

公司评级：买入（首次覆盖）

收盘价（元）	22.1
目标价（元）	28.5
上次目标价（元）	不适用

冯钦远 执业证书编号：S1100513040002  
研究员 8621-68595186  
fengqinyuan@cczq.com

欧阳宇剑 执业证书编号：S1100517020002  
研究员 8621-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 川财证券研究所

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

## 游戏业务爆发，互联网平台持续推进

——昆仑万维（300418.SZ，买入）首次覆盖

## 核心观点

- ❖ **全球移动游戏将全面进入精品游戏竞争。**随着海外游戏市场的逐渐成熟，2016年海外市场仅东南亚地区增速没有下滑，我们认为在未来的一到两年内，全球各市场地区将全面进入精品游戏竞争。
- ❖ **地方棋牌游戏：看好熟人社交的房卡模式。**从盈利角度来看，我们认为基于熟人社交的房卡模式，在客户体验、公司盈利以及风险控制上是最优组合结果。
- ❖ **受益于以下三点昆仑游戏业务爆发。**1、2017年自研授权IP手游上线；2、16年收购闲徕互娱为通过安全认证的房卡模式领先者；3、棋牌游戏研发很重要，昆仑提供强有力的支撑。
- ❖ **全球化流量平台持续推进。**1、投资Opera，获取全球流量平台，抓紧转型浪潮，打造内容平台；2、全球社交平台Grindr持续火爆；3、海外应用分发商店1Mobile进入业绩爆发期。
- ❖ **通过投资保持公司始终处于互联网发展浪潮中，趣店赴美上市有望带来股权价值大幅上升。**
- ❖ **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级**
  - 1) 公司游戏业务研运一体模式走入正轨，与闲徕互娱强强联合，通过强大研发实力帮助闲徕在地方特色棋牌游戏市场持续扩大市场份额，预计游戏业务在2017年大幅爆发；
  - 2) 平台业务月活跃达到3.7亿，成为世界领先的互联网流量入口。1Mobile月活跃用户为1400万，Grindr月活跃用户为700万，Opera月活跃用户为3.5亿；
  - 3) 随着公司游戏以及平台业务的逐步打通，我们预计公司2017、2018和2019年的EPS分别为0.9元、1.05元和1.25元，对应PE分别为24.4X、20.9X和17.6X，给予2018年25X估值，对应市值304亿；
  - 4) 假设趣店成功上市，以估值25-50亿美金估算，公司持有的趣店股权价值将达到30-60亿左右，因此对应公司目前合理市值为330-360亿，当前市值仅为250亿元，给予“买入”投资评级；

## 目 录

昆仑万维：全球互联网平台 .....	5
全球移动游戏将全面进入精品游戏竞争 .....	6
中国游戏厂商竞争力全球领先，北美地区尚待开拓 .....	8
地方棋牌游戏：看好熟人社交的房卡模式 .....	9
看好熟人社交的房卡模式 .....	10
游戏币模式：最受欢迎但存在一定风险（体验较好、盈利能力强） .....	12
比赛模式：竞技体验孕育竞技文化（体验度中等、盈利能力较差） .....	12
房卡模式：基于熟人社交拓展（体验度中等、盈利能力中等） .....	13
昆仑游戏与闲徕互娱强强结合 .....	14
昆仑游戏：2017 年自研授权 IP 手游上线 .....	14
闲徕互娱：通过安全认证的房卡模式领先者 .....	16
棋牌游戏研发很重要，昆仑提供强有力的支撑 .....	18
全球化流量平台持续推进 .....	18
投资 Opera，获取全球流量平台，抓紧转型浪潮，打造内容平台 .....	18
全球社交平台 Grindr 持续火爆 .....	20
海外应用分发商店 1Mobile 进入业绩爆发期 .....	21
通过投资保持公司始终处于互联网发展浪潮中 .....	21
趣店赴美上市有望带来股权价值大幅上升 .....	22
投资建议 .....	24
风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1:	四大产品板块 .....	5
图 2:	昆仑万维围绕互联网业务不断升级 .....	6
图 3:	手机游戏已成为公司最大业务 .....	6
图 4:	昆仑万维快速成长 .....	6
图 5:	至 2016 年公司归母净利润为 5.31 亿元 .....	6
图 6:	移动游戏为游戏市场主要驱动力 .....	7
图 7:	亚太地区移动市场规模占全球 56.1% .....	7
图 8:	全球移动游戏行业增速下滑 .....	7
图 9:	各国游戏行业规模增速 .....	7
图 10:	仅仅只有东南亚地区市场格局未稳 .....	7
图 11:	中国游戏竞争力大幅提高 .....	8
图 12:	中国游戏海外出口占比不断提升 .....	8
图 13:	中国移动游戏厂商研发、发行水平已经达到全球领先水平 .....	8
图 14:	中国移动游戏公司市场份额在北美仍有提升空间 .....	8
图 15:	北美及日本游戏公司股份对比 .....	8
图 16:	县级市和乡镇村的核心用户 TGI 较高 .....	9
图 17:	中国棋牌游戏市场规模为 58.6 亿元 .....	9
图 18:	中国地方特色棋牌游戏目的 .....	10
图 19:	中国地方特色棋牌用户行为习惯 .....	10
图 20:	63% 的人是与朋友在线上打牌 .....	11
图 21:	地方特色棋牌游戏用户新游认知主要通过朋友之间交流推荐 .....	11
图 22:	中国地方特色棋牌游戏用户付费内容 .....	11
图 23:	银商代理 .....	12
图 24:	JJ 比赛用户数量不断增长 .....	12
图 25:	JJ 比赛用户数量参与者众多 .....	13
图 26:	三级返利方案 .....	14
图 27:	房卡模式 .....	16
图 28:	2016 年 6-11 月闲徕 DAU 不断增加 .....	17
图 29:	Opera 交易结构图 .....	18
图 30:	工具平台与内容平台估值差异较大 .....	19
图 31:	Grindr 产品 .....	20
图 32:	Grindr 日排名位于畅销榜前列 .....	20
图 33:	Grindr 营业收入大幅增长 .....	20
图 34:	Grindr 目前主要以扩大用户量为主 .....	20
图 35:	1mobile 月活跃用户数量为 1400 万 .....	21
图 36:	软件应用商店进入业绩爆发期 .....	21
图 37:	趣店产品界面 .....	22
图 38:	趣店财务数据（万元） .....	22

表格 1:	公司目前重点在运营产品 .....	14
表格 2:	公司 2017 年手游业务项目 .....	15
表格 3:	闲徕互娱经营情况 .....	17
表格 4:	公司当前持有标的以及估值情况 .....	21
表格 5:	趣店与美国专注学生助学贷款的 SoFi 对比 .....	23

## 昆仑万维：全球互联网平台

公司从游戏厂商向互联网平台型公司转型，聚焦“打造海外领先的社交媒体和内容平台”这一发展战略形成四大产品板块，并通过构建集团大数据系统驱动各板块产生协同效应。

- 1、以昆仑游戏和闲徕互娱（于 2017 年 2 月并表）为核心的移动游戏平台业务；
- 2、以 1Mobile 和 Brothersoft 为核心的海外软件商店平台业务；
- 3、以 Opera 新闻信息流（尚未纳入合并报表范围）为核心的社交媒体业务；
- 4、以全球社交平台 Grindr（2016 年 4 月并表）为核心的亚文化社交媒体业务。

同时，公司通过对外投资等手段保持着对互联网前沿趋势的敏锐嗅觉，从移动游戏到互联网工具、视频直播、亚文化领域、人工智能等方向，瞄准互联网的巨大增量空间，进行精准卡位。

图 1：四大产品板块



资料来源：公司公告，川财证券研究所

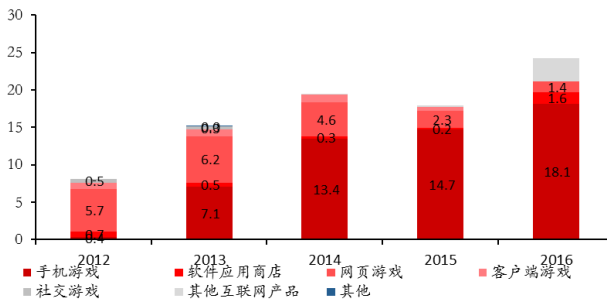
公司 2016 年营业收入 24.25 亿元，同比增长 36%；归母净利润 5.31 亿元，同比增长 31%，扣非后归母净利润 5.27 亿元，同比增长 114%，2017 年一季度净利润为 1.92 亿元，同比增长 98%，公司预计上半年净利润同比增长 56%-84%。

我们认为业绩增长主要来自：

- 1、公司继续稳步推进移动端精品游戏的研运一体模式。公司于 2016 年上线的自研代表作《神魔圣域》，在报告期内继续向全球多个国家和地区发行，在海外市场尤其是欧美和韩国等地区表现亮眼；

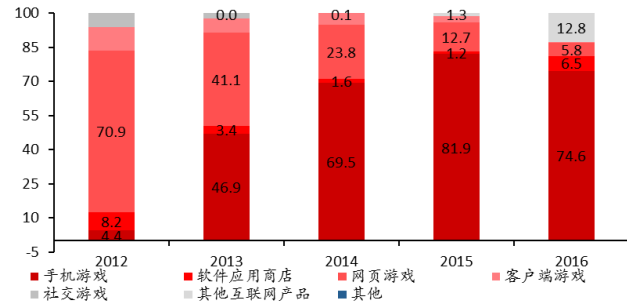
2、公司完成对闲徕互娱网络科技有限公司的收购，并于2月份纳入合并报表范围。闲徕互娱与公司丰富的网络游戏发行资源形成明显的协同效应，报告期内显著增厚公司的收入与利润。

图 2： 昆仑万维围绕互联网业务不断升级



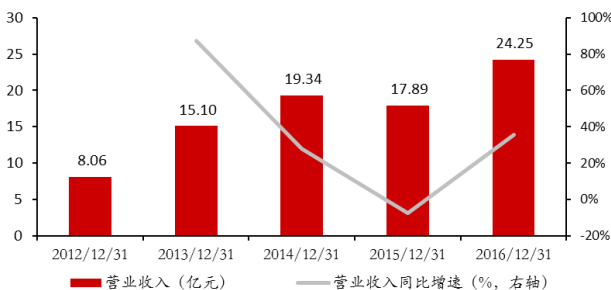
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 3： 手机游戏已成为公司最大业务



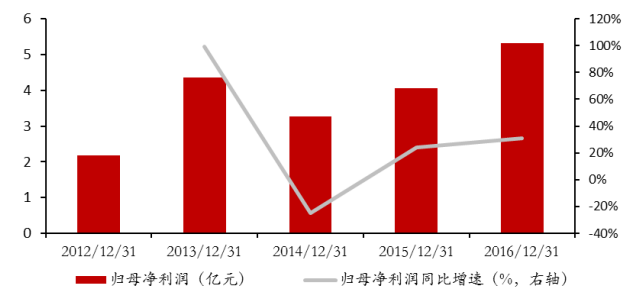
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 4： 昆仑万维快速成长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 5： 至 2016 年公司归母净利润为 5.31 亿元



资料来源：公司公告，川财证券研究所

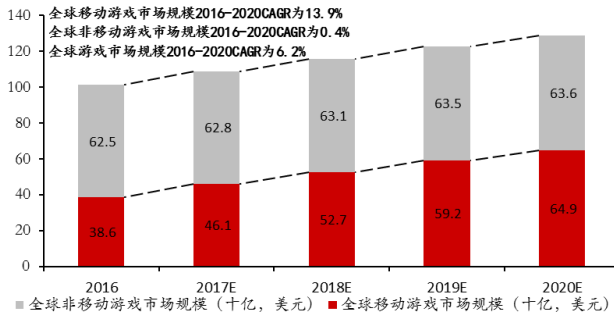
## 全球移动游戏将全面进入精品游戏竞争

据 Newzoo 数据显示，2016 年全球游戏行业市场规模为 1011 亿美金，预计全球游戏市场未来将继续保持 6.2% 以上的年复合增长率，至 2020 年达到 1285 亿美元，其中移动游戏市场规模为 386 亿美金，占总规模 38%；预计 2016-2020 年移动游戏市场规模将达到 649 亿美金，占总规模 51%，2016-2020 年复合增长率达到 13.9% 远超非移动游戏市场，成为游戏行业主要驱动力。

从全球移动游戏市场来看，2016 年四大区域的移动游戏行业增速都低于 30%，亚太地区是全球最大移动游戏市场，行业规模达到 216 亿美金，占全球移动游戏市场规模 56.1%，其中中国、日本以及韩国分别占亚太地区 46%、28% 以及 9% 的市场份额，

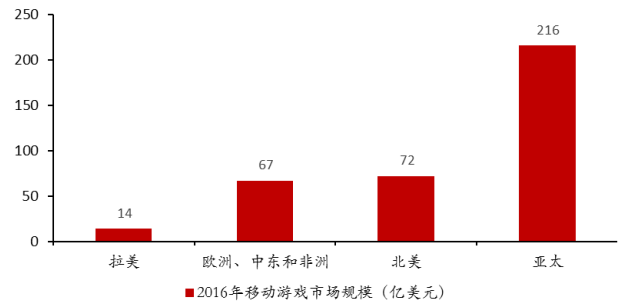
随着海外游戏市场的逐渐成熟，2016年海外市场仅东南亚地区增速没有下滑，我们认为在未来的一到两年内，全球各市场地区将全面进入精品游戏竞争。

图 6： 移动游戏为游戏市场主要驱动力



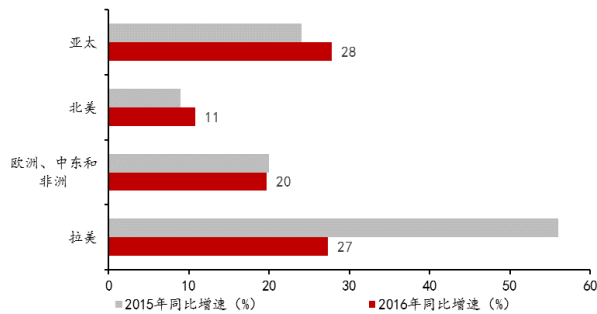
资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

图 7： 亚太地区移动市场规模占全球 56.1%



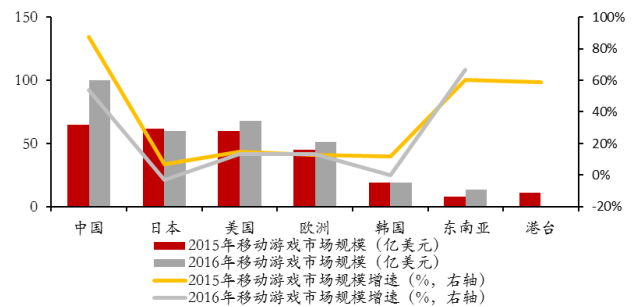
资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

图 8： 全球移动游戏行业增速下滑



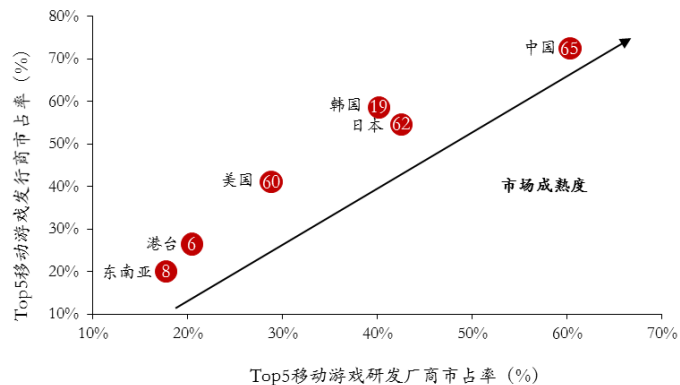
资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

图 9： 各国游戏行业规模增速



资料来源: Newzoo, 川财证券研究所

图 10： 仅仅只有东南亚地区市场格局未稳



资料来源: App Annie, Fiksu, Newzoo, 易观智库, 川财证券研究所

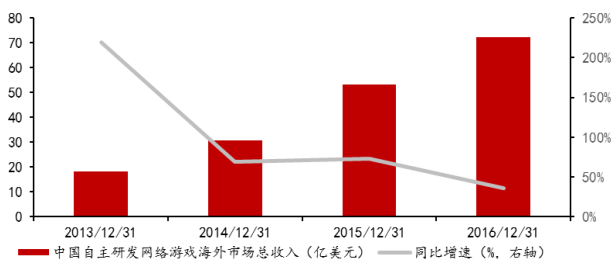
注: 红圈内白色字体为2015年该地区移动游戏市场规模 (亿美元)



## 中国游戏厂商竞争力全球领先，北美地区尚待开拓

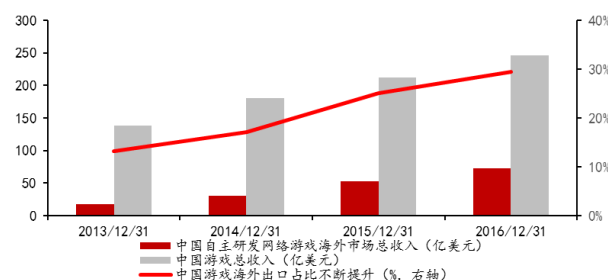
2016 年中国自主研发游戏海外市场销售收入为 72.3 亿美元，同比增速为 36.2%，占同期中国游戏总收入的 29%，中国游戏在全球市场中竞争力提升明显。从各地区市场来看，中国游戏厂商已有相当数量厂商在移动游戏领域的研发、发行水平已经达到全球领先水平，尤其是在东南亚地区，而北美移动游戏市场非常开放，非北美移动游戏公司在北美市场上占比为 43%，而中国游戏公司目前在北美市场的份额仅占比 3%~4%，相对较低。对中国的游戏公司而言，北美市场是一个很大的潜在市场。

图 11：中国游戏竞争力大幅提高



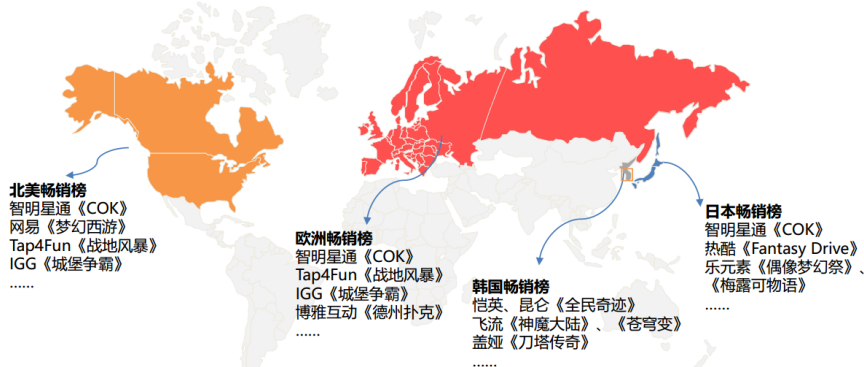
资料来源：GPC、IDG 和 CNG，川财证券研究所

图 12：中国游戏海外出口占比不断提升



资料来源：GPC、IDG 和 CNG，川财证券研究所

图 13：中国移动游戏厂商研发、发行水平已经达到全球领先水平

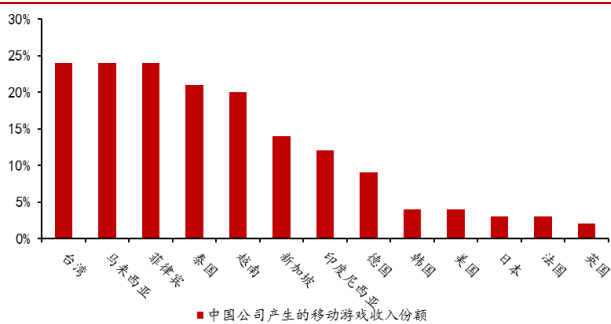


资料来源：易观智库，川财证券研究所

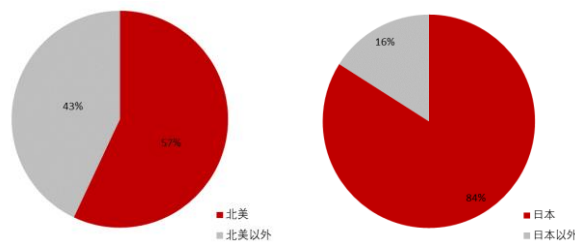
图 14：中国移动游戏公司市场份额在北美仍有提升空间

图 15：北美及日本游戏公司份额对比





资料来源: newzoo, 川财证券研究所



资料来源: newzoo, 川财证券研究所

## 地方棋牌游戏：看好熟人社交的房卡模式

棋牌游戏在 PC 时代主要集中在几个大的平台里，比如腾讯的 QQ 游戏平台，而在移动互联网中没有任何棋牌 App 能够做出和容纳所有的地方棋牌，大量棋牌游戏不同的地方规则带来的细分市场机会，例如本地麻将，这种细分市场给移动互联网新公司带来新机遇。

棋牌游戏市场可分为两大类，全国性棋牌游戏市场以及地方性棋牌游戏市场。

全国性的产品规则全国通用较为简单，目标用户为数量庞大的全国用户，需要大量的流量导入以及比赛模式维护用户，而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、博雅互动和波克城市等；

地方性棋牌游戏则产品和运营都具有高度本地化的特征，且品类丰富，地方特色棋牌游戏在娱乐活动较少的三四线城市以及农村地区极受欢迎，县级市和乡镇村的核心用户 TGI 较高，在三四线城市推广产品则需要大量的代理进行地推，而腾讯等全国性棋牌游戏厂商的长项在于产品，因此地方性的棋牌游戏公司抓住机会推出精准符合地方玩法的棋牌游戏，从而通过渠道下沉牢牢地抓住地方性市场。

图 16：县级市和乡镇村的核心用户 TGI 较高

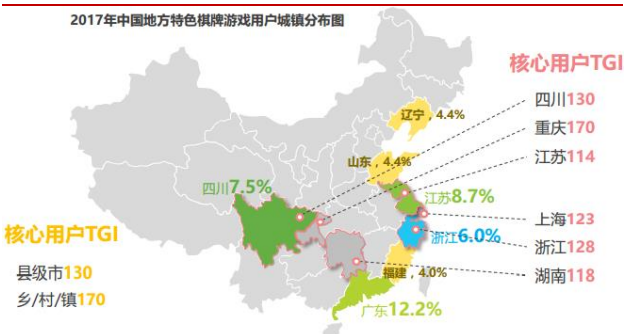
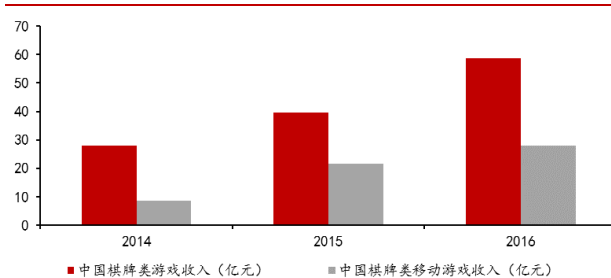


图 17：中国棋牌游戏市场规模为 58.6 亿元



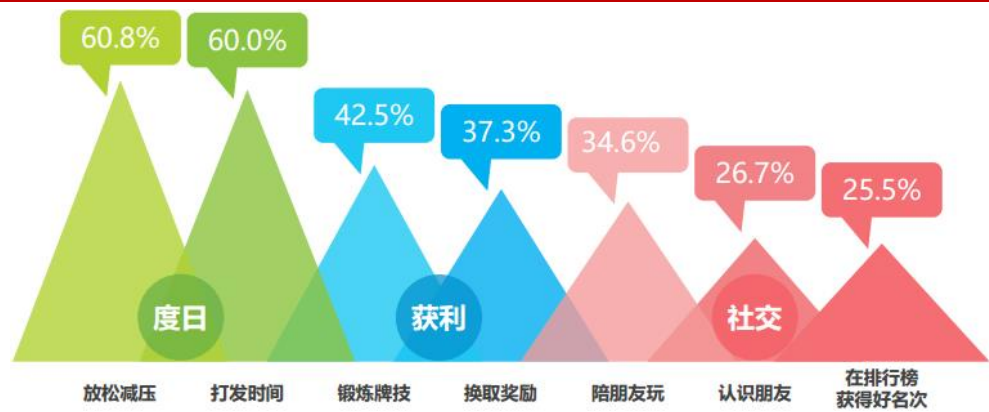
资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

资料来源：CNG，川财证券研究所

## 看好熟人社交的房卡模式

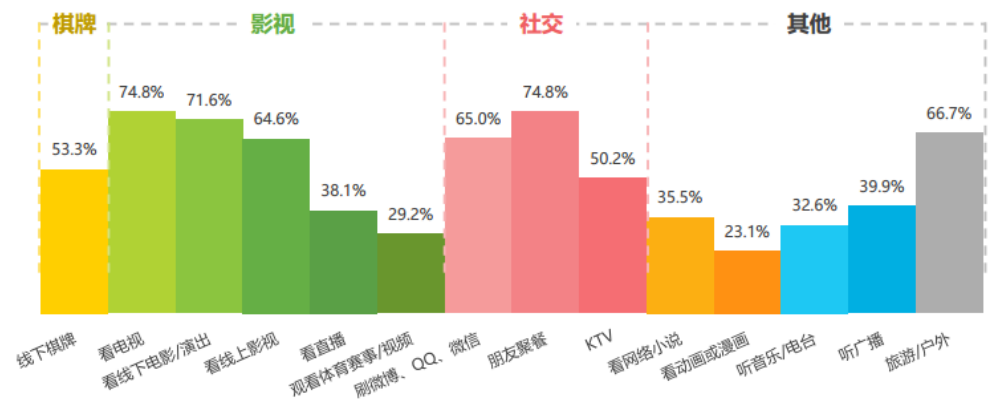
地方特色棋牌类游戏作为一种休闲类游戏，用户主要用来放松减压和打发时间，并且中国地方特色棋牌游戏用户的娱乐活动多在视频和社交方面，并且经常进行线下棋牌活动的用户占比略高于五成，说明一半左右的用户会同时在线上和线下玩棋牌游戏，所以我们认为地方特色棋牌游戏用户天然适合通过社交进行传播，同时中国地方特色棋牌游戏用户新游认知中有 46.6%是通过朋友之间交流推荐是所有认知渠道中占比最高的。

图 18：中国地方特色棋牌游戏目的



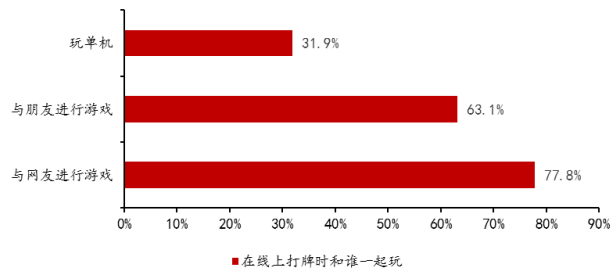
资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 19：中国地方特色棋牌用户行为习惯



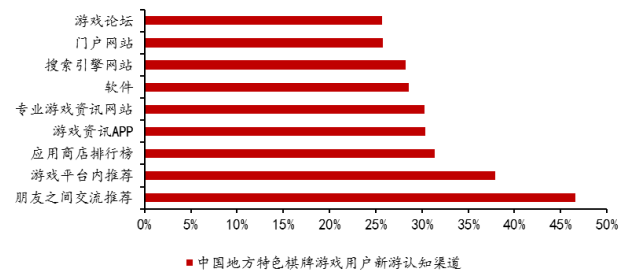
资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 20: 63%的人是与朋友在线上打牌



资料来源: 艾瑞咨询, 川财证券研究所

图 21: 地方特色棋牌游戏用户新游认知主要通过朋友之间交流推荐

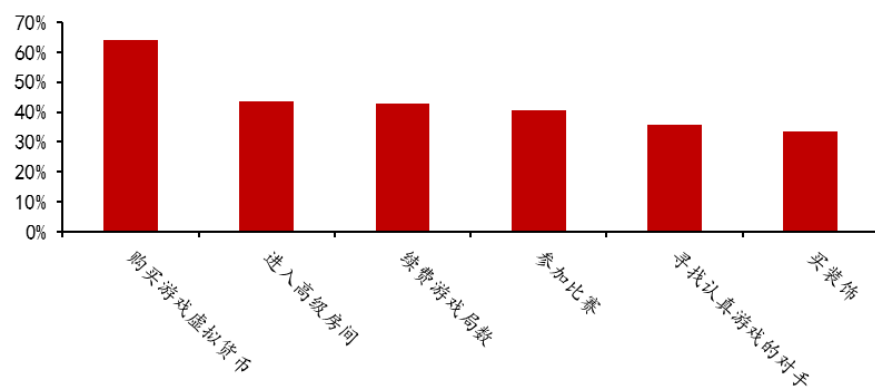


资料来源: 艾瑞咨询, 川财证券研究所

从盈利角度来看, 我们认为基于熟人社交的房卡模式, 在客户体验、公司盈利以及风险控制上是最优组合结果。

- 1、从客户体验上来看, 客户依次倾向于度日、获利、社交;
- 2、从公司盈利角度来看, 棋牌游戏的付费点大致为三种, 购买游戏币、续费游戏局数以及参加比赛, 我们从用户付费内容比例看出, 购买游戏币以及进入高级房间占比最高, 续费游戏局数为次要, 参加游戏比赛以及寻找认真游戏的对手为最少;
- 3、从风险控制角度来看, 风险最小的依次为房卡模式、比赛模式、游戏币模式。

图 22: 中国地方特色棋牌游戏用户付费内容



资料来源: 艾瑞咨询, 川财证券研究所

### 游戏币模式：最受欢迎但存在一定风险（体验较好、盈利能力强）

游戏币模式，即线上随机组局，玩家与玩家之间基本不认识，游戏中设置有虚拟游戏货币，玩家通过充值，从代理手中或者在平台得到游戏币，在游戏过程中，平台会有抽水（类似腾讯每玩一局系统自动扣去一部分欢乐豆），获得大量游戏币后，玩家可以选择在商城中兑换物品，比如话费卡等等，另一方面游戏中存在专业倒卖倒卖游戏币的群体，这将导致传统金币模式的棋牌游戏存在一定风险。

图 23：银商代理

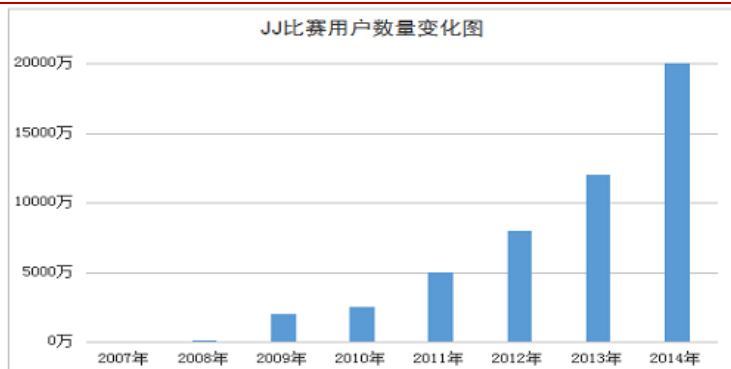


资料来源：网络资料，川财证券研究所

### 比赛模式：竞技体验孕育竞技文化（体验度中等、盈利能力较差）

比赛模式是将传统的三、四人一起的棋牌游戏，变成了三百人、三千人、三万人一起同场比赛，用户追求荣誉以及胜利后的奖励，游戏目标由打发闲暇时间变化为获利，一方面使比赛模式具有更高的可玩性，另一方面提升用户在棋牌游戏中的独一无二的竞技体验。

图 24：JJ 比赛用户数量不断增长



资料来源: JJ 比赛, 川财证券研究所

线上线下的运营带来竞技文化。以JJ比赛为例，比赛模式有多种运营方式，例如通过线上渠道、产品联运、资源互换和实体店面等等合作，使得用户在平台上每天进行比赛，满人开赛，最高在线达到70万人同时参加一场比赛，最终发展成一种比赛文化，人们不再是以输赢来论，最后玩家互相之间的比较是取决于是否获得比赛冠军。

图 25: JJ 比赛用户数量参与者众多



资料来源: JJ 比赛, 川财证券研究所

### 房卡模式：基于熟人社交拓展（体验度中等、盈利能力中等）

房卡模式的棋牌游戏模式为玩家通过社交账号一键登陆，购买房卡，创建房间，邀请好友，朋友圈分享战绩，战绩回放。在游戏中开设“房间”需要房卡进行费用支付，每张卡费用固定，每一次创建房间扣除房卡产生消耗，用户一旦没房卡便会购买，游戏运营方通过生产和销售房卡进行盈利，每局游戏的输赢在玩家之间进行结算，流水不经过公司。

而之所以房卡模式在行业内发展迅速是因为很多公司采用了类似于微商三级分销的

体系（闲徕只有代理商没有等级差别），能够使得游戏代理及推广法直接获利，游戏代理分两种，一种是销售代理，一种是推广代理。销售代理通过发展玩家，销售房卡获得差价利润。推广代理通过发展玩家，玩家通过游戏产生购卡行为，由游戏运营方返利给推广代理，目前主流的返利方案为三级，即A发展B，A获得B消耗返利，B发展C，A、B获得C消耗返利。

图 26：三级返利方案



资料来源：百家号《小型游戏》，川财证券研究所

## 昆仑游戏与闲徕互娱强强结合

### 昆仑游戏：2017 年自研授权 IP 手游上线

昆仑万维初期主营业务主要为网页游戏研发和海内外运营，之后公司及时调整发展方向，积极介入移动游戏领域，2012 年代理《部落冲突》游戏，业务从页游拓展至手游发行，2015 年公司在创业板上市并于 2015 年由手游发行向研发一体模式转型，推出《艾尔战记》、《无双剑姬》等无 IP 的自研手游，并不断储备 IP 资源如《仙剑奇侠传》《轩辕剑》《大富翁》等，2017 年预计有 7 款以上自研授权 IP 手游上线，预计 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》、《神泣》。

表格1： 公司目前重点在运营产品

序号	游戏名称	游戏类型	首发日期	上线版本	运营模式
1	无双剑姬	ARPG	2015 年 4 月	海外版	研运一体
2	艾尔战记	格斗	2016 年 1 月	简体中文、英文、俄文等	研运一体



3	神魔圣域	ARPG	2016年7月	简体中文、繁体中文、韩文、欧美各语言、东南亚各语言、拉美各语言等	研运一体
4	部落冲突：皇室战争	卡牌	2016年3月	简体中文	代理发行
5	全民奇迹	ARPG	2015年4月	英文、印尼等	代理发行
6	太极熊猫2	RPG	2016年7月	英文、繁体中文、东南亚等	代理发行
7	梦三国	MOBA	2015年12月	简体中文、繁体中文	代理发行
8	六龙争霸3D	MMO	2016年5月	东南亚	代理发行

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**表格2： 公司 2017 年手游业务项目**

游戏名称	游戏类型	IP 介绍	预计上线时间	发行地区	类似产品
《终结者 2》	SLG	豆瓣 8.5 分	2017 年第二季度	全球	《列王的纷争》
《偷星九月天》	ARPG	《偷星九月天》连载的时间长达 8 年；累积销量 5000 万册，是国产漫画的记录，同时它在动漫贴吧的活跃度极高，偷星主贴吧有近 2000 万贴	2017 年第二季度	全球	《崩坏学院》、《秦时明月》
《死神》	ARPG	与海贼王、火影忍者并称日漫三大巨头	2017 年第三季度	东南亚、中国、韩国及港台地区	《火影忍者》、《阴阳师》
《轩辕剑汉之云》	MMO	由大宇授权，昆仑游戏进行“游-影-游”的新模式联动，即先有单机游戏，拥有庞大用户基础，然后影视公司拿到版权开发成影视剧，再由昆仑游戏推出手机游戏。这将是轩辕剑第一支重度 MMO 手游。	2017 年第三季度	全球	无，轩辕剑第一支重度 MMO 手游
《洛奇》	MMO	《洛奇》是韩国著名游戏开发公司 Nexon 历时三年自主开发的端游，《洛奇》在日本、北美等地网游排行榜前五（截止 2011 年）	2017 年第四季度	全球	
《希望 OL》	MMO	《希望 OL》是国内较早的 3D 视角卡通端游，在国内运营已超过十年，是很多中国玩家的启蒙游戏。面世之初，这款游戏便凭借卡通恶搞的画风、人性温馨的交互玩法、丰富的情侣系统、炫酷的 Combo 战斗系统脱颖而出	2017 年第四季度	全球	《RO 仙境传说》
《神泣》	MMO	女神伊泰安所创造的神之大地上，光之同盟与愤怒联合两大阵营，由于不同信仰所引发的战争。发行于	2017 年下半年	全球	



2006 年

资料来源：公司公告，网络资料，川财证券研究所

## 闲徕互娱：通过安全认证的房卡模式领先者

2016 年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，闲徕互娱为中国领先的房卡模式的“地方特色休闲竞技”游戏的研发商和发行商，闲徕互娱凭借其产品研发的高效、运营服务的高质量 and 通过代理商的推广策略有针对性的迅速打开地方市场，成为房卡模式领先者。闲徕互娱已正式导入 ISO27001 权威安全认证，成为国内棋牌游戏行业中第一家获得认证资格的企业。目前，在我国通过该认证的企业集中在银行、证券和保险等行业，棋牌游戏领域尚属首次。

图 27：房卡模式



资料来源：广西闲徕麻将，川财证券研究所

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，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，江浙沪和东三省等人口大省仍未进行市场开发，闲徕互娱的用户主要分布在二线以下城市，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。

闲徕互娱于 2016 年下半年业务爆发，2016 年 4-11 月营业收入为 4.01 亿元，净利润为 2.42 亿元。目前闲徕互娱 30 款游戏 APP DAU 为 400 万，ARPU 值为 1.5 元，我们

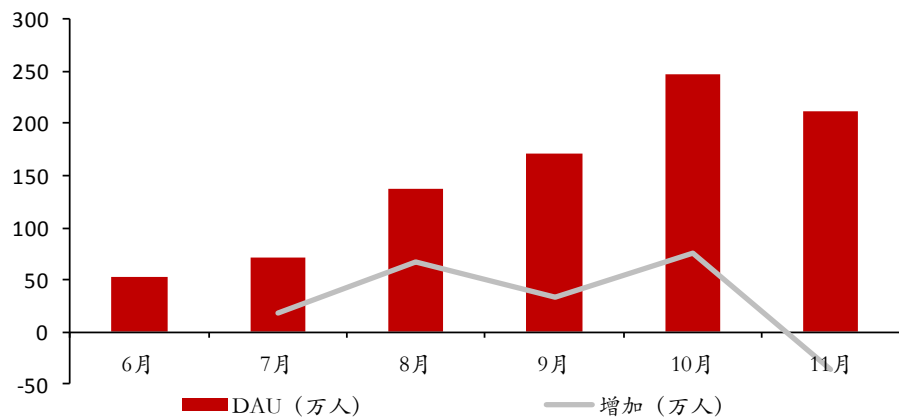
看好闲徕的房卡模式以及借助昆仑游戏的资源有望持续保持并提升市场份额，我们依据 ARPU 值 1.5 元进行估算公司 DAU，公司 2016 年 6 月-11 月平均每月 DAU 新增 32 万人，截至目前闲徕 DAU 已经达到 350-400 万人左右。

表格3： 闲徕互娱经营情况

2016	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
收入	24	32	62	77	111	95
毛利率	96%	98.80%	99.00%	99%	99.40%	98.70%
净利润	-1	4	41	75	90	75
净利率	-4%	13%	66%	97%	81%	79%
费用	24.0	27.6	20.4	1.2	20.3	18.8
费用率	100%	86%	33%	2%	18%	20%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 28： 2016 年 6-11 月闲徕 DAU 不断增加



资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 棋牌游戏研发很重要，昆仑提供强有力的支撑

棋牌从玩法角度上讲，的确没有什么可开发，产品基本相同，但游戏类产品如果没有强有力的技术团队，会受到非常多技术层面的困扰，用户流失会非常快，昆仑在研发方面造诣深厚，能够提供有力支撑。

