

证券研究报告—深度报告

传媒

互联网

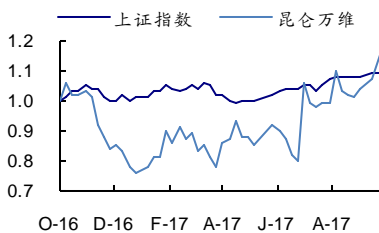
昆仑万维(300418)

买入

合理估值: 32-35 元 昨收盘: 21.27 元 (维持评级)

2017年12月29日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,152/451
总市值/流通(百万元)	23,982/9,396
上证综指/深圳成指	3,290/10,935
12个月最高/最低(元)	29.32/17.87

相关研究报告:

《昆仑万维-300418-2017年三季报点评: 业绩符合预期, 游戏、对外投资驱动公司持续成长》
——2017-10-25

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002
联系人: 董博雄
电话: 010-88005318
E-MAIL: dongboxiong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

游戏业务稳扎稳打, 社交媒体与内容平台打开长期成长空间

● 游戏先行, 四大产品矩阵助力打造综合性互联网平台

1) 自研、代理及棋牌游戏构成了公司当前游戏收入的主要来源; 上半年游戏业务实现营收 14.97 亿, 占整体营收比重 86.2%, 棋牌游戏收入占比 22.4%; 2) 依托浏览器及内容分发平台 Opera、社交平台 Grindr, 公司逐渐形成了以社交媒体及内容平台为骨架、游戏为主要变现形式的业务架构。

● 棋牌游戏带动 17 年业绩高增长, 18 年自研及代理手游值得期待

1) 棋牌游戏表现优秀, 是公司 17 年利润高增长的主要动力; 2) 自研及代理游戏持续向上。上半年《神魔圣域》、《希望: 新世界》表现良好, 代理手游《皇室战争》、《部落冲突》、《海岛奇兵》继续保持稳定; 近期及 18 年上线的《终结者: 审判日》、《轩辕剑之汉之云》、《偷星九月天》等产品有望带动持续成长。

● 卡位社交媒体及内容分发平台, 庞大用户存量下变现值得期待

1) 公司当前拥有 Opera 30% 股权、Grindr 100% 股权, 是公司社交媒体及内容分发平台的核心支点; 当前 Opera 全球月活超过 3.5 亿, 并在向内容分发领域进军; 截至 2017 年 8 月, Grindr 在 196 个国家有超 2700 万注册用户, 2017 年上半年营业收入为 2.12 亿元人民币, 净利润为 0.22 亿元; 2) 信息流广告成互联网变现风口, Opera 变现潜力值得期待。2016 年信息流广告增速 90%, 在互联网广告中排第一, 17 年信息流广告市场规模有望保持高增速至 557 亿元。参考今日头条及 UC, Opera 蕴含巨大变现潜力。

● 盈利预测与投资评级

1) 我们预计公司 17/18/19 年 EPS 为 1.03/0.84/0.95 元 (18/19 年业绩不考虑投资收益以及闲徕互娱剩余股权注入可能), 当前股价对应同期 21/26/23 倍 PE; 2) 我们采用分部估值方法, 认为昆仑万维合理估值为 373 亿元至 401 亿元, 对应合理股价区间 32.38 元至 34.81 元。当前股价蕴含 51% 到 63% 上涨空间; 3) 我们认为在新游戏上线带动之下, 公司手游业务有望保持较高增长; 新兴业务 Opera、Grindr 商业化前景光明、卡位优势明显, 有望持续超越市场预期, 继续维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争、汇率波动、内容监管、业务拓展不及预期等风险。

盈利预测和财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,425	3,401	4,916	5,724
(+/-%)	35.5%	40.3%	44.5%	16.4%
净利润(百万元)	531	1155.78	945.90	1076.22
(+/-%)	31.1%	117.5%	-18.2%	13.8%
摊薄每股收益(元)	0.47	1.03	0.84	0.95
EBIT Margin	8.2%	23.4%	19.8%	19.4%
净资产收益率(ROE)	16.9%	28.7%	20.0%	19.4%
市盈率(PE)	46.3	21.3	25.9	22.9
EV/EBITDA	128.5	33.3	27.5	24.4
市净率(PB)	7.81	6.12	5.20	4.44

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

核心假设或逻辑

- 1) 游戏业务发展稳定，闲徕互娱 DAU、ARPU 继续保持稳定，18 年新上线手游表现良好；
- 2) Grindr 付费会员及广告客户保持稳定；基于审慎性原则，暂不考虑 Opera 利润贡献；
- 3) 不考虑趣店等对外投资收益贡献；
- 4) 公司三费率保持稳定；
- 5) 行业监管政策保持稳定。

基于上述假设：

游戏板块：1) 昆仑万维自研游戏数量有所提升，业绩亮眼，2018 年预计自研+代理业务净利润为 3-4 亿；2) 闲徕互娱深耕三四线城市，继续保持稳定增长。

互联网平台：1) Grindr 在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户，巨大的会员量将为公司营收提供保障；2) Opera 商业化前景广阔，但是考虑到目前还处于早期阶段且目前上市公司仅持有部分股权，我们暂不考虑其对上市公司的利润贡献。

估值与投资建议：

考虑到昆仑万维的公司架构及商业模式，我们采用分部估值的方法对公司价值进行评估，其中对游戏业务采用绝对估值与相对估值相结合的方式估值，考虑到社交与内容平台 Opera、Grindr 处于商业变现的初始阶段，我们采用可比上市公司或者一级市场企业在相似发展阶段估值水平进行估算。我们认为昆仑万维合理估值为 373 亿元至 401 亿元，对应合理股价区间 32.38 元至 34.81 元。当前股价蕴含 51%到 63%上涨空间。

与市场预期的差异之处

(1) 由于公司存在比较多的对外投资，市场对其主业方向存在较多质疑，我们认为在近期公司发展战略正在逐渐清晰：基于社交媒体与内容分发为核心的互联网架构，通过游戏及广告等业务进行商业变化，未来成长性将会更加确定。

(2) 市场认为闲徕游戏存在较大的发展不确定，我们认为在经过 1 年多的整合之后，业务发展的不确定性正在消除；政策方面，在公司较高的内控之下，相关风险处在可控范围之内。

(3) 受益于行业的向上趋势与 Opera 优质的用户资源，我们看好 Opera 信息流广告的未来变现能力：信息流广告正处于快速上升期，整体市场规模增速在互联网广告中排名第一，并且公司依托 Opera 浏览器在海外的品牌优势以及庞大用户基数，在原 Opera 浏览器产品上新增新闻资讯的精准推送功能，商业模式从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等，延伸至广告变现。

(4) 我们看好 Opera 和 Grindr 的平台效应，能够增强公司在海外的变现能力：Opera 于 2017 年 11 月在非洲手机端市场份额中排名第二，在南美洲排名第四，在亚洲市场排名第四，在欧洲市场排名第五，大量的海外市场用户能为公司带来可期的变现价值；Grindr 平台拥有巨大的会员量，在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户，日活跃用户达 350 万，蕴含深厚的变现价值。

股价变化的催化因素

(1) 投资持续获得较高回报；(2) 互联网平台拓展及商业化超预期；(3) 游戏流水及业绩持续超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

(1) 行业竞争风险；(2) 汇率波动风险；(3) 内容监管政策风险；(4) 业务拓展不达预期。

内容目录

估值与投资建议	7
1. 游戏业务：合理估值约 177-205 亿元.....	7
2. 社交与内容分发平台：合理估值 97 亿元.....	9
3. 其他对外投资业务部分：合理估值 51 亿元.....	10
盈利预测与投资建议.....	10
页游起家，打造国际化综合性互联网平台	11
1. 起步于海外游戏发行，依托产品矩阵打造国际化互联网平台.....	11
2. 公司治理完善，股权结构稳定.....	13
3. 营业收入稳健增长，手游业务表现亮眼.....	13
4. 棋牌游戏及投资收益带动全年业绩大幅增长.....	15
游戏业务为当前主要收入来源，18 年自研游戏有望实现高增长	15
1. 昆仑游戏：自研及精品游戏代理.....	15
2. 闲徕互娱：领先的棋牌游戏运营商.....	16
社交媒体和内容平台打开未来成长新空间	19
1. Opera 及 Grindr 构建起公司社交媒体及内容分发平台核心骨架.....	19
2. 对外投资，进一步丰富媒体及内容平台战略.....	23
3. 乘信息流广告变现东风，Opera 商业变现大有可为.....	24
4. 内容分发平台受益信息流广告变现，Opera 商业化前景广阔.....	29
盈利预测	32
关键假设.....	32
盈利预测.....	32
风险提示.....	32
附表：财务预测与估值	33
国信证券投资评级	34
分析师承诺	34
风险提示	34
证券投资咨询业务的说明	34

图表目录

图 1: 游族网络 PE band	9
图 2: 陌陌 16 年 7 月前 (未进入直播行业前) 市值均值为 25 亿美元	10
图 3: 昆仑万维历史沿革	11
图 4: 昆仑万维四大产品矩阵	12
图 5: 2012-2017H1 公司营收及增速 (亿元)	14
图 6: 2012-2017H1 公司归母净利润及增速 (亿元)	14
图 7: 2014-2017H1 公司营收结构	14
图 8: 2014-2017H1 手游业务及其他业务毛利率	14
图 9: 2014-2017Q3 三大期间费用水平	15
图 10: 2014-2017Q3 销售、管理、财务费用结构	15
图 11: 昆仑万维自研代理游戏时间轴	16
图 12: 闲徕互娱的棋牌运营模式	17
图 13: 闲徕互娱的房卡模式	17
图 14: 闲徕互娱 2016 年 6-11 月收入 (万) 及增速	18
图 15: 闲徕互娱 2016 年 6-11 月净利润 (万) 及增速	18
图 16: 闲徕互娱官网	18
图 17: 2014-2017H1 手机游戏业务营收及增速 (亿元)	18
图 18: 2014-2016 中国棋牌类游戏收入及增速	19
图 19: 2016 年地方性棋牌市场市占率	19
图 20: Opera 浏览器界面	19
图 21: 2015-2017.11 Opera 浏览器全球手机端市场份额	20
图 22: 2015-2017.11 Opera 浏览器亚洲手机端市场份额	20
图 23: 2015-2017.11 Opera 浏览器南美手机端市场份额	20
图 24: 2015-2017.11 Opera 浏览器非洲手机端市场份额	20
图 25: 2015-2017.11 Opera 浏览器美国手机端市场份额	21
图 26: 2015-2017.11 Opera 浏览器欧洲手机端市场份额	21
图 27: Opera 商业模式	21
图 28: Opera 手机端 ios、安卓浏览器界面	21
图 29: Grindr 界面	22
图 30: 信息流广告发展历程	24
图 31: 2012-2019 年中国网络广告市场信息流广告规模	25
图 32: 2016 年信息流广告市场规模增速第一	25
图 33: 2012-2019 年我国网络广告市场结构及预测	25
图 34: 2012-2016 年 Facebook 移动端信息流广告占比	26
图 35: 2013Q1-2017Q2 Facebook 网络广告收入	26
图 36: 今日头条旗下西瓜视频月度使用时长变化	27
图 37: 不同媒体形态信息流广告规模估计	27
图 38: 2017 年中国用户对各媒体平台信息流广告接受程度	28
图 39: 2017 年中国各媒体平台上广告有效用户	29
图 40: UC 相关用户数据	30

图 41: 今日头条相关用户数据	30
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	7
表 2: 资本成本假设	7
表 3: 游戏板块市值针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)	8
表 4: 游戏板块可比公司估值水平对比	8
表 5: 昆仑万维股权结构 (2017 三季报)	13
表 6: 昆仑游戏重点运营游戏产品	16
表 7: 闲徕互娱游戏产品列表	17
表 8: Opera 买方团出资情况	19
表 9: Grindr 最近财务信息	22
表 10: Grindr 股权结构	22
表 11: 截止 2017 年 7 月公司长期股权投资	23
表 12: 截止 2017 年 7 月公司可供出售金融资产	23
表 13: 布局信息流广告的各媒体平台	25
表 14: 各信息流广告类型技术背景	28
表 15: 2017 年中国媒体平台上信息流广告吸引用户的原因	28
表 16: Opera 收入测算及敏感性分析	30

估值与投资建议

考虑到昆仑万维的公司架构及商业模式，我们采用分部估值的方法对公司价值进行评估，其中对游戏业务采用绝对估值与相对估值相结合的方式进行估值，考虑到社交与内容平台 Opera、Grindr 处于商业变现的初始阶段，我们采用可比上市公司或者一级市场企业在相似发展阶段估值水平进行估算。我们认为昆仑万维合理估值为 373 亿元至 401 亿元，对应合理股价区间 32.38 元至 34.81 元。当前股价蕴含 51% 到 63% 上涨空间。继续维持“买入”评级。

1. 游戏业务：合理估值约 177-205 亿元

绝对估值方法

按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2017-2018 年收入增速达到 40%，在 2019-2021 年收入增速达 16%，毛利率及费用率保持稳定，股份分配比率预期为 24%。稳态情况下增速为 4%（参考端游行业进入成熟阶段后上市公司业绩增长情况）。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	28.09%	-7.50%	35.52%	40.26%	44.55%	16.43%	16.43%	16.43%
营业成本/营业收入	30.93%	39.05%	47.01%	38.00%	40.93%	42.36%	42.36%	42.36%
管理费用/营业收入	13.36%	12.61%	17.99%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
销售费用/销售收入	36.96%	38.13%	26.35%	20.00%	24.00%	23.00%	23.00%	23.00%
营业税及附加/营业收入	0.21%	0.27%	0.17%	0.22%	0.22%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税税率	1.00%	2.57%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
股利分配比率	50.55%	16.01%	24.59%	24.59%	24.59%	24.59%	24.59%	24.59%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.93	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	6.25%	
公司股价	21.1	
发行在外股数	1152	
股票市值(E)	24307	24307
债务总额(D)	1400	1400
Kd	5.30%	5.30%
T	4.24%	4.24%
Ka	6.38%	
有杠杆 Beta	0.98	0.98
Ke	6.65%	
E/(D+E)	94.55%	94.55%
D/(D+E)	5.45%	5.45%
WACC	8.44%	

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 3: 游戏板块市值针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)

16.55	7.9%	8.2%	8.44%	8.7%	8.9%
0.8%	224.57	210.43	197.93	186.81	176.86
0.5%	222.15	208.01	195.51	184.39	174.44
0.3%	219.73	205.59	193.09	181.97	172.02
	217.31	203.17	190.67	179.55	169.60
-0.3%	214.89	200.75	188.25	177.13	167.19
-0.5%	212.48	198.33	185.83	174.71	164.77
-0.8%	210.06	195.91	183.41	172.29	162.35

资料来源：国信证券经济研究所预测

按以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理市值为 177 亿元-205 亿元。

相对估值法:

我们选取 A 股收入及业务结构较为相似的游戏公司估值水平作为参照系。可比游戏公司 17 年 PE 均值约为 30 倍，18 年估值中位数为 22 倍，参考昆仑万维游戏业务利润规模，当前公司游戏业务合理估值约为 191 亿元，**对应每股 16.55 元**；而若考虑到估值切换以及游戏公司当年估值普遍在 30x PE 左右（参考游族网络等公司 PE band），若以 18 年全年维度来看，估值水平有望进一步提升。

表 4: 游戏板块可比公司估值水平对比

代码	公司	股价	市值 (亿)	17PE	18PE	19PE
002558.SZ	巨人网络	35.40	716.63	56.8	47.3	40.4
002555.SZ	三七互娱	20.37	437.57	25.9	20.8	17.2
002517.SZ	恺英网络	24.79	355.74	24.3	22.0	19.4
002174.SZ	游族网络	23.17	205.86	25.1	18.4	14.8
002354.SZ	天神娱乐	17.05	159.73	15.5	12.7	10.7
300418.SZ	昆仑万维	21.37	246.18	21.0	25.7	22.6

资料来源：Wind, PE 取 Wind 一致预测数据，国信证券经济研究所整理

图 1: 游族网络 PE band



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 参考绝对估值以及相对估值结果, 我们认为当前昆仑万维游戏业务合理估值约为 177-205 亿元。

2. 社交与内容分发平台: 合理估值 145 亿元

2.1 社交平台 Grindr—估值 70 亿元

考虑到 Grindr 独特的用户特征与使用场景, 我们认为 Grindr 的合理估值可以参考直播变现前的陌陌 (momo): 1) Grindr 与陌陌均属于亚文化社交平台, 用户属性与使用场景较为相似; 2) 在 16 年之前, 陌陌的商业模式主要为会员费与广告收入, 与当前 Grindr 的变现模式基本一致。

参考陌陌估值及市值水平, 我们认为 Grindr 合理估值为 70 亿元。1) 从用户量级上, Grindr 在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户。15 年底陌陌 MAU 约为 9000 万, 按照单用户市值比例换算, Grindr 合理估值为 37 亿元; 2) 陌陌 15 年底股价对应当年 PS 倍数为 14X, 参照陌陌估值, Grindr 估值约 70 亿元; 3) 考虑到 Grindr 用户质量更高 (超过 30% 以上用户为美国用户, 变现能力更强; 并且平均每日用户时长超过 Facebook, 达到 50 分钟以上, 远远超过陌陌), 我们认为采用 PS 估值更加有效反映其实际商业价值, 对应估值 70 亿元。

图 2: 陌陌 16 年 7 月前 (未进入直播行业前) 市值均值为 25 亿美元



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

2.2 Opera 估值

Opera 作为全球领先的浏览器，正在向信息分发平台转型，依托信息流广告变现，即将进入快速成长期。考虑到二级市场（国内及海外）均没有可参考标的，我们选取一级市场存在交易历史的 UC 浏览器作为估值参照系。

从用户量级来看，Opera 全球 3.5 亿月活用户（其中移动端 2.5 亿），与 UC 浏览器用户基本一致。2014 年末 UC 整体并入阿里巴巴，对应估值约 43 亿美元，从每用户价值角度估值，Opera 合理估值为 40 亿美元。

市场或认为 UC 由于聚焦中国市场、商业化变现或更加容易，相比 Opera 理应享受更高估值；我们认为 UC 在 2014 年被阿里巴巴收购时尚处于浏览器变现的初级阶段（主要为网址导航、搜索等），信息流分发及广告变现价值尚未体现。于此对应的是，国内信息流分发及变现龙头今日头条经过 2017 年 8 月的 E 轮融资后，估值超过 220 亿美元，参考 2017 全年预计收入约 150 亿人民币，市销率接近 10 倍；因此，我们参考 14 年 UC 浏览器 43 亿美元的收购对价已经在很大程度上体现了估值折价。

考虑到公司当前持有 Opera 33% 股权，此部分股权对应合理价值约为 75 亿元。

3. 其他对外投资业务部分：合理估值 51 亿元

趣店和映客是公司当前体量较大的对外投资项目。1) 趣店 16.86% 股权对应市值 45 亿元；2) 公司持有映客 10% 股权，参考宣亚国际收购映客对价，此部分股权合理估值 6 亿元；3) 两者合计对应合理市值 51 亿元。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017 年全面摊薄 EPS 为 1.03 元，不考虑投资收益、闲徕互娱剩余股权注入可能及 Opera 商业变现潜力，预计 2017/18/19 年 EPS 分别为 1.03/0.84/0.95 元，当前股价分别对应同期 21/26/23 倍 PE；

我们采用分部估值方法，认为昆仑万维合理估值为 373 亿元至 401 亿元，对应合理股价区间 32.38 元至 34.81 元。当前股价蕴含 51% 到 63% 上涨空间。我们认为在新游戏上线带动之下，公司手游业务有望保持较高增长；新兴业务

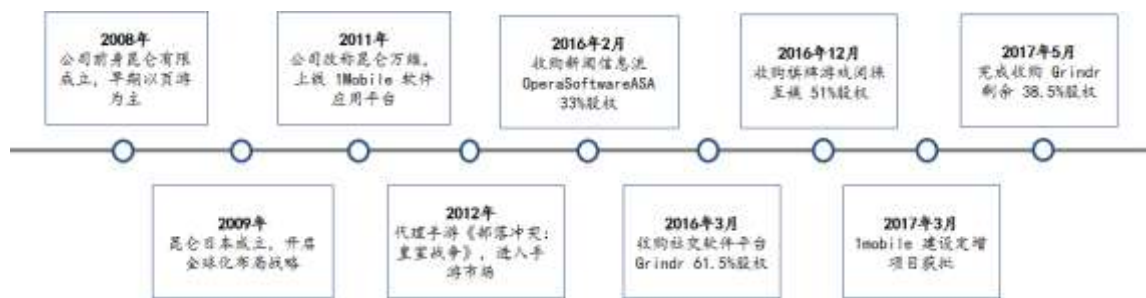
Opera、Grindr 商业化前景光明、卡位优势明显，有望持续超越市场预期，继续维持“买入”评级。

页游起家，打造国际化综合性互联网平台

1、起步于海外游戏发行，依托产品矩阵打造国际化互联网平台

昆仑万维是一家起步于网页游戏，逐渐向海外扩展成为一家从事游戏制作与媒体运营的海外领先的社交媒体与内容平台。2008年，公司前身昆仑有限成立，早期以页游业务为主营业务；2009年开始进军海外，将业务扩展至日本、美国、英国、韩国等地区，建立全球游戏发行和运营网络；2012年代理手游《部落冲突》，进入手游市场；2016年公司加速战略布局进程，先后收购新闻信息流 OperaSoftwareASA 33%股权，与社交软件平台 Grindr 同年又现金收购地方棋牌游戏闲徕互娱 51%股权，与现有的昆仑游戏形成协同效应，推动移动游戏平台发展。

图 3：昆仑万维历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

四大产品矩阵构建国际化互联网平台。公司是全球化的综合性互联网集团，一直致力于为用户群打造精彩的互动平台，为用户提供丰富的创新应用。集团具备三大业务体系：网络游戏研发、全球网络游戏发行、PC 及移动端软件商店。此外，2015年至今，公司围绕“打造国际化新媒体和数字娱乐平台”这一发展战略进行了一系列投资布局。2017年上半年，公司继续推进“海外领先的社交媒体和内容平台”这一发展战略，四大产品矩阵按照既定目标稳步发展。

图 4: 昆仑万维四大产品矩阵



资料来源：国信证券经济研究所整理

（1）昆仑游戏:

昆仑游戏以 08 年涉足网页游戏为开端，发展出手游、页游、端游的研发与发行 3 条游戏业务线，现拥有《部落冲突》、《海岛奇兵》、《猛将无双》、《疯狂部落》、《三国风云》等知名游戏。2017 年，昆仑游戏继续实行移动化、研运一体化、代理精品化的战略升级举措，公司自主研发、运营和代理了多款精品游戏。

（2）闲徕互娱:

闲徕互娱主营棋牌类休闲游戏，是集研发与运营于一体的手游公司。闲徕核心游戏产品包括“闲来麻将”、“闲来跑得快”、“熊猫四川麻将”等系列产品，皆为具有传统地域特色的棋牌游戏。昆仑万维于 2017 上半年完成闲徕互娱 51% 股权的收购，使之成为昆仑游戏中重度游戏的互补版块。

（3）Opera:

Opera 系世界五大浏览器之一，全球市场市占率靠前，尤其在非洲市场表现突出。昆仑万维与奇虎三六零、金砖丝路基金成立买方团，于 2016 年 11 月完成了 Opera AS 的 100% 股权转让的交割。昆仑万维在原 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，商业前景广阔。

（4）Grindr:

Grindr 是全球最大的同性恋社交网络，在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户，日活跃用户达 350 万，其六成收入来自于会员费，会员量的快速增长预示着 Grindr 商业变现价值愈发深厚。

发展境外业务，建设全球化网络集团。公司海外互联网产品运作实力雄厚。公司 2009 年开始组建海外游戏业务团队，海外软件工具团队相对成熟。2016 年切入社交网络和新闻资讯平台业务，现已在港澳台、东南亚、日韩、欧美、拉美等 10 余个语种的海外市场设立办公室，建立起了全球化的互联网业务网络。

通过海外互联网业务的不断开拓，公司与相关产品链各个环节的主要合作伙伴建立了良好的长期合作关系，并与公司的各个业务板块产生了显著的协同效应。如在产品发行方面，与苹果、谷歌建立了坚实的合作关系；在产品运营方面，与全球多个市场的主流网络产品发行和推广平台建立了长期的合作关系；在支付渠道方面，公司与全球多个市场主流支付服务提供商建立了合作和服务关系，能够为全球用户提供安全便捷的线上支付渠道；在服务器和网络服务方面，公司向全球知名服务器供应商进行采购，与海内外主流数据托管和内容分发服务提供商建立长期合作关系，有效保证数据中心的稳定和全面。

公司平台级应用产品矩阵逐步形成。公司通过自研或代理游戏精品大作积累了大量游戏用户，Brothersoft 属国际知名软件商店平台，Grindr 为全球最大的同性恋社交平台，Opera 更是有着超过 3.5 亿的全球海量用户。至此，公司已初步形成平台级应用产品矩阵，未来公司会覆盖全球更多的互联网用户，成为全球范围内重要的互联网流量入口。

2、公司治理完善，股权结构稳定

公司股权结构稳定，周亚辉为实际控制人。周亚辉为公司控股股东及实际控制人，其直接持有上市公司 16.27% 股权，并持有盈瑞世纪 54.8% 股权，合计控制上市公司 33.56% 股权，公司股权结构稳健。

表 5: 昆仑万维股权结构 (2017 三季报)

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	李琼	17.90
2	北京盈瑞世纪软件研发中心(有限合伙)	17.29
3	周亚辉	16.27
4	王立伟	5.04
5	中国农业银行股份有限公司-中邮信息产业灵活配置混合型证券投资基金	1.20
6	兴业银行股份有限公司-中邮战略新兴产业混合型证券投资基金	1.07
7	陈芳	0.85
8	香港中央结算有限公司(流通股)	0.84
9	东方富海(芜湖)股权投资基金(有限合伙)	0.69
10	深圳天风天成资产管理有限公司-天富 13 号资产管理计划	0.56
	合计	61.71

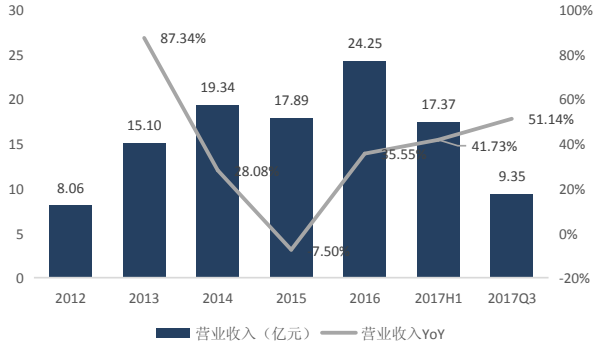
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、营业收入稳健增长，手游业务表现亮眼

财务表现靓丽，2017 年前三季度营收及归母净利润均实现高增长。2017 年前三季度营业收入为 26.73 亿元，同比增长 44.89%；营业成本为 5.29 亿元，同比减少 39.61%；归母净利润为 5.76 亿元，同比增长 16.88%。其中第三季度营业收入为 9.35 亿元，同比增长 51.14%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比减少 22.94%，主要为投资收益减少所致；扣非归母净利润 1.87 亿元，环比第二季度增长 18.91%，主营业务稳步增长。2017 上半年公司实现营业收入 17.37 亿元，同比增长 41.73%，主要为闲徕纳入合并报表范围所致；营业成本 3.82 亿

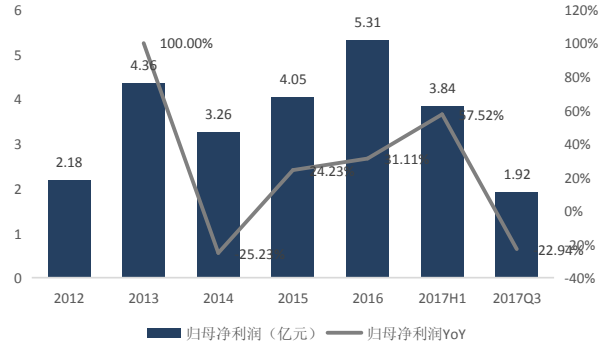
元，同比减少 33.42%，主要为代理游戏分成成本减少所致；实现归母净利润 3.84 亿元，同比增长 57.52%；扣非后归母净利润 3.42 亿元，同比增 65.2%。

图 5：2012-2017H1 公司营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

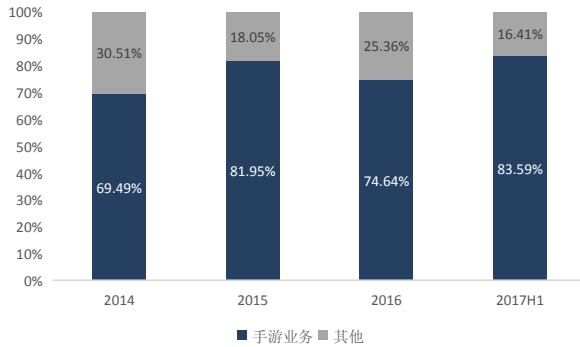
图 6：2012-2017H1 公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

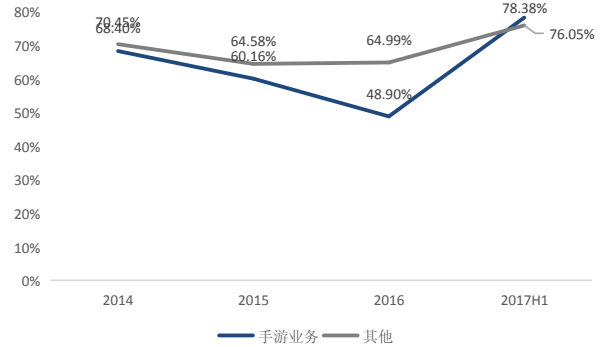
营收结构稳定，手游业务毛利率大幅增长。近年来，公司手游业务占公司主营业务比重稳定在 80%左右，2017 年上半年，手游业务实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 50.02%；其他业务版块营业收入 2.85 亿元，同比增长 10.89%。毛利率方面，手游业务毛利率 78.38%，同比增长 66.98%，主要原因是公司自研游戏《神魔圣域》和《艾尔战记》取得了较好成绩，与公司原来的自研手机游戏流水相比有较大水平的提升。另外，公司于报告期内并购了闲徕互娱，增厚了公司的盈利能力，且较大幅度地提升了公司的整体毛利率水平。

图 7：2014-2017H1 公司营收结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

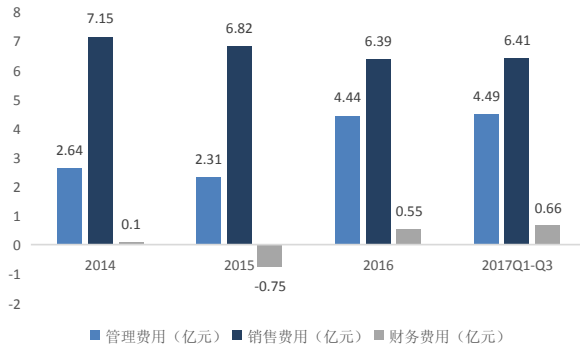
图 8：2014-2017H1 手游业务及其他业务毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

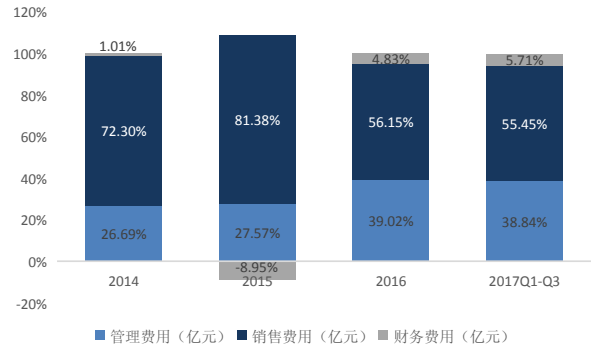
期间费用结构稳定，并购背景下管理、财务费用支出增加。前三季度公司销售费用为 4.49 亿元，同比下降 10.02%；管理费用为 4.49 亿元，同比增加 45.62%，主要为闲徕纳入合并报表范围及 Grindr 人员成本增加所致；财务费用为 0.66 亿元，同比增加 96.74%，主要为融资产生的利息支出增加所致。

图 9: 2014-2017Q3 三大期间费用水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2014-2017Q3 销售、管理、财务费用结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、棋牌游戏及投资收益带动全年业绩大幅增长

2017 年度预计业绩同比大幅增长, 净利润增速预计达 95.67%-124.84%。公司预计 2017 年度归属于上市公司股东的净利润 10.4 亿元至 11.95 亿元, 同比增长 95.67%至 124.84%, 业绩增长的主要原因有: (1) 公司坚持推进“社交媒体与内容平台”的发展战略, 使得各项主营业务取得稳定增长, 促使预期净利润稳定增长; (2) 公司收购的北京闲徕互娱网络科技有限公司棋牌业务市场规模不断扩大, 与公司网络游戏发行资源发挥协同效应, 促使预期净利润大幅增长; (3) 报告期内预计影响净利润的非经常性损益金额约为 6,000 万元。

游戏业务为当前主要收入来源, 18 年自研游戏有望实现高增长

1、昆仑游戏: 自研及精品游戏代理

昆仑游戏以自主研发和精品代理为路线, 成为公司初始核心业务版块。昆仑万维旗下游戏平台 08 年涉足网页游戏领域以来, 经过多年的开拓, 发展出手游、页游、端游的研发与发行 3 条游戏业务线。作为国内大型游戏研发及运营平台, 昆仑游戏拥有《部落冲突》、《海岛奇兵》、《猛将无双》、《疯狂部落》、《三国风云》等知名游戏。2017 年上半年, 昆仑游戏继续实行移动化、研运一体化、代理精品化的战略升级举措, 公司自主研发、运营和代理了多款精品游戏。

自主研发方面, 上半年《神魔圣域》与《希望: 新世界》两款游戏表现优秀。公司于 2016 年 7 月上线的原创西方奇幻题材的自研代表作《神魔圣域》上线运营时间已一年多, 该游戏在活跃用户、生命周期和全球流水表现上均有所突破, 尤其在今年 3 月上线的日文区域表现优异, 创游戏整体用户和收入的新高, 进一步印证了公司基于优质研发生产线实现高效全球研运一体的架构优势。《希望: 新世界》今年 7 月登陆繁体市场, 上线第一天便获得台湾地区 App Store 和 Google Play 双平台下载榜第一名; 9 月登陆韩国和东南亚市场; 10 月中登陆拉美市场, 并获得 Google Play 精选推荐, 且在双平台畅销榜中位列前茅。

公司坚持代理精品化战略, 上半年公司继续代理发行芬兰 Supercell 公司开发的三款全球现象级游戏《海岛奇兵》、《部落冲突》和《部落冲突: 皇室战争》, 以及蜗牛游戏《太极熊猫 2》、祖龙娱乐《六龙争霸 3D》、天马时空《全民奇迹》

等，流水表现稳健。

目前公司多款自研 IP 移动端精品游戏正处于布局研发阶段。公司对正在进行开发中的《终结者：审判日》、《轩辕剑之汉之云》、《偷星九月天》等自研产品进行了多轮公司内外测试，为后续产品线储备做好了充分的准备。

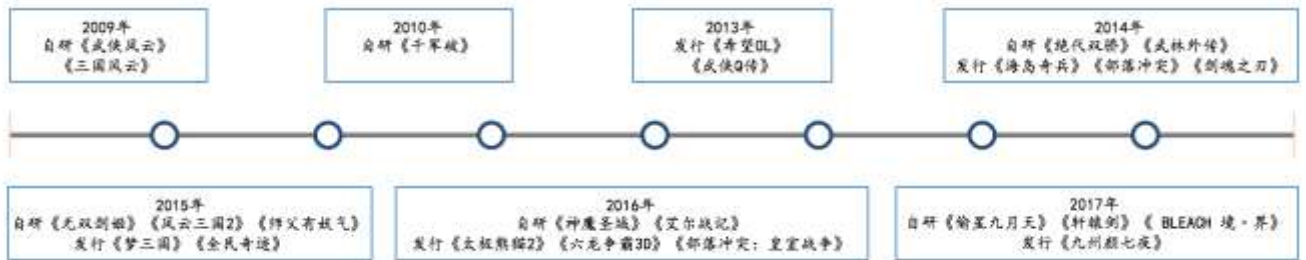
得益于自研 IP 游戏的陆续上线，如《终结者：审判日》、《轩辕剑之汉之云》、《偷星九月天》等，公司 2018 年自研游戏的数量相较于 2017 年将会有明显涨幅，公司在自研游戏的业绩上有望加速攀升。

表 6: 昆仑游戏重点运营游戏产品

游戏名称	游戏类型	首发日期	上线版本	运营模式
1 希望：新世界	MMORPG	2017 年 7 月	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
2 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	
3 艾尔战记	格斗	2016 年 1 月	简体中文、英文、俄文等	
4 无双剑姬	ARPG	2015 年 4 月	海外版	
5 太极熊猫 2	RPG	2016 年 7 月	英文、繁体中文、东南亚等	代理发行
6 六龙争霸 3D	MMO	2016 年 5 月	东南亚	
7 部落冲突：皇室战争	卡牌	2016 年 3 月	简体中文	
8 梦三国	MOBA	2015 年 12 月	简体中文、繁体中文	
9 全民奇迹	ARPG	2015 年 4 月	英文、印尼等	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 11: 昆仑万维自研代理游戏时间轴



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、闲徕互娱：领先的棋牌游戏运营商

2017 上半年，公司完成收购闲徕互娱 51% 股权。一方面为巩固原有优势省份的市场占有率，进行三四线城市的渠道下沉；另一方面为了在全国进行商业模式复制，继续扩大市场范围，昆仑万维于 2016 年 12 月 16 日发布了《关于参与收购北京闲徕互娱网络科技有限公司的公告》，拟以 10.2 亿元人民币收购闲徕互娱 51% 股份。该事项已于 2017 年 1 月 25 日通过股东大会决议，闲徕互娱于 2017 年 2 月纳入合并报表范围。

闲徕互娱，主营休闲游戏，成立于 2016 年 4 月 1 日，是昆仑游戏中重度游戏的互补版块，是集研发与运营于一体的手机游戏公司。闲来游戏团队结合互联网优势，开发出极具传统地域特色的棋牌游戏——“闲来麻将”、“闲来跑得快”、

“熊猫四川麻将”等系列产品。

闲徕拥有针对熟人的“线上棋牌室”运营模式与“房卡模式”的盈利模式。闲徕棋牌的主要运营模式为“线上棋牌室”模式，该模式是闲徕针对线上熟人棋牌所制定的，通过消费虚拟房卡来允许好友间在线上共同进行棋牌游戏，线上棋牌室是对线下棋牌室的补充，成功地解放了牌友之间的打牌束缚空间。闲徕的盈利模式是“房卡模式”，房卡模式是基于熟人关系，玩家通过购买“房卡”创建游戏房间，并通过社交软件将房间号分享给好友，邀请好友进入房间游戏。与普通的棋牌类“游戏币模式”不同的地方在于，房卡模式以熟人关系进行线下推广的方式，巧妙地贴合地方性棋牌游戏区域性的特征，相当于把线下棋牌室搬到线上，充分满足了熟人利用碎片时间约局的需求，提高了游戏的可玩性。每张房卡售价3元，每张卡可玩1局，玩家可通过微信上的链接从代理处购买房卡。

图 12: 闲徕互娱的棋牌运营模式



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 13: 闲徕互娱的房卡模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

闲徕互娱的棋牌类游戏涉及地域广泛，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（闲来斗地主、闲来跑的快、闲来跑胡子、闲来够级）。

表 7: 闲徕互娱游戏产品列表

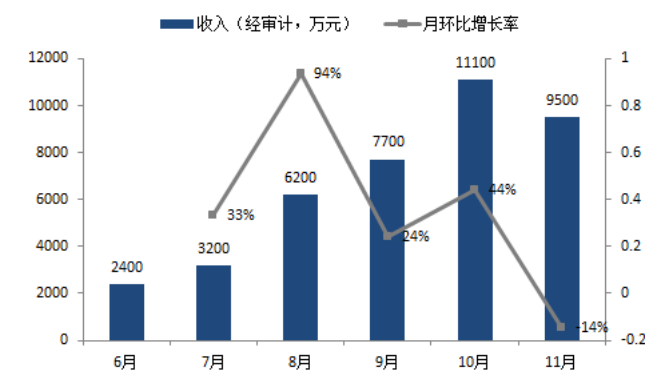
麻将类	
闲来麻将	中原河北麻将
熊猫四川麻将	闲来安徽麻将
闲来广东麻将	掌上天津麻将
闲来陕西麻将	大众浙江麻将
闲来贵州麻将	秦淮江苏麻将
闲来广西麻将	龙腾内蒙麻将
闲来甘肃麻将	闲来江西麻将 OL
山水云南麻将	中原河南麻将
八闽福建麻将	星海辽宁麻将
闲来宁夏麻将	豪杰山东麻将
牌类	
闲来斗地主	闲来跑胡子
闲来跑的快	闲来够级

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

闲徕互娱成为公司新的利润增长点。由于对闲徕互娱的收购，公司手机游戏的毛利率从去年同期的 46.94% 大幅提升至 78.38%，公司持续盈利的能力得到增强。通过收购闲徕互娱，公司切入了休闲游戏细分领域，与昆仑游戏的中重度游戏产品形成互补，优化了公司原有的游戏产品结构，丰富了游戏产品线，与公司储备的网络游戏发行资源形成明显的协同效应，有助于进一步扩大公司的市场规模和用户规模。

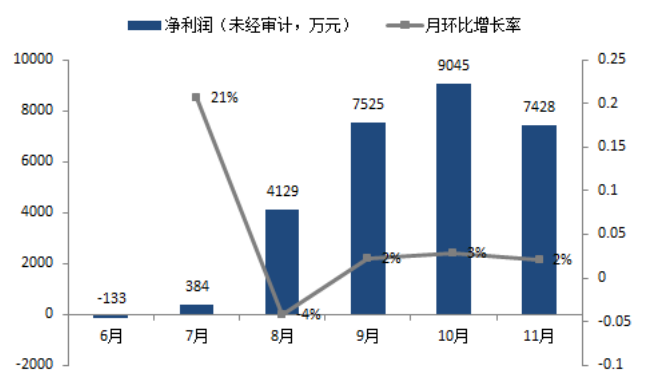
闲徕游戏成立于 2016 年 4 月 1 日，2016 年 9、10、11 月收入分别为 7,700、11,100、9,500 万元，净利润分别为 7,525、9,045、7,428 万元，从 6 月份以来呈现增长态势，11 月略有降低是因为公司推出限免活动所致。闲徕互娱于 2017 年 2 月并表，2016 全年营业收入 6.59 亿，营业利润 4.29 亿，净利润 3.22 亿。

图 14: 闲徕互娱 2016 年 6-11 月收入 (万) 及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 闲徕互娱 2016 年 6-11 月净利润 (万) 及增速



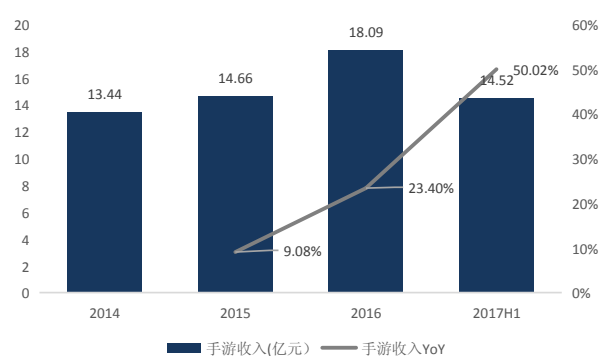
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 闲徕互娱官网



资料来源: 官网, 国信证券经济研究所整理

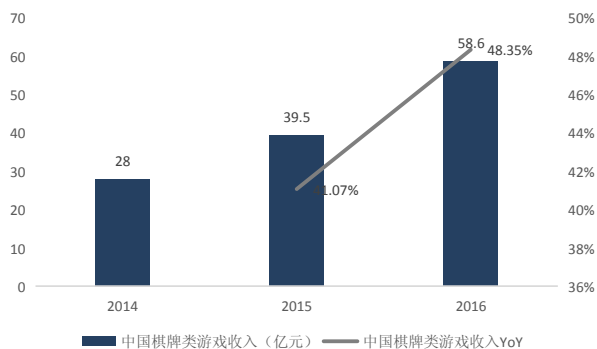
图 17: 2014-2017H1 手机游戏业务营收及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

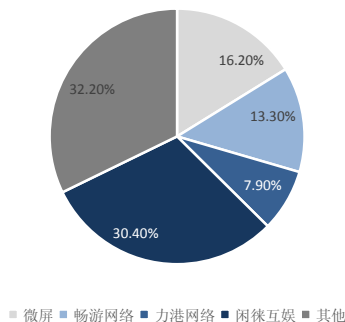
未来棋牌游戏继续保持高增长。线上棋牌可以划分为全国性棋牌平台和地方性棋牌平台。全国性棋牌平台包括 QQ 游戏，中国棋牌网，联众游戏，博雅互动等，用户分散在一二线城市；2016 年，地方性棋牌市场营销规模占中国棋牌类市场的 25.6%。闲徕互娱属于地方性棋牌平台，用户分散在三四线城市。2016 年中国棋牌类游戏收入 58.6 亿元，增速达 48.35%。地方性棋牌平台还包括微屏、畅游网络、力港网络等，闲徕互娱棋牌从 7 月开始盈利 384 万元起至 11 月 7,428 万元，月均环比增长达 109.7%，按照目前 400 万 DAU 的推算，18 年有望实现 10 亿以上的净利润。

图 18: 2014-2016 中国棋牌类游戏收入及增速



资料来源: CNG, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2016 年地方性棋牌市场市占率



资料来源: CNG, 国信证券经济研究所整理

社交媒体和内容平台打开未来成长新空间

1、Opera 及 Grindr 构建起公司社交媒体及内容分发平台核心骨架

(1) Opera 浏览器: 海外市占率排名靠前

创始于 1995 年 4 月, Opera 浏览器是一款由挪威 Opera Software ASA 公司制作的支持多页面标签式浏览的网络浏览器, 该跨平台浏览器可以在 Windows、Mac 和 Linux 三个操作系统平台上运行。在增长迅速的移动浏览器市场, Opera 作为世界五大浏览器之一, 2015 年底已占到了全球 11% 的市场份额。

图 20: Opera 浏览器界面



资料来源: 官网, 国信证券经济研究所整理

2016 年 2 月 9 日, 公司与奇虎三六零软件 (北京) 有限公司、金砖丝路基金管理 (深圳) 合伙企业 (有限合伙) 成立买方团, 于 2016 年 11 月 3 日完成了 Opera AS 的 100% 股权转让的交割。

表 8: Opera 买方团出资情况

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	12.5%	71,875,000
奇虎香港	27.5%	158,125,000
金砖开曼	5%	28,750,000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

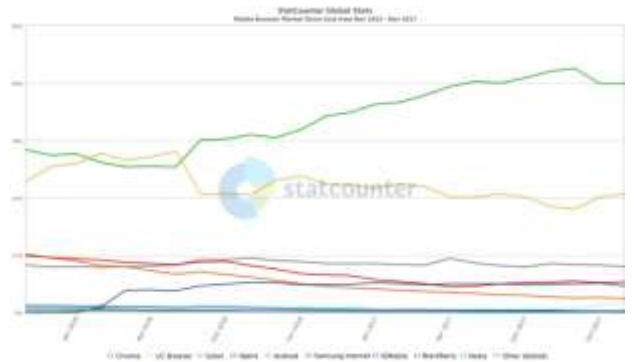
Opera 全球市场市占率靠前，尤其在非洲市场表现突出。2017 年 11 月，Opera 在全球手机端市场份额中排名第五，为 5.4%，仅次于 Chrome、Safari、UC Browser、Samsung Internet。在公司大力发展手机移动游戏业务的背景下，产生了积极的协同作用。从区域来看，Opera 在非洲市场表现突出，2017 年 11 月 Opera 在非洲手机端市场份额中排名第二，为 33.23%，仅次于 Chrome35.94%。另外，其在南美洲、欧洲、亚洲市场也表现不俗，2017 年 11 月 Opera 在南美洲手机端市场份额中排名第四，为 2.33%，高于 UC 浏览器 1.49%；Opera 在亚洲手机端市场份额排名第四，为 6.42%；在欧洲手机端市场份额中排名第五，为 1.01%。

图 21: 2015-2017.11 Opera 浏览器全球手机端市场份额



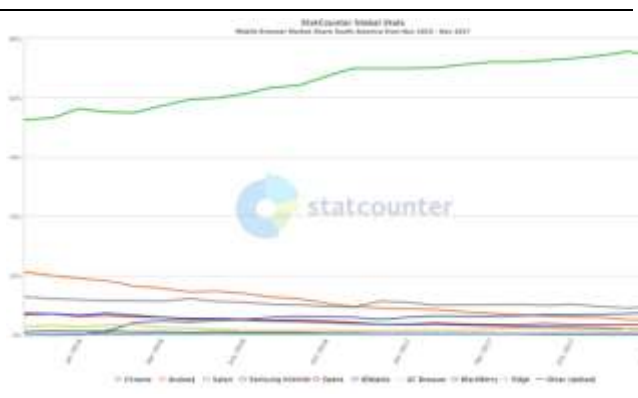
资料来源：StatCounter，国信证券经济研究所整理

图 22: 2015-2017.11 Opera 浏览器亚洲手机端市场份额



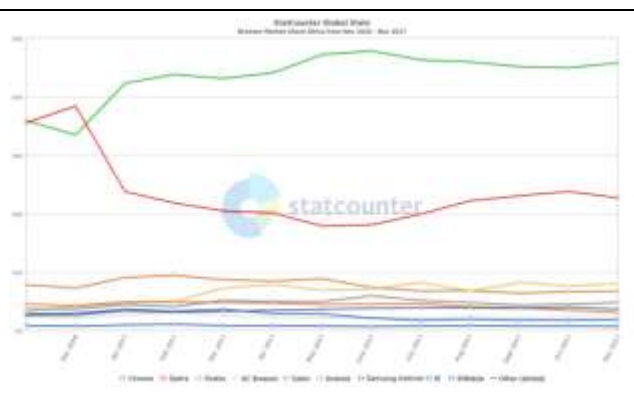
资料来源：StatCounter，国信证券经济研究所整理

图 23: 2015-2017.11 Opera 浏览器南美手机端市场份额



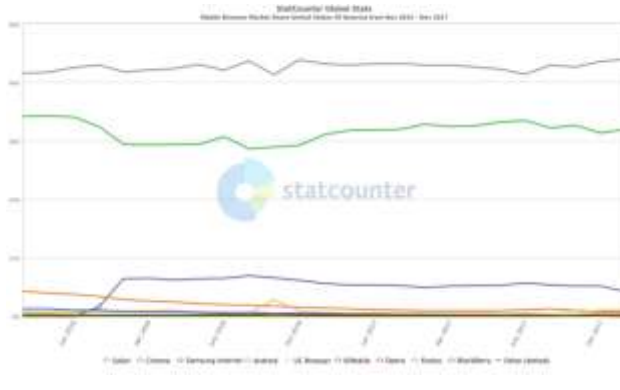
资料来源：StatCounter，国信证券经济研究所整理

图 24: 2015-2017.11 Opera 浏览器非洲手机端市场份额



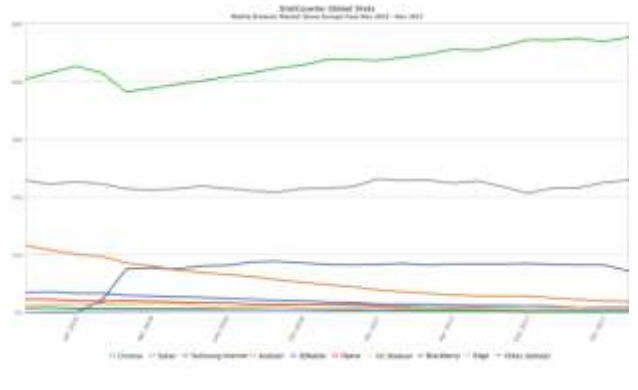
资料来源：StatCounter，国信证券经济研究所整理

图 25: 2015-2017.11 Opera 浏览器美国手机端市场份额



资料来源: StatCounter, 国信证券经济研究所整理

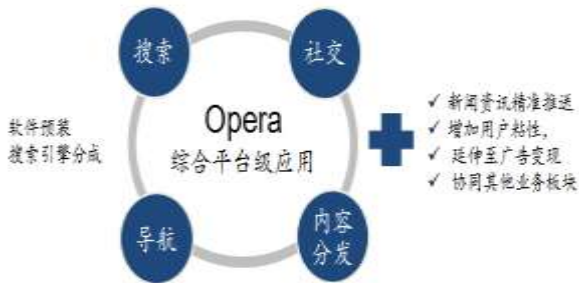
图 26: 2015-2017.11 Opera 浏览器欧洲手机端市场份额



资料来源: StatCounter, 国信证券经济研究所整理

公司依托 Opera 浏览器在海外的品牌优势以及 3.5 亿月活用户, 进一步提升 Opera 旗下产品的市场占有率以及变现能力。公司在原 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, Opera 浏览器会出激发新的活力, 将与公司其他业务板块产生显著的协同效应, 带来新的利润增长点。

图 27: Opera 商业模式



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 28: Opera 手机端 ios、安卓浏览器界面



资料来源: 国信证券经济研究所整理

(2) Grindr: 亚文化社交媒体重要支点

Grindr 是全球最大的同性恋社交网络, 总部在美国洛杉矶。在 196 个国家拥有超过 1050 万的注册用户, 日活跃用户超过 200 万, 超过 30%以上用户为美国用户。

图 29: Grindr 界面



资料来源: 官网, 国信证券经济研究所整理

根据公司公告, 2016 年 4-12 月 Grindr 营收为 2.86 亿元人民币, 归母净利润 0.36 亿元人民币; 2017 年初至 6 月底, Grindr 营业收入为 2.12 亿元人民币, 净利润为 0.22 亿元人民币, 分别较上年同期增长 2142.75%、10.44%。

表 9: Grindr 最近财务信息

	2016.4.1 至 2016.12.31	2017.1.1 至 2017.6.30
资产总额 (亿元)	1.97	1.66
负债总额 (亿元)	1.21	0.70
净资产 (亿元)	0.75	0.96
营业收入 (亿元)	2.86	2.12
净利润 (亿元)	0.36	0.22

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

5 月 24 日, 公司公告拟以昆仑集团为主体出资 1.52 亿美元收购 Grindr 股东 Grindr Holding Company 38.47% 的股权, 收购完成后, 昆仑集团将持有 Grindr 100% 的股权。

表 10: Grindr 股权结构

收购前		收购后	
股东名称	持股比例	股东名称	持股比例
昆仑集团	61.53%	昆仑集团	100%
Grindr Holding Company	38.47%		
合计	100%	合计	100%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

依托庞大用户技术, Grindr 正在迎来商业变现红利释放期。截至 2017 年 8 月, Grindr 在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户, 是收购前的两倍。平均每日用户时长超过 Facebook, 达到 50 分钟以上。从 2009 年成立起, 公司规模在无外来资金注入及市场开销的情况下每年持续增长。Grindr 已成为同性恋社

群必备的社交软件，并成为一种文化现象被广泛传播。目前在美国同类型市场中，Grindr 的市场份额排名第一，其六成收入来自于会员费。巨大的会员量预示着 Grindr 蕴含着深厚的商业变现价值，为 Grindr 未来业绩的持续增长提供了保障。2017 年初至 6 月底，Grindr 营业收入为 2.12 亿元，净利润为 0.22 亿元，分别较上年同期增长 2142.75%、10.44%。

2、对外投资，进一步丰富媒体及内容平台战略

公司持续围绕产品矩阵和互联网前沿趋势进行战略投资布局。2016 年 2 月 20 日，公司发布了《关于成立投资业务子公司及变更子公司营业范围等事项的公告》。根据公司长远规划，为拓展新业务，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，同时变更香港的两家全资子公司游景蓝图（香港）科技股份有限公司和香港昆仑万维股份有限公司的业务性质为投资。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，已在移动游戏、互联网工具、视频直播、亚文化领域、人工智能等方向精准卡位。未来，公司还将继续聚焦互联网软件与服务领域，以大数据、人工智能、新兴娱乐、社交媒体等方向为核心，围绕公司现有产品矩阵，继续在内容端以及社交领域进行投资布局。

表 11：截止 2017 年 7 月公司长期股权投资

被投资单位	期末余额（百万元）	行业领域
Kunhoo Software LLC	1,272.70	投资管理
知春畅想（北京）科技有限公司	13.563	技术服务
北京信达天下科技有限公司	-	互联网金融
北京徒子文化有限公司	13.50	网络漫画
广州酷麦信息科技有限公司	8.76	移动互联网娱乐社交
pandand mobile ltd	7.24	移动应用与游戏开发
北京艺动网络科技有限公司	5.15	VR

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 12：截止 2017 年 7 月公司可供出售金融资产

被投资单位	持股比例	期末余额（百万元）	行业领域
gx music limited	80.00%	133.36	-
宁波辰海灵璧股权投资合伙企业（有限合伙）	25.88%	79.00	股权投资及相关咨询
source code ssj linkage l.p	24.31%	17.90	个人理财应用
woobo inc	20.00%	5.25	交互式机器人
北京快乐时代科技发展有限公司	19.21%	180.00	互联网金融
qudian inc	19.21%	486.31	定制信用产品
北京龙渊天启投资管理中心（有限合伙）	19.19%	17.59	投资管理
Kunlun AI INC	15.00%	19.59	人工智能与大数据技术
yinker inc	15.00%	198.93	互联网理财
北京福瑞车美信息技术有限公司	14.60%	78.81	汽车上门保养
株式会社 knetp	14.00%	39.01	韩国手游
舟谱数据技术南京有限公司	11.00%	11.00	大数据
daesung ct investment partnership（大成基金）	10.30%	11.94	游戏产业投资基金
北京蜜莱坞网络科技有限公司	10.23%	52.58	移动视频直播

重庆奥菲科网络科技有限公司	10.00%	10.00	智慧医疗
艾普拉斯投资顾问(北京)有限公司	9.95%	74.81	投资咨询
source code fund i annex l.p.	8.45%	18.69	基金专注于 TMT 早期投资
上海峰瑞投资中心(有限合伙)	7.36%	40.00	实业投资, 创业投资
杭州捕翼网络科技有限公司	6.08%	36.50	网络技术
天津真格天峰投资中心(有限合伙)	5.47%	18.00	天使投资基金
杭州如涵控股股份有限公司	4.98%	50.03	实业投资, 投资管理
source code fund II.p.	4.17%	24.71	TMT 投资私募股权基金
快看世界(北京)科技有限公司	4.11%	17.59	移动漫画 app
北京厘米库信息科技有限公司	3.85%	6.00	二手车金融
在线途游(北京)科技有限公司	3.61%	35.04	休闲棋牌类游戏
source code fund III.p.	3.16%	31.13	投资基金
成都趣睡科技有限公司	3.02%	21.00	互联网家居
brv asterfund I,l.p	2.50%	15.67	投资基金
dada nexus limited	1.38%	112.40	电商物流
杭州淘粉吧网络技术股份有限公司	1.24%	11.00	电商导购
北京企额宝资产管理有限公司	1.00%	1.00	现金理财
everalbum,inc	0.72%	1.98	在线照片存储
有米科技股份有限公司	0.12%	0.85	全球化移动广告与效果营销

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3、乘信息流广告变现东风, Opera 商业变现大有可为

(1) 信息流广告处于快速发展阶段

信息流广告 (News Feed Ads) 是信息流里插播的一种原生广告, 由互联网产品在用户使用主动推送, 并将其与产品功能融合在一起。

图 30: 信息流广告发展历程



资料来源: 国信证券经济研究所整理

其最初是在 2006 年由 Facebook 率先推出, 之后 Twitter、Instagram 等也相继推出, 国内由微博在 2012 年率先推出, 到今天已经形成了新闻资讯类、社交媒体、搜索引擎、视频类、浏览器、其他内容联盟六大类的主要信息流广告玩家。

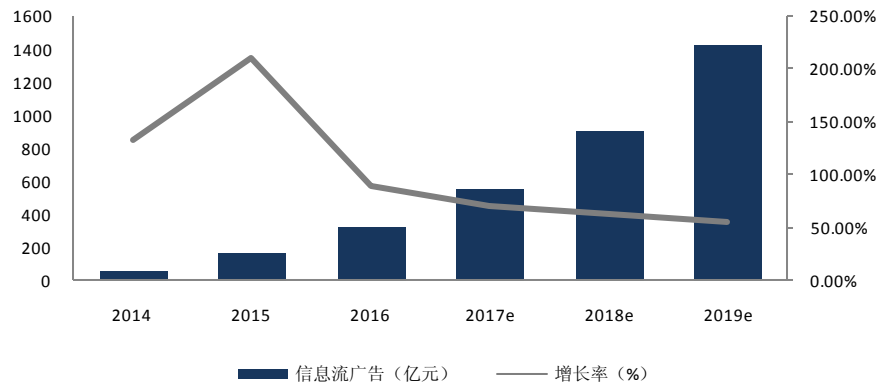
表 13: 布局信息流广告的各媒体平台

类别	代表
新闻资讯类	今日头条、一点资讯、腾讯新闻客户端、天天快报、新浪新闻客户端、搜狐新闻客户端、网易新闻客户端
社交媒体	微信、QQ、微博、陌陌、贴吧等
搜索引擎	手机百度
视频类	爱奇艺、腾讯、优酷、乐视以及直播、短视频 APP 如快手、梨视频等
浏览器	UC 浏览器、百度浏览器、搜狗浏览器、360 浏览器等
其他内容联盟	WIFI 钥匙、墨迹天气、猎豹移动、翻墙应用 VPN 等

资料来源：国信证券经济研究所整理

信息流广告仍处于快速发展阶段。2016 年，在互联网广告中增速第一的是信息流广告，增速高达 90%。根据艾瑞，2017 年信息流广告市场规模预计达 557 亿元，占整体网络广告市场的 14.3%。在未来两年，信息流广告的增速将继续超过 50%。信息流广告在网络广告市场中的占比逐年提高，已经成为最受广告主欢迎的移动广告形式。

图 31: 2012-2019 年中国网络广告市场信息流广告规模



资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

图 32: 2016 年信息流广告市场规模增速第一

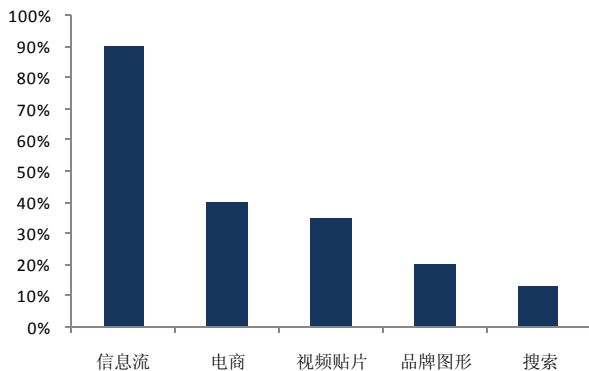
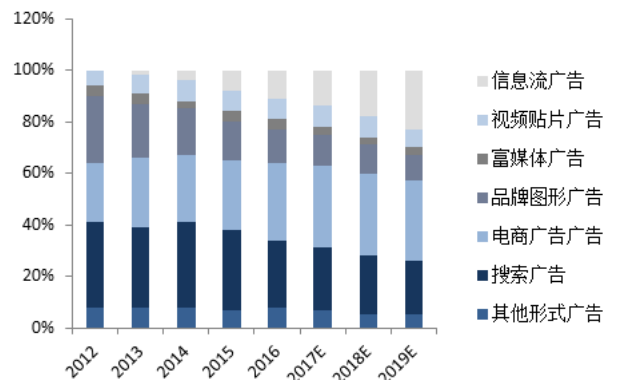


图 33: 2012-2019 年我国网络广告市场结构及预测



资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

(2) 信息流广告迎合广告主、媒体、受众三方需求

信息流广告爆发的关键因素在于其在移动营销环境中高度迎合了广告主、媒体、受众三方的需求。信息流广告凭借其广告投放精准而又融于原生内容的特点，顺应移动互联网广告发展趋势，从而迅速崛起。

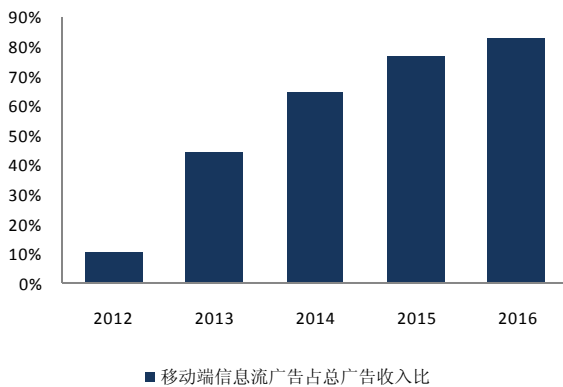
■ 广告主

对于广告主来说，移动端广告的投入不可忽视，信息流广告在移动端更有发展空间；其次，信息流广告有着品效合一的趋势，素材和创意的提升为广告主品牌传播效果带来良好增长空间，KA 广告主的进入也会促进素材/创意的优化，两者形成良性循环。另外，广告主也看重信息流广告精准推送的能力，随着技术发展，信息流广告精准投放的可信任度和可操作性都有明显提升，也逐渐被广告主们认可。信息流广告的收费模式主要有 CPC(Cost per Click)、CPM(Cost per 1000 Impressions)、CPT (Cost Per Time) 三种模式，其中 CPC 是按点击量付费，CPM 是按千次浏览付费，CPT 是以时间来计费。其中，CPM 和 CPT 主要适用于大的品牌广告金主，而小企业大多数采用 CPC 计费方式投放广告。虽然目前来看信息流广告投放广告主们的预算占比并不高，普遍在 10-20% 之间，广告主仍会继续加大在这方面的投放预算。

■ 媒体

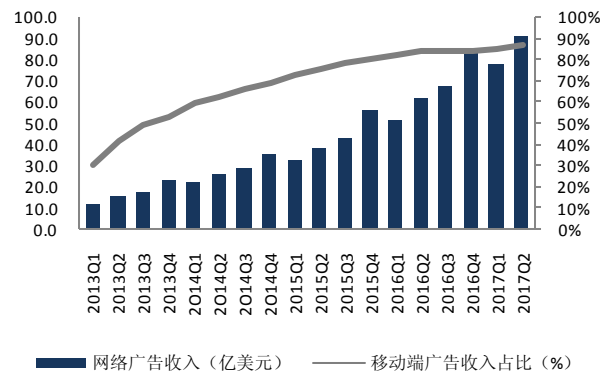
对媒体平台来说，信息流广告产品为其网络广告收入带来了新的增长点，也促使其不断创新信息流产品表现形式。从 Facebook 一路高涨，到微博起死回生，再到今日头条、一点资讯新秀崛起，信息流广告用数据证明了其强大的威力。

图 34: 2012-2016 年 Facebook 移动端信息流广告占比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 35: 2013Q1-2017Q2 Facebook 网络广告收入



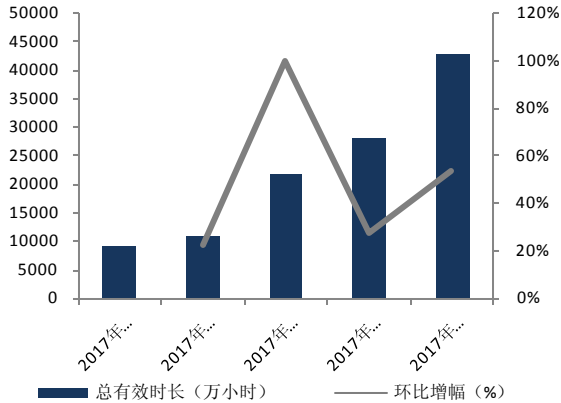
资料来源：电资办，国信证券经济研究所整理

媒体平台不断创新，促使信息流广告产品成熟化。如今日头条布局西瓜视频以提升信息流广告价值。和微博一样，今日头条的主要变现模式是信息流广告，在基于视频类平台的信息流广告领域，头条靠在短视频的布局来拉升公司信息流广告价值。2016 其营收破 60 亿。2017 年 9 月，今日头条的移动月活用户达到 2.1 亿，是微博的 60%、快手的 1.4 倍、陌陌的 2.3 倍，受益于“头条系”短视频应用迅速积累的用户黏性。

UGC 为主的短视频内容因其碎片化、社交属性成为新的内容创造者，迎合了移动互联网用户碎片化消费的需求，且其具有内容制作成本低、丰富度高、传播快等优势。短视频信息流广告虽然与发展较为成熟的社交、资讯信息流相比

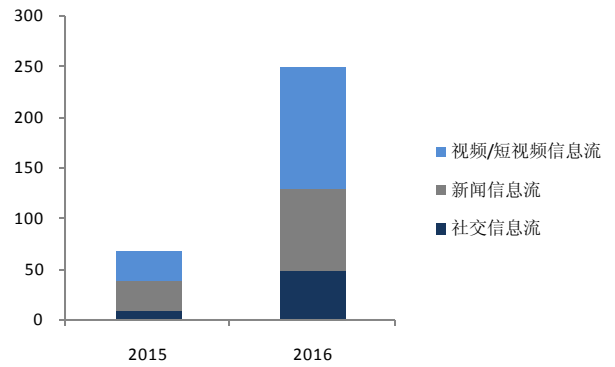
规模较小，但增速非常快，视频类信息流广告能为平台带来强有力的盈利点。一方面整体网络广告形式的展现呈现出从文字、图片向音频、视频、直播转化的趋势；另一方面微博、今日头条、腾讯等企业中的秒拍、抖音、火山、快手等产品用户快速增长，同时视频企业也积极布局信息流广告，可见视频信息流将在近两年内呈现爆发增长。

图 36: 今日头条旗下西瓜视频月度使用时长变化



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

图 37: 不同媒体形态信息流广告规模估计



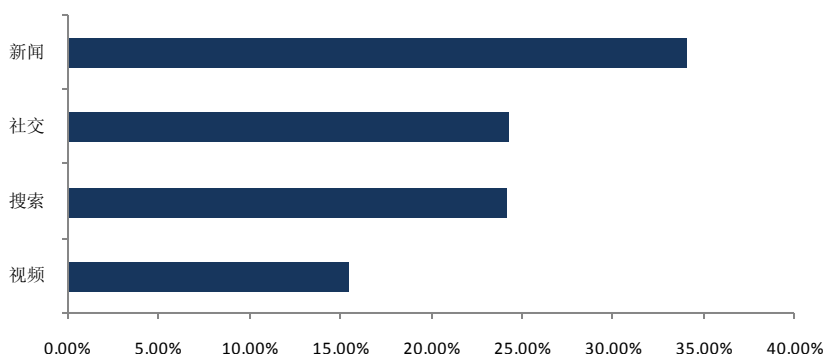
资料来源: 艾瑞、蓝莲花研究, 国信证券经济研究所整理

一点资讯对于信息流广告的商业化探索也很深入，其平台上 90%都是信息流广告，剩下 10%为开屏和文章页。一点资讯在信息流广告上不断进行小范围创新，比如在场景投放中增加亮屏时间、手机电量、地理位置等，在线索搜集类广告中直接设置姓名/电话栏等。

▪ 受众用户

在用户端，信息流广告有不易被忽视、广告投放准确度高、互动性强、打扰性弱四大优势。首先信息流广告与原有内容融合在一起，处于用户视觉焦点中，不易被忽视；其次，信息流广告基于用户行为和平台数据对目标群体进行精准投放，投放准确度高；信息流广告互动性强，用户可以通过点赞、分享、评论等形式参与广告互动；信息流广告对用户的干扰少，用户也可选择“我不感兴趣”等选项，不再接受相关广告，大幅减少传统广告投放位置，提升用户体验度。

图 38: 2017 年中国用户对各媒体平台信息流广告接受程度



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

表 14: 各信息流广告类型技术背景

信息流广告类型	技术背景	代表平台	定向推送依据
资讯类	基于用户浏览行为	如: 今日头条、一点资讯等	兴趣
	基于用户浏览行为及集团产品矩阵标签	如: 腾讯新闻客户端等	兴趣
	基于用户的搜索/浏览行为	如: 手机百度	意图
社交类	基于 SNS 背景的用户画像	如: 微博、微信、陌陌等	兴趣
视频类	基于用户的浏览行为	如: 爱奇艺、优酷等	兴趣

资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 15: 2017 年中国媒体平台上信息流广告吸引用户的原因

各媒体平台	信息流广告吸引用户的原因	占比
社交	我觉得广告的故事比较有意思	49%
	我觉得广告可以互动	45%
	能看到其他用户转、评、赞、关注推荐的广告	38%
搜索	我觉得广告比较有代入感	55%
	广告中的产品是与我相关的	59%
视频	我觉得广告的故事比较有意思	57%
	广告的代言人是我的爱豆	37%
新闻	广告中的产品是与我相关的	47%
	广告的出现频次更合理	43%

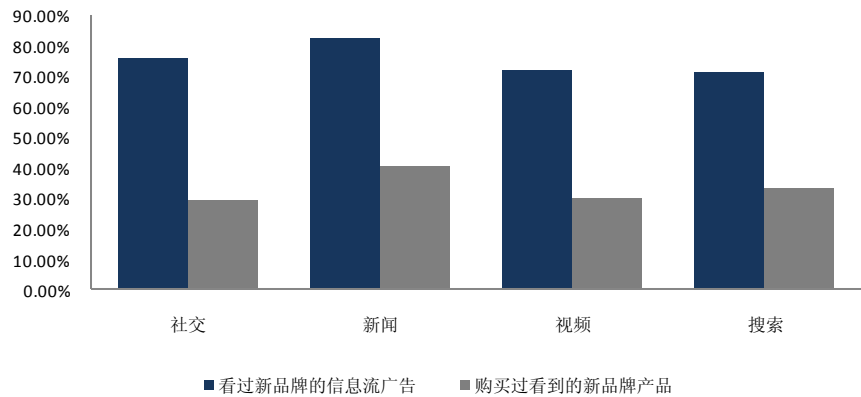
资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

从信息流广告的社交、搜索、视频、新闻等各大媒体平台上的表现来看，因其更易与新闻资讯类产品形式融合，用户对新闻类信息流广告接受程度最高；其次是社交类的信息流广告接受度在 24.5%。视频类产品仍在融合信息流形式的过程中，用户对于视频中的信息流接受度略低，但是视频平台也有自身的优势，例如短视频形式的信息流广告更易在视频平台融合。

从信息流广告吸引用户的原因来看，创意和相关性是最重要的。其中，社交平台 and 搜索平台由于技术和数据积累的加持，使广告推送与用户更相关。视频平台的信息流广告因视频的创意展示效果而吸引用户。

另外，信息流广告对于新品牌构建和老品牌巩固都有一定作用，特别是对于新产品品牌，超过 8 成用户都有通过信息流广告了解新品牌产品的经历，且对于看过广告的用户，6 成购买过新品牌产品。

图 39: 2017 年中国各媒体平台上广告有效用户



资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

4、内容分发平台受益信息流广告变现，Opera 商业化前景广阔

新闻聚合 App 及浏览器汇聚海量用户。我国手机用户使用手机的平均单日亮屏时间约 200 分钟，其中聊天、看电影、打游戏所用时长约 110 分钟，余下 90 分钟为新闻、搜索、购物、短视频、图片、问答的内容消费时间，此 90 分钟为信息流广告提供了广阔的市场空间。新闻聚合类 App 及移动浏览器作为依靠技术系统驱动进行信息分发的新兴移动资讯聚合平台，能够在大数据和优秀算法结合之下为每个用户建立精准的 DNA 库，基于用户属性推送投其兴趣的内容，或在用户使用产品的过程中进行有针对性的广告投放，从而依靠精准内容留住用户。因此内容分发平台将成为信息流广告行业发展的受益方，其潜力包括且不限于分发平台、创作工具提供者、商业化合作者以及商业价值变现者。

信息流广告变现带动新闻聚合和浏览器平台价值大幅提升。1) 截止 2017 年 11 月，UC 浏览器日活达 8,514 万人次，月活达 2.6 亿人次，领先于今日头条的 8,057 万人次及 1.8 亿人次；UC 月度使用总时长 1,457 万分钟，落后于今日头条的 1,680 万分钟，在日均使用时长方面略处下风。2) 今日头条 2017 年 4 月完成略低于 10 亿美元的 D 轮融资，投后估值近 110 亿美元，对应 2016 全年收入 60 亿元人民币，市销率接近 12 倍；2017 年 8 月的 E 轮融资后，估值超过 220 亿美元，参考 2017 全年预计收入约 150 亿人民币，市销率接近 10 倍；而最新一轮融资估值约为 300 亿美元，对应 2018 全年收入 300 亿-500 亿，市销率约 4-7 倍；3) 2014 年末 UC 整体并入阿里巴巴，100% 股权估值预计为 40-50 亿美元区间。

图 40: UC 相关用户数据



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图 41: 今日头条相关用户数据



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

Opera 有望享受海外互联网用户红利。 视频信息流广告将成为主流, 因为移动端的碎片化、视频化的特征, 视频化内容广告接受度高、受众观看转化率高。此外, 信息流广告会进一步与新兴技术融合, AI、AR、VR 都拥有和信息流广告结合的优势条件。Opera 可以其沉淀的海外用户为基础, 充分享受信息流广告行业海外人口红利, 商业化前景可期。

参考当前今日头条变现能力 (考虑到其广告收入还处于高速增长期, 稳态下变现量级将显著高于当前测算水平), **Opera 具备巨大广告变现潜力。** 2017 年 11 月 MAU1.83 亿人, 单月使用次数为 280.6 亿次, 今日头条 CPM 约为 40-50 元/千人次, 假设 2017 年今日头条 CPM45 元/千人次, 则单月收入为 280.59 亿*45 元/千人次=12.6 亿元/月, 2017 年收入预计为 12.6 亿/月*12 月=151.5 亿元人民币。

Opera 的月活用户为 3.5 亿人, 以同样为浏览器 App 的 UC 为参考, UC2017 年月活用户 2.63 亿人, 月使用次数为 240.6 亿次, 可算得平均每月每人使用次数为 240.57 亿次/2.63 亿人=91.3 次/人/月。Opera 浏览器按同样比例转化, 可得月使用次数为 3.5 亿人*91.3 次/人=319.5 亿次, 考虑到浏览器用户当前大部分作为工具使用, 假设五分之一到三分之一的信息流服务, 那么单个浏览器用户每月在信息流使用次数上约为 91.3*1/5-91.3*1/3 次, 即为 18.3-30.4 次, 则月信息流服务次数总数为 63.9 亿次-106.5 亿次, 参照当前今日头条的 CPM 计算得到月收入为 2.88 亿-4.79 亿元, **年收入潜力有望达到 34.5 亿-57.5 亿元。**

表 16: Opera 收入测算及敏感性分析

2017 年	UC	今日头条	Opera	备注
MAU (万人)	26349.4	18333.1	35000	
月使用次数 (亿次/月)	240.6	280.6	319.5	按照月活与 UC 的每人使用次数计算
月每人使用次数 (次/人)	91.3	153.0	91.30	月每人使用次数参考 UC
<i>敏感性分析</i>			信息流服务低	信息流服务高
<i>信息流服务比例</i>			1/5	1/3
<i>月每人信息流服务使用次数</i>			18.3	30.4
<i>月信息流服务次数总数 (亿次/月)</i>			63.9	106.5
CPM (元/千人次)		45.0	45.0	CPM 参考今日头条
月收入 (亿元)		12.63	2.88	4.79
年收入 (亿元)		151.52	34.51	57.52

资料来源：国信证券经济研究所预测

盈利预测

关键假设

- 1) 游戏业务发展稳定，闲徕互娱 DAU、ARPU 继续保持稳定，18 年新上线手游表现良好；
- 2) Grindr 付费会员及广告客户保持稳定；基于审慎性原则，暂不考虑 Opera 利润贡献；
- 3) 不考虑对外投资收益贡献；
- 4) 公司三费率保持稳定；
- 5) 行业监管政策保持稳定。

盈利预测

基于上述假设,预计公司 2017/2018/2019 年营业收入分别为 34.01/49.16/57.24 亿元。我们预计公司 2017 年全面摊薄 EPS 为 1.03 元,不考虑投资收益、闲徕互娱剩余股权注入可能及 Opera 商业变现潜力,预计 2018/19 年 EPS 分别为 0.84/0.95 元。

游戏板块:

(1) 昆仑万维自研游戏数量有所提升,业绩亮眼,代理游戏有效沉淀核心用户,预计 2017/2018/2019 年手游业务收入分别为 13.5/21.12/23.0 亿,毛利率水平保持在 49%,页游收入分别为 1.12/0.9/0.72 亿,毛利率水平分别为 73%/72%/80%,合计手机+网页游戏收入分别为 14.62/22.02/23.72 亿;

(2) 公司持有闲徕互娱 51% 股权,闲徕互娱深耕三四线城市,保持良好的游戏结构,有望在 2018 年初在地方棋牌平台市场占比超过 50%。预计 2017/2018/2019 年闲徕互娱收入分别为 18.9/24.3/27 亿,毛利率水平为 85%/80%/80%。

互联网产品:

Grindr 在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户,巨大的会员量将为公司营收提供保障,预计 2017/2018/2019 年收入分别为 5.0/10.0/15.0 亿,毛利率水平为 32%/40%/40%;

Opera: 考虑到其处于商业化变现的初始阶段,基于审慎性原则及当前较低的持股比例,我们暂不考虑其利润贡献。

风险提示

- (1) 行业竞争风险;
- (2) 汇率波动风险;
- (3) 内容监管政策风险;
- (4) 业务整合不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1076	943	1070	1664	营业收入	2425	3401	4916	5724
应收款项	733	280	404	470	营业成本	1140	1203	2012	2425
存货净额	0	66	110	133	营业税金及附加	4	7	10	11
其他流动资产	252	296	428	286	销售费用	639	850	1180	1316
流动资产合计	2062	1584	2012	2554	管理费用	444	546	739	860
固定资产	26	27	30	30	财务费用	55	0	0	0
无形资产及其他	36	35	33	32	投资收益	493	400	0	0
投资性房地产	2855	2855	2855	2855	资产减值及公允价值变动	(78)	0	0	0
长期股权投资	1327	1766	2358	2950	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6306	6267	7288	8421	营业利润	557	1194	975	1111
短期借款及交易性金融负债	983	680	547	647	营业外净收支	12	12	12	12
应付款项	350	214	352	425	利润总额	569	1206	987	1123
其他流动负债	1050	571	864	1012	所得税费用	24	51	41	47
流动负债合计	2383	1465	1764	2083	少数股东损益	14	0	0	0
长期借款及应付债券	720	720	720	720	归属于母公司净利润	531	1156	946	1076
其他长期负债	22	30	39	40					
长期负债合计	742	749	758	760	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3125	2214	2522	2843	净利润	531	1156	946	1076
少数股东权益	29	29	29	29	资产减值准备	74	1	1	1
股东权益	3152	4024	4737	5549	折旧摊销	18	12	13	14
负债和股东权益总计	6306	6267	7288	8421	公允价值变动损失	78	0	0	0
					财务费用	55	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1083)	(263)	141	275
每股收益	0.46	1.03	0.84	0.95	其它	(64)	(1)	(1)	(1)
每股红利	0.11	0.25	0.20	0.23	经营活动现金流	(445)	905	1100	1365
每股净资产	2.74	3.49	4.11	4.82	资本开支	(7)	(13)	(14)	(14)
ROIC	7%	21%	26%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	29%	20%	19%	投资活动现金流	(752)	(452)	(607)	(607)
毛利率	53%	65%	59%	58%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	23%	20%	19%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	24%	20%	20%	支付股利、利息	(131)	(284)	(233)	(265)
收入增长	36%	40%	45%	16%	其它融资现金流	1487	(302)	(133)	100
净利润增长率	31%	117%	-18%	14%	融资活动现金流	1226	(587)	(366)	(165)
资产负债率	50%	36%	35%	34%	现金净变动	29	(133)	127	594
息率	0.5%	1.2%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	1048	1076	943	1070
P/E	46.3	21.3	25.9	22.9	货币资金的期末余额	1076	943	1070	1664
P/B	7.8	6.1	5.2	4.4	企业自由现金流	(882)	497	1074	1339
EV/EBITDA	128.5	33.3	27.5	24.4	权益自由现金流	605	194	940	1439

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		