昆仑万维（300418.SZ）

“游戏+流量平台+投资”三箭齐发，打造国际化新媒体与数字娱乐平台

一、公司以“打造国际化新媒体和数字娱乐平台”为核心战略，进行一系列业务升级和投资布局。根据业绩快报，2016 年营业收入 24.25 亿（+35.5%），归属母公司净利润 5.37 亿（+32.6%）。公司预计 2017Q1 归母净利润 1.85~2.14 亿（+91.3%~+121.3%），持续保持较快增长。公司境外业务收入占比超 7 成，有益于应对人民币汇率波动风险。

二、游戏业务：加强自研产品投入，2017 年 Q2 上线《终结者》、《偷星九月天》，Q3 上线《死神》、《轩辕剑汉之云》，Q4 上线《洛奇》、《希望 OL》。**收购闲徕互娱 51%股权，迅速占领休闲棋牌类游戏细分市场，打造线上棋牌室。**闲徕互娱专注于“地方特色休闲竞技”产品细分市场的开拓，走“农村包围城市”路线，打造线上棋牌室。获得国家体育总局授权背书，成为“全国竞技二打一扑克锦标赛”（CCPC）主办方之一。闲徕互娱 2016 年下半年业务爆发，于 2017 年 2 月 1 日并表，成为公司新利润增长点。

三、通过投资+自建，打造全球化流量平台。1、投资浏览器与新闻资讯平台 Opera，获取全球互联网流量入口，未来商业模式对标猎豹、今日头条。2、围绕 Grindr 打造面向全球用户的社交网络板块，未来商业模式对标陌陌。3、海外应用分发商店 1mobile 与游戏业务产生显著的协同效应。

四、昆仑持有趣店（趣分期）19%股权，趣店发展较快。2016 年 7 月趣分期品牌战略升级为趣店，昆仑万维持有趣店 19.21%股权。趣店集团 2016 年实现扭亏，2016 年 1~7 月盈利 1.58 亿。

五、限制性股票激励计划有助于激发骨干员工积极性，确保团队稳定。此次激励对象总人数为 97 人，授予 2,103 万股限制性股票，占总股本 1.87%。

六、首次给予“买入”评级。根据业绩快报，公司 2016 年净利润 5.37 亿；预计公司 2017~2018 年净利润 10.2 亿、13.1 亿，每股收益 0.90 元、1.16 元，对应 2017~2018 年 PE 分别为 23 倍、18 倍。公司游戏研运一体模式走入正轨，游戏内生增长可期；闲徕业绩快速增长，有望大幅增厚并表利润；昆仑持有趣店（趣分期）19%股权，趣店发展较快；限制性股票激励计划激发骨干员工积极性。因此首次给予“买入”评级。

七、风险提示：行业监管政策风险、投资项目业绩不及预期、汇率风险

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,934	1,789	2,425	3,513	4,842
增长率(%)	28%	-7%	36%	45%	38%
净利润(百万元)	326	405	537	1,016	1,306
增长率(%)	-25%	24%	33%	89%	29%
EPS（元/股）	0.29	0.36	0.48	0.90	1.16
市盈率（P/E）	72	58	44	23	18

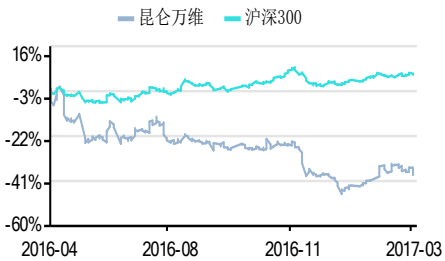
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	20.99 元
报告日期	2017-04-04

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,127/444
流通 A 股市值（百万元）	23,653
每股净资产（元）	2.38
资产负债率（%）	31.08
一年内最高/最低（元）	35.27/18.61

相对市场表现



分析师： 旷 实 S0260517030002
010-59136610
kuangshi@gf.com.cn

分析师： 杨琳琳 S0260514050004
0755-23480370
yll@gf.com.cn

联系人： 沈明辉 0755-23942150
shenminghui@gf.com.cn

目录

核心观点：.....3
一、昆仑万维聚焦打造国际化新媒体和数字娱乐平台.....4
二、游戏业务：加强自研产品投入，预计 17 年有 6 款 IP 游戏上线.....7
三、通过投资+自建，打造全球化流量平台.....11
四、通过投资延伸公司互联网产业链，昆仑持有趣店（趣分期）19%股权.....14
五、推出 2017 年限制性股票激励计划，激发骨干员工积极性.....16

图 1、昆仑万维业务布局.....4
图 2、截止 2016 年 9 月 30 日公司前 10 大股东情况.....5
图 3、公司 2011~2016 年营业收入及净利润（百万元）.....6
图 4、公司 2011~2016 年毛利率及净利率.....6
图 5、手机游戏收入占总收入接近 8 成（百万元）.....7
图 6、公司境外业务收入占总收入超 7 成（百万元）.....7
图 7、昆仑万维 2017 年手游产品全面爆发.....7
图 8、交易完成后闲徕互娱股权情况.....8
图 9、主营地方棋牌游戏，契合不同地区特色玩法.....9
图 10、闲徕互娱游戏玩法.....9
图 11、Opera 交易结构图.....11
图 12、Opera 浏览器界面.....12
图 13、全球浏览器浏览量市场份额走势.....12
图 14、Grindr 产品界面.....13
图 15、1Mobile 产品界面.....13

表 1、昆仑万维限售股解禁明细.....5
表 2、闲徕互娱基本财务情况（单位：百万元）.....10
表 3、闲徕互娱 2016 年 6-11 月收入及盈利情况（百万元）.....10
表 4、Opera Software AS 财务概况（重组后测算数据）（单位：百万美元）.....12
表 5、北京快乐时代（趣店）股权结构情况（据北京快乐时代 2016 年年报）.....14
表 6、北京快乐时代（趣店）财务情况（单位：百万元）.....14
表 7、昆仑万维出售资产一览表.....15
表 8、昆仑万维上市后投资一览表.....15
表 9、此次限制性股票激励计划业绩考核目标.....16
表 10、根据业绩考核目标测算的 2017-2020 年最低收入目标（单位：亿元）.....16
表 11、假设授予日在 4 月末，预计 2017 年激励计划对各期会计成本影响.....17

