

## 现金收购 Opera 8.47%股权，并表预期落地

### 投资要点

- **事件：**公司发布公告，子公司香港万维拟采用支付现金方式收购 Opera 8.47% 股权，后者将纳入公司合并报表范围。
- **现金收购 Opera 部分股权，实现合并报表。**子公司香港万维拟采用现金支付方式以 8.22 美元/ADS（约合 55.35 元/ADS）的价格收购 Opera 8.47% 股权，交易总对价为 8014.5 万美元（约合 5.4 亿元人民币）。交易完成后，Opera 将成为公司控股子公司，纳入合并报表范围。

Opera 是全球知名浏览器公司之一，近年重点开拓移动端，并在零售、在线营销等领域亦有所建树。截至 2020 年 6 月末，Opera 拥有 3.6 亿 MAU（其中智能机 2.3 亿、桌面端 0.75 亿），实现营收 8981 万美元，净利润 623 万美元，经营性净现金流流入 1212 万美元（数据基于 Opera 模拟报表）。标的公司在非洲、东南亚、南亚、欧洲等地区拥有广泛用户基础，通过此次交易公司有望充分享有相关地区互联网发展红利。

- **游戏业务稳步推进，是公司现金牛业务。**

**闲徕互娱：**打造精品休闲社交平台，打造泛娱乐产品生态。闲徕互娱持续深耕国内市场，在川渝等地区市占率保持领先；商业化服务方面强化中台建设，基于研发的大数据分析与数据挖掘平台、广告变现商业化系统等提供个性化服务，提高付费用户转化率。

**GameArk：**游戏产品进入兑现期，多款游戏储备蓄力待发。公司自研游戏《BLEACH 境·界-魂之觉醒：死神》在海外取得了较好的市场表现；《洛奇》在台湾地区和东南亚等地区表现不俗。2020 年，公司拥有丰富的产品计划，其中《仙剑奇侠传》已于 3 月底上线，《圣境之塔》、《神魔圣域 2》也将陆续上线。

- **盈利预测与投资建议。**考虑 Grindr 出售影响，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润至 44.8 亿、17 亿、18 亿元，EPS 分别为 3.82 元、1.45 元、1.55 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新游上线或不及预期的风险，商誉减值风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3687.88	4180.05	4532.00	4865.46
增长率	3.09%	13.35%	8.42%	7.36%
归属母公司净利润（百万元）	1295.12	4478.85	1703.91	1813.89
增长率	28.73%	245.83%	-61.96%	6.45%
每股收益 EPS（元）	1.10	3.82	1.45	1.55
净资产收益率 ROE	29.57%	49.86%	17.74%	16.35%
PE	23	7	17	16
PB	6.29	3.24	2.98	2.59

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：刘言  
 执业证号：S1250515070002  
 电话：023-67791663  
 邮箱：liuyan@swsc.com.cn

分析师：杭爱  
 执业证号：S1250519080006  
 电话：010-58251921  
 邮箱：ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.73
流通 A 股(亿股)	10.03
52 周内股价区间(元)	13.35-30.84
总市值(亿元)	294.90
总资产(亿元)	126.26
每股净资产(元)	7.38

### 相关研究

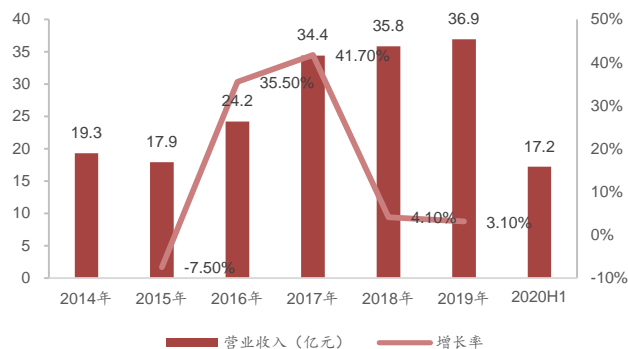
1. 昆仑万维(300418):业绩预告符合预期，持续看好公司发展 (2020-01-21)

