

证券研究报告—动态报告

传媒

互联网

昆仑万维(300418)

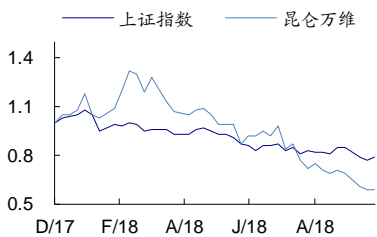
买入

2018年三季报点评

(维持评级)

2018年10月31日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,152/623
总市值/流通(百万元)	14,019/7,585
上证综指/深圳成指	2,542/7,322
12个月最高/最低(元)	28.98/11.24

相关研究报告:

《昆仑万维-300418-2018年半年报点评: 社交内容变现持续深化, 游戏业务更名 GameArk 再起航》——2018-08-24
 《昆仑万维-300418-重大事件快评: 子公司 Opera 上市在即, 内容分发业务开花结果》——2018-07-03
 《昆仑万维-300418-2018年一季报点评: Grindr 实现全资控股, Opera 进一步增持》——2018-05-07
 《昆仑万维-300418-2017年年报点评: 积产品矩阵之厚重, 击内容社交平台之长空》——2018-04-23
 《昆仑万维-300418-被低估的社交与内容分发平台, 优秀的独角兽孵化平台》——2018-03-23

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002
 联系人: 董博雄
 电话: 010-88005318
 E-MAIL: dongboxiong@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

GameArk 业绩承压, 社交平台优势巩固

● 社交内容平台与投资业务双驱动, 2018Q3 业绩稳步增长

2018年前三季度, 公司营业收入 26.69 亿元, 同比减少 0.13%; 归母净利润 7.40 亿元, 同比增长 28.42%; 扣非归母净利润 7.25 亿, 同比增长 36.89%, 主营业务稳步增长; 2018Q3, 公司营业收入 9 亿元, 同比减少 3.71%; 归母净利润 1.77 亿元, 同比减少 7.84%; 扣非净利润 1.75 亿元, 同比减少 6.10%。公司预计全年净利润区间为 11.00-12.98 亿元, 同比增速 10.15%-29.97%, 区间中值为 11.99 亿元, 增速为 20.06%。

● GameArk 游戏业务业绩承压, “轻舟计划”存想象空间

游戏业务前三季度实现营业收入 10.18 亿元, 扣非净利润-0.07 亿元, 系存续游戏流量下滑以及新品上线时间不及预期所致; 昆仑游戏整体更名“GameArk”, 延续研发运营优势, 以游戏自研&代理业务为核心, 拓展产品多样性。GameArk 推出“轻舟计划”, 整合昆仑万维集团旗下闲徕互娱、Grindr、Opera 等平台流量, 计划在一年时间内帮助 100 款轻游戏产品进行全球联运发行, 辅以大数据系统驱动, 公司各业务板块协同效应可期。

● 社交内容平台优势巩固, 商业变现持续深化

Grindr 及 Opera 拓宽公司全球用户来源, 多元化社交内容平台商业变现价值进一步体现。全资子公司 Grindr 前三季度实现收入 4.04 亿元, 扣非净利润 0.6 亿元, 变现能力加强; Grindr 在美国同类产品市场份额排名第一, 有望以亚文化社交龙头之势在境外独立上市, 为其后续整体业务扩张及长远发展提供持续资金支持。Opera 于 2018Q3 在纳斯达克上市, 全球 MAU 达 3.5 亿, 浏览器业务位列全球第五, 市占率达 3.49%, 其在搜索导航基础上增加内容分发功能, 信息流广告变现可期。闲徕互娱向下层市场渗透发力, 巩固优势。闲徕互娱前三季度实现营业收入 12.20 亿元, 净利润 9.38 亿元, 归母净利润 5.48 亿元; 闲徕互娱基于传统优势市场, 逐渐向城市、乡镇、农村层层渗透, 市场优势进一步提升, 同时公司开始以自身平台流量优势与 GameArk 合作游戏联运, 为闲徕互娱创造了新的商业模式和利润增长点。

● 投资建议

公司社交网络平台成为主要业绩驱动, Opera、Grindr 变现空间广阔, 闲徕互娱市场优势稳固, 卡位优势明显; 预计公司 18/19/20 年 EPS 为 1.03/1.04/1.10 元 (不考虑闲徕互娱剩余股权注入可能), 当前股价对应同期 11.8/11.7/11.1 倍 PE, 维持“买入”评级。

● 风险提示

游戏上线时间不及预期、投资项目业绩不及预期、汇率波动、政策风险等

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,425	3,436	3,623	3,903	4,293
(+/-%)	35.5%	41.7%	5.4%	7.7%	10.0%
净利润(百万元)	531	999	1185.89	1201.25	1263.58
(+/-%)	31.1%	87.9%	18.7%	1.3%	5.2%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.87	1.03	1.04	1.10
EBIT Margin	25.8%	32.3%	43.7%	42.0%	40.5%
净资产收益率(ROE)	16.9%	11.5%	13.3%	13.2%	13.6%
市盈率(PE)	26.4	14.0	11.8	11.7	11.1
EV/EBITDA	23.5	15.3	10.4	10.2	9.7
市净率(PB)	4.4	1.61	1.58	1.54	1.51

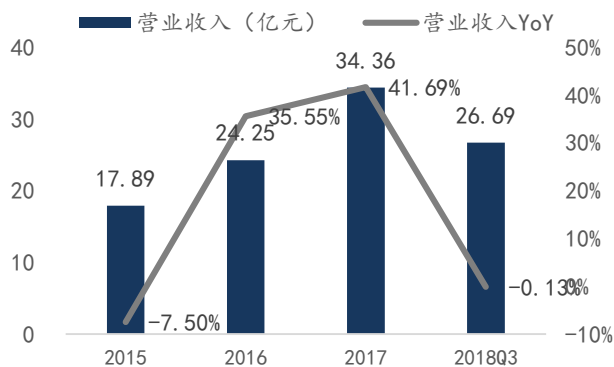
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