核心观点：

一、昆仑万维以游戏研发、发行及互联网平台工具业务为基础，以"打造国际化新媒体和数字娱乐平台"为核心战略，并基于战略进行一系列业务升级和投资布局。

根据业绩快报，公司2016年营业收入24.25亿，同比增长35.5%，归属母公司净利润5.37亿，同比增长32.6%。公司境外业务收入占比超7成，有益于应对人民币汇率波动风险，境外资金充裕为未来海外扩张提供弹药。

公司预计2017Q1实现归母净利润1.85~2.14亿，同比增长91.3%~121.3%。业绩大幅增长主要来自游戏、Grindr、1Mobile等内生业务增长，以及闲徕互娱51%股权2月1日起并表，预计贡献7500~8000万并表利润，另外非经常性损益0~1000万。

二、游戏业务：加强自研产品投入，预计2017年有6款以上IP手游上线。2017年Q2上线《终结者》、《偷星九月天》，Q3上线《死神》、《轩辕剑汉之云》，Q4上线《洛奇》、《希望OL》。

10亿收购闲徕互娱51%股权，迅速占领休闲棋牌类游戏细分市场，成为公司新利润增长点。闲徕互娱专注于"地方特色休闲竞技"产品细分市场的开拓，走"农村包围城市"路线，打造线上棋牌室。获得国家体育总局授权背书，成为"全国竞技二打一扑克锦标赛"（CCPC）战略合作伙伴和主办方之一。闲徕互娱2016年下半年业务爆发，月均净利润保持较高水平，于2017年2月1日并表，第1季度贡献并表利润7500~8000万元。

三、通过投资+自建，打造全球化流量平台。

1、投资浏览器与新闻资讯平台Opera，获取全球互联网流量入口。目前月活跃用户合计约3.5亿。积极打造数字新闻资讯平台Opera News，加入精准推送的新闻资讯服务、原生广告，显著提升盈利水平，未来对标猎豹、今日头条。

2、围绕Grindr打造面向全球用户的社交网络板块，未来商业模式对标陌陌。长期霸占美国iOS付费榜社交类第1名，已成为同性恋社群必备的社交软件。目前拥有超过1000多万注册用户，2016年1月收购以来DAU从200W上升至350W。

3、海外应用分发商店1mobile，与游戏业务产生显著的协同效应。1Mobile提供超过120万款软件和游戏应用下载，支持19种语言，1400万MAU，月均分发超过1.2亿次。

四、昆仑持有趣店（趣分期）19.2%股权，趣店发展较快。2016年7月趣分期品牌战略升级为趣店，趣店集团运营公司为北京快乐时代。昆仑万维持有趣店19.21%股权。趣店集团2016年实现扭亏，2016年1~7月盈利1.58亿。

五、限制性股票激励计划有助于激发骨干员工积极性，确保团队稳定，利于公司长远发展。激励计划授予的激励对象总人数为97人，授予2,103万股限制性股票，占总股本1.87%；其中副总、董秘金天获授175万股，占计划总数8.3%；中层管理人员及核心技术（业务）骨干获授1928万股，占计划总数91.7%。

六、首次给予"买入"评级。根据业绩快报，公司2016年净利润5.37亿；预计公司2017~2018年净利润10.2亿、13.1亿，每股收益0.90元、1.16元，对应2017~2018年PE分别为23倍、18倍。公司游戏研运一体模式走入正轨，游戏内生增长可期；闲徕业绩快速增长，有望大幅增厚并表利润；趣店（趣分期）即将上市，昆仑持有股权价值有望重估；限制性股票激励计划激发骨干员工积极性。因此首次给予"买入"评

级。

七、风险提示：行业监管政策风险、投资项目业绩不及预期、汇率风险

正文：

一、昆仑万维聚焦打造国际化新媒体和数字娱乐平台

（一）昆仑万维以游戏研发、发行及互联网平台工具业务为基础，以“打造国际化新媒体和数字娱乐平台”为核心战略，并基于战略进行一系列业务升级和投资布局。2016年6月底公司（包括游戏业务、软件工具业务、Grindr平台）月活跃用户提升至7200万，环比增长16.13%。

1、游戏业务：（1）原有游戏业务：2016年将游戏发行业务升级为移动端精品IP游戏研运一体模式，加强手游自研业务。17年6款带IP手游大作陆续上线，为原有业务稳定增长提供保证。**（2）闲徕互娱：**中国领先的“地方特色休闲竞技”游戏的研发商和发行商，成为公司利润新增长点。

2、流量平台：（1）浏览器与新闻资讯平台Opera：拥有近3.5亿月活跃用户，未来商业模式对标猎豹、今日头条。**（2）全球同性恋社交平台Grindr：**未来商业模式对标陌陌。**（3）、海外应用分发商店1mobile：**主要面向海外市场，与游戏业务产生显著的协同效应。

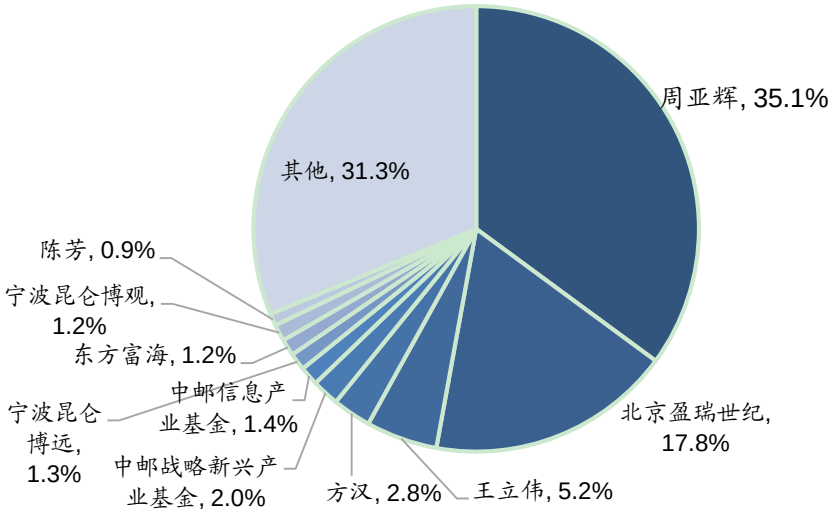
3、投资板块：已陆续投资了趣分期、映客、Grindr、Opera等众多互联网细分领域龙头企业，对视频直播、数字新闻、亚文化、人工智能等，均精准卡位提前布局。

图 1、昆仑万维业务布局

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（二）公司股东结构：前10大股东中，周亚辉及前妻李琼通过直接和间接（盈瑞世纪），持股比例超53%；王立伟、方汉、陈芳分别为公司副总（负责1mobile）、CTO、昆仑游戏负责人；昆仑博远和博观分别为员工持股公司。

图 2、截止 2016 年 9 月 30 日公司前 10 大股东情况



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：1、周亚辉与李琼股份分割过户后，周亚辉直接持有公司 1.88 亿股，占 16.7%，通过盈瑞世纪间接持有 1.10 亿股，占 9.7%，周亚辉合计持有公司 2.98 亿股，占 26.4379%；李琼直接持有公司 2.07 亿股，占 18.4%，通过盈瑞世纪间接持有 0.91 亿股，占 8.0%，李琼合计持有公司 2.98 亿股，占 26.4361%。李琼承诺将继续履行周亚辉先生原先对持有本人股份所作的股份锁定承诺。

此次权益变动后，周亚辉直接持有昆仑万维 1.88 亿股，作为盈瑞世纪的普通合伙人间接控制 2.00 亿股，因此周亚辉合计控制公司 3.89 亿股，占 34.5%，不会导致昆仑万维实际控制人变化。

2、公司控股股东周亚辉于 2016 年 10 月 11 日，通过二级市场集中竞价累计增持 37.9 万股，增持均价 26.16 元/股，增持总金额 991 万元，占总股本 0.03%。

表 1、昆仑万维限售股解禁明细

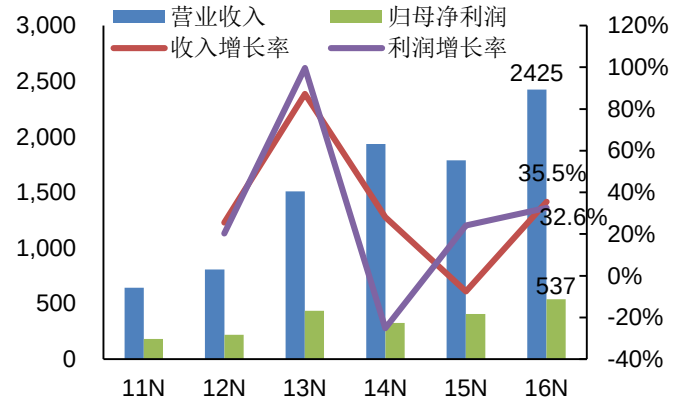
解禁日期	股份数量(万股)			本次解禁数量占比(%)			上市股份类型
	解禁前流通股	本次解禁	解禁后流通股	占解禁前流通股	占解禁后流通股	占总股本	
2018-01-22	44,422.68	65,434.21	109,856.89	147.30	59.56	58.07	首发原股东限售股份
2016-01-21	27,471.33	14,061.21	41,532.53	51.19	33.86	12.47	首发原股东限售股份
2015-01-21	0.00	7,000.00	7,000.00	--	100.00	25.00	首发一般股份,首发...

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）根据业绩快报，公司2016年营业收入24.25亿，同比增长35.5%，归属母公司净利润5.37亿，同比增长32.6%。业绩增长主要来自：1、公司将战略由游戏发行业务升级为移动端精品IP游戏研运一体模式，增加自研游戏比重。2016年发行自研游戏：《艾尔之光》简体、国际、俄语版本，《神魔圣域》简体、国际、韩文、繁体版本，《无双剑姬》各海外版本等；**发行代理游戏：**《皇室战争》简体版本，《全民奇迹》英文、印尼版本，《太极熊猫2》繁体、东南亚版本等；以1Mobile为核心的移动应用商店业务继续保持良好态势，收入稳步增长。**2、公司购买的全球最大的男同社交网站Grindr LLC 2016年4月纳入合并报表范围，对集团收入做出贡献。**但由于Grindr LLC 2016年的主要任务是增加活跃用户，导致市场投入增加，所以对归属上市公司股东的净利润贡献有限。3、公司出售股权产生的投资收益导致利润总额、归属母公司净利润较上年同期有较大提升。

公司预计2017Q1实现归母净利润1.85~2.14亿，同比增长91.3%~121.3%。业绩大幅增长主要来自游戏、Grindr、1Mobile等内生业务增长，以及闲徕互娱51%股权2月1日起并表，预计贡献7500~8000万并表利润，另外非经常性损益0~1000万。

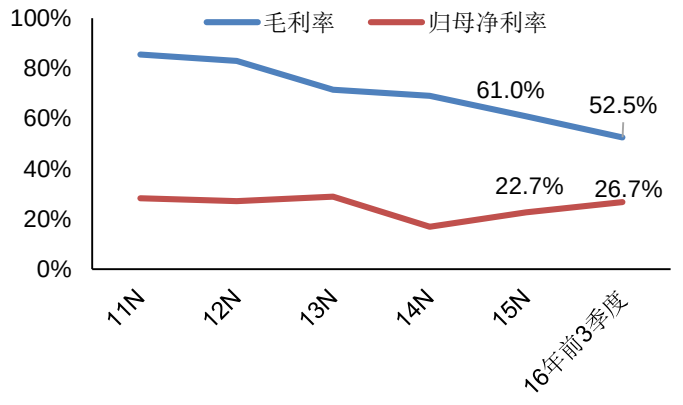
图 3、公司2011~2016年营业收入及净利润（百万元）



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2016 年为业绩快报数据

图 4、公司2011~2016年毛利率及净利率

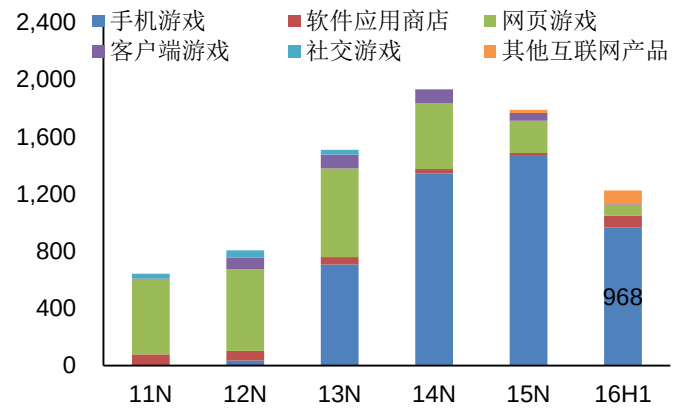


资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司手机游戏业务16年上半年收入9.68亿，占总收入79%是公司第一大收入来源。预计未来自研游戏流水：代理游戏流水为5:5。

