

三大业务板块助公司转型，新老业务带动毛利率上升

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

——昆仑万维(300418)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2018-04-20)

发布日期: 2018年04月23日

收盘价(元)	21.95
一年内最高/最低(元)	29.32/18.96
沪深300指数	3760.85
市净率(倍)	2.90
流通市值(亿元)	135.38

基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	7.56
每股经营现金流(元)	0.91
毛利率(%)	79.79
净资产收益率-摊薄(%)	11.47
资产负债率(%)	26.52
总股本/流通股(万股)	115189.72/45129.25
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件: 4月19日, 公司发布2017年年度报告。

投资要点:

- **18年业绩显著增长。**公司2017年营业收入为34.36亿元, 同比大幅提升41.73%; 归母净利润为9.99亿元, 同比大幅增长87.90%; 扣非后归母净利润为9.89亿元, 同比增长87.78%; 基本每股收益为0.89元; 利润分配预案为每10股派发现金红利0.87元(含税), 全年业绩增长较为明显。
- **公司收入结构优化, 逐渐向互联网平台型公司转型。**公司营收中99.46%来自于互联网业务, 其中社交网络收入达到16.43亿元, 占比47.83%, 成为公司首要收入来源; 公司游戏业务收入15.65亿元, 营收占比为45.53%, 略逊于社交网络业务; 此外, 公司网络广告收入为2.10亿元, 营收占比为6.11%。对比16年, 公司游戏业务营收占比为80.66%, 为公司主要收入来源, 17年公司收入结构出现大幅调整, 公司正逐步向互联网平台型公司转型。
- **三大业务板块构建社交媒体和内容平台。**公司目前围绕研发及运营的核心优势, 在全球范围内逐渐形成由移动游戏平台、休闲娱乐社交平台 and 社交平台三大业务板块组成的社交媒体和内容平台。
 - (1) 移动游戏平台: 昆仑游戏。公司全面贯彻自研化、精品化、系列化的经营思路, 陆续在全球发行了《神魔圣域》、《Seal 希望: 新世界》等自研游戏, 同时代理发行精品移动游戏《龙之谷M》, 其中《神魔圣域》全年收入为5.61亿元, 占游戏业务收入的35.85%, 系公司游戏业务收入主要力量。
 - (2) 休闲娱乐平台: 闲徕互娱。公司于17年1月出资10.2亿元收购闲徕互娱51%股权, 并于同年2月纳入公司财务报表合并范围。闲徕互娱主要专注于“地方特色休闲竞技”细分市场, 目前已上线28款并准备上线10余款具备地方特色的在线棋牌休闲产品。闲徕互娱日活跃用户达380万, 累计注册用户超4000万, 在休闲棋牌类平台中市占率为35%以上。闲徕互娱17年全年营收13.80亿元, 净利润8.12亿元。
 - (3) 社交平台: Grindr。公司于16年3月出资约6.02亿元收购Grindr 61.53%股权并于5月出资约1.52亿美元收购剩余38.47%股权, 目前Grindr为公司全资子公司。Grindr为全球最大的同性恋社交网络, 在196个国家拥有超过4000万注册用户, 月活跃用户超800万, 活跃用户主要分布于欧美等发达国家和地区且收入超出平均水平的

“懂科技的有钱人”。Grindr17年全年营业收入约为4.43亿元，净利润0.62亿元。

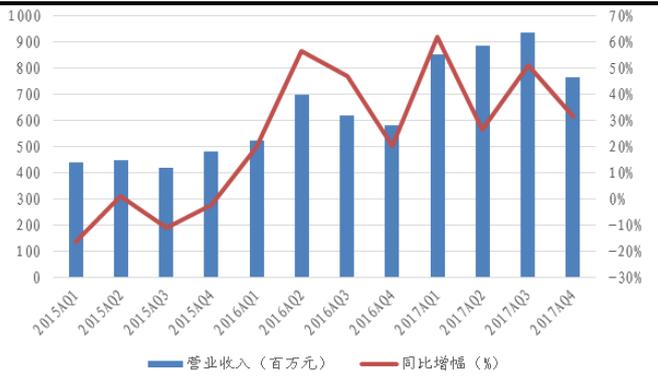
- **新老业务同时发力，带动整体毛利率大幅提升。**公司17年整体业务毛利率为79.79%，同比提升26.80个百分点；其中社交网络业务和网络广告业务毛利率维持较高状态，分别为95.45%和92.20%；游戏业务毛利率为61.50%，较16年上升12.54个百分点。
- **业务并表致费用大幅上升。**公司17年销售费用为9.54亿元，同比上升49.31%；管理费用为6.67亿元，同比上升50.33%；财务费用为0.96亿元，同比上升75.12%。销售费用与管理费用大幅上升主要系合并闲徕互娱业务所致，财务费用上升系受汇率波动与利息支出所致。
- **收购Opera As14.4%股权，有望增厚公司未来3年利润。**公司在16年7月通过旗下全资子公司香港万维持有Opera As33.3%股权，后于18年2月以0.93亿美元的交易对价再次收购Opera As14.7%的股权，交易完成后，公司持有Opera As48%的股权。Opera As承诺18-20年公司年度净利润分别不低于0.42/0.55/0.72亿美元，若业绩顺利达成则有望增厚公司未来3年利润。
- **多领域投资布局，投资收益反哺主营业务。**公司陆续在社交平台、视频直播、O2O等多个领域进行投资布局，目前已经在趣店、映客、银客、随手科技、洋钱罐、信达天下、Lendinvest、汇量科技、有米科技等项目中获得持续且较为可观的投资收益。公司17年投资收益为4.44亿元，可观的投资收益有助于公司保持良好的流动性，提升公司研发和运营实力，反哺主营业务。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司18-19年全面摊薄EPS分别为1.15/1.22元，按2018年4月20日收盘价21.95元，对应PE分别为19.0/18.0倍。当前公司估值相对于行业水平处于较低位置，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：政策监管持续收紧；市场竞争加剧；境外市场经营风险；投资项目业绩不及预期；新项目市场表现不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2424.7	3436.4	4694.8	5410.7	6235.9
增长比率	35.5%	41.7%	36.6%	15.3%	15.3%
净利润(百万元)	531.5	998.7	1328.7	1404.0	1666.9
增长比率	31.1%	87.9%	33.0%	5.7%	18.7%
每股收益(元)	0.46	0.87	1.15	1.22	1.45
市盈率(倍)	47.6	25.3	19.0	18.0	15.2

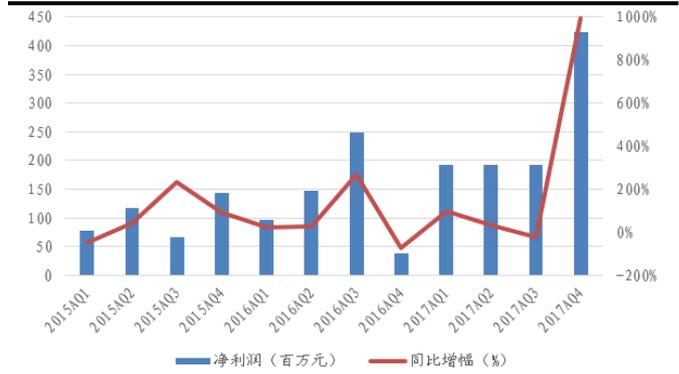
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2015-2017 公司单季度营收及增速



资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2015-2017 公司单季度净利润及增速



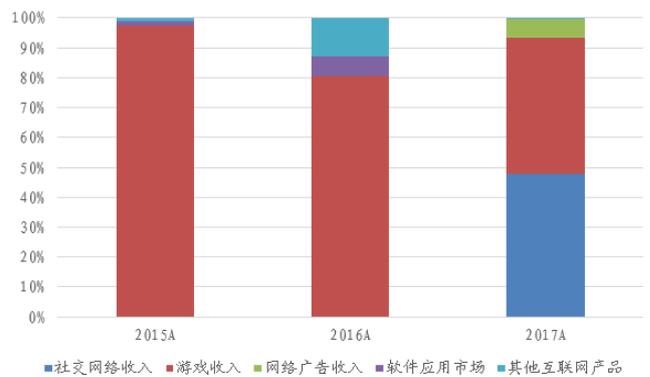
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2015-2017 主营业务毛利率 (%)



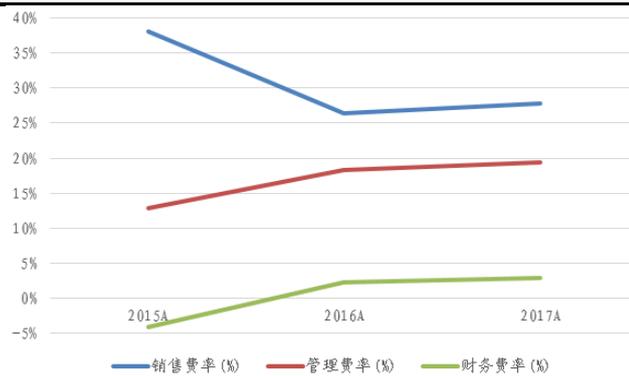
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2015-2017 公司营收占比



资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2015-2017 公司主要费率 (%)



