

# 昆仑万维 (300418)

## 春节期间棋牌游戏高速增长，助力公司业绩稳定增长 买入（维持）

2020年02月02日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,577	3,992	4,595	5,110
同比 (%)	4.1%	11.6%	15.1%	11.2%
归母净利润 (百万元)	1,006	1,224	1,468	1,664
同比 (%)	0.7%	21.7%	19.9%	13.4%
每股收益 (元/股)	0.88	1.07	1.28	1.45
P/E (倍)	21.44	17.62	14.69	12.96

### 投资要点

- 春节期间棋牌游戏高速增长，闲徕助力公司业绩稳定增长：**春节期间受疫情影响，全国线下棋牌馆暂停营业，线上棋牌游戏市场高速增长，上市公司全资子公司闲徕互娱作为线上棋牌游戏龙头公司，将充分享受此轮线上红利，为全年业绩承诺奠定扎实基础，并有效助力上市公司全年业绩增长稳定性。
- 2019年业绩预告符合预期，四大平台业务稳定增长：**2020年1月20日公司发布业绩预告，预计2019年实现归母净利润11.5亿至13亿元，同比增长14.3%至29.2%，符合预期。
  - 1) GameArk：公司致力于游戏领域的平稳发展，合理配置资源，不断提高研发和发行能力，对重点产品的研发和推广有的放矢的进行投入；
  - 2) 闲徕互娱：通过横向拓展游戏联运、广告等新变现模式，有效提升了用户在平台内的在线时长和使用粘性，增加了新的收入增长点，优化了业务体系和收入结构；
  - 3) Opera：移动端及PC端活跃用户数据稳步增长；
  - 4) Grindr：活跃用户稳定增长，美股上市工作稳步推进。
- 平台化转型持续完善，商业化变现能力逐步成熟，三轮股权激励覆盖公司各层，利于公司长期发展。**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，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，板块间业务协同效应明显，商业化变现能力逐步成熟。公司上市至今已先后进行三轮股权激励，充分覆盖各业务板块中高管理层，其中新一轮股权激励将进一步深度绑定核心人员，利于公司长期健康发展。
- 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39.92、45.95、51.1亿元，实现归母净利润12.2、14.7、16.6亿元，对应PE分别为17.6、14.7、13X，公司互联网业务转型逐步成熟，看好公司发展前景，维持“买入”评级，给予2020年22-24倍目标市盈率，上调目标价至29-31元/股。
- 风险提示：**游戏流水不及预期的风险，商誉减值风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.78
一年最低/最高价	11.48/19.85
市净率(倍)	4.85
流通A股市值(百万元)	16794.02

### 基础数据

每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	56.18
总股本(百万股)	1148.37
流通A股(百万股)	894.25

### 相关研究

1、《昆仑万维(300418)：业绩基本符合预期，游戏业务复苏，互联网业务驱动增长》

2019-04-29

## 1. 春节期间棋牌游戏高速增长，闲徕助力公司业绩稳定增长

全资子公司闲徕互娱主营线上棋牌业务，目前平台产品近 300 款，覆盖全国 30 个省份地区，在四川、海南、湖南、云南、贵州、广东、安徽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比赛场、休闲娱乐金币场等新玩法，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，以拓展收入增长点，当前非房卡收入占比提升至约 10%，收入结构得到显著改善，我们预计闲徕整体将完成 2019 年 9.18 亿业绩承诺。

春节期间受疫情影响，全国线下棋牌馆暂停营业，线上棋牌游戏市场高速增长。根据七麦数据公开披露数据进行统计，IOS 免费榜前十名棋牌游戏单日下载量较平日有 3 倍以上增长，而 IOS 免费榜前十名非棋牌游戏单日下载量小幅增长。预计 2020 上半年疫情缓解前，线上棋牌游戏公司将充分受益。

图 1：IOS 免费榜前十名棋牌游戏单日下载量变化



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

图 2：IOS 免费榜前十名非棋牌游戏单日下载量变化



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

闲徕互娱作为线上棋牌游戏龙头公司，将充分享受此轮线上红利。2020 年闲徕互娱业绩承诺净利润 10 亿元，预计 2020 上半年业绩将有强劲增长，将为全年业绩承诺奠定扎实基础，并有效助力上市公司全年业绩增长稳定性。

