

日期: 2015年1月12日

行业: 互联网和相关服务



胡卉
021-53519888-1927
huhui@shzq.com
执业证书编号: S0870514030001

IPO 价格 RMB 20.3 元
上市合理定价 RMB 32.40-40.5 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 70.00
发行后总股本 (百万股) 280.00
发行数量占发行后总股本 25%
发行方式 网上定价发行
网下询价配售
保荐机构 中国国际金融有限公司

主要股东 (IPO 前)

周亚辉 48.00%
北京盈瑞世纪软件研发中心 (有限合伙) 24.32%
王立伟 7.00%
方汉 4.72%

收入结构 (14H1)

手机游戏 46.88%
网页游戏 41.12%
客户端游戏 3.4%
软件应用商店 2.26%
社交游戏

报告编号: HH15-NSP01

首次报告日期:

国内网络游戏开发龙头企业

■ 投资要点:

公司为国内主要网络游戏开发企业

公司主营业务为网络游戏开发和全球发行、以及软件应用商店业务两项业务。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、移动网络游戏等多个游戏品类。还代理运营多款其他公司开发的网络游戏。并在包括港澳台、日韩、东南亚、欧美等海外市场均开展了网络游戏运营业务。

移动网络游戏收入迅速发展

2011年、2012年、2013年和2014年1-9月公司营业收入规模分别为6.42亿元、8.06亿元、15.10亿元和14.42亿元,2011-2013年的年均复合增长率为53.34%。报告期内,公司的收入主要来自包括游戏产品和互联网产品相关的主营业务。2011年,公司开始布局移动网络游戏市场,2013年公司开始重点推广移动网络游戏,运营多款自研发和代理的移动网络游戏。经历了2013年和2014年1-9月的迅速发展,移动网络游戏收入已经成为公司游戏收入的重要组成部分。

募投项目增加多款新产品的研发

募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目,增加多款游戏新产品的研发。投资项目拟使用募集资金金额为133,038万元,截至本招股意向书签署之日,部分项目已经开始实施,原型开发、美术设计、程序编制、代理游戏支付游戏授权款项等工作正在有序推进中。

盈利预测

公司在未来几年将保持增长势头,初步预计2014-2016年归母公司的净利润将实现年递增-21.12%、31.77%和16.11%,相应的稀释后每股收益为1.23元、1.62元和1.88元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况,我们认为给予公司合理估值定价为32.40元-40.5元,对应2015年每股收益的20~25倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至12月31日 (¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	806.2	1509.99	1932.79	2512.63	3266.42
年增长率 (%)	25.53%	87.30%	28.00%	30.00%	30.00%
归属于母公司的净利润	218.37	435.91	343.84	453.09	526.07
年增长率 (%)	20.20%	99.62%	-21.12%	31.77%	16.11%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.78	1.56	1.23	1.62	1.88

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 中国网络游戏行业未来市场潜力巨大

根据易观智库 2014 年 1 月发布的统计数据, 2013 年中国网络游戏市场规模为 841.78 亿元, 较 2012 年增长 36.1%, 2010 至 2013 年年均复合增长率 29.2%, 预计至 2016 年中国网络游戏市场规模有望达到 1,524.93 亿元, 2013 年至 2016 年年均复合增长率 21.9%。未来中国网络游戏市场仍将保持较高的增长速度。近十年来中国网络游戏企业在国内市场积累了宝贵的研发和运营经验, 企业在技术、人才、资金等方面的实力不断增强, 已具备了全球化竞争的實力。以畅游、完美时空等为代表的中国企业不再仅仅满足于中国市场, 开始面向全球市场开展网络游戏的运营业务。中国网络游戏出口模式自 2006 年兴起至今, 完成了从无到有的积累过程。预计未来中国网络游戏出口规模将进一步扩大, 出口国家将更加多元化, 海外市场业务模式将更加丰富。

自 2013 年以来, 随着智能移动终端的快速普及、3G 网络及 WIFI 的性能提升和普及化, 移动互联网得到了飞速发展。在此趋势下, 移动网络游戏的用户规模快速提升, 移动网络游戏在中国实现了爆发式增长。相较于客户端游戏和网页游戏, 移动网络游戏, 具有更好的操作便利性, 能更有效的满足用户碎片化时间的娱乐和社交需求, 对游戏用户具有很强的吸引力。未来几年, 预计智能移动终端、3G 网络、4G 网络及 WIFI 的普及化和性能将进一步提升, 游戏平台、支付渠道将更加便利, 移动网络游戏的生态系统更加完备, 而在市场高度竞争环境下, 移动网络游戏本身的品质也会大幅度提升。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

