

收购 Opera 14.7% 股份，信息流广告业务值得期待
评级：买入(维持)

市场价格：22.46

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：朱骏楠

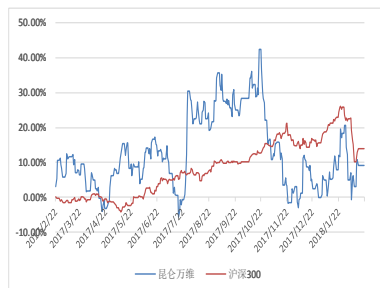
执业证书编号：S0740517080007

电话：

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1151.95
流通股本(百万股)	628.29
市价(元)	22.46
市值(百万元)	25872.71
流通市值(百万元)	14111.48

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 【中泰传媒】昆仑万维 (300418)
跟踪点评：解禁减持冲击有限，基本面向好，继续推荐关注
- 2 【中泰传媒】昆仑万维 (300418)
跟踪点评：Opera 开启商业化推广，新游戏上线在即
- 3 【中泰传媒】昆仑万维(300418)
中报点评：自研手游+闲徕良好表现带动业绩高增长

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,789.14	2,424.67	3,641.00	5,499.45	6,654.34
增长率 yoy%	-7.50%	35.52%	50.16%	51.04%	21.00%
净利润	405.29	531.50	1,049.83	1,527.29	1,974.14
增长率 yoy%	24.18%	31.14%	97.52%	45.48%	29.26%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.91	1.33	1.71
每股现金流量	0.17	0.32	0.89	1.97	2.33
净资产收益率	14.98%	16.74%	22.54%	24.69%	24.19%
P/E	113.76	45.80	24.64	16.94	13.11
PEG	4.71	1.47	0.25	0.37	0.45
P/B	17.04	7.67	5.55	4.18	3.17

