

投资评级：推荐（首次）

分析师

金炜 010-88366060-8876

Email:jinw@cgws.com

执业证书编号:S1070512080001

联系人:

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

从业证书编号:S1070112090016

何思霖 0755-83515591

Email:hesilin@cgws.com

从业证书编号:S1070115120058

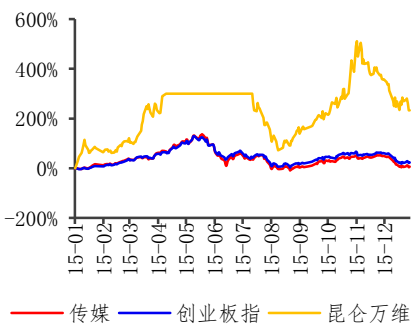
市场数据

目前股价	33
总市值(亿元)	371.99
流通市值(亿元)	137.06
总股本(万股)	112,723
流通股本(万股)	41,533
12个月最高/最低	64.38/9.00

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	2562.7	3426.4	4608.5
(+/-%)	32.5%	33.7%	34.5%
净利润	423.6	564.6	730.2
(+/-%)	29.8%	33.3%	29.3%
摊薄 EPS	0.38	0.50	0.65
PE	87.82	65.89	50.95

股价表现



数据来源：贝格数据

## 守正出奇，游戏研运龙头掘金海外

——昆仑万维（300418）公司动态点评

投资建议

- 公司自 2009 年初发力海外游戏业务，其成熟的国际发行网络将本土精品游戏输出至全球，同时引进多个国际精品游戏进行本地化发行，在游戏市场发行体系中建立了坚强壁垒。此番公司布局多个国内外垂直应用社区并介入智能机器人领域，我们认为将使公司在全球范围内簇拥优质的细分用户集群（包括游戏、软件分发、互联网金融、社交工具等），通过构建业务形态和终端用户的交集从而充分挖掘客户需求，同时进行用户间的高效转化，最终形成业务闭环，打造以昆仑万维品牌为核心的全球化互联网生态链。预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.38/0.50/0.65 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资要点

- **投资要点 1:** 根据艾瑞咨询预测，未来四年，我国网游市场依旧将保持每年 15% 左右的复合增长率，在 2018 年前后突破 2000 亿大关。近期《2015 年中国游戏产业报告》正式公布了 2015 年中国游戏产业相关数据。2015 年，中国游戏(包括客户端游戏、网页游戏、社交游戏、移动游戏、单机游戏、电视游戏等)市场实际销售收入 1407.0 亿元，同比增长 22.9%。2015 年，中国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元人民币，同比增长 87.2%。在 14 规模首超页游后，15 年移动游戏市场繁荣依旧。而 2014 年我国移动互联网覆盖人数已达 5.6 亿人，移动游戏用户数 2.13 亿人，移动网民占总人口渗透率 40.7%，移动游戏用户占移动网民渗透率 53.6%，到 2015Q3 移动游戏用户数达到 3.86 亿人。
- **投资要点 2:** 我们认为，随着端游巨头陆续进入手游研发市场，国内手游市场寡头化初显，但也为本土移动游戏出口提供了坚强后盾。公司先发优势突出，深耕多年的海外游戏发行业务使得公司具备精品出海的能力。2013 年开始公司本土移动游戏出口进入爆发式增长，2014 年同比增长 336.39%。公司以精品游戏代理和国际化发行为核心业务，受研发巨头的挤压不明显。在全球移动游戏市场持续增长，本土研发实力增强的大背景下，公司多年积累的海外游戏发行经验和资源价值将得到进一步提升。对《乱斗西游》、《天龙八部》等本土精品游戏的海外代理将为公司带来丰厚的收入。
- **投资要点 3:** 公司于 2016 年 1 月 4 日签订协议，拟以 6800 万增资蜜莱坞，获得 18% 股份。公司同时于 2016 年 1 月 8 日公告，拟约 9300 万美元控股全球最大的同性社交网络 New Grindr, LLC。此番海外布局将使公司在全球范围内簇拥优质的细分用户集群（包括游戏、软件分发、互联网

金融、社交工具等), 通过构建业务形态和终端用户的并集从而充分挖掘客户需求, 同时进行用户间的高效转化, 最终形成业务闭环, 打造以昆仑万维品牌为核心的全球化互联网生态链。

- **投资要点 4:** 本月 21 日晚间, 昆仑万维发布公告称, 拟以 80 万美元认购 Woobo Inc. 2,428,571 股优先股, 共计占其总股本的 20%。交易完成后, 昆仑万维将在 Woobo Inc. 的三人董事会中占有一席, 昆仑万维董事长周亚辉将亲自担任 Woobo Inc. 董事一职。公告披露的交易细节显示, 昆仑万维是通过其海外公司 Kunlun Group Limited 完成这次股权收购。Woobo Inc. 是一家注册于美国特拉华州, 致力于开发人工智能技术驱动的交互式机器人的新兴企业, 成立于 2015 年, 办公地点目前位于美国马萨诸塞州剑桥市。目前该公司仍处于核心技术的研发阶段, 主要涉及技术包括, 人工智能, 人机交互, 语音问答和机器人。本次公司投资人工智能领域, 将进一步拓展公司在游戏行业及人工智能行业的研发能力, 相互精进对实现传统游戏行业的突破及跨领域结合皆有裨益。公司研发实力的不断钻研与提升对打造以昆仑万维为核心的全球化互联网生态链提供了技术保障。
- **风险提示:** 管理风险、协同发展风险、政策风险