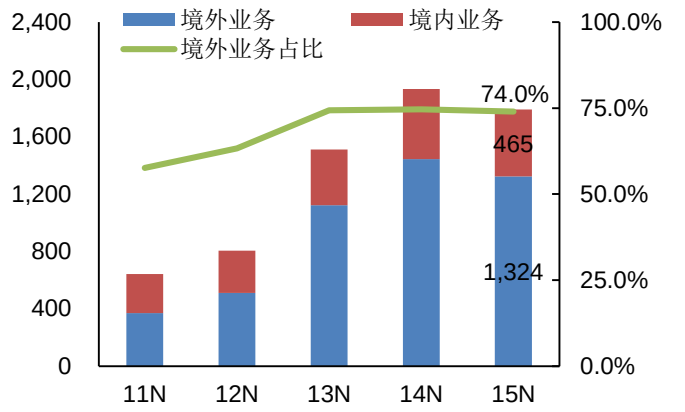
公司境外业务收入占比超7成，有益于应对人民币汇率波动风险，境外资金充裕为未来海外扩张提供弹药。境外业务15年收入13.24亿，占总收入74%，在A股游戏公司中属于较高水平。预计2017年预计海外收入：国内收入为7:3。公司自2009年开始布局海外市场，目前已经分别在香港、日本、韩国、马来西亚、美国、英国等地区设立子公司。公司与境外支付渠道的结算涉及美元、港币等货币，账期一般在3个月以内。

图 5、手机游戏收入占总收入接近8成（百万元）



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6、公司境外业务收入占总收入超7成（百万元）



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、游戏业务：加强自研产品投入，预计 17 年有 6 款 IP 游戏上线

（一）公司将游戏业务战略升级为移动端精品IP游戏研运一体模式，优先研发有经典IP支撑的游戏，保证代理海内外精品游戏，同时不断深化公司的全球发行网络。

2016年上半年公司游戏业务营业收入10.49亿元，同比增长19.71%。其中主要来自手机游戏（9.68亿），少量来自页游（7,591万）、端游（499万）。

预计2017年有6款以上IP手游上线。Q2上线《终结者》、《偷星九月天》，Q3上线《死神》、《轩辕剑汉之云》，Q4上线《洛奇》、《希望OL》。

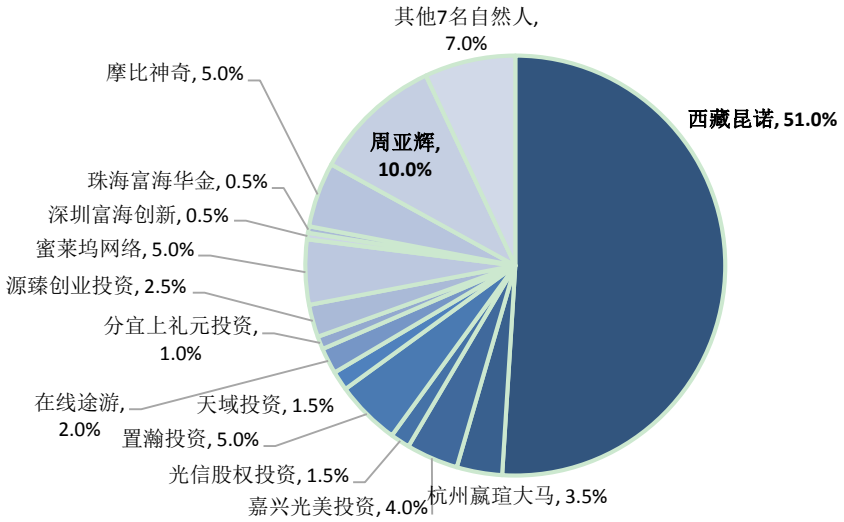
图 7、昆仑万维 2017 年手游产品全面爆发

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（二）10亿收购闲徕互娱51%股权，迅速占领休闲棋牌类游戏细分市场，成为公司新利润增长点。

1、闲徕互娱是中国领先的"地方特色休闲竞技"游戏的研发商和发行商。公司成立于2016年4月，2016年底昆仑万维旗下全资子公司西藏昆诺出资10.2亿元收购闲徕互娱51%股份。闲徕互娱深耕地方特色棋牌这一细分领域市场，凭借其产品研发的高效、运营服务的高质量和营销策略的针对性迅速打开市场，牢牢占据同类市场的行业领军位置。

图 8、交易完成后闲徕互娱股权情况



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、闲徕互娱专注于"地方特色休闲竞技"产品细分市场的开拓，走"农村包围城市"路线，打造线上棋牌室。闲徕互娱的成功主要在于首先是发现了三线以下城镇及农村休闲棋牌竞技市场，闲徕互娱已先后推出31款极具地方特色休闲竞技游戏，包括27款麻将游戏和4款棋牌游戏，比如《熊猫四川麻将》、《闲来麻将》、《闲来广东麻将》、《闲来陕西麻将》、《闲来跑得快》等。产品覆盖24个省份、3个直辖市，重点区域包括四川、湖南、广东、广西等。休闲棋牌游戏用户与公司原有中重度用户形成互补，扩充了公司用户规模。

获得国家体育总局授权背书，成为"全国竞技二打一扑克锦标赛"（CCPC）战略合作伙伴和主办方之一。闲徕互娱与腾讯、新浪等企业一样获得国家体育总局竞技二打一全国锦标赛首批承办授权。CCPC由国家体育总局主办，是目前二打一领域最为权威的国家级赛事，对于合作伙伴拥有严格的考核机制，闲徕互娱凭借广泛的用户基础的优秀的市场表现，成为战略合作方。

图 9、主营地方棋牌游戏，契合不同地区特色玩法

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 10、闲徕互娱游戏玩法

资料来源：公司产品，广发证券发展研究中心

3、闲徕互娱盈利方式主要为"卖房卡"，可类比为线下麻将馆的茶位费，玩家结算与游戏平台无关可避免法律风险。休闲类游戏生命周期长，持续力强。闲徕互娱全平台注册用户数3000万，整体DAU（日活跃用户）为400万，日均ARPU值为1.5元。闲徕互娱现有收入全部来自于"卖房卡"，即玩家需要通过消耗房卡才能进入游戏，闲徕互娱作为游戏平台，仅提供娱乐和计分功能。游戏结束后的结算支付皆是通过第三方支付平台进行支付。玩家之间的结算环节与游戏平台无关，因此避免了一系列的法律风险。

闲徕互娱2016年下半年业务爆发，月均净利润保持较高水平。于2017年2月1日并表，第1季度贡献并表利润7500~8000万元。2016年4~11月营业收入为4.01亿元，净利润为2.42亿元。

表 2、闲徕互娱基本财务情况（单位：百万元）

	2016 年 1-6 月	2016 年 1-11 月（未经审计）	2016 年 4~11 月（经审计）
营业收入	5	457	401
营业利润	(1)	379	323
净利润	(1)	284	242

资料来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 3、闲徕互娱 2016 年 6-11 月收入及盈利情况（百万元）

项目	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
收入（经审计）	24	32	62	77	111	95
月环比增长额		8	31	15	33	-16
月环比增长率		32.3%	96.9%	23.7%	43.4%	-14.5%
毛利率	96.0%	98.8%	99.0%	99.0%	99.4%	98.7%
净利润（未经审计）	(1)	4	41	75	90	75

资料来源：公司财报、广发证券发展研究中心

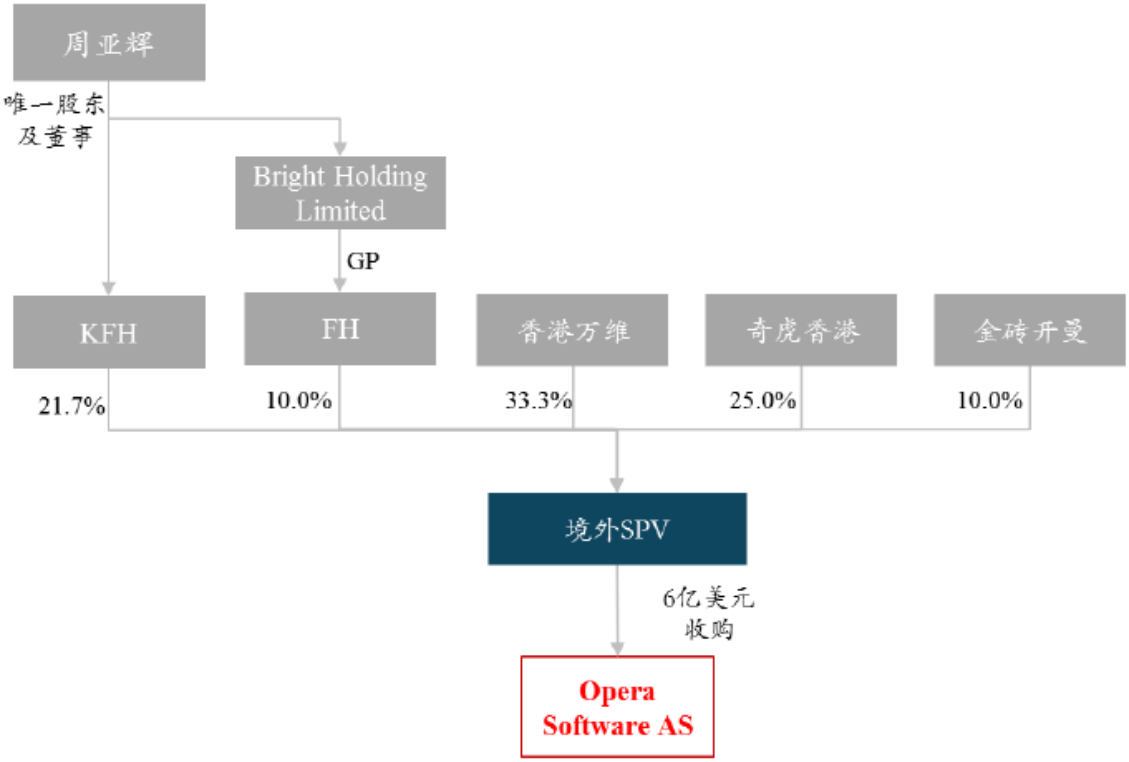
4、收购交易完成后的核心团队稳定，新任COO从事法务工作多年。原闲徕互娱董事长、CEO谭星和董事谭炎将卸职并转而担任闲徕互娱的顾问职务，任命卢军出任闲徕互娱新任CEO，原闲徕法定代表人彭啸将出任闲徕互娱的COO职务，其他成员任职不发生改变。新任COO彭啸曾就读于中国人民公安大学，曾任职于北京市第一中级人民法院、百度公司法务部。

三、通过投资+自建，打造全球化流量平台

（一）投资浏览器与新闻资讯平台Opera，获取全球互联网流量入口。2016年7月以昆仑万维全资子公司香港万维、FH、KFH、奇虎香港、金砖开曼组成的买方团以6亿美元购买Opera AS100%股份，其中香港万维出资2亿美金，占33.33%股份。

Opera Software AS拥有Opera桌面浏览器、移动浏览器、移动隐私与安全业务。Opera浏览器因其快速、小巧和极佳的标准兼容性，在世界上获得了终端用户和业界的广泛认可和追捧。目前月活跃用户合计约3.5亿，其中移动浏览器月活跃用户2.82亿（1.48亿为安卓用户）；桌面浏览器月活跃用户5,800万。