备注：

投资要点

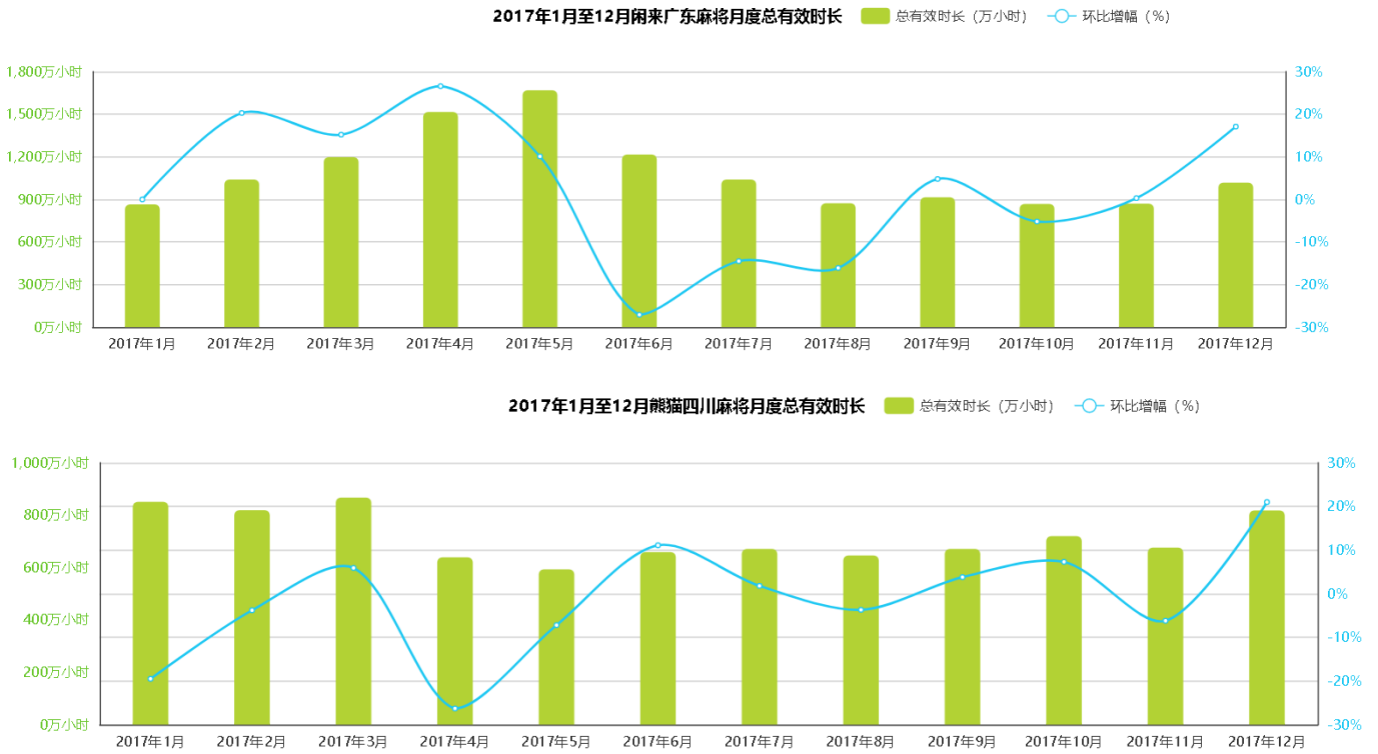
- **昆仑万维发布公告**，全资子公司香港万维拟以约定年化 8% 的收益率的估值(约 6.36 亿美元)购买 FH 和 KFH 所间接持有的 Opera AS 12.5% 的股份(7187.5 万股)和 2.2% 的股份(1247.75 万股)，对价分别为 79,645,225 美元和 13,806,002 美元，交易金额合计 93,451,227 美元。投资完成后，香港万维将持有 Opera AS 48% 股权，转让方 FH 与 KFH 均为昆仑万维实际控制人周亚辉旗下公司。
- **Opera AS 移动端浏览器信息流广告业务有望实现较大增长**。Opera AS 主营业务为 PC 端及 Android 移动端浏览器业务，移动端浏览器在非洲市占率高达 30.67%，亚洲达到 6.65%，北美及欧洲市占率较低，分别为 0.62% 和 0.91%，全球拥有 3.5 亿月活跃用户(对比手机百度月活跃用户 4.36 亿，来自 Questmobile 数据)，盈利模式主要以导航、搜索引擎分成、软件预装、信息流广告变现为主，是集搜索、导航、内容分发、社交为一体的综合平台级应用，2018、2019、2020 三年承诺利润分别不低于 42,351,731 美元、55,057,250 美元、71,574,425 美元，预计将增厚公司利润分别为 1.28 亿元、1.66 亿元、2.16 亿元。
- **闲徕棋牌业务继续贡献稳定现金流**。根据艾瑞 APP 指数数据，包括闲来麻将、熊猫四川麻将、闲来广东麻将、琼崖海南麻将、闲来贵州麻将等均排在麻将类应用用户使用时长的前 10 名，且 2017 年 6 月至 12 月一直处于稳中有升的态势，房卡类棋牌应用行业格局逐步稳定，闲徕有望为公司贡献稳定现金流及利润。
- **股东李琼提前终止减持计划**。李琼女士已减持 11,518,900 股，共计占比总股本 1%，承诺剩余可减持股份 11,519,043 股，在减持区间(2018 年 1 月 26 日至 2018 年 7 月 25 日)内将不再减持，提前终止减持计划。
- **盈利预测和估值**：预计公司 2017/2018 年实现营收分别为 36.41/54.99 亿元，归母净利润分别为 10.50/15.27 亿元，同比增长 97.52%/51.04%，对应 EPS 为 0.91/1.33 元，当前股价对应 PE 为 25/17 倍。我们认为公司游戏研运一体化带动毛利率迅速回升，闲徕棋牌业务市场规模不断扩大，同时 Opera 商业化有望获得价值重估，加之投资板块增值空间较大，继续维持“买入”评级。
- **风险提示**：1) 地方棋牌经营政策监管风险。

图表 1: Opera 移动版浏览器在非洲、亚洲、欧洲、北美市占率

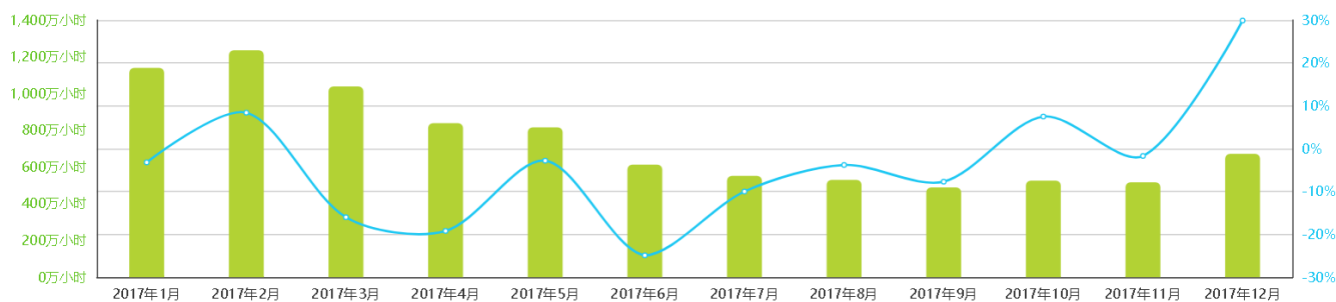


来源: SataCounter, 中泰证券研究所

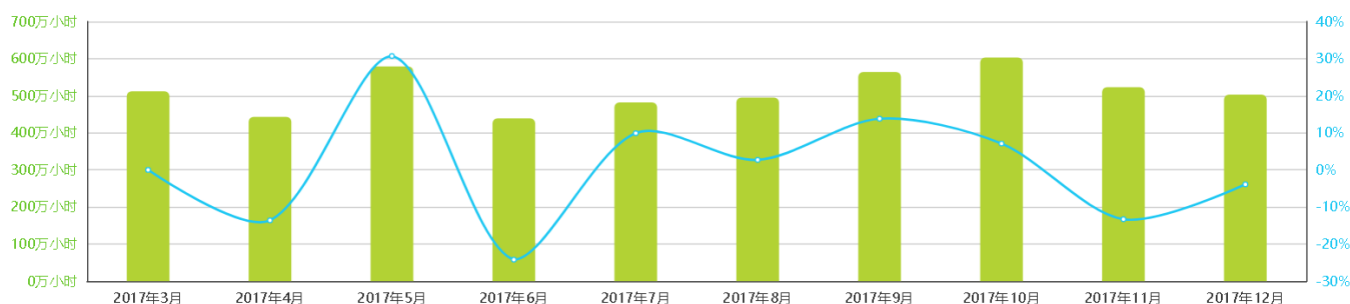
图表 2: 闲来麻将各地月度用户有效时长情况一览



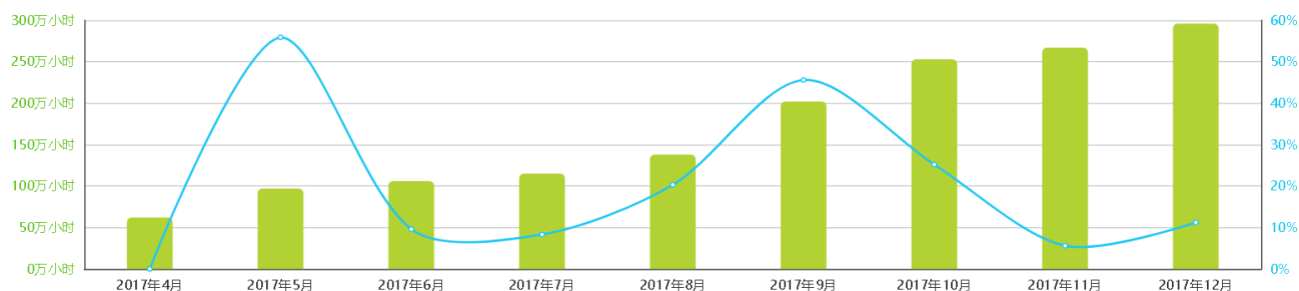
2017年1月至12月闲来麻将月度总有效时长



2017年3月至12月琼崖海南麻将月度总有效时长



2017年4月至12月闲来贵州麻将月度总有效时长



来源：艾瑞，中泰证券研究所

图表 3: 昆仑万维财务报表及估值模型

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,934	1,789	2,425	3,641	5,499	6,654
增长率	28.09%	-7.5%	35.5%	50.2%	51.0%	21.0%
营业成本	-598	-699	-1,140	-682	-1,123	-1,347
% 销售收入	30.9%	39.0%	47.0%	18.7%	20.4%	20.2%
毛利	1,336	1,091	1,285	2,959	4,377	5,307
% 销售收入	69.1%	61.0%	53.0%	81.3%	79.6%	79.8%
营业税金及附加	-4	-5	-4	-8	-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	-816	-962	-1,165
% 销售收入	37.0%	38.1%	26.3%	22.4%	17.5%	17.5%
管理费用	-264	-231	-444	-630	-929	-1,149
% 销售收入	13.7%	12.9%	18.3%	17.3%	16.9%	17.3%
息税前利润 (EBIT)	353	173	198	1,505	2,473	2,980
% 销售收入	18.2%	9.6%	8.2%	41.3%	45.0%	44.8%
财务费用	-11	75	-55	-93	-90	59
% 销售收入	0.6%	-4.2%	2.3%	2.5%	1.6%	-0.9%
资产减值损失	-19	-4	-78	-14	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	159	493	400	150	276
% 税前利润	—	38.2%	86.5%	22.1%	5.9%	8.3%
营业利润	324	403	557	1,799	2,533	3,315
营业利润率	16.7%	22.5%	23.0%	49.4%	46.1%	49.8%
营业外收支	6	13	12	12	12	12
税前利润	330	416	569	1,810	2,545	3,327
利润率	17.0%	23.2%	23.5%	49.7%	46.3%	50.0%
所得税	-3	-11	-24	-272	-331	-455
所得税率	1.0%	2.6%	4.2%	15.0%	13.0%	13.7%
净利润	326	405	545	1,539	2,215	2,872
少数股东损益	0	0	14	489	687	898
归属于母公司的净利润	326	405	531	1,050	1,527	1,974
净利率	16.9%	22.7%	21.9%	28.8%	27.8%	29.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	326	405	545	1,539	2,215	2,872
少数股东损益	0	0	0	489	687	898
非现金支出	92	84	184	41	26	26
非经营收益	12	-229	-434	-296	-38	-288
营运资金变动	-33	-69	61	-261	72	79
经营活动现金净流	397	192	357	1,512	2,962	3,588
资本开支	31	8	12	1,033	1	1
投资	-147	-1,607	-2,159	0	0	0
其他	-12	-29	214	400	150	276
投资活动现金净流	-190	-1,644	-1,957	-633	149	275
股权募资	0	1,606	0	555	0	0
债权募资	0	239	1,796	261	-1,243	0
其他	-161	-103	-135	-161	-245	0
筹资活动现金净流	-161	1,742	1,662	654	-1,489	0
现金净流量	45	290	62	1,533	1,623	3,862

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	705	1,048	1,076	2,120	3,056	6,020
应收款项	288	529	733	838	1,319	1,597
存货	0	0	0	29	31	0
其他流动资产	136	283	252	200	297	339
流动资产	1,129	1,860	2,062	3,188	4,704	7,957
% 总资产	76.9%	47.8%	32.7%	37.8%	47.3%	64.6%
长期投资	161	1,710	3,183	3,183	3,183	3,183
固定资产	31	25	26	14	2	-8
% 总资产	2.1%	0.6%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.1%
无形资产	135	151	683	1,699	1,697	1,695
非流动资产	340	2,029	4,244	5,248	5,235	5,222
% 总资产	23.1%	52.2%	67.3%	62.2%	52.7%	42.4%
资产总计	1,468	3,888	6,306	8,436	9,938	12,325
短期借款	0	248	983	1,244	0	0
应付款项	397	860	1,250	1,052	1,654	1,996
其他流动负债	57	75	150	245	174	201
流动负债	453	1,183	2,383	2,540	1,828	2,196
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	720	720	720	720
负债	453	1,183	3,103	3,260	2,548	2,916
普通股股东权益	1,015	2,705	3,174	4,658	6,185	8,159
少数股东权益	0	0	29	518	1,205	2,103
负债股东权益合计	1,468	3,888	6,306	8,436	9,938	12,325

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.554	0.360	0.472	0.911	1.326	1.714
每股净资产 (元)	4.833	2.400	2.817	4.044	5.370	7.083
每股经营现金净流 (元)	1.890	0.170	0.317	0.888	1.975	2.335
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.105	0.105	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.16%	14.98%	16.74%	22.54%	24.69%	24.19%
总资产收益率	22.23%	10.42%	8.43%	12.44%	15.37%	14.98%
投入资本收益率	233.73%	86.25%	29.37%	69.71%	114.99%	144.57%
增长率						
营业总收入增长率	28.09%	-7.50%	35.52%	50.16%	51.04%	21.00%
EBIT增长率	25.48%	-51.11%	14.90%	659.20%	64.29%	20.48%
净利润增长率	-25.13%	24.18%	31.14%	97.52%	45.48%	29.26%
总资产增长率	17.04%	164.86%	62.18%	33.77%	17.81%	32.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.7	55.4	65.4	58.8	60.4	60.7
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	111.7	143.5	108.5	120.7	120.4	118.5
固定资产周转天数	5.4	5.7	3.9	2.0	0.5	-0.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.45%	-29.58%	19.55%	-3.03%	-31.61%	-51.65%
EBIT利息保障倍数	32.9	-2.3	3.6	16.2	27.6	-50.3
资产负债率	30.87%	30.43%	49.20%	38.65%	25.64%	22.13%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。