



渠道是公司最大的优势

买入 首次

目标价格：暂无

投资要点：

- 公司手游业务的优势主要在渠道资源；
- 2014年行业有望翻番增长，后期有多款游戏上线；
- 王巍总的离职对公司整体影响不大；

我们调研了北纬通信，相关内容如下：

- **公司手游业务的优势主要在渠道资源：**公司目前推广的渠道有200-300家，包括广告、微博和微信等等，大的渠道包括91、UC、当乐、小米、优化大师、杭州掌盟应用市场等等，这些相当于三分之一的渠道，还有三分之一是腾讯，剩下的三分之一是运营商的市场。运营商比如沃商城等，预期下半年开始发力平台。我们认为：公司前期通过SP等早期的手机增值业务积累了广泛的渠道资源和增值业务推广经验，这些都有助于公司成长为一流的手机游戏推广平台，在游戏选择谈判和推广方面有一定的优势。
- **2014年行业有望翻番增长，后期有多款游戏上线：**从整个市场来看，手游去年大概38亿规模，今年能过100亿，明年达到200亿是行业确认的增长速度。妖姬三国会在11月全渠道推，高峰期应该在明年一季度，因为收入确认的原因，贡献给2013年收入的将会是十、十一月份和收入；猎魂是大的3D游戏，国内受限于网络和硬件环境，海外应用会好一些，推广策略会先海外再国内，快的话12月下旬能到国内；另外还有自己的研发产品风险创奇，三国志等会上ios版本。
- **王巍总的离职对公司整体影响不大：**王巍对蜂巢的成长影响很大，但是公司目前是靠合同存续的，个人也许会带走一些业务关系，公司会有一些重置成本。但目前业绩主要靠拼一两款产品，明年下半年会拼产品的数量和质量。王巍离开后希望做海外市场，公司也会有很开放的态度，毕竟手游市场的规模很大，总会有人来做的。继任者已确定。
- **盈利预测及评级。**我们预计公司2013到2015年的EPS分别为0.61元、0.79元和0.97元，首次给予评级为“买入”。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	238.42	225.15	286.66	375.01	467.48
增长率(%)	5.56	-5.57	27.32%	30.82%	24.66%
归母净利润(百万)	11.66	45.83	69.57	90.02	110.33
增长率(%)	-75.52	293.11	51.81%	29.39%	22.56%
每股收益	0.10	0.40	0.614	0.794	0.973
市盈率	497.15	126.47	65.92	50.94	41.56

通信行业研究组

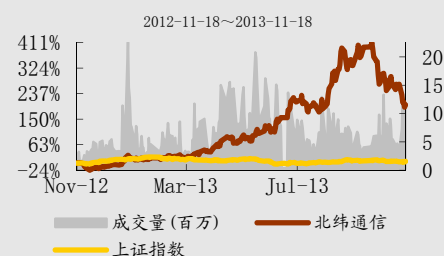
分析师：

胡颖(S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



相关研究

4G 投资专题研究

2013-11-5

中兴通讯：全年扭亏为盈无压力

2013-10-31

“宽带中国”战略及实施方案点评

2013-8-20

调研记录

1、目前大掌门和妖姬三国游戏的收入情况？

目前大掌门和妖姬三国大概是五五分成，年底有望达到四六分成。妖姬三国 8 月 13 日推的 android 版本，9 月份上了 ios 版本，10 月份推到了第 9 位，下一周还会再冲。

从未来游戏的趋势来说，游戏的制作成本会不太高但是推广成本会比较高。在游戏推广的时候公司会比较好控制成本，投入 10 万的推广费用，能看到相应的收入，那这个推广就是能赚钱的。

公司目前推广的渠道有 200-300 家，包括广告、微博和微信等等，大的渠道包括 91、UC、当乐、小米、优化大师、杭州掌盟应用市场等等，这些相当于三分之一的渠道，还有三分之一是腾讯，剩下的三分之一是运营商的市场。运营商比如沃商城等，预期下半年开始发力平台。

我们认为：公司前期通过 SP 等早期的手机增值业务积累了广泛的渠道资源和增值业务推广经验，这些都有助于公司成长为一流的手机游戏推广平台，在游戏选择谈判和推广方面有一定的优势。

2、公司的猎魂推的节奏如何？

猎魂因为是比较大的 3D 游戏，硬核游戏海外的应用会好一些，国内受限于网络 and 硬件环境，所以目前来说，推广策略会先海外再国内，快的话 12 月下旬能到国内。

海外的话也会和当地的渠道去合作，比如 facebook 上要推，但海外市场比较复杂，因为不同市场不同渠道，目前海外市场昆仑做的最好。海外市场比较好的就是不做假比较公平。时空恋人韩国 400 万美元的每月收入，目前国内还不多，公司会在国际化过程中先走一步，用一款产品来冲一下市场试试。

无法预计现在每款游戏的预期收入，公司希望能做到千万级但是能否做到还不知道。当初对于大掌门的 game 判断，期初一个月是 200-300 万元，但是 6 月份就到了 500 万，而年底已经到了 1000 万了。

3、公司和游戏制作商的分成情况如何？

可以说三三四，也可以说三三三，毕竟还有一部分坏账。渠道竞争很激烈，也不会像网游产品一样，给一八的分成，太少分成给游戏生产商，结果就是后期不会再有人去做网页游戏了。游戏只要产品好，渠道会愿意支付费用，有些游戏甚至是需要预付费的，如果没推到某个位置，每个月还要收一些费用。话语权是动态的，只要你能赚钱，否则做 20 个还不如做 1 个呢。

但是海量的 cp，渠道却是有限的，如果一个星期不行就会被撤掉，毕竟游戏是靠产品说话的，不是和渠道关系好就行。有时候代理商也会拿很多的广告位，推自己要推的 CP。

3、蜂巢和王巍总的关系？

蜂巢长大王巍的影响很大，但是公司目前是靠合同存续的，个人也许会带走一些业务关系，公司需要一些重置成本。公司实质上三季度的情况不是很好，当时王巍还在，其实，和人是没有什么关系的。公司业绩目前主要靠拼一两款产品，明年下半年会拼产品的数量和质量。

王巍总以前在公司单机游戏部门，后来因为做手机网游才调他过来，他本身在公司呆的时间不是很长。另外，蜂巢在公司内部是一个事业部级的，不是公司的高管也不是董事会任命的，主管的公司的副总和总裁。

王巍走之后，希望做海外市场。和公司的冲突不存在，公司也会有很开放的态度，毕竟手游市场的规模很大，总会有人来做的，而且现在王巍总的继任者已经确定了。

从整个市场来看，手游去年大概 38 亿规模，今年能过 100 亿，明年达到 200 亿是行业确认的增长速度。

游戏的选择具有偶然性，大掌门是公司第二款投资的产品，也还会有许多不成功的产品，什么首日留存率等等指标，大家不要纠结于数据，因为数据的有取样的，主要还是要看放到市场上的付费率和 arpu 值，还要再没有自营销的情况下，但是现在也没有这个环境。

4、大掌门被掌趣收购会怎么办？

目前来看玩蟹还不是掌趣的子公司，即使是子公司也不会干涉到正常的运营。游戏公司一般收购方不会参与管理，仅仅是利润分成，通过收购对赌利润，掌趣科技要的也就是 13 年到 16 年的利润。目前大掌门已经到了运营的成熟期，后期会推一个巅峰版，可能延续到明年的中期或者明年下半年。

正常游戏的生命周期大概是 18-24 个月，如果有知识产权的游戏，生命周期就会长一些。大掌门的话，产品人物有个性，人物有代入感，所以生命周期有望延续到明年年底，而他的生命高峰期是今年 6 月份，全渠道的收入情况大概是 android1600 万，ios2000 万收入，腾讯和海外大概几百万的收入。现在的收入大概是 2kw 多一点。如果巅峰版推出来还能延续。

5、妖姬三国的情况如何？

妖姬三国大概会在 11 月全渠道推，高峰期应该在明年一季度会达到巅峰。投入期的时候公司的股权占比大概是 45%，后续随收入规模上千万，再加上团队进入，现在不到 20%。

除了研发，推广是正常的营销，营销单月费用进入成本。

妖姬三国在 android 上推的时候证明是挣钱的，所以才不断推，营销费用每个月都摊销了。这个月的话 1k 多，但是具体还不确定，android 版和 ios 版基本上差不多，现在 android 版先推，到 1 月份持平，ios 可能会多一点。

他已经做了融资，其中兴业投资投入了 2kw，对赌明年 4kw 的利润，到时候只能拿到 9% 的股份，公司目前的估值在 3 亿左右。公司希望能达到 3kw 的月收入，但是会比大掌门差一些，大掌门 7 个月才到巅峰。

6、公司明年的游戏推广情况？

全年的推广，猎魂会稍微推得慢一些，先海外，再国内，再 ios 版；另外还有自己的研发产品风险创奇，还有三国志会上 ios，以前 ios 上没有产品，现在会立马 4-5 款。

7、公司未来对游戏部门的规划？

公司游戏研发未来将从 100 人扩展到 400 人，大概从现在的 8 个项目扩大到 30 个人

一个项目，游戏主要靠量取胜，公司再融资做这么多团队，覆盖面广，还是有可能找到好游戏的。增发之后再去做会做并购，比如杭州掌盟，以前有的妖姬三国，还会有一款产品叫金瓶梅，如果收入做得好，公司也会收购过来将杭州掌盟收成全资子公司，妖姬三国也会收过来。

渠道现在还比较便宜，但是渠道能延续下去，渠道的持久性比内容强多了，内容只有三年，现在装机量大概是 4k-5kw，每年新装 2kw。

运营商也是公司明年的推广重点。

8、公司的移动转售业务将如何开展？

移动转售业务是通过和一家运营商谈判，然后在工信部拿移动转售的牌照，拿到牌照之后，三家运营商都可以合作。公司目前有 wifi 通和 wifipoto，未来会做一个产品。这些都是渠道，但是还没做大，是移动互联网的如何。

公司拿到移动转售的牌照之后将会大力推 wifi 通，现在推的话有问题，目前同类的电信级的服务很多，拿到牌照之后公司的产品会有竞争优势。公司目前在很多地方做了试点，wifi 业务还是很有用户的，但是运营商的 wifi 业务目前都没有很好的开展。对于这项业务公司明年没有预期，但现在运营合同三家都已经签好了。

9、视频业务进展如何？

视频业务只是和央视以及中国移动合作的一个视频基地的项目，未来不是公司发展的重点。

10、公司未来是否有什么好的游戏？

游戏市场三方博弈：运营、内容和渠道，从下半年的情况来看，代理商还是有非常大的作用，能把新游戏推广到前十位。一般来说，顶级游戏推到一定程度之后，只有腾讯能将它打下来。公司希望能代理到有潜力的游戏，精品能更多一些，这样也能落实到业绩上。明年一季度会有一些产品的推出，代理会做，未来自研也会投入大。自研规模希望做到 200-300 人，7 个人一个标配，通过 4-8 个月或者 6-10 个月研发一款游戏，未来最牛的游戏是小团队，这是手游和端游的最大区别，未来手机屏幕大一些之后，也许人员会多一些，但游戏需要用心来做的。游戏团队的最大投入就是人员工资。

11、公司这两年业绩情况？

传统业务会维持 3k-4kw 的利润，稳中有降，明年大概整体下降在 10% 左右，今年大幅度下滑的主要原因是彩铃业务因为从分省合作集中到运营基地，这样运营商可以直接和滚石等唱片公司合作，公司分省谈判的优势没有，所以彩铃业务下降比较大。

猎魂和妖姬三国对今年的业绩贡献不大，猎魂的收入高峰要到一季度末。四季度主要是靠大掌门和妖姬，因为收入确认的原因，妖姬三国十月和十一月的收入才确认在 2013 年，明年一季度业绩会好一些。

一般来说，android 的用户比 ios 多，因为妖姬三国是公司控股，所以利润率也会要高一些。Ios 是妖姬三国自己的渠道在推。但是品牌推广费用平均分摊。猎魂会在明年 1 季度推国内市场。

12、行业的风险点在哪里？

行业风险有可能会在 2015 年爆炸，到时候收购的公司干了三年之后走人，股本又比较大，行业有可能会要崩盘。手机游戏的进入门槛很低，低投入高产品，都是创意赚钱，现在做游戏的来了一批高学历高素质的，智力层次有较大的提高。最大成本在美术，国内美术和国际比差很远，现在很多外包请日韩的人来画美术。

