

2015年01月21日

胡嘉铭
james@e-capital.com.cn
目标价(元)

RMB 41.50

公司基本资讯

产业别	网络游戏		
A 股价(2015/1/21)	29.23		
深证成指(2015/1/21)	11372.18		
股价 12 个月高/低	29.23/29.23		
总发行股数(百万)	280.00		
A 股数(百万)	70.00		
A 市值(亿元)	81.84		
主要股东	周亚辉(36.00%)		
每股净值(元)	8.40		
股价/账面净值	3.48		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	-	-	-

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

游戏产品	98.60%
互联网产品	1.40%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	--
社保	--

股价相对大盘走势

昆仑万维(300418.SZ)

首次评级: Buy 买入

国内领先的移动游戏发行运营商, 海外市场先优势明显

结论与建议:

公司是国内领先的网络游戏开发、发行和运营商, 公司较好把握了国内网络游戏产业发展的趋势, 通过代理运营模式快速提升营收规模, 并及时地将发展重心转向移动游戏。公司提前布局海外市场, 初步建立了遍布全球的游戏发行网, 取得了明显的先发优势。未来两年国内网络游戏市场, 尤其是移动游戏市场规模仍将保持较快的增速, 公司作为业内的领先企业, 仍有望分享行业成长空间。

我们预计公司 2014-2016 年实现营收 19.64 亿元、25.32 亿元和 31.81 亿元, YOY+30%、29%和 26%; 实现净利润 3.43 亿元、4.65 亿元和 6.18 亿元, 扣非后 YOY+39%、35%和 33%; 按发行后的股本摊薄计算, 每股 EPS 为 1.23 元、1.66 元和 2.21 元, 20.30 元的发行价对应 14 年、15 年 P/E 分别为 17 倍和 12 倍, 首次评级给予“买入”建议, 目标价 41.5 (对应 15 年 25 倍 PE)。

- **国内领先的游戏发行和运营商:** 公司是国内领先的网络游戏开发、发行和运营商, 业务主要集中于网络游戏的开发和全球发行, 公司网络游戏业务包括移动网络游戏、网页游戏和客户端游戏。此外, 公司还运营软件应用商店业务。根据易观智库 3Q14 的数据显示, 在国内移动游戏全平台发行市场上, 昆仑万维的市场份额为 8.2%, 位列第五。
- **移动游戏市场迎来爆发增长:** 根据 GPC 发布的相关数据显示, 2014 年中国游戏市场实际销售收入达到 1144.8 亿元, YOY+37.6%。群益金鼎预测未来两年国内游戏市场仍可保持 30%以上的增速, 2015、2016 年收入规模有望突破 1500 亿和 2000 亿。从细分市场看, 2014 年移动游戏收入为 274.9 亿元, YOY+144.6%, 市场份额为 24%, 首次超越网页游戏, 成为排名第二的细分市场。群益金鼎预估国内移动游戏市场规模有望继续保持较快增速, 2015 年市场规模有望超过 480 亿元, YOY+75%。
- **预计 2014 年净利润增长 39%:** 公司 2011 年-2013 年的营收 CAGR 为 53%。按扣非后计算, 净利润的 CAGR 为 16.6%。2014 年 1-9 月公司实现营收 9.68 亿元, YOY+49.8%, 继续保持较快增速。实现净利润 2.52 亿元, YOY+104.38%。群益金鼎预计 2014 年营收 19.64 亿元, YOY+30%, 净利润 3.43 亿元, 按扣非后的口径同比计算, YOY+39%, 增速较之前明显提升。
- **业务多元化, 移动游戏、代理运营占比高:** 近年来, 随着国内移动游戏的快速崛起, 公司游戏业务也日趋多元, 发展重点转向移动游戏, 移动游戏收入占比由 2011 年的 0.1%提高至 1H2014 的 68.5%, 超越页游成为公司营收最主要的来源。从运营模式看, 近三年来, 为了更快地提升运营规模, 抢占市场份额, 公司代理运营游戏的比重快速提升, 由 2011 年的 35.9%提高至 1H2014 的 88%。
- **海外市场先发优势明显:** 公司是最早布局海外市场的游戏公司之一, 初步建立了遍布全球的游戏发行网, 发行运营数十款游戏产品, 取得了明显的先发优势。1H2014 公司海外业务收入占比提高至 78.84%。2014 年我国原创网络游戏出口销售规模达到 30.76 亿美元, YOY+69.02%, 未来两年出口趋势依旧向好, 海外业务将继续成为公司业绩的重要推动力。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2014-2016 年实现净利润 3.43 亿元、4.65 亿元和 6.18 亿元, 扣非后 YOY+39%、35%和 33%; 按发行后的股本摊薄计算, 每股 EPS 为 1.23 元、1.66 元和 2.21 元。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014F	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	218	436	343	465	618
同比增减	%	20.21%	99.62%	-21.28%	35.38%	33.02%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.040	2.076	1.226	1.659	2.207
同比增减	%	20.21%	99.62%	-40.96%	35.38%	33.02%
A 股市盈率(P/E)	X	19.52	9.78	16.56	12.24	9.20
股利(DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50
股息率(Yield)	%	0.00%	0.00%	2.46%	2.46%	2.46%

营运分析

➤ 公司简介

公司是国内领先的网络游戏开发、发行和运营商，业务主要集中于网络游戏的开发和全球发行，公司网络游戏业务包括移动网络游戏、网页游戏和客户端游戏。此外，公司还运营软件应用商店业务。

公司自主研发运营的游戏主要有：《三国风云》、《千军破》、《武侠风云》、《绝代双骄》等网页游戏，以及《风云三国》等移动游戏。公司代理运营的游戏产品主要有：《英雄战魂》、《忘仙》、《时空猎人》、《君王 2》、《武侠 Q 传》、《傲视天地》、《傲剑》、《仙境传说》等。公司已建立了全球化的网络游戏发行和运营网络，将数十款游戏推向港澳台、日韩、东南亚和欧美等海外市场。

公司软件应用商店业务主要包括 Brothersoft.com 和 1Mobile 两个平台，针对 PC 和手机用户提供软件、游戏的下载和购买。

根据易观智库 3Q14 的数据显示，在国内移动游戏全平台发行市场上，昆仑万维的市场份额为 8.2%，位列第五。国内移动游戏全平台发行商竞争格局相对保持稳定，影响市场排名变化主要看有没有新的爆款游戏上市。随着市场竞争的加剧，精细化运营以及与渠道的深度合作将是未来发行商竞争的关键因素。

此次 IPO 公司以 20.30 元的价格发行 7000 万股，募集 14.2 亿元的资金，其中 13.3 亿元将用于移动游戏、网页游戏产品的研发和代理项目，以及客户端游戏代理项目等 5 大项目。

图 1：3Q14 移动游戏全平台发行商市场份额 单位：%

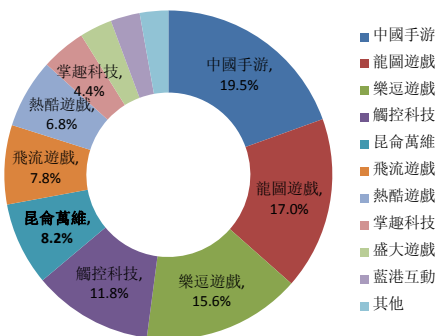


图 2：2014 昆仑万维旗下游戏分布及排名

游戏类型	游戏名称	类型榜单排名(位)
角色扮演 (共1093个)	武侠Q传	16
	仙变	171
	剑魂之刃	194
	疯狂部落	693
动作 (共314个)	西游记Online	119
	剑魂之刃	55
卡牌 (共390个)	疯狂部落	197
	武侠Q传	14
	西游记Online	78

资料来源：易观智库，群益金鼎证券

资料来源：艾瑞咨询，群益金鼎证券

➤ 2015 年国内游戏市场规模可达 1500 亿元

根据游戏工委（GPC）发布的《2014 年中国游戏产业报告》相关数据显示，2014 年中国游戏市场实际销售收入达到 1144.8 亿元，YOY+37.6%。群益金鼎预测未来两年国内游戏市场仍可保持 30% 以上的增速，2015、2016 年收入规模有望突破 1500 亿和 2000 亿。

从细分市场看，2014 年国内客户端游戏收入为 608.9 亿元，YOY+13.5%，市场份额为 53.2%；移动游戏收入为 274.9 亿元，YOY+144.6%，市场份额为 24%；网页游戏收入为 202.7 亿元，YOY+58.8%，市场份额为 17.7%。移动游戏收入增速明显高于其他，且市场份额较 13 年提高 10.5 个百分点，并首次超越网页游戏，成为排名第二的细分市场。

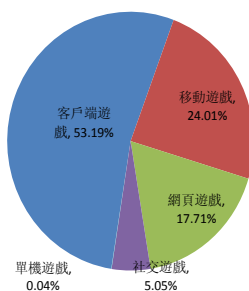
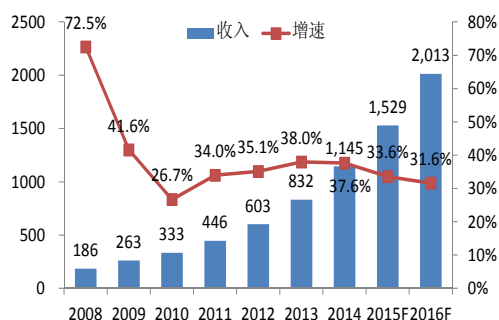
群益金鼎预估国内移动游戏市场规模有望继续保持较快增速，2015 年市场规模有望超过 480 亿元，YOY+75%。

图 3：国内游戏市场规模

单位：亿元，%

图 4：2014 年国内游戏市场收入结构

单位：%



资料来源：GPC，群益金鼎证券预测

资料来源：GPC，群益金鼎证券

➤ 营收规模持续提升，14 年净利润增速有望增至 39%

从公司的营收构成来看，游戏产品是最主要的收入贡献，目前网络游戏普遍采用免费下载虚拟道具收费的内购模式。2011 年至 1H2014，公司游戏产品收入占比由 88.1% 提高至 98.6%。软件应用商店主要有针对海外市场 PC 端用户的 Brothersoft.com，和针对全球 Android 手机用户的 1Mobile 平台。软件应用商店提供软件、游戏等内容的下载服务，并与软件授权商和营销商联盟开展业务合作，获得广告和合作分成收入。1Mobile 目前仍处于市场开拓和用户积累阶段，尚未有显著的营收和明确的盈利模式。

公司 2011 年-2013 年的营收规模分别为 6.42 亿元、8.06 亿元和 15.1 亿元，CAGR 53%。净利润分别为 1.82 亿元、2.18 亿元、4.36 亿元。其中，2013 年净利润大幅增长的主要原因是 Raidcall 语音重组获利 1.84 亿元，剔除此因素和其他非经常性损益后的净利润为 2.47 亿元，YOY+15.3%。按扣非后计算，最近三年净利润的 CAGR 为 16.6%。

根据招股书披露的数据显示，2014 年 1-9 月实现营收 9.68 亿元，YOY+49.8%，继续保持较快增速。实现净利润 2.52 亿元，YOY+104.38%。群益金鼎预计 2014 年营收 19.64 亿元，YOY+30%，净利润 3.43 亿元，按扣非后的口径同比计算，YOY+39%，增速较之前有明显提升。

图 5：营收和净利表现

单位：百万元，%

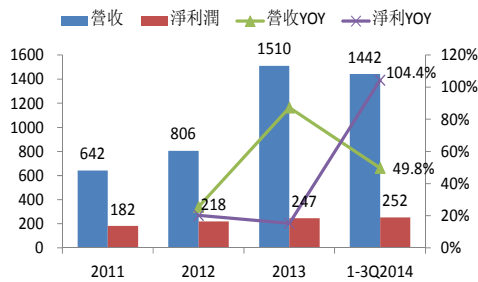
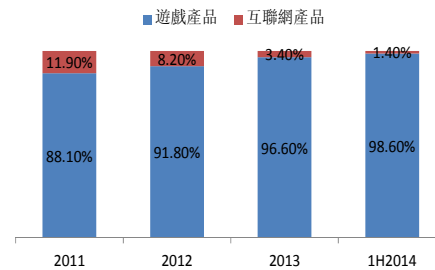


图 6：主营收入构成

单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：公司公告，群益金鼎证券

➤ 游戏业务多元化，移动游戏、代理运营占比高

公司创立初期主要专著于页游的开发和运营，2011 年页游收入占比高达 99%。近年来，随着国内移动游戏的快速崛起，公司游戏业务也日趋多元，发展重点转向移动游戏，公司移动游戏收入占比由 2011 年的 0.1% 提高至 1H2014 的 68.5%，超越页游成为公司营收最主要的来源。目前公司的游戏业务已覆盖移动游戏、网页游戏、网页社交游戏、客户端游戏等不同类型。

