

买入 (维持)

6899.HK 联众

目标价: 5.32 港元

现价: 3.86 港元

16Q1 业绩展望: 并表带来收入高增长, 但利润继续受压

2016年5月11日

预期升幅: 37.8%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.5.11

收盘价(港元)	3.86
总股本(亿股)	7.87
总市值(亿港元)	30.39
净资产(亿元)	10.20
总资产(亿元)	11.91
每股净资产(元)	1.30

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(千元)	769,625	940,323	1,094,449	1,238,284
同比增长(%)	61.8%	22.2%	16.4%	13.1%
净利润(千元)	114,351	134,911	181,548	243,092
同比增长(%)	17.1%	18.0%	34.6%	33.9%
毛利率(%)	59.7%	60.0%	61.0%	61.0%
净利润率(%)	14.9%	14.3%	16.6%	19.6%
净资产收益率(%)	12.0%	12.4%	14.7%	16.8%
每股收益(港元)	0.18	0.21	0.29	0.38
市盈率	21.4	18.1	13.5	10.1

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告

联众(6899.HK)首发报告《棋牌游戏为核心, 构建智力运动生态圈》

联众(6899.HK)跟踪报告《业绩符合预期, 生态圈主要环节逐步兑现》

联众(6899.HK)跟踪报告《利润率短期受压, 国际化及智力运动生态圈稳步推进》

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

投资要点

- **我们的观点:** 整体来看, 我们预计联众 Q1 收入将会在 WPT 并表和德州扑克收入增长的两个主要因素推动下保持高速增长, 但是利润由于费用和投资亏损的原因会有所下滑。我们继续看好联众搭建五大生态圈业务 1) 游戏、2) 电竞、3) 中国智力体育、4) 全球竞技娱乐、5) 体育电商的发展策略。各业务将独立产生收入的同时与其他业务形成协同, 相互导流, 增加用户粘性和满足度。而短期内公司的看点在于, 暑假推出的新游戏以及 2016 年 WPT 比赛播放权的授权金额。我们维持公司【买入评级】, 给予 12 个月目标价 5.32 港元, 对应 2016 年 25 倍 EPS。
- **盈利预测及估值:** 我们预测公司 2016、2017 和 2018 年收入分别为 9.4 亿、10.9 亿以及 12.4 亿元, 维持维持【买入评级】, 给予 12 个月目标价 5.32 港元, 对应 2016 年 25 倍 EPS。
- **风险提示:** 1) 新游戏存在较大不确定性; 2) WPT 的融入存在挑战; 3) 智力运动的发展可能不及预期。

报告正文

- **我们的观点：**整体来看，我们预计联众 Q1 收入将会在 WPT 并表和德州扑克收入增长的两个主要因素推动下保持高速增长，但是利润由于费用和投资亏损的原因会有所下滑。我们继续看好联众搭建五大生态圈业务 1) 游戏、2) 电竞、3) 中国智力体育、4) 全球竞技约了、5) 体育电商的发展策略。各业务将独立产生收入的同时与其他业务形成协同，相互导流，增加用户粘性和满足度。而短期内公司的看点在于，暑假推出的新游戏以及 2016 年 WPT 比赛播放权的授权金额。我们维持公司【买入评级】，给予 12 个月目标价 5.32 港元，对应 2016 年 25 倍 EPS。
- **预计游戏增速放缓，但仍有双位数增长：**第一季度有春节的假期，同时也缺乏赛事的支持，所以属于公司的淡季。我们预计第一季度游戏收入环比下降，但同比增长仍将有 10-20%。同比增长主要来源于海外 WPT 网页游戏的并表效果，不过这个体量不是很大，另外就是传统 PC 和移动端德州扑克收入的增长。
- **并表 Peerless 集团，广告、赞助及其他费用将同比大幅提升：**公司在 2015 年 Q3 开始并表 Peerless 集团（拥有 WPT），而且 2015Q1 的广告类及其他收入基数低，所以同比将会大幅提高。同时，在 2015Q4 签订“五棋一牌”的转播授权，也将在 2016Q1 全季度进行收入确认。我们认为“五棋一牌”授权转播只是一个试水，预计公司最有价值的 2016 年度 WPT 大赛的国内直播权以及转播权将会在未来几个月内进行竞标。在目前视频内容资源价格都普遍较高的背景下，我们对最终的授权金额持乐观态度。
- **海外新游戏预计在 6-7 月发布，下半年业绩值得期待：**联众在近期将会推出海外版的德州扑克游戏，包括网页版和手游版，进一步货币化 WPT 平台上原有的会员。我们预计收费模式上面，会从原来的注册年费为主变成与国内的模式相识，通过买游戏币及其他虚拟升值服务。WPT 过去的游戏都是外包的形式，用户体验不是十分理想，我们认为借着联众的游戏研发能力和 WPT 自身品牌知名度，海外棋牌游戏是联众未来收入增长的重要来源。
- **费用增加以及【电竞联盟】处于投入期将导致利润下滑：**销售、管理和研发费用同比预计将会有较大的增长，不过环比会有所下降。另外公司也进行了一定的人员调整，优化内部资源的分配，辞退了部分人员，其中包括历史遗留下来的 RPG 类游戏的研发人员。同时，也产生了一定的一次性遣散费用。电竞联盟的电竞馆在 15 年末才开业，目前仍处于投入期，而且第一季度也属

