

领先的综合型互联网龙头

投资要点

- **公司是平台化发展的互联网企业。**公司主营游戏研发与发行、休闲娱乐平台运营和社交娱乐平台运营业务,是国内领先的具有大规模平台实力、业务版图延伸至海外的平台化互联网企业,拥有大量的产业资源和良好的发展前景。
- **游戏业务:海外基因深厚,期待新游表现。**公司在游戏行业耕耘多年,积累了坚实的用户基础和丰富的海外发行经验,在海外市场表现瞩目。公司手握大量的储备游戏资源,游戏制作精美,有望成为市场爆款,持续为公司输送业绩。
- **平台化转型,综合实力雄厚。**依托出众的资本实力和投资能力,公司向平台化转型,逐步构建起多业务、多平台的架构。

闲徕互娱:公司的休闲娱乐平台闲徕互娱对准3-6线城市的中青年人群,以线下真实社交关系作为纽带,具备较强竞争壁垒,平台累计注册用户已达5000万人次。

Grindr:公司通过Grindr这一LGBT人群的社交网络平台,抢先占领这一细分人群的流量入口,这一平台面向欧美地区,是公司目前的主要收入来源,未来有望登陆美股,发展潜力巨大。

Opera:公司借助Opera这一老牌浏览器,辅以AI等前沿技术,成功占据了非洲及东南亚用户的主要流量通道,实现高营收高利润。公司同时上线了定制新闻和短视频业务,成功实现了用户的爆发式增长,随着用户规模的进一步提升,Opera业绩有望实现跨越式发展。

投资平台:公司实际控制人周亚辉先生拥有独到的投资眼光,投资版图贯穿各行业,为公司创造了高额投资收益,一方面补充了公司的现金流,另一方面为公司的平台化发展奠定基础。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.13元、1.30元、1.44元,未来3年归母净利润复合增速为18%。公司是领先的综合型互联网企业,平台属性凸显,给予2019年18倍估值,对应股价为20.34元/股,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**产业政策变动的风险,市场竞争加剧的风险,新游上线或不及预期的风险,商誉减值风险。

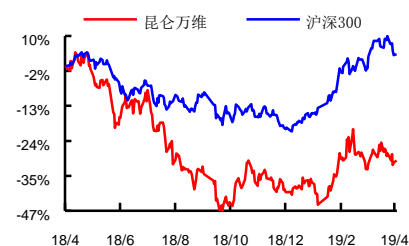
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3577.18	4111.83	4605.44	5048.94
增长率	4.10%	14.95%	12.00%	9.63%
归属母公司净利润(百万元)	1006.05	1299.55	1503.16	1659.30
增长率	0.74%	29.17%	15.67%	10.39%
每股收益EPS(元)	0.87	1.13	1.30	1.44
净资产收益率ROE	28.17%	30.60%	27.27%	23.74%
PE	17	13	12	10
PB	3.37	3.25	2.64	2.18

数据来源:Wind,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:刘言
执业证号:S1250515070002
电话:023-67791663
邮箱:liuyan@swsc.com.cn
联系人:杭爱
电话:010-57758568
邮箱:ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.52
流通A股(亿股)	6.23
52周内股价区间(元)	11.57-22.75
总市值(亿元)	173.71
总资产(亿元)	97.59
每股净资产(元)	5.15

相关研究

目 录

1 公司概况：平台化发展的综合性互联网公司	1
2 游戏业务：老牌大厂，海外发力	3
2.1 公司高管：业务经验丰富，投资眼光独到	3
2.2 游戏战略：精品化加系列化研运，乘势出海红利	3
2.3 精品游戏成绩喜人，期待新游上线表现	6
3 平台化转型：抓住细分市场，持续扩张版图	9
3.1 闲徕互娱：聚焦棋牌品类，渗透二三线市场	9
3.2 Grindr：专注 LGBT 人群，占据流量入口	11
3.3 Opera:新兴市场释放增长红利，用户规模显著扩大	11
3.4 投资收益：利润增长与战略价值并重	13
4 财务分析	14
4.1 盈利能力分析	14
4.2 偿债能力分析	14
4.3 费用分析	15
5 盈利预测与估值	16
6 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司业务范围一览	1
图 2: 公司股权结构一览	1
图 3: 公司营收及增速情况	2
图 4: 公司归母净利润及增速情况	2
图 5: 2018 年公司营收占比情况	2
图 6: 2018 年公司毛利占比情况	2
图 7: 全球游戏市场份额	3
图 8: 全球移动游戏市场规模	3
图 9: 2018 年日本和韩国移动游戏市场规模	4
图 10: 东南亚移动游戏市场规模	4
图 11: 网络游戏平台用户数量	5
图 12: 《Moments: Choose your story》游戏画面	6
图 13: 《龙之谷 M》游戏画面	7
图 14: 《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》游戏画面	7
图 15: 《神魔圣域》游戏画面	8
图 16: 《Seal 希望: 新世界》游戏画面	8
图 17: 《洛奇》游戏画面	9
图 18: 《洛奇》游戏画面	9
图 19: 2016 年中国地方特色棋牌游戏市场及用户规模	9
图 20: 全国棋牌游戏市场收入	9
图 21: 2016 年中国地方特色棋牌游戏市场及用户规模	10
图 22: 全国棋牌游戏市场收入	10
图 23: 2017 年中国地方特色棋牌游戏用户年龄分布	10
图 24: 2017 年中国地方特色棋牌游戏用户 TGI 分布	10
图 25: Grindr App	11
图 26: Grindr App	11
图 27: Opera 产品矩阵	12
图 28: Opera 平均月活跃用户	12
图 29: 2017 年非洲地区互联网用户规模及渗透率	12
图 30: 2017 年非洲地区互联网规模增长情况	12
图 31: Opera News App MAU	13
图 32: 图 36: Opera News App	13
图 33: Opera 营业收入	13
图 34: Opera 分业务营业收入 (百万美元)	13
图 35: 公司近年投资收益	14
图 36: 公司资产负债率	15
图 37: 公司流动比率和速动比率	15
图 38: 公司总资产、营业收入和营业利润(亿元)	15
图 39: 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用 (亿元)	15

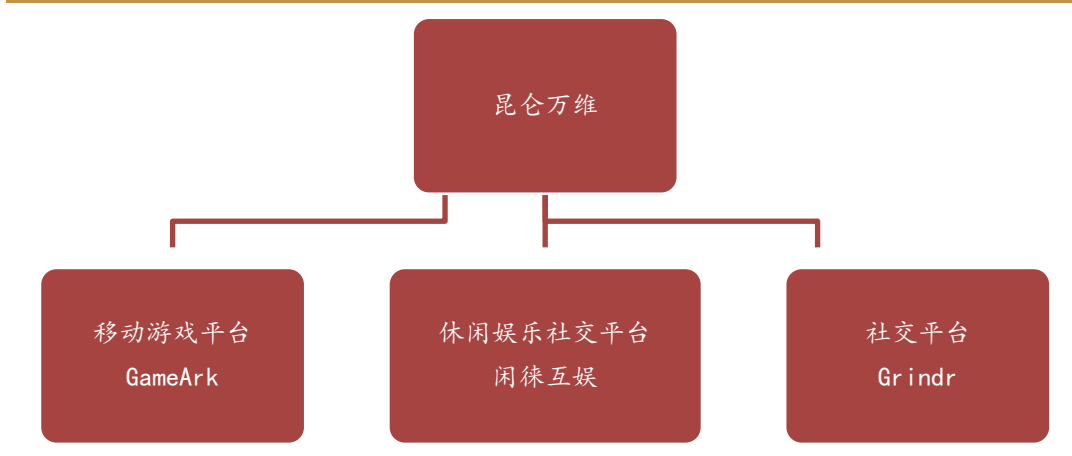
表 目 录

表 1: 公司主要网页游戏海外发行情况	4
表 2: 公司主要移动游戏海外发行情况	4
表 3: 公司主要页游作品在线人数整理	5
表 4: 周亚辉投资一览	14
表 5: 分业务收入及毛利率	16
附表: 财务预测与估值	17