## 目录

1. 守正出奇---布局互联网金融+垂直社交 .....	4
1.1 涉足互联网金融+垂直社交+智能机器人，打造完整互联网生态闭环 .....	4
1.1.1 参投“洋钱罐”，构建全球资产配置金融平台 .....	4
1.1.2 布局垂直社交应用+智能机器人，海外入口选择出奇制胜 .....	4
2. 研运一体化龙头，海外市场优势显著 .....	5
2.1 国内研运龙头当仁不让 .....	5
2.2 精品立业，游戏主业发展态势良好 .....	6
2.2.1 手游业务异军突起，移动游戏热度依旧 .....	7
2.2.2 移动游戏热度未减，洗牌浪潮下强者生存 .....	8
2.3 峥嵘岁月，游戏发行王者 .....	9
3. 国内精品扬帆出海，增量市场不可小觑 .....	11
4. 拓展全球互联网布局，首次覆盖给予“推荐”评级 .....	13
5. 风险提示 .....	13
5.1 管理风险 .....	13
5.2 协同发展风险 .....	13
5.3 政策风险 .....	13
附：盈利预测表 .....	14

# 1. 守正出奇---布局互联网金融+垂直社交

## 1.1 涉足互联网金融+垂直社交+智能机器人，打造完整互联网生态闭环

### 1.1.1 参投“洋钱罐”，构建全球资产配置金融平台

公司于 2015 年 11 月 16 日签署协议，以货币方式向洋钱罐投资总计 9300 万人民币，占股 20%。洋钱罐是为国内用户提供全球资产配置服务的互联网金融平台，该平台以全球当下的前沿热点为基础，提供覆盖全球的优质投资标的，在全球范围内进行资产配置。昆仑万维意图基于自身强大的游戏业务为切入点，将旗下游戏产品线作为一个系统的营销入口。后期的营销推广中也会结合游戏运营做推广动作，充分与主业协同发展。

### 1.1.2 布局垂直社交应用+智能机器人，海外入口选择出奇制胜

公司于 2016 年 1 月 4 日签订协议，拟以 6800 万增资蜜莱坞，获得 18% 股份。蜜莱坞目前拥有“映客”、“蜜 Live”两款移动应用，旨在打造 90 后单身人群最喜欢的视频社交应用。公司同时于 2016 年 1 月 8 日公告，拟约 9300 万美元控股全球最大的同性恋社交网络 New Grindr, LLC，收购后公司将占 60% 股权。

- ✓ 映客是一款覆盖了移动全平台的社交视频直播应用，于 2015 年 6 月上线，截止 2015 年底累积注册用户逾 300 万，与微信、微博、陌陌等一起进入苹果应用商店中国区十大社交网络应用榜单。该款移动手机应用的定位为偏时尚类的生活直播。
- ✓ Grindr 成立于 2009 年，是全球最大的男性同性恋社交网络，总部在美国洛杉矶。Grindr 在 196 个国家拥有超过 1,050 万的注册用户，日活跃用户超过 200 万，其中 20% 左右的用户为美国用户，其次是印度、英国、西班牙、加拿大等国家的用户。平均每日用户时长超过 Facebook，达到 54 分钟以上。Grindr 已成为同性恋社群必备的社交软件，目前 Grindr 占美国同类型市场份额第一，其 66% 的收入来自于会员。
- ✓ 此次投资将使公司在全球范围内簇拥优质的细分用户集群（包括游戏、软件分发、互联网金融、社交工具等），通过构建业务形态和终端用户的交集从而充分挖掘客户需求，同时进行用户间的高效转化，最终形成业务闭环，打造以昆仑万维品牌为核心的全球化互联网生态链。

本月 21 日晚间，昆仑万维发布公告称，拟以 80 万美元认购 Woobo Inc. 2,428,571 股优先股，共计占其总股本的 20%。交易完成后，昆仑万维将在 Woobo Inc. 的三人董事会中占有一席，昆仑万维董事长周亚辉将亲自担任 Woobo Inc. 董事一职。公告披露的交易细节显示，昆仑万维是通过其海外公司 Kunlun Group Limited 完成这次股权收购。Woobo Inc. 是一家注册于美国特拉华州，致力于开发人工智能技术驱动的交互式机器人的新兴企业，成立于 2015 年，办公地点目前位于美国马萨诸塞州剑桥市。

目前该公司仍处于核心技术的研发阶段，主要涉及技术包括，人工智能，人机交互，语音问答和机器人。本次公司投资人工智能领域，将进一步拓展公司在游戏行业及人工智能行业的研发能力，相互精进对实现传统游戏行业的突破及跨领域结合皆有裨益。公司

研发实力的不断钻研与提升对打造以昆仑万维为核心的全球化互联网生态链提供了技术保障。

## 2. 研运一体化龙头，海外市场优势显著

### 2.1 国内研运龙头当仁不让

昆仑万维成立于 2008 年，公司主营业务为网络游戏研发和国际发行，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。海外发行是公司的优势业务，以《啪啪三国》为例，昆仑万维在将其推广至韩国市场之前，首先进行了本地化的修改，比如聘请韩国游戏《剑灵》的原画团队绘制了游戏推广原画，加入韩国英雄。同时，对语言也进行了本地化处理，曾经翻译了四个版本的文字，增加当地玩家的亲近感。因此《啪啪三国》在韩国上线不到一周就获得了 iPad 收入榜榜首和 iPhone 收入榜第五的成绩。

