

昆仑万维 (300418)

## 布局地方性棋牌市场，游戏投资双驱动

## ——公司首次覆盖报告

首次覆盖

评级：增持

目标价格：30.55

当前价格：24.03

2017.06.18

|                                                                                   |                    |                |                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------|------------------|
|  | 陈筱 (分析师)           | 吴斯 (研究助理)      | 苗瑜 (研究助理)        |
|  | 021-38675863       | 010-59312799   | 021-38032027     |
|  | chenxiao@gtjas.com | wusi@gtjas.com | miaoyu@gtjas.com |
| 证书编号                                                                              | S0880515040003     | S0880116010070 | S0880116090196   |

## 本报告导读：

公司游戏业务稳步发展，海外发行优势明显；收购闲徕互娱进军棋牌游戏领域，行业成长空间巨大，推动业绩增长；布局内容+平台，打造国际化新媒体和数字娱乐平台

## 投资要点：

- **首次覆盖目标价 30.55 元，给予“增持”评级。**公司享受手游行业红利，游戏业务有望持续快速发展；收购闲徕互娱进军棋牌游戏领域，在需求旺盛、政策放松的背景下，有望成为公司新的增长引擎。预计 2017-2019 年 EPS0.86/1.10/1.40 元，给予公司目标价 30.55 元，首次覆盖给予增持评级。
- **游戏行业持续增长，研发、渠道全面布局。**在游戏行业，尤其是手游行业快速发展的大背景下，昆仑万维一方面积极调整业务方向，手游贡献不断提升，同时储备大量优质 IP，研运一体化产品表现出色；另一方面，公司走出去和引进来战略明确，优势明显，打造发行龙头。公司有望享受行业红利，业绩实现持续快速增长。
- **收购闲徕互娱，装配持续增长的引擎。**闲徕互娱首先布局三线以下城镇及农村休闲棋牌竞技市场，先发优势明显；同时凭借独特的发展模式，市场表现十分强劲。棋牌游戏持续火热，政策风口放松带来的消费能力释放，同时平台政策风险降低。未来闲徕互娱业绩料将表现更加突出，为昆仑万维带来新的业绩增长点。
- **布局内容+平台，打造国际化新媒体和数字娱乐平台。**公司在游戏领域精耕细作，巩固公司游戏发行龙头地位，推动国际化游戏娱乐平台的建设。并在地区性棋牌游戏领域布局，抢占市场。同时发展浏览器和社交媒体，打造游戏制作与媒体运营的综合性娱乐集团。
- **风险提示：市场竞争风险，政策风险**

## 交易数据

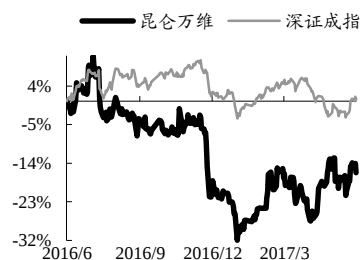
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 17.95-30.92 |
| 总市值 (百万元)        | 27,854      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 1,159/445   |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 38%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 1037.42     |
| 日均成交值 (百万元)      | 233.24      |

## 资产负债表摘要

|            |        |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 3,966  |
| 每股净资产      | 3.42   |
| 市净率        | 7.0    |
| 净负债率       | 13.44% |

| EPS (元) | 2016A | 2017E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.08  | 0.17  |
| Q2      | 0.13  | 0.20  |
| Q3      | 0.21  | 0.32  |
| Q4      | 0.03  | 0.17  |
| 全年      | 0.46  | 0.86  |

## 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M | 12M  |
|--------|----|----|------|
| 绝对升幅   | 3% | 5% | -12% |
| 相对指数   | 1% | 9% | -12% |

| 财务摘要 (百万元)  | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1,789 | 2,425 | 5,301 | 6,817 | 8,135 |
| (+/-)%      | -7%   | 36%   | 119%  | 29%   | 19%   |
| 经营利润 (EBIT) | 173   | 198   | 593   | 921   | 1,295 |
| (+/-)%      | -51%  | 15%   | 199%  | 55%   | 41%   |
| 净利润         | 405   | 531   | 999   | 1,274 | 1,628 |
| (+/-)%      | 24%   | 31%   | 88%   | 28%   | 28%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.35  | 0.46  | 0.86  | 1.10  | 1.40  |
| 每股股利 (元)    | 0.11  | 0.11  | 0.11  | 0.11  | 0.11  |

| 利润率和估值指标    | 2015A | 2016A | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 经营利润率 (%)   | 9.6%  | 8.2%  | 11.2%  | 13.5%  | 15.9%  |
| 净资产收益率 (%)  | 15.1% | 16.9% | 24.8%  | 24.6%  | 24.3%  |
| 投入资本回报率 (%) | 98.9% | 30.4% | 109.5% | 179.0% | 196.5% |
| EV/EBITDA   | 102.0 | 89.4  | 42.5   | 26.3   | 17.7   |
| 市盈率         | 67.5  | 51.4  | 27.4   | 21.5   | 16.8   |
| 股息率 (%)     | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   |



模型更新时间: 2017.06.16

## 股票研究

社会服务

传播文化业

## 昆仑万维 (300418)

### 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 30.55

当前价格: 24.03

2017.06.16

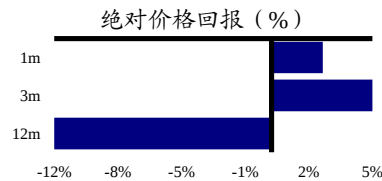
公司网址

www.kalends.cn

### 公司简介

公司是一家定位于全球化的综合性互联网集团, 一直致力于为用户群打造精彩的互动平台, 为用户提供丰富的创新应用。

集团具备三大业务体系: 全球游戏研发与发行、RC 社交语音通讯平台、Brothersoft 软件商店。



52 周价格范围

17.95-30.92

市值 (百万)

27,854

### 财务预测 (单位: 百万元)

#### 损益表

##### 营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

#### 资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

#### 现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

#### 财务指标

##### 成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

##### 收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

##### 运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

##### 偿债能力

资产负债率

净负债率

##### 估值比率

PE

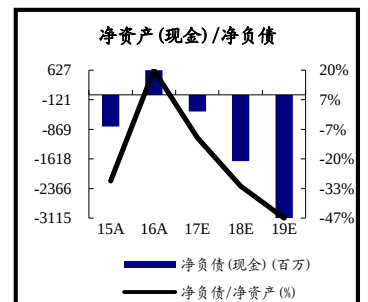
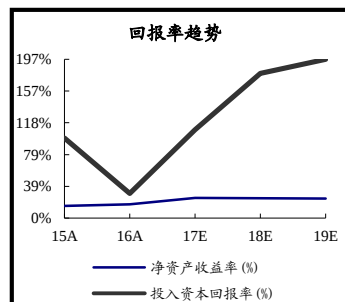
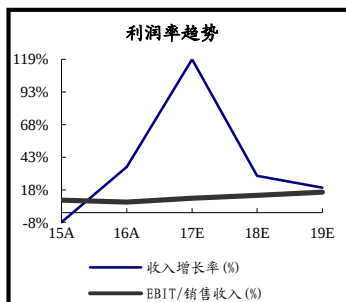
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

|               | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入         | 1,789  | 2,425  | 5,301  | 6,817  | 8,135  |
| 营业成本          | 699    | 1,140  | 2,333  | 2,841  | 3,195  |
| 税金及附加         | 5      | 4      | 9      | 12     | 14     |
| 销售费用          | 682    | 639    | 1,397  | 1,796  | 2,144  |
| 管理费用          | 231    | 444    | 970    | 1,247  | 1,488  |
| EBIT          | 173    | 198    | 593    | 921    | 1,295  |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益          | 159    | 493    | 513    | 450    | 420    |
| 财务费用          | -75    | 55     | 13     | -16    | -50    |
| 营业利润          | 403    | 557    | 1,059  | 1,355  | 1,734  |
| 所得税           | 11     | 24     | 45     | 58     | 74     |
| 少数股东损益        | 0      | 14     | 27     | 34     | 34     |
| 净利润           | 405    | 531    | 999    | 1,274  | 1,628  |
| 货币资金、交易性金融资产  | 1,048  | 1,076  | 2,123  | 3,371  | 4,817  |
| 其他流动资产        | 71     | 45     | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资          | 1,710  | 3,183  | 3,150  | 3,118  | 3,087  |
| 固定资产合计        | 25     | 26     | 16     | 6      | -4     |
| 无形及其他资产       | 293    | 1,031  | 695    | 704    | 711    |
| 资产合计          | 3,888  | 6,306  | 7,786  | 9,489  | 11,308 |
| 流动负债          | 1,183  | 2,383  | 3,872  | 4,567  | 5,117  |
| 非流动负债         | 25     | 742    | 72     | 720    | 720    |
| 股东权益          | 2,680  | 3,152  | 4,033  | 5,189  | 6,698  |
| 投入资本(IC)      | 170    | 624    | 518    | 493    | 631    |
| NOPLAT        | 168    | 190    | 568    | 882    | 1,240  |
| 折旧与摊销         | 80     | 106    | 23     | 25     | 27     |
| 流动资金增量        | 149    | 198    | 58     | 208    | 143    |
| 资本支出          | -8     | -12    | 335    | -13    | -13    |
| 自由现金流         | 389    | 482    | 984    | 1,103  | 1,397  |
| 经营现金流         | 192    | 357    | 1,203  | 1,155  | 1,483  |
| 投资现金流         | -1,644 | -1,957 | -1,963 | -1,633 | -1,857 |
| 融资现金流         | 1,719  | 1,648  | 1,806  | 1,726  | 1,820  |
| 现金流净增加额       | 267    | 49     | 1,046  | 1,248  | 1,446  |
| 收入增长率         | -7.5%  | 35.5%  | 118.6% | 28.6%  | 19.3%  |
| EBIT 增长率      | -51.1% | 14.9%  | 198.9% | 55.3%  | 40.6%  |
| 净利润增长率        | 24.2%  | 31.1%  | 87.9%  | 27.6%  | 27.8%  |
| 利润率           | 61.0%  | 53.0%  | 56.0%  | 58.3%  | 60.7%  |
| 毛利率           | 9.6%   | 8.2%   | 11.2%  | 13.5%  | 15.9%  |
| EBIT 率        | 22.7%  | 21.9%  | 18.8%  | 18.7%  | 20.0%  |
| 净资产收益率(ROE)   | 15.1%  | 16.9%  | 24.8%  | 24.6%  | 24.3%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 10.4%  | 8.4%   | 12.8%  | 13.4%  | 14.4%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 98.9%  | 30.4%  | 109.5% | 179.0% | 196.5% |
| 存货周转天数        | -      | -      | -      | 0      | 0      |
| 应收账款周转天数      | 55     | 65     | 65     | 65     | 65     |
| 总资产周转天数       | 546    | 767    | 485    | 463    | 467    |
| 净利润现金含量       | 0.47   | 0.67   | 1.20   | 0.91   | 0.91   |
| 资本支出/收入       | 0%     | 0%     | -6%    | 0%     | 0%     |
| 资产负债率         | 31.1%  | 49.6%  | 52.9%  | 50.0%  | 46.1%  |
| 净负债率          | -29.9% | 19.9%  | -10.4% | -32.2% | -46.5% |
| PE            | 67.5   | 51.4   | 27.4   | 21.5   | 16.8   |
| PB            | 9.9    | 8.4    | 6.6    | 5.1    | 4.0    |
| EV/EBITDA     | 102.0  | 89.4   | 42.5   | 26.3   | 17.7   |
| P/S           | 14.9   | 11.0   | 5.0    | 3.9    | 3.3    |
| 股息率           | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   |



## 目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 1. 逻辑故事.....                            | 4  |
| 2. 昆仑万维，打造国际化新媒体和数字娱乐平台 .....           | 4  |
| 2.1. 游戏起家，全面娱乐化、媒体化布局 .....             | 4  |
| 2.2. 手游助推业绩大幅增长，海外业务成中坚力量 .....         | 5  |
| 2.3. 公司管理层优秀，旗下子公司覆盖全球 .....            | 6  |
| 3. 游戏行业持续增长，研发、渠道全面布局 .....             | 7  |
| 3.1. 手游行业持续快速增长，海外市场前景广阔 .....          | 7  |
| 3.1.1. 游戏消费需求旺盛，行业景气度高 .....            | 8  |
| 3.1.2. 手游市场快速发展，全球化趋势明显 .....           | 9  |
| 3.2. 布局发行、代理、渠道游戏全产业链，全球运营优势明显 ....     | 10 |
| 3.2.1. 移动化、研运一体化，丰富 IP 储备为精品手游奠基 .....  | 10 |
| 3.2.2. 全球化运营战略助力，打造游戏发行龙头 .....         | 12 |
| 4. 地方棋牌游戏市场空间广阔，闲徕互娱有望为公司带来持续增长动力 ..... | 14 |
| 4.1. 地区性棋牌游戏需求、投资两头旺，市场潜力巨大 .....       | 14 |
| 4.1.1. 消费需求激发，地区性棋牌游戏火爆 .....           | 14 |
| 4.1.2. 政策风向看松，消费群体得到释放，平台风险降低 .....     | 15 |
| 4.1.3. 地区性棋牌类游戏运营模式多样 .....             | 17 |
| 4.2. 收购闲徕互娱，装配持续增长的引擎 .....             | 18 |
| 5. 流量增益+投资收益，助力集团协同发展 .....             | 19 |
| 5.1. 浏览器+同志社交 APP，大数据促进板块协同发展 .....     | 19 |
| 5.1.1. 收购 Opera 浏览器，促进浏览器+新闻资讯协同 .....  | 19 |
| 5.1.2. 收购 Grindr，发展社交媒体业务 .....         | 19 |
| 5.2. 内容端及社交领域投资布局，收益丰厚 .....            | 20 |
| 6. 目标价 30.55 元，首次“增持”评级 .....           | 20 |
| 6.1. 核心假设 .....                         | 20 |
| 6.2. 盈利预测 .....                         | 21 |
| 6.3. 相对估值法 .....                        | 22 |
| 6.4. 绝对估值法 .....                        | 22 |
| 7. 风险提示 .....                           | 23 |
| 7.1. 市场风险 .....                         | 23 |
| 7.2. 政策风险 .....                         | 23 |



## 1. 逻辑故事

首次覆盖给予增持评级。预测公司 2017/18/19 年 EPS0.86 元、1.10 和 1.40 元。给予公司目标价 30.55 元，较现价 28%空间。

与众不同的逻辑：

1. 市场认为昆仑万维以页游起家，移动游戏研发能力弱。我们认为昆仑万维一方面积极调整业务方向，手游贡献不断提升，同时储备大量优质 IP，研运一体化产品表现出色；另一方面，公司走出去和引进来战略明确，优势明显，打造发行龙头。公司有望享受行业红利，业绩实现持续快速增长。
2. 市场认为在线棋牌市场竞争激烈，同时面临着政策风险。我们认为闲徕互娱首先布局三线以下城镇及农村休闲棋牌竞技市场，先发优势明显；同时凭借独特的发展模式，市场表现十分强劲。棋牌游戏持续火热，政策风口放松带来的消费能力释放，同时平台政策风险降低。未来闲徕互娱业绩料将表现更加突出，为昆仑万维带来新的业绩增长点。
3. 市场认为昆仑万维只是一家游戏公司。我们认为华昆仑万维作为从事游戏制作与媒体运营的综合性互联网企业。聚焦于“打造海外领先的社交媒体和内容平台”这一发展战略，积极升级与拓展主营业务。通过集团大数据协调驱动形成三大平台业务，包括移动游戏平台（昆仑游戏、闲徕互娱）、海外软件商店平台（1mobile）、社交媒体平台（Opera 与 Grindr）。同时，公司保持敏锐的投资嗅觉，挖掘具备潜力的互联网增量点，投资标的从移动游戏到互联网工具、视频直播、人工智能，为公司带来丰厚的投资收益。形成了以五大产品为核心的互联网产业布局以及由内容付费、广告收入、投资收益构成的利润增长点。

## 2. 昆仑万维，打造国际化新媒体和数字娱乐平台

### 2.1. 游戏起家，全面娱乐化、媒体化布局

昆仑万维是一家从事游戏制作与媒体运营的综合性互联网集团，定位于打造国际化、全球化平台。公司前身昆仑有限成立于 2008 年，创建初期主要业务集中于网页游戏的代理、研发与制作。2009 年始，公司将经营领域拓展至海外业务，相继在日本、美国、英国、韩国等地区建立子公司，网络游戏覆盖数十国家及地区，建立起全球游戏网络。2012 年进入手游市场，代理《部落冲突》等多款人气手游。2016 年公司加速战略布局进程，通过收购新闻信息流 opera 与社交软件平台 Grindr 两大社交媒体平台建立流量入口，同年又现金收购地方棋牌游戏闲徕互娱 51% 股权，与现有的昆仑游戏形成协同效应，推动移动游戏平台发展。

表 1: 昆仑万维历史沿革

| 时间 | 事件 |
|----|----|
|----|----|

|             |                                |
|-------------|--------------------------------|
| 2008 年      | 公司前身昆仑有限成立，初期业务以页游为主           |
| 2009 年      | 昆仑日本成立，开启全球化布局战略               |
| 2011 年      | 公司改称昆仑万维，上线 1Mobile 软件应用平台     |
| 2012 年      | 代理手游《部落冲突：皇室战争》，进入手游市场         |
| 2016 年 2 月  | 收购新闻信息流 OperaSoftwareASA 33%股权 |
| 2016 年 3 月  | 收购社交软件平台 Grindr 61.5%股权        |
| 2016 年 12 月 | 收购棋牌游戏闲徕互娱 51%股权               |
| 2017 年 3 月  | 1mobile 建设定增项目获批               |
| 2017 年 5 月  | 完成收购 Grindr 剩余 38.5%股权         |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司以三大平台、五大产品为依托，深入挖掘互联网增量潜力空间。公司聚焦“打造海外领先的社交媒体和内容平台”这一发展战略，积极升级与拓展主营业务，通过集团大数据协调驱动形成三大平台业务，包括移动游戏平台（昆仑游戏、闲徕互娱）、海外软件商店平台（1mobile）、社交媒体平台（Opera 与 Grindr）。同时，公司保持敏锐的投资嗅觉，挖掘具备潜力的互联网增量点，投资标的从移动游戏到互联网工具、视频直播、人工智能，为公司带来丰厚的投资收益。自此，公司形成以五大产品为核心的互联网产业布局以及由内容付费、广告收入、投资收益构成的利润增长点。

图 1：昆仑万维互联网产业布局一览



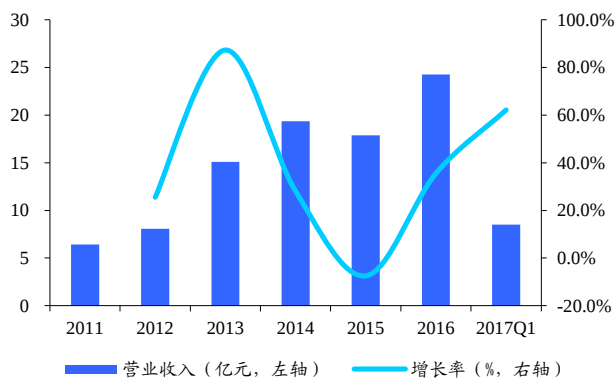
数据来源：公司公告

## 2.2. 手游助推业绩大幅增长，海外业务成中坚力量

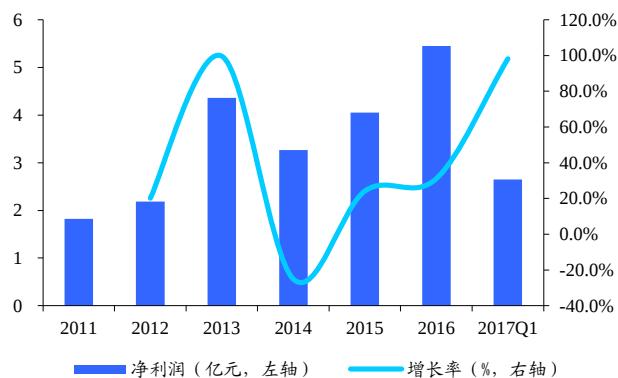
全面广泛的业务布局以及丰厚的投资收益为公司业绩增长提供充足保障。2016 年公司营业收入 24 亿元，净利润达到 5.45 亿元，2011 年至 2016 年公司营收复合增长率达到 30.5%，净利润复合增长率达到 24.2%，这得益于公司游戏业务的协同发展、软件商店的稳步扩张以及投资收益的巨大贡献。2017 年第一季度因游戏板块快速增长以及闲徕互娱并入报表影响，公司净利润达到 2.6 亿元，同比增幅达到 98%。

图 2：公司营业收入大幅增长

图 3：公司净利润保持向上发展趋势



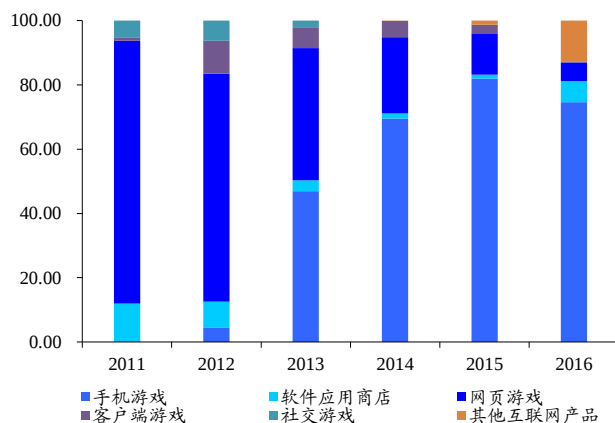
数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

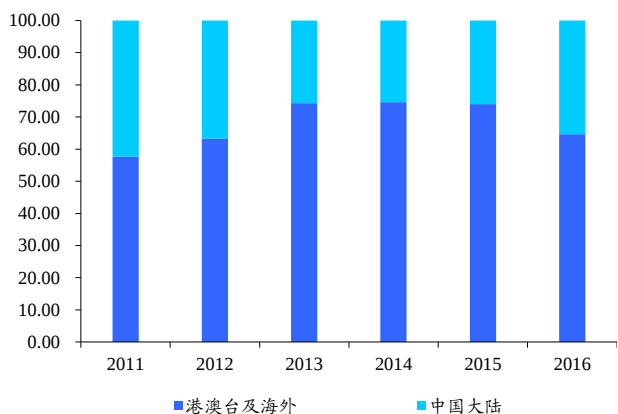
**手游成营收中坚力量，海外业务不断扩张。**2013 年以前公司营收主要来源于网页游戏，2011 年业绩占比超 80%。2012 年代理《部落战争》开启手游时代，次年手游业绩靓丽，营收占比首超页游，手游业务也成为公司重点经营的领域，2016 年手游占比已超 70%。公司全球化战略布局使得公司海外业务不断扩张，常年营收占比在 60%以上，海外软件商店 1mobile 也因此受益持续发力，近几年业务占比不断上升，2016 年比例达到 6.5%。其他互联网产品收入主要来源于男同社区 Grindr 的并表影响。

图 4: 手游成为公司重点经营领域 (单位: %)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 5: 海外业务是公司收入主要来源 (单位: %)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 2.3. 公司管理层优秀，旗下子公司覆盖全球

**董事长深耕互联网，股权集中有利于做出重大决策。**公司控股股东及实际控制人为周亚辉，直接持有与通过盈瑞世纪间接持有公司 25.6% 的股份。作为公司董事长，周亚辉不仅深耕游戏经营领域，还具备独特远见的互联网投资眼光，投资包括映客、快看、趣分期等多家独角兽公司，可见其对互联网时代潮流的深入见解。同时，公司前十大股东股权占比超 60%，有助于公司做出正确的重大决策，实现打造互联网时代数字娱乐与国际传媒的战略目标。

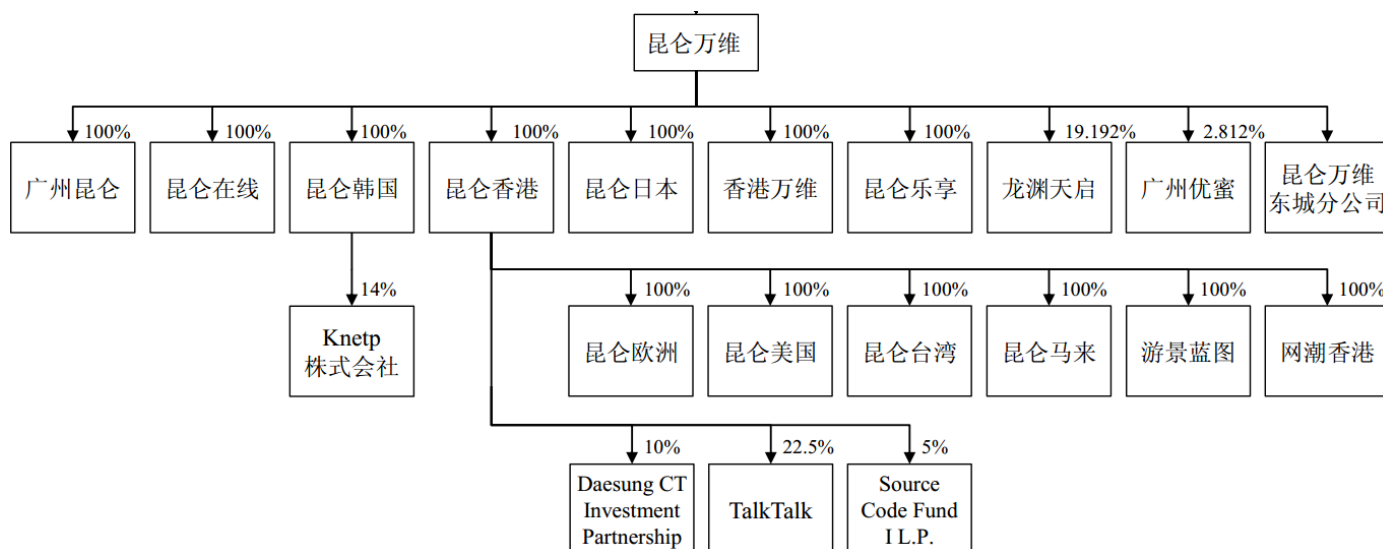
表 2: 公司股权结构情况 (截至 2017 年 4 月)

| 排名 | 股东名称                             | 占总股本比例(%) |
|----|----------------------------------|-----------|
| 1  | 李琼                               | 17.89     |
| 2  | 北京盈瑞世纪软件研发中心(有限合伙)               | 17.29     |
| 3  | 周亚辉                              | 16.27     |
| 4  | 王立伟                              | 5.04      |
| 5  | 兴业银行股份有限公司-中邮战略新兴产业混合型证券投资基金     | 1.97      |
| 6  | 中国农业银行股份有限公司-中邮信息产业灵活配置混合型证券投资基金 | 1.41      |
| 7  | 深圳天风天成资产管理有限公司                   | 0.93      |
| 8  | 宁波昆仑博观信息科技中心(有限合伙)               | 0.89      |
| 9  | 宁波昆仑博远信息科技中心(有限合伙)               | 0.87      |
| 10 | 陈芳                               | 0.85      |
| 合计 |                                  | 63.41     |

资料来源: wind, 国泰君安证券研究

公司子公司众多，分工明确。公司实行“总部游戏发行中心+海外子公司”的架构方式，旗下有众多海外子公司，包括昆仑韩国、昆仑美国、昆仑日本等，各个子公司分工明确，专注经营、开发、宣传本土化产品，体现出公司全球化战略布局目标。

图 6: 公司拥有众多分工明确的子公司



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 3. 游戏行业持续增长，研发、渠道全面布局

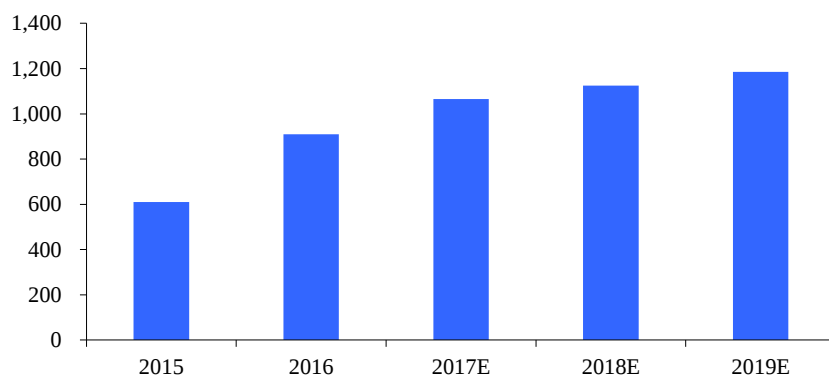
在游戏行业，尤其是手游行业快速发展的大背景下，昆仑万维一方面积极调整业务方向，手游贡献不断提升，同时储备大量优质 IP，研运一体化产品表现出色；另一方面，公司走出去和引进来战略明确，优势明显，打造发行龙头。公司有望享受行业红利，业绩实现持续快速增长。

#### 3.1. 手游行业持续快速增长，海外市场前景广阔

### 3.1.1. 游戏消费需求旺盛，行业景气度高

消费需求推动全球游戏市场迎来爆发，预计 2019 年市场规模达到 1186 亿美元。知名数据机构 SuperData 发布的 2016 年全球游戏市场报告显示，2016 年全球游戏市场规模达到 910 亿美元，同比增长率高达 49%，其中移动游戏市场规模达到 405 亿美元，首次超过 PC 端游戏的市场规模，占比 44.6%，成为最大的游戏分支。其中，亚太地区的游戏收入为 428 亿美元，占比达到 47%，排名第一位，其后为北美地区和欧洲地区，占比分别为 25% 和 24%。在亚太地区，游戏收入排名前三的国家依次为中国、日本、韩国。其中中国 2016 年游戏产业规模实现 244 亿美元，同比增长 17.7%。另据 Newzoo 报告数据预测，至 2019 年，全球游戏收入总和预计达到 1186 亿美元。

图 7：全球游戏市场规模将持续扩张



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

中国游戏市场庞大的用户基础为行业高增速提供保证。2016 年，中国游戏用户规模达到了 5.66 亿，接近半个国家的人都玩游戏。反映到游戏市场销售收入上，过去 7 年其年化增长率达到 33.7%。2016 年，中国游戏市场实际销售收入达到 1655.7 亿元人民币，同比增长 17.7%。据市场研究机构 Niko Partners 发布报告称，2017 年中国游戏市场规模将达到 260 亿美元（合 1768 亿元），到 2021 年这一规模将提高到 350 亿美元（合 2380 亿元）。中国游戏玩家数量和游戏营收也将出现迅猛增长。

图 8：中国游戏用户规模达到 5.66 亿

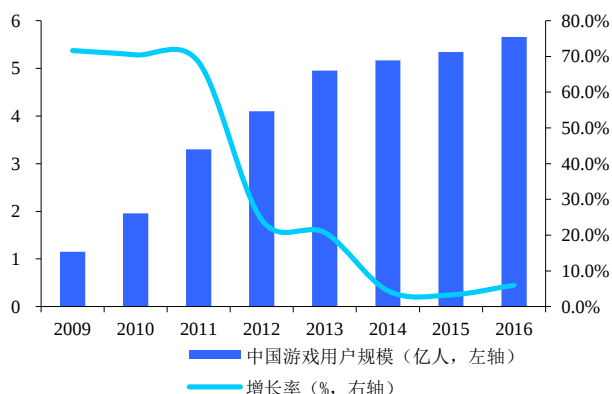
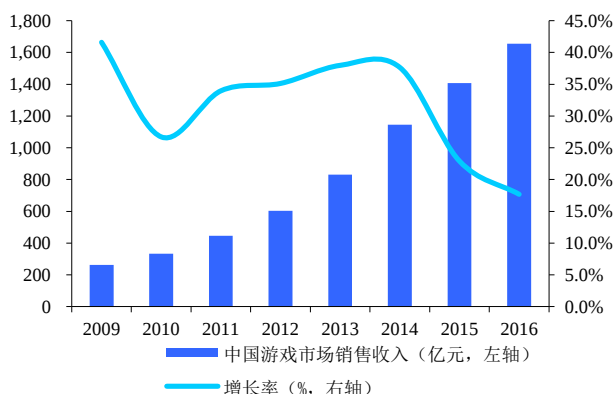


图 9：中国游戏市场销售收入持续增加



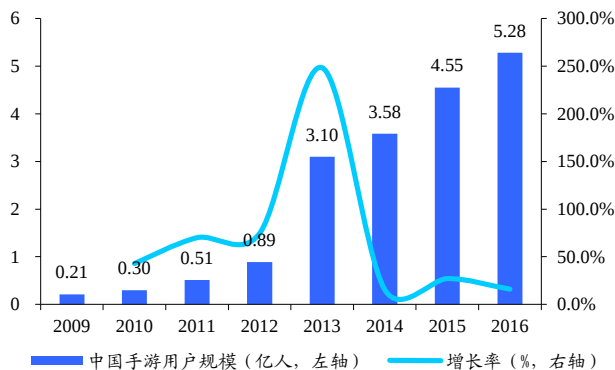
数据来源:《2016 年中国游戏产业报告》, 国泰君安证券研究

数据来源:《2016 年中国游戏产业报告》, 国泰君安证券研究

### 3.1.2. 手游市场快速发展, 全球化趋势明显

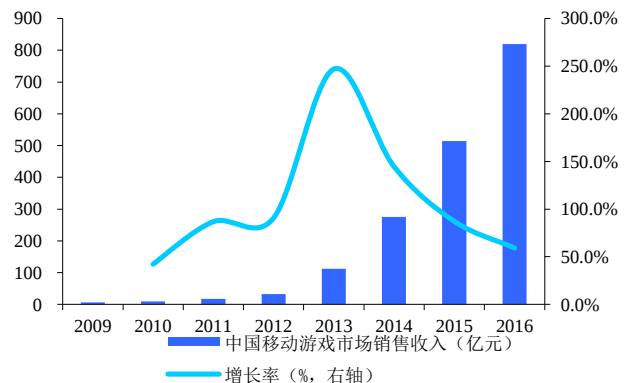
手游行业收入快速增长, 过去 5 年年复合增长率高达 90.8%。近几年由于移动设备的普及以及上网门槛的下移, 中国手游用户规模保持逐年增长态势, 至 2016 年用户规模达到 5.28 亿人, 同比增长 16%。由此手游行业迎来高速收入增长期, 过去 5 年手游年复合增长率高达 90.8%, 2016 年市场规模高达 819.2 亿元, 同比大幅增长 59.2%。手游行业的大幅扩张可以归因于以网易为代表的传统端游企业大规模进军手游市场, 推出了如《梦幻西游》、《阴阳师》等移动端产品, 深受玩家欢迎, 而昆仑万维也推出《艾尔战记》、《神魔圣域》等热门产品, 受到市场热门追捧。其次, 长通勤时间和快生活节奏使得玩家对游戏移动化的需求加深。

图 10: 中国手游用户规模逐年增加



数据来源:《2016 年中国游戏产业报告》, 国泰君安证券研究

图 11: 中国手游行业收入增长迅猛

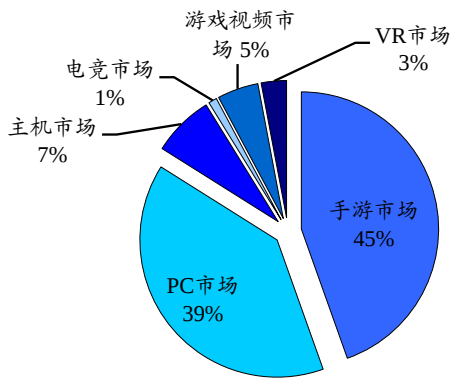


数据来源:《2016 年中国游戏产业报告》, 国泰君安证券研究

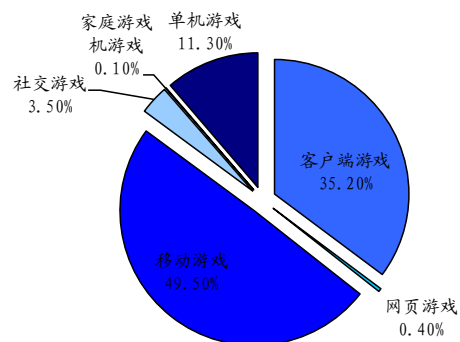
手游领域消费偏好度超过 PC 市场。从全球范围来看, 按细分市场划分, 2016 年手游游戏市场占比超过客户端游戏市场达到 45%, 成为份额最大、增速最快的细分市场, 这主要受到类似《口袋妖怪: GO》与《部落冲突: 皇室战争》这样热门游戏的驱动。从中国市场结构来看, 2016 年传统的端游市场销售收入 585.2 亿元, 同比下降 4.8%, 而手游市场销售收入高达 819.2 亿元, 同比大幅增长 59.2%。足以见出手游受到市场的青睐。据艾媒咨询预计, 2017 年中国手机游戏市场规模会达到 1087.6 亿元, 2018 年达到 1283.5 亿元。

图 12: 2016 年全球游戏市场收入构成

图 13: 2016 年中国游戏收入构成



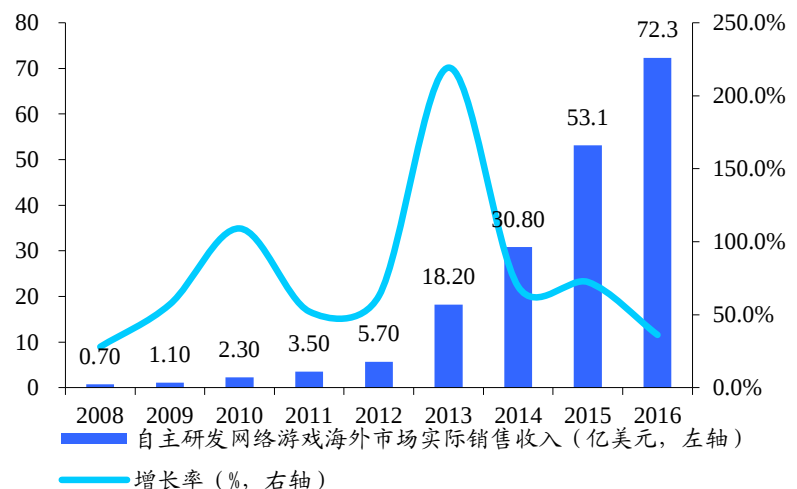
数据来源: SuperData, 国泰君安证券研究



数据来源: 《2016 年中国游戏产业报告》, 国泰君安证券研究

**海外市场收入再创新高, 手游国际化标准有望提高。**2016 年, 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入为 72.3 亿美元, 同比增长 36.2%。随着国内游戏市场逐渐走向成熟, 越来越多的游戏厂商将目光转向海外, 挖掘海外市场的发展潜力。据 R2Games 研究显示, 日本、美国、中国大陆的手游规模占比居前三位, 其中日本 2015 年手游规模增速为 25.2%, 美国为 28.9%, 中国大陆为 72%, 均高于全球手游规模增长率 24.4%。另外, 中东、东南亚地区普遍增速在 40%-60%区间, 进入门槛也相对较低。但随着时间推移, 新兴市场红利减少, 手游市场走向成熟化、模式化, 只有研发深度高、本土化开发、强 IP 化的优质游戏才能得到市场认可, 这一方面需要长期游戏领域的精耕细作, 另一方面也对全球化布局提出更高要求。

图 14: 中国游戏海外市场收入迅速增长



数据来源: SuperData, 国泰君安证券研究

## 3.2. 布局发行、代理、渠道游戏全产业链, 全球运营优势明显

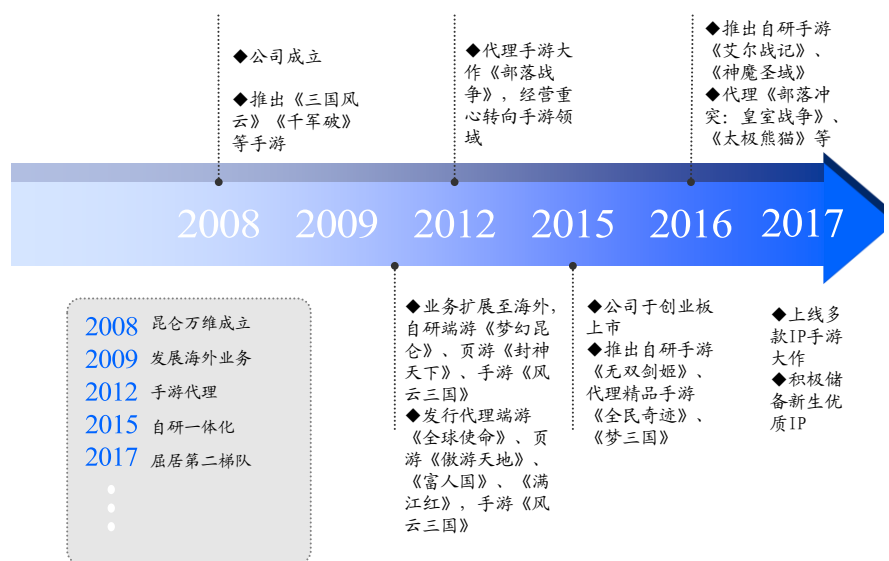
### 3.2.1. 移动化、研运一体化, 丰富 IP 储备为精品手游奠基

从页游到手游, 从代理运营到研运一体, 公司稳步走在游戏产业最前端。



公司起家于网页游戏的研发与代理，推出《三国风云》、《千军破》等，次年将业务扩展至海外领域，推出自研端游《梦幻昆仑》、页游《封神天下》、手游《风云三国》等，同时还海外发行代理《傲视天地》、《富人国》、《满江红》等多款优质页游。2012年起，以代理《部落冲突》为转折点，公司将重心转移至手游发行代理，诸如《海岛奇兵》、《啪啪三国》等手游产品。2015年于创业板上市后，公司向研运一体化、代理精品化转型升级，相继推出《艾尔战记》、《无双剑姬》等自研手游，并代理《部落冲突：皇室战争》、《梦三国》等优质手游，受到游戏玩家的高度认可。

图 15：昆仑万维游戏业务发展历程

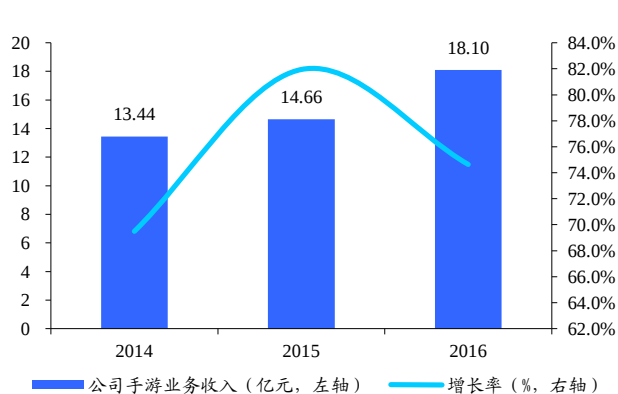


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

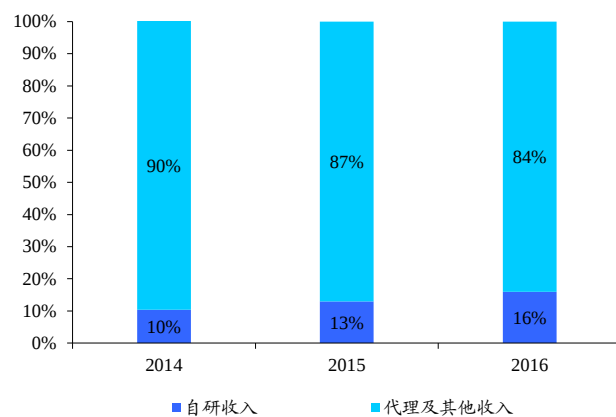
公司研运一体化产品有望持续快速增长。2016年，昆仑游戏收入 19.56 亿元，占公司总营业收入的 80.7%，其中手游收入 18.1 亿元，同比增长 23.42%，占游戏收入的 92.5%，成为公司业绩的主要贡献力量。公司手游业务的突出表现归因于自研产品的推出以及精品手游的代理。同时公司向研运一体化产品倾斜，2016 年自研收入占游戏收入比例较 2014 年上升 6 个百分点。据估计，公司平均一个游戏的研发成本平均为两千万，发行后首月便可实现净盈利。在丰富 IP 储备和出色的自研能力支持下，公司研运一体化产品有望持续快速增长。

图 16：昆仑万维手游收入及营收占比情况

图 17：手游自研及代理发行收入比例情况



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**公司积极储备优质 IP，研发、代理精品游戏。**公司自 2016 年开始侧重 IP 经营战略，将目标定位于经典 IP，以及 90 后、二次元人群追捧的新生优质 IP。公司积极储备购买 IP 资源，与大字资讯就开发《仙剑》、《轩辕剑》、《大富翁》等全球华人最受欢迎的经典 IP 达成战略合作协议。此外，昆仑游戏还获得影视 IP《终结者 2》、动漫 IP《BLEACH》以及端游 IP《希望》、《洛奇》、《神泣》手游改编权。公司 2017 年预计上线包括《死神》、《轩辕剑汉之云》在内的 7 款自研手游，将已有 IP 资源以游戏形式进行变现，在 2018 年以后公司将围绕 IP 资源开展更多形式的深度经营与创作。

表 3: 昆仑万维 2017 年预计上线的手游

| 游戏名称     | 游戏类型   | IP 类型 | 上线时间      | 游戏介绍                                         | 发行地区        |
|----------|--------|-------|-----------|----------------------------------------------|-------------|
| 《偷星九月天》  | 动作类    | 动漫 IP | 2017 年 Q2 | 首款国产动漫题材，日式 Q 萌画风，漫画销量累计超 5000 万册            | 全球          |
| 《终结者 2》  | 策略类    | 影视 IP | 2017 年 Q2 | 欧美末日题材，热门电影《终结者》系列 IP                        | 全球          |
| 《死神》     | 动作类    | 动漫 IP | 2017 年暑期  | 日漫三大巨头之一，受众广泛                                | 东南亚、中韩及港台地区 |
| 《轩辕剑汉之云》 | 大型多人在线 | 影视 IP | 2017 年 Q3 | 采用中式古典唯美画风，主打大地图国战玩法，与电视剧联动推出                | 全球          |
| 《洛奇》     | 大型多人在线 | 端游 IP | 2017 年 Q4 | 韩式卡通风格，主打宠物和副本玩法，日本、北美热门端游                   | 全球          |
| 《希望 OL》  | 大型多人在线 | 端游 IP | 2017 年 Q4 | 端游是由韩国游戏公司 PLAYWITH 推出的 3D 视角卡通网游，国内运营超 10 年 | 全球          |
| 《神泣》     | 大型多人在线 | 端游 IP | 2017 年 Q4 | 端游是一款强调生死对抗的 MMO，画风制作精美                      | 全球          |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 3.2.2. 全球化运营战略助力，打造游戏发行龙头

良好的发行模式架构使得更多的精品产品通过公司发行海外，巩固公司在手游海外发行中的龙头地位。公司坚持全球化运营战略，实行“总部游戏发行中心+海外子公司”的架构方式，海外业务收入多年稳居 60% 以上。公司是国内最早进行页游海外发行的公司之一，从 2009 年开始先后在日本、欧洲、美国等地设立子公司，这种“总部+海外子公司”

的架构方式通过组建深度本地化技术处理的研发体系，更能够提升游戏体验，有助于“走出去”战略的顺利实施。近年来公司海外收入占总营收比例保持上升，2016 年达到 64.6%，其中大部分来自于代理本土游戏出口海外所得。公司游戏产品已覆盖十多个国家和地区，其代理的海外手游产品包括《啪啪三国》、《时空猎人》、《梦三国》等数十款。

图 18：昆仑万维海外发行的游戏产品



数据来源：GPC CNG and IDC

与“走出去”齐头并进的是“引进来”战略。公司不断扩大和深化与全球一流游戏厂商的合作伙伴关系，代理发行国际精品游戏大作，巩固国内手游发行市场的第一梯队。面对国内市场，公司于 2015 年 7 月份末全球同步上线《愤怒的小鸟 2》，2016 年成功引进了芬兰 Supercell 公司开发的全球现象级游戏《部落冲突：皇室战争》并于 2016 年 3 月全球版本上线，让国内玩家第一时间与全球玩家实时竞技。据 SuperData 发布的数据报告，《部落冲突：皇室战争》2016 年度全球收入达到 11 亿美元，位列排名第三位置，取得了非凡的成绩。

图 19：昆仑万维引进代理的国际精品游戏产品



数据来源：公司公告



公司在游戏领域精耕细作，紧追风口，离不开公司全球化战略与研运方向的调整。随着手游市场走向成熟化，公司丰富的 IP 储备为研运精品游戏提供更多变现渠道，例如将影视、动漫与游戏宣传进行联动，扩大受众人群。与此同时，通过全球各个子公司分支开发游戏渠道及资源，向国内外输送精品游戏产品，巩固公司游戏发行龙头地位，推动国际化游戏娱乐平台的建设。

## 4. 地方棋牌游戏市场空间广阔，闲徕互娱有望为公司带来持续增长动力

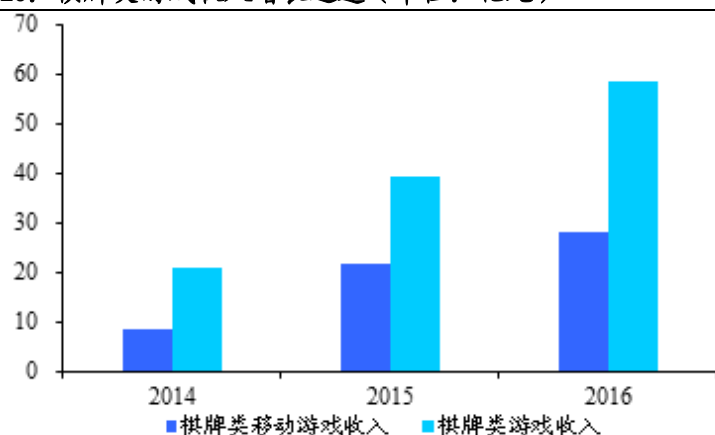
昆仑万维于 2016 年底收购地方特色休闲竞技公司闲徕互娱。闲徕互娱首先布局三线以下城镇及农村休闲棋牌竞技市场，先发优势明显；同时凭借独特的发展模式，市场表现十分强劲。棋牌游戏持续火热，政策风口放松带来的消费能力释放，同时平台政策风险降低。未来闲徕互娱业绩料将表现更加突出，为昆仑万维带来新的业绩增长点。

### 4.1. 地区性棋牌游戏需求、投资两头旺，市场潜力巨大

#### 4.1.1. 消费需求激发，地区性棋牌游戏火爆

全民娱乐热潮下，地区性棋牌游戏发展进入新阶段。随着人民群众文化消费支出水平不断提高，游戏尤其是手机游戏市场蓬勃发展，棋牌游戏作为一个之前受到忽视的市场，表现出了强劲的发展势头与巨大的发展空间。棋牌游戏从最初联众、JJ 是主打全国性、陌生人竞技的棋牌；发展到各式各样的线上比赛出现；再到 2016 年熟人棋牌竞技模式的爆发，展现出了消费者旺盛的消费需求，目前市面上各式各样的地区性棋牌游戏层出不穷，吸引了超过 3 亿用户。未来随着三四线城市用户的崛起，棋牌游戏市场将进一步扩大。

图 20：棋牌类游戏收入增长迅速（单位：亿元）

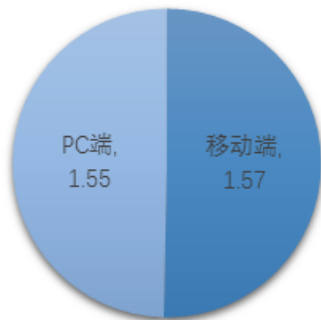


数据来源：伽马数据，国泰君安证券研究

三大玩家特点使地方棋牌类游戏相对于其他游戏发展更火热。2016 年地方性棋牌游戏用户已经超过 3 亿，规模庞大，相对于其他游戏玩家，地

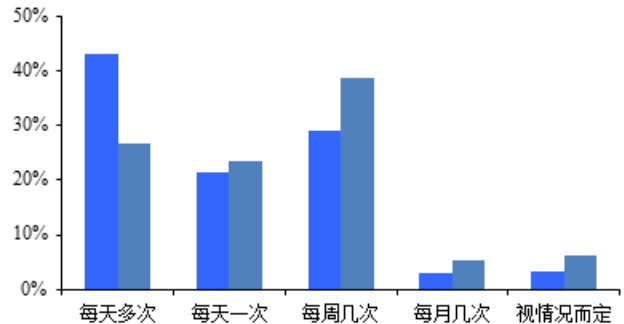
方性棋牌游戏玩具有以下三大特点。**第一，游戏生命周期长，具有地方特色。**相对于一些火爆一时后逐渐沉寂的游戏，棋牌游戏几十年几百年仍旧存在，不同地区的游戏种类和规则不一。**第二，用户覆盖面广，且游戏使用频次高。**年轻人到中老年人都乐于参与，地方棋牌类游戏用户也正趋于年轻化，同时从使用频次来看，近半数移动端用户每天多次参与游戏。**第三，占用时间碎片化，用户黏度高。**棋牌类游戏一局耗时较短，玩家可充分利用零碎时间，同时游戏规则简单容易上手，用户黏度高。总之，地方棋牌类游戏这一细分领域由于易上手、趣味性、覆盖广等特点而风靡全国。

图 21: 地方棋牌游戏用户规模超 3 亿 (单位: 亿人)



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

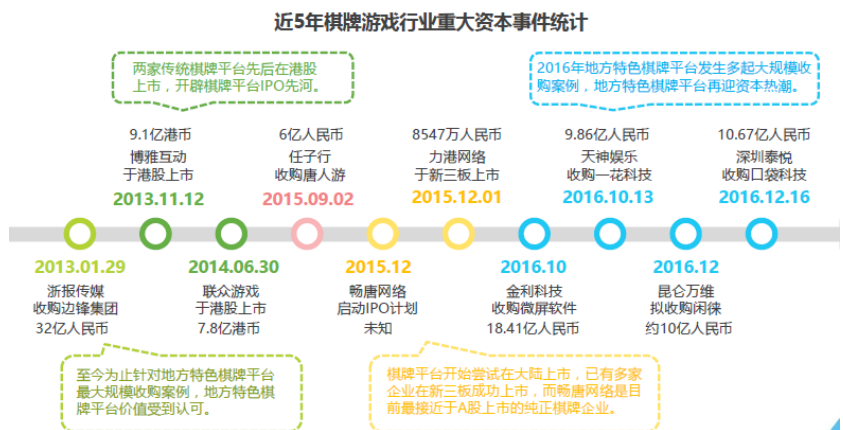
图 22: 地区性棋牌游戏用户使用频次高



数据来源: 伽马数据, 国泰君安证券研究

**地方性棋牌类游戏领域蓝海待开发，掀起投资热潮。**数据显示，目前文化部门备案且可查询的棋牌平台 213 家，但其中同时在线不足千人的平台多达 166 家，同时在线万人以下的平台 29 家，只有 18 家平台能够保持万人以上的同时在线量，意味着只有少数具备创新和快速行动能力的企业才能拥有较大的生存空间。市场的飞速发展带来投资热潮，从 2013 年到 2016 年大的并购项目就有十起之多，投资人对地方性棋牌游戏公司的看好，显示了这一蓝海领域的未来发展潜力。

图 23: 地方特色棋牌游戏公司出现收购热潮



数据来源: 艾瑞咨询

#### 4.1.2. 政策风向看松，消费群体得到释放，平台风险降低

国家政策监管严格一直限制着消费群体规模。2017 年之前，为了打击赌博行为，我国对各类游戏进行严格监管，出台了一系列法律法规对游戏

涉嫌网络赌博行为进行约束。各地虽然禁令具体内容不一，但大致上对游戏涉赌数额进行了非常严格的规定，基本上超过 500 元就被认定为赌博，有些地方甚至规定涉赌金额为 100 元。国家的严格监管有力打击了赌博行为，但也在某些程度上抑制了人民群众游戏娱乐的热情。许多人由于担心一不小心超过金额限制而选择放弃棋牌游戏。

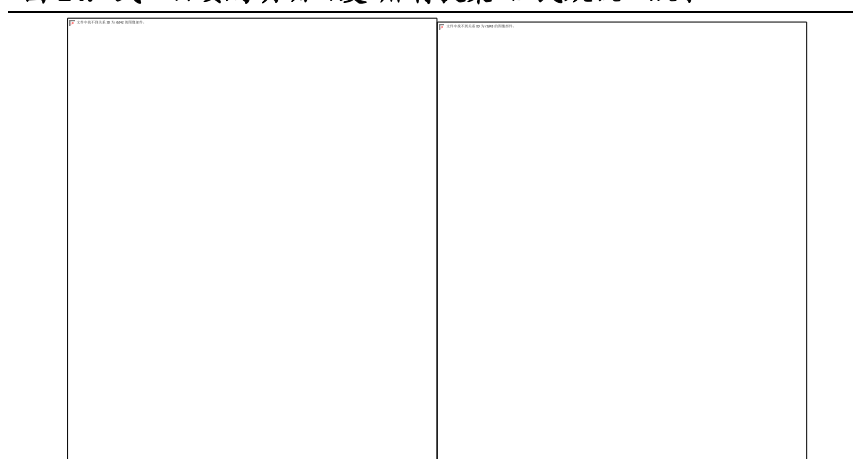
**表 4：国家严格监管网络游戏**

| 时间     | 文件名称                         | 主要内容                                                                                 |
|--------|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 2009 年 | 《关于加强网络游戏虚拟货币管理工作的通知》        | 进一步规范了网络游戏虚拟货币的发行和交易行为，要求加大执法力度，严厉打击利用虚拟货币从事赌博等违法犯罪行为。                               |
| 2010 年 | 《网络游戏管理暂行办法》                 | 规定从事网络游戏上网运营、网络游戏虚拟货币发行和网络游戏虚拟货币交易服务等网络游戏经营活动的单位，应当向省、自治区、直辖市文化行政部门申请并取得《网络文化经营许可证》。 |
| 2012 年 | 《关于规范网络游戏经营秩序 严禁利用网络游戏赌博的通知》 | 为切实解决网络游戏涉嫌赌博问题，公安部、文化部、信息产业部、新闻出版总署决定在全国范围内组织开展规范网络游戏经营秩序、严禁利用网络游戏赌博的专项工作。          |

数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

**地方政策开始松动，棋牌正常消费热情释放。**2017 年 2 月武汉市一政协委员提出《关于以“法治思想”厘清“麻将娱乐”与“麻将打赌”的边界，让武汉市民打麻将不再惶惶不安的提议》，被称为全国首个“麻将提案”。5 月武汉市公安局的明确回复表明，1000 元以下的棋牌游戏属于娱乐不违法。这一回复虽然只是地方性政策，但这一迹象或将暗示政策严打的时代即将结束，棋牌娱乐在中国群众基础广泛，其他地区或将相继出台相关政策，这将有利于棋牌正常消费的释放。另一方面，在线棋牌娱乐平台虽然不涉及赌博，但一直被严格监管，在政策风向放松的情况下，平台的政策风险也有所降低。

**图 24：武汉公安局明确回复“麻将提案”让民众放心娱乐**



数据来源：新浪新闻

#### 4.1.3. 地区性棋牌类游戏运营模式多样

地区性棋牌游戏平台处于多家公司竞争状态，模式多样化。瞄准旺盛的消费需求，地方性棋牌游戏公司层出不穷，目前文化部门备案且可查询的棋牌平台 213 家，但公司质量层次不齐，目前主要存在三种主要模式：老牌典型模式，线上线下赛事结合模式，以及熟人模式。

**老牌经典模式——同城游。**2003 年成立的同城游经历了十几年的发展，目前注册用户数超过 1.58 亿，月度活跃用户数超过 600 万人，朝最具地方特色的社交游戏平台挺进。同城游模式的特点在于发展稳健，是地方特色游戏棋牌品类最多、覆盖地区最广的地方游戏平台。其中多而广的棋牌品类开发及接地气的产品、规则设定是帮助同城游多年来持续吸引地方特色棋牌用户的主要特点所在。

**线上+线下赛事结合模式——联盛科技。**联盛科技采取差异化经营策略，通过电视电竞节目，加强地方特色产品以及“线上+线下”赛事活动的持续开展，增强了对用户的吸引力，增加了用户的留存率。截止至 2016 年上半年，注册用户达到 2000 万人，活跃用户 200 万人。此外，联盛科技的综合运营能力也十分突出，目前已经建立了从游戏品牌建设、服务器的架设及维护、媒体宣传、活动策划、合作渠道拓展，到玩家客户服务等完整的运营体系。

图 25：联盛科技举办线下赛事促进游戏业务



数据来源：公司官网

**熟人模式——闲徕互娱。**作为成立刚一年多的公司，闲徕互娱以其独特的熟人模式，打造与众不同的娱乐平台，短短一年盈利 2.8 亿。产品创新、快速行动是闲徕互娱发展的精神和动力，也是闲徕平台实现快速发展的根本原因。在不到两年的时间内，闲徕互娱已先后推出《闲来麻将》、以及《熊猫四川麻将》、《闲来广东麻将》、《闲来陕西麻将》等三十余款

极具地方特色休闲竞技游戏，日活跃用户 300 万+，平台累计用户量达上亿人次，且核心用户粘性远远高于一般水平。

图 26：闲徕互娱运营模式

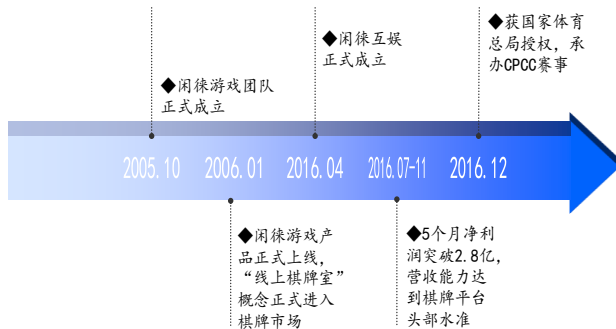


数据来源：艾瑞咨询

#### 4.2. 收购闲徕互娱，装配持续增长的引擎

闲徕互娱发展迅猛，盈利丰厚。昆仑万维于 2016 年以 10.2 亿现金收购闲徕互娱。闲徕互娱尽管是 2016 年 4 月才刚刚成立，但其核心团队于 2015 年底就已完成组建并瞄准了地方特色棋牌这一细分领域市场的爆发机会，凭借其产品研发的高效、运营服务的高质量 and 营销策略的针对性迅速打开市场，牢牢占据同类市场的行业领军位置。随着旗下产品的不断上线和成功运营，经营业绩开始出现爆发性增长，2016 年 4 至 11 月八个月的营业收入为 4 亿元，净利润为 2.4 亿元。闲徕互娱的成功主要在于首先是发现了三线以下城镇及农村休闲棋牌竞技市场，闲徕互娱与腾讯、新浪等企业一样获得国家体育总局竞技二打一全国锦标赛首批承办授权。

图 27：闲徕互娱发展迅速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 28：闲徕互娱旗下产品丰富



数据来源：公司官网

熟人模式+三级代理，闲徕互娱成功的核心。闲徕互娱能在短短一年时间内异军突起，成为棋牌游戏领域的后起之秀，其成功秘诀在于独特的熟人模式和房卡三级代理制度。熟人模式指熟人之间通过社交软件联系约局进行游戏，玩家需要需要通过购房卡启动房间并邀请好友进入，每张房卡售价 3 元，每张卡可玩 8 局，玩家可通过微信上的链接从代理处购房卡。这样的熟人模式可以突破地域限制，聚齐好友玩游戏，与其

他游戏与陌生人匹配组局相比更有乐趣与社交意义。而代理模式则使每一位玩家都成为了潜在的代理商，大大节省了推广成本。

图 29：闲徕互娱熟人线上棋牌室大获成功

| Top Companies<br>iOS - Games - China - Nov 2016 |                                |    |              |      |
|-------------------------------------------------|--------------------------------|----|--------------|------|
| #                                               | By Downloads                   |    | Headquarters | Apps |
| 1                                               | Tencent (腾讯)                   | =  | 中国           | 334  |
| 2                                               | NetEase (网易)                   | ▲1 | 中国           | 254  |
| 3                                               | Vivendi                        | ▲1 | 法国           | 733  |
| 4                                               | Weipai                         | ▼2 | 中国           | 8    |
| 5                                               | Giant Interactive Group (巨人网络) | ▲3 | 中国           | 11   |
| 6                                               | TzuLun Wang                    | ▲  | 中国           | 0    |
| 7                                               | Xianlai Games (闲来游戏)           | =  | 中国           | 17   |
| 8                                               | Electronic Arts                | ▲1 | 美国           | 191  |
| 9                                               | 4399 (四三九九)                    | ▼3 | 中国           | 97   |
| 10                                              | Happy Elements (乐元素)           | =  | 中国           | 34   |

数据来源：APP12345

图 30：房卡三级代理使所有玩家成为潜在推广者



数据来源：NBE 游戏工作室

闲徕互娱凭借独特的发展模式，市场表现十分强劲，同时公司首先布局三线以下城镇及农村休闲棋牌竞技市场，先发优势明显。在棋牌游戏持续火热以及政策风口放松带来的消费能力释放下，未来闲徕互娱业绩将表现更加突出，为昆仑万维带来新的业绩增长点。

## 5. 流量增益+投资收益，助力集团协同发展

### 5.1. 浏览器+同志社交 APP，大数据促进板块协同发展

#### 5.1.1. 收购 Opera 浏览器，促进浏览器+新闻资讯协同

**收购 Opera 浏览器，打造综合平台级应用。**公司以全资子公司 Kunlun Tech Limited（香港万维）为投资主体参与成立买方团，收购 Opera Software ASA 持有的 Opera Software AS100%的股权。Opera Software AS 将继承原 Opera 品牌以及旗下移动浏览器和桌面浏览器等核心技术专利，并拟在原 Opera 浏览器产品上新增新闻资讯的精准推送功能，使其成为集搜索、导航、内容分发、社交为一体的综合平台级应用，进而商业模式也从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等，延伸至广告变现。搭载新闻资讯精准推送功能，可以增加浏览器用户的使用频次和粘性。随着用户打开次数、搜索频次、阅读数量、在线时长等数据的提升，势必会为 Opera 浏览器激发新的活力，且将与公司其他业务板块产生显著的协同效应。

#### 5.1.2. 收购 Grindr，发展社交媒体业务

**收购 Grindr,布局亚文化社交媒体业务。**公司于 2016 年以 9300 万美金的价格购买 Grindr 61.53%的股份。Grindr 是全球最大的同性恋社交平台，公司将重点市场从年初的美国和英国，扩大至北美、拉美、欧洲各国、东南亚等国家和地区，月活跃用户较年初有大幅提升。Grindr 商业



模式包括会员费与平台广告收入，其会员费收入、付费转化率及广告收入均有不同程度的提升。未来，随着会员数量的增加，以及广告投放的巨大潜力，预计 Grindr 会呈现长期稳定增长的发展态势。公司通过亚文化社交媒体所积累的用户大数据以及广告变现能力，将与公司的游戏业务、社交媒体业务、软件商店平台业务等其他板块产生显著的协同效应。

图 31：全球最大的同性恋社交平台 Grindr



数据来源：公司官网

## 5.2. 内容端及社交领域投资布局，收益丰厚

成立投资子公司，围绕产品矩阵布局投资。为拓展新业务，昆仑万维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。通过对外投资等手段保持着对互联网前沿趋势的敏锐嗅觉，公司已在移动游戏、互联网工具、视频直播、亚文化领域、人工智能等方向精准卡位。其中昆仑万维持有趣分期解除协议控制后的运营主体快乐时代 19.21% 股权，随着趣分期未来上市，昆仑万维将获得更大收益。未来，公司还将继续聚焦互联网软件与服务领域，以大数据、人工智能、新兴娱乐、社交媒体等方向为核心，围绕公司现有产品矩阵，继续在内容端以及社交领域进行投资布局。

## 6. 目标价 30.55 元，首次“增持”评级

### 6.1. 核心假设

我们的核心假设如下：

#### (1) 营收：

游戏板块：游戏经营是公司的传统业务，2016 年手游占比已超 70%。公司近几年推出的自研手游无 IP 背景，为此公司自 2016 年开始便开始侧重 IP 经营战略，将目标定位于更新的经典 IP，以及 90 后、二次元人群追捧的新生优质 IP。公司 2017 年全年预计上线包括《死神》、《轩辕剑汉之云》在内的 7 款自研授权 IP 手游，将已有 IP 资源以游戏形式进行变现，在 2018 年以后公司将围绕 IP 资源开展更多形式的深度经营与创作。得益于手

游行业的持续快速增长,保守预计公司游戏板块收入维持在 30% 左右的增速。毛利率保持 50%左右的水平。

棋牌游戏:公司收购优质地区性棋牌游戏公司闲徕互娱,涉足棋牌游戏板块。闲徕互娱于 2017 年并表,预计未来随着闲徕互娱进一步扩展地区市场,收入将进一步增加。预计公司棋牌板块收入 2017 年接近 20 亿元,得益于棋牌游戏市场的火热以及政策的放松,未来保持 30%左右的增速,毛利率保持在 60%左右的水平。

投资业务:公司过去一年投资业务收入表现亮眼,成立了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。公司已在移动游戏、互联网工具、视频直播、亚文化领域、人工智能等方向精准卡位。其中公司全资子公司昆仑香港多次向趣分期进行投资,昆仑万维持有趣分期解除协议控制后的运营主体快乐时代 19.21%股权,给公司带来了丰厚投资回报,随着趣分期未来上市,预计公司将获得更大收益。

## (2) 费用:

公司管理费用率和销售费用率基本维持稳定。

## 6.2. 盈利预测

根据我们的核心假设,我们预计 2017-2019 年,公司可实现的收入分别为 53.01、68.17 和 81.35 亿元,同比增长 119%、29%和 19%;实现归属母公司的净利润分别为 9.99、12.74 和 16.28 亿元,同比增长 88%、28%和 28%,对应 2017-2019 EPS 分别为 0.86 元、1.10 元和 1.40 元。

表 5: 利润表 (人民币: 百万元)

|              | 2014   | 2015  | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|--------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入        | 1,934  | 1,789 | 2,425  | 5,301  | 6,817  | 8,135  |
| 增长率          | 28.09% | -7.5% | 35.5%  | 118.6% | 28.6%  | 19.3%  |
| 营业成本         | -598   | -699  | -1,140 | -2,333 | -2,841 | -3,195 |
| %销售收入        | 30.9%  | 39.0% | 47.0%  | 44.0%  | 41.7%  | 39.3%  |
| 毛利           | 1,336  | 1,091 | 1,285  | 2,968  | 3,975  | 4,940  |
| %销售收入        | 69.1%  | 61.0% | 53.0%  | 56.0%  | 58.3%  | 60.7%  |
| 营业税金及附加      | -4     | -5    | -4     | -9     | -12    | -14    |
| %销售收入        | 0.2%   | 0.3%  | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   |
| 营业费用         | -715   | -682  | -639   | -1,397 | -1,796 | -2,144 |
| %销售收入        | 37.0%  | 38.1% | 26.3%  | 26.4%  | 26.4%  | 26.4%  |
| 管理费用         | -264   | -231  | -444   | -970   | -1,247 | -1,488 |
| %销售收入        | 13.7%  | 12.9% | 18.3%  | 18.3%  | 18.3%  | 18.3%  |
| 息税前利润 (EBIT) | 353    | 173   | 198    | 593    | 921    | 1,295  |
| %销售收入        | 18.2%  | 9.6%  | 8.2%   | 11.2%  | 13.5%  | 15.9%  |
| 财务费用         | -11    | 75    | -55    | -13    | 16     | 50     |
| %销售收入        | 0.6%   | -4.2% | 2.3%   | 0.2%   | -0.2%  | -0.6%  |
| 资产减值损失       | -19    | -4    | -78    | -33    | -32    | -31    |

|            |       |       |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 公允价值变动收益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益       | 0     | 159   | 493   | 513   | 450   | 420   |
| %税前利润      | —     | 38.2% | 86.5% | 47.9% | 33.0% | 24.1% |
| 营业利润       | 324   | 403   | 557   | 1,059 | 1,355 | 1,734 |
| 营业利润率      | 16.7% | 22.5% | 23.0% | 20.0% | 19.9% | 21.3% |
| 营业外收支      | 6     | 13    | 12    | 12    | 12    | 12    |
| 税前利润       | 330   | 416   | 569   | 1,071 | 1,367 | 1,746 |
| 利润率        | 17.0% | 23.2% | 23.5% | 20.2% | 20.1% | 21.5% |
| 所得税        | -3    | -11   | -24   | -45   | -58   | -74   |
| 所得税率       | 1.0%  | 2.6%  | 4.2%  | 4.2%  | 4.2%  | 4.2%  |
| 净利润        | 326   | 405   | 545   | 1,026 | 1,309 | 1,672 |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 14    | 27    | 34    | 44    |
| 归属于母公司的净利润 | 326   | 405   | 531   | 999   | 1,274 | 1,628 |
| 净利率        | 16.9% | 22.7% | 21.9% | 18.8% | 18.7% | 20.0% |

资料来源：国泰君安证券研究

### 6.3. 相对估值法

我们选取 A 股 5 游戏类公司与公司进行可比公司估值比较，选用 PE 来进行可比公司估值比较。根据可比公司估值，2017~2019 年，可比公司平均 PE 分别为 35.52/29.27/27.70 倍，公司对应 PE 则为 27.4/21.5/16.8 倍，公司估值显示出一定的吸引力。我们以 2017 年行业平均估值为基准给予公司行业平均 35.52 倍 PE，对应公司估值为 30.55 元。

表 6: 可比公司估值比较（截止到 2017 年 6 月 9 日收盘价）

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS (元, wind一致预测) |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|------------|-------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            |             | 2017E             | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | 16.21      | 212.01      | 0.49              | 0.60  | 0.62  | 33.37 | 27.00 | 26.34 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 36.41      | 478.67      | 1.12              | 1.39  | 1.70  | 32.41 | 26.24 | 21.42 |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 25.95      | 541.00      | 0.82              | 0.99  | 1.21  | 31.64 | 26.24 | 21.42 |
| 002602.SZ | 世纪华通 | 36.76      | 377.56      | 1.01              | 1.02  | 0.88  | 36.44 | 36.01 | 41.63 |
| 300533.SZ | 冰川网络 | 84.83      | 84.83       | 1.94              | 2.75  | -     | 43.73 | 30.85 | -     |
|           |      |            |             |                   |       |       | 35.52 | 29.27 | 27.70 |

资料来源：wind，国泰君安证券研究

### 6.4. 绝对估值法

基于 FCFF/WACC 的估值环境下，公司的合理价格为 31.96 元，我们的估值如下。

图 32DCF 估值（FCFF，WACC）

## II、DCF估值 (FCFF, WACC)

|       |           |        |          |
|-------|-----------|--------|----------|
| 每股价值  | 31.96     | TV增长率  | 5.0%     |
| 隐含P/E | 36.06     | WACC   | 8.80%    |
| 企业值   | 37,748.88 | 债务     | 1,702.54 |
|       |           | 投资     | 4,259.49 |
| 股票价值  | 36,017.32 | 少数股东权益 | 29.01    |

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

资料来源：国泰君安证券研究

综合相对估值法和绝对估值法，给予公司目标价 30.55 元，首次给予“增持”评级。我们认为公司在游戏领域精耕细作，紧追风口，随着手游市场走向成熟化，公司丰富的 IP 储备为研运精品游戏提供更多变现渠道；通过全球各个子公司分支开发游戏渠道及资源，向国内外输送精品游戏产品，巩固公司游戏发行龙头地位，推动国际化游戏娱乐平台的建设；棋牌游戏市场广阔，收购闲徕互娱，装配持续增长的引擎；公司在浏览器和社交媒体方面进行布局，打造游戏制作与媒体运营的综合性娱乐集团；公司围绕现有产品矩阵，继续在内容端以及社交领域进行投资布局。昆仑万维将继续朝国际化新媒体和数字娱乐平台迈进。

## 7. 风险提示

### 7.1. 市场风险

公司所处的游戏、影视行业市场化程度高，存在诸多竞争对手。游戏行业尤其是手游与地区性棋牌游戏市场集中度不断提升，以腾讯、网易和同城游为代表的巨头已经占据了市场较大份额，若公司不能持续推出符合市场需求的产品，则面临在激烈市场竞争中处于不利地位的风险，从而影响公司营收和利润。

### 7.2. 政策风险

公司在内生增长的同时不断通过入股其他公司、与其他公司达成合作协议来实现快速发展，若入股的闲徕互娱、趣分期等公司以及公司未来合作方与公司现有业务未能有效整合，则公司的战略进展将受到较大影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究所

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |