

2020年01月23日

昆仑万维 (300418.SZ)

## GameArk 稳步推进, Opera 延续高增长态势, 20 年整体业绩有望再上台阶

事件:

公司发布业绩预告, 预计2019年度全年实现归母净利润11.5-13亿元, 同比增长14.31%-29.22%; 中位数为12.25亿元, 同比增长21.77%。

点评:

■19年公司四大平台业务有序推进, 助力整体业绩稳定增长。1) 移动游戏平台 GameArk 19年前三季度净利润同比显著提升, 平台内重点项目包括《龙之谷 M》、《Moments: Choose your story》、《BLEACH 境界-魂之觉醒:死神》。2) 休闲社交娱乐平台闲徕互娱 19年上半年实现营业收入7.01亿元, 净利润4.15亿元, 2019年全年业绩承诺净利润不低于9.18亿元。3) LGBT 社交平台 Grindr 2019年上半年实现营业收入3.54亿元, 同比增长41.68%; 根据公司官方微信号12月披露数据, 目前平台注册用户8000万+、MAU1000万+、DAU400万+。4) Opera 2019Q3 实现营业收入9367万美元、净利润2812万美元, 分别同比增长118.9%、189.4%, 其中搜索收入和广告收入表现强劲, 分别同比增长13%、17%, 小额贷款业务收入增长近三倍。

■产品进入兑现期, GameArk 平台“明星”产品频现。1) 18年知名端游 IP “龙之谷” 改编手游《龙之谷 M》代理海外发行, 上线当月登上苹果及谷歌畅销榜 TOP3 和免费榜 TOP1, 东南亚单区域月收入超5000万元, 19年持续贡献稳定流水。2) 公司与 KLabGames 共同研发手游《BLEACH 境界-魂之觉醒:死神》18年底在中国大陆和繁体区上线, 在中国区 iOS 畅销榜最高排名第20位, 并在19年3、5月份陆续上线东南亚和韩国。3) 自有 IP 明星产品《神魔圣域》19年保持稳定流水。4) 2020年产品储备包括知名 IP 改编《仙剑奇侠传移动版》, app store 显示预计于20年4月上线(已有版号); 明星产品延续之作《神魔圣域2》, 目前处于测试阶段; 以及其他储备产品, 包括重度 SLG、H5 小游戏、休闲游戏等。

■闲徕互娱由棋牌游戏延伸至休闲社交平台, 收入增长点不断增加。

闲徕以棋牌业务起家, 根据公司官方微信号披露, 目前平台产品近300款, 覆盖全国30个省份地区, 在四川、海南等省份市场占有率稳居第一。2019年5月, 公司完成对闲徕互娱100%并表, 并表后公司一方面陆续增加移动竞技场、休闲娱乐金市场等新玩法; 另一方面不断延伸至游戏联运、网络文学、广告等增值服务领域业务, 拓宽收

公司快报

证券研究报告

互联网

投资评级 买入-A

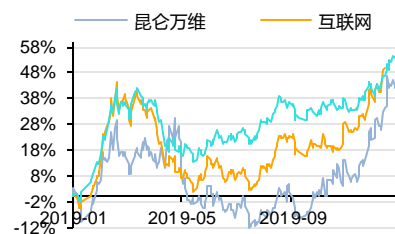
维持评级

股价 (2020-01-22) 18.78 元

交易数据

总市值(百万元)	21,566.37
流通市值(百万元)	18,914.09
总股本(百万股)	1,148.37
流通股本(百万股)	1,007.14
12个月价格区间	11.71/19.59 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.39	21.27	-22.25
绝对收益	14.93	40.89	36.98

