

评级：买入(首次)

市场价格：22.4

目标价格：25.73

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：朱骏楠

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

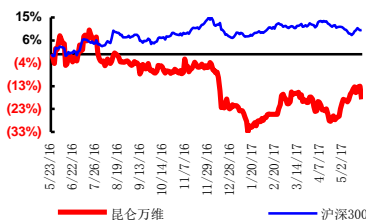
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1789.14	2424.67	3907.70	5148.76	6230.00
增长率 yoy%	-7.50%	35.52%	61.16%	31.76%	21.00%
净利润	405.29	531.50	966.78	1262.33	1579.21
增长率 yoy%	24.18%	31.14%	81.90%	30.57%	25.10%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.83	1.09	1.36
每股现金流量	0.17	0.32	1.00	1.62	1.88
净资产收益率	14.98%	16.74%	21.14%	21.63%	21.30%
P/E	113.76	45.80	26.86	20.57	16.44
PEG	4.71	1.47	0.33	0.67	0.65
P/B	17.04	7.67	5.68	4.45	3.50

备注：

基本状况

总股本(百万股)	1,159
流通股本(百万股)	445
市价(元)	22.4
市值(百万元)	25,964
流通市值(百万元)	9,957

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **手游研运一体化有望迎来新增长。**公司目前储备有包括《轩辕剑之汉之云》、《终结者2》、《BLEACH》、《偷星九月天》、《洛奇》等项目的手游改编权，有望在 Q2-Q3 陆续上线，同时 2016 年下半年上线的《神魔圣域》表现出色，验证公司自研能力。代理游戏方面，《皇室战争》、《部落冲突》等排名稳定，发行费用逐步降低，进入成熟运营期，全年来看公司游戏整体毛利率水平有望大幅提升。
- **收购闲徕互娱，卡位地方棋牌游戏，市场规模有望持续拓展。**闲徕互娱拥有 30 多款极具地方特色休闲益智游戏，深耕地方麻将手游，熟人房卡模式（1.5 元/张，部分地区），迅速占领了湖南、四川等大省的细分领域市场，目前日活跃用户超过 350 万，月收入过亿，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。根据公司官网披露，目前覆盖包括湖南、四川、广东、陕西等 17 个省份，我们认为未来有望通过已覆盖省份渠道进一步下沉和东三省的拓展实现市占率的不断提高。
- **互联网社交平台：打造高流量入口，协同内容板块。**目前公司拥有 1Mobile 和 Brothersoft（应用商店）、Grindr（亚文化男同社交平台）、Opera（浏览器+新闻资讯平台）三大流量入口，在营收不断增长的同时有望与公司游戏内容实现互联互通，进一步提升协同效应。
- **投资板块逐步进入回报期：**公司前期投资的包括映客、趣店等标的都获得大幅度的估值提升。趣店或有望在美股 IPO，目前根据同类型的公司在美股的估值情况来看（宜人贷市值 14.28 亿美元，2016 年实现净利润 1.6 亿美元，PE 估值 8-9 倍；刚刚纽交所上市的信而富，2016 年收入 5600 万美元，税前利润 -3336.3 万美元，目前市值 4.58 亿美元），我们认为趣店若赴美上市，估值将达到一个不错的水平，有望增厚昆仑万维投资收益。
- **盈利预测和估值：**预计公司 2017/2018 年实现营收分别为 39.08/51.49 亿元；归母净利润分别为 9.67/12.62 亿元，同比增长 81.9%/30.57%，对应 EPS 为 0.83/1.09 元。我们认为公司游戏主业正处于健康向上状态，研运一体化带动毛利率迅速回升，闲徕棋牌业务市场规模不断扩大，同时包括 Grindr、Opera、1Mobile 在内的平台流量有望和公司游戏内容最大限度发挥协同效应，加之投资业务板块存在较大增值空间，给与公司 2017 年行业平均 31 倍 PE，目标价 25.73 元，首次覆盖，买入”评级。
- **风险提示：**1) 内容上线进度不达预期；2) 人才流失风险；3) 市场风险偏好下移风险；4) 投资板块受市场估值影响较大，存在不确定性。

内容目录

打造海外领先的社交媒体和内容平台	- 4 -
以内容付费、广告收入、投资收益构成三大利润增长点	- 4 -
并表、手游带动 2016 年营收增长，投资收益推动净利润增长	- 4 -
游戏板块：自研能力逐步提升，闲徕成为业绩贡献主力	- 5 -
自研手游占比提升，多款新品等待发布	- 5 -
收购闲徕互娱，卡位地方棋牌游戏	- 7 -
应用商店板块：1Mobile 加速商业化	- 9 -
2016 年营收同比大幅增长，商业化、全球化拓展加速	- 9 -
互联网社交平台：打造高流量入口，协同内容板块	- 10 -
Grindr：全球最大的同性恋社交平台	- 10 -
Opera：打造社交化的新闻资讯平台	- 12 -
投资板块：逐步进入回报期	- 14 -
投资收益显著，逐步进入回报期	- 14 -
盈利预测与估值	- 16 -
核心假设	- 16 -
盈利预测结果	- 16 -
首次覆盖，目标价 25.73 元，予以买入评级	- 17 -
风险提示	- 17 -

图表目录

图表 1：公司业务板块情况介绍	- 4 -
图表 2：昆仑万维 2012-2017Q1 营收及增速	- 5 -
图表 3：昆仑万维 2012-2017Q1 净利润及增速	- 5 -
图表 4：昆仑万维 2012-2017Q1 综合毛利率 (%)	- 5 -
图表 5：移动游戏收入占比迅速提升 (百万元)	- 5 -
图表 6：手游成为公司游戏收入核心 (百万元)	- 6 -
图表 7：2016 年游戏业务中手游收入占比达到 93%	- 6 -
图表 8：公司目前重点运营游戏产品列表	- 6 -
图表 9：昆仑万维计划上线手游介绍	- 7 -
图表 10：闲徕互娱 6-11 月收入及毛利情况	- 7 -
图表 11：2016 年地方棋牌类游戏用户规模 (亿)	- 8 -
图表 12：2016 年地方棋牌游戏市场规模 (亿)	- 8 -
图表 13：艾瑞 APP 指数监测 4 月用户总有效时长前 10 的麻将类 APP	- 9 -
图表 14：昆仑万维应用商店业务营收及增速	- 10 -
图表 15：应用商店业务毛利率提升明显 (%)	- 10 -
图表 16：Brothersoft 界面展示	- 10 -
图表 17：1Mobile 界面展示	- 10 -

图表 18: Grindr 2012-2014 年财务情况.....	- 11 -
图表 19: Grindr APP 界面展示	- 11 -
图表 20: 2015 年海外男同 APP 市占比情况.....	- 11 -
图表 21: Grindr 在全球主要的几个国家社交类 APP 排行中均在 20 名以内	- 12 -
图表 22: Opera AS 收购买方团出资占比情况.....	- 12 -
图表 23: 2009-2017 至今 Opera 浏览器全平台市占率基本维持稳定.....	- 13 -
图表 24: 2009-2017 至今 Opera 浏览器移动端市占率呈现下滑态势.....	- 14 -
图表 25: 信而富、宜人贷、趣店营收利润对比.....	- 15 -
图表 26: 昆仑万维投资的主要的公司情况一览.....	- 15 -
图表 27: 快乐时代 (趣店) 财务指标.....	- 16 -
图表 28: 业务分项收入预测.....	- 16 -
图表 29: 可比公司估值 (截至 2017 年 5 月 19 日)	- 17 -
图表 30: 昆仑万维财务报表及预测.....	- 18 -

打造海外领先的社交媒体和内容平台

以内容付费、广告收入、投资收益构成三大利润增长点

- 昆仑万维成立于 2008 年 3 月 27 日，2009 年开始进行海外战略布局，一直致力于发展成为全球领先的互联网综合服务提供商，聚焦“打造海外领先的社交媒体和内容平台”这一发展战略。公司目前的业务主要包括四大板块，分别为 1) 移动游戏业务；2) 海外软件商店业务；3) 社交媒体业务（包括亚文化社交媒体）；4) 投资业务。形成以内容付费、广告收入、投资收益构成的三大利润增长点。
- **1) 移动游戏业务：**以昆仑游戏和闲徕互娱为核心，自研一体化运营为主，代理游戏为辅，特别是地方棋牌游戏成为新的增长点。
- **2) 海外软件商店业务：**以 1Mobile（移动端）和 Brothersoft（PC 端）为核心，收入来源主要为广告合作分成、软件销售代理等。
- **3) 社交媒体业务：**以男同社区 Grindr 和 Opera 新闻信息流为核心。
- **4) 投资业务：**瞄准互联网前沿趋势，在移动游戏到互联网工具、视频直播、亚文化领域、人工智能等方向进行精准卡位。

图表 1：公司业务板块情况介绍



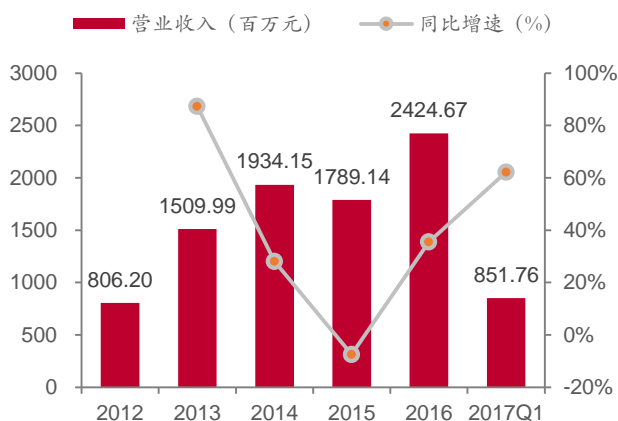
来源：公司公告，中泰证券研究所

并表、手游带动 2016 年营收增长，投资收益推动净利润增长

- 昆仑万维 2016 年实现营业收入 24.25 亿，同比增长 35.52%，主要是由于 Grindr 4 月份并表以及手游业务表现出色（Grindr 2016 年并表增厚昆仑万维营收 2.86 亿元，公司手游业务营收同比增长 23.42%）。2016 年公司实现归母净利润 5.32 亿，同比增长 31.14%，主要是由于公司投资收益增长明显，全年共计实现 4.94 亿。2017Q1 由于闲徕并表，公司在

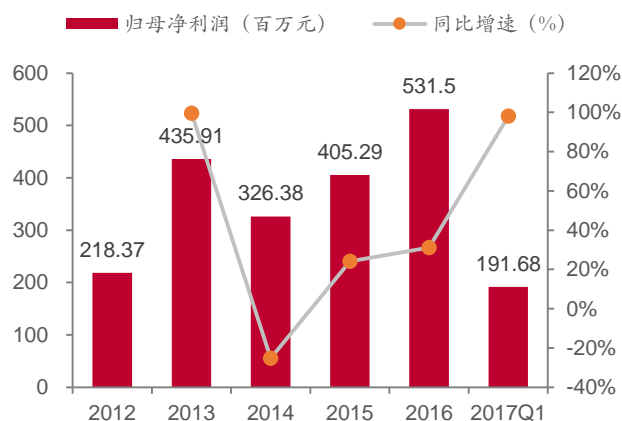
营收和利润上均有大幅增长。

图表 2：昆仑万维 2012-2017Q1 营收及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

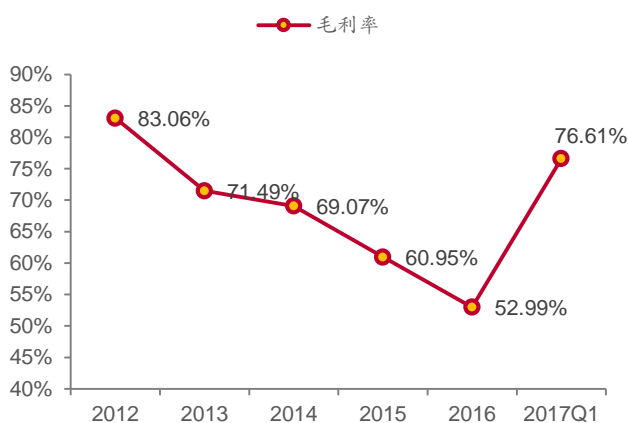
图表 3：昆仑万维 2012-2017Q1 净利润及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

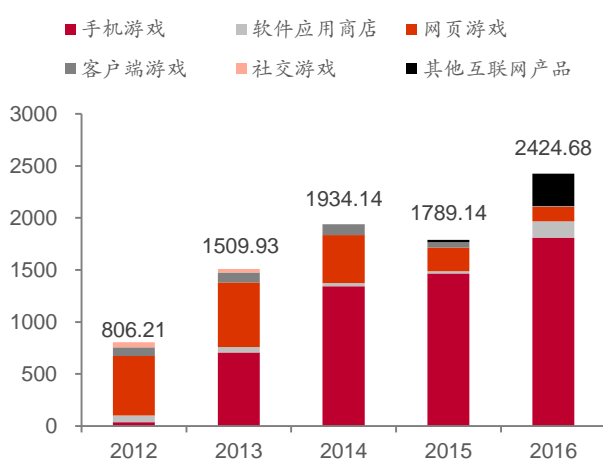
- **2016 年公司综合毛利率受到代理 Supercell 游戏影响，继续有所下滑。** 昆仑万维 2016 年综合毛利率为 52.99%，较 2015 年 60.95% 下滑近 8 个点，主要是由于代理 Supercell 系列游戏分成成本较高导致。可以看到 2017Q1 在闲徕棋牌游戏高毛利带动下公司毛利率水平有明显提升。
- **手游业务逐步成为收入核心来源。** 2016 年公司实现营业收入 24.25 亿中，手游收入占比达到 75%，共计 18.1 亿，另一方面由于 Grindr 的并表，公司互联网产品收入也有较为明显提升。同时伴随着 1mobile 的商业化、全球化加速，软件应用商店收入同比实现了 620% 的增长。

图表 4：昆仑万维 2012-2017Q1 综合毛利率 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：移动游戏收入占比迅速提升 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

游戏板块：自研能力逐步提升，闲徕成为业绩贡献主力

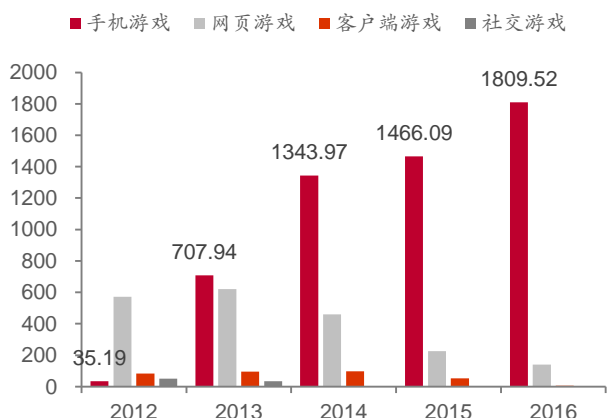
自研手游占比提升，多款新品等待发布

- 昆仑万维成立之初游戏业务主要为页游、端游以及社交游戏，后逐步转

型手游业务，以代理为主，代表性的产品有《啪啪三国》、《海岛奇兵》、《放开那三国》、《剑魂之刃》、《愤怒的小鸟 2》、《部落冲突》、《部落冲突：皇室战争》、《全民奇迹》、《六龙争霸 3D》、《梦三国》等。2014 年开始逐步涉足自研，推出了包括《无双剑姬》、《艾尔战记》、《师父有妖气》、《神魔圣域》等手游。实现研运一体化，同时以海外发行为主。

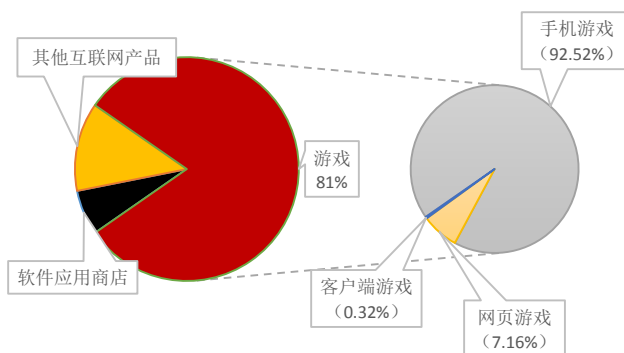
- **手游收入占比游戏收入达到 93%，端游、页游占比逐年下滑。**2016 年公司手游收入达到 18.1 亿，页游和端游收入之和为 1.46 亿，相比于手游营收快速增长，端游、页游营收下滑明显，占比逐年下降。

图表 6：手游成为公司游戏收入核心（百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：2016 年游戏业务中手游收入占比达到 93%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：公司目前重点运营游戏产品列表

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

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **多款 IP 手游计划 2017 年上线。**公司积极储备 IP，2016 年先后获得《轩辕剑之汉之云》、《终结者 2》、《BLEACH》、《偷星九月天》等项目的手游改编权，《偷星九月天》已经于 2017 年 3 月开始内测，《轩辕剑之汉之云》、《终结者 2》、《BLEACH》也有望在 Q3 前上线推出。

图表 9: 昆仑万维计划上线手游介绍

游戏名称	类型	阶段	上线时间	介绍
神魔圣域	MMORPG	上线	2016年7月	西方奇幻题材的MMORPG移动网络游戏, 采用韩式唯美画风, 属于重度RPG产品, 主打挂机PK玩法, 面向欧美重度移动游戏用户
轩辕剑汉之云	MMORPG	研发	2017年Q2封测	大型中式仙侠MMORPG移动网络游戏, 采用中式古典唯美画风, 主打大地图国战玩法, 面向亚洲区域的重度移动游戏用户
偷星九月天	ARPG	公测		首款国产动漫题材ARPG移动网络游戏, 采用轻松可爱的日式Q萌画风, 主打社交互动玩法, 面向亚洲地区二次元用户
终结者2	SLG	研发	2017年6月封测	欧美末日题材SLG移动网络游戏, 聘用外籍画师制作纯正西式画风, 主打面向全球策略类网游市场
BLEACH境界-魂之觉醒	MMORPG	研发	2017年8月封测	基于著名日本漫画《Bleach》研发的MMORPG移动网络游戏, 采用日式动漫画风, 主打团队交互玩法, 面向亚洲地区动漫用户
洛奇	ARPG	研发	2017年Q4封测	基于端游IP开发的ARPG移动网络游戏, 采用韩式卡通风格, 主打宠物和副本玩法, 面向传统端游用户
Project-P	MMORPG	研发	2018年Q1封测	中国古典风格的大型MMORPG移动网络游戏, 采用中式Q版风格, 主打多人PVE玩法, 面向亚洲用户

来源: 中泰证券研究所

收购闲徕互娱, 卡位地方棋牌游戏

- 公司于 2016 年 12 月 14 日以全资子公司西藏昆诺作为收购主体, 与辰海科译以 20 亿元人民币的对价, 共同购买闲徕互娱原股东所持有的 100% 标的公司股权。公司出资 10.2 亿, 收购完成后取得闲徕互娱 51% 的股权, 辰海科译持有闲徕互娱 49% 的股权 (后于 2017 年 1 月 10 日公告原价转让给包括昆仑万维董事长周亚辉在内的 19 家机构与个人), 闲徕互娱为昆仑万维控股子公司, 于 2017 年 2 月实现并表。
- 闲徕互娱介绍:** 专注于“地方特色休闲竞技”产品细分市场的开拓, 已先后推出三十余款极具地方特色休闲竞技游戏, 迅速占领了湖南、四川等大省的细分领域市场, 目前日活跃用户超过 350 万, 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。深耕地方麻将手游, 房卡模式 (1.5 元/张, 部分地区), 根据公司官网, 目前覆盖湖南、四川、广东、陕西、贵州、广西、甘肃、云南、福建、宁夏、河北、安徽、天津、浙江、江苏、内蒙、江西 17 个省份。

图表 10: 闲徕互娱 6-11 月收入及毛利情况

项目	6月	7月	8月	9月	10月	11月
收入 (万元)	2397.76	3172.54	6247.17	7724.53	11073.42	9468.33
月环比增长额		774.78	3074.63	1477.36	3348.89	(1605.10)
月环比增长率		32.31%	96.91%	23.65%	43.35%	-14.50%
毛利率	96.00%	98.79%	98.96%	98.97%	99.39%	98.67%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 地方棋牌游戏用户人群实现在移动端流量快速转化。**根据艾瑞咨询《2017 年中国特色棋牌游戏行业白皮书》的统计, 2016 年中国地方特

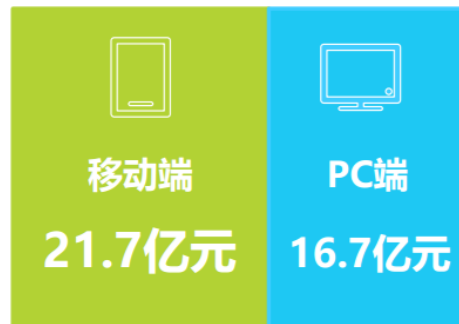
色棋牌游戏市场规模总计 38.4 亿元，其中移动端占到 57%，达到 21.7 亿。移动端用户规模达到 1.57 亿，略高于 PC 端的 1.55 亿。

图表 11: 2016 年地方棋牌类游戏用户规模 (亿)



来源: 艾瑞, 中泰证券研究所

图表 12: 2016 年地方棋牌游戏市场规模 (亿)



来源: 艾瑞, 中泰证券研究所

- **房卡熟人模式兴起, 闲徕占据明显优势。**闲徕以房卡熟人模式, 通过丰富的地方化玩法以及下沉渠道地推方式, 实现湖南、四川、广东等市场的快速扩张。根据艾瑞 app 用户月度有效时长指数监测结果显示, 4 月份用户使用时长排名前 10 的麻将类 APP 中有 4 款是出自闲徕互娱旗下。同时排除腾讯欢乐麻将, 前 5 中, 包括闲徕广东麻将、闲徕麻将两款闲徕游戏, 可见目前闲徕在市场占有率上拥有明显优势。

图表 13: 艾瑞 APP 指数监测 4 月用户总有效时长前 10 的麻将类 APP

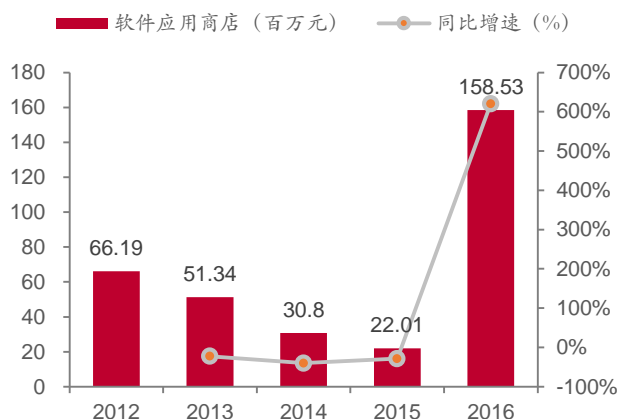
排名	对比	应用	已通过全流量验证	类别	月度总有效时长(万小时) ↑↓	环比增幅(%) ↑↓
60	□	 腾讯欢乐麻将		棋牌	9809 ↓	-0.8
188	□	 闲来广东麻将		棋牌	1516 ↑	+ 26.6
198	□	 大唐麻将		休闲益智	1388 ↑	+ 21.4
244	□	 单机麻将-西安同启通讯		棋牌	1048 ↑	+ 1.1
288	□	 闲来麻将		棋牌	839 ↓	-19.2
327	□	 熊猫四川麻将		棋牌	639 ↓	-26.3
413	□	 琼崖海南麻将		休闲益智	443 ↓	-13.6
434	□	 川麻将		棋牌	401 ↑	+ 26.1
489	□	 皮皮四川麻将		棋牌	344 ↓	-23.4
585	□	 长春麻将		棋牌	261 ↑	+ 35

来源: 艾瑞, 中泰证券研究所

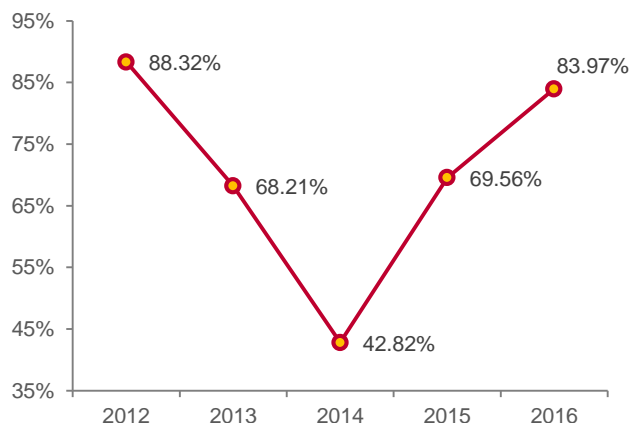
应用商店板块: 1Mobile 加速商业化

2016 年营收同比大幅增长, 商业化、全球化拓展加速

- 公司应用商店业务主要以海外为主, 包括移动端 1mobile 和 PC 端 Brothersoft。营收方面, 2012-2015 年, 基本处于逐年下滑的态势, 我们认为主要原因在于 Brothersoft 的运营逐步趋于稳定, 而 1mobile 处于起步阶段, 并未大规模商业化运作。2016 年公司应用商店业务实现同比超过 600% 的增长, 营收达到 1.59 亿元, 在营收大幅提升的同时, 毛利率也呈现快速回升态势, 主要原因是 1Mobile 的商业化、全球化加速。

图表 14: 昆仑万维应用商店业务营收及增速


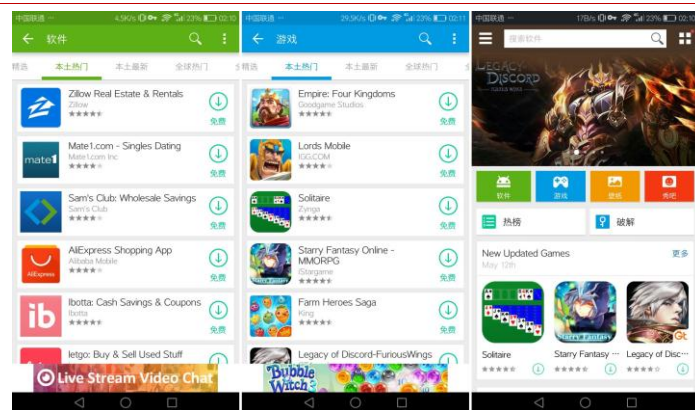
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 应用商店业务毛利率提升明显 (%)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: Brothersoft 界面展示


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 17: 1Mobile 界面展示


来源: 中泰证券研究所

- 定增6亿到位, 主要用于完善 1Mobile 线下分发渠道建设。** 公司从 2011 年开始运营 1Mobile 软件应用商店, 主要针对安卓系统手机用户和手机应用开发者推出手机应用(包括软件、游戏等)发布与下载服务, 1Mobile 已收录超过 160 万款各类软件、游戏应用, 目前月活跃用户数已突破 1400 万, 月均分发突破 1.2 亿次。此次定增募集资金计划在整个东南亚建立起覆盖手机终端市场的 1Mobile 应用服务中心网络, 建成不少于 10000 家终端服务站。

互联网社交平台: 打造高流量入口, 协同内容板块

Grindr: 全球最大的同性恋社交平台

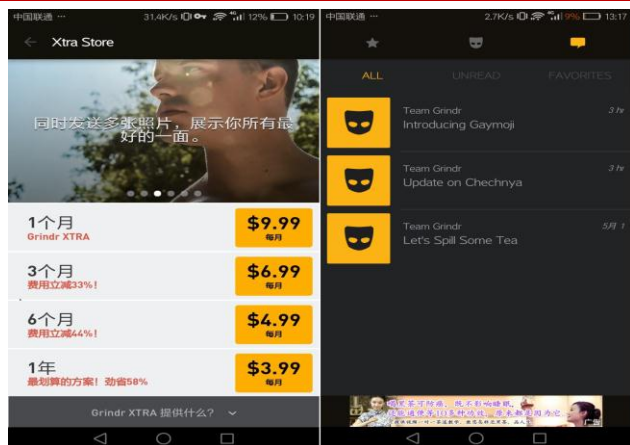
- 公司以 6.02 亿元取得 Grindr 61.53% 的股份, 并于 2016Q2 开始并表。Grindr 是全球最大的同性恋社交平台, 并不断由美国和英国向北美、拉美、欧洲各国、东南亚等国家和地区拓展, 月活跃用户不断提升, 从 2016 年初的 200 万 DAU 不断提升至目前超过 350 万+的 DAU。2016 年 4-12 月产生的净利润为 3575.19 万元, 实现并表营收 2.86 亿元。

- **Grindr 商业模式包括会员费与平台广告收入。**Grindr 包括两个版本，免费版以及付费版（Grindr Xtra），付费版本主要通过会员付费取得收益：具体 1 个月的会员费用为 9.99 美元，连续包三个月则单月费用为 6.99 美元，连续包半年单月费用则下降到 4.99 美元，最优惠为包一整年，具体到单月仅需要 3.99 美元。另一方面，广告收入也是 Grindr 收入的重要来源之一，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。

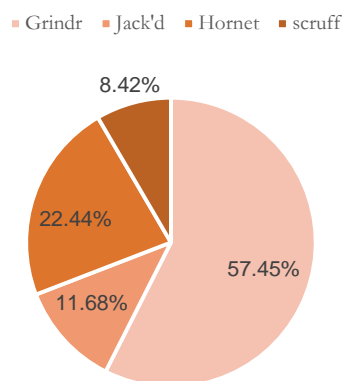
图表 18: Grindr 2012-2014 年财务情况

单位：美元	2014年度	2013年度	2012年年度
收入	31744804	24688659	17403747
毛利润	22600079	16463896	10070548
净利润	13740367	9754858	659315
总资产	8297016	12215473	3207224

来源：公司公告，中泰证券研究所

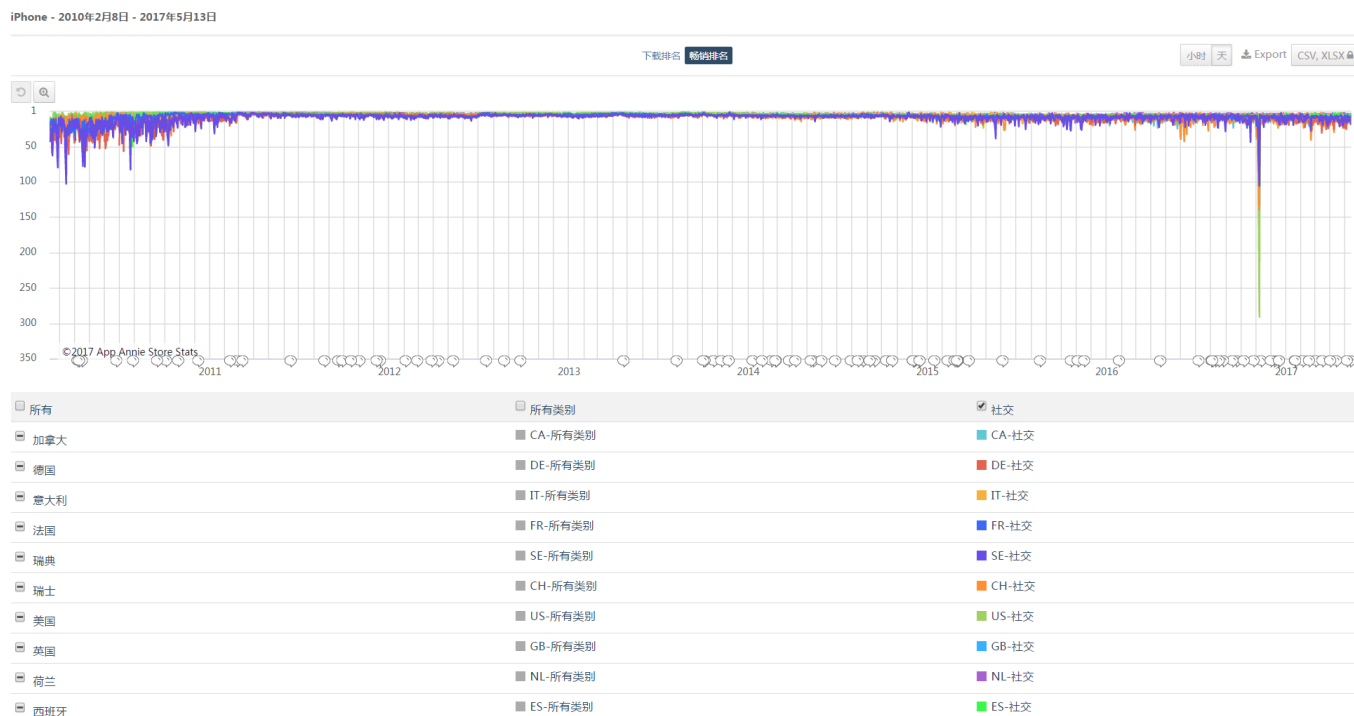
图表 19: Grindr APP 界面展示


来源：GrindrAPP，中泰证券研究所

图表 20: 2015 年海外男同 APP 市占比情况


来源：猎豹，中泰证券研究所

图表 21: Grindr 在全球主要的几个国家社交类 APP 排行中均在 20 名以内



来源: App Annie, 中泰证券研究所

Opera: 打造社交化的新闻资讯平台

- 昆仑万维以全资子公司香港万维为投资主体的买方团，以 5.75 亿美元收购 Opera Software ASA 持有的 Opera Software AS 100% 的股权，其中香港万维出资 2 亿美元，占 33.33% 的股权。买方团通过 SPV 于 2016 年 11 月 3 日完成了 Opera AS 的 100% 股权转让的交割。

图表 22: Opera AS 收购买方团出资占比情况

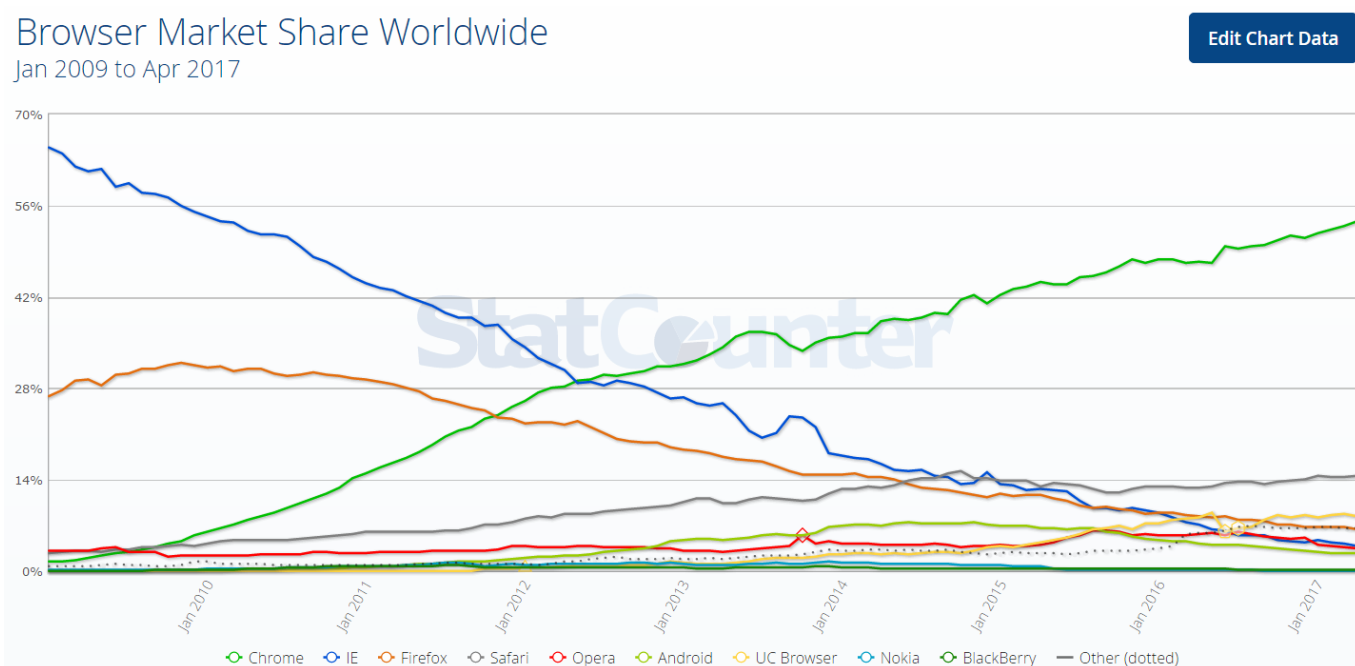
出资主体	出资比例	出资金额 (美元)
香港万维	33.33%	191,647,500
KFH	21.67%	124,602,500
FH	12.50%	71,875,000
奇虎香港	27.50%	158,125,000
金砖开曼	5%	28,750,000

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- Opera AS 为 Opera Software ASA 业务中最终消费者业务的拆分重组实体。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 产品相关的所有资产、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 (Opera Software ASA 中 Opera Mediaworks 移动互联网广告业务，Opera TV 业务和应用，游戏相关的应用商店业务，Surfeasy VPN 业务和 Skyfire 针对运营商的视频压缩服务业务资产不包含在内)。

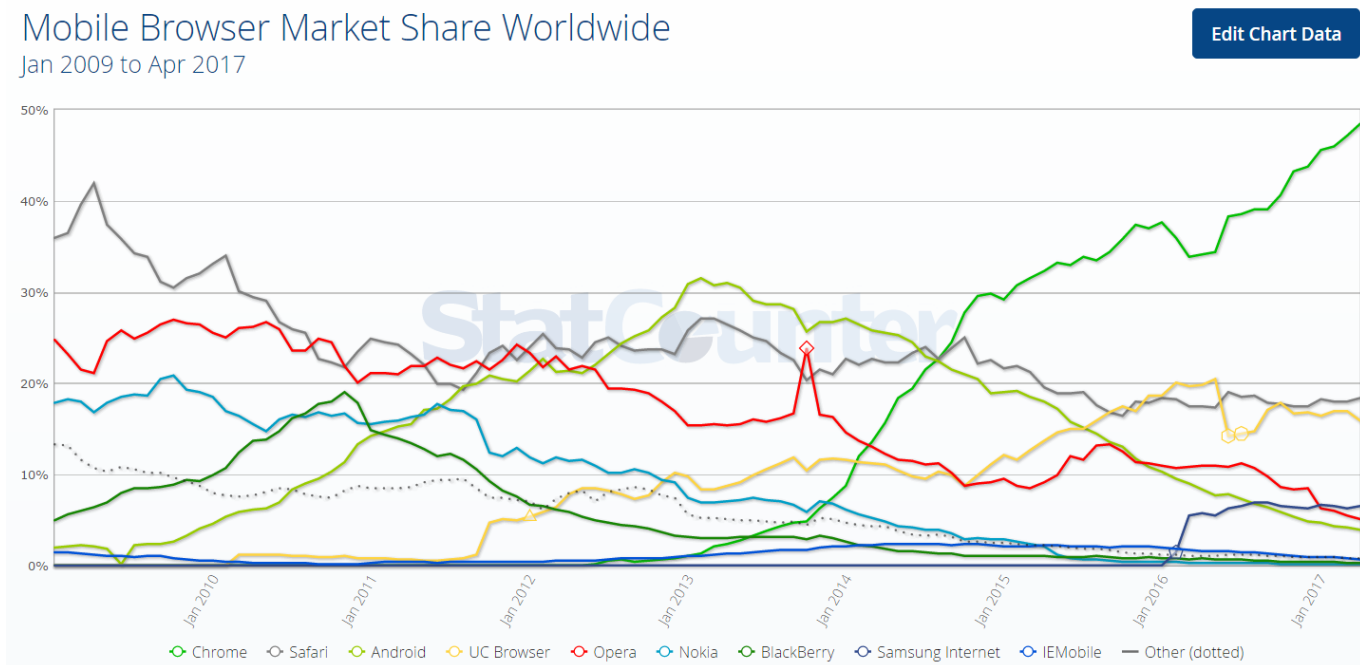
- 从全球 2017 年以来各大浏览器市场份额情况来看，Opera 浏览器市占率保持相对稳定，占据 3.5%左右的全球市场份额，月活跃用户近 3 亿人。但从移动端的占比情况来看，Opera 的市场份额呈现下滑趋势，主要原因是 Opera 浏览器在功能机市场占比较高，但由于功能机整体出货量下降，导致移动端整体占比下滑，但单就智能机来比较，Opera 的占比仍是有所提升的。Opera 目前逐步向新闻资讯平台转型，同时加入大数据和社交元素，继续提升市场占有率。
- 打造基于人工智能专属个性化信息推送平台 Feednews。可以根据用户偏好，绑定 twitter 或者 facebook，实时智能推送新闻。新闻源囊括了经济、金融、商业、技术、科学、体育等方面。同时加入社交元素，提升社交互动感，有望打造成为类似于今日头条的全球版新闻聚合资讯社交平台。

图表 23：2009-2017 至今 Opera 浏览器全平台市占率基本维持稳定



来源：StatCounter，中泰证券研究所

图表 24: 2009-2017 至今 Opera 浏览器移动端市占率呈现下滑态势



来源: StatCounter, 中泰证券研究所

投资板块：逐步进入回报期

投资收益显著，逐步进入回报期

- 昆仑万维自 2015 年上市以来，就不断开展对外投资业务，2016 年 2 月 20 日，公司决定成立宁波昆仑点金股权投资有限公司和北京昆仑点金投资有限公司两家全资子公司，变更香港的两家全资子公司游景蓝图和香港昆仑业务性质为投资，把投资业务纳入到公司主营业务当中。
- 目前公司的投资板块逐步进入收获回报期，前期投资的映客、趣店等标的都获得了大幅度的估值提升，趣店或有望在美股 IPO，目前根据同类型的公司在美股的估值情况来看（宜人贷市值 14.28 亿美元，2016 年实现净利润 1.6 亿美元，PE 估值 8-9 倍；刚刚纽交所上市的信而富，2016 年收入 5600 万美元，税前利润-3336.3 万美元，目前市值 4.58 亿美元），我们认为趣店若赴美上市，估值将达到一个不错的水平，有望增厚昆仑万维投资收益。

图表 25: 信而富、宜人贷、趣店营收利润对比

信而富	2014	2015	2016
收入 (百万元)	353	358	388
税前利润 (百万元)	3	-195	-231
当前市值 (亿元)	31.55		
P/S	8.13		
宜人贷	2014	2015	2016
收入 (百万元)	195	1363	3275
税前利润 (百万元)	-27	417	1102
净利润 (百万元)	-28	285	1116
当前市值 (亿元)	98.86		
P/S	3.02		
P/E	8.97		
趣店	2015	2016 1-7	2016E
收入 (百万元)	233.25	478.46	
净利润 (百万元)	-542.85	157.7	

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 昆仑万维投资的主要的公司情况一览

时间	公司名称	交易简述	备注
20150216	达达	投资1800万美金, 占DADA2.74%的股份, 后出售部分股权目前股权占比1.38%	DADA是一家设立于英属开曼群岛之有限公司, 其通过设立于中国境内的关联企业, 经营解决最后一公里配送的电商运力平台, 未来致力于形成本地O2O电商最信赖的物流基础平台。通过建立订单处理系统和培训管理海量配送员, DADA和其中国公司提供了一个基于“移动+众包+大数据”的整体解决方案, 为当前O2O本地生活商家和个人商家解决了最大痛点。
20150413	随手科技	投资1649.5万美元, 间接持有8.25%股权, 2016年12月2399.99万美元转让6%股份, 投资收益971.4万美元, 还拥有2.25%股权	随手科技是国内最大的个人理财应用提供商, 旗下拥有随手记、卡牛等多款明星应用产品
20150526	e保养	投资1100万美金, 22%的股权	主要业务产品为e保养, 是开展以智能保养为支撑的汽车上门保养服务。
20150612	银客	投资2000万美金, 占20%股权, 2016年6月转让5%股权, 投资收益500万元, 还拥有15%股权	银客网是国内领先的互联网金融平台。银客网依托互联网创新技术, 为小微企业主提供高效、便捷的融资服务, 同时为广大投资用户提供年化收益8%-15%的安全投资理财产品
20151127	一米鲜	投资1500万美金, 占15%股权	一米鲜是Yimi Inc.旗下国内领先的鲜食O2O品牌。
20160106	蜜莱坞 (映客)	投资6800万元, 占18%股权, 2016年9月2.1亿元转让3%股权, 获得1.95亿元投资收益, 目前持有10.23%股权	北京蜜莱坞网络科技有限公司是一家致力于提供移动视频直播平台技术研发和运营的公司, 目前拥有“映客”、“蜜Live”两款移动应用。
20160120	Woobo Inc	投资80万美金, 占20%股权	致力于开发人工智能技术驱动的交互式机器人。
20160125	昆仑数字医疗	投资250万美金, 占20%股权	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, 制定个体化治疗方案, 提升病人治疗水平。
20160309	Kunlun AI	投资300万美金, 占15%股权	昆仑人工智能致力于为企业提供人工智能与大数据技术的行业解决方案。昆仑人工智能初步涉及的领域包括广告、语音识别、内容推荐、安全、销售与市场, 以及金融。
20160107	快乐时代 (趣店)	增资1.8亿元, 占19.21%股权	北京快乐时代科技发展有限公司以运营趣分期平台为主要业务, 是国内领先的提供分期消费的金融服务平台。
20160920	徒子文化	投资700万元, 占10%股权	是由微博知名漫画红人使徒子创立的文化公司, 主要从事漫画内容创作及相关衍生品的开发与授权, 致力于打造中国的漫画IP及漫画英雄部落。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 快乐时代 (趣店) 财务指标

项目 (万元)	2016.7.31 (2016年1-7月)	2015.12.31 (2015年度)
总资产	429718.69	263466.10
总负债	226079.56	330214.04
应收账款	333632.57	221525.80
净资产	203639.13	-66,747.94
营业收入	47845.76	23,325.05
营业利润	18504.02	-53,712.08
净利润	15769.84	-54,284.72

来源: 国盛金控公告, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

■ 盈利预测假设:

- **假设一:** 自研游戏包括《轩辕剑之汉之云》、《终结者 2》、《BLEACH》、《偷星九月天》等能在 2017 年顺利上线, 代理游戏方面收入维持稳定。闲徕互娱市占率继续提升, 渠道进一步下沉的同时向东三省等地区扩张。
- **假设二:** 软件商店业务实现线上线下结合, 1Mobile 覆盖用户人群继续增加, 广告、软件代理等业务收入进一步提升。
- **假设三:** 互联网平台 Grindr 和 Opera 活跃用户数量继续增长, 同时与公司内容平台实现互通协同, 相互导流。
- **假设四:** 投资业务板块包括趣店、映客等能获得不俗投资回报, 同时进一步在移动游戏到互联网工具、视频直播、亚文化领域、人工智能等方向进行精准卡位。

图表 28: 业务分项收入预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入 (百万元)	1934.14	1789.14	2424.68	3907.7	5148.76
同比增速 (%)	28.1%	-7.5%	35.5%	61.2%	31.8%
昆仑游戏	1901.48	1744.71	1955.84	3237.7	4325.76
同比增速 (%)	33.5%	-8.2%	12.1%	65.5%	33.6%
——闲徕互娱				1600	2400
软件应用商店	30.8	22.01	158.53	160	160
同比增速 (%)	-40.0%	-28.5%	620.3%	0.9%	0.0%
其他互联网产品 (Grindr)	1.86	22.42	310.31	510	663
同比增速 (%)		1105.4%	1284.1%	64.4%	30.0%
毛利率 (%)	69.07%	60.95%	52.99%	74.71%	72.68%
昆仑游戏	69.51%	61.36%	48.96%	75.09%	72.98%
——闲徕互娱				85.88%	83.00%
软件应用商店	42.82%	69.56%	83.97%	82.00%	80.00%
其他互联网产品 (grindr)	62.37%	21.14%	62.56%	70.00%	69.00%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测结果

- 根据我们的核心假设，公司 2017-2019 年预计实现的收入分别为 39.08 亿元、51.49 亿元、62.3 亿元，分别同比增长了 61.2%、31.8%、21%；实现归属母公司的净利润分别为 9.67 亿元、12.62 亿元和 15.79 亿元，分别同比增长了 81.9%、30.57%和 25.1%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.83 元、1.09 元和 1.36 元。

首次覆盖，目标价 25.73 元，予以买入评级

- 根据公司当前股价，对应 2017-2018 年 PE 分别为 27 倍和 21 倍，我们选取涉足 A 股市场游戏相关公司与昆仑万维进行估值比较。根据 Wind 一致预期，游戏相关个股 2017-2018 年对应平均估值分别为 31 倍和 25 倍 PE。

图表 29：可比公司估值（截至 2017 年 5 月 19 日）

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002624.SZ	完美世界	13.15	443.05	33.70	1.12	1.39	1.70	30	24	20
002517.SZ	恺英网络	7.18	226.73	31.60	1.30	1.64	1.84	24	19	17
002174.SZ	游族网络	8.61	242.89	28.20	1.05	1.43	1.83	27	20	15
603258.SH	电魂网络	2.40	100.73	41.97	1.13	1.22	1.22	37	34	-
300533.SZ	冰川网络	1.00	93.09	93.09	1.94	2.75	0.00	48	34	-
300113.SZ	顺网科技	6.87	195.32	28.43	0.99	1.24	1.54	29	23	18
300031.SZ	宝通科技	3.97	74.83	18.86	0.74	0.96	1.17	26	20	16
603444.SH	吉比特	0.72	188.52	262.78	10.05	11.67	14.17	26	23	19
002555.SZ	三七互娱	20.85	499.73	23.97	0.82	0.99	1.21	29	24	20
平均PE								31	25	18
300418.SZ	昆仑万维	11.59	259.64	22.40	0.83	1.09	1.36	27	21	16

来源：Wind，中泰证券研究所

- **估值：**我们认为公司游戏主业正处于健康向上状态，研运一体化带动毛利率迅速回升，闲徕棋牌业务市场规模不断扩大，同时包括 Grindr、Opera、1Mobile 在内的平台流量有望和公司游戏内容实现互联互通，最大限度发挥协同效应，加之投资业务板块存在较大增值空间，我们给与公司行业平均 2017 年 31 倍 PE，目标价 25.73 元，首次覆盖，“买入”评级。

风险提示

- **1) 内容上线进度不达预期。**公司近年逐步涉足手游自研，存在新品内容上线进度不达预期风险。
- **2) 人才流失风险。**公司涉及业务，人才是核心的资源，是保持和提升公司竞争力的关键要素。因此相关人员的稳定性，将直接影响公司的发展和业绩。若不能很好地控制人才流失的风险，则会对上市公司的经营和业务发展造成不利影响。
- **3) 市场整体风险偏好下移风险。**现阶段，A 股市场震荡加剧，分歧较大，风险偏好有不断下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。
- **4) 公司投资业务板块收益受市场估值影响较大，存在收益不达预期风**

险。

图表 30: 昆仑万维财务报表及预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,934	1,789	2,425	3,908	5,149	6,230
增长率	28.09%	-7.5%	35.5%	61.2%	31.8%	21.0%
营业成本	-598	-699	-1,140	-988	-1,406	-1,688
% 销售收入	30.9%	39.0%	47.0%	25.3%	27.3%	27.1%
毛利	1,336	1,091	1,285	2,919	3,742	4,542
% 销售收入	69.1%	61.0%	53.0%	74.7%	72.7%	72.9%
营业税金及附加	-4	-5	-4	-9	-11	-13
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-715	-682	-639	-684	-901	-1,090
% 销售收入	37.0%	38.1%	26.3%	17.5%	17.5%	17.5%
管理费用	-264	-231	-444	-684	-875	-1,083
% 销售收入	13.7%	12.9%	18.3%	17.5%	17.0%	17.4%
息税前利润 (EBIT)	353	173	198	1,543	1,955	2,356
% 销售收入	18.2%	9.6%	8.2%	39.5%	38.0%	37.8%
财务费用	-11	75	-55	-87	-78	60
% 销售收入	0.6%	-4.2%	2.3%	2.2%	1.5%	-1.0%
资产减值损失	-19	-4	-78	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	159	493	229	251	264
% 税前利润	—	38.2%	86.5%	13.5%	11.7%	9.8%
营业利润	324	403	557	1,685	2,128	2,680
营业利润率	16.7%	22.5%	23.0%	43.1%	41.3%	43.0%
营业外收支	6	13	12	12	12	12
税前利润	330	416	569	1,696	2,140	2,692
利润率	17.0%	23.2%	23.5%	43.4%	41.6%	43.2%
所得税	-3	-11	-24	-237	-278	-359
所得税率	1.0%	2.6%	4.2%	14.0%	13.0%	13.3%
净利润	326	405	545	1,459	1,861	2,333
少数股东损益	0	0	14	492	599	754
归属于母公司的净利润	326	405	531	967	1,262	1,579
净利率	16.9%	22.7%	21.9%	24.7%	24.5%	25.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	705	1,048	1,076	2,000	2,747	5,194
应收款项	288	529	733	899	1,235	1,495
存货	0	0	0	28	29	0
其他流动资产	136	283	252	270	361	414
流动资产	1,129	1,860	2,062	3,197	4,372	7,103
% 总资产	76.9%	47.8%	32.7%	37.9%	45.5%	57.6%
长期投资	161	1,710	3,183	3,183	3,183	3,183
固定资产	31	25	26	14	2	-8
% 总资产	2.1%	0.6%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.1%
无形资产	135	151	683	1,699	1,697	1,695
非流动资产	340	2,029	4,244	5,248	5,235	5,222
% 总资产	23.1%	52.2%	67.3%	62.1%	54.5%	42.4%
资产总计	1,468	3,888	6,306	8,445	9,607	12,325
短期借款	0	248	983	1,140	0	0
应付款项	397	860	1,250	1,230	1,755	2,114
其他流动负债	57	75	150	261	176	203
流动负债	453	1,183	2,383	2,630	1,931	2,317
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	720	720	720	720
负债	453	1,183	3,103	3,350	2,650	3,036
普通股股东权益	1,015	2,705	3,174	4,574	5,836	7,416
少数股东权益	0	0	29	521	1,120	1,874
负债股东权益合计	1,468	3,888	6,306	8,445	9,607	12,325

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.554	0.360	0.472	0.834	1.089	1.362
每股净资产 (元)	4.833	2.400	2.817	3.946	5.035	6.398
每股经营现金净流 (元)	1.890	0.170	0.317	0.999	1.615	1.884
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.105	0.105	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.16%	14.98%	16.74%	21.14%	21.63%	21.30%
总资产收益率	22.23%	10.42%	8.43%	11.45%	13.14%	12.81%
投入资本收益率	233.73%	86.25%	29.37%	74.89%	97.43%	125.14%
增长率						
营业总收入增长率	28.09%	-7.50%	35.52%	61.16%	31.76%	21.00%
EBIT 增长率	25.48%	-51.11%	14.90%	677.96%	26.73%	20.51%
净利润增长率	-25.13%	24.18%	31.14%	81.90%	30.57%	25.10%
总资产增长率	17.04%	164.86%	62.18%	33.92%	13.75%	28.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.7	55.4	65.4	58.8	60.4	60.7
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	111.7	143.5	108.5	120.7	120.4	118.5
固定资产周转天数	5.4	5.7	3.9	1.9	0.6	-0.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.45%	-29.58%	19.55%	-2.76%	-29.15%	-48.17%
EBIT 利息保障倍数	32.9	-2.3	3.6	17.7	24.9	-39.6
资产负债率	30.87%	30.43%	49.20%	39.67%	27.59%	24.63%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	326	405	545	1,459	1,861	2,333
少数股东损益	0	0	0	492	599	754
非现金支出	92	84	184	27	26	26
非经营收益	12	-229	-434	-130	-149	-276
营运资金变动	-33	-69	61	-197	134	102
经营活动现金净流	397	192	357	1,650	2,471	2,938
资本开支	31	8	12	1,019	1	1
投资	-147	-1,607	-2,159	0	0	0
其他	-12	-29	214	229	251	264
投资活动现金净流	-190	-1,644	-1,957	-790	250	263
股权募资	0	1,606	0	555	0	0
债权募资	0	239	1,796	157	-1,140	0
其他	-161	-103	-135	-156	-236	0
筹资活动现金净流	-161	1,742	1,662	556	-1,376	0
现金净流量	45	290	62	1,416	1,346	3,201

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。