

加速“走出去”，打造海外小腾讯

昆仑万维(300418.SZ)

推荐 (首次评级)

核心观点：

● 公司的增长前景判断

公司未来4年将有14款自研游戏发布，平均每年发行3.5款，借助公司强势的海外发行渠道优势，游戏业务快速增长。考虑到公司在“泛娱乐”和“品牌化”的运营实力，综合化文化产业布局有助于提升互联网增值服务。预计14-16年归属母公司净利润3.29/4.26/5.34亿元。

● 游戏行业保持快速增长态势

14年我国网络游戏市场规模突破1000亿元，同比增长30%。在政策支持、移动互联网技术发展以及游戏商业模式创新的三重利好下，游戏进入ARPU值提升通道。与此同时，中国游戏“走出去”步伐加快，近三年年均复合增速达到37.4%，游戏出口成为国内游戏研发企业的重要创收来源。

● 公司是游戏产业的全能儿

公司游戏产业遍及端游、页游和手游全领域，其中手游是主要的业绩增长驱动。在自研游戏的同时，凭借优质的发行实力和强势的海外发行渠道，公司游戏代理业务优势快速提升，收入占比上升至90%，成为业绩增长的安全垫。

● 公司是国内最具实力的游戏出口发行公司

公司海外发行编辑港澳台、日韩、东南亚、欧美等地区，基本占据当地市场的第一或第二梯队水平，游戏用户超过2000万。14年境外收入上升至76.9%，海外发行实力有望坐享游戏产业“走出去”红利。

● 行业估值的判断与评级说明

公司首次覆盖昆仑万维，予以“推荐评级”。

主要财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1509.99	1927.28	2404.56	2901.76
EBITDA(百万元)	482.63	376.00	478.77	578.21
收入增长率%	87.30%	27.64%	24.76%	20.68%
净利润(百万元)	423.87	329.12	426.93	534.82
摊薄EPS(元)	1.51	1.18	1.52	1.91
PE	0.00	68.66	52.93	42.25
EV/EBITDA(X)	-1.37	58.24	44.67	36.39
PB	0.00	21.27	15.17	11.16
ROIC	47.81%	23.17%	27.46%	24.77%
总资产周转率	1.44	1.30	1.27	1.27

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

分析师

殷睿

☎：0755-83214197

✉：yinrui@chinastock.com.cn

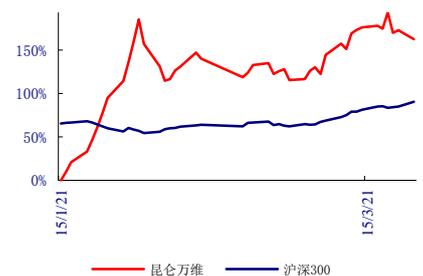
职业证书编号：s0130514110002

市场数据

2015-03-30

A股收盘价(元)	76.75
A股一年内最高价(元)	88.29
A股一年内最低价(元)	24.36
上证指数	3786.57
市盈率	50.70
总股本(万股)	28000.00
实际流通A股(万股)	7000.00
流通A股市值(亿元)	21000.00

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

我们认为公司具备打造海外发行网络的实力，游戏业务快速增长。其主要优势有三点：

第一，研发技术领先，公司募投主要用于 14 款手游研发项目，且主要集中为 3D 卡牌和 3D 回合制角色扮演游戏两类市场参与度最高的游戏项目，预计在未来 4 年内陆续推出，平均每年 3 个产品面世，业绩增长可期。

第二，海外发行实力优异，全球用户在 2000 万以上，在日韩等海外游戏发行市场进入第一梯队，成为国内游戏出口的主要合作伙伴，有望承接国内游戏“走出去”之东风。

第三，公司“泛娱乐”和“品牌化”的运营实力明显，综合化文化产业布局有助于提升互联网增值服务，产业整合能力强。

第四，股权激励力度空前，灵活激励方式有助于绑定高管和核心骨干，长远发展稳定。

我们预计公司境外游戏发行以及“泛娱乐布局”是未来业绩增长的最大亮点。预计 14-16 年净利润 3.29/4.26/5.34 亿元，约合 EPS1.18/1.52/1.91 元，对于 PE68/52/42X。

我们与市场不同的观点：

我们将公司定义为“海外游戏发行的小腾讯”，包含我们对公司的两个基本判断：第一，游戏是中国文化产品出口的重要大项之一，国内游戏的海外化发行成为产业发展的趋势；第二，公司在海外游戏发行的渠道具有强大的竞争优势，类比国内游戏发行渠道上腾讯的独家“垄断”优势，这种优势一方面聚集了大量的粘性客户，ARPU 值持续增长，另一方面国内的游戏研发团队愿意将其游戏的海外发行交于公司代理。换言之，在竞争激烈的国内游戏市场上，公司海外发行团队和运营网络是最大的竞争壁垒。

估值与投资建议：

我们预计公司境外游戏发行以及“泛娱乐布局”是未来业绩增长的最大亮点。预计 14-16 年净利润 3.29/4.26/5.34 亿元，约合 EPS1.18/1.52/1.91 元，对于 PE68/52/42X。

我们首次覆盖昆仑万维，予以“推荐”评级。因 1) 公司进入项目高速发布期，强势渠道保证营收增长；2) 公司海外发行实力优异，承接国内游戏“走出去”之东风；3) 公司产业整合能力强；4) 公司股权激励力度空前，长远发展稳定。

股价表现的催化剂：

我们认为公司股价表现的催化剂有：国家政策利好；新游戏超预期运营；产业整合公告等。

主要风险因素：

我们认为公司面临的主要风险包括：政策风险、市场竞争风险、团队流失、项目进度不达预期等相关风险。

目 录

一、公司概况	3
(一) 公司是一家国际性的网络游戏研运商	3
(二) 历史沿革：七年锻造，步入国内游戏研运第一梯队	3
二、游戏行业保持快速增长态势	4
(一) 三大因素助力网络游戏行业快速发展	4
(二) PC 端游戏 ARPU 值进入大幅提升阶段	6
(三) 移动端游戏规模异军突起	7
(四) 中国游戏加速“走出去”	8
三、昆仑万维：游戏产业的全能儿	9
(一) 移动游戏是公司业绩增长的驱动力	9
(二) 渠道优势提升游戏代理占比	11
(三) 最具实力的游戏出口公司：打造海外的小腾讯	14
(四) 软件平台反哺海外市场	15
四、公司竞争优势分析	16
(一) 开发实力：技术领先，14 款自研手游项目静待开花	16
(二) 发行实力：海外发行龙头	16
(三) 产业整合能力强	16
(四) 股权激励空前，保障长期竞争力	16
五、附录：	18
(一) 公司财务预测表	18
(二) 公司估值表	19
图 表 目 录	20

