强烈推荐-A（首次）

昆仑万维 300418.SZ

目标估值：30.6 元
当前股价：21.16 元
2017 年 04 月 10 日

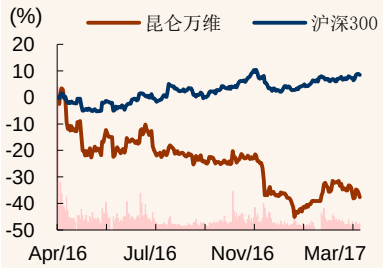
游戏布局迎来业绩释放期，平台战略带动估值提升

基础数据

上证综指	3269
总股本（万股）	115912
已上市流通股（万股）	41294
总市值（亿元）	245
流通市值（亿元）	87
每股净资产（MRQ）	2.7
ROE（TTM）	20.7
资产负债率	48.2%
主要股东	李琼
主要股东持股比例	17.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-15	-37
相对表现	-4	-23	-46



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

方光照
fangguangzhao@cmschina.com.cn
S1090515090002

顾佳
021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

昆仑游戏研运一体大 IP 手游储备丰富+地方棋牌业务有望单月 1 亿净利，形成业绩支撑，目前估值 23 倍；趣店（原趣分期）上市将带来催化，中长期随着平台资源整合估值将进一步提升。

- **研运一体化+大 IP，助力 2017 年手游增长。**公司在海外发行优势明显，近年向研运一体转型。2017 年已储备多款自研 IP 手游，Q2 预计上线《终结者》、《偷星九月天》，Q3 预计上线《死神》、《轩辕剑》，Q4《洛奇》、《希望 OL》，自研比例提升+全球发行经验的结合，手游收入增长与毛利率提升可期。
- **闲徕互娱业绩有望持续爆发。**1）市场对基于熟人社交的线上棋牌室模式的认识尚不充分。闲徕以社交圈进行推广，把三四线城市及农村的线下牌友线上化，迅速获取新用户，DAU 已达 400 万；基于社交推广与运营成本较低，使规模扩张的同时保持高毛利。今年公司开拓新区域市场，目标是年底达到 700 万 DAU，则月均净利润约 1 亿。2）采用销售房卡模式盈利，平台仅计分，不具金钱交易功能，与法律定义的“赌博”不同；房卡销售给代理商时采取折扣批发价格以及赠卡优惠，并以市场统一价对外销售，与传统的商业营销相同，代理商销售房卡数与玩家消耗数相当，而非大量自购，不同于“传销”。
- **长期关注三大平台带动商业模式升级，提升估值水平。**旗下三大平台覆盖全球海量用户，Opera(浏览器与新闻资讯，3.5 亿 MAU)，1mobile（软件商店，1400 万 MAU），Grindr(男同社交，800 万 MAU)；未来随着数据打通，平台商发行商化，可升级商业模式，从而提升变现能力和公司整体估值水平。
- **投资标的股权有较大升值空间，趣分期上市带来催化。**公司投资赛道卡位精准，持有多个风口正劲的细分领域龙头股权，根据可查的信息股权价值至少达到 48 亿。当前持有的最大标的是趣店 19%的股权，2016 年 12 月其估值已达 155 亿，现专注非信用卡人群的消费金融业务，2016 年中开始扭亏为盈，全年净利润超过 5 亿，2017 年有赴美 IPO 计划，估值有较大上涨空间。
- **给予“强烈推荐-A”评级。**不考虑投资收益，**我们预计公司 2017~18 年分别实现净利润 10.76/13.81 亿元，对应 2017/18 年 PE 为 22.7/17.7 倍，安全边际明显。**短期主营业务保守按游戏股估值给予 26 倍 PE，加上股权投资价值 77 亿，**目标市值约 357 亿（上涨空间 46%），给予“强烈推荐-A”投资评级。**
- **风险提示：**地方棋牌游戏监管政策发生变化的风险；游戏境外市场经营风险。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1934	1789	2425	5272	6651
同比增长	28%	-7%	36%	117%	26%
营业利润(百万元)	324	403	561	1807	2320
同比增长	-23%	24%	39%	222%	28%
净利润(百万元)	326	405	537	1076	1381
同比增长	-25%	24%	32%	101%	28%
每股收益(元)	0.29	0.36	0.48	0.93	1.19
PE	73.1	58.9	44.5	22.7	17.7
PB	4.4	8.9	7.5	5.1	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况：全球化的数字娱乐与新闻资讯平台 6
1.1 历史沿革：游戏起家，力争向互联网平台商升级 6
1.2 财务数据：海外布局+手游研运一体化效果凸显，业绩亮眼 7
1.3 周亚辉为实际控制人，高管持股+两次股权激励，为长期发展加足动力 9
二、游戏业务：研运一体带动自研手游稳健增长，地方棋牌游戏平台闲徕互娱业绩持续爆发 12
2.1 手游行业：国内市场存量竞争为主，海外市场创造增量，研运一体是抢夺市场关键 12
2.2 地方棋牌游戏抢占三四线城市细分市场，迅猛扩张 15
2.3 昆仑游戏：研运一体+全球发行打造精品手游 17
2.4 闲徕游戏：基于熟人社交的“房卡”模式创新，带动业绩爆发增长 22
三、中长期愿景：打造全球化的互联网平台，提升估值水平 26
3.1 自有软件商店 1Mobile：定增落地后重点拓展东南亚市场 26
3.2 男同社交平台 Grindr：广告变现能力有较大提升空间 27
3.3 Opera：从浏览器升级为新闻资讯平台，估值水平有望提升 31
3.4 未来几大平台互相打通，有望提升 5 亿用户的变现能力与公司估值水平 35
四、部分投资进入回报期，关注趣店股权的升值空间 37
4.1 部分投资布局进入收益兑现期 37
4.2 持股 19.21%的趣店计划赴美上市，股权具备较大升值空间 38
五、盈利预测及投资评级 42

图表目录

图 1：历史沿革 6
图 2：产品矩阵 6
图 3：2011-2016 年昆仑万维营收及同比增速 7
图 4：2011-2016 年昆仑万维归母净利润及同比增速 7
图 5：2011-2016 年昆仑万维扣非后归母净利润及同比增速 7
图 6：2011-2016 年前三季毛利率及净利率 8
图 7：2011-2016 年前三季费用率 8
图 8：2011-2016H1 昆仑万维业务构成 8

图 9：2011-2016H1 各业务毛利率 8
图 10：2011-2015 年业务地区分布构成 9
图 11：2011-2016Q3 年业务地区毛利率 9
图 12：2011-2016 年昆仑万维扣非后归母净利润及同比增速 9
图 13：网络游戏市场规模变化 12
图 14：移动游戏市场规模变化 12
图 15：中国移动游戏用户规模变化 13
图 16：2016 年移动游戏用户在线时长分布 13
图 17：国内自研网络游戏海外销售规模变化 14
图 18：2015 全球主要市场手游规模增速 14
图 19：国内手游研发商流水市场份额（2015 年） 15
图 20：国内手游研发商流水市场份额（2016 年） 15
图 21：棋牌游戏收入 16
图 22：棋牌游戏用户规模 16
图 23：中国地方特色棋牌游戏市场规模 16
图 24：用户男性为主，年龄多在 26-35 岁之间 17
图 25：用户集中于东部及四川，下沉明显 17
图 26：用户较少尝试新游戏，忠诚度高 17
图 27：用户付费率过半 17
图 28：昆仑万维游戏板块沿革 18
图 29：2012-2016 年 H1 手游业务收入及增长 18
图 30：2012-2016 年 H1 手游业务毛利率 18
图 31：14-16 年手游自研收入占比逐年提升 20
图 32：14-16 年手游自研利润占比逐年提升 20
图 33：昆仑游戏七大生产线 20
图 34：昆仑万维自研历程 21
图 35：闲徕互娱麻将手机游戏界面 23
图 36：闲徕互娱的游戏流程 23
图 37：闲徕互娱 2016 年 9-11 月中国游戏公司下载排行 24
图 38：闲徕互娱 2016 年 6-11 月收入及环比增速 24
图 39：闲徕互娱 2016 年 6-11 月毛利率 24

图 40：1Mobile 平均月活跃用户（MAU） 26
图 41：2011-2016 年 H1 软件应用商店收入及毛利率 26
图 42：1Mobile 界面 26
图 43：Grindr 软件界面 27
图 44：Grindr 日排名在全球的排行情况 28
图 45：Grindr 美国 IOS 社交类软件排行历史情况 28
图 46：Grindr DAU 日活跃人数 28
图 47：Grindr 网站浏览用户所属国家分布 28
图 48：Grindr 网站访客用户画像 29
图 49：Grindr2012-2014 年营收及增速 29
图 50：Grindr2012-2016 年净利润及增速 29
图 51：2010-2015 年 iOS 应用收入榜 Top 10 29
图 52：Grindr 广告费和会员费收入占比 29
图 53：2014 年 11 月 Grindr 用户在线时长达到 54 分钟，超过其他社交软件 31
图 54：Opera 股权结构 31
图 55：Opera 浏览器和相关应用产品 32
图 56：近 12 个月浏览器全球移动端市占率 33
图 57：近 12 个月浏览器全球 PC 端市占率 33
图 58：Opera Mini 新闻推送界面 33
图 59：Feednews 界面 33
图 60：Feednews 在 IOS 平台的最高排名 34
图 61：Feednews 在 Google play 上的最高排名 34
图 62：2017 年 2 月 Google play 新闻类下载排名 35
图 63：已经覆盖的全球地区用户 36
图 64：打通平台数据，交叉变现 36
图 65：中国互联网消费金融交易规模 38
图 66：中国消费信贷市场规模 38
图 67：趣店 APP 的购物和取现功能 39
图 68：趣店供货商 39
图 69：快乐时代股权结构（2016.10.26） 41
图 70：毕马威“全球 FinTech100 强” 41

表 1：主要持股高管 9
表 2：2015 年股票期权与限制性股票激励计划考核指标 10
表 3：2015 年股票期权与限制性股票激励计划的具体内容 10
表 4：2017 年限制性股票激励计划考核指标 10
表 5：2017 年限制性股票激励计划的具体内容 11
表 6：2016 年 8 月-2017 年 2 月 APP ANNIE 全球手游指数 ios 中国前十榜单的游戏 13
表 7：ios 游戏畅销榜排名前 50 的游戏涉及的 A 股上市公司（2017.2.26） 15
表 8：昆仑万维海外分公司 19
表 9：自有 IP 储备 21
表 10：昆仑万维发布 2017 年上线的 7 款研运一体手游 21
表 11：闲徕互娱产品收入表 23
表 12：闲徕互娱产品运营数据 24
表 13：Grindr XTRA 收费标准 30
表 14：2016 年 Grindr 和 Facebook 广告价值对比 30
表 15：Opera 财务数据表 31
表 16：几大新闻网站运营数据及估值水平 34
表 17: 昆仑万维当前持有的主要标的 37
表 18：趣店财务数据（单位：百万元） 40
表 19：趣店历年融资情况 40
表 20：趣店与分期乐主要数据的对比 41
表 21：关键假设 42
附：财务预测表 44

一、公司概况：全球化的数字娱乐与新闻资讯平台

1.1 历史沿革：游戏起家，力争向互联网平台商升级

2008 年 3 月昆仑万维（前身为昆仑有限）成立，主营页游研发。2009 年下半年公司成立昆仑日本，拉开海外战略布局序幕，后在美、英、马来西亚、韩国、香港、台湾等地开设子公司，建立游戏发行网络，发行自研产品和其他公司开发的页游产品。公司还推出了面向全球各主要区域市场的自主运营平台，在语言界面、支付渠道等方面贴近目标市场，做到本地化运营。2012 年，公司代理《部落冲突》，从页游拓展至手游发行。2015 年 1 月 22 日公司在创业板上市。同年，公司推出《艾尔战记》等自研手游，手游的布局从发行为主开始向研运一体转型，并积极储备 IP 资源，坚持精品原则。

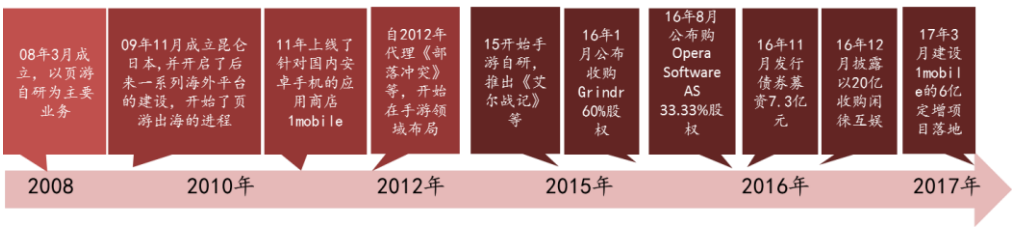
在游戏领域精耕细作、夯实内生增长的同时，公司自 2015 年开始积极推进“全球化互联网综合平台商”的战略：一方面自主打造软件商店应用平台 1Mobile，外延布局获得了社交软件平台 Grindr 和浏览器以及新闻资讯平台，并将三大平台的建设作为战略重点之一，另一方面积极探索互联网领域的投资机会，重点围绕软件工具、社交平台、IP 经营、互联网金融和视频直播等板块进行广泛的投资布局。

2016 年底公司收购了地方棋牌游戏闲徕互娱，丰富了游戏品类，并将市场拓展到三四线城市以及农村，与自有游戏业务形成互补。

2017 年初，建设 1Mobile 的 6 亿定增项目落地。

当下，昆仑万维已经形成了昆仑游戏、闲徕互娱、Grindr、1mobile 和 Opera 在内的产品矩阵。

图 1：历史沿革



资料来源：招股说明书、公司公告、Wind、招商证券

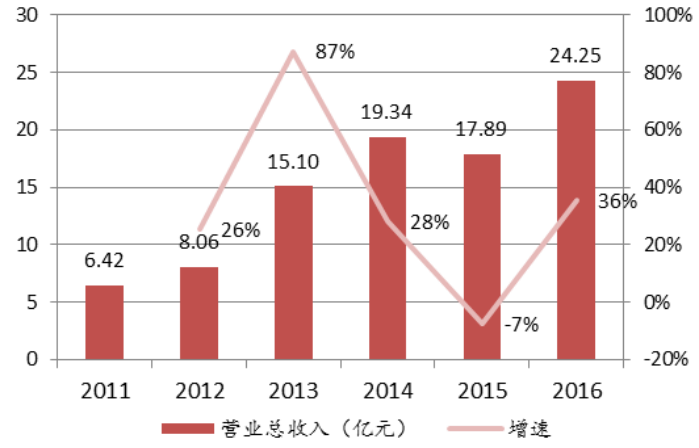
图 2：产品矩阵

资料来源：公司公告、招商证券

1.2 财务数据：海外布局+手游研运一体化效果凸显，业绩亮眼

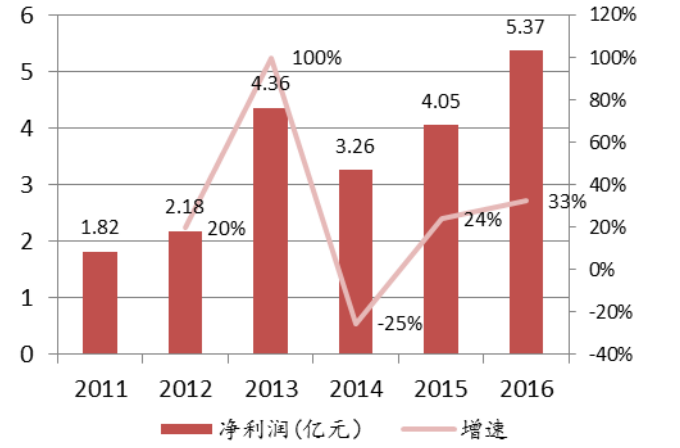
近 6 年来，公司业绩保持较高景气度。2015 年公司营收及扣非后归母净利润双双同比小幅下滑，但总体保持向上态势，2011 年-2016 年昆仑万维营收复合增速 30.45%，归母净利润复合增速为 24.16%，扣非后净利润复合增速为 20.13%，非经常性损益主要来自标的股权转让产生的投资收益。根据业绩快报，2016 年公司实现营业收入 24.25 亿元，同比增速 36%；实现净利润 5.37 亿元，同比增速 33%。2016 年业绩增长原因：1）移动游戏由发行向研运一体转型，使得游戏板块业绩景气增长；2）以 1Mobile 为核心的移动应用商店业务收入稳步增长。3)男同社交网站 Grindr LLC 于 2016 年 4 月纳入合并报表范围，贡献净利润约 2000 万元。4)围绕“打造国际化新媒体和数字娱乐平台”发展战略进行的一系列投资布局产生回报。公司预告 2017 年第一季度净利润区间为 1.85 亿-2.14 亿元，同比增长 91.28%~121.26%，主要原因为：（1）精品 IP 手游研运一体带来游戏板块增长，1Mobile 保持良好增长态势；（2）闲徕互娱从 2 月 1 日纳入合并报表范围。

