

昆仑万维 (300418.SZ)

研运一体+布局棋牌，业绩收获期将至 买入（首次）

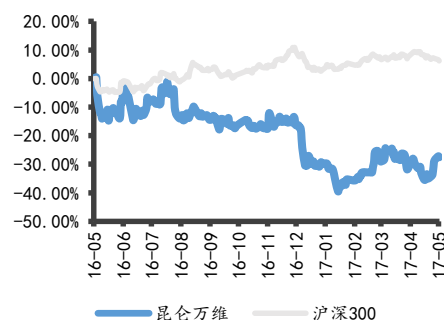
2017年5月4日

投资要点

证券分析师 张良卫
执业资格证书号码：
S0600516070001
联系电话：021-60199740
zhanglw@dwzq.com.cn

- 自研力度提升，游戏内生成长可期：**1) 游戏业务战略升级为移动端精品 IP 游戏研运一体模式，此前自主研发的精品游戏《艾尔战记》、《无双剑姬》、《神魔圣域》等以及代理发行的《梦三国》、《六龙争霸 3D》、《全民奇迹》、《皇室战争》等受到全球玩家喜爱，夯实了海外发行体系；2) 2017 年依托国际精品 IP，持续夯实自研产品线，17 年自研产品线十分丰富，有望上线《轩辕剑汉之云》、《偷星九月天》、《终结者 2》、《BLEACH》、《洛奇》等大作；3) 我们认为公司自研能力强，随着自研力度的增加，其带来的利润占游戏业务利润比例有望提升，带动公司盈利能力。
- 收购闲徕游戏大幅增厚利润，与体育总局合作彰显行业地位：**1) 截止到 2017 年 2 月，闲徕共计 30 款游戏 APP，麻将类 26 款牌类 4 款，从湖南、四川开始抢占市场，现已覆盖全国大部分省/直辖市，APP 的总 DAU 峰值为 390 万，用户年龄集中在 20-40 岁，女性用户占比较大；2) 闲徕游戏 2016 年 9、10、11 月净利润分别为 7525、9045、7482 万元，并呈现增长态势；3) 闲徕成为国家体育总局正式授权的体育竞技平台，将承办 CCPC 闲来赛区的网络比赛。我们认为闲徕互娱获得与体育总局合作机会彰显其行业地位，有望长期稳定发展，闲徕的加盟，未来将为公司带来明显的利润提升。
- 三大全球化平台带动，整体战略得以升级：**1) 收购 Opera 并计划搭载精准推送功能，打造集搜索、导航、内容分发、社交为一体的综合平台级应用，新闻信息流为核心的社交媒体将与公司其他业务板块产生显著的协同效应；2) 收购全球最大同性社交平台 Grindr，该平台在 196 个国家拥有超过 1050 万的注册用户，日活超过 300 万，平均每日用户时长达到 54 分钟以上，在吸引流量的同时实现广告变现；3) 以 1Mobile 和 Brothersoft 为核心的海外软件商店平台业务 16 年营收提高了 5 倍，分发功能带来的协同效应凸显。我们认为公司通过三大平台的整合和协调，实现了获得广告变现收入的同时吸引用户流量的战略目的，达到了 1+1 大于 2 的效果。
- 投资建议：**我们预计公司 2017/18/19 年的 EPS 为 0.91/1.18/1.25 元，对应当前股价 PE 为 25/19/18 倍，研运一体化战略进入收获期，加之并购闲徕带来的利润释放和三大平台带来的协同效应，业绩有望持续超预期，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**1) 手游业务发展低于预期；2) 棋牌游戏面临风险。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	22.30
一年最低价/最高价	17.95/23.73
市净率	6.52
流通股市值(亿)	99.13

基础数据

每股净资产 (元)	3.42
资产负债率	44.03
总股本 (亿股)	11.59
流通股 (亿股)	4.45

相关研究

1. 打造海外领先的社交媒体和内容平台

公司围绕自身核心优势，聚焦“打造海外领先的社交媒体和内容平台”发展战略，目前公司已形成四大产品板块，并通过构建集团大数据系统驱动各板块产生协同效应，各大产品板块如下：

- 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、以男同社区 Grindr（2016 年 4 月并表）为核心的亚文化社交媒体业务。

通过以上布局，公司形成了由内容付费、广告收入、投资收益构成的三大利润增长点。

图表 1：公司四大板块协同发展



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

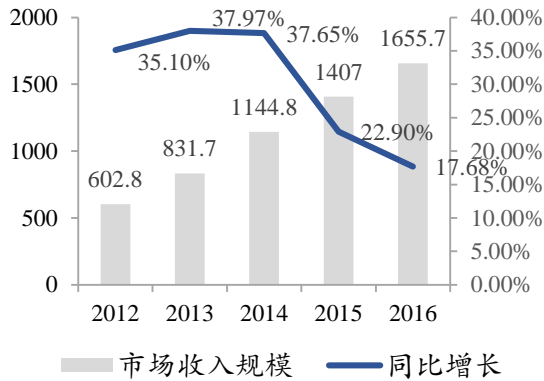
2. 移动游戏为主力的游戏业务贡献主要营收

2.1. 移动游戏市场规模跃居第一，棋牌游戏用户粘性大

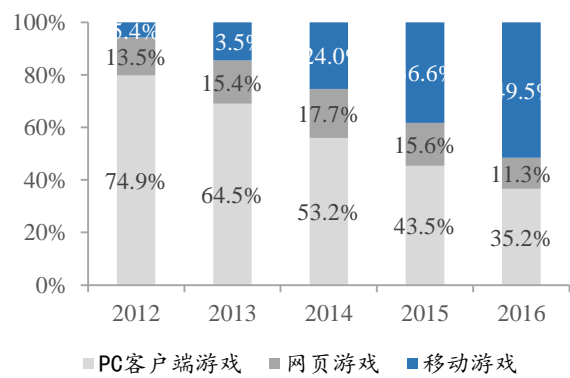
根据 2016 中国游戏产业报告，中国游戏市场增速有所放缓，增量仍然保持稳定。16 年增量部分来自移动游戏的高速增长，移动游戏 2016 年实际销售收入同比增长 59.2%，达到 819 亿，一举超过 PC 客户端游戏的占比达到 49.5%，成为中国游戏行业的最大细分市场。

而16年页游市场和PC客户端游市场规模分别为187.1亿元和582.8亿元，同比分别下降14.8%和4.8%，自此中国游戏三大细分行业的发展趋势已逐渐明朗。

图表 2: 2012—2016 年中国游戏市场收入规模及增长趋势 (单位: 亿元)



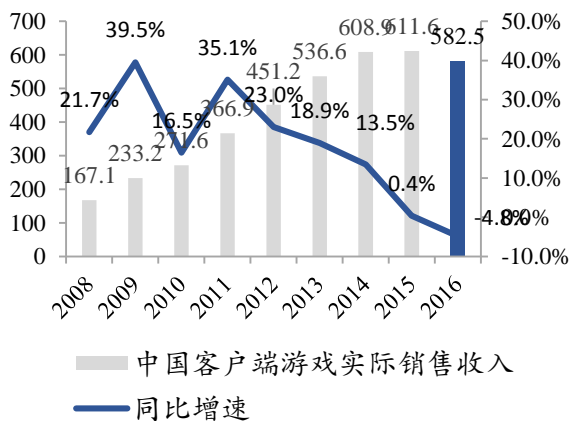
图表 3: 2012—2016 年中国游戏市场格局



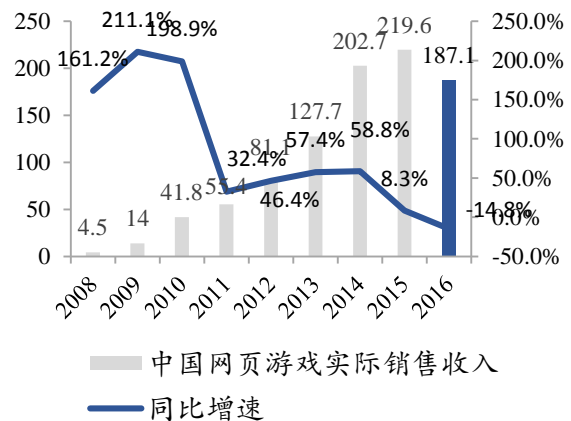
资料来源: GPC, IDC & CNG, 东吴证券研究所

资料来源: GPC, IDC & CNG, 东吴证券研究所

图表 4: 2012—2016 年中国客户端游戏市场收入规模及增长趋势 (单位: 亿元)



图表 5: 2012—2016 年中国网页游戏市场收入规模及增长趋势 (单位: 亿元)



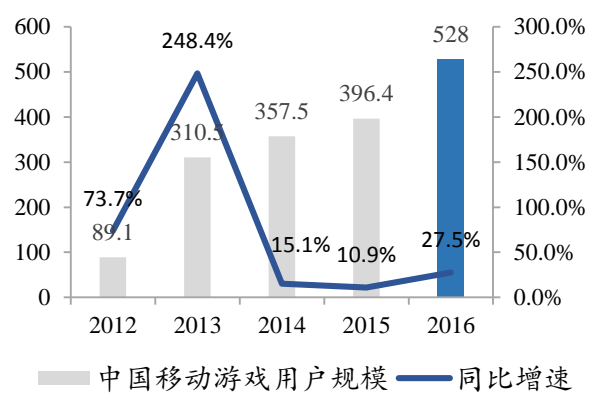
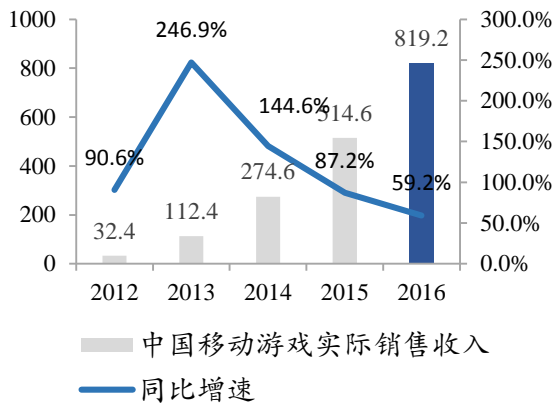
资料来源: GPC, IDC & CNG, 东吴证券研究所

资料来源: GPC, IDC & CNG, 东吴证券研究所

移动游戏方面, 移动游戏用户规模在经历了2014年和2015年两年的缓慢增长后, 2016年迎来了将近30%的增长, 整体移动游戏用户规模已达5.28亿。在消费升级的大背景下, 结合移动端的便捷性和影游联动效应, 未来移动游戏用户规模仍然有提升空间, 主要的增量依然来自于传统的非游戏用户。

图表 6: 2012—2016 年中国移动游戏市场收入规模及增长趋势 (单位: 亿元)

图表 7: 2012—2016 年中国移动游戏用户规模及增长趋势 (单位: 百万人)



资料来源: DataEye & S+, 东吴证券研究所 资料来源: DataEye & S+, 东吴证券研究所

棋牌类游戏通过丰富的种类弥补单种类用户集数小的问题, 能够形成庞大的总体市场规模, 根据艾瑞的《2017年中国特色棋牌游戏行业白皮书》, 2016年中国地方特色棋牌游戏市场规模总计 38.4 亿元, 其中移动端占到 57%, 移动端用户规模达到 1.57 亿, 略高于 PC 端的 1.55 亿。

棋牌类游戏具有两大特点: 1) 地方特色棋牌游戏通过地方特色吸引本地玩家, 地方特色棋牌用户移动端渗透率高达 91.1%; 2) 棋牌游戏的棋牌游戏具有生命周期更长, 用户忠诚度更高的特点。这样的特点决定了地方特色棋牌游戏平台能够通过精准的产品定位, 覆盖目标用户, 形成差异化优势。

图表 8 : 棋牌游戏平台对比

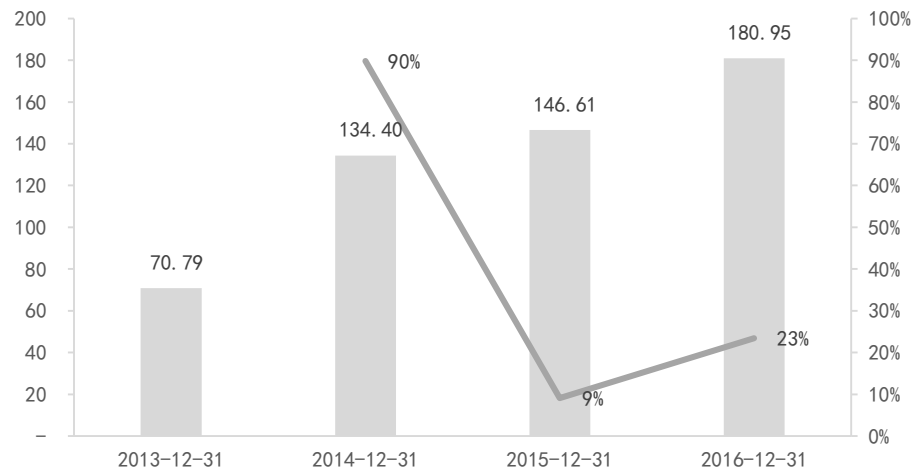


资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

2.2. 手游具有战略地位, 研运一体化、代理精品化发展

公司移动游戏营业收入逐年稳步增长。2016年昆仑游戏收入 19.56 亿元, 占营业总收入的 80.66%, 其中移动游戏收入 18.10 亿元, 同比增长 23.42%, 占游戏收入的 92.53%;

图表 9 : 公司手机游戏营收稳步提升



资料来源: wind, 东吴证券研究所

游戏业务战略升级为**移动端精品 IP 游戏研运一体模式**, 此前自主研发的精品游戏《艾尔战记》、《无双剑姬》等以及代理发行的《梦三国》、《六龙争霸 3D》、《全民奇迹》、《皇室战争》等受到全球玩家喜爱, 夯实了海外发行体系。

1) 自研产品中,《艾尔战记》简体中文版本于 2016 年 1 月正式上线, 获得 GOOGLE PLAY 和苹果商店多达 121 个国家和地区的 178 次推荐; 2016 年 7 月《神魔圣域》简体中文版率先上线, 特别是在新兴市场表现优秀。

2) 代理游戏方面, 成功引进芬兰 Supercell 公司开发的全球现象级游戏《部落冲突: 皇室战争》, 在海外市场, 公司成功输出了多部国产精品大作, 主要产品包括杭州电魂《梦三国》、蜗牛游戏《太极熊猫 2》、祖龙娱乐《六龙争霸 3D》、天马时空《全民奇迹》等。

图表 10: 公司重点布局产品线

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: 公司年报, 东吴证券研究所

2017 年公司将重点开发有 IP 支撑的精品手游, 包括基于 PC 游戏的《希望 OL》、《洛奇》、《神泣》, 基于动漫作品的《偷星九月天》、《BLEACH 境·界-魂之觉醒》, 面对华人玩家的基于仙侠题材单机游戏《轩辕剑》, 以及面向全球玩家的基于科幻电影《终结者 2》系列等项目。

2.3. 布局棋牌游戏，并购房卡模式龙头闲徕互娱

闲徕互娱专注于“地方特色休闲竞技”产品细分市场的开拓，致力为中国移动互联网用户提供“休闲益智”与“竞技对抗”相结合的创新型产品；通过收购闲徕互娱，公司迅速切入休闲游戏细分领域形成互补，进一步扩大了公司的市场规模和用户规模，提升了公司持续盈利的能力

截止到2017年2月，闲徕共计30款游戏APP，麻将类26款牌类4款，从湖南、四川开始抢占市场，现已覆盖全国大部分省/直辖市，APP的总DAU峰值为390万，用户年龄集中在20-40岁，女性用户占比较大。

图表 11：闲徕互娱主要产品



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

闲徕游戏2016年9、10、11月净利润分别为7525、9045、7482万元，并呈现增长态势，并购闲徕游戏大幅增厚利润。

图表 12：闲徕互娱财务数据

项目	6月	7月	8月	9月	10月	11月
收入(万元)	478	1,080.00	7,454.00	12,084.00	12,879.00	11,693.00
月环比增长额		602	6,374.00	4,630.00	795	-1,186.00
月环比增长率		126%	590%	62%	7%	-9%
毛利率	79.96%	96.47%	92.41%	94.48%	97.15%	99.12%
净利润(万元)	-133	384	4,129.00	7,525.00	9,045.00	7,482.00

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

闲徕互娱在行业中具有显著的竞争优势，截至2016年12月，文化部门备案且可查询的棋牌平台213家，其中同时在线不足千人的平台166家，同时在线万人以下的平台29家，闲徕属于用户已高度集中的顶部平台。

闲徕互娱获得与体育总局合作机会，有望持续健康发展，闲徕是“全国竞技二打一扑克锦标赛”(CCPC)战略合作伙伴和主办方之一，CCPC由国家体育总局主办，是目前二打一领域最为权威的国家级赛事，该合作机会彰显了闲徕行业地位。

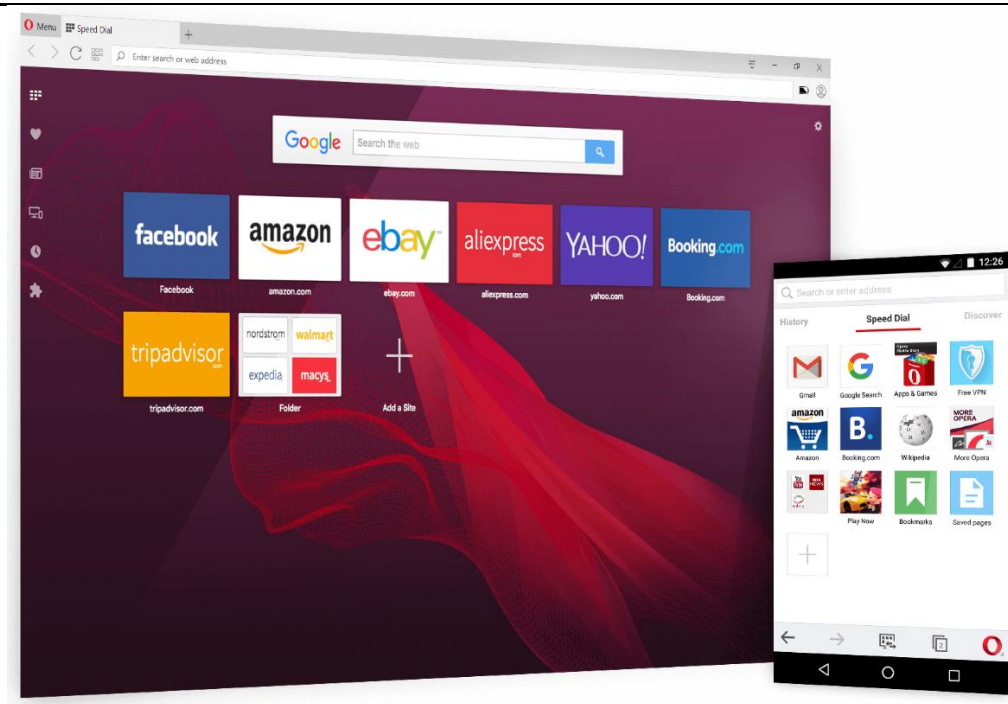
3. 三大平台驱动战略升级，积累用户与广告变现协同

3.1. 收购老牌浏览器 Opera，商业模式升级

公司以全资子公司 Kunlun Tech Limited (香港万维) 为投资主体参与成立买方团，收购 Opera Software ASA 持有的 Opera Software AS 100% 的股权，并完成交割。

Opera AS 拥有包含 Opera 桌面浏览器，移动浏览器，移动隐私与安全业务中 Opera MAX 等产品，其中 Opera 浏览器因为快速、小巧和更佳的标准兼容性获得了国际上的最终用户和业界媒体的认可，并在网上受到很多人的推崇；公司将继承原 Opera 品牌以及旗下移动浏览器和桌面浏览器等核心技术专利，并聚焦于全球移动业务的发展。

图表 13：Opera 浏览器



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

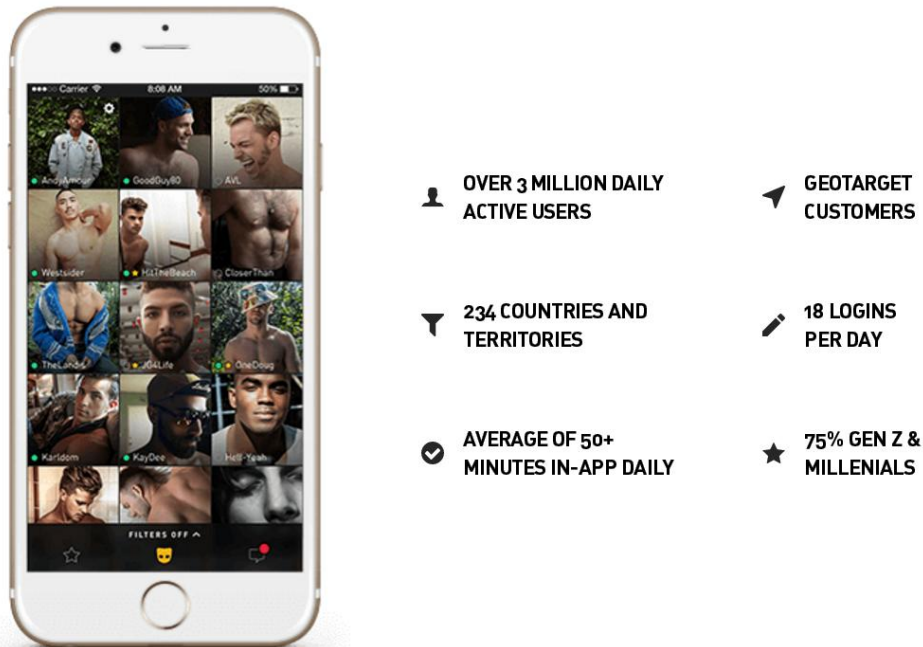
公司计划在原 Opera 浏览器产品上新增新闻资讯的精准推送功能，使其成为集搜索、导航、内容分发、社交为一体的综合平台级应用，进而商业模式也从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等延伸至广告变现。搭载新闻资讯精准推送功能，可以增加浏览器用户的使用频次和粘性。随着用户打开次数、搜索频次、阅读数量、在线时长等数据的提升，势必会为 Opera 浏览器激发新的活力，且将与公司其他业务板块产生显著的协同效应。

3.2. 收购同性社交平台，涉足亚文化社交媒体业务

公司于以 9300 万美金的价格购买 Grindr 61.53% 的股份，Grindr 是全球最大的同性恋社交平台，在 196 个国家拥有超过 1050 万的注册用户，日活跃用户超过 300 万，超过 30% 以上用户为美国用户，平均每日用户时长超过 Facebook，达到 54 分钟以上，其商业模式包括会员费与平台广告收入。

16 年公司将重点市场从年初的美国和英国，扩大至北美、拉美、欧洲各国、东南亚等国家和地区，月活跃用户较年初有大幅提升，会员费收入、付费转化率及广告收入均有不同程度的提升。Grindr 2016 年 4-12 月产生的净利润为 35,751,944.58 元，归母的净利润为 21,988,171.5 元。

图表 14：Grindr 运营数据



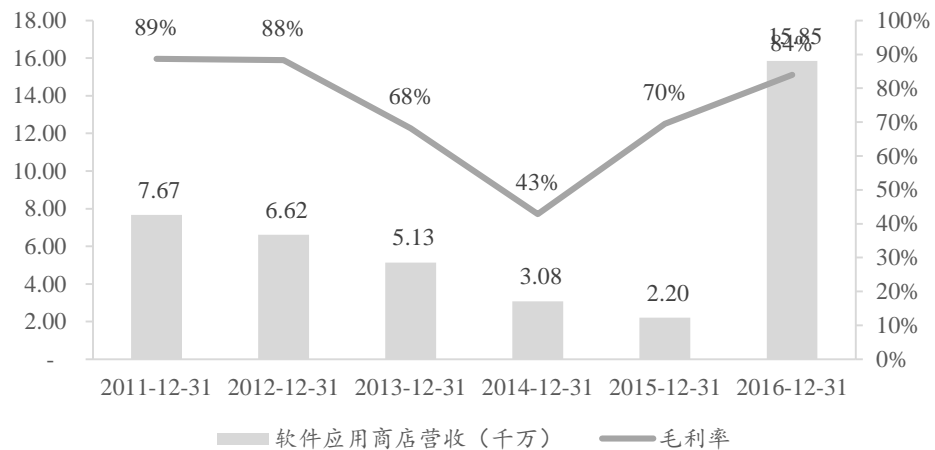
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

随着会员数量的增加以及广告投放的巨大潜力，预计 Grindr 会呈现长期稳定增长的发展态势；亚文化社交媒体所积累的用户大数据以及广告变现能力，将与公司的游戏业务、社交媒体业务、软件商店平台业务等其他板块产生显著的协同效应。

3.3. 自有软件商店凸显分发优势

公司软件商店业务团队的核心成员在互联网界均有着超过 10 年的从业经历，从 2008 年推出 PC 时代的软件商店平台 Brothersoft 到 2011 年运营移动端软件商店平台 1Mobile，团队积累了丰富的经验，16 年产品进入成熟期，营收高达 1.58 亿，毛利率增长至 84%。

图表 15：软件应用商店业务营收



资料来源: wind, 东吴证券研究所

软件商店平台作为软件分发平台, 与公司其他业务如移动游戏平台、社交媒体等均产生了显著的协同效应。未来, 公司会继续探索工具类软件应用, 进一步提升平台端的活跃用户数量。

4. 投资建议

考虑 17 年预计上线手游可达 5 个, 《神魔圣域》进入了流水稳定阶段, 手游业务预计增速超过 50%; 另外公司全资子公司西藏昆诺出资人民币 10.2 亿元取得闲徕互娱 51% 的股权, 并于 2 月并表, 一季度营收同比增长 62%, 按 2016 年后三月稳定营收和利润率推算, 闲徕全年全年将贡献 4-6 亿的净利润; 考虑到协同效应对各业务的促进, 给予超过 20% 的增速预测。

我们预计公司 2017/18/19 年的 EPS 为 0.91/1.18/1.25 元, 对应当前股价 PE 为 25/19/18 倍, 研运一体化战略进入收获期, 加之并购闲徕带来的利润释放和三大平台带来的协同效应, 业绩有望持续超预期, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 16: 公司盈利预测

财务摘要 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	2,424.7	4,309.2	5,523.7	6,610.1
同比%	36%	78%	28%	20%
净利润 (百万元)	531.5	1,056.9	1,370.8	1,445.3
同比%	31%	99%	30%	5%
每股净收益 (元)	0.46	0.91	1.18	1.25
PE	48.6	24.5	18.9	17.9

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

手游行业面临激烈的竞争, 随着市场热度的爆发, 更多的公司进入行业, 行业用户对产品的要求日新月异, 公司面临发展受阻的风险; 游戏行业受监管影响, 尤其是棋牌游戏行业可能面临发展受阻的风险, 闲徕

互娱业绩不达预期；收购业务协调不力，协同效应低于预期。

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万 元)				
	2016A	2017B	2018E	2019E		2016A	2017B	2018E	2019E
流动资产	1,893.8	2,232.4	3,270.1	4,950.0	营业收入	2,424.7	4,309.2	5,523.7	6,610.1
货币资金	908.4	531.4	1,541.2	2,476.1	营业成本	1,139.9	1,420.2	1,848.1	2,481.1
应收和预付款项	940.0	1,655.5	1,683.4	2,428.5	营业税金及附加	4.0	7.2	9.2	11.0
存货	-	-	-	-	营业费用	638.9	775.7	994.3	1,189.8
其他流动资产	45.4	45.4	45.4	45.4	管理费用	443.5	689.5	883.8	1,057.6
非流动资产	4,239.6	4,191.7	4,143.8	4,129.9	财务费用	55.1	94.4	73.4	62.4
长期股权投资	1,327.3	1,327.3	1,327.3	1,327.3	资产减值损失	78.5	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	492.6	-	-	-
固定资产和在建工程	25.9	17.8	9.7	1.6	其他经营损益	12.0	-	-	-
无形资产和开发支出	614.9	609.1	603.3	597.5	营业利润	557.4	1,322.3	1,715.0	1,808.2
其他非流动资产	2,271.5	2,237.5	2,203.5	2,203.5	营业外净收支	12.0	-	-	-
资产总计	6,133.4	6,424.1	7,413.8	9,079.8	利润总额	569.4	1,322.3	1,715.0	1,808.2
流动负债	2,232.7	1,756.6	1,751.7	2,369.0	所得税	24.1	238.0	308.7	325.5
短期借款	982.9	-	-	-	净利润	545.3	1,084.3	1,406.3	1,482.7
应付和预收款项	1,249.8	1,756.6	1,751.7	2,369.0	少数股东损益	13.8	27.3	35.5	37.4
长期借款	719.6	719.6	719.6	719.6	归属母公司股东 净利润	531.5	1,056.9	1,370.8	1,445.3
其他负债	-	-	-	-	EBIT	621.0	1,373.6	1,733.1	1,804.5
负债合计	2,952.4	2,476.2	2,471.3	3,088.6	EBITDA	726.9	1,421.5	1,781.0	1,818.4
股本	1,126.9	1,126.9	1,126.9	1,126.9					
资本公积	693.1	693.1	693.1	693.1	重要财务与估值 指标	2016A	2017B	2018E	2019E
留存收益	1,332.1	2,071.6	3,030.7	4,042.0	每股收益(元)	0.46	0.91	1.18	1.25
归属母公司股东权益	3,152.0	3,891.5	4,850.7	5,862.0	每股净资产(元)	2.72	3.36	4.18	5.06
少数股东权益	29.0	56.4	91.8	129.2	发行在外股份(百 万股)	1,159.1	1,159.1	1,159.1	1,159.1
股东权益合计	3,181.0	3,947.9	4,942.5	5,991.2	ROIC (%)	66.6%	52.5%	61.2%	63.8%
负债和股东权益合计	6,133.4	6,424.1	7,413.8	9,079.8	ROE (%)	16.9%	27.2%	28.3%	24.7%
					毛利率 (%)	53.0%	67.0%	66.5%	62.5%
					EBIT Margin (%)	25.6%	31.9%	31.4%	27.3%
现金流量表(百万 元)	2016A	2017B	2018E	2019E	销售净利率 (%)	22.5%	25.2%	25.5%	22.4%
经营性现金净流量	360.6	974.7	1,439.5	1,365.2	资产负债率 (%)	48.1%	38.5%	33.3%	34.0%
投资性现金净流量	-	-	-	-	收入增长率 (%)	35.5%	77.7%	28.2%	19.7%
筹资性现金净流量	1,648.0	1,351.6	-429.8	-430.3	净利润增长率 (%)	34.5%	98.9%	29.7%	5.4%
现金流量净额	65.7	-377.0	1,009.8	934.9	P/E	48.6	24.5	18.9	17.9
折旧与摊销	1.1	0.5	0.5	0.1	P/B	8.2	6.6	5.3	4.4
资本支出	0.1	-	-	-	EV/EBITDA	33.2	16.6	12.7	11.9
经营营运资本增加	-2.1	2.3	0.4	1.4					

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>