

2018年03月01日

昆仑万维 (300418.SZ)

昆仑万维业绩快报点评：业绩基本符合预期，关注 Opera 2018 年的变现能力

事件：

■公司公布业绩快报，2017 年实现营业收入、归母净利润 34.36 亿元、10.19 亿元，分别同增 41.73%、91.71%。

点评：

■业绩基本符合预期。收入及利润同比大幅增长主要系投资收益贡献、闲徕并表且棋牌类业务表现优异，其中投资收益主要源于趣店 IPO 及超额配售，目前公司仍有较多投资业务，包括映客、银客网、洋钱罐、如涵电商、快看漫画等，预计未来投资收益可持续且存在较大弹性。

■2018 年新游集中上线，游戏业绩存在快速增长预期。休闲游戏方面，运营主体闲徕已于 2017 年 2 月并表，DAU 约 360-400 万用户，月流水稳定在 1.5 亿元左右（资料来源：公司公告），旗下棋牌产品覆盖四川、湖南、云贵、海南、陕西等，以二线及以下地区用户为主，2018 年 1、2 月经营数据表现优异（同增），预计 2018 年业绩稳增；精品游戏方面，2018 年 2 月台湾地区上线的《龙之谷》表现超预期，日流水峰值达 20 万美元，现稳定在 14-15 万美元，且 2018 年将推出英文版，预计将有更多表现（公司调研）。《轩辕剑》、《艾尔战记》、《偷星九月天》、《死神》预计 2018 年 3-6 月份上线；重点产品《神泣》、《洛奇》预计 2018 年 Q3 上线，新游在 2018 年集中上线（资料来源：公司调研），且老游戏流水保持稳健（如《希望：新世界》台湾地区畅销榜游戏类 27 日排名第 24），2018 年游戏业绩存在快速增长预期。

■增持 Opera，多维度抢占互联网海外流量入口，预计长期将积极影响公司盈利能力，为增加变现渠道提供可能。

1、公司旗下海外软件商店平台 1Mobile 拥有月活 1400 万用户。（资料来源：公司调研）

2、亚文化社区 Grindr 覆盖全球 196 个国家超 2700 万注册用户，2018 年业绩有望大幅增长，主要系（1）目前收入主要源于会员费，广告收入存在较大增长空间；（2）客群稳健增长（DAU 增速约 1-2%/月）且客户价值极高；（3）公司积极整合后，将改变人员薪资水平过高问题，人力成本有很大下降空间。（资料来源：公司调研）

公司快报

证券研究报告

互联网

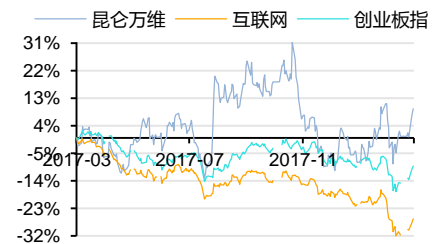
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**37.54 元**
股价（2018-03-01）**24.85 元**

交易数据

总市值(百万元)	28,176.60
流通市值(百万元)	11,024.82
总股本(百万股)	1,151.95
流通股本(百万股)	450.73
12 个月价格区间	19.40/29.32 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.64	17.92	15.87
绝对收益	-1.57	16.98	6.87

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

昆仑万维：昆仑万维全年业绩预告点评：主营业务稳定增长，投资收益增厚公司四季度业绩/焦娟	2017-12-11
昆仑万维：自研手游催化公司业绩，下半年有望加速攀升/焦娟	2017-07-25
昆仑万维：昆仑万维：立足游戏，打造海外领先的社交媒体与内容平台/焦娟	2017-06-15

3、Opera 已成为全球最大的第三方浏览器之一，客群主要在海外，月活约 3.5 亿用户（桌面端约 6000 万用户，智能机月活约 2.2 亿用户，非智能机月活约 7000 万用户），另外基于 AI 的 Opera news 月活约 1 亿用户（类似今日头条，资料来源于公司公告）。Opera 2018 年净利润有望明显提高，主要系（1）广告业务有望快速增长。对比今日头条，Opera 客群主要在海外，用户体量与今日头条大体相当，但销售团队仅 10 人，未来扩招销售人员对广告收入提升有积极影响；（2）加大研发投入，提高用户粘性（日均使用时长已由 10 分钟提升至 40 分钟），增加变现效率（资料来源：公司调研）。

■盈利预测：我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 10.19/14.5 /18.85 亿元，对应 Eps 分别为 0.88/1.25/1.63 元。参考同类可比公司，给予 2018 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 37.54 元，“买入-A”评级。

■风险提示：游戏上线推迟风险、游戏流水不及预期、Opera 变现不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,789.1	2,424.7	3,436.0	4,500.0	5,500.0
净利润	405.3	531.5	1,019.3	1,450.3	1,884.9
每股收益(元)	0.35	0.44	0.88	1.25	1.63
每股净资产(元)	2.33	2.74	2.99	4.18	5.47

