



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610)66229343
shi.kuang@bocichina.com

*冯秀娟为本报告重要贡献者

昆仑万维：与大宇合作+布局互联网医疗，持续完善全球互联网生态链

事件：

2016年1月25日晚，昆仑万维(300418.CH/人民币 34.70, 未有评级)发布公告，公司与大宇资讯签署了《合作协议》，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。此外，公司还公告拟出资 250 万美金与其他两方共同成立昆仑数字医疗，总股本 1 亿股，昆仑集团占比 20%。昆仑数字医疗董事会三席，昆仑集团占一席。

1.与大宇资讯形成战略合作，获得 IP 游戏开发权

1) 大宇资讯：华人单机游戏第一品牌

大宇资讯成立于 1988 年，是华人世界最早创立的游戏公司之一，是公认的华人单机游戏第一品牌，1998 年在台湾证券交易所上市。自公司成立就一直坚持原创精神，开发出系列畅销游戏，上市产品超过 140 款，在两岸三地与东南亚创下累积销售近千万套的佳绩。大宇资讯发行的《仙剑奇侠传》系列、《轩辕剑》系列两大经典产品线，并称“大宇双剑”，被公认为华人世界两大最经典的游戏，并围绕两大系列作品展开一系列影视、漫画等领域的改编。此外，还开发出《大富翁》、《明星志愿》、《天使帝国》系列等经典游戏作品。

图表 1. 大宇资讯的三大游戏系列情况

游戏系列	首款发行时间	累计产品数量	具体游戏类型	已改编情况
仙剑系列	1995.7	12	8 款单机角色扮演游戏、1 款行电视剧、小说、漫画、生经营模拟游戏、2 款网游卡牌、舞台剧、声优游戏和 1 款网络社交游戏	
轩辕系列	1990	17	12 款角色扮演游戏，1 款回合制策略游戏，4 款网络游戏。	电视剧
大富翁系列	1989	8	8 款	-

资料来源：公开资料，中银证券

2) 围绕“游戏开发+游戏发行+IP 泛娱乐布局”等三方面开展战略合作

具体来看，公司与大宇资讯的合作主要体现在以下三个方面：

a. 大宇将授予昆仑游戏基于大宇 IP (含《仙剑》、《轩辕剑》及《大富翁》系列) 的游戏开发权。这有利于公司加大自主游戏研发的进程，利用知名 IP 提升自营产品影响力。

b. 昆仑游戏获得大宇及其分子公司开发游戏在中国大陆的发行优先权；并合作开拓繁体及东南亚市场。其中，获得大宇及其分子公司开发游戏在中国大陆的发行优先权将有助于巩固公司在大陆游戏发行市场的竞争优势，合作开拓繁体及东南亚市场有助于公司提高在东南亚地区的市场份额，既而强化公司的全球化游戏发行商地位。

c. 昆仑游戏将与大宇及其合作伙伴，共同开发基于大宇 IP 的影视和动漫内容。首先，该项合作是公司迈入“影游联动”的重要一步，有助于围绕游戏业务拓展更多附加值。其次，大宇在 IP 游戏改编成影视、动漫等泛娱乐产业方面具备丰富的经验，《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》等游戏改编的同名电视剧均获得极大的成功，将有助于提高其他 IP 开发合作的成功率。

2. 投资成立昆仑数字医疗，拓展互联网医疗业务

1) 致力于开发基于大数据和云计算的互联网智能辅助诊断平台。

昆仑数字医疗致力于开发基于大数据和云计算的互联网智能辅助诊断平台，借助领先的互联网技术及医疗行业专业背景，通过计算机视觉及深度学习等方法为医生提供精确病人数据分析报告，提高诊断精度，制定个性化治疗方案，提升病人治疗水平。此外，昆仑数字医疗将在美国华盛顿州西雅图市设立全资子公司。

2) 核心团队在医疗及人工智能方面经验丰富。

昆仑数字医疗创始人 Qi Song 和昆仑数字医疗研发副总裁 Kunlin Cao 均为具备爱荷华大学计算机工程博士学位，其中，Qi Song 为计算机视觉及机器学习专家，曾负责多项前沿性医学影像及互联网医疗产品的设计开发工作，拥有多项国际发明专利。Kunlin Cao 曾任通用电气全球研发中心主管科学家等职，多年医疗影像研发经验，曾负责十余项相关领域重大研发项目。**核心人员在医疗及人工智能方面丰富的经验为昆仑数字医疗的成功运营提供了保障。**

图表 2. 昆仑数字医疗核心人员

核心人员	职务	主要经历
Qi Song	昆仑数字医疗创始人	计算机视觉及机器学习专家，曾负责多项前沿性医学影像及互联网医疗产品的设计开发工作，拥有多项国际发明专利。
Kunlin Cao	昆仑数字医疗研发副总裁	曾任通用电气全球研发中心主管科学家等职，多年医疗影像研发经验，曾负责十余项相关领域重大研发项目。

资料来源：公司公告，中银证券

3. 持续拓展以游戏和互联网金融为核心的全球互联网综合服务平台

公司是国内领先的网络游戏开发运营企业，定位于全球化的互联网综合服务提供商，以互联网游戏和互联网金融为两大业务方向。此外不断围绕全球互联网产业链进行一系列布局，包括移动社交平台、人工智能业务、互联网医疗业务等。

1) 游戏方面，公司顺应游戏市场趋势调整业务结构，降低网页游戏比重，将手游业务作为发力重点，打造精品化、强 IP 类的手机游戏。此次与大宇资讯达成战略合作将加大自主游戏研发的进程，同时拓展影视、动画业务，试点影游联动。

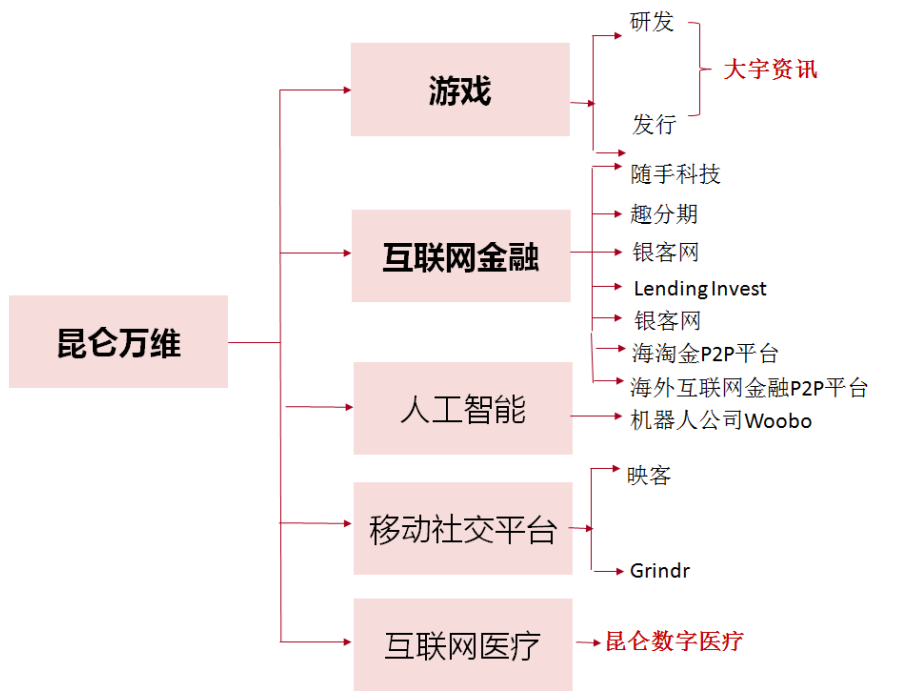
2) **互联网金融方面**，公司先后投资国内龙头个人理财应用服务商随手科技，分期消费平台趣分期、银客网和英国 P2P 平台 Lendinginvest 等，并搭建海淘金 P2P 平台以及海外互联网金融 P2P 平台。

3) **移动社交平台方面**，2016 年 1 月 7 日，公司以 6,800 万投资映客，布局社交视频领域。1 月 12 日，公司以 9,300 万美元收购全球最大的同性恋社交网络 Grindr 60% 的股权，布局全球社交平台。

4) **人工智能方面**，2016 年 1 月 19 日，公司以 800 万美元投资美国新一代机器人公司 Woobo 20% 股权，布局人工智能领域，促进传统游戏行业的突破及跨领域结合。

5) **互联网医疗方面**，此次公司投资成立昆仑数字医疗实现了公司在互联网医疗业务的布局，公司已具备的较多成功海外互联网产品运营经验将帮助昆仑数字医疗实现业务增长。

图表 3. 昆仑万维的业务结构图



资料来源：中银证券

4. 各大业务协同性强，全球化互联网生态链不断完善

昆仑万维以互联网游戏和互联网金融为两大主要业务方向，并围绕与公司具有协同性的业务进行持续布局。各业务之间的协同效应主要体现在两大方面：

1) **战略协同**：公司在全球范围内将游戏、软件分发、互联网金融、社交工具等用户相互转化，形成业务闭环，打造以昆仑万维品牌为核心的全球化互联网生态链。

2) **业务协同**：公司的海外互联网产品运营经验将帮助 Grindr、互联网医疗业务等实现业务增长，而 Grindr 积累的大量男性用户的精确信息将有助于公司在游戏发行和运营方面更具针对性；此外，公司在人工智能方面的布局有助于公司实现传统游戏行业的突破及跨领域结合。

5. 投资建议

公司此次投资大宇资讯有利于公司加大自主游戏研发的进程，同时拓展影视、动画业务，试点影游联动。而在互联网医疗方面的布局则是公司围绕全球互联网产业链进行的业务协同布局。公司当前市值 391 亿元，根据万得一致预期 2015-2017 年公司全面摊薄每股收益分别为 0.38、0.51、0.65 元。建议持续关注公司向全球化互联网综合服务提供商转型的效果及后续布局。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2)中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路200号
中银大厦39楼
邮编200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通10省市客户请拨打：108008521065
中国电信21省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街110号8层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道1270号202室
NY10020
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)64128856/64128630
传真:(65)65343996/65323371