

朗姿股份之联众基础研究：全资收购 WPT，打造智力运动产业生态圈

朗姿股份 (002612.SZ)

核心观点：

- **联众是中国第二大在线棋牌游戏运营商，股本曾三次换手，10年MBO后明确战略方向，重新起航。**朗姿股份于2015年4月11日投资11.93亿港元收购联众28.9%的股权，成为联众的第一大股东。联众在2004年被韩国NHN控股后转型做大型游戏，水土不服，接连遭遇亏损。2010年在管理层回购股份后，联众回到棋牌核心业务上，净利润扭亏为盈。
- **PC端游戏收入增速有所放缓，移动端收入爆发式增长。**联众2014年收入4.76亿，同比增长101.7%；净利润0.98亿，同比增长178.5%。分平台看，PC游戏收入占64.3%，移动游戏收入占32.1%。(1)PC端，在经历11-14年的快速增长后，PC端游戏收入增速自14年4季度开始大幅下降。分类别来看，德州扑克凭借最少的活跃用户贡献了最大的收入，主要是由于独家运营WPT赛事所带来的大量线上高质量客户。(2)联众移动端收入在近年出现爆发式增长。其在14年同比增长881.5%，在15年一季度增长450.3%，并第一次超过PC端收入。其中移动端斗地主的飞速增长成为公司整体收入增长的新动力。
- **未来战略布局：收购WPT，致力于打造智力运动产业生态圈。**
(1)联众于2015年6月22日宣布以3500万美元(2.14亿人民币)全资收购WPT的运营商Peerless Media Limited。收购WPT在帮助联众拓展盈利渠道的同时，帮助联众进一步强化线上线下客户融合，通过媒体转播造星等方式吸引线下用户至其线上平台。(2)联众通过举办顶级赛事(如WPT)吸引受众，再进行媒体放大、提供网鱼网咖等线上线下交汇的方式，扩大群众基础，进一步促进线上业务发展。这些举措均有利于其构建包含线上游戏、赛事直播、品牌赛事运营、O2O拓展和棋牌运动教育等丰富内容的智力运动产业生态圈。
- **未来重要看点：(1)重大赛事授权的扩大：**除WPT外，联众在14年取得了世界桥牌锦标赛未来四年独家授权，15年还将第一次举办大型麻将赛事，斗地主黄金联赛也已举办多年。(2)**O2O落地：**14年11月入股网鱼网咖，作为棋牌用户体验新终端和O2O结合点。15年8月，联众会在工体建立第一家高端网咖旗舰店，未来采取加盟商模式向全国拓展。(3)**教育产业：**15年会陆续在棋牌教育领域有所进展。(4)**与海南省文化广电出版体育厅的战略合作。**
- **投资建议：**(1)PC游戏方面得益于线下赛事引流作用，预计2015年保持持续增长；(2)移动游戏未来通过与不同手机厂商合作及线下比赛将进一步提高用户粘性，预计增长率仍在三位数以上。(3)收购WPT有望拓宽联众盈利渠道。
- **风险提示：**(1)WPT整合不达预期；(2)游戏收入增速放缓

分析师

马莉

(8610) 6656 8489

mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

yanglan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130112030156

特此鸣谢：

陈腾曦：(8621) 20252682

chentengxi@chinastock.com.cn

林骥川：(8621) 68597610

linjichuan@chinastock.com.cn

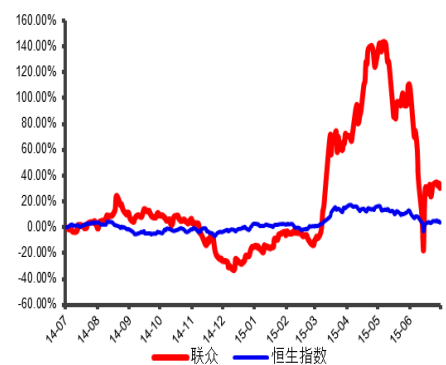
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.7.24

H股收盘价(HKD)	4.86
H股一年内最高价(HKD)	9.48
H股一年内最低价(HKD)	2.32
恒生指数	25128.51
市盈率(TTM)	29.0
市净率	3.38
总股本(亿股)	7.86

股价走势图



目录

一、中国第二大在线棋牌游戏运营商，股本三次换手，2010年回购股票后明确方向，王者归来.....	2
(一) 业务介绍：中国第二大在线棋牌游戏运营商	2
(二) 股本结构：股本三次换手，2010年MBO后明确战略方向，重新起航.....	2
二、PC端游戏收入增速稳定，移动端收入爆发式增长	5
(一) PC端用户粘性三大指标11-14年大幅上升，15年一季度开始出现下滑	6
(二) 运营WPT赛事助力PC端德州扑克收入增长	8
(三) 移动端收入自14年开始出现爆发性增长，斗地主成为公司收入增长新动力	9
(四) 14年毛利率有所下滑源于移动端游戏收入占比提升	10
三、战略布局：收购WPT，打造智力运动产业生态圈	12
(一) 收购WPT，加速协同发展加速生态圈建设	12
(二) 同时整合线上线下，打造智力运动生态圈	13
(二) 未来的重要看点	15
四、其他竞争公司对比	15
(一) 博雅互动	16
(二) 边锋	19
(三) 腾讯	20
五、A股游戏公司估值	20
六、投资建议	21
插图目录	21
表格目录	21

一、中国第二大在线棋牌游戏运营商，股本三次换手，2010年回购股票后明确方向，王者归来

(一) 业务介绍：中国第二大在线棋牌游戏运营商

联众于2014年6月30日于香港联交所主板上市。公司于6月12日将公司股本溢价资本化，转化为2.116亿股普通股及9068.6万股A系列优先股。公司IPO总计发行1.96亿股，占发行完成后总股本的25%。

联众目前总股本7.86亿，总市值39.35亿港元(7月21日价格)。2014年总收入4.76亿，同比增101.7%。净利润0.98亿，同比增178.5%。每股派息0.06人民币。

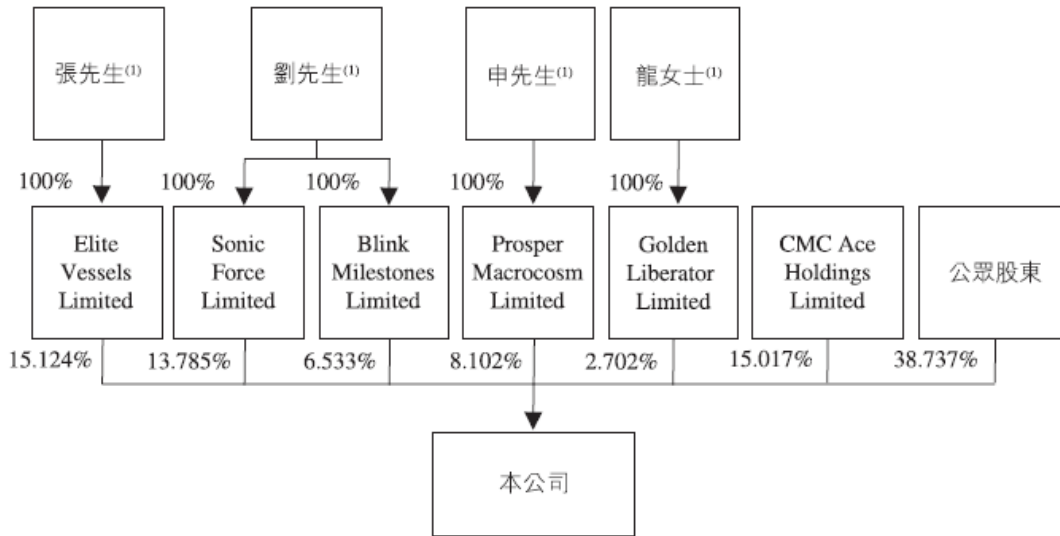
联众创办于1998年3月，联众作为全球领先的智力运动开发商及运营商，已构建了包含线上游戏和赛事直播、品牌赛事运营、O2O拓展以及棋牌运动教育等丰富内容的**智力运动产业生态圈**。根据易观报告，截至2013年底，公司是中国**第二大在线棋牌游戏运营商**，按2013年在中国棋牌游戏市场**所得收入计算，在网络游戏公司中排名第三**，前两名为腾讯及边锋(浙报传媒(600633)全资子公司)，第四名为博雅互动。

