

公司持续巩固平台化运作，多元协同业绩可期

——昆仑万维公司点评

年报点评

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑 (联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

赵琳 (联系人)

证书编号: S0280118050009

● 事件:

昆仑万维 2019 年 4 月 26 日发布一季度报告, 公司 1-3 月实现营业收入 8.61 亿元, 同比下降 2.84%, 实现归母净利润 3.79 亿元, 同比增长 91.30%; 根据 2018 年年报数据, 公司全年实现营业收入 35.77 亿元, 同比增长 4.10%, 归母净利润 10.06 亿元, 同比增长 0.74%。

● 经营业绩稳步增长, 费用率控制良好:

公司毛利率近 2 年一直在 80% 左右, 2018 年度毛利率 82.61%, 同比增加 2.82%, 净利率则上升为 41.86%, 同比提升 0.58 个百分点。公司 2018 年度综合费用率 45.82%, 同比下降 4.14 个百分点; 其中销售费用率 24.96%, 同比下降 2.8 个百分点, 管理费用率 15.83%, 同比下降 3.57 个百分点, 财务费用率 5.03%, 同比增加 2.22 个百分点。2019 年一季度公司毛利率略微回落, 但净利率延续上行态势。

● 多业务协同发展, 投资收益显著:

公司先后收购了全球最大的 LGBT 社交平台 Grindr、面向 3-6 线城镇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。不但使公司避免了单一业务带来的业绩波动性, 更是从战略上进阶到全球化的平台型公司, 迅速实现了弯道超车。公司聚焦互联网领域, 投资了移动社交平台、精准营销等领域的优质项目, 并通过 Qudian 等项目, 取得了 6.84 亿元的投资收益, 成绩显著。

● 看好公司互联网平台化运作, 维持“推荐”评级:

受益于集团活跃用户持续增长, 收入结构进一步优化, 2018 年度业绩整体向好, 我们认为 2019 年度业绩或将继续提升, 调整公司 2019 年-2021 年净利润分别为 13.59(-0.27)/16.51/19.61 亿元, 对应 EPS 分别为 1.18/1.43/1.70 元, 当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 13/10/9 倍。考虑到公司的互联网平台运作, 且持续孵化并投资新业务, 有望在新的科技浪潮中把握领先机会, 看好公司业绩持续增长, 维持“推荐”评级。

● **风险提示:** 游戏行业监管风险, 投资及收购标的业绩不及预期等。

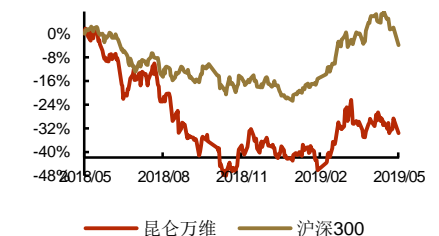
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,436	3,577	4,601	5,567	6,585
增长率(%)	41.7	4.1	28.6	21.0	18.3
净利润(百万元)	999	1,006	1,359	1,651	1,961
增长率(%)	87.9	0.7	35.1	21.4	18.8
毛利率(%)	79.8	82.6	82.9	83.2	83.2
净利率(%)	29.1	28.1	29.5	29.7	29.8
ROE(%)	16.0	28.2	27.6	25.3	23.2
EPS(摊薄/元)	0.87	0.87	1.18	1.43	1.70
P/E(倍)	17.0	16.9	12.5	10.3	8.7
P/B(倍)	2.0	3.3	2.6	2.1	1.7

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2019.05.06
收盘价(元):	14.77
一年最低/最高(元):	11.24/22.88
总股本(亿股):	11.52
总市值(亿元):	170.14
流通股本(亿股):	6.23
流通市值(亿元):	92.09
近 3 月换手率:	186.29%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	8.83	2.6	-32.43
绝对	9.89	24.82	-28.27

相关报告

《手游主业业绩稳定增长, 投资收益开始陆续兑现》2017-10-24

《闲徕互娱并表拉动业绩高增长, 昆仑游戏盈利能力大幅改善》2017-08-17

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3008	2154	2846	4250	6467	营业收入	3436	3577	4601	5567	6585
现金	2034	1517	1591	3305	4889	营业成本	695	622	788	937	1108
应收账款	410	363	631	571	851	营业税金及附加	11	12	14	17	20
其他应收款	187	0	241	51	294	营业费用	954	893	1150	1392	1646
预付账款	118	61	169	109	219	管理费用	667	566	690	835	988
存货	0	0	0	0	0	财务费用	96	180	215	224	213
其他流动资产	260	214	214	214	214	资产减值损失	32	104	138	167	198
非流动资产	9053	6675	7614	8579	9542	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	1332	2255	3229	4203	5176	投资净收益	444	684	450	500	550
固定资产	23	22	27	28	25	营业利润	1463	1510	2055	2495	2963
无形资产	31	25	18	12	7	营业外收入	3	4	4	4	4
其他非流动资产	7667	4373	4341	4336	4334	营业外支出	2	10	10	10	10
资产总计	12061	8829	10459	12829	16009	利润总额	1465	1504	2049	2488	2957
流动负债	2054	3016	2704	2764	3157	所得税	46	6	20	25	30
短期借款	1144	1098	1098	1098	1098	净利润	1419	1497	2029	2464	2927
应付账款	242	490	437	666	638	少数股东损益	420	491	669	813	966
其他流动负债	668	1429	1169	1000	1422	归属母公司净利润	999	1006	1359	1651	1961
非流动负债	1145	497	410	329	247	EBITDA	1599	1594	2124	2501	2909
长期借款	963	388	301	221	139	EPS(元)	0.87	0.87	1.18	1.43	1.70
其他非流动负债	182	109	109	109	109						
负债合计	3199	3513	3114	3093	3404	主要财务比率					
少数股东权益	153	161	830	1643	2609	成长能力					
股本	1152	1151	1152	1152	1152	营业收入(%)	41.7	4.1	28.6	21.0	18.3
资本公积	1409	181	181	181	181	营业利润(%)	162.5	3.2	36.1	21.4	18.8
留存收益	2272	3177	5206	7670	10597	归属于母公司净利润(%)	87.9	0.7	35.1	21.4	18.8
归属母公司股东权益	8710	5155	6516	8092	9996	获利能力					
负债和股东权益	12061	8829	10459	12829	16009	毛利率(%)	79.8	82.6	82.9	83.2	83.2
						净利率(%)	29.1	28.1	29.5	29.7	29.8
						ROE(%)	16.0	28.2	27.6	25.3	23.2
						ROIC(%)	13.5	20.6	25.4	25.7	25.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	26.5	39.8	29.8	24.1	21.3
						净负债比率(%)	0.8	13.1	-1.6	-19.6	-28.4
						流动比率	1.5	0.7	1.1	1.5	2.0
						速动比率	1.5	0.7	1.1	1.5	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	6.9	9.3	9.3	9.3	9.3
						应付账款周转率	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.87	0.87	1.18	1.43	1.70
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.44	1.35	2.23	2.04
						每股净资产(最新摊薄)	7.56	4.48	5.66	7.02	8.68
						估值比率					
						P/E	17.0	16.9	12.5	10.3	8.7
						P/B	2.0	3.3	2.6	2.1	1.7
						EV/EBITDA	10.9	11.3	8.4	6.7	5.6
现金流量表(百万元)											
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
经营活动现金流	1046	1473	1559	2568	2353						
净利润	1419	1497	2029	2464	2927						
折旧摊销	62	44	44	11	3						
财务费用	96	180	215	224	213						
投资损失	-444	-684	-450	-500	-550						
营运资金变动	-91	300	-278	369	-240						
其他经营现金流	3	136	0	0	0						
投资活动现金流	65	-215	-533	-475	-416						
资本支出	23	12	-35	-9	-11						
长期投资	699	-171	-974	-988	-974						
其他投资现金流	787	-374	-1541	-1472	-1400						
筹资活动现金流	-112	-2172	-952	-379	-353						
短期借款	161	-47	0	0	0						
长期借款	243	-574	-87	-81	-82						
普通股增加	25	-1	1	0	0						
资本公积增加	457	-1228	0	0	0						
其他筹资现金流	-999	-322	-866	-298	-271						
现金净增加额	967	-849	75	1714	1584						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>