图 3：2011-2016 年昆仑万维营收及同比增速



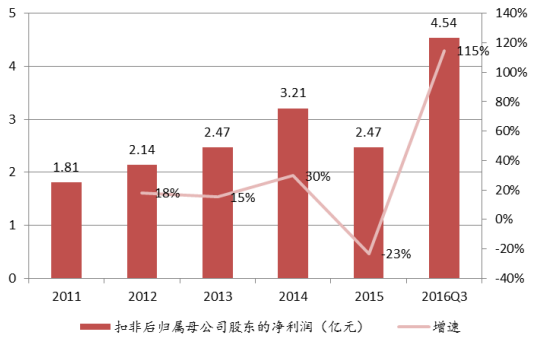
资料来源：Wind、招商证券

图 4：2011-2016 年昆仑万维归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

图 5：2011-2016 年昆仑万维扣非后归母净利润及同比增速

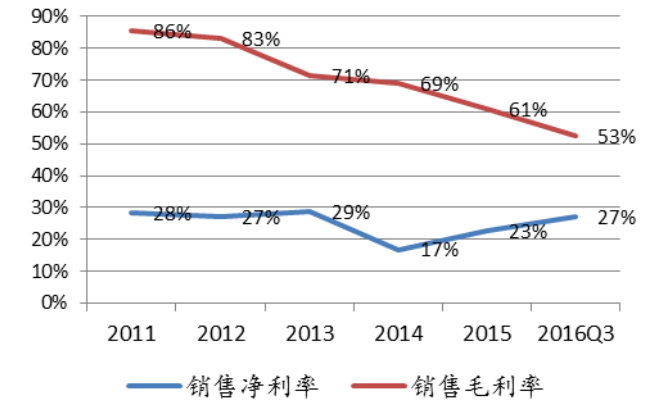


资料来源：Wind、招商证券

近年毛利有所下降，财务费用上升。销售毛利率从 2012 年的 86%下降到 2016 年第三季度的 53%，净利率基本持平在 27%水平。毛利下降主要因为：（1）随着向手游转型，端游及页游毛利降低；（2）代理手游业务分成比例降低；（3）Grindr 并表。管理费用率

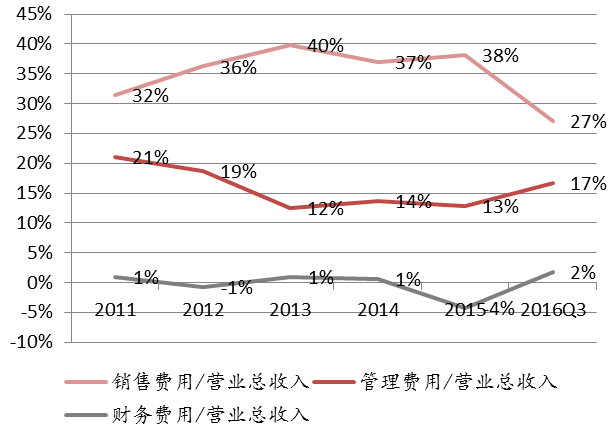
在 27%。由于 2015 年营收下滑，2016 年营收相对增速较快，销售投入成本同期降低约 26%，销售费用率由 2015 年 38%降至 27%。财务费用占营收比例增长较大，由-4%增至 2%，主要由于增加银行借款、发行公司债券，对外投资业务导致财务费用、律师投行等中介机构费用增长较快。

图 6：2011-2016 年前三季毛利率及净利率



资料来源：Wind、招商证券

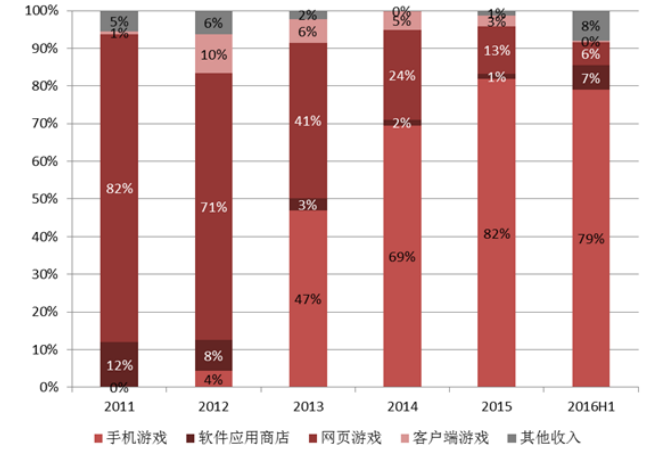
图 7：2011-2016 年前三季费用率



资料来源：Wind、招商证券

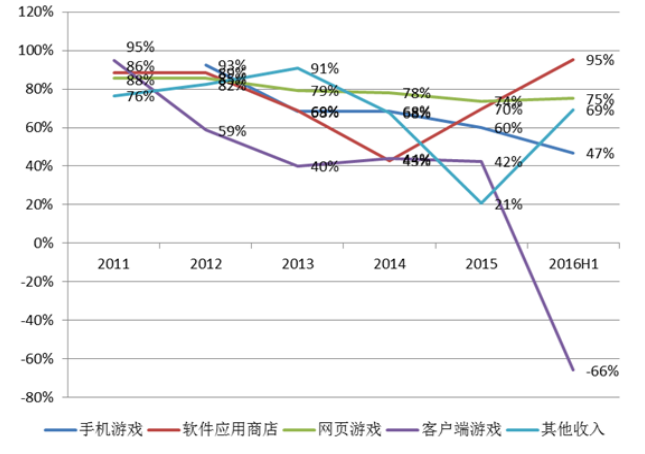
分业务来看，手游已经成为公司营收支撑；软件应用商店毛利快速提升。自 2013 年以来公司手游业务增长较快，占比逐步提升，2016 年上半年占比 79%；毛利有所下降，主要因为近年代理的产品分成比例较低，随着自研比例的提升，毛利率预计将回升。软件应用商店占比增至 7%， 毛利率由 2014 年的 43%增至 95%，是因为 1Mobile 为核心的互联网工具业务逐渐进入成熟期，减少推广费用，控制成本更加有效。其他收入由于 Grindr 并表营收占比提升。网页游戏、端游占比持续下降，端游业务受市场影响毛利下滑较多。

图 8：2011-2016H1 昆仑万维业务构成



资料来源：Wind、招商证券

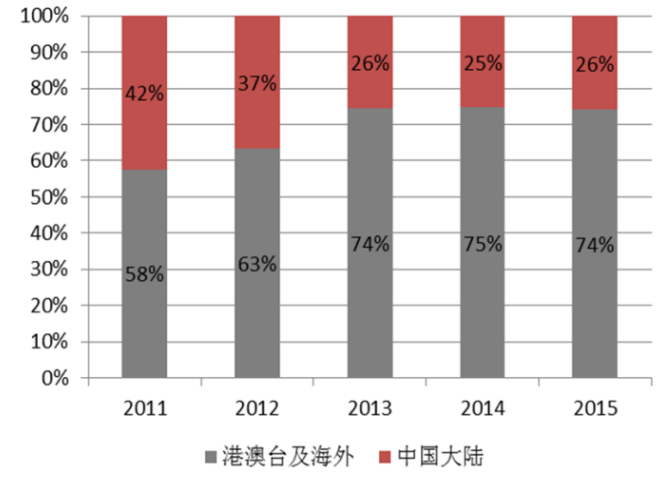
图 9：2011-2016H1 各业务毛利率



资料来源：Wind、招商证券

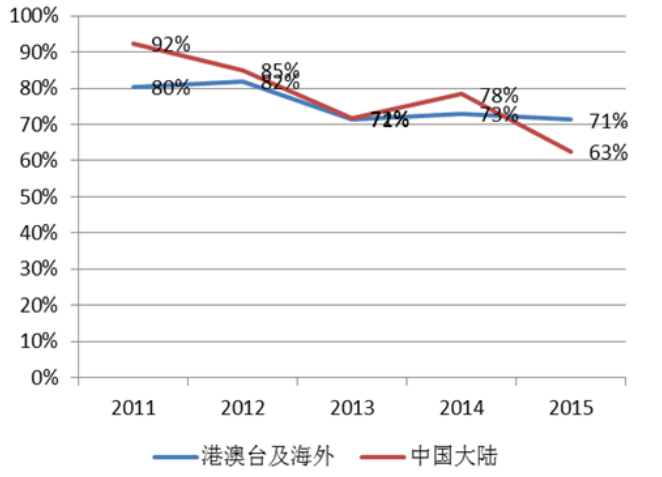
海外收入占比将近 75%。收入的区域分布来看，得益于 2009 年以来的全球布局，海外收入占比不断增加，并于 2013 年开始稳定在 74%左右。海外和中国大陆的毛利率中海外在 2015 年为 71%，超过大陆的毛利率 8 个百分点。

图 10：2011-2015 年业务地区分布构成



资料来源：Wind、招商证券

图 11：2011-2016Q3 年业务地区毛利率

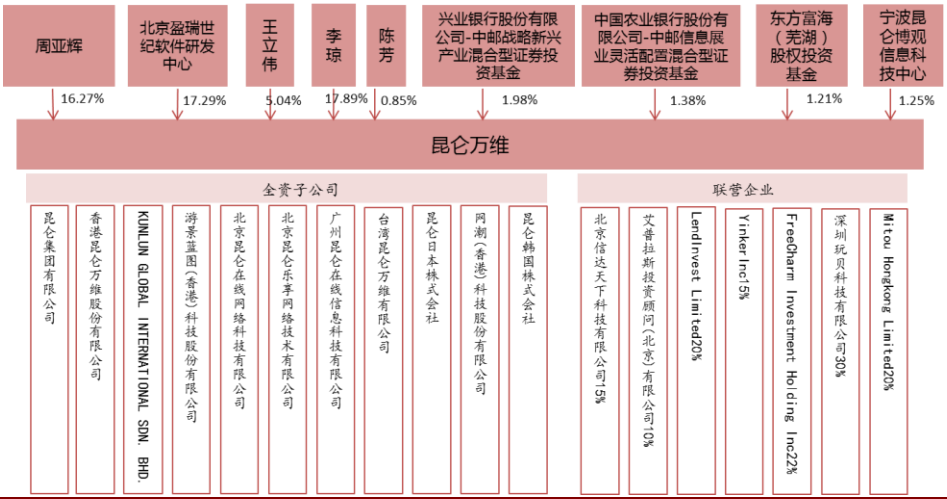


资料来源：Wind、招商证券

1.3 周亚辉为实际控制人，高管持股+两次股权激励，为长期发展加足动力

周亚辉为本公司的控股股东及实际控制人，直接持有上市公司约 18,855 万股，通过盈瑞世纪间接持股约 10,982 万股，合计持有公司 25.74%股权。其余持股比例较高的高管为董事、副总经理、财务负责人王立伟，昆仑万维副总经理、昆仑游戏 CEO 陈芳。

图 12：2011-2016 年昆仑万维扣非后归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

表 1：主要持股高管

姓名	职务	履历
周亚辉	董事长，总经理	2000 年 9 月至 2004 年 1 月任北京火神互动网络科技有限公司经理,负责公司整体运营;2004 年 3 月至 2006 年 7 月,清华大学完成硕士学业;2005 年 11 月至 2007 年 3 月任千橡世纪科技发展(北京)有限公司总监,负责新业务拓展;2007 年 3 月至 2008 年 3 月任北京基耐特互联科技发展有限公司经理,负责公司总体规划;2008 年 3 月至 2011 年 3 月,任昆仑有限执行董事,经理;2011 年 3 月至 2011 年 6 月,任昆仑有限董事长,总经理.现任发行人董事长,总经理,董事

		任期为 2014 年 6 月至 2017 年 6 月。
王立伟	董事，副总经理	2002 年 7 月至 2007 年 3 月为自由职业者;2007 年 3 月至 2008 年 3 月任北京基耐特互联科技发展有限公司监事职务,负责行政人事管理;2008 年 3 月加入昆仑有限,负责互联网事业部的管理工作,后任本公司董事,副总经理,现任公司董事,副总经理,财务负责人,董事任期为 2014 年 6 月至 2017 年 6 月.
陈芳	副总经理、昆仑游戏	曾任盛大游戏市场营销中心总监,盛大游戏副总裁,现任昆仑游戏 CEO,全面负责昆仑游戏的日常管理和公司运营。

资料来源：Wind、招商证券

公司分别在 2015 年和 2017 年公布两次股权激励计划。其中 2015 年的计划已经在 2015 年 8 月首次授予实施，详情如下：

2015 年 8 月 21 日，公司公告了股权激励首次授予相关事项的公告：向激励对象授予股票期权与限制性股票的条件已经满足,公司董事会同意向符合条件的 49 名激励对象授予 5 万份股票期权与 735.5 万份股限制性股票,授予日为 2015 年 8 月 20 日。公司授予每一份股票期权的行权价格为 79.46 元,授予激励对象每一股限制性股票的价格为 36.69 元。此次行权考核指标为分别以 2014 年净利润为基数，在第 2015-18 年增长分别不低于 22%、52%、83%、113%。

表 2：2015 年股票期权与限制性股票激励计划考核指标

募集资金投向	业绩考核指标
第一个行权期	以 2014 年净利润值为基数，2015 年净利润增长不低于 22%
第二个行权期	以 2014 年净利润值为基数，2016 年净利润增长不低于 52%
第三个行权期	以 2014 年净利润值为基数，2017 年净利润增长不低于 83%
第四个行权期	以 2014 年净利润值为基数，2018 年净利润增长不低于 113%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：2015 年股票期权与限制性股票激励计划的具体内容

	股票期权数量（万份）	限制性股权（万份）	占授予权益总量的比例	占目前股本总额的比例
中层管理人员，核心技术（业务）骨干（49 名）	5	735.5	89.19%	2.64%
预留		89.7256	10.81%	0.32%
合计		825.2256	100%	2.96%

资料来源：公司公告、招商证券

2017 年 3 月 18 日，昆仑万维发布 2017 年限制性股票激励计划，对包括公司在职的高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干在内的 97 人进行股票授予，计划显示，激励计划拟授予的限制性股票数量 2,103 万股，占公司股本总额的 1.87%。此次激励计划授予的限制性股票限售期为自授予日起 12 个月。目前昆仑万维的实时股价为 22.32 元,此次激励计划的股票总值约为 4.7 亿元。限制性股票的授予价格为每股 11.29 元。此次行权考核指标为分别以 2014-2016 年营业收入均值为基数，第 2017-2020 年营业收入增长分别不低于 30%、40%、50%、60%。

表 4：2017 年限制性股票激励计划考核指标

募集资金投向	业绩考核指标
第一个行权期	以 2014-2016 年营业收入均值为基数，2017 年营收增长不低于 30%
第二个行权期	以 2014-2016 年营业收入均值基数，2018 年营收增长不低于 40%
第三个行权期	以 2014-2016 年营业收入均值为基数，2019 年营收增长不低于 50%
第四个行权期	以 2014-2016 年营业收入均值为基数，2020 年营收增长不低于 60%

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：2017 年限制性股票激励计划的具体内容

	股票期权数量（万份）	占授予权益总量的比例	占目前股本总额的比例
公司高级管理人员：金天（副总经理、董事会秘书）	175	8.32%	0.16%
中层管理人员、核心技术(业务)骨干(96 人)	1928	91.68%	1.71%
合计	2103	100%	1.87%

资料来源：公司公告、招商证券

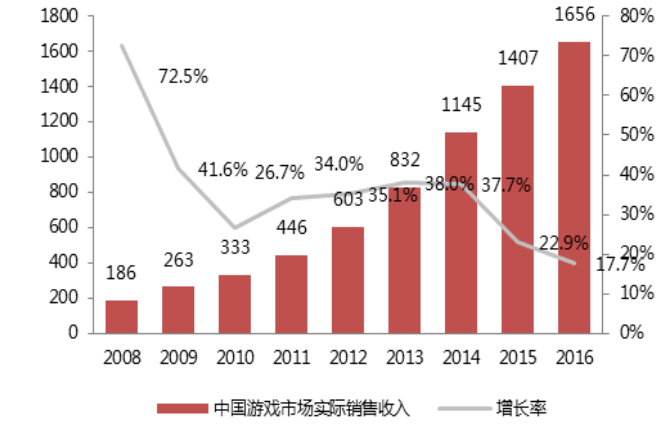
二、游戏业务：研运一体带动自研手游稳健增长，地方棋牌游戏平台闲徕互娱业绩持续爆发

2.1 手游行业：国内市场存量竞争为主，海外市场创造增量，研运一体是抢夺市场关键

（1）国内手游用户规模增长放缓，价的提升成为增长的主要驱动力

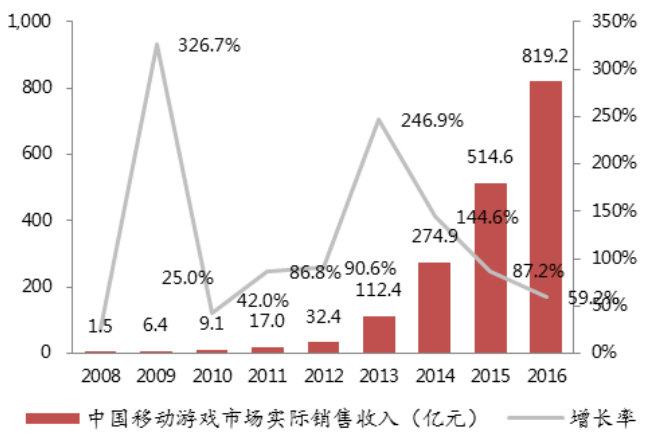
手游市场经过数年高速增长之后，占比已经过半。2016 年游戏行业出现了较大的转折。游戏市场总规模 1,656 亿元，增速已经放缓至 17.7%，其中，端游 582.5 亿元（-4.8%），页游 87.1 亿元（-14.8%），首次出现负增长；而移动游戏首次超过端游成为第一大细分市场，规模819.2亿，虽然相比于2012年以来行业爆发期增速有所回落，但仍实现59.2%的同比增速。