于淡季，所以作为大股东的联众会产生一定的投资亏损。我们认为随着电竞行业的持续升温，电竞馆的经营利润率在未来有很大的提升空间。

- **盈利预测及估值：**根据最新各游戏的排名以及用户数据，我们维持原来的盈利预测。我们预测公司 2016、2017 和 2018 年收入分别为 9.4 亿、10.9 亿以及 12.4 亿元，维持公司【买入评级】，给予 12 个月目标价 5.32 港元，对应 2016 年 25 倍 EPS。
- **风险提示：**1) 新游戏存在较大不确定性；2) WPT 的融入存在挑战；3) 智力运动的发展可能不及预期。

附表

资产负债表					利润表				
单位: 千元					单位: 千美元				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
固定资产合计	539,251	466,202	463,107	456,763	总收入	769,625	940,323	1,094,449	1,238,284
物业, 厂房及设备	56,573	48,789	37,005	23,222	成本	-310,189	-376,129	-426,835	-482,931
无形资产	97,412	97,412	97,412	97,412	毛利	459,436	564,194	667,614	755,353
可供出售金融资产	234,577	243,765	250,954	256,144	其他收入-经营	24,978	22,480	20,232	18,209
于联营公司之权益	63,453	63,453	63,453	63,453	销售费用	-141,258	-178,661	-197,001	-198,125
递延税项资产	13,768	12,782	14,282	16,532	管理费用	-103,612	-131,645	-142,278	-136,211
流动资产合计	652,694	844,401	1,048,395	1,319,368	行政开支-以股份为基础付款	-47,915	-56,419	-65,667	-74,297
存货	1,928	1,928	1,928	1,928	研发费用	-50,589	-56,419	-65,667	-74,297
贸易及其他应收款项	278,856	248,141	291,853	333,649	财务费用	-663	0	0	0
可供出售金融资产	20,000	20,000	20,000	20,000	占联营亏损	-1232	-985.6	1500	2250
存款	193,057	193,057	193,057	193,057	总经营费用	-320,291	-401,651	-448,881	-462,472
货币资金	155,612	381,275	541,557	770,734	除税前利润	139,145	162,543	218,733	292,881
流动负债合计	124,146	115,162	134,513	156,050	所得税	-27,086	-27,632	-37,185	-49,790
贸易及其它应付款项	71,536	70,002	79,439	89,879	净利润	112,059	134,911	181,548	243,092
递延收入	30,060	31,344	36,482	41,276	少数股东权益	-2,292			
应交所得税	19,309	13,816	18,592	24,895	归母净利润	114,351	134,911	181,548	243,092
非流动负债合计	40,532	40,532	40,532	40,532	基本 EPS (港元)	0.18	0.21	0.29	0.38
股东权益合计(含少数股东权益)	1,027,267	1,154,909	1,336,457	1,579,549	财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
股本	240	240	240	240	利润率				
储备	1,019,758	1,154,669	1,336,217	1,579,309	毛利率	61.9%	59.7%	60.0%	61.0%
少数股东权益	7,269	7,269	7,269	7,269	EBIT 利润率	23.5%	18.1%	17.3%	20.0%
股东权益合计(不含少数股东权益)	1,019,998	1,147,640	1,329,188	1,572,280	净利率	20.5%	14.9%	14.3%	16.6%
现金流量表	单位: 千元				营运资金				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	应收周转天	62.9	95.7	95.0	96.0
除税前利润	139,145	162,543	218,733	292,881	应付周转天	56.7	67.4	67.0	67.0
经营活动之现金	0	261,157	183,508	250,878	回报率				
经营活动产生的现金流量净额	89,780	255,664	188,284	257,180	资产回报率	10.1%	9.6%	10.3%	12.0%
购买物业, 厂房及设备	-49,075	-10,000	-8,000	-8,001	净资产回报率	11.0%	11.2%	11.8%	13.7%
购买无形资产	-40,184	-20,001	-20,002	-20,003	流动性				
投资活动产生的现金流量净额	-264,658	-30,001	-28,002	-28,004	流动比率	11.6	5.3	7.3	7.8
筹资活动产生的现金流量净额	-37,480	0	0	0	速动比率	11.6	5.2	7.3	7.8
现金及现金等价物净增加额	-212,358	225,663	160,282	229,176	估值				
期初现金及现金等价物余额	367,343	155,612	381,275	541,557	市盈率	21.4	18.1	13.5	10.1
期末现金及现金等价物余额	155,612	381,275	541,557	770,734					

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元踐	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。