

业绩基本符合预期，游戏业务复苏，互联网业务驱动增长

买入（维持）

2019年04月28日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建国

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,577	4,559	5,595	6,711
同比（%）	4.1%	27.4%	22.7%	20.0%
归母净利润（百万元）	1,006	1,426	1,778	2,098
同比（%）	0.7%	41.7%	24.7%	18.0%
每股收益（元/股）	0.87	1.24	1.54	1.82
P/E（倍）	17.11	12.07	9.68	8.20

投资要点

■ **业绩基本符合预期，多业务协同发展。**公司发布 2018 年报，实现营业收入 35.77 亿元，同比增长 4.10%，实现归母净利润 10.06 亿元，同比增长 0.74%，主要源于 GameArk 代理盛大移动游戏《龙之谷 M》，增加海外市场的推广力度，另外上线全新的原创女性阅读互动平台《Moments: Choose your story》，开拓欧美女性用户；闲徕互娱继续深耕棋牌用户重点省份，并显示出流量平台属性，来自于游戏联运的收入占闲徕总收入的 7.51%；Grindr 在欧美市场保持龙头地位，并在东南亚、南亚、东欧等地区推广，全球范围市场占有率得到提升。我们认为公司业绩基本符合预期，营业收入结构持续优化，产品活跃用户持续增长，并利用现有平台挖掘出新的利润增长点，互联网转型持续完善，业务呈现多样化发展。另外公司发布 2019 一季报，实现营业收入 8.6 亿元，同比减少 2.84%，实现归母净利润 3.79 亿元，同比增加 91.3%，净利润高增长主要由于公司处置股权投资带来的投资收益所致。

■ **游戏业务稳定发展，自研和代理双驱动。**公司全面聚焦移动游戏研发与发行，并于 18 年正式启动全新独立品牌“GameArk”，涵盖传统移动游戏的同时，不断尝试孵化 H5 小游戏、休闲类小游戏、女性阅读互动平台等新品类，并尝试与公司其他平台类业务进行游戏联合运营和导流等方向的协同发展。在游戏产品方面，公司自研产品《神魔圣域》持续贡献稳定流水，《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》东南亚版本 19 年 3 月份上线，双平台获游戏页推荐，另外公司在 19 年一季度新发两款移动游戏，《阿丽塔：战斗天使》海外版本及《洛奇》繁体区市场，有望增厚公司业绩弹性。

■ **平台化转型持续完善，板块协同效应增强，商业化变现能力逐步成熟。**公司先后收购了全球最大的 LGBT 社交平台 Grindr、面向 3-6 线城市居民的社交娱乐平台闲徕互娱、投资了全球互联网知名品牌 Opera 等极具特点的平台型资产，成功从单一的游戏业务战略延伸至平台业务，成为重要的互联网流量入口，通过数据连通形成集团层面的网络效应，同时公司成熟的商业化流量运营经验可帮助旗下平台获得更高的变现收入，Grindr 的会员费和广告收入每年均保持 25% 以上的增长、闲徕互娱在棋牌收入以外增加了游戏联运和广告的商业化变现模式，板块间业务协同效应明显，有望持续驱动公司业绩增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 45.59、55.95、67.11 亿元，实现归母净利润 14.26、17.78、20.98 亿元，对应 PE 分别为 12、10、8X，公司互联网业务转型逐步完善，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**游戏流水不及预期的风险，商誉减值的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.94
一年最低/最高价	11.24/23.02
市净率(倍)	2.90
流通 A 股市值(百万元)	9314.63

基础数据

每股净资产(元)	5.15
资产负债率(%)	38.25
总股本(百万股)	1151.95
流通 A 股(百万股)	623.47

相关研究

昆仑万维三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,154	3,211	3,612	6,155	营业收入	3,577	4,559	5,595	6,711
现金	1,517	1,970	2,645	4,559	减:营业成本	622	1,038	1,148	1,206
应收账款	363	622	586	863	营业税金及附加	12	12	15	20
存货	0	0	0	0	营业费用	893	1,336	1,516	1,831
其他流动资产	275	619	381	733	管理费用	566	757	981	1,164
非流动资产	6,675	7,589	8,538	9,495	财务费用	180	44	14	20
长期股权投资	2,255	3,205	4,162	5,129	资产减值损失	104	55	67	64
固定资产	22	26	28	26	加:投资净收益	684	426	434	443
在建工程	0	9	14	16	其他收益	0	0	0	0
无形资产	25	18	12	7	营业利润	1,510	1,742	2,288	2,849
其他非流动资产	4,373	4,332	4,322	4,318	加:营业外净收支	-6	5	3	1
资产总计	8,829	10,800	12,151	15,650	利润总额	1,504	1,748	2,291	2,850
流动负债	3,016	3,371	2,657	3,528	减:所得税费用	6	45	60	63
短期借款	1,098	1,098	1,098	1,098	少数股东损益	491	276	453	689
应付账款	490	732	619	801	归属母公司净利润	1,006	1,426	1,778	2,098
其他流动负债	1,429	1,541	940	1,629	EBIT	1,551	1,773	2,297	2,814
非流动负债	497	410	329	248	EBITDA	1,594	1,817	2,307	2,817
长期借款	388	301	221	139					
其他非流动负债	109	109	109	109	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3,513	3,781	2,986	3,775	每股收益(元)	0.87	1.24	1.54	1.82
少数股东权益	161	437	890	1,579	每股净资产(元)	4.48	5.71	7.18	8.94
归属母公司股东权益	5,155	6,582	8,275	10,296	发行在外股份(百万股)	1151	1152	1152	1152
负债和股东权益	8,829	10,800	12,151	15,650	ROIC(%)	20.6%	21.1%	22.9%	23.5%
					ROE(%)	28.2%	24.3%	24.3%	23.5%
					毛利率(%)	82.6%	77.2%	79.5%	82.0%
					销售净利率(%)	28.1%	31.3%	31.8%	31.3%
					资产负债率(%)	39.8%	35.0%	24.6%	24.1%
					收入增长率(%)	4.1%	27.4%	22.7%	20.0%
					净利润增长率(%)	0.7%	41.7%	24.7%	18.0%
					P/E	17.11	12.07	9.68	8.20
					P/B	3.34	2.61	2.08	1.67
					EV/EBITDA	11.40	9.50	7.35	5.56

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