图 13：网络游戏市场规模变化



资料来源：GPC/CNG/IDC、招商证券

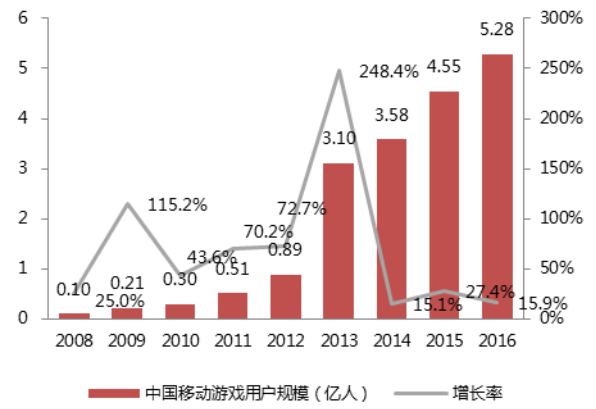
图 14：移动游戏市场规模变化



资料来源：GPC/CNG/IDC、招商证券

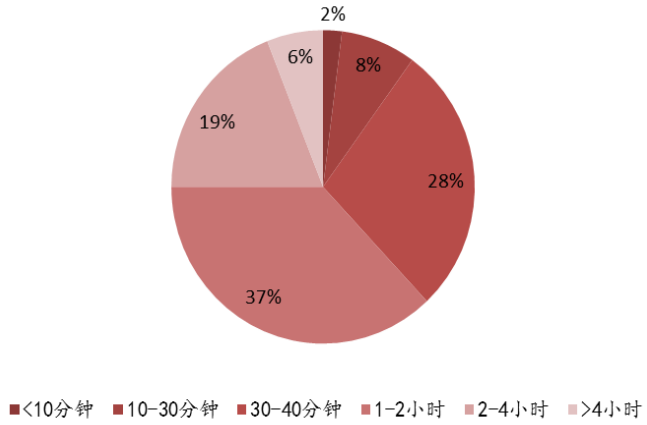
国内手游用户规模增长空间有限，存量逻辑将占主导。一方面，2016 年手游用户数增速已经下降至 15.9%，与游戏用户数整体的增速逐渐接近，过去基于移动互联网行业基础设施成熟带来的流量红利已渐被消耗，预计未来增速将进一步下降。增量更可能来自于移动互联网用户中的非在线游戏玩家群体或游戏覆盖率较弱的群体的渗透，比如女性、小学生、三四线城市及农村用户（见下一节地方棋牌游戏的分析）、老年用户等，但总体而言，在主流玩家市场，用户规模增长空间较为有限。另一方面，随着电竞游戏的推广（平均一局游戏时长需要 30min 上下），平均每日游戏时长 30min 以下的移动游戏玩家占比从 75%缩减至 36%，手游碎片化已经大为改善。

图 15：中国移动游戏用户规模变化



资料来源：GPC/CNG/IDC、招商证券

图 16：2016 年移动游戏用户在线时长分布



资料来源：DataEyes、招商证券

研运一体打造精品，促进“价”的提升将是国内手游市场的主要驱动力。在“量”的驱动作用明显减弱，市场存量博弈为主的逻辑之下，未来“价”（即单用户价值）的提升将占主导。而根据用户生命周期价值（LTV）=生命周期（LT）×付费用户平均收益（ARPU）×付费率（R），2016 年手游付费率已经从 2014 年的 27.6%提升至 68.4%，已达到较高水平，因此用户价值挖掘的关键变量是游戏生命周期的延长（LT）+付费水平（ARPU）提高。而要最大限度地获取存量用户的价值，主要从研发+运营着力：

- **首先，从研发而言，IP+重度化打磨精品是关键。**重度游戏具有研发时间长、游戏生命周期长、付费率较高的特点；而 IP 加持则能转化大量的 IP 粉丝，获得第一批忠实用户。2016 年 8 月-2017 年 2 月 APP ANNIE 全球手游指数 ios 中国前十榜单的游戏中，端游 IP 占比 57.9%，小说 IP 占比 15.8%，日漫 IP 占比 10.5%。重度化+IP 以延长生命周期并提升 ARPU 值方面最为突出体现的就是端游改手游的潮流。端游厂商在研发实力、IP 储备（尤其是现象级端游 IP）和用户黏性上占据优势，在保证产品质量和精细运营的基础上可迅速聚拢用户，从而以较低门槛切入手游市场。App Annie 近 6 个月中国 ios 收入榜前 10 名的游戏当中，端游 IP 改编而来的游戏高达 57.9%，端游手游化的逻辑目前已被验证。

- **再者，从运营而言，通过产业链延伸实现研运一体是关键。**目前头部游戏的开发周期通常在 18 个月以上，资金投入量较大，对研发与运营配合度要求较高。目前研运一体已经成为头部游戏的主流，App Annie 近 6 个月中国 ios 收入榜前 10 名的游戏当中，研运一体的比例已经高达 68.4%。

表 6：2016 年 8 月-2017 年 2 月 APP ANNIE 全球手游指数 ios 中国前十榜单的游戏

游戏产品	研发	发行	IP
王者荣耀	腾讯	腾讯	无 IP
阴阳师	网易	网易	无 IP
梦幻西游	网易	网易	端游 IP
倩女幽魂	网易	网易	端游 IP
大话西游	网易	网易	端游 IP
火影忍者	腾讯	腾讯	日漫 IP
梦幻诛仙	祖龙娱乐	腾讯	端游 IP
问道	吉比特	雷霆网络（吉比特）	端游 IP
剑侠情缘	金山	腾讯	端游 IP
征途	巨人	腾讯	端游 IP

永恒纪元	极光网络（三七互娱）	三七互娱	无 IP
黎明之光	妙趣网络（天神娱乐）	蓝港互动	端游 IP
天堂 2	蜗牛游戏	蜗牛游戏	端游 IP
诛仙	完美世界	完美世界	端游 IP
仙剑奇侠传	盖娅互娱	盖娅互娱	小说 IP
御剑情缘	祖龙娱乐	紫龙互娱	小说 IP
圣斗士星矢-集结	完美世界	乐逗游戏	日漫 IP
御龙在天	腾讯	腾讯	端游 IP
京门风月	玩友时代	好玩友	小说 IP

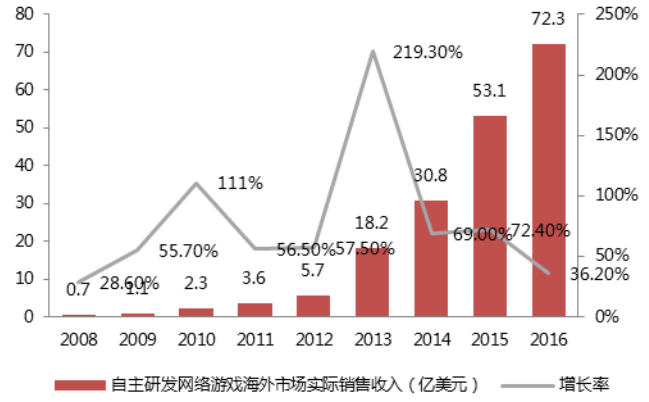
端游 IP 占比：57.9%，小说 IP 占比 15.8%，日漫 IP 占比 10.5%　研运一体占比：68.4%

资料来源：App Annie、招商证券

（2）游戏出海抢夺增量市场，预计未来海外市场仍是精品制胜

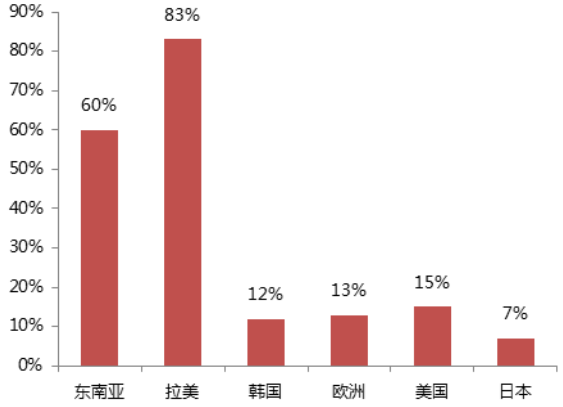
海外为国内游戏厂商贡献增量市场。随着国内流量渐被抢占，海外成为国内游戏厂商主要的增量市场。游戏出海的条件已经渐为成熟：（1）先行出海的网络设备、终端等硬件厂商如小米、华为，具备较好口碑，为中国游戏厂商的内容输出做了较好的铺垫。（2）本土研发能力加强，游戏品质渐向发达国家靠拢。（3）港台、日韩及东南亚等细分市场与中国文化亲缘，在外来游戏公司中，中国厂商具备一定优势。2016 年国内自研网游海外销售收入达 72.3 亿美元，同比增长 36.2%，其中游戏规模增长较快的市场是东南亚（+60%）和拉美（+83%），欧、美、日、韩等成熟市场增速在 15%之下，并且较为成熟，进入门槛更高。

图 17：国内自研网络游戏海外销售规模变化



资料来源：GPC/CNG/IDC、招商证券

图 18：2015 全球主要市场手游规模增速



资料来源：GPC/CNG/IDC、招商证券

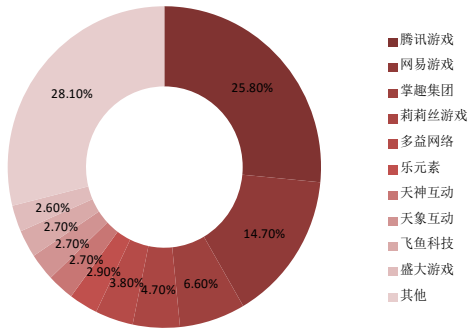
未来能抢占增量市场的主要是精品游戏。短期内中小厂商仍可随出海大势获得增量收益，尤其在东南亚、拉美等增长快、门槛低的区域。但是欧洲、日、韩等发达国家用户成熟，游戏风格固化，对研发（类型、美工、核心玩法）、发行（本地化）提出更高要求，所以随着新兴市场红利衰减，中长期内出海未来亦将逐渐成为大厂游戏。近年来游戏厂商全球化研运的不断深入就可以看出。这种深入体现在：1）全球性 IP 开发；2）资本整合：在全球范围内寻找优质资产，提升运营质量；3）深度本地化，根据用户需求有针对性地进行内容及形式的调整。

（3）网易腾讯之外，第二梯队的游戏公司也处于成长通道

网腾双巨头在研发领域的市场份额超过一半。手游研发商格局看，2016 年相比 2015 年，头部效应加剧。2016 年两大龙头腾讯和网易研发的游戏占据手游市场过半流水，正式形成 Big2 格局。腾讯依托其 DAU 高达 8 亿的微信平台和 DAU 超过 6 亿的 QQ 平

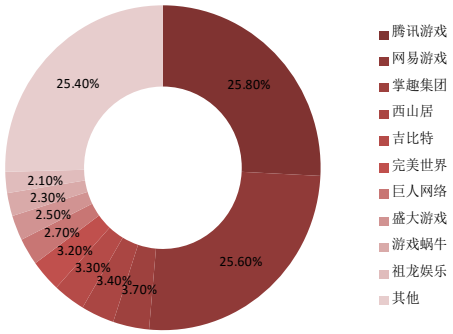
台，在手游推广分发及运营方面有着得天独厚的渠道优势，而网易在 2016 年的强势崛起主要依靠其产品工匠精神打造精品。

图 19：国内手游研发商流水市场份额（2015 年）



资料来源：伽马数据、招商证券

图 20：国内手游研发商流水市场份额（2016 年）



资料来源：伽马数据、招商证券

在市场集中度不断提升的阶段，二线游戏公司尚存一定的成长空间。（1）目前市场挤压的更多是中小厂商的市场份额，二线公司只要有精品尚能实现增长。（2）腾讯作为平台商，游戏研发公司主要与之合作；网易证明精品内容策略行之有效，但研发领域作为创意生产环节，较难被一家公司垄断。（3）多家二线游戏公司在经过 2016 年的储备之后，2017 年手游业务有望爆发。三七互娱、游族网络、昆仑万维等将页游时代积累的运营经验应用到手游领域，精细运营卓有成效；完美世界、吉比特、电魂网络携端游 IP 转型手游；目前仍有不少 A 股公司的产品进入 IOS 畅销榜排名前 50，三七游戏的《永恒纪元》一度进入前三。

表 7：ios 游戏畅销榜排名前 50 的游戏涉及的 A 股上市公司（2017.2.26）

排名	游戏名称	研发商	发行/代理商
15	永恒纪元	三七互娱	三七互娱
16	征途	巨人网络（世纪游轮）	腾讯
18	大富豪 3-开公司	广州要玩（大唐电信子公司）	广州要玩（大唐电信子公司）
39	诛仙	完美世界	完美世界
23	问道	吉比特	雷霆网络（吉比特控股）
25	拳皇 98 终极之战 0L	掌趣科技	掌趣科技
32	神武 2	多益网络（拟上市）	多益网络（拟上市）
38	仙境传说 RO：守护永恒的爱	心动网络（游族网络、三七互娱投资）、上海骏梦（富春通信子公司）	心动网络（游族网络、三七互娱投资）
46	街篮	成都多曼科技	巨人网络（世纪游轮）
50	球球大作战	巨人网络（世纪游轮）	巨人网络（世纪游轮）

资料来源：App Annie、招商证券

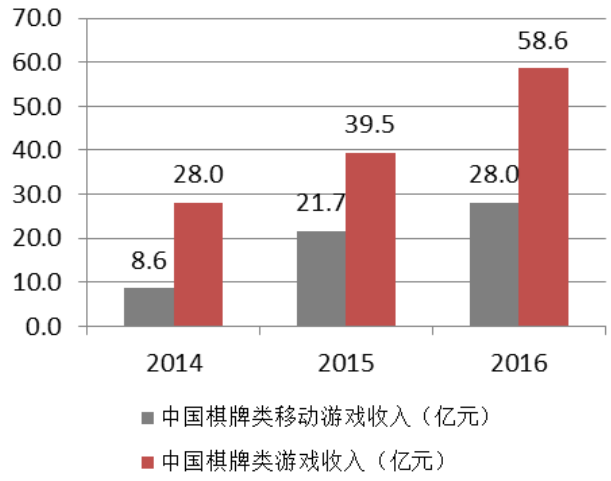
2.2 地方棋牌游戏抢占三四线城市细分市场，迅猛扩张

前文所述的手游国内增量细分市场中，近来成绩瞩目的是扎根于三四线城市以及农村的地方棋牌游戏。

棋牌游戏产品研发相对于重度游戏而言门槛较低，但是游戏生命周期较长，重心是通过用户积累与社群管理，同时进行长时间的运营和维护。

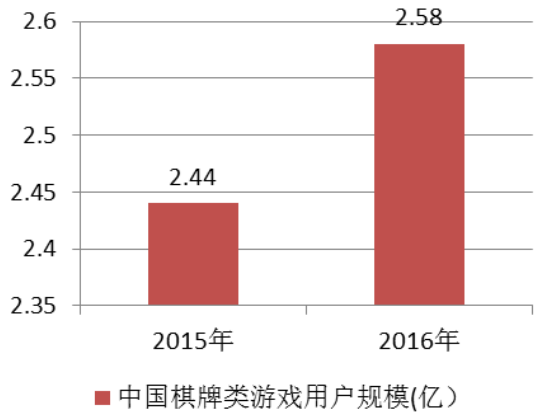
棋牌游戏市场还可分为全国性市场和地方性市场。全国性棋牌游戏市场，产品规则全国通用较为简单，产品研发门槛较低，目标用户分布全国数量庞大，因此线上大众棋牌游戏主要依靠平台流量导入，目前全国性棋牌游戏市场已进入饱和状态，竞争激烈，这一市场主要参与者是包括腾讯、博雅互动。**而地方性棋牌游戏则产品和运营都具有高度本地化的特征。**产品通常较为丰富，仅地方特色棋牌游戏玩法就多达近百种；运营方面，由于市场规模庞大但是单品类玩家基数不大且较多分布在三四线城市甚至农村，较为下沉，因为强调更接地气的本地化运营，因此相对于当前大众棋牌游戏被腾讯等大平台垄断的局面，地方棋牌游戏中小厂商仍有成长空间。根据伽马数据，中国棋牌游戏 2016 年规模达到 58.6 亿，用户为 2.58 亿，平均每 5 个中国用户就有一个棋牌类游戏用户。（考虑到棋牌游戏的隐蔽性，统计数据可能存在一定程度的低估。）而根据艾瑞咨询的统计，2016 年中国地方特色棋牌游戏市场规模总计 38.4 亿 RMB，用户规模移动端 1.57 亿，略高于 PC 端 1.55 亿。

图 21：棋牌游戏收入



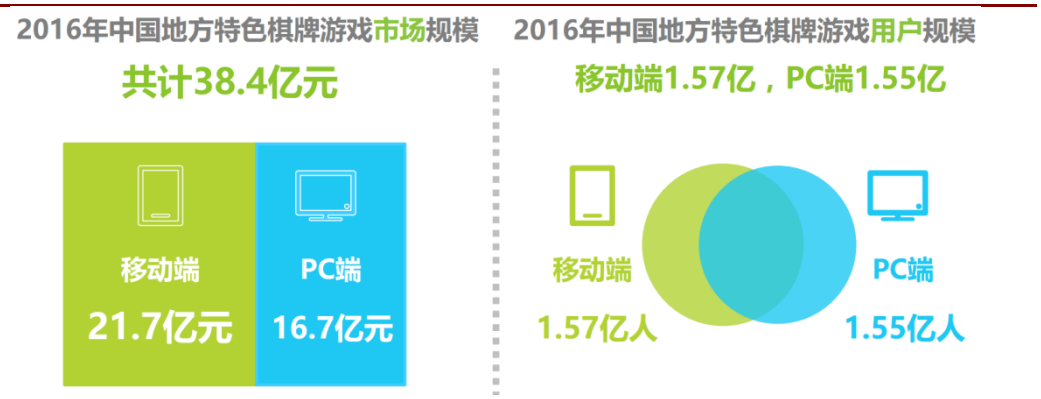
资料来源：伽马数据、招商证券

图 22：棋牌游戏用户规模



资料来源：伽马数据、招商证券

图 23：中国地方特色棋牌游戏市场规模

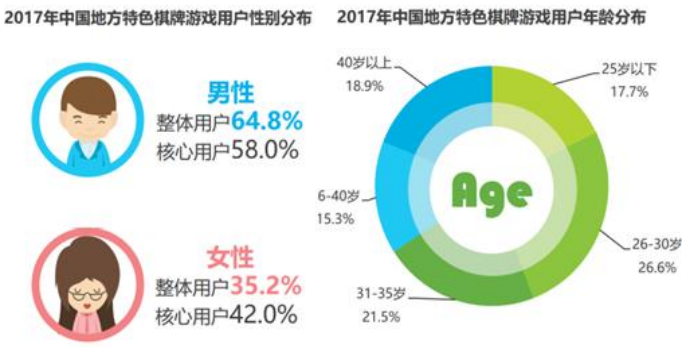


资料来源：艾瑞咨询、招商证券

地方棋牌游戏面向娱乐方式较少的三四线城市用户，粘性较高。根据艾瑞咨询的调查，中国地方特色棋牌游戏用户主要集中在东部沿海及四川地区，其中广东、江苏、四川、

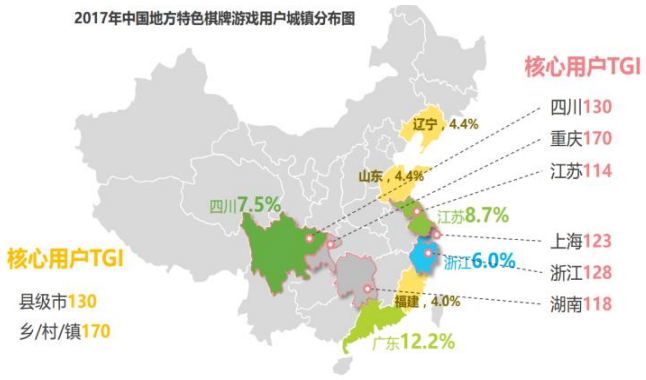
浙江的占比最高，均超过 6%。从核心用户的 TGI 来看，四川、重庆、江苏、上海、浙江、湖南 6 省的核心用户相对更为集中。城市类别上，地方特色棋牌游戏深入三四线城市以及更广泛的农村地区，县级市和乡镇村的核心用户 TGI 较高。用户较少尝试新游戏，忠诚度高，付费率超过一半。三四线及农村人群娱乐消费方式尚不丰富，本身线下棋牌游戏也有很深的久远传统，若能将线下棋牌游戏的用户进一步转移到到线上，将进一步打开地方棋牌游戏的增长空间。

图 24：用户男性为主，年龄多在 26-35 岁之间



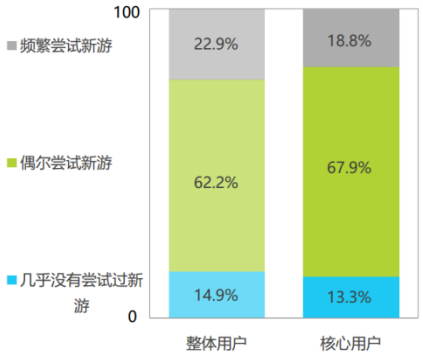
资料来源：艾瑞咨询、招商证券

图 25：用户集中于东部及四川，下沉明显



资料来源：艾瑞咨询、招商证券
注：TGI 指数= [偏爱玩地方特色棋牌的用户/玩过地方特色棋牌的用户]*100。

图 26：用户较少尝试新游戏，忠诚度高



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

图 27：用户付费率过半

资料来源：艾瑞咨询、招商证券

2.3 昆仑游戏：研运一体+全球发行打造精品手游

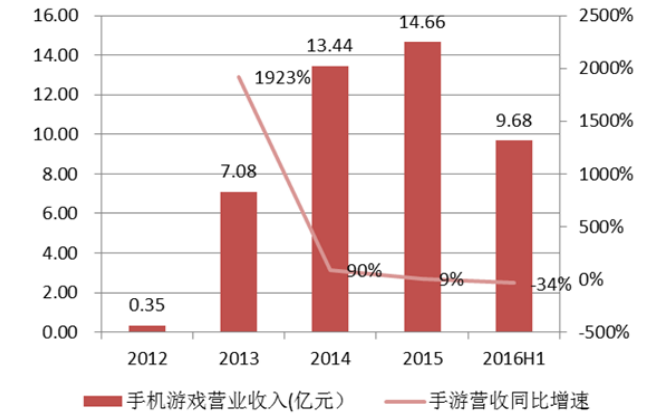
昆仑万维游戏板块 2008 年主要集中在页游自研领域，推出产品《三国风云》、《千军破》，09 年开始涉足页游出海，成功发行《啪啪三国》、《时空猎人》、《神曲》；2012 年起昆仑万维开始拓展手游业务，代理发行手游《海岛奇兵》、《部落冲突》；2015 年开始推出自研手游产品，推出《师傅有妖气》、《无双剑姬》和《艾尔战记》。

图 28：昆仑万维游戏板块沿革

资料来源：招商证券

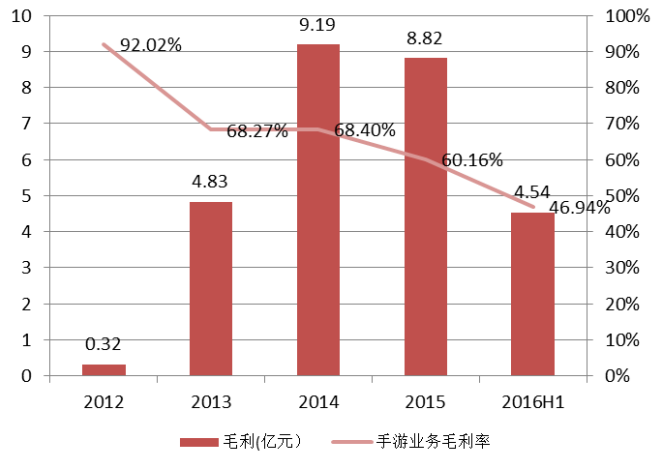
手游领域 2016 年上半年实现营业收入 9.68 亿元，同比增速 36%，主要源于 2016 年上半年推出的自研产品《艾尔战记》和《无双剑姬》和海外游戏的代理和自营发行。2015 年，自研产品收入占总收入的 14%、利润占 10%左右。2014 年到 2015 年手游代理占总体收入比例上升至 70%。16 年上半年手游毛利下降到 50%以下，原因主要是 2015 年开始代理 Supercell 的三款游戏相对分成较低。随着未来自研游戏占比进一步提升手游毛利率有望进一步提升（自研游戏毛利率超 90%）。

图 29：2012-2016 年 H1 手游业务收入及增长



资料来源：Wind、招商证券

图 30：2012-2016 年 H1 手游业务毛利率



资料来源：Wind、招商证券

（1）昆仑万维形成覆盖全球的发行网络，打破单区域、单品类发行壁垒，进入全球发行 2.0 阶段

1）公司已经形成了覆盖较全面的全球发行网络

昆仑万维分别于 2009 年 11 月成立昆仑日本，2010 年 1 月成立昆仑香港,2010 年 12 月成立昆仑韩国,2010 年 12 月成立昆仑马来,2012 年 1 月设立昆仑欧洲,2012 年 1 月设立昆仑美国,2012 年 5 月设立游景蓝图、网潮香港, 2012 年 10 月设立昆仑台湾,2013 年 4 月设立香港万维。

表 8：昆仑万维海外分公司

时间	成立子公司
2009.11	昆仑日本
2010.01	昆仑香港
2010.12	昆仑韩国
2010.12	昆仑马来
2012.1	昆仑欧洲
2012.01	昆仑美国
2012.05	游景蓝图、网潮香港
2013.04	香港万维

资料来源：招股说明书、招商证券

作为页游产品出口的龙头公司,公司从 2012 年起率先转型移动游戏,全球发行了《啪啪三国》、《武侠 Q 传》、《时空猎人》、《全民奇迹》、《太极熊猫》等手游产品，并成功扶植一批国内研发商进军海外市场。

另一方面，公司在 2015 在国内引进多款海外游戏，主要作品如《愤怒的小鸟 2》,携手芬兰 Rovio 公司在全球同步上线简体中文版、繁体中文版。另外,公司发行了芬兰 Supercell 公司研发的《部落冲突》简体中文安卓版,实现了移动终端游戏生命周期的突破。根据市场研究公司 SuperData 的报告,2015 年全球数字游戏收入排行榜上,《部落冲突》以 13.45 亿美金雄居移动终端游戏全球收入榜第一名。此外，公司 2016 年在海外发行《梦三国》《六龙争霸 3D》《全民奇迹》。

2015 年海外收入达到 13.24 亿，占比 74%。

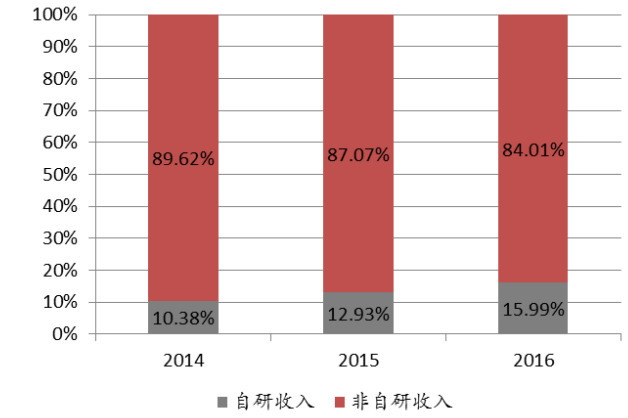
2）逐渐打破单区域、单品类发行壁垒，进入全球发行 2.0 阶段

- **全球发行 1.0 模式：**单区域签约，单品类发行。过去各地的发行团队相互独立。《放开那三国》在台湾地区发行，《乱斗西游》韩国地区发行，《三国之刃》台湾地区发行，《血族》《雷霆战机》只在日本发行，《啪啪三国》在台湾和韩国发行。这种模式更为灵活，有助于高度本地化。但是一款产品发行到多个区域单独签约需要耗费更长的周期，也需要组建更多的发行团队，人工成本及推广成本较高，效率较低。
- **全球发行 2.0 模式：**统一全球版本，优点是在研发和推广上效率更高，还能形成规模效应。从 2016 年开始，公司就不再单独签约单个区域/国家的发行，而更多进行全球范围或者大区域（如亚太）范围的发行。《艾尔战记》在全球 100 多个国家和地区上线运营，是公司首款同时在海外多个地区的苹果和谷歌商店同时获得首页推荐的精品大作。

（2）研运一体+大 IP，打造精品手游

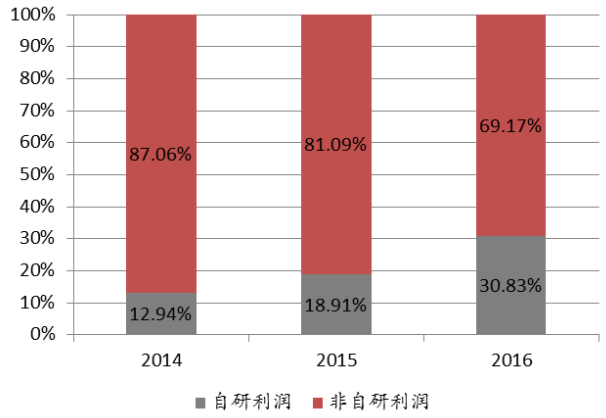
从发行为主逐渐转向自研为主。自研收入占比从 10.38%到 12.93%到 15.99%，而自研利润占比从 12.94%到 18.91%到 30.83%。

图 31：14-16 年手游自研收入占比逐年提升



资料来源：公司公告、招商证券

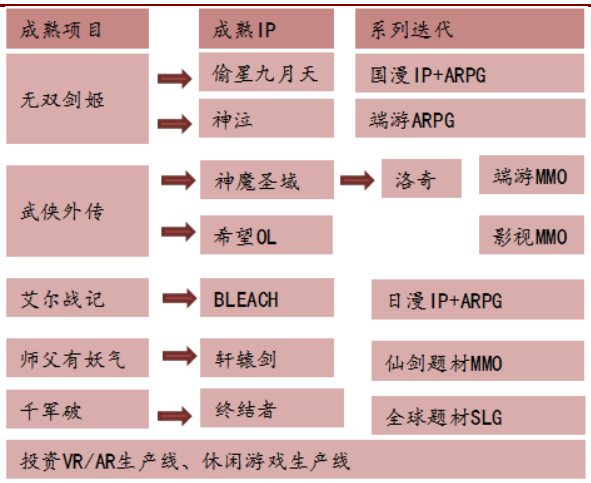
图 32：14-16 年手游自研利润占比逐年提升



资料来源：公司公告、招商证券

沉淀研发经验，组建七大游戏生产线，以保证游戏研发的持续性。公司在以往项目的经验基础上，基于不同的游戏类型形成了专业的七大生产线，每个生产线 1 年生产 1 款游戏，以 8-12 个月的时间开发，2-4 个月的时间测试，以保证游证研发周期的正常推进，以及产品流水的持续性，降低游戏研发产能不足或项目投资收益难以掌控的风险。比如研发《艾尔战记》的团队积累了日漫 IP 的 ARPG 游戏研发经验，因此后续也会推出日漫 IP 手游《死神 BLEACH》。

图 33：昆仑游戏七大生产线



资料来源：公司资料、招商证券

积极储备 IP 储备资源。此前昆仑万维自研游戏一般为非 IP 游戏。16 年开始，公司积极储备 IP 资源：（1）2016 年 1 月，昆仑万维科技与大宇资讯达成战略合作，双方将以大宇 IP 为中心的影视动画游戏方面开展全面战略合作，获得《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》等 IP；（2）公司投资使徒子获得丰富的动漫 IP。2017 年，公司储备了 7 款授权 IP 游戏，2017 年以后预计开始对自有 IP《仙剑奇侠传》《轩辕剑》《大富翁》等进行多种形式的变现。

图 34：昆仑万维自研历程

资料来源：公司资料、招商证券

表 9：自有 IP 储备

自有 IP 手游	IP	IP 介绍	时间
仙剑奇侠传	端游 IP	《仙剑奇侠传》是由中国台湾大宇资讯旗下的系列电脑游戏。仙剑故事以中国古代的仙妖神鬼传说为背景、以武侠和仙侠为题材，迄今已发行八款单机角色扮演游戏、一款衍生经营模拟游戏、两款网络游戏和一款网络社交游戏，同时衍生出漫画、小说、电视剧、舞台剧、声优剧、卡牌等相关产品。其中：仙剑卡牌类手游登上 app store 游戏免费和畅销榜第一；手游《新仙剑奇侠传》连续一周日活跃用户破百万。电视剧首季累计播放 3 亿。	17 年以后
轩辕剑	端游 IP	《轩辕剑》是由大宇资讯股份有限公司制作发行的系列游戏，至今为止已发行十二款角色扮演游戏，一款回合制策略游戏，四款网络游戏。电视剧《轩辕剑之天之痕》累计播放量 4.9 亿。	17 年以后
大富翁	端游 IP	大富翁系列是由大宇资讯制作以休闲轻松为主的 pc 游戏，于 1989 年 11 月 28 日发行。《大富翁 9》是大富翁系列首款手游。	17 年以后
使徒子的 IP	动漫 IP	漫画红人使徒子代表作品《一条狗》点击超 15.2 亿；2016 年 3 月 8 日，作者使徒子在 2015 年中国网红排行榜中排名第 18 名。当前在《超好看》专栏连载漫画。	17 年以后

资料来源：公开资料、招商证券

2017 年储备了 7 个全球发行的大 IP 手游，业绩较有保障。Q2 将推出《偷星九月天》、《终结者 2》，Q3 推出《死神 BLEACH》、《轩辕剑汉之云》，Q4 计划推出《希望 OL》、《洛奇》，下半年还有韩国端游 IP 的手游《神泣》。

表 10：昆仑万维发布 2017 年上线的 7 款研运一体手游

游戏	游戏类型	IP	IP 介绍	预计上线时间	发行地区
偷星九月天	3D ARPG	动漫 IP	国产热门漫画 IP 改编，在国内相当受欢迎，并且有着单册 5000 万发行量的记录。	2017Q2	全球
死神 BLEACH	3D ARPG	动漫 IP	与海贼王、火影忍者并称的日漫的三大巨头。「BLEACH」是连载于集英社旗下的漫画杂志『週刊少年 JUMP』中大人气的动作漫画。从 2001 年连载至今，获得巨大支持，单行本累计到第 73 卷（2016 年 7 月 27 日现在）的销量已经超过	2017Q3	东亚（中国、香港、台湾、澳门、韩国） 东南亚（泰国、

			8700 万部。电视动画在 2004 年至 2012 年 3 月之间播放，期间剧场版也上映了 4 部。不仅在日本国内，在海外地区人气也非常之高，而且还在持续积累之中。		新加坡、菲律宾、马来西亚、越南、印尼）
轩辕剑之汉之云	3D MMO	电视剧联动 IP	由新文化拍摄、大宇授权的《轩辕剑汉之云》电视剧，同时推出手游，是轩辕剑首款 MMO 重度手游	2017Q3	全球
终结者 2：审判日	3D SLG	影视 IP	1991 年的电影《终结者 2：审判日》电影总票房超过两亿美金。	2017Q2	全球
希望 OL	3D MMO	端游 IP	《希望 OL》是由韩国著名游戏公司 PLAYWITH 倾力打造的，2003 年赢得韩国游戏最高奖"总统大奖"，有着"世界首款 3D 卡通渲染 Q 版巨作"的美誉。《希望 OL》将于 2013 年由昆仑万维代理推出，采用完全免费的最新版本，保留经典游戏体验。	2017Q4	全球
神泣	3D MMO	端游 IP	《神泣》由韩国一线游戏大厂 SONOKONG 耗时 3 年，斥资 70 亿韩元打造，是一款强调生死对抗的史诗级 MMORPG。Naver（韩国最大通用搜索引擎）统计数据显示，仅在游戏内测期间，一举登上关键字搜索排行榜首位。，游戏被业内评论家誉为“网络游戏中的艺术品”。	2017 年下半年	全球
洛奇	3D MMO	端游 IP	曾进入日本、北美等地网游排行榜前五。	2017 年 Q4	全球

资料来源：公开资料整理、招商证券

2.4 闲徕游戏：基于熟人社交的“房卡”模式创新，带动业绩爆发增长

2016 年，公司以全资子公司西藏昆诺作为收购主体，与辰海科译共同购买闲徕互娱原股东谭星、谭炎、彭啸、高大伟、司伟博所持有的 100%标的公司股权。（1）本次收购交易标的总对价为 20 亿元人民币，其中西藏昆诺承担 51%的交易标的对价，收购交易完成后公司取得闲徕互娱 51%的股权，PE 约为 7 倍左右。交易对价 5.8 亿元使用自有资金支付，剩余 4.4 亿元采用银行借款和外部借款筹集资金。（2）交易完成后，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，原公司法定代表人彭啸将出任闲徕互娱的 COO 职务公司任命资深互联网和游戏行业专家卢军先生出任标的公司的新任 CEO，任命闲徕互娱原职能中心负责人彭啸先生为 COO，全面负责闲徕互娱的整体业务。

闲徕互娱目前共计 30 款游戏 APP，其中麻将类 26 款（针对不同省市地区不同麻将玩法研发不同产品），牌类 4 款，游戏均为自主运营，采取道具收费（即卖房卡）的盈利模式。用户主要是三线以下城镇以及农村休闲棋牌竞技市场，**目前用户年龄段集中在 20-40 岁之间，其中 20-30 岁的用户占比达 70%；闲徕互娱的用户主要分布在二三线以下城市，相对闲暇时间较多，且女性玩家占比较大**。当前多数用户是利用碎片化的时间来实现棋牌娱乐消费，而非进行重度体验。

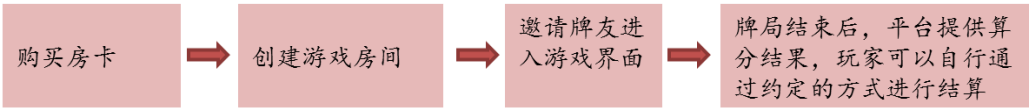
（1）以熟人社交为基础的线上棋牌室模式，实现低成本的快速扩张

游戏模式为玩家消耗虚拟房卡创建房间，通过邀请熟人好友共同进行棋牌游戏，平台提供房卡并提供计分功能，类似于线下棋牌室只收取茶位费，其盈利来自房卡的销售。

图 35：闲徕互娱麻将手机游戏界面

资料来源：公开资料、招商证券

图 36：闲徕互娱的游戏流程



资料来源：公开资料、招商证券

一方面熟人社交以及对线下棋牌室的精准复制，使得闲徕互娱在短时间内实现了迅速地扩张。2016 年 7-9 月，《闲来麻将》、《熊猫四川麻将》、《闲来广东麻将》的活跃用户合计达 1086.21 万，付费玩家合计达 772.65 万，付费率达 71.13%；到了 10 至 11 月，在更少的时间内上述数据分别提升至 1791.54 万、1530.33 万，付费率提升至 85.42%。由于用户规模的迅速拓展，2016 年 9-11 月，闲徕互娱连续三个月位列 IOS 中国游戏公司下载排名第 7 的位置。目前全平台注册用户 3000 万，DAU 400 万，月均用户留存率已超 50%，ARPU 值为 1.5 元。

另一方面，由于营销策略依托于熟人社交圈，推广成本与运营成本较低。这种推广模式使得标的公司在实现收入规模迅速扩张的同时，毛利率依然保持在 90%以上（运营成本则为员工薪酬、带宽维护和市场营销等）。

表 11：闲徕互娱产品收入表

产品名称	指标	第二季度（6 月）	第三季度	第四季度（2016 年 10 月-11 月）
闲来麻将	收入	478	14,996	11,849
	占比	100%	73%	48%
熊猫四川麻将	收入	-	3,579	4,666
	占比	-	17%	19%
闲来广东麻将	收入	-	1,145	5,792
	占比	-	6%	24%
合计		100%	96%	91%

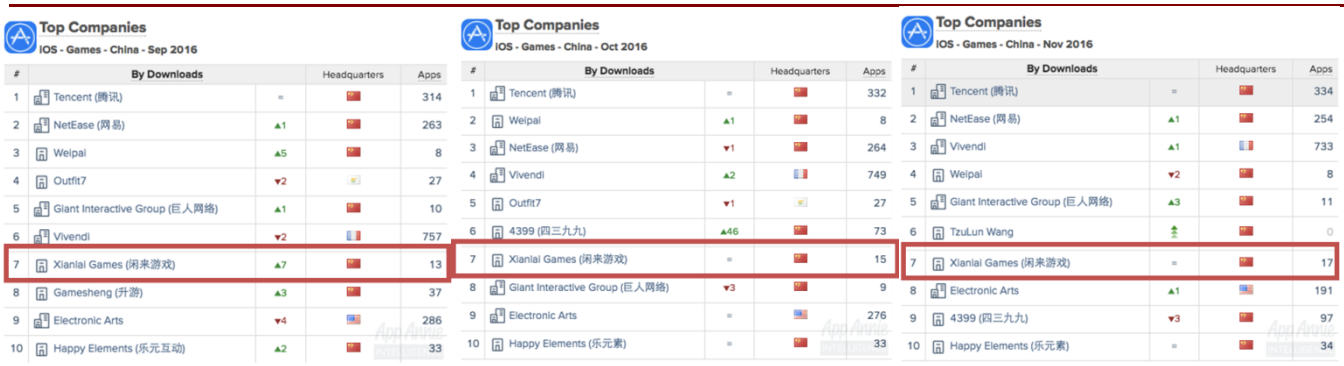
资料来源：公司公告、招商证券

表 12：闲徕互娱产品运营数据

产品名称	指标	第三季度（2016 年 7 月~9 月）	第四季度（2016 年 10 月-11 月）
闲来麻将	活跃用户数（万）	430.36	6,20.41
	付费玩家数量（万）	341.27	5,49.65
熊猫四川麻将	活跃用户数（万）	565.35	8,51.65
	付费玩家数量（万）	370.89	7,21.55
闲来广东麻将	活跃用户数（万）	90.50	3,19.48
	付费玩家数量（万）	60.49	2,59.13
合计	活跃用户数（万）	1086.21	1791.54
	付费玩家数量（万）	722.65	1530.33
	付费率	71.13%	85.42%

资料来源：公司公告、招商证券

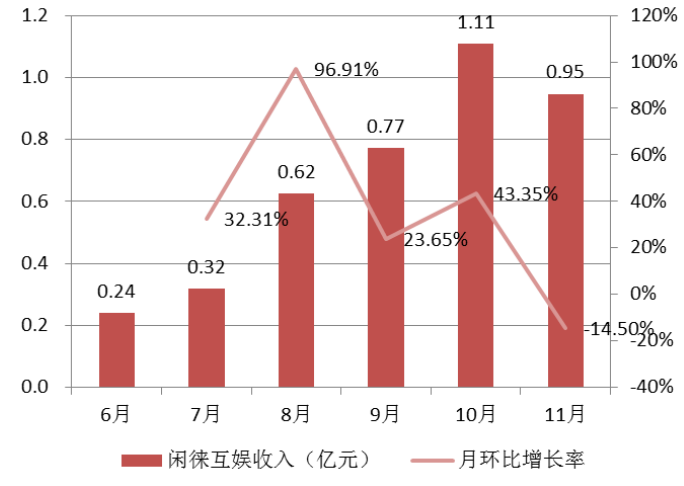
图 37：闲徕互娱 2016 年 9-11 月中国游戏公司下载排行



资料来源：App annie、招商证券

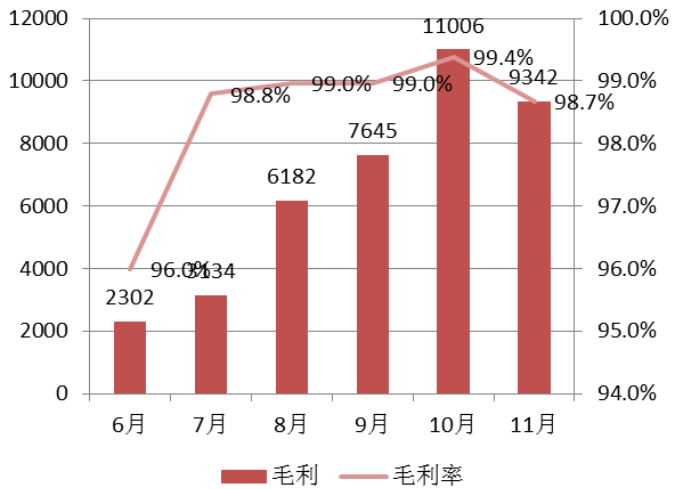
用户规模的迅速拓展带来业绩的爆发式增长。标的公司 2016 年 4 月成立，6 月开始产生收入，8 月闲徕互娱开始业绩爆发，8-11 月每月收入分别为 7400 万元、1.2 亿元、1.28 亿元以及 1.16 亿元，环比增速分别为 590%、62%、7%以及-9%。16 年 11 月已经实现营业收入 4.01 亿元，营业利润 3.23 亿元，净利润 2.42 亿元。主要原因是 2016 年 7 月闲徕互娱针对《闲来麻将》、《熊猫四川麻将》、《闲来广东麻将》等产品进行了多种形式的推广，三个产品的活跃用户数持续增长，同时贵州、广西等区域的产品陆续上线，细分市场形成规模，带来日充值金额的稳定快速上升。

图 38：闲徕互娱 2016 年 6-11 月收入及环比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 39：闲徕互娱 2016 年 6-11 月毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

区域市场的进一步开拓与渠道的进一步下沉，将持续为闲徕互娱带来增量空间。因为棋牌类游戏主要是利用用户碎片化时间的消费特征，ARPU 值已接近天花板。闲徕互娱的增长驱动主要是通过市场开拓提高 DAU。公司已经是区域性麻将的领军者，从湖南、四川开始抢占市场，现已覆盖全国大部分省/直辖市。市场占有率较高，但目前也只占领了南方部分省份如湖南、四川的部分市场，说明待开发的市场空间还很大。公司未来将继续加大研发和市场团队的规模，逐渐向各个省、城市、县级、乡镇、农村层层渗透。1 月至今，闲徕互娱每天的新增注册用户数约为 20 万，目前主要集中在湖南、四川、广东、海南、陕西、贵州、宁夏、福建、广西、江西、云南等地区，近期开始开设河南游戏区；目前，江浙沪和东三省等人口大省仍未进行市场开发。**闲徕互娱 2017 年全年 DAU 目标为 700 万，若 ARPU 值稳定在 1.5 元，DAU 从 2 月的 400 万匀速增长至年底的 700 万，净利率保持不变，则闲徕互娱 17 年月均净利润约为 1 亿。**

（2）闲徕的房卡盈利模式及代理推广模式与法律定义的“赌博”“传销”不同

1）关于涉赌风险：首先，闲徕互娱主要目的是消遣、娱乐，作为网络游戏的一种载体，并不是以赌博为目的，并不当然具有赌博、开设赌场的性质。再者，游戏中并不具有金钱交易的功能，采用的游戏计分方式，计分并不能兑换为流通货币或者可以交换为流通货币的虚拟货币，视为赌博、开设赌场的工具。假设有在游戏终结之后利用游戏的评分作为依据进行游戏外的结算，该行为的责任应当由结算的发起者或者参与者承担，闲徕互娱无需承担任何责任。

2）关于传销风险：代理推广过程不属于《禁止传销条例》等法律、法规中规定的传销的情形。《闲来麻将》的代理商推广模式，是面对有意代理销售的批发商，标的公司与其签署协议，使其享受折扣批发价格以及赠卡优惠，并以市场统一价对外销售，该等代理销售模式与传统的各类商业营销模式并无二异，都是零售价格统一定价、批发价格打折优惠，与传销存在明显差异。此外，《闲来麻将》代理商每月销售的房卡数与玩家游戏内房卡消耗数基本相当（10 月房卡消耗占销售比为 93%，11 月消耗占销售比为 95%），与传销模式中要求被发展销售人员自行认购大量产品的模式有显著差异。房卡代理模式与传销存在明显区别，不存在重大违法风险。

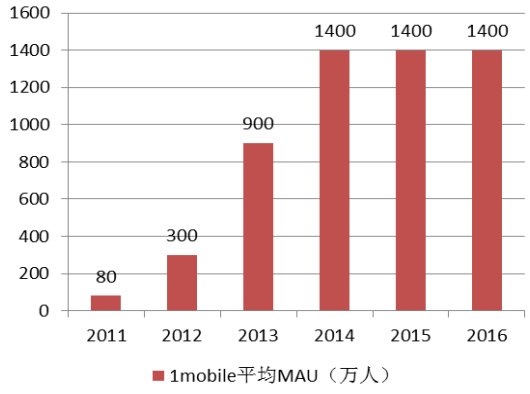
三、中长期愿景：打造全球化的互联网平台，提升估值水平

3.1 自有软件商店 1Mobile：定增落地后重点拓展东南亚市场

公司于 2008 年推出面向 PC 端的软件分发 Brothersoft 网站，2011 年开始运营移动端的 1Mobile 软件应用商店，现软件应用商店业务以 1Mobile 为主。1Mobile 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，迄今为止已提供了包括英语、韩语、日语、德语、法语、意大利语、俄语、泰语、印尼语等多达 20 种语言版本，已收录超过 160 万款各类软件、游戏应用，目前月活跃用户数已突破 1400 万，月均分发突破 1.2 亿次。

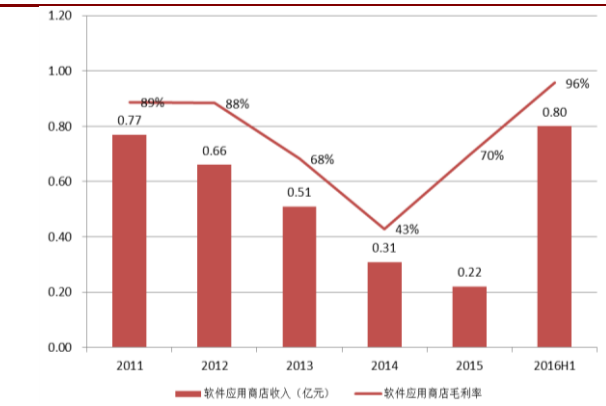
软件商店变现能力增强，近年毛利率处于上升通道。2012 年伊始,随着移动互联网的发展,广告主的投入重心逐渐转移至移动网络,故在 Brothersoft 上产生的收入自 2012 年起逐渐下降。公司及时把握互联网的发展变化,适时推出的移动端软件商店 1Mobile,并于 2015 年开始进行规模化商业变现，软件商店的毛利率由 43%攀升至 70%，2016 年上半年达到 96%。一方面是因为以 1Mobile 为核心的互联网工具业务继续保持良好态势，报告期较去年同期收入增幅较大，另一方面产品逐渐进入成熟期，减少推广，严格控制成本，导致毛利率较去年增长。

图 40：1Mobile 平均月活跃用户（MAU）



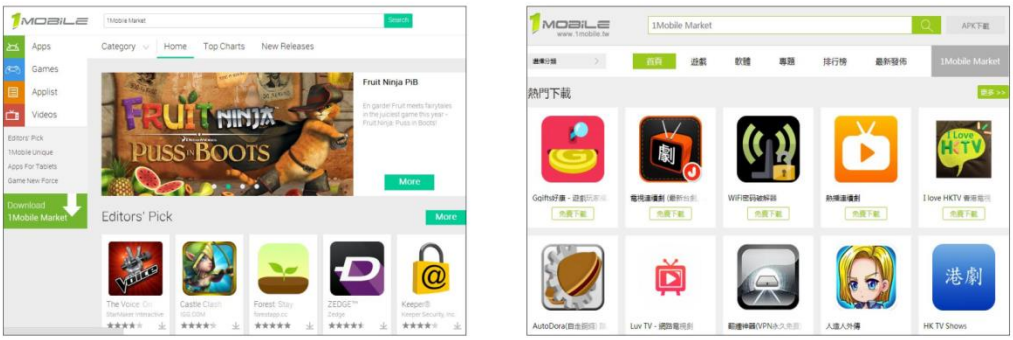
资料来源：公司公告、招商证券

图 41：2011-2016 年 H1 软件应用商店收入及毛利率



资料来源：WIND、招商证券

图 42：1Mobile 界面



资料来源：1Mobile，招商证券

定增募集 6 亿助力 1Mobile 线下手机分发渠道建设，旨在抢夺东南亚市场。通过与目

标市场运营商渠道以及连锁手机商店渠道合作的方式，建立起覆盖整个东南亚手机终端市场的1Mobile应用服务中心网络。1 Mobile应用服务中心将配备专用的软件安装设备，可为购买手机或需要手机软件配置服务的客户提供一站式软件安装服务，安装以1Mobile 应用商店为核心的定制软件环境。公司计划以泰国为试点市场切入，重点围绕东南亚市场的线下手机分发渠道建设展开。项目要达到三个目标：（1）提升市场份额，应用服务中心的终端日装机量力争突破 10 万台。（2）积累线下运营经验，形成线上线下渠道分发相结合的营销推广模式。（3）增强在全球互联网领域的影响力。定增方案目前已经落地，根据测算预计该项目陆续展开运营后，项目内部收益率为 38.31%，项目静态投资回收期为 2.48 年。

软件应用商店拓展了公司的业务领域，并为公司推广网络游戏业务提供了有利渠道，通过其在安卓手机平台良好的用户基础，可以向广大用户推广公司的移动网络游戏产品，为游戏板块积累流量，开拓更多的用户资源。

3.2 男同社交平台 Grindr：广告变现能力有较大提升空间

2016 年 1 月，公司以 9,300 万美元收购美国社交产品 Grindr 60%的股份，该项目已于 2016 年 2 季度合并报表，丰富了公司全球尤其是欧美地区的用户来源。Grindr 董事会有 5 名成员，公司将指派 3 名，其中公司总裁周亚辉担任董事会主席，周玮担任副主席。Grindr 是全球最大的同性恋社交网络，总部在美国洛杉矶。Grindr 主要定位于纯男性移动社交网络，并且收入超出平均水平的“懂科技的有钱人”，产品定位是基于利用 GPS 定位识别附近有潜在可交往的对象，用户可以通过软件获得潜在社交对象的基本信息，并提供聊天、发送照片及位置等功能，还有收费版本 Grindr Xtra。

图 43：Grindr 软件界面

资料来源：Grindr App、招商证券

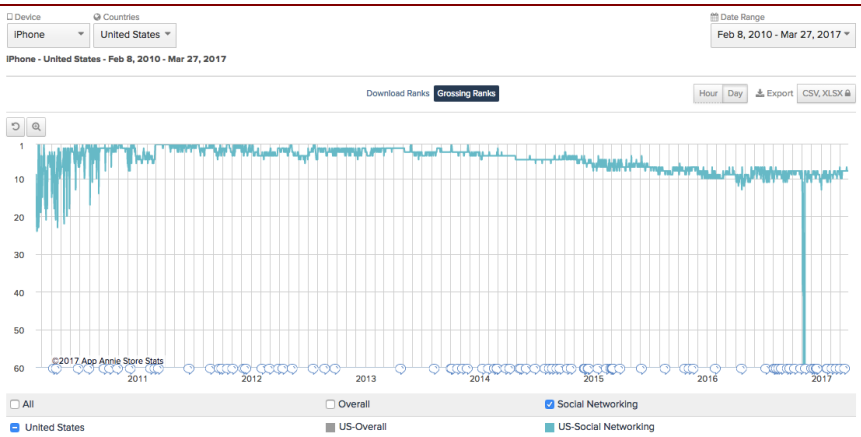
用户日活 350 万，月活 800 万，在全球社交软件中排名靠前。Grindr 用户拓展较快在 196 个国家拥有超过 1000 万的注册用户，日活跃用户 DAU 从 2012 年的 100 万，上升到现在的 350 万，月活跃用户 MAU 达到 800 万。从 Alexa 监测到的网站浏览用户构成来看，22.7%来自美国，7.2%来自英国。绝大部分都是大学学历的男性，使用场景主要是家里与工作地点。虽是主要面向男同细分市场的社交软件，Grindr 在 ios 畅销排行榜中长期位列美国社交类 APP 前五；在 52 个国家的社交类应用排名 10，在 19 个国家位列前 5。

图 44：Grindr 日排名在全球的排行情况

	Overall	Social Networking
# of countries - rank 1 reached	0 =	1 ▲1
# of countries - rank 5 reached	0 =	19 ▲4
# of countries - rank 10 reached	0 ▼1	52 ▼3
# of countries - rank 100 reached	56 ▲1	139 ▼1
# of countries - rank 500 reached	127 ▼1	144 =
# of countries - rank 1000 reached	134 =	144 =

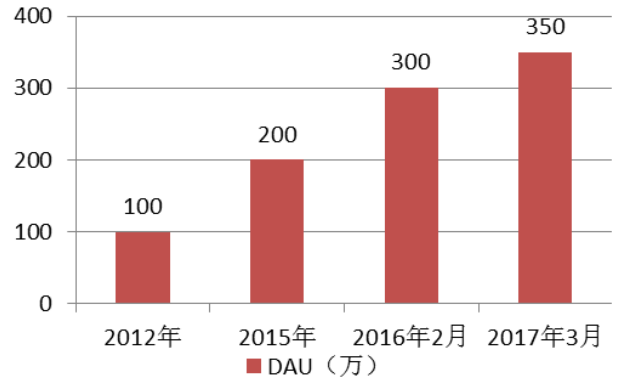
资料来源： App Annie、招商证券

图 45：Grindr 美国 IOS 社交类软件排行历史情况



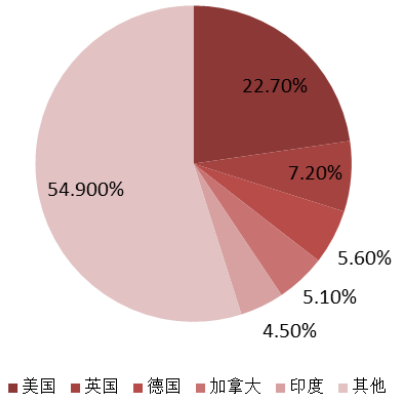
资料来源： App Annie、招商证券

图 46：Grindr DAU 日活跃人数



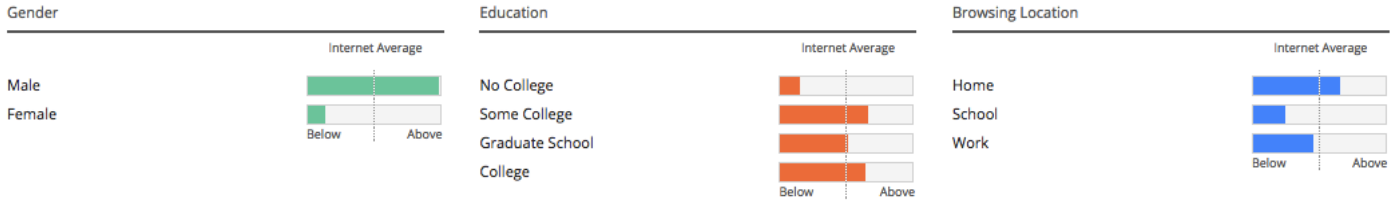
资料来源：公开资料、招商证券

图 47：Grindr 网站浏览用户所属国家分布



资料来源：Alexa、招商证券

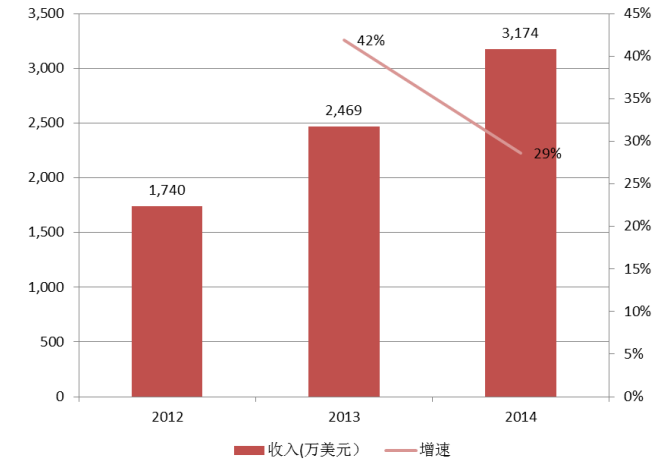
图 48：Grindr 网站访客用户画像



资料来源：Alexa、招商证券

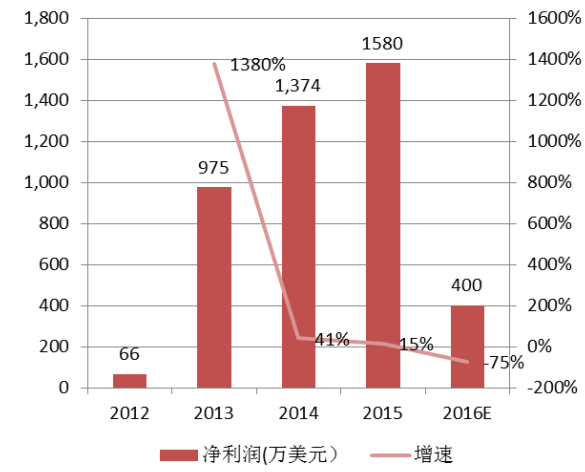
Grindr 在 2012-2014 年快速增长，2014 年营收达到 3174 万美金，2012-2015 年，净利润快速增长，15 年达到 1580 万美元，根据 App Annie 的统计，Grindr 在 2012-2015 年 ios 应用全球收入总榜排名第 9。目前会员费占公司收入 66%左右，广告收入有较大的增长空间。由于 Grindr 2016 年的主要经营任务是增加活跃用户数,导致市场投入增加较快，净利润有所下滑，预计在 400 万美金左右。未来随着广告价值的进一步发掘，业绩有望回升。

图 49：Grindr2012-2014 年营收及增速



资料来源：公司公告、招商证券、

图 50：Grindr2012-2016 年净利润及增速

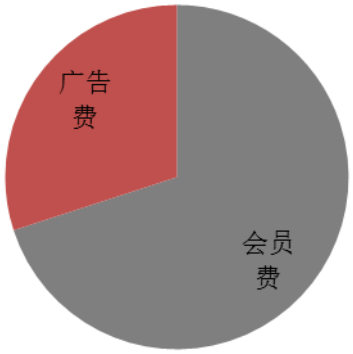


资料来源：公司公告、招商证券

图 51：2010-2015 年 iOS 应用收入榜 Top 10

资料来源：App Annie、招商证券

图 52：Grindr 广告费和会员费收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

（1）会员收入：Grindr Xtra 是收费软件，相比于免费版，用户除了可以享受免广告的特权，还可利用 Push 技术在没有打开 Grindr 情况下收到新消息的通知，还有一次重载入 100 个用户文件、以手势快速浏览文件等功能。目前收费标准按照 1/3/6/12 个月期

限分类，收费标准分别为 11.99/23.99/39.99/59.99 美金。

表 13：Grindr XTRA 收费标准

套餐时间	价格
1 个月	$11.99 USD
3 个月	$23.99 USD
6 个月	$39.99 USD
12 个月	$59.99 USD

资料来源：公开资料整理、招商证券

（2）广告收入：广告商可以通过广告网络或直接通过 Grindr 的 15 人全球销售团队购买这些广告服务。除了横幅广告外还有通知型广告，均会通过用户的地理位置信息来进行针对地区或者国家的广告推送。目前的广告商家主要有两种：一种是基于 Grindr 移动定位的本地中小企业，另外还有一些大品牌如 Uber、Airbnb、奥迪、Groupon、菲亚特、Live Nation 及 Dollar Shave Club 等。如今 grindr 拥有 350 万的日活跃用户。由于用户群体是男同，对社交软件使用有更强的需求，使用时间较长，2015 年 Grindr 公布每日在线平均时长甚至超过 facebook，达到平均 54 分钟。

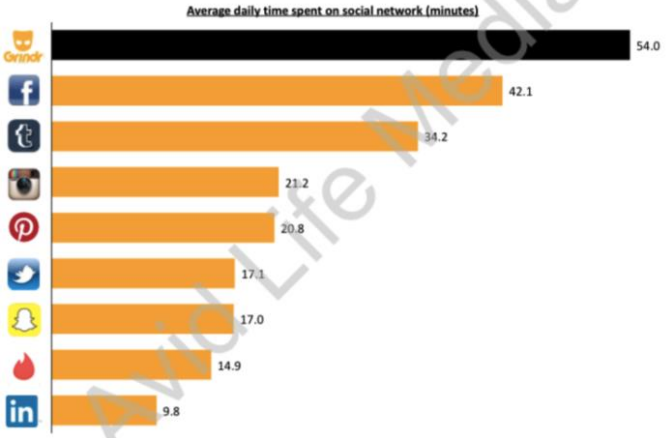
对比 Facebook 数据，我们认为 Grindr 在广告领域的货币化能力有较大提升空间。Facebook2016 年 DAU 突破 11 亿,MAU 突破 17 亿人,人均每日在线时长约为 50 分钟，广告收入为 269 亿美元，**单用户月均广告收入 1.32 美元。而 Grindr 的 MAU 是 800 万，广告收入大约为 1900 万美金，单用户平均每月贡献广告收入仅 0.20 美元。**由于 Grindr 用户主要为“懂科技的有钱人”，在产品和服务上的开支较高；每日在线市场更高；因此目标群体潜在的单用户广告价值未必低于面向大众市场的 Facebook 用户。因此，未来广告服务还有较大的增长空间。

表 14：2016 年 Grindr 和 Facebook 广告价值对比

指标	Grindr	Facebook
月活跃用户（亿人）	0.08	17
日活跃用户（亿人）	0.035	11
人均每日在线时长（分钟）	50	50
广告收入（亿美元）	0.19	269
估值（亿美元）	1.55	4097
单用户每月广告收入（美元/个月活用户）	0.20	1.32
单用户估值（美元/个月活用户）	19.38	241.00

资料来源：公开资料、招商证券

图 53：2014 年 11 月 Grindr 用户在线时长达到 54 分钟，超过其他社交软件

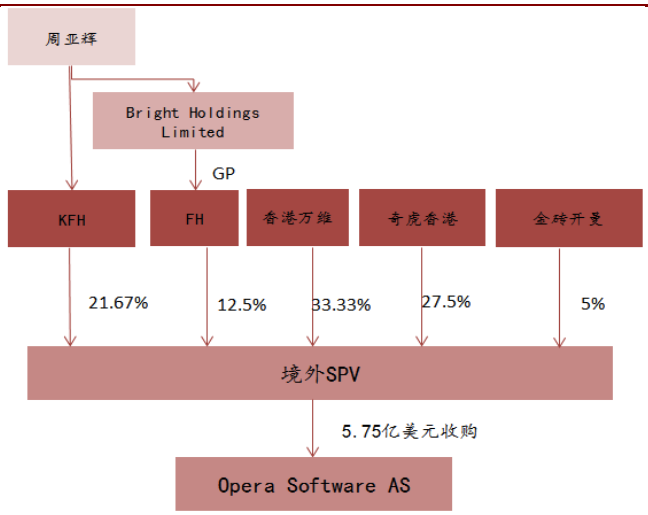


资料来源：Business Insider，招商证券

3.3 Opera：从浏览器升级为新闻资讯平台，估值水平有望提升

2016 年 7 月，香港万维拟出资 2 亿美元，获得 Opera Software AS 33.33%的股权，拥有包含 Opera 桌面浏览器和移动浏览器等相关的所有资产、员工、各项相关权利和业务，以及相关的市场、 PR、商务、法务、财务、 HR 人员等，Opera Software ASA 中 Opera Mediaworks 移动互联网广告业务， Opera TV 业务和应用， 游戏相关的应用商店业务资产不包含在内。

图 54：Opera 股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

表 15：Opera 财务数据表

收入（百万美元）	2013	2014	2015
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

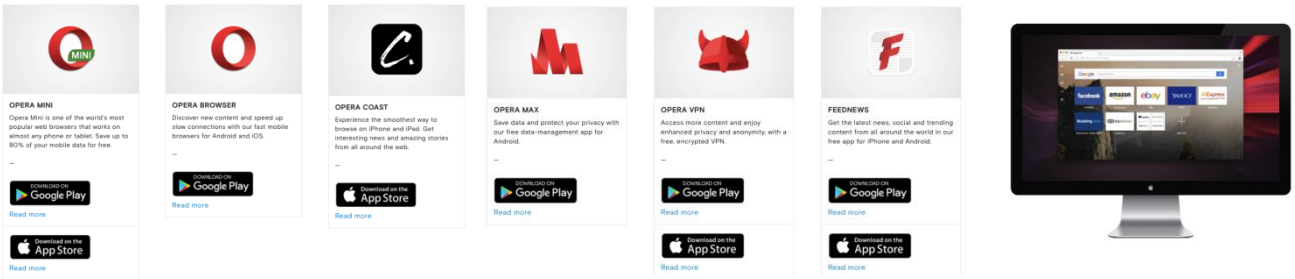
授权许可业务收入合计	32	51	36
消费者业务收入	162	179	148
消费运营成本	95	132	115
调整后 EBITDA	66	47	34
消费运营成本	95	132	115

资料来源：公司公告，招商证券

Opera 浏览器的地位及特色：Opera 是世界五大浏览器之一，其产品亮点是数据压缩技术的使用，可以提升浏览速度降低流量消耗。比如 Opera Max 是一款安卓手机软件，通过压缩传输过程中的手机视频、图片以及文字等数据，最大限度的帮助用户对手机流量进行极致的压缩处理，下载视频可以节省 60%手机流量。目前 Opera 移动浏览器 2.82 亿月活跃用户总数，其中 1.48 亿安卓月活跃用户;桌面浏览器 5,800 万月活跃用户。根据 Statcounter 的数据,截至到 17 年 2 月，Opera 在 PC 端市场占有率为 1.6%，在移动端的市占率为 6%（移动端市占率下滑，主要是因为移动端有些流量来自功能机，因为功能机销量下降所于有所影响，但实际上来自于智能机的流量是逐年上升的。）。

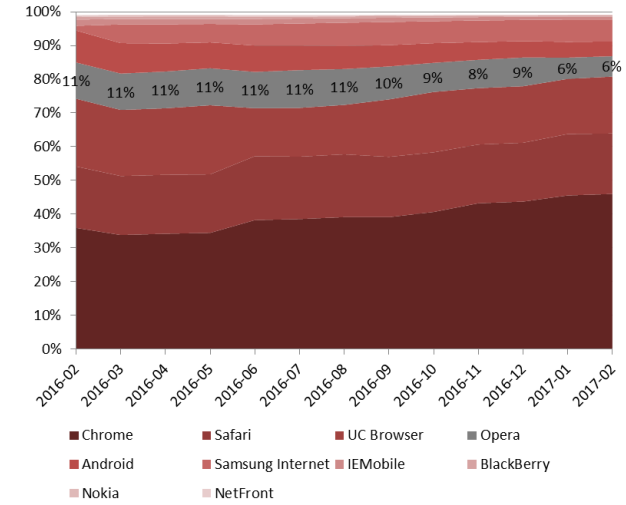
Opera 也在不断升级产品：2016 年 Opera 内设广告拦截功能，并且浏览器速度增加了 80%，通过电池节省功能工作时间增长 50%，启动时间也降低了 86%。2017 年 1 月新推出的 Opera Neon 也开始提出更新的浏览器概念，可以更加流畅地浏览多个页面并支持同时观看视频和浏览其他页面。2017 年 的 Opera 43 网页浏览器在加载网页速度和浏览器指标上均超越此前的版本。其使用的 instant page loading 技术，是在用户输入的过程中提前加载可能导向的域名从而大大缩短用户输入后的加载时间。同时 PGO（Profile Guided Optimization）也用来优化软件中的各个组件运行时的 CPU 使用量，从而提升运行速度。

图 55：Opera 浏览器和相关应用产品



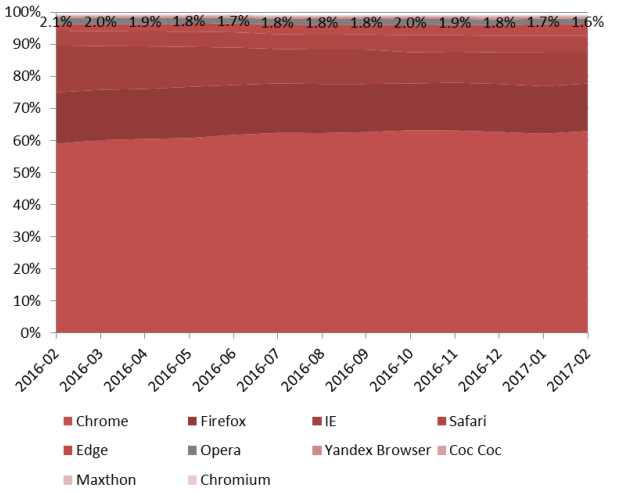
资料来源：公开资料、招商证券

图 56：近 12 个月浏览器全球移动端市占率



资料来源：Statcounter、招商证券

图 57：近 12 个月浏览器全球 PC 端市占率



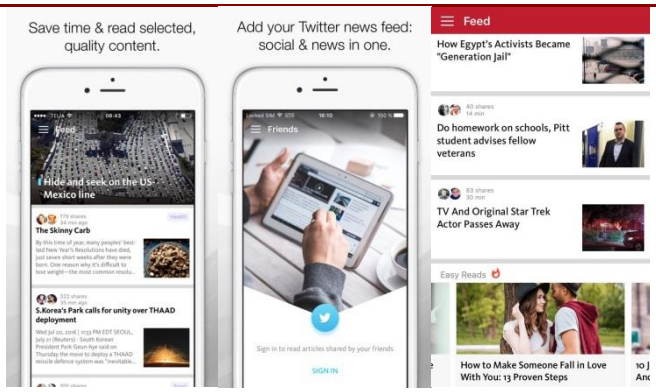
资料来源：Statcounter、招商证券

Opera 被收购之后推出新闻内容平台，增强用户粘性，提升变现能力。Opera 虽手握 3.5 亿 MAU，但由于功能主要是浏览工具，用户在线时长较低。昆仑万维引入善于运营和商业变现的团队对 Opera 进行升级，将 Opera 浏览器从单一搜索模式，加入精准推送的新闻资讯服务，使得浏览器成为搭载多种综合功能的重度应用。除了在浏览器加载推送功能，Opera 推出新闻推送产品 Feednews。Feednews 的日排名峰值在美国安卓和 IOS 新闻资讯类排行榜中 2016 年 8 月分别位列第三和第二。2016 年 10-11 月峰值为分别为 162 和 127，稳定在 200 名以内。新闻资讯平台的提供的功能是新闻内容聚合+个性化推荐。个性化推荐就是基于海量的用户行为数据的挖掘与分析，精准推荐用户感兴趣的内容。推荐引擎涉及到用户研究、文本挖掘、推荐算法、分布计算，以及大数据流的实时计算。个性化推荐的技术门槛较高，目前核心技术团队来自 Facebook、Google、百度、今日头条。加入新闻内容服务后，有助于增加用户使用频次和粘性，在搜索和导航的基础上，可在新闻内容中加入原生广告。

图 58：Opera Mini 新闻推送界面

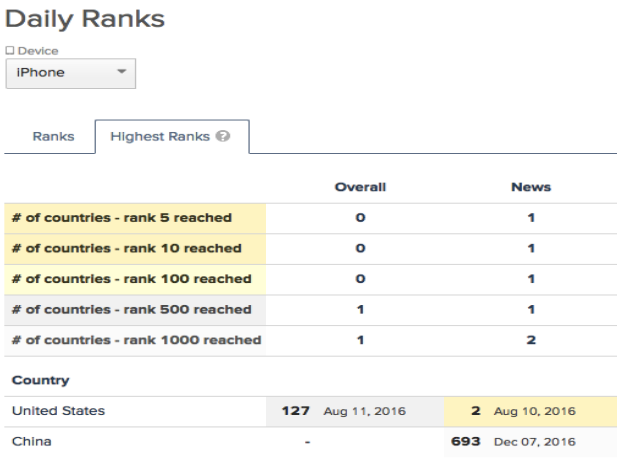
资料来源：公开资料、招商证券

图 59：Feednews 界面



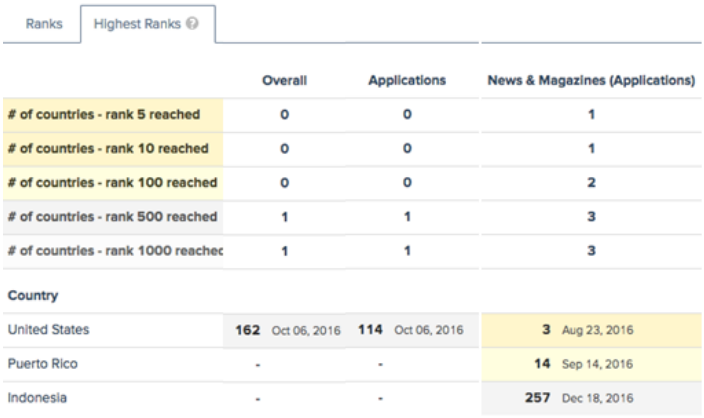
资料来源：公开资料、招商证券

图 60：Feednews 在 IOS 平台的最高排名



资料来源：App Annie，招商证券

图 61：Feednews 在 Google play 上的最高排名



资料来源：App Annie，招商证券

商业模式的升级有助于 Opera 从工具属性转为平台属性，提升估值水平。（1）内容平台用户粘性更高，因而单用户估值更高。Opera 虽有 3.5 亿 MAU，但被收购时估值为仅为 5.75 亿美元，单用户估值仅为 1.64 美元。 相比之下，根基在中国市场、正开始开拓海外市场的新闻聚合平台今日头条估值水平较高。根据 Questmobile 的统计，今日头条 16 年 12 月 MAU1.69 亿人，DAU 5500 万人，人均月度使用时长高达 955 分钟，在所有 app 中仅次于微信，变现方式主要是信息流广告，还有电商导购以及应用分发，收入近 100 亿元人民币，2016 年今日头条估值达到 100 亿美元，单用户估值达 59 美元。若新闻业务能够进一步提升 3.5 亿月活用户的在线时长以及 ARPU 值，Opera 估值水平有望进一步提升。

表 16：几大新闻网站运营数据及估值水平

	今日头条	Opera
月活跃用户（亿人）	1.69	3.50
收入（亿美元）	15.40	6.16
估值（亿美元）	100	5.75
月活跃用户人均估值（估值/MAU）美元	59.17	1.64
月活跃用户每月贡献广告收入（广告收入/(12*MAU)）美元	0.76	0.15

资料来源：公开资料、招商证券

（2）猎豹对 News Republic 的整合说明了工具类属性的公司开发内容产品，说明提升既有流量粘性及货币化能力的可行性。工具类产品是获得海量用户的端口，而内容产品可以利用端口延长海量用户的使用时长和变现能力。8 月 2 日午间消息,安全工具软件开发商猎豹移动正式宣布以 5700 万美元收购了全球移动新闻服务运营商 News Republic。News Republic 是定位全球市场的新闻数字媒体，与全球 1650 家媒体进行版权合作。而猎豹移动拥有 MAU6.51 亿，其中约 80%来自欧、美为主的海外市场。猎豹移动庞大的流量及用户大数据助力 News Republic 获取新用户，并提升内容个性化推送的精准度。News Republic17 年 2 月位列美国地区新闻应用下载排行榜的第一名。当前 Opera 浏览器业务积蓄了 3.5 亿的全球用户，以其积累的流量及数据助力新闻资讯平台的推广，仍有较高的协同效应。

图 62：2017 年 2 月 Google play 新闻类下载排名

资料来源：App Annie，招商证券

3.4 未来几大平台互相打通，有望提升 5 亿用户的变现能力与公司估值水平

公司的平台+游戏产品已经形成世界级流量入口，未来平台数据打通有望进一步挖掘海量用户的价值，进而提升公司的估值水平。

（1）目前五大产品为昆仑万维获取了来自全球的 5 亿月活用户

游戏产品月活 7000 万（昆仑游戏 6000 万 MAU，闲徕互娱 1000 万 MAU），平台产品月活 4.4 亿（Opera3.5 亿 MAU，1Mobile1400 万 MAU，Grindr800 万 MAU）。从旗下产品累计的用户规模来看，公司已成为世界级互联网流量入口，也是国内规模最大的移动出海公司之一。

（2）未来随着几大平台从相互独立的运营到互相整合打通，海量用户的商业价值有望被发掘

公司希望未来能通过搭建集团中央平台，使得公司共享用户系统、大数据系统、推荐系统和广告系统，形成各业务板块协同发展的互联网生态系统。这种协同效应主要就是平台公司发行化。一方面，借助几大平台的用户资源和平台效应，搭建有效的游戏推广平台，为移动网络游戏产品导入流量，降低用户获取成本。另一方面，每一个平台也可为其他互联网产品提供营销推广的平台，并进行系统的数据分析及整合，形成专业的移动互联网应用数据库。

（3）目前公司主要的变现方式是以项目制生产的游戏内容，未来若能升级为平台型公司，实现游戏之外更丰富的变现方式，将极大拓展成长空间，提升公司的估值水平

图 63：已经覆盖的全球地区用户

资料来源：公司资料，招商证券

图 64：打通平台数据，交叉变现

资料来源：公司资料，招商证券

四、部分投资进入回报期，关注趣店股权的升值空间

4.1 部分投资布局进入收益兑现期

公司上市以来，积极以投资的方式布局互联网各细分赛道，公司已经陆续投资了达达、趣店（原趣分期）、随手科技、银客、如涵、映客等众多互联网细分领域的龙头企业，涵盖了互联网消费金融、直播、网红电商等诸多较有前景的领域。

公司目前已经退出部分项目，进入收益期。仅 2016 年前三季已实现投资收益 4.3 亿元，2016 年 12 月 29 日，公司公告称将以 23,999,937 美元的价格转让持有的随手科技部分股权，预计产生投资收益 9,714,049 美元。

目前公司仍持有的股权包括：一米鲜（15%）、随手科技（2.25%）、映客（10.23%）、快看(5%)、如涵(5.78%)、趣店(19.21%)、银客(15%)、E 保养(14.6%)、使徒子(20%)、Kunlun AI(15%)，仅根据可查的标的在一级市场的最新估值来看，目前昆仑万维持有的主要股权投资的价值就达到 45 亿元（根据下表数据合计）。由于这些标的所处赛道市场景气度较高，所投标的又是各细分领域的龙头，股权价值有较大升值，尤其是即将赴美上市的趣店，是风口正劲的互联网消费金融领域的佼佼者，其估值有较大升值空间。

表 17：昆仑万维当前持有的主要标的

标的	可查的最新估值	交易信息	当前持股比例	主营业务	简介
一米鲜	1 亿美元（2015 年 12 月）	2015 年 12 月 1500 万美元占 15%股权	15%	生鲜 020	一米鲜“以销定采 C2B020”模式，保证果品在仓时间不超过 12 小时，将水果销售损耗率由 20%-30%降到 3%以内，以“零库存”管理大力降低中间成本。
随手科技	4 亿美元（2016 年 12 月）	2015 年 4 月投资 1649 万美元占 8.25%股权；2016 年 12 月底以 2500 万美元转让 6%的股权。	2.25%	记账 app	国内领先的个人理财应用服务提供商。旗下拥有随手记、卡牛信用卡管家、随管家等多款知名理财应用产品，服务用户超过 2 亿。
蜜莱坞（映客）	70 亿元(2016 年 9 月)	2016 年 1 月投资 6800 万元，取得 18%的股权；2016 年 9 月，昆仑万维转让 3%股份获得 2.1 亿	10.23%	直播	中国用户基数最大的移动直播平台，开创了“全民直播”先河。 自 2015 年 5 月上线以来，映客直播平台吸引了大量用户群体。截至 2016 年 12 月，映客用户量超 1.4 亿，日活跃用户达 1700 万。
快看	15 亿（2017 年 3 月）	2015 年 12 月，投资 2500 万元占 20%股权	5%	手机漫画公司	快看漫画是一个手机端看漫画的移动应用，只需要花几分钟，就可以秒看超多有趣的“轻漫画”。
如涵	31.32 亿（2016 年 11 月）	2016 年 5000 万人民币占 5.78%	5.78%	网红电商	一个主打红人电商综合服务运营的社会电商，建立并运营多个网络红人的社交电商网店。隶属于杭州如涵贸易有限公司，拟挂牌新三板。
Kunlun AI	1.3 亿（2016 年 3 月）	2016 年 3 月投资 300 万美元成立 Kunlun AI，占 15%	15%	人工智能	一家专注人工智能的科技公司，致力于为企业提供人工智能与大数据技术的行业解决方案。
趣店	155 亿（2016 年 12 月）	2015 年 4 月，昆仑万维向趣店投资 1200 万美元；同年 4 月 7 日，再向趣店投资 5000 万美元；2015 年 8 月，昆仑万维再向趣店投资 2529.37 万美元。2016 年 1 月，增资 1.8 亿元，持有 19.21%的股权。	19.21%	互联网金融	趣店集团是面向 5 亿非信用卡人群的金融科技公司，目前公司已经开展实物分期与现金分期业务，为用户带来秒级放款和便捷分期购物体验。
Yinker Inc.	约 20 亿(2016 年 7 月)	2015 年 6 月投资 2000 万美元，占比 20%；2016 年 6 月 1000 美金转让 5%股份	15%	互联网金融	中业昌泰投资（北京）有限公司旗下的 P2P 金融平台。

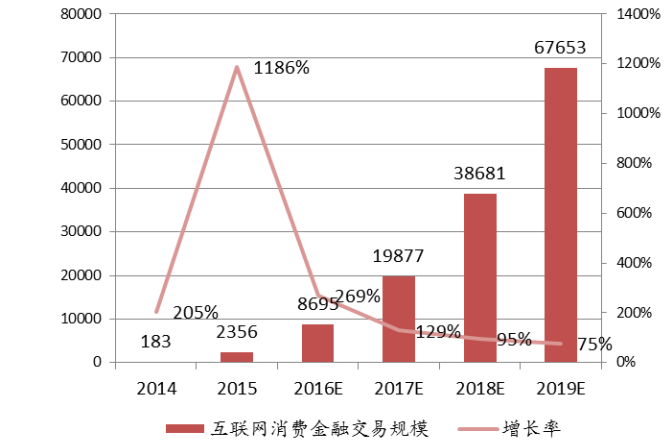
E 保养	4 亿+（2016 年 8 月）	2015 年 5 月投资 1100 万美元占 22%	14.60 %	汽车后市场	此次融资完成后 e 保养也积极进行转型拓展，减少上门补贴，开设线下门店，拓展 P2P 金融平台“养车钱包”，依靠养车作为入口实现更多业务延展。
使徒子	7000 万（2016 年 9 月）	2016 年 09 月投资 1400 万元占 20%	20%	原创动漫	昆仑万维 1400 万元投资使徒子创办的徒子文化，占股 20%，并将有权以 100 万元购买使徒子作品《豪学竞技》在影视及游戏领域使用授权。

资料来源：公司公告，公开资料，招商证券

4.2 持股 19.21%的趣店计划赴美上市，股权具备较大升值空间

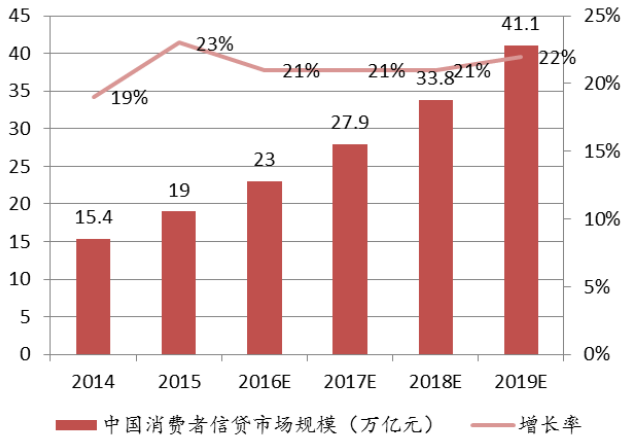
互联网消费金融市场空间十万亿量级。互联网消费金融交易规模与消费信贷规模将以井喷式增长。2016 年中国互联网消费金融交易规模将达到 8700 亿，同比增长 269%，预计 2019 年将达到 6.8 万亿左右的规模，是 2016 年规模的近 8 倍。2016 年中国消费信贷市场规模或达 23 万亿，同比增长 21%，在未来三年内有望维持 20%以上的快速增速，预计 2019 年达到 41.4 万亿，是 2016 年的近两倍。

图 65：中国互联网消费金融交易规模



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

图 66：中国消费信贷市场规模



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

趣店从校园信贷转型为非信用卡用户的消费金融平台，目标群体不断扩大，市场受众更广。趣店于 2014 年 3 月正式上线，北京快乐时代是消费金融平台趣店的运营主体。成立早期专注于校园分期业务，上线不到半年就迅速覆盖到了全国 3000 多所高校，成为行业第一。由于以下三个原因，趣店逐步调整市场重心，转向非学生用户市场。（1）校园贷竞争激烈，为了抢夺大学生这一价格高敏感型的用户，价格战成为常用手段，烧钱局面难以长期为断。（2）市场规模相对较小，大学生群体约 3000 万，而非信用卡人群有 5 亿；大学生没有收入来源，消费额度较低，而年轻蓝领白领消费能力较强。（3）校园信贷监管趋严。16 年 4 月教育部办公厅、中国银监会办公厅发布《关于加强校园不良网络借贷风险防范和教育引导工作的通知》，16 年 8 月，银监会、工业和信息化部、公安部、国家互联网信息办公室等部门研究起草了《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》，在新闻发布会上银监会时明确提出，目前对校园网贷采取“停、移、整、教、引”五字方针。

15 年初，趣店就已经推出了非校园分期业务“来分期”；16 年 7 月进行品牌升级，一方面，调整目标市场，逐步退出校园业务，推广重心转向 5 亿非信用卡用户，主要是年

轻的蓝领和白领群体，另一方面，进行业务升级，由单纯的商品分期升级为消费金融，正式定位为年轻群体消费金融服务平台。而原来的校园市场则主推兼职、实习等非金融业务，学生用户毕业后则成为消费金融业务的目标群体，积累的数据也可供利用，有助于趣店获取新用户。

趣店现主要为通过 APP 为消费者提供分期购物及取现功能，为用户带来快速放款和便捷分期购物体验。平台提供的商品除主打 3C 的数码产品以外，还包括一些轻奢类商品，如知名品牌的母婴，彩妆，箱包等，目前已经与戴尔、华硕、联想、小牛电动车、OPPO 手机、vivo 手机、乐视等品牌建立合作。

图 67：趣店 APP 的购物和取现功能

资料来源：趣店 APP，招商证券

图 68：趣店供货商

资料来源：趣店官网、招商证券

经营亮点：依托股东蚂蚁金服大数据支持建立风控体系，逾期率远低于行业平均水平。趣店建立了全面覆盖整个业务流程的风控体系，并与国内多家第三方大数据平台建立合作关系，多维度识别用户信息。签约环节免去用户线下面签这一繁琐的环节，用户通过在线填写个人信息，后台大数据能计算出用户的信用值，并信用值给予相应的信用额度，不仅能提高审核效率，还能保护用户信息安全。其中，与机构股东蚂蚁金服建立了深度合作。从资金来源来看，趣店的放贷资金来源于蚂蚁金服，其资金成本小于同行产品；在触达用户上，与支付宝渠道建立合作；在信用审核上，实现数据互通。2015 年 9 月其与芝麻信用完成芝麻信用授权接入，趣店将芝麻信用评分作为审核用户的重要参考数据；另一方面，用户在趣店集团的信用行为也将被作为芝麻信用的参考数据，趣店用户发生逾期且恶意拖欠会影响用户的芝麻评分。目前趣店逾期率 4‰，这一指标在互联网金融企业中处于领先位置。凭借优秀的风控能力，2016 年 10 月，趣店在毕马威“2016 全球 FinTech100 强”位列 12。

业务转型之后，趣店步入高速成长通道，变现能力不断增强。

（1）首先是用户规模快速增长：2015 年时注册用户超千万，2016 年 8 月，罗敏在 21 世纪报道的采访中提到，趣店的 2000 万用户中，有 25%是在校大学生，75%是已经大学毕业参加工作的蓝领和白领；2017 年 1 月用户规模超过 2500 万。

（2）交易额迅速增加：从 GMV 来看，2015 年 GMV 为 80 亿，2016 年已经突破 300 亿。

（3）业绩大逆转：2015 年趣店集团全年营收 2.33 亿，净亏损为 5.42 亿；但从 15 年 11 月开始实现规模盈利。2016 年 1-7 月，趣店集团营收 4.78 亿，净利润为 1.58 亿，

从巨额亏损扭转为大幅盈利。根据北京快乐时代 2016 年度未经审计财务报表，**其 2016 年度实际净利润为 5.63 亿元。**(资料来源：国盛金控 2016 年年报)，以此估算 16 年 8-12 月，趣店月均净利润为 8100 万元，而 16 年 1-7 月月均净利润为 2257 万元，增长了 2.6 倍。未来随着业务规模不断拓展壮大，以及与各融资平台资金合作日趋融洽稳定，趣店的融资资金成本下降，趣店的业绩仍有较大的上升空间。

表 18：趣店财务数据（单位：百万元）

科目	2016 年 7 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
总资产	4297.19	2634.66
总负债	2260.80	3302.14
应收账款	3336.33	2215.26
净资产	2036.39	-677.48
营业收入	478.46	233.25
营业利润	185.04	-537.12
净利润	157.70	-542.85

资料来源：国盛金控公告，招商证券

2016 年中趣店估值就达到 83 亿，16 年底 36 氪其对估值 155 亿，计划 17 年赴美上市，估值有较大提升空间。14 年 3 月成立以来，趣店一共进行了 7 轮融资，2016 年 7 月完成了 30 亿人民币的 Pre-IPO 融资。机构股东包括昆仑万维、云鑫投资（蚂蚁金服全资子公司）、蓝驰创投等。根据国盛金控全资子公司深圳华声以 3.75 亿元受让凤凰祥瑞所持北京快乐时代 5%股权的公告中披露，2016 年 7 月 31 日的快乐时代市场价值评估值为 82.91 亿元。当时评估机构预测其 2016 年净利润为 42,339 万元，市盈率 19 倍。但实际上 16 年趣店实现净利润 56,345.40 万，高出评估值结果 33%。2016 年 12 月 7 日，36 氪在 WISE 大会重磅发布了《2016 年氪估值排行榜 TOP200》对趣店估值 155 亿，PE 为 27.5 倍。16 年 11 月 15 日，《华尔街日报》援引知情人士称，趣店母公司北京快乐时代计划在美国 IPO，筹资规模在 5 亿-8 亿美元之间，2016 年 12 月，北京快乐时代完成 VIE 架构搭建。考虑到 16 年下半年以来，趣店的用户规模、交易额、业绩处于快速增长通道，趣店在互联网消费金融领域的先发优势以及较强的风控能力，估值有较大提升空间。

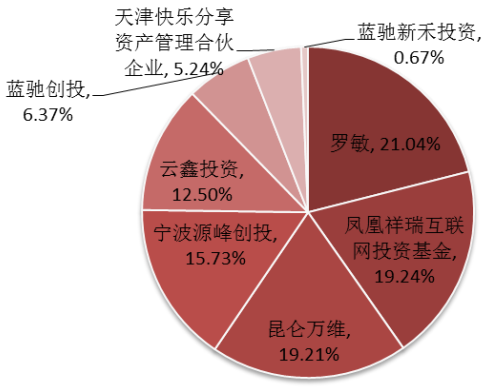
与趣店业务相似的分期乐估值 200 亿元，其用户规模约为趣店的一半，坏账率略高于趣店，交易额接近 300 亿元与趣店相当，单用户估值约为趣店的 2 倍，可能的原因是单个用户产生的交易额更高。考虑到趣店有大量新增用户（主要是非学生用户），若未来产生消费，交易额也仍有较大的提升空间，进而带动业绩与估值的提升，若随着交易额的提升，单用户估值达到分期乐的水平，则其市值有望提升到约 50 亿美金。

表 19：趣店历年融资情况

融资阶段	时间	投资方	金额
天使轮	2014.03	李想、吴世春、陈华、李树斌、鲍岳桥	数百万人民币
A 轮	2014.04	蓝驰创投	数百万美元
B 轮	2014.08	源码资本、新加坡私人财团、蓝驰创投	千万美元
C 轮	2014.12	不明	1 亿美元
D 轮	2015.04	昆仑万维领投、蓝驰创投、源码资本等超额跟投	1 亿美元
E 轮	2015.08	蚂蚁金服领投、昆仑万维、蓝驰创投、源码资本等跟投	2 亿美元
Pre-IPO 系列融资首期	2016.07	凤凰祥瑞基金和联络互动领投、老股东跟投	约 30 亿人民币

资料来源：公开资料整理、招商证券

图 69：快乐时代股权结构（2016.10.26）



资料来源：国盛金控，招商证券

图 70：毕马威“全球 FinTech100 强”

2016年排名	入选公司	2015年排名	行业
1	蚂蚁金服	新入选	支付
2	趣店	4	借贷
4	陆金所	11	借贷
5	众安保险	1	保险
10	京东金融	新入选	借贷
33	我来贷	新入选	借贷
34	融360	47	借贷
39	品钛	45	借贷

资料来源：毕马威、招商证券

表 20：趣店与分期乐主要数据的对比

指标	趣店（16 年底）	分期乐
主要服务	取现+购物	购物、取现、账单分期
主要产品	3C 类，皮包服饰等轻奢商品	3C 类，皮包服饰等轻奢商品，电影娱乐，运动产品，游戏充值
用户特征	非学生用户占比达到 90%，多是无信用卡的蓝领、白领人群	多为已经大学毕业的年轻人
用户规模（万）	2500	1500
交易额（亿元）	300+	300
坏账率	万分之几	0.65%
估值（亿元）	83 亿（16 年 7 月） 155 亿（16 年 12 月，36 氪）	200
估值/交易额	0.51	0.67
单用户估值（元）	620	1333
主要优势	与蚂蚁金服信用数据的支持，风控较强。	与京东、易迅合作，货源及物流较有保障。

资料来源：招商证券

五、盈利预测及投资评级

5.1 盈利预测

关键假设为：

（1）昆仑游戏：2017 年 7 个大 IP 研运一体的手游产品正常上线，并达到单月千万美金的流水，随着自研比例提升，毛利进一步提升 2018 年老游戏继续贡献流水，加上储备 IP 的开发，营收增长 25%，我们预计 2017-18 年分别贡献净利润约 4 亿，5 亿。

（2）闲徕互娱：随着市场扩张，DAU 从 17 年年初的 400 万匀速增长至年底的 700 万（即月复合增速 5.76%），ARPU 值不变；预测 2018 年 DAU 稳定在 630 万，ARPU 值不变，我们预计 2017-18 年分别贡献净利润 5.97/7.63 亿（2017 年 2 月 1 日并表，持股 51%）。

（3）平台业务：1Mobile 随着定增落地后东南亚市场的开拓，预期 2017-18 年同比增长 30%、25%。Grindr 逐步提升广告变现能力，收入同比增长 30%、25%。

（4）子公司并表后整体销售费用率有所下降。

表 21：关键假设

	2015A	2016E	2017E	2018E
1mobile				
收入（百万元）	22.01	158.00	102.70	128.38
yoy		7.18	30%	25%
毛利率	70%	90%	90%	90%
Grindr				
收入（百万元）	-	350.00	455.00	568.75
yoy	-		30%	25%
毛利	-	65%	60%	60%
昆仑游戏				
收入（百万元）	1744.71	2098.18	2483.00	3,103.75
Yoy		20%	18%	25%
毛利率	61.53%	48.44%	65%	66%
闲徕游戏				
收入（百万元）			2,128.88	2,721.60
yoy				28%
毛利率			90%	90%
收入合计(百万元)			5,272.28	6,650.85
综合毛利率			76%	76%

资料来源：招商证券

注：闲徕互娱 2017 年营收预测考虑 2 月并表之后的营收。

5.2 估值以及投资评级

在不考虑投资收益带来的影响下，我们预计 2017-18 年营业收入分别为 52.72/66.51 亿元，归属于母公司的净利润为 10.76/13.81 亿元，考虑增发扩大股本，当前市值为 245 亿，对应 2017/18 年 PE 分别为 22.7/17.7 倍，估值较低。

公司的合理市值：

（1）主营业务：短期游戏业务形成业绩支撑，按游戏公司估值，保守给予 2017 年 26 倍 PE，则游戏业务合理市值为 280 亿；中长期随着 Grindr、Opera、几大平台用户与

数据相线打通，进行交叉变现，将成为全球化的互联网娱乐平台，估值水平仍有较大提升空间。

（2）股权投资：公司持有的财务投资为目的的标的估值至少达到 38 亿（估值数据多为 2016 年中之前做的资产评估数据），考虑到多个标的是风口正劲的细分赛道龙头，估值有较大提升，尤其是即将赴美上市的趣店，其 2016 年业绩扭亏为盈实现净利润 5.63 亿元，拥有 3000 万非信用卡用户（主要是蓝领和白领），GMV 破 300 亿，目前交易额与用户量处于迅速上升通道，估值未来有望达 50 亿美金，昆仑万维持有的趣店股权价值达到 62 亿。加上其他标的，昆仑万维持有的标的股权价值有望达到 77 亿。

因此公司目前合理市值为 357 亿，仍有 46%的上涨空间。中长期随着平台战略的推进，实现商业模式的升级，整体估值有较大提升空间，**给予“强烈推荐-A”投资评级。**

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1129	1860	1282	2718	4094
现金	705	1048	215	673	1514
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	254	289	343	747	942
其它应收款	33	241	326	709	894
存货	0	0	0	0	0
其他	136	283	398	590	744
非流动资产	340	2029	3843	4466	5040
长期股权投资	0	582	1520	1520	1520
固定资产	31	25	7	(4)	(12)
无形资产	15	12	11	10	9
其他	294	1409	2304	2940	3523
资产总计	**1468**	**3888**	**5125**	**7184**	**9134**
流动负债	453	1183	1909	1721	1548
短期借款	0	248	768	400	0
应付账款	222	327	465	587	740
预收账款	170	158	225	284	358
其他	61	450	450	450	451
长期负债	3	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	25	25	25	25
负债合计	**456**	**1208**	**1934**	**1747**	**1574**
股本	210	1127	1127	1156	1156
资本公积金	156	571	571	1142	1142
留存收益	646	981	1484	2526	3872
少数股东权益	0	0	8	613	1390
归属于母公司所有者权益	1012	2680	3183	4825	6171
负债及权益合计	**1468**	**3888**	**5125**	**7184**	**9134**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	397	192	281	940	1871
净利润	326	405	537	1076	1381
折旧摊销	73	80	38	26	17
财务费用	11	(70)	25	31	3
投资收益	0	(159)	(277)	0	0
营运资金变动	(14)	(68)	(49)	(854)	(335)
其它	1	3	8	661	804
投资活动现金流	(190)	(1644)	(1852)	(649)	(591)
资本支出	(31)	(9)	9	9	9
其他投资	(159)	(1636)	(1861)	(658)	(600)
筹资活动现金流	(167)	1719	738	167	(438)
借款变动	(46)	235	520	(368)	(400)
普通股增加	0	917	0	29	0
资本公积增加	(8)	416	0	571	0
股利分配	(105)	(105)	(34)	(34)	(35)
其他	(8)	256	252	(31)	(3)
现金净增加额	40	267	(833)	458	841

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1934	1789	2425	5272	6651
营业成本	598	699	994	1254	1581
营业税金及附加	4	5	7	18	20
营业费用	715	682	847	1582	1995
管理费用	264	231	267	580	732
财务费用	11	(75)	25	31	3
资产减值损失	19	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	159	277	0	0
营业利润	324	403	561	1807	2320
营业外收入	7	14	15	0	0
营业外支出	1	1	3	0	0
利润总额	330	416	573	1807	2320
所得税	3	11	28	127	162
净利润	326	405	545	1681	2158
少数股东损益	0	0	8	605	777
归属于母公司净利润	326	405	537	1076	1381
EPS（元）	0.29	0.36	0.48	0.93	1.19

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	28%	-7%	36%	117%	26%
营业利润	-23%	24%	39%	222%	28%
净利润	-25%	24%	32%	101%	28%
获利能力					
毛利率	69.1%	61.0%	59.0%	76.2%	76.2%
净利率	16.9%	22.7%	22.1%	20.4%	20.8%
ROE	6.0%	15.1%	16.9%	22.3%	22.4%
ROIC	32.7%	10.7%	13.4%	29.3%	28.6%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	31.1%	37.7%	24.3%	17.2%
净负债比率	0.0%	6.4%	15.0%	5.6%	0.0%
流动比率	2.5	1.6	0.7	1.6	2.6
速动比率	2.5	1.6	0.7	1.6	2.6
营运能力					
资产周转率	1.3	0.5	0.5	0.7	0.7
存货周转率					
应收帐款周转率	8.0	6.6	7.7	9.7	7.9
应付帐款周转率	3.3	2.5	2.5	2.4	2.4
每股资料（元）					
每股收益	0.29	0.36	0.48	0.93	1.19
每股经营现金	1.89	0.17	0.25	0.81	1.62
每股净资产	4.82	2.38	2.82	4.17	5.34
每股股利	0.50	0.03	0.03	0.03	0.03
估值比率					
PE	73.1	58.9	44.5	22.7	17.7
PB	4.4	8.9	7.5	5.1	4.0
EV/EBITDA	125.6	128.2	69.9	23.4	18.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

方光照，招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015年加入招商证券，2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014 年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。