

女性手游优质龙头企业

强烈推荐 (首次)

2015 年 7 月 10 日

分析师 沈彦杰

执业资格证书号码: S0600514060001

0512-62938650

shenyj@dwzq.com.cn

研究助理 桑月

执业资格证书号码: S0600114070002

0512-62938261

sangy@dwzq.com.cn

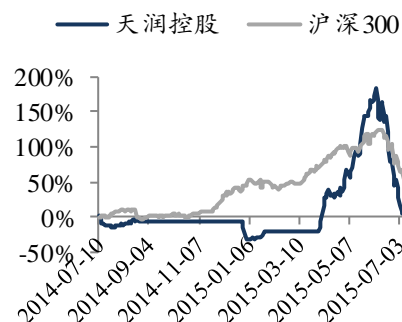
盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	16.8	130.5	187.5	272.8
同比 (%)	-43.1%	677.4%	43.6%	45.5%
净利润 (百万元)	0.64	65.26	97.57	146.04
同比 (%)	-80.2	10076.8%	49.5%	49.7%
毛利率 (%)	55.0%	94.0%	95.5%	96.5%
ROE (%)	0.7%	41.9%	52.2%	62.7%
每股收益 (元)	0.01	0.35	0.52	0.77
P/E	3485.86	54.57	36.50	24.38
P/B	23.63	22.87	19.07	15.29

投资要点

- **女性手游市场, 蓝海中的蓝海:** 手游行业增速仍然保持在 86% 的高增速。女性和男性玩家对手游选择差异巨大, 很难有一款手游同时满足男女玩家的游戏需求。各项数据都显示女性玩家数量和潜在消费能力不低于男性玩家。但是游戏市场上优质女性游戏寥寥无几。单女性玩家的消费比能力在逐年上升。
- **点点乐: 优秀女性手游研发公司:** 因为男女性玩家对游戏的下载选择, 游戏体验追求, 画面爱好、付费习惯和用户留存上存在很大的差异。开发壁垒较高。公司团队在女性游戏领域有丰富的研发和发行经验。公司前期大作《恋舞 OL》的用户留存和 ARPU 值都领先业内龙头友商。
- **明星和音乐的 IP 接入可期:** 《恋舞 OL》的音乐属性是别的类别的游戏不具备的。公司最近和偶像团体的合作试水。未来流量互倒和创新变现值得期待。
- **强大的海外发行能力和新游戏有望推出公司收入有望井喷式增长:** 公司通过《恋舞 OL》登陆各个海外市场(台湾、泰国、马来西亚、印尼、新加坡、巴西、香港)并取得优异成绩和发行经验。根据公司开发周期我们预计最近会有新游戏发行。公司强大的全球发行能力和优质的游戏开发能力使得公司业绩可能出现井喷增长。
- **足够的安全边际和大概率超预期的表现:** 在不考虑新游戏落地的情况下我们预测公司 2015-2017EPS 为: 0.35/0.52/0.77, 对应估值 55/37/24 倍。估值在同行业内较低, 考虑到: 新游戏、海外发行和明星音乐互动的收入有超预期的可能。我们给予强烈推荐评级。
- **风险提示:** 海外收入占比提高带来的汇兑风险, 《恋舞 OL》收入不达预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	18.88
一年最低价/最高价	11.82 / 52.08
市净率	4.0
流通A股市值 (百万元)	2235.3

基础数据

每股净资产 (元)	0.80
资产负债率 (%)	31.24
总股本 (百万股)	118.40
三板A股 (百万股)	29.35

目录

1. 公司情况简介	2
1.1. 股权结构	4
1.2. 主营业务分析	4
1.2.1. 原主营业务介绍	4
1.2.2. 点点乐介绍	6
1.2.3. 收入和利润情况	6
2. 网络游戏增速可观，移动端游戏增速尤为耀眼	7
2.1. 网络戏行业规模已达 1108 亿，三年增速超 20%	7
2.2. 移动端游戏行业增速连年超 50%，市场规模已达 276 亿	7
3. 我国女性移动游戏玩家比例不断增长，有望超越男性玩家	8
3.1. 海外市场女性玩家比例不断攀升	8
3.1.1. 北美女性移动游戏玩家比例已超男性	9
3.1.2. 我国女性玩家也对移动游戏情有独钟，女性占比达到 40%	10
3.1.3. 新增手游玩家中女性玩家比例已经高于男性，女性玩家比率将持续提高，并有望超过男性	10
4. 被忽视的女性玩家市场	11
4.1. 泾渭分明的男女玩家市场	11
4.1.1. 不同的游戏诉求：女性偏爱通关、养成，男性偏爱 PK、组队	11
4.1.2. 男女玩家有不同的游戏爱好类别，和不同游戏强度偏好	11
4.2. 女性游戏稀缺	12
4.3. 女性用户潜力更大，蓝海中的蓝海	12
4.3.1. 北美女性玩家付费率、游戏时间和留存度均超越男性玩家	13
4.3.2. 日本女性玩家活跃度也大于男性玩家	13
4.3.3. 我国女性玩家付费比率或高于男性玩家，月付费额有望提升	13
5. 点点乐：女性游戏市场的元老级翘楚	14
5.1. 长寿命周期的优质女性游戏	14
5.1.1. 女性化的游戏体验和游戏设计	16
5.2. 女性游戏的天然壁垒，和公司多年的精耕积累	16
5.2.1. 男女玩家在选在下载游戏时就有很大的偏好差异	16
5.2.2. 男女玩家在传统的四大维度上比男性玩家更挑剔	17
5.2.3. 女性玩家和男性玩家对画风的要求差别很大	17
5.2.4. 女性玩家和男性玩家有着不同的付费点	18
5.2.5. 女性玩家和男性玩家在留存上也有着不同的要求	18
5.2.6. 资历最老、质量最优的女性游戏的团队之一	19
5.3. 变现渠道有望进一步开发	19
5.3.1. 音乐类手游的特殊性	19
5.3.2. 养成类游戏的周边化	19
5.4. 游戏的歌舞属性使得其和明星的深度合作成为可能	19
5.5. 丰富的海外发行经验，将有利于新老游戏的扩张	20
5.6. 公司新作有望近期发布	21

6. 盈利预测假设	21
7. 风险提示	21

附录

图表 1 公司股权结构	4
图表 2 2014 年公司主营业务构成情况	4
图表 3 2012-2015 年一季度公司各项主营业务收入情况	5
图表 4 2012-2015 年一季度公司各项主营业务成本情况	5
图表 5 2012-2015 年一季度公司各项主营业务毛利率情况	5
图表 6 营业收入、成本、毛利预测表	6
图表 7 分游戏项目收入明细表	6
图表 8 2011-2018 年中国网络游戏市场规模	7
图表 9 2013Q1-2015Q1 中国移动游戏市场规模	7
图表 10 2011-2018 年中国网络游戏市场规模	8
图表 11 男女玩家比例历史对比	9
图表 12 北美市场手游玩家男女占比	9
图表 13 移动游戏市场性别规模	10
图表 14 端游市场性别规模	10
图表 15 移动游戏新用户性别结构	10
图表 16 手机游戏诉求	11
图表 17 2014 年各类游戏男女玩家占比	11
图表 18 2014 年上线新游戏大类分布	12
图表 19 2014 年日本男女玩家每日游戏活跃用户占比	13
图表 20 2014 年女性玩家手游付费情况	13
图表 21 《恋舞 OL》评星情况	14
图表 22 ARPU 对比（月数据）	15
图表 23 《恋舞 OL》过去一年中国榜单排名数据	15
图表 24 女性玩家手游辨识	16
图表 25 四大维度男女重视程度	17
图表 26 画风偏好	18
图表 27 手游中付费购买的主要内容	18
图表 28 不玩某款手游的原因	19
图表 29 韩国偶像团 CLC	19
图表 30 游戏海外榜单排名靠前	20

1. 公司情况简介

1.1. 股权结构

公司原实际控制人为岳阳市财政局，其直接持有公司 39,158,844 股国家股，通过岳阳市财政资金管理中心间接持有公司 2,953,156 股国有法人股，合计持有股份数占本次发行后公司总股本的 35.56%。2010 年 6 月 24 日，岳阳市财政局与广东恒润华创实业发展有限公司签署协议，岳阳市财政局将所持本公司 21.45%（2540 万股）的股份协议转让给广东恒润华创，广东恒润华创现在成为公司的控股股东。

广东恒润华创实业发展有限公司由赖淦锋先生于 2003 年归国创办，公司严格按现代公司治理结构运营，组织架构严密高效，管理制度权责清晰，法人治理结构完善，现已成长为综合性实业发展的大型企业集团，目前集团主营业务涉及商贸流通、商业地产、金融投资、教育投资等。集团经营成果良好，财务状况良好，现金流良好。

公司于 2015 年 5 月 27 日召开的第十届董事会第八次会议审议通过了《关于调整公司非公开发行股票发行数量、募集资金金额及用途的议案》。本次增发完成后，公司总股本将增至 18,862.00 万股，公司实际控制人赖淦锋通过广东恒润华创实业发展有限公司和广东恒润互兴资产管理有限公司间接持有的公司股份合计数量增至 4,880.67 万股，持股比例增至 25.88%，与本次发行前赖淦锋实际持股比例 21.45% 相比增加 4.43%。无锡天乐润点投资管理合伙企业（有限合伙）在公司的持股比例由 0% 增至 9.93%。

图表 1 公司股权结构

股东名称	发行后持股情况	占总股本比例(%)
广东恒润华创实业发展有限公司	25,400,000	13.47
广东恒润互兴资产管理有限公司	23406655	12.41
新余高新区逸帆投资管理中心（有限合伙）	9,362,662	4.96
朱洁	5,188,945	2.75
无锡天乐润点投资管理合伙企业	18,725,324	9.93
新余市威城信阳投资中心（有限合伙）	6,768,189	3.59
新余市君创铭石投资中心（有限合伙）	6,768,189	3.59
其他股东	93,000,000	49.31
合计	188,619,964	100.00

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 主营业务分析

公司原主营业务为尿素、碳酸氢铵、液氨、粗醇等化肥化工产品的生产和销售，拥有年产 18 万吨合成氨(中间产品)、20 万吨尿素、4 万吨碳铵、4 万吨液氨和 2 万吨粗醇的生产能力。公司于 2013 年已经彻底退出了化工生产。2014 年是公司进行产业转型、调整产业结构的开局之年，在确保物业租赁收入稳定的前提下，公司积极向文化传媒、互联网、网络游戏等方面进行实质性的转型，主营业务由化工类变为综合类。未来五年的主营业务包括百货、写字楼租赁、金融服务、教育等。

1.2.1. 原主营业务介绍

主营业务构成情况：

图表 2 2014 年公司主营业务构成情况

单位：元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 比上年同 期增减	营业成本 比上年同 期增减	毛利率比 上年同期 增减
分行业						
(1) 贸易行业				-100%	-100%	-3.38%
(2) 租赁服务业	16789504.00	6609865.44	60.63%	-0.85%	-0.06%	-0.31%
分产品						
原煤贸易				-100%	-100%	-3.38%
租赁	16789504	6609865.44	60.63%	-0.85%	-0.06%	-0.31%
分地区						
湖南省内	748000	38436.84	94.86%	1.08%	-8.99%	0.57%
湖南省外	16041504	6571428.6	59.03%	-5.08%	-9.41%	1.96%

资料来源：2014年年报，东吴证券研究所

近年来主营业务情况：

图表 3 2012-2015 年一季度公司各项主营业务收入情况 单位：万元

	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-03-31
报告期	年报	年报	年报	一季报
营业收入	2,320.39	2,946.00	1,678.95	418.54
产品	2,314.94	1,763.95	1,678.95	
租赁服务	1,583.35	1,693.28	1,678.95	
农资销售				
复合肥				
煤炭	711.21	70.66		
化肥贸易				
其他产品	20.38			

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图表 4 2012-2015 年一季度公司各项主营业务成本情况 单位：万元

	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-03-31
报告期	年报	年报	年报	一季报
营业成本	1,364.91	1,887.71	660.99	165.18
产品	1,364.91	729.64	660.99	
租赁服务	664.79	661.37	660.99	
农资销售				
复合肥				
煤炭	685.84	68.27		
化肥贸易				
其他产品	14.27			

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图表 5 2012-2015 年一季度公司各项主营业务毛利率情况 单位：%

	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-03-31
报告期	年报	年报	年报	一季报
毛利率(%)	41.18	35.92	60.63	60.53
产品	41.04	58.64	60.63	
租赁服务	58.01	60.94	60.63	
农资销售				
复合肥				
煤炭	3.57	3.38		
化肥贸易				
其他产品	29.95			

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

1.2.2. 点点乐介绍

上海点点乐信息科技有限公司，成立于 2010 年，是一家具备自主研发、独立运营能力的专业网络游戏公司，专注女性市场的移动平台游戏。

公司立足于移动互联网音乐舞蹈游戏细分领域，在音乐舞蹈游戏领域有丰富的研发和发行经验。主要产品有《恋舞 OL》、《中国好舞蹈》、《开心爱消除》。

2013 年，公司采用了行业领先的 3D 技术，独立开发、运营首款 3D 音乐舞蹈类手机网游《恋舞 OL》。至今，游戏已多次登顶安卓多个应用商城排行榜首位；在 iOS 平台则获得大陆音乐类应用畅销排行榜第一，免费排行榜第二；iOS 港澳台三榜第一的骄人成绩。作为一款优秀的国产手游，《恋舞 OL》更是出口国外市场，在新、马、越 iOS 市场长期保持同类游戏排行榜第一的地位。

1.2.3. 收入和利润情况

图表 6 营业收入、成本、毛利预测表

单位：万元

项目	2014年度已审数	2015年度预测数
营业收入：		
1、游戏收入	5394.26	11279.25
2、授权经营收入	56.65	77.52
合计	5450.91	11356.77
营业成本：		
1、游戏成本	57.40	118.78
2、授权经营成本		
合计	57.40	118.78
营业毛利：		
1、游戏毛利	5336.86	11160.47
2、授权经营毛利	56.65	77.52
合计	5393.51	11237.99
毛利率：		
1、游戏毛利率	98.94%	98.95%
2、授权经营毛利率	100.00%	100.00%
合计	98.95%	98.95%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7 分游戏项目收入明细表

项目	2014年度已审数	2015年度预测数
1、游戏收入	5394.26	11279.25
其中：恋舞OL	5301.89	10718.37
全民恋爱		393.14
陌陌劲舞团2		167.74
其他游戏	92.37	
2、授权经营收入	56.65	77.52
合计	5450.91	11356.77

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

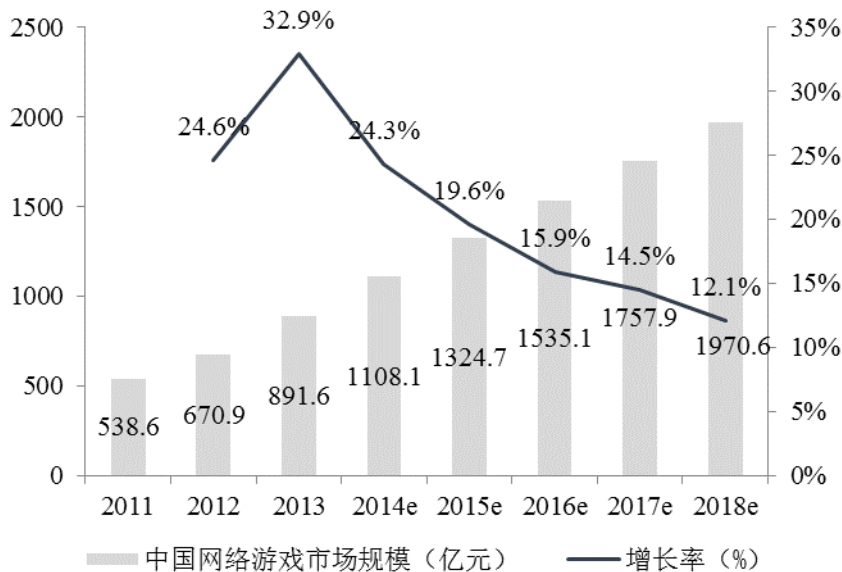
2. 网络游戏增速可观，移动端游戏增速尤为耀眼

2.1. 网络游戏行业规模已达 1108 亿，三年增速超 20%

网络游戏行业现状：行业增速稳定，移动游戏保持高增速。

2014 年中国网络游戏（包含 PC 客户端游戏、PC 浏览器游戏、移动端游戏）规模已达 1108.1 亿元，连续三年增速超 20%，艾瑞咨询保守预计未来三年增速也在 15% 以上。

图表 8 2011-2018 年中国网络游戏市场规模

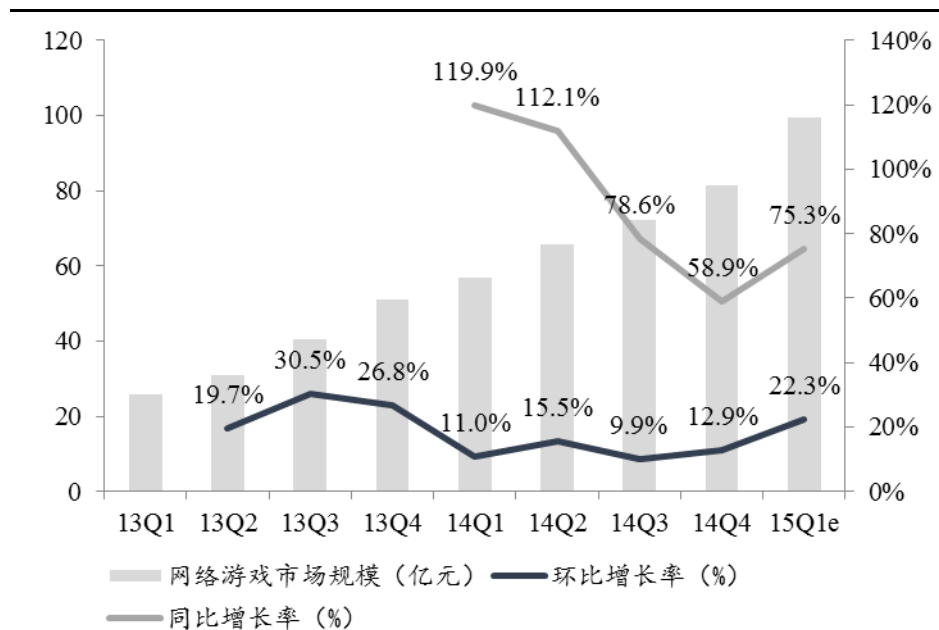


资料来源：综合企业财报及专家访谈，根据艾瑞统计模型核算、东吴证券

2.2. 移动端游戏行业增速连年超 50%，市场规模已达 276 亿

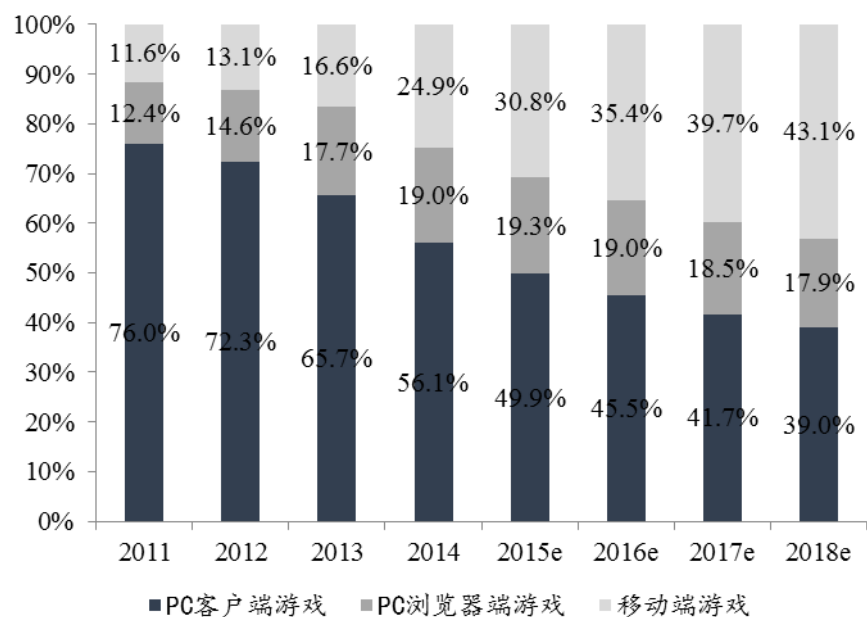
移动端游戏规模达到 276 亿元。同比增长率达 86%。2015 一季度表现也很抢眼同比增速达到了 75%。2015 一季度市场规模首次超过 300 亿元，达到 320.8 亿元，环比增长 8.0%，同比增长 24.7%，高速增长移动端游戏市场带动了网络游戏的高速发展。

图表 9 2013Q1-2015Q1 中国移动游戏市场规模



资料来源：综合企业财报及专家访谈，根据艾瑞统计模型核算、东吴证券

图表 10 2011-2018 年中国网络游戏市场规模



资料来源：综合企业财报及专家访谈，根据艾瑞统计模型核算、东吴证券

3. 我国女性移动游戏玩家比例不断增长，有望超越男性玩家

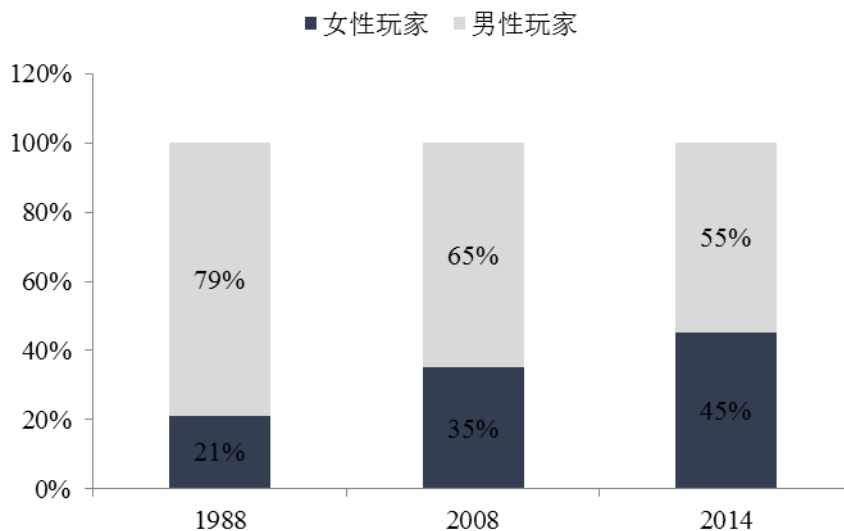
3.1. 海外市场女性玩家比例不断攀升

女性游戏玩家越来越受到重视，在电脑和电视端游戏独霸市场

的时候，一般来说女性玩家被认为是少数群体。但是美国的行业数据显示男女比例越来越接近，从 2010 年往后男女玩家的比例基本平衡了。

1988 年女性玩家比例为 21% (PLAYTHING)，2008 年女性玩家比例上升到 35%，而且女性玩家比例在年轻组群里更高 (Pew Internet & American Life Project)，2014 年 UKIE 的数据显示女性玩家的比例上升到 45%。

图表 11 男女玩家比例历史对比

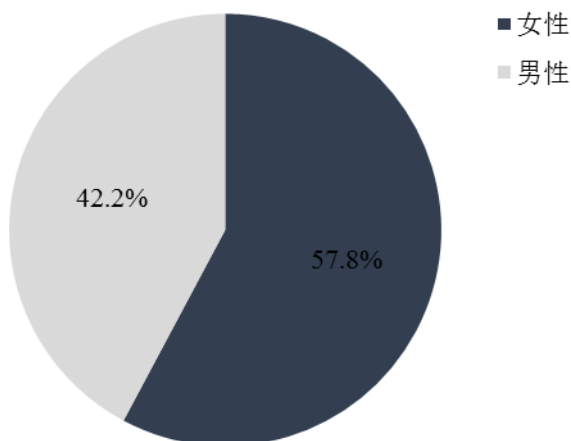


资料来源：PLAYTHING、Pew Internet & American Life Project、UKIE、东吴证券

3.1.1. 北美女性移动游戏玩家比例已超男性

根据 2014 年北美市场 SuperData 的统计数据，手游玩家女性占比 57.8%，已超越男性占比 42.2%。

图表 12 北美市场手游玩家男女占比

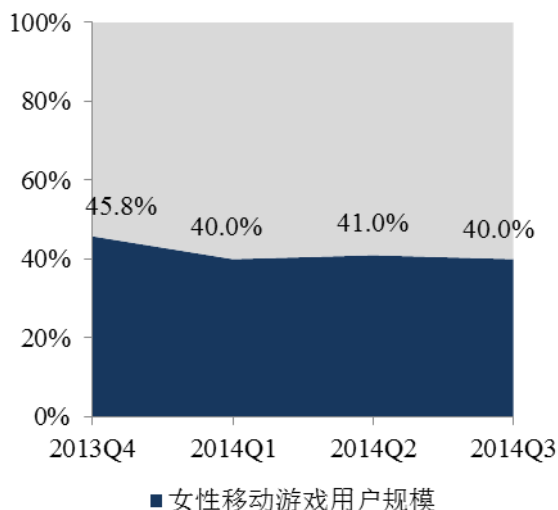


资料来源： SuperData、东吴证券

3.1.2. 我国女性玩家也对移动游戏情有独钟，女性占比达到 40%

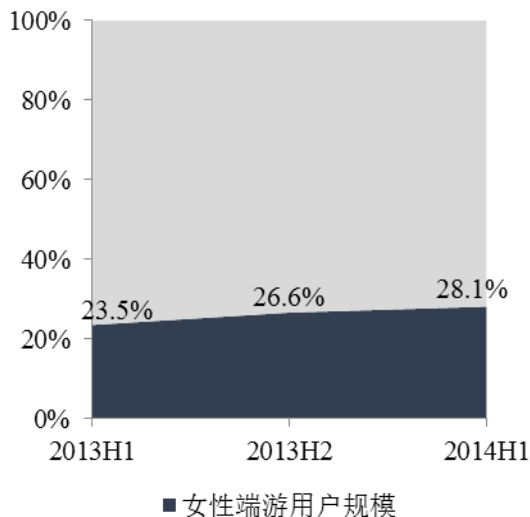
我国移动游戏女性玩家占比超过了 40%，比端游比例高出近一倍。轻度化和碎片化的移动游戏吸引了更多女性玩家。

图表 13 移动游戏市场性别规模



资料来源：腾讯游戏、东吴证券

图表 14 端游市场性别规模

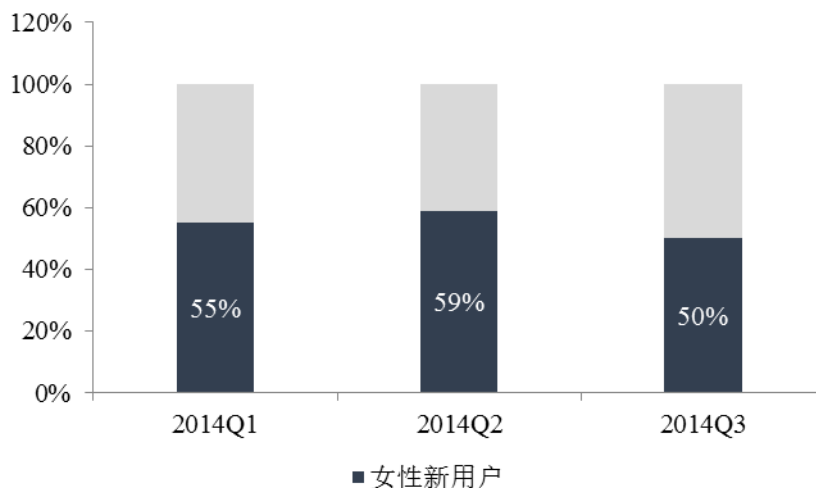


资料来源：CNNIC、东吴证券

3.1.3. 新增手游玩家中女性玩家比例已经高于男性，女性玩家比率将持续提高，并有望超过男性

腾讯游戏的数据显示，2014 年新增移动游戏用户中女性玩家比例已经超过男性。有理由相信，将来我国女性玩家比例将不断提升，很有可能超越男性玩家。

图表 15 移动游戏新用户性别结构



资料来源：腾讯游戏、东吴证券

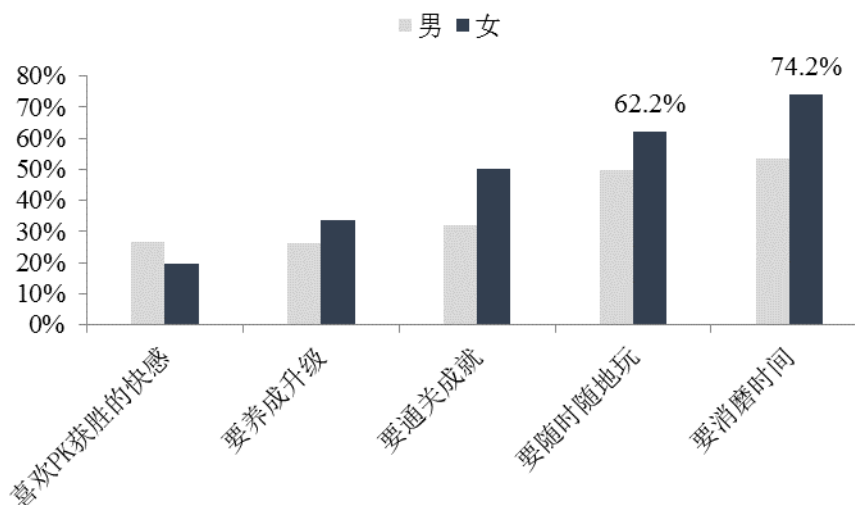
4. 被忽视的女性玩家市场

4.1. 泾渭分明的男女玩家市场

4.1.1. 不同的游戏诉求：女性偏爱通关、养成，男性偏爱 PK、组队

相比男性玩家，女性玩家更喜欢“消磨时间”、“随时随地玩”、同时女性玩家对通关和升级有着比男性玩家更大的需求。但是相比男性玩家女性玩家对 PK，组队、炫耀排名和带新人的兴趣不大。

图表 16 手机游戏诉求



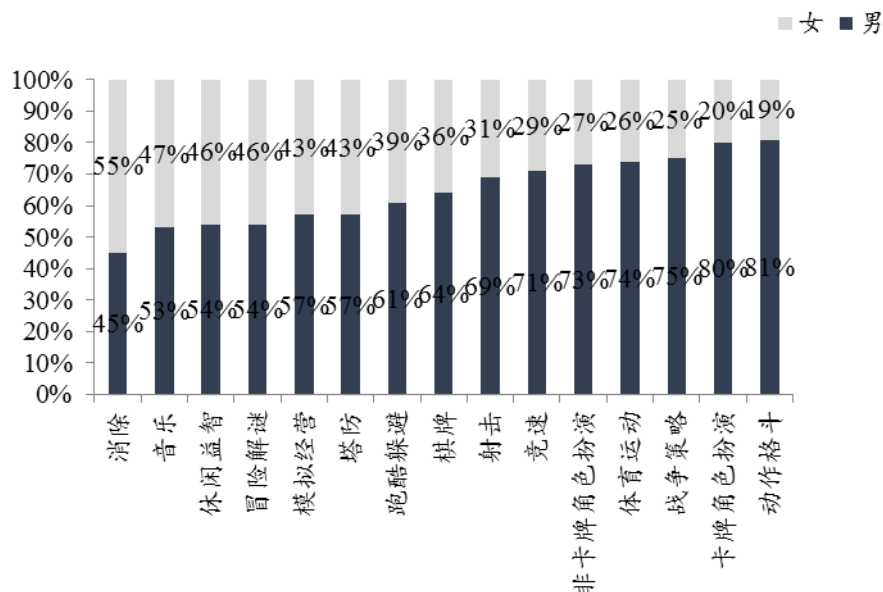
资料来源：腾讯游戏、东吴证券

4.1.2. 男女玩家有不同的游戏爱好类别，和不同游戏强度偏好

我们从下表可以看到女性玩家最爱的游戏为：消除、音乐、益智休闲类等轻度产品。男性对动作格斗、卡牌角色扮演、战略等偏竞技和重度类游戏有较强偏好。(根据市场公认的轻度和重度游戏分类：重度品类：包括 SLG、RPG、卡牌 RPG、动作格斗类；轻中度品类：除重度品类之外的移动游戏增分品类。)

图表 17 2014 年各类游戏男女玩家占比

2014年Q3移动游戏市场品类性别占比

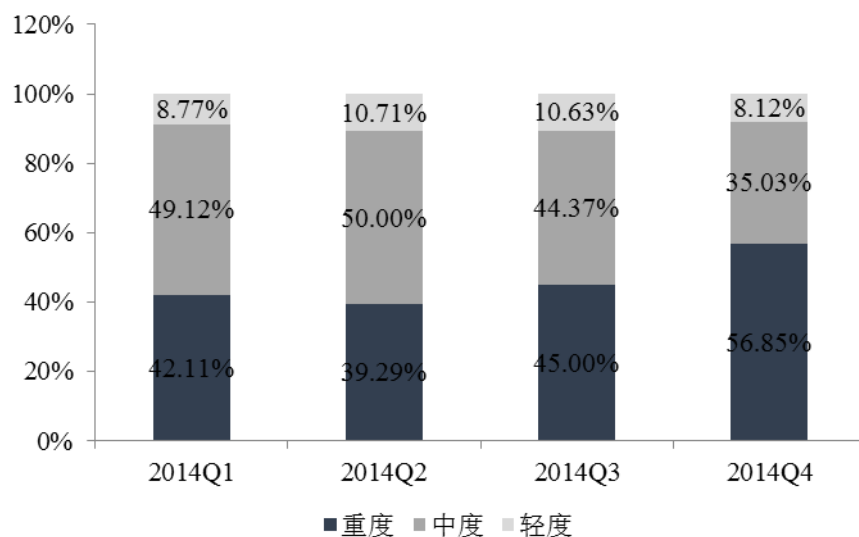


资料来源：一游网，网络资源整合、东吴证券研究所

4.2. 女性游戏稀缺

2014 年发布的游戏中约有 50% 是重度游戏，中度游戏占比约 40%，轻度游戏平均占比不足 10%。占比 40% 的女性玩家需求被忽视。

图表 18 2014 年上线新游戏大类分布



资料来源：一游网，网络资源整合

4.3. 女性用户潜力更大，蓝海中的蓝海

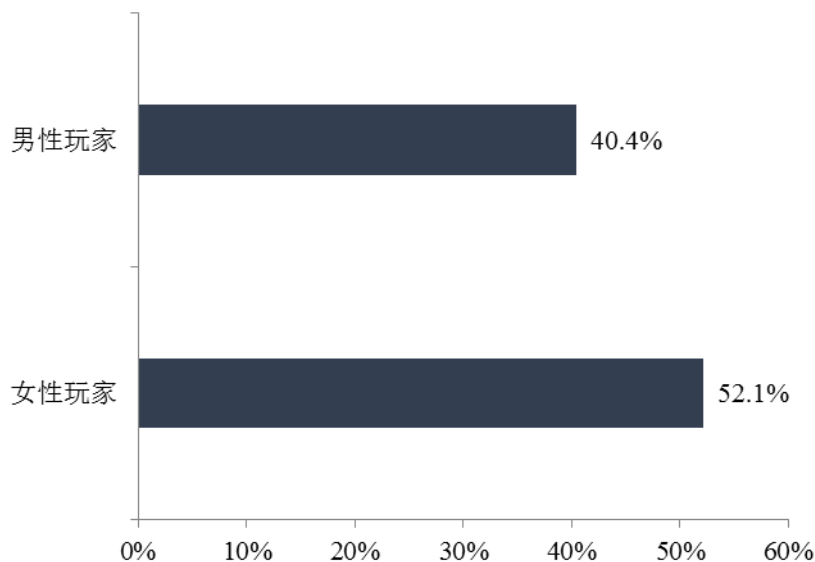
4.3.1. 北美女性玩家付费率、游戏时间和留存度均超越男性玩家

根据北美 Flurry 的研究结果来看，女性会在一款手机游戏上花费更多的时间和金钱，并且会比男性更加热爱这些游戏。在总共研究了 11 万台 Flurry 平台设备上的热门游戏后，Flurry 发现女性内购比率比男性多 31%，同时还会花费 35% 更多的时间在游戏中。并且女性会花费更多时间在经营以及模拟游戏上。同时在研究中，他们还发现女性比男性更加忠诚。事实上，在 7 天留存率中，女性比男性高出 42%。

4.3.2. 日本女性玩家活跃度也大于男性玩家

日本 MMD 于 2014 年 12 月的调查也显示：日本女性玩家中每天都玩手游的占比为 52.1%，男性玩家每天玩手游的人数为：40.4%。女性玩家日活跃大于男性玩家很多。

图表 19 2014 年日本男女玩家每日游戏活跃用户占比



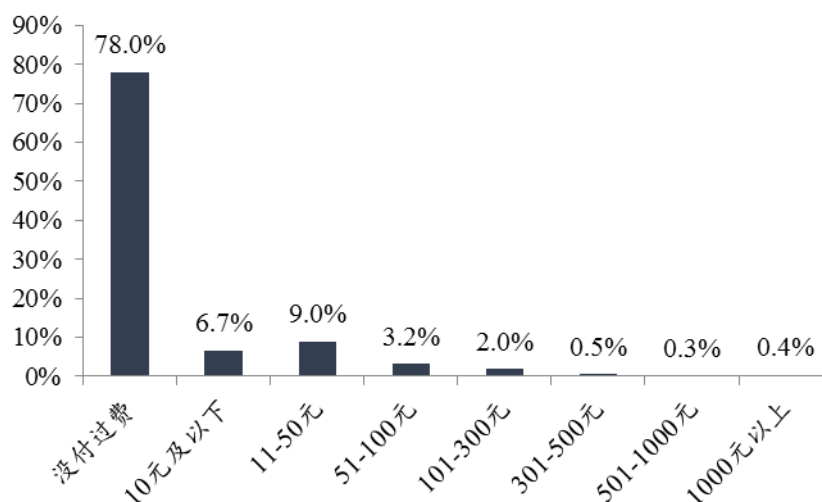
资料来源：DDM、东吴证券

4.3.3. 我国女性玩家付费比率或高于男性玩家，月付费额有望提升

根据 TALKINGDAT 的数据我国手游玩家付费率为 9.76%，腾讯游戏的报告显示女性玩家付费率为 12%。不同口径的数据显示我国女性玩家付费率大于或等于男性用户。女性玩家主要付费区间为每月 10-50 元，将来有很大的提升空间。

图表 20 2014 年女性玩家手游付费情况

手游月均付费情况



资料来源：腾讯游戏、东吴证券

5. 点点乐：女性游戏市场的元老级翘楚

成立于 2010 年，是一家具备自主研发、独立运营能力的专业网络游戏公司，专注于女性市场的移动平台游戏。

公司在音乐舞蹈游戏领域有丰富的研发和发行经验。核心成员曾参与过《劲舞团》、《劲舞团 2》、《舞街区》等音乐舞蹈游戏的研发、运营和推广。2013 年公司首款安卓、苹果、WP 三平台音乐舞蹈手游《恋舞 OL》公测，获得各应用市场推荐及大量用户好评，至今仍是该细分领域业绩翘楚。

图表 21 《恋舞 OL》评星情况



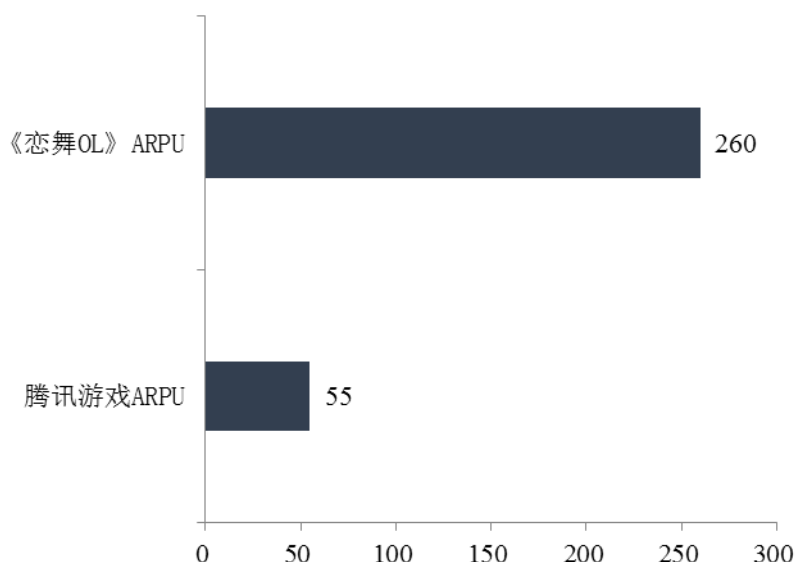
资料来源：Appannie、东吴证券

5.1. 长寿命周期的优质女性游戏

公司第一款手游《恋舞 OL》经过两年多的研发，于 2013 年 8 月首次公测，目前月流水达到 2200 万每月。在没有开新服务器的情况下，每

月同比增长 10%。以手游来说 2 年后还能实现流水的增长，是非常长寿命周期的。优质的游戏使得玩家次日留存达到了 40-50%。公司女性玩家占比更是达到了 65%，其中女性玩家的 ARPU 更是达到了 260 元/月。腾讯游戏的 ARPU 只有 55 元每月。

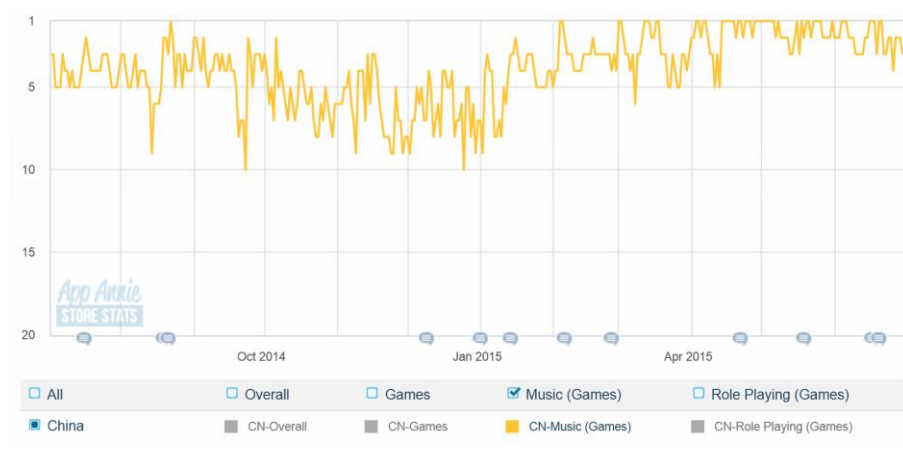
图表 22 ARPU 对比（月数据）

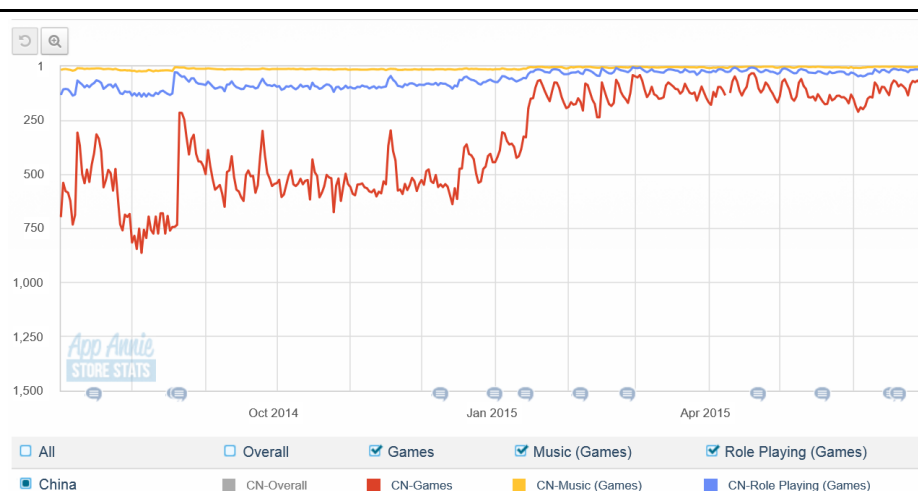


资料来源：Appannie、东吴证券

我们可以清楚看到《恋舞 OL》，发在发布约 2 年后还在在音乐类游戏一直是榜单领先，保持前 10，经常冲顶。在中国市场所有游戏类排名更是呈现攀升势头。

图表 23 《恋舞 OL》过去一年中国榜单排名数据





资料来源：Appannie、东吴证券

5.1.1. 女性化的游戏体验和游戏设计

《恋舞 OL》能实时支持 4 个玩家联网比拼舞技，只消耗很少流量，在目前的同类游戏中技术较为领先。根据手机触屏特征，游戏提供了三种音乐舞蹈模式——“恋舞模式”、“经典模式”和“泡泡模式”。游戏独创的“恋舞模式”，巧妙地结合了“点触滑动”和“节奏判定”的操作方式。配合极富节奏感的“经典模式”和简单易上手的“泡泡模式”，形成游戏最基本的三种操作方式。

融合社交元素，又创新两种社交舞蹈玩法——“心动模式”和“组队模式”。“心动模式”是陌生玩家通过舞蹈游戏一见心动，相识相知的途径；“组队模式”则是让已经成为朋友的玩家，组队对抗，默契比拼的平台。

“3+2”多样化的音乐舞蹈玩法，满足了不同玩家需求。

5.2. 女性游戏的天然壁垒，和公司多年的精耕积累

女性游戏行业有一定进入壁垒，并不是所有游戏公司都可以马上转型开发女性游戏。由于女性玩家和男性玩家迥异的游戏偏好，付费模式。这就导致了游戏从开发、到运营都需要有专门的团队。

5.2.1. 男女玩家在选在下载游戏时就有很大的偏好差异

根据腾讯游戏的后台数据显示：女性玩家比男性玩家更容易受到其他玩家的直接影响。女性玩家对手游没有明确分类概念，且下载游戏基本不从分类中选取，先看图表，再看游戏“玩什么”，再决定是否尝试。女性玩家对图标的偏爱精致生动又细节，对暗示暴力、动作、战争和制作粗糙的游戏回避。

图表 24 女性玩家手游辨识

感官表现 - 女性辨识游戏从“图标” ICON 开始

- 女性对手游**没有明确分类概念**
- 基本不从分类开始，而**先看图标**，再看游戏“玩什么”，再决定是否尝试

精致生动，有细节感才能打动她

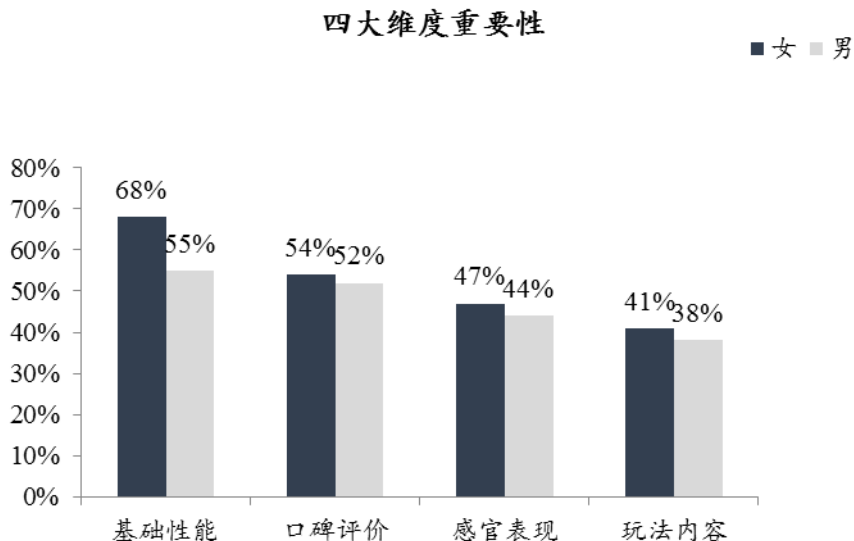


资料来源：腾讯游戏、东吴证券

5.2.2. 男女玩家在传统的四大维度上比男性玩家更挑剔

女性玩家对四大维度的重视超越男性玩家，他们对游戏的基础性能要求更高。在口碑评价、感官表象、玩法内容上要求也都高于男性玩家。

图表 25 四大维度男女重视程度

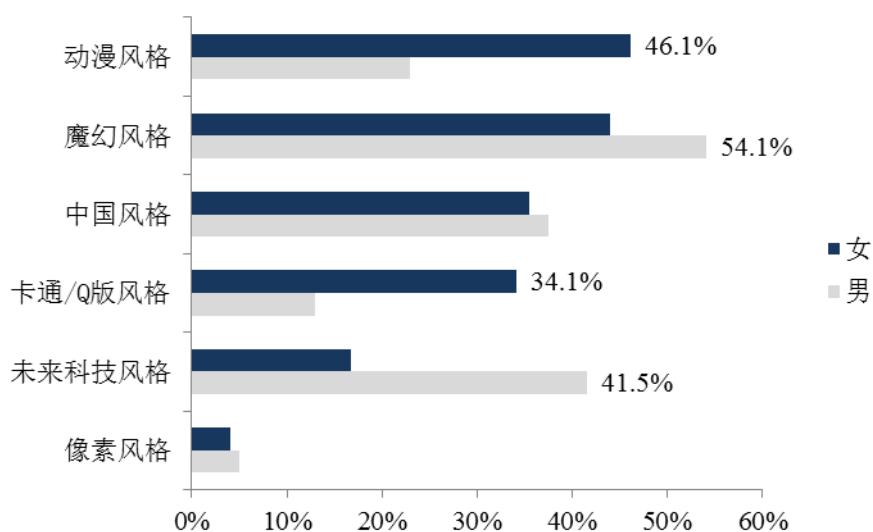


资料来源：腾讯游戏、东吴证券

5.2.3. 女性玩家和男性玩家对画风的要求差别很大

女性玩家有 67% 对画风很看重。女性最偏好动漫风格、卡通/Q 版风格，这个风格男性玩家喜好率不到女性玩家的一半。一款游戏的画面风格很难同时满足男女玩家。

图表 26 画风偏好

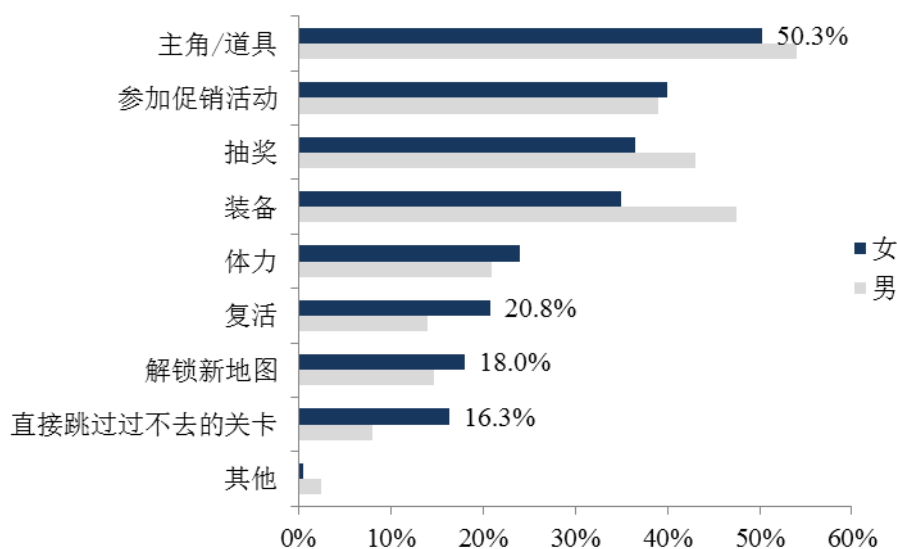


资料来源：腾讯游戏、东吴证券

5.2.4. 女性玩家和男性玩家有着不同的付费点

女性玩家偏爱购买道具，偏向通过付费回避难度。这在游戏最初设计时候就要求有针对性的设定。

图表 27 手游中付费购买的主要内容

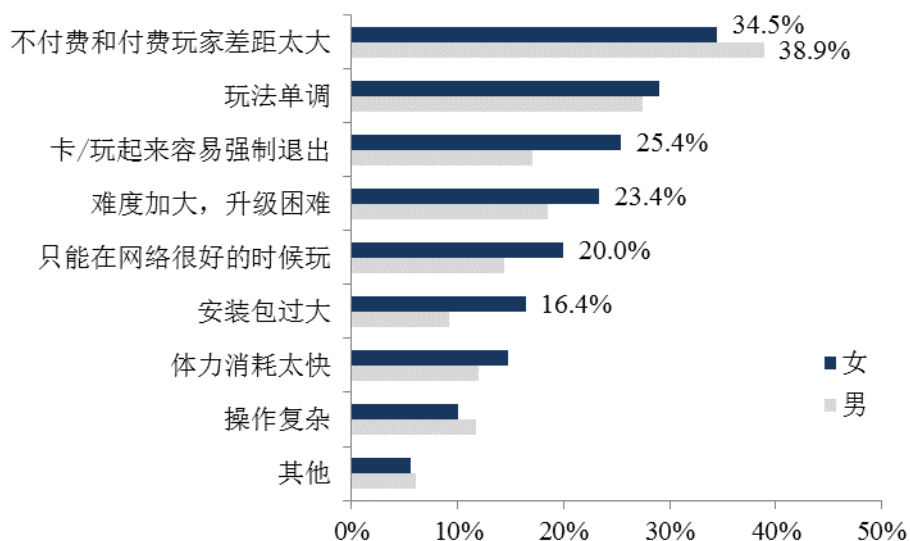


资料来源：腾讯游戏、东吴证券

5.2.5. 女性玩家和男性玩家在留存上也有着不同的要求

女性玩家不玩某款游戏的主要原因是付费平衡性差、玩法单调。相比男性玩家，难度加大、升级困难、安装包过大和游戏不流畅都更容易导致女性玩家流失。

图表 28 不玩某款手游的原因



资料来源：腾讯游戏、东吴证券

5.2.6. 资历最老、质量最优的女性游戏的团队之一

公司从 2010 年起就深耕女性游戏的开发经验、运营磨合, 团队基因和积累自是不用说。《恋舞 OL》的数据和排名也是细分行业翘楚。在国内男性手游占据绝大多数份额市场的今天, 这样的团队的优秀性和稀缺性都是不容忽视的。

5.3. 变现渠道有望进一步开发

5.3.1. 音乐类手游的特殊性

恋舞 OL 是一款音乐类的手游, 可能实现音乐相关的变现: 例如: 演唱会门票、歌手周边销售的流量的导出和代理。

5.3.2. 养成类游戏的周边化

换装商城是游戏的一个收费选项, 游戏内主角属性类似虚拟娃娃, 玩家倾注感情装扮和培养。是非常适合做实体周边的物品。

5.4. 游戏的歌舞属性使得其与明星的深度合作成为可能

公司恋舞 OL 在韩国发行时, 引入韩国人气女星组合 CLC 作为形象代言。鉴于公司游戏的歌舞属性和偶像歌手属性有着较强的叠加, 互倒流量和创新变现都值得期待。

图表 29 韩国偶像团 CLC

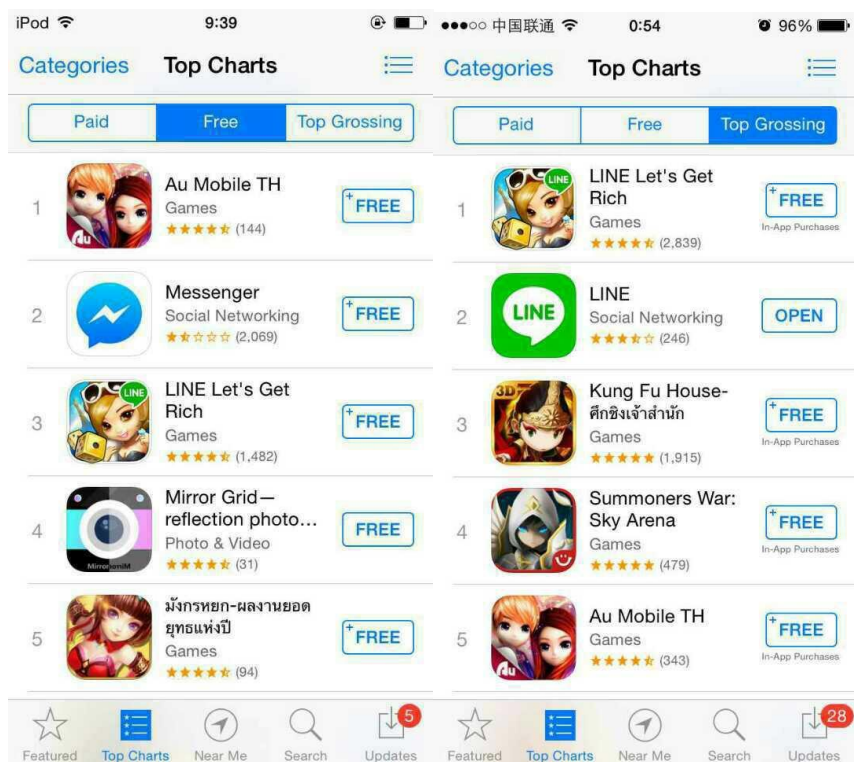


资料来源：网络整理、东吴证券

5.5. 丰富的海外发行经验，将有利于新老游戏的扩张

公司通过《恋舞 OL》登陆各个海外市场(台湾、泰国、马来西亚、印尼、新加坡、巴西、香港)并取得优异成绩《恋舞 OL》上线 24 小时抢占港澳台 iPhone、iPad 免费应用排行榜首位。上线三日击败“Line”“魔漫相机”等热门应用稳定占据榜首位置。开服三天，服务器全线爆满。公司每日活跃用户中海外用户占比超过了 50%。

图表 30 游戏海外榜单排名靠前



资料来源：appstore、东吴证券

5.6. 公司新作有望近期发布

从 2013 年《恋舞 OL》发布至今又是两年时间，我们保守估计，根据公司初创时的开发速度，起码有一款新手游接近开发完成。

6. 盈利预测假设

假设公司原有业务基本持平，收入增速为 5%，点点乐业务 15 年收入和利润我们用公司公告的审计过的预测数。过后几年增速我们保守使用 50%。

7. 风险提示

海外收入提升造成的汇率风险。《恋舞 OL》收入增速不达预期的风险。

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	15.1	94.9	134.9	194.8	营业收入	16.8	130.5	187.5	272.8
现金	12.9	33.0	43.1	58.2	营业成本	6.6	7.9	8.5	9.5
应收款项	1.0	35.7	53.1	79.2	营业税金及附加	0.9	1.5	1.7	2.2
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	销售费用	0.0	17.6	26.5	39.7
其他	1.2	26.2	38.7	57.5	管理费用	15.7	44.4	58.8	80.4
非流动资产	103.7	105.7	107.2	109.0	财务费用	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1.5	2.4	2.9	3.6	其他	6.9	8.1	8.7	9.5
无形资产	99.5	100.5	101.6	102.6	营业利润	0.5	65.2	97.5	145.9
其他	2.7	2.7	2.8	2.8	营业外净收支	0.1	0.1	0.1	0.1
资产总计	118.8	200.6	242.1	303.8	利润总额	0.6	65.3	97.6	146.0
流动负债	24.2	40.5	48.8	61.1	所得税费用	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	7.2	18.3	23.9	32.3	归属母公司净利润	0.6	65.3	97.6	146.0
其他	17.0	22.2	24.8	28.8	EBIT	0.6	65.2	97.5	146.0
非流动负债	0.0	4.4	6.6	9.9	EBITDA	7.7	73.5	106.4	155.7
长期借款	0.0	4.4	6.6	9.9					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债总计	24.2	44.9	55.4	71.0	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.01	0.35	0.52	0.77
归属母公司股东权益	94.6	155.8	186.8	232.9	每股净资产(元)	0.80	0.83	0.99	1.23
负债和股东权益总计	118.8	200.7	242.2	303.9	发行在外股份(百万)	118.4	188.6	188.6	188.6
					ROIC(%)	0.6%	35.8%	44.7%	53.8%
					ROE(%)	0.7%	41.9%	52.2%	62.7%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	55.0%	94.0%	95.5%	96.5%
经营活动现金流	5.9	44.2	63.4	92.1	EBIT Margin(%)	3.3%	49.9%	52.0%	53.5%
投资活动现金流	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	销售净利率(%)	3.8%	50.0%	52.0%	53.5%
筹资活动现金流	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率(%)	20.3%	22.4%	22.9%	23.4%
现金净增加额	5.3	43.6	62.8	91.5	收入增长率(%)	-43.0%	677.4%	43.6%	45.5%
折旧和摊销	7.2	8.3	8.9	9.8	净利润增长率(%)	-80.2%	10076.8%	49.5%	49.7%
资本开支	3.0	3.0	3.0	3.1	P/E	3485.86	54.57	36.50	24.38
营运资本变动	-6.5	-6.6	-6.6	-6.7	P/B	23.63	22.87	19.07	15.29
企业自由现金流	4.2	67.8	99.6	147.3	EV/EBITDA	292.80	50.81	35.38	24.47

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： （0512） 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>