

公司评级：未评级

昆仑万维 (300418 CH)

收盘价 (元)	34.97
目标价 (元)	不适用
上次目标价 (元)	不适用

昆仑万维 (300418 CH, 未评级)

——打造工具和社交的 5 亿 MAU 平台，围绕游戏、互联网金融和视频娱乐变现

核心观点

- ◆ 事件：我们于 2 月 18 日在北京参加了昆仑万维组织的投资者交流会，出席会议的有董事长周亚辉先生和昆仑万维游戏 CEO 陈芳先生等管理层。

核心观点

- ◆ 昆仑万维的商业模式是以工具和社交打造 5 亿 MAU 平台，其中工具(体内的是 Opera、体外的是摩比神奇)提供 1.5 亿 MAU，社交(一个为 Grindr、另一个为预计 2016 年下半年即将上线的新大众社交项目)提供 3.5 亿 MAU。然后以三大业务变现，分别是游戏、互联网金融和视频娱乐；
- ◆ 以挖掘社交需求拓展 Opera 的用户，精确定义为怎样在社交网络上高效的阅读、收藏、下载、分享、购买和工作灯。未来 Opera 需要针对的需求是如何使用户更为高效；
- ◆ 关注昆仑万维核心业务的进展：(1) Opera 整合成功；(2) 社区标的是否能落地；(3) 视频项目能否做到 1,000 万 DAU；(4) 互联网金融是否能在日本和韩国落地。

陈铮娴

分析师 执业证书编号：S1100515020001
8621-68416988-227
chenzhengxian@cczq.com

欧阳宇剑

联系人 8621-68416988-218
ouyangyujian@cczq.com

川财证券研究所

成都：
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，
610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

以下为周亚辉董事长的发言内容纪要

如果用一个词来概括，买昆仑万维就是买国际市场，买国际市场就必需要买昆仑。昆仑万维未来五年的战略规划是打造国际互联网生态体系，其中：第一块是海外工具软件，第二块是海外社区，海外工具软件及社区构成平台，然后在这个平台上重点发展三类业务，分别是游戏、互联网金融和视频娱乐。未来会重点挖掘这三个业务之间的协同效益，打通用户系统，实现大数据系统支撑、推荐系统以及广告系统。

工具软件：在工具软件中，公司有两块。一个是体内的 Opera，一个是体外的摩比神奇。

Opera：收购协议明确规定 Opera 归属于昆仑万维，资本市场看待 Opera 可以对标猎豹，Opera 收入为 6.5 亿美金，EBITDA 为 1 亿美金，猎豹收入为 6 亿美金，EBITDA 为 8,000 万美金，市值为 20 亿美金，如果猎豹回 A 股，在 A 股估计能值 50 到 60 亿美金。Opera 与昆仑万维有望有很好的并购整合：（1）可以相互促进欧美和亚洲市场；（2）用户客户大数据、视频技术和人力资源等都会有很好的整合。

摩比神奇：副总裁持股 46%，360 占 54%；这是 2015 年才开始启动的项目，我们根据 4Q15 到 1Q16 的业务进展来看，摩比神奇大概今年能做到 7,000 万美金的收入，第一款产品 360 Security 的 DAU 超过 1 亿，第二块产品 360 **** Plus 4 月份即将发布，预计能进全球排行前 5。360 一直想做国际化，但没做起来，2015 年找到昆仑合作拓展国际市场，用了 1 年就把 360 做到了 1 亿 DAU。这个过程不是简单的推广运营，我们基本上用了 3 到 6 个月的时间把整个 360 手机卫士产品全部推翻，重新做了一遍，把产品的七日存留提升了 50%，这才使得它在一年的时间内成长为 1 亿 DAU 的产品，现在每个月的现金流非常好。很多二级市场关注我们的问题是，公司一直在买买买，后面谁来进行整合？买买买的后面，支撑的是我们强大的整合能力，摩比神奇的管理团队是昆仑派出的，整个办公也是和昆仑一起办公，整体的运营管理是在昆仑手上。

社区：一个为 Grindr，另一个为 2016 年下半年即将上的新的大众社交项目。可以对标陌陌，陌陌收入为 1.4 亿美金，EBITDA 为 1,200 万美金，市值 20 亿美金，回归 A 股也是 60 亿美金的公司。我们 2016 到 2017 年要打造的是未来 MAU 达到 3.5 亿的工具软件平台，未来 MAU 达到 1.5 亿的社交平台，构建一个用户 Base MAU 为 5 亿的平台。

游戏：2016 年会上 SuperCell 《部落冲突：皇室战争》，这必定是一款很成功的产品，代理的《全民奇迹》在俄罗斯和东南亚上线，《仙剑》会在港澳台和东南亚市场上线，2016 年还拿了一款日本顶级动漫改编的手游，会在中国大陆、港澳台、东南亚和韩国市场上线。游戏特别强调 IP 的经营，不仅仅是 IP 的授权，更重要的是手中拥有 IP。目前和台湾大宇的《仙剑》、知音漫客国漫第一品牌的《偷星九月天》，都有长期的合作计划。2015 年发行贡献 70% 到 80% 的收入占比；2016 年自研会从 20% 提升到 50% 的收入占比，1Q16，《艾尔战记》的成绩非常不错，即将有《愤怒的小鸟：王牌战机》（配合大电影）、《偷星九月天》和《愤怒的小鸟：黄金宝藏》等上线；2017 年要上线如下产品，分别是，《轩辕剑：汉之云》（配合电视剧）、《脱骨香》

(配合电视剧,是花千骨作者的第二篇作品)、《愤怒的小鸟:部落战争》,以及两款其他的游戏(SLG、MMORPG)。

互联网金融:2015年我们在生态链的打造上是做的非常不错的,2015年最成功的案子是趣分期,趣分期2016年至2018年净利润预计分别为5亿、7亿和10亿,公司还有随手记——欧洲最大的房地产借贷平台、银客网和洋钱罐。2016年互联网金融会开始做韩国市场和日本市场,东南亚市场放到2017年,上面提到的几家互联网金融公司未来肯定会有一家公司变成昆仑上市公司的。理财端就是与游戏业务联动,开发带有游戏博弈性质的理财平台,比如最近洋钱罐出了个产品,叫抄底牛,相当于股市期权,最高收益率约为21%。在贷款端,将围绕大数据支撑做数字信贷,重点为低于银行年化利率的消费分期贷款和短期小额贷款。理财端在2015年进展迅速,贷款端2015年12月上线,目前来看进展都十分顺利。我们现在初步考虑的是准备要控制的那家公司先进行独立融资,一级市场独立融资估值能过10亿美金,在2017年到2018年能产生利润。

视频娱乐:这是今年要启动的很重要的项目。移动和PC在消息和内容方面完全不一样,因为有屏幕、碎片时间和输入的限制,所以移动时代的交流,文字的作用越来越弱化,更多的是视频的替代。2016年会上一个项目,预期是在2016年DAU过1,000万,2017年有10亿利润,对标是YY,EBITDA大概是8到10亿人民币,市值30亿美金,回归A股大概也是80亿人民币左右估值的公司。

未来5年我们整个发展目标和规划不会超出以上计划,工具软件和社交平台构成5亿MAU的用户基础,是强平台不是弱平台,在这个基础上重点做游戏、互联网金融以及视频娱乐。2016年到2020年,我们大概能做10亿美金的利润,比较重要的时间点主要有两个,分别为:(1)完成平台整合并实现相应利润,如果2017年底能够充分做好5亿MAU用户的整合,2017年备考利润能做到15亿到18亿的话,基本上2018年、2019年和2020年就很好做了,靠不断提高协同效应,提高用户ARPU值就可以,这样在2020年实现10亿美金净利润没什么问题;(2)2018年重点做5个业务的协同,2017年和2018年都是放开业务,自己跑用户,不同业务间整合的空间会非常大。与Grindr的CEO交流,如果用映客的技术、产品做一个Grindr的视频版,他觉得1年时间能赚2亿人民币,国内的用户值比美国的用户值低多了。

关注成长变化的关键点

- (1) Opera 整合成功&并表;
- (2) 社区标的是否能落地;
- (3) 视频项目进展是否能做到1000万DAU;
- (4) 互联网金融是否能在日本、韩国落地。

Opera 拆分:聚焦移动浏览器、PC浏览器、Opera Max 以及广告业务。移动浏览器:目前一年大概6,000万美金收入,主要是将搜索带给Google,然后Google再给分成,如果将带给搜索改成Feeds流的广告模式,每天每个用户的ARPU值预计能翻倍,不考虑用户的增长就能增加1亿美金收入。PC浏览器:用360浏览器的团队分析了Opera,Opera人均搜索次数为2次,360浏览器人均搜索次数为6次,经过讨论

之后，按照 360 做浏览器的经验，希望能够把 Opera 的人均搜索次数从 2 次提高到 4 次，预计大概增加 5,000 万美金收入。Opera Max+TV：按 360 国际化的方法，今年大概能做到 7,000 万美金收入，3,000 万美金利润，Opera Max 是一个上网节省流量的工具，Opera 有全世界最先进的视频压缩和上网流量压缩的技术，小米手机有个安全模块可以节省流量，那个产品就是 Opera 提供的。Opera 团队大概 1,600 人，并购进来之前讨论过 Opera 是否能接受中国的管理方式，以我们评估其实只需要 1,000 人就够了，以 UC 来做就 500 人，人工成本能节省 4,000 万美金。2016 年 EBITDA 能做到 1.4 亿到 1.5 亿美金，在没做任何业务协同下，税前利润大概 1 亿美金，加上整合后大概 2 亿到 3 亿美金的利润。还有一块高速增长的业务，广告业务每年 50% 的同比增长，利润率大概 15%，到 2017 年 Opera 视频广告收入能达到 10 亿美金，视频广告网络技术非常先进，会在中国授权给 360，让 360 去销售，来增加我们收入。

Q&A 环节

Q：就 Opera 而言，国外团队与中国团队的文化融入整合是如何做的；5 项业务如何获得更多经营上的溢价？

A：Opera 是少数被中国人看错的团队，是比较靠谱和勤奋的。Opera 也有很多中国人，能很好的沟通。Opera 的浏览器在创新上是最前沿，只是运营做的不好。我们能激发他们对产品成就感的追逐。唯一的冲突可能是在裁员上。我们能在接手 360 国际化 1 年就做到 1 亿 DAU，不是凭空的，团队在 2005 年就开始在做海外市场，有很多成功案例，2007 年我们能将排名 3,000 名的站点在一年时间内做到排 100 名。我们帮做 IE7，微软上下一致认同。做收购不会买利润收购，个人更在意 Opera 移动端的浏览器，要推出全世界第一代社交浏览器，如果能做成，Opera 能翻 5 到 10 倍。我们不会靠资本市场获得溢价，只靠经营上获得溢价。董事长做联席 CEO，下面 10 个总经理。

Q：公司的发展战略是什么？

A：简单来说就是平台加上三条线，平台是工具软件+社交网络，工具是董事长亲自带队，社区 (Grindr) 是之前智联招聘 COO 周伟做 CEO，总共构成 5 亿 MAU 的基础。这条主线在 2020 年之前不会变化。2016 年至 2017 年打好技术基础，2018 年、2019 年和 2020 年开始做业务协同。公司视频娱乐目前走的非常成功，2015 年 11 月投的映客估值 3 亿多，现在估值 60 亿。

Q：公司是否会变成一家投资公司？

A：昆仑万维不会变成投资公司。在 TMT 领域如果不做投资，会缺乏对未来的感知，TMT 能在一年的时间内干掉传统行业。

Q：高管团队介绍？

A：工具为 Opera 整合后我们自己做，游戏业务为陈芳负责，社区业务为智联招聘 CEO 负责，互联网金融业务为 Facebook 来的人负责，视频娱乐业务为董事长负责。

Q：协同效应的具体实施？

A: 协同可以当作产品看待, 需要持续的维护和调整, 比如把 360 的安全业务推起来, 自然就把市场做起来了, 推免费安全的成本比推浏览器的成本低很多。把大互联网公司的协同方法学起来用到国外市场, 中国的协同效应是最强的, 10 年前中国人均消费非常低, QQ 不挣钱, 只能想办法, 比如 QQ 秀。欧美不一样, 欧美公司的协同效应是弱于中国的, 美国互联网产生的时候人均消费已经很高, 广告收入很大, 把整个广告支出移到互联网上, 互联网公司就很挣钱了, 所以互联网公司最核心的盈利模式是广告。中国公司不一样, 广告规模太小了, 就有非常多的变现模式。目前把底层用户打通, 广告系统打通, 大数据打通, 剩下的业务协同将在 2018 年后。

Q: 昆仑万维的 VR 规划是什么?

A: 我们把给 Oculus 开发游戏第一批的游戏公司都看过了, 投资性价比来说都偏低, 除非是为了二级市场, Oculus 有两款游戏是 Oculus 绑定的, Oculus 每卖一个就会给那两个游戏 5 美金, 其他的都要去商店去买。我们关注 VR 秀场公司, 把 YY 和映客的视频做成 VR 的模式; 也关注二次元 VR, 做虚拟形象的。

Q: 公司战略投资资金来源?

A: 总计共需要 100 亿人民币, 计划找战略投资者定增 30 亿, 下半年需要的 30 亿从市场来, 另外 40 亿来自银行贷款, 卖项目的钱能偿还贷款, 趣分期和映客随便一个卖掉都能偿还 40 亿。

Q: 视频直播行业中映客如何保持其竞争优势?

A: 视频直播领域完全是平台型业务, 临界点在 1,000 万 DAU, BAT 做 1,000 万 DAU 也很不容易; 先发优势很重要, 能把用户先洗一遍, 别的平台再洗太难; 平台型业务决定了最终市场上能留下来就两三家。映客的领先优势和成长速度有 80% 到 90% 的概率能成为剩下的两三家。映客移动端的产品定位很牛, 映客 CEO 在坚持产品定位的时候做了特别好的一件事情, 就是在映客里一旦发现有小团体和工会, 就一定会封掉, 而 YY 全是靠团队和工会, 映客要求每个人都有自己的个性, 希望展现生活上的东西。映客上公益直播能有几十万到几百万的收入, YY 没有公益直播。如果 YY 要做出改变的话, 要打掉所有的工会, 很难实现。

Q: 我们所拥有的用户属性是否适合变现?

A: 首先我们 MAU 规模太大了, 其次游戏、金融和视频都是大众属性的产品变现, 属性匹配问题不大。

Q: 与 360 合作的介绍?

A: 与 360 的合作是源于 360 周鸿祎对董事长的信任及欣赏, 第一个项目是我们拿 46%, 360 控股, 当时我们是小弟角色, 后来第一个项目做的很漂亮; 第二个项目以我们为主导, 360 很支持, 这是一个自然的过程。

Q: 如何看待公司的投资事件?

A: 如果是机构投资者或者财务投资者看到 Opera, 肯定觉得不值钱, 因为我们是战略投资者, 我们利用我们具有的行业知识、经验、团队和资源, 让公司发生变化。希望大家多关注业务上的重要指标, (1) Opera 整合成功&并表; (2) 社区标的是

否能落地；（3）视频项目进展是否能做到 1,000 万 DAU；（4）互联网金融是否能在日本和韩国落地。

Q：希望 Opera 能抓到哪些用户痛点？

A：会挖掘社交化需求进行拓展用户。精确定义为怎样在社交网络上高效的阅读、收藏、下载、分享、购买和工作。欧美人一天起码 2 到 3 个小时在社交网络上，在社交网络上能否玩的好，效率高不高，对人的效率有很大影响。未来 Opera 要针对的需求是如何使人更高效。

Q：在更加重度和垂直的移动时代，浏览器是否仍是非常重要的入口？

A：在 PC 时代浏览器市场非常大，360 浏览器收入一年 100 亿。移动端浏览器过去几年市场规模已经触底，有些需求必需要用浏览器。包括互联网金融、游戏和视频都会做独立重度垂直的 App，但未来五年业务不会超过这个范围。

Q：公司的影游联动情况？

A：2015 开始，公司所有立项研发方案都必须带 IP。IP 选择方向上第一个为动漫，包括国际和国内的知名动漫；第二个为文学，脱骨香在花千骨游戏上线之前找到作者以比较合算的价格拿到授权，我们不仅仅是拿到 IP，我们是要经营 IP，我们不仅仅有它的游戏授权还要有动漫授权，影视剧授权已经给了慈文，我们会与慈文谈合作；第三个为游戏，已经推出的游戏《艾尔战记》是已经有 IP 的，来自韩国端游《艾尔之光》。我们与大字有合作，大字的《仙剑》、《轩辕剑》、《大富翁》和《天使帝国》等都是非常好的 IP，我们都有优先权，我们会参与到大字的影视投资（包括动漫）当中。我们不仅拿到游戏的授权，也会参与游戏的动漫化和影视化。《脱骨香》会有网剧、网络电影、动漫和游戏，昆仑都会参与。

Q：为什么不参与国内市场？

A：除非出现重大机遇，我们团队没有能力在 2020 年做到 10 亿美金，99% 其他的中国团队都没有这个能力，中国的互联网市场是全世界最激烈的。我们有丰富的海外经验，中国做海外经验像我们这样丰富的没有第二个，公司基因决定我们 50% 的概率能在海外市场做成功。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。