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2424.7	3436.4	4694.8	5410.7	6235.9	成长性					
减: 营业成本	1,139.9	694.5	1,103.3	1,282.3	1,477.9	营业收入增长率	35.5%	41.7%	36.6%	15.3%	15.3%
营业税费	4.0	10.6	11.7	13.1	16.6	营业利润增长率	38.5%	162.5%	5.0%	10.2%	24.6%
销售费用	638.9	953.9	1,316.9	1,542.1	1,752.5	净利润增长率	31.1%	87.9%	33.0%	5.7%	18.7%
管理费用	443.5	666.7	965.2	1,124.9	1,262.8	EBITDA 增长率	82.3%	144.5%	13.3%	8.0%	14.5%
财务费用	55.1	96.4	191.6	174.0	36.6	EBIT 增长率	87.2%	148.7%	13.5%	8.1%	15.0%
资产减值损失	78.5	31.7	38.1	49.4	39.7	NOPLAT 增长率	84.0%	157.6%	10.2%	8.1%	15.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	225.3%	83.1%	3.4%	-10.5%	1.0%
投资和汇兑收益	492.6	444.0	468.3	468.3	460.2	净资产增长率	18.7%	178.6%	-61.8%	58.4%	43.0%
营业利润	557.4	1,463.4	1,536.2	1,693.2	2,110.0	利润率					
加: 营业外净收支	12.0	1.6	9.0	7.5	6.0	毛利率	53.0%	79.8%	76.5%	76.3%	76.3%
利润总额	569.4	1,464.9	1,545.2	1,700.8	2,116.0	营业利润率	23.0%	42.6%	32.7%	31.3%	33.8%
减: 所得税	24.1	46.3	57.2	62.9	78.3	净利润率	21.9%	29.1%	28.3%	25.9%	26.7%
净利润	531.5	998.7	1328.7	1404.0	1666.9	EBITDA/营业收入	26.0%	44.8%	37.2%	34.8%	34.6%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	25.3%	44.3%	36.8%	34.5%	34.4%
货币资金	1,076.4	2,033.7	375.6	432.9	1,425.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	4	3	1	0	0
应收帐款	733.3	597.0	1,537.8	919.5	1,774.3	流动营业资本周转天数	-40	-18	5	-4	-10
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	291	266	208	136	160
预付帐款	206.7	117.5	367.6	176.7	478.9	应收帐款周转天数	94	70	82	82	78
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
其他流动资产	45.4	260.3	125.7	143.8	176.6	总资产周转天数	757	962	789	562	563
可供出售金融资产	1,855.8	5,707.4	2,897.2	3,486.8	4,030.5	投资资本周转天数	149	227	219	183	150
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,327.3	1,331.6	1,331.6	1,331.6	1,331.6	ROE	16.9%	11.5%	43.2%	29.1%	24.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	11.8%	17.5%	19.5%	18.3%
固定资产	25.9	23.0	12.6	2.2	-3.0	ROIC	124.6%	98.7%	59.3%	62.0%	79.7%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	36.3	31.3	24.3	17.3	10.3	销售费用率	26.3%	27.8%	28.1%	28.5%	28.1%
其他非流动资产	998.9	1,959.7	1,833.9	1,882.9	1,881.5	管理费用率	18.3%	19.4%	20.6%	20.8%	20.3%
资产总额	6,306.1	12,061.4	8,506.2	8,393.7	11,106.6	财务费用率	2.3%	2.8%	4.1%	3.2%	0.6%
短期债务	982.9	1,144.4	2,527.8	754.5	-	三费/营业收入	46.9%	50.0%	52.7%	52.5%	48.9%
应付帐款	995.5	389.3	1,380.4	794.1	1,813.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	49.6%	26.5%	60.2%	36.2%	31.0%
其他流动负债	404.6	520.6	578.0	644.5	753.5	负债权益比	98.2%	36.1%	151.5%	56.6%	44.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.87	1.46	0.54	0.76	1.50
其他非流动负债	742.0	1,144.7	637.2	841.3	874.4	速动比率	0.87	1.46	0.54	0.76	1.50
负债总额	3,125.0	3,199.0	5,123.4	3,034.4	3,441.6	利息保障倍数	11.12	15.80	9.02	10.73	58.67
少数股东权益	29.0	152.7	304.1	534.1	896.7	分红指标					
股本	1,126.9	1,151.9	1,151.9	1,151.9	1,151.9	DPS(元)	0.10	0.09	0.24	0.21	0.23
留存收益	2,346.6	3,680.7	1,926.8	3,673.2	5,616.3	分红比率	22.3%	10.0%	20.5%	17.6%	16.0%
股东权益	3,181.0	8,862.4	3,382.8	5,359.2	7,664.9	股息收益率	0.5%	0.4%	1.1%	1.0%	1.1%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	545.3	1,418.7	1,328.7	1,404.0	1,666.9	EPS(元)	0.46	0.87	1.15	1.22	1.45
加: 折旧和摊销	105.9	62.5	17.4	17.4	12.2	BVPS(元)	2.74	7.56	2.67	4.19	5.88
资产减值准备	78.5	31.7	-	-	-	PE(X)	47.6	25.3	19.0	18.0	15.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.0	2.9	8.2	5.2	3.7
财务费用	62.6	99.6	191.6	174.0	36.6	P/FCF	27.3	193.6	11.4	204.9	28.2
投资收益	-492.6	-444.0	-468.3	-468.3	-460.2	P/S	10.4	7.4	5.4	4.7	4.1
少数股东损益	13.8	420.0	159.4	233.9	370.8	EV/EBITDA	36.7	12.6	14.4	12.2	9.8
营运资金的变动	-153.2	-169.1	0.5	235.2	-29.3	CAGR(%)	44.3%	12.8%	54.3%	44.3%	12.8%
经营活动产生现金流量	357.1	1,045.8	1,229.3	1,596.1	1,597.0	PEG	1.1	2.0	0.4	0.4	1.2
投资活动产生现金流量	-1,956.5	65.0	3,278.5	-121.3	-83.5	ROIC/WACC	11.9	9.4	5.7	5.9	7.6
融资活动产生现金流量	1,648.0	-112.0	-6,165.9	-1,417.6	-520.5	REP	1.3	0.7	1.5	1.5	1.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，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征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。