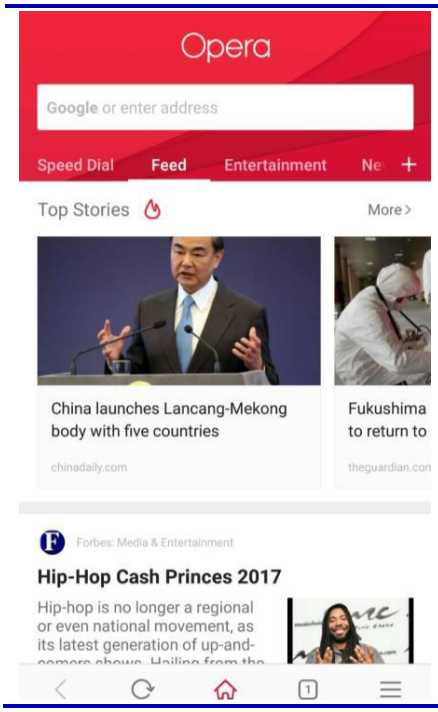
图 11、Opera 交易结构图



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

打造数字新闻资讯平台Opera News，对标猎豹、今日头条。开发全新的Opera News产品，将Opera浏览器从单一搜索模式，升级加入精准推送的新闻资讯服务。以此增加用户使用频次和粘性，打造世界级的重要移动端流量入口。加入新闻资讯信息流后，变现模式在搜索和导航的基础上，加入原生广告，显著提升盈利水平。

图 12、Opera 浏览器界面



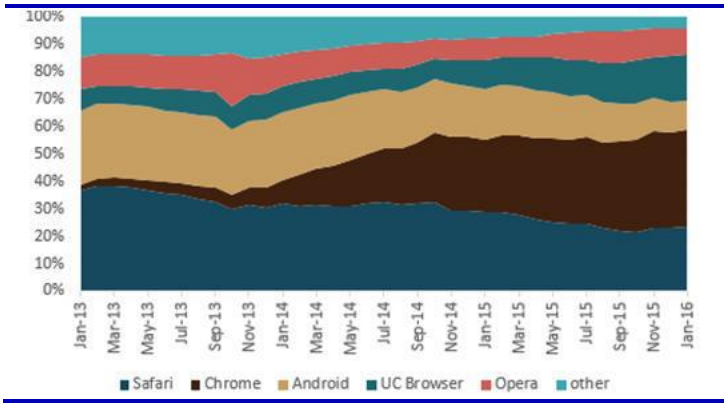
资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 4、Opera Software AS 财务概况（重组后测算数据）（单位：百万美元）

	13N	14N	15N
收入			
消费者市场（除去许可业务）			
手机浏览器/联合品牌	75	77	61
隐私和性能	0	0	2
桌面浏览器	55	51	49
消费者市场收入合计	**130**	**128**	**112**
授权许可业务			
Skyfire	12	10	14
其他	20	41	22
授权许可业务收入合计	**32**	**51**	**36**
消费者业务收入	**162**	**179**	**148**
消费运营成本	**95**	**132**	**115**
调整后 EBITDA	**66**	**47**	**34**

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 13、全球浏览器浏览量市场份额走势



资料来源：Statcounter，广发证券发展研究中心

（二）围绕Grindr打造面向全球用户的社交网络板块，未来商业模式对标陌陌。2016年1月公司以9,300万美元收购美国同性恋社交网络Grindr60%股份，该项目已于2016年4月合并报表。Grindr是全球最大的同性恋社交网络，总部位于美国洛杉矶，覆盖196个国家和地区。

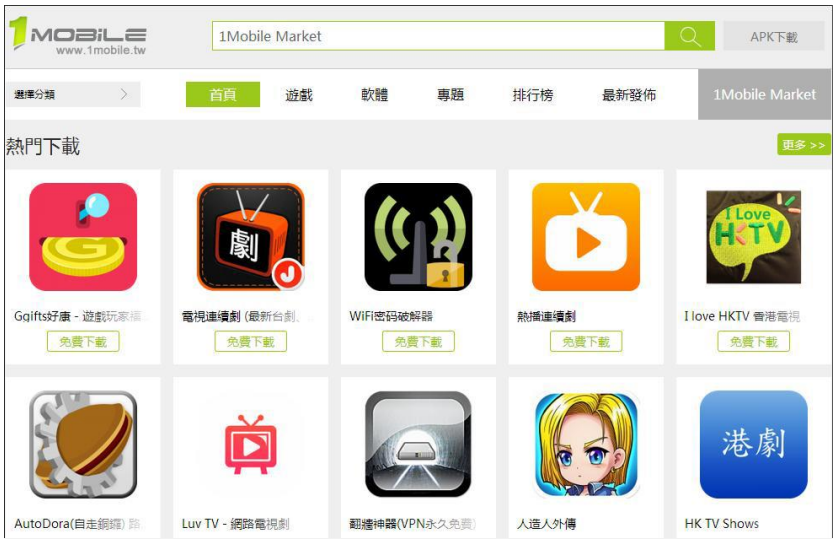
自2014年9月至今，一直霸占美国iOS付费榜社交类第一名，已成为同性恋社群必备的社交软件。目前Grindr拥有超过1000多万注册用户，2016年1月收购以来DAU从200W 上升至350W。

图 14、Grindr 产品界面

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（三）海外应用分发商店1mobile，主要面向海外市场，与游戏业务产生显著的协同效应。作为海外知名的安卓应用分发平台，1Mobile提供超过120万款软件和游戏应用下载，支持19种语言，1400万MAU，月均分发超过1.2亿次。1Mobile与Facebook、Google等超过20家国内外广告联盟进行合作，并对自身广告系统进行优化，显著提升变现效率。2016年上半年1Mobile在美国、德国、印度、台湾和中东等地区收入涨幅较为明显。

图 15、1Mobile 产品界面



资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

四、通过投资延伸公司互联网产业链，昆仑持有趣店（趣分期）19%股权

（一）趣店集团最早以趣分期品牌在校园分期市场起家，为基于互联网平台为客户的消费等活动提供信息服务。2016年7月趣分期品牌战略升级为趣店，趣店集团运营公司为北京快乐时代。目前是面向5亿非信用卡人群的互联网消费金融科技公司，已开展实物分期和现金分期两项业务，累计用户突破千万，以年轻的蓝领和白领人群为主。该公司依托统一且独特的风险控制和大数据体系，同时与国内多家第三方大数据平台合作，能够多维度、全方位识别用户信息。该公司已经与戴尔、华硕、联想、小牛电动车、OPPO手机、vivo手机、乐视等多家知名品牌达成长期合作。