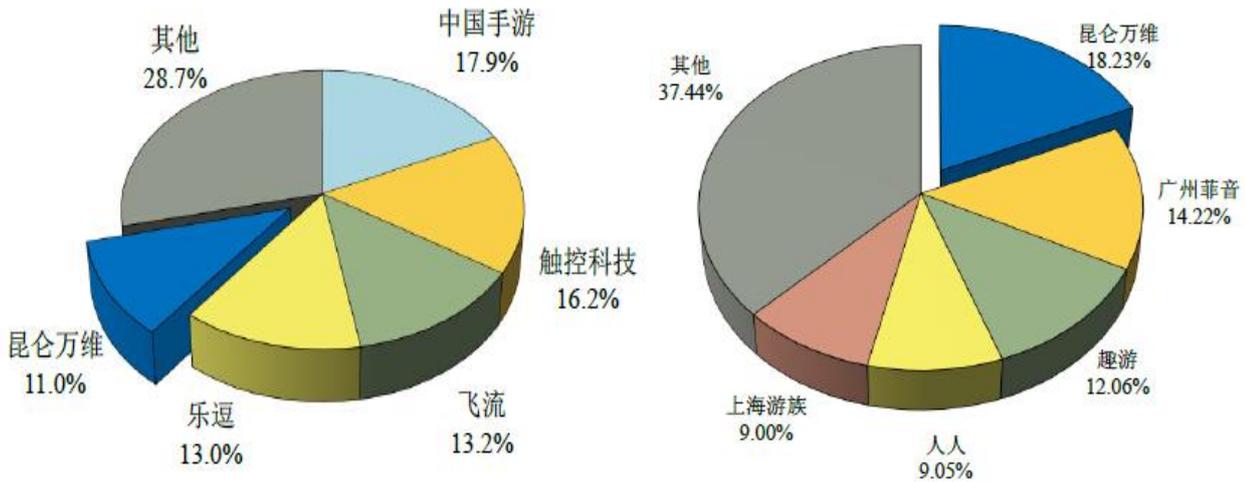
国内网游市场方面, 根据文化部 2013 年 4 月发布的《2012 中国网络游戏市场年度报告》, 以 2012 年网络游戏业务收入为标准, 中国网络游戏企业可以分为三个梯队: 第一梯队是收入在 20 亿元以上的行业龙头企业, 包括腾讯、网易、畅游、盛大游戏、完美时空和巨人; 第二梯队是收入在 2-20 亿元之间的企业, 包括二线的客户端游戏运营企业(如光宇华夏、金山、网龙、蓝港在线等)和专注于网页等新兴游戏运营的企业(如昆仑万维、趣游、4399、37wan、淘米网、奇虎 360 等); 第三梯队是收入在 2 亿元以下的企业, 这部分企业多为专注于网页等新兴游戏业务的中小型企业。

游戏出口市场方面, 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。公司是国内率先将网页游戏推向海外市场的公司之一, 在网页游戏出口市场具有明显的先发优势, 并在网络游戏

的海外发行和运营过程中形成了独特的竞争模式。依靠较早进入海外市场的优势、过硬的产品质量和本地化处理技术以及优秀的市场推广和运营实力，公司已成功开拓了港澳台、日韩、东南亚、欧美等多个海外市场，海外游戏发行收入实现了快速增长，在中国网页游戏出口市场占据了较高的市场份额。