## 2. 2019 年业绩预告符合预期，四大平台业务稳定增长

2020 年 1 月 20 日公司发布业绩预告，预计 2019 年实现归母净利润 11.5 亿至 13 亿元，同比增长 14.3% 至 29.2%，符合预期；合计确认股权激励费用约 1.9 亿元；预计影响净利润的非经常性损益约为 0.2 亿元。

**1) GameArk:** 公司致力于游戏领域的平稳发展，合理配置资源，不断提高研发和发行能力，对重点产品的研发和推广有的放矢的进行投入。

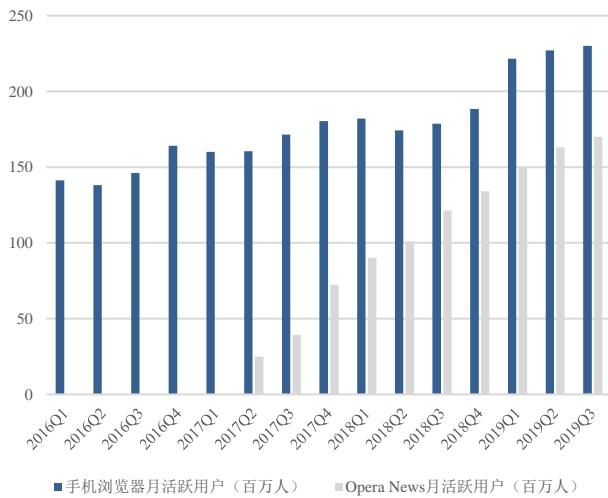
老产品表现稳定：由 GameArk 联合 KLabGames 共同研发的手游《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》，进入产品兑现期，在中国大陆、东南亚、韩国等市场获得了稳定流水表现；知名手游《龙之谷 M》代理海外发行，东南亚单区域峰值月流水过 0.5 亿，2019 年至今持续贡献稳定流水；公司自有 IP 明星产品《神魔圣域》2019 年保持稳定流水。

新产品储备丰富：2020 年公司具有《仙剑奇侠传移动版》及《神魔圣域 2》产品储备，此外还有 SLG、H5 游戏及休闲游戏储备。

**2) 闲徕互娱：**公司于 2019 年 5 月完成对闲徕互娱 100% 并表。截至 2019 年 6 月底，闲徕互娱实现营收 7 亿元，净利润 4.2 亿元，闲徕互娱通过研发和运营的不断创新，继续在棋牌游戏领域纵向深耕的同时，通过横向拓展游戏联运、广告等新变现模式，有效提升了用户在平台内的在线时长和使用粘性，增加了新的收入增长点，优化了业务体系和收入结构，非房卡收入占比提升至约 10%，收入结构均衡性稳步提升。

**3) Opera:** 2019 年前三季度实现营收 2.1 亿美元，同比增长 68.1%，调整后净利润为 0.43 亿美元。其中，搜索引擎服务实现营收 0.64 亿美元、广告业务 0.49 亿美元、技术许可业务 0.16 亿美元、零售业务 0.2 亿美元、科技金融业务 0.56 亿美元，移动端及 PC 端活跃用户数据稳步增长。

图 3: Opera 移动端活跃用户数据



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4: Opera PC 端活跃用户数据



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

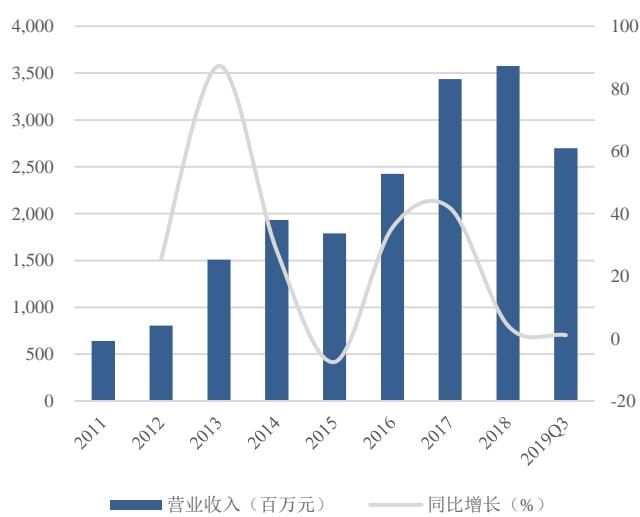
**4) Grindr:** 公司于 2016 年收购的社交平台，总注册用户已超过 0.8 亿，月活跃用户超过 0.1 亿。公司与美国外资投资审查委员会签署协议，将于 2020 年出售 Grindr 100% 的股权。此外，Grindr 美股上市工作正顺利开展中，顺利上市将有助于公司进一步提高投

资收益。

### 3. 平台化转型持续完善，商业化变现能力逐步成熟，深度股权激励利于长期发展

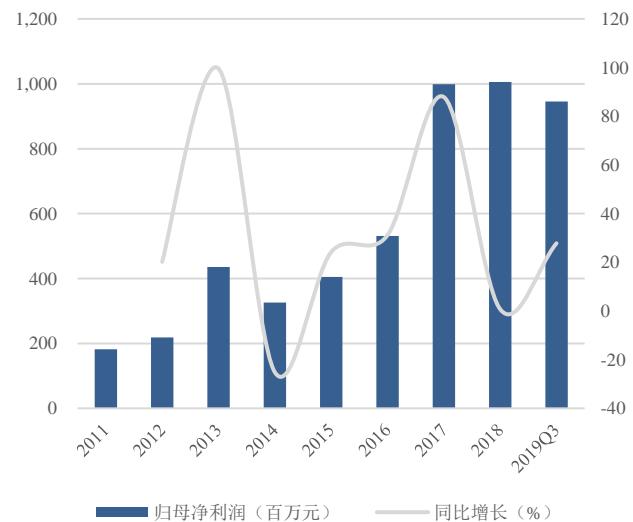
公司游戏业务起家，2015 年上市先后收购了全球最大的 LGBT 社交平台 Grindr、面向 3-6 线城镇居民的社交娱乐平台闲徕互娱、投资了全球互联网知名品牌 Opera 等极具特点的平台型资产，成功从单一的游戏业务战略延伸至互联网平台业务，成为重要的互联网流量入口，通过数据连通形成集团层面的网络效应，同时公司成熟的商业化流量运营经验可帮助旗下平台获得更高的变现收入，Grindr 的会员费和广告收入每年均保持 25% 以上的增长、闲徕互娱在棋牌收入以外增加了游戏联运和广告的商业化变现模式，板块间业务协同效应明显，商业化变现能力逐步成熟。

图 5：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司上市至今已先后进行三轮股权激励，覆盖各业务板块中高管理层，利于长期健康发展，其中 2019 年 1 月推出新一轮股权激励计划，授予公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员共计 62 人 4,955 万份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司总股本 115,194.6216 万股的 4.30%，授予的股票期权的行权价格为 13.51 元/股。

表1：股票期权的各年度业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	公司 2019 年实现的净利润不低于 12.0 亿元；
第二个行权期	公司 2019 年和 2020 年两年累计实现的净利润不低于 25.5 亿元；
第三个行权期	公司 2019 年、 2020 年和 2021 年三年累计实现的净利润不低于 40.5 亿元。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 收入预测

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 3992.13/4594.94/5109.58 百万元，同比增长 12%/15%/11%，Opera 美股上市后不并入合并报表，但投资收益体现为公司经常性收益，具体拆分如下：

- 1) **GameArk**：游戏业务多年表现稳定，我们预计 2019-2021 年收入为 1523.12/1631.2/1760.6 百万元；
- 2) **闲徕互娱**：线上棋牌业务 2018 年有一性确认递延收益，导致 2019 年有所下滑，但 2020 上半年受疫情影响收入有大幅增长，我们预计 2019-2021 年收入为 1312.5/1743.21/1860.5 百万元。
- 3) **Grindr**：用户活跃度及营收多年稳定 25% 左右增长，2018 年约实现 700 百万元收入，我们预计增长趋势将得到延续，预计 2019-2021 年收入为 880/1110/1367 百万元。此外，当前 Grindr 正在积极寻求美股上市，美股成功上市后 Grindr 将不再并表。

### 4.2. 基础假设

表2：基础假设表

	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	82.6%	75.5%	78.6%	82.5%
销售净利率	28.1%	30.7%	31.9%	32.6%
三费/营业收入	45.82%	47.02%	45.22%	45.39%
EBIT / 营业收入	43.35%	38.30%	41.60%	44.19%

EBITDA / 营业收入	44.57%	39.37%	41.78%	44.17%
应收账款周转率	9.26	9.26	9.26	9.26
经营现金流量 / 流动负债(倍)	0.55	0.48	0.35	0.68
负债合计 / 股东权益	0.66	0.53	0.32	0.30

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.3. 盈利预测与投资评级

根据我们以上对收入成本和费用的分析预测，我们预计 2019-2021 年，公司将实现归母净利润 1,224/1,468/1664 百万元，同比增长 22%/20%/13%，对应 PE 分别为 17.62/14.69/12.96 倍。公司业绩增长稳定，互联网业务转型逐步成熟，看好公司发展前景，维持“买入”评级，给予 2020 年 22-24 倍目标市盈率，上调目标价至 29-31 元/股。

表 3：同类公司估值对比

	EPS			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
三七互娱	1.01	1.20	1.38	32.09	27.01	23.49
游族网络	1.36	1.62	1.90	20.37	17.10	14.58
完美世界	1.64	1.90	2.10	28.96	24.99	22.61
吉比特	12.53	14.65	16.93	29.73	25.43	22.00
昆仑万维	1.07	1.28	1.45	17.55	14.67	12.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 5. 风险提示

- 1、棋牌类游戏监管政策趋严。棋牌类游戏因容易涉及赌博性质，受政策管制较多，监管政策的变化有可能对公司棋牌类业务造成负面影响；
- 2、游戏行业监管趋严。游戏行业于政策监管相关度大，且受政策监管较多，政策监管收紧可能对游戏行业整体造成负面影响；
- 3、商誉减值风险。公司历年收购形成较大商誉，商誉减值可能会对上市公司整体利润产生负面影响。

## 昆仑万维三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2,154</b>	<b>2,815</b>	<b>2,701</b>	<b>4,403</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,577</b>	<b>3,992</b>	<b>4,595</b>	<b>5,110</b>
现金	1,517	1,754	1,872	3,179	减: 营业成本	622	980	983	894
应收账款	363	499	493	610	营业税金及附加	12	11	12	15
存货	0	0	0	0	营业费用	893	1,170	1,245	1,394
其他流动资产	275	561	337	614	管理费用	566	663	806	886
<b>非流动资产</b>	<b>6,675</b>	<b>7,584</b>	<b>8,531</b>	<b>9,487</b>	<b>财务费用</b>	<b>180</b>	<b>45</b>	<b>27</b>	<b>39</b>
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	21	21	17	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	<b>营业利润</b>	<b>1,510</b>	<b>1,495</b>	<b>1,888</b>	<b>2,260</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>8,829</b>	<b>10,399</b>	<b>11,233</b>	<b>13,889</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,504</b>	<b>1,500</b>	<b>1,891</b>	<b>2,261</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,016</b>	<b>3,216</b>	<b>2,374</b>	<b>2,979</b>	减: 所得税费用	6	39	49	50
短期借款	1,098	1,098	1,098	1,098	少数股东损益	491	237	374	547
应付账款	490	664	494	559	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,006</b>	<b>1,224</b>	<b>1,468</b>	<b>1,664</b>
其他流动负债	1,429	1,455	783	1,322	EBIT	1,551	1,529	1,912	2,258
<b>非流动负债</b>	<b>497</b>	<b>408</b>	<b>327</b>	<b>245</b>	EBITDA	1,594	1,572	1,920	2,257
长期借款	388	300	219	136					
其他非流动负债	109	109	109	109	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,513</b>	<b>3,624</b>	<b>2,701</b>	<b>3,223</b>	每股收益(元)	0.88	1.07	1.28	1.45
少数股东权益	161	398	772	1,319	每股净资产(元)	4.49	5.55	6.76	8.14
归属母公司股东权益	5,155	6,377	7,759	9,347	发行在外股份(百万股)	1151	1148	1148	1148
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,829</b>	<b>10,399</b>	<b>11,233</b>	<b>13,889</b>	ROIC(%)	20.6%	18.7%	20.1%	20.5%
					ROE(%)	28.2%	21.6%	21.6%	20.7%
					毛利率(%)	82.6%	75.5%	78.6%	82.5%
					销售净利率(%)	28.1%	30.7%	31.9%	32.6%
					资产负债率(%)	39.8%	34.9%	24.1%	23.2%
					收入增长率(%)	4.1%	11.6%	15.1%	11.2%
					净利润增长率(%)	0.7%	21.7%	19.9%	13.4%
					P/E	21.44	17.62	14.69	12.96
					P/B	4.18	3.38	2.78	2.31
					EV/EBITDA	14.13	13.87	11.44	9.36

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,并注明出自为东吴证券研究所,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>