

西山居多盈

《兵器谱》成了摇钱树

西山居多盈



现价：-元

主要数据

行业	游戏行业
公司网址	-
实际控制人/持股	张爱明/55%
总股本（万股）	-
总市值（亿元）	-
每股收益(元)	-
每股净资产(元)	-
净资产收益率(%)	-

老拙观点

拙朴与多盈很有缘。张爱明过去的贡献不被承认，所以他走了，创办多盈；老拙受了点委屈，所以也走了，创办拙朴。两家公司成立于同一天，2014 年 4 月 10 日。不同是：一个做游戏，一个做投资；一个出来就是一伙人，一个出来暂时一个人。一款好游戏，充分条件有四：好 IP，好品质，好渠道，好团队，“剑侠情缘之兵器谱”都具备了。更重要的是，创始人憋了一口气，他要赢，而且上来就叫“西山居多盈”。

投资要点

- **优质的 IP：**多盈公司与西山居合作，拥有《剑侠情缘之兵器谱》的免费使用权。作为千万级的 IP 资源，历史三款同名游戏积累大量忠实的大额付费用户，将为《兵器谱》上线后贡献巨额流水。
- **强大的渠道：**多盈公司通过合作华清飞扬在腾讯平台上运营，未来将通过国内最大的游戏公司作为发行商在联运平台进行推广，海外代理合作的是焦扬网络和 VTC。
- **完美的品质与合理的设计：**相比极其优秀的几款页游《传奇霸业》《大天使之剑》《大战神》来说，《兵器谱》在 IP 资源、玩家接受度、平衡性、盈利模式、游戏画质、内容、乐趣、互动性及引导方面丝毫不逊色。《兵器谱》合理设计了收费点，其收费深度更具商业价值，称其为“摇钱树”丝毫不夸张。
- **顶尖的团队：**多盈团队的核心成员深耕行业十余年，团队融合度极高，有成功的经验并且配合默契且具有共同的使命感——打造三板中最具商业价值的游戏帝国！

拙朴分析员
鲸鱼团队、核桃团队

鲸鱼	zjy@zhuopucapital.com
核桃	hey@zhuopucapital.com
菠萝	meixb@zhuopucapital.com
拙朴投资	www.zhuopucapital.com
阿甘金融	www.aganjinrong.com
阿甘搜索	Stock.aganjinrong.com

项目	2016E			2015E	2014 年
	乐观	相对乐观	保守		
总收入	9,746	7,651	4,778	-	-
营业总成本	2,519	1,988	1,481	1,227	529
营业成本	119	68	41	-	-
管理费用	2,400	1,920	1,440	1,227	529
营业利润	7,227	5,664	3,297	-1,227	-529
净利润（税 25%）	5,420	4,248	2,473	-1,227	-529
销售毛利率	98.77%	99.12%	99.15%		
销售净利率	55.61%	55.52%	51.76%		
每股					
总股本	100	100	100	100	100
EPS（元/股）	54.20	42.48	24.73	-12	-5

目录

一、西山居多盈.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 股权结构.....	5
1.3 高管团队.....	5
二、多盈公司分析.....	6
2.1 产品分析.....	6
2.1.1 游戏介绍.....	6
2.1.2 游戏策划——成长节奏设计.....	7
2.1.3 游戏特色.....	8
2.2 财务分析.....	9
2.2.1 资产.....	9
2.2.2 管理费用.....	10
2.3 合作.....	11
2.3.1 华清飞扬——腾讯平台.....	11
2.3.2 焦扬网络——海外市场.....	11
2.3.3 VTC 集团——越南.....	12
2.3.4 联运平台.....	12
2.4 核心优势.....	12
2.4.1 优质的 IP.....	12
2.4.2 强大的渠道.....	13
2.4.3 完美的品质.....	14
2.4.4 摇钱树——收费点设计.....	15
三、游戏行业分析.....	15
3.1 发展历程.....	15
3.2 概念与分类.....	16
3.3 行业概况.....	16
3.4 页游市场.....	18
3.5 页游产业链.....	20
3.6 页游类型.....	20
四、盈利预测.....	21
4.1 总流水预测.....	21
4.1.1 腾讯平台.....	21
4.1.2 联运平台.....	23
4.1.3 海外市场.....	24
4.2 收入预测.....	25
4.2.1 腾讯平台.....	25
4.2.2 联运平台.....	26
4.2.3 海外市场.....	26
4.2.4 版权金.....	27
4.2.5 收入预测小结.....	27
4.3 成本预测.....	28
4.3.1 管理费用.....	28

4.3.2 营业成本.....	28
4.4 估值	29
五、换个角度.....	29
5.1 华清的重视.....	29
5.2 页游竞争相对缓和.....	29
5.3 目前三板无巨无霸.....	29
5.4 金山的算盘.....	30
六、风险.....	30
6.1 可持续发展.....	30
6.2 核心人才流失风险.....	30
公司声明及风险提示.....	31
免责条款.....	31

图表目录

图表 1: 游戏成长节奏规划图.....	7
图表 2: 流水分成预收款.....	10
图表 3: 管理费用项目表.....	10
图表 4: 2015 年管理费用各项目占比	11
图表 5: 2014 年中国页游运营平台竞争格局	13
图表 6: 同类产品品质比较.....	14
图表 7: 游戏技能展示.....	14
图表 8: 同类产品流水分析.....	15
图表 9: 收费点覆盖面及收费深度分析.....	15
图表 10: 游戏产业图.....	16
图表 11: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模.....	17
图表 12: 2011-2018 年中国网络游戏市场结构.....	17
图表 13: 2008-2014 年我国游戏用户规模及增长图	18
图表 14: 2010-2014 年中国页游市场规模	18
图表 15: 页游数量未来预测.....	19
图表 16: 页游产业链分布图.....	20
图表 17: 页游产品分类图.....	21
图表 18: 2014 年腾讯页游开服走势图	21
图表 19: 腾讯页游开服前十名游戏.....	22
图表 20: 2014 年腾讯页游研发前十名	22
图表 21: 联运平台前十大页游开服数.....	23
图表 22: 2014 年联运平台前十大页游流水	23
图表 23: 2014 年联运平台开服分布图	24
图表 24: 中国页游出口规模预测.....	24
图表 25: 腾讯平台的盈利预测（单位：万元）.....	25
图表 26: 联运平台流水预测（单位：万元）.....	26
图表 27: 海外市场流水预测（单位：万元）.....	26
图表 28: 多盈公司收入预测（单位：万元）.....	27
图表 29: 《兵器谱》2016 年收入预测（单位：万元）	27
图表 30: 管理费用预测（单位：万元）.....	28
图表 31: 腾讯平台服务器成本（单位：万元）.....	28
图表 32: 多盈公司盈利预测及估值（单位：万元）	29

一、西山居多盈

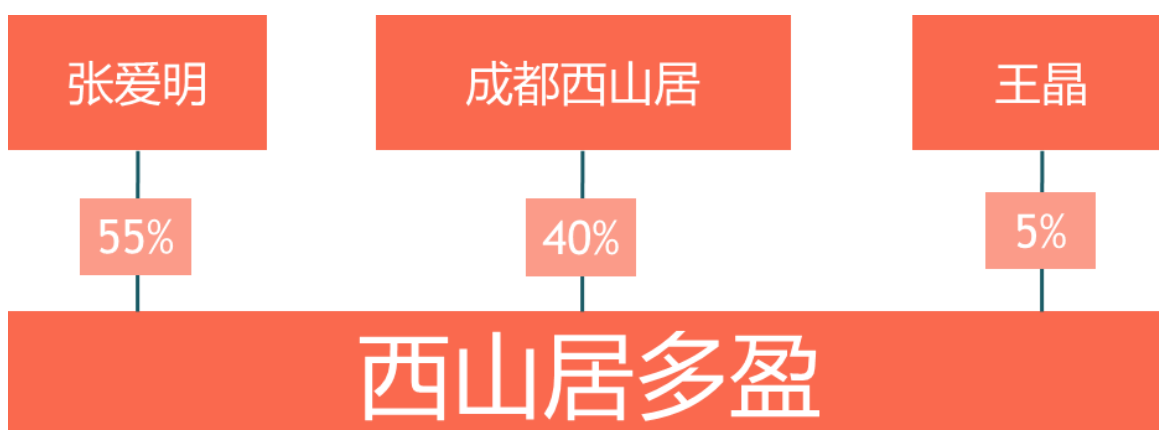
1.1 公司简介

西山居多盈（北京）科技有限公司（以下简称多盈）成立于 2014 年 4 月 10 日，注册资本 100 万。

公司现主营业务为微端网游，成立以来精心研发微端游戏（页游）《剑侠情缘之兵器谱》（以下简称《兵器谱》）。游戏目前处于测试阶段，预计 2016 年一季度前正式上线。

未来公司除页游外，也将进入手游领域，并且手游团队以组建完成。

1.2 股权结构



1.3 高管团队

1、张爱民：董事长、总经理

1982 年出生，2004-2011 年，供职于目标软件北京科技有限公司，熟悉游戏研发、发行、市场等全产业链流程。2011 年加入趣游公司，作为项目经理开发页游《横扫天下》，上线后月流水最高 6000 多万，《横扫天下》的成功或许成为 360 收购趣游的直接原因。

2014 年 4 月，张爱民与西山居合作联合成立了西山居多盈公司。

2、高柱：副总、主策

1982 年出生，北京邮电大学硕士。2003-2010 年，目标软件公司，研发总监。
2010-2014 年，北京乐乐堂公司，任总经理，开发端游和手游《裂天之刃》。

2014 年，加入多盈公司，作为《兵器谱》项目负责人。

3、王晶 董事

1977 年出生，2004-2010 年，供职于目标游戏公司，设计《龙腾世界》、《军魂》。2010 年成立西点工作室。2011-2013 年，创立兵赢天下公司，设计《精英部队》。2013-2014 年，北京虚实互动科技公司合伙人，《特殊使命》制作人。

2014 年随张爱民加入多盈公司，担任董事。

4、于亮 主美

1984 年出生，苏州工艺美院。2007-2009 年，参与《舞街区》、《黑暗与光明》《超越》角色美术设计；2009-2014 年，北京完美世界，参与《笑傲江湖》、《赤壁》、《完美世界 2》美术设计。

2014 年加入多盈公司，担任主美。

5、公司现有员工 51 人，主要以美工设计、游戏开发和游戏测试人员为主。

工种	美工	开发	测试	策划	财务	行政	主管	总计
人数	18	14	8	3	2	2	4	51

二、多盈公司分析

2.1 产品分析

2.1.1 游戏介绍

多盈公司成立至今，全力打造一款顶尖页游——《剑侠情缘·兵器谱》。

《兵器谱》是一款中国古典武侠题材的 3D 写实 ARPG(动作角色扮演类游戏)网络游戏。玩家在游戏中扮演一位武林高手，在波谲云诡的江湖世界中破解重重迷雾，按照兵器谱上的记载，收集天下神兵利器，化解武林危机，拯救天下苍生。游戏画面古朴典雅，场景神秘真实，角色鲜明灵动。玩家通过兵器收集、装备养

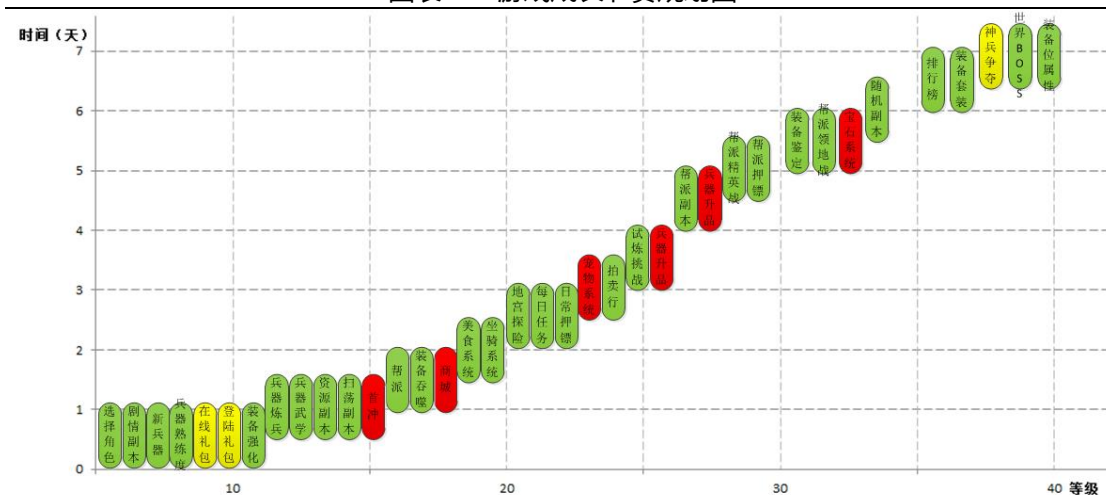
成、帮派交互、地宫探险、组队交互等多样活动玩法，体验精彩的武侠世界，感受别样的剑侠情缘。



2.1.2 游戏策划——成长节奏设计

《兵器谱》让玩家从选择角色开始，配备兵器，强化装备到拥有坐骑，完成任务，帮派押镖，配备宝石再到争夺神兵。经过精心设计，让玩家在游戏中不断体会乐趣，提升技能，完善装备，在游戏中获得生活中无法满足的快感。游戏成长节奏的整体设计，让玩家可以持续数月保持高度热忱，贡献源源不断的巨额流水。

图表 1：游戏成长节奏规划图

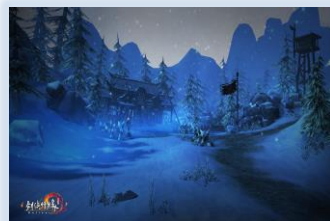


图表来源：拙朴整理

2.1.3 游戏特色

●全 3D 效果，场景神秘真实展示纯正的武侠世界

游戏使用全 3D 来展现场景，将诗词、歌舞、丝绸等多种具有中国特色的元素融入到游戏中。河流、草丛、雪景、竹林、寺庙等配合当前环境音效或者画面表现，置身于游戏中的玩家随时随地能感受到浓浓的神秘的武侠气息。



●角色精美细腻，多种发型服饰随意搭配，鲜明生动

三个不同的外形，分别为：凌风、梦嫣、绮萝，根据不同的外形精心设计各自独有的动作、战斗方式。根据不同外形设计出多种独特的发型和服饰，玩家可根据自己的喜好随意搭配。游戏中怪物种类繁多、搭配剧情和场景都拥有独特的出场方式以及击退、击飞等特殊程序处理效果。



●十八般兵器，体验百余种炫酷技能随意组合

《兵器谱》收藏了十八般兵器，四大类型“单”、“群”、“控”、“辅”，玩家可以通过自己的努力一一获得，每把兵器四个技能，且都具备各自的特色。一场战斗能随意切换已获得的兵器，根据对方和自己的实力来进行兵器搭配和技能释放顺序。特有的“无双”模式，简化了游戏操作，轻松释放每把兵器的大招，炫酷的特效为整场战斗景上添花。



●玩法丰富，搭配电影级音效，随时进行一场酣畅淋漓的战斗

《兵器谱》玩法有个人 PVE、个人 PVP 和组队 PVE、组队 PVP，玩家可以体验到每种玩法的多种不同的活动。游戏不仅有丰富的本服活动，还有精彩的跨服的玩法，不仅有 1 对 1 的 PK，还有 3 对 3 的需要配合的战斗，更有令人期待的跨服帮派争霸战。无论是战在本服，还是称霸跨服，电影级的音效，为玩家随时进行一场场酣畅淋漓的战斗增添不少乐趣。



●战骑萌宠，社交丰富，跨服战斗，不是一个人的江湖路

几十种坐骑、宠物任意挑选；多种社交方式，大、中、小群体的社区交流平台，满足不同玩家的需要。跨服排位赛、联赛、团体赛、单人赛，丰厚的奖励等你来拿。



2.2 财务分析

2.2.1 资产

截至 2015 年 10 月底，多盈公司资产总额 190.7 万，负债总额 1098.5 万，净资产-907.7 万。

负债 1098.5 万中包含三笔流水分成预收款，总计 550 万元。

图表 2：流水分成预收款

笔次	收款时间	预收款金额（元）	付款公司
1	2015·4月	2,000,000.00	华清飞扬
2	2015·7月	1,500,000.00	焦扬网络
3	2015·9月	2,000,000.00	华清飞扬
小计		5,500,000.00	

数据来源：拙朴整理

2.2.2 管理费用

多盈公司成本主要为管理费用，从成立至今累计管理费用为 1506 万。

截至 10 月底，多盈公司 2015 年总计管理费用 977 万，预计 11、12 月可产生 250 万的管理费用，按照 51 人计算，多盈公司人均管理费用为 24 万/年。

图表 3：管理费用项目表

项目	2014	2015	小计
职工薪酬	3,444,833.00	6,332,243.52	9,777,076.52
房租	1,140,000.00	1,177,184.46	2,317,184.46
办公杂费	275,017.29	1,108,333.63	1,383,350.92
广告、业务宣传费	230,000.00	755,000.00	985,000.00
销售费	197,752.94	401,144.24	598,897.18
总计	5,287,603.23	9,773,905.85	15,061,509.08

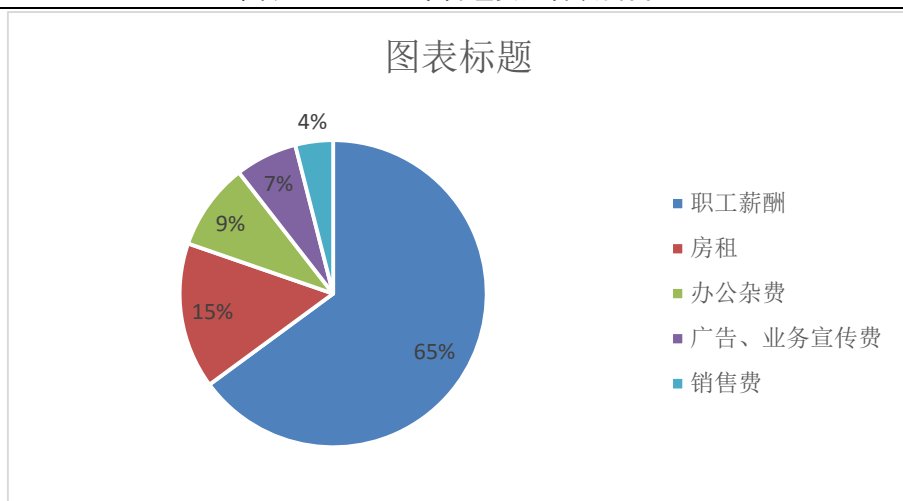
数据来源：拙朴整理

说明：

- 1、职工薪资：工资，公积金，社保，福利等。
- 2、房租：每月 13 万，含物业费；
- 3、办公杂费：办公费用、服务费、水电费，折旧费，其它费用；
- 4、广告业务宣传费：购买点卡、道具等；
- 5、销售费用：业务招待、交通、通讯、差旅、会议费用。

可以看出，多盈主要的管理费用为职工薪酬，占比 65%。公司将于 2016 年初搬迁至新地址，房租将有所变化。其它费用主要为日常运营，相对固定。

图表 4：2015 年管理费用各项目占比



数据来源：拙朴整理

2.3 合作

2.3.1 华清飞扬——腾讯平台

多盈公司目前国内合作的代理商是华清飞扬，华清负责在腾讯平台的推广。

华清飞扬与多盈公司的合作中包含流水分成和版权金。其中流水分成华清飞扬已预付 400 万，版权金待游戏上线达到一定条件后支付，预计 300 万左右。

CP（Content Provider）与腾讯基本按照 3：7 的比例分成，CP 分成中华清与多盈基本对半分。

2.3.2 焦扬网络——海外市场

焦扬网络是国内优秀的海外代理商之一，曾代理过三十多个国家 200 多个运营商的 500 多款游戏。

●台港澳

多盈公司预计可分成流水的 25%左右，目前多盈已收到流水分成预付款 150 万。版权金待达到一定条件后支付，预计 200 万左右。

●俄罗斯、土耳其

多盈公司与焦扬网络共同分享焦扬实际收到的流水分成到账款和转授版权金。

2.3.3 VTC 集团——越南

VTC 集团是越南最大的传媒集团，占越南国内游戏运营市场份额的 65%。多盈公司预计可分成流水的 25% 左右，版权金待达到一定条件后支付，预计 150 万左右。

2.3.4 联运平台

多盈可能通过国内最大的游戏公司做为发行商，负责整个联运平台的推广。

2.4 核心优势

2.4.1 优质的 IP

IP (Intellectual Property)，知识产权，在游戏行业指的是一个游戏的著作权。一个有着优质 IP 的游戏无论是在上线初期用户的量的导入，还是在游戏的推广与没有 IP 的游戏项目比其转化率的影响多为 3 到 7 倍，而在下载方面也数倍差距，收入也有 2 倍悬殊。

一个好的 IP，可以让促进一款游戏获得巨大成功。举例来说，畅游的《天龙八部》在 7 年时间贡献了 20 亿美金的流水，IP 的功劳显而易见。

2013 年针对金庸文学作品，以及针对知名动漫如海贼王、火影等联合维权行动使得 2014 年被称为“IP 元年”。

近年来，IP 价格的水涨船高。不但 IP 授权模式从最开始的买断制，发展为今天的授权+分成模式，就连同一个 IP，版权方也会绞尽脑汁拆分来“吸金”。目前，文学大神的大作、新作授权费可多达 500-1000 万，分成可达流水的 5%-10%。

《剑侠情缘》是由金山公司下属游戏工作室西山居研发的一款角色扮演类游戏，于 2003 年发行。2005 年推出《剑侠情缘 II Online》，2009 年推出《剑侠情缘叁 Online》，三款同 IP 游戏积累了大量忠实大 R（大额付费用户），使得《剑侠情缘》成为极其具有商业价值的优质 IP 资源，其价值保守估计在 2000 万元以上。

多盈公司与西山居合作，拥有《剑侠情缘之兵器谱》的免费使用权，上线后的火爆可以想象。IP 资源或许是董事长张爱民愿意出让 40%股权给西山居的最重要原因。

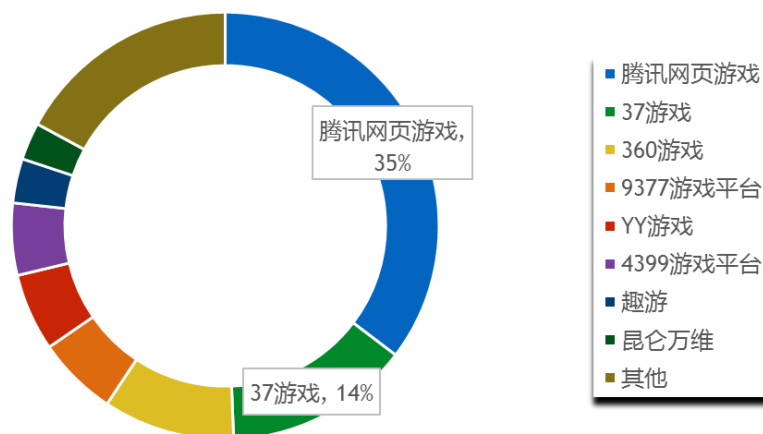
2.4.2 强大的渠道

● 腾讯

腾讯页游平台在中国页游市场中自成生态系统。依然保持着一超多强的，国内现在的页游市场各游戏平台“一超多强”的竞争格局继续保持，**腾讯依旧在领跑所有的平台，占据三分之一的份额**，处于领先地位。凭借庞大的用户基础、多年的运营经验以及雄厚的资金实力，腾讯在页游市场的霸主地位将长期保持。

图表 5：2014 年中国页游运营平台竞争格局

2015年Q1中国网页游戏运营平台竞争格局



数据来源：易观智库、拙朴整理

● 华清飞扬

华清飞扬作为腾讯页游最早的合作伙伴，国内著名的运营商之一，成功开发并运营《QQ 超市》、《红警大战》、《海底世界》等多款月流水过百万的产品。

华清飞扬于 2015 年 11 月挂牌新三板，代码 834195。

● 焦扬网络

焦扬网络是国内顶尖的海外发行平台及游戏出口商，其代理发行和运营的部分产品进入当地排名前十，如《口袋四驱车》、《吞噬苍穹》、《新征途》等。焦扬网络合作 30 个国家的 500 家海外运营渠道，拥有 2000 多家合作的 CP 资源。

●VTC 集团

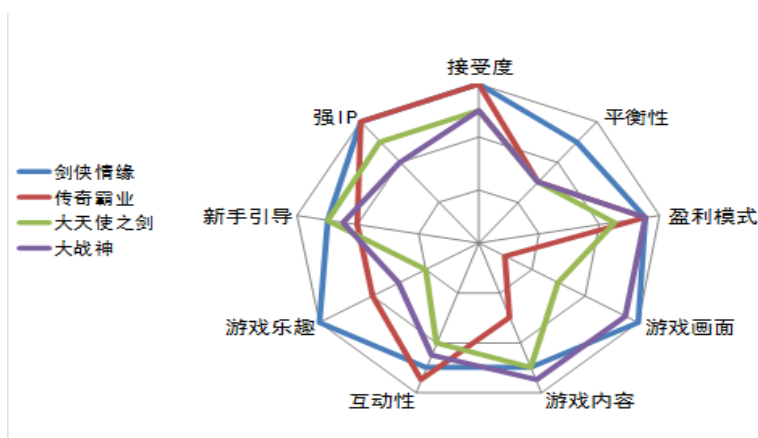
越南 VTC 传媒集团是越南排名第一的传媒集团，隶属于越南国家通讯传媒部。VTC Online 是 VTC 集团下属的全资子公司，专门从事网络游戏的研发与运营。VTC Online 在越南占有游戏市场 65% 的份额，并且与多家中国游戏企业建立了合作关系。

2.4.3 完美的品质

从满足渠道的角度来说，一个游戏的成功既要有好的 IP，也要有卓越的品质。IP 和品质相比，IP 是 0，品质是 1。1 成功了，把价值放大多少倍是看后面的 0。

相比 14 年以来《传奇霸业》、《大天使之剑》、《大战神》这几款优秀的页游来说，《兵器谱》在 IP 资源、玩家接受度、平衡性、盈利模式、游戏画质、内容、乐趣、互动性及引导方面丝毫不逊色这些市场顶尖的产品。

图表 6：同类产品品质比较

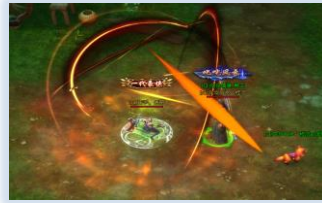


数据来源：拙朴整理

《兵器谱》包含了多种技能展示，完美的品质为玩家带来前所未有的体验。

图表 7：游戏技能展示





类比以上几款页游，可以想象《兵器谱》上线后可贡献的流水收入，称其为“摇钱树”丝毫不夸张。

图表 8：同类产品流水分析

游戏名称	3D画面	开发公司	运营平台	单月开服数	目前流水 (亿元/月)
剑侠情缘	是	西山居多盈	腾讯	N/A	N/A
传奇霸业	否	极光工作室	37游戏	2117	1.4
大天使之剑	否	极光工作室	37游戏	937	0.7
大战神	是	青果灵动	37游戏	657	0.5

数据来源：拙朴整理、IDC

2.4.4 摇钱树——收费点设计

游戏合理地设计了收费点，相比其他几款页游，《兵器谱》的收费深度更具商业价值，真可谓多盈公司的“摇钱树”。

图表 9：收费点覆盖面及收费深度分析

游戏名称	宝石	强化	坐骑	宠物	时装	头饰	披风	修炼	轻功	暗器	游戏名称	主收费点数量	收费深度 (万元)
剑侠情缘	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	剑侠情缘	16	200
传奇霸业	有	有	有	无	有	无	无	无	无	无	传奇霸业	9	100
大天使之剑	有	有	有	有	有	无	无	有	无	无	大天使之剑	12	150
大战神	有	有	有	有	有	无	有	无	无	无	大战神	13	150

数据来源：拙朴整理

三、游戏行业分析

3.1 发展历程

2001 年，盛大代理韩国网游《传奇》大获成功，拉开了中国网络游戏黄金

发展的十年；2006 年，巨人《征途》推出“免费”游戏，通过销售道具改变了传统依靠点卡收费的盈利模式取得巨大突破；2009 年，网络游戏市场步入稳定发展期；近年来，随着智能终端的普及、网络环境的改善、支付方式的便捷、盈利模式的创新及海外市场的拓展，我国网络游戏再次戏迎来了一个爆发期。

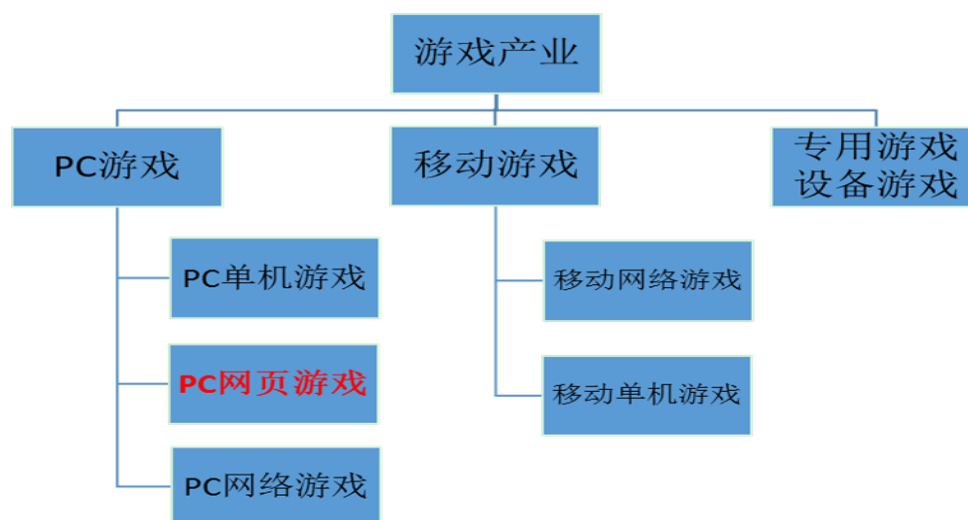
3.2 概念与分类

电子游戏（Electronic Games）是指所有依托于电子设备平台而运行的交互游戏。根据媒介的不同分为三种：PC 游戏、移动游戏（主要是手机游戏）和专用设备游戏等。

PC 游戏是指运行在 PC 机上的游戏。根据使用端的不同，PC 游戏又可以分为 PC 单机游戏、PC 网页游戏和 PC 网络游戏。PC 网络游戏是指需在电脑上安装相应客户端软件才能进行的网络游戏，是传统网络游戏基本形式，俗称端游。PC 网页游戏又称 Web 游戏，无端网游，简称页游。

移动游戏指的是运行在移动终端上的游戏，包括移动单机游戏和移动网络游戏。移动网络游戏是以手机、平板电脑等移动终端为载体，通过安装特定软件或直接通过互联网浏览器进行的网络游戏。

图表 10：游戏产业图



3.3 行业概况

近年来，随着我国网络游戏经营环境的不断改善，网游新品层出不穷，竞争

秩序日趋公平，经营状况显著好转。

2014 年中国网游市场规模首次突破千亿大关，达到 1144.3 亿元，同比增长 24.3%。艾瑞咨询预测未来游戏行业将持续增长，但增长率将逐步下降。

图表 11： 2011-2018 年中国网络游戏市场规模



数据来源：艾瑞咨询、拙朴整理

端游经历多年发展，已步入存量市场，规模增速放缓。随着页游精品化进程的深入及海外市场的拓展，页游格局将维持稳定，占比保持在 17%-20%之间。2014 年，移动游戏首次超过页游，而且随着智能手机渗透率的不断提高、网络环境的持续改善及移动互联网的普及，未来增长将非常迅猛。

图表 12： 2011-2018 年中国网络游戏市场结构

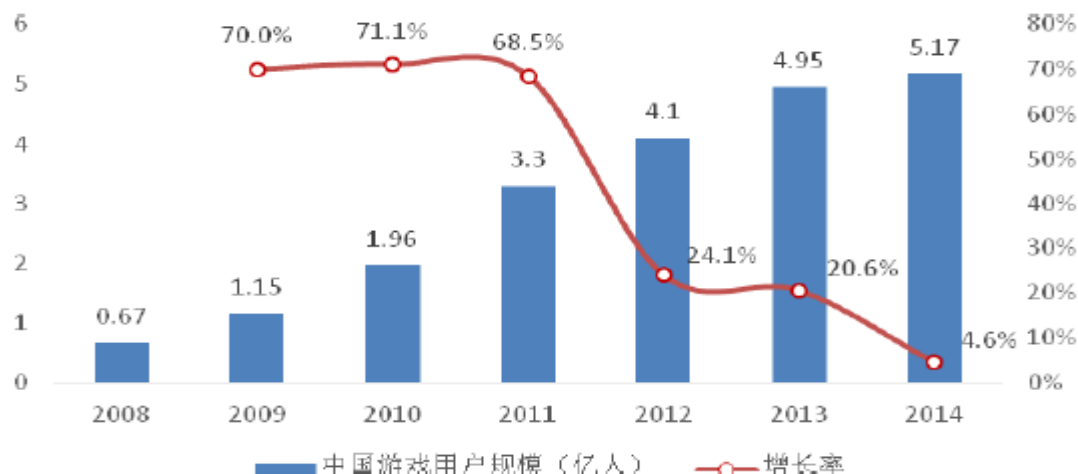


数据来源：艾瑞咨询、拙朴整理

中国游戏市场用户数量规模庞大。根据中国互联网络信息中心发布的《第 35 次中国互联网络发展状况统计报告》，2014 年底中国网民规模达 6.49 亿。互联

网的普及使得网民通过互联网满足碎片化时间娱乐的需求不断增长，中国网游用户数不断上升，截至 2014 年底，我国网游用户规模达到 5.17 亿。

图表 13：2008-2014 年我国游戏用户规模及增长图



数据来源：IDC and CNG 2014、拙朴整理

3.4 页游市场

稳定增长的页游市场。基于 Web 浏览器的网游，无需下载客户端，不存在机器配置不够的问题，而且因为关闭、切换极其方便，其市场份额一直较为稳定。我国页游市场规模已从 2008 年的 40.8 亿增长了 5 倍，2014 年中国页游市场规模达到 222.43 亿元人民币，同比增长 30.5%。

图表 14：2010-2014 年中国页游市场规模



2008 年至今我国页游用户人数持续增长,目前已有 3 亿多的庞大用户群体。2014 年虽然相比 2013 年有所下降,但是随着页游精品化进程的深入,此规模将维持稳定。

2008 年至 2014 年,网页游戏用户数变化情况如下图:



数据来源: IDC and CNG 2014

页游数量未来将有所下降,品质将进一步提升。页游经历过去几年的高速增长后,已步入成熟期,厂商由粗放式竞争进入精细化运作阶段。玩家对画质、玩法等要求的提升,推动着页游精品化进程不断深入,整体行业朝着精品化的方向发展。虽然未来几年页游市场的增速将继续放缓,但通过游戏品质的提升,运营平台的精细运作,页游用户的 ARPU (Average Revenue Per User) 值仍有增长空间。

图表 15: 页游数量未来预测



据不完全统计,截至 2014 年底,国内上线运营的各类页游产品有 2330 款,

较 2013 年略有下降。未来运营平台对高质量、定制产品的需求将加大，或将出现供不应求的局面。

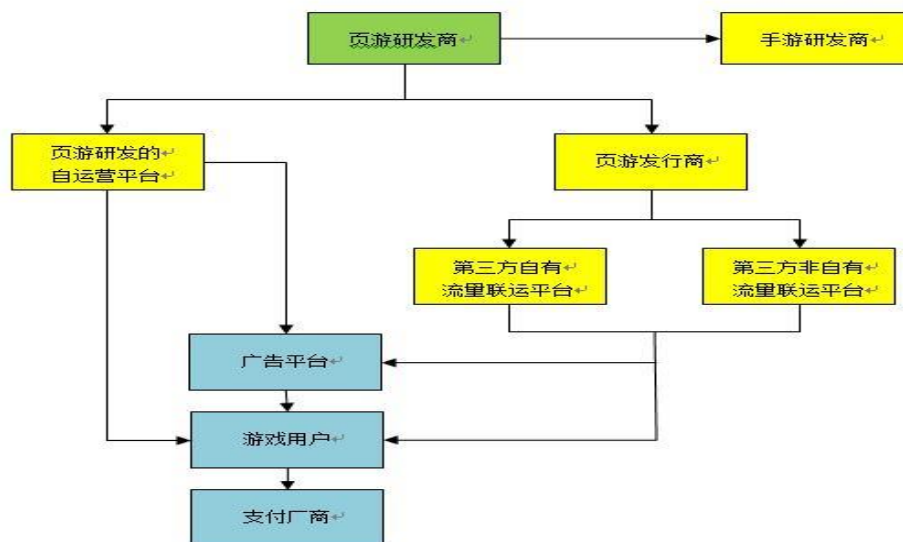
3.5 页游产业链

页游产业链主要涉及页游开发商、平台运营商和玩家，一款页游从研发到游戏用户完成支付一般需要经过 3-5 个环节。

一般情况下，页游开发商将研发好的页游交由游戏发行商发行及推广。在页游领域，发行商的角色经常会由平台运营商兼任。部分规模较大、拥有成熟发行、运营经验的游戏开发商也可以不通过发行商，直接与游戏平台运营商合作，独立负责游戏的发行和推广。

平台运营商负责产品的营销宣传以及渠道建设，将游戏推广给玩家，最终由玩家体验并在游戏中充值付费。运营平台作为连接游戏开发商和页游玩家的重要环节，其主导下的流量和用户变现是页游产业快速增长的直接原因。

图表 16：页游产业链分布图



数据来源：拙朴整理

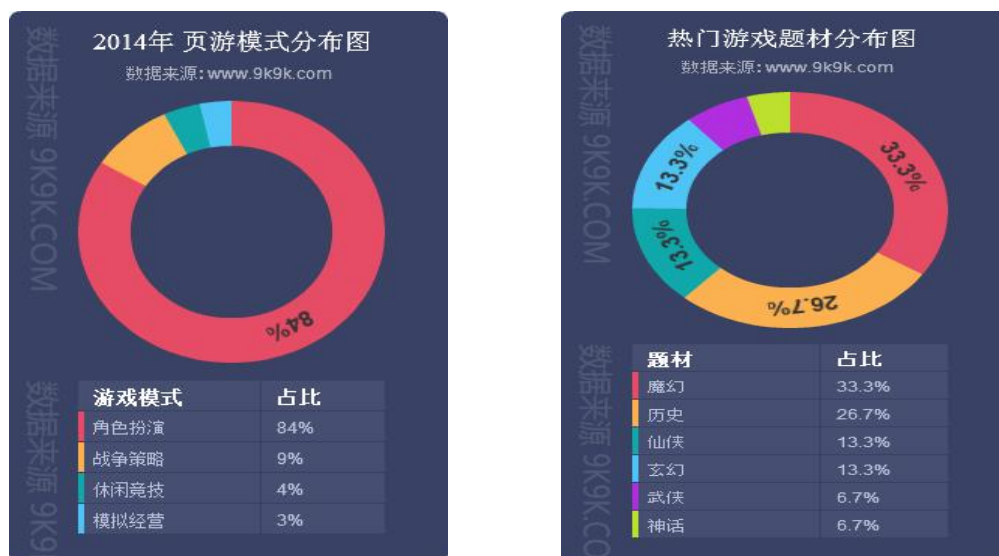
3.6 页游类型

目前市场上页游产品集中在角色扮演类（RPG），占据了 84% 的市场份额，其它则是战争策略（SLG）、休闲竞技及其他类型的产品。

游戏的题材主要集中于魔幻、历史、仙侠、玄幻类。

《兵器谱》属于武侠题材的动作角色扮演类。

图表 17：页游产品分类图



数据来源：9K9K,页游数据中心、拙朴整理

四、盈利预测

4.1 总流水预测

4.1.1 腾讯平台

2014 年腾讯总收入 789.32 亿，其中网游收入 447.56 亿。基于 2014 年页游占整体网游收入的 19%，我们假设腾讯页游的收入为 $447.56 \text{ 亿} \times 19\% = 85 \text{ 亿}$ 。

2014 年腾讯页游总开服 43958 组，每服贡献收入为 $85 \text{ 亿} / 43958 = 19.34 \text{ 万}$ 。

图表 18：2014 年腾讯页游开服走势图



数据来源：9K9K,页游数据中心、拙朴整理

2014 年腾讯页游开服数最高的为明朝网络科技有限公司的《六界仙尊》，总开服数为 1402 服，腾讯前十大开服页游总计开服 8853，平均每款游戏开服 885 服。

图表 19：腾讯页游开服前十名游戏

2014年 腾讯页游开服前十名					
游戏名称	开服数	游戏类型	游戏题材	战斗方式	研发商
六界仙尊	1402	角色扮演	神话题材	即时制	明朝网络
烈火屠龙	1375	角色扮演	奇幻题材	即时制	恺英网络
梵天之怒	1035	角色扮演	仙侠题材	即时制	互爱互动
梦幻Q仙	901	角色扮演	仙侠题材	即时制	水工日辰
战龙三国	849	角色扮演	历史题材	即时制	墨麟集团
三国乱世	806	战争策略	历史题材	回合制	上海锐战
群雄志	763	角色扮演	三国题材	即时制	珠海仟游
飞升	591	角色扮演	仙侠题材	即时制	天神互动
天神传奇	583	角色扮演	神话题材	即时制	天神互动
龙骑士传	548	角色扮演	魔幻题材	回合制	天拓游戏

数据来源：9K9K,页游数据中心

乐观预测：我们假设《兵器谱》可以进入腾讯页游开服榜单前十，按照 885 服的均数计算，腾讯平台的流水数据为： $885 \text{ 服} \times 19.34 \text{ 万/服} = 17116 \text{ 万}$ ；

相对乐观预测：腾讯页游开服第十名的游戏为《龙骑士传》，开服数为 548 服，基于《兵器谱》的综合品质，预测其开服数据为 500，相应的流水数据为： $500 \text{ 服} \times 19.34 \text{ 万/服} = 9670 \text{ 万}$ ；

保守预测：腾讯前十大页游研发商总计上线游戏数 105，总计开服数 14608 服，平均每款游戏开服数为 139 服。按照统计学来说，此数据与整个腾讯平台游戏的均开服数相当。而《兵器谱》的综合品质在众多页游中当属佼佼者，我们保守预测其开服数量为 300 服，相应流水为 $300 \text{ 服} \times 19.34 \text{ 万/服} = 5802 \text{ 万}$ 。

图表 20：2014 年腾讯页游研发前十名

2014年 腾讯页游研发商前十名			
研发名称	游戏数	开服数	腾讯平台占比
互爱互动	13	2068	4.72%
天神互动	14	1963	4.49%
恺英网络	8	1834	4.19%
天拓游戏	9	1729	3.95%
明朝网络	1	1402	3.20%
悦腾网络	15	1398	3.19%
腾讯游戏	13	1217	2.78%
墨麟集团	3	1067	2.44%
动网先锋	20	1022	2.34%
北京漫游谷	9	908	2.07%

数据来源：9K9K,页游数据中心、拙朴整理

4.1.2 联运平台

2014 年中国页游市场规模为 222 亿，腾讯页游收入为 85 亿，除此之外的其他平台（我们这里统称联运平台）收入为 137 亿。

2014 年联运平台总计开服数据为 203206 服，平均每服贡献的流水为：
137 亿/203206=6.74 万（实际数据远远不止）。

基于对联运平台的了解，总计开服数量 203206 的水分较大。预测时将此错误同比例放大，我们也可以得到相对准确的数据。比起精确的错误，不如选择模糊的正确。

联运平台 2014 年前十大页游总计开服数为 72826 服，平均开服 7283 服。

图表 21：联运平台前十大页游开服数

游戏名称	开服数	游戏类型	游戏题材	战斗方式	研发商	入驻平台
烈焰	12291	角色扮演	魔幻题材	即时制	广州创思	27
大天使之剑	11847	角色扮演	魔幻题材	即时制	上海三七玩	20
风云无双	8904	角色扮演	武侠题材	即时制	墨麟集团	39
七杀	8243	角色扮演	武侠题材	即时制	广州四三九九	30
武易	6666	角色扮演	魔幻题材	即时制	广州仙海	31
赤月传说	5574	角色扮演	奇幻题材	即时制	广州创思	17
大闹天宫OL	5552	角色扮演	神话题材	即时制	墨麟集团	33
黑暗之光	5191	角色扮演	奇幻题材	即时制	青果灵动	19
攻城掠地	4473	战争策略	历史题材	回合制	上海锐战	38
暗黑西游记	4085	角色扮演	神话题材	即时制	上海易娱	22

数据来源：9K9K,页游数据中心、拙朴整理

联运平台 2014 年前十大页游总计贡献流水 76 亿，平均流水 7.6 亿。

图表 22：2014 年联运平台前十大页游流水

游戏名称	开服数量	流水（亿）	开服前三平台
烈焰	12291	8.0+	9377 XY游戏 2144
大天使之剑	11847	9.0+	37游戏 百度游戏 360游戏
风云无双	8904	7.0+	37游戏 YY游戏 PPS游戏
七杀	8243	5.0-	4399平台 XY游戏 2144
武易	6666	6.0+	XY游戏 37游戏 5399
赤月传说	5574	7.0+	9377 XY游戏 2144
大闹天宫OL	5552	8.0-	37游戏 百度游戏 YY游戏
黑暗之光	5191	10.0-	游戏网 360游戏 哥们网
攻城掠地	4473	9.0-	37游戏 360游戏 602游戏
暗黑西游记	4085	7.0-	37游戏 360游戏 迅雷牛x页游

数据来源：9K9K,页游数据中心、拙朴整理

前十大页游每服贡献流水为 7.6 亿/7283=10.4 万。

乐观预测：假设《兵器谱》可以进入联运平台前十大页游，取第十名数据，总计开服 4085 服，则其贡献的流水数据为：4085 服*10.4 万/服=42484 万。

相对乐观预测：假设《兵器谱》的流水数据为前十大页游均值的 50%，为 3.8 亿。

保守预测：2014 年运营页游约 2330 款，开服超过 1000 服的游戏占比 6.9%，为 2330*6.9%=161 款。基于《兵器谱》的综合品质，假设其开服数量超过 2000，则可贡献的流水数据为：2000 服*6.74 万/服=13480 万。

图表 23：2014 年联运平台开服分布图



数据来源：9K9K,页游数据中心、拙朴整理

4.1.3 海外市场

目前，具有较强运营能力的页游厂商已经加强对海外市场的布局，并在部分海外市场取得出色成绩。

据前瞻产业研究院最新发布的《2015-2020 年中国网络游戏行业商业模式创新与投资机会分析报告》显示，2014 年中国自主研发网络游戏海外收入达 30.76 亿美元，同比增长 69%。

在 2014 年中国出口的网络游戏中，端游、页游、移动游戏数量占总出口数量的比重分别为 27.73%、30.88%和 41.39%。

图表 24：中国页游出口规模预测



数据来源：易观智库、拙朴整理

页游方面，2014 年出口收入为 9.5 亿美金。目前中国已成为全球页游市场最大的输出国，特别是在东南亚地区，中国页游厂商几乎垄断了当地市场。从中国页游出口地区分布情况来看，港澳台、东南亚、日韩依然是主要的出口地区，进入欧洲、北美和南美市场的页游厂商及产品数量相对较少。

乐观预测：基于优秀的代理商，我们假设《兵器谱》占海外市场规模的 1.5%，为 9.5 亿美金*1.5%=950 万美金，换算人民币 **8700 万元**；

相对乐观预测：海外市场规模占比 1%，贡献流水收入为 **5800 万**；

保守预测：海外市场规模占比 0.5%，贡献流水收入 **2900 万**。

4.2 收入预测

4.2.1 腾讯平台

假设 CP 与腾讯按照 **3：7** 分成，同时预测《兵器谱》在腾讯平台月流水小于 **2000 万**，多盈与华清就 CP 分成按照 **5：5** 分成。

根据游戏进程做了上线时间的三个假设，同时假设上线首月贡献的流水为正常月的 50%，由此测算多盈在腾讯平台的流水为：

图表 25：腾讯平台的盈利预测（单位：万元）

腾讯平台	总流水	月流水	2016 年上线月份	累计上线月数	多盈分成	参数
最乐观	17116	1426	1 月	11.5	2460	15%

			4 月	8.5	1819	
			6 月	7.5	1605	
			1 月	11.5	1390	
相对乐观	9670	806	4 月	8.5	1027	
			6 月	7.5	907	
			1 月	11.5	834	
最保守	5802	484	4 月	8.5	616	
			6 月	7.5	544	

数据来源：拙朴整理

4.2.2 联运平台

多盈公司未来有可能通过国内最大的游戏平台作为游戏发行商在联运平台进行推广。

在联运市场，CP 与运营平台一般按照 3：7 分成。CP 分成的 30%一般要再次分 1/3 给游戏发行商。最终多盈公司实际分到的流水为总流水的 20%。

假设《兵器谱》在腾讯平台上线 3 个月后开始发联运。由此测算多盈公司在联运平台的流水为：

图表 26：联运平台流水预测（单位：万元）

联运平台	总流水	月流水	2016 年上线月份	累计上线月数	多盈分成	参数
最乐观	42484	3540	4 月	8.5	6019	20%
			7 月	5.5	3894	
			9 月	3.5	2478	
相对乐观	38000	3167	4 月	8.5	5383	
			7 月	5.5	3483	
			9 月	3.5	2217	
最保守	13480	1123	4 月	8.5	1910	
			7 月	5.5	1236	
			9 月	3.5	786	

4.2.3 海外市场

假设多盈公司海外市场的平均分成比例为 25%，上线时间较联运平台后推 1 个月，由此测算的流水收入为：

图表 27：海外市场流水预测（单位：万元）

海外市场	总流水	月流水	2016 年上线月份	累计上线月数	多盈分成	参数
------	-----	-----	------------	--------	------	----

最乐观	8700	725	4 月	7.5	1359	25%
			8 月	4.5	816	
			10 月	2.5	453	
相对乐观	5800	483	4 月	7.5	906	
			8 月	4.5	544	
			10 月	2.5	302	
最保守	2900	242	4 月	7.5	453	
			8 月	4.5	272	
			10 月	2.5	151	

4.2.4 版权金

多盈公司已签约的三家代理商总计需支付版权金 650 万元，联运平台其它游戏代理商目前未有合作细节。

4.2.5 收入预测小结

综合上述假设及测算，预测出多盈公司的收入为：

图表 28：多盈公司收入预测（单位：万元）

收入预测	乐观	相对乐观	保守
腾讯	1,605	1,027	834
联运	3,894	3,483	1,910
海外	816	544	453
版权	1,000	650	350
总计	7,315	5,705	3,547

上述预测是按照 2014 年的数据得出的，图表 12 预测 2015 年、2016 年中国游戏市场规模增长幅度分别为 19.5%和 15.9%，假设 2016 年《兵器谱》贡献的流水按照同比例增长(版权金除外)。由此测算出多盈公司 2016 年的收入乐观情况下可达到 9746 万元，保守情况下也有 4778 万元。

图表 29：《兵器谱》2016 年收入预测（单位：万元）

收入预测	增幅	乐观	相对乐观	保守
2014 数据测算		6,315	5,055	3,197
2015	19.5%	7,546	6,041	3,820
2016	15.9%	8,746	7,001	4,428
版权金		1,000	650	350
总计		9,746	7,651	4,778

4.3 成本预测

4.3.1 管理费用

多盈公司的管理费用主要为人员成本，人员薪酬平均年薪为 1.24 万元/月*12 月=14.88 万。其它管理费用较为固定。

根据本报告第二部分财务分析可知，多盈员工平均管理费用为 24 万/年，假设 2016 年多盈员工数范围在 60-100 人之间，相对乐观假设人数为 80 人。由此测算 2016 年的管理费用为：

图表 30：管理费用预测（单位：万元）

预测	乐观	相对乐观	保守
员工数	100	80	60
管理费用	2,400	1,920	1,440

4.3.2 营业成本

当前多盈公司没有营业成本。《兵器谱》上线后，腾讯平台上的服务器费用由多盈与华清分摊。

服务器的市场行情是 300 元/服/月。由此测算腾讯平台上多盈公司需承担的服务器成本如下：

图表 31：腾讯平台服务器成本（单位：万元）

腾讯平台	总流水	服务器	2016 年上线月份	累计上线月数	服务器费用	参数 1	参数 2
最乐观	17116	885	1 月	12	159	50%	300
			4 月	9	119		
			6 月	8	106		
相对乐观	9670	500	1 月	12	90		
			4 月	9	68		
			6 月	8	60		
最保守	5802	300	1 月	12	54		
			4 月	9	41		
			6 月	8	36		

联运平台的服务器成本由运营平台承担，多盈公司无需承担。

4.4 估值

根据上述预测，2016 年多盈净利润保守可达 2473 万元。

图表 32：多盈公司盈利预测及估值（单位：万元）

项目	2016E			2015E	2014 年
	乐观	相对乐观	保守		
总收入	9,746	7,651	4,778	-	-
营业总成本	2,519	1,988	1,481	1,227	529
营业成本	119	68	41	-	-
管理费用	2,400	1,920	1,440	1,227	529
营业利润	7,227	5,664	3,297	-1,227	-529
净利润（税 25%）	5,420	4,248	2,473	-1,227	-529
销售毛利率	98.77%	99.12%	99.15%		
销售净利率	55.61%	55.52%	51.76%		
每股	总股本	100	100	100	100
指标	EPS（元/股）	54.20	42.48	24.73	-12
				-5	

五、换个角度

5.1 华清的重视

华清 2014 年代理游戏的收入为 3277 万，成本为 433 万，2015 年愿意拿出 300 万的版权金并且已经支付 400 万的预付款，说明华清对此款游戏的重视。

5.2 页游竞争相对缓和

目前多数页游公司都已转向手游开发，全国从事手游行业的企业保守估计在 1.3 万家以上，而从事页游的只有几百家。2014 年页游市场份额 19%，手游市场份额 24.9%，在市场份额相差不是悬殊的情况下，页游的竞争相对缓和。

5.3 目前三板无巨无霸

新三板挂牌的游戏公司目前有 40 余家，但是能做出《兵器谱》同类品质的几乎没有。

而 A 股上市公司顺荣三七，游戏联运平台的老大哥，其 2014 年主打的两款产品《大天使之剑》和《传奇霸业》，就综合品质来说，《兵器谱》丝毫不逊色。

多盈公司未来挂牌新三板，无疑将成为三板游戏公司中的榜样。

5.4 金山的算盘

金山公司作为国内十大游戏公司之一，其对游戏行业的理解毋庸置疑。金山公司愿意将其极具商业价值的 IP 资源免费给多盈公司使用，可见其对《兵器谱》的预期。

六、风险

6.1 可持续发展

后续手游、其它游戏的开发及运营是否可以成功，具有不确定性。

6.2 核心人才流失风险

多盈公司核心管理团队和业务骨干具有丰富的页游开发和运营经验，人才对多盈公司的发展具有重要意义，人才的流水将对公司产生重要影响。

公司声明及风险提示

本公司研究报告为拙朴新三板基金喊单之用，为拙朴基金进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给拙朴投资及其特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款

此报告旨为发给拙朴投资的特定客户及其他专业人士。未经拙朴投资事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被拙朴投资认为可靠，但拙朴投资不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。拙朴投资不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

拙朴投资可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表拙朴投资有限责任公司的立场。

拙朴投资敦行投资管理顾问有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

拙朴投资研究部

电话：010-62682957

地址：北京市海淀区北四环西路68号左岸工社 915室

邮编：100080

传真：010-62682957

拙朴投资：www.zhuopucapital.com

阿甘搜索：stock.aganjinrong.com

阿甘金融：www.aganjinrong.com