

汇实科技 (839712)
游戏虚拟物品交易平台运营商
基本数据

2018年6月13日	
收盘价(元)	17.00
总股本(万股)	3075
流通股本(万股)	1194
总市值(亿元)	5.23
每股净资产(元)	2.86
PB(倍)	5.94

财务指标

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(万元)	6796.18	11421.55	16431.29	20539.11	25673.89
归属于挂牌公司净利润(万元)	40.53	1052.96	2001.39	2524.12	3274.42
毛利率(%)	30.67	33.93	36.54	36.54	36.54
净利率(%)	0.60	9.22	12.18	12.29	12.75
ROE(%)	2.17	24.84	26.39	24.14	25.70
EPS(元)	0.08	1.69	0.67	0.82	1.06

上海汇实信息科技股份有限公司主要从事游戏虚拟物品的交易。依托于公司自主研发的采购平台与销售平台,在全球范围内采购热门游戏的游戏币、游戏道具、游戏帐号等游戏产品,面向国外的游戏玩家进行销售,赚取买卖差价。

随着人们生活节奏的加速以及互联网的发展,在网络游戏中进行社交活动已经逐渐代替了室外运动。人们能利用越来越多的碎片时间玩游戏。目前网络游戏已经成为当下时代的潮流,任何电子设备使用者都有机会接触到网络游戏。网络游戏已经逐渐成为一种特色文化。而网络游戏的高速发展也催生了游戏虚拟物品交易需求。

公司的供应商来源于全球各地。其中游戏工作室主要来源于发展中国家,发展中国家的劳动力成本较低。公司采购的产品,主要销往欧美等发达国家。欧美地区的游戏玩家虽然人数不如亚洲的玩家多,但是其消费能力高于亚洲玩家。经过长期的发展积累,公司自主研发一套风险控制系统,使得国际信用卡诈骗的频率一直低于行业平均水平。公司业务所依托的交易平台均为自主设计、研发,在行业内具有较强的竞争实力。

盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析,预测公司2018、2019年归属于挂牌公司股东净利润为2524.12万元和3274.42万元,每股收益0.82元和1.06元。

风险提示

汇率波动风险,游戏迭代风险,国际信用卡欺诈或恶意消费风险。

李菲菲

lifeifei@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 主营游戏虚拟物品交易	2
■ 公司实际控制人及员工概况	3
■ 网络游戏高速发展，催生游戏虚拟物品交易需求	4
■ 公司采购成本较低，具有丰富客户资源	6
■ 金币业务收入大幅增长，业绩显著提升	7
■ 盈利预测及估值	8

图表目录

图表 1 公司“游易德”游戏虚拟物品采购平台	2
图表 2 公司销售平台——IGVault 网站截图	2
图表 3 公司前 5 大股东持股比例	3
图表 4 公司近 3 年员工数量	3
图表 5 公司员工结构（截至 2017 年末）	4
图表 6 公司员工学历结构	4
图表 7 全球游戏市场价值（亿美元）	5
图表 8 各类游戏市场份额	5
图表 9 公司业务上下游产业示意图	6
图表 10 公司 2017 年营收构成示意图	7
图表 11 公司 2015 年以来营业收入和扣非净利润	8
图表 12 公司 2015 年以来毛利率、净利润率和期间费用率	8
图表 13 公司盈利预测	8

■ 风险分析

公司实际控制人及管理团队方面：

通过公开信息，未发现实际控制人及管理团队存在明显风险。

财务方面：

1、汇率波动风险

公司主要从事游戏内物品的交易，报告期内营业收入主要来自法语德语等语种的境外地区，交易双方主要采取欧元、美元、英镑等外币作为结算货币。由于欧元等外币的汇率变动存在较大不确定性，虽然公司可以通过及时结汇降低汇率变动的不利影响，但是公司未来业务仍然存在一定的外汇波动风险。

公司业务及行业方面：

1、游戏迭代风险

公司经营的游戏内物品如游戏币、游戏道具、游戏账号、数字点卡以及CDKEY等，其交易情况与全球游戏市场需求变化、游戏的受欢迎程度、游戏道具、游戏币等物品的交易体系调整、游戏的版本更新、节假日等季节性需求密切相关，游戏玩家的高活跃度以及玩家数量的快速增长有利于公司销售的增长。目前游戏行业发展迅速，新款游戏产品推出的频率越来越高，热门游戏更新换代的节奏不断增快；热门游戏产品的生命周期逐渐缩短，游戏玩家活跃度降低或者游戏玩家数量的减少，将导致公司所销售相关游戏内物品的销量降低。

2、国际信用卡欺诈或恶意消费风险

公司主营业务为游戏内物品的交易，客户主要来自国外地区，由于境外支付渠道根据客户的申诉需先行赔付并直接从收款方账户扣款，鉴于公司销售产品的虚拟特性，公司会受到国际信用卡欺诈、恶意消费的损失。

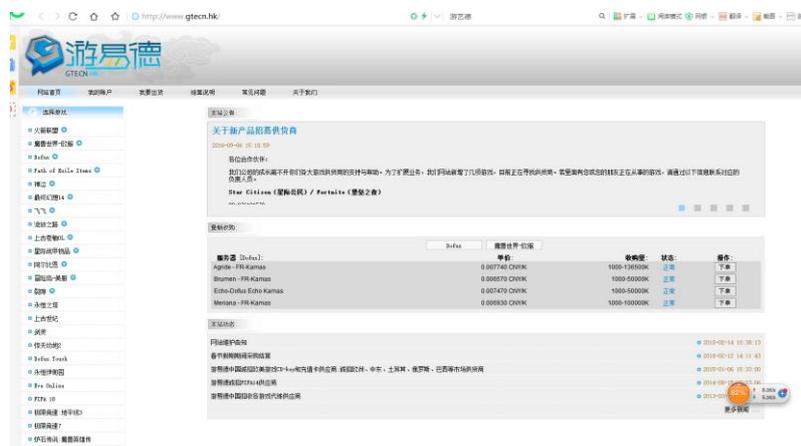
■ 主营游戏虚拟物品交易

上海汇实信息科技股份有限公司成立于 2009 年 6 月，2016 年 11 月挂牌新三板。

公司主要从事游戏虚拟物品的交易，依托于公司自主研发的采购平台与销售平台，在全球范围内采购热门游戏的游戏币、游戏道具、游戏帐号等游戏产品，面向国外的游戏玩家进行销售，赚取买卖差价。

用户可以在采购平台上注册为供货商，根据公司发布的采购需求下单，从而提供货物。供应商下单后，可以随时在网站追踪订单状态，根据公司提供的信息进行交易，交易完成后，由公司定时进行批量结算打款。

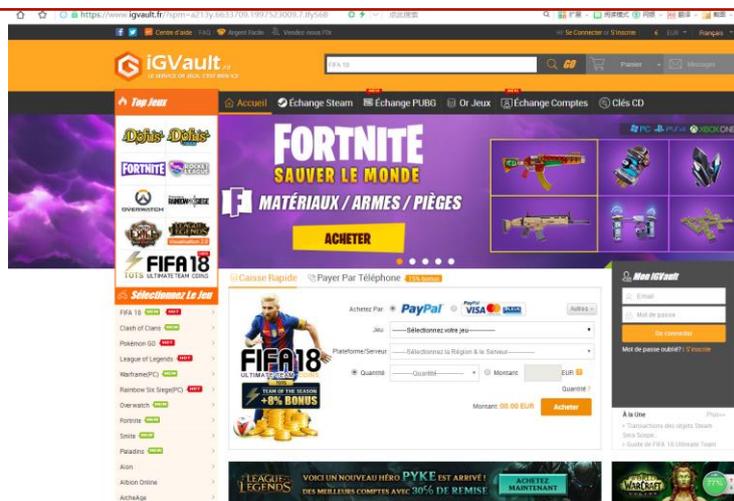
图表 1 公司“游易德”游戏虚拟物品采购平台



资料来源：网站截图

公司销售平台—IGVault 平台购物流程十分简单方便，客户在选择产品之后按照网站引导进行订单信息填写、信息确认、付款等，在整个过程当中，伴随着产品介绍及交易方式引导，让客户清晰明了地进行购买行为。

图表 2 公司销售平台—IGVault 网站截图



资料来源：网站截图

公司于 2017 年下半年起，在开展 B2C 模式的同时，针对部分游戏物品采用 C2C 模式，即公司提供交易平台，买卖双方在平台上自主交易，公司根据交易流水按照一定比例收取平台交易手续费。

■ 公司实际控制人及员工概况

公司控股股东和实际控制人为李秋华先生，直接和间接持股比例合计为 71.64%。

李秋华先生，1983 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2006 年 6 月毕业于上海同济大学；2006 年 7 月至 2009 年 6 月，自主创业；2009 年 6 月至 2016 年 5 月，任汇实科技有限总经理；2016 年 5 月起，任汇实科技董事长兼总经理。

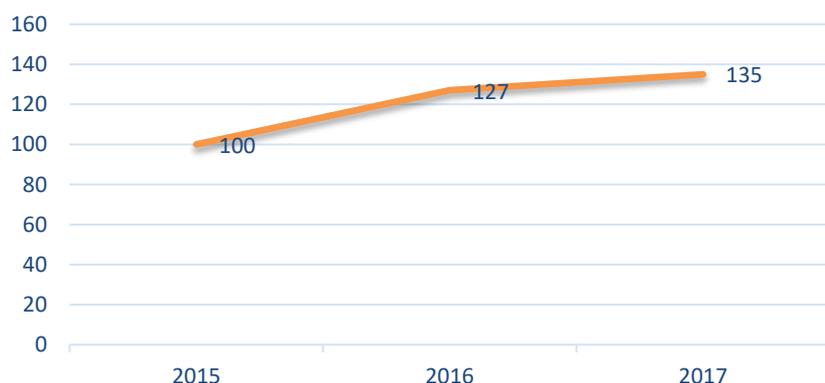
图表 3 公司前 5 大股东持股比例



资料来源：2017 年报

随着公司业务规模的扩大，公司员工数量有所增长。

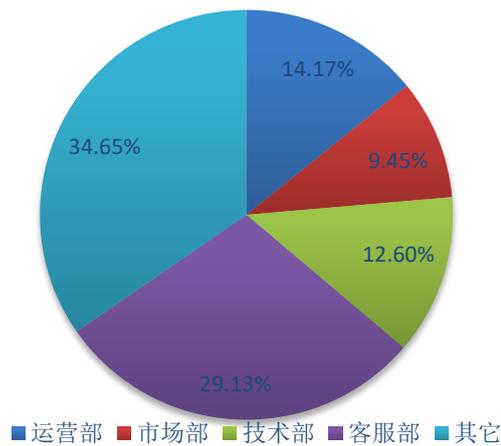
图表 4 公司近 3 年员工数量



资料来源：2016、2017 年报

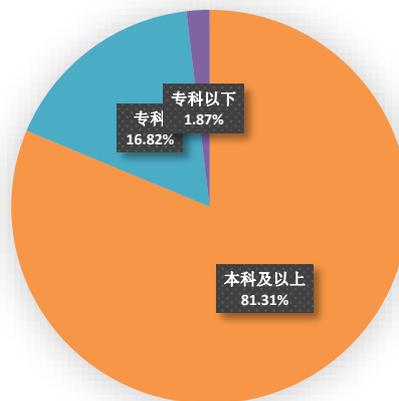
员工结构中，客服部占 29.13%，运营部人员占比 14.17%。公司员工中 81.31% 为本科以上学历，员工整体素质较高。

图表 5 公司员工结构（截至 2017 年末）



资料来源：2017 年报

图表 6 公司员工学历结构



资料来源：2017 年报

■ 网络游戏高速发展，催生游戏虚拟物品交易需求

● 网络游戏兴起，逐渐成为特色文化

随着美国互联网热潮的兴起，越来越多的游戏开发商和发行商进入网络游戏行业，一个规模庞大、分工明确的网络游戏产业最终形成，包月收费模式被广泛接受，在技术上，出现了“大型网络游戏（MMOG）”的概念，游戏的复杂性、玩家在线人数大幅提升，《网络创世纪》、《天堂》等经典网络游戏成为这一时代的标志。

2005 年后，网络游戏行业进入新的发展时期，出现了网页游戏、休闲游戏、移动游戏等多种新型游戏；收费模式上，出现了道具收费、交易收费等多种收费模式，道具收费取代时长收费成为主流收费模式。

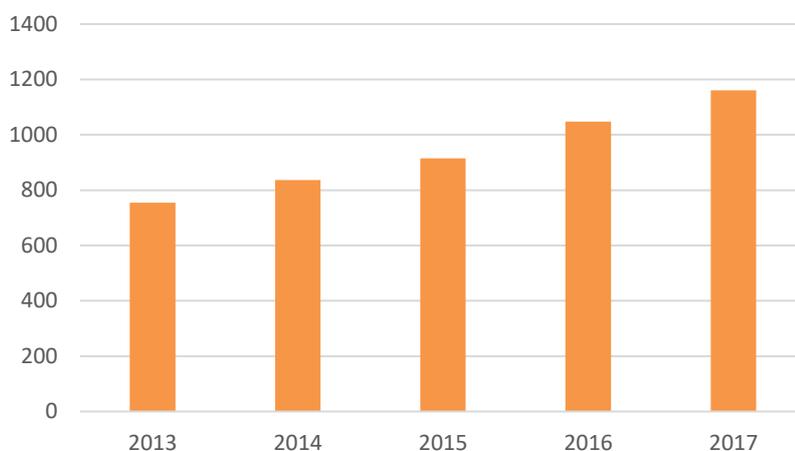
随着人们生活节奏的加速以及互联网的发展，在网络游戏中进行社交活动已经逐渐代替了室外运动。人们能利用越来越多的碎片时间玩游戏。目前网络游戏已经成为当下时代的潮流，任何电子设备使用者都有机会接触到网络游戏。网络游戏已经逐渐成为一种特色文化。而网络游戏的高速发展也催生了游戏虚

拟物品交易需求。

● 全球游戏市场规模持续扩大

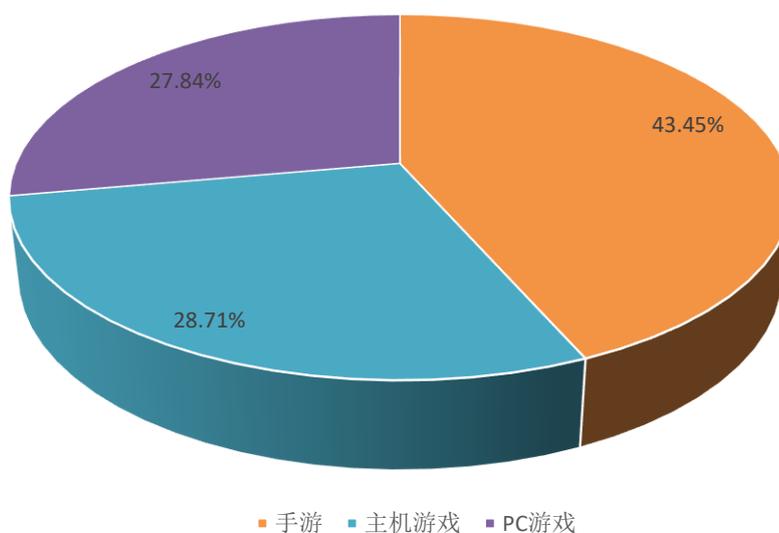
根据荷兰市场研究公司 NEWZOO 发布的《全球游戏收入百大国家》的报告显示，位列全球游戏市场收入榜前十名的国家分别是：中国、美国、日本、韩国、德国、英国、法国、加拿大、西班牙和意大利。NEWZOO 报告显示，全球的游戏市场总值长期稳定增长，由 2013 年的 755 亿美元增长至 2017 年 1160 亿美元，同比增长 10.7%。其中手游类占比 43%，达 504 亿美元，同比增长达 23.3%；主机游戏收入为 333 亿美元，占比 29%，同比增长 3.7%；PC 游戏收入 323 亿美元，占比 28%，同比增长 1.4%。

图表 7 全球游戏市场价值（亿美元）



资料来源：NEWZOO

图表 8 各类游戏市场份额



资料来源：NEWZOO

法国电子游戏软件出版行业协会 (SELL) 在一份数据报告中指出, 2017 年法国电子游戏市场收入达到 43 亿欧元 (约合 53 亿美元), 是欧洲非英语国家市场第一大市场, 同比增长了 18%。

根据 NEWZOO 提供的数据, 2014 年法国游戏游戏收入排名世界第 7, 付费玩家占 57%。其中社交游戏付费玩家最多, 达 2,380 万, 其次是电视游戏玩家, 付费人数为 2,130 万, 第三是电脑游戏玩家, 付费人数为 1,660 万。据 2014 年法国政府公布的数据, 法国于 2014 年为仅次于美国的全球第二大电子游戏制作国。2014 年法国的电子游戏玩家人数达到 3,100 万, 几乎为法国总人口的一半。

根据德国联邦互动娱乐软件协会的行业统计数据显示, 2015 年德国游戏市场销售收入为 28.11 亿欧元, 同比增长 4.5%, 其中: 虚拟交易市场实际销售收入为 5.62 亿欧元, 相比于 2013 年的 2.09 亿欧元增长了 168.90%。

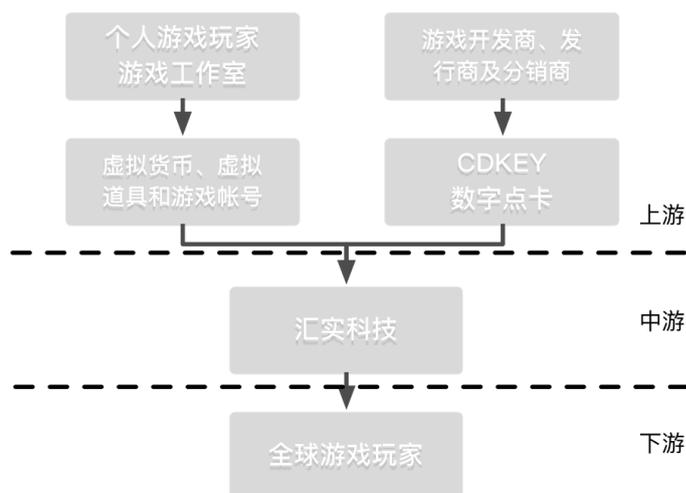
根据艾瑞咨询的统计调查, 2013 年中国虚拟物品交易市场除点卡交易外市场规模达 113.3 亿元, 超过中国网络游戏整体市场规模的 1/10。根据德国联邦互动娱乐软件协会的行业统计数据显示, 2015 年德国游戏市场销售收入为 28.11 亿欧元, 同比增长 4.5%, 其中: 虚拟交易市场销售收入为 5.62 亿欧元, 相比于 2014 年的 4.77 亿欧元、2013 年的 2.09 亿欧元有大幅度的增长。

■ 公司采购成本较低, 具有丰富客户资源

● 公司处于游戏虚拟物品交易中间环节

虚拟货币、虚拟道具和游戏账号是由个人游戏玩家与游戏工作室产出。CDKEY、数字点卡等是由游戏开发商、发行商及分销商等供应。公司向个人游戏玩家、游戏工作室或游戏发行商、开发商及分销商采购了游戏产品后, 再通过公司的销售平台销售给全球范围内的游戏玩家。公司正处于游戏虚拟物品交易的中间环节。

图表 9 公司业务上下游产业示意图



资料来源: 公开转让说明书

公司为电子商务平台运营商，为全球游戏玩家提供安全、便捷、高效的虚拟物品交易平台。公司现在销售 40 余款游戏的货币，50 余款游戏的 CDKEY，未来公司将增加交易平台的虚拟物品种类，拓展产品线。

经过长期的发展积累，公司自主研发一套风险控制系统，使得国际信用卡诈骗的频率一直低于行业平均水平，公司业务所依托的交易平台均为自主设计、研发。在行业内具有较强的竞争实力。

● 采购成本较低

公司的供应商来源于全球各地。其中游戏工作室主要来源于发展中国家，发展中国家的劳动力成本较低。个人玩家虽然主要来源于欧美地区，但是其提供的为其游戏内自产的冗余虚拟物品，因此定价相对于官方价格也较低。因此公司采购同等数量的虚拟物品的成本比市场价格低。

● 积累了丰富客户资源

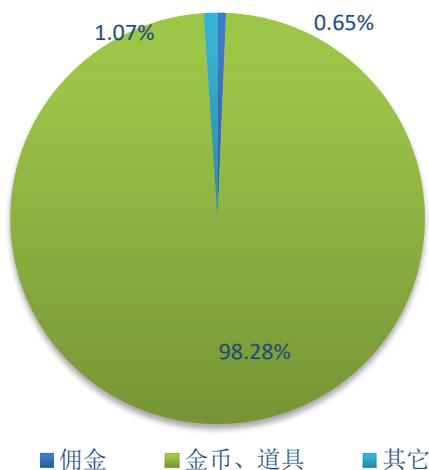
公司采购的产品，主要销往欧美等发达国家。欧美地区的游戏玩家虽然人数不如亚洲的玩家多，但是其消费能力高于亚洲玩家。

公司立足于全球化业务发展，通过自身研发的采购及销售平台提供更为便捷的服务，采购及销售交易平台拥有多种语言在线支持，除了英语外，另设法语、德语、西语、意大利语、阿拉伯语等多种语言在线支持，力求保证全球客户的业务需求。公司经过长期的发展，为全球游戏玩家提供安全、便捷、高效的虚拟物品交易平台，积累了一批稳定、优质的客户。

■ 金币业务收入大幅增长，业绩显著提升

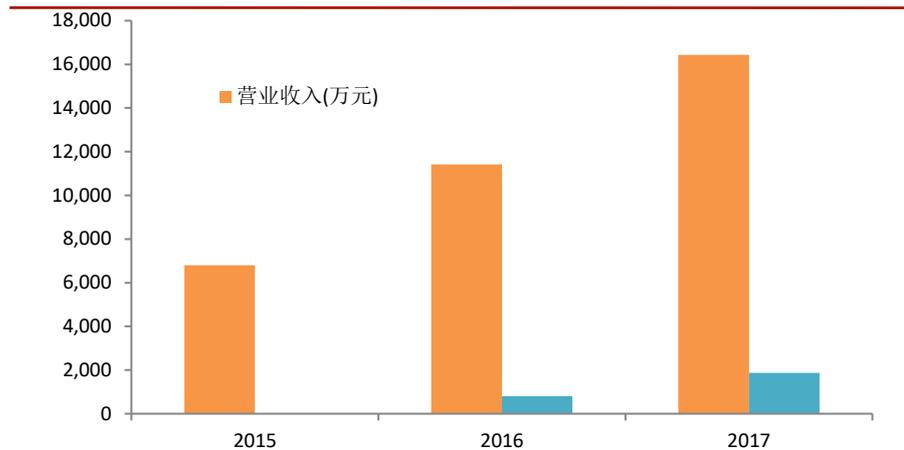
公司 2017 年实现营业收入人民币 1.64 亿元，同比增长 43.86%。归属于挂牌公司股东净利润 2001.39 万元，同比增长 90.07%。主要由于公司加大了推广力度，使金币业务收入大幅增长。另外，由于公司在下半年推出了 C2C 业务，带来了佣金收入的增长。公司毛利率基本保持稳定，盈利能力进一步提高。

图表 10 公司 2017 年营收构成示意图



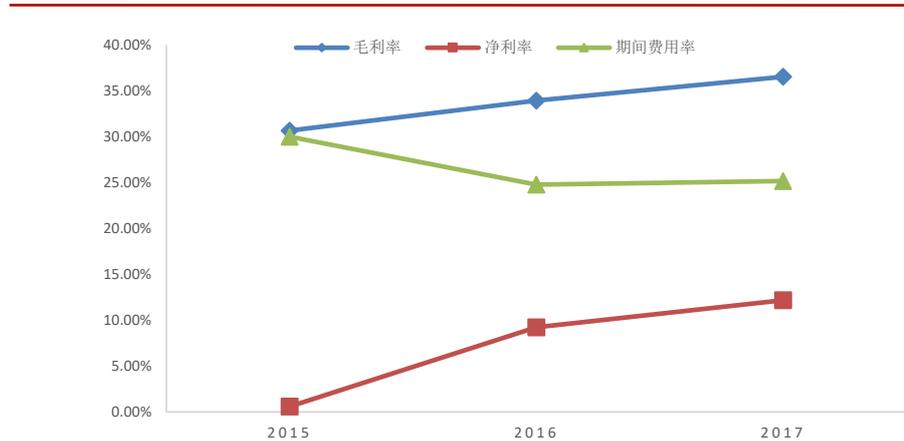
资料来源：2017 年报

图表 11 公司 2015 年以来营业收入和扣非净利润



资料来源：Choice

图表 12 公司 2015 年以来毛利率、净利润率和期间费用率



资料来源：Choice

公司控股重孙公司 Glocash Payment 于 2017 年 11 月取得了欧盟电子货币机构牌照，公司计划在未来通过此牌照在境外开展支付相关业务。

■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析，预测公司 2018、2019 年归属于挂牌公司股东净利润为 2524.12 万元和 3274.42 万元，每股收益 0.82 元和 1.06 元。

图表 13 公司盈利预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(万元)	6796.18	11421.55	16431.29	20539.11	25673.89
归属于挂牌公司净利润(万元)	40.53	1052.96	2001.39	2524.12	3274.42
毛利率 (%)	30.67	33.93	36.54	36.54	36.54
净利率 (%)	0.60	9.22	12.18	12.29	12.75

ROE (%)	2.17	24.84	26.39	24.14	25.70
EPS(元)	0.08	1.69	0.67	0.82	1.06

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告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。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15% 以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

