

# 2019年业绩同增 27%符合预期，2020年Q1预计同增 34%-59%

——昆仑万维公司点评

公司点评

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

**事件:** 昆仑万维 28 日公告 2019 年业绩快报和 2020 年一季度业绩预告。公司 2019 年营业收入 36.89 亿元，同比增长 3.14%；归母净利润 12.80 亿元，同比增长 27.25%，接近先期发布的业绩预告上限，符合市场预期。公司预计一季度归母净利润为 5.07-6.02 亿元，同比增长 33.7%-58.7%。

## ● 游戏业务上 GameArk 与闲徕互娱齐头并进，护航 2019 年公司业绩

公司持续巩固游戏业务。GameArk 在 2019 年上线了《魂之觉醒：死神》、《洛奇》等大作，同时代理 Supercell 的《部落冲突》与盛大的《龙之谷》等多款优质游戏。明星产品《神魔圣域 2》也已进入测试阶段，预计 2020 年上半年上线，另有 SLG 和二次元产品在筹备中。2019 年公司完成对闲徕 100% 并表，此外，闲徕在假期受益明显，用户渗透与留存转化，将会持续贡献业绩。

## ● OPERA 势头强劲，年中或出售 Grindr，通过不断投资布局 AI 等新科技

2 月 25 日 Opera 披露 2019 年四季度和全年财报，2019 年 Q4 实现营收 1.296 亿美元，同增 158%；实现净利润达 2200 万美元。2019 年全年，Opera 营业收入达 3.349 亿美元，同比增长 94.4%；实现净利润达 6764 万美元，同比增长 46.6%，Opera 总月活跃用户同比增长 5%，达 3.55 亿。公司今年或将出售 Grindr 股份，公司通过不断投资新科技来布局未来，同时持续产生投资收益。

## ● 经营稳健增长，股权激励计划利于公司长期发展

公司业务保持稳中向好的态势，并不断加强板块之间的业务协同，持续推进公司互联网平台科技公司战略。由于股权激励计划，合计确认费用约 18,827 万元，相关费用对归属于上市公司股东的净利润产生了一定的影响。中长期来看，股权激励计划绑定公司核心骨干员工，利好公司业务的长期稳定发展。

## ● 价值低估，持续推进互联网平台化，维持“推荐”评级

考虑到公司开年游戏流水表现优异和海外广阔的市场发展空间等情况，预计 2020 年-2021 年净利润分别为 17.62 亿元、19.79 亿元，同比增长 37.6%、12.4%，对应 EPS 分别为 1.53/1.72 元，当前股价对应 2020 年-2021 年 PE 分别为 15/14 倍。考虑到公司业务稳健经营，持续推进平台化运作，且不断投资未来，有望把握新的科技浪潮，维持“推荐”评级。

## ● 风险提示：游戏监管风险，收购标的的发展不及预期，新兴市场不及预期等。

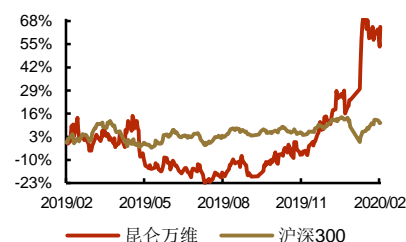
### 财务摘要和估值指标

| 指标        | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,436 | 3,577 | 3,689 | 4,980 | 5,590 |
| 增长率(%)    | 41.7  | 4.1   | 3.1   | 35.0  | 12.2  |
| 净利润(百万元)  | 999   | 1,006 | 1,280 | 1,762 | 1,979 |
| 增长率(%)    | 87.9  | 0.7   | 27.3  | 37.6  | 12.4  |
| 毛利率(%)    | 79.8  | 82.6  | 82.6  | 83.3  | 83.7  |
| 净利率(%)    | 29.1  | 28.1  | 34.7  | 35.4  | 35.4  |
| ROE(%)    | 16.0  | 28.2  | 22.3  | 24.1  | 21.1  |
| EPS(摊薄/元) | 0.87  | 0.88  | 1.11  | 1.53  | 1.72  |
| P/E(倍)    | 26.8  | 26.6  | 20.9  | 15.2  | 13.5  |
| P/B(倍)    | 3.1   | 5.2   | 4.2   | 3.3   | 2.7   |

## 推荐 (维持评级)

| 市场数据        | 时间 2020.02.27 |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元):     | 25.04         |
| 一年最低/最高(元): | 11.52/27.7    |
| 总股本(亿股):    | 11.49         |
| 总市值(亿元):    | 287.75        |
| 流通股本(亿股):   | 9.8           |
| 流通市值(亿元):   | 245.36        |
| 近 3 月换手率:   | 276.65%       |

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

| 类型 | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 22.5  | 57.92 | 39.01 |
| 绝对 | 24.23 | 62.58 | 49.55 |

## 相关报告

《业绩预告符合预期，强化游戏业务，推进全球互联网平台化运作》2020-01-20

《中报业绩预增上限 15.44%，实控人提前终止减持计划》2019-07-23

《公司持续巩固平台化运作，多元协同业绩可期》2019-05-06

《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)     | 2017A        | 2018A       | 2019E       | 2020E        | 2021E        |
|----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>3008</b>  | <b>2154</b> | <b>1581</b> | <b>3530</b>  | <b>4006</b>  |
| 现金             | 2034         | 1517        | 759         | 2429         | 2965         |
| 应收票据及应收账款合计    | 410          | 363         | 434         | 641          | 566          |
| 其他应收款          | 187          | 146         | 198         | 266          | 255          |
| 预付账款           | 118          | 61          | 123         | 125          | 154          |
| 存货             | 0            | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他流动资产         | 260          | 68          | 68          | 68           | 68           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>9053</b>  | <b>6675</b> | <b>7611</b> | <b>8595</b>  | <b>9576</b>  |
| 长期投资           | 1332         | 2255        | 3234        | 4222         | 5215         |
| 固定资产           | 23           | 22          | 18          | 25           | 21           |
| 无形资产           | 31           | 25          | 18          | 12           | 7            |
| 其他非流动资产        | 7667         | 4373        | 4341        | 4336         | 4334         |
| <b>资产总计</b>    | <b>12061</b> | <b>8829</b> | <b>9192</b> | <b>12126</b> | <b>13582</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>2054</b>  | <b>3016</b> | <b>1942</b> | <b>2892</b>  | <b>2151</b>  |
| 短期借款           | 1144         | 1098        | 1121        | 1109         | 1115         |
| 应付票据及应付账款合计    | 242          | 490         | 0           | 658          | 65           |
| 其他流动负债         | 668          | 1429        | 821         | 1124         | 971          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1145</b>  | <b>497</b>  | <b>407</b>  | <b>329</b>   | <b>246</b>   |
| 长期借款           | 963          | 388         | 299         | 220          | 138          |
| 其他非流动负债        | 182          | 109         | 109         | 109          | 109          |
| <b>负债合计</b>    | <b>3199</b>  | <b>3513</b> | <b>2349</b> | <b>3220</b>  | <b>2397</b>  |
| 少数股东权益         | 153          | 161         | 407         | 794          | 1171         |
| 股本             | 1152         | 1151        | 1151        | 1151         | 1151         |
| 资本公积           | 1409         | 181         | 181         | 181          | 181          |
| 留存收益           | 2272         | 3177        | 4545        | 6514         | 8694         |
| 归属母公司股东权益      | 8710         | 5155        | 6436        | 8112         | 10014        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>12061</b> | <b>8829</b> | <b>9192</b> | <b>12126</b> | <b>13582</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2017A       | 2018A        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1046</b> | <b>1473</b>  | <b>410</b>  | <b>2264</b> | <b>1099</b> |
| 净利润            | 1419        | 1497         | 1527        | 2148        | 2356        |
| 折旧摊销           | 62          | 44           | 42          | 8           | 0           |
| 财务费用           | 96          | 180          | 59          | 36          | 39          |
| 投资损失           | -444        | -684         | -586        | -610        | -609        |
| 营运资金变动         | -91         | 300          | -632        | 683         | -687        |
| 其他经营现金流        | 3           | 136          | -0          | -0          | -0          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>65</b>   | <b>-215</b>  | <b>-392</b> | <b>-382</b> | <b>-371</b> |
| 资本支出           | 23          | 12           | -43         | -4          | -12         |
| 长期投资           | 699         | -171         | -979        | -989        | -992        |
| 其他投资现金流        | 787         | -374         | -1414       | -1374       | -1375       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-112</b> | <b>-2172</b> | <b>-776</b> | <b>-212</b> | <b>-192</b> |
| 短期借款           | 161         | -47          | 23          | -12         | 6           |
| 长期借款           | 243         | -574         | -90         | -79         | -82         |
| 普通股增加          | 25          | -1           | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 457         | -1228        | 0           | 0           | 0           |
| 其他筹资现金流        | -999        | -322         | -709        | -121        | -116        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>967</b>  | <b>-849</b>  | <b>-758</b> | <b>1671</b> | <b>535</b>  |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

| 利润表(百万元)        | 2017A       | 2018A       | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>3436</b> | <b>3577</b> | <b>3689</b> | <b>4980</b> | <b>5590</b> |
| 营业成本            | 695         | 622         | 643         | 829         | 910         |
| 营业税金及附加         | 11          | 12          | 12          | 16          | 18          |
| 营业费用            | 954         | 893         | 964         | 1295        | 1446        |
| 管理费用            | 667         | 566         | 650         | 833         | 960         |
| 研发费用            | 0           | 389         | 267         | 421         | 450         |
| 财务费用            | 96          | 180         | 59          | 36          | 39          |
| 资产减值损失          | 32          | 104         | 152         | 10          | 11          |
| 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他收益            | 36          | 14          | 19          | 20          | 19          |
| 投资净收益           | 444         | 684         | 586         | 610         | 609         |
| <b>营业利润</b>     | <b>1463</b> | <b>1510</b> | <b>1547</b> | <b>2171</b> | <b>2384</b> |
| 营业外收入           | 3           | 4           | 4           | 4           | 4           |
| 营业外支出           | 2           | 10          | 3           | 4           | 5           |
| <b>利润总额</b>     | <b>1465</b> | <b>1504</b> | <b>1547</b> | <b>2171</b> | <b>2383</b> |
| 所得税             | 46          | 6           | 21          | 22          | 27          |
| <b>净利润</b>      | <b>1419</b> | <b>1497</b> | <b>1527</b> | <b>2148</b> | <b>2356</b> |
| 少数股东损益          | 420         | 491         | 246         | 387         | 377         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>999</b>  | <b>1006</b> | <b>1280</b> | <b>1762</b> | <b>1979</b> |
| EBITDA          | 1599        | 1594        | 1634        | 2207        | 2376        |
| EPS(元)          | 0.87        | 0.88        | 1.11        | 1.53        | 1.72        |

| 主要财务比率         | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E  | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |        |       |
| 营业收入(%)        | 41.7  | 4.1   | 3.1   | 35.0   | 12.2  |
| 营业利润(%)        | 162.5 | 3.2   | 2.5   | 40.3   | 9.8   |
| 归属于母公司净利润(%)   | 87.9  | 0.7   | 27.3  | 37.6   | 12.4  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |        |       |
| 毛利率(%)         | 79.8  | 82.6  | 82.6  | 83.3   | 83.7  |
| 净利率(%)         | 29.1  | 28.1  | 34.7  | 35.4   | 35.4  |
| ROE(%)         | 16.0  | 28.2  | 22.3  | 24.1   | 21.1  |
| ROIC(%)        | 97.1  | 169.6 | 125.3 | 1209.0 | 491.0 |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |        |       |
| 资产负债率(%)       | 26.5  | 39.8  | 25.6  | 26.6   | 17.6  |
| 净负债比率(%)       | 2.9   | 15.2  | 12.4  | -10.3  | -13.6 |
| 流动比率           | 1.5   | 0.7   | 0.8   | 1.2    | 1.9   |
| 速动比率           | 1.3   | 0.7   | 0.7   | 1.2    | 1.8   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |        |       |
| 总资产周转率         | 0.4   | 0.3   | 0.4   | 0.5    | 0.4   |
| 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   | 2.6   | 2.5    | 2.5   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |        |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.87  | 0.88  | 1.11  | 1.53   | 1.72  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.57  | 1.44  | 0.36  | 1.97   | 0.96  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 7.58  | 4.49  | 5.60  | 7.06   | 8.71  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |        |       |
| P/E            | 26.8  | 26.6  | 20.9  | 15.2   | 13.5  |
| P/B            | 3.1   | 5.2   | 4.2   | 3.3    | 2.7   |
| EV/EBITDA      | 17.0  | 17.5  | 17.2  | 12.1   | 11.2  |

## 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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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。

市场基准指数为沪深300指数。

## 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 | 吕筱琪 销售总监              |
|    | 固话：021-68865595 转 258 |
|    | 邮箱：lyyouqi@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/>