从运营模式看，公司一直以来都是采用“自主运营+联合运营”的模式。联合运营模式又分为“授权运营”和“代理运营”两种模式。近三年来，为了更快地提升运营规模，抢占市场份额，公司代理运营游戏的比重快速提升，由 2011 年的 35.9% 提高至 1H2014 的 88%。

表 1：游戏运营模式比较

	运营模式	特点
自主运营	公司自主研发游戏产品并独立推广运营	承担运营成本
授权运营	把自主研发或拥有代理权的游戏产品授权给第三方平台运营商	不承担运营成本，获得收入分成
代理运营	代理运营其他游戏开发商研发的产品	承担运营成本，支付代理费和收入分成

资料来源：群益金鼎证券整理

图 7：游戏业务营收构成（按业务类别）

单位：%

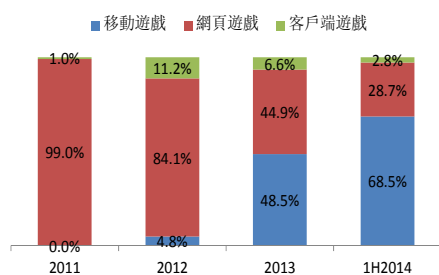
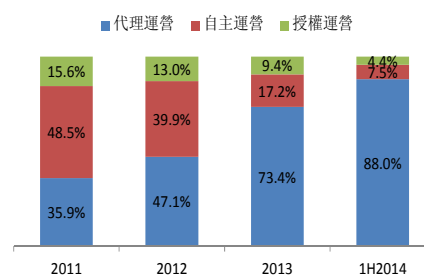


图 8：游戏业务营收构成（按运营模式）

单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：公司公告，群益金鼎证券

➤ 抢先布局海外市场，先发优势明显

公司是最早布局海外市场的游戏公司之一，自 2009 年以来大力拓展海外市场，目前业务已覆盖数十个国家和地区，初步建立了遍布全球的游戏发行网，发行运营数十款游戏产品，并形成了独特的网络游戏业务国际化模式。公司在港澳台、日本、韩国、东南亚、欧美等地都建立了发行网络，取得了明显的先发优势。

公司在主要运营地建立独立子公司，实现本地化运营，同时在北京总部设立对应的运营和管理部门，实现垂直化管理，有利于统筹协调和资源共享。此外，公司还根据海外市场的不同特点，组建强大的本地化技术团队，对游戏进行深度的本地化处理，使之在玩法、内容、背景灯方面跟符合当地玩家的特点。

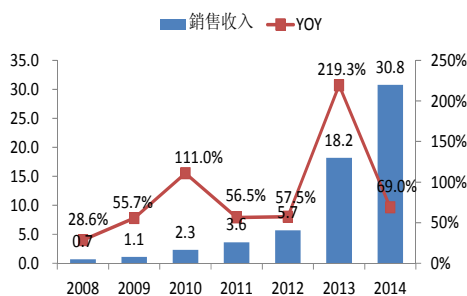
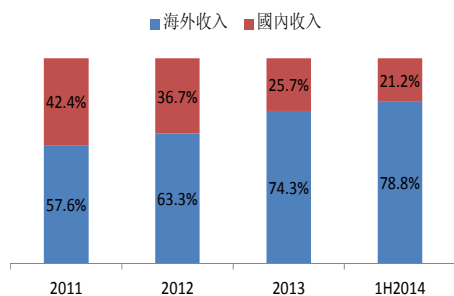
2011 年-1H2014 公司海外业务收入分别为 3.7 亿元、5.1 亿元、11.23 亿元和 7.63 亿元，占营收的比重由 57.63% 提高至 78.84%。海外市场已经成为公司最主要的收入和利润来源。

根据游戏工委（GPC）的最新报告显示，2014 年我国原创网络游戏出口销售规模达到 30.76 亿美元，YOY+69.02%。其中移动游戏和网页游戏销售收入分别为 12.73 亿美元和 9.5 亿美元，YOY+366.39% 和 30.49%。可以预见未来两年我国原创网络游戏，尤其是移动游戏的出口趋势依旧向好，海外业务将继续成为公司业绩成长的重要推动力。

图 9：主营收入构成（按地区）

单位：%

图 10：中国原创网络游戏出口销售规模 单位：亿美元，%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：GPC，群益金鼎证券

➤ 代理运营和移动游戏比重持续提升，对毛利率的负面影响将逐步淡化

代理运营游戏需要向游戏授权商支付授权金和收入分成，因此代理游戏的毛利率低于自主运营游戏；而移动游戏的分成比例一般也较网页游戏和客户端游戏来的高，加之移动游戏充值渠道的手续费高于页游和客户端游戏，因此移动游戏的毛利率也低于网页游戏和客户端游戏。

近年来，随着公司代理运营游戏的收入和移动游戏的收入占比的持续提升，公司毛利率也呈现逐步下降的趋势。2011 年公司综合毛利率为 85.55%，1H2014 降至 74.11%。从 1H2014 的数据看，公司代理运营游戏和移动游戏的收入占比已高达 68.5% 和 88%，群益金鼎认为未来公司营收构成变化对综合毛利率的影响将逐步淡化。

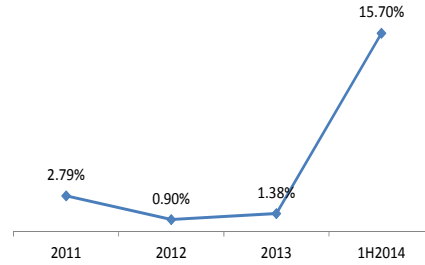
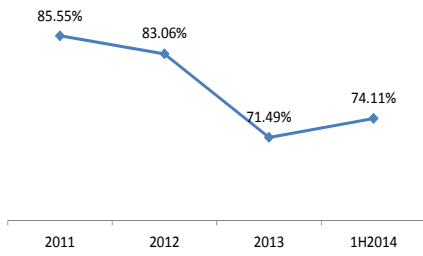
2011 年-2013 年实际所得税率只有 2.79%、0.90% 和 1.38%。主要是由于不同国家地区的所得税率和优惠政策的差异，公司采用跨境内部交易的方式进行利润转移从而合理避税。2014 年 1-9 月的实际所得税率提升到了 18.16%，主要是部分子公司税收优惠的到期，和公司未采用避税操作所致。未来如果公司不再进行避税操作的话，公司的实际所得税率较之前将有明显提升。

图 11：综合毛利率表现

单位：%

图 12：实际所得税率表现

单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

资料来源：公司公告，群益金鼎证券

盈利预测

根据近年来的发展轨迹，我们认为公司较好把握了国内网络游戏产业的发展趋势，通过代理运营模式快速提升营收规模，并且及时地将业务发展重心转向移动游戏。公司提前布局海外市场，初步建立了遍布全球的游戏发行网，取得了明显的先发优势。

未来两年国内网络游戏市场，尤其是移动游戏市场规模仍将保持较快的增速，公司作为业内的领先企业，已积累了明显的竞争优势，仍有望分享行业成长空间。

我们预计公司 2014-2016 年实现营收 19.64 亿元、25.32 亿元和 31.81 亿元，YOY+30%、29%和 26%；实现净利润 3.43 亿元、4.65 亿元和 6.18 亿元，扣非后 YOY+39%、35%和 33%。按发行后的股本摊薄计算，每股 EPS 为 1.23 元、1.66 元和 2.21 元，20.30 元的发行价对应 14 年、15 年 P/E 分别为 17 倍和 12 倍，首次评级给予“买入”建议，目标价 41.5（对应 15 年 25 倍 PE）。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
营业收入	806	1510	1964	2532	3181
经营成本	137	430	574	767	990
销售费用	292	601	746	937	1145
管理费用	151	188	216	253	286
财务费用	-6	13	14	15	16
投资收益	0	170	0	0	0
营业利润	216	420	402	545	725
营业外收入	5	23	3	4	5
利润总额	220	442	405	549	730
所得税	2	6	61	82	109
少数股东损益	0	0	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	218	436	343	465	618

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
货币资金	433	660	716	1772	1329
应收帐款	89	230	277	359	467
存货	0	0	0	0	0
流动资产合计	705	1076	1192	2382	2096
固定资产	30	26	34	43	53
非流动资产合计	139	174	217	260	312
资产总计	844	1250	1409	2642	2409
流动负债合计	144	396	495	619	774
长期负债合计	0	0	4	4	4
负债合计	144	396	499	623	778
股本	210	210	280	280	280
少数股东权益	0	0	7	8	9
股东权益合计	699	853	910	2019	1631
负债和股东权益总计	844	1250	1409	2642	2409

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	122	370	206	279	371
投资活动产生的现金流量净额	-32	149	-25	-572	-556
筹资活动产生的现金流量净额	-41	-282	-125	1350	-258
现金及现金等价物净增加额	50	227	56	1057	-443

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。