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	68.9	55.5	27.6	19.4	14.9
市净率(倍)	10.4	8.9	8.1	5.8	4.4
净利润率	22.7%	21.9%	29.7%	32.2%	34.3%
净资产收益率	15.1%	16.9%	29.4%	29.9%	29.7%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.9%	1.3%	1.6%
ROIC	2233.9%	124.6%	95.2%	96.7%	133.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,789.1	2,424.7	3,436.0	4,500.0	5,500.0	成长性					
减:营业成本	698.6	1,139.9	755.9	900.0	1,100.0	营业收入增长率	-7.5%	35.5%	41.7%	31.0%	22.2%
营业税费	4.9	4.0	10.3	11.1	13.1	营业利润增长率	24.4%	38.5%	172.0%	32.7%	23.8%
销售费用	682.3	638.9	840.4	1,026.5	1,210.0	净利润增长率	24.2%	31.1%	91.8%	42.3%	30.0%
管理费用	230.8	443.5	549.8	720.0	823.4	EBITDA 增长率	-2.2%	82.3%	154.9%	32.2%	23.3%
财务费用	-75.4	55.1	68.7	90.0	110.0	EBIT 增长率	-2.1%	87.2%	158.7%	32.6%	23.7%
资产减值损失	4.2	78.5	40.0	40.9	53.1	NOPLAT 增长率	-3.7%	84.0%	148.6%	31.2%	26.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3198.4%	225.3%	29.2%	-8.7%	-29.5%
投资和汇兑收益	158.8	492.6	345.0	300.0	300.0	净资产增长率	164.8%	18.7%	20.9%	36.0%	29.7%
营业利润	402.5	557.4	1,515.8	2,011.6	2,490.4	利润率					
加:营业外净收支	13.4	12.0	1.9	5.8	11.8	毛利率	61.0%	53.0%	78.0%	80.0%	80.0%
利润总额	416.0	569.4	1,517.8	2,017.4	2,502.2	营业利润率	22.5%	23.0%	44.1%	44.7%	45.3%
减:所得税	10.7	24.1	121.4	181.6	175.2	净利润率	22.7%	21.9%	29.7%	32.2%	34.3%
净利润	405.3	531.5	1,019.3	1,450.3	1,884.9	EBITDA/营业收入	19.3%	26.0%	46.7%	47.2%	47.6%
						EBIT/营业收入	18.3%	25.3%	46.1%	46.7%	47.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	6	4	2	1	0
						流动资产周转天数	-15	-40	-18	15	16
						流动营业资本周转天数	301	291	234	251	314
						应收账款周转天数	82	94	76	84	84
						存货周转天数					
						总资产周转天数	539	757	623	518	545
						投资资本周转天数	49	149	184	151	101
						投资回报率					
						ROE	15.1%	16.9%	29.4%	29.9%	29.7%
						ROA	10.4%	8.6%	25.0%	24.9%	25.1%
						ROIC	2233.9%	124.6%	95.2%	96.7%	133.9%
						费用率					
						销售费用率	38.1%	26.3%	24.5%	22.8%	22.0%
						管理费用率	12.9%	18.3%	16.0%	16.0%	15.0%
						财务费用率	-4.2%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
						三费/营业收入	46.8%	46.9%	42.5%	40.8%	39.0%
						偿债能力					
						资产负债率	31.1%	49.6%	30.7%	24.9%	20.1%
						负债权益比	45.1%	98.2%	44.4%	33.1%	25.2%
						流动比率	1.57	0.87	1.66	2.79	4.53
						速动比率	1.57	0.87	1.66	2.79	4.53
						利息保障倍数	-4.34	11.12	23.06	23.35	23.64
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.11	0.22	0.32	0.40
						分红比率	29.2%	22.9%	24.5%	25.5%	24.3%
						股息收益率	0.4%	0.4%	0.9%	1.3%	1.6%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	405.3	545.3	1,019.3	1,450.3	1,884.9	EPS(元)	0.35	0.44	0.88	1.25	1.63
加:折旧和摊销	80.2	105.9	21.0	21.0	16.3	BVPS(元)	2.33	2.74	2.99	4.18	5.47
资产减值准备	4.2	78.5	-	-	-	PE(X)	68.9	55.5	27.6	19.4	14.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.4	8.9	8.1	5.8	4.4
财务费用	-69.8	62.6	68.7	90.0	110.0	P/FCF	142.0	30.2	-102.9	41.4	13.1
投资损失	-158.8	-492.6	-345.0	-300.0	-300.0	P/S	15.6	11.5	8.2	6.2	5.1
少数股东损益	-	13.8	377.0	385.5	442.1	EV/EBITDA	127.0	36.1	16.6	11.8	8.8
营运资金的变动	-260.8	-153.2	-227.5	-274.7	99.3	CAGR(%)	65.5%	62.2%	62.3%	65.5%	62.2%
经营活动产生现金流量	192.2	357.1	913.6	1,372.2	2,252.7	PEG	1.1	0.9	0.4	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-1,644.3	-1,956.5	1,152.5	4.1	228.1	ROIC/WACC	213.7	11.9	9.1	9.2	12.8
融资活动产生现金流量	1,719.4	1,648.0	-1,617.2	-724.2	-384.7	REP	0.4	1.2	1.5	1.5	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034