联众在**2014年总收入4.76亿**，分平台看，**PC游戏收入占64.3%，移动游戏收入占32.1%**。在PC游戏中，德州扑克**的收入占比最高(约占43%)**，其次是麻将(约占33%)，最后是斗地主(约占14%)。14年联众MAU(平均每月活跃用户)2580万，同比增长26.8%，其中德州扑克的活跃用户最少，仅11.1万名，但由于其较高的ARPPU(每个付费用户平均每月贡献收入)，其贡献了公司最高的利润。

(二) 股本结构：股本三次换手，2010年MBO后明确战略方向，重新起航

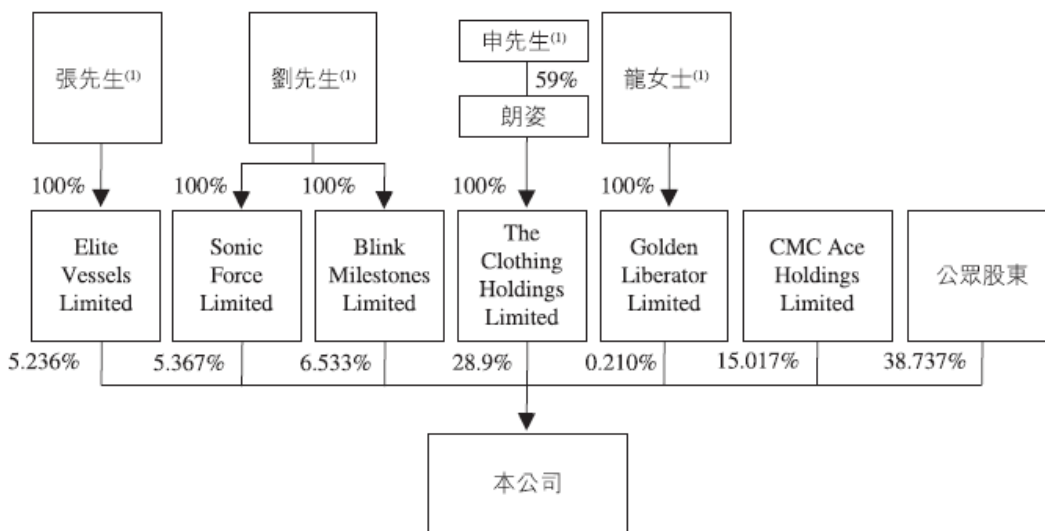
2015年4月11日，朗姿股份全资子公司**The Clothing Holding Limited以11.9亿港元收购联众国际28.9%的股权，成为联众第一大股东**。收购前张荣明、刘江、申东日、龙奇等持有联众国际46.25%的股权，收购后朗姿将与张荣明、刘江、龙奇等一致行动人合计持有联众国际46.25%的股权。

图1:收购前联众股本结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 2:收购完成后联众股本结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

自 1998 年创立，联众股权三次换手，历经波折。在 2010 年由现任管理层收购，调整公司架构，陆续剥离对旗下大型网游项目，重新制定了以棋牌、休闲游戏为核心的战略，公司得以重新起航。

(1) 第一次换手：2001 年海虹控股联众

2001 年 5 月，海虹（000503.SZ）购入联众 79% 股份，获得联众实际控制权。

表 1:联众第一次换手

时间	事件
1998 年 3 月	联众创立，鲍岳桥、简晶及王建华分别占股 33.4%，33.3%和 33.3%。
1999 年 6 月	中公网出资 200 万，中公网、鲍岳桥、简晶及王建华分别占股 79%、7%、7%、7%。

2001年5月 中公网将全部权益转让给独立第三方**海虹投资咨询有限公司**。海虹、鲍岳桥、简晶及王建华分别占股79%、7%、7%、7%。

资料来源：公司公告，中国银河证券

（2）第二次换手：嫁入豪门，成为韩国最大的网络游戏集团 NHN 旗下子公司

2004年4月，韩国 NHN 以1亿美元购入联众50%股份，其中包括从海虹转让的29%股份，以及鲍岳桥等3位创始人21%的股份。此后 NHN 与海虹各持有联众50%的股份。鲍岳桥与韩国 NHN 代表金正浩共同担任联席 CEO，联众成为韩国最大的网络游戏集团 NHN 旗下子公司。

在此之前，联众一直致力于在线棋牌游戏领域的发展。然而，在海虹和 NHN 的带领下，联众将电脑的业务重心由在线棋牌业务转为大型多人网络游戏。联众投入大量资源进行了大型多人网络游戏的开发。由于该类游戏需要教程的开发周期，大量人力财力的投入，且产品很难预测是否有可行性，因此联众的多人网络游戏并未取得成功。

（3）第三次换手：回购 NHN 股权，公司重回正轨

2010年12月，在 CEO 伍国梁的带领下，联众通过成立以张荣明、刘江为实际控制人的壳公司伟德沃富来回购公司股票。伟德沃富于2010年12月斥资3697.3万购回原两大股东海虹及韩国 NHN 持有的联众68.19%的股权，并于2011年6月斥资2128万收购海虹剩余的28.3%的股权。伟德沃富于2012年1月10日将所购得联众的股份转让于张荣明、刘江等人；而张荣明、刘江也于2010年12月进入联众管理层。

同时，联众还对公司架构进行了调整，并任命原 IBM 大中华区高管杨庆出任公司联席 CEO 一职。杨先生于一九九四年从美国伯克莱加利福尼亚大学获得理学学士学位，并在 IBM 历任多个职位，包括全球商业服务总监及 MBPS Asia Pacific 的 SMB 总监。原公司 CEO 伍国梁担任联席 CEO。于加入本集团之前，伍先生曾于美国 Grant Thornton LLP 担任高级合伙人 (senior associate) 约四年，于 PCC Skyhorse Limited (电讯盈科的联属公司) 任副总裁三年。伍先生于一九九二年从美国伯克莱加利福尼亚大学获得理学学士学位。

在此次调整后，联众陆续对旗下的大型网游项目进行剥离，并重新制定了以棋牌、休闲游戏为核心的战略，得以重新起航。

联众向公司两位执行董事、高管以及员工均出售购股期权：

表 2: 联众董事、职工股权激励情况

职位	持有期权 (万股)	占截止 2015/4/30 总股本比例	每股行使价
杨庆 执行董事、董事会主席、联席总裁	2085.1	2.65%	0.167 美元 (1.29 港元)
伍国梁 执行董事、联席总裁	2085.1	2.65%	0.167 美元 (1.29 港元)
公司高管	834.0	1.06%	0.167 美元 (1.29 港元)
公司雇员	2500.1	3.18%	0.1276 人民币
WPT 高管和新加入公司员工	2352.0	2.99%	4.402 港元
合计		12.53%	

资料来源：公司公告，中国银河证券

表 3: 联众第三次换手

时间	事件
2010 年 12 月	随后联众出现多年业绩亏损情况，海虹先后向 伟德沃富 出售其持有的共 50% 股权。(伟德沃富注册资本 50 万人民币，为联众为实现 管理层收购 而设立的壳公司。)
2010 年 12 月	伟德沃富收购离岸公司 (NHN-PCCS HK Ltd. 及 NHN Global Ltd.) 的全部股权。
2012 年 1 月	伟德沃富将联众股本的 6.00%，4.83%，5.87%，9.39%，17.60%，29.34% 及 23.47% 分别转让给意乐升联、鲍岳桥、龙奇、李建华、申东日、刘江和张荣明。(其中申东日为朗姿实际控制人，与其妹申金花持有朗姿 84.93% 的股份。)
2012 年 6 月至 2012 年 8 月	2014 年 6 月，同盛成 (联众成立的股份激励计划公司) 及九鼎先后出资入股，2012 年 8 月，联众将股本增加，此后，张荣明、刘江、申东日、李建华、鲍岳桥、龙奇、意乐升联、同盛成、九鼎分别占股 18.38%、22.97%、13.78%、7.35%、6.53%、4.59%、4.70%、8.70% 及 13.00%
2012 年 8 月至 2014 年 1 月	联众为筹备全球发售重组，九鼎、意乐升联、同盛成分别撤资，至 2014 年 1 月重组完成后，张荣明、刘江、申东日、鲍岳桥、龙奇、乌兰分别占股 28.77%、38.13% (25.70%+12.43%)、15.41%、7.30%、5.14%、5.25%。
2014 年 6 月	全球发售完成后，张荣明、刘江、申东日、鲍岳桥、龙奇、乌兰、空中网、CMC、公众分别占股 15.11%、20.02% (13.49%+6.53%)、8.09%、3.83%、2.70%、2.75%、7.50%、15.00%、25.00%。

