证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

互联网

昆仑万维（300418）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2018 年 01 月 12 日

近期事项跟踪点评：股东减持不改长期成长逻辑，社交平台持续推进

证券分析师： 张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
联系人： 董博雄 010-88005318 dongboxiong@guosen.com.cn

事项：

（1） 2018 年 1 月 5 日，公司公告股东李琼计划在未来 15 个交易日后 6 个月内以集中竞价和大宗交易方式减持公司股份不超过 0.23 亿股，不超过公司总股本的 2%。

（2） 2018 年 1 月 8 日，昆仑集团向 Grindr Holding Company 支付 1.52 亿美元对价，取得 Grindr 38.47%股权，股权变更登记手续已完成。

点评：

■ **本次股东减持不会对公司运营造成影响，且对二级市场直接影响有限**

（1）李琼女士非公司实际控制人，其所持股权来源于与公司董事长周亚辉离婚财产分割。我们认为,由于李琼女士并未参与公司日常运营，其部分股权减持不会对公司正常运营及未来发展带来实际影响。

（2）同时根据减持新规，李琼在任意连续 90 日内通过竞价交易减持股份的数量不得超过总股本的 1%，即 1159 万股。公司近 10 个交易日日均成交量为 1212 万股，即使通过竞价交易减持预计也不会对二级市场交易价格带来明显冲击。

■ **Grindr 股权完成交割，社交平台持续推进**

（1）Grindr 是全球最大的同性恋社交网络，公司收入模式为“会员费+广告费”，自 2009 年成立至今收入规模逐年递增，2017 上半年营业收入 2.12 亿元，净利润 0.22 亿元，同比增速分别为 2142.75%、10.44%。

（2）Grindr 在 196 个国家拥有超过 2700 万注册用户，日活跃用户超过 200 万，在海外同类型市场中份额排名第一，市场占有率近 60%；其平均每日用户使用时长超过 Facebook，达到 50 分钟以上。伴随欧美国家对于同性恋的逐步认可，Grindr 商业变现价值将稳步走高，为公司增加新的利润增长点。

（3）本次股权交割后，昆仑集团持有 Grindr100%股权，有助于完善公司在社交媒体和内容平台方面的战略部署，助力公司成为国际领先的综合性互联网集团。

■ **持续看好公司未来发展潜力，Opera 及 Grindr 商业变现有望带动公司持续高成长，继续维持“买入”评级**

（1）棋牌游戏继续稳定增长;《神魔圣域》、《希望：新世界》表现良好，代理手游《皇室战争》等保持稳定，18 年作品《死神》、《轩辕剑之汉之云》上线在即。

（2）我们认为公司发展战略正在逐渐清晰：基于社交媒体与内容分发为核心的互联网架构，通过游戏及广告等业务进行商业变现，未来成长性将会更加确定。市场或忽视了其在社交平台及内容分发入口的显著卡位优势，而未来在 Opera 和 Grindr 持续商业化之下公司将成为非常稀缺的在 A 股市场具备用户入口优势的平台型公司，且公司处在信息流广告变现前沿，收入和利润有望持续高增长。

（3）我们预计公司 17/18/19 年 EPS 为 1.03/0.84/0.95 元（17 年业绩包含约 4 亿元投资收益，18/19 年业绩未考虑投资收益、Opera 所带来的收益以及闲徕互娱剩余股权注入可能），当前股价对应同期 21/26/23 倍 PE；根据我们测算，考虑到 Opera 和 Grindr 价值，我们认为昆仑万维合理合理市值为 373 亿元至 401 亿元，对应合理股价区间 32.38 元至 34.81 元（详细测算过程参见国信研究所于 2017 年 12 月 30 日发出的公司深度报告）。当前股价蕴含 50%以上上涨空间；在新游戏上线带动之下，公司手游业务有望保持较高增长；新兴业务 Opera、Grindr 商业化前景光明、卡位优势明显，有望持续超越市场预期，继续维持"买入"评级。

风险提示：

股东持续减持风险、游戏发行进度不达预期风险、并购整合不及预期风险、政策风险、新业务（Opera、Grindr）商业化推进风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1076	943	1070	1664
应收款项	733	280	404	470
存货净额	0	66	110	133
其他流动资产	252	296	428	286
流动资产合计	2062	1584	2012	2554
固定资产	26	27	30	30
无形资产及其他	36	35	33	32
投资性房地产	2855	2855	2855	2855
长期股权投资	1327	1766	2358	2950
资产总计	6306	6267	7288	8421
短期借款及交易性金融负债	983	680	547	647
应付款项	350	214	352	425
其他流动负债	1050	571	864	1012
流动负债合计	2383	1465	1764	2083
长期借款及应付债券	720	720	720	720
其他长期负债	22	30	39	40
长期负债合计	742	749	758	760
负债合计	3125	2214	2522	2843
少数股东权益	29	29	29	29
股东权益	3152	4024	4737	5549
负债和股东权益总计	6306	6267	7288	8421

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.46	1.03	0.84	0.95
每股红利	0.11	0.25	0.20	0.23
每股净资产	2.74	3.49	4.11	4.82
ROIC	7%	21%	26%	31%
ROE	17%	29%	20%	19%
毛利率	53%	65%	59%	58%
EBIT Margin	8%	23%	20%	19%
EBITDA Margin	9%	24%	20%	20%
收入增长	36%	40%	45%	16%
净利润增长率	31%	117%	-18%	14%
资产负债率	50%	36%	35%	34%
息率	0.5%	1.2%	0.9%	1.1%
P/E	46.3	21.3	25.9	22.9
P/B	7.8	6.1	5.2	4.4
EV/EBITDA	128.5	33.3	27.5	24.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2425	3401	4916	5724
营业成本	1140	1203	2012	2425
营业税金及附加	4	7	10	11
销售费用	639	850	1180	1316
管理费用	444	546	739	860
财务费用	55	0	0	0
投资收益	493	400	0	0
资产减值及公允价值变动	(78)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	557	1194	975	1111
营业外净收支	12	12	12	12
利润总额	569	1206	987	1123
所得税费用	24	51	41	47
少数股东损益	14	0	0	0
归属于母公司净利润	531	1156	946	1076

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	531	1156	946	1076
资产减值准备	74	1	1	1
折旧摊销	18	12	13	14
公允价值变动损失	78	0	0	0
财务费用	55	0	0	0
营运资本变动	(1083)	(263)	141	275
其它	(64)	(1)	(1)	(1)
经营活动现金流	(445)	905	1100	1365
资本开支	(7)	(13)	(14)	(14)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(752)	(452)	(607)	(607)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(131)	(284)	(233)	(265)
其它融资现金流	1487	(302)	(133)	100
融资活动现金流	1226	(587)	(366)	(165)
现金净变动	29	(133)	127	594
货币资金的期初余额	1048	1076	943	1070
货币资金的期末余额	1076	943	1070	1664
企业自由现金流	(882)	497	1074	1339
权益自由现金流	605	194	940	1439

相关研究报告

《昆仑万维-300418-游戏业务稳扎稳打，社交媒体与内容平台打开长期成长空间》 ——2017-12-30
《昆仑万维-300418-2017 年业绩预告点评：业绩超预期，社交媒体及内容平台战略推动公司持续成长》 ——2017-12-12
《昆仑万维-300418-2017 年三季报点评：业绩符合预期，游戏、对外投资驱动公司持续成长》 ——2017-10-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。