收益	1	-1	0	50	104	121
营运资金变动	0	2	-2	-29	-31	-32
经营活动现金净流	15	42	55	138	259	352
资本开支	0	-2	-83	-886	-107	-708
投资	-2	261	20	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-3	258	-63	-887	-107	-708
股权募资	0	93	0	0	-5	0
债权募资	0	0	0	1,600	26	478
其他	0	0	-1	-53	-106	-123
筹资活动现金净流	0	93	-1	1,548	-85	356
现金净流量	13	393	-10	799	67	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	14	135	101	900	967	967
应收款项	25	16	25	95	159	227
存货	0	0	0	36	61	87
其他流动资产	0	0	6	14	22	31
流动资产	39	152	132	1,045	1,209	1,312
% 总资产	78.1%	85.7%	83.3%	52.1%	54.5%	44.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1	0	0	947	989	1,617
% 总资产	1.5%	0.0%	0.0%	47.2%	44.6%	54.7%
无形资产	10	25	27	10	18	24
非流动资产	11	25	27	961	1,009	1,643
% 总资产	21.9%	14.3%	16.7%	47.9%	45.5%	55.6%
资产总计	50	177	159	2,006	2,219	2,956
短期借款	0	0	0	1,600	1,627	2,104
应付款项	10	10	14	95	160	229
其他流动负债	3	2	1	4	6	9
流动负债	13	12	15	1,699	1,792	2,341
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	13	12	15	1,699	1,792	2,342
普通股股东权益	37	168	224	307	426	613
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	50	180	239	2,006	2,219	2,956

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.445	0.327	0.453	0.507	0.762	1.144
每股净资产	3.686	1.370	1.824	2.500	3.471	4.997
每股经营现金净流	1.541	0.342	0.445	1.128	2.111	2.872
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	39.21%	23.83%	24.84%	27.05%	29.25%	30.53%
总资产收益率	28.84%	22.29%	23.29%	4.14%	5.62%	6.33%
投入资本收益率	38.91%	23.16%	23.60%	6.22%	9.68%	10.12%
增长率						
主营业务收入增长率	281.88%	99.18%	56.55%	66.35%	68.05%	42.79%
EBIT增长率	705.09%	168.03%	38.18%	123.87%	67.58%	38.47%
净利润增长率	456.85%	177.29%	38.73%	49.32%	50.12%	50.22%
总资产增长率	93.81%	258.83%	32.75%	1162.86%	10.61%	33.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.6	37.9	38.7	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	0.4	0.3	#DIV/0!	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	41.6	33.6	25.6	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	4.8	#DIV/0!	#DIV/0!	1,011.2	489.3	555.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.58%	-80.22%	-45.05%	228.17%	154.79%	185.49%
EBIT利息保障倍数	-404.7	-226.5	-33.5	3.2	2.6	3.1
资产负债率	26.46%	6.49%	6.23%	84.70%	80.79%	79.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B