表 1: 财务报表预测

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	238.42	225.15	286.66	375.01	经营性现金净流量	28.82	41.89	87.01	53.04
减: 营业成本	136.81	124.84	132.15	174.12	投资性现金净流量	-32.60	-83.67	4.00	4.00
营业税金附加	6.67	4.85	10.03	13.13	筹资性现金净流量	-11.67	-3.29	-28.73	-38.00
营业费用	19.01	18.33	27.23	35.63	现金流量净额	-15.45	-45.06	62.28	19.05
管理费用	67.88	40.43	38.70	48.75	财务指标汇总				
财务费用	-2.99	-3.10	-3.42	-4.14	毛利率	0.43	0.45	0.54	0.54
资产减值损失	1.77	1.00	0.00	0.00	三费/销售收入	0.35	0.25	0.22	0.21
加: 投资收益	7.39	3.98	0.00	0.00	EBIT/销售收入	0.06	0.20	0.28	0.28
公允价值变动损	0.00	0.00	4.00	4.00	EBITDA/销售收	0.08	0.22	0.35	0.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.05	0.20	0.24	0.24
营业利润	16.66	42.78	85.97	111.53	ROE	0.03	0.09	0.13	0.16
加: 其他非经	-0.07	6.18	0.00	0.00	ROA	0.03	0.09	0.15	0.18
利润总额	16.59	48.96	85.97	111.53	ROIC	0.07	0.21	0.23	0.34
减: 所得税	4.93	3.13	16.39	21.51	销售收入增长率	0.06	-0.06	0.27	0.31
净利润	11.66	45.83	69.57	90.02	EBIT 增长率	-0.73	2.38	0.75	0.31
减: 少股损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.67	1.72	1.03	0.25
归母公净利润	11.66	45.83	69.57	90.02	净利润增长率	-0.76	2.93	0.52	0.29
资产负债表					总资产增长率	0.07	0.10	0.06	0.09
货币资金	279.70	232.04	294.32	313.36	股东权益增长率	0.07	0.09	0.07	0.08
应收预付款项	62.04	69.72	58.52	108.91	资产负债率	0.01	0.02	0.01	0.02
存货	0.24	0.36	0.80	0.73	投资资本/总资	0.38	0.53	0.45	0.46
其他流动资产	1.10	2.18	2.18	2.18	带息债务/总负	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	23.98	23.09	23.09	23.09	流动比率	52.13	31.59	59.89	43.18
投资性房地产	3.89	3.78	3.28	2.78	速动比率	51.93	31.32	59.38	42.88
固资和在建	82.03	167.45	147.73	128.02	总资产周转率	0.52	0.44	0.53	0.64
无资产和开发	8.12	7.96	7.89	7.82	固定资产周转率	5.08	4.83	1.94	2.93
其他非流资产	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	4.43	3.76	6.32	4.06
资产总计	461.09	506.57	537.80	586.90	存货周转率	565.30	342.70	164.97	237.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	13.57	45.81	80.04	104.69
应付预收款项	3.33	5.39	1.70	5.60	EBITDA	18.19	49.45	100.33	124.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	9.15	37.90	60.84	80.55
其他负债	3.25	4.25	4.25	4.25	净利润	11.66	45.83	69.57	90.02
负债合计	6.58	9.63	5.94	9.85	EPS	0.10	0.40	0.61	0.79
股本	113.40	113.40	113.40	113.40	BPS	4.01	4.38	4.69	5.09
资本公积	163.59	163.59	163.59	163.59	PE	393.36	100.06	65.92	50.94
留存收益	177.52	219.95	254.87	300.06	PEG	4.03	2.94	N/A	N/A
归属母公司	454.51	496.94	531.86	577.05	PB	10.09	9.23	8.62	7.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	317.58	95.10	53.65	40.85
股东权益合计	454.51	496.94	531.86	577.05	EV/EBITDA	236.84	88.09	42.80	34.22
负债和权益合	461.09	506.57	537.80	586.90	ROIC-WACC	0.07	0.21	0.23	0.34

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

胡颖: 宏源证券研究所软件与计算机行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所, 2012 年获汤森路透 StarMine 全球卖方分析师评选“中国大陆及香港地区”软件及 IT 服务业“最佳行业选股”。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。