

二季度进入游戏密集发布期， 业绩提速可期

昆仑万维(300418.SZ)

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件

27日晚公司公布15年一季度：15年一季度公司实现营业收入4.38亿元，同比下降-16.39%；归属于母公司净利润7,834万元，同比下降-47.82%。

2. 我们的分析与判断

公司一季度业绩下降主要受到新产品上线延期以及互联网金融布局前期筹备成本增加双重影响。从二季度新上线游戏项目上看，国内外流水均取得不俗成绩；而随着二季度游戏的密集上线，我们认为公司全年业绩增长并不会受到影响。与此同时，公司积极布局互联网金融，积极打造“泛娱乐”的娱乐消费产业链，公司互联网增值服务进入快速发展阶段。我们强烈看好公司海外游戏运营平台的稀缺性，以及公司未来坚定进行平台化与消费金融的战略布局，继续给予“强烈推荐”评级。

(一) 受春节假期影响，新游戏推迟上线

公司的主要游戏用户群体为国内、港澳台、东亚及南亚地区。由于今年春节假期较晚，新游戏均延迟上线以配合游戏发行战略部署。从4月上架数据上看，新上游戏用户活跃度均取得不俗成绩。其中公司自研手游《无双剑姬》上线首周用户数达到197万，是今年手游部门的主要业绩贡献项目。

(二) 二季度进入游戏密集推广期，业绩提速可期

进入二季度后，公司海内外游戏进入密集推广期，平均每个地区新上2-3款手游游戏，内容主要是欧美高人气游戏的汉化版或是国内高人气游戏的外语版本，游戏过去均有高流水支持，新版发布带来的业绩增长可期。

(三) 明确将互联网金融定义为公司第三大业务

目前公司已参投信达天下、趣分期、随手科技三家互联网金融细分领域龙头，并明确将几千万活跃游戏用户通过金融游戏化产品等形式转化为互联网金融用户。考虑到公司离综合性互联网平台的目标尚有距离，外延扩张值得期待。

3. 投资建议

在不考虑参投项目的情况下，我们预计公司15-17年归属母公司净利润3.83/5.26/5.37亿元，约合EPS1.37/1.88/1.92元。看好公司500亿市值成长空间，建议“买入”评级。

4. 风险提示

政策风险、市场竞争风险、团队流失、项目进度不达预期等

分析师

殷睿

☎: 0755-83214197

✉: yinrui@chinastock.com.cn

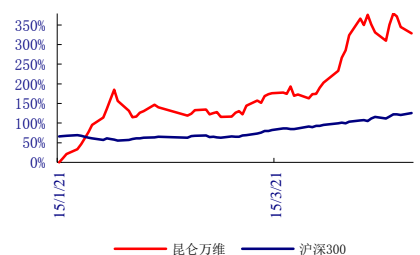
职业资格证书编号: s0130514110002

市场数据

2015-04-27

A股收盘价(元)	125.28
A股一年内最高价(元)	149.50
A股一年内最低价(元)	24.36
上证指数	4527.40
市盈率	107.48
总股本(万股)	28000.00
实际流通A股(万股)	7000.00
限售的流通A股(万股)	21000.00
流通A股市值(亿元)	87.70

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

相关研究

- 《公司点评研究报告-昆仑万维(300418)-游戏与互联网金融双轮驱动，平台成长路径明晰_20150422》
- 《公司点评研究报告-昆仑万维(300418)-参股随手记，互联网金融全速前进_20150413》
- 《公司点评研究报告-昆仑万维(300418)-投资趣分期，强势介入互联网金融_20150406》
- 《公司深度研究报告-昆仑万维(300418)-加速“走出去”，打造海外小腾讯_20150331》

一、二季度进入游戏密集发布期

2015 年一季度公司线上游戏为中国大陆地区上线《三国志乱舞》，韩国地区上线《COC for Kakao》和《太极熊猫》(韩文版)，港澳台地区上线《全民快打》、《最终兵器》，东南亚地区上线《武侠外传》和《放开那三国》。

公司的主要游戏用户群体为国内、港澳台、东亚及南亚地区。由于今年春节假期较晚，新游戏均延迟上线以配合游戏发行战略部署：(1) 原定于报告期内上线的港澳台《全民奇迹》、《天天来战》等延期到第二季度；(2) 原定于 2 月初上线的韩国《太极熊猫》延期至 3 月 9 日正式上线；(3) 自研 ARPG 手游《无双剑姬》，为确保成功率 Q1 进行了多次调优型测试，延期至 4 月 15 日正式上线。从 4 月上线数据上看，新上游戏用户活跃度均取得不俗成绩。其中公司自研手游《无双剑姬》上线首周用户数达到 197 万，是今年手游部门的主要业绩贡献项目。

图表 1 无双剑姬由人气偶像唐嫣代言



数据来源：九游网，中国银河证券研究部

图表 2 游戏玩家平均每天活跃时间为 9.7 小时



数据来源：九游网，中国银河证券研究部

进入二季度后，公司海内外游戏进入密集推广期，平均每个地区新上 2-3 款手游游戏，内容主要是欧美高人气游戏的汉化版或是国内高人气游戏的外语版本，游戏过去均有高流水支持，新版发布带来的业绩增长可期。

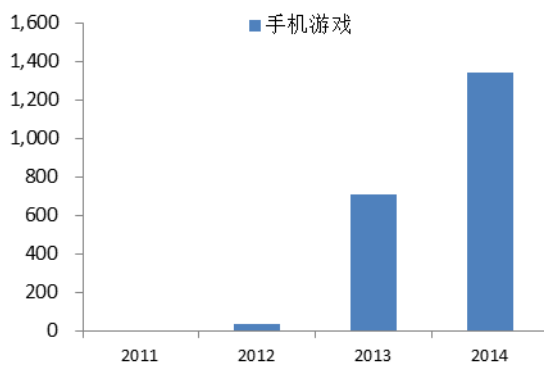
公司二季度计划上线的作品有：

图表 3 公司二季度新上 11 款游戏

地区	游戏产品
大陆	美国big fish 开发的《糖糖大世界》
	美国EA授权的《极品飞车：最高通缉2015》
港澳台	公司自研手游《无双剑姬》
	韩国网禅授权的《全民奇迹》
	芬兰ROVIO授权的《愤怒的小鸟EPIC》
韩国	灵游坊《影之刃》
	自研手游《武侠外传》韩文版
东南亚	《太极熊猫 for Kakao》
	《啪啪三国》英文版
日本	自研手游《武侠外传》泰文版
	动漫作品改编的《血族》

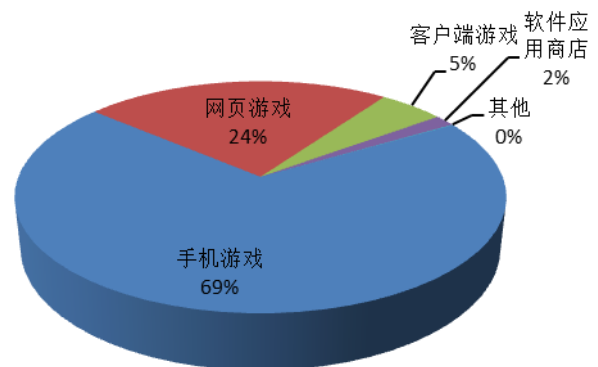
数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 4 公司手机网络游戏近几年快速增长



数据来源：wind，中国银河证券研究部

图表 5 14 年底公司手机游戏占比上升至 69%



数据来源：wind，中国银河证券研究部

二、互联网金融布局前瞻，成长路径明晰

公司明确提出 15 年重点布局互联网金融。上市以来，公司已持续多次参投布局信达天下、趣分期、随手科技三家互联网金融细分领域龙头，通过投资移动支付、P2P 小额信贷及网上理财行业的领先企业提前卡位。

未来公司致力于打造综合性的互联网服务平台，实现与网络游戏、软件商店协同发展，提升互联网增值服务水平。公司目前布局互联网金融的最大优势是几千万的活跃游戏用户，一方面公司拥有游戏用户多年的游戏消费信息记录，能够实现个性化地推送互联网金融服务；另一方面该类游戏用户群体中，大部分的学生和白领阶层具备互联网消费与理财的意愿，客户转化能力高。公司已计划通过金融游戏化产品等各种形式转化为互联网金融用户，看好公司互联网金融领域的扩张。

目前公司在手游和页游的国内市场以及海外市场形成较为全面的运营网

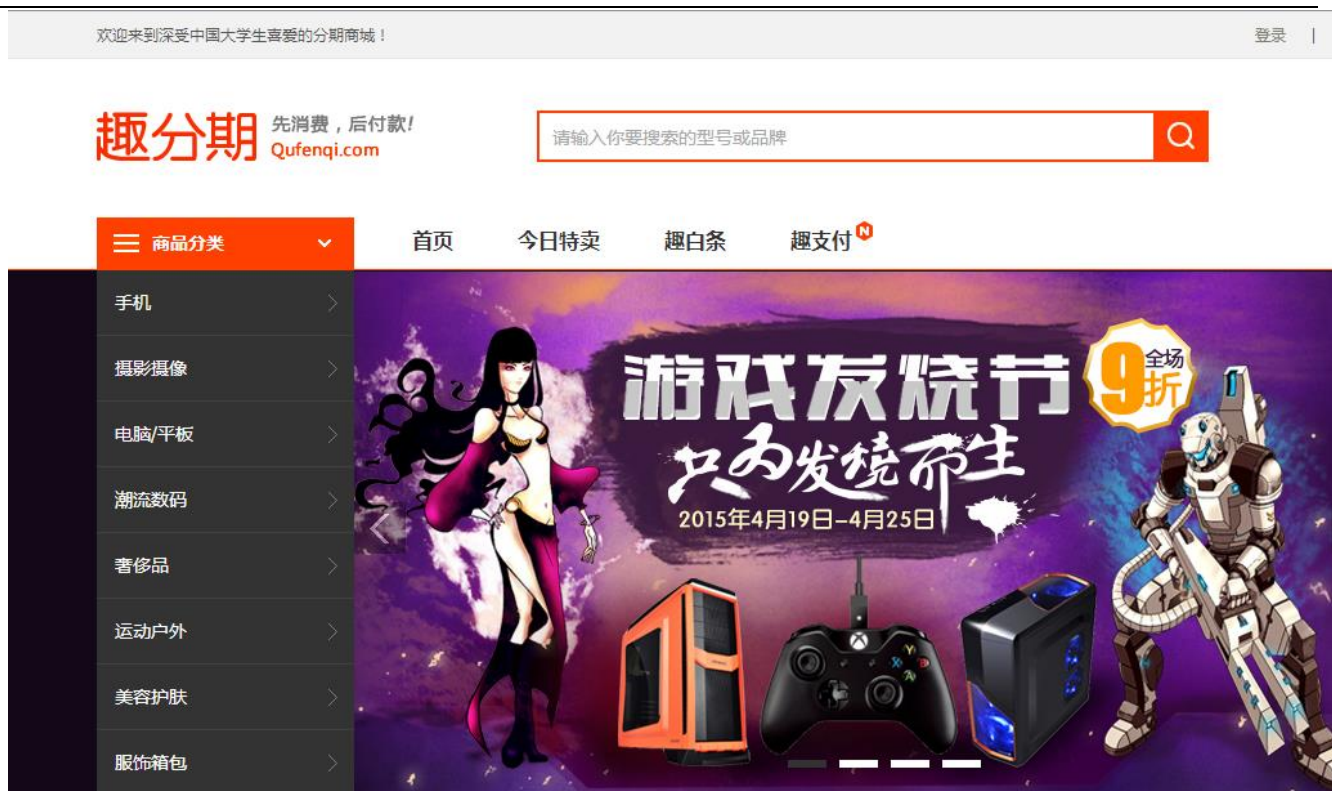
络，加上已参投的 IP 增值服务平台和力辰光、本地 O2O 公司 DADA、移动互联网金融公司信达天下、趣分期以及随手科技，多点布局已经搭建集娱乐、消费、互联网金融为一体的消费金融型综合平台，未来协同效应发酵值得期待。

（一）趣分期

趣分期是面向大学生群体的金融服务平台，覆盖全国近 3000 万大学生用户。目前平台主要产品有是针对男学生的 3C 产品，以及针对女学生的护肤品与服装百货类产品。2014 年全年交易额实现 6.2 亿元，手续费在 14%-15% 左右，年收入实现约 9000 万。截至 2015 年 3 月，平台累计商业化用户 120 万。

看点：趣分期用户与昆仑万维现有游戏用户有很大重合性，互联网金融用户的转化率较高，业务成长前景广大。

图表 6 趣分期平台



数据来源：中国银河证券研究部

（二）随手科技

随手科技是国内最大的个人理财应用提供商，也是目前唯一成功运营两个理财 APP 产品且保持领先的互联网金融公司。旗下随手记占领国内个人财务管理的入口，用户突破 1.2 亿人，其中小生意群体 2000 万；卡牛信用管家已成

为信用卡管理 APP 行业第一，用户超过 2000 万。

随手科技未来的看点在于：(1) 公司聚合了零散的、且具备理财需求的个体财务管理需求用户，记账理财式 APP 已经成为小生意群体管理经营流水的主要选择；(2) 庞大的用户数据以及短期生意资金的需求为引入定制型金融服务提供可能。按照目前公司已有的小生意用户 2000 万群体，根据贷款需求 15% 的转化率估算，如果平均每人贷款 2 万元，年均需求 1 次，就将产生一个 600 亿规模的小额信贷市场，公司理财业务发展空间广大。

图表 7 随手记网页版入口



数据来源：中国银河证券研究部

(三) 信达天下

北京信达天下成立于 2006 年，是一家提供端到端的互联网信息化运营服务以及移动互联网整体解决方案的公司，其核心成员来自于谷歌、百度、阿里、微软、HP、腾讯等优秀企业。经过 7 年发展，在全国 25 个省市拥有超过 200 人的（移动）互联网资讯、技术、运营、服务团队和广告创意传播团队，拥有 3D-CAM、3D-shore 等多个（移动）互联网领先平台，并为世界 500 强企业中的通信行业、金融行业、文化行业等客户成功提供（移动）互联网产品开发及运营服务。

信达天下推出了多款合作品牌和自有品牌移动互联网金融产品，并积极布局消费金融，具备强大技术实力和互联网金融产品能力。

（四）Dada Nexus

Dada Nexus 主业是解决最后三公里配送的电商运力平台,未来致力于形成本地 O2O 电商最信赖的物流基础平台。通过建立订单处理系统和培训管理海量配送员,DADA 提供了一个基于“移动+众包+大数据”的整体解决方案,为当前 O2O 本地生活商家和个人商家解决了最大痛点。

看点: Dada 具备庞大的 O2O 数据价值以及物流配送技术,有望实现公司 O2O 配送服务的重要闭环。

公司营业预测表

资产负债表					利润表				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1128.63	1692.66	2265.16	2789.81	营业收入	1934.15	2404.56	2901.76	3436.62
现金	704.83	1012.74	1640.39	1845.30	营业成本	598.15	750.22	914.05	1096.28
应收账款	254.30	341.56	396.85	479.08	营业税金及附加	4.00	9.57	8.77	12.03
其它应收款	33.23	53.90	51.72	73.09	营业费用	714.80	923.15	1093.22	1307.04
预付账款	127.64	280.14	169.71	386.95	管理费用	264.23	359.63	397.19	484.63
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	10.71	19.68	12.92	13.12
其他	8.63	4.31	6.47	5.39	资产减值损失	18.74	26.74	30.19	36.98
非流动资产	339.61	195.92	167.50	160.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-3.05	-10.56	-15.84	投资净收益	-0.01	56.79	75.72	44.17
固定资产	30.81	20.08	16.08	15.21	营业利润	323.51	372.37	521.14	530.69
无形资产	15.99	18.70	19.67	20.69	营业外收入	6.95	14.80	10.88	12.84
其他	292.81	160.20	142.32	140.74	营业外支出	0.77	0.55	0.66	0.60
资产总计	1468.24	1888.58	2432.66	2950.61	利润总额	329.69	386.62	531.36	542.93
流动负债	453.17	543.27	676.32	749.28	所得税	3.30	3.87	5.32	5.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	326.38	382.74	526.03	537.49
应付账款	222.09	169.62	345.50	248.73	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	231.08	373.65	330.81	500.55	归属母公司净利润	326.38	382.74	526.03	537.49
非流动负债	3.16	0.00	0.00	0.00	EBITDA	385.02	465.02	607.26	529.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.17	1.37	1.88	1.92
其他	3.16	0.00	0.00	0.00					
负债合计	456.34	543.27	676.32	749.28	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	28.09%	24.32%	20.68%	18.43%
归属母公司股东权益	1011.91	1342.15	1753.18	2198.17	营业利润	-22.92%	15.10%	39.95%	1.83%
负债和股东权益	1468.24	1885.42	2429.50	2947.45	归属母公司净利润	-23.00%	17.27%	37.44%	2.18%
					毛利率	69.07%	68.80%	68.50%	68.10%
现金流量表					净利率	16.87%	15.92%	18.13%	15.64%
经营活动现金流	396.80	278.97	760.75	289.45	ROE	34.99%	32.52%	33.99%	27.21%
净利润	326.38	382.74	526.03	537.49	ROIC	30.53%	26.93%	28.13%	22.49%
折旧摊销	72.95	99.87	109.07	29.92	资产负债率	31.08%	28.77%	27.80%	25.39%
财务费用	10.71	19.68	12.92	13.12	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	0.01	-56.79	-75.72	-44.17	流动比率	2.49	3.12	3.35	3.72
营运资金变动	49.57	-166.02	188.20	-246.79	速动比率	2.49	3.12	3.35	3.72
其它	-62.83	-0.51	0.26	-0.13	总资产周转率	1.42	1.43	1.34	1.28
投资活动现金流	-190.37	101.12	-5.18	21.08	应收帐款周转率	0.13	0.14	0.14	0.14
资本支出	3.04	-51.58	-63.86	20.05	应付帐款周转率	3.27	3.83	3.55	3.69
长期投资	148.63	-83.34	32.64	-25.35	每股收益	1.17	1.37	1.88	1.92
其他	-38.70	-33.80	-36.40	15.78	每股经营现金	1.42	1.00	2.72	1.03
筹资活动现金流	-166.64	-72.18	-127.92	-105.63	每股净资产	3.61	4.79	6.26	7.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	91.65	66.68	65.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	0.00	26.14	20.01	15.96
其他	-166.64	-72.18	-127.92	-105.63	EV/EBITDA	-1.83	73.26	55.06	62.79
现金净增加额	39.79	307.92	627.65	204.90					

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究部

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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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