

2018年04月27日

昆仑万维 (300418.SZ)

# 昆仑万维：业绩符合预期，期待 Opera、Grindr 发力

## 事件：

■公司公告 2018 年一季报，报告期内实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 8.86 亿元、1.98 亿元、1.93 亿元，分别同比增长 4.00%、3.39%、4.16%。

## 点评：

■闲徕互娱实现稳定增长，《龙之谷》表现超预期。根据调研数据，2018 年一季度闲徕经营数据表现优异，DAU 约 360-400 万，月流水稳定在 1.5 亿左右，以三个月流水 4.5 亿及闲徕 2017 年上半年度净利润率 54%（债券募集说明书披露数据）进行简单测算，我们预计一季度闲徕贡献净利润约 1.2 亿元（51%股权并表）。同时，公司 2 月在台湾地区上线的《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，以 2017 年公司游戏业务 30%净利润率进行简单测算，预计一季度《龙之谷》为公司贡献净利润约 1000-1500 万元。

■业绩拆分来看，我们预判闲徕贡献净利润 1.2 亿、其他游戏 6000~7000 万、Grindr 1000~2000 万（一季度为投入季）、Opera 持续盈利（一季度尚未并表）。报告期内，公司完成了 Grindr 剩余 38.47% 股权的交割，实现了对 Grindr 100% 的控股。Grindr 作为全球最大同性恋社交网络，截至 2017 年底月活用户达到 800 万，年同比增速超 20%，我们预计 2018 年 Grindr 的变现能力及经营效率将有较明显的提升。同时，报告期内公司进一步增持了 Opera 14.7% 的股权至 48%，2017 年下半年公司协助 Opera 引入导航与信息流广告两块新业务后，助力其业绩扭亏为盈，预计 2018 年 Opera 完成业绩对赌的概率较大。

■多款重点游戏将陆续上线，我们预计 2018 年游戏业务业绩将快速增长。一季度表现亮眼的《龙之谷》已经于 2018 年 4 月上线东南亚地区，并成功取得泰国、马来西亚、印度尼西亚、新加坡、菲律宾等多个国家的 App Store 下载榜第一名，后续公司还将与盛大游戏共同推动《龙之谷 M》在欧美等其他区域的发行；基于端游 IP 开发的 ARPG 手游《洛神》及国产首款动漫题材 MMORPG 手游《偷星九月天》计划在 Q2 封测。此外，《BLEACH 境·界-魂之觉醒》、《Project P》等优质项目目前处于研发阶段，有望在 2018 年陆续上线。

■盈利预测：我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 14.5 亿元、18.85

## 公司快报

证券研究报告

互联网

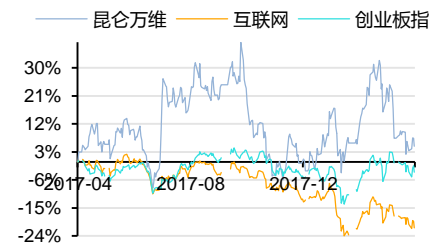
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**37.54 元**  
股价 (2018-04-26) **22.25 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	25,630.80
流通市值 (百万元)	13,722.58
总股本 (百万股)	1,151.95
流通股本 (百万股)	616.75
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	-15.15	-6.67	12.25
绝对收益	-15.11	-8.62	10.1

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：昆仑万维年报 点评：独角兽属性逐步凸显，预计公司业绩持续高速增长/焦娟	2018-04-23
昆仑万维：昆仑万维：升级为平台型公司，有望持续迭代自身成长曲线/焦娟	2018-03-19
昆仑万维：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/焦娟	2018-03-01
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

亿元、22.90 亿元，对应 EPS 分别为 1.25 元、1.63 元、1.98 元。考虑到公司的稀缺性（平台级公司），给予 2018 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 37.54 元，维持“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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,424.7	3,436.4	4,982.7	6,477.6	7,917.0
净利润	531.5	998.7	1,450.2	1,884.5	2,289.6
每股收益(元)	0.46	0.82	1.25	1.63	1.98
每股净资产(元)	2.74	7.56	2.79	4.70	6.94
<b>盈利和估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
市盈率(倍)	47.6	26.8	17.5	13.5	11.1
市净率(倍)	8.0	2.9	7.9	4.7	3.2
净利润率	21.9%	29.1%	29.1%	29.1%	28.9%
净资产收益率	16.9%	11.5%	44.9%	34.6%	28.5%
股息收益率	0.5%	0.0%	1.0%	1.0%	0.9%
ROIC	124.6%	98.7%	74.1%	84.8%	156.8%