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001

jjiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

入增长点。2020 年闲徕互娱承诺净利润 10 亿元，为公司整体业绩奠定扎实基础。

■**Opera 持续扩张、业务多点开花。**根据公司官方微信号披露，截至 2019Q3，Opera 浏览器 MAU 达到 3.62 亿，其中移动端 2.3 亿，PC 端 0.68 亿，用户规模保持稳定增长。Opera News 浏览器内置服务及独立 APP 月活用户分别达 1.69 亿、0.41 亿。在 Opera Ads 发布带动下，Q2 Opera 新闻广告收入较 Q1 实现翻番，Q3 扩展到除大型广告商以外的中小型企业，进一步扩大广告收入来源。此外，OKash 与移动钱包和消费服务公司 OPay 合作，进军尼日利亚、加纳、南非、肯尼亚等国家的金融服务市场，代理商户超 14 万家，日交易量超 1000 万美元。

■**投资建议：**公司四大板块业务逻辑清晰、稳步推进，为公司整体业绩提升奠定基础。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 12.31 亿元、14.52 亿元、16.88 亿元，对应 EPS 1.06 元、1.25 元、1.46 元，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**游戏行业监管政策风险、海外市场经营风险、新产品开发及运营不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	3,436.4	3,577.2	3,791.8	4,246.8	4,841.4
净利润	998.7	1,006.1	1,231.2	1,451.9	1,687.6
每股收益(元)	0.87	0.83	1.06	1.25	1.46
每股净资产(元)	7.58	4.49	5.46	7.08	7.94

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	21.6	22.7	17.7	15.0	12.9
市净率(倍)	2.5	4.2	3.4	2.7	2.4
净利润率	29.1%	28.1%	32.5%	34.2%	34.9%
净资产收益率	11.5%	19.5%	19.4%	17.7%	18.3%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%
ROIC	98.7%	60.0%	55.3%	49.1%	89.9%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3,436.4	3,577.2	3,791.8	4,246.8	4,841.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	694.5	622.0	641.6	700.7	780.4	营业收入增长率	41.7%	4.1%	6.0%	12.0%	14.0%
营业税费	10.6	11.7	11.4	12.7	14.9	营业利润增长率	162.5%	3.2%	21.3%	9.0%	13.4%
销售费用	953.9	892.9	927.5	1,019.2	1,161.9	净利润增长率	87.9%	0.7%	22.4%	17.9%	16.2%
管理费用	666.7	566.4	608.6	684.2	774.6	EBITDA 增长率	144.5%	35.0%	-7.6%	9.0%	13.1%
财务费用	96.4	179.8	75.8	84.9	96.8	EBIT 增长率	148.7%	35.6%	-7.6%	9.1%	13.4%
资产减值损失	31.7	104.3	40.0	48.6	49.3	NOPLAT 增长率	157.6%	11.4%	4.3%	9.1%	13.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	83.1%	13.3%	22.7%	-38.0%	23.0%
投资和汇兑收益	444.0	684.4	345.0	300.0	300.0	净资产增长率	178.6%	-40.0%	27.7%	26.6%	11.7%
<b>营业利润</b>	1,463.4	1,509.9	1,832.0	1,996.4	2,263.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1.6	-6.0	1.3	1.3	1.3	毛利率	79.8%	82.6%	83.1%	83.5%	83.9%
<b>利润总额</b>	1,464.9	1,503.9	1,833.3	1,997.7	2,264.6	营业利润率	42.6%	42.2%	48.3%	47.0%	46.7%
减:所得税	46.3	6.4	146.7	159.8	181.2	净利润率	29.1%	28.1%	32.5%	34.2%	34.9%
<b>净利润</b>	998.7	1,006.1	1,231.2	1,451.9	1,687.6	EBITDA/营业收入	44.8%	58.1%	50.7%	49.4%	49.0%
						EBIT/营业收入	44.3%	57.7%	50.3%	49.0%	48.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	3	2	2	1	0
货币资金	2,033.7	1,516.7	1,607.8	2,980.3	4,080.5	流动营业资本周转天数	-18	-25	-10	-13	-13
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	266	260	242	283	347
应收账款	597.0	508.8	1,029.2	530.6	1,215.6	应收帐款周转天数	70	56	73	66	65
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数					
预付帐款	117.5	61.0	178.7	84.6	185.0	总资产周转天数	962	1,051	916	942	919
存货	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	227	301	336	268	200
其他流动资产	260.3	68.0	124.6	150.9	114.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	5,707.4	2,701.9	3,421.7	3,943.7	3,355.8	ROE	11.5%	19.5%	19.4%	17.7%	18.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.8%	17.0%	16.1%	15.6%	16.1%
长期股权投资	1,331.6	2,255.3	2,255.3	2,255.3	2,255.3	ROIC	98.7%	60.0%	55.3%	49.1%	89.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	23.0	21.6	12.8	4.0	-1.3	销售费用率	27.8%	25.0%	24.5%	24.0%	24.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	19.4%	15.8%	16.1%	16.1%	16.0%
无形资产	31.3	25.0	19.2	13.4	7.7	财务费用率	2.8%	5.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	1,959.7	1,670.9	1,823.7	1,791.5	1,745.3	三费/营业收入	50.0%	45.8%	42.5%	42.1%	42.0%
<b>资产总额</b>	12,061.4	8,829.3	10,472.9	11,754.4	12,958.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,144.4	1,097.6	1,492.9	-	-	资产负债率	26.5%	39.8%	34.2%	22.9%	19.7%
应付帐款	389.3	589.0	492.2	734.5	568.5	负债权益比	36.1%	66.1%	51.9%	29.6%	24.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.46	0.71	1.08	2.16	3.38
其他流动负债	520.6	1,329.5	743.9	1,000.3	1,086.7	速动比率	1.46	0.71	1.08	2.16	3.38
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	15.80	11.48	25.16	24.50	24.37
其他非流动负债	1,144.7	497.1	794.6	812.1	701.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,199.0	3,513.2	3,523.6	2,546.9	2,356.4	DPS(元)	0.09	-	0.12	0.09	0.09
少数股东权益	152.7	160.7	455.4	386.0	395.9	分红比率	10.0%	0.0%	11.0%	7.0%	6.0%
股本	1,151.9	1,151.9	1,159.0	1,159.0	1,159.0	股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%
留存收益	3,680.7	3,358.5	5,174.3	7,046.5	8,045.0						
<b>股东权益</b>	8,862.4	5,316.2	6,788.7	8,591.4	9,599.9						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	1,418.7	1,497.5	1,231.2	1,451.9	1,687.6	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	62.5	43.8	14.6	14.6	11.1	EPS(元)	0.87	0.83	1.06	1.25	1.46
资产减值准备	31.7	104.3	-	-	-	BVPS(元)	7.58	4.49	5.46	7.08	7.94
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	21.6	22.7	17.7	15.0	12.9
财务费用	99.6	184.2	75.8	84.9	96.8	PB(X)	2.5	4.2	3.4	2.7	2.4
投资损失	-444.0	-684.4	-345.0	-300.0	-300.0	P/FCF	165.1	29.1	38.8	20.6	28.7
少数股东损益	420.0	491.4	455.4	386.0	395.9	P/S	6.3	6.0	5.7	5.1	4.5
营运资金的变动	-169.1	764.6	-1,038.3	1,048.0	-913.4	EV/EBITDA	11.5	6.2	10.1	7.6	6.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,045.8	1,473.0	393.7	2,685.4	978.0	CAGR(%)	9.0%	11.6%	45.7%	9.0%	11.6%
<b>投资活动产生现金流量</b>	65.0	-214.9	-374.8	-222.0	887.9	PEG	2.4	2.0	0.4	1.7	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	-112.0	-2,171.7	72.0	-1,090.8	-765.7	ROIC/WACC	9.1	5.6	5.1	4.6	8.3
						REP	0.7	0.7	1.0	1.5	0.6

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@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