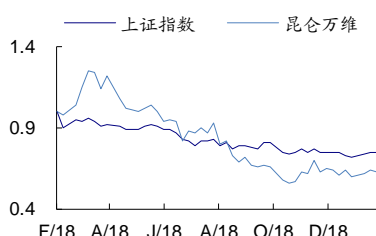


**证券研究报告—动态报告**
**传媒**
**互联网**
**昆仑万维(300418)**
**增持**
**2018 年报预告点评**

(调低评级)

2019 年 01 月 30 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)	1,152/635
总市值/流通(百万元)	15,655/8,626
上证综指/深圳成指	2,602/7,595
12 个月最高/最低(元)	28.98/11.24

**相关研究报告:**

《昆仑万维-300418-2018 年三季报点评: GameArk 业绩承压, 社交平台优势巩固》——2018-10-31

《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

**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**
**业绩预告符合预期, 平台联动初发力**
**● 平台化运营成绩斐然, 助力业绩稳步增长**

公司发布 2018 年业绩预告, 预计全年归母净利润达 10-12 亿元, 增幅为 0.13%-20.16%, 业绩增长主因系子公司闲徕互娱深耕用户粘性, 提高用户 ARPU 值, 同时结合 GameArk 运营优势增加了游戏联运的变现模式。其中 2018Q4 预计实现净利润 2.6-4.6 亿元, 同比增速为-38.53%-8.75%, 原因系投资收益相较于去年同期的 4.2 亿元有所收窄, 此外实施股权激励计划产生 1.82 亿元费用, 对公司净利润产生影响

**● GameArk 品牌起航, “轻舟计划”方兴未艾**

报告期内公司启动独立移动游戏品牌 GameArk, 并推出“轻舟计划”, 旨在整合集团旗下平台 4.5 亿 MAU 流量变现, 服务于轻游戏产品的全球联运发行。GameArk 延续研发运营优势, 以游戏自研&代理业务为核心, 与日本 KLabGames 联合开发的 3DMMO 手游《BLEACH 境·界-魂之觉醒》于 11 月上线, 拥有顶级动漫 IP 加持, 市场反响热烈; 自研游戏《神魔圣域》、《Seal 希望: 新世界》、《无双剑姬》通过持续迭代更新为产品生命周期赋能; 与盛大游戏合作发行的手游《龙之谷 M》荣获 2018 Google Play 最佳游戏, 在东南亚市场表现突出, 并取得 iOS 免费榜第一及畅销榜前三的成绩。

**● 公司转型前景向好, 充分发挥平台协同作用**

由公司移动游戏平台 (GameArk)、休闲娱乐社交平台 (闲徕互娱)、海外社交平台 (Grindr)、海外综合资讯平台 (Opera) 组成的产品矩阵共同构造了昆仑万维的国际互联网生态体系。报告期内公司完成了对全球最大的 LGBT 社交平台 Grindr 的 100% 股权收购, 通过深入挖掘平台潜力, Grindr 注册用户数、活跃用户数、付费用户转化率实现稳步增长; 闲徕互娱利用自身平台流量优势与 GameArk 合作游戏联运, 上线游戏最高日流水超过百万元; 2018 年 7 月 Opera 的成功上市则是公司平台化转型的另一个里程碑。公司各平台之间充分发挥协同作用, 为游戏业务提供全方位支持, 空间广阔。

**● 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 0.95/1.08/1.17 元 (未考虑闲徕互娱剩余股权注入可能), 当前股价对应同期 14.5/12.8/11.8 倍 PE, 考虑到游戏行业政策风险尚未完全释放, 下调评级至“增持”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	4,064	4,467
(+/-%)	35.5%	41.7%	5.4%	12.2%	9.9%
净利润(百万元)	531	999	1097.81	1244.41	1344.99
(+/-%)	31.1%	87.9%	9.9%	13.4%	8.1%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.87	0.95	1.08	1.17
EBIT Margin	25.8%	32.3%	41.2%	41.5%	41.2%
净资产收益率(ROE)	16.9%	11.5%	12.4%	13.7%	14.5%
市盈率(PE)	29.5	15.9	14.5	12.8	11.8
EV/EBITDA	25.7	17.0	12.3	11.1	10.2
市净率(PB)	5.0	1.83	1.79	1.75	1.71

