

一季度游戏业务快速增长，助力业绩稳定增长

买入（维持）

2020 年 02 月 28 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	3,689	4,649	5,634
同比（%）	4.1%	3.1%	26.0%	21.2%
归母净利润（百万元）	1,006	1,280	1,653	1,859
同比（%）	0.7%	27.2%	29.1%	12.5%
每股收益（元/股）	0.88	1.11	1.44	1.62
P/E（倍）	26.67	20.97	16.24	14.43

投资要点

■ **段落提要：**昆仑万维发布 2019 年业绩快报及 2020 年一季度业绩预告，2019 年实现归母净利润 12.80 亿，2020 年一季度实现归母净利润 5.07-6.02 亿，同比增长 33.7%-58.7%，业绩表现超预期。

1) 2020 年一季度线上棋牌游戏业务快速增长，其中闲徕互娱以及 GameArk 国内部分的活跃用户和流水增幅较大，为报告期内的主要业绩贡献点 Grindr 社交平台业务保持稳定发展。公司战略投资的 Opera 已于近日发布 2019 年四季度及全年业绩报告，其中对 2020 年全年的业绩指引为调整后 EBITDA 7000-8000 万美元，报告期内会增厚公司业绩。

2) 长期来看，公司平台化转型持续完善，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。

3) 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层管理层，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：**基于公司一季度业绩预告超预期及对未来发展预期，我们上调 2020-2021 年盈利预测，预计公司 2020-2021 年实现营业收入 46.49、56.34 亿元，实现归母净利润 16.53、18.59 亿元，对应 EPS 为 1.44、1.62 元/股，对应 PE 为 16.24、14.43 倍，上调目标价至 35 元/股，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策监管趋严，行业竞争加剧，宏观经济风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.35
一年最低/最高价	11.52/27.70
市净率(倍)	6.05
流通 A 股市值(百万元)	20880.73

基础数据

每股净资产(元)	3.86
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)：春节期间棋牌类游戏高速增长，助力公司业绩稳定增长》2020-02-02
- 2、《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

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
流动资产	2,154	2,252	3,067	4,973	营业收入	3,577	3,689	4,649	5,634
现金	1,517	1,288	2,124	3,695	减:营业成本	622	743	772	925
应收账款	363	434	570	647	营业税金及附加	12	10	12	16
存货	0	0	0	0	营业费用	893	1,081	1,259	1,537
其他流动资产	275	530	373	631	管理费用	566	613	815	977
非流动资产	6,675	7,581	8,532	9,491	财务费用	180	50	31	32
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	18	22	22	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	1,563	2,126	2,525
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	9,833	11,599	14,464	利润总额	1,504	1,568	2,129	2,526
流动负债	3,016	2,585	2,442	2,993	减:所得税费用	6	41	55	56
短期借款	1,098	1,098	1,098	1,098	少数股东损益	491	248	421	611
应付账款	490	385	524	565	归属母公司净利润	1,006	1,280	1,653	1,859
其他流动负债	1,429	1,103	821	1,331	EBIT	1,551	1,604	2,153	2,511
非流动负债	497	407	328	247	EBITDA	1,594	1,646	2,161	2,511
长期借款	388	299	219	138					
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	2,992	2,770	3,240	每股收益(元)	0.88	1.11	1.44	1.62
少数股东权益	161	409	830	1,441	每股净资产(元)	4.49	5.60	6.96	8.51
					发行在外股份(百万股)	1151	1148	1148	1148
归属母公司股东权益	5,155	6,432	8,000	9,783	ROIC(%)	20.6%	19.5%	22.1%	21.9%
负债和股东权益	8,829	9,833	11,599	14,464	ROE(%)	28.2%	22.3%	23.5%	22.0%
					毛利率(%)	82.6%	79.9%	83.4%	83.6%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	28.1%	34.7%	35.6%	33.0%
经营活动现金流	1,473	1,087	1,557	2,276	资产负债率(%)	39.8%	30.4%	23.9%	22.4%
投资活动现金流	-215	-523	-525	-516	收入增长率(%)	4.1%	3.1%	26.0%	21.2%
筹资活动现金流	-2,172	-793	-196	-189	净利润增长率(%)	0.7%	27.2%	29.1%	12.5%
现金净增加额	-849	-229	836	1,571	P/E	26.67	20.97	16.24	14.43
折旧和摊销	44	42	8	-0	P/B	5.20	4.17	3.35	2.74
资本开支	12	-43	-6	-8	EV/EBITDA	17.42	16.71	12.51	10.35
营运资本变动	300	-107	-122	217					

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>