图 1 2013 移动游戏收入规模

图 2 2012 网页游戏出口市场份额



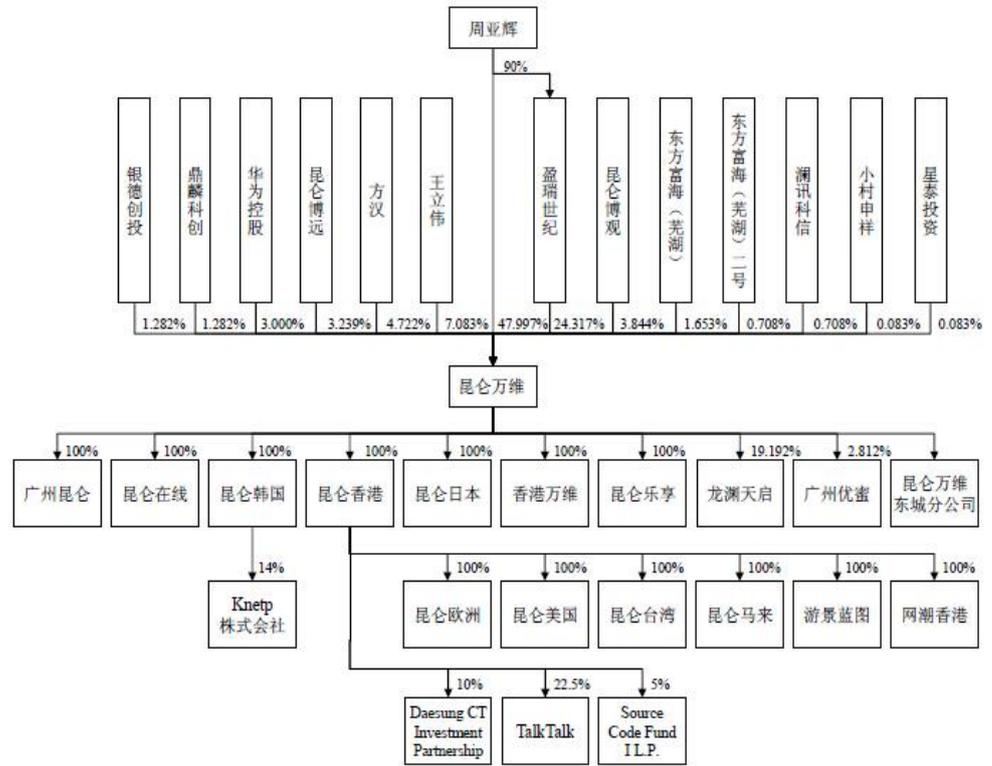
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

昆仑万维（原昆仑有限）成立于 2008 年，2011 年变更为股份有限公司，是中国最大的网页游戏开发、运营企业之一，自成立以来就一直居于行业领先地位。公司一共有十三家子公司和六家参股公司，公司创始人和法定代表人为周亚辉。周亚辉直接持有本公司 100,793,792 股股份，并通过盈瑞世纪间接控制本公司 51,066,210 股股份，合计占公司本次发行前股份总数的 72.31%。

图3 昆仑万维发行前股权结构



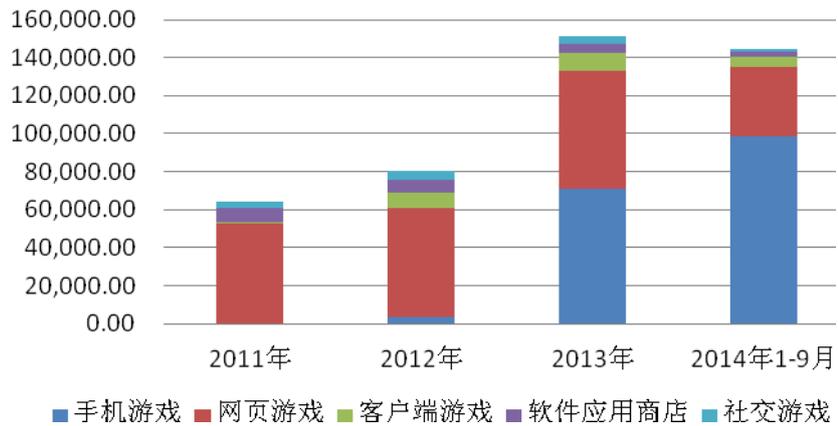
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司主营业务为网络游戏开发和全球发行、以及软件应用商店业务两项业务。在网络游戏开发和全球发行方面：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。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。并在包括港澳台、日韩、东南亚、欧美等海外市场均开展了网络游戏运营业务。在软件应用商店业务方面：公司的软件应用商店包括 Brothersoft.com 和 1Mobile 两个平台。

公司收入来源主要是游戏产品收入，2011年、2012年、2013年和2014年1-9月，游戏产品收入占营业收入的比例分别为88.06%、91.79%、96.60%和99.24%。报告期内，由于公司境外游戏，业务扩张迅速，游戏产品收入占比逐步上升。

图 4 公司近年营业收入结构 单位：万元



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

发行前本公司总股本为 21,000 万股，公司本次拟向社会公众公开发行人人民币普通股 7,000 万股，不进行老股转让，发行后流通股占发行后总股本的比例为 25%。本次公开发行全部为新股，不涉及公司股东公开发售股份情况。募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目。首次公开发行股票募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换；募集资金不足时，不足部分由公司自筹资金解决。

本次募集资金投资项目拟使用募集资金金额为 133,038 万元，截至本招股意向书签署之日，部分项目已经开始实施，原型开发、美术设计、程序编制、代理游戏支付游戏 授权款项等工作正在有序推进中。

表 1 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

序号	项目名称	项目投资额	拟使用募集资金
1	移动网络游戏新产品项目研发	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：公司招股意向书、上海证券研究所整理

1、移动网络游戏新产品研发项目：本项目拟进行 14 款移动网络游戏的产品研发、全球化版本开发和运营。项目投资总金额为 40,816 万元，包括服务器及其他硬件设备、软件及其他无形资产、研发投入、初期市场费用、场地租金、铺底流动资金等。

2、移动网络游戏代理项目：本项目拟代理 13 款移动网络游戏产品，

并对其进行授权运营区域的市场推广和运营。项目投资总金额为 50,903 万元，包括服务器及其他硬件、软件及其他无形资产、授权金费用、初期市场费用、场地租金、铺底流动资金等。

3、网页游戏新产品研发项目：本项目拟进行 6 款网页游戏新产品的研发、测试、全球化版本的开发制作以及全球范围的运营推广。项目投资总金额为 19,445 万元，主要用于服务器及其他硬件、软件及其他无形资产、研发投入、初期市场费用、铺底流动资金等。

4、网页游戏代理项目：本项目拟代理 2 款网页游戏产品，并对其在授权运营区域进行运营推广。项目投资总金额为 3,971 万元，主要用于服务器及其他硬件、软件及其他无形资产、授权金费用、初期市场费用、场地租金、铺底流动资金等。

5、客户端网络游戏代理项目：本项目拟代理运营 4 款客户端网络游戏。项目投资总金额为 19,714 万元，主要用于服务器及其他硬件投资、软件及其他无形资产投资、授权金费用、初期市场推广、铺底流动资金等。

三、公司财务状况及盈利预测

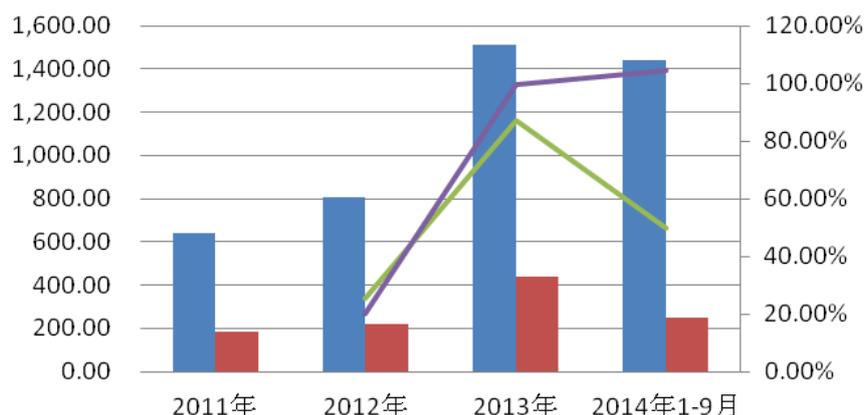
● 移动网络游戏收入大幅增长

2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年 1-9 月公司营业收入规模分别为 6.42 亿元、8.06 亿元、15.10 亿元和 14.42 亿元，2011-2013 年的年均复合增长率为 53.34%。报告期内，公司的收入主要来自于包括游戏产品和互联网产品相关的主营业务。

公司的游戏产品主要包括移动网络游戏、网页游戏和客户端游戏。其中，网页游戏包括大型网页游戏和社交网页游戏。报告期内收入迅速增长，2011-2013 年收入超过 5,000 万元的游戏分别为 3 款、4 款和 7 款，2014 年 1-6 月有 7 款游戏收入超过 2,500 万元。2011 年，公司开始布局移动网络游戏市场，2013 年公司开始重点推广移动网络游戏，运营多款自研发和代理的移动网络游戏。经历了 2013 年和 2014 年 1-9 月的迅速发展，移动网络游戏收入已经成为公司游戏收入的重要组成部分。

公司的软件应用商店产品以 Brothersoft.com 网站和 1Mobile 平台为主，收入主要来源于 Brothersoft.com 网站的合作分成等业务。2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年 1-6 月，软件应用商店收入分别为 7,668.23 万元、6,619.42 万元、5,134.06 万元和 1,394.31 万元，收入逐年下降。主要原因系随着移动互联网的发展，移动互联网用户实现爆发性增长，但 Brothersoft 仍以传统 PC 端互联网为主，业务受到行业趋势影响，呈现逐年下降趋势。