资料来源：公司公告，中国银河证券

二、PC 端游戏收入增速稳定，移动端收入爆发式增长

联众在 2014 年总收入 4.76 亿，同比增长 101.7%；由于收入的大幅增长，联众 14 年净利润 0.98 亿，同比增 178.5%。分平台看，PC 游戏收入占 64.3%，移动游戏收入占 32.1%。在 PC 游戏中，德州扑克的收入占比最高 (约占 38.3%)，其次是麻将 (约占 29.7%)，最后是斗地主 (约占 13.0%)。14 年联众 MAU (平均每月活跃用户) 2580 万，同比增长 26.8%。其中 PC 端的 MAU 约 1040 万，德州扑克的活跃用户最少，仅 11.1 万名，但 ARPPU (每个付费用户平均每月贡献收入) 最高，贡献了 PC 端游戏收入的 38.3%。

联众 2014 年 PC 游戏增速稳定，移动游戏爆发式增长。2014 年，联众总收入 4.76 亿，同比增 101.7%，远高于其在过去两年的收入增速。这主要是由于 PC 游戏超过往年增速的 45% 增长率以及移动游戏的收入爆发式增长 856%。

但是联众 PC 端游戏收入在 15 年一季度 4 年来首次出现负增长。15 年一季度的下滑主要是受到游戏版本更新以及线下赛事较短的缘故，使得较高端的线下客户在线游戏时间缩短。

受益移动端收入增长，2015 年一季度游戏收入继续迅猛提升。15 年一季度，联众移动端收入继续延续超过 450% 的爆发式增长。同时由于联众 PC 端收入的下降，其移动业务在开始收费三年后也首次超过了 PC 端收入。

表 4: 联众历史业绩 (百万元, %)

	2011	2012	2013	2014	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
游戏收入总计	151.9	198.7	226.2	459.1	204.2	127.1	127.8	163.1
YOY		30.8%	13.9%	103.0%	139.7%	120.4%	53.4%	77.3%
PC 端收入总计	148.0	192.1	210.6	305.7	149.3	78.3	78.1	67.9

YOY		29.8%	9.6%	45.2%	84.0%	46.6%	2.6%	-9.2%
移动端收入	3.8	6.6	15.6	153.4	55.0	48.8	49.6	95.3
YOY		71.6%	137.4%	883.3%	1248.1%	1044.1%	588.9%	450.3%
其他业务	2	7	10	17	3.1	2.7	11.2	1.0
YOY		250.0%	42.9%	70.0%	34.8	22.7%	86.7%	5.9%
总收入	153.9	205.7	236.2	476.1	207.3	129.8	139	164.1
YOY		33.7%	14.8%	101.7%	136.9%	118.7%	55.5%	76.5

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(一) PC 端用户粘性三大指标 11-14 年大幅上升, 15 年一季度开始出现下滑

联众 PC 端收入在 11-14 年快速增长。除去 13 年由于整合平台以及更新支付方式的原因收入增速稍微放缓之外, 11-14 年间联众 PC 端收入 CAGR 达到 27.4%。其中 14 年联众 PC 端游戏收入同比增长更是达到了 45.2%。

PC 游戏收入来自于自主开发的 PC 游戏、特许游戏和第三方营运游戏, 其中自主开发的 PC 游戏收入 2.75 亿, 占 PC 游戏收入的 90%。分游戏类型看, 联众旗下的德州扑克、麻将、斗地主以及其他自主开发游戏在过去 12-14 年均保持了极高的增长速度。其中, 尤以德州扑克的增长速度最为强劲。

然而随着联众 PC 端收入增速在 2014 年下半年开始出现下滑, 其各类细分游戏德州扑克、麻将、斗地主以及其他自主开发游戏的收入增速也均出现不同程度下降。

表 5: 联众各项业务拆分 (百万元, %)

	2011	2012	2013	2014	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
PC 端收入总计	148.0	192.1	210.6	305.7	149.3	78.3	78.1	67.9
YOY		29.8%	9.6%	45.2%	84.0%	46.6%	2.6%	-9.2%
占游戏收入总计	97.5%	96.7%	93.1%	66.6%	73.1%	61.6%	61.1%	41.6%
自主开发游戏收入	90.8	144.6	178.3	275.3	132.7	71.9	70.7	61.5
占 PC 端游戏总计	61.3%	75.3%	84.7%	90.1%	88.9%	91.8%	90.5%	90.6%
YOY		59.2%	23.3%	54.4%	105.8%	55.2%	4.7%	-7.5%
德州扑克	39.8	60.1	70.7	117.1	56.1	30.2	30.8	26.5
YOY		51.1%	17.6%	65.6%	131.6%	75.1%	5.3%	-5.9%
麻将	32.5	62.8	62.6	90.7	43.8	23.1	23.8	20.4
YOY		93.4%	-0.3%	44.9%	85.1%	37.7%	7.7%	-9.0%
斗地主	10.2	13.2	26.9	39.7	19.2	10.8	9.9	9.0
YOY		28.9%	103.9%	47.6%	84.0%	46.3%	7.6%	-3.9%
其他自主开发游戏	8.3	8.5	18.1	27.9	13.8	7.8	6.3	5.5
YOY		1.9%	113.5%	54.1%	119.1%	58.4%	-8.7%	-14.5%
特许游戏	16.5	14.3	17.7	18.1	10.3	3.5	4.3	4.7

YOY		-13.3%	24.0%	2.3%	16.9%	-15.3%	-10.4%	-23.8%
占游戏收入总计	10.8%	7.2%	7.8%	3.9%	5.0%	2.8%	3.4%	2.9%
第三方运营游戏	40.8	33.2	14.6	12.3	6.2	2.9	3.2	1.6
YOY		-18.5%	-56.1%	-15.8%	-20.5%	-1.8%	-17.9%	-20.1%
占游戏收入总计	26.8%	16.7%	6.5%	2.7%	3.0%	2.3%	2.5%	1.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

评价游戏公司的用户粘性一般有三项指标: 平均每月活跃用户数 (MAU)、平均每月付费用户数 (MPU) 和每个付费用户平均每月贡献收入 (又称阿普值, ARPPU)。

11年-14年, 联众PC端的各项数据均在快速提升, 这也使其PC端收入在近年快速提升。然而15年一季度, 联众在几项指标上均出现了明显下滑。相对应的, 联众PC端收入四年来首次出现下滑。

PC端各项游戏MAU在经历前期快速增长后, 在15年一季度均停止增长。PC端的MAU增速从12年的61.4%降低至15年一季度的-2.1%, 这可能是由于客户从PC端开始分流向移动端。

分游戏类型看, 活跃客户最少的德州扑克到14年为止MAU增长势头强劲, 12-14年CAGR达到94.9%, 但是这种快速增长的势头在15年一季度停止, 该季度PC端德州扑克仅上升0.9%; 麻将将在过去三年的增速稳定在40%上下, 在15年一季度MAU同样仅上升1.0%。斗地主MAU增速则在2015年一季度延续了过去三年持续增速下滑的势头。而客户人数最多的其他自主开发游戏, 其MAU则持续呈下降趋势。

表6: 联众PC端MAU (千户)

	2011	2012	2013	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q1-Q4	2015Q1
自主游戏PC端	4,786	7,723	9,894	10,229	10,450	10,398	9,629
YOY		61.4%	28.1%	5.1%	5.4%	5.1%	-2.1%
德州扑克	15	32	56	108	111	111	109
YOY		113.3%	75.0%	315.4%	85.0%	98.2%	0.9%
麻将	748	1116	1490	1,938	2086	2018	1907
YOY		49.2%	33.5%	38.2%	38.7%	35.4%	1.0%
斗地主	916	2,179	3,222	3,556	3691	3,578	3412
YOY		137.9%	47.9%	10.2%	13.7%	11.0%	1.7%
其他自主开发游戏	3107	4396	5126	4,627	5001	4691	4201
YOY		41.5%	16.6%	-8.9%	-8.3%	-8.5%	-6.4%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

同时, 联众PC端的MPU在经历了11-14年的快速增长后, 在15年第一季度增速也开始放缓。而14年开始, PC端付费用户转化率却在该季度出现了小幅上升。

表7: 联众PC端MPU拆分 (千户, %)

	2011	2012	2013	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q1-Q4	2015Q1
自主PC端	166.2	192.5	256	312	333	324	316
YOY		15.8%	33.0%	43.1%	20.7%	26.6%	2.3%

付费用户转化率	3.5%	2.5%	2.6%	3.1%	3.2%	3.1%	3.3%
---------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

联众的 ARPPU 值经历了 2013 年的负增长后, 在 2014 年增长 22.3%。这主要是由于高质量客户较为集中的德州扑克的 MAU 出现较为明显的增长。德州扑克 MAU 远小于其它几个游戏, 但是在收入中占比最大, 主要是因为玩德州扑克的玩家更优质, 每个付费用户的月均贡献收入 (ARPPU) 最高。但是 2015 年第一季度, 联众 PC 端的 ARPPU 下滑 9.5%。

表 8: 联众 PC 端 ARPPU 拆分 (元, %)

ARPPU (元)	2011	2012	2013	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q1-Q4	2015 年 Q1
自主游戏 PC 端	45	62.4	57.9	70.7	72.0	70.8	64.9
YOY		38.7%	-7.2%	49.3%	28.8%	22.3%	-9.5%

(二) 运营 WPT 赛事助力 PC 端德州扑克收入增长

德州扑克的玩家是联众最有价值用户, 2014 年以 11.1 万的月活跃用户贡献了 PC 端游戏 38.3% 的收入, 以及总游戏 25.5% 的收入。

这主要由于联众通过**独家运营世界顶级 WPT 品牌赛事 (世界扑克巡回赛)**, **独家签约职业选手** (腾讯、博雅没有), Niki, remand 等人, 以及着力为玩家提供 Poker Star 的体验等策略, 持续提高平台品牌附加价值。而作为职业牌手, 选择联众平台主要原因是看中联众平台的中高端属性 (腾讯更多的是初级入门级用户), 青睐联众背后积累的高质量用户。

通过这样的手段, 大量用户由于可以在联众平台找到更多高水平的牌手以及受到追星等因素影响, 加入联众线上平台。这使得联众吸引了大量线下中高端用户, 大大提高了客户粘性以及付费用户转化率, 使其在德州扑克上的收入持续上升。

同时, **独家运营 WPT 本身也成为联众直接增加线上客户及收入的重要来源**。联众为将用户吸引至线上平台, 举办线上资格赛, 获胜者可以进入线下决赛, 去年参与资格赛的人员高达 150 万, PC 端德州扑克 MAU 值在 14 年 Q3 也由前两季度的 10.8 万户上升至 11 万户。线下决赛一般在 10 月举行, 提前两个月线上进行资格赛, 从财务报表可以看出大部分收入是在 Q3 确认。

作为联众重点发展的 PC 端游戏品类, 其在 PC 端收入占比一直稳定在 40% 左右。而随着 15 年一季度联众 PC 端收入的下滑和移动端收入的爆发式增长, 德州在全公司游戏收入占比从 25% 左右下降至 16.2%。

同时, 相比于博雅互动, 联众在德州方面的收入规模依旧较小。

表 9: 联众、博雅德州扑克收入对比

	2010	2011	2012	2013	2014	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015 年 Q1
联众德州扑克收入 (百万元)										
德州扑克		39.8	60.1	70.7	117.1		56.1	30.2	30.8	26.5
YOY			51.1%	17.6%	65.6%		131.6%	75.1%	5.3%	-5.9%
占 PC 端收入		26.9%	31.3%	33.6%	38.3%		37.6%	38.7%	39.4%	39.0%

占总游戏收入	26.2%	30.2%	31.3%	25.5%	27.5%	23.8%	24.1%	16.2%		
博雅德州扑克收入(百万元)										
德州扑克	141.3	280.4	472.6	594	736.7	184.6	190.9	183.3	177.9	167.3
YOY	98.4%	68.5%	25.7%	24.0%	37.8%	36.4%	25.0%	3.4%	-9.4%	
联众德州扑克占博雅德州扑克收入占比										
联众/博雅	14.2%	12.7%	11.9%	15.9%	14.9%	16.5%	17.3%	15.8%		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(三) 移动端收入自 14 年开始出现爆发性增长, 斗地主成为公司收入增长新动力

移动端游戏收入爆发性增长。受益于移动端客户流量对 PC 端客户的分流, 外加联众与移动运营商及其他分销商紧密合作以及对移动游戏功能和商业化的持续改造, 14 年联众移动端收入 1.54 亿, 同比爆增 881.5%; 尤其 14 年前三季度, 增幅超过 1,000%。虽然受基数上升的影响, 联众移动端在 15 年一季度联众移动端收入增速仍然达到 450.3%, 其收入规模超过 PC 端收入。

移动端斗地主成为联众游戏收入端最重要来源。从细分游戏品类来看, 德州扑克在移动端由于刚刚上线, 规模较小。麻将和斗地主则均在 15 年一季度达到了超过 500% 的增长速度。其中斗地主更是贡献了联众 15 年一季度移动端收入的 65.5% 以及游戏总收入的 38.1%。

表 10: 联众移动端收入拆分 (百万元, %)

	2011	2012	2013	2014	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
移动端收入	3.8	6.6	15.6	153.4	55.0	48.8	49.6	95.3
YOY		71.6%	137.4%	883.3%	1248.1%	1044.1%	588.9%	450.3%
占游戏收入总计	2.5%	3.3%	6.9%	33.4%	26.9%	38.4%	38.4%	58.4%
德州扑克								10.4
YOY								-
麻将								18.3
YOY								516.3%
斗地主								62.4
YOY								572.7%
其他自主开发游戏								4.3
YOY								-15.8%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

与移动端收入暴增相对应的, 联众移动端游戏 MAU(每月活跃用户)、MPU(每月付费用户)、ARPPU(付费用户月收入)三大指标在 14 年以及 15 年一季度均大幅增长。

截止 2015 年一季度的数据, 从 MAU 来看, 联众移动端用户最多的游戏项目为斗地主。而客户增长速度最快的分别为其他自主开发游戏以及德州扑克两项。这两个项目的高增长使联众移动端月均活跃客户增长超过 50%。

表 11:联众移动端 MAU (千户)

	2012	2013	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q1-Q4	2015Q1
移动端 (MAU)	1,361 (后三季度)	10,466	14,272	15,695	15,415	21424
YOY			57.0%	25.6%	47.3%	51.7%
德州扑克						405
YOY						-
麻将						3,025
YOY						36.6%
斗地主						16,354
YOY						38.0%
其他自主开发游戏						1640
YOY						2828.6%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

联众移动端的 MPU 在 2014 年及 2015 年一季度均保持了超过 480% 的增长。在 MAU 增速维持在 50% 的情况下, MPU 持续的爆发式增长来自不断提高的付费用户转化率。这显示出联众在移动端商业化取得的成果。

表 12:联众移动端 MPU 拆分 (千户, %)

	2011	2012	2013	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q1-Q4	2015Q1
移动端(MPU)			106	415	772	615	1,515
YOY					595.5%	480.2%	484.9%
付费用户转化率			1.0%	2.9%	4.9%	4.0%	7.1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

在移动游戏的 ARPPU 方面, 联众在 14 年达到 19.6 元, 15 年一季度达到 21 元。虽然远远低于 PC 端客户的消费水平, 但是其依旧保持了强劲的增长势头。

表 13:联众移动端 ARPPU 拆分 (元, %)

	2011	2012	2013	2014Q1-Q2	2014Q3	2014Q1-Q4	2015Q1
移动游戏 (ARPPU)			12.6	18.5	21.1	19.6	21.0
YOY				86.9%	111.0%	55.6%	33.8%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(四) 14 年毛利率有所下滑源于移动端游戏收入占比提升