昆仑万维持有趣店19.21%股权，趣店发展较快。根据北京快乐时代2016年年报显示（填报时间2017年3月21日），创始人罗敏、凤凰祥瑞、昆仑万维、宁波源峰（源码资本旗下）、上海云鑫（蚂蚁金服旗下）位列前5大股东，分别持有21.04%、19.24%、19.21%、15.73%、12.50%股权。根据2016年10月25日A股公司国盛金控公告，旗下全资子公司深圳华声拟以3.75亿元购买凤凰祥瑞持有的北京快乐时代5%股权，对应估值为75亿元。同时公告称北京快乐时代股东全部权益于评估基准日（2016年7月31日）的市场价值评估值为82.9亿元。

趣店集团2016年实现扭亏，1~7月盈利1.58亿。趣店2015年营收2.33亿，净亏损为5.43亿；2016年1~7月营收4.78亿，净利润1.58亿。

表 5、北京快乐时代（趣店）股权结构情况（据北京快乐时代2016年年报）

股东名称	认缴出资额（万元）	出资比例	出资时间
罗敏	502	21.04%	2015.7.22
北京凤凰祥瑞互联投资基金（有限合伙）	460	19.24%	2016.1.4
北京昆仑万维科技股份有限公司	**459**	**19.21%**	**2016.1.4**
宁波源峰创业投资合伙企业（有限合伙）	376	15.73%	2016.1.22
上海云鑫投资管理有限公司	298	12.50%	2015.9.30
嘉兴蓝驰趣传投资合伙企业（有限合伙）	152	6.37%	2016.1.4
天津快乐分享资产管理合伙企业（有限合伙）	125	5.24%	2015.12.30
天津蓝驰新禾投资中心（有限合伙）	16	0.67%	2016.1.4
合计	2389	100%	

资料来源：国家企业信用公示系统，广发证券发展研究中心

表 6、北京快乐时代（趣店）财务情况（单位：百万元）

项目	2015年	2016年1-7月
营业收入	233	478
营业利润	(537)	185
净利润	(543)	158

资料来源：国盛金控公告，广发证券发展研究中心

（二）公司始终对互联网创新与发展保持着敏锐的嗅觉，从网页游戏、移动游戏，软件商店，到视频直播、数字新闻、亚文化、人工智能等，均精准卡位提前布局。已经陆续投资了趣分期、随手科技、Lendinvest、银客、洋钱罐、映客、Grindr、Opera等众多互联网细分领域龙头企业。

公司未来将集中精力做好网络游戏全球研发发行、软件商店主业，拟不再将互联网金融业务作为主业，2016年陆续出售互联网金融资产。

表 7、昆仑万维出售资产一览表

标的名称	交易对价	投资收益	出售比例	出售时间	标的简介
随手科技	2,400 万美元	971 万美元	6%（剩余 2.25%）	2016.12.29	互联网金融平台
洋钱罐	1.48 亿元	5,552万元	20%（无剩余）	2016.12.7	互联网金融平台
信达天下	3,000 万	1,500万元	15%（无剩余）	2016.12.7	互联网金融平台
映客	2.1 亿	1.95 亿元	3%（剩余 10.23%）	2016.9.21	直播平台
广州优蜜（有米科技）	1,673 万元	1,016 万元		2016.8.24	移动广告营销服务商
汇量科技	6,385 万元	4,885 万元	144 万股（无剩余）	2016.9	海外营销服务
银客网（Yinker）	1,000 万美元	500 万美元	5%（剩余 15%）	2016.6.27	互联网金融平台

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 8、昆仑万维上市后投资一览表

标的名称	投资金额	股权比例	投资时间	标的简介	备注
信达天下	1,500 万元	15%	2015.2.15	互联网金融服务企业	2016 年 12 月出售 15%股权，目前无剩余股权
和力辰光	6,000 万元	3%	2015.3.19	影视传媒公司	
趣分期	3.07 亿元	19.2%	2015.4.7	互联网金融平台	
随手科技	1,649 万美元	8.25%	2015.4.10	个人理财应用提供商	2016 年 12 月出售 6%股权，目前剩余 2.25%股权
e 保养	1,100 万美元	22%	2015.5.26	汽车上门保养服务	
银客网	2,000 万美元	20%	2015.6.9	互联网金融平台	2016 年 6 月出售 5%股权，目前剩余 15%股权
Lendlnvest Limited	2,199 万英镑	20%	2015.6.11	英国互联网金融公司	
Dada Nexus Limited	1,000 万美元	0.7%	2015.10.14	国内电商运送平台	
洋钱罐	9,300 万元	20%	2015.11.16	互联网金融平台	2016 年 12 月出售 20%股权，目前无剩余股权
一米鲜	1,500 万美元	15%	2015.11.27	互联网生鲜配送	2016 年 12 月百果园并购一米鲜
映客（蜜莱坞）	6,800 万元	18%	2016.1.4	直播平台	受映客后续融资稀释，以及 2016 年 9 月出售 3%影响，目前剩余 10.23%股权
Grindr	9,300 万美元	60%	2016.1.8	同性恋社交平台	
Woobo	80 万美元	20%	2016.1.19	人工智能机器人	

标的名称	投资金额	股权比例	投资时间	标的简介	备注
昆仑数字医疗	250 万美元	20%	2016.1.22	互联网大数据医疗	
北京蚁视科技	400 万元	1.1%	2016.3.3	VR 虚拟现实公司	
南京睿悦信息技术	600 万元	1.7%	2016.3.3	游戏外设驱动提供商	
昆仑人工智能	300 万美元	15%	2016.3.9	人工智能机器人	
Opera Software	2 亿美元	33.3%	2016.7.15	跨平台浏览器	
北京徒子文化	1400 万元	20%	2016.9.19	漫画创作及衍生品开发公司	
闲徕互娱	10.2 亿元	51%	2016.12.15	地方特色休闲竞技游戏公司	