一、公司概况

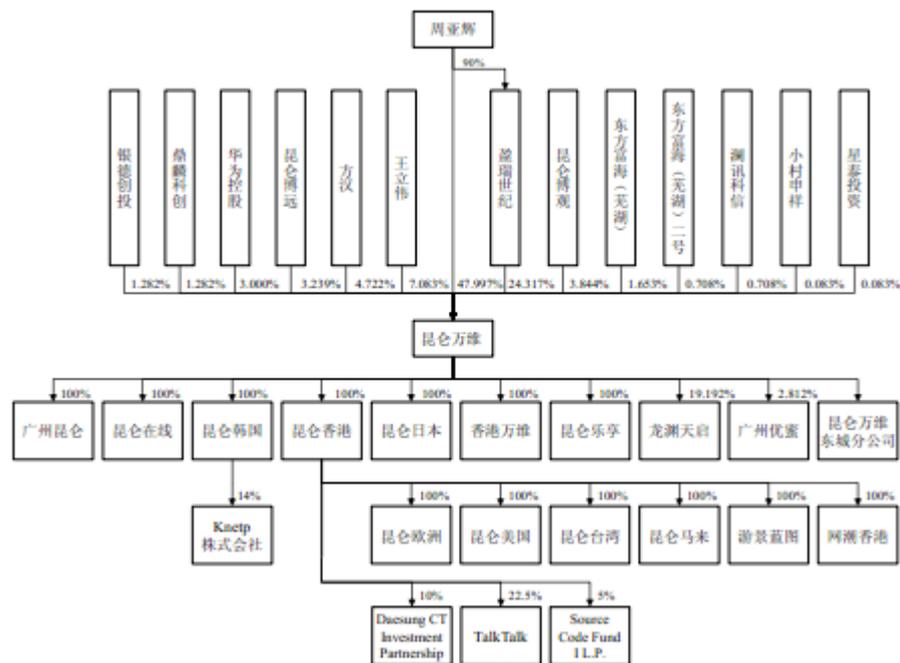
(一) 公司是一家国际性的网络游戏研运商

昆仑万维是一家定位于全球化的综合性互联网集团，一直致力于为用户群打造精彩的互动平台，为用户提供丰富的创新应用。集团具备全球游戏研发与发行、Brothersoft 软件商店业务体系。

公司的主营业务集中于网络游戏的开发和全球发行，另外还运营软件应用商店业务。其中，网络游戏业务具体包括移动网络游戏、网页游戏、客户端游戏的自主研发、自主运营和联合运营。

目前公司实际控制人是周亚辉先生。

图表 1 公司股权结构及主要控股子公司



数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

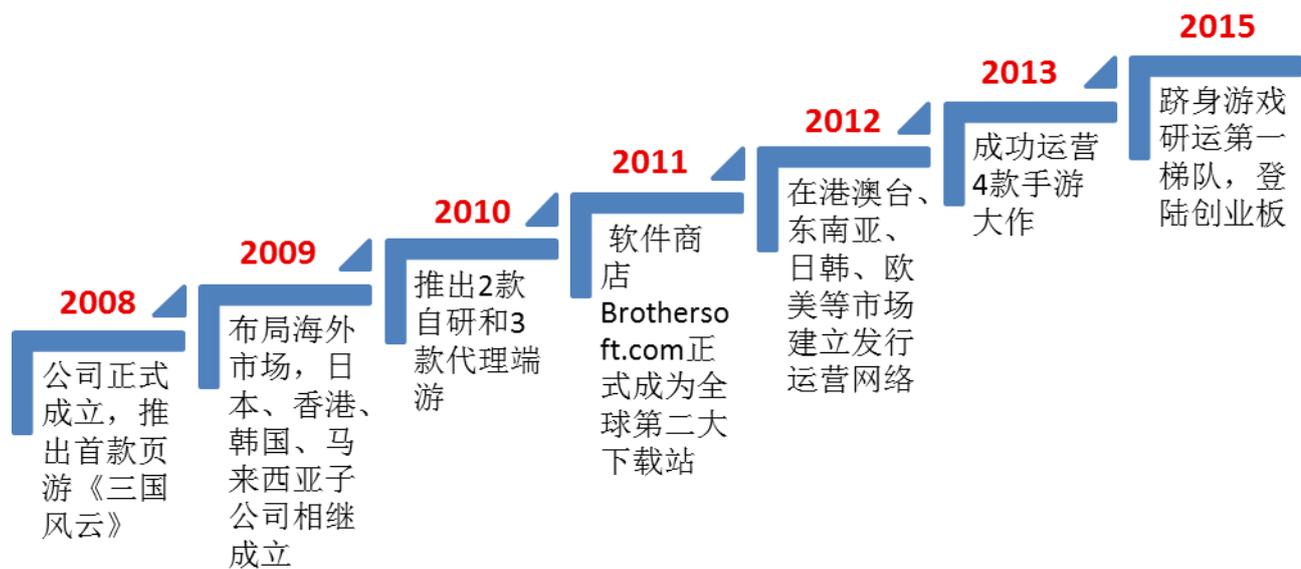
(二) 历史沿革：七年锻造，步入国内游戏研运第一梯队

昆仑万维成立于 2008 年。成立当年公司自研页游《三国风云》即获得巨大反响，上线半年后最高同时在线人数突破 4 万人。此后，公司陆续推出《千军破》、《武侠风云》、《仙侠风云》等多款页游产品，每一款都是叫好又叫座，其中《武侠风云》上线后一个月即达到 8.4 万人同时在线的好成绩。

在致力于游戏研发的同时，公司积极布局海外市场，日本、香港、韩国、马来西亚等子公司相继成立，2010 年公司海外营收已经占到公司总营收的 57.6%，成为国内最大的游戏出口发行商。

2014 年上半年公司实现收入 9.68 亿元，预计全年实现收入 19.35 亿元（未经审计），同比增长 28.1%，三年收入复合增速达到 44.4%，整体保持稳健增长。

图表 2 公司历史沿革



数据来源：中国银河证券研究部

二、游戏行业保持快速增长态势

（一）三大因素助力网络游戏行业快速发展

网络游戏，是指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机、手机等为处理终端，以游戏的客户端软件或互联网浏览器为信息交互窗口的个体性多人在线游戏，旨在实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的目标。传统的网络游戏仅指以计算机为处理终端的互联网游戏，但随着移动通信技术的不断发展，互联网游戏逐渐扩展到手机、平板电脑等移动终端。