目前来看大致有三个方面：

- 1、黑客攻击：在同质化严重的棋牌类产品中，假设产品的用户及收入达到一定量级后，必然容易遭到黑客攻击。如果没有自己的研发团队，仅靠高防服务器是不够的，一旦服务器崩溃，用户必定流失；
- 2、BUG：很多小作坊类的棋牌企业选择外包开发、或二次开发的产品，无法第一时间去修补BUG，等到外包团队去解决时，已经过了好几天，用户已经开始流失；
- 3、外挂、代码漏洞：其实棋牌外挂很多，有很多薅羊毛的用户或者提供源代码的企业通过外挂或者预留的代码漏洞等手段，不断获取游戏币来获利，给平台带来不必要的损失。

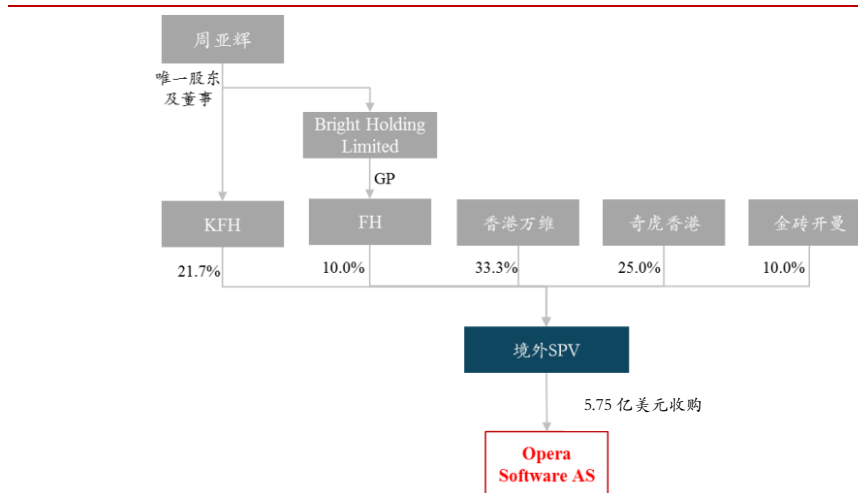
## 全球化流量平台持续推进

公司通过软件商店平台、社交平台以及浏览器工具搭建全球化流量平台，1Mobile 和 Brothersoft 为国际知名软件商店平台，Grindr 为全球社交平台，Opera 为拥有全球 3.5 亿用户的浏览器工具平台。

### 投资 Opera，获取全球流量平台，抓紧转型浪潮，打造内容平台

2016 年 11 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 5.75 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。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。

图 29：Opera 交易结构图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

**Opera 浏览器的地位及特色：**Opera 的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，下载视频可以节省 60%手机流量，适合低互联网消费的国家，如印度、俄罗斯、印尼等。根据 Statcounter 的数据，截至到 17 年 4 月，Opera 在 PC 端市场占有率为 2.1%，在移动端的市占率为 5%。

纵观浏览器市场，我们发现浏览器们都在转型进行“去工具化”，QQ 浏览器正从以往大众普遍的工具转型为内容聚合平台，一站式搞定工作、生活、娱乐等服务，在产品界面上摒弃了以往移动浏览器多主屏的方式，采用“自定义名站入口+四大分类信息 Tab”的方式为用户提供更直接的信息获取渠道。360 手机浏览器也在追赶内容聚合转型的大趋势，不仅为用户定制其专属的新闻资讯，还聚合直播功能。Opera 亦是如此，Opera 将打造数字新闻资讯平台 Opera News，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，借由内容平台再加入广告，Opera News 截止目前日活用户已达到 800 万。

图 30：工具平台与内容平台估值差异较大

平台性质	内容平台	工具平台正在转型做内容	工具平台正在转型做内容
平台名称	今日头条	猎豹整体	Opera
月活跃用户 (亿人)	1.75	6.23	3.5
日活跃用户 (亿人)	0.78	1.00	0.08(Opera News)
收入 (亿美元)		6.58	6.16
估值 (亿美元)	110	15	5.75

资料来源：公司公告，网络资料，川财证券研究所

## 全球社交平台 Grindr 持续火爆

2016年1月公司以9,300万美元收购美国社交网络 Grindr 61.53%股份，并于2016年4月合并报表。Grindr 是全球型社交平台，重点市场从美国和英国，扩大至北美、拉美、欧洲各国、东南亚等国家和地区。Grindr 2016年4-12月产生的净利润为3575万元，归母净利润为2200万元。自2010年至今，长期位列社交类畅销榜前列，月活跃用户较收购以来有大幅提升，Grindr 自2016年1月收购以来 DAU 从200万上升至300万+，MAU 达到700万。

图 31: Grindr 产品



资料来源：Grindr，川财证券研究所

图 32: Grindr 日排名位于畅销榜前列

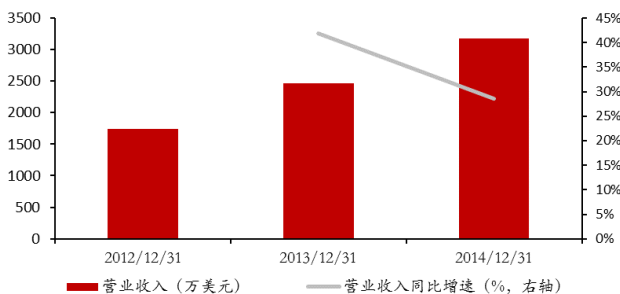
Grindr - Gay and same sex guys chat, meet and date

每日排名

国家/地区	排名	社交类
所有国家	0 =	1 =
国家的# — 排名达1	0 =	10 ¥2
国家的# — 排名达5	0 ¥2	49 ¥2
国家的# — 排名达10	54 Δ5	139 ¥1
国家的# — 排名达100	130 =	144 =
国家的# — 排名达500	135 ¥2	144 =
国家的# — 排名达1000		

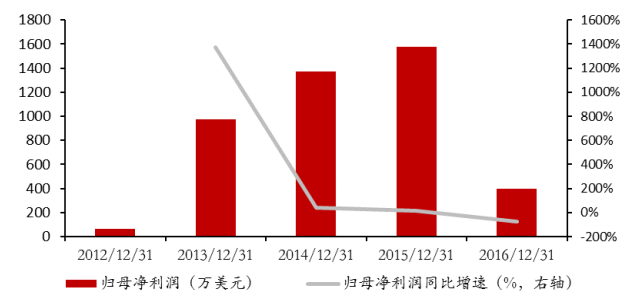
资料来源：App Annie，川财证券研究所

图 33: Grindr 营业收入大幅增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 34: Grindr 目前主要以扩大用户量为主



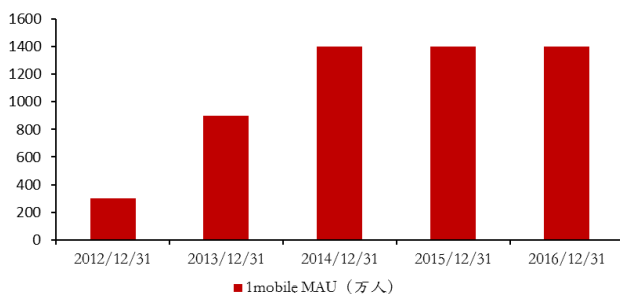
资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 海外应用分发商店 1Mobile 进入业绩爆发期

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，现在主要以 1Mobile 为主。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 20 种语言，目前月活跃用户数为 1400 万，月均分发突破 1.2 亿次。

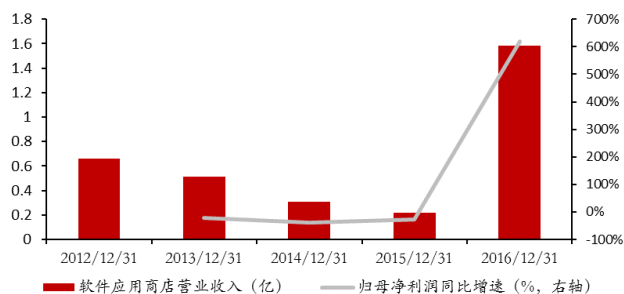
2016 年公司软件应用商店业务营业收入为 1.6 亿元，同比增长 620%，参考 1Mobile 月活跃用户的增长情况，我们认为公司软件产品逐渐已进入成熟期，未来将是软件产品变现的业绩爆发期。

图 35: 1mobile 月活跃用户数量为 1400 万



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 36: 软件应用商店进入业绩爆发期



资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 通过投资保持公司始终处于互联网发展浪潮中

公司上市以来，始终对互联网创新与发展保持着敏锐的嗅觉，无论是游戏主业、还是互联网相关产业，如直播、人工智能等都有所斩获，公司陆续投资趣分期、随手科技、银客、洋钱罐、映客等等众多互联网细分领域龙头企业。

表格4: 公司当前持有标的以及估值情况

标的名称	投资金额	股权比例	投资时间	标的简介	最新估值
趣分期 (趣店)	3.07 亿元	19.20%	2015.4.7	互联网金融平台	82.9 亿元
随手科技	1,649 万美元	2.25%	2015.4.10	个人理财 App	4 亿美元
e 保养	1,100 万美元	22.00%	2015.5.26	汽车上门保养服务	4.55 亿元
银客网	2,000 万美元	15.00%	2015.6.9	互联网金融平台	20 亿元



达达快递	1,000 万美元	0.67%	2015.10.14	国内电商运送平台	10 亿美元
一米鲜	1,500 万美元	15.00%	2015.11.27	互联网生鲜配送	1 亿美元
映客 (蜜莱坞)	6,800 万元	10.23%	2016.1.4	直播平台	70 亿元
Woobo	80 万美元	20.00%	2016.1.19	人工智能机器人	
昆仑数字医疗	250 万美元	20.00%	2016.1.22	互联网大数据医疗	
昆仑人工智能	300 万美元	15.00%	2016.3.9	人工智能机器人	
北京徒子文化	1400 万元	20.00%	2016.9.19	漫画创作及衍生品开发公司	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 趣店赴美上市有望带来股权价值大幅上升

趣店集团是面向 5 亿非信用卡人群的金融科技公司。趣店集团成立于 2014 年 3 月，前身为“趣分期”。趣店集团依托统一且独特的风控和大数据体系，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。2016 年 10 月，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（即趣店）5% 股权的公告中披露，快乐时代市场价值评估值为 82.91 亿元。评估机构预测其 2016 年净利润为 4.23 亿元，但根据国盛金控年报显示，16 年趣店实现净利润 5.63 亿元（未经审计），高出评估值结果 33%，同时这也意味着，趣店 2016 年 1-7 月每月净利润为 2257 万元，而至 2016 年 8-12 月，以全年 5.63 亿净利润估算，趣店 8-12 月均利润为 8100 万。

据《华尔街日报》报道，16 年 11 月，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。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，公司估值有望大幅增长。

图 37：趣店产品界面



资料来源：趣店官网，川财证券研究所

图 38：趣店财务数据（万元）

项目	2016.7.31 (2016 年 1-7 月)	2015.12.31 (2015 年度)
总资产	429,718.69	263,466.10
总负债	226,079.56	330,214.04
应收账款	333,632.57	221,525.80
净资产	203,639.13	-66,747.94
营业收入	47,845.76	23,325.05
营业利润	18,504.02	-53,712.08
净利润	15,769.84	-54,284.72

资料来源：国盛金控公司公告，川财证券研究所



**表格5: 趣店与美国专注学生助学贷款的 SoFi 对比**

	SoFi	趣店
估值 (亿美金)	43	13
2016 年发放贷款 (亿美金)	80	50
注册用户 (万人)	23	2500
资金来源	80%来源于机构、20%来源于合格投资者	机构
主要产品	提供比政府贷款利率更低的助学贷款； 逐步推出消费贷和房贷	取现以及购物
风险控制	只贷款给毕业于美国名校的高材生	大一大二学生群体为主，坏账率 万分之几，蚂蚁金服信用数据
估值/交易额	0.54	0.26
单用户估值 (美元)	18696	51

资料来源: 川财证券研究所

## 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级

- 1) 公司游戏业务研运一体模式走入正轨，与闲徕互娱强强联合，通过强大研发实力帮助闲徕在地方特色棋牌游戏市场持续扩大市场份额，预计游戏业务在 2017 年大幅爆发；
- 2) 平台业务月活跃达到 3.7 亿，成为世界领先的互联网流量入口。1Mobile 月活跃用户为 1400 万，Grindr 月活跃用户为 700 万，Opera 月活跃用户为 3.5 亿；
- 3) 随着公司游戏以及平台业务的逐步打通，我们预计公司 2017、2018 和 2019 年的 EPS 分别为 0.9 元、1.05 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 24.4X、20.9X 和 17.6X，给予 2018 年 25X 估值，对应市值 304 亿；
- 4) 假设趣店成功上市，以估值 25-50 亿美金估算，公司持有的趣店股权价值将达到 30-60 亿左右，因此对应公司目前合理市值为 330-360 亿，当前市值仅为 250 亿元，给予“买入”投资评级；



## 风险提示

行业监管风险

业务整合不及预期

境外市场风险

## 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%。

## 联系方式

川财证券有限责任公司 研究所

机构业务部

上海陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼

李 沫 13611881751 limo@cczq.com

吴 健 18616814608 wujian@cczq.com

胡 芳 18621972006 hufang@cczq.com

闵歆球 13482123232 minxinyan@cczq.com

陈飞翔 13751828485 chenfeixiang@cczq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼

刘珣华 13910309345 liuxunhua@cczq.com

马 昊 13581897385 mahao@cczq.com

黄 薇 15901115104 huangwei@cczq.com

深圳福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层

彭维熙 13723778798 pengweixi@cczq.com

陈 晨 15986679987 chenchen@cczq.com

王 楚 18620362172 wangchu@cczq.com

## 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。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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：11080000