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

五、推出 2017 年限制性股票激励计划，激发骨干员工积极性

限制性股票激励计划有助于激发骨干员工积极性，确保团队稳定，利于公司长远发展。激励计划授予的激励对象总人数为97人，授予2,103万股限制性股票，占总股本1.87%；其中副总、董秘金天获授175万股，占计划总数8.3%；中层管理人员及核心技术（业务）骨干获授1928万股，占计划总数91.7%。授予价格为11.29元/股（激励计划公告前1个交易日股票交易均价的50%）。

此次限制性股票激励计划业绩考核目标为以2014~2016年营业收入均值为基数，2017~2020年营业收入增长率分别不低于30%、40%、50%、60%。

表 9、此次限制性股票激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2014-2016 年营业收入均值为基数，2017 年营业收入增长率不低于 30%；
第二个解除限售期	以 2014-2016 年营业收入均值为基数，2018 年营业收入增长率不低于 40%；
第三个解除限售期	以 2014-2016 年营业收入均值为基数，2019 年营业收入增长率不低于 50%；
第四个解除限售期	以 2014-2016 年营业收入均值为基数，2020 年营业收入增长率不低于 60%。

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 10、根据业绩考核目标测算的 2017-2020 年最低收入目标（单位：亿元）

	14N	15N	16N	14~16 年营收均值	17E	18E	19E	20E
营业收入	19.34	17.89	24.25	20.49	26.64	28.69	30.74	32.79
同比增长率		-7%	36%		10%	8%	7%	7%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：16 年营收为业绩快报数据

表 11、假设授予日在 4 月末，预计 2017 年激励计划对各期会计成本影响

需摊销的总费用（万元）	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
22,818	7,956	8,065	4,270	2,055	471

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

六、首次给予"买入"评级。根据业绩快报，公司2016年净利润5.37亿；预计公司2017~2018年净利润10.2亿、13.1亿，每股收益0.90元、1.16元，对应2017~2018年PE分别为23倍、18倍。公司游戏研运一体模式走入正轨，游戏内生增长可期；闲徕业绩快速增长，有望大幅增厚并表利润；昆仑持有趣店（趣分期）19%股权，，趣店发展较快；限制性股票激励计划激发骨干员工积极性。因此首次给予"买入"评级。

七、风险提示：行业监管政策风险、投资项目业绩不及预期、汇率风险

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,129	1,860	2,191	3,043	4,362
货币资金	705	1,048	1,569	2,175	3,117
应收及预付	415	741	525	727	1,046
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	9	71	97	141	199
非流动资产	340	2,029	2,096	2,172	2,253
长期股权投资	0	582	600	600	600
固定资产	31	25	24	23	22
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	15	12	11	10	9
其他长期资产	294	1,409	1,462	1,539	1,622
资产总计	1,468	3,888	4,288	5,215	6,615
流动负债	453	1,183	1,099	1,112	1,336
短期借款	0	248	200	200	200
应付及预收	392	485	624	684	955
其他流动负债	61	450	275	228	181
非流动负债	3	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	25	25	25	25
负债合计	456	1,208	1,124	1,137	1,361
股本	210	1,127	1,127	1,127	1,127
资本公积	163	873	873	873	873
留存收益	646	981	1,465	2,379	3,555
归属母公司股东权	1,012	2,680	3,163	4,078	5,254
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,468	3,888	4,288	5,215	6,615

利润表 单位：百万元

至12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,934	1,789	2,425	3,513	4,842
营业成本	598	699	879	943	1,384
营业税金及附加	4	5	10	18	29
销售费用	715	682	897	1,282	1,743
管理费用	264	231	303	432	591
财务费用	11	(75)	(8)	(16)	(28)
资产减值损失	19	4	5	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(0)	159	200	180	200
营业利润	324	403	538	1,028	1,316
营业外收入	7	14	14	18	30
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	330	416	552	1,045	1,345
所得税	3	11	15	29	39
净利润	326	405	537	1,016	1,306
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	326	405	537	1,016	1,306
EBITDA	348	341	571	1,046	1,318
EPS（元）	0.29	0.36	0.48	0.90	1.16

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	397	192	524	622	955
净利润	326	405	537	1,016	1,306
折旧摊销	0	0	41	34	29
营运资金变动	0	0	162	(234)	(158)
其它	70	(213)	(217)	(194)	(223)
投资活动现金流	(190)	(1,644)	(108)	(110)	(110)
资本支出	0	0	(10)	(10)	(10)
投资变动	(190)	(1,644)	(98)	(100)	(100)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	(167)	1,719	106	94	97
银行借款	0	0	(48)	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(167)	1,719	154	94	97
现金净增加额	40	267	522	606	942
期初现金余额	660	705	1,048	1,569	2,175
期末现金余额	705	1,048	1,569	2,175	3,117

主要财务比率

至12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	28%	-7%	36%	45%	38%
营业利润增长	-23%	24%	34%	91%	28%
归属母公司净利润增长	-25%	24%	33%	89%	29%
获利能力（%）					
毛利率	69%	61%	64%	73%	71%
净利率	17%	23%	22%	29%	27%
ROE	32%	15%	17%	25%	25%
ROIC	33%	11%	15%	23%	23%
偿债能力					
资产负债率(%)	31.1%	31.1%	26.2%	21.8%	20.6%
净负债比率	0.0%	6.4%	4.7%	3.8%	3.0%
流动比率	2.5	1.6	2.0	2.7	3.3
速动比率	2.5	1.6	2.0	2.7	3.3
营运能力					
总资产周转率	1.3	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	8.0	6.6	7.2	7.4	7.0
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.36	0.48	0.90	1.16
每股经营现金流	0.35	0.17	0.46	0.55	0.85
每股净资产	0.90	2.38	2.81	3.62	4.66
估值比率					
P/E	72.5	58.4	44.1	23.3	18.1
P/B	23.4	8.8	7.5	5.8	4.5
EV/EBITDA	21.9	22.3	13.3	7.3	5.8

广发传媒行业研究小组

旷　实：　首席分析师，北京大学经济学硕士，2017 年 3 月加入广发证券发展研究中心，2011-2017 年 2 月供职于中银国际证券。
杨琳琳：　资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012 年加入广发证券发展研究中心，2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 2 名（团队）。
沈明辉：　联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
杨晓峰：　联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

Table_Address
联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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。
广发证券可发出其它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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。