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

**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	增持	13.7	14.5	12.8	0.95	1.08
002555.SZ	三七互娱	增持	14.0	12.5	11.4	0.77	0.84
002174.SZ	游族网络	增持	19.5	16.7	12.9	1.14	1.48
300031.SZ	宝通科技	增持	17.9	18.0	14.4	0.69	0.86
002517.SZ	恺英网络	增持	7.8	10.7	9.7	0.35	0.39
300467.SZ	迅游科技	增持	23.2	15.1	12.4	1.55	1.89
600633.SH	浙数文化	增持	21.8	18.0	15.2	0.47	0.56

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 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 0.95/1.08/1.17 元 (未考虑闲徕互娱剩余股权注入可能), 当前股价对应同期 14.5/12.8/11.8 倍 PE, 考虑到游戏行业政策风险尚未完全释放, 下调评级至“增持”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。

## 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	1587	1928	2197	营业收入	3436	3623	4064	4467
应收款项	597	298	334	367	营业成本	695	635	703	784
存货净额	0	35	39	43	营业税金及附加	11	9	8	11
其他流动资产	378	315	354	223	销售费用	954	870	975	1072
<b>流动资产合计</b>	<b>3008</b>	<b>2235</b>	<b>2654</b>	<b>2830</b>	管理费用	667	617	692	761
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
<b>资产总计</b>	<b>12061</b>	<b>11740</b>	<b>12393</b>	<b>12801</b>	营业利润	1463	1712	1905	2059
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	114	123	138	<b>利润总额</b>	<b>1465</b>	<b>1702</b>	<b>1905</b>	<b>2059</b>
其他流动负债	668	467	521	576	所得税费用	46	54	61	66
<b>流动负债合计</b>	<b>2054</b>	<b>1372</b>	<b>1618</b>	<b>1683</b>	少数股东损益	420	550	600	648
长期借款及应付债券	963	963	963	963	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>999</b>	<b>1098</b>	<b>1244</b>	<b>1345</b>
其他长期负债	182	241	314	315					
<b>长期负债合计</b>	<b>1145</b>	<b>1204</b>	<b>1276</b>	<b>1278</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3199</b>	<b>2577</b>	<b>2894</b>	<b>2961</b>	净利润	999	1098	1244	1345
少数股东权益	153	276	411	534	资产减值准备	(47)	9	9	10
股东权益	8710	8887	9088	9305	折旧摊销	17	7	9	11
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12061</b>	<b>11740</b>	<b>12393</b>	<b>12801</b>	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)	66	66	173
					其它	115	115	126	113
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(4064)</b>	<b>1295</b>	<b>1455</b>	<b>1651</b>
					资本开支	72	(25)	(27)	(27)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>67</b>	<b>(469)</b>	<b>(251)</b>	<b>(251)</b>
					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)	(921)	(1043)	(1128)
					其它融资现金流	6026	(353)	181	(3)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>4954</b>	<b>(1273)</b>	<b>(862)</b>	<b>(1131)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>957</b>	<b>(447)</b>	<b>341</b>	<b>269</b>
					货币资金的期初余额	1076	2034	1587	1928
					货币资金的期末余额	2034	1587	1928	2197
					企业自由现金流	(4015)	1494	1680	1937
					权益自由现金流	2011	1141	1862	1934

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.87	0.95	1.08	1.17
每股红利	0.73	0.80	0.91	0.98
每股净资产	7.56	7.71	7.89	8.08
ROIC	16%	16%	18%	20%
ROE	11%	12%	14%	14%
毛利率	80%	82%	83%	82%
EBIT Margin	32%	41%	41%	41%
EBITDA Margin	33%	41%	42%	41%
收入增长	42%	5%	12%	10%
净利润增长率	88%	10%	13%	8%
资产负债率	28%	24%	27%	27%
息率	5.3%	5.8%	6.6%	7.1%
P/E	15.9	14.5	12.8	11.8
P/B	1.8	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	17.0	12.3	11.1	10.2

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