



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) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*冯秀娟为本报告重要贡献者

昆仑万维: 以“5亿 MAU 平台+三大业务线”为核心打造国际化互联网生态体系

事件:

2016年2月18日, 昆仑万维(300418.CH/人民币 35.57, 未有评级)举办了投资者说明会, 公司董事长周亚辉总结了公司未来5年的战略规划, 即海外+“工具软件、社区、游戏、互联网金融、视频娱乐”, 打造国际化互联网生态体系, 并对各业务板块进行了介绍。

主讲人: 公司董事长周亚辉

一、公司战略

去年买公司股票的机构投资者, 几乎没有赔钱的。主要原因是中国对新领域创新的鼓励。公司在 TMT 领域在创新方面力度非常大, 因此股价受到很大提振。

1. 过去公司战略是“游戏+互联网金融+海外”。公司以移动游戏起家, 移动游戏是公司的“现金奶牛”。海外是昆仑万维具有明显竞争优势的区域, 同时市场空间足够大。互联网金融代表了未来10年的巨大新兴行业。

2. 公司现在的战略衍进的核心词: 国际市场。如果用一个词概括投资者买昆仑的原因就是“国际市场”, 即买昆仑就是买国际市场。

3. 公司未来5年的战略规划是打造国际化互联网生态体系: 海外+“工具软件、社区、游戏、互联网金融、视频娱乐”。具体来说, 工具软件和社区构成用户 base 或平台, 在此基础上发展游戏、互联网金融和视频娱乐业务。

4. 协同效应是未来重点发展的方向, 届时将打通集团大平台支撑系统、用户系统、大数据系统、推荐系统和广告系统。

5. 2017年底目标打造用户基础 MAU 为5亿的平台, 即工具软件 Opera 3.5亿的 MAU 以及社区 MAU1.5亿 MAU。

二、五大业务板块介绍

1、工具软件: 国际化平台用户基数大

公司目前的工具软件有两个: Opera (MAU=3.5亿) 和摩比神奇 (DAU=1亿)。其中, Opera 未来属于公司体内的; 而摩比神奇属于公司体外的。

从资本市场角度, Opera 主要对标猎豹。

图表 1. Opera 与猎豹的对标

	
Opera	猎豹
收入=6.5 亿美金	收入=6 亿美金
EBITA=1 亿美金	EBITA=8000 万美金
	市值=20 亿美金
	PE=90 倍

资料来源：昆仑万维，中银证券

1) Opera: 与昆仑万维并购整合

市场：相互促进欧美、亚洲市场

用户：将昆仑游戏、互联网金融等用户导入 Opera，提升 DAU 至 1.5 亿

客户：通过 Opera 平台实现昆仑游戏和互联网金融等的交叉销售

大数据：打通两方大数据平台，提升用户体验，实现精准营销

视频技术：Opera 先进的视频处理技术，可协助昆仑在互联网领域迈上新的台阶

人力资源：经营层向昆仑倾斜，主动调整长尾市场

图表 2. Opera 框架

PC 端浏览器	移动端浏览器	Opera Max+TV	团队整合
DAU 到 6,000 万	DAU 到 6,000 万	DAU 到 3,000 万	人工成本下降
人均日搜索 5 次	提高 eCPM	收入 7,000 万美金	税务成本下降
收入 2 亿美金	收入 2.5 亿美金	利润 3,000 万美金	
利润 1.3 亿美金	利润 1.7 亿美金		

资料来源：昆仑万维，中银证券

2) 摩比神奇：体外孵化团队

目前拥有 80 人团队，2016 年预计利润 7,000 万美金；

第一款产品 360 security DAU 超过 1 亿；

第二款产品 360***Plus 4 月份发布，肯定进全球前 5；

刚做完一轮融资，估值接近 10 亿美金；

公司投资人王立伟持股 46%（融资前），360 占 54%。

公司虽然一直在买买买，但支撑公司的是其强大的整合能力，摩比神奇主要是昆仑万维团队在做管理。

2、社区

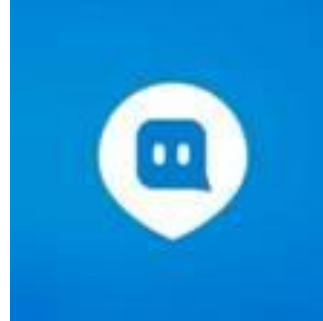
公司的社区平台主要有两个：Grindr 和 XProject（暂不详细展开介绍）。其中，Grindr 主要对标陌陌。

图表 3. Grindr 与陌陌的对标

	收入 (\$)	EBITDA (\$)	DAU
Grindr	4,000 万	1,600 万	300 万
X Project	1 亿	5,000 万	2,000 万

资料来源：昆仑万维，中银证券

图表 4. 陌陌的财务及估值情况



陌陌

收入=1.4 亿

EBITDA=1200 万

市值=14 亿美金

如果回归 A 股，

估值=60 亿美金

资料来源：昆仑万维，中银证券

3、游戏：

1) 发行精品大作

2016 年 supercell 新作《部落冲突：皇室战争》上线，大陆市场；

2016 年《全面奇迹》上线俄罗斯、东南亚；

2016 年《仙剑》上市港澳台、东南亚市场；

2016 年顶级日漫改编手游，上市中国大陆、港澳台、东南亚、韩国市场。

2) IP 经营：影游联动

不仅仅是获得 IP 授权，更重要是手中拥有 IP；

IP 经营：台湾大宇战略结盟《仙剑》、《轩辕剑》、《大富翁》；

IP 经营：知音漫客国漫第一品牌《偷星九月天》

3) 自研产品爆发

2016 年上线：《艾尔战记》、《愤怒小鸟：王牌战机》（配合电影）、《偷星九月天》（配合动画片、电视剧）、《愤怒小鸟：黄金宝藏》

2017 年上线：《轩辕剑：汉之云》（配合电视剧）、《脱骨香》（配合电视剧）、《愤怒小鸟：部落战争》、代号 S（全球题材 SLG）、代号 A（全球题材 MMORPG）

4、互联网金融

2015 年投资打造互联网金融生态链，其中最成功的是趣分期，公司是第一大股东。

- 1) 趣分期：2016-2018 年利润预计 5 亿、7 亿、10 亿
- 2) 随手记：国内最大的记账平台，新一轮估值将过 10 亿美金
- 3) Lendinvest：欧洲最大的房地产借贷平台之一
- 4) 银客网：国内最大的房地产 P2P 平台之一
- 5) 洋钱罐：

16 年，海外市场目标是在韩国市场和日本市场能取得实质性进展，2017 年在东南亚取得进展。

未来，公司将打造昆仑体系内的互联网金融：

- 1) 理财端与游戏业务联动，开发带有游戏博弈性质的理财平台；
- 2) 贷款端围绕大数据支撑数字信贷（重点立足低于银行年化利率的消费分期贷款+短期小额贷）；
- 3) 2016 年业务将成型，独立融资估值过 10 亿美金；
- 4) 2017 年-2018 年产生利润。

5、视频娱乐

视频娱乐是今年公司将要重点上线的项目。社交媒体新趋势是，移动时代文字将会弱化，取而代之的是图片、视频等。16 年上线的视频项目预计 DAU 超过 1,000 万，17 年取得 10 亿元的利润，对标公司为 YY。

图表 5. 公司视频项目与 YY 对标

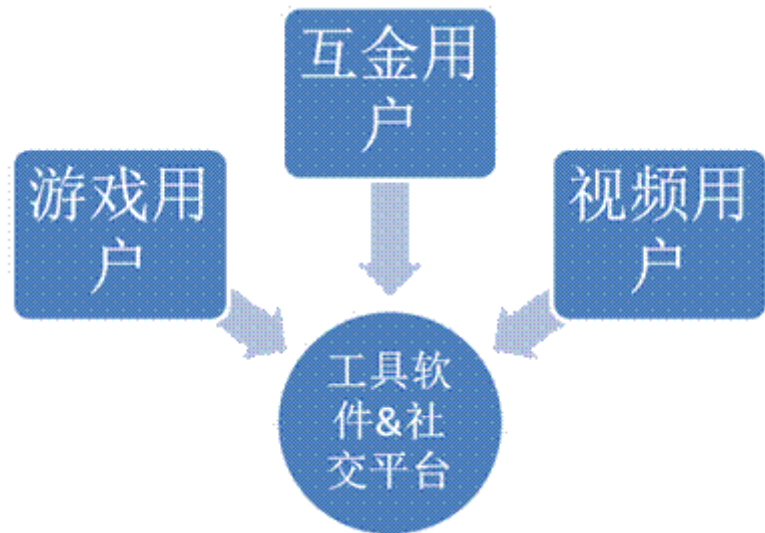
视频项目	YY
2016 年 DAU 过 1000 万	EBITDA=8-10 亿
2017 年 10 亿人民币利润	市值=30 亿美金
	如果回归 A 股市值=80 亿美金

资料来源：昆仑万维，中银证券

三、公司未来业务展望

未来 5 年公司整体的发展目标是，工具软件和社区平台构建 5 亿用户基数（5 亿 MAU）的强互动平台，在此基础上重点做游戏、互联网金融和视频娱乐。公司预计 2020 年做到 10 亿美金的净利润。其中，2017 年之前，公司各个业务板块将独立发展，2018 年开始重点做 5 个业务板块的整合和协同。其中整合的空间很大，例如：映客技术和产品做 grindr 视频，1 年时间多赚 2 亿没问题。

图表 6. 公司未来 5 年发展目标概览



资料来源：昆仑万维，中银证券

2016 年业务展望主要关注的几大要素：

- 1) Opera 整合成功&并表
- 2) 社区类目标项目并购成功
- 3) 视频项目进展顺利达到 1,000 万 DAU
- 4) 互联网金融 2016 年在日韩有实质性进展

2017 年业绩展望：全面展露国际化互联网姿态

图表 7. 2017 年业绩展望（预测值）

业务类型	备考业绩 (\$)	持股比例(%)	业绩贡献 (\$)
工具软件 (Opera)	2.0 亿	70	1.4 亿
社交 (Grindr)	0.5 亿	60	0.3 亿
游戏+影视	1.0 亿	100	1.0 亿

资料来源：昆仑万维，中银证券

Q&A:

Q: Opera 作为国外团队，如何进行文化融入和整合？

A: 敢收的原因主要是公司能够控制管理这个团队，团队很勤奋，根正苗红底子好。

- 1) **股权激励：**对方团队只有 1% 股份，管理团队有很强的激励渴望，我们给 10%。
- 2) **打感情牌：**Opera 里面很多中国人，可以作为传话筒，交流方便。
- 3) **提供平台：**Opera 移动浏览器一直走在创新最前沿，14 年提出 social border 概念，而昆仑要把这一产品落地。浏览器是很好的能够跨平台使用的，跨社交网络的工具。激发对产品成就感的追逐，因此有把握带好这个团队。

此外，公司做互联网有多年的经验，有信心做好 Opera 业务。

Q: 竞争格局上来看, 全球浏览器市场势头不是特别旺, 公司用相对高溢价买来, 是否是希望产生高经营溢价?

A: 公司从来不做买利润的收购, 而是希望 5-10 倍, 我们不考虑资本市场的溢价, 而是经营上的溢价。

Q: 5 个业务线中每个业务都是几百亿市场空间, 加起来能有 2,000-3,000 亿空间, 公司预计 2020 年产生 10 亿美金净利润, 17 年预计实现 15-18 亿元, 16 年备考业绩的体量? 解释下备考业绩的概念, 有多少来自上市公司的报表。

A: 公司做 2017 年备考利润是因为 Opera 并表时间不确定, 如果 17 年 Opera 全部并表的话就是整体利润。公司在未来 5 年之内, 平台 (工具、社区) +3 条线 (游戏+互联网金融+视频娱乐) 的战略目标不会改变。16-17 年 5 条线独立发展, 18 年起开始整合。

Q: 三条主线是过去一年半新展开的, 涉及管理边际扩大问题, 介绍下公司管理团队和人才培养情况? 如何看待网络上传的昆仑会变成下一个人人或盛大?

A: 我们肯定不会变成一家投资公司, TMT 领域不做投资就缺乏对未来变化的适应。公司团队执行力很强, 不会成为网络所说的人人或盛大。

Q: 业务的协同效应主要在哪些方面展开?

A: 协同没法一下子讲清楚, 但我们有方法。我们的协同会不断学习行业里面做的很好的公司的协同效应。例如, 浏览器方面, 很多协同可以跟 360 学习, 先推 360 安全, 然后在获得用户基础上推浏览器, 而推 360 安全的成本远低于推浏览器成本。

Q: 主线业务做游戏, 公司在 VR 方面与游戏的结合的规划?

A: 目前 VR 企业的成本都太贵, 成长空间有限。公司在 VR 方面将布局两块: 1) 投做 VR 秀场的公司, 将类似 yy 视频变成 VR 模式去经营; 2) 做二次元的 VR 虚拟形象公司。

Q: 公司在不断做收购, 投资整个业务蓝图需要的资金及来源?

A: 总共需要 100 亿左右资金。来源三个: 1) 定增批 25 亿, 2) 从战略投资者获得 30 亿, 3) 40 亿银行贷款。

Q: 关于映客, 市场上视频直播同质性很强, 映客怎么保持竞争优势?

A: 映客属于平台性业务。平台性业务先发优势很重要, 先把用户圈过来, 发展到一定规模后就不容易被超越。视频直播最后市场上会只剩下两三家, 而映客有 80-90% 的概率会成为其中的一家。

映客移动端做的很好主要是 CEO 对产品定位很准确, 只定位于个人用户, 拒绝一切小团体、工会等形式, 一旦发行团队、工会形式会直接封号。而 yy 平台多数靠工会、团体, 做出改变很难。

Q: 公司“平台+三项业务变现”的商业模式中, 用户属性是否适合三项变现? 例如 gridr 的用户群很细分。

A: 我们的 MAU 很大, 游戏、视频、金融都是大众属性的变现形式, 因此 match 没有很大问题。公司具备 5 亿 MAU 的基础, 协同效应无需怀疑。另外, 社区方面, 公司下半年会投资一个大众属性的社区, MAU 在 1 亿左右。

Q: Opera 收购方面, 360 只占 30%左右股权, 并不控股, 为什么会参与这次并购?

A: 主要是基于对方对我们的信任和欣赏。我们和 360 合作的第一个项目摩比神奇中, 我们只占 46%, 他们占 54%为控股方, 在这一项目中, 昆仑万维运营的非常成功。因此, Opera 作为两公司合作的第二个项目, 对方对我们充满信任和支持。

Q: 公司的很多投资项目是偏 C、D 轮, 是否意味着这些标的本身走下坡路了, 才这么低估值?

A: 我们认为自己是战略投资者, 机构投资者或财务投资者肯定认为这些标的是不值钱的。我们有能力利用已有的行业支持、经验、团队、资源, 让标的公司业务发生显著改善。

Q: 刚才提到通过 Opera 浏览器和社区建立 5 亿用户的平台, 公司希望抓住用户的哪些需求点?

A: 社交化需求 (Social), 即如何在社交网络上高效阅读、下载、分享、购物等, 提高用户做这些事情的效率的需求。

Q: 在移动化普及的情况下, Opera 等浏览器是否会成为常用入口?

A: 移动时代浏览器份额会下降, 过去 5 年下滑很快, 但现在已经基本跌到底了。很多互联网需求依然需要浏览器来满足。

Q: 游戏与影视的合作模式, IP 衍生情况?

A: 游戏方面, 公司从去年 2 季度开始决定所有游戏研发项目都必须带 IP。在具体方向上:

1) 动漫: 包括国际化动漫 (未来会与日本顶级动漫公司合作)、国漫第一品牌 (周洪滨的《偷腥九月天》);

2) 文学: 《脱骨香》 (网络剧、电影、动漫、游戏都会参与), 不仅拿 IP 游戏授权, 也会有影视方面授权。网剧项目会投拍 (与慈文合作)。

3) 游戏: 《艾尔战记》 (来自韩国端游 IP), 与大宇合作的 IP (轩辕剑、仙剑、大富翁、天使帝国、明星志愿等) 都有优先权 (影视、动漫、游戏等)。

总结来看, 第一, IP 获取上不仅拿游戏, 而是动漫化、影视化等一系列的过程; 第二, 会关注国际化, 例如日本动漫、与台湾大宇合作等, 欧美方面未来也会有计划。

Q: Opera 协议中规定, 公司退出得到 2019 年以后, 按照现在的架构不能并表, 而刚才提到 17 年备考并进来是否意味着 17 年之前还会继续收购?

A: 预计 Opera2017 年可以并表。

Q: 公司总目标是 MAU 5 个亿, Opera 是 3.5 亿, 公司为什么不去关注国内 10 亿网民空间而是主要面向海外市场?

A: 团队基因主要在海外, 除非出现重大机遇和转变, 团队没有能力在中国在 2020 年做到 10 亿美金。但我们有 50% 概率在海外做到 10 亿。国内互联网市场是世界竞争最激烈的市场, 我们认为自身没有能力在国内竞争。

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内容发表。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) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关机构:

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) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

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) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

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) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371