图5 公司近年收入和净利润增速 单位：百万元



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

假设行业景气度不出现大幅下降，公司在未来几年将保持增长势头，初步预计 2014-2016 年归属于母公司的净利润将实现年递增-21.12%、31.77% 和 16.11%，相应的稀释后每股收益为 1.23 元、1.62 元和 1.88 元。

表 2 公司损益简表及预测 (单位：百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	806.20	1509.99	1932.79	2512.63	3266.42
营业总成本	589.82	1260.71	1585.12	2054.49	2734.5
营业成本	136.61	430.48	546.71	699.78	881.73
营业税金及附加	14.93	8.90	32.54	42.30	54.99
销售费用	292.07	601.37	666.81	879.42	1241.24
管理费用	151.25	187.94	336.48	437.42	568.65
财务费用	-5.64	13.07	-4.87	-11.88	-19.56
资产减值损失	0.59	18.95	7.45	7.45	7.45
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	170.4	0.00	0.00	0.00
营业利润	216.39	419.69	347.67	458.13	531.92
加：营业外收入	4.58	22.65	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.61	0.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	220.36	442.01	347.67	458.13	531.92
减：所得税	1.99	6.11	3.82	5.04	5.85
净利润	218.37	435.91	343.84	453.09	526.07
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	218.37	435.91	343.84	453.09	526.07
摊薄 EPS	0.78	1.56	1.23	1.62	1.88

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

境外市场的经营风险

公司自 2009 年开始大力拓展海外业务，网络游戏业务覆盖数十个国家和地区，初步建立了遍布全球的游戏业务网络。由于各个国家或地区的政治环境、法律、税务等政策存在差异，如果公司对当地政局风险的把握不够，对相关法律法规、税务要求的了解不够全面，可能会面临境外运营的产品无法满足当地监管政策要求的风险。此外，各个国家的文化背景和市场情况也各不相同，用户对于网络游戏类型和题材的不同偏好可能导致在境内运营成功的产品不能很好地适应境外市场。

新游戏领域的拓展风险

公司在创立初期主要业务集中于网页游戏的研发和运营，近年来开始进入移动网络游戏和客户端游戏市场。未来，公司计划通过募集资金投资于新的移动网络游戏、网页游戏、客户端游戏项目，保证游戏业务的均衡化发展。由于网页游戏、移动网络游戏、客户端游戏及未来其他新兴游戏产品在游戏研发、市场推广、游戏运营等多个方面存在一定差异，公司以往积累的研发和运营经验可能无法完全适用于新的领域。

现有游戏盈利能力下降的风险

公司近年来自主研发并运营了《三国风云 1、2》、《千军破 1、2》、《武侠风云》等多款大型网页游戏，《功夫英雄》、《猛将无双》等社交网页游戏，并推出了《风云三国》等移动网络游戏产品。公司若不能及时对现有游戏进行内容更新、版本升级及持续的市场推广，或游戏玩家的需求发生了变化，导致目前作为主要收入和利润来源的主力游戏产品进入生命周期的衰退期，且公司后续研发或代理的游戏产品尚未获得良好的市场表现，都会造成对现有游戏盈利能力下降的风险。

新产品和新技术的开发风险

网络游戏领域涉及新产品数量众多，开发周期较长，市场变化较快。如果公司不能准确把握技术、产品及市场的发展趋势，成功研发或代理运营符合市场需求的新产品；或公司对产品和市场需求的把握出现偏差，不能及时调整产品和的研发或开发方向；或因各种原因造成研发和开发进度的拖延，将会使公司丧失产品和市场优势，对公司的未来业绩及发展前景造成不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，同行业上市公司的 15 年平均 PE 为 38.63 倍。

表 3 国内可比公司估值情况（剔除负值）

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
000156.SZ	华数传媒	25.80	0.23	0.29	0.46	0.58	92.85	90.47	55.82	44.09
300315.SZ	掌趣科技	15.83	0.23	0.29	0.44	0.62	131.63	53.72	35.84	25.72
002174.SZ	游族网络	49.37	-0.25	1.45	1.93	2.27	-201.47	33.93	25.62	21.77
002712.SZ	思美传媒	47.72	1.15	0.98	1.28	1.55	50.77	48.66	37.24	30.73
平均							91.75	56.70	38.63	30.58

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所；股价以 2015 年 1 月 13 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司自身的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 32.40-40.5 元，对应 2015 年每股收益的 20~25 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 胡 卉

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。