

## 博雅互动(434 HK)

评级：未评级

### 业绩摘要：

集团 14 财年总收入按年增长 39% 至 9.45 亿人民币，主要由於游戏「斗地主」的收入贡献攀升所致。「斗地主」期内录得 1.60 亿人民币收入，同比增幅达 163%。集团的收入重心依然来自於传统重点游戏「德州扑克」贡献收入 7.37 亿人民币，呈稳健的 24% 同比增长，并占总收入比重达 78%。就游戏平台而言，14 财年移动游戏收入比重上升至 57%，主要由於手机游戏平台的用户数增长明显所致。移动游戏付费用户於 14 年内迅速增加 128.9 万人至 199.7 万人。

14 财年毛利率稍微下降 1 个百分点至 60%，主要由於支付予手机生态系统的渠道费用逐步上升。集团的行销开支仅按年增长 21%，行政费用更录得 -14% 的同比减幅，带动 14 财年经营利润按年增长 76% 至 2.87 亿人民币，经营利润率达 30%，比上年同期增加 6 个百分点。受惠投资性收入增加及政府优惠税率，14 财年股东净利润最终按年上升 107% 至 2.80 亿人民币。

### 齐鲁评论：

博雅互动已跻身为国内领先的棋牌类游戏公司之一，尽管博雅的收入来源仍高度依赖德州扑克，但考虑到棋牌游戏生命周期长於一般游戏，因此无论是旗下的网页类或手游类玩家都显出较高的黏性，可望成为公司长远的收入基础。页游业务方面，用户大部分都屬於中度和深度玩家，他们的平均消费金额明显高於一般手游玩家，预期将演变成高利润率的利基市场。

开发棋牌游戏的成本和市场的进入门槛偏低，我们忧虑博雅互动所面对的的同质化竞争加剧。由于集团已发布了 14 财年业绩，我们正更新估值模型，并将於后续报告中调整估值、评级及目标价。

### 博雅互动业绩概要 (根据市场调查预测)

| (百万人民币)     | 12 财年 | 13 财年 | 14 财年 | 预测<br>15 财年 | 预测<br>16 财年 |
|-------------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
| 收入          | 518   | 681   | 945   | 1,258       | 1,680       |
| 毛利          | 314   | 416   | 568   | 761         | 1,025       |
| 营运利润        | 192   | 163   | 287   | N/A         | N/A         |
| 财务成本        | (8)   | (14)  | (6)   | N/A         | N/A         |
| 税前利润        | 187   | 165   | 335   | 463         | 623         |
| 少数股东权益      | -     | -     | 0.5   | N/A         | N/A         |
| 净利润         | 143   | 136   | 280   | 398         | 521         |
| 每股盈利 (港元)   | 不适用   | 0.230 | 0.462 | 0.538       | 0.708       |
| 每股派息 (港元)   | 不适用   | 2.059 | 2.428 | 0.180       | 0.247       |
| 每股帐面淨值 (港元) | 不适用   | 0.111 | 0.151 | 2.410       | 3.183       |

来源：彭博

### 公司基本资料 (更新至 2015 年 3 月 12 日)：

|              |           |          |
|--------------|-----------|----------|
| 最新价：         | 5.61      | (港元)     |
| 市值：          | 42.7      | (亿港元)    |
| 流通股比例 (%)：   | 44.8%     |          |
| 已发行总股本 (百万)： | 762       | (百万股)    |
| 52 周价格区间：    | 5.05-12.6 | (港元)     |
| 3 个月平均每日成交：  | 8.91      | (百万港元)   |
| 主要股东：        | 张伟先生      | 占 43.96% |

来源：彭博

### 重要财务及估值摘要：



### 集资用途：

博雅互动是线上棋牌类游戏开发商及运营商，于 2008 年开始网页游戏业务。基本上通过免费试玩吸引新玩家，然後收益则来自向付费玩家销售游戏虚拟代币及其他虚拟物品。集团目前共有 25 款网络游戏，包括棋牌类游戏如《德州扑克》、《斗地主》及《锄大地》等。

### 分析师：

杨培钦(Isaiah Yeung) CFA, FRM  
 电邮：[isaiah.yeung@qlzq.com.hk](mailto:isaiah.yeung@qlzq.com.hk)

# 14 财年业绩摘要：

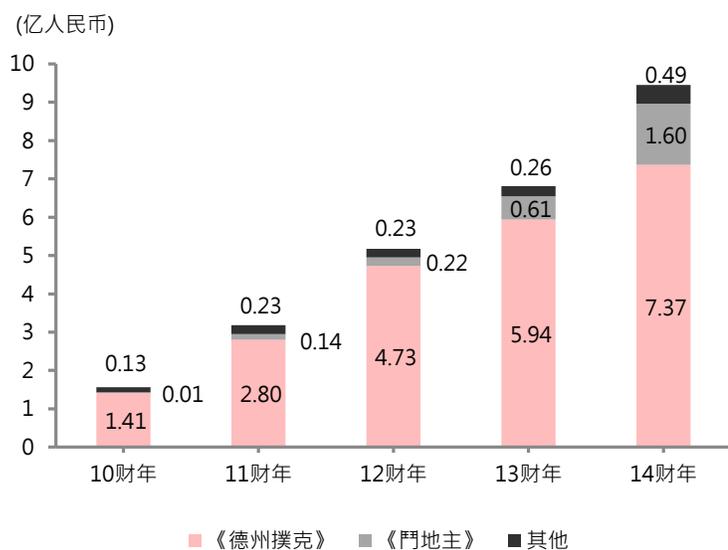
## 德州扑克增长稳健、斗地主现惊喜，14 财年净利润翻倍

集团 14 财年总收入按年增长 39% 至 9.45 亿人民币，主要由於游戏「斗地主」的收入贡献攀升所致。「斗地主」期内录得 1.60 亿人民币收入，同比增幅达 163%；尽管如此，集团的收入重心依然来自於传统重点游戏「德州扑克」，该游戏贡献收入 7.37 亿人民币，呈稳健的 24% 同比增长，并占总收入比重达 78%，但已低於 13 财年的 87% 收入比重。

14 财年毛利率稍微下降 1 个百分点至 60%，主要由於来自於手游平台的收入增加，因此所支付予手机生态系统的渠道费用逐步上升。经营费用方面，除研发开支录得 53% 的同比增长外，集团的行销开支仅按年增长 21%，行政费用更录得 -14% 的同比减幅。综上，14 财年经营利润按年增长 76% 至 2.87 亿人民币，经营利润率达 30%，比上年同期增加 6 个百分点。

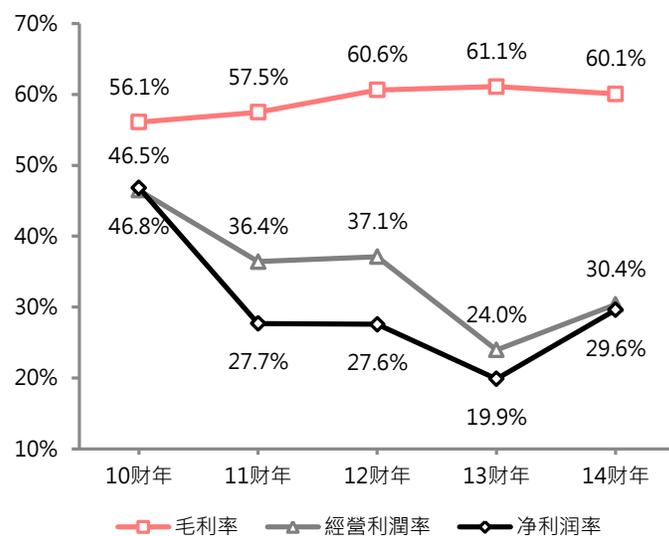
期内集团灵活调度闲置资金，实现约 0.45 亿人民币的短期投资回报。管理层表示未来仍会维持类似的投资政策，善用企业资源。受惠投资性收入增加及政府优惠税率，14 财年股东净利润最终按年上升 107% 至 2.80 亿人民币。

图表 1：博雅互动收入明细(按游戏)



来源：公司资料

图表 2：博雅互动利润率一览



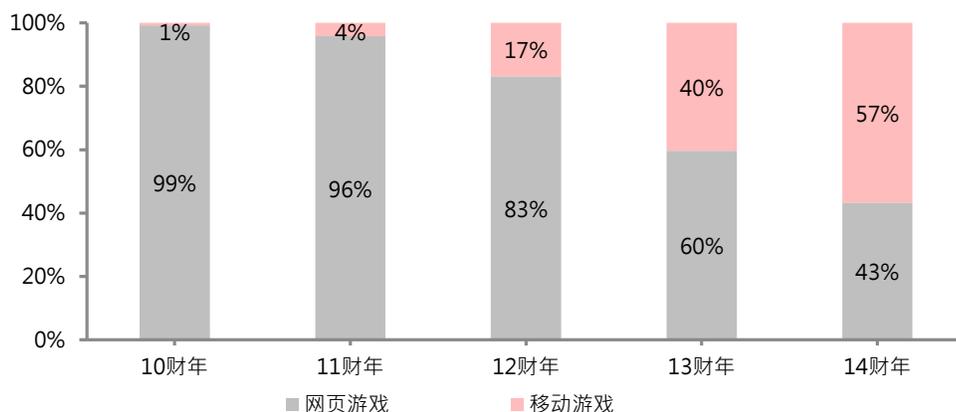
来源：公司资料，齐鲁国际研究部

## 移动游戏玩家数倍增，页游用户注码大

就游戏平台而言，14 财年移动游戏收入同比上升 95% 至 5.36 亿人民币，占总收入比重从 13 财年的 40%，上升至 14 财年的 57%，主要由於手机游戏平台的用户数增长明显所致。移动游戏付费用户从 13 年底的 70.8 万人，迅速增加 128.9 万人至 199.7 万人。手游用户实现倍数式增长，印证集团重视发展移动游戏业务的成果。对比之下，网页游戏的用户数於 2014 年略为减少 1.8 万人至 16.0 万人，与中国整体游戏市场的趋势一致，反映游戏市场内的轻度玩家从网页平台转移到移动平台。综上，截至 14 年底，集团的月度付费玩家数已增加至 215.7 万人，对比 13 年底的 88.6 万人，年内新增 127.1 万玩家。

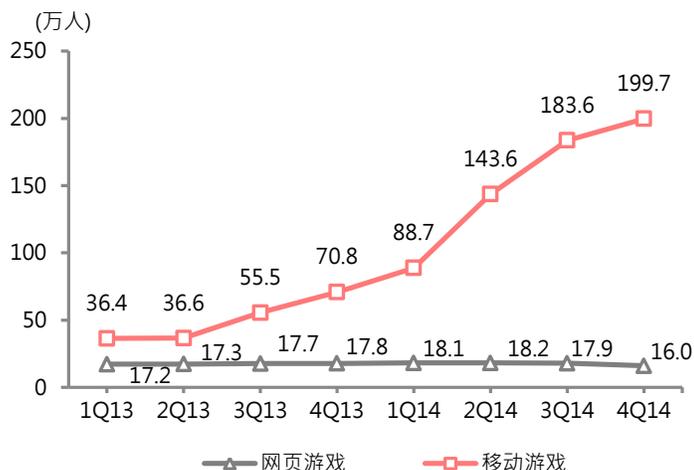
虽然页游玩家数有萎缩的趋势，但由於网页平台在游戏体验层面上依然较能吸引中度和深度玩家，因此目前整体页游玩家群贡献出相对较高的平均用户收入 (ARPPU)，页游的季度 ARPPU 於 14 财年维持在 186 至 203 人民币/人的区间。相比於下，由於移动游戏倾向属於轻度玩家市场，因此季度 ARPPU 於 14 财年仅维持在 25 至 42 人民币/人的区间，并且呈连续六个季度连跌的趋势。

图表 3：集团收入比例明细(按平台)



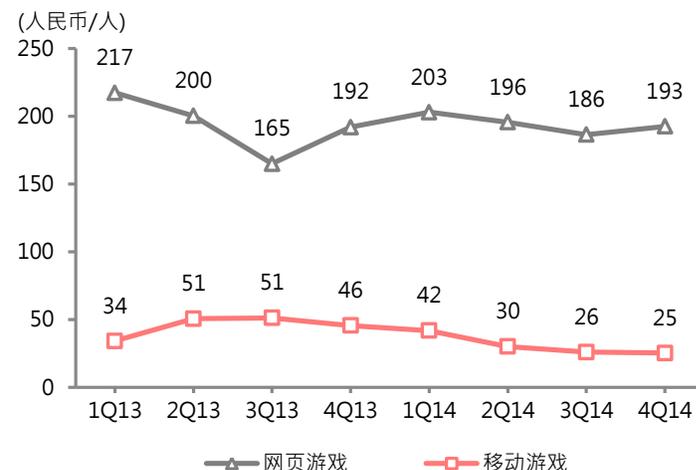
来源：公司资料

图表 4：付费用户数明细(按平台)



来源：公司资料

图表 5：季度平均用户收入明细(按平台)



来源：齐鲁国际研究部

## 继续深耕棋牌游戏，扩大业务规模

管理层表示将维持专注棋牌类游戏市场的发展方向，继续挖掘棋牌市场的潜在商机。具体经营理念包括计划透过「游戏本地化」的模式，进军新兴市场国家，进吸引更多新玩家。另外，集团计划积极开拓手机平台以外的市场，例如网络电视平台。

「本地化」的开发模式包括将旗下热门的游戏翻译成当地语言及微调游戏玩法以迎合目标市场的口味；或把当地独有的棋牌玩法电子化，例子有四川地区独有及流行的「四川麻将」。截至 14 年底，博雅游戏组合总数达 25 个，共开发出 21 种不同的语言。管理层预计於 2015 年抵加推 5 款新游戏棋牌游戏，而语言版本也会持续增加。

## 齐鲁评论：

### 棋牌游戏商机持久，坐拥业内领先的棋牌用户基础

博雅互动的业务重心一直以棋牌类游戏为主，其商业模式专注于棋牌类游戏的电子化，已跻身为国内领先的棋牌类游戏公司之一。尽管博雅的收入来源仍高度依赖德州扑克，但考虑到棋牌游戏生命周期长於一般游戏，因此无论是旗下的网页类或手游类玩家都显出较高的黏性，可望成为公司长远的收入基础。

另一方面，网页游戏市场虽然呈萎缩趋势，但在经过了用户转移手机的变革後，尚存於页游市场内的用户大部分都属于中度和深度玩家，他们的平均消费金额明显高於一般手游玩家，预期将演变成高利润率的利基市场。

### 忧虑同质化竞争，日渐饱和的中国市场

开发棋牌游戏的成本和市场的进入门槛偏低，我们忧虑博雅互动所面对的的同质化竞争加剧，包括来自市场内其他棋牌游戏开发商、以及其他游戏类别的开发商的竞争。

另一方面，集团过往主要以中国为业务据点，但忧虑中国智能手机用户数增长放缓，预期 15 财年新增移动游戏用户数字增量微弱，将拖累集团整体收入增速。

### 详细估值、预测及评级将容后发布；暂维持未评级

我们曾经于 2013 年 12 月 30 日发布博雅互动的未评级报告，现在由于集团已发布了 14 财年业绩，我们正更新估值模型，并将於后续报告中调整估值、评级及目标价。

## 财务资料：

### 损益表：

| (百万人民币)  | 11 财年 | 12 财年 | 13 财年 | 14 财年 |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 收入       | 318   | 518   | 681   | 945   |
| 服务成本     | (135) | (204) | (265) | (377) |
| 毛利       | 183   | 314   | 416   | 568   |
| 销售费用     | (32)  | (82)  | (148) | (179) |
| 研发费用     | (7)   | (21)  | (32)  | (49)  |
| 行政费用     | (26)  | (26)  | (79)  | (69)  |
| 其他营业收入   | (1)   | 7     | 6     | 15    |
| 经营利润     | 116   | 192   | 163   | 287   |
| 利息开支     | (8)   | (8)   | (14)  | (6)   |
| 非营运损益    | 4     | 5     | 15    | 48    |
| 应占联营公司损益 | 0     | (1)   | 0     | 6     |
| 税前利润     | 111   | 187   | 165   | 335   |
| 所得税      | (23)  | (45)  | (29)  | (55)  |
| 税后利润     | 88    | 143   | 136   | 280   |
| 非控股净利润   | -     | -     | -     | 0     |
| 股东净利润    | 88    | 143   | 136   | 280   |
| 每股盈利     | 不适用   | 不适用   | 0.230 | 0.462 |
| 每股权益     | 不适用   | 不适用   | 2.059 | 2.428 |
| 每股股息     | 不适用   | 不适用   | 0.111 | 0.151 |

来源：公司资料·齐鲁国际研究部

### 主要比率：

|         | 11 财年 | 12 财年 | 13 财年 | 14 财年 |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增长：   | 104%  | 63%   | 32%   | 39%   |
| 毛利增长：   | 109%  | 72%   | 33%   | 36%   |
| 经营利润增长： | 60%   | 66%   | -15%  | 76%   |
| 税前利润增长： | 54%   | 68%   | -12%  | 103%  |
| 净利润增长   | 20%   | 62%   | -5%   | 107%  |
| EPS 增长  | 不适用   | 不适用   | 不适用   | 18%   |
| 毛利率：    | 57.5% | 60.6% | 61.1% | 60.1% |
| 经营利润率：  | 36.4% | 37.1% | 24.0% | 30.4% |
| 税前利润率：  | 35.1% | 36.2% | 24.2% | 35.4% |
| 净利润率    | 27.7% | 27.6% | 19.9% | 29.6% |
| ROE：    | 81%   | 63%   | 18%   | 21%   |
| ROA：    | 52%   | 39%   | 14%   | 18%   |

来源：公司资料·齐鲁国际研究部

## 公司及行业评级定义

---

### 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~ 5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

### 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由齐鲁国际证券有限公司 - “齐鲁国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。齐鲁国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

齐鲁国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表齐鲁国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本研究报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，齐鲁国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

版权所有 齐鲁国际证券有限公司

未经齐鲁国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。