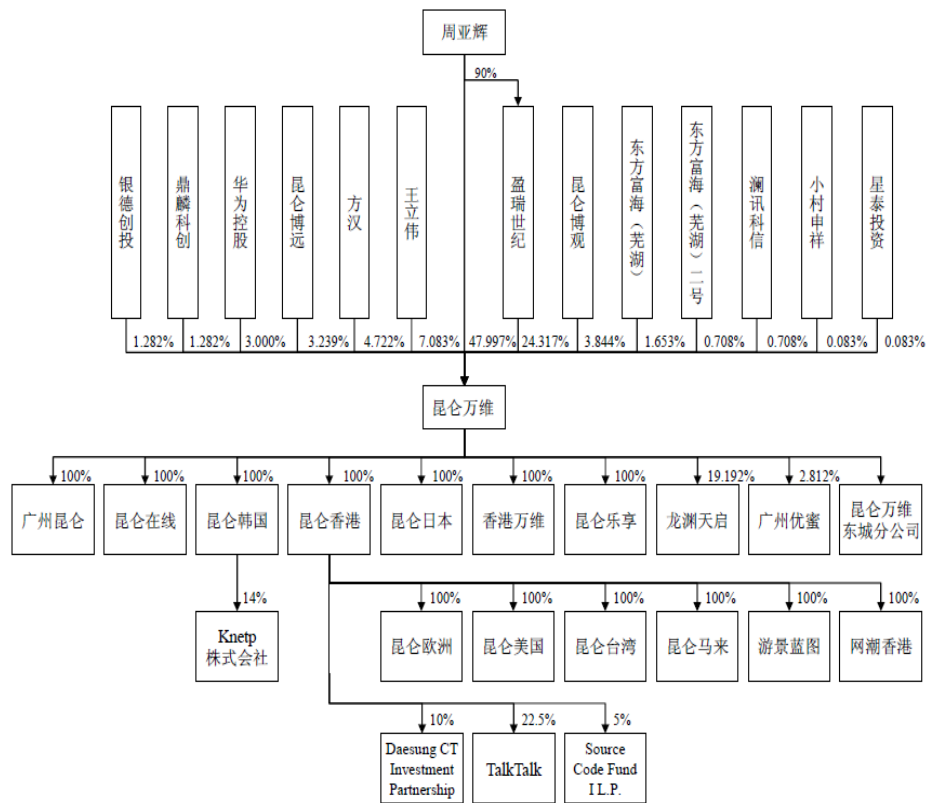
良好的发行模式架构为公司不断创造资源和经验的几类，使得更多的精品产品通过公司输出海外，巩固公司在移动游戏海外发行中的龙头地位。目前公司的主要控制人是周亚辉先生，公司实行“总部游戏发行中心+海外子公司”的架构方式，旗下有众多海外子公司。这种模式通过组建深度本地化技术处理的研发体系，在避免游戏产品水土不服的同时，更能够提升自己的运营能力。在移动游戏领域，这种运营能力的提升得到了有力的印证。

**表 1: 2015 四季度公司海外上线产品**

产品名称	发行地区	语言版本	研发厂商
师父有妖气	台湾	中文繁体	昆仑游戏
梦三国	台湾	中文繁体	电魂网络
奇迹 MU	东南亚	越文	韩国 Webzen
天龙八部	东南亚	泰文	搜狐畅游
无双剑姬（韩）	韩国	韩文	昆仑游戏
战神黎明	日本	日文	黎明工作室
无双剑姬（欧）	欧洲	欧洲多语言版本	昆仑游戏

资料来源：公司三季报，长城证券研究所整理

图 1: 昆仑万维股权结构图

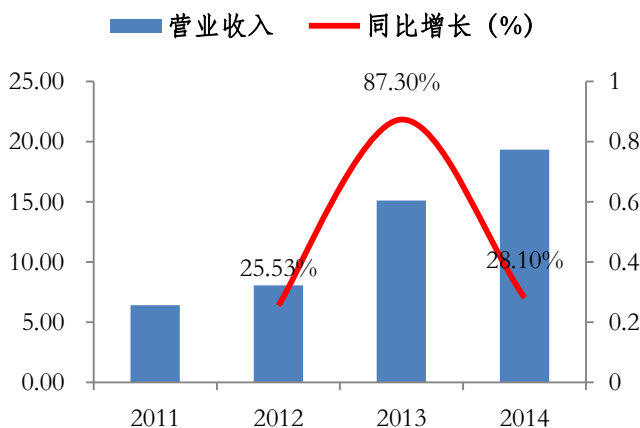


资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所整理

## 2.2 精品立业，游戏主业发展态势良好

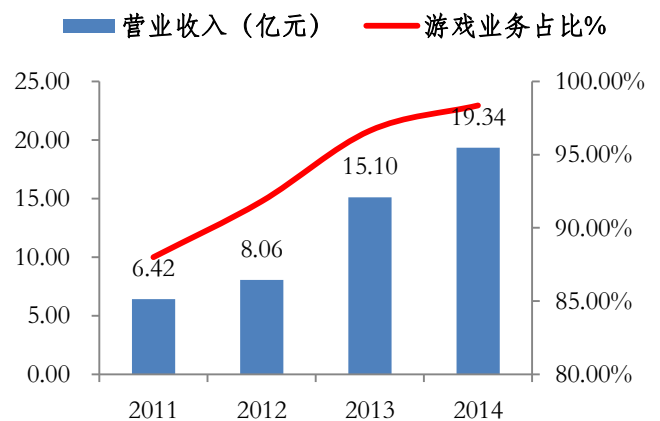
2014 年公司营业收入达到 19.3 亿元，同比增长 28%，保持稳定增长。游戏业务营业收入占总收入的比例持续提升，2011 年为 88%，而 2014 年达到了 98.5%。软件应用商店作为游戏业务外的主营业务，在 2014 年收入中约占公司总体收入的 1.44%。公司自 2008 年成立以来就推出网页游戏业务，第一款页游为《风云三国》，2010 年推出自主研发游戏《梦幻昆仑》后展开了端游业务，2013 年公司代理移动游戏《武侠 Q 传》后正式宣布进军移动游戏领域。目前公司自主研发及代理的产品覆盖了端游、页游和手游领域。