2014 年我国网络游戏市场规模预计突破 1000 亿元，较去年同比增长 30%。我们认为三大原因将助力网络游戏保持快速增长态势：

第一，政策转变，大力推动动漫产业发展。

近年来随着网络经济的快速发展，动漫游戏产业也迎来新的机遇，政府对

此也从过去的抑制转向大力支持，相关的财税返还、研发投入、企业奖励、知识产权保护等等激励政策相继出台，动漫游戏产业迎来前所未有的宏观政策发展机遇。

图表 3 相关动漫产业政策

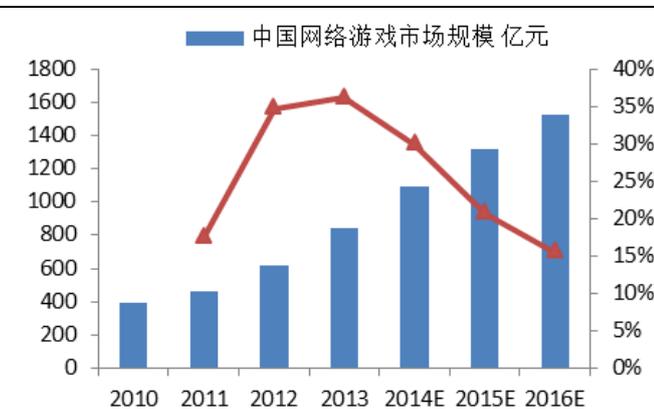
时间	政策	观点
2014年3月17日	《关于深入推进文化金融合作的意见》	鼓励金融机构开发演出院线、动漫游戏、艺术品互联网交易等支付结算系统，鼓励第三方支付机构发挥贴近市场、支付便利的优势，提升文化消费便利水平，完善演艺娱乐、文化旅游、艺术品交易等行业的银行卡刷卡消费环境。
2014年2月26日	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	大力推动传统文化单位发展互联网新媒体，推动传统媒体和新兴媒体融合发展，提升先进文化互联网传播吸引力。深入挖掘优秀文化资源，推动动漫游戏等产业优化升级，打造民族品牌。推动动漫游戏与虚拟仿真技术在设计、制造等产业领域中的集成应用。
2013年11月12日	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	建立多层次文化产品和要素市场，鼓励金融资本、社会资本、文化资源相结合。完善文化经济政策，扩大政府文化资助和文化采购，加强版权保护。健全文化产品评价体系，改革评奖制度，推出更多文化精品。
2012年9月12日	《文化部“十二五”文化科技发展规划》	提高演艺业、娱乐业、动漫业、游戏业、文化旅游业、艺术品业、工艺美术业、文化会展业、创意设计业、网络文化业、数字文化服务业等重点产业的技术装备水平与系统软件国产化水平；发展面向公共文化服务与传播渠道建设的文化资源处理装备、展演展映展播展览装备和流动服务装备与系统平台。
2012年5月28日	《文化部“十二五”时期文化改革发展规划》	要积极协调有关部门，逐步完善文化产业各门类政策，改造提升演艺、娱乐、文化旅游、工艺美术等传统文化产业，加快发展动漫、游戏、网络文化、数字文化服务等新兴文化产业，构建结构合理、门类齐全、科技含量高、竞争力强的现代文化产业体系，形成各行业百花齐放、共同繁荣的良好局面，推动文化产业跨越式发展。

数据来源：中国银河证券研究部

第二，网络优化和智能终端普及推动网络游戏高速增长

随着 PC 和移动端游戏外部条件的提升，比如网络优化和硬件设备普及率提高，更多的用户参与到网络游戏中；另外，随着人均 GDP 的增长，用户在网络游戏上的花费也进一步提高，网络游戏行业进入快速增长期。从构成来看，组成网络游戏市场的客户端游戏、网页游戏、移动游戏三者均保持着较快的增速。

图表 4 我国网络游戏一直保持双位数增长



图表 5 14 年底游戏市场规模已经突破 5 亿人



数据来源：易观国际，中国银河证券研究部

数据来源：wind，中国银河证券研究部

第三，游戏商业模式创新，激发研运团队迅猛发展

全球智能手机和互联网技术蓬勃发展，不断推出高质量的产品完善用户体验，促进网络游戏商业模式创新。目前最主要的游戏收益来源有以下两种：

- ✓ 完善用户体验，开发更多虚拟商品吸引用户购买；
- ✓ 限制游戏时间，使得用户达到限制时间后付费以继续获得服务；
- ✓ 在游戏中植入广告，切入互联网广告市场，如《极品飞车》为法拉利做植入性广告。

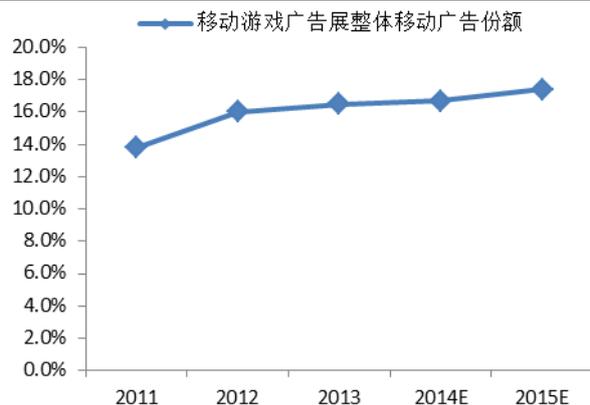
创新的商业模式与运营模式无疑为行业带来更多的收入渠道。

图表 6 我国网络游戏 ARPU 值稳步提升



数据来源：易观国际，wind，中国银河证券研究部

图表 7 移动游戏广告规模增长相对缓慢



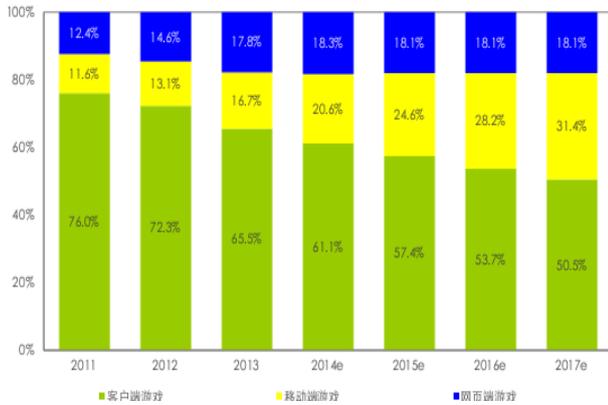
数据来源：e-market，中国银河证券研究部

(二) PC 端游戏 ARPU 值进入大幅提升阶段

尽管网络游戏三驾马车保持快速增长的态势，但不同类型的用户群体各有特点。从规模上看，客户端游戏依然是行业的大头，2014 年市场份额占比 61.1%，但相较于 2011 年已经下降了 15 个百分点。另一方面，相较于 2013 年的火爆，14 年页游市场受到强势平台的进入和优质 IP 的难以撼动，页游新增用户规模开始放缓。

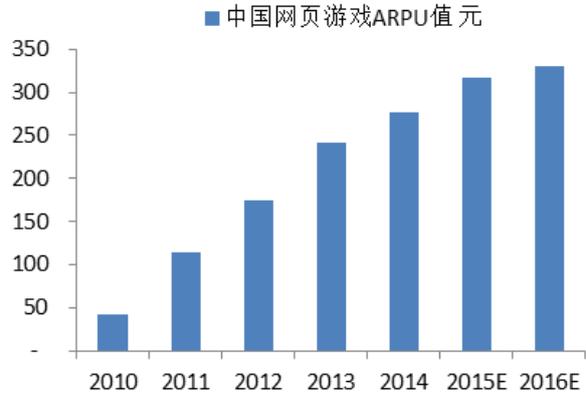
但由于客户端和页游均以重度游戏人群为主，在付费意愿上和付费方式上有更多选择的可能，因此即使群体规模数量停止增长，但 ARPU 值却逆势上升。

