

昆仑万维 (300418)

证券研究报告
2018年03月12日

流量为王定位全球平台，投资为器拓展生态边界

海外游戏发行起家，深耕十年前瞻建立全球业务网络

昆仑万维成立于2008年3月，2009年即开始组建海外游戏业务团队，是国内最早投身于海外游戏发行与运营的公司之一。公司先后在港澳台、东南亚、日韩、欧美、拉美等地区设立海外子公司，由本地化团队对游戏产品进行全面而深度的本地化调整，目前已覆盖十余个语种的海外市场，较早地建立起全球化的互联网业务网络，具有先发优势。2014年昆仑万维在中国本土原创移动网络游戏海外发行市场份额达到约10%，位居行业第一；2017年公司名列中国手游出海发行商收入榜第9名。

横跨海内外布局优质资产，由内容公司升级为全球流量平台

以打造“海外领先的社交媒体和内容平台”为发展战略，公司2016年先后收购垂直领域社交网络平台Grindr、浏览器平台Opera（收购后升级提供“类今日头条”的信息流资讯服务），以及地方特色棋牌游戏研发商和发行商闲徕互娱，与昆仑游戏、软件应用商店1Mobile等共同构成四大业务板块，形成协同发展的综合互联网服务平台，由内容公司升级为流量平台，打造覆盖全球近5亿用户的互联网流量入口。其中，Opera以全球领先的品牌、浏览器存量用户及AI研发实力为优势，正通过叠加信息流资讯服务在非洲区域扩张，长期具备巨大弹性。中长期来看，公司目标打造基于人工智能和大数据驱动的互联网生态，形成跨场景的互通、协同业务网络。

投资为器，围绕流量入口、变现应用和先进技术拓展生态边界

公司基于对互联网行业的前瞻理解，以投资为器，前瞻布局人工智能、虚拟现实、直播社交、互联网金融等，瞄准互联网的巨大增量空间，并实现精准卡位，陆续投资趣店、映客、达达、快看漫画等互联网细分领域的领先企业，持续拓展公司综合互联网服务平台生态产品体系，与现有业务形成协同，或带来丰厚的投资收益充实现金实力，形成“四大业务板块+外延投资布局”的商业模式，以及由内容付费、广告收入和投资收益构成的三大业绩支撑点。未来，公司将继续聚焦互联网领域，以大数据、人工智能、新兴娱乐、社交媒体等方向为核心，围绕现有社交媒体和内容产品矩阵持续拓展生态边界。

投资建议：我们预计公司2017-2019年净利润分别为10.21亿元/13.83亿元/16.32亿元，对应PE分别为30.6x/22.6x/19.1x。基于分部估值法，分别给予昆仑游戏100亿、闲徕互娱100亿、Opera 48%股权对应90亿、Grindr 75亿，以及投资业务64-75亿市值，考虑中长期Opera基于先发优势和AI等技术优势有望在非洲地区打造“海外今日头条”带来平台价值重估，综合给予公司6个月目标市值430亿，对应目标价37.33元，首次给予“买入”评级。

风险提示：行业政策监管从严，业务管控趋严，海外竞争风险，减持风险，汇率波动风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,789.14	2,424.67	3,436.37	5,056.24	6,163.17
增长率(%)	(7.50)	35.52	41.73	47.14	21.89
EBITDA(百万元)	345.66	629.98	1,655.69	2,193.39	2,565.79
净利润(百万元)	405.29	531.50	1,021.40	1,383.01	1,632.48
增长率(%)	24.18	31.14	92.17	35.40	18.04
EPS(元/股)	0.35	0.46	0.89	1.20	1.42
市盈率(P/E)	77.03	58.74	30.56	22.57	19.12
市净率(P/B)	11.65	9.90	6.53	5.37	4.43
市销率(P/S)	17.45	12.88	9.08	6.17	5.07
EV/EBITDA	126.99	36.06	17.29	12.58	10.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	27.10元
目标价格	37.33元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,151.95
流通A股股本(百万股)	450.73
A股总市值(百万元)	31,217.74
流通A股市值(百万元)	12,214.74
每股净资产(元)	3.57
资产负债率(%)	44.94
一年内最高/最低(元)	29.32/18.96

作者

文浩	分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
王晨	分析师
SAC执业证书编号：S1110516100009	
wangchen1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司概况：以游戏为基石，升级全球化社交媒体和内容平台.....	6
1.1. 发展历程：海外游戏发行起家，逐步打造领先的社交媒体和内容平台	6
1.2. 商业模式：四大业务板块+外延投资布局，覆盖全球近 5 亿用户的综合互联网服务平台	7
1.3. 经营业绩：手游为营收支柱与增长引擎，投资收益成净利润重要补充	9
1.4. 股权结构与高管团队	14
2. 昆仑游戏：研运一体化+全球发行 2.0，全面发力手游精品化	15
2.1. 自研手游全面发力研运一体，优质 IP 加持助力精品铸造	16
2.2. “全球发行 2.0” 巩固先发优势，代理手游精品化策略清晰	19
3. 闲徕互娱：地方棋牌线上化空间可期，熟人社交驱动业绩增长.....	23
3.1. 业务分析：房卡模式驱动地方棋牌线上化，业绩受益熟人社交获爆发式增长	23
3.2. 行业机会：地方棋牌空间广阔，闲徕未来增长可期	26
4. Opera：依托流量与品牌积淀，AI 加持打造海外“头条”	29
4.1. Opera 浏览器：服务 3.5 亿全球用户，牢牢占据新兴市场流量入口	29
4.1.1. 交易概况：公司 1.9 亿美元收购 Opera AS 33%股权，进一步增持至 48%.....	29
4.1.2. 产品优势：轻便快省服务全球 3.5 亿用户，重点占据新兴市场流量入口.....	30
4.2. Opera News：基于 AI 和大数据，引入信息流打造“海外今日头条”	33
4.3. 重点市场研究：非洲、印度等新兴市场潜力巨大，Opera 有望乘流量红利之风加速发展	36
5. Grindr：全球最大同性恋社交平台，掘金万亿粉红经济市场	39
5.1. 业务分析：全球最大同性恋社交网络，聚集强粘性高价值亚文化社群	39
5.2. 行业机会：“粉红经济”市场规模可观，活跃用户提升是核心增长驱动	43
6. 1Mobile：海外互联网流量入口价值凸显，内部营销推广支持协同效应显著.....	45
7. 投资业务：投资为器，围绕社交与内容持续延展生态边界.....	47
8. 盈利预测与投资建议.....	50
8.1. 盈利预测	50
8.2. 估值与投资建议.....	51

图表目录

图 1：昆仑万维发展历程.....	6
图 2：昆仑万维全球化布局	6
图 3：昆仑万维业务矩阵与商业模式.....	7
图 4：昆仑万维目标互联网生态.....	8
图 5：昆仑万维营业收入及同比增速（2011A-2016A，1-3Q16A，1-3Q17A）	9
图 6：昆仑万维归母净利润及同比增速（2011A-2016A，1-3Q16A，1-3Q17A）	9
图 7：昆仑万维扣非归母净利润及同比增速（2011A-2016A，1-3Q16A，1-3Q17A）	10
图 8：昆仑万维分产品营业收入结构（2011A-2016A，1H16A，1H17A）	10
图 9：昆仑万维分地区营业收入结构（2011A-2016A）	11

图 10: 昆仑万维营业成本结构 (2011A-2016A)	11
图 11: 昆仑万维毛利率、归母净利润率、扣非归母净利润率 (2011A-2016A, 1-3Q17A)	12
图 12: 昆仑万维分业务毛利率 (2011A-2016A, 1H17A)	12
图 13: 昆仑万维三项费用率 (2011A-2016A, 1-3Q17A)	13
图 14: 昆仑万维股权结构	14
图 15: 昆仑万维高管团队	14
图 16: 昆仑游戏战略发展沿革	15
图 17: 昆仑游戏手游收入及同比增速 (2011A-2016A, 1H16A, 1H17A)	15
图 18: 昆仑游戏营业收入结构 (2011A-2016A, 1H16A, 1H17A)	15
图 19: 昆仑游戏自研手游梳理 (2011A-2017A, 2018E)	16
图 20: 昆仑游戏营收分运营模式占比 (2014A-2016A, 1Q17A)	16
图 21: 昆仑万维游戏研发生产线梳理	17
图 22: 《神魔圣域》(英文版) iOS 最高畅销榜排名	17
图 23: 《希望: 新世界》(英文版) iOS 最高畅销榜排名	18
图 24: 昆仑万维重要在手 IP	18
图 25: 昆仑游戏主要运营游戏 (2015A-2016A)	19
图 26: 《龙之谷》中国台湾地区 iOS 畅销排名	20
图 27: 中国手游发行商收入排名 Top 10 (海外 App Store 和 Google Play) (2017A)	20
图 28: 中国手游产品收入 Top 30 (海外 App Store 和 Google Play) (2017A)	21
图 29: 2017 年全球前二十大游戏市场核心指标一览表	22
图 30: 中国移动互联网出海阶段路线图	22
图 31: 闲徕互娱股权结构	23
图 32: 闲徕互娱棋牌游戏产品矩阵	23
图 33: 《闲来贵州麻将》房卡模式	24
图 34: 闲徕互娱微信代理分销模式	24
图 35: 闲徕互娱主要游戏活跃用户数 (2016 年 7 月-9 月, 2016 年 10 月-11 月)	25
图 36: 闲徕互娱主要游戏付费用户数及付费率 (2016 年 7 月-9 月, 2016 年 10 月-11 月)	25
图 37: 闲徕互娱营业收入及环比增速 (2016 年 6 月-11 月)	25
图 38: 闲徕互娱毛利率 (2016 年 6 月-11 月)	25
图 39: 中国棋牌游戏和棋牌手游收入规模及增速 (2014A-2016A)	26
图 40: 中国棋牌游戏用户规模及占整体游戏用户比重 (2015A-2016A)	26
图 41: 不同类型手游 DAU/MAU 值对比 (2Q16A-1Q17A)	26
图 42: 不同类型手游留存率对比 (2Q16A-1Q17A)	26
图 43: 中国地方特色棋牌游戏市场规模 (2016A)	27
图 44: 中国地方特色棋牌游戏用户规模 (2016A)	27
图 45: 中国地方性棋牌用户地域分布 (2017 年 10 月)	27
图 46: 中国主要房卡模式棋牌游戏平台对比	28
图 47: 主要地方性棋牌手游 APP 渗透率 (2016 年 11 月-2017 年 10 月)	28
图 48: Opera AS 增持前后股权结构	29

图 49: Opera AS 营业收入及调整后 EBITDA (2013A-2015A)	29
图 50: Opera AS 营收结构 (2013A-2015A)	29
图 51: Opera AS 营业收入及环比增速 (4Q16A-3Q17A)	30
图 52: Opera AS 净利润 (4Q16A-3Q17A)	30
图 53: Kunhoo Software LLC 业绩承诺 (2018E-2020E)	30
图 54: Opera AS 业绩承诺 (2018E-2020E)	30
图 55: Opera 浏览器产品矩阵	30
图 56: Opera Mini 流量节省功能界面	31
图 57: Opera 浏览器全球市场份额 (2016 年 12 月-2017 年 12 月)	31
图 58: Opera 移动端浏览器全球市场份额 (2016 年 12 月-2017 年 12 月)	32
图 59: Opera 桌面端浏览器全球市场份额 (2016 年 12 月-2017 年 12 月)	32
图 60: Opera 浏览器非洲市场份额 (2016 年 12 月-2017 年 12 月)	32
图 61: Opera 浏览器印度市场份额 (2016 年 12 月-2017 年 12 月)	32
图 62: Opera Mini 与今日头条产品界面对比	33
图 63: Opera News 上线的 5 个非洲国家 Google Play 免费下载榜 Top15	33
图 64: Opera News 与主要出海新闻资讯平台对比	34
图 65: Opera 与今日头条核心数据对比	34
图 66: 全球各国互联网渗透率 (2017 年 1 月)	36
图 67: 全球各国互联网用户规模增速 (2017 年 1 月)	36
图 68: 非洲互联网经济规模及占 GDP 比重 (2012A, 2025E)	37
图 69: 移动端部分国家/地区市场份额及排名 (2017 年 12 月)	37
图 70: 美国、中国、印度和非洲人口增长率对比 (1981A-2017A)	38
图 71: 美国、中国、印度和非洲 (南非) 互联网渗透率对比 (1996A-2016A)	38
图 72: Grindr 产品界面	39
图 73: Grindr 免费版和付费版产品	39
图 74: Grindr 注册用户及日活跃用户规模 (2016 年 1 月, 2017 年 5 月)	40
图 75: Grindr iOS 畅销榜日排名统计	40
图 76: Grindr App Store 下载用户国家分布情况	40
图 77: Grindr App Store 付费用户国家分布情况	40
图 78: 美国交友软件市场份额排名 (2016 年 4 月)	41
图 79: 美国交友软件单用户月均使用时长排名 (分钟) (3Q17A)	41
图 80: Grindr 营业收入及同比增速 (2012A-2014A)	42
图 81: Grindr 净利润及同比增速 (2012A-2014A)	42
图 82: Grindr 毛利率和净利率 (2012A-2014A)	42
图 83: Grindr 营业收入、净利润及净利率 (2016A, 1H17A)	42
图 84: 全球主要国家和地区估计 LGBT 人口规模 (单位: 百万人)	43
图 85: 全球主要国家和地区估计 LGBT 财富规模 (单位: 十亿美元)	43
图 86: 全球三大男同性恋社交平台对比	44
图 87: Brothersoft 软件应用商店界面	45
图 88: 1 Mobile 软件应用商店界面	45
图 89: 昆仑万维软件应用商店营业收入及增速 (2011A-2016A, 1H16A, 1H17A)	46

图 90: 昆仑万维软件应用商店毛利率 (2011A-2016A, 1H17A)	46
图 91: 昆仑万维处置投资收益 (2015A-2017A)	47
图 92: 昆仑万维投资领域项目数量 (起)	48
图 93: 昆仑万维持有的主要股权投资标的	48
图 94: 昆仑万维投资趣店过程梳理	49
图 95: 昆仑万维投资映客过程梳理	49
图 96: 今日头条历史融资里程碑及相应活跃用户规模。	51
图 97: 全球社交网络公司 P/S 对比 (基于年化收入测算)	52
图 98: 全球社交网络公司单用户收入对比 (4Q17A)	52
图 99: 全球社交网络公司单用户估值对比 (4Q17A)	53

1. 公司概况：以游戏为基石，升级全球化社交媒体和内容平台

1.1. 发展历程：海外游戏发行起家，逐步打造领先的社交媒体和内容平台

公司前身昆仑有限成立于 2008 年 3 月，主营网页游戏的研发和运营，陆续推出了《三国风云》、《武侠风云》、《千军破》等页游作品。2009 年开始组建海外游戏业务团队，并逐步建立起中国页游出口市场的领先地位和竞争优势。2010 年，公司开始代理其他游戏厂商研发的优质游戏以进一步打开海外市场。2011 年，公司顺应市场发展需求开始进入移动游戏和客户端游戏领域，推出首款自研手游《风云三国》。2015 年，公司在创业板挂牌上市。

以打造“海外领先的社交媒体和内容平台”为发展战略，2016 年公司先后收购垂直领域社交网络平台 Grindr、浏览器平台 Opera（收购后升级提供“类今日头条”的信息流资讯服务），以及地方特色棋牌游戏研发商和发行商闲徕互娱，与公司已有的昆仑游戏以及软件应用商店 1Mobile 和 Brothersoft 共同构成核心产品矩阵，形成多业务板块协同发展的综合互联网服务平台。同时，公司还通过对外投资等方式进行互联网相关领域的广泛布局。

图 1：昆仑万维发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司成立之初即具备海外基因，较早建立起全球化网络布局。公司总部位于北京，并已在港澳台、东南亚、日韩、欧美、拉美等地区设立海外子公司，覆盖十余个语种的海外市场，建立起全球化的互联网业务网络。

图 2：昆仑万维全球化布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

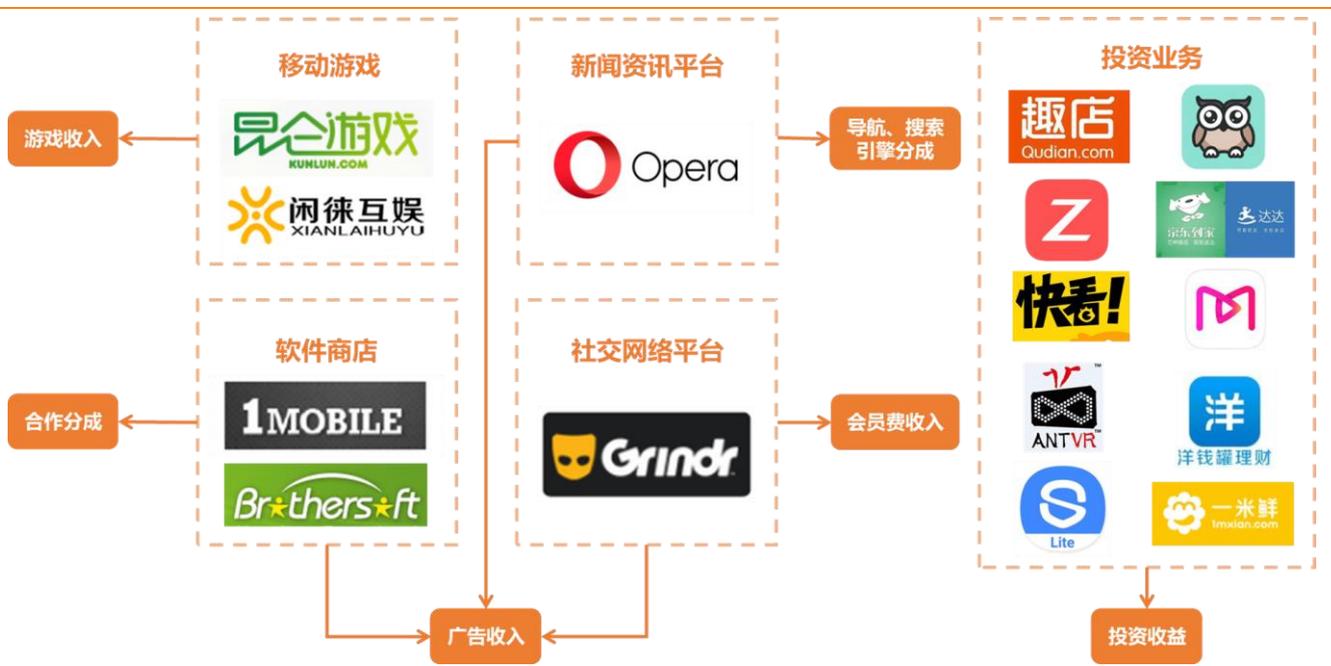
注：昆仑美国、昆仑欧洲尚未开始实际运营。

1.2. 商业模式：四大业务板块+外延投资布局，覆盖全球近 5 亿用户的综合互联网服务平台

公司通过自研或代理精品游戏积累了大量游戏用户，旗下 1Mobile 和 Brothersoft 均为国际知名软件应用商店，同时外延收购的 Opera 浏览器覆盖全球 3.5 亿活跃用户，Grindr 则是全球最大的同性恋社交平台。

目前，公司已形成“四大业务板块+外延投资布局”的商业模式。其中，四大业务板块构成“社交媒体+内容平台”，即移动游戏（昆仑游戏和闲徕互娱）、软件商店（以 1Mobile 为主，包括 Brothersoft）、新闻资讯平台（基于 Opera 浏览器的新闻信息流及独立 APP）和社交网络平台（Grindr）协同发展的综合互联网服务平台，打造全球互联网流量入口；同时，以投资为工具，前瞻布局人工智能、虚拟现实、视频直播等互联网相关领域，外延拓展平台生态产品体系，衔接互联网流量扩展与变现。由此，公司形成了主要由内容付费、广告收入和投资收益构成的三大业绩支撑点。

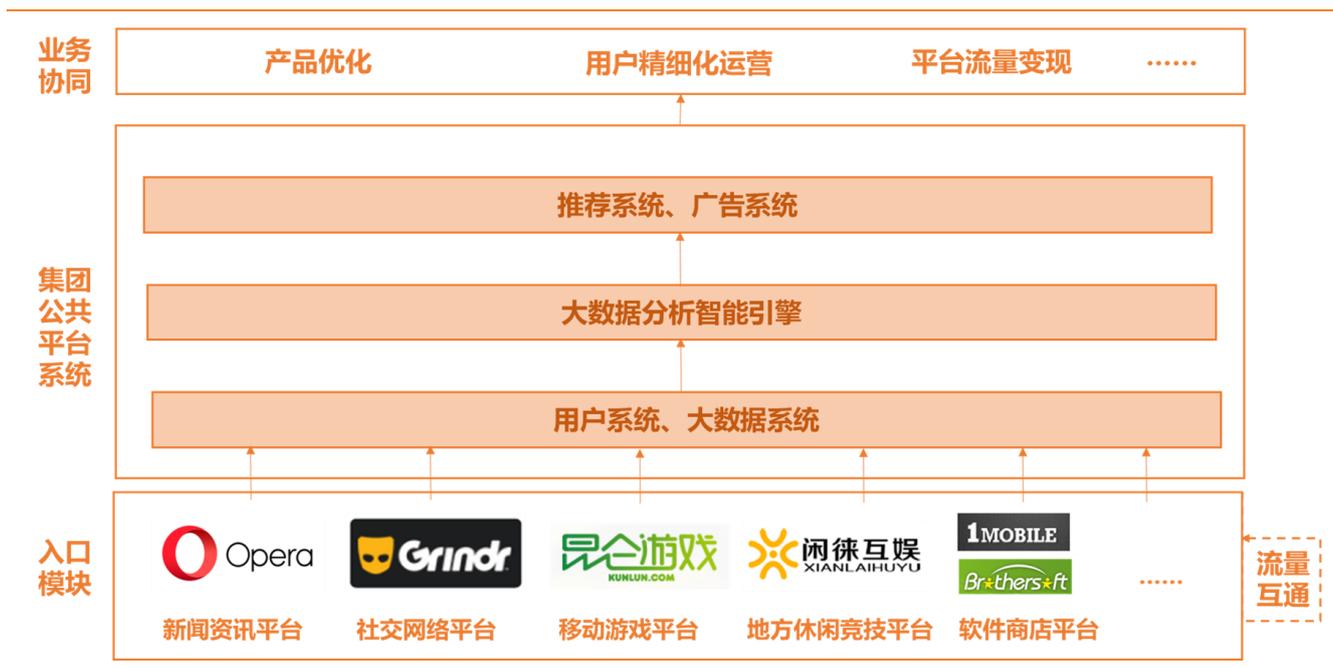
图 3：昆仑万维业务矩阵与商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中长期来看，公司目标打造基于人工智能和大数据驱动的互联网生态，形成跨场景的互通、协同业务网络。公司通过四大业务板块实现对全球近 5 亿用户的多层次覆盖，包括大众人群（Opera 覆盖 3.5 亿 MAU，1Mobile 覆盖 1,400 万 MAU，昆仑游戏覆盖 5,000-6,000 万 MAU）和垂直细分人群（Grindr 基于我们估算覆盖超过 1,100 万 MAU，闲徕互娱覆盖超过 1,100 万以三四线城市及农村为主的 MAU），形成大量用户行为大数据沉淀，同时打通流量与数据，通过集团公共平台系统，进行用户系统、大数据系统、推荐系统、广告系统等的大数据分析，支持公司产品优化、用户精细化运营、平台流量变现等，实现跨场景的业务板块协同。

图 4：昆仑万维目标互联网生态



资料来源：公司公告，天风证券研究所

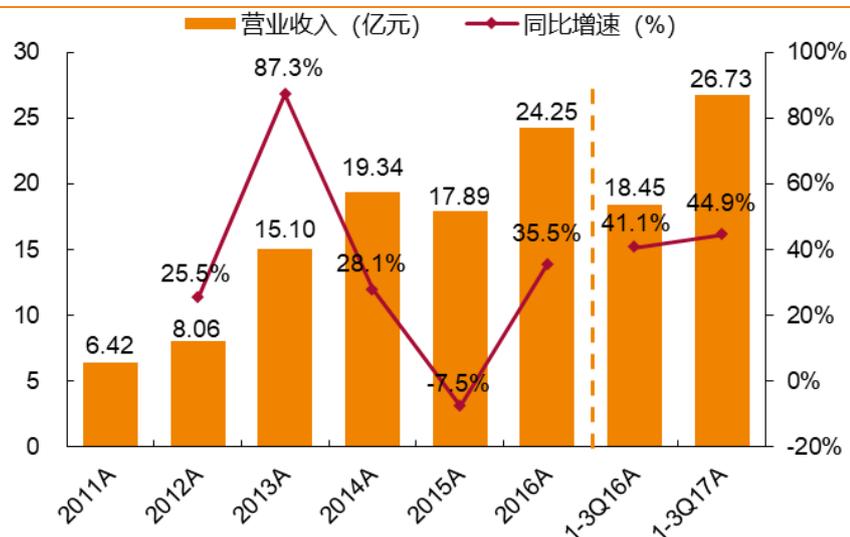
1.3. 经营业绩：手游为营收支柱与增长引擎，投资收益成净利润重要补充

公司 2016 年全年实现营业收入 24.25 亿元，同比增长 35.5%，实现归母净利润 5.31 亿元，同比增长 31.1%。业绩增长主要受益于手机游戏业务增长较快（同比增长 23.4%），软件应用商店收入大幅增长（同比增长 620%），以及 Grindr 自 16 年 4 月起并表，同时投资收益的大幅增加对净利润影响明显，占营业利润的 88.4%。

2016 年公司实现扣非归母净利润 5.27 亿元，同比增长 113.6%，增速超出归母净利润 82.5 个百分点，主要由于 2016 年公司新成立两家全资股权投资子公司，同时变更两家香港全资子公司的业务性质为投资，将以投资为主营业务的子公司处置股权投资所产生的投资收益作为经常损益。

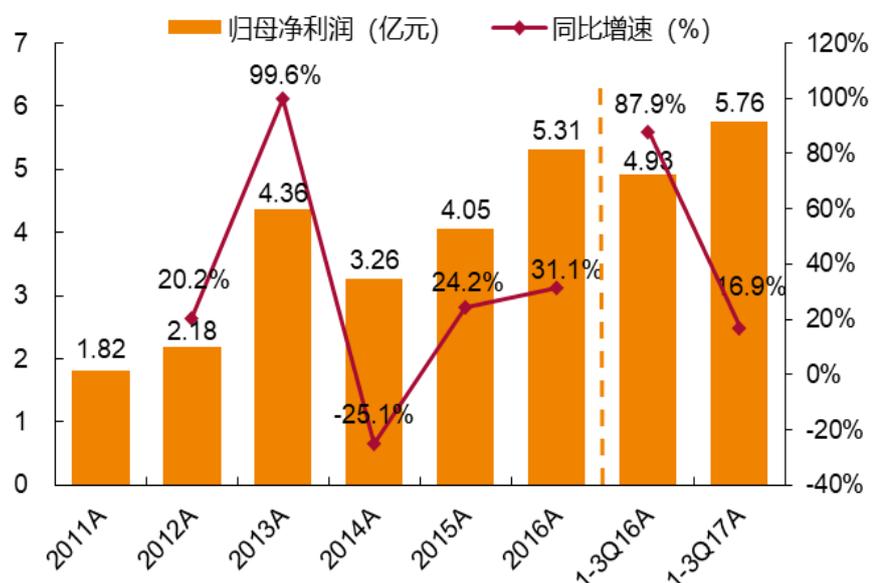
2017 年前三季度，公司实现营业收入 26.73 亿元，同比增长 44.9%，归母净利润为 5.76 亿元，同比增长 16.9%。收入增长主要是闲徕互娱自 17 年 2 月起并表以及自研游戏收入增加，净利润下滑主要是投资收益相比去年同期大幅减少所致。

图 5：昆仑万维营业收入及同比增速（2011A-2016A，1-3Q16A，1-3Q17A）



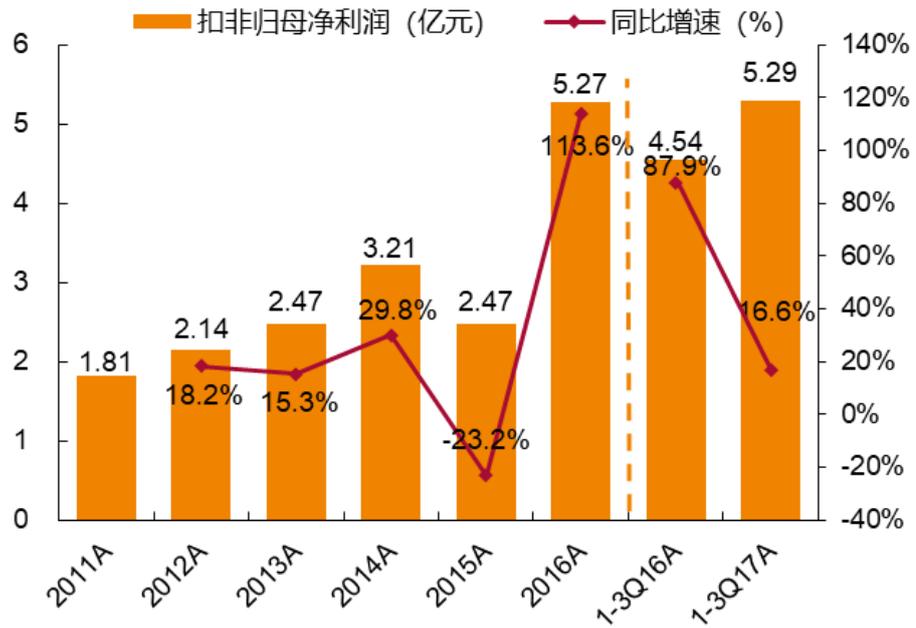
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：昆仑万维归母净利润及同比增速（2011A-2016A，1-3Q16A，1-3Q17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

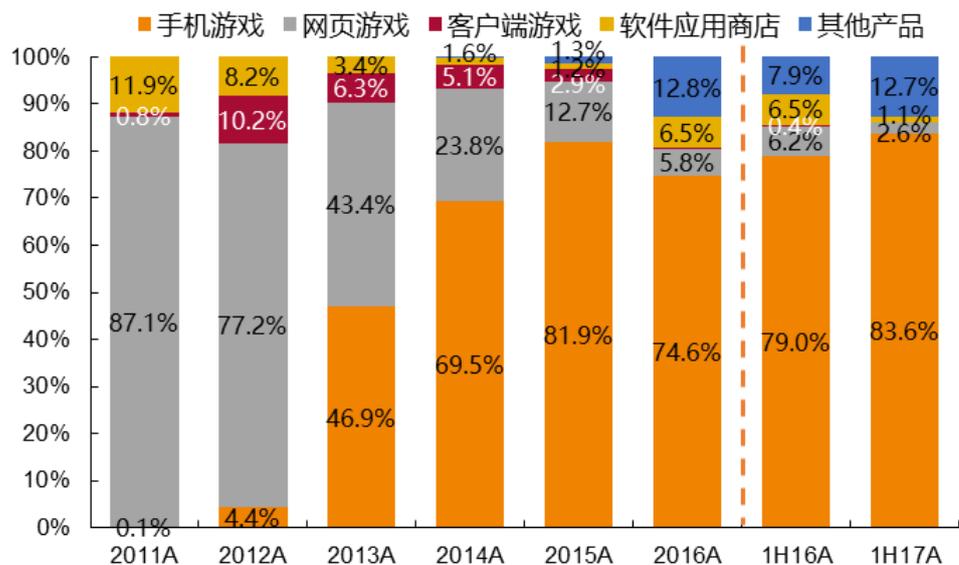
图 7: 昆仑万维扣非归母净利润及同比增速 (2011A-2016A, 1-3Q16A, 1-3Q17A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从收入结构来看, 手机游戏成为公司营收支柱, 境外业务贡献较大。分业务看, 游戏作为公司的发家业务, 贡献绝大部分收入, 2013-2015 年收入占比均超过 95%, 2016 年随着软件应用商店业务受益移动广告同比大幅增长 620%, 以及外延并购 Grindr 自 2016 年 4 月起并表, 游戏业务收入占比下降至 80.7%, 其中手机游戏收入占比为 74.6%, 自 2013 年起成为公司第一大收入来源。2017 年上半年, 手游收入占比进一步提升至 83.6%。

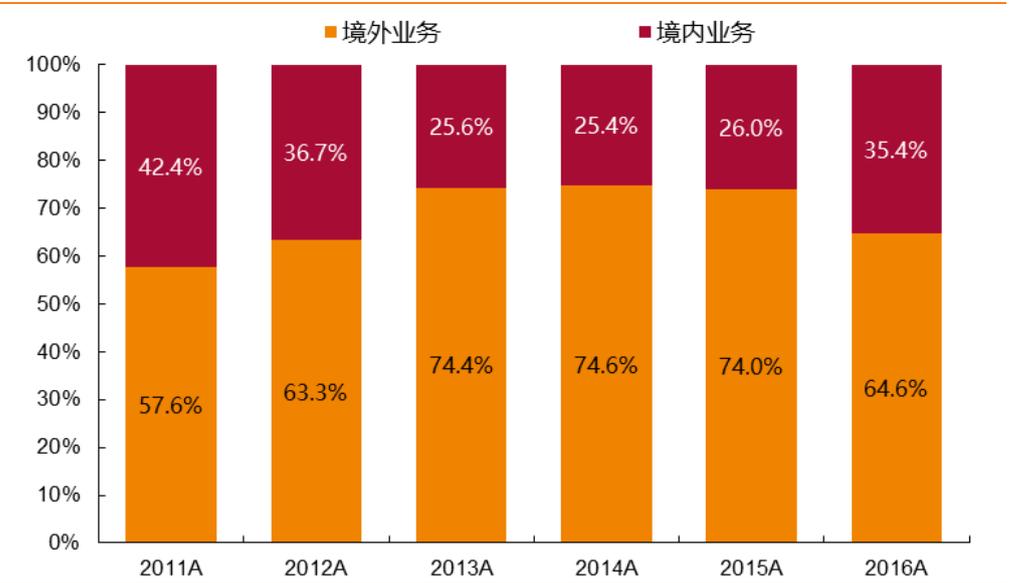
图 8: 昆仑万维分产品营业收入结构 (2011A-2016A, 1H16A, 1H17A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分地区看，境外业务（含中国港澳台地区）长期是公司收入的主要来源。2016 年境外业务收入占总营收的 64.6%，同比下降 9.4 个百分点，自 2014 年起呈逐年下降态势，主要是公司自主研发的《神魔圣域》大陆版上线运营以及代理游戏《皇室战争》、《部落冲突》收入增加所致。

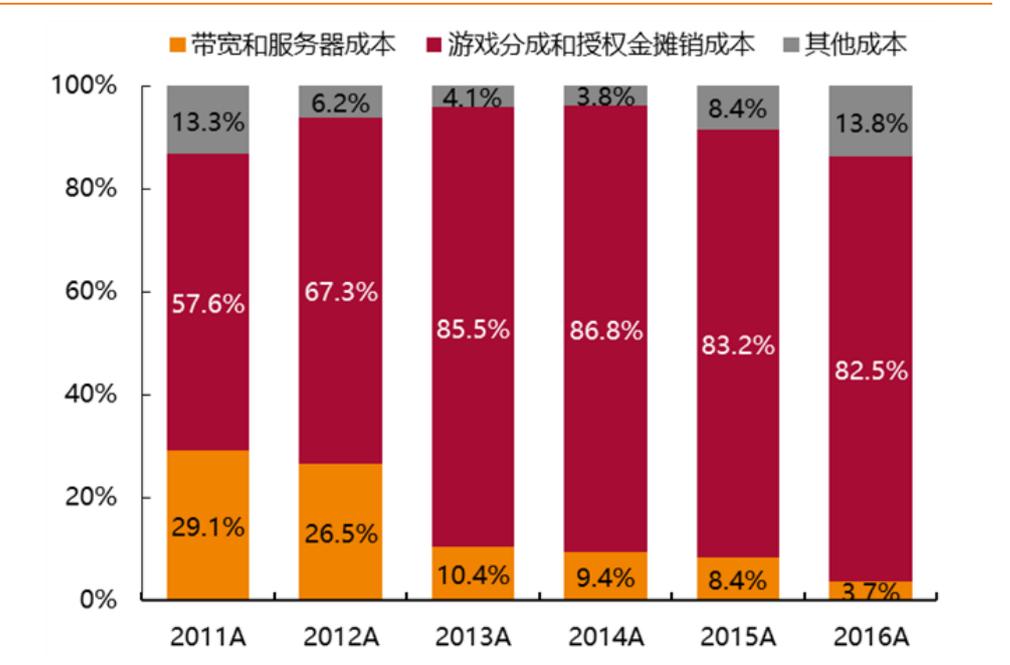
图 9：昆仑万维分地区营业收入结构（2011A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从成本结构来看，游戏分成和授权金摊销成本是公司最主要的成本。随着公司代理运营游戏产品尤其是精品手游数量逐年增加，游戏分成和授权金摊销成本占营业成本的比重自 2013 年起维持在 80% 以上，2016 年为 82.5%，占比下滑主要是其他成本大幅增加，增加幅度大于游戏分成和授权金摊销成本同比 61.8% 的增长。

图 10：昆仑万维营业成本结构（2011A-2016A）



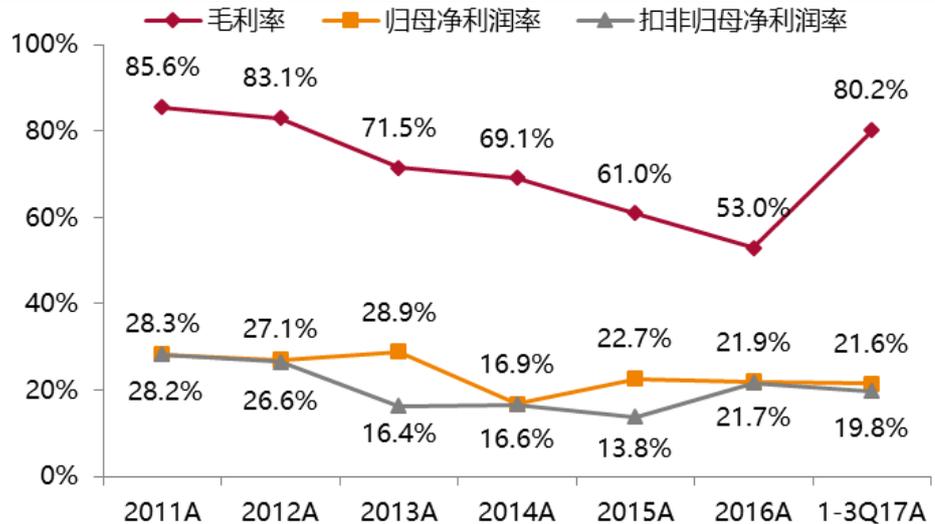
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：其他成本包括流量获取成本、外包费和其他。

毛利率受手游代理力度加大影响逐年下滑，费用率降低及投资收益增加基本抵消下滑趋势。2016 年公司毛利率为 53.0%，同比下滑 8.0 个百分点，自 2011 年起呈逐年下滑态势，主要是公司与优质手游研发商合作，加大精品手游的代理力度，支付给研发商的分成比例较高。2016 年公司归母净利率为 21.9%，同比下滑 0.8 个百分点，主要是投资收益增长 2.1 倍大幅抵消毛利率下滑趋势；扣非归母净利率为 21.7%，同比提升 7.9 个百分点。

2017 年前三季度，公司毛利率大幅提升至 80.2%，同比提高 27.7 个百分点，主要是自研游戏收入增长，同时代理游戏分成成本减少；归母净利率为 21.6%，同比下降 0.3 个百分点。

图 11：昆仑万维毛利率、归母净利率、扣非归母净利率（2011A-2016A，1-3Q17A）

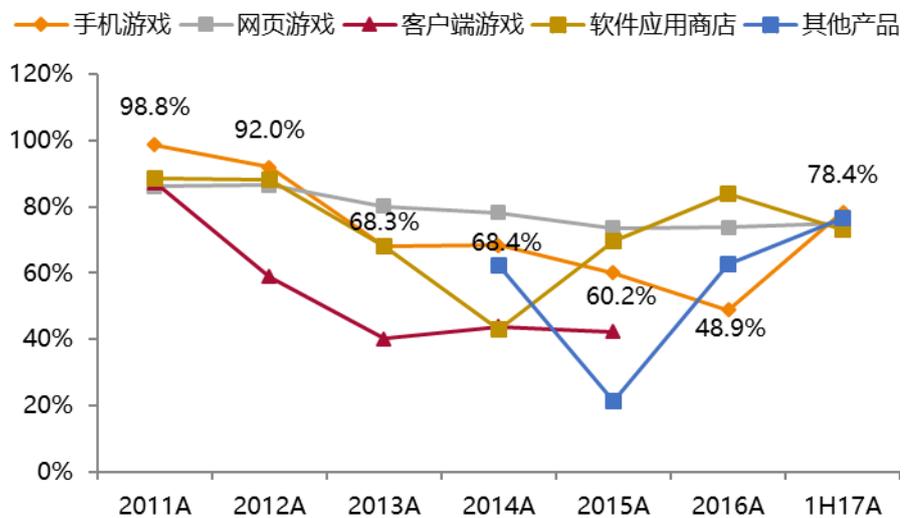


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，游戏业务整体毛利率持续下滑，2016 年下滑 12.4 个百分点至 49.0%，主要是加大精品手机游戏的代理力度，支付给优质研发商的分成比例较高，手游毛利率大幅下滑至 48.9%，17 年上半年受益于自研游戏《神魔圣域》和《艾尔战记》表现较好以及闲徕并表，手游毛利率止跌回升至 78.4%；页游毛利率趋于稳定，16 年为 73.8%；端游毛利率 16 年为 -480.6%，主要是游戏提前下线将剩余授权金摊销成本一次性计入成本所致。

此外，软件应用商店 15-16 年毛利率大幅提升，16 年为 84.0%，主要是移动端 1Mobile 毛利率较高的广告收入增长。其他产品毛利率 16 年起显著提升，主要是受 Grindr 并表影响。

图 12：昆仑万维分业务毛利率（2011A-2016A，1H17A）

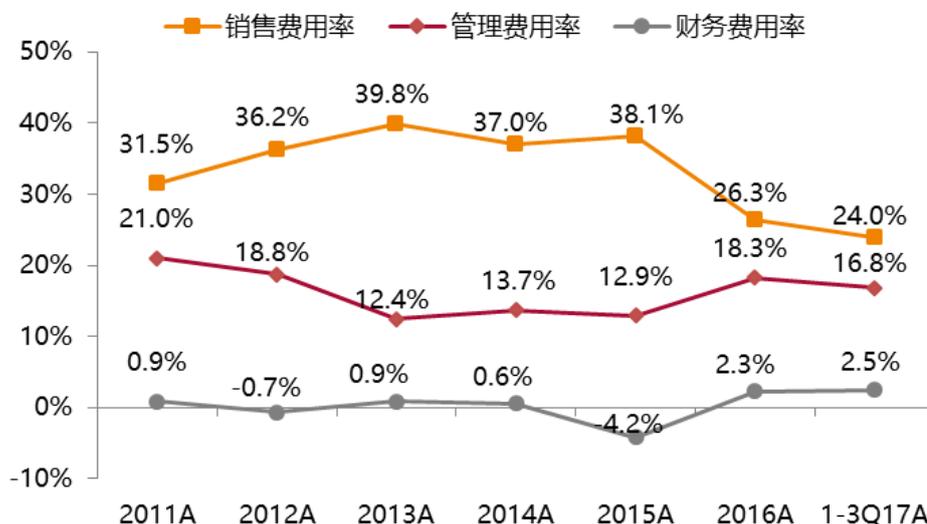


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：客户端游戏 2016 年和 2017 年上半年毛利率分别为 -480.6%和 -66.9%，主要因为公司主动缩减对端游业务的投入，在按周期确认收入的同时，需每期摊销授权金。

期间费用率稳步下降，主要是销售费用率呈下降态势。2016 年公司期间费用率为 46.9%，同比基本持平。其中，销售费用率自 2014 年起逐步下降，16 年为 26.3%，同比下降 11.8 个百分点，主要是公司市场及推广费用减少；管理费用率为 18.3%，同比提高 5.4 个百分点，主要是预付版权授权金因游戏研发项目终止转入项目开发费用，以及受 Grindr 并表影响人工成本增长；财务费用率为 2.3%，主要受汇率变动以及利息支出增加的影响。

图 13：昆仑万维三项费用率（2011A-2016A，1-3Q17A）

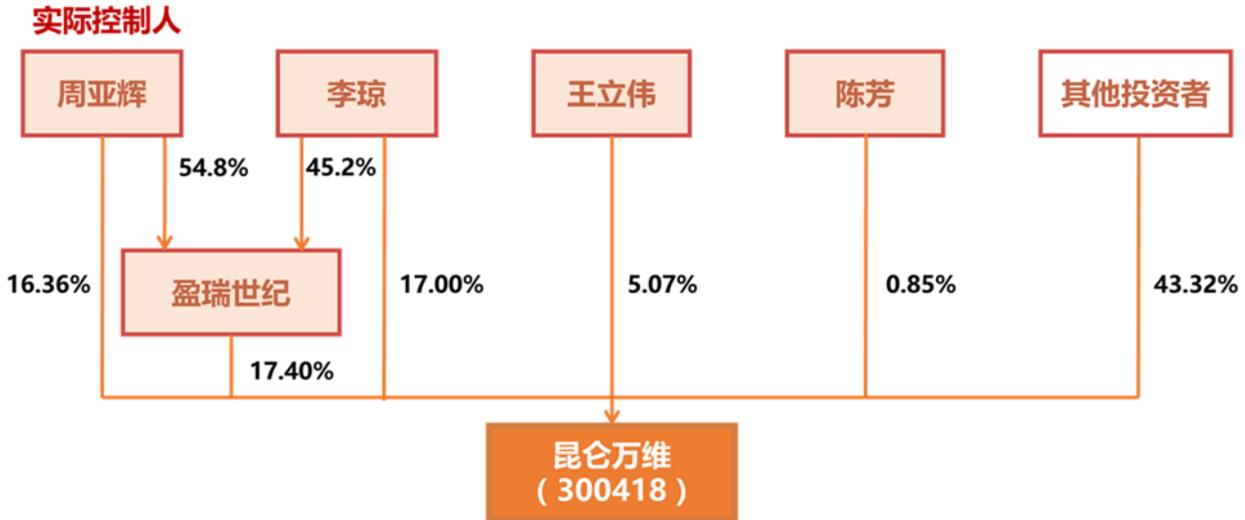


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 股权结构与高管团队

周亚辉为公司的控股股东及实际控制人。截至 2018 年 2 月 9 日，周亚辉直接持有上市公司 16.36% 的股权，并作为盈瑞世纪的普通合伙人间接持有公司 9.54% 的股权，合计持有公司 25.90% 的股权。

图 14：昆仑万维股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：昆仑万维高管团队

高管成员	职位	简介
周亚辉	董事长、总经理、创始人	清华大学精密仪器系毕业，硕士学历。2000年9月至2004年1月任北京火神互动网络科技有限公司经理，负责公司整体运营；2004年3月至2006年7月，于清华大学完成硕士学业；2005年11月至2007年3月任干豫世纪科技发展（北京）有限公司总监，负责新业务拓展；2007年3月至2008年3月任北京基耐特互联科技发展有限公司经理，负责公司总体规划；2008年3月至2011年3月，任北京昆仑万维科技有限公司执行董事、经理；2011年3月至2011年6月，任北京昆仑万维科技有限公司董事长、总经理。现任公司董事长、总经理。
王立伟	董事、副总经理、财务总监、联合创始人	天津理工大学计算机科学与工程专业毕业，本科学历。2002年7月至2007年3月为自由职业者；2007年3月至2008年3月任北京基耐特互联科技发展有限公司监事职务，负责行政人事管理；2008年3月加入北京昆仑万维科技有限公司，负责互联网事业部的管理工作。现任公司董事、副总经理、财务负责人。
陈芳	副总经理、昆仑游戏CEO	曾任盛大游戏市场营销中心总监、盛大游戏副总裁。现任昆仑游戏 CEO，全面负责昆仑游戏的日常管理和公司运营。
金天	副总经理、董秘	曾任和易陶瓷（上海）有限公司董事总经理、监事，农行北京分行大客户经理，南京银行北京分行客户拓展部副总、北辰支行副行长。现任昆仑万维副总经理、董秘。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 昆仑游戏：研运一体化+全球发行 2.0，全面发力手游精品化

昆仑万维是国内最早进行网页游戏研发和运营，同时也是最早投身于海外发行与运营的公司之一，自研与代理游戏均集中于中重度游戏领域。2008年4月公司推出最早的基于HTML的战争策略类网页游戏《三国风云》，并持续进行产品模式和技术创新。2009年起，公司开始布局海外市场，成功向海外市场发行了自研作品《三国风云》和《千军破》、代理作品《傲视天地》和《傲剑》等网页游戏。2011年起，公司业务延伸到端游和手游领域，自研推出端游《梦幻昆仑》、手游《风云三国1、2》。2014年起，公司与Supercell合作，先后代理发行全球现象级手游《海岛奇兵》、《部落冲突》以及《部落冲突：皇室战争》。2015年，公司提出“研运一体化”战略，《艾尔战记》、《神魔圣域》等均为公司研运一体化的代表作品。

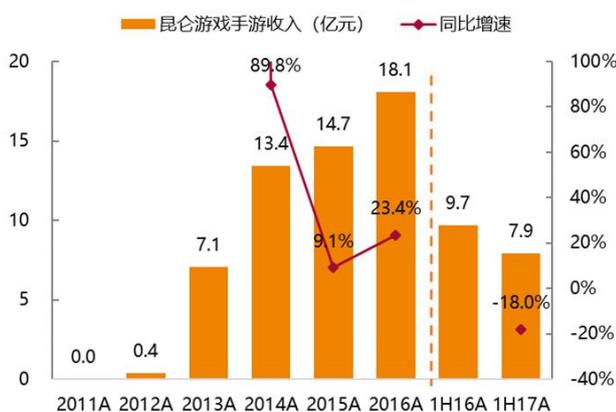
图 16：昆仑游戏战略发展沿革



资料来源：公司公告，公司产品，公司官网，天风证券研究所

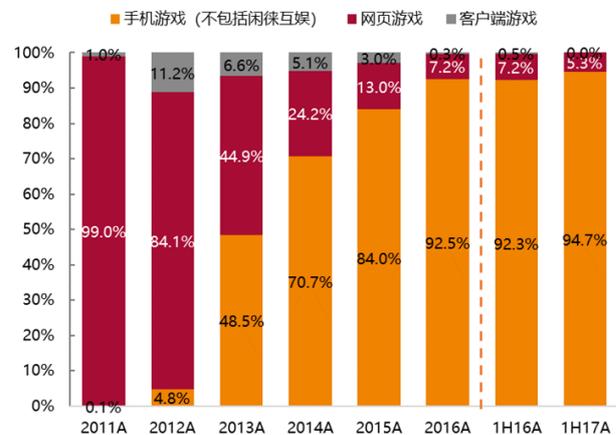
随着移动互联网的快速发展，公司暂停了页游和端游的开发，全面发力手游，手游收入占比迅速提升。2016年昆仑游戏实现手游业务收入18.1亿元，同比增长23.4%，手游收入占比由2012年的4.8%迅速增长至2016年的92.5%。2017年上半年，手游业务收入为7.9亿元，同比下降18.0%，手游收入占比进一步提升至94.7%，公司已全面转型研运一体的手游厂商。

图 17：昆仑游戏手游收入及同比增速（2011A-2016A，1H16A，1H17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：昆仑游戏营业收入结构（2011A-2016A，1H16A，1H17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 自研手游全面发力研运一体，优质 IP 加持助力精品铸造

全面发力自研手游，18 年产品线丰富。公司自 2011 年起自主研发手游，秉承精品化的研发策略，产品涵盖战争策略类、角色扮演类、卡牌竞技类等多种类型。随着研发能力与效率的提升，公司全面发力自研，自研手游作品数量逐年增加，从 2011 年的 1 款（《风云三国》），到 2017 年上线 1 款（《希望：新世界》）并内测 2 款（《轩辕剑·汉之云》《BLEACH 境·界-魂之觉醒》），预计 2018 年将上线超过 5 款自研新作。公司的自研代表作主要包括《希望：新世界》、《神魔圣域》、《艾尔战记》、《风云三国 1、2》等。

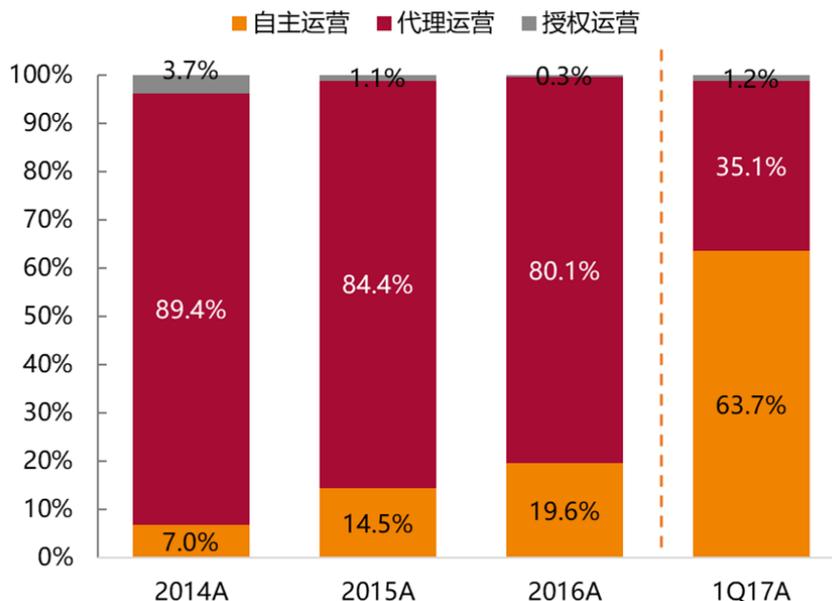
图 19：昆仑游戏自研手游梳理（2011A-2017A，2018E）



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

伴随自研投入提升，自主运营成主要模式。随着自研手游数量增加以及取得较好的流水表现，昆仑游戏的运营模式从代理运营逐渐转向自主运营，自主运营产生的营收占比从 2014 年的 7.0% 逐步提升至 2016 年的 19.6%。2017 年自研游戏营收进入快速增长期，一季度自主运营营收占比达到 63.7%，相比 2016 年提升 44.1 个百分点，主要是《神魔圣域》上线所致。

图 20：昆仑游戏营收分运营模式占比（2014A-2016A，1Q17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

研运一体生产线建成，保障游戏精品化与稳定产出。公司基于游戏团队的项目研发经验，组建多条研运一体生产线，严格把控整个游戏周期，包括研发立项、市场发行、版本更迭、客户服务等，规模化、流程化、周期化的研运生产线有助于保证高品质自研游戏的稳定产出。2016 年公司研运一体生产线已能够同时进行 7 款游戏的研发和 4 款自研游戏的发行。

图 21：昆仑万维游戏研发生产线梳理



资料来源：公司投资者交流会，天风证券研究所

《神魔圣域》和《希望：新世界》是公司研运一体的重要代表作。《神魔圣域》于 2016 年 7 月全球同版发行，除在公司传统优势地区保持领先外，特别是在新兴市场表现优秀，如在印尼、俄罗斯、波兰、阿根廷、巴西等多国长期保持游戏畅销榜前十的位置，全球月流水不断创新高，突破了公司原有自研手游的生命周期和流水表现，印证了基于成熟研发生产线实现高效研运一体的架构优势。而《希望：新世界》于 2017 年 7 月上线繁体版，首日表现即超越《神魔圣域》同期表现，获得中国台湾地区 App Store 和 Google Play 双平台下载榜第一名，截至目前已获得 Google Play 精选推荐，且在双平台畅销榜中位列前茅。

图 22：《神魔圣域》(英文版) iOS 最高畅销榜排名

下载排名	畅销排行	最高下载排名	最高畅销排名
		所有类别	游戏
			Action (Games)
			Role Playing (Games)
国家/地区的# — 排名达1	5	5	16
国家/地区的# — 排名达5	15	20	29
国家/地区的# — 排名达10	22	25	32
国家/地区的# — 排名达100	34	36	36
国家/地区的# — 排名达500	36	36	36
国家/地区的# — 排名达1000	36	36	36

资料来源：App Annie (2018 年 3 月 3 日)，天风证券研究所

图 23: 《希望: 新世界》(英文版) iOS 最高畅销榜排名

	所有类别	游戏	Action (Games)	Role Playing (Games)
国家/地区的# — 排名达1	0	0	0	2
国家/地区的# — 排名达5	4	4	5	5
国家/地区的# — 排名达10	4	4	6	6
国家/地区的# — 排名达100	6	6	7	7
国家/地区的# — 排名达500	7	7	7	7
国家/地区的# — 排名达1000	7	7	7	7

资料来源: App Annie (2018年3月3日), 天风证券研究所

优质 IP 储备丰富, 助力精品手游铸造。2015 年起, 公司开始大幅投入 IP 布局, 2015-2016 年用于采购 IP 支付的授权金费用分别为 3,561.0 万元和 3,701.6 万元。2016 年初, 公司与台湾大宇资讯签署战略合作协议, 未来将重点围绕《仙剑》、《轩辕剑》、《大富翁》等经典 IP 进行游戏和影视剧 (由体外的昆仑影业进行 IP 再开发) 的创作和发行。此外, 昆仑游戏还获得全球知名影视 IP 《终结者 2》的全球手游改编权、日本知名动漫《BLEACH》的手游改编权, 以及《希望》、《洛奇》、《神泣》等知名端游 IP 的手游改编权。**目前公司拥有多个具有强大品牌影响力与庞大粉丝基础的经典 IP, 结合公司成熟的研运一体化能力, 有望打造出多款精良之作, 进一步驱动公司业绩增长。**

图 24: 昆仑万维重要在手 IP

版权名称	授权类型	IP 介绍
仙剑奇侠传系列	移动端游戏	仙侠类, 95 年至今 8 部单机面世, 华人游戏代表 IP
轩辕剑系列	移动端游戏	玄幻类, 与“仙剑”、“古剑”并称“华人三剑”
大富翁系列	移动端游戏	休闲类, 经典聚会休闲游戏
终结者之审判日	移动端游戏	诞生至今超过 30 年, 横扫全球票房的科幻电影系列
BLEACH 境界	移动端游戏	日本动漫代表之一, 单行本累计销量超过 8,700 万部
Mabinogi	移动端游戏	欧陆幻想 MMORPG, 日本、北美等网游排名前五
Shaiya	移动端游戏	魔幻类史诗级对抗 MMORPG, 06 年上线至今
Seal Online	移动端游戏	3D 卡通 RPG 代表作, 运营超过十年
偷星九月天	移动端游戏	国产漫画代表之一, 单行本累计销量超过 5,000 万部

资料来源: 公司公告 (截至 2017 年 3 月), 天风证券研究所

2.2. “全球发行 2.0” 巩固先发优势，代理手游精品化策略清晰

前瞻建立全球游戏发行运营网络，深耕当地铸就先发优势壁垒。昆仑万维是国内率先采用直接运营的方式开展海外网络游戏发行及运营业务的公司之一，2009 年起开始组建海外游戏业务团队，通过“总部游戏发行中心+海外子公司”的双轨结合运营架构，在日本、韩国、马来西亚、美国、英国、中国香港、中国台湾等多地设立子公司，由本地化团队对游戏产品进行全面而深度的本地化调整，已覆盖十余个语种的海外市场，建立起在全球多个市场开展发行运营业务的先发优势。根据 GPC、CNG 和 IDC 联合发布的报告，2014 年昆仑万维在中国本土原创移动网络游戏海外发行市场份额达到约 10%，位居行业第一。

国产游戏出海与海外游戏引进双向互通，代理精品化策略日渐清晰。公司在选择代理内地游戏海外发行及代理海外游戏内地发行的过程中，主要目标为精品游戏。一方面，公司通过对国产精品游戏进行深度本地化处理后，通过全球发行网络将产品推向中国港澳台地区、日韩、东南亚、欧美等多个海外市场，主要产品包括《艾尔战记》（全球发行）、《梦三国》（港澳台）、《全民奇迹》（港澳台、东南亚地区）、《太极熊猫 2》（欧美、港澳台、东南亚地区）等；另一方面，公司成功引进了《愤怒的小鸟 2》、《海岛奇兵》、《部落冲突》、《部落冲突：皇室战争》等全球现象级手游。

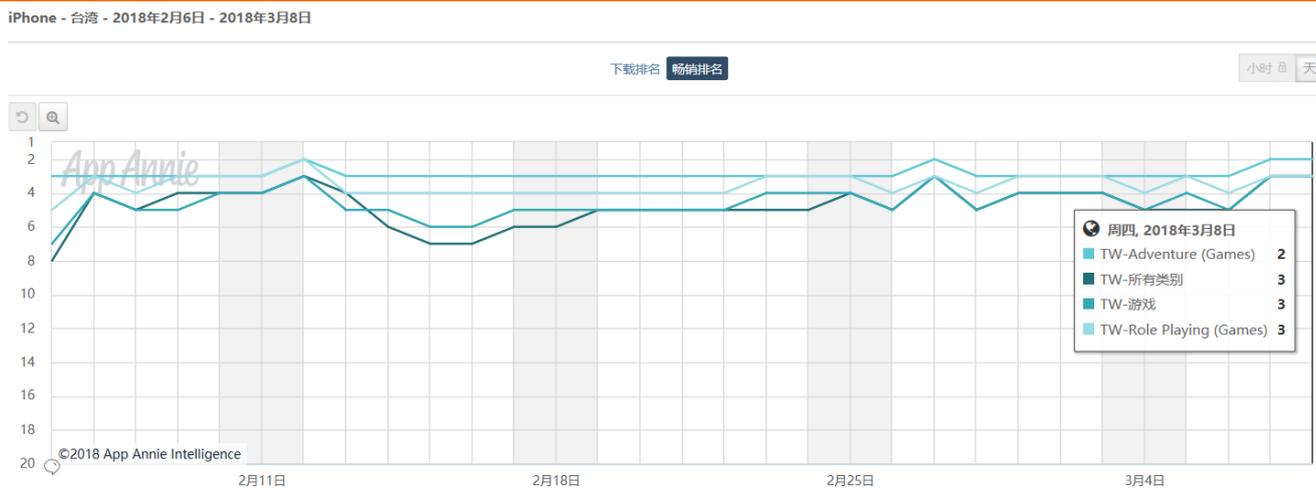
图 25：昆仑游戏主要运营游戏（2015A-2016A）

序号	游戏名称	游戏类型	首发日期	上线国家和地区	运营模式
2015年主要运营游戏					
1	无双剑姬	ARPG	2015年4月	中国大陆、港澳台、东南亚、欧美	研运一体
2	师父有妖气	卡牌	2015年8月	中国大陆、港澳台、东南亚	研运一体
3	武林外传	ARPG	2014年10月	中国大陆、东南亚	研运一体
4	风云三国2	MOBA	2015年7月	中国大陆	研运一体
5	全民奇迹	ARPG	2015年4月	港澳台、东南亚	代理发行
6	部落冲突	策略类	2015年9月	中国大陆	代理发行
7	愤怒的小鸟2	射击	2015年7月	中国大陆	代理发行
8	极品飞车：最高通缉2015	竞速	2015年7月	中国大陆	代理发行
9	太极熊猫	动作RPG	2014年12月	港澳台、韩国	代理发行
10	血族萝莉	卡牌RPG	2015年2月	日本	代理发行
11	梦三国	MOBA	2015年12月	中国大陆、港澳台	代理发行
12	英雄联盟之魄罗快跑	策略类	2015年8月	中国大陆	代理发行
13	糖糖大世界	旅行题材三消类	2015年8月	中国大陆	代理发行
2016年重点运营游戏					
1	无双剑姬	ARPG	2015年4月	中国大陆、港澳台、东南亚、欧美、日本等	研运一体
2	艾尔战记	格斗	2016年1月	中国大陆、俄罗斯、欧美等	研运一体
3	神魔圣域	ARPG	2016年7月	中国大陆、港澳台、韩国、欧美、东南亚、拉美、俄罗斯等	研运一体
4	部落冲突：皇室战争	卡牌	2016年3月	中国大陆	代理发行
5	全民奇迹	ARPG	2015年4月	港澳台、东南亚	代理发行
6	太极熊猫2	RPG	2016年7月	欧美、港澳台、东南亚等	代理发行
7	梦三国	MOBA	2015年12月	中国大陆、港澳台	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，天风证券研究所

2018 年 2 月，公司与盛大游戏联合发行的《龙之谷》于中国港澳台地区陆续上线，首月即取得亮眼成绩，有望持续带来业绩贡献。根据 App Annie 的数据，《龙之谷》在中国台湾地区上线至今稳居 iOS 总畅销榜 Top 10、游戏畅销榜 Top 5，最高至总畅销榜和游戏畅销榜 Top 3。

图 26: 《龙之谷》中国台湾地区 iOS 畅销排名



资料来源: App Annie (2018 年 3 月 8 日), 天风证券研究所

“全球发行 2.0”模式升级,打破壁垒实现规模效应。2015 年起,公司从《无双剑姬》、《艾尔战记》、《神魔圣域》等产品开始尝试打通单区域、单品类的发行壁垒,从分地区、分时段、分包体的全球发行 1.0 模式,升级为全球同服、全球同步的 2.0 模式,实现更高的发行效率,同时成本更加可控,更具规模效应,从而获取更大的利润空间。

公司名列前十大手游出海发行商,核心作品《神魔圣域》跻身收入前二十。基于近十年的海外发行运营经验与成熟的全球化网络,公司在手游出海领域占据一定市场地位。根据 Sensor Tower 的数据,公司主要凭借核心手游《女神圣域》(即《神魔圣域》)的良好表现,在中国手游出海发行商中名列收入榜第九;从单款手游的表现来看,公司核心作品《女神圣域》位列收入榜第 17 位。

图 27: 中国手游发行商收入排名 Top 10 (海外 App Store 和 Google Play) (2017A)

- 1 智明星通 《列王的纷争》
- 2 IGG 《王国纪元》
- 3 趣加 《阿瓦隆之王》
- 4 游族网络 《Legacy of Discord》
- 5 龙创悦动 《末日争霸:丧尸之战》
- 6 乐元素 《偶像梦幻祭》
- 7 龙腾简合 《苏丹的复仇》
- 8 网易 《阴阳师》
- 9 昆仑万维 《女神圣域》
- 10 掌趣科技 《拳皇98终极之战OL》

资料来源: Sensor Tower, 天风证券研究所

注: 榜单基于 2017 年中国大陆以外 App Store 和 Google Play 收入估算; 灰色字样手游产品为该公司海外收入占比最大的作品, 国旗代表该公司海外收入最大的市场; 榜单不包括中国公司收购的海外游戏开发商收入, 如腾讯收购的 Miniclip 和 Supercell; 《女神圣域》即《神魔圣域》。

图 28：中国手游产品收入 Top 30（海外 App Store 和 Google Play）（2017A）

1		列王的纷争 智明星通	16		放置奇兵 卓杭网络
2		王国纪元 IGG	17		女神圣域 昆仑万维
3		阿瓦隆之王 趣加	18		Invasion: Modern Empire Tap4Fun
4		末日争霸: 丧尸之战 im30.net	19		战舰帝国 奇酷工厂
5		狂暴之翼 游族网络	20		全民奇迹MU 恺英网络
6		拳皇98终极之战OL 掌趣科技	21		崩坏3 米哈游
7		城堡争霸 IGG	22		神魔之塔 Mad Head Limited
8		苏丹的复仇 龙腾简合	23		少女前线 龙城网络
9		Mobile Legends 沐瞳科技	24		三国天武 6waves
10		阴阳师 网易	25		朕的江山 绝地科技
11		偶像梦幻祭 乐元素	26		MR 魔法英雄 智明星通
12		永恒纪元 三七互娱	27		Clash of Queens 智明星通
13		战火与秩序 壳木软件	28		Ark of War Seven Pirates
14		碧蓝航线（日语版） Yostar	29		野蛮时代 Tap4Fun
15		王者荣耀 腾讯	30		Rise of the Kings 龙腾简合

资料来源：Sensor Tower，天风证券研究所

注：榜单基于 2017 年中国大陆以外 App Store 及 Google Play 收入估算；《女神圣域》即《神魔圣域》。

巩固成熟海外市场出海优势，有望基于全球流量布局进军新兴市场。目前，昆仑游戏的海外发行运营经验与优势主要集中于日韩、东南亚、中国港澳台、欧美等，多为游戏行业相对发达的地区，游戏行业规模较大，游戏用户人均支出占人均 GDP 的比例相对较高，如《神魔圣域》表现较突出的日本市场，游戏用户人均支出达到 193.6 美元，占人均 GDP 的 0.49%，是世界第三大游戏市场。

未来随着公司的全球发行运营网络逐渐完善，在持续巩固已有市场优势的同时，有望基于公司旗下社交媒体（Opera 和 Grindr）等平台的全球流量，逐阶段出海相对新兴的游戏市场，如印度（2017 年游戏用户 ARPU 占人均 GDP 的比例仅为 0.18%，是前二十大游戏市场中最低）、印尼（人口第四大国，2017 年游戏行业收入占 GDP 的比例为 0.09%，在前二十大市场中仅高于印度和巴西）、非洲等，分享新兴市场的发展红利。

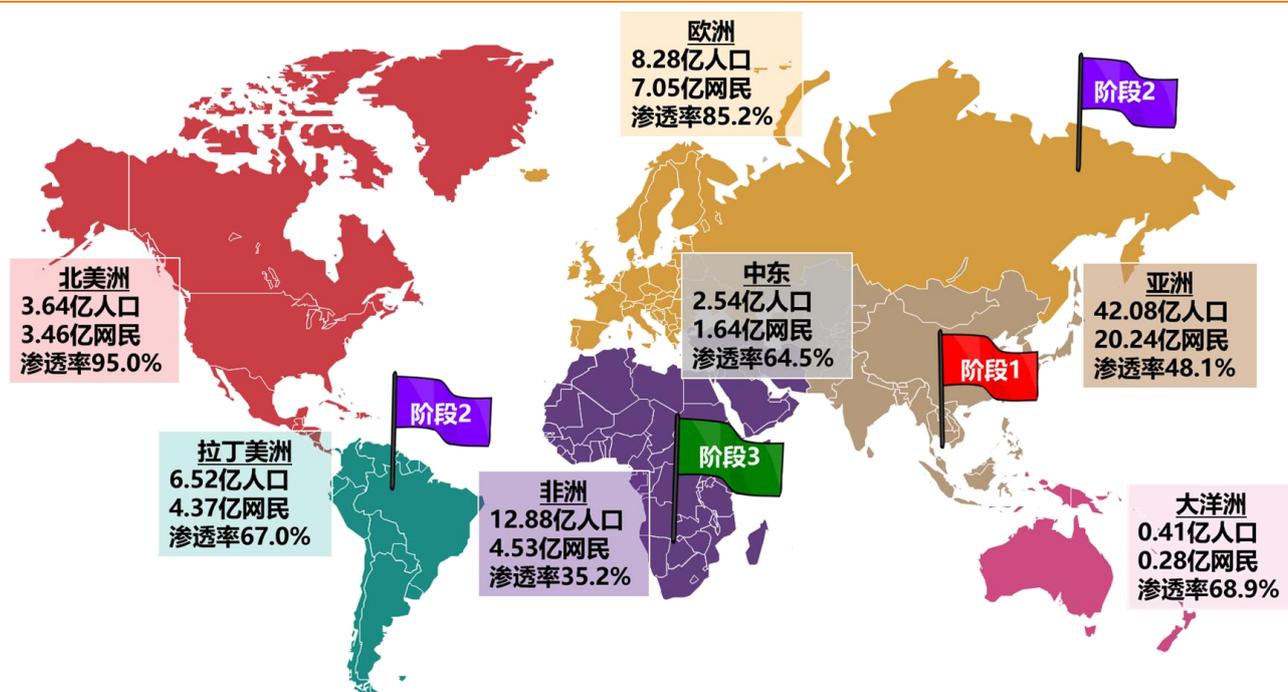
图 29：2017 年全球前二十大游戏市场核心指标一览表

排名	国家或地区	人口 (百万)	互联网用户 (百万)	互联网渗透率 (%)	游戏用户 (百万)	2016年GDP (百万美元)	游戏总收入 (百万美元)	人均GDP (美元)	游戏用户 ARPU (美元)	游戏行业占 GDP比例 (%)	游戏用户 ARPU占人均 GDP比例 (%)
1	中国	1,388.2	801.6	57.7%	564.8	11,199,145.2	27,547.0	8,067.2	48.8	0.25%	0.60%
2	美国	326.5	261.2	80.0%	160.3	18,569,100.0	25,059.9	56,877.7	156.3	0.13%	0.27%
3	日本	126.0	119.8	95.1%	64.8	4,939,383.9	12,545.7	39,187.4	193.6	0.25%	0.49%
4	德国	80.6	73.1	90.7%	37.2	3,466,756.9	4,378.1	42,992.6	117.7	0.13%	0.27%
5	英国	65.5	61.6	94.1%	31.6	2,618,885.7	4,217.7	39,976.2	133.5	0.16%	0.33%
6	韩国	50.7	46.9	92.4%	25.6	1,411,245.6	4,187.7	27,832.5	163.6	0.30%	0.59%
7	法国	64.9	57.4	88.4%	31.6	2,465,454.0	2,967.1	37,965.9	93.9	0.12%	0.25%
8	加拿大	36.6	33.5	91.3%	20.1	1,529,760.5	1,947.4	41,767.0	96.9	0.13%	0.23%
9	西班牙	46.1	38.5	83.5%	24.1	1,232,088.2	1,913.0	26,743.7	79.4	0.16%	0.30%
10	意大利	59.8	43.1	72.1%	24.5	1,849,970.5	1,874.6	30,937.0	76.5	0.10%	0.25%
11	俄罗斯	143.4	113.3	79.0%	71.3	1,283,162.4	1,485.2	8,949.7	20.8	0.12%	0.23%
12	墨西哥	130.2	84.2	64.6%	49.2	1,045,998.1	1,428.0	8,032.4	29.0	0.14%	0.36%
13	巴西	211.2	139.8	66.2%	66.3	1,796,186.6	1,334.2	8,502.9	20.1	0.07%	0.24%
14	澳大利亚	24.6	21.7	88.3%	10.6	1,204,616.4	1,234.4	48,885.4	116.5	0.10%	0.24%
15	中国台湾	23.4	21.3	91.0%	13.0	528,550.0	1,028.5	22,582.5	79.1	0.19%	0.35%
16	印尼	263.5	71.9	27.3%	43.7	932,259.2	879.7	3,537.8	20.1	0.09%	0.57%
17	印度	1,342.5	428.8	31.9%	263.6	2,263,522.5	817.8	1,686.0	3.1	0.04%	0.18%
18	土耳其	80.4	49.1	61.1%	30.8	857,749.0	773.9	10,666.2	25.1	0.09%	0.24%
19	沙特阿拉伯	32.7	24.8	75.7%	14.4	646,438.4	651.2	19,743.0	45.3	0.10%	0.23%
20	泰国	68.3	31.8	46.5%	18.3	406,839.7	597.2	5,956.9	32.6	0.15%	0.55%

资料来源：World Bank, Newzoo (2017 年 6 月), IMF, 天风证券研究所

注：英国游戏用户数为 2016 年预测数据，其余为 2017 年预测数据；沙特阿拉伯游戏用户数为估算值，估算方法为其余 19 个国家的游戏用户渗透率平均值；GDP 数据来自世界银行，中国台湾 GDP 来自 IMF。

图 30：中国移动互联网出海阶段路线图



资料来源：Internet World Stats (2017 年 12 月 31 日), 天风证券研究所

注：基于人口规模、文化习俗、网络设施、硬件环境和经济发展等诸多因素综合判断，我们认为当前中国公司出海的三阶段路线图为：1) 东南亚、南亚和中东地区；2) 南美和俄罗斯；3) 非洲。详细观点见我们于 2016 年 9 月发布的互联网行业深度《移动出海扬帆起航，寻找蓝海屹立全球》。

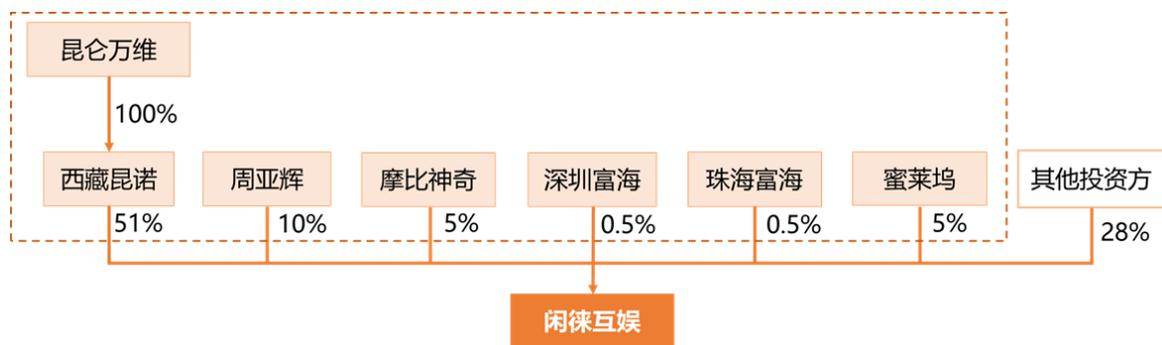
3. 闲徕互娱：地方棋牌线上化空间可期，熟人社交驱动业绩增长

3.1. 业务分析：房卡模式驱动地方棋牌线上化，业绩受益熟人社交获爆发式增长

2016 年 12 月，公司全资子公司西藏昆诺与辰海科译创投以 20 亿元的对价共同购买北京闲徕互娱网络科技有限公司 100% 的股权。其中，昆仑万维出资 10.2 亿元，取得闲徕互娱 51% 的股权，并对其控股。为表明对闲徕互娱游戏业务整合的决心和对未来公司主业与闲徕互娱协同发展的信心，2017 年 1 月公司控股股东周亚辉和关联方（摩比神奇、蜜莱坞、深圳富海与珠海富海）以 4.2 亿元的对价原价收购辰海科译转让的合计 21% 股权，辰海科译持有的剩余 28% 股权转让至其他投资机构。

交易完成后，原闲徕互娱董事长、CEO 谭星和董事谭炎将卸职并转而担任闲徕互娱的顾问，任命资深互联网和游戏行业专家卢军出任新任 CEO，任命原闲徕互娱法定代表人兼职能中心负责人彭啸为 COO。闲徕互娱在本次交易的 PE 值约为 8，自 2017 年 2 月纳入公司合并报表范围。

图 31：闲徕互娱股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

闲徕互娱成立于 2016 年 4 月，是中国领先的地方特色休闲竞技游戏研发商和发行商，已推出 32 款具有地方特色的休闲竞技游戏，包括 27 款地方麻将游戏和 5 款牌类游戏，迅速占领湖南、四川等区域市场，并延伸至全国大部分地区。根据友盟 2016 年 12 月的数据，闲徕互娱的平台累计用户量达 3,000 万人次，日活跃用户超过 300 万。

同时，闲徕互娱积极布局竞技领域，打造棋牌赛事品牌。2016 年 12 月闲徕互娱成为“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，其他合作厂商还包括腾讯、新浪等。2017 年 5 月，首届“闲徕杯”全国麻将争霸赛启动，总奖励额度累计超过 500 万元，赛事首站海南的线上报名人数超过 100 万，创下地方棋牌赛事纪录。

图 32：闲徕互娱棋牌游戏产品矩阵



资料来源：公司微信公众平台，天风证券研究所

创新“房卡”模式引爆地方棋牌手游，实现线下熟人社交娱乐线上化。2016 年闲徕互娱

推出地方棋牌游戏的新模式“房卡”模式，不同于一般棋牌游戏平台的随机匹配模式，房卡模式打造的是“线上棋牌室”，即用户自主创建房间，并通过微信分享与熟人进行游戏，游戏输赢直接与牌友进行结算，而闲徕互娱仅通过售卖创建房间所需的房卡变现，类似于线下棋牌室只收取的场地费或茶水费。房卡模式是对地方线下棋牌室的有力补充，打破了空间限制，且支持碎片化时间的体验，更好地满足了地方棋牌游戏玩家的社交娱乐需求。

图 33:《闲来贵州麻将》房卡模式

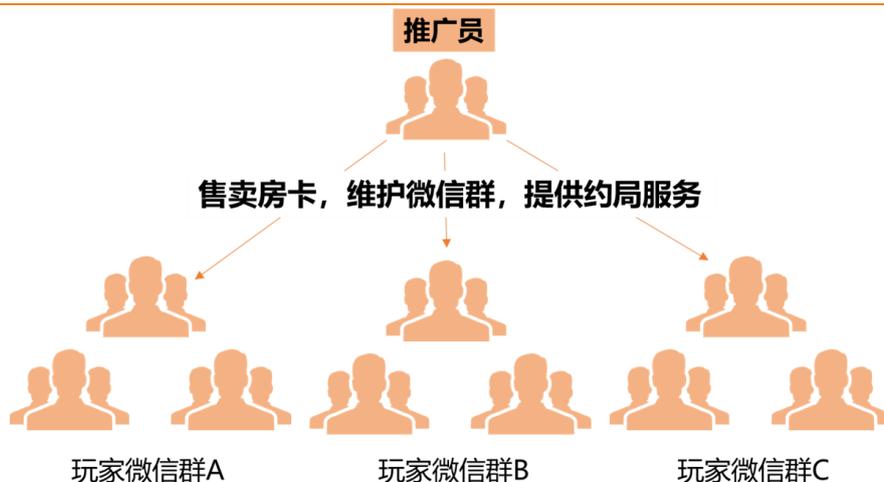


资料来源：公司产品，天风证券研究所

地推模式迅速打开市场，微信代理分销实现裂变式传播。2016-2017年，闲徕互娱借助地推模式，迅速打开三四线以下城市及农村市场。由于地方特色棋牌的玩法多样，产品推广的最有效方式便是地推模式，通过贴近玩家来更好地理解并满足其需求。截至2016年12月，闲徕互娱团队超过400人，其中一半以上是地推人员，有效促进了平台用户规模的爆发式增长。2017年底，为了避免地推可能出现的赌博风险，闲徕互娱裁去地推团队，改为采用以微信代理分销等更合规的方式进行推广。

微信代理分销模式：通过低成本广泛招收微信推广员，实现裂变式传播。微信推广员获得代理权后，以较低的价格获得房卡，再利用朋友圈、微信群等以合理价格出售房卡，赚取差价。以《闲来贵州麻将》为例，房卡零售价最低为0.98元/张，推广代理获取的批发价不到0.2元。同时，推广员为赚取更多利润，自发进行游戏玩家微信群的维护，提供约局等服务，提升玩家的游戏体验。

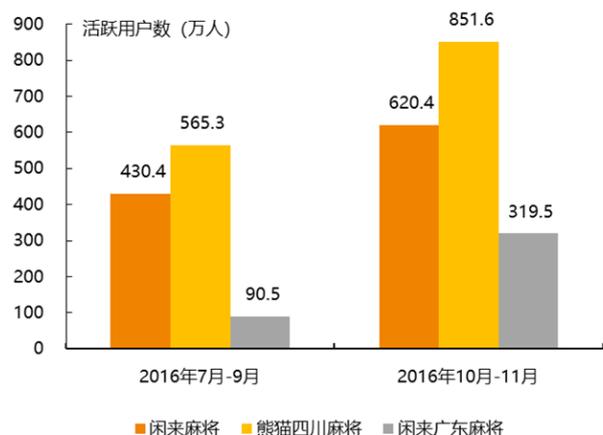
图 34: 闲徕互娱微信代理分销模式



资料来源：天风证券研究所

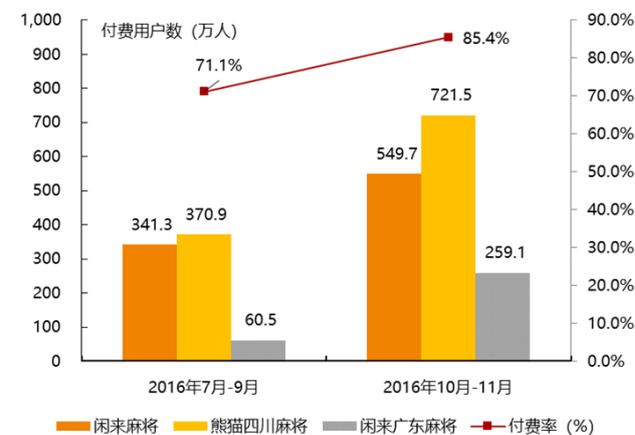
平台用户规模快速增长，付费率超八成。2016年第三季度，闲徕互娱旗下的主要三款游戏《闲来麻将》《熊猫四川麻将》《闲来广东麻将》的活跃用户合计达1,086.2万，其中付费玩家达772.6万，付费率约为71%；到2016年10-11月，活跃用户和付费玩家均增长显著，分别达1,791.5万和1,530.3万，增长65%和98%，付费率提升至85.4%。

图 35：闲徕互娱主要游戏活跃用户数（2016年7月-9月，2016年10月-11月）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：闲徕互娱主要游戏付费用户数及付费率（2016年7月-9月，2016年10月-11月）

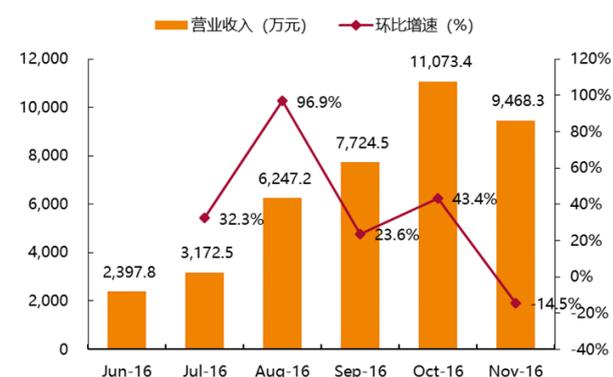


资料来源：公司公告，天风证券研究所

用户规模扩大驱动业绩爆发式增长，受益熟人社交属性毛利率超过95%。闲徕互娱自2016年6月开始实现营收，随着活跃用户数持续增长，以及更多产品陆续上线，营业收入激增。同时，受益于房卡模式的熟人社交属性，节省大量推广费用。2016年6月-11月的半年时间内，营业收入累计达4.01亿元，单月毛利率均超过95%，净利润累计达2.42亿元，净利率为60.5%。

2017年上半年（2017年2月起并表），闲徕互娱实现营业收入6.59亿元，相比2016年6月-11月的6个月累计营收增长64.3%；净利润累计达3.22亿元，其中归母净利润为1.64亿元，占昆仑万维2017年上半年归母净利润的接近43%，已成为公司业绩的重要支柱。

图 37：闲徕互娱营业收入及环比增速（2016年6月-11月）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：16年11月为增加用户进行一周限免活动，导致收入环比略有下降。

图 38：闲徕互娱毛利率（2016年6月-11月）



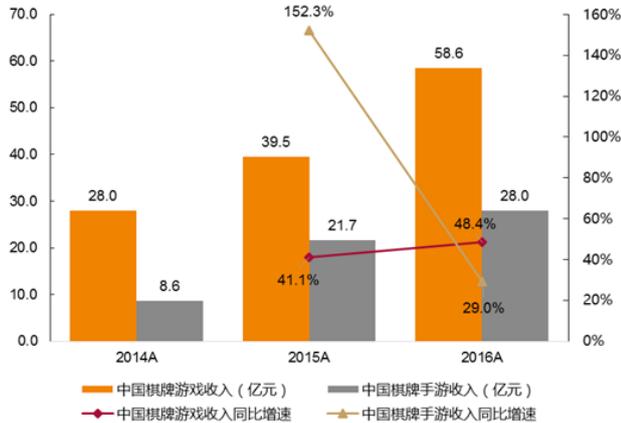
资料来源：公司公告，天风证券研究所

闲徕互娱与昆仑游戏高度互补，实现产品及市场覆盖双扩展。闲徕互娱所专注的地方特色休闲竞技游戏与昆仑游戏的中重度游戏产品形成互补，一方面优化昆仑万维原有的游戏产品结构，丰富游戏产品线，进一步扩大用户规模；另一方面借助闲徕全面打开三四线城市及农村市场，实现公司网络游戏发行主业的整体实力提升。

3.2. 行业机会：地方棋牌空间广阔，闲徕未来增长可期

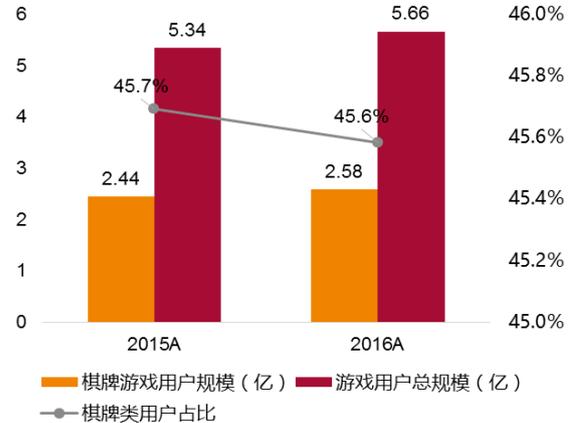
棋牌游戏市场规模高速增长，满足大众娱乐需求。根据伽马数据，2016 年中国棋牌游戏市场规模达 58.6 亿元，同比增长 48.4% (vs. 中国网络游戏市场规模同比增长 17.7%)，行业处于高速增长期，其中，棋牌手游市场规模为 28.0 亿元，占棋牌游戏行业的 47.8%。从用户规模来看，截至 2016 年，中国棋牌游戏用户规模达 2.58 亿，占整体游戏用户的 45.6%，满足的是相对大众的游戏娱乐需求。

图 39：中国棋牌游戏和棋牌手游收入规模及增速（2014A-2016A）



资料来源：伽马数据，天风证券研究所

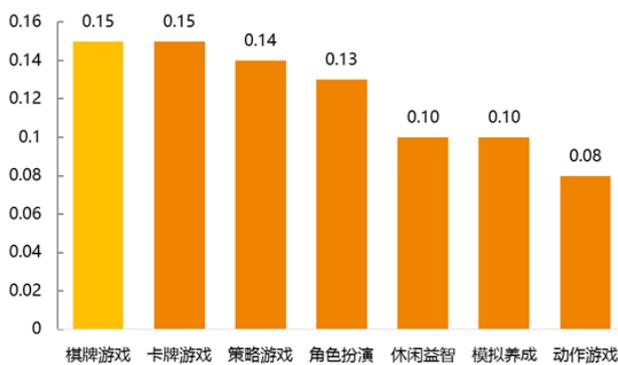
图 40：中国棋牌游戏用户规模及占整体游戏用户比重（2015A-2016A）



资料来源：伽马数据，天风证券研究所

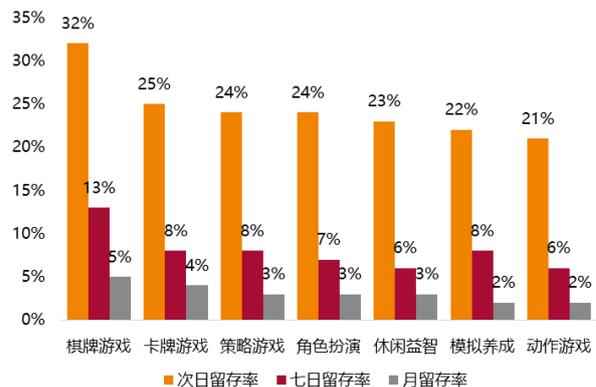
棋牌手游用户活跃度高，地方特色棋牌用户粘性极强。根据 DataEye 数据，2016Q2-2017Q1 棋牌手游的 DAU/MAU 值为 0.15，在各类手游中排名第一，与卡牌游戏持平，用户活跃度较高；从用户留存来看，棋牌手游的次日留存率、七日留存率、月留存率均明显领先于其他游戏类型。地方特色棋牌手游的用户粘性优势突出，根据极光大数据 2017 年 10 月的数据，闲徕互娱旗下《闲来麻将》、《熊猫四川麻将》、《闲来广东麻将》日新增用户 30 天留存率均值分别达 60.7%、64.8%、63.1%，远超棋牌手游 5% 的平均月留存率。

图 41：不同类型手游 DAU/MAU 值对比（2Q16A-1Q17A）



资料来源：DataEye，天风证券研究所

图 42：不同类型手游留存率对比（2Q16A-1Q17A）



资料来源：DataEye，天风证券研究所

地方棋牌游戏行业空间广阔，有望受益三线及以下城市移动互联网化及消费升级。地方特色棋牌游戏单品类用户规模有限，但品类繁多，可达上百种，总体玩家规模可观。根据艾瑞咨询的数据，2016 年中国地方特色棋牌游戏市场规模达 38.4 亿元，占棋牌游戏整体市场的 65.5%，其中移动端市场规模为 21.7 亿元，占 56.5%；地方特色棋牌手游用户规模达 1.57 亿，占棋牌游戏整体用户规模的 60.9%。

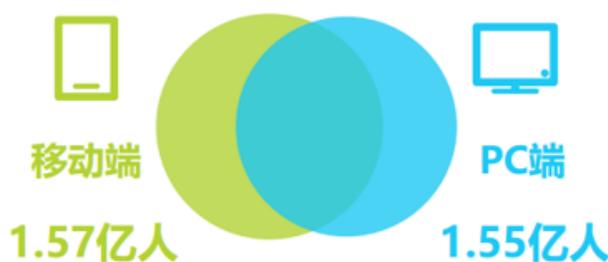
地方棋牌游戏瞄准三线及以下城市用户，渗透率达 66.9%，有望受益于移动互联网普及率提升（根据 TalkingData，三线及以下城市移动智能终端占比逐年提升，2016 年为 53.2%，相比之下一、二线城市占比逐步下滑）和消费升级，行业空间进一步扩大。

图 43：中国地方特色棋牌游戏市场规模（2016A）



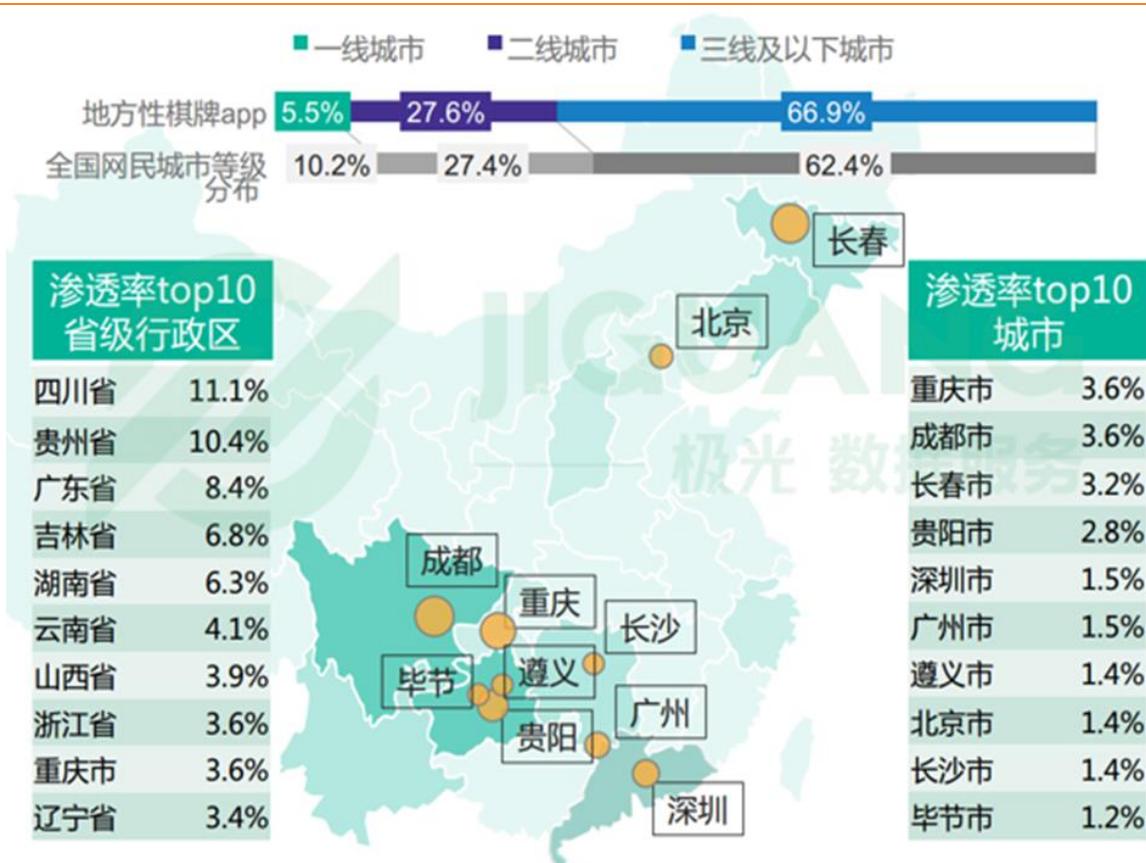
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 44：中国地方特色棋牌游戏用户规模（2016A）



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 45：中国地方性棋牌用户地域分布（2017 年 10 月）



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

注：渗透率=目标 APP 活跃智能设备数量/全部活跃智能设备数量。

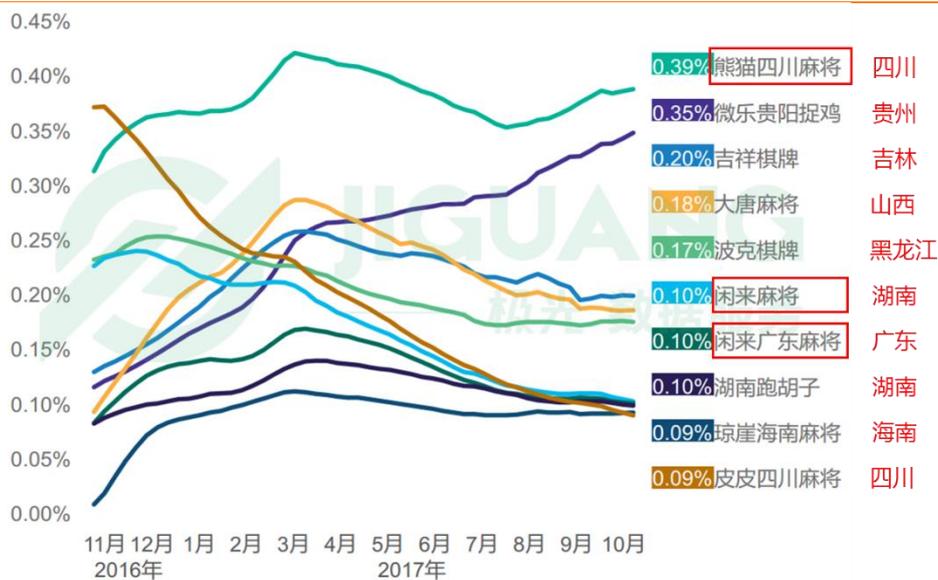
闲徕携房卡模式异军突起，抢占地方棋牌市场份额。2016 年闲徕互娱开创地方棋牌游戏的新模式“房卡”模式，借助熟人社交实现业务的迅猛发展，对此前相对稳定的行业格局造成明显冲击，一定程度上挤压了传统虚拟币棋牌游戏市场（2017 年上半年，联众营收同比下降 34.5%）。闲徕互娱作为房卡模式的开创者和引领者，2017 年在房卡模式棋牌游戏的市占率超过 35%，主要游戏《熊猫四川麻将》、《闲来麻将》、《闲来广东麻将》在细分市场均处于领先地位，其中《熊猫四川麻将》的渗透率排名第一。

图 46：中国主要房卡模式棋牌游戏平台对比

平台名称	闲徕互娱	百搭网络	嘉兴乐玩	腾讯棋牌	博雅互动	白金岛
模式	房卡模式		房卡模式/ 游戏币模式	传统游戏币模式+房卡模式		
棋牌游戏种类	32款地方棋牌游戏	超过10款地方棋牌游戏，主要在浙江及周边地区	22款地方棋牌游戏	《欢乐麻将全集》中11个省份已开通房卡模式，6个省份即将开通	《四川麻将》，《麻将全集》加入房卡模式	《白金岛麻将圈》、《长沙麻将》加入房卡模式
平台用户规模	累计用户量达3,000万人次，DAU为300万+ (2016年12月)	n.a.	注册用户3,000万，MAU为500万 (2017年8月)	《欢乐麻将全集》注册玩家超4亿，MAU超3,200万 (2017年10月)	全球累计注册用户超7亿，MAU为3,120万，DAU为670万，付费玩家约230万 (2017年3月)	注册用户达2,000万，MAU达200万 (2016年6月)
是否有推广员	有	有	有	无	无	有

资料来源：公司公告，公司产品，天风证券研究所

图 47：主要地方性棋牌手游 APP 渗透率（2016 年 11 月-2017 年 10 月）



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

注：渗透率=目标 APP 活跃智能设备数量/全部活跃智能设备数量。

地方棋牌渠道依赖性高，利好闲徕互娱等前瞻布局者。地方棋牌市场极度差异化，因而对渠道依赖性高，结合地推和微信代理分销的房卡模式得以抢占老牌厂商的份额。随着房卡模式的推广力度加强，未来有望持续转化传统虚拟币棋牌玩家，抢占更大市场。闲徕互娱借助昆仑万维的资金支持及已积累的渠道资源，**未来增长将通过区域扩张（即提升活跃用户规模）和商业模式衍生（即提升用户 ARPU 值）。**1）区域扩张方面，一方面继续巩固原有优势地区的市场占有率，进行三四线城市的渠道下沉，另一方面已陆续展开河南、安徽、内蒙、西北等地区的用户拓展，复制原有成功经验；2）商业模式衍生方面，基于地方细分市场的特色文化圈，未来流量变现模式除了现有的房卡售卖，还可衍生出更多基于熟人社交的商业模式和新玩法，例如捕鱼游戏、线上娃娃机等。

4. Opera：依托流量与品牌积淀，AI 加持打造海外“头条”

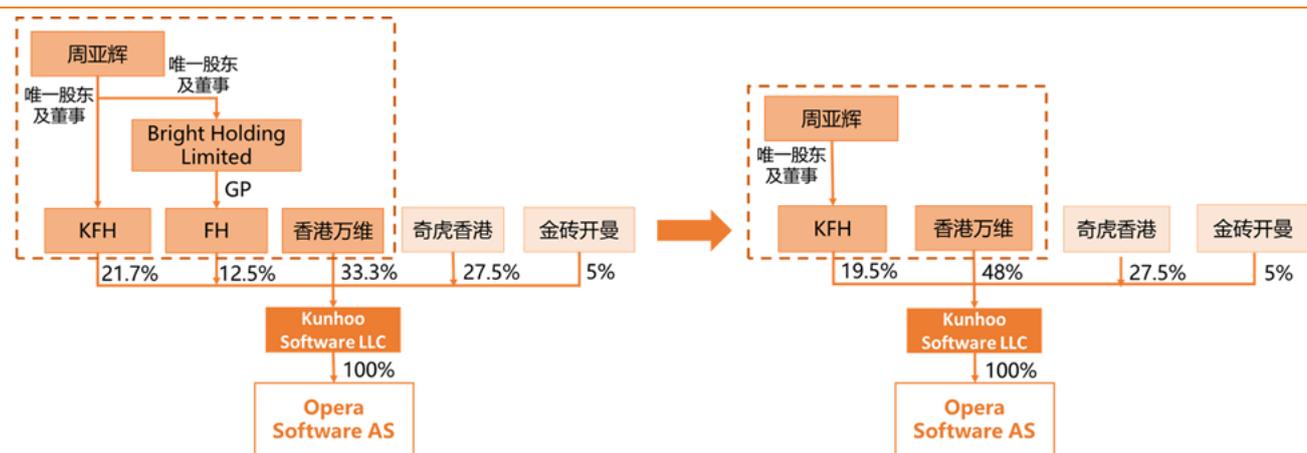
4.1. Opera 浏览器：服务 3.5 亿全球用户， 牢牢占新兴市场流量入口

4.1.1. 交易概况：公司 1.9 亿美元收购 Opera AS 33%股权，进一步增持至 48%

昆仑万维收购全球领先的浏览器 Opera 33%股权，与关联方合计持股 67.5%。2016 年 11 月 3 日，公司旗下全资子公司香港万维与 Future Holding L.P.(简称“FH”)、Keeneyes Future Holding Inc (简称“KFH”)、奇虎香港、金砖开曼基金成立买方团，通过在境外设立 SPV (Kunhoo Software LLC)，完成收购原 Opera Software ASA 公司业务拆分重组后的 Opera AS 公司，具体包括 Opera 桌面浏览器、移动浏览器、移动隐私与安全业务 (即消费者业务) 相关的资产、员工及各项权利，不包含 Opera Mediaworks 移动互联网广告业务、OperaTV 业务和应用、游戏相关的应用商店业务等。交易对价为 5.75 亿美元，其中香港万维出资 1.92 亿美元，占总股本的 33.33%，公司董事长周亚辉通过旗下 KFH、FH 公司合计出资 1.96 亿美元，共持股 34.2%，昆仑系合计持股 67.5%。

2018 年 2 月，香港万维以约定收益率 8%得到的估值 (约 6.36 亿美元) 购买 FH 和 KFH 间接持有的 Opera AS 12.5%的股份和 2.2%的股份，交易对价合计约 9,345 万美元。交易完成后，香港万维将持有 Opera AS 48%的股权，周亚辉通过 KFH 公司持股 19.5%，昆仑系合计持股仍为 67.5%。

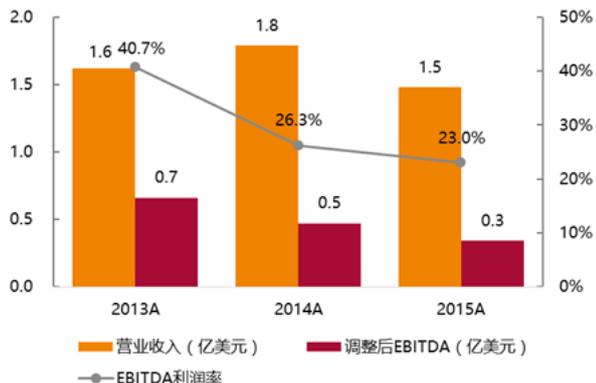
图 48：Opera AS 增持前后股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

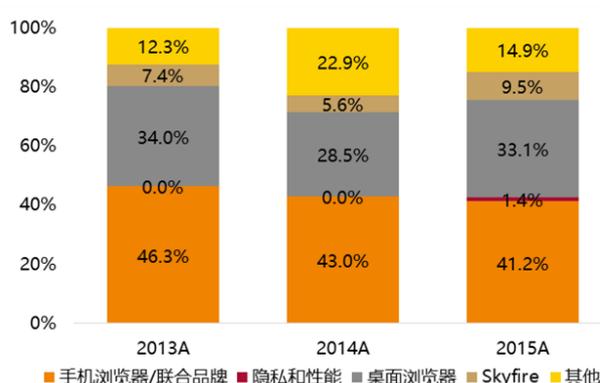
收购前业绩：2015 年 Opera AS 实现营业收入 1.48 亿美元，同比下降 17.3%，调整后 EBITDA 为 3,400 万美元，同比下降 27.7%，利润率为 23.0%。从营收结构来看，手机浏览器的收入占比最高，2015 年达 41.2%；桌面浏览器收入占比为 33.1%。

图 49：Opera AS 营业收入及调整后 EBITDA (2013A-2015A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：Opera AS 营收结构 (2013A-2015A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：Skyfire 为授权许可业务。

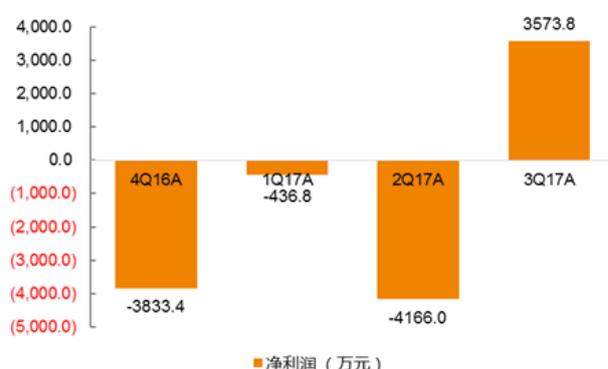
收购后业绩：Opera AS 营业收入呈逐季增长态势，由 2016 年第 4 季度的 1.29 亿元增长至 2017 年第 3 季度的 2.3 亿元，增长 77.7%；2017 年第 3 季度净利润 3,573.8 万元，实现扭亏为盈，主要受益于信息流广告对货币化能力的显著提升。

图 51：Opera AS 营业收入及环比增速（4Q16A-3Q17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52：Opera AS 净利润（4Q16A-3Q17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

业绩承诺：2018 年 2 月的股权转让交易中，转让方承诺 2018-2020 年 Kunhoo (SPV) 实现净利润不低于 3,781 万美元/4,916 万美元/6,391 万美元，Opera AS 实现净利润不低于 4,235 万美元/5,506 万美元/7,157 万美元，即同比增速不低于 30%。

图 53：Kunhoo Software LLC 业绩承诺（2018E-2020E）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 54：Opera AS 业绩承诺（2018E-2020E）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.1.2. 产品优势：轻便快省服务全球 3.5 亿用户，重点占据新兴市场流量入口

Opera 浏览器主打快速、省流量、精简化，产品矩阵实现桌面和移动双端全覆盖。Opera AS 是一家根据挪威法律成立的公司，是全球最大和历史最悠久的独立浏览器和应用企业，第一版浏览器发行于 1995 年。Opera 浏览器的特点是利用数据压缩技术对文本和图片进行压缩，能够在硬件配置较低、网速较低的情况下实现高速的页面加载。目前，Opera 旗下主要产品包括桌面端浏览器 Opera，移动端浏览器 Opera 和 Opera Mini。

图 55：Opera 浏览器产品矩阵

	桌面端浏览器		移动端浏览器	
产品名称	Opera browser	Opera browser	Mini	
运行环境	Windows、Mac、Linux	Android	Android、iOS、其他	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

以移动浏览器 Opera Mini 为例, 可通过网页传送模式的选择大幅节省流量: 1) Opera Mini 模式: 对网页、图片和文本进行压缩, 最高可节省 90% 的流量; 2) Opera Turbo 模式: 通过分析页面内容进行智能压缩, 在不影响用户体验的前提下, 最高可节省 50% 的流量。此外, 用户还可自主设置广告拦截、图片质量等, 在提升页面加载速度的同时, 减少流量的耗费。

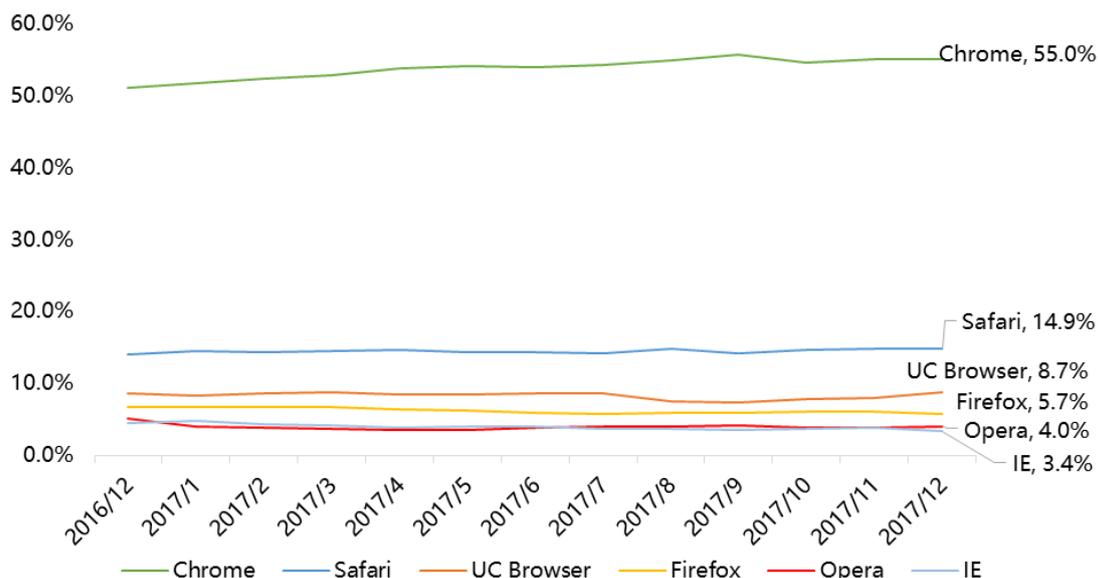
图 56: Opera Mini 流量节省功能界面



资料来源: 公司产品, 天风证券研究所

Opera 浏览器全球市场份额第五, 在新兴互联网市场占优势地位。2017 年末, Opera 浏览器的全球月活跃用户近 3.5 亿。根据 StatCounter 的数据, 2017 年 12 月 Opera 浏览器的全球市场份额达到 4.0%, 超越 IE 浏览器, 位列行业第五。

图 57: Opera 浏览器全球市场份额 (2016 年 12 月-2017 年 12 月)

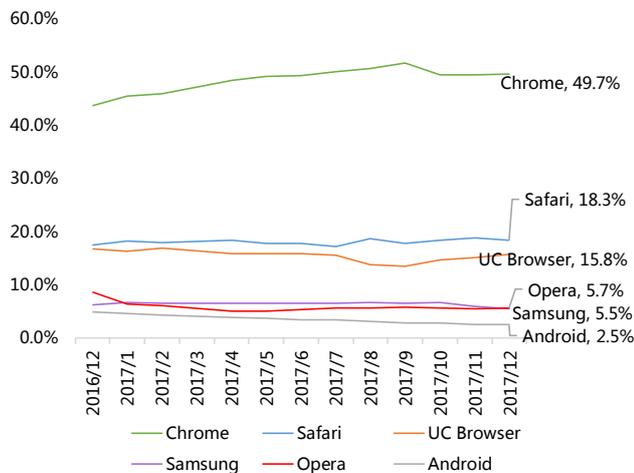


资料来源: StatCounter, 天风证券研究所

1) **移动浏览器：超过 2.8 亿月活跃用户，市场份额有所下降。**2017 年末，Opera 移动浏览器的月活跃用户已超过 2.8 亿，主要分布于欧洲（包括俄罗斯、德国、波兰等）、南亚和东南亚（包括印度、孟加拉、印尼等）、非洲（包括南非、尼日利亚、肯尼亚等），以及美洲（包括墨西哥、巴西等）。2017 年 12 月 Opera 移动浏览器全球市场份额达 5.7%，超越三星浏览器，重回行业第四，但相比 2016 年同期下滑 2.85 个百分点，主要是 Opera 浏览器更具优势的非智能手机的需求逐步被智能机替代。

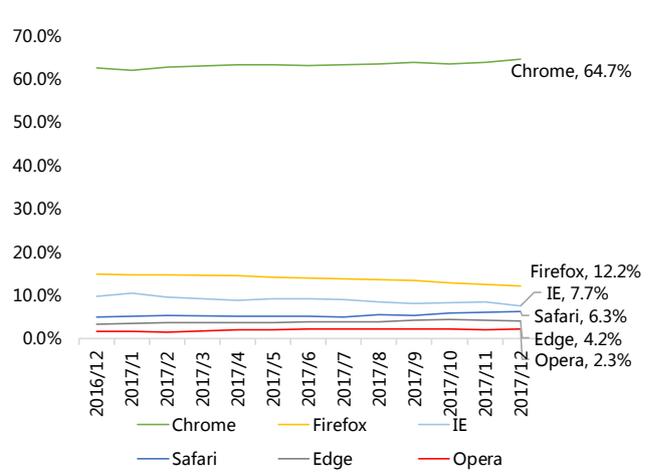
2) **桌面浏览器：近 6,000 万月活跃用户 70%以上来自欧洲，市场份额稳定增长。**2017 年末，Opera 桌面浏览器的月活跃用户接近 6,000 万，其中 70%以上来自欧洲。2017 年 12 月 Opera 桌面浏览器全球市场份额为 2.3%，稳定在行业第六，相比 16 年同期提升 0.5 个百分点，市场份额稳步增长。目前，Opera 桌面浏览器的商业化变现主要围绕搜索（与谷歌、Yandex 等合作）和电子商务（与亚马逊、缤客和 Ozone 等合作）等展开。

图 58：Opera 移动端浏览器全球市场份额（2016 年 12 月-2017 年 12 月）



资料来源：StatCounter，天风证券研究所

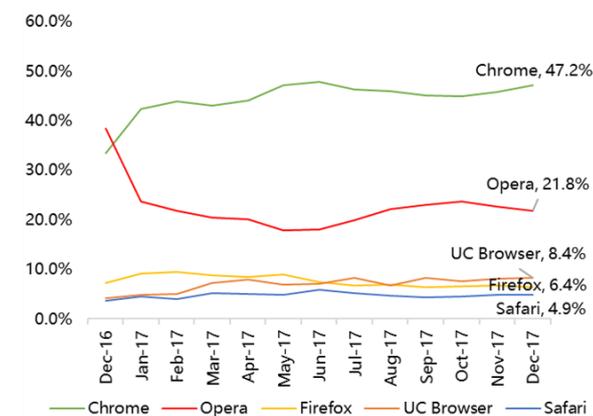
图 59：Opera 桌面端浏览器全球市场份额（2016 年 12 月-2017 年 12 月）



资料来源：StatCounter，天风证券研究所

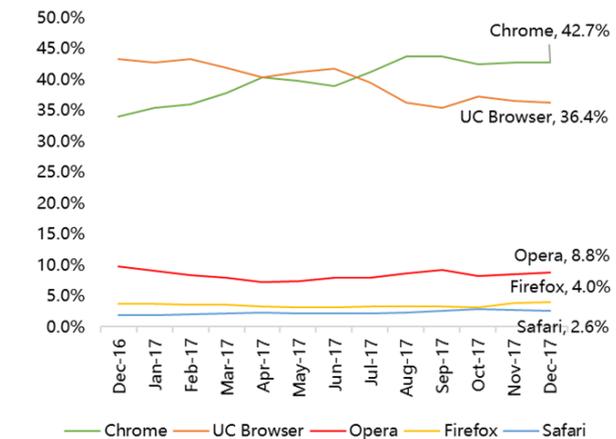
Opera 浏览器凭借轻便快省的特点，在网络基础设施较落后、流量成本较高的新兴互联网市场获得较高市场份额，比如非洲(2017 年 12 月市场份额 21.8%，排名第二)，东南亚(2017 年 12 月印尼市场份额 11.3%，印度市场份额 8.8%，均排名第三)等地区国家。从全球互联网市场来看，中国、美国等相对发达的互联网市场流量红利趋尽，与此同时，非洲、印度、印尼等新兴市场迎来红利发展期，互联网行业快速增长。昆仑万维通过收购 Opera 抢占新兴市场流量入口，为未来全球化业务发展奠定基础。

图 60：Opera 浏览器非洲市场份额（2016 年 12 月-2017 年 12 月）



资料来源：StatCounter，天风证券研究所

图 61：Opera 浏览器印度市场份额（2016 年 12 月-2017 年 12 月）



资料来源：StatCounter，天风证券研究所

4.2. Opera News：基于 AI 和大数据，引入信息流打造“海外今日头条”

Opera 依托 3.5 亿浏览器用户与品牌优势，打造基于 AI 的新闻资讯平台，实现商业模式升级。2017 年公司重点打造基于人工智能和大数据的媒体内容分发平台 Opera News，基于用户的浏览习惯和感兴趣的话题等进行个性化的内容推荐，提高用户留存和使用时长，使 Opera 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，延伸至广告变现等领域，实现商业模式的升级。

图 62：Opera Mini 与今日头条产品界面对比



资料来源：公司产品，天风证券研究所

浏览器与独立 APP 双管齐下，Opera News 立足优势市场同时打破用户天花板。2017 年 1 月，Opera 浏览器上线 Opera News 内容信息流服务。基于 Opera 优势市场的用户及数据积累，结合领先的人工智能技术，Opera News 上线后增长势头迅猛。截至 2017 年 11 月，Opera News 在美国、印度、印尼、俄罗斯、南非、尼日利亚等地上线不到 1 年即实现月活跃用户近 1 亿，单用户日均使用时长由此前的 10 分钟提高至约 40 分钟。

2018 年 1 月，Opera News 独立 APP 在中国、挪威、伊拉克、瑞典及 5 个非洲国家的 Google Play 应用商店上线，进一步抢占已有浏览器用户以外的市场。根据 App Annie 的数据，截至 2018 年 2 月 24 日，Opera News 在非洲上线的五个国家均为免费下载榜第一。

图 63：Opera News 上线的 5 个非洲国家 Google Play 免费下载榜 Top15

肯尼亚		加纳		南非		尼日利亚		坦桑尼亚	
免费排行	应用名称								
1	Opera News - Trending ne... Opera Software Opera News	1	Opera News - Trending ne... Opera Software Opera News	1	Opera News - Trending ne... Opera Software Opera News	1	Opera News - Trending ne... Opera Software Opera News	1	Opera News - Trending ne... Opera Software Opera News
2	Branch International	2	Messenger - Text and Vide... Facebook	2	WhatsApp Messenger	2	WhatsApp Messenger	2	AzamTV
3	Mikopo Rahisi (Kenya) Tala Mobile	3	WhatsApp Messenger	3	茄子快传-传输及分享 SHAREIT	3	WhatsApp	3	Branch
4	mySafaricom Safaricom Limited	4	CGTN - China Global TV Ne... CCTV	4	Messenger - Text and Vide... Facebook	4	Bounce News Nigeria - Sup... Bounce.Ng	4	Telegram
5	Viusasa Viusasa	5	Facebook Lite	5	Wish - Shopping Made Fun ContextLogic	5	AliExpress Shopping	5	Instagram
6	WhatsApp Messenger WhatsApp	6	Telegram	6	Facebook Lite	6	Facebook Lite	6	Messenger - Text and Vide... Facebook
7	Facebook Lite Facebook	7	Xender - 连手机, 连电脑, ... AnMob	7	GETBlack Cell C Ltd	7	Instagram	7	Facebook
8	Mobile Number Locator & ... Insert Developer	8	Facebook	8	Instagram	8	Instagram	8	Facebook Lite
9	Messenger - Text and Vide... Facebook	9	Opera Mini web 浏览器 Opera Software Opera Mini	9	JOOX Music Tencent	9	Opera Mini web 浏览器 Opera Software Opera Mini	9	Tala Tanzania Tala Mobile
10	Opera Mini web 浏览器 Opera Software Opera Mini	10	All Football - Latest News ... All Football	10	Capitec Remote Banking Capitec Bank	10	Truecaller - 来电显示和屏蔽 Truecaller	10	WhatsApp Messenger WhatsApp
11	Instagram	11	优步Uber - 全球领先的打... Uber Technologies	11	DStv Now MultiChoice Support Services	11	imo 免费视频通话和聊天 imo.im	11	Opera Mini web 浏览器 Opera Software Opera Mini
12	Truecaller - 来电显示和屏蔽 Truecaller	12	Snapchat Snap	12	King James Bible - KJV, Aud... FullBooks	12	咪咕 咪咕	12	All Football - Latest News ... All Football
13	Taxify	13	Boomplay Music Transnet Music Limited	13	Opera Mini web 浏览器 Opera Software Opera Mini	13	CGTN - China Global TV Ne... CCTV	13	ITV Tanzania App Motaso Inc
14	Facebook	14	IUMIA Online Shopping Juma	14	Truecaller - 来电显示和屏蔽 Truecaller	14	Xender - 连手机, 连电脑, ... AnMob	14	Xender - 连手机, 连电脑, ... AnMob
15	Xender - 连手机, 连电脑, ... AnMob	15	imo 免费视频通话和聊天 imo.im	15	Taxify	15	All Football - Latest News ... All Football	15	APUS Camera - 照片编辑, ... Apus Group

资料来源：App Annie (2018 年 2 月 24 日)，天风证券研究所

内容方面，Opera 已与 800 余家出版商和网站达成商业合作，其中包括 96 个印尼发布网站。参照今日头条的内容生态，Opera 后续有望通过自建内容体系、上线多媒体内容（比如视频）等实现内容生态的丰富与升级。

从新闻资讯平台的海外竞争格局来看，印度、印尼是国内平台出海竞争最为激烈的两大市场，成为今日头条、阿里巴巴、腾讯等国内互联网巨头重点布局的市场。而 Opera News 的最大优势市场非洲目前暂为蓝海，公司有望凭借先发优势构筑品牌和流量护城河，牢牢占据市场领先地位。

图 64：Opera News 与主要出海新闻资讯平台对比

产品名称	Opera News	Dailyhunt	BABE	News Republic	TopBuzz	UC News	Newsdog
相关公司	昆仑万维	今日头条				阿里巴巴	腾讯
优势市场	非洲、印度、印尼等	印度	印尼	美国、欧洲	北美、英国、巴西、日本	印度、印尼	印度
流量基础	用户规模 MAU : ~1亿	MAU : 2,900万 DAU : 650万	DAU : ~120万	n.a.	n.a.	MAU : > 1亿	MAU : ~1,000万
	使用时长 40分钟	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	> 23分钟	~30分钟
变现能力	预计17年Opera实现盈亏平衡	年收入约1,500万美元	n.a.	猎豹于业绩会回复，亏损相对大	n.a.	n.a.	尚未变现，预计18年底开始并于19年底收支平衡
最新估值	6.36亿美元（含浏览器）	3.1亿美元	n.a.	0.87亿美元	n.a.	> 38亿美元	n.a.

资料来源：公司公告，公司官网，白鲸出海，天风证券研究所

注：使用时长为单用户日均使用时长；Opera News MAU 和使用时长为 17 年 11 月数据，估值为 18 年 2 月数据；Dailyhunt 用户规模为 17 年 3 月数据，估值为 17 年 2 月融资后估值；BABE 用户规模数据来自 16 年 1 月今日头条 CEO 张一鸣演讲；News Republic 估值为 17 年 11 月被收购时估值；UC News 用户规模为 17 年 4 月公告数据，使用时长为 17 年第一季度数据，估值数据来自 14 年原 UC 董事长俞永福采访；Newsdog 流量基础数据为 17 年 9 月数据。

对标今日头条，Opera News 基于浏览器积累的 3.5 亿全球用户的货币化空间可期，估值水平有望进一步提升。根据 2018 年 2 月公司增持 Opera 公告的相关数据计算得出，目前 Opera 3.5 亿全球月度活跃用户的单用户月度收入为 0.19 元（是今日头条 2016 年单用户信息流广告收入 2.86 元的 1/15），单用户估值为 1.8 美元（仅为今日头条 2016 年单用户估值 68.6 美元的约 1/38）。

图 65：Opera 与今日头条核心数据对比

	Opera	今日头条
优势市场	非洲、东南亚、南亚	中国
月活跃用户（亿人）	3.5	1.75
日均单用户浏览时长（分钟）	40	76
日均单用户浏览新闻数（条）	65-81	35
月均收入（亿元）	0.65	5
估值（亿元）	6.36亿美元，约合43.7亿人民币	120亿美元，约合825亿人民币
单用户月收入（元）	0.19	2.86
单用户估值（元）	1.8美元，约合12.5元人民币	68.6美元，约合471.2元人民币

资料来源：公司公告，今日头条算数中心，天风证券研究所

注：因今日头条 2017 年收入未披露实际数，采用 2016 年收入及相应运营指标进行计算和对比。

注：Opera MAU 为 2018 年 1 月公告的浏览器 MAU，日均单用户浏览时长和新闻数为截至 2017 年 11 月的信息流用户数据，月收入为 Opera AS 2017 年前三季度营收的月均值，估值为 2018 年 2 月增持公告的最新估值，汇率为 2018 年 2 月 15 日美元汇率；今日头条 MAU、日均单用户浏览时长和新闻数为截至 2016 年 12 月数据，月收入为 2016 年信息流广告收入月均值，估值为 2016 年底 D 轮融资（于 2017 年 4 月完成）投后估值，汇率是 2016 年 12 月 31 日的美元汇率。

我们认为，未来随着 Opera News 信息流服务逐步渗透至全球 3.5 亿浏览器用户，由工具应用转型为内容平台，用户使用时长将整体得到提升，同时 Opera News 独立 APP 在转化浏览器用户的同时，持续开拓新用户市场，并通过信息流广告提升货币化能力，Opera 整体估值水平有望得到大幅提升。

4.3. 重点市场研究：非洲、印度等新兴市场潜力巨大，Opera 有望乘流量红利之风加速发展

新兴互联网市场迎来红利发展期，行业用户规模高速增长。根据 Hootsuite 和 We Are Social 联合发布的《2017 年全球数字报告》，印度尼西亚、菲律宾、墨西哥、印度、巴西等国家的互联网用户规模增长迅速，大幅领先于全球平均水平（10%），其中印尼增速位列第一达到 51%（互联网渗透率为 51%），印度增速 23%位列第四（互联网渗透率为 35%）。

图 66：全球各国互联网渗透率（2017 年 1 月）

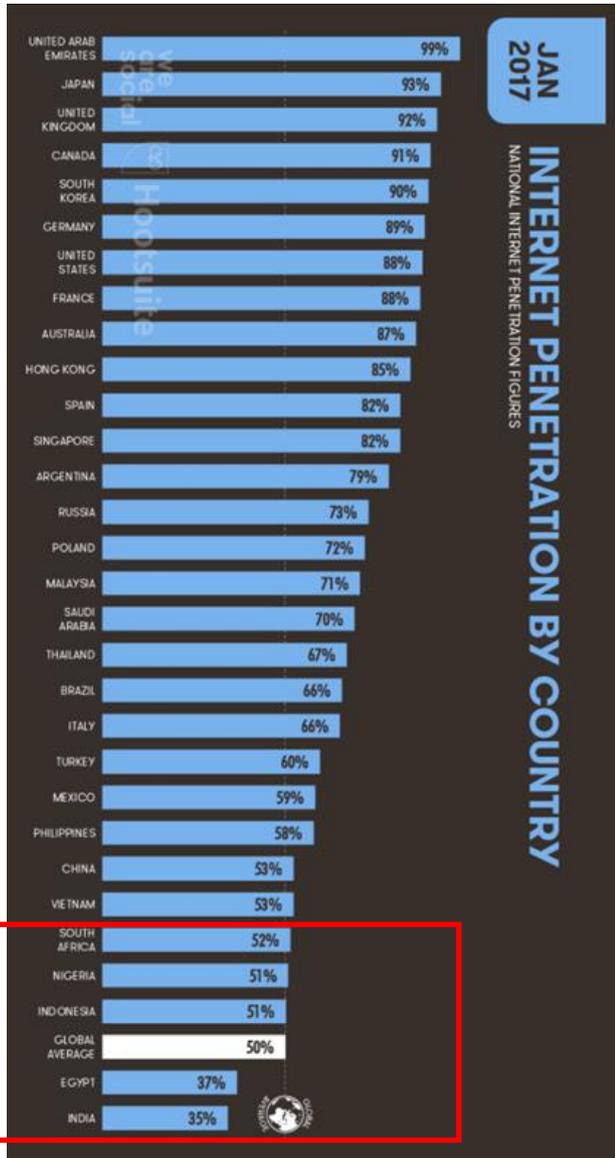
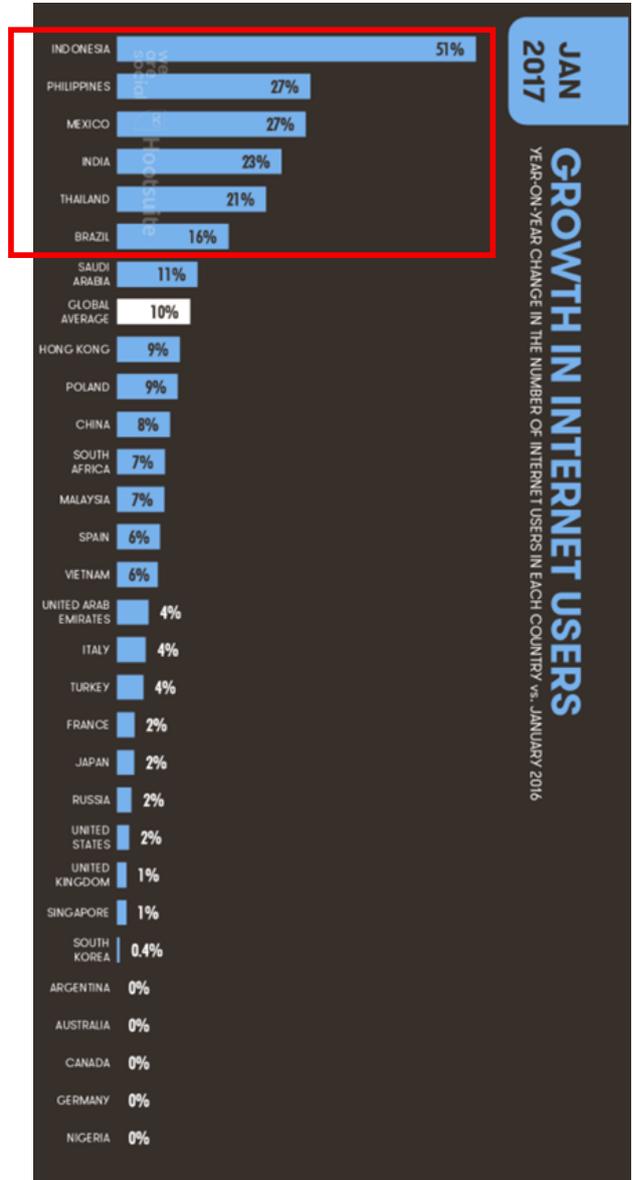


图 67：全球各国互联网用户规模增速（2017 年 1 月）



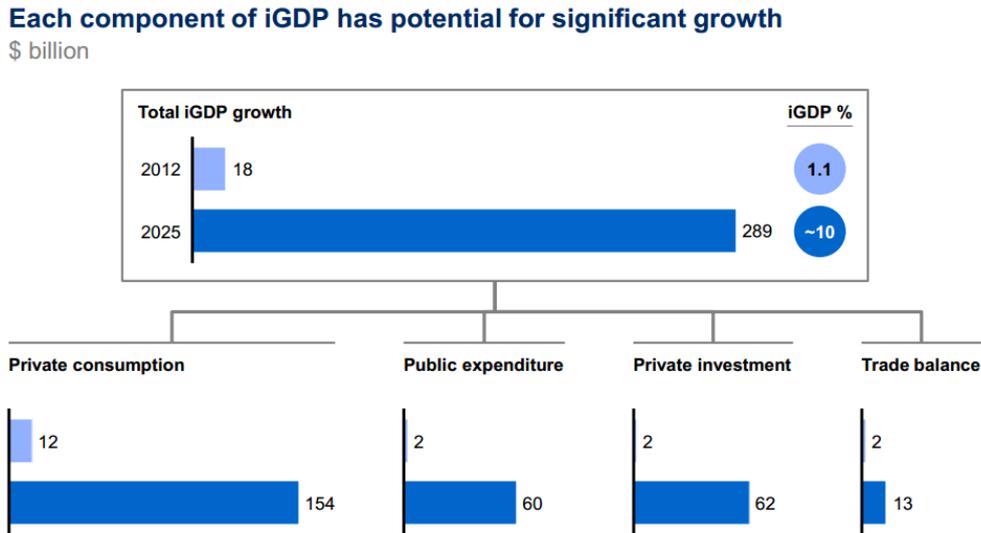
资料来源：Hootsuite, We Are Social, 天风证券研究所

资料来源：Hootsuite, We Are Social, 天风证券研究所

同样值得关注的是，非洲市场受益于智能手机的快速普及，互联网行业经历跨越式发展，市场潜力巨大。截至 2017 年末，非洲人口达 12.88 亿，其中互联网用户规模为 4.53 亿，互联网渗透率为 35.2%。大部分互联网用户通过移动宽带访问互联网，且移动宽带的覆盖范围超过了上网人数：根据互联网协会（Internet Society）2017 年 11 月的报告，接近 60% 的人口居住在 3G 或 4G 移动宽带信号范围内，2G 移动蜂窝信号覆盖超过 90% 的人口。目前阻碍非洲移动互联网行业发展的重要原因之一是上网资费昂贵（Opera 浏览器主打节省流量等特色功能）。

根据麦肯锡报告《非洲雄狮走向数字化》，预计到 2025 年非洲互联网经济占 GDP 的比重将达到约 10%，互联网对 GDP 的贡献规模将从 2012 年的 180 亿美元增长至 2025 年的 2,890 亿美元，年复合增长率约为 23.8%。其中，互联网个人消费市场将增长至 1,540 亿美元，非洲市场巨大的人口红利将转化为互联网市场的巨大发展潜力。

图 68：非洲互联网经济规模及占 GDP 比重（2012A，2025E）



资料来源：麦肯锡，天风证券研究所

注：iGDP 为互联网经济占 GDP 比重。

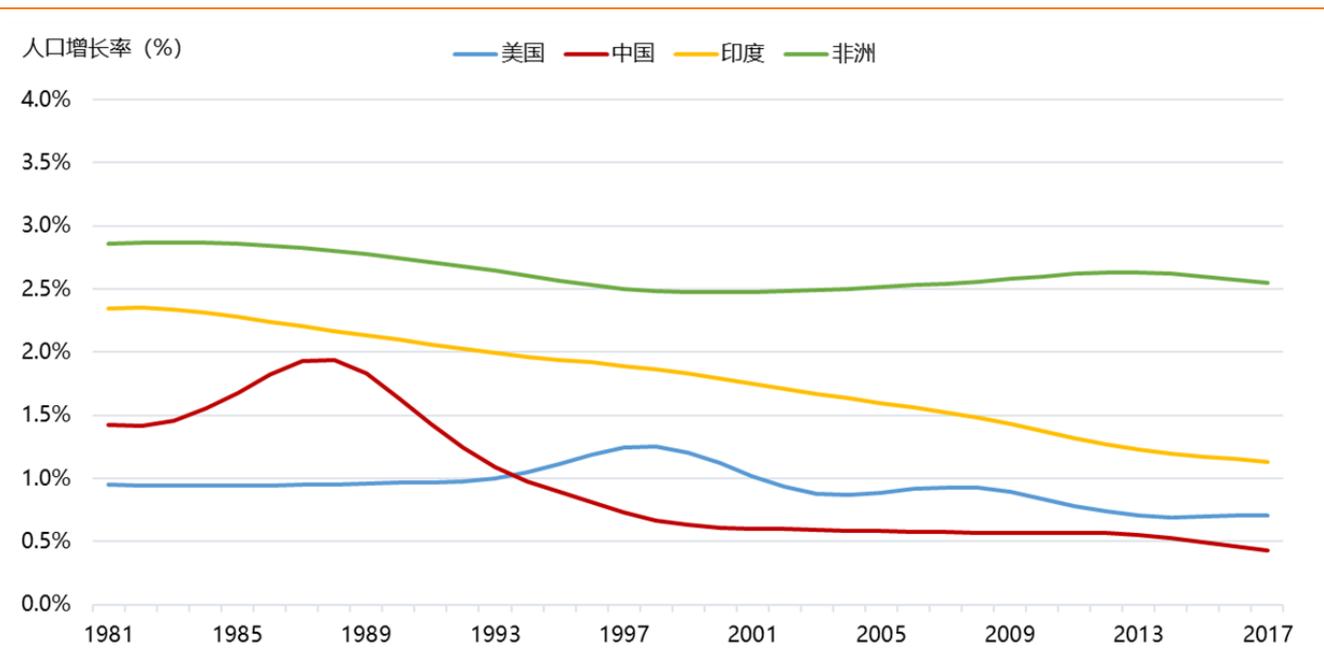
Opera 优势地区多为新兴互联网市场，有望乘流量红利之风加速发展。非洲市场是 Opera 移动端浏览器流量优势最突出的地区，2017 年 12 月市场份额达 30.9%，位列第二，其中在肯尼亚、尼日利亚等国家的市场份额超过 50%，位列第一；Opera 在亚洲部分国家占据领先地位，包括印尼（市场份额 11.3%，排名第三）、印度（市场份额 10.6%，排名第三）、菲律宾（市场份额 5.8%，排名第三）等。上述国家或地区的互联网行业尚存在较高的人口红利，正处于红利发展期，互联网渗透率的快速提升有望推动 Opera 浏览器，尤其是 Opera News 的用户规模加速增长，助力其成为“海外今日头条”。

图 69：移动端部分国家/地区市场份额及排名（2017 年 12 月）

国家/地区		市场份额		份额排名	
全球		5.7%		第四	
非洲	30.9%	第二	南美洲	2.5%	第五
肯尼亚	60.0%	第一	巴西	2.8%	第四
尼日利亚	56.8%	第一			
赞比亚	35.8%	第一	大西洋洲	1.7%	第五
南非	19.1%	第二	澳大利亚	1.8%	第五
亚洲	6.8%	第四	欧洲	1.0%	第七
苏丹	32.5%	第一	俄罗斯	2.9%	第六
孟加拉	17.8%	第二	波兰	1.6%	第五
印度尼西亚	11.3%	第三	德国	0.8%	第六
印度	10.6%	第三			
菲律宾	5.8%	第三	北美洲	0.7%	第六
伊朗	4.6%	第五	墨西哥	3.4%	第三
中国	0.1%	第八	美国	0.3%	第七

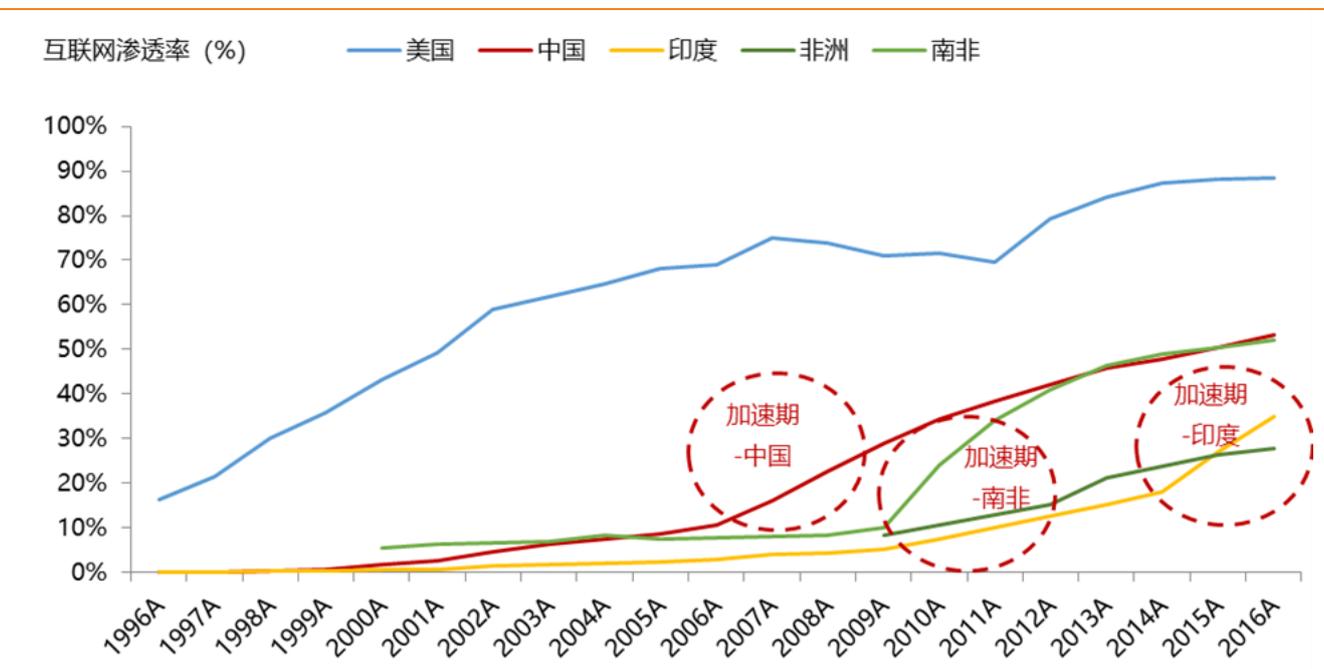
资料来源：StatCounter，天风证券研究所

图 70：美国、中国、印度和非洲人口增长率对比（1981A-2017A）



资料来源：United Nations Population Division, 天风证券研究所

图 71：美国、中国、印度和非洲（南非）互联网渗透率对比（1996A-2016A）



资料来源：CNNIC, World Bank, Internet Live stat, Statista, 天风证券研究所

5. Grindr: 全球最大同性恋社交平台，掘金万亿粉红经济市场

5.1. 业务分析：全球最大同性恋社交网络，聚集强粘性高价值亚文化社群

2016年1月，公司旗下全资子公司昆仑集团以9,300万美元的交易对价收购了Grindr LLC 61.53%的股份，Grindr自2016年4月起纳入公司财务报表合并范围。2017年7月，昆仑集团以1.52亿美元收购Grindr剩余38.47%的股权，2018年1月完成股权交割。交易完成后，昆仑集团持有Grindr 100%的股权。

Grindr是全球最大的同性恋社交网络平台，成立于2009年，总部位于美国洛杉矶。Grindr提供的主要功能是基于地理位置，帮助用户寻找附近的男同性恋用户，并通过分享图片、线上聊天等功能进行社交。Grindr将用户定位为“懂科技的有钱人”，旗下拥有两款移动应用产品，即免费版Grindr和付费版Grindr Xtra，前者通过广告变现，后者则提供高级付费订阅服务，如获得更多推荐、无限点赞、无广告体验等，目前会员费占公司收入的66%。

图 72: Grindr 产品界面



资料来源：公司产品，天风证券研究所

图 73: Grindr 免费版和付费版产品

免费版Grindr
广告变现

1 Month + Free Trial <small>FREE FOR 1 WEEK!</small>	CNY90.00 per month
3 Months	CNY57.46 per month
6 Months	CNY46.33 per month
1 Year <small>BEST DEAL!</small>	CNY36.83 per month

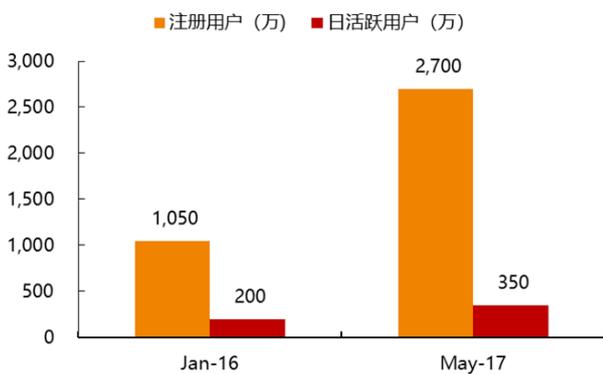
付费版Grindr Xtra
会员付费

资料来源：公司产品，天风证券研究所

受益于收购后的全球市场扩张，Grindr 用户规模迅速增长。2016 年起，Grindr 将重点市场从美国和英国扩大至北美、拉美、欧洲、东南亚等国家和地区，用户规模实现高速增长，主要包括墨西哥、法国、巴西、印尼等。截至 2017 年 5 月，Grindr 在全球 196 个国家拥有超过 2,700 万注册用户，是收购前的两倍以上，其中超过 30% 的用户来自美国；日均活跃用户数从 2016 年 1 月的 200 万迅速增长至超过 350 万，结合陌陌 17 年用户粘性 DAU/MAU 为 31.6%，我们估算 Grindr 目前 MAU 超过 1,100 万。

截至 2017 年，Grindr 单用户日均登陆次数达 18 次，日均使用时长达到 54 分钟，超过 Facebook。根据 App Annie 的统计，截至 2018 年 1 月，Grindr 进入 49 个国家的社交软件 iOS 畅销榜 Top 10，其中，进入 Top 5 的有 25 个国家，并且在 3 个国家位列第一。

图 74: Grindr 注册用户及日活跃用户规模 (2016 年 1 月, 2017 年 5 月)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 75: Grindr iOS 畅销榜日排名统计

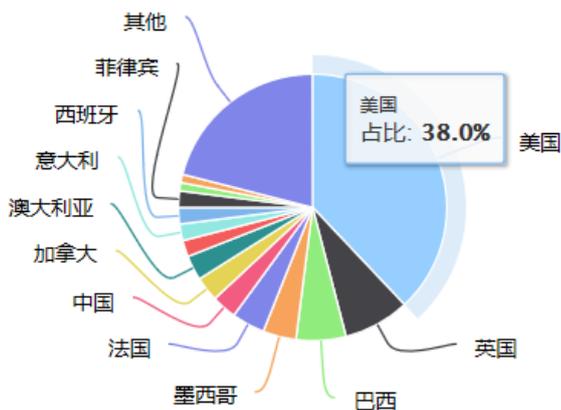
iPhone - 2018年1月30日

下载排名 | 畅销排行

	所有类别	社交
国家/地区的# 一 排名达1	0 =	3 ▲2
国家/地区的# 一 排名达5	2 ▲2	25 ▲11
国家/地区的# 一 排名达10	2 ▲1	49 ▲4
国家/地区的# 一 排名达100	43 ▲2	143 ▼2
国家/地区的# 一 排名达500	128 ▲2	148 =
国家/地区的# 一 排名达1000	139 =	148 =

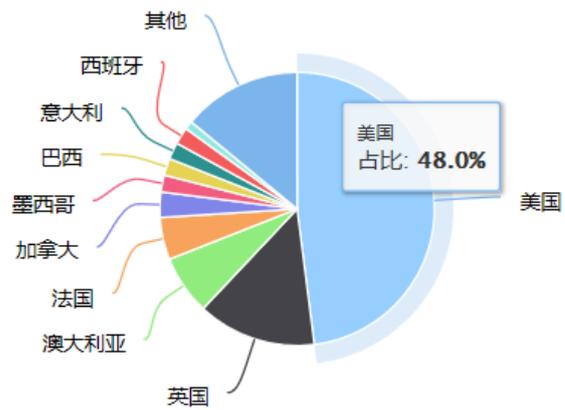
资料来源: App Annie (2018 年 1 月 30 日), 天风证券研究所

图 76: Grindr App Store 下载用户国家分布情况



资料来源: 白鲸出海 (2018 年 3 月 10 日), 天风证券研究所

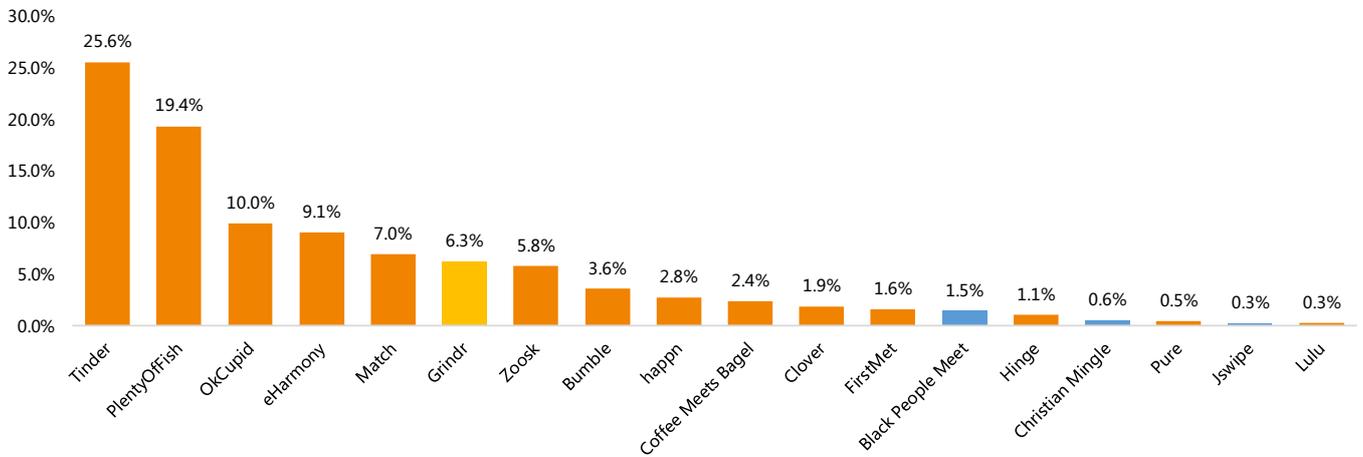
图 77: Grindr App Store 付费用户国家分布情况



资料来源: 白鲸出海 (2018 年 3 月 10 日), 天风证券研究所

具体看美国市场。从市场份额来看，Grindr 在垂直社交领域中排名第一，2016 年 4 月的市场份额为 6.3%，是美国前二十大交友软件中唯一一款同性恋社交 APP，行业地位突出；从使用时长来看，Grindr 的人均使用时长超过 Facebook，位列行业第一，体现平台用户的高粘性。

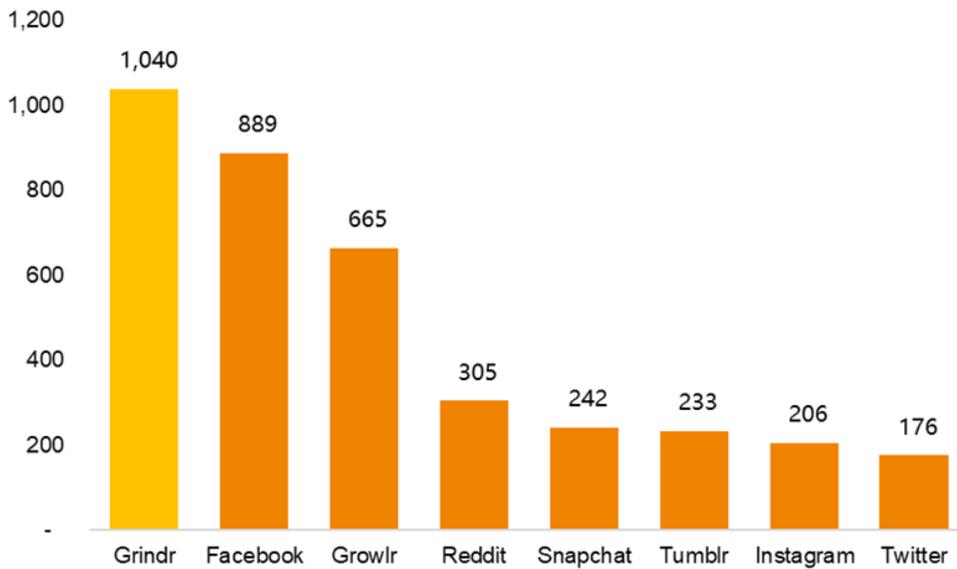
图 78：美国交友软件市场份额排名（2016 年 4 月）



资料来源：Statista，天风证券研究所

注：黄色为同性恋社交 APP，蓝色为其他垂直领域社交 APP。

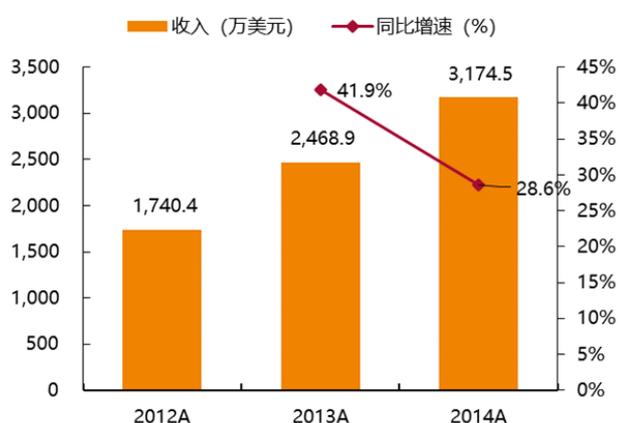
图 79：美国交友软件单用户月均使用时长排名（分钟）（3Q17A）



资料来源：Statista，天风证券研究所

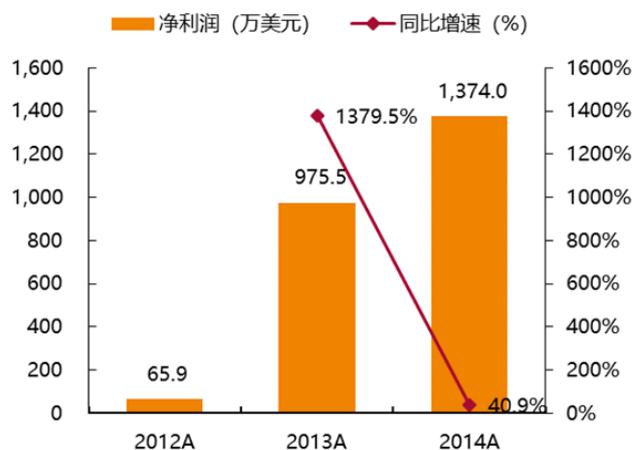
用户规模提高推动营收高速增长，净利率受市场扩张影响出现下滑。2016 年起，Grindr 以提高活跃用户规模为第一目标，不断加大市场投入，扩大全球市场的覆盖范围。2016 年 4 月并表后，公司 2016 年 4 月-12 月实现营业收入 2.86 亿元，净利润为 3,575 万元。2017 年上半年营业收入为 2.12 亿元，同比增长 124.3%，净利润为 2,213 万元，同比增长 10.4%，净利率为 10.4%，相比 2016 年下降 2.1 个百分点，主要是市场支出增加。未来随着公司强化成本及费用控制，利润率有望回升至接近收购前水平（2013-2014 年净利率均为 40%左右），业务盈利能力将得到明显提升。

图 80: Grindr 营业收入及同比增速 (2012A-2014A)



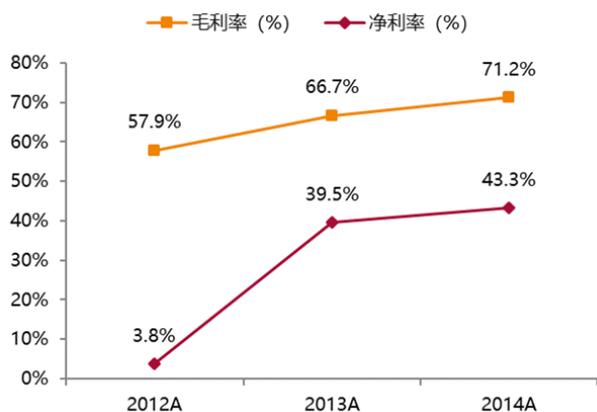
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 81: Grindr 净利润及同比增速 (2012A-2014A)



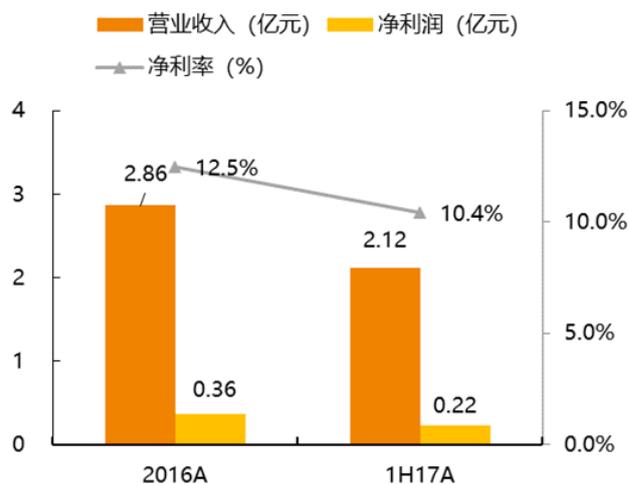
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 82: Grindr 毛利率和净利率 (2012A-2014A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 83: Grindr 营业收入、净利润及净利率 (2016A, 1H17A)



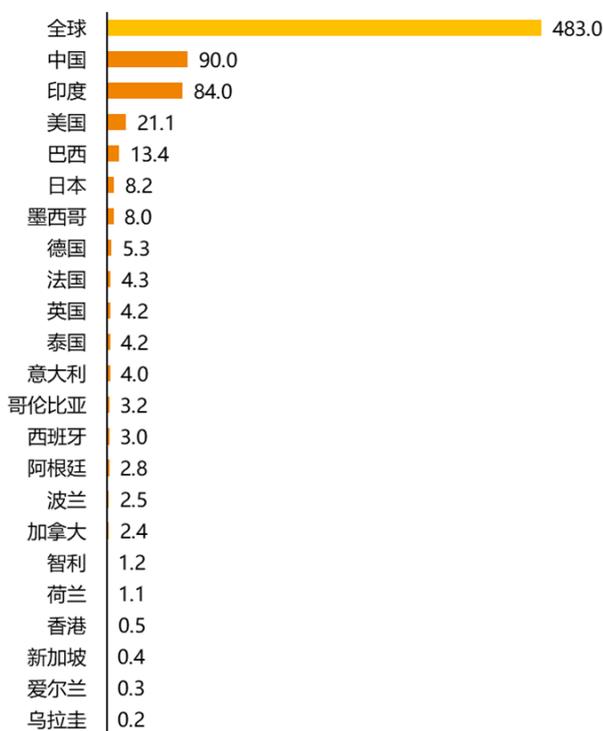
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: Grindr 自 2016 年 4 月起并表, 2016 年数据为 2016 年 4 月-12 月数据。

5.2. 行业机会：“粉红经济”市场规模可观，活跃用户提升是核心增长驱动

全球 4.8 亿 LGBT 人群蕴含广阔空间，“粉红经济”市场规模可观。粉红经济指 LGBT 群体的经济行为。根据 LGBT Capital 2016 年 5 月的测算数据，全球 LGBT 群体规模达 4.8 亿（LGBT 群体占总人口的比例为 4%-6%），其中，中国 LGBT 群体达 9,000 万，规模位列第一，印度紧随其后为 8,400 万，美国约为 2,100 万。由于 LGBT 群体普遍具有较高的消费能力，粉红经济市场规模可观，据 LGBT Capital 测算，全球粉红经济规模可达 3 万亿美元，占据全球消费市场的 5%-10%，其中，中国市场年消费能力已达到 3,000 亿美元，仅次于欧洲的 8,700 亿美元和美国的 7,500 亿美元。

图 84：全球主要国家和地区估计 LGBT 人口规模（单位：百万人）



资料来源：LGBT Capital (2016 年 5 月)，天风证券研究所

图 85：全球主要国家和地区估计 LGBT 财富规模（单位：十亿美元）



资料来源：LGBT Capital (2016 年 5 月)，天风证券研究所

Grindr 作为全球最大的同性恋社交媒体，截至 2017 年 5 月在全球范围内拥有超过 2,700 万注册用户，覆盖全球约 5.6% 的 LGBT 人群；其中，美国用户约为 810 万（以注册用户的 30% 估算），占美国 LGBT 人群的约 38%，如单独考虑男同性恋人群（Gay），则市占率更高，是美国同性恋社交领域第一。

除 Grindr 外，全球主要的男同性恋社交平台还包括 Blued 和 Hornet。由于三个平台的重点市场有所差异，如 Grindr 超过 30% 以上用户来自美国，Blued 的中国用户占 70%，Hornet 重点发展法国、俄罗斯、巴西等市场，目前竞争相对有限。从变现模式来看，国内的 Blued 除广告和会员付费外，还提供直播、大健康等服务实现多元变现；相比之下，深耕海外的 Grindr 和 Hornet 的变现方式则较单一。

图 86：全球三大男同性恋社交平台对比

产品名称	Grindr	Blued	Hornet
上线时间	2009年	2012年	2011年
重点市场	美国 (> 30%)	中国 (~70%)	法国、俄罗斯、巴西、美国、中国台湾等
注册用户 (万人)	2,700	4,000	> 2,500
日活跃用户 (万人)	350	n.a.	100
单用户使用时长 (分钟/天)	54	n.a.	> 14.3
变现模式	会员付费、广告	直播、广告、会员付费、线上娱乐、大健康等	广告、票务销售
季均收入 (亿元)	1.06	> 1.25	n.a.

资料来源：公司公告，公司官网，白鲸出海，天风证券研究所

注：Grindr 的注册用户和日活跃用户为 2017 年 5 月数据，使用时长来自公司官网，季均收入为 2017 年上半年的平均值；Blued 的注册用户为 2018 年 2 月数据，季均收入为 2016 年直播+移动营销营收平均值；Hornet 的注册用户数、DAU、单用户使用时长数据均来自公司官网。

我们认为，Grindr 的未来增长将主要来自两方面：1) 市场扩张，包括覆盖地区的扩张 (进入更多新市场，提升已有市场的份额) 和覆盖人群的扩张 (从 “G” 人群扩展到 “LGBT”，目前已实行)，实现活跃用户规模的提升，是目前驱动业绩增长的核心要素；2) 货币化能力提升，包括提高单用户带来的广告收入，以及基于市场需求推出电商、直播等功能，实现流量的多元变现。

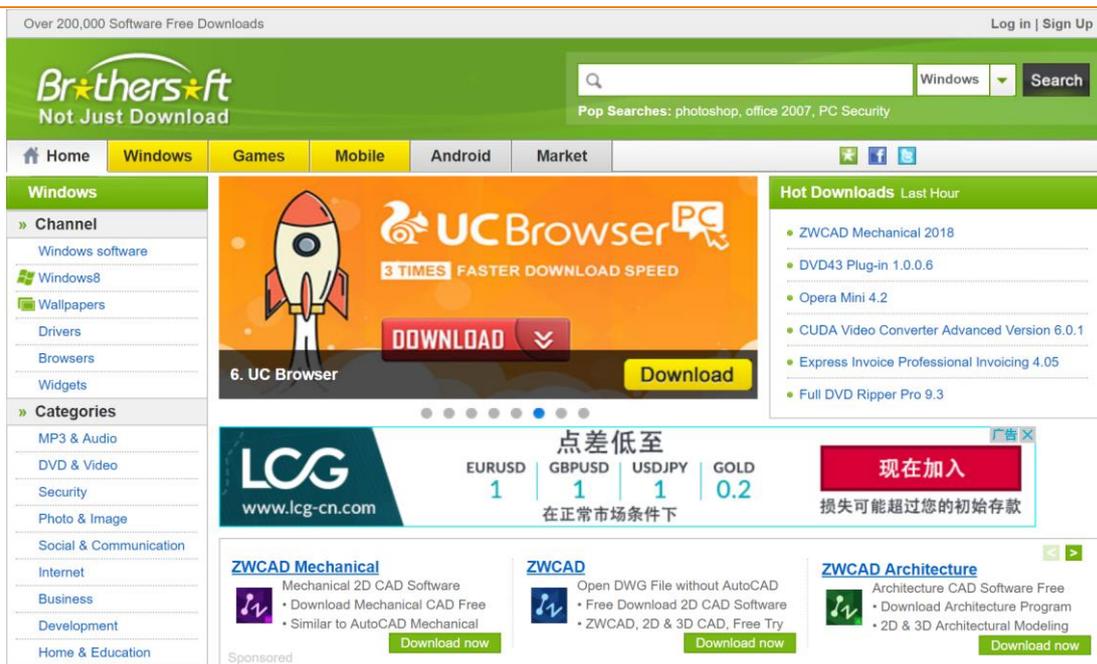
未来，随着全球人口规模增长、社会环境更加开放，以及对 LGBT 群体的认识和接纳度提升，LGBT 群体活跃规模进而粉红经济市场规模将进一步增长，为 Grindr 的未来发展带来更大空间。

6. 1Mobile: 海外互联网流量入口价值凸显，内部营销推广支持协同效应显著

公司旗下拥有 Brothersoft.com 和 1Mobile 两个海外软件应用商店。1) Brothersoft: 主要针对 PC 端用户，在东南亚及北美等地区建立了较好的品牌优势，提供英语、日语、德语、法语、西班牙语、俄语等 6 种语言服务；2) 1Mobile: 主要针对安卓系统手机用户和手机应用开发者提供手机应用发布与下载服务，主要用户分布在北美、东南亚、中东等地区，支持英语、繁体中文、韩语、日语、德语、法语等 20 种语言版本。

随着全球移动互联网渗透率持续提升，以及网民使用习惯改变，软件应用商店业务重点已从 PC 端转向移动端，1Mobile 成为公司主要的海外互联网流量入口之一。目前，1Mobile 共收录超过 160 万款软件和游戏应用，月活跃用户规模超过 1,400 万，月均分发超过 1.2 亿次。

图 87: Brothersoft 软件应用商店界面



资料来源: 公司产品, 天风证券研究所

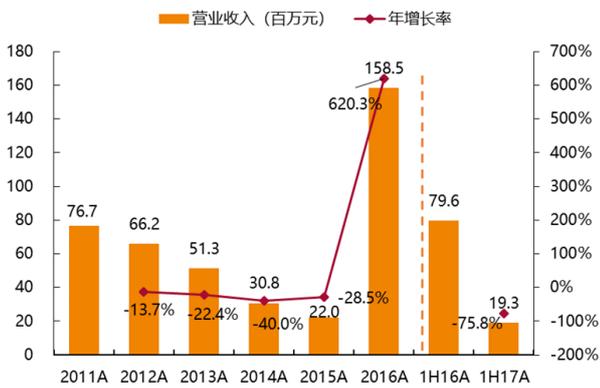
图 88: 1 Mobile 软件应用商店界面



资料来源: 公司产品, 天风证券研究所

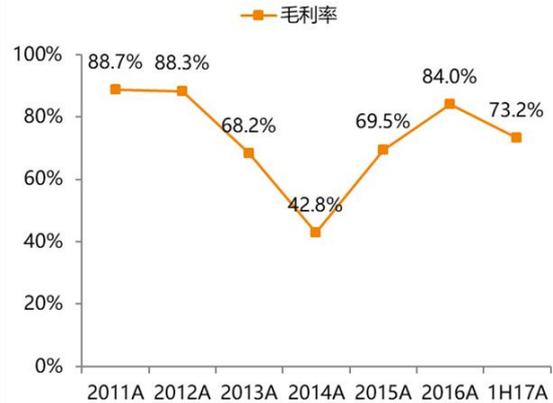
规模化广告变现驱动收入激增，毛利率逐步回归相对高位。2012-2016年，受互联网行业整体趋势影响，PC 软件市场连续走低，致使公司软件应用商店业务营收连续 4 年下降。2016 年 1Mobile 与 Facebook、Google 等超过 20 家国内外广告联盟进行合作，同时对自身广告系统进行优化，显著提升了广告变现效率，软件应用商店业务收入同比激增 620% 至 1.59 亿元，业务毛利率提升至 84%，接近历史高点，主要是毛利率较高的广告业务增长所致。

图 89：昆仑万维软件应用商店营业收入及增速（2011A-2016A, 1H16A, 1H17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 90：昆仑万维软件应用商店毛利率（2011A-2016A, 1H17A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

基于流量资源与平台效应，1Mobile 与公司产品显著协同。借助 1Mobile 的海外移动应用分发渠道优势，公司搭建起游戏推广平台，为公司移动游戏产品导入用户，减少用户获取成本。未来，随着综合互联网服务平台战略逐步深化，1Mobile 将为公司其他互联网产品如社交媒体、新闻资讯等提供营销和推广的平台，并通过系统的数据分析与整合形成专业的移动互联网应用数据库，进一步放大业务协同效应，强化公司的竞争优势。

7. 投资业务：投资为器，围绕社交与内容持续延展生态边界

以投资为器，瞄准互联网增量空间实现前瞻卡位。基于对互联网行业的前瞻理解，公司从主营的游戏出海、移动游戏，延伸到直播社交、互联网金融、亚文化领域、人工智能等领域，瞄准互联网的巨大增量空间进行投资布局，实现精准卡位。截至目前，公司已投资趣店、映客、达达、快看漫画等互联网细分领域的领先企业，投资收益成为公司利润的重要补充来源。

专设投资业务，股权投资多点开花。2016 年公司专设了投资业务，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，投资业务将更为规范化、体系化。**16 年公司取得投资收益 4.93 亿元，同比增长 210.2%，占公司营业利润的 88.4%**，主要包括处置映客 3%股权获得的 1.95 亿元，处置 yinker（银客）5%股权获得的 1.34 亿元，以及处置汇量网科 1.71%股权获得的 0.49 亿元等。

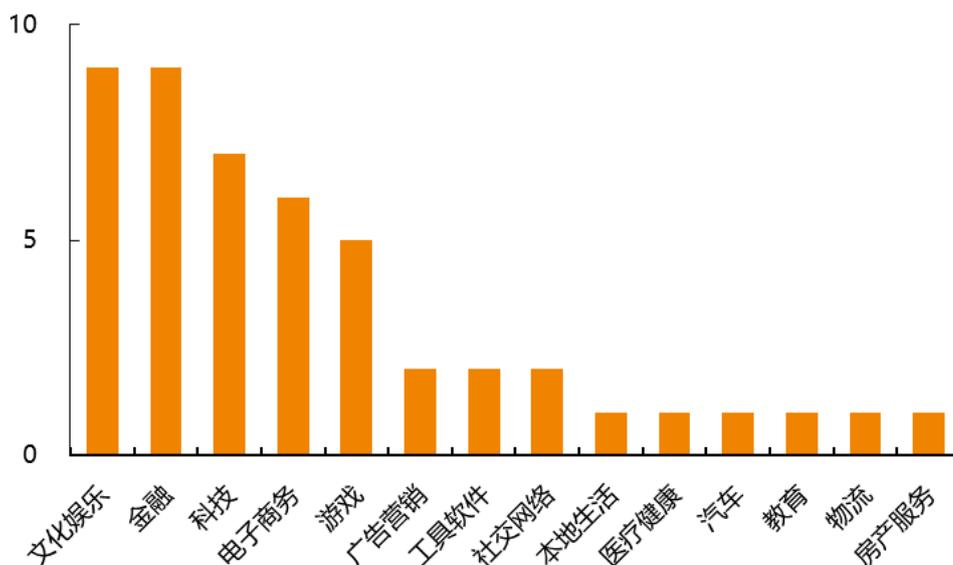
图 91：昆仑万维处置投资收益（2015A-2017A）

年份	处置项目名称	一级行业	二级行业	处置前持股比 (%)	处置后持股比 (%)	投资收益 (万元)
2015	有米科技	广告营销	移动广告	8.09	3.86	3,003.6
2015	和力辰光	文化娱乐	影视	3.00	-	1,800.0
2015	趣分期（现趣店）	金融	消费金融	4.40	2.64	11,331.1
2016	yinker	金融	借贷	20.00	15.00	13,387.8
2016	lendinvest	金融	金融服务	17.92	-	-1,355.6
2016	玩贝科技	游戏	游戏开发	30.00	-	-137.1
2016	映客	文化娱乐	视频直播	13.23	10.23	19,458.2
2016	灵趣科技	游戏	游戏开发	7.50	-	-225.0
2016	有米科技	广告营销	移动广告	2.81	0.12	2,922.8
2016	汇量网科	广告营销	移动广告	1.71	-	4,873.7
2016	蚁视科技	企业服务	VR	1.07	-	62.0
2016	睿悦信息技术	企业服务	VR	1.66	-	93.0
2016	随手科技	金融	理财服务	8.25	2.25	6,448.0
2016	趣分期（现趣店）	金融	消费金融	N.A.	N.A.	673.9
2016	昆仑数字医疗	医疗健康	数字医疗	20.00	-	838.0
2016	洋钱罐	金融	理财服务	20.00	-	5,312.6
2016	move loot	电子商务	家居家纺	16.31	-	-4,726.8
2016	珠海富海铎创信息技术创投	-	-	6.37	-	145.0
2016	东方富海创投	-	-	4.99	-	968.6
2017	信达天下	金融	金融信息化	15.00	-	1,740.2
2017	趣店	金融	消费金融	19.70	16.86	34,512.3

资料来源：公司公告，IT 桔子，天风证券研究所

从投资领域来看，公司主要集中布局文化娱乐、金融、科技、电子商务和游戏等板块，与公司主业形成联动，打造互联网生态。公司通过投资 Kunlun AI 和 Woobo 布局人工智能领域，为信息流广告、数据分析、内容分发等服务提供技术支持；徒手文化、快看漫画、新世相等内容领域投资，为公司影游联动业务培养 IP，支持内容平台战略；对直播平台映客、蜜 Live、Starme 全民快乐的投资，计划与社交平台 Grindr、游戏平台闲徕互娱等形成业务联动。

图 92: 昆仑万维投资领域项目数量 (起)



资料来源: 公司公告, IT 桔子 (截至 2018 年 3 月), 天风证券研究所

持有股权总价值近 64 亿, 投资收益具备较大弹性。公司目前仍持有的主要股权投资包括趣店 (16.86%股权, 对应估值 50.5 亿元)、映客 (10.23%股权, 对应估值 6.2 亿元, **即将赴香港 IPO, 股权有望增值**)、随手科技 (2.25%股权, 对应估值 1.4 亿元)、快看漫画 (4.11%股权, 对应估值 6,165 万元) 等。根据我们的不完全梳理, 目前公司持有的股权总价值合计接近 64 亿元, 公司投资收益具备较大弹性。

图 93: 昆仑万维持有的主要股权投资标的

被投标的	主营业务	持股比例	最新估值 (万元)	股权价值 (万元)	投资成本 (万元)	估值对应时间
趣店	互联网金融	16.86%	\$472,601	504,649	58,480	2018年3月
蜜莱坞 (映客)	直播	10.23%	606,000	61,994	5,258	2017年9月
随手科技	理财服务	2.25%	\$100,000	14,250	1,790	2017年9月
开始吧	众筹平台	6.08%	190,000	11,552	3,650	2017年8月
e保养	汽车后服务	14.60%	75,000	10,950	7,881	2016年8月
达达-京东到家	物流	1.38%	700,000	9,660	11,240	2016年4月
yinker	互联网借贷	15.00%	54,500	8,175	19,894	2017年6月
快看漫画	动漫	4.11%	150,000	6,165	1,759	2017年1月
徒子文化	动漫	20.00%	30,000	6,000	1,400	2017年9月
趣睡科技	智能家居	3.02%	80,000	2,416	2,100	2017年3月
Kunlun AI	人工智能	15.00%	\$2,000	1,900	1,959	2016年3月
淘粉吧	电商	1.24%	62,000	769	1,100	2018年3月
Woobo	人工智能	20.00%	\$400	507	525	2016年1月
如涵控股	电商	4.98%	4,219	210	5,003	2018年3月
有米科技	移动营销	0.12%	61,600	74	86	2018年3月

资料来源: 公司公告, IT 桔子, 天风证券研究所

注: 趣店最新估值为 2018 年 3 月 2 日收盘后总市值, 其余标的最新估值基于最新轮公开估值; 投资成本为与当前持股比例对应的投资成本; 汇率为 2018 年 3 月 2 日汇率。

图 94：昆仑万维投资趣店过程梳理



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 95：昆仑万维投资映客过程梳理



资料来源：公司公告，天风证券研究所

围绕社交和内容，持续延展生态边界。未来，公司还将继续聚焦互联网领域，以大数据、人工智能、新兴娱乐、社交媒体等方向为核心，围绕公司现有的“社交媒体+内容”产品矩阵，继续在内容端以及社交领域进行投资布局，持续拓展公司互联网生态。

8. 盈利预测与投资建议

8.1. 盈利预测

关键假设

- 1) 昆仑游戏自研手游上线时间和流水表现符合预期，代理手游表现稳定；
- 2) 闲徕互娱经营稳定，对房卡模式棋牌游戏的行业监管政策维持稳定，不考虑新增游戏模式和玩法等较大的产品变化，不考虑增持闲徕互娱剩余股权的可能；
- 3) Grindr 活跃用户规模稳步增长，成本控制效果符合预期；
- 4) Opera 完成业绩承诺，不考虑纳入上市公司合并报表范围的可能；
- 5) 投资收益稳定且可持续。

盈利预测

根据公司披露的业绩快报，2017 年实现营业收入 34.36 亿元，同比增长 41.7%，归母净利润 10.19 亿元，同比增长 91.7%。我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 50.56 亿元/61.63 亿元，同比增长 47.1%/21.9%，净利润分别为 13.83 亿元/16.32 亿元，同比增长 35.4%/18.0%，对应 EPS 分别为 1.20 元/1.42 元，对应 PE 分别为 22.6x/19.1x。

1) 昆仑游戏：2017 年公司仅上线 1 款自研手游，2018 年预计将上线超过 5 款自研新作，同时 18 年 2 月代理发行的《龙之谷》在中国台湾地区表现超预期，稳居 iOS 总畅销榜 Top 10、游戏畅销榜 Top 5，昆仑手游自研和代理业务均有望实现业绩反转。我们预计 2018-2019 年手游业务营收增速分别为 75%/25%，毛利率维持在 60%，主要受益于毛利率相对较高的自研手游收入增长。

2) 闲徕互娱：2018 年起，闲徕互娱在继续开拓新市场的同时，业务重点将是提升单用户收入贡献，主要通过提供满足已有用户的社交娱乐需求的更多服务和玩法。我们预计 2018-2019 年闲徕互娱的营收增速分别为 30%/20%，毛利率维持在 95%，略低于 16 年下半年的 99%，主要是取消地推模式后，新客户获取的难度和成本提升。

3) Grindr：2016 年起，Grindr 以提高活跃用户规模为第一目标，持续扩大全球市场的覆盖范围，用户规模稳定增长，同时基于平台定位的 LGBT 群体挖掘用户价值，提升变现能力。我们预计 2018-2019 年营收增速分别为 30%/20%，毛利率为 75%，略低于 17 年上半年 Grindr 收入占比达 96% 的其他产品的毛利率。

4) Opera：自 2017 年三季度起，Opera 上线信息流广告服务，平台变现能力大幅提升，实现扭亏为盈，后续随着信息流广告服务在更多国家和地区上线并取得阶段性成果，平台流量价值有望得到进一步提升。根据业绩承诺安排，Opera 将在 2018-2020 年实现净利润分别不低于 4,235 万美元/5,506 万美元/7,157 万美元，同比增速不低于 30%，预计 2018 年归母净利润超过 1 亿人民币。

8.2. 估值与投资建议

基于公司目前的商业模式及业务板块，我们采用分部估值法对公司的合理市值进行评估。

1) 游戏业务（昆仑游戏、闲徕互娱）：合理市值 200 亿

我们对游戏业务采用相对估值法。昆仑游戏预计 2018 年实现净利润 4 亿元，参照 A 股可比游戏公司 18 年平均 PE 约 20 倍，考虑公司拥有研运一体化和全球发行优势，持续自研和代理精品手游，给予 25 倍 PE，对应市值为 100 亿。

闲徕互娱预计 2018 年实现净利润 9 亿元，归母净利润 4.5 亿元。考虑闲徕在地方棋牌游戏尤其房卡模式的领先市场地位，同时休闲棋牌类游戏的生命周期较长、用户粘性较强，给予 22 倍 PE，对应市值为 100 亿。

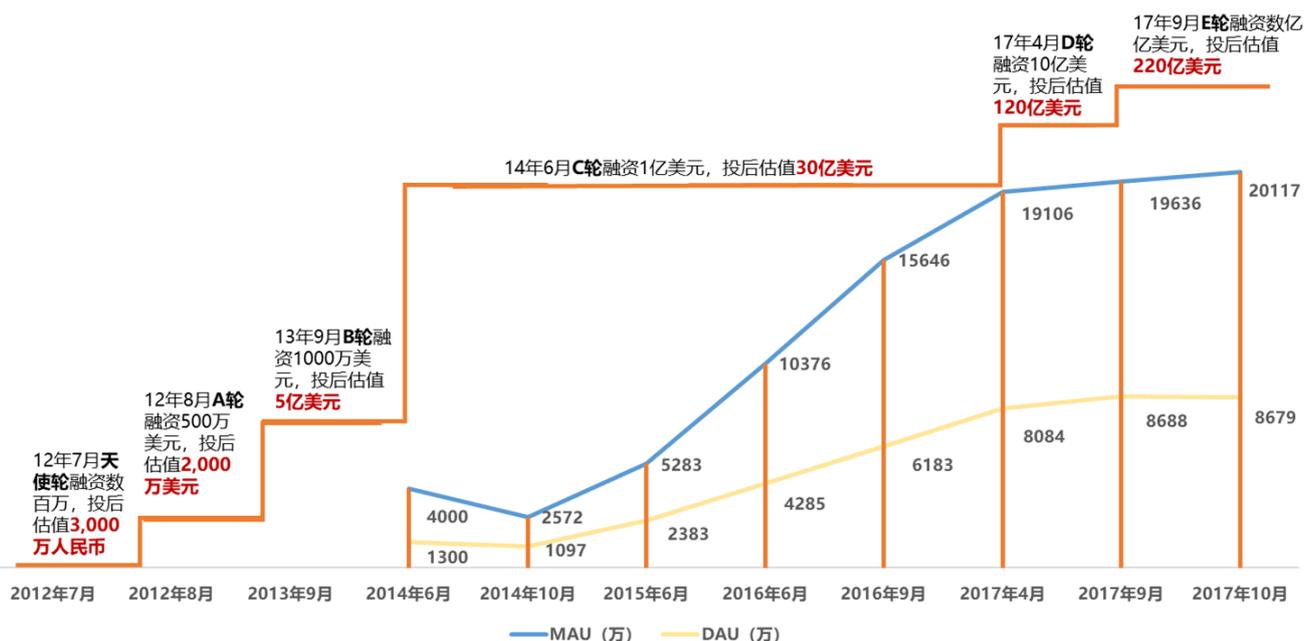
2) Opera 新闻资讯平台：合理估值 30 亿美元，公司持有 48% 股权对应 90 亿人民币

Opera 自 2017 年起陆续在美国、印度、印尼、俄罗斯、南非、尼日利亚等地上线信息流服务 Opera News，由浏览器升级为新闻资讯平台，并于 2017 年三季度上线信息流广告进行变现。截至 2017 年 11 月，Opera News 的月活跃用户已达到近 1 亿，单用户日均使用时长约 40 分钟（vs. 今日头条 17 年单用户日均使用时长 73 分钟）。

对照今日头条的历史用户规模与估值变化。今日头条在 2014 年 6 月获得 C 轮融资，投后估值达到 30 亿美元，彼时拥有 4,000 万月度活跃用户，尚未进行大规模变现；2017 年 4 月完成 D 轮融资，投后估值达 120 亿美元，拥有接近 2 亿 MAU。从单用户估值来看，在今日头条平台用户快速增长阶段，每个 MAU 的价值约为 60 美元。

考虑所处市场经济发展水平差距（Opera News 优势市场主要为非洲和印度，17 年南非人均 GDP 约为中国的 70%，尼日利亚约为中国的 25%，印度约为中国的 20%），给予 Opera News 每 MAU 价值 30 美元，即为今日头条用户快速积累期的单用户价值的一半。目前 Opera News 拥有接近 1 亿 MAU，平台整体估值约为 30 亿美元，其中上市公司持股 48% 对应 14.4 亿美元，约合 90 亿人民币。未来随着非洲、印度等市场经济加速增长，定位“海外今日头条”的 Opera News 估值水平有望得到大幅提升。

图 96：今日头条历史融资里程碑及相应活跃用户规模。



资料来源：IT 桔子，QuestMobile，天风证券研究所

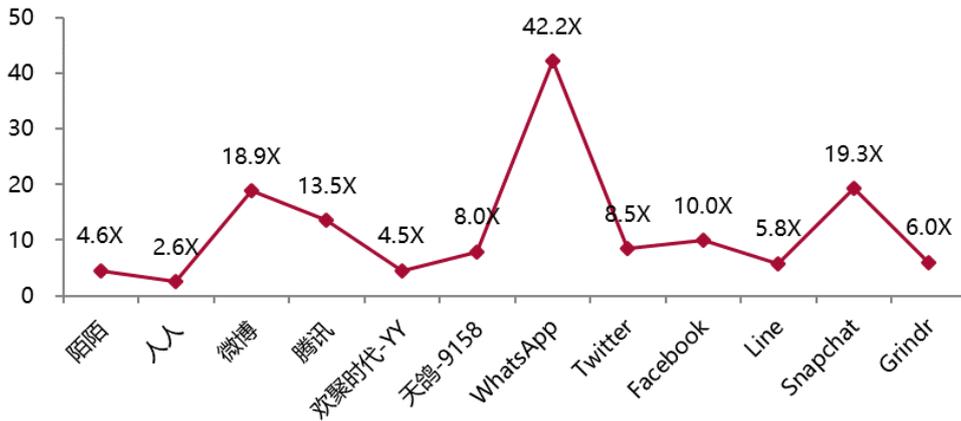
3) Grindr 垂直领域社交网络平台：合理估值 75 亿

基于 2017 年 7 月公司增持 Grindr 剩余 38.47% 股权交易对价 1.52 亿美元，Grindr 的最新估值为 3.95 亿美元（约合 25 亿人民币），折合每活跃用户价值 35.9 美元（Grindr 16 年 2 月 MAU 为 800 万，17 年 5 月 DAU 超过 350 万，结合陌陌 17 年用户粘性 DAU/MAU 为 31.6%，我们估算 Grindr 目前 MAU 超过 1,100 万），是陌陌的 52.3%，Facebook 的 14.8%。从变现能力来看，Grindr 的单用户季度收入为 1.5 美元，是陌陌的 39.6%，Facebook 的 24.4%。折算单用户静态 P/S 来看，Grindr 的单用户估值为 6.0x，与 Line（5.8x）接近，低于 Facebook（10.0x）。

考虑到 Grindr：1) 用户粘性强，日均使用时长达 54 分钟，超过 Facebook；**2) 用户质量高**，美国用户占比超过 30%，且 LGBT 群体消费能力较高，会员费收入占 66% 体现较高付费能力；**3) 用户年轻化**，根据官网，75% 的用户为 Z 世代和千禧一代，相比 Snapchat 18-24 岁用户 16 年 6 月占比为 70%。

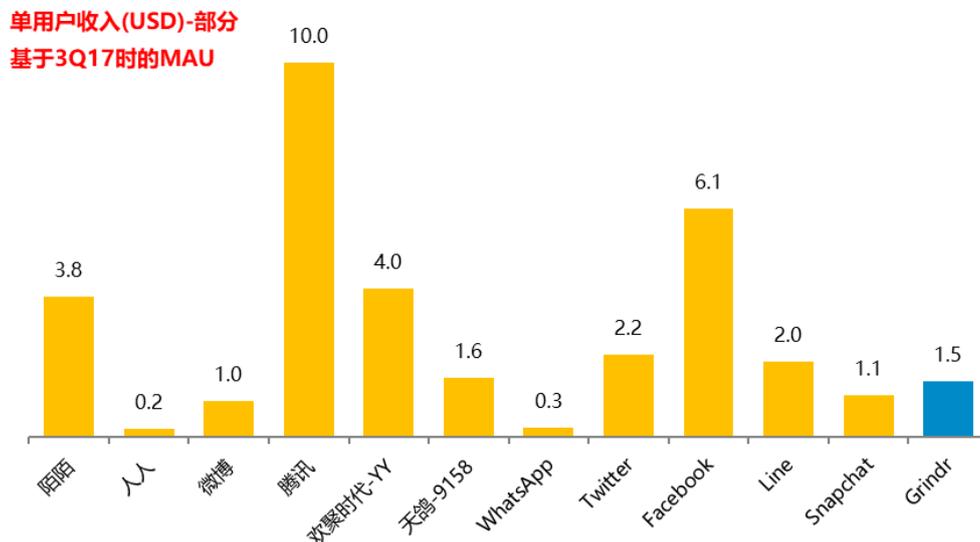
我们预计 2018 年 Grindr 将实现收入 8,000 万美元。参照 Snapchat 的单用户估值 19.3x，考虑 Grindr 是全球最大的同性恋社交平台，在垂直领域社交龙头地位稳固，给予 15x P/S，对应合理估值为 75 亿人民币。未来随着 Grindr 针对高粘性、高价值、年轻化的 LGBT 用户进行更多元、深度的变现，平台估值有望得到进一步提升。

图 97：全球社交网络公司 P/S 对比（基于年化收入测算）



资料来源：Bloomberg（2018 年 3 月 4 日），Statista，公司公告，天风证券研究所

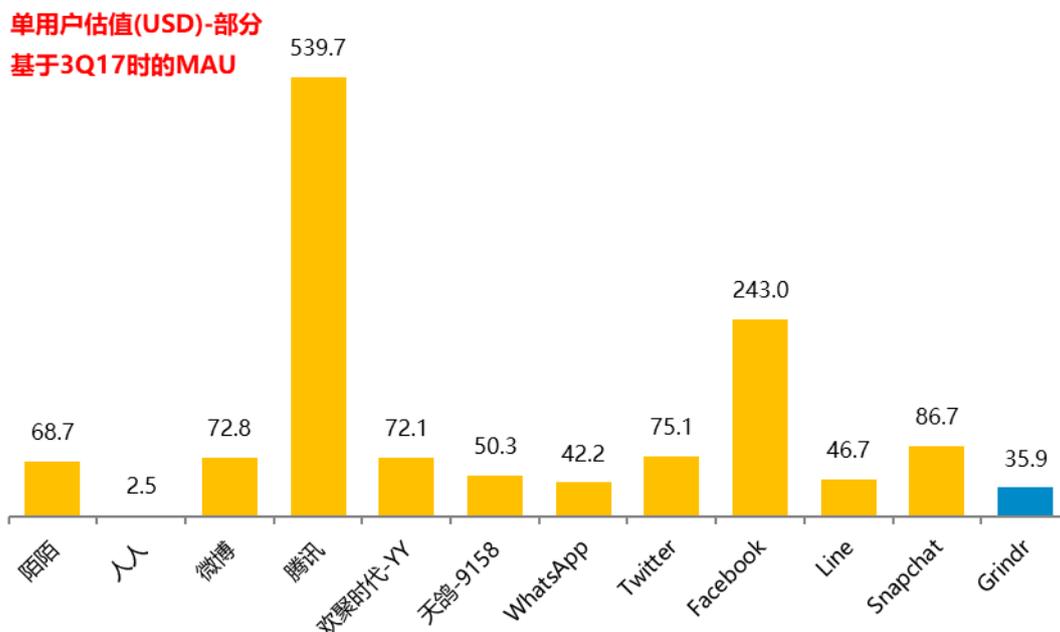
图 98：全球社交网络公司单用户收入对比（4Q17A）



资料来源：Bloomberg（2018 年 3 月 4 日），Statista，公司公告，天风证券研究所

注：Facebook、Twitter、Line、微博使用的是 4Q17 数据；腾讯、陌陌、YY、天鸽使用的是 3Q17 数据；人人使用的是 3Q17 的收入以及独立访客数(Monthly Unique Log-in Users)；WhatsApp 基本没有商业化，仅每年收取 1 美元的使用费；Snapchat 使用的是 4Q17 的收入，MAU 基于 Statista；Grindr 使用 1H17 季均收入以及我们估算的 MAU 1,100 万。

图 99：全球社交网络公司单用户估值对比（4Q17A）



资料来源：Bloomberg（2018 年 3 月 4 日），Statista，公司公告，天风证券研究所

注：Facebook、Twitter、Line、微博使用的是 4Q17 数据；腾讯、陌陌、YY、天鸽使用的是 3Q17 数据；人人使用的是 3Q17 独立访客数(Monthly Unique Log-in Users)；WhatsApp 基于 2014 年 2 月 Facebook 收购价 190 亿美元和当时 MAU 4.5 亿计算；Snapchat 的 MAU 基于 Statista；Grindr 使用 17 年 7 月增持交易对应估值 3.95 亿美元以及我们估算的 MAU 1,100 万。

4) 股权投资业务：合理估值 64-75 亿

我们采用两种方式对公司的投资业务进行估值：（1）基于公司目前主要持有的股权投资的最新估值，计算得出投资业务总价值至少近 64 亿，其中趣店的 16.86%股权对应市值 50.5 亿元，映客的 10.23%股权对应估值 6.2 亿元；（2）公司于 2016 年专设了投资业务，预期未来股权投资收益的稳定性和可持续性将得到明显提升，我们预计 2018 年实现投资收益 5 亿，给予 15 倍 PE，对应估值为 75 亿。

投资建议：基于分部估值结果，同时考虑中长期 Opera 基于先发优势和 AI 及大数据技术优势，有望在非洲、印度等新兴市场打造“海外今日头条”带来平台价值重估，综合给予公司 6 个月目标市值 430 亿，对应目标价 37.33 元，首次给予“买入”评级。

风险提示：行业政策监管从严，业务管控趋严，海外竞争风险，减持风险，汇率波动风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,047.81	1,076.39	851.32	2,539.88	4,739.63
应收账款	529.04	733.26	714.83	1,642.08	1,250.81
预付账款	211.46	206.70	127.45	401.50	222.94
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	71.49	45.43	41.85	52.92	46.73
流动资产合计	1,859.80	2,061.77	1,735.45	4,636.38	6,260.11
长期股权投资	581.55	1,327.32	1,331.10	1,331.10	1,331.10
固定资产	25.27	25.95	23.35	8.50	0.68
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	12.47	36.35	211.54	119.20	26.87
其他	1,409.38	2,854.66	2,628.95	2,651.98	2,678.22
非流动资产合计	2,028.68	4,244.28	4,194.94	4,110.79	4,036.87
资产总计	3,888.48	6,306.05	5,930.39	8,747.17	10,296.98
短期借款	247.82	982.90	0.00	0.00	0.00
应付账款	702.03	995.52	340.99	1,285.24	717.16
其他	233.53	404.60	470.15	635.65	713.03
流动负债合计	1,183.38	2,383.03	811.14	1,920.89	1,430.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	719.64	239.88	319.84	426.45
其他	25.08	22.34	16.86	21.43	20.21
非流动负债合计	25.08	741.99	256.74	341.27	446.67
负债合计	1,208.47	3,125.01	1,067.89	2,262.16	1,876.86
少数股东权益	0.00	29.01	81.20	673.92	1,373.55
股本	1,127.23	1,126.87	1,151.95	1,151.95	1,151.95
资本公积	873.31	952.04	1,463.80	1,463.80	1,463.80
留存收益	1,854.71	2,346.61	3,629.35	4,659.14	5,894.63
其他	(1,175.24)	(1,273.48)	(1,463.80)	(1,463.80)	(1,463.80)
股东权益合计	2,680.02	3,181.04	4,862.50	6,485.01	8,420.13
负债和股东权益总	3,888.48	6,306.05	5,930.39	8,747.17	10,296.98

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	405.29	545.25	1,021.40	1,383.01	1,632.48
折旧摊销	80.23	105.94	107.19	107.19	100.16
财务费用	(69.81)	62.64	26.79	32.15	38.00
投资损失	(158.79)	(492.61)	(317.13)	(472.84)	(457.53)
营运资金变动	(260.81)	(153.25)	(243.72)	(127.08)	52.67
其它	196.06	289.15	437.74	592.72	699.63
经营活动现金流	192.15	357.12	1,032.27	1,515.13	2,065.40
资本支出	569.10	1,369.14	285.26	(4.57)	1.22
长期投资	581.55	745.76	3.79	0.00	0.00
其他	(2,794.98)	(4,071.44)	(251.70)	477.41	456.31
投资活动现金流	(1,644.33)	(1,956.53)	37.35	472.84	457.53
债权融资	247.82	1,702.54	239.88	319.84	426.45
股权融资	1,416.57	49.29	849.45	(8.22)	(8.87)
其他	55.00	(103.83)	(2,384.01)	(611.05)	(740.76)
筹资活动现金流	1,719.40	1,648.00	(1,294.68)	(299.42)	(323.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	267.22	48.59	(225.06)	1,688.55	2,199.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,789.14	2,424.67	3,436.37	5,056.24	6,163.17
营业成本	698.62	1,139.91	762.95	1,229.93	1,517.03
营业税金及附加	4.89	4.04	7.41	11.05	12.34
营业费用	682.28	638.90	887.06	1,395.50	1,638.65
管理费用	230.78	443.52	513.77	767.57	951.67
财务费用	(75.41)	55.05	26.79	32.15	38.00
资产减值损失	4.22	78.48	33.81	38.84	35.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	158.79	492.61	317.13	472.84	457.53
其他	(317.59)	(985.22)	(634.26)	(945.69)	(915.06)
营业利润	402.55	557.37	1,521.71	2,054.05	2,427.64
营业外收入	14.45	13.40	11.60	13.15	12.72
营业外支出	1.04	1.37	9.56	3.99	4.98
利润总额	415.96	569.39	1,523.75	2,063.21	2,435.38
所得税	10.67	24.14	64.61	87.49	103.27
净利润	405.29	545.25	1,459.14	1,975.73	2,332.11
少数股东损益	0.00	13.75	437.74	592.72	699.63
归属于母公司净利润	405.29	531.50	1,021.40	1,383.01	1,632.48
每股收益(元)	0.35	0.46	0.89	1.20	1.42

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-7.50%	35.52%	41.73%	47.14%	21.89%
营业利润	24.43%	38.46%	173.02%	34.98%	18.19%
归属于母公司净利润	24.18%	31.14%	92.17%	35.40%	18.04%
获利能力					
毛利率	60.95%	52.99%	77.80%	75.68%	75.39%
净利率	22.65%	21.92%	29.72%	27.35%	26.49%
ROE	15.12%	16.86%	21.36%	23.80%	23.17%
ROIC	2233.89%	124.61%	96.85%	90.94%	107.92%
偿债能力					
资产负债率	31.08%	49.56%	18.01%	25.86%	18.23%
净负债率	-9.27%	-2.74%	7.12%	-0.36%	-7.10%
流动比率	1.57	0.87	2.14	2.41	4.38
速动比率	1.57	0.87	2.14	2.41	4.38
营运能力					
应收账款周转率	4.38	3.84	4.75	4.29	4.26
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.67	0.48	0.56	0.69	0.65
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.46	0.89	1.20	1.42
每股经营现金流	0.17	0.31	0.90	1.32	1.79
每股净资产	2.33	2.74	4.15	5.04	6.12
估值比率					
市盈率	77.03	58.74	30.56	22.57	19.12
市净率	11.65	9.90	6.53	5.37	4.43
EV/EBITDA	126.99	36.06	17.29	12.58	10.20
EV/EBIT	134.18	37.10	18.49	13.23	10.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com