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,424.7	3,436.4	4,982.7	6,477.6	7,917.0	成长性					
减:营业成本	1,139.9	694.5	996.5	1,360.3	1,741.7	营业收入增长率	35.5%	41.7%	45.0%	30.0%	22.2%
营业税费	4.0	10.6	14.9	19.4	24.0	营业利润增长率	38.5%	162.5%	47.5%	21.4%	16.0%
销售费用	638.9	953.9	1,218.8	1,554.6	1,900.1	净利润增长率	31.1%	87.9%	45.2%	29.9%	21.5%
管理费用	443.5	666.7	799.7	1,043.5	1,314.2	EBITDA 增长率	82.3%	144.5%	47.7%	21.6%	16.0%
财务费用	55.1	96.4	99.7	129.6	158.3	EBIT 增长率	87.2%	148.7%	48.2%	21.8%	16.2%
资产减值损失	78.5	31.7	40.0	50.0	40.6	NOPLAT 增长率	84.0%	157.6%	37.5%	20.5%	18.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	225.3%	83.1%	5.2%	-35.7%	-20.4%
投资和汇兑收益	492.6	444.0	345.0	300.0	300.0	净资产增长率	18.7%	178.6%	-57.5%	58.1%	44.3%
营业利润	557.4	1,463.4	2,158.1	2,620.1	3,038.1	利润率					
加:营业外净收支	12.0	1.6	1.3	1.3	1.3	毛利率	53.0%	79.8%	80.0%	79.0%	78.0%
利润总额	569.4	1,464.9	2,159.4	2,621.4	3,039.4	营业利润率	23.0%	42.6%	43.3%	40.4%	38.4%
减:所得税	24.1	46.3	172.8	235.9	212.8	净利润率	21.9%	29.1%	29.1%	29.1%	28.9%
净利润	531.5	998.7	1,450.2	1,884.5	2,289.6	EBITDA/营业收入	26.0%	44.8%	45.7%	42.7%	40.5%
						EBIT/营业收入	25.3%	44.3%	45.3%	42.4%	40.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	4	3	1	0	0
						流动资产周转天数	-40	-18	12	2	-6
						流动营业资本周转天数	291	266	292	294	296
						流动资产周转天数	94	70	82	82	78
						应收帐款周转天数					
						存货周转天数					
						总资产周转天数	757	962	839	650	614
						投资资本周转天数	149	227	208	135	77
						投资回报率					
						ROE	16.9%	11.5%	44.9%	34.6%	28.5%
						ROA	8.6%	11.8%	17.8%	19.5%	19.1%
						ROIC	124.6%	98.7%	74.1%	84.8%	156.8%
						费用率					
						销售费用率	26.3%	27.8%	24.5%	24.0%	24.0%
						管理费用率	18.3%	19.4%	16.1%	16.1%	16.6%
						财务费用率	2.3%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%
						三费/营业收入	46.9%	50.0%	42.5%	42.1%	42.6%
						偿债能力					
						资产负债率	49.6%	26.5%	65.8%	48.4%	36.8%
						负债权益比	98.2%	36.1%	192.5%	93.9%	58.3%
						流动比率	0.87	1.46	0.77	1.16	1.82
						速动比率	0.87	1.46	0.77	1.16	1.82
						利息保障倍数	11.12	15.80	22.66	21.22	20.19
						分红指标					
						DPS(元)	0.11	-	0.22	0.22	0.20
						分红比率	22.9%	0.0%	17.4%	13.4%	10.3%
						股息收益率	0.5%	0.0%	1.0%	1.0%	0.9%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	545.3	1,418.7	1,450.2	1,884.5	2,289.6	EPS(元)	0.46	0.82	1.25	1.63	1.98
加:折旧和摊销	105.9	62.5	17.4	17.4	12.2	BVPS(元)	2.74	7.56	2.79	4.70	6.94
资产减值准备	78.5	31.7	-	-	-	PE(X)	47.6	26.8	17.5	13.5	11.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.0	2.9	7.9	4.7	3.2
财务费用	62.6	99.6	99.7	129.6	158.3	P/FCF	27.3	193.6	5.8	37.1	46.4
投资损失	-492.6	-444.0	-345.0	-300.0	-300.0	P/S	10.4	7.4	5.1	3.9	3.2
少数股东损益	13.8	420.0	536.4	500.9	537.1	EV/EBITDA	36.1	11.2	11.1	7.9	5.9
营运资金的变动	-153.2	-169.1	-202.8	447.4	-118.9	CAGR(%)	63.6%	25.8%	69.9%	63.6%	25.8%
经营活动产生现金流量	357.1	1,045.8	1,555.8	2,679.8	2,578.2	PEG	0.7	1.0	0.3	0.2	0.4
投资活动产生现金流量	-1,956.5	65.0	3,155.2	-289.6	-243.7	ROIC/WACC	12.0	9.5	7.1	8.2	15.1
融资活动产生现金流量	1,648.0	-112.0	-3,795.9	-1,505.5	-1,482.7	REP	1.2	0.6	1.2	1.4	0.8

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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@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	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@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