社交平台与投资业务双驱动，2018Q3 业绩稳步增长

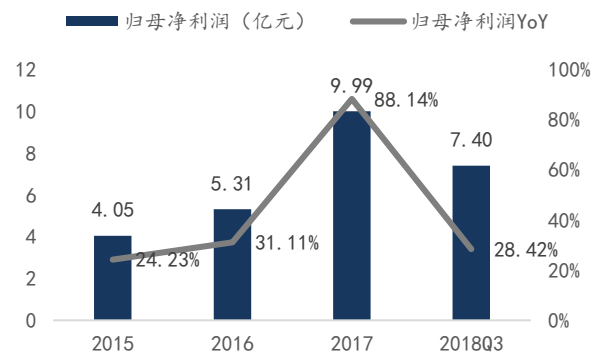
2018 年前三季度，公司营业收入 26.69 亿元，同比减少 0.13%；归母净利润 7.40 亿元，同比增长 28.42%；扣非净利润 7.25 亿，同比增长 36.89%，主营业务稳步增长；2018Q3，公司营业收入 9 亿元，同比减少 3.71%；归母净利润 1.77 亿元，同比减少 7.84%；扣非净利润 1.75 亿元，同比减少 6.10%。公司预计全年净利润区间为 11.00-12.98 亿元，同比增速 10.15%-29.97%，区间中值为 11.99 亿元，增速为 20.06%。

图 1：2015-2018Q3 公司营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2015-2018Q3 公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	评级	市盈率			盈利预测	
			PE (TTM)	2018PE	2019PE	2018EPS	2019EPS
300418.SZ	昆仑万维	买入	11.8	11.8	11.7	1.03	1.04
002555.SZ	三七互娱	增持	14.3	13.7	12.5	0.77	0.84
002517.SZ	恺英网络	增持	7.7	10.7	9.7	0.35	0.39
300031.SZ	宝通科技	增持	14.8	15.2	12.3	0.69	0.86
300113.SZ	顺网科技	增持	17.2	16.3	12.7	0.88	1.13
300315.SZ	掌趣科技	增持	28.4	14.5	11.9	0.27	0.33
002174.SZ	游族网络	增持	14.1	12.2	9.4	1.14	1.48
300467.SZ	迅游科技	增持	22.0	14.5	11.9	1.55	1.89
600633.SH	浙数文化	增持	15.4	16.0	13.5	0.47	0.56

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

游戏产品生命周期、投资项目业绩不及预期、汇率波动、政策监管等风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2034	1813	2092	2375	营业收入	3436	3623	3903	4293
应收款项	597	404	470	533	营业成本	695	544	653	784
存货净额	0	110	133	151	营业税金及附加	11	9	8	11
其他流动资产	378	428	498	324	销售费用	954	870	937	1030
流动资产合计	3008	2755	3193	3383	管理费用	667	617	665	731
固定资产	23	33	44	52	财务费用	96	180	180	180
无形资产及其他	31	30	29	28	投资收益	444	400	400	400
投资性房地产	7667	7667	7667	7667	资产减值及公允价值变动	(32)	0	0	0
长期股权投资	1332	1775	2000	2224	其他收入	37	0	0	0
资产总计	12061	12260	12932	13353	营业利润	1463	1803	1861	1957
短期借款及交易性金融负债	1144	792	973	970	营业外净收支	2	(10)	0	0
应付款项	242	358	425	482	利润总额	1465	1793	1861	1957
其他流动负债	668	864	1012	1147	所得税费用	46	57	60	63
流动负债合计	2054	2015	2409	2598	少数股东损益	420	550	600	631
长期借款及应付债券	963	963	963	963	归属于母公司净利润	999	1186	1201	1264
其他长期负债	182	241	314	315					
长期负债合计	1145	1204	1276	1278	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3199	3219	3686	3876	净利润	999	1186	1201	1264
少数股东权益	153	153	153	153	资产减值准备	(47)	9	9	10
股东权益	8710	8883	9082	9309	折旧摊销	17	7	9	11
负债和股东权益总计	12061	12255	12921	13338	公允价值变动损失	32	0	0	0
					财务费用	96	180	180	180
					营运资本变动	(5179)	35	93	184
					其它	115	115	126	110
					经营活动现金流	(4064)	1352	1438	1578
					资本开支	72	(25)	(27)	(27)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	67	(469)	(251)	(251)
					权益性融资	602	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(837)	(994)	(1007)	(1060)
					其它融资现金流	6026	(353)	181	(3)
					融资活动现金流	4954	(1347)	(826)	(1063)
					现金净变动	957	(464)	361	264
					货币资金的期初余额	1076	2034	1570	1931
					货币资金的期末余额	2034	1570	1931	2195
					企业自由现金流	(4015)	1551	1664	1850
					权益自由现金流	2011	1198	1845	1847

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.87	1.03	1.04	1.10
每股红利	0.73	0.86	0.87	0.92
每股净资产	7.56	7.73	7.90	8.07
ROIC	16%	16%	18%	19%
ROE	11%	13%	13%	14%
毛利率	80%	85%	83%	82%
EBIT Margin	32%	44%	42%	40%
EBITDA Margin	33%	44%	42%	41%
收入增长	42%	5%	8%	10%
净利润增长率	88%	19%	1%	5%
资产负债率	28%	24%	26%	27%
息率	6.0%	7.1%	7.2%	7.6%
P/E	14.0	11.8	11.7	11.1
P/B	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	15.3	10.4	10.2	9.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032