1 公司概况：平台化发展的综合性互联网公司

北京昆仑万维科技股份有限公司位于北京市，成立于 2008 年，成立初期主要业务集中于网页游戏的研发、运营和全球发行，后将业务拓展到移动网络游戏和客户端游戏领域。公司目前已拥有移动游戏平台、休闲娱乐社交平台、社交平台等业务板块，是一家拥有游戏研发能力、综合运营能力、多元化变现能力和板块协同效应的综合性互联网公司。

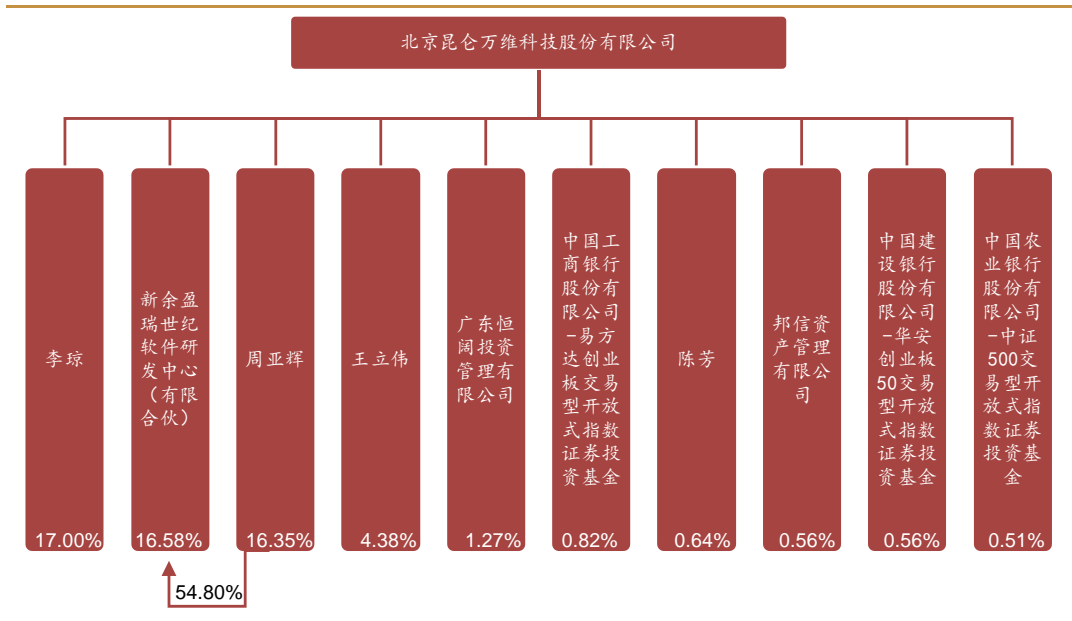
图 1：公司业务范围一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

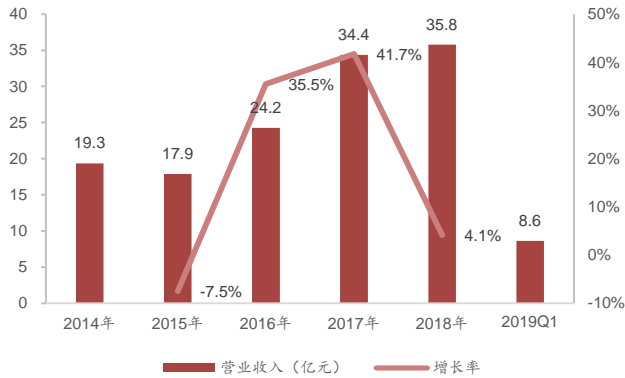
公司股权结构：公司实际控制人为周亚辉，直接持有公司 16.35% 股份，并通过新余盈瑞世纪软件研发中心（有限合伙）实现对上市公司的控股。李琼持股 17%，其他重要股东多为机构投资者。公司股权较为稳定，周亚辉为昆仑万维董事长兼总经理，管理层对公司的掌控度高，具有较高的决策和执行效率。

图 2：公司股权结构一览

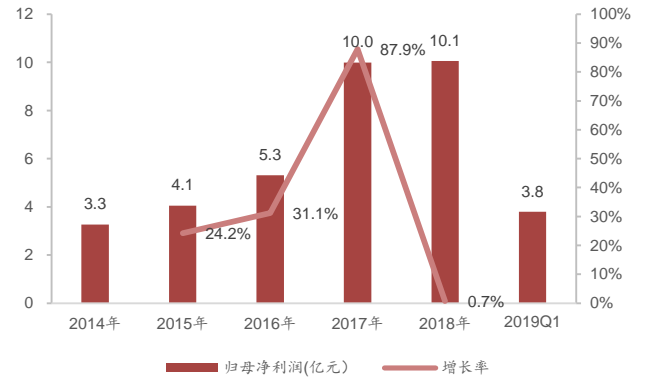


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：公司是一家多业务、多平台协同发展的综合性互联网公司，近年业绩保持较快增长。2018年，公司实现营收35.8亿元，较上一年度增长4.1%，归母净利润10.1亿元，同比增长0.7%。2019年第一季度，公司实现营业收入8.6亿元，同比下降2.8%，实现归母净利润3.8亿元，同比大幅增长91.3%。

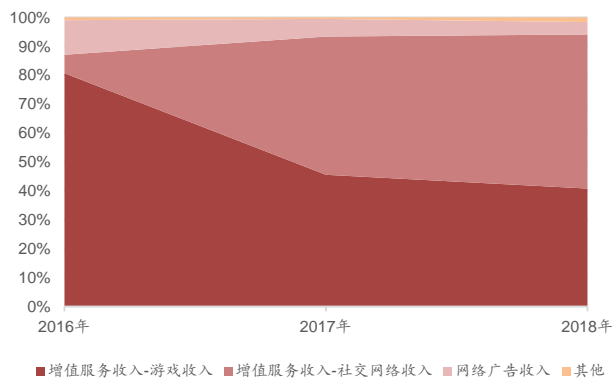
图3：公司营收及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

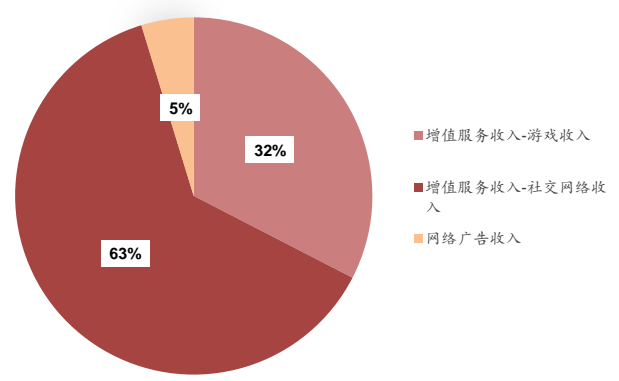
图4：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司主营游戏研运、休闲平台和社交软件的运营，主要收入来自于游戏收入、会员费及广告等增值收入。与过往相比，公司社交网络营收占比显著提升，游戏收入的比重相应有所下降，营收结构更加均衡。得益于较高的毛利率，社交网络收入实现的毛利润占公司毛利润达63%，游戏收入创造毛利润占比为32%，对公司的毛利贡献居于次席，网络广告收入占比5%，社交网络成为了公司主要的利润来源。

图5：2018年公司营收占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图6：2018年公司毛利占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 游戏业务：老牌大厂，海外发力

2.1 公司高管：业务经验丰富，投资眼光独到

公司高管的教育背景出众，专业性强，从业多年，对市场的理解更透彻，能较为准确地把握用户需求。在公司不断扩张企业版图的发展道路上，公司高层有能力规划科学合理的战略路径。

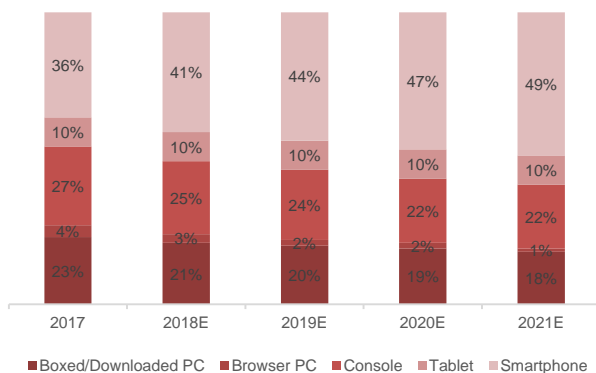
- **周亚辉**，清华大学精密仪器系毕业，硕士学历，为公司创始人。曾任北京火神互动网络科技有限公司经理，负责公司整体运营；千橡世纪科技发展（北京）有限公司总监，负责新业务拓展；北京基耐特互联科技发展有限公司经理，负责公司总体规划。2008年3月进入北京昆仑万维科技有限公司。现任公司董事长、总经理。
- **王立伟**，天津理工大学计算机科学与工程专业毕业，曾任北京基耐特互联科技发展有限公司监事职务，负责行政人事管理；2008年3月加入北京昆仑万维科技有限公司，负责互联网事业部的管理工作。现任公司董事、副总经理、财务负责人。
- **毛抗军**，安徽理工大学矿物加工工程专业，本科学历。曾任职于浙江天宇信息技术有限公司，新浪网(北京)信息技术有限公司，北京捷报互动科技有限公司，现任本公司平台部负责人。
- **孙骞**，天津大学计算机专业，本科学历。曾任职于北京基耐特互联科技发展有限公司，任职高级产品经理；2008年3月加入北京昆仑万维科技有限公司，历任高级运营经理、产品总监等职务。现任公司项目总监，兼任公司监事会监事。

2.2 游戏战略：精品化加系列化研运，乘势出海红利

2.2.1 游戏出海红利延续，继续开拓海外版图

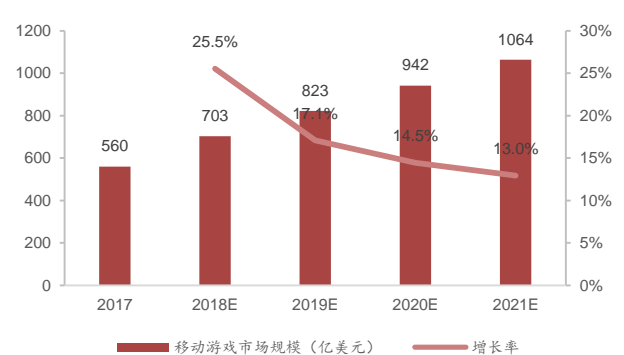
海外手游市场发展迅速。过去几年全球游戏市场快速增长，其中移动游戏市场增速为所有细分市场中最快。根据 Newzoo 的预测，至 2021 年，移动游戏将占据全球游戏市场的 49%，规模将会达到 1064 亿美元，同比增速将持续保持在 10% 以上。国内游戏市场竞争愈发激烈，经营发展存在不确定性，极具增长潜力的海外市场将成为国内游戏企业重要战略选择。

图 7：全球游戏市场份额



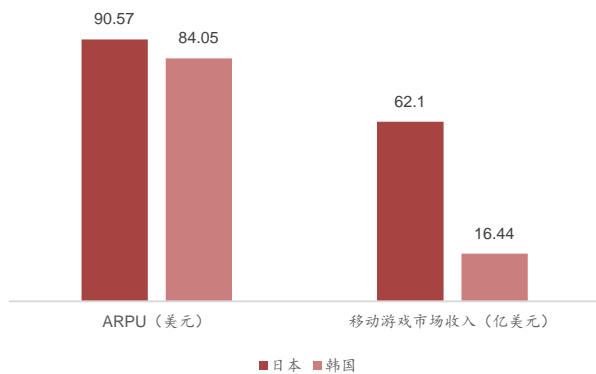
数据来源：Newzoo，西南证券整理

图 8：全球移动游戏市场规模

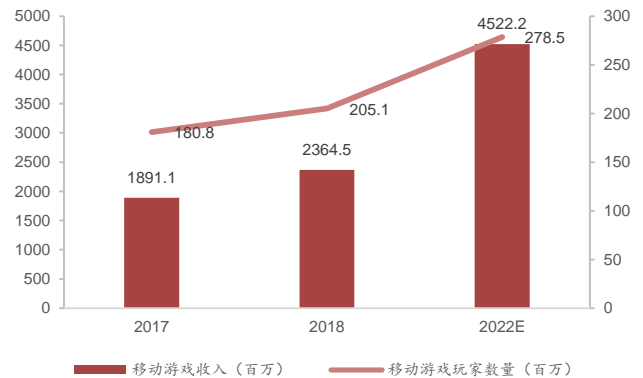


数据来源：Newzoo，西南证券整理

亚洲市场规模巨大。亚洲市场因地理位置相近、文化共同点多、审美观相似等要素成为我国游戏厂商出海的首选。公司深度耕耘的东亚及东南亚市场规模巨大，2018 年预计日本移动游戏市场规模将会达到 62.1 亿美元，韩国游戏市场规模达到 16.4 亿美元，东南亚移动游戏市场收入达到 23.6 亿美元。韩国和日本游戏市场一直处于世界前列，市场教育已经完成，玩家付费意愿高，日本和韩国移动游戏用户 ARPU 值分别为 90.57 美元和 84.05 美元。

图 9：2018 年日本和韩国移动游戏市场规模


数据来源：Mintel, Game Analytics, 西南证券整理

图 10：东南亚移动游戏市场规模


数据来源：Mintel, Game Analytics, 西南证券整理

公司具有海外基因。海外市场始终是公司战略布局重要的一环，公司在页游时期已成功运营和代理了多款中国游戏的海外发行业务。海外游戏市场整体环境迥异于国内，对公司的渠道资源、当地人才资源、营销手段提出了较高要求，具有较高的竞争壁垒。公司的页游发行业务涉及多个地区、多种语言，积累了大量的本土化人才和战略经验，在海外市场开拓打下了深厚基础。

表 1：公司主要网页游戏海外发行情况

游戏名称	游戏来源	繁体中文版	英语版	日语版	韩语版	东南亚语言版	欧语版
《三国风云》	自主研发	√	√	√		√	√
《三国风云 2》	自主研发	√		√	√	√	
《千军破》	自主研发	√	√	√	√	√	
《千军破 2》	自主研发	√					
《武侠风云》	自主研发	√					
《绝代双骄》	自主研发	√			√	√	
《仙境幻想》	自主研发	√	√	√	√	√	√
《傲视天地》	代理运营	√	√	√	√	√	

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司主要移动游戏海外发行情况

游戏名称	游戏来源	繁体中文版	英语版	日语版	韩语版	东南亚语言版	欧语版
《风云三国》	代理运营	√	√	√	√	√	
《武侠 Q 传》	代理运营	√			√	√	
《英雄战魂》	代理运营			√	√	√	√
《忘仙》	代理运营	√			√		

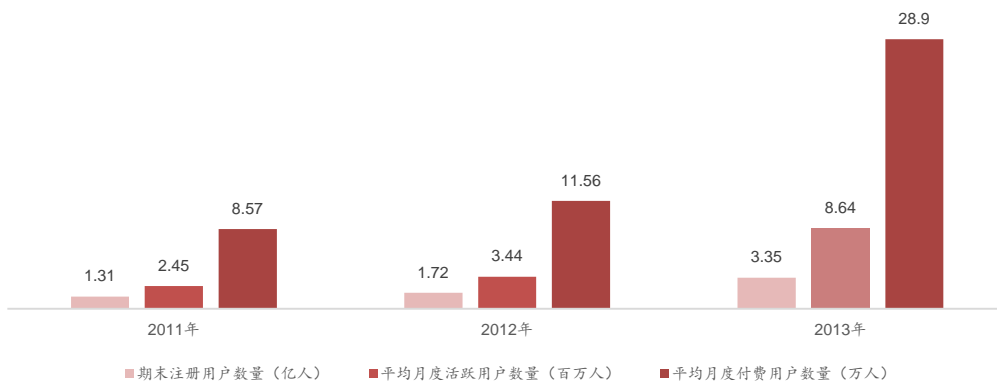
游戏名称	游戏来源	繁体中文版	英语版	日语版	韩语版	东南亚语言版	欧语版
《时空猎人》	代理运营	√		√	√		√
《君王2》	代理运营	√		√	√		
《大学门》	代理运营	√					
《啪啪三国》	代理运营	√			√		

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.2 延续领先优势，布局游戏平台

PC 时代大获成功。公司成立于 2008 年，原致力于网页游戏的开发、发行和运营，涉及大型网页游戏、社交网页游戏、客户端游戏等多个品类。2013 年，公司网络平台用户数量达到 3.35 亿，平均月度活跃用户数量达到 864 万，积累了坚实的用户基础。在页游时代，公司有发行系列游戏的传统，其中《三国风云》、《千军破》系列游戏均取得较好成绩，《三国风云》最高同时在线人数达 4 万人，《千军破》最高同时在线人数达 4.9 万，《武侠风云》最高同时在线人数达到 8.4 万。随着移动手机市场兴起，公司自身丰富的游戏开发经验和大型游戏研运经验成为其成功转型的坚实基础，拥有大量忠诚用户的游戏 IP 助力爆款手游作品的开发。

图 11：网络游戏平台用户数量



数据来源：应用汇，西南证券整理

表 3：公司主要页游作品在线人数整理

	上线时间	最高同时在线人数
《三国风云》	2009 年 3 月	40271
《三国风云 2》	2012 年 6 月	13586
《千军破》	2010 年 7 月	48734
《千军破 2》	2013 年 12 月	1236
《武侠风云》	2010 年 5 月	84388
《绝代双骄》	2013 年 3 月	28542

数据来源：公司公告，西南证券整理

推进平台战略。公司游戏业务发展经历了从代理到自研的历程，现已着手布局游戏平台战略，上线的互动阅读类产品《Moments: choose your story》主打欧美女性市场，月活跃用户超过 100 万人。这是公司游戏业务从代理到自研，再到平台的又一次战略升级。《Moments: choose your story》游戏具有高互动性，玩家将会置身于许多浪漫小说中，并根据自己的选择来创造具有独特性的故事。玩家将会遇见许多大热小说中的角色，享受不同的场景，收集有意义的情节并与朋友分享。这款游戏中增加了丰富的变现手段，上线一周年已推出 50 余本互动阅读作品。

图 12: 《Moments: Choose your story》游戏画面



数据来源：应用汇，西南证券整理

2.3 精品游戏成绩喜人，期待新游上线表现

2.3.1 现有游戏：大热 IP 改编，市场表现抢眼

《龙之谷 M》是由昆仑游戏和盛大游戏合作发行的端游 IP 改编而成的精品动作手游。《龙之谷 M》移植了端游原作的世界观、剧情和人物设定，沿用熟悉的故事和 NPC，带领玩家重温当年的冒险感动。作为一款 3D 动作冒险手游，游戏主打端游的“3D 无锁定战斗”模式，玩家可以通过不同技能按键组合，打出华丽的连续技。《龙之谷 M》已在台湾地区、日本、韩国、欧美地区上线，取得了极大成功。台湾地区上线后，《龙之谷 M》迅速登顶免费冒险游戏、免费角色扮演游戏畅销榜单第一名，获得了 iPhone 总榜第二的佳绩。二季度上线了东南亚和欧美版本，在多个区域排名第一，其中东南亚单区域月收入超过 5000 万元，2018 年全年累积收入 3.46 亿元。

图 13:《龙之谷 M》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》是由 GameArk 联合 KLabGames 共同研发的日本动漫巨头《BLEACH 境·界》官方手游，本产品为基于著名日本动漫《BLEACH 境·界》开发的 MMORPG 移动网络游戏，游戏继承原作动画世界观，通过 3D 建模技术打造 360 度 3D 画面，自由视角完美重现动画原著中的经典场景，主打团队交互玩法。游戏于 2018 年 11 月在中国大陆正式上线，一经上线即获得 iOS 游戏页推荐。繁体版本于 12 月上线，获得 Google Play 游戏页推荐。另外，东南亚版本也已于 2019 年 3 月上线，在双平台均获得游戏页推荐。

图 14:《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

《神魔圣域》 《神魔圣域》由昆仑游戏旗下全球研发团队采用 unity 3d 引擎历时 2 年自主开发，是一款电影级 3D 动作 RPG 手游，为玩家带来西方魔幻 MMO 体验。《神魔圣域》基于自研端游引擎，将端游开发中精致的画面和逼真的效果融入到手游之中，4K 高精度模型让游戏画面达到电影级高清画质，游戏内运用了大量光影、粒子等特效，从人物铠甲、刀光剑影、魔法技能及打击特效上给予玩家大片式的竞技 PVP 体验，使游戏场景更加具有代入感。游戏独创动态任务系统，不同场景触发不同任务，临危受命，赋予玩家拯救世界的使命感。游戏在欧美市场大获成功，截至 2018 年 12 月，已经为公司创造了 10.3 亿收入，是目前为止公司自研手游中贡献收入最多的一款产品。

图 15:《神魔圣域》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

《Seal 希望：新世界》 《Seal 希望：新世界》是一款继承《希望 online》系列的 MMOPRPG 手机游戏，采用经典 3D 人物造型的美术风格，在游戏中玩家可以不受限制地自由操作角色移动及战斗。游戏设置了丰富的成长系统及超酷炫的时装系统及宠物系统。

图 16:《Seal 希望：新世界》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

2.3.2 新游戏：储备品类丰富，兼顾海内外市场

《洛奇》为基于端游 IP 开发的 ARPG 移动网络游戏，采用韩式卡通风格，主打宠物和副本玩法，面向传统端游用户。该产品已于 2019 年 1 月登陆中国台湾市场。在 Taptap 平台已获得超过 1 万用户预约。

图 17:《洛奇》游戏画面



数据来源: TAPTAP, 西南证券整理

图 18:《洛奇》游戏画面



数据来源: TAPTAP, 西南证券整理

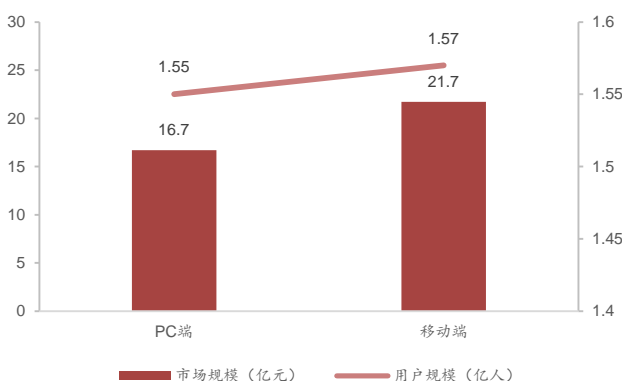
《Project P》为中国古典风格的大型 MMORPG 移动网络游戏, 采用中式 Q 版风格, 主打多人 PVE 玩法, 面向亚洲用户。目前处于研发阶段, 上线时间待定。

3 平台化转型: 抓住细分市场, 持续扩张版图

3.1 闲徕互娱: 聚焦棋牌品类, 渗透二三线市场

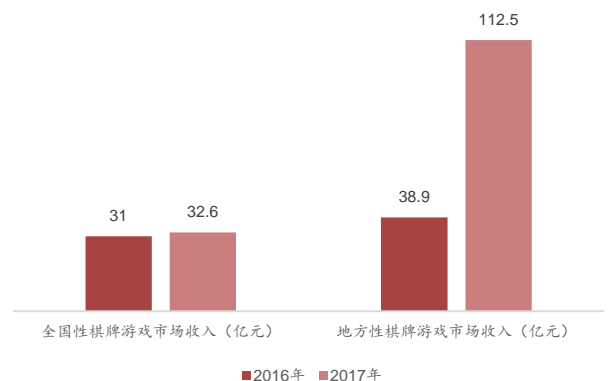
扩大品类, 层层渗透。闲徕互娱专注于“地方特色休闲竞技”产品细分市场的开拓, 公司已推出上线 28 款, 获得了良好的市场反馈和用户口碑, 并准备再上线 10 余款极具地方特色的在线棋牌休闲产品。目前, 闲徕互娱自成立以来累计发布 253 款产品, 已覆盖全国 30 个省份地区, 在四川、海南等棋牌大省市场占有率稳居第一, 日活跃用户达 380 万, 在可统计的规范经营的休闲棋牌类平台中的市场占有率达到 35% 以上。

图 19: 2016 年中国地方特色棋牌游戏市场及用户规模



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 20: 全国棋牌游戏市场收入



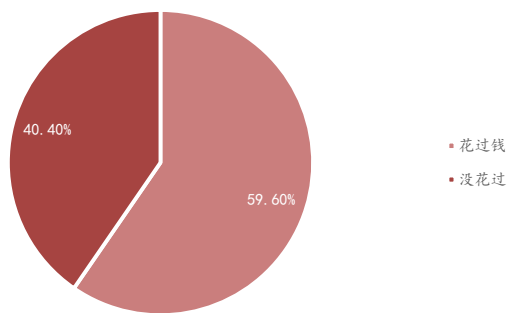
数据来源: 《2017 年中国游戏产业报告》, 西南证券整理

与此同时, 公司开发更加迎合用户口味的娱乐模式, 增加用户在线时长和使用粘性, 充分发挥其休闲娱乐平台的商业价值, 在 App 首页加入了传奇类、女性向类、休闲类等游戏的广告位, 拓宽了用户在平台内的娱乐方式, 进一步提升了用户在 App 内的在线时长。平台累

计注册用户达到 5,000 余万人次，2018 年新增用户 1000 余万人次，实现总收入 16.1 亿元，净利润 11.5 亿元。

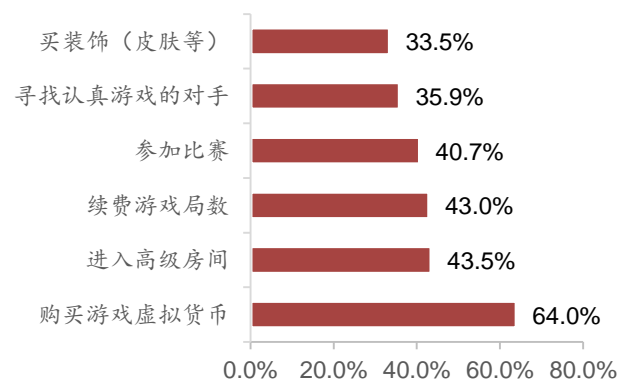
用户来源于真实社交关系，独具特点。地方性棋牌游戏主要采用房卡模式的带动，这种模式依托于真实的社交关系链进行传播，激活了线下棋牌游戏爱好者，并借助移动互联网的高普及度与碎片化特征，实现了用户从线下到线上的转移，同时也激活了原本低付费的免费模式全国性棋牌游戏用户。闲徕基于亲朋好友的真实线下关系，玩家通过微信等社交软件向熟人发起游戏，从而得以建立熟人社交棋牌模式，在行业内具备较强竞争力，闲徕互娱的主要游戏模式为玩家消耗房卡创建房间，邀请好友参与，并于每局游戏结束后消耗房卡。更高的玩家数量和局数，成为闲徕互娱最主要业绩驱动指标。

图 21：2016 年中国地方特色棋牌游戏市场及用户规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

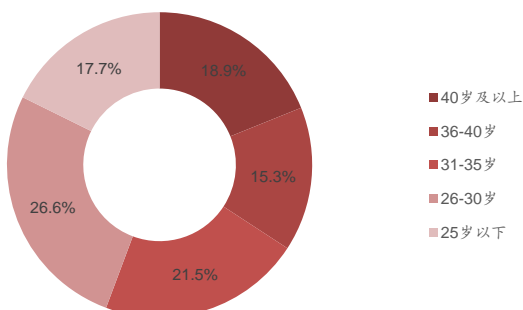
图 22：全国棋牌游戏市场收入



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

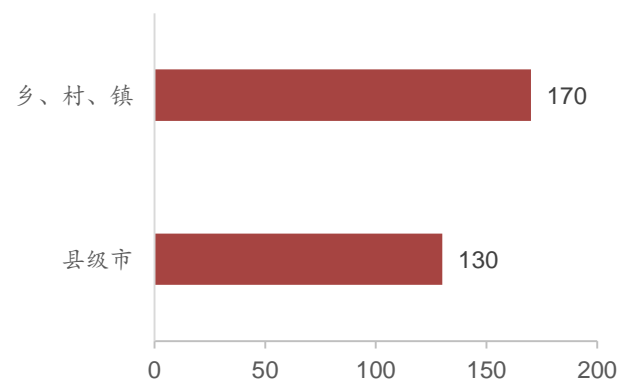
下沉挖掘用户，补充版图空白。由于麻将规则的非标准化特点，线上麻将游戏的运营更趋精细化、本地化、社交化。公司的棋牌游戏在品类、玩法、设计上均具有鲜明的地方特色，包括方言语音系统和带有地域特征的 UI 设计，具有较高的竞争壁垒。较强的地域性特征和贴近大众的传统游戏方式促使游戏向三四线城市和中年及老年玩家推广普及，这类用户群体是时下流行的手游和端游游戏所缺乏的，同时玩家间的社交关系帮助用户形成稳定的使用习惯，进一步强化了用户黏性和忠诚度，补充了公司的整体用户及业务布局。

图 23：2017 年中国地方特色棋牌游戏用户年龄分布



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 24：2017 年中国地方特色棋牌游戏用户 TGI 分布



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

3.2 Grindr: 专注 LGBT 人群, 占据流量入口

Grindr 于 2009 年 3 月正式上线, 是成立最早的同性社交平台, 也是全球最大的同性恋社交网络, 用户多为收入超出平均水平的“懂科技的有钱人”。产品基于利用 GPS 定位获得潜在社交对象的基本信息, 并提供聊天、发送照片及位置等功能, 其中收费版本为 Grindr Xtra。Grindr 的收入主要来自于会员费和广告, 每年均保持 25% 以上的增长。其中, 付费用户可以获得更多增值服务, 如匹配更多社交对象、一次传输多张图片、过滤广告等等; 广告模式包括条幅广告、奖励视频广告等。

截至 2018 年末, Grindr 在 196 个国家拥有超过 8000 万的注册用户, 月活跃用户达到 1000 万, 日活跃用户达到 400 万, 活跃用户主要分布在欧美等发达国家和地区。

图 25: Grindr App



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 26: Grindr App



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

根据 2016 年美国盖洛普调查的数据, 自 2012 年至 2016 年, 美国成年人口中非异性恋人群 (LGBT, 女同性恋、男同性恋、双性恋、跨性别者) 的人数从 830 万增长至 1000 万人次, 人群比例上升至 4.1%, 市场潜力巨大。LGBT 人群相比于常规移动互联网用户, 有其独特而隐秘的社交需求, 更易忠诚于其所信任的软件。这一人群同时具有独特的消费需求, 传统的广告投放和信息导流难以精准抵达。Grindr 作为占据领先位置的同志交友软件, 强势掌握了 LGBT 人群的流量入口, 从而得以获得输送针对性广告和内容的分发渠道。

3.3 Opera: 新兴市场释放增长红利, 用户规模显著扩大

Opera 浏览器于 1996 年发布第一版, 为传统的老牌浏览器。2016 年 7 月, 公司以全资子公司香港昆仑万维股份有限公司为投资主体成立买方团, 与 Opera Software AS 签署《股份购买协议》购买其 100% 的股份, 不仅实现业务范围的扩张, 也将公司业务触角延伸至非洲及欧美市场。

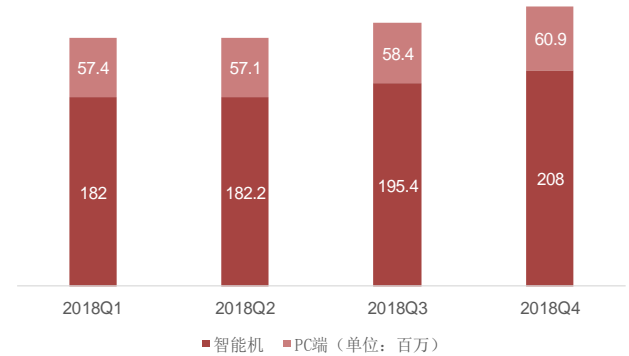
Opera 拥有丰富的产品体系。Opera 目前拥有三条主要的产品线: AI 算法推荐定制化新闻的新闻软件 (同时拥有独立 APP 和浏览器内嵌服务两种形式); 高速和具有数据存储的移动浏览器 Opera for Android 和 Opera Mini; 具有创新性和独特性的 PC 浏览器 Opera。2018 年四季度, Opera 智能机平均月活跃用户达到 2.1 亿, PC 端平均月活跃用户达到 6090 万, 创下公司历史最高记录。同时, 公司与国内移动设备巨头 OPPO、小米等签订分销协议, 有望进一步提高公司的市场份额。

图 27: Opera 产品矩阵



数据来源：西南证券

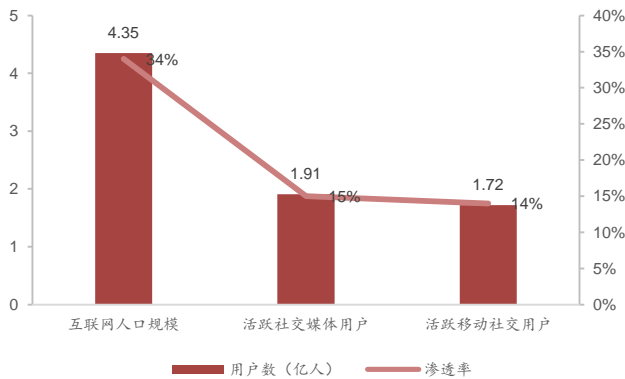
图 28: Opera 平均月活跃用户



数据来源：公司公告，西南证券整理

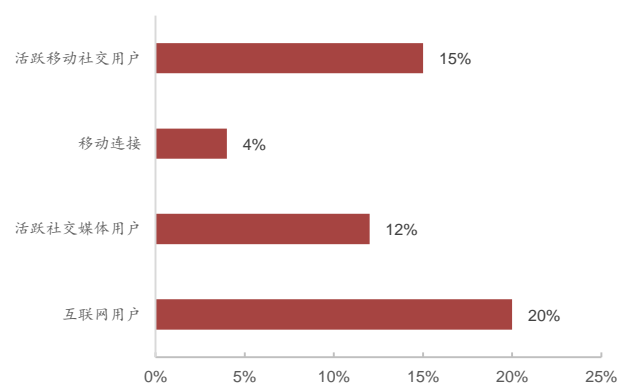
充分享有区域移动互联网发展红利。非洲和东南亚地区是现阶段全球互联网市场增长最快的地区。其中，非洲地区人口密集，经济长期落后，互联网和移动互联网渗透率低于世界平均水平，2017 年非洲互联网人口规模达到 4.4 亿，渗透达到 34%，远低于全球平均渗透率水平（53%），活跃社交媒体用户和活跃移动社交用户规模分别达到 1.9 亿和 1.7 亿人，渗透率分别为 15% 和 14%，用户规模数同时保持 10% 以上的增长率。随着廉价移动设备普及以及互联网基础设施进一步铺开，市场潜力十分可观。Opera 移动浏览器的用户主要分布在非洲和东南亚地区，有望充分享有这些地区的成长红利和人口红利。

图 29: 2017 年非洲地区互联网用户规模及渗透率



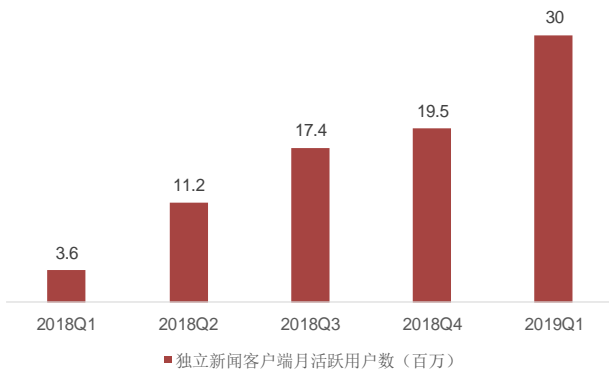
数据来源：Hootsuite, 《2018 全球数字报告》，西南证券整理

图 30: 2017 年非洲地区互联网规模增长情况



数据来源：Hootsuite, 《2018 全球数字报告》，西南证券

新技术、新业务驱动收入增长。如今的浏览器产品正从单一的网页浏览工具向智能产品转变，需要为用户提供更快、更便捷、更个人化的网络内容。随着 AI 技术和大数据分析的进步，用户希望他们的在线体验能逐渐变得定制化、交互性和富有吸引力。因此，用户将会转向推送个性化信息的移动应用。基于人工智能的内容发现和推荐平台 AIRE, Opera 于 2017 年在浏览器应用内推出了他们的新闻服务，2018 年 1 月正式推出了独立的新闻资讯类 App——Opera News。依靠大规模用户基础，Opera 不断更新和优化 AI 平台，并使用了诸如自然语言处理、计算机视觉和机器学习等技术。Opera News 为公司带来了爆发式业绩增长，截至 2019 年 3 月达到 1.5 亿月活用户，其中独立新闻客户端月活用户突破 3000 万，季度环比增速超过 50%。同时，Opera News 于 2018 年 12 月新上线了短视频功能，有超过 50% 的 Opera News 用户选择观看短视频，平均时长达到每天 13 分钟。

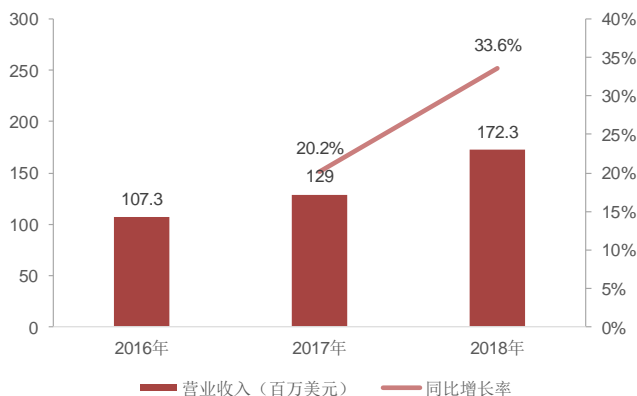
图 31: Opera News App MAU


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

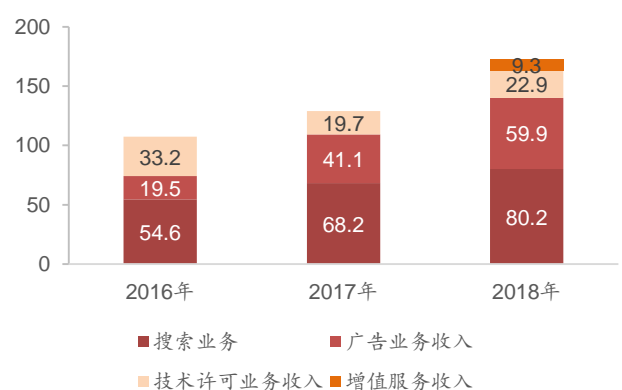
图 32: 图 36: Opera News App


数据来源: 公司官网, 西南证券

2018 年, Opera 实现营业收入 1.7 亿美金, 同比增长 33.6%, 其中搜索业务实现 8020 万美金营收, 广告业务实现营收约 5990 万美金营收, 增长势头良好。公司开辟了新的业务路径——增值服务, 首年即创收 930 万美金, 是公司未来重要的收入来源。

图 33: Opera 营业收入


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: Opera 分业务营业收入 (百万美元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

3.4 投资收益: 利润增长与战略价值并重

公司创始人周亚辉先生完成了多起成功的股权投资或并购交易, 项目涵盖泛娱乐、社交、金融、工具软件、消费、人工智能等多个前沿领域, 获得了不菲的投资收益, 2018 年公司实现投资收益 6.8 亿元, 近年来投资收益持续保持在 4 亿元以上, 是公司重要的业务版图之一。其中 Opera 公司调整后 EBITDA 利润率达 38.2%, 于 2017 年度成功扭亏为盈, 并于 2018 年实现调整后净利润 4.6 千万美金。

成功的投资为公司带来了丰厚的利润回报, 有利于平衡公司现金流, 同时海内外布局平衡了不同的市场风险, 能充分利用新兴市场的成长性和成熟市场的充足资源; 二是获得打开公司版图的新契机, 公司所投资的泛娱乐、社交等投资对象可与公司平台联动配合形成协同效应, 金融、消费等前沿领域投资保证公司业务的先进性和前沿性。

图 35: 公司近年投资收益


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 4: 周亚辉投资一览

投资领域	投资对象
泛娱乐	映客、大唐互娱、新世相
社交	Grindr、X Project
金融	趣分期、银客网、Lendinvest、KrayBee
消费	达达
工具软件	Opera、摩比神奇
汽车	开心汽车, Pony AI Inc.
家居	追觅科技

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 财务分析

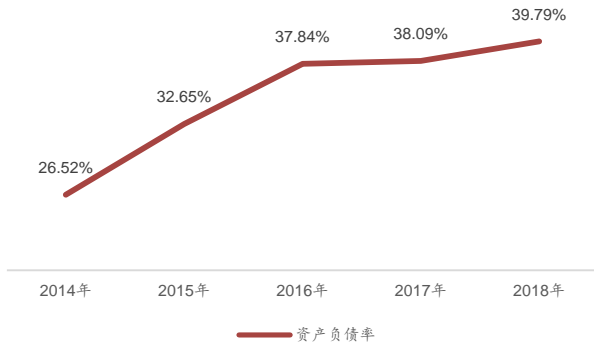
4.1 盈利能力分析

公司营业收入和净利润均保持稳定上升,2018年公司实现营收 35.77 亿元,较上年 34.36 亿元营收增长 4.1%,增速有所放缓。实现归母净利润 10.06 亿元,同比增长 0.7%,增速低于近年平均水平。由于公司的扩张策略持续贯彻,加之过去年度业绩出色,公司的增长速度相对近年下降,但仍保持增长态势。随着公司新游戏上线,平台运营进一步发展以及收购和参股公司的业绩好转,公司的利润空间有望得到释放,在未来提升自己的盈利能力。

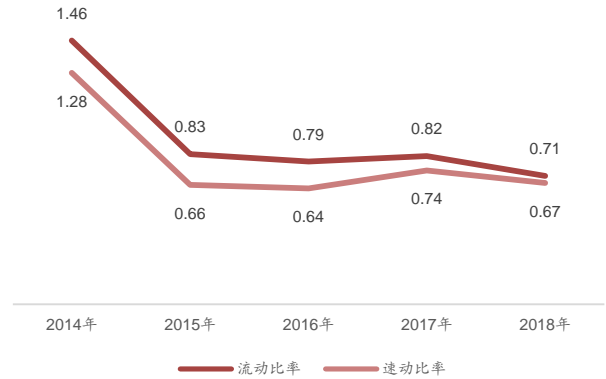
4.2 偿债能力分析

长期偿债能力: 2018 年公司的资产负债率为 39.79%,自 2014 年来持续上升。公司目前的资产负债率仍在安全范围内,充分利用财务杠杆的作用,在世界范围内扩大自己在各个领域的战略版图,有利于公司走在行业前列,为长远发展奠定基础。

短期偿债能力: 2018年, 公司流动比率和速冻比率下降至 0.7 左右。主要原因是公司的营收结构发生了一定变化, 以现金收入为主的游戏流水收入退居次席, 社交网络收入成为了公司的主要收入来源, 资产流动性相应有所下降。

图 36: 公司资产负债率


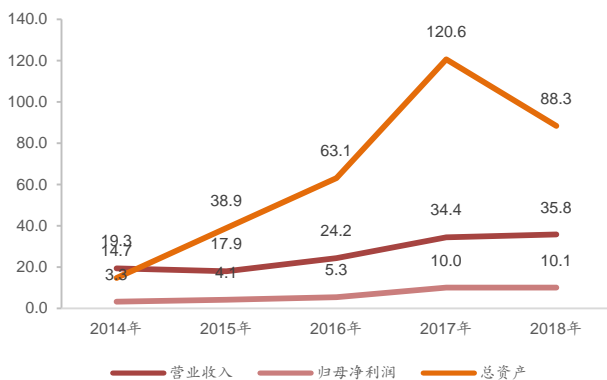
数据来源: Wind, 西南证券

图 37: 公司流动比率和速动比率


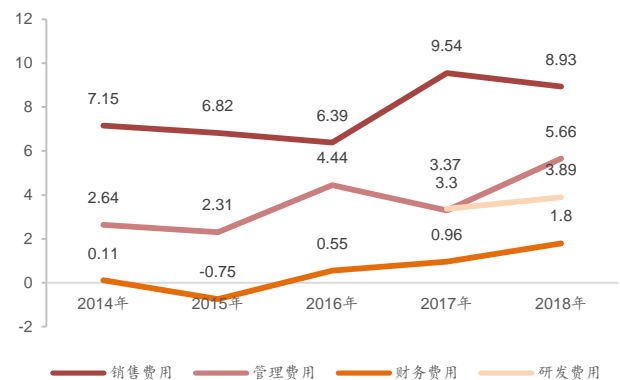
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.3 费用分析

2018年公司的销售费用为 8.93 亿元; 管理费用为 5.66 亿元; 财务费用为 1.8 亿元; 研发费用为 3.89 亿元。公司通过持续优化营销活动, 加强了精准投放, 减少了相对低效的营销推广费用。公司的财务费用增加主要为利息支出和汇率变动所致, 与公司拓展海外的战略进程相关。管理费用增加主要为职工薪酬和股权激励费增加所致。总体而言, 公司的费用总量有所上升, 但费用结构得到优化, 符合公司的长远发展目标。

图 38: 公司总资产、营业收入和营业利润(亿元)


数据来源: Wind, 西南证券

图 39: 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用(亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 行业政策不发生重大变化;

假设 2: 公司互联网业务稳步推进, 2019-2021 年毛利率分别为 78.7%、79.2%和 79.8%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
互联网收入	收入	3518.8	4047.6	4536.7	4976.8
	增速	2.9%	15.0%	12.1%	9.7%
	毛利率	82.4%	78.7%	79.2%	79.8%
其他收入	收入	58.4	64.2	68.7	72.2
	增速	217.4%	10.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	97.2%	97.0%	97.0%	97.0%
合计	收入	3577.2	4111.8	4605.4	5048.9
	增速	4.1%	14.9%	12.0%	9.6%
	毛利率	82.6%	79.0%	79.4%	80.0%

数据来源: Wind, 西南证券

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.13 元、1.30 元、1.44 元, 未来 3 年归母净利润复合增速为 18%。公司是领先的综合型互联网企业, 平台属性凸显, 给予 2019 年 18 倍估值, 对应股价为 20.34 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险提示

产业政策变动的风险, 市场竞争加剧的风险, 新游上线或不及预期的风险, 商誉减值风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3577.18	4111.83	4605.44	5048.94	净利润	1497.46	1856.51	2176.55	2391.81
营业成本	622.02	864.83	947.20	1009.45	折旧与摊销	43.79	7.54	7.54	7.54
营业税金及附加	11.67	13.17	14.85	16.24	财务费用	179.84	121.12	103.07	98.50
销售费用	892.93	1027.96	1105.31	1211.75	资产减值损失	104.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	566.40	616.77	644.76	706.85	经营营运资本变动	605.34	96.17	109.85	29.98
财务费用	179.84	121.12	103.07	98.50	其他	-957.72	-400.00	-398.00	-401.00
资产减值损失	104.26	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1472.97	1681.33	1999.01	2126.83
投资收益	684.44	400.00	400.00	400.00	资本支出	-1.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-213.77	400.00	400.00	400.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-214.92	400.00	400.00	400.00
营业利润	1509.93	1867.98	2190.25	2406.16	短期借款	-46.81	-1097.56	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.03	-3.49	-4.34	-4.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1503.90	1864.49	2185.92	2402.10	股权融资	-1228.83	0.00	0.00	0.00
所得税	6.44	7.98	9.36	10.29	支付股利	0.00	-201.21	-259.91	-300.63
净利润	1497.46	1856.51	2176.55	2391.81	其他	-896.05	-1754.59	-103.07	-98.50
少数股东损益	491.41	556.95	673.40	732.51	筹资活动现金流净额	-2171.70	-3053.36	-362.98	-399.13
归属母公司股东净利润	1006.05	1299.55	1503.16	1659.30	现金流量净额	-848.89	-972.03	2036.03	2127.70
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1516.75	544.72	2580.76	4708.46	成长能力				
应收和预付款项	569.79	669.64	747.92	817.11	销售收入增长率	4.10%	14.95%	12.00%	9.63%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	3.18%	23.71%	17.25%	9.86%
其他流动资产	67.96	78.11	87.49	95.92	净利润增长率	5.55%	23.98%	17.24%	9.89%
长期股权投资	2255.32	2255.32	2255.32	2255.32	EBITDA 增长率	6.86%	15.17%	15.24%	9.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	21.64	20.66	19.69	18.71	毛利率	82.61%	78.97%	79.43%	80.01%
无形资产和开发支出	1559.90	1557.52	1555.14	1552.77	三费率	45.82%	42.95%	40.24%	39.95%
其他非流动资产	2837.97	2833.78	2829.59	2825.41	净利率	41.86%	45.15%	47.26%	47.37%
资产总计	8829.32	7959.75	10073.91	12272.69	ROE	28.17%	30.60%	27.27%	23.74%
短期借款	1097.56	0.00	0.00	0.00	ROA	16.96%	23.32%	21.61%	19.49%
应付和预收款项	1003.64	1136.91	1309.69	1398.60	ROIC	106.31%	152.72%	184.02%	205.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	48.46%	48.56%	49.96%	49.76%
其他负债	1411.96	756.74	781.47	800.16	营运能力				
负债合计	3513.16	1893.65	2091.17	2198.76	总资产周转率	0.34	0.49	0.51	0.45
股本	1151.12	1151.12	1151.12	1151.12	固定资产周转率	160.46	194.43	228.27	262.95
资本公积	181.05	181.05	181.05	181.05	应收账款周转率	9.26	10.55	10.42	10.32
留存收益	3177.44	4275.78	5519.03	6877.70	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	5155.49	5348.48	6591.73	7950.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.66%	—	—	—
少数股东权益	160.67	717.62	1391.02	2123.53	资本结构				
股东权益合计	5316.16	6066.10	7982.75	10073.93	资产负债率	39.79%	23.79%	20.76%	17.92%
负债和股东权益合计	8829.32	7959.75	10073.91	12272.69	带息债务/总负债	42.30%	20.52%	18.58%	17.67%
					流动比率	0.71	0.93	2.14	3.30
					速动比率	0.71	0.93	2.14	3.30
					股利支付率	0.00%	15.48%	17.29%	18.12%
					每股指标				
					每股收益	0.87	1.13	1.30	1.44
					每股净资产	4.48	4.64	5.72	6.90
					每股经营现金	1.28	1.46	1.74	1.85
					每股股利	0.00	0.17	0.23	0.26
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1733.57	1996.63	2300.86	2512.19					
PE	17.27	13.37	11.56	10.47					
PB	3.37	3.25	2.64	2.18					
PS	4.86	4.22	3.77	3.44					
EV/EBITDA	8.80	7.22	5.38	4.08					
股息率	0.00%	1.16%	1.50%	1.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn