



游戏业务筑基，持续并购打造新增长极

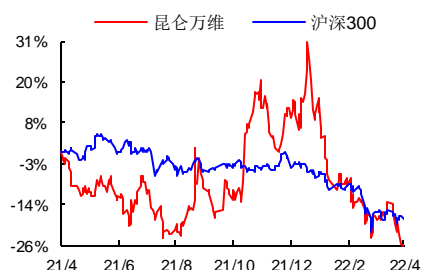
投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司战略投资 Opera、Star Group 实现并表，Star Maker 2021 年上半年营收同比增长 232% 至 6.9 亿，净利率 13.9%，累计全球用户数破亿，龙头优势渐显；2) Opera 搜索业务 2021 年营收 2.5 亿美元 (+52.1%)，与 Star Maker 共建第二增长曲线；3) 业务板块间联动密切，“信息分发+语音社交+休闲娱乐+移动游戏+科技股权投资”齐头并进，2021 前三季度实现扣非净利润 19 亿元，同增 55.6%，盈利水平较好。
- **Star Maker 引领 K 歌社交潮流，海外音频社交平台龙头优势渐显。** Star Group 主打产品 Star Maker 是海外音频社交平台龙头，以在线 K 歌为主要抓手，切入语音聊天室、直播、休闲游戏等在线娱乐场景，同时，通过引入家族运营体系，使得用户在平台内形成紧密的社群关系，提升平台粘性和用户归属感，提高了拉新效率和用户留存率，有效降低获客成本。2021H1 营收 6.9 亿 (+232%)，净利率为 13.9%，龙头优势渐显。
- **综合娱乐平台筑基，自研游戏加速增厚业绩。** 2021H1 实现营收 3.92 亿元，以海外业务收入为主，涵盖欧美、日韩、东南亚等优势市场，同时多款游戏正在研发，2 年之内会陆续上线。**国内游戏娱乐方面**，闲徕互娱深耕下沉市场棋牌娱乐赛道，推出房卡模式变现稳定增长。2021H1 实现营收 4.9 亿，净利润 3.3 亿，净利率高达 67%，房卡棋牌市场份额达 29%，位居同类型行业第二。公司以传统强势业务板块为基，旗下的 Ark Games 与闲徕互娱展现出较强的韧性与持续发展能力。**出海游戏方面**，Ark Games 游戏平台夯实公司基础业务，自研新品发力保障业绩增长。
- **全方位布局互联网生态，切入元宇宙发力新兴业务。** 搜索与广告业务打通互联网生态，围绕浏览器发散业务布局，形成以 Opera 浏览器为主体，新闻分发业务为导流，游戏业务与浏览器深度结合的多业务发散的闭环系统。2021 年，Opera 的搜索业务实现营收 2.5 亿美元，同比增长 52.1%。同时玩家可通过 Opera GX 浏览器一键启动原生游戏，使用 GMS 的开发者可将游戏一键发布在 GXC 平台，将游戏玩家和开发者有机地结合在一起，全方位搭建玩家社区生态，提高用户粘性，后续表现值得关注。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年公司归母净利润为 17.7 亿元、18.4 亿元、20.5 亿元，对应 PE 分别为 11 倍、11 倍、10 倍。公司旗下 Star Group 保持强劲增长，Opera 从疫情中强势复苏，其他业务也保持较高增速，整体呈现出健康向上的发展态势。根据分部估值可得，2022 年公司目标市值为 265.3 亿元，对应目标价 22.15 元，首次覆盖，给予“买入”评级，建议关注。
- **风险提示:** 游戏行业政策风险，市场竞争加剧的风险，并购业务不及预期风险，用户增长不及预期风险。

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.98
流通 A 股(亿股)	10.53
52 周内股价区间(元)	15.2-26.53
总市值(亿元)	182.06
总资产(亿元)	192.59
每股净资产(元)	9.08

相关研究

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2739.53	4850.24	6300.51	7794.67
增长率	-25.72%	77.05%	29.90%	23.71%
归属母公司净利润 (百万元)	4993.20	1765.93	1842.92	2052.61
增长率	285.54%	-64.63%	4.36%	11.38%
每股收益 EPS (元)	4.17	1.47	1.54	1.71
净资产收益率 ROE	51.57%	15.39%	13.91%	13.59%
PE	4	11	11	10
PB	2.06	1.70	1.49	1.31

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：业务板块交互协作，打造综合互联网平台公司	1
2 行业分析：互联网市场持续增长，新兴市场尚存蓝海	4
2.1 全球互联网市场广阔，区域分化机遇尚存	4
2.2 社交媒体用户体量持续增长，游戏业务多元化发展	6
3 互联网全球化布局，多板块业务协同发展	8
3.1 StarMaker 引领 K 歌社交潮流，海外音频社交平台龙头优势渐显	8
3.2 综合娱乐平台筑基，自研游戏加速增厚业绩	9
3.3 全方位布局互联网生态，切入元宇宙发力新兴业务	12
4 盈利预测与估值	15
4.1 关键假设	15
4.2 分部估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 昆仑万维发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构、业务矩阵.....	2
图 3: 公司 2017 年以来营收与增速.....	2
图 4: 公司 2017 年以来归母净利润与增速.....	2
图 5: 公司 2017 年以来各项业务营业收入占比.....	3
图 6: 公司 2017 年以来各项业务毛利占比.....	3
图 7: 公司 2017 年以来毛利率变动情况.....	4
图 8: 公司 2017 年以来费用率变动情况.....	4
图 9: 全球互联网用户规模与增速.....	4
图 10: 全球人均单日互联网使用时长与增速.....	4
图 11: 不同地区互联网用户人均单日使用时长.....	5
图 12: 2020 全球互联网渗透率.....	5
图 13: 2020 主要国家互联网用户增速.....	5
图 14: 未接入互联网的人口分布 (百万).....	6
图 15: 全球社交媒体用户规模与增速.....	6
图 16: 全球社交媒体日均使用时长与占上网时长比例.....	6
图 17: 全球游戏市场收入.....	7
图 18: 全球游戏市场玩家规模与增速.....	7
图 19: 全球移动游戏市场规模与增.....	7
图 20: 2021 年全球游戏细分市场收入占比.....	7
图 21: StarMaker 全球排名一览 (Iphone 音乐类 APP 畅销榜).....	8
图 22: StarMaker 应用主要内容.....	8
图 23: StarMaker 的“家族”运营模式.....	9
图 24: 2018-2021H1 Star group 财务情况.....	9
图 25: StarMaker 应用主要内容.....	9
图 26: 2020H1-2021H1 Ark Games 营业收入与净利润.....	10
图 27: 2021H1 Ark Games 游戏收入结构.....	10
图 28: 《The Legend of Neverland》东南亚主要国家 iOS 游戏畅销榜排名.....	11
图 29: 闲徕互娱主要游戏.....	11
图 30: 《闲来麻将》和《闲来斗地主》游戏界面.....	11
图 31: 闲徕互娱营收与净利润.....	12
图 32: 2021H1 房卡棋牌市场份额.....	12
图 33: Opera 主要产品.....	12
图 34: 适用于任何设备的多功能 Opera 浏览器.....	12
图 35: Opera 产品矩阵与业务互动.....	13
图 36: Opera 搜索与广告业务营业收入.....	13
图 37: Opera 业务收入占比.....	13
图 38: Opera 浏览器手机与 PC 端 MAU (百万).....	14
图 39: Opera News 手机与 PC 端 MAU (百万).....	14

图 40: GXC 游戏平台	14
图 41: Game Maker 可视化游戏编码制作环境	14

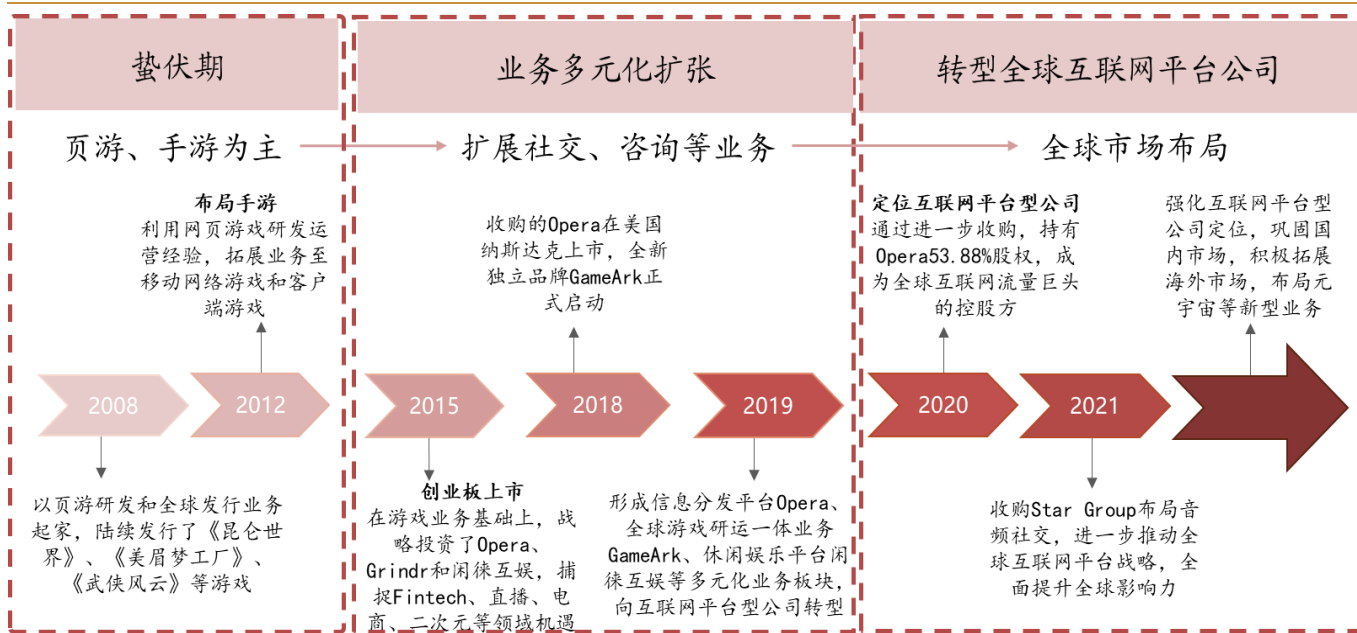
表 目 录

表 1: Ark Games 主要游戏一览	10
表 2: 昆仑万维分业务收入及增速	15
表 3: Opera 可比公司与估值	16
表 4: Star Group 可比公司与估值	16
表 5: 游戏业务可比公司与估值	17
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：业务板块交互协作，打造综合互联网平台公司

公司发展历程：昆仑万维于 2008 年创立，以页游研发与全球发行业务起家，依靠网游运营研发经验，逐渐布局手游业务。2015 年登陆创业板后，公司加快业务拓展，战略投资 Opera、Grindr、闲徕互娱等公司，实现社交、资讯等业务的横向扩张，2019 年已形成全球游戏研运一体化，休闲娱乐多元化布局。2020 年开始，公司开始全球化市场布局，以互联网平台化为战略定位，进一步收购 Opera、Star Group 等公司，布局音频社交、元宇宙等新兴业务，不断强化全球互联网流量巨头地位，全面提升海内外影响力。

图 1：昆仑万维发展历程

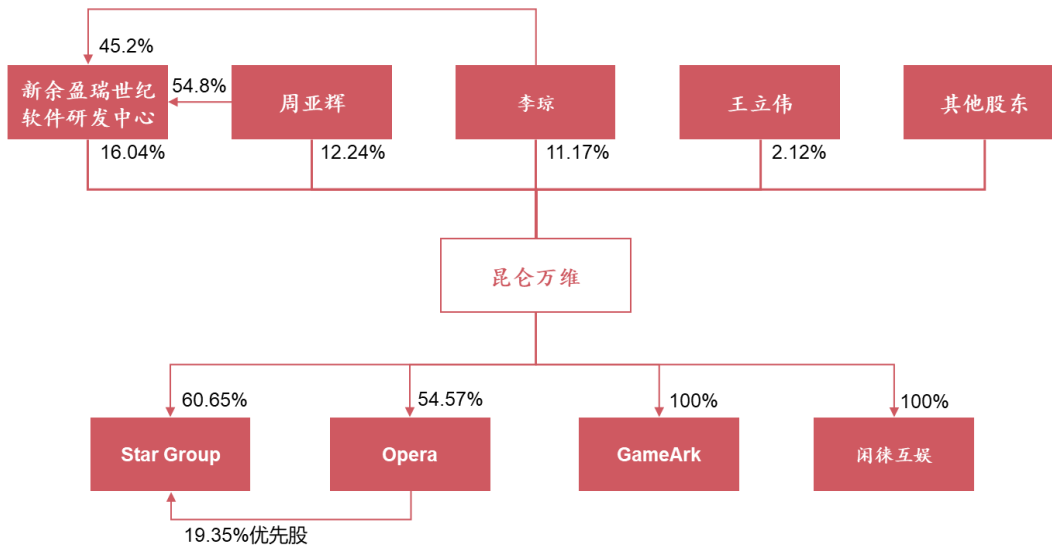


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：创始人周亚辉为公司实际控制人，持股 21 %（直接持股 12.2%，通过盈瑞世纪间接持股 8.8%）。李琼持股 18.4%（直接持股 11.2%，通过盈瑞世纪间接持股 7.3%），王立伟持股 2.1%。其他股东合计持股 58.4%，股权结构较为集中。

公司业务矩阵：公司致力于成为全球领先的互联网平台型公司，现已形成信息分发平台 Opera、语音社交平台 Star Group、休闲娱乐平台闲徕互娱、移动游戏平台 Ark Games、科技股权投资五大业务板块。公司 2017 年 1 月收购闲徕互娱 51% 股权，并于 2018、2019 年收购剩余股权，完成 100% 并表；2018 年 8 月正式启动全新独立品牌 Ark Games；2021 年 1 月，公司的全资子公司香港万维通过现金收购 Opera 8.5% 股份，总计持股 54.6%，实现并表；公司在 2021 年 2 月通过收购 Star Group 60.7% 股权，并通过 Opera 持有其 19.4% 优先股股权，实现并表。

图 2：公司股权结构、业务矩阵

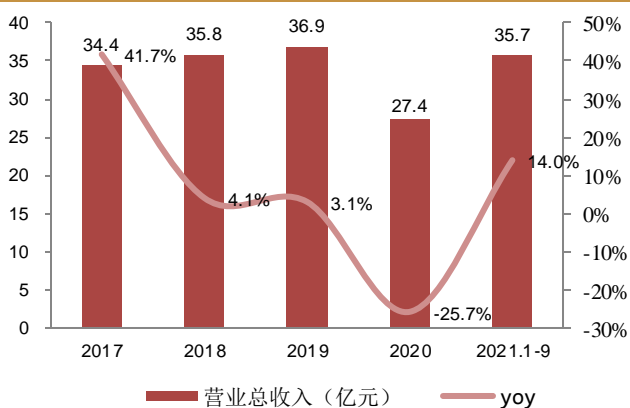


数据来源：公司公告，ifind，西南证券整理

公司业绩情况：2021Q1-Q3，公司实现营收 35.7 亿元，同比下降 18.6%，实现扣非归母净利润 19 亿元，同比增长 55.6%；2020 年，公司实现营收 27.4 亿元，同比下降 27.4%，实现扣非归母净利润 20.7 亿元，同比增长 63%。2020 年营收大幅下降主要系 Grindr 业务剥离、Ark Games 流水下滑、Opera 的广告收入受疫情影响减少。2021 年前三季度营业收入按相同口径比较出现较大增长，原因系 1 月和 4 月分别收购 Opera 与 Star Group，进行并表。

2021 年前三季度归母净利润出现较大增长，主要系海外音频社交平台 Star Group 与海外信息与服务分发平台 Opera 的搜索和广告业务增长强劲，持续盈利能力较好。

图 3：公司 2017 年以来营收与增速



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：2021 年前三季度按相同口径的存续业务计算同比增速

图 4：公司 2017 年以来归母净利润与增速

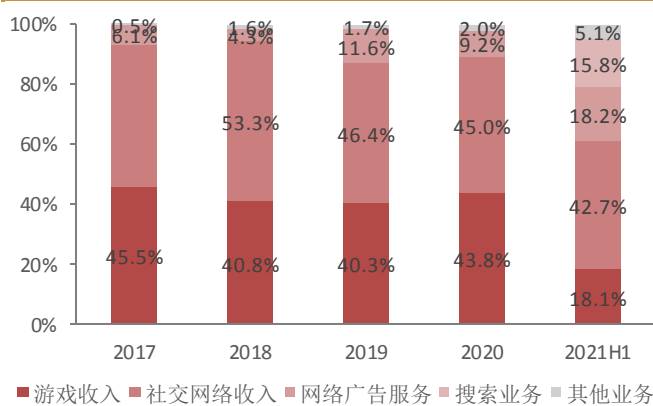


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司致力于成为全球领先的综合互联网平台型公司，提供社交、资讯、娱乐等信息化服务。主要由五大业务板块构成：信息分发平台（Opera）+语音社交平台（Star Group）+休闲娱乐平台（闲徕互娱）+移动游戏平台（Ark Games）+科技股权投资业务，其中 Ark Games 的游戏道具收入与闲徕互娱的联运游戏分成为游戏业务的主要收入来源，闲徕互娱的房卡收入与 Star Group 的海外音频社交平台“StarMaker”为社交网络收入的主要来源，闲徕互娱、Star Group 和 Opera 的广告收入为网络广告服务的主要收入来源，Opera 的资讯与服务分发平台为搜索业务的主要收入来源，另外，公司与所持的昆仑万维互联网智能产投基金也在 TMT 消费、SaaS、医疗等领域投资发力。

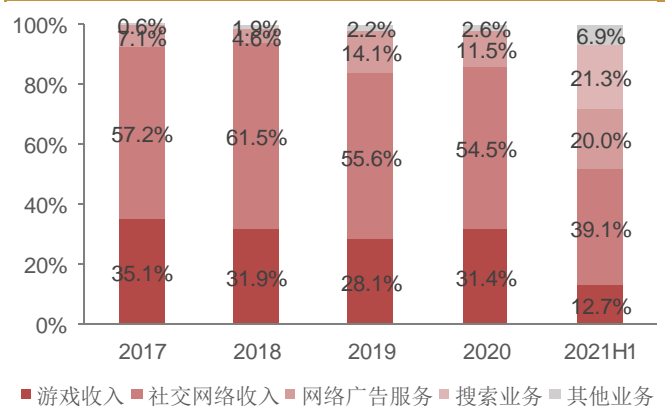
从营收和利润角度看，公司已形成游戏与社交业务两翼齐飞，网络广告与搜索业务作为第二增长曲线。2020 年游戏收入占比 43.8%，社交网络收入 45%，为公司业务贡献的两大头，21 年新收购的 Star Group 与增持的 Opera 实现并表，进一步夯实互联网社交与娱乐平台业务，同时对网络广告与搜索业务注入强心剂。2021 年上半年，游戏收入占比 18.1%，毛利占比 12.7%，系 Ark Games 新游戏上线延迟；社交网络业务收入占比 42.7%，毛利占比 39.1%，保持稳定；网络广告业务占比上升至 18.2%，毛利占比 20%，搜索业务占比上升至 15.8%，毛利占比 21.3%，系 Opera 与 Star Group 并表优化收入结构，实现业务间良性互补，提升综合收益。

图 5：公司 2017 年以来各项业务营业收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2017 年以来各项业务毛利占比

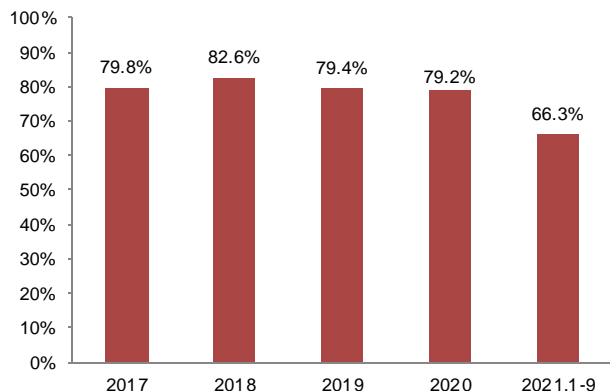


数据来源：公司公告，西南证券整理

变现滞后导致毛利率下滑，整体费用率相对稳定。2021 前三季度，公司实现毛利 23.7 亿元，毛利率 66.3%；2020 年，公司实现毛利 21.7 亿元，毛利率 79.2%。毛利率下降的主要原因系公司游戏业务加大研发投入，新游戏推出后利润实现有一定滞后性，以及社交业务重心由 Grindr 转移到新平台 Star Group，盈利模式有待进一步探索。综上，公司现阶段毛利率下滑是合理的，是公司的战略投资转型与主动经营策略的合理表现。

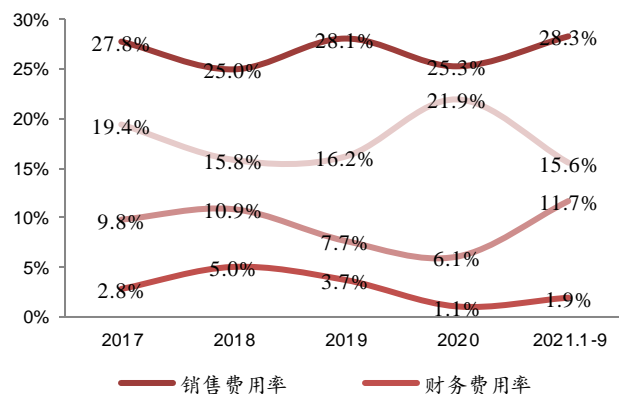
费用率方面，整体保持稳定。销售费用率维持在 25%-28% 区间，2021 年前三季度销售费用率 28.3%，保持稳定；财务费用率保持在 5% 以下水平，2020 年为 1.1%，2021 年前三季度为 1.9%，系借款活动减少造成的利息支出减少以及汇兑损益所致；2021 年前三季度研发费用率升至 11.7%，系疫情稳定后加速对新业务的研发投入；2020 年管理费用率为 21.9%，系疫情影响导致营收减少所致，2021 年前三季度管理费用率降至 15.6%，回归正常水平。

图 7：公司 2017 年以来毛利率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2017 年以来费用率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：互联网市场持续增长，新兴市场尚存蓝海

2.1 全球互联网市场广阔，区域分化机遇尚存

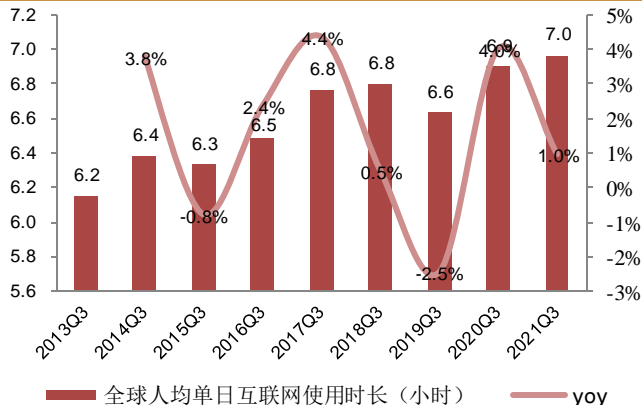
全球互联网用户规模与使用时长持续增长，用户使用时长出现区域差异。根据 We Are Social、Statista 数据显示，2021 年全球移动互联网用户已超 49.5 亿，较 2011 年的 21.8 亿已翻倍，10 年 CAGR 为 8.6%。从人均单日使用时长看，2021Q3 全球互联网人均日使用时长达 7 小时，而不同国家使用时长差异化明显，南非、菲律宾、巴西和哥伦比亚的互联网用户日均使用时长超 10 小时，而比利时、瑞士、澳大利亚等国的互联网用户人均使用时长不足 6 小时，日本用户每天上网低于 4.5 小时，随着移动互联网持续向发展中国家和地区普及，整体的使用时长还将稳步提升。

图 9：全球互联网用户规模与增速



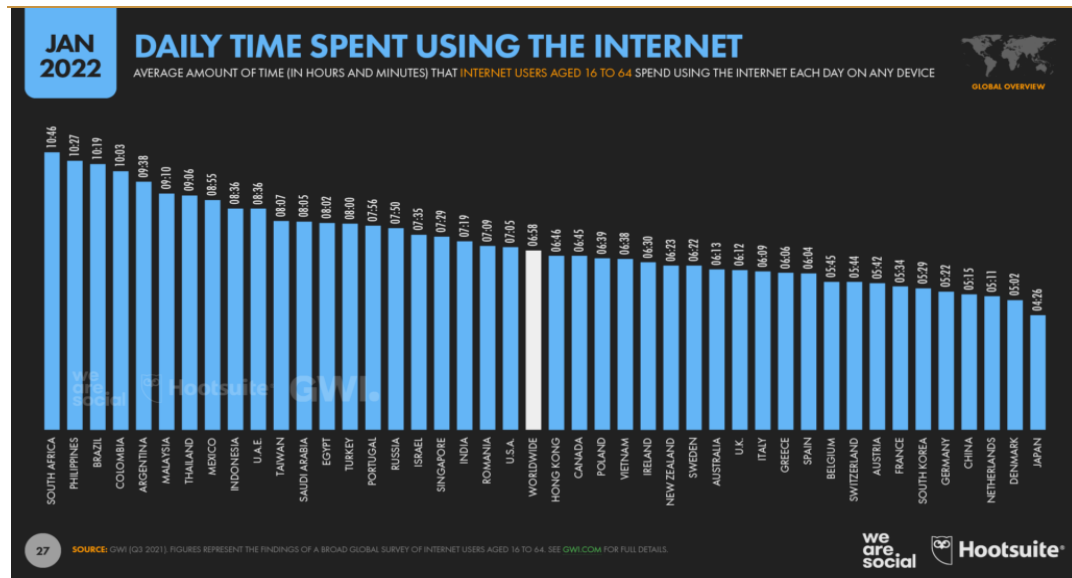
数据来源：We Are Social，西南证券整理

图 10：全球人均单日互联网使用时长与增速



数据来源：We Are Social，西南证券整理

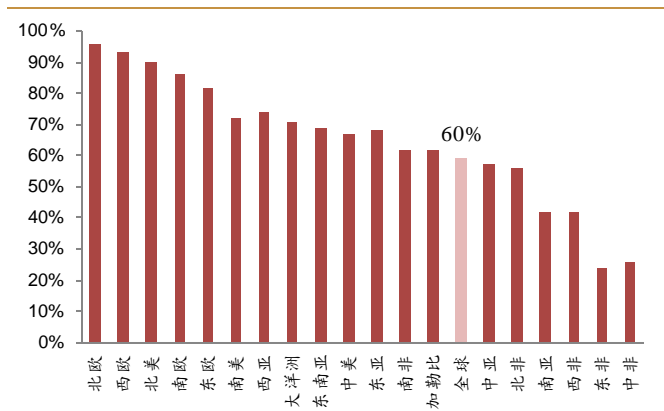
图 11：不同地区互联网用户人均单日使用时长



数据来源：We Are Social，西南证券整理

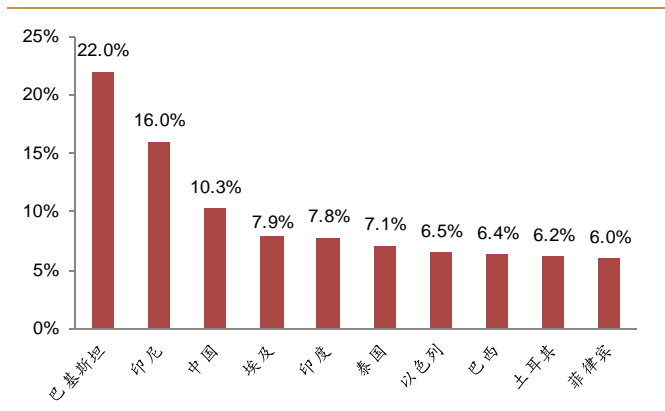
互联网渗透率逐渐提升，新兴市场发展潜力巨大。分国别来看，巴基斯坦互联网用户增长最快，2020 年互联网用户增速达 22%，印尼次之，达 16%，中国排名第三，达 10.3%，排名前十的国家均是发展中国家。从互联网渗透率方面看，2020 年全球移动互联网渗透率为 60%，北欧、西欧、北美等发达地区渗透率超 80%，而南亚、西非、东非等新兴市场渗透率较低，发达地区与发展中地区分化程度明显。从未接入互联网的地区看，虽然全球未接入互联网的人数首次降至 30 亿以下，但南亚仍有超 10 亿人未接入互联网，非洲近 8.4 亿人未接入互联网；随着互联网普及率与渗透率的上升，新兴市场互联网用户数有望进一步扩容。

图 12：2020 全球互联网渗透率



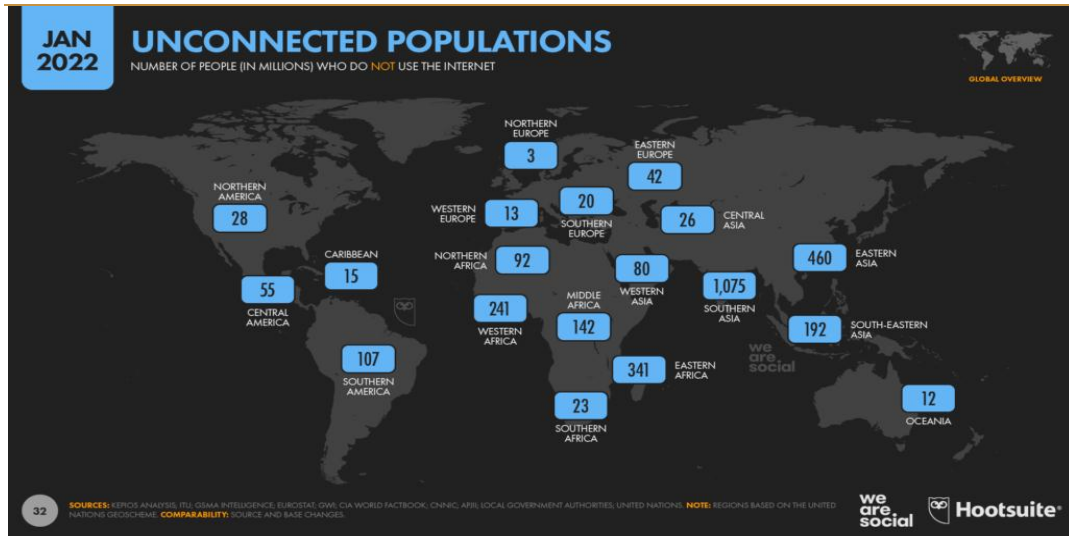
数据来源：Statista，西南证券整理

图 13：2020 主要国家互联网用户增速



数据来源：We Are Social，西南证券整理

图 14：未接入互联网的人口分布（百万）

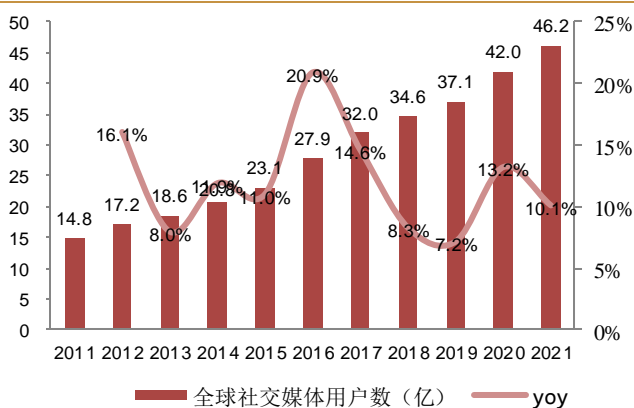


数据来源：We Are Social，西南证券整理

2.2 社交媒体用户体量持续增长，游戏业务多元化发展

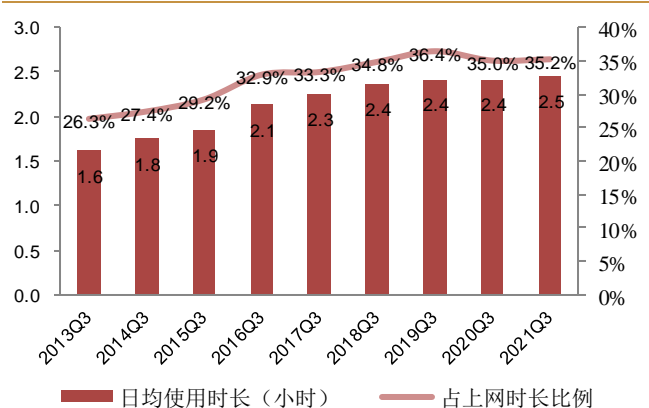
全球社交媒体用户持续增长日均使用时长稳中有升。根据 We Are Social 数据显示，2021 年全球社交媒体用户数达 46.2 亿，同比增长 10.1%，占全球人口近 60%，同时 10 年以来增速始终维持在 7% 以上，CAGR 为 12%，高于互联网用户增速。在用户数保持高速增长的同时，社交媒体的日均使用时长也在稳步上升，2021 年三季度社交媒体日均使用时长为 2.5 小时，占上网时长的 35.2%，而 2013 年三季度，日均使用时长仅 1.6 小时，占上网时长的 26.3%，8 年 CAGR 达 5.3%。未来随着社交媒体的应用形式多样化以及内容的精细化，用户规模与使用时长有望进一步增长。

图 15：全球社交媒体用户规模与增速



数据来源：We Are Social，西南证券整理

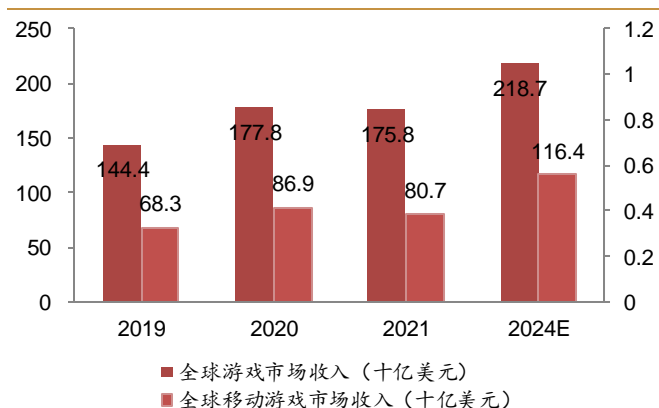
图 16：全球社交媒体日均使用时长与占上网时长比例



数据来源：We Are Social，西南证券整理，注：右轴为占上网时长比例

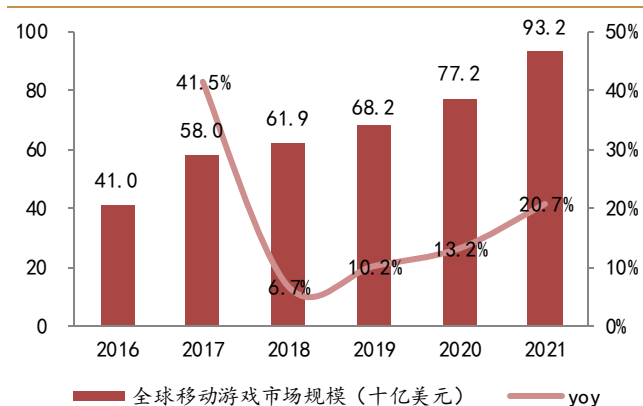
全球游戏市场逐渐壮大，移动端游戏前景广阔。根据 Newzoo 数据显示，2021 年全球游戏市场收入为 1758 亿美元，游戏市场玩家达 30 亿人，到 2024 年，全球游戏市场将达到 2187 亿美元，而玩家数也将达到 33 亿人，作为人们主流休闲娱乐方式，随着玩家规模的上升，游戏终端与渠道的多样化，整个游戏市场将实现用户数与营业收入的双增长。其中，移动端游戏市场则是最为显著的增长点，2021 年全球移动游戏市场规模达 932 亿美元，同比增长 20.7%，占整体游戏市场的 52%（智能手机端+平板），方便、碎片化、随时随地能玩等关键词成为移动游戏的代名词，而愈加成熟的游戏制作技术与庞大的用户市场将助力移动游戏市场进一步扩张。

图 17：全球游戏市场收入



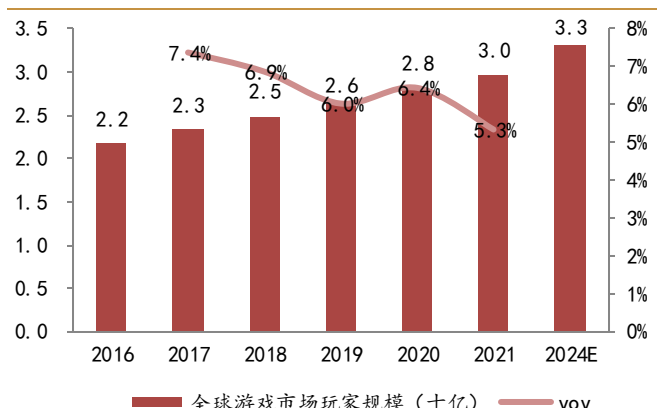
数据来源：Newzoo，西南证券整理

图 19：全球移动游戏市场规模与增



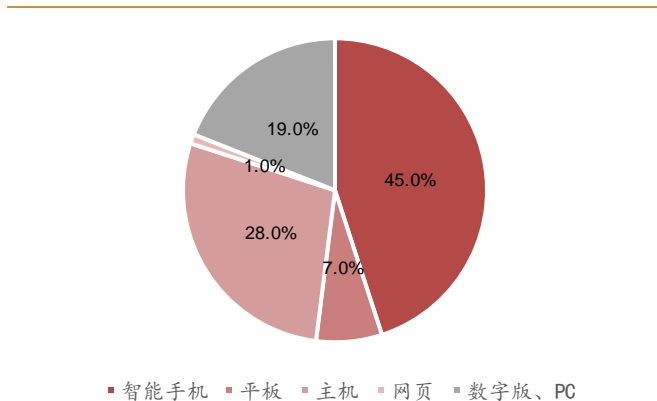
数据来源：Newzoo，西南证券整理

图 18：全球游戏市场玩家规模与增速



数据来源：Newzoo，西南证券整理

图 20：2021 年全球游戏细分市场收入占比



数据来源：Newzoo，西南证券整理

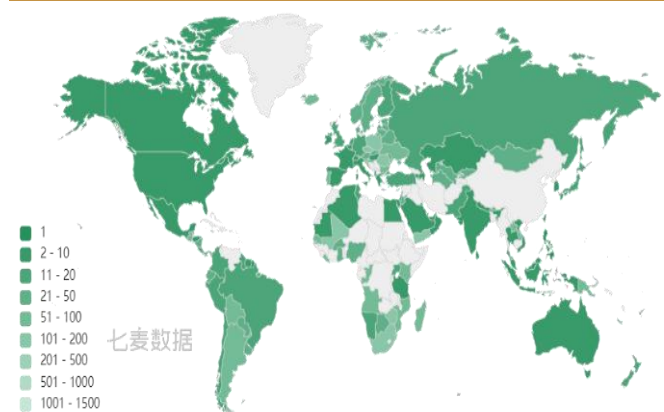
3 互联网全球化布局，多板块业务协同发展

3.1 StarMaker 引领 K 歌社交潮流，海外音频社交平台龙头优势渐显

K 歌为抓手紧密用户社群，面向新兴市场实现错位竞争。在 2020 年处置掉 Grinder 业务后，2021 年收购的 Star group 成为公司社交业务的主要收入来源，贡献社交和广告收入。Star Group 主打产品 StarMaker 是海外音频社交平台龙头，作为专注于音乐的技术驱动型媒体公司，同样也是中国互动娱乐出海 TOP3，目前累计全球用户数破亿。StarMaker 以在线 K 歌为主要抓手，切入语音聊天室、直播、休闲游戏等在线娱乐场景，同时，通过引入家族运营体系，使得用户在平台内形成非常紧密的社群关系，提升了平台粘性和用户归属感，提高了拉新效率和用户留存率，有效降低获客成本。

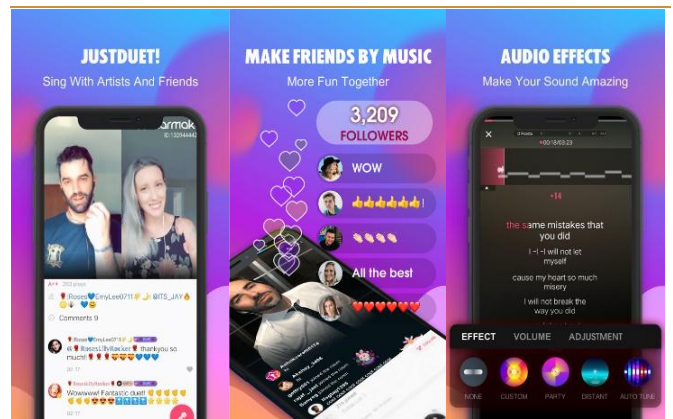
根据七麦数据显示，截至 2022 年 2 月 9 日，iPhone 音乐类 APP 畅销榜全球排名中，StarMaker 在东南亚、中东、欧美、拉美等地区表现优异，其中在菲律宾、文莱、卡塔尔、英属维尔京群岛排名第一，在印度、以色列、越南、沙特等国家排名稳居前三，在全球 44 个国家排名 Top10。Star group 正通过标准化的地域扩张体系，将优势市场从原有的东南亚、中东拓展至欧美、拉美等地区，现已覆盖 150 多个国家地区，在多地市场成为头部音频应用。

图 21：StarMaker 全球排名一览（iPhone 音乐类 APP 畅销榜）



数据来源：七麦数据，西南证券整理

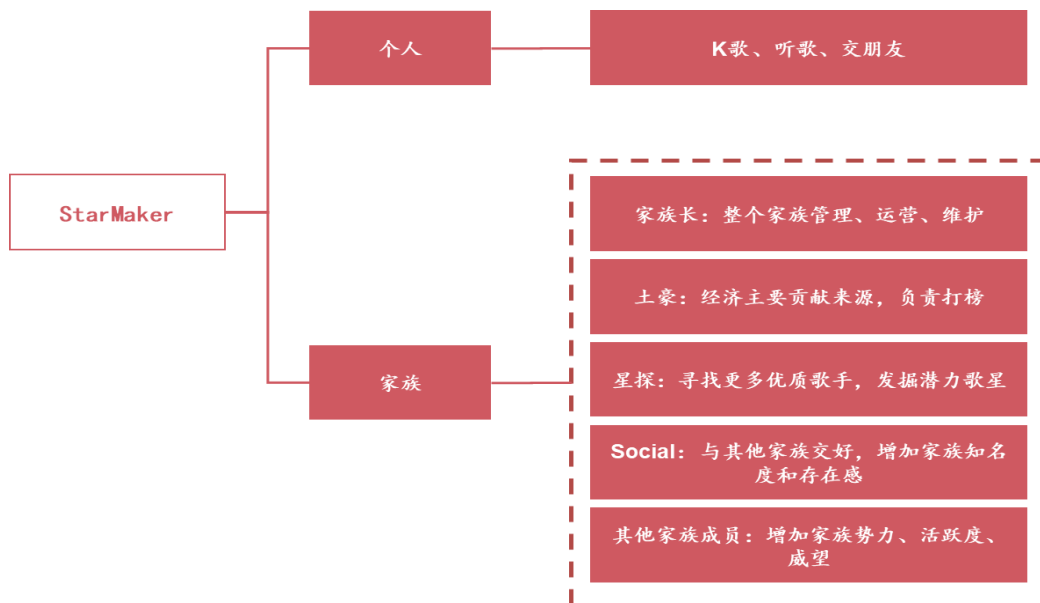
图 22：StarMaker 应用主要内容



数据来源：StarMaker APP，西南证券整理

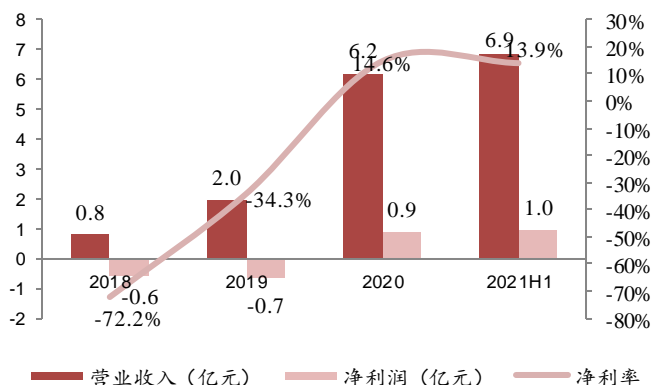
“家族化”业务模式增强用户粘性，多明星、网红互动提高知名度。StarMaker 坚持以 K 歌社交为主要路线，在不断优化改进业务，精细用户画像后，于 2019 年首次实现月度盈利。随着东南亚用户渗透率与付费率的提升，以及新兴市场的开拓，2021 上半年营收达到 6.9 亿元，同比增长 232%，净利率也达到 13.9%。StarMaker 在特有的“家族”模式下，各成员分工清晰，保证家族正常运行的前提下又提升了各用户粘性，让每位“家族”用户得到归属感与成就感。2021 上半年，月活跃用户超 2 千万，月均 ARPU 达 5.41 元，均保持快速增长。未来，公司还将进一步深挖音频社交娱乐领域变现方式，在把握东南亚优势市场前提下开拓新兴市场，有望进一步提升活跃用户数量，增厚公司业绩。

图 23: StarMaker 的“家族”运营模式



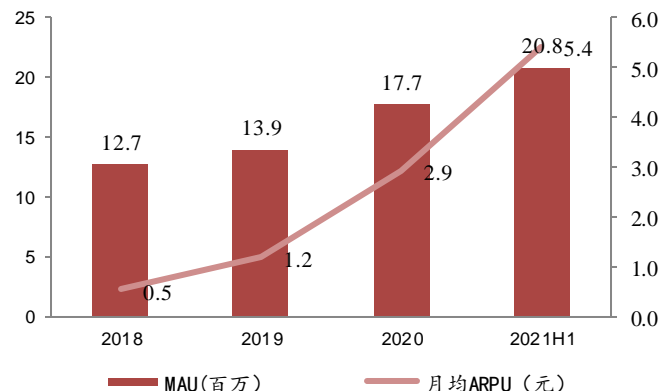
数据来源：扬帆出海 yfch，西南证券整理

图 24: 2018-2021H1 Star group 财务情况



数据来源：公司公告，西南证券整理，注：净利率在右轴显示

图 25: StarMaker 应用主要内容



数据来源：App Annie，公司公告，西南证券整理

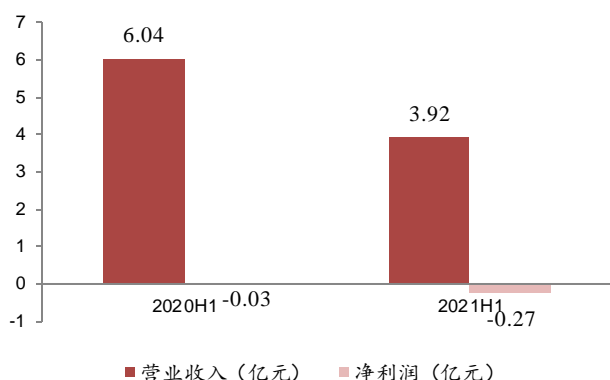
3.2 综合娱乐平台筑基，自研游戏加速增厚业绩

Ark Games 游戏平台夯实公司基础业务，自研新品保障业绩增长。Ark Games 在 2018 年正式启动，定位为公司重要的全球移动游戏平台，其业务涵盖移动游戏的研发、发行、运营、游戏代理发行，Ark Games 游戏品类众多，涵盖 MMORPG、RPG、SLG、休闲等。2021H1 Ark Games 实现营业收入 3.9 亿元，其中海外业务收入占比 48%，涵盖欧美、日韩、东南亚等优势市场；2021H1 净利润为-0.27 亿，系自研游戏集中在下半年发行，随着新游戏的推出发行，未来业绩有望好转。

Ark Games 自研游戏包括《仙剑奇侠传移动版》、《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》、《神魔圣域》，重点代理游戏包括《部落冲突》、《部落冲突：皇室战争》、《海岛奇兵》、《龙

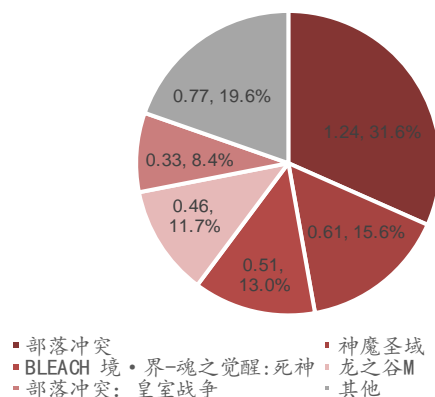
之谷 MM》等。2021 上半年,《部落冲突》实现营收 1.2 亿元,在游戏业务中占比最多,达 31.6%;而传统热游《神魔圣域》实现营收 0.6 亿元,占比 15.6%,势头依然强劲;《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》位居第三,营收达 0.5 亿元,占比 13%,游戏前三大头合计占比超 50%,盈利能力强劲。同时公司游戏研发也在持续推进,2021 年 7 月在东南亚双平台上线 MMORPG 类自研游戏《The Legend of Neverland》(中文名《梦幻岛传说》,原名《圣境之塔》),受到市场一直好评,预计 2022 年在大陆地区发行,游戏将由字节跳动全资子公司巨量引擎独家代理,市场表现值得期待。

图 26: 2020H1-2021H1 Ark Games 营业收入与净利润



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 2021H1 Ark Games 游戏收入结构



数据来源: App Annie, 公司公告, 西南证券整理

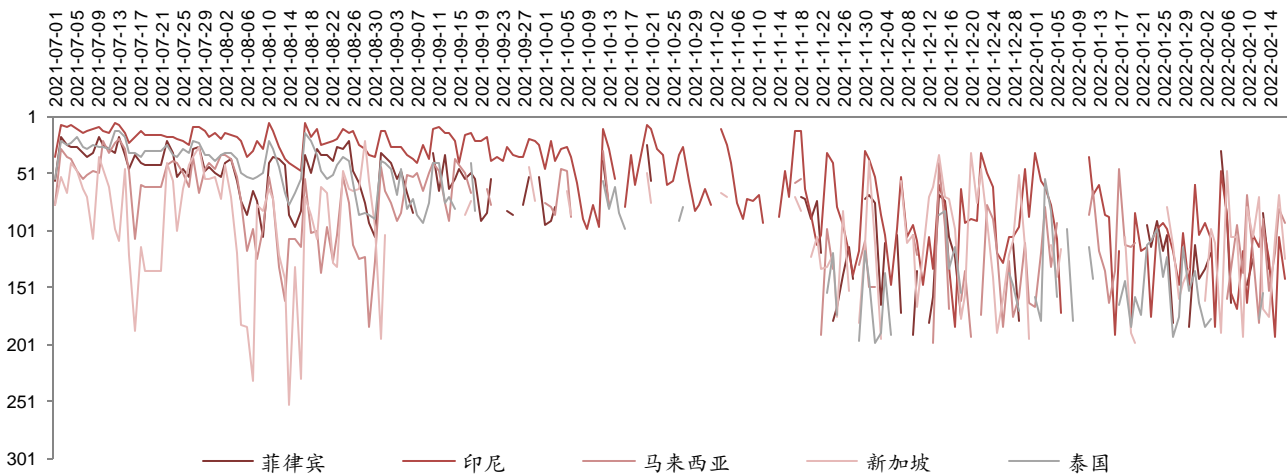
表 1: Ark Games 主要游戏一览

名称	题材类型	运营开发方式	上线时间
BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神	动作、角色扮演	自研	2018 年登陆中国大陆及港澳台地区, 2019 年陆续登陆东南亚、韩国、欧美等市场
神魔圣域	魔幻、MMORPG	自研	2016 年全球发行
The Legend of Neverland (圣境之塔)	卡牌、策略、RPG	自研	2021 年在东南亚上线, 预计 2022 年 Q1 在中国上线
仙剑奇侠传移动版	古风、MMORPG	自研	2020 年在中国大陆与港澳台地区上线
部落冲突:皇室战争	卡牌、策略	代理	2016 年在安卓、iOS 双平台同时进行全球发行
部落冲突	经营策略、战争、养成	代理	2012 年发行, 2016 年进入中国市场
龙之谷 M 海外版	冒险、MMORPG	代理	2018 年在繁体区域上线, 2019 年上线南美、非洲等市场
秘境召唤	欧美风、策略	自研	-
月下诱惑	卡牌、乙女	自研	欧美首测

数据来源: ArkGames 官网, 公司公告, 西南证券整理

Ark Games 游戏研发投入加大, 相关游戏储备充足。2021 年 7 月在东南亚双平台上线 MMORPG 类自研游戏《The Legend of Neverland》(《圣境之塔》), 受到市场一直好评, 预计 2022 年一季度在大陆地区发行, 游戏将由字节跳动全资子公司巨量引擎独家代理, 市场表现值得期待。除此以外, 公司自研的乙女类卡牌游戏《月下诱惑》依托欧美地区发行的女性互动小说 APP 开发, 在欧美地区测试数据优异, 次日留存超过 45%, 产品首月 ROI 超过 100%。其他还有《秘境召唤》、《守护》、《战龙传奇》等精品游戏同样值得期待。

图 28:《The Legend of Neverland》东南亚主要国家 iOS 游戏畅销榜排名



数据来源: 七麦数据, 西南证券整理

闲徕互娱深耕下沉市场棋牌娱乐赛道, 推出房卡模式变现稳定增长。闲徕互娱于 2008 年成立, 具备网络游戏研发、全球网络游戏发行、PC 及移动端软件商店三大业务体系, 公司以休闲游戏为切入口, 针对 3-6 线城市用户推出具有地方特色的麻将、斗地主等棋牌游戏, 经历十余年的游戏开发运营, 在游戏制作、宣传策划、市场营销等方面具有丰富的经验, 深受用户喜爱。而公司推出的房卡模式, 使得用户可以自由选择游玩的对象, 无论是亲朋好友娱乐还是交友互动, 都可以通过房卡建房, 在同一间房中切磋交流。这种消耗房卡模式的娱乐途径, 一方面将线下娱乐线上化, 带动低消费用户的参与, 另一方面每局消耗房卡也给对应的游戏增加了稳定的收入, 不会产生强迫充值、逼氪等负面反馈。

图 29: 闲徕互娱主要游戏



数据来源: 闲徕互娱官网, 西南证券整理

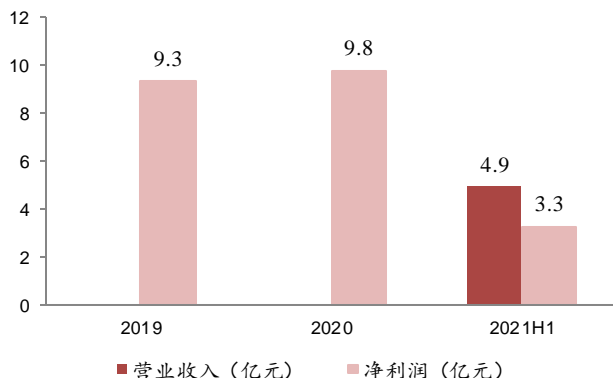
图 30:《闲来麻将》和《闲来斗地主》游戏界面



数据来源: 闲徕互娱官网, 西南证券整理

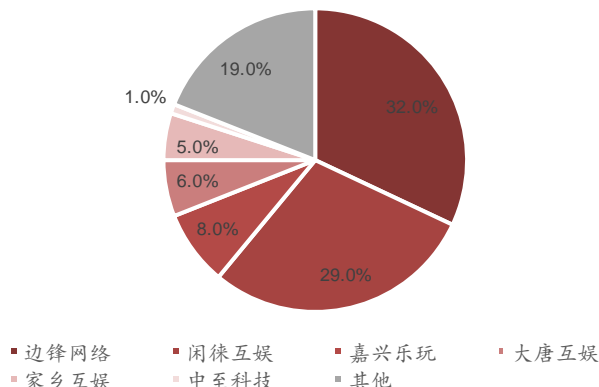
积极拓展探索游戏品类与变现服务, 提升用户忠诚度稳固市场份额。自 2020 年开始, 闲徕互娱将代理售卡模式转变为终端用户直接购卡, 并不断深耕下沉市场, 迎合不同地区用户差异需求, 业务覆盖率与渗透度也逐步提升。2020 年公司实现净利润 9.8 亿, 同比增长 5.4%, 2021 上半年实现营收 4.9 亿, 净利润 3.3 亿, 净利率高达 67%, 同时, 公司房卡棋牌市场份额达 29%, 位居同类型行业第二, 与第一的边锋网络市占率差距较小, 同时远超第三, 具有牢固的用户基础与护城河。未来随着差异化战略的继续执行, 以及广告、联运等多模式变现拓展, 用户数量与质量逐步提高, 将带动 DAU 与 ARPU 进一步提升。

图 31: 闲徕互娱营收与净利润



数据来源: 公司公告, 西南证券整理, 注: 净利率在右轴显示

图 32: 2021H1 房卡棋牌市场份额

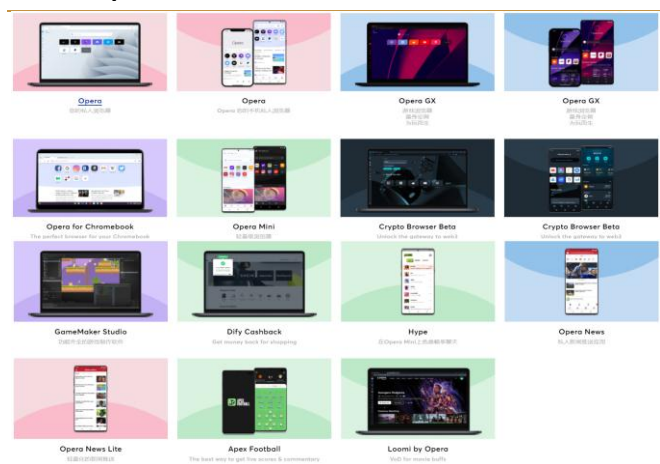


数据来源: App Annie, 公司公告, 西南证券整理

3.3 全方位布局互联网生态, 切入元宇宙发力新兴业务

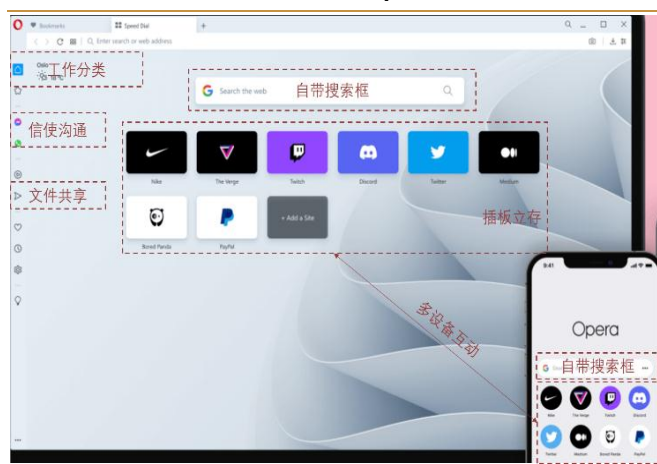
搜索与广告业务打通互联网生态, 围绕浏览器发散业务布局。公司 2021 年 1 月收购 Opera 后实现并表, 补全了综合互联网平台板块的重要拼图。Opera 作为世界知名的互联网品牌之一, 现已从老牌浏览器蜕变为 AI 驱动的新闻和服务分发平台。Opera 以移动浏览器为主打产品, 涵盖 PC 浏览器 (Opera for computers、Opera GX) 与移动浏览器 (Opera Mini、Opera for Android、Opera for iOS), 同时兼顾新闻分发 (Opera News)、游戏业务 (GamelMaker Studio、GXC)、社交聊天 (Hype) 等。目前已形成以 Opera 浏览器为主体, 新闻分发业务为导流, 游戏业务与浏览器深度结合, 金融科技为辅助支持的多业务发散的闭环系统, 拥有超过 4 亿的用户群体。

图 33: Opera 主要产品



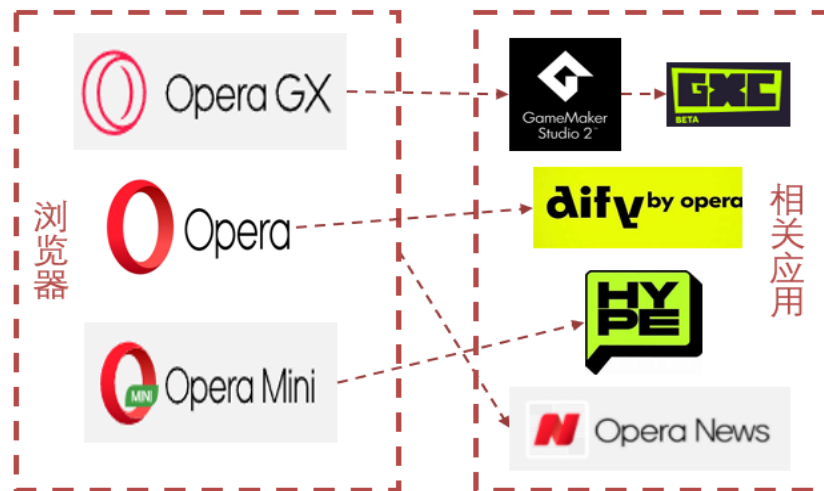
数据来源: Opera 官网, 西南证券整理

图 34: 适用于任何设备的多功能 Opera 浏览器



数据来源: Opera 官网, 西南证券整理

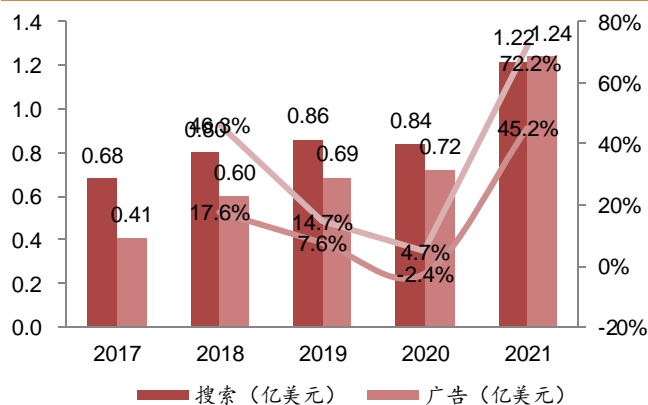
图 35: Opera 产品矩阵与业务互动



数据来源: Opera 官网, 西南证券整理

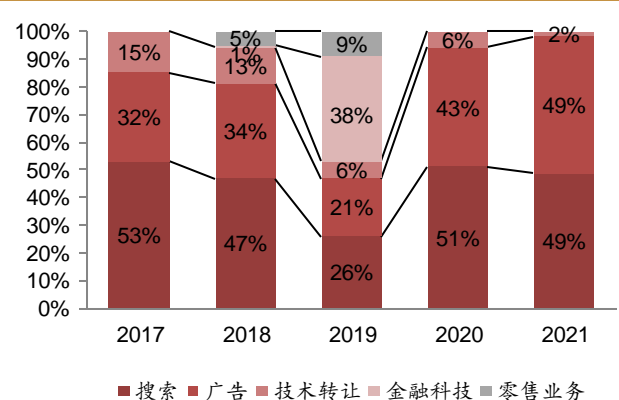
2021 年, Opera 的搜索业务实现营收 1.22 亿美元, 同比增长 45.2%, 广告业务实现营收 1.24 亿美元, 同比增长 72.2%, 二者占总营收的 90% 以上, 成为 Opera 的主要收入来源。另外, 搜索与广告业务从 2017 年开始保持持续增长, 得益于 Opera 持续推出、更新适用于不同终端的浏览器, 如 Opera Mini 适用于小型功能机, Opera for Android 针对高端安卓机定制改良, Opera GX 作为电脑游戏浏览器持续优化等。而 Opera News 则为 Opera 锁定基础用户与拓展潜在用户夯实基础; Opera News 服务最初在 2017 年内置于 Opera 浏览器中, 2018 年正式上线手机端应用商店, 自推出以来广受好评, 通过自研的 AI 技术与 Opera 浏览器庞大的基础用户体量, 实现在浏览器类内容、多形式的精准推送, 捕获目标群体, 实现用户的快速增长。2020 年 Q4 Opera News 的 PC 端 DAU 达 2.1 亿人次, 手机端 DAU 达 0.4 亿人次, 在基于 Opera 浏览器的庞大基础客户群体数量上得到发展后, 逐渐通过自身多样的内容与便利的推送服务实现自我增长。

图 36: Opera 搜索与广告业务营业收入



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 37: Opera 业务收入占比



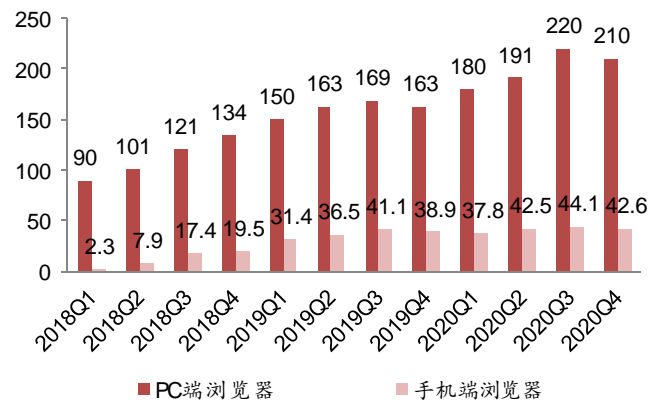
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: Opera 浏览器手机与 PC 端 MAU (百万)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 39: Opera News 手机与 PC 端 MAU (百万)

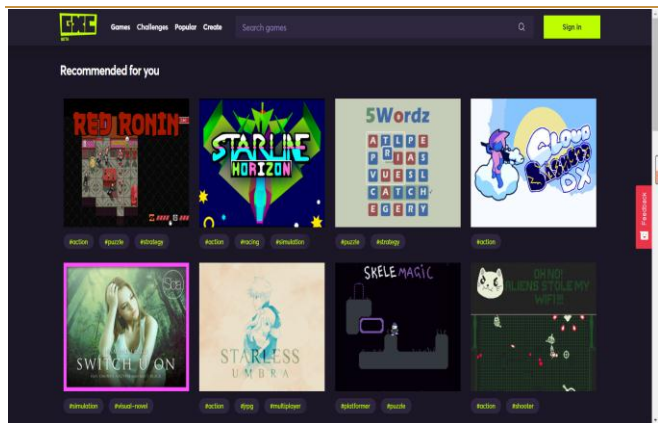


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

兼具游戏开发与投放构筑社区生态, “Opera+游戏”模式进军元宇宙。2019 年 Opera 推出 GX 浏览器, 2021 年收购 Game Maker Studio (GMS) 游戏引擎, 并发布游戏社区平台 GXC, 自此 Opera 通过面向游戏玩家的 Opera GX 浏览器、面向开发者的游戏引擎 GameMaker Studio、游戏社区平台 GXC 实现闭环, 开始进行元宇宙的打造。玩家可通过 Opera GX 浏览器一键启动原生游戏, 使用 GMS 的开发者可将游戏一键发布在 GXC 平台, 将游戏玩家和开发者有机地结合在一起, 为开发者降低游戏开发门槛, 同时为玩家提供海量优质游戏。

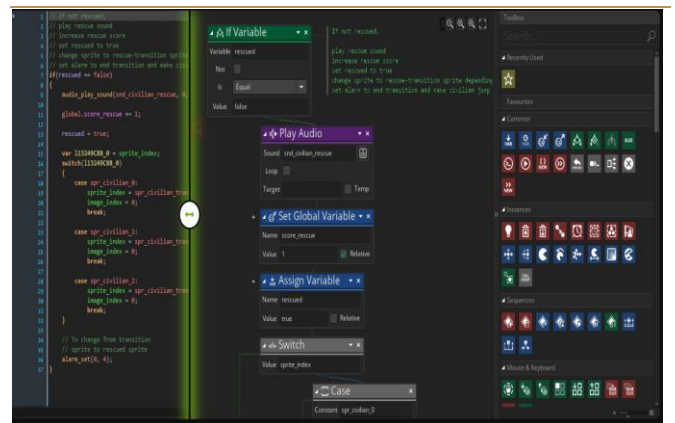
玩家通过下载 Opera GX 浏览器, 即可在 GXC 网页页面游玩云游戏, 无需下载至本地终端, 保证了玩家游玩的便利性。通过 GMS 强大的 GML 编码, 使用可视化代码系统 Drag and Drop, 使得初学者也能快速上手进行游戏编码, 保证的游戏开发者的积极性。同时 GXC 内设有玩家论坛, 创作者激励等, 鼓励玩家与玩家, 玩家与创作者良性互动, 保证了创作者收益, 增强了用户粘性。

图 40: GXC 游戏平台



数据来源: GXC 官网, 西南证券整理

图 41: Game Maker 可视化游戏编码制作环境



数据来源: YoYo Games 官网, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 关键假设

假设 1: Opera 为世界知名浏览器, 兼具资讯和服务分发平台, 旗下的 Opera News 逐步开拓欧美等发达国家, MAU 提升在引流同时也带动 ARPU 值提升; 针对游戏玩家的 Opera GX 浏览器搭载游戏引擎 GameMaker, 形成独立的游戏社区 GXC, 发展空间较大; 预计 2021-2023 年业务增速分别为 54%/35%/30%, 毛利率稳定在 96% 以上。

假设 2: Star group 正通过标准化的地域扩张体系, 打通商业化变现途径, 随着发达地区的渗透率逐渐提升, 有望带动 MAU 与 ARPU 值双增, 预计 2021-2023 年该业务增速分别为 125%/39.5%/30%, 未来高用户基数或将产生规模效应摊薄成本, 预计 2021-2023 年毛利率分别为 50%/51%/52%。

假设 3: 游戏业务板块, 综合娱乐平台闲徕互娱扎根根基, 同时 Ark Games 在自研游戏方面持续发力, 预计 Ark Games 2021-2023 年营收分别为 8/9.2/9.6 亿元, 净利率 0.5%/1.5%/2.5%; 闲徕互娱作为公司的现金牛业务, 主打棋牌娱乐, 深耕下沉市场, 推出的房卡组局有效开拓线上棋牌娱乐市场, 预计 2021-2023 年营收分别为 10/12/14 亿元, 净利率分别为 65%/67%/69%。

假设 4: 股权投资业务板块, 公司陆续在社交平台、人工智能、生物医药等方向进行了产业链投资布局, 公司与旗下的昆仑互联网智能产业投资基金先后投资了滴滴、DADA、Pony AI、赛睿生物等, 均产生较好收益。2021 年 Q3, 公司交易性金融资产为 12.4 亿元, 长期股权投资为 25.3 亿元, 其他非流动性金融资产达 57.5 亿元, 合计 95.4 亿元, 保守估计以原值的 70% 进行折价计算, 合计市值约 67 亿元。

表 2: 昆仑万维分业务收入及增速

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入	2739.5	4850.2	6300.5	7794.7
YOY	-25.7%	77.0%	29.9%	23.7%
营业成本	569.9	1212.6	1543.6	1870.7
毛利率	79.2%	75.0%	75.5%	76.0%
游戏业务				
收入	-	1800.0	2120.0	2360.0
YOY	-	-	17.8%	11.3%
Ark Games	-	800.0	920.0	960.0
YOY	-	-	15.0%	4.3%
闲徕互娱	-	1000.0	1200.0	1400.0
YOY	-	-	20.0%	16.7%
Opera				
收入	1077.0	1657.1	2237.0	2908.2
YOY	-53.9%	54.0%	35.0%	30.0%

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
成本	32.7	60.8	89.5	116.3
毛利率	97.0%	96.3%	96.0%	96.0%
Star Group				
收入	620.0	1393.2	1943.5	2526.5
YOY	214.7%	125%	39.5%	30%
成本	-	696.6	952.3	1212.7
毛利率	-	50%	51%	52%

数据来源：wind，公司年报，西南证券（注：2021年后单独按新板块划分拆分收入）

4.2 分部估值

Opera

Opera 估值选取同行业可比公司谷歌、百度、亚马逊进行对标，可比公司 22 年平均 PS 为 4 倍，昆仑万维股权占比为 54.5%。考虑到 Opera 在海外市场处于扩张期，且有完整的闭环业务，给予 2022 年略高于行业水平的 4 倍 PS，预计该板块市值约为 47 亿元。

表 3：Opera 可比公司与估值

代码	可比公司	股价	营业收入（亿美元）				PS（倍）				Opera 营收	股权占比	PS	板块市值
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E				
GOOG.O	谷歌	2544	2576.3	3012.6	3464.4	3907.0	7	6	5	4	21.6	54.5%	4	47
BIDU.O	百度	131	168.5	168.0	195.3	211.8	2	2	2	2				
AMZN.O	亚马逊	3070	4698.2	5477.8	6397.9	7293	3	3	2	2				
平均值							4	4	3	3				

数据来源：Wind，西南证券

Star Group

Star Group 估值选取同行业可比公司腾讯音乐、赤子城科技、挚文集团进行对标，可比公司 22 年平均 PS 为 1.1 倍，其中昆仑万维股权占比为 72.9%（2021H1 归母净利润 6943 万元/净利润 9527 万元）。考虑到 Star Group 强社交属性，且为首个采用 K 歌模式社交的音视频软件，在海外保持高增速，给予 22 年 2 倍 PS，因此可得该板块市值约为 28.3 亿元。

表 4：Star Group 可比公司与估值

证券代码	可比公司	股价	营业收入（亿元）				PS（倍）				Star Group 营收	股权占比	PS	板块市值
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E				
TMEN	腾讯音乐	5.0	312.4	305.7	322.4	335.8	1.7	1.8	1.7	1.6	19.43	72.9%	2	28.3
9911.HK	赤子城科技	2.9	23.6	32.3	45.1	60	1.4	1.1	0.8	0.6				
MOMO.O	挚文集团	5.0	145.8	146.1	154.8	-	0.4	0.4	0.4	-				
平均值							1.2	1.1	1	0.7				

数据来源：Wind，西南证券

游戏板块

游戏板块估值选取同行业游戏公司浙数文化、电魂网络、完美世界进行对标，可比公司 22 年平均 PE 为 13 倍。昆仑万维对闲徕互娱、Ark Games 全资控股，考虑到 Ark Games 自研游戏研发接近尾声，新游有望陆续上线商业化，闲徕互娱相关市场份额或将进一步提升，版号重发或将提振整体板块估值，给予游戏板块 22 年 15 倍 PE，可得该板块市值约为 123 亿元。

表 5：游戏业务可比公司与估值

证券代码	可比公司	股价	EPS (元)				PE (倍)				预测 净利润	股权 占比	PE	板块 市值
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E				
600633	浙数文化	7.4	0.39	0.46	0.52	0.60	21	16	14	12	8.18	100%	15	123
603258	电魂网络	25.1	1.59	1.37	1.75	2.03	20	22	14	12				
002624	完美世界	12.8	0.8	0.54	1.1	1.37	37	22	10	9				
平均值							26	20	13	11				

数据来源：Wind，西南证券

股权投资业务板块，保守估计以原值的 70% 进行折价计算，合计市值约 67 亿元。根据分部估值市值加总可得，预测 2022 年公司市值为 265.3 亿元，对应目标价 22.15 元，首次覆盖，给予“买入”评级，建议关注。

5 风险提示

游戏行业政策风险，市场竞争加剧的风险，并购业务不及预期风险，用户增长不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2739.53	4850.24	6300.51	7794.67	净利润	4991.92	1805.46	1870.06	2088.05
营业成本	569.94	1212.56	1543.63	1870.72	折旧与摊销	25.64	7.72	7.72	7.72
营业税金及附加	9.21	16.31	21.19	26.21	财务费用	28.69	48.50	63.01	77.95
销售费用	692.32	1265.91	1638.13	2182.51	资产减值损失	-24.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	600.91	842.82	1102.59	1480.99	经营营运资本变动	-621.88	1194.85	939.42	651.36
财务费用	28.69	48.50	63.01	77.95	其他	-3676.80	-400.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-24.97	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	722.59	2656.53	2882.20	2824.08
投资收益	3361.68	400.00	0.00	0.00	资本支出	590.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1292.01	0.00	0.00	0.00	其他	-167.62	400.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	422.47	400.00	0.00	0.00
营业利润	5032.29	1864.14	1931.97	2156.29	短期借款	-922.07	-1595.79	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.54	-2.84	-4.07	-3.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	5025.75	1861.30	1927.90	2152.63	股权融资	565.90	0.00	0.00	0.00
所得税	33.83	55.84	57.84	64.58	支付股利	-24.59	-487.11	-158.94	-170.59
净利润	4991.92	1805.46	1870.06	2088.05	其他	0.55	654.88	-63.01	-77.95
少数股东损益	-1.27	39.53	27.14	35.44	筹资活动现金流净额	-380.21	-1428.02	-221.94	-248.54
归属母公司股东净利润	4993.20	1765.93	1842.92	2052.61	现金流量净额	632.20	1628.52	2660.26	2575.54
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2369.61	3998.13	6658.39	9233.93	成长能力				
应收和预付款项	388.20	737.44	944.27	1165.66	销售收入增长率	-25.72%	77.05%	29.90%	23.71%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	240.37%	-62.96%	3.64%	11.61%
其他流动资产	417.00	465.05	498.06	532.08	净利润增长率	259.92%	-63.83%	3.58%	11.66%
长期股权投资	3737.46	3737.46	3737.46	3737.46	EBITDA 增长率	207.20%	-62.25%	4.29%	11.95%
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	10.01	7.29	4.57	1.84	毛利率	79.20%	75.00%	75.50%	76.00%
无形资产和开发支出	964.05	960.26	956.47	952.68	三费率	48.25%	44.48%	44.50%	48.00%
其他非流动资产	5353.31	5352.10	5350.89	5349.68	净利率	182.22%	37.22%	29.68%	26.79%
资产总计	13239.64	15257.73	18148.11	20972.33	ROE	51.57%	15.39%	13.91%	13.59%
短期借款	1595.79	0.00	0.00	0.00	ROA	37.70%	11.83%	10.30%	9.96%
应付和预收款项	1671.39	3355.84	4495.74	5363.62	ROIC	-2446.17%	-259.50%	-120.08%	-95.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	185.67%	39.59%	31.79%	28.76%
其他负债	292.52	166.76	206.11	244.99	营运能力				
负债合计	3559.70	3522.59	4701.85	5608.61	总资产周转率	0.23	0.34	0.38	0.40
股本	1197.78	1197.78	1197.78	1197.78	固定资产周转率	221.06	560.73	1062.90	2431.64
资本公积	763.97	739.97	739.97	739.97	应收账款周转率	7.68	10.96	9.94	9.62
留存收益	8776.74	10055.56	11739.54	13621.56	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	9676.97	11692.63	13376.62	15258.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.90%	—	—	—
少数股东权益	2.97	42.50	69.64	105.09	资本结构				
股东权益合计	9679.94	11735.13	13446.26	15363.72	资产负债率	26.89%	23.09%	25.91%	26.74%
负债和股东权益合计	13239.64	15257.73	18148.11	20972.33	带息债务/总负债	44.83%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.90	1.49	1.73	1.96
					速动比率	0.90	1.49	1.73	1.96
					股利支付率	0.49%	27.58%	8.62%	8.31%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	5086.61	1920.36	2002.69	2241.96	每股收益	4.17	1.47	1.54	1.71
PE	3.99	11.29	10.81	9.71	每股净资产	8.08	9.76	11.17	12.74
PB	2.06	1.70	1.49	1.31	每股经营现金	0.60	2.22	2.41	2.36
PS	7.28	4.11	3.16	2.56	每股股利	0.02	0.41	0.13	0.14
EV/EBITDA	2.57	5.33	3.78	2.23					
股息率	0.12%	2.44%	0.80%	0.86%					

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
持有：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 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 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 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn