

昆仑万维（300418）：国内领先的游戏研发和运营平台

推荐（首次）

计算机行业

询价参考值：20.30 元

报告日期：2015年01月08日

主要财务指标（单位：百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,510	2,369	3,786	6,070
(+/-)	87.30%	56.88%	59.80%	60.34%
营业利润	420	424	671	1,095
(+/-)	93.95%	1.10%	58.11%	63.17%
归属于母公司 净利润	436	433	674	1,095
(+/-)	99.62%	-0.61%	55.69%	62.33%
每股收益（元）	1.56	1.55	2.41	3.91

- 公司是领先的游戏研发和运营平台。公司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。集团具备三大业务体系：全球游戏研发与发行、RC 社交语音通讯平台、Brothersoft 软件商店。
- 研发实力和技术储备领先，自主创新能力强。Kunlun Mobile3D、Kunlun WebX 和 Kunlun Flame 是公司三款最具代表性的研发技术。Kunlun Mobile3D 是基于移动平台的原生 3D 引擎；Kunlun WebX 是基于 ActiveX 和 P2P 流下载技术的跨浏览器的移植中间件，提升游戏研发效率；Kunlun Flame 是基于 Flash 平台的高效网页游戏研发中间件，实现独立于 Flash 底层的快速界面开发框架。
- 具有强大的海外网络游戏市场开拓能力。公司在海外市场开拓过程中，建立了深度本地化技术处理的研发体系，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，保证了境外业务规模的持续快速增长。
- 具备强劲的移动网络游戏研发和全球行实力。公司在几个重要的移动网络市场已建立了竞争优势，处于市场第一梯队。在 2013 年中国移动游戏全平台发行商的移动游戏收入规模排名中，公司位于市场第五名，市场份额约 11.0%。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。
- 在网页游戏行业的市场地位显著，先发优势明显。公司是国内率先立足于网页游戏的公司之一，通过持续的研发储备，将部分客户端游戏的核心技术和用户体验应用于网页游戏的开发，陆续推出了《三国风云 1、2》、《武侠风云》、《千军破 1、2》等网页游戏经典大作，将网页游戏的品质推向了新的高度。
- 盈利预测与估值。我们预计公司2014-2016年归属于母公司净利润达4.33亿元、6.74亿元、10.95亿元，对应EPS1.55元、2.41元、3.91元。根据发行规则，计算预计公司的发行价在20.30元/股。我们预计公司2014年EPS为1.55元，根据可比公司的估值，结合公司情况，给予公司2014年PE30-45倍，则对应合理价格为46.55-69.8元。
- 风险提示：需求不足；市场竞争加剧；核心技术人员流失。

行业研究员：邱祖学

执业证书编号：S1050511070004

021-51793717 qiuzx@cfsc.com.cn

联系人：董冰华

021-51793719 dongbh@cfsc.com.cn

1.公司介绍

公司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。集团具备三大业务体系：全球游戏研发与发行、RC 社交语音通讯平台、Brothersoft 软件商店。作为中国最大的网页游戏开发、运营企业之一，公司在网页游戏市场占有率位居国内前三，且在平台共享、社交游戏、软件应用与手机游戏等领域也取得了显赫的成绩。未来，公司致力于发展成为全球领先的互联网综合服务提供商。

2.主营业务

公司主营业务

本公司主营业务为综合性互联网 增值 服务，具体包括网络游戏的开发和全球发行、软件应用商店的运营等业务。

网络游戏产品和服务。公司目前已自主研发并运营多款网络游戏，涉及大型网页游戏、社交网页游戏、移动网络游戏、客户端游戏等多个游戏品类。大型网页游戏是公司报告期内的核心产品之一，公司已自主研发了《三国风云1、2》、《千军破1、2》、《武侠风云》、《绝代双骄》等多款网页游戏精品大作，游戏题材涵盖战争策略、角色扮演、休闲竞技等多个主流题材。公司还自主研发了社交网页游戏《猛将无双》和移动网络游戏《风云三国》等精品游戏。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，大型网页游戏《傲视天地》、《傲剑》等，客户端网络游戏《仙境传说》等精品游戏。

软件应用商店。公司的软件应用商店包括Brothersoft.com和1Mobile两个平台。Brothersoft.com作为公司开发海外市场的战略手段之一，主要针对PC端用户，为各国的软件开发者和使用者提供了一个全球化的综合资源平台，建立了全面的线上跨国运营销售体系。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。

3.公司核心竞争力

研发实力和技术储备领先，自主创新能力强。在公司研发的众多网络游戏核心技术中，Kunlun Mobile3D、Kunlun WebX和Kunlun Flame是三款最具代表性的研发技术。Kunlun Mobile3D 是基于移动平台的原生3D引擎，是高效研发基于OpenGL ES标准的大型3D移动网络游戏的核心组件。Kunlun WebX是基于ActiveX和P2P流下载技术的跨浏览器的移植中间件，无需经过大幅度修改，就可以把大型客户端游戏转化为在浏览器内运行的网页游戏产品，提升了游戏研发效率，降低了网页游戏用户的下载和安装门槛，真正实现了客户端和网页游戏双端合一。Kunlun Flame是基于Flash平台的高效网页游戏研发中间件，实现了独立于Flash底层的快速界面开发框架，有效提高了界面开发效率。

具有强大的海外网络游戏市场开拓能力。公司于2009年开始组建海外游戏业务团队，在海外市场开拓过程中，建立了深度本地化技术处理的研发体系，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，保证了境外业务规模的持续快速增长。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。

具备强劲的移动网络游戏研发和全球行实力。凭借较早的战略布局 and 准确的市场判断，公司在几个重要的移动网络市场已建立了竞争优势，处于市场第一梯队。根据易观智库2014年2月发布的统计数据，在2013年中国移动游戏全平台发行商的移动游戏收入规模排名中，昆仑万维位于市场第五名，市场份额约11.0%。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。

在网页游戏行业的市场地位显著，先发优势明显。在公司成立之初，中国网页游戏市场尚未成熟，传统的客户端游戏占据了市场的主导地位。公司是国内率先立足于网页游戏的公司之一，通过持续的研发储备，将部分客户端游戏的核心技术和用户体验应用于网页游戏的开发，陆续推出了《三国风云1、2》、《武侠风云》、《千军破1、2》等网页游戏经典大作，将网页游戏的品质推向了新的高度，推动了中国网页游戏市场的快速发展。目前公司已自主研发了。

4.募投项目

公司本次 IPO 募投项目合计募资 13.3038 亿元，主要用于移动网络游戏新产品研发项目、移动网络游戏代理项目

图表 1、本次募投情况

序号	募集资金投向	项目总投资资金（万元）	募集资金投资资金（万元）
1	移动网络游戏新产品研发项目	40,816	40,816
2	移动网络游戏代理项目	50,903	50,903
3	网页游戏新产品研发项目	19,445	19,445
4	网页游戏代理项目	3,971	3,971
5	客户端网络游戏代理项目	19,714	17,903
	合计	134,849	133,038

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

5.盈利预测与估值

我们预计公司 2014-2016 年归属于母公司净利润达 4.33 亿元、6.74 亿元、10.95 亿元，对应 EPS1.55 元、2.41 元、3.91 元。根据发行规则，计算预计公司的发行价在 20.30 元/股。我们预计公司 2014 年 EPS 为 1.55 元，根据可比公司的估值，结合公司情况，给予公司 2014 年 PE30-45 倍，则对应合理价格为 46.5.5-69.8 元。

图表 2、可比公司估值水平比较

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE(倍)		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
300052	中青宝	21.45	0.2	0.58	0.93	109	51	32
002174	游族网络	49.37	-	1.52	2.29	-	34	23
300148	天舟文化	18.24	-	0.41	0.51	-	44	36
300315	掌趣科技	15.83	0.22	0.29	0.44	73	54	36
行业平均							46	32

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

6.风险提示

- 1、宏观经济增速放缓，需求不足；
- 2、市场竞争加剧，净利润下滑；
- 3、核心技术人员流失。



图表 3、公司盈利预测

单位: 万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	150,999	236,890	378,560	606,980
增长率 (%)	87.30%	56.88%	59.80%	60.34%
减: 营业成本	43,048	66,520	107,650	171,650
毛利率 (%)	71.49%	71.92%	71.56%	71.72%
营业税金及附加	890	1,396	2,231	3,577
销售费用	60,137	95,120	153,620	245,630
管理费用	18,794	28,050	45,685	73,120
财务费用	1,307	1,520	-500	-500
费用合计	80,238	124,690	198,805	318,250
期间费用率 (%)	53.14%	52.64%	52.52%	52.43%
资产减值损失	1,895	3,250	5,020	7,620
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	17,040	0	0	0
营业利润	41,969	42,430	67,085	109,460
增长率 (%)	93.95%	1.10%	58.11%	63.17%
营业利润率 (%)	27.79%	17.91%	17.72%	18.03%
加: 营业外收入	2,265	1,500	1,500	1,500
减: 营业外支出	32	50	50	50
利润总额	44,201	43,880	68,535	110,910
增长率 (%)	100.59%	-0.73%	56.19%	61.83%
利润率 (%)	29.27%	18.52%	18.10%	18.27%
减: 所得税费用	611	557	1,087	1,425
所得税率 (%)	1.38%	1.27%	1.59%	1.29%
净利润	43,591	43,323	67,448	109,485
增长率 (%)	99.62%	-0.61%	55.69%	62.33%
净利润率 (%)	28.87%	18.29%	17.82%	18.04%
归属于母公司所有者的净利润	43,591	43,323	67,448	109,485
增长率 (%)	99.62%	-0.61%	55.69%	62.33%
少数股东损益	0	0	0	0
总股本	28,000	28,000	28,000	28,000
摊薄每股收益(元)	1.56	1.55	2.41	3.91

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

研究员简介

邱祖学：上海财经大学，经济学硕士。2009年7月加盟华鑫证券研发部。

董冰华：中国科学院大学，理学硕士，2013年7月加盟华鑫证券。重点跟踪领域：TMT。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>