图表 8 2011-2017 年不同游戏市场规模占比



数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图表 9 我国页游 ARPU 值大幅提升



数据来源：易观国际，中国银河证券研究部

图表 10 14 年网页游戏市场规模增速降至 32.3%



数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图表 11 客户端游戏用户月收入分布



数据来源：艾瑞国际，中国银河证券研究部

(三) 移动端游戏规模异军突起

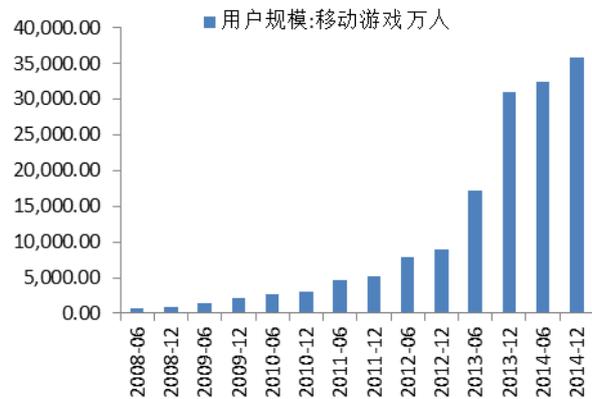
随着 4G 网络的道路，移动游戏迎来爆发式增长。由于手机性能和碎片化时间的制约，导致移动端游戏更多选择轻度游戏作为切口，反而吸引了大量非游戏用户进入到网络游戏，最终呈现出数量用户快速增长，但 ARPU 值却下降的背离过程。我们认为这是新型游戏初期发展的共性特征，而待移动端游戏步入成熟阶段，重度化和精细化运作将助力 ARPU 值回升，这也是移动端游戏未来发展的潜质所在。

图表 12 我国移动端游戏增速与行业增速相当



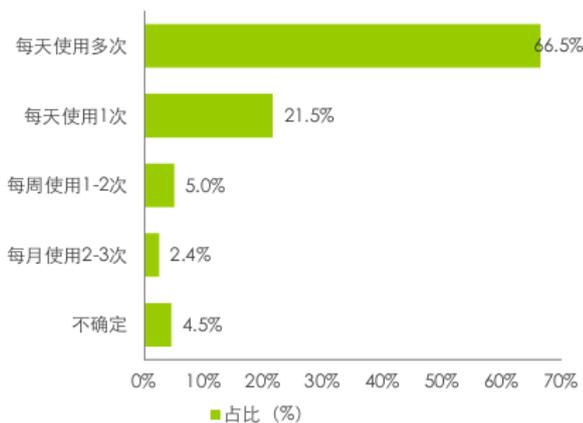
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 13 移动游戏用户规模快速增长



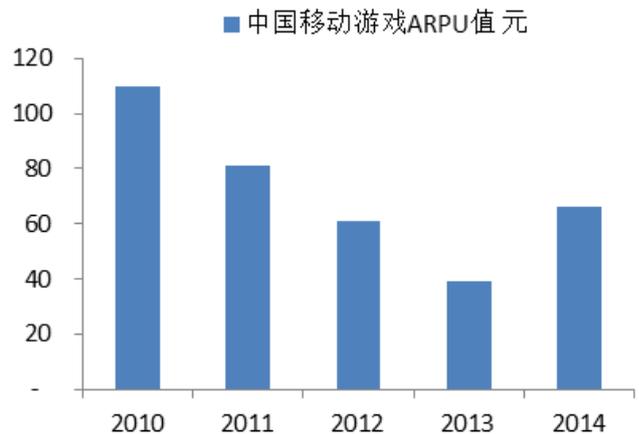
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 14 移动端游戏呈现出碎片化



数据来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究部

图表 15 移动游戏 ARPU 值步入上行通道



数据来源: wind, 中国银河证券研究部

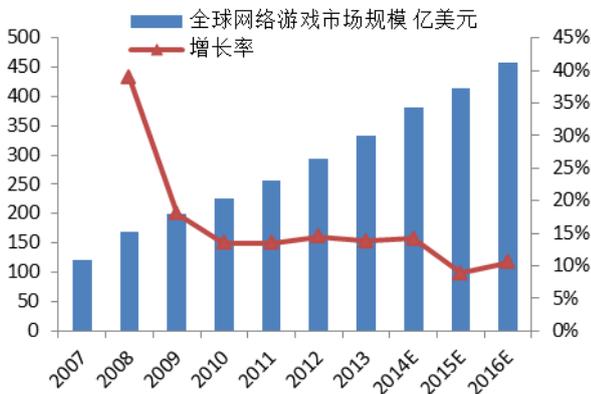
(四) 中国游戏加速“走出去”

2013 年全球网络游戏市场规模达到 333.7 亿美元, 尽管增速略低于国内市场增速, 但随着中国网络游戏公司实力的加强, 网络游戏“走出去”成为一大亮。

根据艾瑞咨询发布的《中国网络游戏海外进出口行业报告 2012 年》, 2012 中国网络游戏企业海外收入规模为 55.2 亿元, 较 2011 年增长 52.9%, 2009-2012 年年均复合增长率 58.4%, 实现了高速增长, 预计至 2015 年有望增长至 143.2 亿元, 2012 年至 2015 年年均复合增长率 37.4%, 仍将保持快速的增长态势。目前, 中国网络游戏出口市场已经初步形成了日臻完善的产业链, 越来越多的承载中华文化内涵的网络游戏得到海外市场消费者的好评, 提升了中华文化的

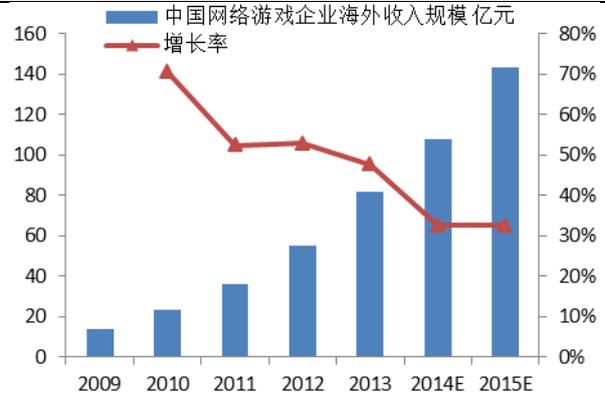
国际影响力。

图表 16 全国网络游戏增速维持在 15% 的水平



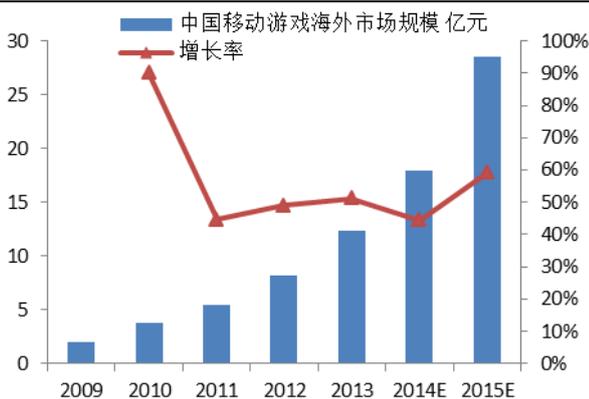
数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图表 17 我国网络游戏企业海外收入高速增长



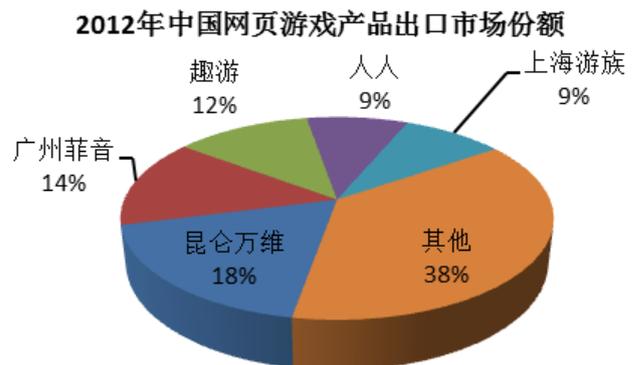
数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图表 18 14 年中国移动游戏的出口增速达到 44%



数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图表 19 12 年昆仑万维是国内最大的游戏出口商



数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

三、昆仑万维：游戏产业的全能儿

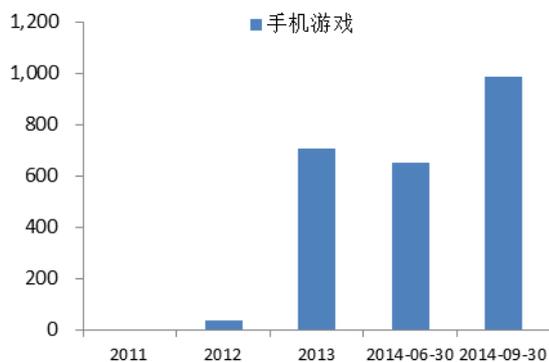
(一) 移动游戏是公司业绩增长的驱动力

公司是最初起步于网页游戏的研发与运营，并凭借着较强的研发和运营实力，公司在网页游戏市场中拥有较强的竞争优势。公司核心研发团队陆续完成了《三国风云》、《武侠风云》、《千军破》、《仙侠风云》、《功夫英雄》等一系列成功的网页游戏和《风云三国》等移动网络游戏的研发。

随着公司 13 年发力移动游戏市场，推出多款优质移动游戏产品，收入规

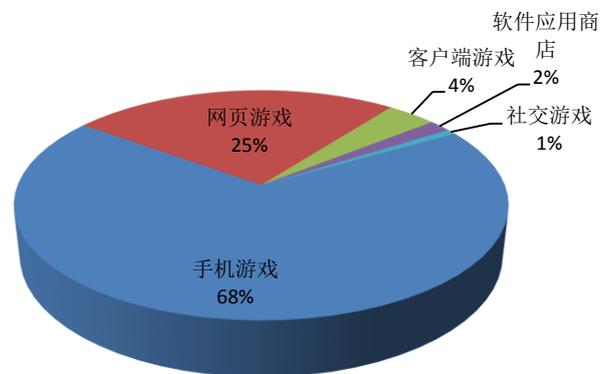
模大幅提升,移动游戏收入规模由12年的8.06亿元上升87.3%至15.10亿元,市场份额约占11%,挤入市场第一梯队水平。其中移动网络游戏实现7.08亿元收入,占总收入的47%,超过网页游戏8700万元,成为公司业绩增收的主要来源;14年三季度显示公司移动游戏收入实现9.87亿元,占比更是上升至68%。目前公司移动游戏收入产品主要来自于《风云三国》、《武侠Q传》等8款游戏,其中《风云三国》是公司自主研发的战争策略类移动游戏,其余均为代理运营游戏。

图表 20 公司手机网络游戏 2013 年快速增长



数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 21 14 年三季度末, 公司手机游戏占比上升至 68%

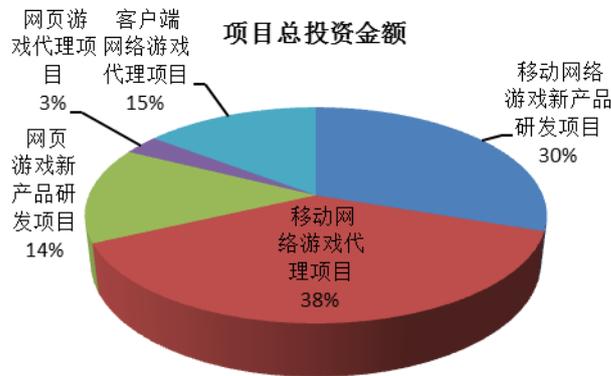


数据来源: wind, 中国银河证券研究部

考虑到移动网络游戏的发展前景,公司逐步加大对移动游戏的研发与运营投入。15 年公司 IPO 募集的 13.3 亿元中,共有 9 亿元将用于移动网络游戏的研发和代理项目,而网页游戏的研发和代理投资则为 2.3 亿元。

根据 91 无线发布的《手机网络游戏发展趋势报告》,目前移动网络游戏的主要类型包括回合制角色扮演、策略卡牌、棋牌游戏、策略游戏、动作冒险游戏等,其中回合制角色扮演和策略卡牌属于主要的游戏类型。因此,在公司募投的 14 款网络类型中,共有 3 款 3D 卡牌和 9 款动作角色扮演游戏,内容丰富多样。根据项目实施的计划和进度,公司预计在 15 年及未来四年内陆续推进 14 款移动网络游戏。考虑到公司在国内外发行渠道的优势水平,移动网络游戏收入有望保持快速增长,成为公司稳定的现金牛。

图表 22 公司 IPO 募投项目



数据来源：公司招股书，中国银河证券研究部

图表 23 公司 14 款研发游戏类型与特色

游戏类型	游戏特色
3D卡牌	日式奇幻背景，以卡牌养成为题材，游戏玩家通过扑克牌的花色进行策略博弈 日式漫画风格的卡牌游戏，以卡牌的养成为题材，以现代魔法学院为背景，以培养少女魔法师对战异界魔物为主线 日式唯美卡通风格，游戏主角为身着传统西式服装和东方服装的唯美少女，以少女养成成为主要题材
3D回合制角色扮演类游戏	西式Q版风格，游戏以5个宠物的养成为核心，游戏特色为把传统回合制的繁琐操作修改成简单明快的界面操作 宠物对战回合制游戏，西式卡通风格，以日式奇幻宠物养成为背景，吸引传统核心客户端游戏玩家在移动网络游戏上享受同品 西式卡通搞怪风格，游戏中史莱克、白雪公主、阿拉丁、匹诺曹等经典卡通人物反转成为各种魔法时代的角色，以
3D动作角色扮演类游戏	西式Q版风格，以韩式玄幻为背景，游戏以三个角色同时出战为核心，以推图、通天塔等偏单人玩法为主，相对于该类型传统游戏取消了虚拟摇杆，玩家的战斗难度降低 西式唯美风格的经典重度角色扮演类游戏，以西式玄幻为背景，支持50人同屏对战 传统武侠角色扮演类游戏，采用中式写实的画面风格 质的动作角色扮演类游戏，以骑士手持屠龙枪对抗五头恶龙为主线，借鉴传统客户端MMO类游戏的传统玩法 西式写实风格的PvP游戏，主要面向喜欢纯粹PvP玩法的重度玩家，采用暗黑系游戏风格 武侠题材的动作角色扮演类游戏，玩法以副本和国战为主，适合对武侠题材感兴趣的重度游戏玩家 韩式唯美风格，故事背景为虚构的风之大陆，采用西方历史著名的政治家、军事家、艺术家、科学家为英雄原型，并结合现代动漫风格 以日本战国时代为故事背景，以忍者击杀魔王为游戏主线

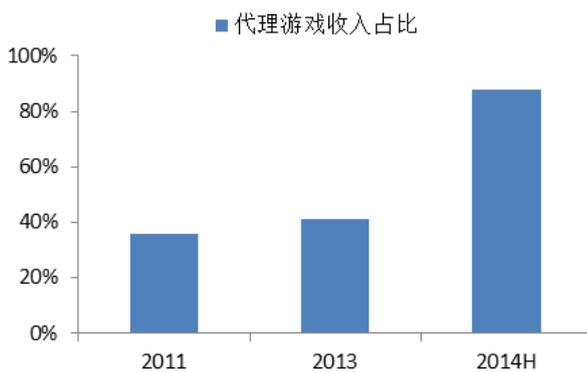
数据来源：公司招股书，中国银河证券研究部

（二）渠道优势提升游戏代理占比

公司除了运营自主研发产品外，还代理运营多款其他公司开发的网络游戏，其中包括移动网络游戏《啪啪三国》、《英雄战魂》、《忘仙》、《时空猎人》、《君

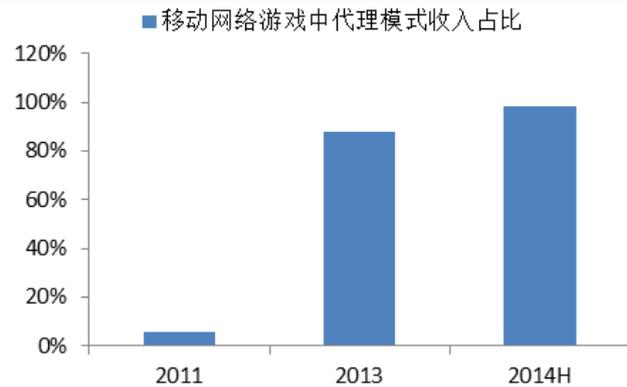
王 2》、《武侠 Q 传》等。2013 年，公司代理的六款手游产品一共贡献营收 6.2 亿元，占全年移动游戏收入总比的 88%；而到了 14 年中，公司代理游戏占全年移动游戏收入比重已经上升至 98.56%，代理业务已成为公司发行创收的主要来源。

图表 24 公司代理游戏收入占比快速提升



数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图表 25 公司手游游戏中的代理收入占比已上升至 98.56%



数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

我们并不认为代理游戏占比的提升是公司增长的隐忧，一方面，公司 14 年并没有发行新的手游产品，另一方面该数据的变化正是反映出公司发行渠道的优势进一步受到客户的认可：

第一，公司开展游戏运营已达七年时间，端游、页游、手游三栖布局为打造游戏发行中心提供强有力的运营支持；

第二，公司“泛娱乐”的营销策略和丰富的推广资源保证代理游戏的曝光度，手游“品牌化”运作实力强劲；

第三，公司拥有国内最大的游戏出口发行网络，海外市场遍及港澳台、东南亚、日韩、欧美等主要地区，成为国内游戏研发团队“走出去”的重要合作伙伴；

第四，较高的游戏代理份额有利于降低公司依靠自研游戏运营的单一风险，成为业绩增长的安全垫。

图表 26 公司签下“快乐家族”作为《海岛奇兵》的国内代言人



数据来源：海岛奇兵，中国银河证券研究部

图表 27 14 年 11 月《海岛奇兵》进入游戏曝光度的第 6 名



数据来源：第一手游网，中国银河证券研究部

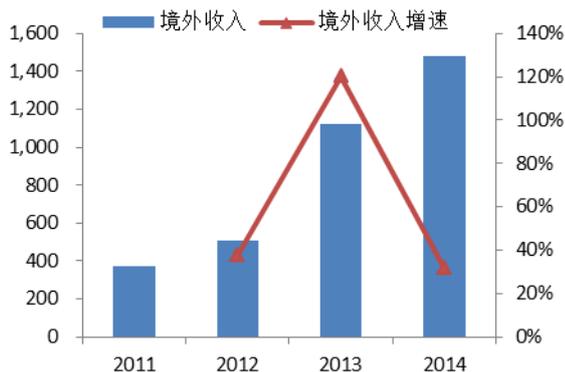
（三）最具实力的游戏出口公司：打造海外的小腾讯

昆仑最大的优势在于强大的国内外游戏发行能力。2009年，发展迅速的昆仑开始大力拓展海外业务，将旗下的页游推向港澳台、日本东南亚等地区，成为国内页游公司中最早出海的一批。2010年，昆仑开始全面布局海外市场，日本、香港、韩国、马来西亚子公司相继成立。公司海外发行团队采用“业务当地化+发行中心化”的运营模式在当地大获成功：一方面，公司在主要运营所在地设立独立子公司，并聘请当地有经验的行业资深人士担任运营所在地管理人员，实现运营所在地分支机构的本地化；另一方面，公司在北京总部设立对应的运营和管理部门，实现业务的垂直化管理，统筹协调，资源共享。

目前日韩两国的玩家人数均在百万以上，已成为韩国和日本网页游戏市场份额的第一名。截止2013年，当畅游以5000万美元收购昆仑旗下RC公司62.5%股份时，RC语音有了超过2000万注册用户。

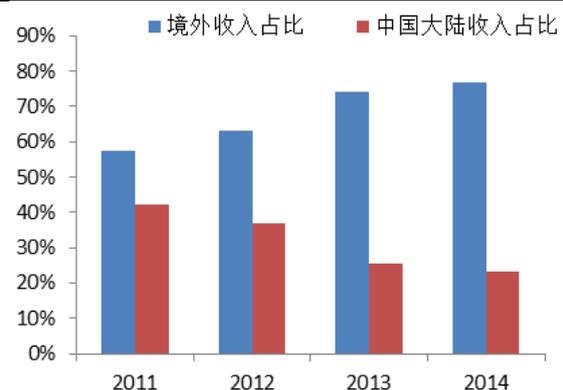
2011年，公司境外收入占比57.6%，到2014年预计上升至76.9%，已成为国内游戏公司中海外占比最高的公司。我们认为在国内游戏市场群雄争霸的局面下，公司成功借助海外游戏这片蓝海市场突围而出，并迅速站稳当地市场的前列位置，彰显公司打造全球游戏发行中心的野心。

图表 28 公司境外收入增速保持高位增长



数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图表 29 公司境外收入占比稳步提升



数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

我们认为公司海外发行渠道是公司的核心竞争力：

第一，公司布局海外市场已达5年之久，在主要的游戏市场港澳台、日韩、东南亚、欧美等地都建立了子公司以及运营网络，市场根基深入；

第二，海外游戏市场虽然起步较早，但游戏运营的发展规模和竞争程度却不及中国大陆地区，因此公司已打造出特有的商业模式介入海外市场，能够坐享海外市场发展之东风；

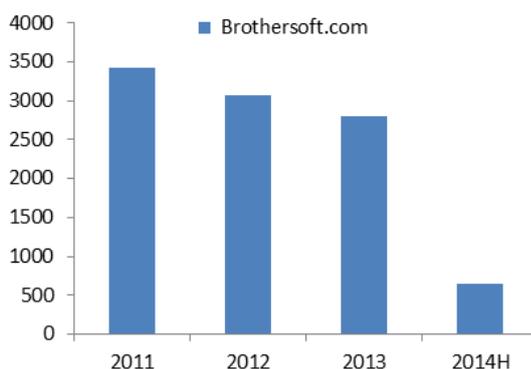
第三，公司在海外运营的实力已成为业界口碑，不仅成为国内游戏主要的出口代理，还积极部署海外游戏入境业务，市场空间广大。

(四) 软件平台反哺海外市场

公司旗下有两个应用软件平台 Brothersoft 和 1Mobile 平台。其中 Brothersoft 主要针对 PC 端用户，为各国软件开发者和使用者提供全球化的综合网络软件应用平台。目前该网站提供英语、日语、德语、法语、西班牙语、俄语等六种不同语言服务，已在东南亚和北美地区建立了较好的品牌优势，积累了广泛的用户资源。截至 14 年 6 月，Brothersoft 网站累积下载软件数量超过 159 万款。

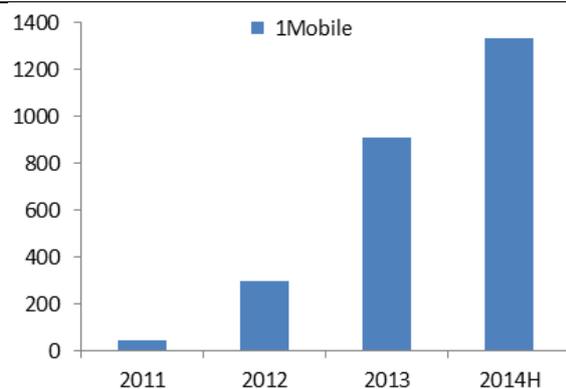
1Mobile 是主要针对安卓系统手机用户和手机应用开发者推出的手机应用（包括软件、游戏等）发布与下载服务平台，目前在 1Mobile 平台发布软件的主要为软件开发商和游戏开发商。1Mobile 安卓应用商店专注于安卓手机平台，为用户收集和推荐安卓平台上最新、最热门、最好玩的游戏以及各类应用，其目标是打造全球安卓平台上一流的第三方应用商店。目前该客户端界面支持英语、繁体中文、韩语、日语、德语、法语等 16 种语言版本，根据不同语言市场的实际情况，提供更加精准和个性化的安卓应用下载服务。截至 2014 年 6 月 30 日，1Mobile 安卓应用商店收录的软件和游戏总量超过 120 万款，用户总安装量约 1.2 亿，日均登陆用户突破 1000 万。

图表 30 Brothersoft 日活跃用户量 14 年下降较大



数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图表 31 1mobile 的日活跃用户数突破 1300 万



数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

四、公司竞争优势分析

（一）开发实力：技术领先，14款自研手游项目静待开花

网络游戏的核心技术是游戏引擎。在开发实力上，公司拥有3D引擎上的多项核心技术和引擎开发团队。在研发项目上，公司自主开发的游戏产品类型逐步由原来的页游向手游倾斜，以更好地跟上市场发展的变化。

公司募集的资金主要用于14款手游研发项目，且主要集中为3D卡牌和3D回合制角色扮演游戏两类市场参与度最高的游戏项目，预计在未来4年内陆续推出，平均每年3个产品面世，业绩增长可期。

（二）发行实力：海外发行龙头

公司于2009年开始组建海外游戏业务团队，构建了“总部游戏发行中心+海外子公司”的运营架构，形成了独特的网络游戏海外发行业务模式。公司现已在十余个语种的海外市场从事网络游戏发行及运营业务，出口网络游戏产品覆盖数十个国家和地区，在海外市场发行及运营数十款游戏产品，初步建立起了全球性的游戏业务网络。

根据知名网站Distimo发布的全球各地区市场移动网络游戏公司运营商游戏产品的充值排名，昆仑万维2013年四季度在韩国App Store平台充值排名第二，在韩国Google Play平台充值排名第七，进入韩国游戏市场的第一梯队，渠道优势明显。

公司2013年度境外主营业务收入达到11.22亿元，同比增长120.1%；2014年1-6月境外主营业务收入达到7.63亿元，占主营业务收入比例为78.84%，成为公司业绩增长的主要驱动力。

（三）产业整合能力强

公司页游、端游、手游戏板块在产品研发、市场推广、商务合作方面具有很大的协同效应，“泛娱乐”和游戏“品牌化”运作实力强大。15年3月，公司参力和辰光文化传媒公司3%股权介入文化娱乐领域，尽管不涉及重大资产重组，但综合化的文化产业布局也为公司针对游戏用户提供更全面的互联网增值服务埋下战略伏笔，对公司收入水平的持续增长将起到重要的推动作用。

（四）股权激励空前，保障长期竞争力

公司31日晚公告股权激励草案：公司拟向共计53名激励对象授予权益总计986.98万份，占公司总股本的3.52%。

公告显示，公司此次激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，股票来源为公司向激励对象定向发行新股。此激励计划拟向激励对

象授予权益总计 986.98 万份，涉及的标的股票种类为 A 股普通股，约占此激励计划签署时公司股本总额 2.8 亿股的 3.52%。其中，首次授予 897.26 万份权益，占公司股本总额的 3.20%，预留 89.76 万份，占此计划总股本的 0.32%，占此计划授出权益总数的 9.09%。股权激励及首次授予限制性股票绩效考核目标均为：以公司 2014 年度净利润值为基数，公司 2015 年至 2018 年净利润增长率分别不低于 22%、52%、83% 和 113%。

我们认为此次股权激励力度空前，且方式也较为灵活：

第一，针对中层管理人员、核心技术骨干（3 人）给予股票期权激励计划，且在授予日起满 12 个月后的未来 48 个月内分四期行权，考核标准直接挂钩公司业绩考核目标，以保证公司未来四年净利润复合增速在 20.8% 以上。

第二，针对中层管理人员、核心技术骨干（52 人）给予限制性股票激励计划，并在本期授予的同时，预留 9.09% 的比重用以未来考核评估是否予以奖励，且考核标准直接挂钩公司业绩。

股权激励政策有利于公司长远发展：

（1）此次股权激励授予人数多达 52 人，授予总股份月占激励计划签署时公司股本总额 2.8 亿股的 3.53%，惠及了公司大多数的核心管理和技术人员，绑定了公司与管理层、核心技术力量的利益；

（2）公司管理层持股比例的提升，且行权价与当前市价相当，体现高管对公司未来发展的信心；

（3）激发高管强大运营能力，为做大做强提供更大动力。

图表 32 公司股权激励与业绩增长绑定

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以2014年净利润值为基数，2015年净利润增长率不低于22%
第二个行权期	以2014年净利润值为基数，2016年净利润增长率不低于52%
第三个行权期	以2014年净利润值为基数，2017年净利润增长率不低于83%
第四个行权期	以2014年净利润值为基数，2018年净利润增长率不低于113%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

五、附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表					利润表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1076.10	1525.99	1907.94	2296.35	营业收入	1509.99	1927.28	2404.56	2901.76
现金	659.66	1008.81	1212.10	1557.42	营业成本	430.48	558.91	690.11	847.31
应收账款	230.44	251.83	315.06	400.73	营业税金及附加	8.90	32.45	33.06	35.28
其它应收款	37.50	11.38	63.11	24.33	营业费用	601.37	691.00	896.97	1092.83
预付账款	148.50	253.97	317.67	313.87	管理费用	187.94	335.52	389.67	445.52
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	13.07	20.46	15.69	14.12
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	18.95	12.80	23.08	23.56
非流动资产	173.57	179.45	186.43	190.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	11.95	15.94	19.22	23.60	投资净收益	170.40	56.91	75.77	101.03
固定资产	26.36	29.23	31.64	32.24	营业利润	419.69	333.04	431.76	544.15
无形资产	27.59	31.47	36.02	39.85	营业外收入	22.65	5.74	6.89	8.26
其他	107.66	102.81	99.55	94.55	营业外支出	0.32	0.67	0.53	0.51
资产总计	1249.67	1705.44	2094.38	2486.59	利润总额	442.01	338.10	438.11	551.90
流动负债	396.24	642.59	604.61	461.90	所得税	18.15	8.79	11.11	17.00
短期借款	0.00	310.11	0.00	0.00	净利润	423.87	329.31	427.00	534.90
应付账款	144.05	67.14	244.05	115.95	少数股东损益	0.00	0.20	0.07	0.09
其他	252.19	265.35	360.56	345.96	归属母公司净利润	423.87	329.12	426.93	534.82
非流动负债	0.00	0.11	0.04	0.05	EBITDA	482.63	376.00	478.77	578.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.51	1.18	1.52	1.91
其他	0.00	0.11	0.04	0.05					
负债合计	396.24	642.70	604.64	461.95	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	0.00	0.20	0.26	0.35	营业收入	87.30%	27.64%	24.76%	20.68%
归属母公司股东权益	853.43	1062.55	1489.47	2024.29	营业利润	93.95%	-20.65%	29.64%	26.03%
负债和股东权益	1249.67	1705.44	2094.38	2486.59	归属母公司净利润	94.11%	-22.35%	29.72%	25.27%
					毛利率	71.49%	71.00%	71.30%	70.80%
现金流量表					净利率	28.07%	17.09%	17.76%	18.43%
经营活动现金流	370.42	178.52	519.57	322.84	ROE	54.60%	34.35%	33.45%	30.44%
净利润	423.87	329.31	427.00	534.90	ROIC	47.81%	23.17%	27.46%	24.77%
折旧摊销	57.11	49.45	59.11	60.93	资产负债率	31.71%	37.69%	28.87%	18.58%
财务费用	13.07	20.46	15.69	14.12	净负债比率	0.00%	29.18%	0.00%	0.00%
投资损失	-170.40	-56.91	-75.77	-101.03	流动比率	2.72	2.37	3.16	4.97
营运资金变动	107.42	-164.50	93.46	-185.80	速动比率	2.72	2.37	3.16	4.97
其它	-60.64	0.70	0.07	-0.29	总资产周转率	1.44	1.30	1.27	1.27
投资活动现金流	148.52	0.87	9.60	36.58	应收帐款周转率	0.15	0.13	0.13	0.14
资本支出	27.27	2.49	3.85	-0.87	应付帐款周转率	4.39	5.29	4.44	4.71
长期投资	5.87	3.98	3.28	4.38	每股收益	1.51	1.18	1.52	1.91
其他	181.67	7.34	16.73	40.09	每股经营现金	1.32	0.64	1.86	1.15
筹资活动现金流	-281.83	-140.35	-15.77	-14.11	每股净资产	3.05	3.80	5.32	7.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	68.66	52.93	42.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	0.00	21.27	15.17	11.16
其他	-281.83	-140.35	-15.77	-14.11	EV/EBITDA	-1.37	58.24	44.67	36.39
现金净增加额	237.11	39.04	513.40	345.31					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究部

(二) 公司估值表

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EBIT	0.00	177.90	209.54	425.52	326.55	419.65	517.29
所得税	0.00	5.23	1.99	18.15	8.79	11.11	17.00
NOPLAT	#DIV/0!	172.94	207.64	408.05	318.06	409.01	501.35
营运资金净变动					164.50	93.46	185.80
资本支出					2.49	3.85	-0.87
自由现金流					200.52	557.74	377.36

WACC	9.49%	Ke	10.60%
永续增长率	5.00%	Kd	5.84%
终值	9932.87	t	2.60%
企业价值	13477.24	Rf	4.00%
非核心资产价值	1024.75	E(Rm)	10.00%
债务价值	310.22	Rm-Rf	6.00%
股权价值	14191.57	D/A	37.69%
股本	280.00	E/A	0.60
每股价值	50.68	Beta	1.10

估值		g				
		4.13%	4.55%	5.00%	5.50%	6.05%
W A C C	7.13%	74.57	84.23	99.19	125.28	181.85
	7.84%	61.55	67.50	76.06	89.30	112.39
	8.63%	51.98	55.84	61.11	68.66	80.35
	9.49%	44.69	47.28	50.68	55.32	61.97
	10.44%	38.97	40.76	43.03	46.02	50.09
	11.48%	34.38	35.63	37.19	39.19	41.80
	12.63%	30.63	31.52	32.61	33.97	35.71

图表目录

图表 1 公司股权结构及主要控股子公司	3
图表 2 公司历史沿革	4
图表 3 相关动漫产业政策	5
图表 4 我国网络游戏一直保持双位数增长	5
图表 5 14 年底游戏市场规模已经突破 5 亿人	5
图表 6 我国网络游戏 ARPU 值稳步提升	6
图表 7 移动游戏广告规模增长相对缓慢	6
图表 8 2011-2017 年不同游戏市场规模占比	7
图表 9 我国页游 ARPU 值大幅提升	7
图表 10 14 年网页游戏市场规模增速降至 32.3%	7
图表 11 客户端游戏用户月收入分布	7
图表 12 我国移动端游戏增速与行业增速相当	8
图表 13 移动游戏用户规模快速增长	8
图表 14 移动端游戏呈现出碎片化	8
图表 15 移动游戏 ARPU 值步入上行通道	8
图表 16 全国网络游戏增速维持在 15% 的水平	9
图表 17 我国网络游戏企业海外收入高速增长	9
图表 18 14 年中国移动游戏的出口增速达到 44%	9
图表 19 12 年昆仑万维是国内最大的游戏出口商	9
图表 20 公司手机网络游戏 2013 年快速增长	10
图表 21 14 年三季度末, 公司手机游戏占比上升至 68%	10
图表 22 公司 IPO 募投项目	11
图表 23 公司 14 款研发游戏类型与特色	11
图表 24 公司代理游戏收入占比快速提升	12
图表 25 公司手游游戏中的代理收入占比已上升至 98.56%	12
图表 26 公司签下“快乐家族”作为《海岛奇兵》的国内代言人	12
图表 27 14 年 11 月《海岛奇兵》进入游戏曝光度的第 6 名	13
图表 28 公司境外收入增速保持高位增长	14
图表 29 公司境外收入占比稳步提升	14
图表 30 Brothersoft 日活跃用户量 14 年下降较大	15
图表 31 1mobile 的日活跃用户数突破 1300 万	15
图表 32 公司股权激励与业绩增长绑定	17

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。

殷睿，研究员行业证券分析师。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。

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

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn