



## 收购 Grindr 剩余股权，强化布局社交媒体内容平台

2017.05.24

强烈推荐

(维持)

传媒行业

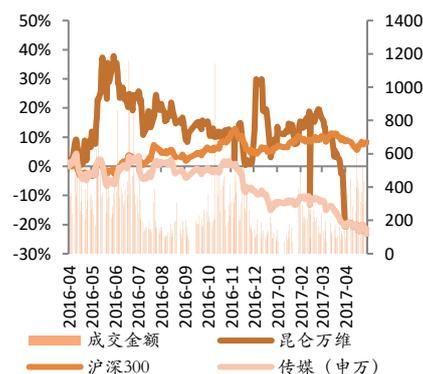
李亚军(分析师) 肖明亮(研究助理)  
电话: 020-88863187 020-88832290  
邮箱: lij@gzgzh.com.cn xiaoml@gzgzh.com.cn  
执业编号: A1310516060001 A1310115100005

**事件:** 5月24日,公司出资1.52亿美元收购 Grindr 股东 Grindr Holding Company 38.47% 的股权,收购完成后昆仑集团将持有 Grindr 100% 的股权。

### 点评:

- **全面收购 Grindr, 继续推进社交媒体和内容平台布局:** 公司通过收购 Grindr 剩余 38.47% 股份逐步完成从游戏厂商到互联网平台型公司的转型。Grindr 的全球注册用户 2700 万, DAU 300 万, 是全球最大的同性恋社交网站, 在同类型社交软件市占率第一。用户平均每日在线时长 54 分钟, 超过 Facebook。Grindr 主要收入来自于订阅收费、广告收入和部分 API 数据授权。随着移动互联网社交行业壁垒的提高, Grindr 稀缺性逐步显现, 其估值在 1 年内增长 1.6 倍。我们认为, 此次收购不仅标志着公司继续推进社交媒体和内容平台的决心, 同时, 通过利用 Grindr 的用户数据资源为游戏提高海外发行和精准运营能力提供核心的支撑。
- **闲徕线上线下结合推广模式卓有成效, 棋牌游戏政策风险可控:** 闲徕通过线下熟人推广模式迅速扩大市场份额, 同时有效降低销售费用和渠道分成, 覆盖湖南、四川等大省线上棋牌市场。闲徕 16 年上线 8 个月内月均收入 8000 万, 毛利率高达 90%, 凭借强大的研发实力+线上线下渠道优势抢占 18% 的地方棋牌类市场份额。我们认为棋牌行业经历多次洗牌后部分小厂商将退出市场, 行业龙头企业将获得更大市场份额, 因此闲徕未来增长规模可期, 将为公司贡献核心业绩。国务院办公厅《关于加快发展休闲健身产业指导意见》将棋牌列入重点扶持的体育项目, 闲徕也成为国家体育总局主办的国家级赛事 CCPC 的战略合作伙伴和主办方之一。武汉市公安局治安管理局发文明确棋牌涉赌裁量标准, 开启棋牌市场规范化的进程。我们认为未来会有更多政府部门出台政策促进棋牌市场规范化健康化发展, 行业政策风险较低, 闲徕作为休闲棋牌市场龙头公司将享受行业规范化带来的红利。
- **大 IP 授权的手游储备丰富, 下半年迎来全面爆发:** 公司 16 年自研代表作《神魔圣域》9 个月全球流水 7000-8000 万, 海外排名稳定前 15, 肯定了公司自研能力, 目前公司自研团队已经有 6 个产品线合计 372 人。2017 年计划上线 6 款手游产品, Q2 上线《终结者》、《偷星九月天》, Q3 上线《BLEACH》、《轩辕剑天之云》, Q4 上线《洛奇》、《希望 OL》, 借力二次元 IP 和端游强 IP 改编, 加速手游业务的增长。我们认为公司自主研发能力的提升和大 IP 手游业务的厚积薄发的内生性增长将带动公司盈利能力的提升。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为

### 股价走势



### 股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
昆仑万维	9.7	3.05	-16.54
传媒行业	-4.67	-13.09	-24.10
沪深 300	-1.23	-1.88	-1.45

### 基本资料

总市值 (亿元)	254.4
总股本 (亿股)	11.59
流通股比例	38.35%
资产负债率	44.03%
大股东	李琼
大股东持股比例	17.89%

### 相关报告

\*广证恒生传媒行业-昆仑万维 (300418) 深度报告:《游戏版块业绩释放, 对外投资溢价显著》-20170510

\*广证恒生传媒行业-昆仑万维 (300418) 点评报告:《闲徕并表驱动业绩增长, 手游研运一体优势显现》-20170426

10.83、13.05、15.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.13/1.33 元，对应当前股价 23.91、19.84、16.79 倍 PE。维持强烈推荐评级。

- **风险提示：** 手游项目推进不达预期；地方性棋牌政策限制风险

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2424.67	4582.34	5255.35	6092.59
同比(%)	35.52%	88.99%	14.69%	15.93%
归属母公司净利润	531.50	1083.40	1305.89	1542.69
同比(%)	31.14%	103.84%	20.54%	18.13%
毛利率(%)	52.99%	60.37%	61.21%	61.82%
ROE(%)	18.14%	26.36%	23.30%	22.45%
每股收益(元)	0.46	0.93	1.13	1.33
P/E	47.39	23.91	19.84	16.79
P/B	7.83	5.17	4.22	3.44
EV/EBITDA	16.47	18.21	14.59	11.76



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2062	1942	3163	4692	<b>营业收入</b>	2425	4582	5255	6093
现金	1076	1376	2897	4447	营业成本	1140	1816	2039	2326
应收账款	580	374	28	30	营业税金及附加	4	10	11	12
其它应收款	153	142	179	158	营业费用	639	916	1051	1219
预付账款	207	8	6	10	管理费用	444	825	946	1097
存货	0	0	0	0	财务费用	55	11	-32	-54
其他	45	42	53	47	资产减值损失	78	30	33	36
<b>非流动资产</b>	4244	4033	4065	4060	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1327	1327	1327	1327	投资净收益	493	262	284	307
固定资产	26	37	45	65	<b>营业利润</b>	557	1236	1491	1764
无形资产	36	39	43	50	营业外收入	13	13	13	13
其他	2855	2630	2649	2617	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	6306	5975	7228	8752	<b>利润总额</b>	569	1248	1503	1776
<b>流动负债</b>	2383	679	717	731	所得税	24	162	195	231
短期借款	983	5	10	10	<b>净利润</b>	545	1085	1308	1545
应付账款	350	350	350	350	少数股东损益	14	2	2	2
其他	1050	324	357	371	<b>归属母公司净利润</b>	531	1083	1306	1543
<b>非流动负债</b>	742	257	341	447	EBITDA	718	1349	1580	1828
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.46	0.93	1.13	1.33
其他	742	257	341	447					
<b>负债合计</b>	3125	936	1058	1178	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	29	31	33	35	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	1127	1159	1159	1159	<b>成长能力</b>				
资本公积	952	1490	1490	1490	营业收入增长率	35.5%	89.0%	14.7%	15.9%
留存收益	1395	2360	3488	4890	营业利润增长率	38.5%	121.7%	20.7%	18.3%
归属母公司股东权益	3215	5009	6137	7539	归属于母公司净利润增长率	31.1%	103.8%	20.5%	18.1%
<b>负债和股东权益</b>	6306	5975	7228	8752	<b>获利能力</b>				
					毛利率	53.0%	60.4%	61.2%	61.8%
<b>现金流量表</b>					净利率	22.5%	23.7%	24.9%	25.4%
<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROE	18.1%	26.4%	23.3%	22.4%
<b>经营活动现金流</b>	331	961	1442	1358	ROIC	14.0%	21.8%	20.8%	19.8%
净利润	545	1083	1306	1543	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	106	90	108	107	资产负债率	49.6%	15.7%	14.6%	13.5%
财务费用	55	11	-32	-54	净负债比率	31.45%	0.53%	0.95%	0.85%
投资损失	-493	-262	-284	-307	流动比率	0.87	2.86	4.41	6.42
营运资金变动	-5	-198	390	95	速动比率	0.87	2.86	4.41	6.42
其它	122	236	-46	-26	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-1957	145	132	161	总资产周转率	0.48	0.75	0.80	0.76
资本支出	-12	-40	-70	-55	应收账款周转率	5.58	9.60	26.13	210.09
长期投资	1639	0	0	0	应付账款周转率	3.36	5.18	5.82	6.65
其他	-3584	185	202	216	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	1648	-806	-52	30	每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.93	1.13	1.33
短期借款	735	-978	5	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.29	0.83	1.24	1.17
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.85	4.32	5.29	6.50
普通股增加	-0	32	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积金增加	79	538	0	0	P/E	47.39	23.91	19.84	16.79
其他	835	-398	-57	30	P/B	7.83	5.17	4.22	3.44
<b>现金净增加额</b>	23	299	1522	1550	EV/EBITDA	16.47	18.21	14.59	11.76



## 机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张 岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚 颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王 静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴 昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚 澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

## 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼  
电 话：020-88836132, 020-88836133  
邮 编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；  
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；  
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；  
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。