图 2: 营业收入稳定增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

图 3: 游戏业务占比持续提升 %

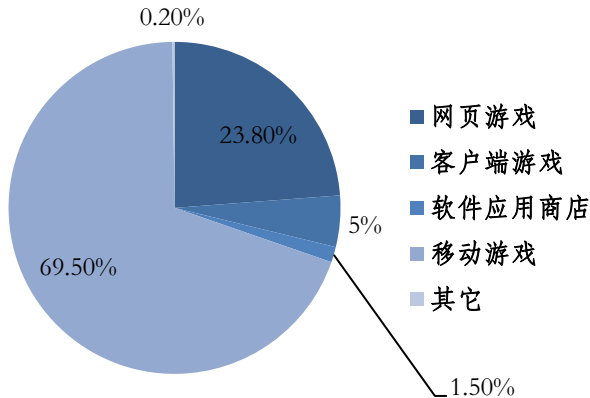


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

## 2.2.1 手游业务异军突起，移动游戏热度依旧

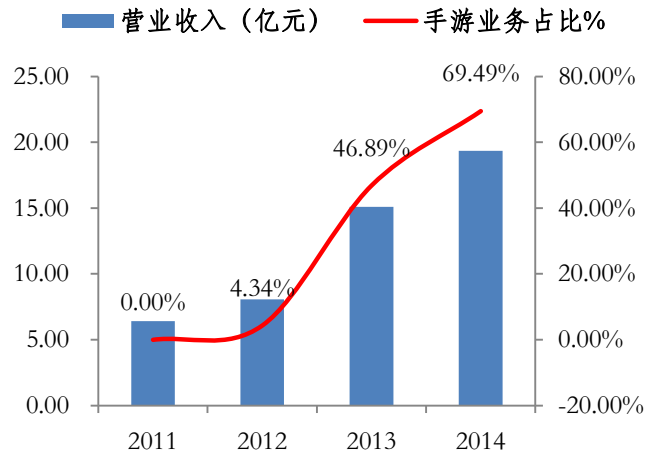
公司 2011 年手游收入占游戏总收入份额仅 0.07%，2013 年正式宣布进入移动游戏领域，当年手游收入份额就超过了页游达到 48.5%，成为公司最大收入来源。2014 年，公司移动游戏收入达到了 13.44 亿元，占公司总收入 69.5%，页游 4.6 亿元，占比 23.8%，端游 1 亿元，占比 5%左右。

图 4：公司营业收入结构(%)



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

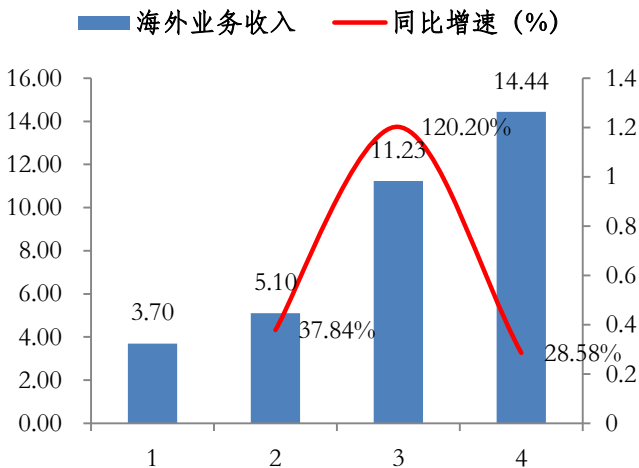
图 5：手游业务贡献主要收入来源 (%)



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

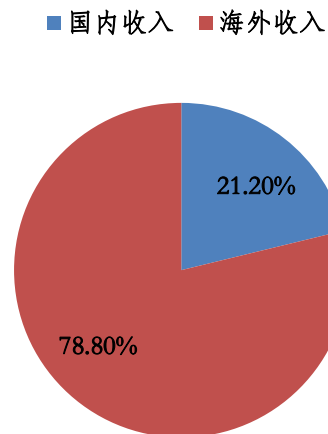
与很多游戏企业先国内后国外的战略不同，昆仑万维从创立之初就开始关注海外市场，建立了先发优势。2011 年以来公司海外业务收入持续保持 20% 以上的高增长，2014 年公司海外业务收入达 15.2 亿占公司总收入 78.8%。根据中国音数协游戏工委、CNG 中国新游戏研究(伽马数据)发布的《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》显示，2014 年中国本土原创移动游戏海外市场收入份额(不包括海外工作室收入)中昆仑万维占 13.07%，位居第一。同时，在 2014 年中国本土原创网页游戏海外市场收入份额中，昆仑万维占 7.76%。此外，公司在客户端网络游戏的海外市场收入中也位列前十，是国内为数不多的在各细分市场的海外收入均能取得高份额的游戏公司。

图 6：公司海外业务收入持续增长



资料来源：长城证券研究所整理

图 7：公司国内外业务收入占比



资料来源：长城证券研究所整理

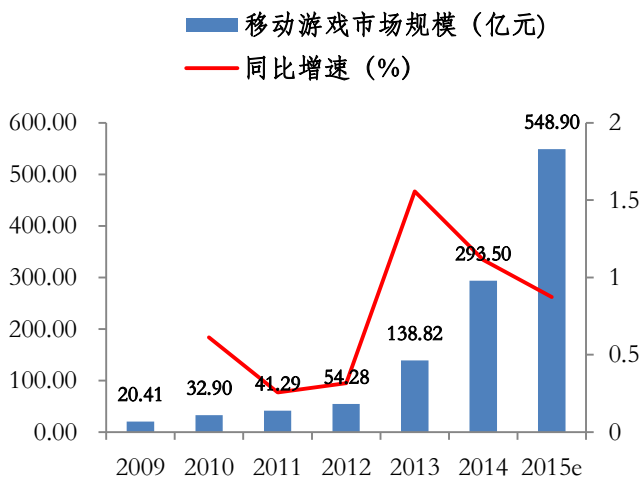
公司在移动游戏市场具有强大的竞争格局，根据昆仑万维招股书，公司计划未来 3-5 年内推出约 13 款自主研发和 15-20 款代理运营的移动网络游戏产品，形成精品化和多样化的移动网络游戏产品组合，扩充公司整体产品线。

### 2.2.2 移动游戏热度未减，洗牌浪潮下强者生存

根据 NEWZOO 最近的报告，2015 年全球移动游戏市场收入规模超过 300 亿美元，其中中国市场收入规模已升至全球第一，全年总收入达到 65 亿美元（相当于整个北美市场的收入），同比增幅为 46.5%。在收入增长方面，今年实现 18 亿美元收入的东南亚市场增速最快，年比年增幅达到 69%。相较之下，北美移动游戏市场今年收入仅比去年增长了 15.1%。

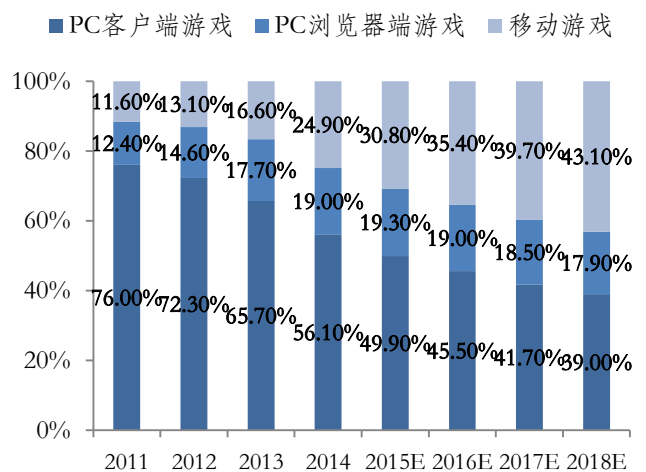
而根据国内机构艾瑞咨询的统计，未来四年，我国网游市场依旧将保持每年 15% 左右的复合增长率，在 2018 年前后突破 2000 亿大关。近期《2015 年中国游戏产业报告》正式公布了 2015 年中国游戏产业相关数据。2015 年，中国游戏(包括客户端游戏、网页游戏、社交游戏、移动游戏、单机游戏、电视游戏等)市场实际销售收入 1407.0 亿元，同比增长 22.9%。2015 年，中国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元人民币，同比增长 87.2%。在 14 规模首超页游后，15 年移动游戏市场繁荣依旧。而 2014 年我国移动互联网覆盖人数已达 5.6 亿人，移动游戏用户数 2.13 亿人，移动网民占总人口渗透率 40.7%，移动游戏用户占移动网民渗透率 53.6%，到 2015Q3 移动游戏用户数达到 3.86 亿人。2015 年以来，移动游戏市场受产品品质提升、重度产品陆续爆发、海外市场开拓加速等因素影响，产业规模继续高速增长。单季度增长率在 2014 年触底后再次出现攀升。2015Q2 实际销售收入达 114.7 亿元，环比增长 21.1%，Q3 达到 128.6 亿元，环比增长 12.1%，市场在 2015 年以来出现新的增长点。

图 8: 移动游戏市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

图 9: 游戏市场份额比较



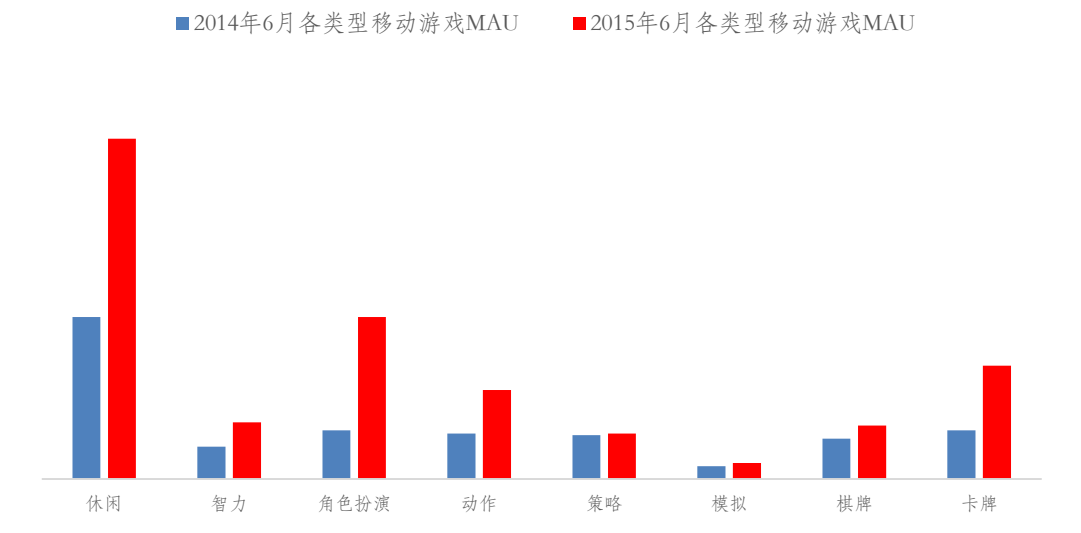
资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

而我们从游戏细分市场角度去看，游戏产业和产品已经呈现出较为明显的“金字塔”特征，从主要的细分领域来看：客户端游戏处于金字塔顶端，高投入高产出，精品生存，

数量上以少胜多。网页游戏处于塔中部，精品化趋势明显，数量减少，品质提升。移动游戏位于塔基阶段，分享用户红利的末期，低投入，高产出，产品数量远远超过客户端网络游戏和网页游戏，规模正在不断扩大。付费用户的引入和 PUR 双双提升，先期 APA 的过度和转化也在加速。

手游产品重度化明显，题材更多元化，大投入大产出将成为趋势。提高手游产品的生命周期、构建差异化产品矩阵、以及深度挖掘用户消费能力是当前思考主命题。我们认为只有回归产品本质，才能提高用户粘性以及产生稳定现金流。目前看，休闲游戏依然为月活跃用户规模最高的移动游戏类型，但角色扮演、动作、卡牌等中重度游戏的活跃用户增长迅速，手游重度化趋势演绎加快。我们认为游戏行业未来仍然有较大的市场空间，行业“天花板”远未来临。

图 8: 各类型手游 MAU

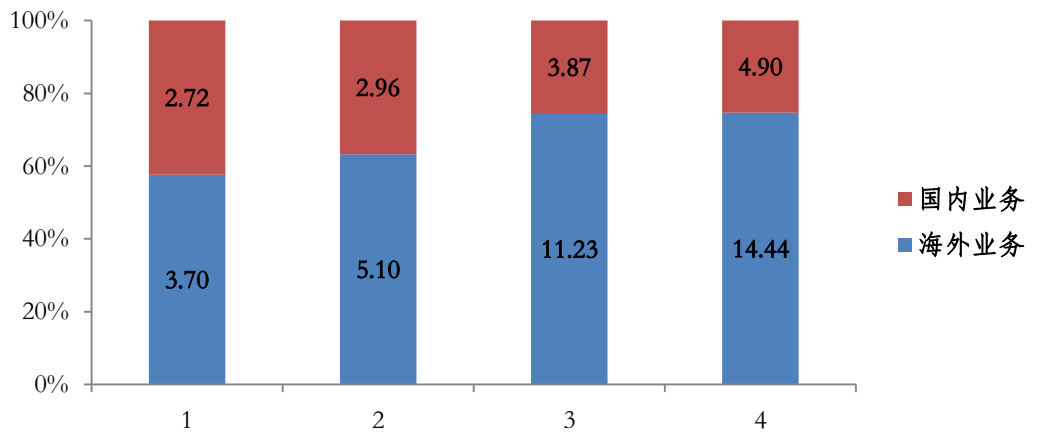


资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

## 2.3 峥嵘岁月，游戏发行王者

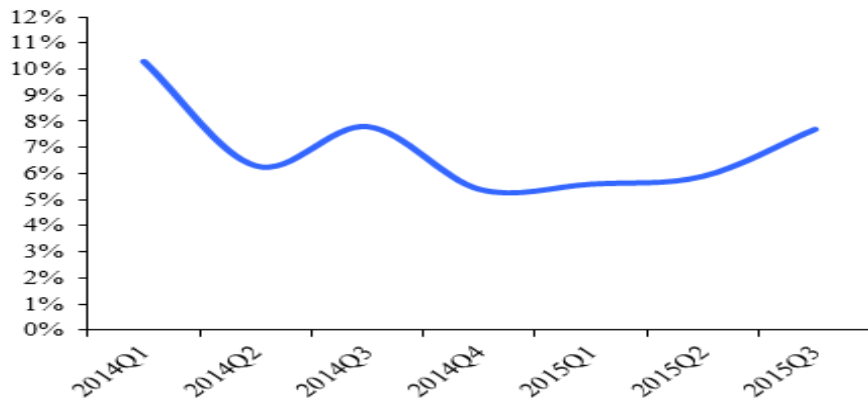
公司是国内最早进行页游海外发行的公司之一，从 2009 年开始先后在日本、香港、韩国、马来西亚、欧洲、美国、台湾等地设立子公司。前面提到近年来公司海外收入占总营收比例持续上升，2014 年达到 78.8%，其中大部分来自于代理本土游戏出口海外所得。公司在国内移动游戏发行市场同样处于第一梯队，2014 年市场份额在 5.4% 至 10.3% 之间。公司充分发挥在游戏运营和研发中积累的经验，背靠国际精品，不断满足精品化和细分市场的用户需求。2014 年，公司在中国本土原创移动网络游戏海外收入中所占份额约达到 13.89%，位居第一。在页游海外收入中占 7.76%，同时端游海外出口排名中也位列前十。

图 11: 国内/海外业务情况对比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

图 12: 公司占国内移动游戏发行市场份额



资料来源: 易观智库, 长城证券研究所整理

欧美日韩的精品移动游戏多以高质量和创新性玩法吸引玩家, 但因为文化背景、用户习惯等因素差异, 欧美日韩游戏在国内发行颇具难度。公司作为国内领先的移动端游戏发行商, 成功联手海外一流移动端游戏厂商, 引进多款海外大作。例如,《愤怒的小鸟 2》在 2015 年 7 月份末与全球同步上线简体中文版、繁体中文版。8 月份上线了《英雄联盟之魄罗快跑》简体中文版, 是《英雄联盟》研发商美国 Roit 公司的首款移动端游戏。9 月末上线了《部落冲突》简体中文安卓版, 通过与王牌综艺节目《快乐大本营》、《中国好声音》等的合作, 覆盖了数以亿计的粉丝和玩家群体, 全方位打造了《部落冲突》的品牌形象。

表 2: 公司引进部分精品游戏

产品名称	地区来源	研发厂商
糖糖大世界	美国	Big Fish Games, Inc
英雄联盟: 魄罗快跑	美国	Roit

产品名称	地区来源	研发厂商
部落冲突	芬兰	SupercellOy
愤怒的小鸟 2	芬兰	Rovio
极品飞车：最高通缉 2015	美国	EA

资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

### 3. 国内精品扬帆出海，增量市场不可小觑

2014 年，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达到 30.76 亿美元，同比增长 69.02%，保持稳定增长的态势。2015 年我国自主研发的网络游戏海外出口实际销售收入达 53.1 亿美元，同比增长达 72.4%。在中国游戏产业海外出口的产品组合中，客户端网络游戏、网页游戏、移动游戏呈现出三驾马车并驾齐驱的增长特征，进一步丰富了企业的收入来源。

**表 3: 部分自主研发移动游戏海外表现**

产品名称	发行地区	发行厂商	获得成绩
啪啪三国	台湾、韩国	昆仑万维	台湾 GooglePlay 畅销榜第 5 名，IOS 畅销榜第 3 名。韩国 GooglePlay 畅销榜第 14 名，IOS 畅销榜第 4 名
神魔大陆	韩国	飞流	韩国 NAVER App Store 免费榜第 1 名，畅销榜第 2 名。
苍穹之剑	台湾	蓝港互动	台湾 App Store 畅销榜第 5 名，GooglePlay 畅销榜第 15 名。
超神学院	台湾	中手游	台湾 App Store 畅销榜第 4 名，GooglePlay 畅销榜第 16 名。
女神联盟	台湾	游族网络	台湾 App Store 畅销榜第 5 名，GooglePlay 畅销榜第 8 名。

资料来源：Newzoo，长城证券研究所整理

目前全球的游戏市场被划分成三大块阵营，以欧美、日本为首的游戏高速发展国家，凭借其强劲发展规模和良好的付费习惯，高质量的产品成为游戏大国的第一梯队；“金砖四国”因其良好的经济增长水平以及人口比例的优势成为游戏的新兴市场；最后是东南亚市场，也将有非常大的潜力。随着智能手机的普及、移动互联网崛起、生活节奏加快，消费者碎片化时间增多，手游越来越受游戏玩家的青睐，同时成为游戏出口的新锐力量而新兴市场的巨大潜力，加大了精品游戏在全球范围内发行的需求。

2014 年拉丁美洲、东欧、东南亚的游戏市场收入分别达到 33.49 亿美元，24.45 亿美元和 10.94 亿美元。预计 2013 年至 2017 年，三地区的网络覆盖年复合增长率分别达 6.8%、4.1%和 13.1%，游戏市场复合增长率达 14.2%、14.7%和 28.2%。在全球七大国家和地区游戏市场里，已经有很多中国游戏的成功案例。港澳台地区的昆仑和 Efun，东南亚地区的博雅和昆仑，韩国的触控和热酷，日本的乐元素和 Gnetop，美国的智明星通和 IGG，欧洲的 Tap4fun、funplus 和绿洲游戏等等，他们的成功给了其他游戏公司以信心。

**表 4: 新兴市场概况**

	东南亚	拉丁美洲	东欧
人口总量	626000000	621000000	354000000
网民总量	188000000	311000000	218000000
渗透率 (%)	30%	50%	62%
游戏人口	126000000	176000000	134000000
游戏市场总额 (亿美元)	10.94	33.49	24.45
CAGR2013-2017	28%	14.20%	14.70%

资料来源: Newzoo, 长城证券研究所整理

新兴市场尚有巨大发展空间。以东南亚为例,目前东南亚游戏市场规模已达 10 亿美元,然而其网民数量占比仅为 30%,庞大的潜在用户将为市场持续增长提供有力支撑。印度尼西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡、马来西亚占据了东南亚游戏市场 99%的收入,统计六国 iOS 和 Google Play 畅销榜 TOP 20 欧美游戏数量可以发现成熟市场的精品游戏占据了新兴市场很大的市场份额。东南亚市场 Apple 排行榜前 20 位平均有 11 个来自欧美成熟市场,而 Google Play 前 20 位中欧美精品平均也占了 9 个。

**表 5: 欧美精品占新兴市场主导**

	泰国	马来西亚	新加坡
Apple	13	15	8
Google Play	9	11	6
	印尼	越南	菲律宾
Apple	13	11	9
Google Play	11	8	7

资料来源: Newzoo, 长城证券研究所整理

## 4. 拓展全球互联网布局，首次覆盖给予“推荐”评级

核心盈利预测如下：

移动游戏：移动游戏作为公司目前的核心业务，近年来增长迅猛，随着多款精品产品的发行，后续仍将保持较高的增速。预计 2015~2017 年增速分别为 50%/48%/46%，毛利率稳定在 68%~70%之间；

网页游戏：公司作为公司的传统业务，2014 年由于前期产品进入运营后期及行业增速放缓的影响，营收较大幅度下滑，后续随着新产品的上线将趋向稳定，预计 2015~2017 年增速分别为 -8%/-3%/0%，毛利率维持 76%-77%水平；

客户端游戏：公司端游业务发展较为平稳，将保持稳定营收，预计 2015~2017 年业务营收增速 5%/0%/3%，毛利率维持 46%-47%水平；

根据以上核心盈利假设，我们预计 2015-2017 年，公司可实现的收入分别为 25.6 亿元、34.3 亿元和 46.1 亿元，同比分别增长了 32.5%/33.7%/34.5%；实现归属母公司的净利润分别为 4.23 亿元、5.65 亿元和 7.30 亿元，同比分别增长了 29.8%/33.3%/29.3%，对应 EPS 分别为 0.38 元、0.50 元和 0.65 元。

## 5. 风险提示

### 5.1 管理风险

公司在全球数十个国家地区进行了发行网络的布局，成立了多个海外子公司。能否充分协调子公司管理层之间的平衡、保证管理团队继续高效运作，将关系到公司的长远发展。

### 5.2 协同发展风险

公司业务线扩展至互联网金融、社交，能否构成协同发展的产业链对公司的发展战略有较大的影响。

### 5.3 政策风险

公司核心业务依赖于本土精品游戏的进出口，与国家游戏出口监管政策息息相关。政策的变化和调整会对公司经营结果产生较大影响。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1510	1934	2563	3426	4608	<b>成长性</b>					
营业成本	430	598	766	1031	1424	营业收入增长	87.3%	28.1%	32.5%	33.7%	34.5%
销售费用	601	715	947	1266	1703	营业成本增长	215.1%	38.9%	28.1%	34.6%	38.1%
管理费用	188	264	350	468	630	营业利润增长	94.0%	-22.9%	50.6%	34.1%	29.8%
财务费用	13	11	-6	-12	-18	利润总额增长	100.6%	-25.4%	51.1%	33.3%	29.3%
投资净收益	170	0	0	0	0	净利润增长	99.6%	-25.1%	29.8%	33.3%	29.3%
营业利润	420	324	487	653	848	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	22	6	11	11	11	毛利率	71.5%	69.1%	70.1%	69.9%	69.1%
利润总额	442	330	498	664	859	销售净利率	28.9%	16.9%	16.5%	16.5%	15.8%
所得税	9	3	75	100	129	ROE	51.1%	32.3%	34.7%	37.6%	39.2%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	149.1%	153.1%	240.9%	201.2%	625.9%
净利润	436	326	424	565	730	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>						销售费用/营业收入	39.8%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
					( 百万 )	管理费用/营业收入	12.4%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
流动资产	1076	1129	1646	2107	2794	财务费用/营业收入	0.9%	0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
货币资金	660	705	820	1263	1372	投资收益/营业利润	40.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	230	254	319	447	583	所得税/利润总额	2.0%	1.0%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	148	128	440	324	732	应收账款周转率	6.55	7.61	8.04	7.66	7.91
存货	0	0	0	0	0	存货周转率	NA	NA	NA	NA	NA
非流动资产	174	340	196	173	150	流动资产周转率	0.99	1.35	1.42	1.51	1.56
固定资产	26	31	11	-8	-28	总资产周转率	1.21	1.32	1.39	1.50	1.57
资产总计	1250	1468	1842	2280	2944	<b>偿债能力</b>					
流动负债	396	453	561	721	1023	资产负债率	31.7%	31.1%	30.5%	31.6%	34.8%
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	2.72	2.49	2.93	2.92	2.73
应付款项	144	222	247	384	487	速动比率	2.72	2.47	2.92	2.91	2.72
非流动负债	0	3	0	0	0	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.39	0.29	0.38	0.50	0.65
负债合计	396	456	561	721	1023	每股净资产	0.76	0.90	1.14	1.38	1.70
股东权益	853	1012	1221	1500	1862	每股经营现金流	0.20	0.04	0.10	0.39	0.10
股本	210	210	210	210	210	每股经营现金/EPS	0.52	0.14	0.27	0.78	0.15
留存收益	480	639	848	1127	1488	<b>估值</b>	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	0	0	0	0	0	PE	94.65	126.41	97.40	73.08	56.50
负债和权益总计	1250	1468	1783	2221	2885	PEG	10.51	4.11	3.00	2.17	1.64
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	PB	48.34	40.77	33.78	27.50	22.16
经营活动现金流	370	397	303	695	439	EV/EBITDA	27.32	21.33	16.10	12.04	8.95
其中营运资本减少	120	-4	409	302	384	EV/SALES	14.24	17.01	11.02	9.67	7.38
投资活动现金流	149	-190	9	9	9	EV/IC	4.66	3.54	2.63	1.84	1.35
其中资本支出	7	0	0	0	0	ROIC/WACC	33.71	41.24	25.31	56.67	16.51
融资活动现金流	-282	-167	-197	-262	-339	REP	1.49	1.53	2.41	2.01	6.26
净现金总变化	237	40	116	443	109						

## 研究员介绍及承诺

**金炜:** 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 任通信行业分析师, 4 年通信行业工作经验。

**刘浩然:** 格拉斯哥大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业研究员

**何恩霖:** FRM, 美国布兰戴斯大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

### 北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>