联众的毛利率自 2012 年以来持续下降, 主要源于移动游戏收入占比快速提升。由于移动游戏需要向三大运营商 (移动、联通、电信) 支付高额渠道费用, 因此毛利率比 PC 游戏更低, PC 端的成本则主要是网上银行的渠道成本, 以及服务器托管费用等。同时, 2015 年一季度移动端客户的大幅提升而带来的毛利率下降, 也是联众一季度净利润增长速度有所下降。

同时, 为了应对移动端客户增多导致公司毛利率下降的局面, 联众采取了诸如给予移动端客户返点鼓励其使用 PC 端进行游戏以及与各大手机厂商合作等手段, 努力稳定公司毛利率水平。

14年下半年开始销售费用率出现大幅上升。联众的销售费用在2014年下半年以及2015年一季度由于销售及市场推广活动及员工薪酬的增加大幅超过了过去几年,这也使得销售费用率出现了明显上升。

表 14: 联众员工人数变化 (人)

	2014年3月31日	2014年12月31日
游戏开发	279	322
+/-%		15.4%
游戏运营	140	171
+/-%		22.1%
一般及管理	83	75
+/-%		9.6%
总计	502	568
+/-%		13.1%
雇员总薪酬 (百万元)	72.5 (13年)	82.7
YOY		14.1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

14年IPO给公司带来大量管理费用。由于一次性上市相关开支以及专业费用、管理人员费用等的增加,联众2014年的管理费用统一远远超过了过往几年的平均水平。随着一次性支出的结束,公司15年一季度管理费用率回到正常水平。

由于营业收入的大幅增长,联众2014年净利润同比增长178.5%,达到9,764万元。

表 15: 联众财务分析 (百万元, %)

	2011	2012	2013	2014	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
营业总收入	156	206	237	476	93.0	114.3	129.8	138.7	170
YOY		33.8%	14.6%	101.7%	101.3%	176.8%	118.9%	55.0%	82.0%
销售毛利率	69.77	73.14	66.23	61.90	66.6%	59.8%	60.0%	62.3%	50.12
毛利	107	151	156	295	61.9	68.3	77.9	86.4	82
YOY		41.1%	3.3%	89.1%	95.3%	153.9%	111.1%	41.6%	33.0%
销售费用	-29	-46	-45	-70	-10.9	-12.5	-17.3	-29.7	-21.0
YOY		58.6%	-2.2%	55.6%	-3.5%	19.0%	76.5%	113.7%	90.9%
销售费用率	18.66	22.30	19.21	14.79	11.7%	10.9%	13.3%	21.4%	12.52%
管理费用	-25	-30	-35	-71	-15.6	-24.1	-14.0	-17.3	-15
YOY		20.0%	16.7%	102.9%	92.6%	190.4%	72.8%	69.6%	-6.2%
管理费用率	16.32	14.50	14.66	14.91	16.8%	21.1%	10.8%	12.5%	8.6%
研发费用	-27	-40	-36	-36	-8	-10	-9	-9	-9
YOY		44.7%	-9.8%	0.00%	-20.7%	-4.9%	4.9%	31.4%	12.9%
研发费用率	17.3%	19.4%	15.2%	7.6%	8.6%	8.7%	6.9%	6.5%	5.3%
销售净利率	13.46	14.21	14.80	20.50	23.2%	10.1%	26.9%	21.3%	16.59
净利润	21	29	35	98	21.6	11.6	34.9	29.5	28
YOY		38.1%	20.7%	180.0%			347.4%	446.3%	30.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

三、战略布局：收购 WPT，打造智力运动产业生态圈

（一）收购 WPT，加速协同发展加速生态圈建设

联众于 2015 年 6 月 22 日宣布以 3500 万美元（2.14 亿人民币）全资收购 WPT 的运营商 Peerless Media Limited。WPT 作为国际广播扑克运动娱乐的顶级品牌，品牌涉猎地方性锦标赛、电视、互联网及移动网络。自 2002 年起，WPT 创办一系列品牌扑克锦标赛电视节目，其内容一直在全球超过 150 个国家及地区广播，其游戏内容主要包括德州扑克、奥马哈等。同时，由于并购后的协同效应以及联众优质游戏的加入，我们认为 WPT 在业绩上未来将会扭亏为盈。

表 16: WPT 历史业绩 (万元)

WPT 业绩	2013	2014
收益	11928	9754.9
税后利润	-2024.8	-4689

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（1）2012 年联众开始与 WPT 合作，通过吸引优质用户提高客户粘性

作为德州扑克国际三大顶级赛事之一（其余两大赛事是 WSOP 世界扑克系列赛、MBP 澳门百万豪客赛），WPT (World Poker Tour) 是唯一一个以巡回赛形式举办的世界顶尖棋牌赛事。自 2012 年开始，联众作为联合主办单位参与中国（三亚）扑克游戏锦标赛，该锦标赛是 WPT 的中国站赛事，已连续举办三届。在联众的运作和推动下，赛事的影响力和范围不断扩大，吸引了国内外众多知名牌手的参加，参赛人数更累计过万。

其中，2013 年 WPT 中国赛共 3000 多人参加，规模超过了所有 WPT 欧巡赛；2014 年，联众首次通过优酷、乐视网、PPTV 等视频公司直播 WPT 中国赛，每日近 70 万人次通过主流视频门户网站观看了赛事。因高组织水平、高国际竞技水准，以及高参与度，WPT 已成为亚洲最具影响力、最大规模、最有口碑的扑克赛事之一。

通过举办线下高水平赛事以及造星等办法吸引更多付费用户至线上平台，联众现有的德州扑克线上游戏业务增长势头良好，线上线下的协同也大大提高了客户的粘性。

在运作 WPT 后，2014 年联众在德州扑克的收入以及 MAU 都出现明显增长，并且以较低的 MAU 贡献了联众超过 40% 的收入，这充分说明了联众与 WPT 合作战略的正确性。WPT 凭借其强大的品牌影响力以及其包括线下赛事、电视节目以及线上平台在内的多媒体形式，能够帮助联众建立与客户更多的接触点，协助其建设具有协同效应的智力运动生态圈。

（2）拓展盈利渠道，获得高素质媒体制作能力

在完成收购 WPT 后，联众得以进一步扩展盈利渠道。联众计划进一步将 WPT 赛事及电视内容在不断扩大的中国用户群，并通过吸引广告及赞助的方式创造新的收益机会。同时，联众也将利用 WPT 海外的游戏平台装入自己开发的游戏已拓展收入渠道。另外，本次收购也抵

消了联众 14 为获取 WPT 亚洲地区 8 年独家授权所花的费用，降低了公司未来成本。

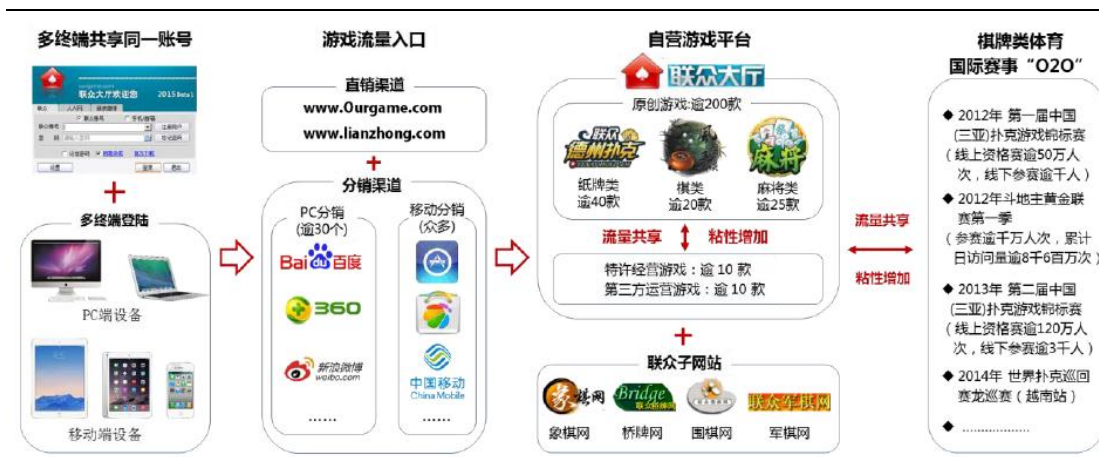
WPT 凭借其高素质的媒体内容让联众控制了世界上最大的智力运动电视库。凭借 WPT 与福克斯体育网、福克斯体育 1 台, CBS 体育电视网及探索频道 Velocity 有着长期的合作关系, 以及其丰富优质的扑克类游戏视频库, 联众也将在全球扩展自己影响力。

我们认为, 该项赛事的成功推广除了能够帮助公司更多吸引付费用户、吸纳高端用户之外, 更展现了联众对世界级赛事卓越的运作能力, 有利于联众实施海外策略、吸引新的高端客户群体, 提升公司的品牌形象。

(二) 同时整合线上线下, 打造智力运动生态圈

联众致力于智力运动产业的垂直行业, 实行线上/线下产品组合策略, 构建协同运作的智力运动生态圈。(1) 线上游戏: 联众拥有一个综合网络游戏平台, 通过多个分销渠道提供 PC 及移动游戏。自有的一站式 PC 客户端联众大厅提供 200 余款游戏, 包括 40 类左右的纸牌游戏, 25 余款以上麻将游戏、20 款棋类游戏、10 余款特许及第三方运营的大型多人网络游戏以及众多其他休闲游戏。通过自有网页 (ourgame.com 和 lianzhong.com) 及通过 30 家第三方分销商 (包括百度、新浪微博、奇虎 360 等中国知名互联网门户) 向游戏玩家提供网页游戏服务。(2) 线下赛事: 14 年连续第三年举办 WPT 中国赛, 每日收视人数达 70 万人次。14 年 10 月, 与世界桥牌联合会及中国桥牌协会举办世界桥牌锦标赛。并于 14 年成功获得世界桥牌联合会主办世界桥牌锦标赛的独家授权。

图 4: 联众国际产业生态系统



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

未来战略布局: 致力于打造一个智力运动产业的生态圈。联众在收购 WPT 后, 希望借其强大的品牌影响力吸引受众, 然后通过网络平台 (如乐视、YY) 及传统电视的转播将影响力放大, 再进行造星, 签约代言人、选手、女主播与粉丝互动, 扩大群众基础, 使得线上线下形成交汇点, 从而进一步促进线上业务发展。公司未来计划向体育产业延伸, 定位于智力运动垂直产业, 利用公司线上线下协同发展的特有模式, 建立智力运动产业生态圈。

图 5: 联众未来战略布局



资料来源: 公司公告, 银河证券研究部

除去对 WPT 的全资收购, 联众还尝试着通过其他渠道开展线上线下的合作:

(1) 广播/传播: 百事通、省级电视台合作

联众独家运营 WPT、世界桥牌同场双人赛等顶级赛事, 吸引了 7 个省级电视台, 8 个线上平台转播, 联众通过与百事通、省级电视台以及网络直播站点合作, 不仅可以获得更多的赞助和广告收入, 有助于推广体育赛事, 增强影响力, 为线上引流, 我们估计目前赞助和广告收入、政府补贴 (连续 3 年在三亚举办 WPT 决赛) 已足够抵消赛事举办成本, 预计 2015 年会有更多直播加入。

(2) 线上游戏: 持续增进平台游戏数量, 移动持续高速增长

线上游戏的未来的目标是保证每月活跃用户数量保持稳定, 进一步提升月付费用户和付费用户的月均贡献收入。

(3) 线上线下交汇点: 受力政策支持, 入股网鱼网咖, 未来 O2O 策略关键

2014 年 11 月, 文化部、工商总局、公安部、工业和信息化部联合印发《关于加强执法监督完善管理政策 促进互联网上网服务行业健康有序发展的通知》、文化部《关于推动互联网上网服务行业转型升级的意见》, 推动上网服务行业转型升级。在政策的支持下, 联众认为下一代网吧将会是其 O2O 策略的关键部分, 投资网吧将成为其开发及拓展在线游戏以及线上/线下赛事的最佳渠道之一。

2014 年 12 月, 联众入股网鱼网咖, 以 3500 万人民币收购网鱼科技 10% 的股权。网鱼网咖作为网游 (dota, 英雄联盟)、棋牌用户体验的新终端, 联众作为其终端后面提供服务的最重要供应商, 每天举办赛事 (德扑) 和电视转播, 网鱼网咖成为联众生态圈的线上线下交汇点。

网鱼网络于 2004 年在上海成立, 网鱼信息科技于 2013 年成立。目前, 网鱼网络及网鱼信息科技在中国经营超过 200 家网吧, 拥有约 2.6 百万名登记用户及约 20000 台电脑。我们预计在 15 年网鱼网咖会扩张到 500 家,

网鱼网咖会为联众提供向网吧发展与业绩扩展其线上/线下锦标赛的新市场推广渠道的机

会。此外，联众可优先和网鱼网咖合作举办棋牌游戏活动，并将享有与网鱼网咖举办活动及推广活动的独家合作权利。最终将巩固联众在电脑游戏和移动游戏的领导地位、加强其线上/线下模式并加强其品牌影响力。

(4) 棋牌教育：2015 将见更多进展

联众有计划将在 2015 年继续完善在线棋牌教育，与百视通的合作也涉及电视棋牌教育，预计将会陆续有相关方面进展。

表 17: 大事记

时间	事件
1998 年	推出 PC 客户端联众世界，以及围棋、升级、中国象棋及桥牌等十款在线棋牌游戏。
2000 年	举办线上围棋赛，超过 1.2 万名玩家参与，为当时吉尼斯世界纪录。
2005 年	开始在线上平台引入第三方营运的游戏，如星际家园。
2008 年	以中国独家代理商身份推出游戏雄霸。
2011 年	推出一系列移动游戏，如单机斗地主，达人麻将移动版等。
2012 年	在中国举办首个德州扑克线上线下综合赛事（WPT 中国赛）。
2013 年	获世界桥牌联合会及中国国家体育总局选为 2014 年十月举行的第 14 届世界桥牌系列锦标赛的协办方。
2014 年	推出世界扑克巡回赛龙巡赛。
2014 年	入股网鱼网咖（中国最大的领先高端连锁网吧之一），成为开发拓展在线游戏以及线上/线下赛事的渠道之一。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 未来的重要看点

(1) 重大赛事授权的扩大：除 WPT 外，联众也在其它重大赛事获得授权。联众在 2014 年 10 月取得了世界桥牌联合会及中国桥牌协会举办的世界桥牌锦标赛（桥牌运动的奥林匹克）的未来四年（2015-2018）的独家授权；文化部和联众计划在湖南，陕西，北京举办中国棋牌竞技大赛；国家体育总局授予的 2015 年第三届全国智力运动会的专营权等。此外，15 年公司将举办第一次举办大型麻将线下赛事，以及斗地主黄金联赛等。

(2) O2O 落地：2014 年 11 月，入股网鱼网咖，网鱼网咖作为网游（dota，英雄联盟）、棋牌用户体验的新终端，联众作为终端后面服务的提供者，每天举办赛事（德扑）和电视转播。将巩固联众在电脑游戏和移动游戏的领导地位、加强其线上/线下模式并加强其品牌影响力。预计在 2015 年 9 月，联众会在工体建立第一家高端网咖旗舰店，内设比赛直播大厅，未来全国采取加盟商模式。

(3) 教育产业：2015 年公司会陆续在棋牌教育领域有所进展。

(4) 与海南省文化广电出版体育厅的战略合作：2015 年 3 月，与海南文化广电出版体育厅合作，公司将于海南设立南方区域总部，发展移动及家庭娱乐业务。

四、其他竞争公司对比

在棋牌类游戏公司中，联众的竞争对手主要有腾讯、边锋、博雅互动，其中腾讯和博雅互动均在港股上市，边锋现为浙报传媒（600633）全资子公司。

（一）博雅互动

1、基本介绍

2004年由张伟成立博雅深圳，2008年开始发展及经营网络棋牌类游戏业务，2013年11月在香港上市，发行2.12亿股，每股价格5.35港元，共募集资金募集11.34亿港元。其2014年收入9.45亿人民币，同比增38%，净利润2.8亿，同比增107%。

博雅在过去几年的规模大于联众，但是由于其今年发展速度明显减慢使得两家公司在2015年一季度的收入、利润差距明显缩小。

表 18：博雅互动历史业绩（百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015年 Q11
营业总收入	156	318	518	681	945	244
YOY		103.8%	62.9%	31.5%	38.8%	10.1%
净利润	73	88	143	136	280	57.6
YOY		20.5%	62.5%	-4.9%	105.9%	-7.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2、深耕海外市场

博雅互动拥有大量的海外玩家，因此过去几年博雅互动带来了将近70%的收入。虽然博雅在2014年注重本土化后，在2014年四季度开始简体中文版本的收入超过了其他语言版本创造的收入，但其海外市场占总收入比依旧远远高于联众。

相对而言，联众主要针对的是国内市场，但国内用户在休闲游戏方面普遍付费率不高。而在联众收购WPT后，其开拓海外市场的步伐也将大幅加快。联众有意将成熟的线上线下模式复制到国外，带来高质量客户，提高知名度。在收购WPT后联众海外市场占比大约为15%。

表 19：博雅收入按文字分（百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
简体中文	63.7	90.3	154.3	217.0	426.2	82.2	90.8	118.1	131.1	110.7
YOY		41.7%	70.9%	40.7%	96.4%	95.6%	79.0%	96.1%	112.2%	34.7%
占总收入比	40.8%	28.4%	29.8%	31.9%	45.1%	37.1%	39.1%	48.5%	53.7%	45.4%
其他语言	92.4	227.6	363.4	464.3	519.1	139.4	141.5	125.3	112.9	133.2
YOY		146.2%	59.7%	27.8%	11.8%	29.8%	32.8%	11.2%	-18.0%	-4.4%
占总收入比	59.20%	71.60%	70.20%	68.1%	54.9%	62.9%	60.9%	51.5%	46.3%	54.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

3、各项游戏收入增速均低于联众

德州扑克具有先发优势。由于其高质量的客户群体，德州扑克对于博雅来说同样是最大的收入来源。在博雅互动的收入结构中，过去几年里德州扑克占比约 85%，远高于联众的 25%。这主要因为博雅互动在德州扑克上的先发优势。但是相较联众，博雅德州扑克的收入增速在 10-13 年以及 2014 年四个季度持续下降。并在 15 年一季度出现负增长。但博雅德州扑克的业务规模仍旧远大于联众。

移动游戏增长大幅落后于联众。博雅移动端收入在 2014 年增长 94.8%。然而博雅的移动端增速自 2014 年一季度的接近 200% 持续下降至 15 年一季度的 28.9%。反观联众，其移动端收入在斗地主及麻将的带领下，2014 年增速达到 883.3%，2015 年一季度增速为 450.3%。

从中可以看出，除了联众的移动游戏起步晚，基数较低的因素外，**联众通过与手机厂商（小米、华为）合作、通过线下比赛将进一步提高用户基数和移动端付费率、以及在移动游戏的产品开发商业化、渠道优化上较博雅均有优势。**

表 20: 博雅业绩拆分 (百万元, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015 年 Q1
收入										
网页游戏	155.0	304.6	430.3	406.2	409.5	110.2	106.8	100.1	92.4	100.3
YOY		96.5%	41.3%	-5.6%	0.8%	-1.7%	2.7%	14.4%	-9.9%	-9.0%
占总收入比	99.3%	95.8%	83.1%	59.6%	43.3%	49.7%	45.2%	41.1%	37.9%	41.1%
移动游戏	1.2	13.3	87.4	275.1	535.8	111.4	129.5	143.3	151.5	143.7
YOY		1040.3%	559.0%	214.8%	94.8%	198.8%	133.2%	68.0%	56.3%	28.9%
占总收入比	0.7%	4.2%	16.9%	40.4%	56.7%	50.3%	54.8%	58.9%	62.1%	58.9%
总计	156.1	317.9	517.7	681.3	945.3	221.6	236.3	243.5	243.9	244.0
YOY		103.6%	62.9%	31.6%	38.7%	48.3%	48.1%	40.8%	22.3%	10.1%
按游戏类型分										
德州扑克	141.3	280.4	472.6	594	736.7	184.6	190.9	183.3	177.9	167.3
YOY		98.4%	68.5%	25.7%	24.0%	37.8%	36.4%	25.0%	3.4%	-9.4%
占总收入比	90.5%	88.2%	91.3%	87.2%	77.9%	83.3%	80.8%	75.3%	73.0%	68.6%
其他游戏	14.8	37.5	45.1	87.3	208.5	37.0	45.4	60.2	65.9	76.6
YOY		153.3%	20.5%	93.4%	138.8%	140.3%	162.4%	129.8%	140.5%	110.3%
占总收入比	9.5%	11.8%	8.7%	12.8%	22.1%	16.7%	19.2%	24.7%	27.0%	31.4%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

从驱动因素看，博雅各个方面的增速也均落后联众:

博雅的 MAU 于 2015 年一季度被联众赶超。博雅网页游戏的 MAU 增速在公司选择战略转型注重移动游戏端后便出现下降；而其移动游戏端的 MAU 在经历 2011、2012 年的高速增长后，增速也开始放缓。联众虽然于 2013 年才开始在移动端收费，但是凭借其极高的移动端 MAU 增长率，该项数据上博雅已在 2015 年一季度被超越。

在 ARPPU 方面，凭借海外客户较高的付费转化率和收费单价，博雅在该项指标上依旧领先联众。但是其网页游戏和移动端游戏 ARPPU 值在 14 年各季度各自单位数的增长，相较于联众在移动端超过 30% 的 ARPPU 增速表明，其后续增长依旧乏力。

表 21: 博雅每月活跃用户 MAU (千户)、ARPPU(元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2014 年 Q1	2014 年 Q2	2014 年 Q3	2014 年 Q4	2015 年 Q1
网页游戏	5,900	8,100	10,568	8,021	8,084	8,071	8,095	8,106	8,084	8,092
YOY		37.3%	30.5%	-24.1%	0.8%	5.4%	13.2%	12.3%	0.8%	0.3%
移动游戏	41.6	1,000	9,950	15,301	19,825	16,390	17,865	18,985	19,825	21,115
YOY		2303.8%	895.0%	53.8%	29.6%	34.1%	28.9%	30.2%	29.6%	28.8%
总计	5,941.6	9,100	20,518	23,322	27,909	24,461	25,960	27,064	27,909	29,207
YOY		53.2%	125.5%	13.7%	19.7%	23.0%	23.5%	24.3%	19.7%	19.4%

付费用户月均收入 ARPPU (元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2014 年 Q1	2014 年 Q2	2014 年 Q3	2014 年 Q4	2015 年 Q1
网页游戏	41.6	55.9	89.2	92.5						
YOY		34.4%	59.6%	3.7%						
德州扑克					407.6	409.1	418.6	419.5	407.6	409.5
YOY						7.5%	9.5%	9.4%	5.2%	0.1%
斗地主					48.3	47.3	47.8	48.1	48.3	48.4
YOY						11.8%	11.9%	12.1%	11.8%	2.3%
其他游戏					10.8	11.7	11.5	14.8	10.8	9.3
YOY						-62.0%	-32.7%	-18.2%	-16.3%	20.5%
移动游戏	16.4	17.5	34.9	12.5						
YOY		6.7%	99.4%	-64.2%						
德州扑克					57.0	53.9	56.1	56.5	57.0	57.7
YOY						10.7%	12.4%	10.1%	10.0%	7.1%
斗地主					17.9	16.8	17.4	17.7	17.9	18.2
YOY						7.7%	10.8%	11.3%	11.2%	8.3%
其他游戏					7.2	8.2	8.4	6.3	7.2	8.8
YOY						-41.4%	-30.6%	-47.1%	-16.3%	7.3%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

3、财务分析

从总收入来看, 博雅的与联众的差距已在 2015 年一季度明显缩小。这主要是由于博雅收入增速在近年相较联众显著放缓。自 14 年开始, 其收入增速已连续 5 个季度下滑。

在毛利率方面, 博雅稍高于联众。博雅的毛利率在 14 年前一直维持在 60% 左右, 14 年四季度开始, 由于低毛利移动端业务的大幅增加和高毛利 PC 端业务的减少, 使其毛利率大幅下降。但是该季度博雅毛利率仍稍高于联众。

销售费用率稍高于联众。博雅同样由于扩展销售渠道以及增加销售人员工资等原因, 近年销售费用出现一定的提升。由于其后入增长速度不如联众, 因此其规模效应不如联众明显, 使得销售费用率稍高于联众。

13 年 IPO 给公司带来大量管理费用。与联众相似, 由于一次性上市相关法律、审计、资讯、管理人员费用等的增加, 博雅 2013 年的管理费用大大增加。14 年后, 博雅的管理费用回

归至正常水平。

虽然由于联众较高的非经常亏损博雅的净利润率仍高于联众,但是我们预计未来联众若继续保持如此高的营收增速,其也将在净利润率上超过博雅。

表 22: 博雅历史业绩 (百万元, %)

(百万元, %)	2010	2011	2012	2013	2014	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
营业总收入	156	318	518	681	945	222	236	243	244	244.0
YOY		103.8%	62.9%	31.5%	38.8%	49.0%	47.5%	40.5%	22.6%	10.1%
销售毛利率 (%)	56.1	57.5	60.6	61.1	60.1	59.9	64.0	60.1	56.6	53.81
毛利	87.5	182.8	314.0	416.0	567.7	133	151	146	138	131.3
销售费用率 (%)	3.87	9.94	15.78	21.68	18.90	19.4%	19.1%	18.5%	18.9%	19.63
销售费用	6	32	82	148	179	43	45	45	46	48
YOY		433.3%	156.3%	80.5%	20.9%	59.3%	25.0%	7.1%	7.0%	16.3%
管理费用率 (%)	4.69	10.66	9.06	16.35	12.42	12.2	11.9	11.5	13.9	12.15
管理费用	7	34	47	111	117	27	28	28	34	30
YOY		385.7%	38.2%	136.2%	5.4%	42.1%	16.7%	7.7%	-19.0%	11.1%
销售净利率 (%)	46.84	27.70	27.58	19.89	29.57	27.9%	32.2%	31.3%	27.0%	23.30
净利润	73	88	143	136	280	62	76	76	66	65.1
YOY		20.5%	62.5%	-4.9%	105.9%	55.0%	153.3%	137.5%	94.1%	-7.5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 边锋

1、基本介绍

边锋创建于 1999 年, 主要由边锋游戏和游戏茶苑两家中国领先的棋牌游戏公司合并运营发展而成, 2004 年整合入盛大网络旗下。2010 年与浩方电竞平台合并为边锋集团。2013 年浙报传媒斥资 32 亿元收购边锋, 边锋现为浙报传媒 (600633) 旗下全资子公司。边锋以在线棋牌、电子竞技平台、桌面游戏、无线终端为四大主营业务, 旗下拥有边锋游戏、游戏茶苑、浩方电竞、三国杀等众多知名品牌。

并入浙报传媒后, 边锋致力打造数字娱乐平台, 14 年积极布局影视、互联网视频和动漫产业。(1) **家庭客厅娱乐**: 推出互联网电视机顶盒边锋盒子, 试水家庭客厅娱乐领域。(2) **电子竞技大赛运营**: 入股专门从事电子竞技游戏的研发和运营公司, 深度介入中国电子竞技产业, 承办了 2014 全国电子竞技大赛 (NEST), 主办了 2014 浙江省电子竞技大赛 (ZEG), 提升了品牌影响力。(3) **游戏直播**: 运营的战舰 TV 也于 2014 年上线, 致力于打造国内最专业的高清游戏直播平台, 探索除游戏及广告外的创新盈利模式, 短短几月已跻身游戏直播平台钱三强, 推进了电子竞技业务的快速发展。

2、与联众模式不同

业务重点不同：边锋的重点是在**电子竞技平台和桌面游戏**上，包括电子竞技大赛的运营、三国杀桌游等。而联众在游戏业务上更侧重于在线棋牌类游戏。

战略定位不同：边锋致力于打造数字娱乐平台，而联众致力于打造智力运动生态圈。

(三) 腾讯

2003年，联众曾是世界上最大的休闲游戏平台，2004年，联众被韩国最大网络游戏集团NHN控股收购，开始重点做大型游戏，而腾讯结合强大社交平台上的海量用户和病毒式的传播风向，迅速抢占市场。直到2010年通过管理层收购，才重新回到棋牌游戏上来。

目前联众相比于腾讯的优势：

联众平台更高端。腾讯的平台用户较为低端，以入门级玩家较多，联众玩家更为高端，具有一定的棋牌游戏经验，且主要为刚工作的白领。

联众拥有权威的独家线下赛事为线上引流，用户粘性更强。签约WPT世界巡回赛亚洲15个国家和地区的8年独家运营权，世界桥牌全球同场双人赛4年独家经营权等。

联众用户获取成本更低。联众作为消费类互联网企业基本没有广告费，主要是通过线下赛事来提高用户粘性，用户获取成本相对较低。

五、A股游戏公司估值

目前A股上市的游戏公司主要集中在中小板和创业板，较为典型的有掌趣科技、天神娱乐和游族网络。

掌趣科技(300315.SZ)是国内领先的移动游戏开发商、发行商和运行商。主营为游戏的开发、发行及运营。

天神娱乐(002354.SZ)原主营业务为地板的研发、设计、生产和销售，后实施重大资产重组，现主营为网页网游和移动网游这两类游戏的研发与发行。

游族网络(002174.SZ)原为专业的伞具制造商和出口商，后实施重大资产重组，现主营为网络游戏的研发与运营。

表 23:A 股游戏公司基本信息

公司名称	代码	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)	主营构成(%)	
					网页游戏	移动游戏
掌趣科技	300315.SZ	397.28	108.56	9.75	38.09%	50.28
天神娱乐	002354.SZ	215.06	70.47	29.27	91.68%	8.32%
游族网络	002174.SZ	246.84	46.95	24.53	88.05%	11.81%

数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

六、投资建议

随着收购 WPT 和世界桥牌锦标赛等赛事、O2O 体验店、棋牌教育的进一步推进，2015 年联众继续保持增长。

(1) 2015 年 PC 游戏方面得益于收购 WPT 的线下引流作用，有望继续稳步增长；(2) 移动游戏由于起步晚，2014 年有爆发式增长，占比达到 32.1%，但相对于博雅互动 56.7% 仍有很大增长空间，未来通过与不同手机厂商合作及线下比赛将进一步提高用户粘性，预计增长仍在三位数以上。(3) 收购 WPT 后，联众有望通过将该项赛事转播引入国内拓宽盈利渠道并进一步打开国际市场。

插图目录

图 1:收购前联众股本结构.....	2
图 2:收购完成后联众股本结构.....	3
图 3: 2014 年 PC 全游戏类别收入占比.....	错误! 未定义书签。
图 4:联众国际产业生态系统.....	13
图 5: 联众未来战略布局.....	14

表格目录

表 1:联众第一次换手.....	3
表 2:联众董事、职工股权激励情况.....	4
表 3:联众第三次换手.....	5
表 4:联众历史业绩 (百万元, %).....	5
表 5:联众各项业务拆分 (百万元, %).....	6
表 6:联众 PC 端 MAU (千户).....	7
表 7:联众 PC 端 MPU 拆分 (千户, %).....	7
表 8:联众 PC 端 ARPPU 拆分 (元, %).....	8
表 10:联众移动端收入拆分 (百万元, %).....	9
表 12:联众移动端 MPU 拆分 (千户, %).....	10

表 13: 联众移动端 ARPPU 拆分 (元, %)	10
表 15: 联众财务分析 (百万元, %)	11
表 16: WPT 历史业绩 (万元)	12
表 17: 大事记	15
表 18: 博雅互动历史业绩 (百万元)	16
表 19: 博雅收入按文字分 (百万元)	16
表 20: 博雅业绩拆分 (百万元, %)	17
表 21: 博雅每月活跃用户 MAU (千户)、ARPPU(元)	18
表 22: 博雅历史业绩 (百万元, %)	19
表 23: A 股游戏公司基本信息	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚，纺织服装行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612

深广地区：詹璐 0755-83453719

海外机构：李笑裕 010-83571359

北京地区：王婷 010-66568908

海外机构：刘思瑶 010-83571359

hetingting@chinastock.com.cn

zhanlu@chinastock.com.cn

lixiaoyu@chinastock.com.cn

wangting@chinastock.com.cn

liusiyao@chinastock.com.cn