## 1 公司概况

北京昆仑万维科技股份有限公司成立于 2008 年，2015 年 1 月于深交所上市，目前以构建集游戏、社交、娱乐于一身的互联网综合企业。2020 年 6 月，公司以约 44.3 亿元对价将旗下 Grindr Inc. 股权进行转让，预计为公司带来 34 亿元投资收益。此外，公司在物联网、人工智能等方面均有投资，有望持续输送现金流。

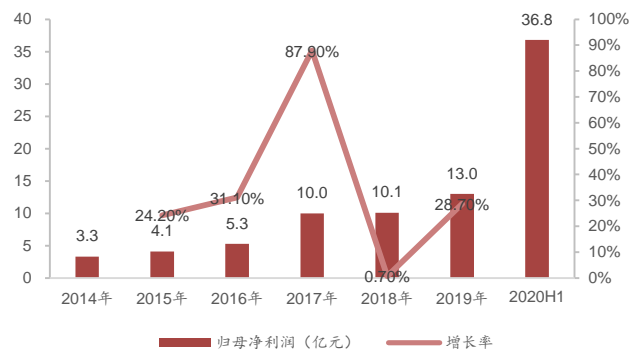
**公司业绩情况：**公司是一家多业务、多平台协同发展的综合性互联网公司，近年业绩保持较快增长。公司 2019 年末的总资产为 102.57 亿元，实现营业收入及归母扣非净利润分别为 36.88 亿元和 12.68 亿元。2020 年上半年，公司实现营业收入 17.23 亿元，同比下降 2.3%，实现归母净利润 36.75 亿元，同比大幅增长 524.74%，其中 GameArk 和闲徕互娱两项主营业务均保持了同比增长。5 月，为环节资金状况，推动现有业务持续增长，公司将 Grindr Inc. 所有股权转让，交易最终对价约为 44 亿人民币，所获得的投资收益在当期先行确认 29.5 亿元人民币。

图 1：公司营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

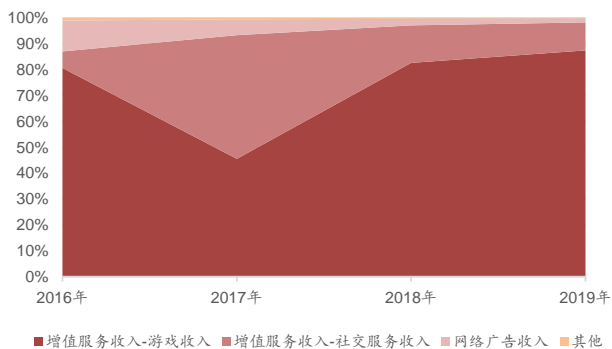
图 2：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

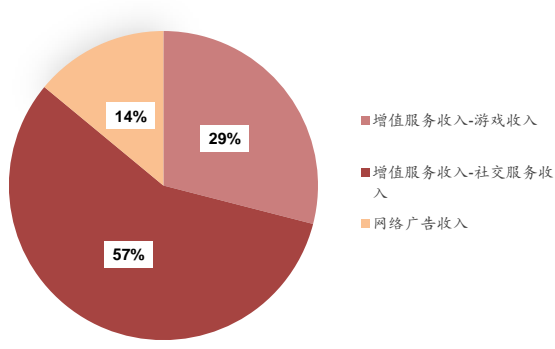
**公司主营业务结构：**公司主营游戏研运、休闲平台和社交软件的运营，主要收入来自于游戏收入、会员费及广告等增值收入。与 2018 年相比，公司社交网络营收占比略有提升，游戏收入的比重相应有所下降。社交网络收入实现的毛利润占公司毛利润达 57%，游戏收入创造毛利润占比为 29%，对公司的毛利贡献居于次席，网络广告收入占比 14%，社交网络依旧是公司主要的利润来源。

图 3：2019 年公司营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2019 年公司毛利占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 Opera 并表，业务布局更趋完善

公司子公司香港万维拟采用现金支付方式以 8.22 美元/ADS (约合 55.35 元/ADS) 的价格收购 Opera 8.47% 股权，交易总对价为 8014.5 万美元 (约合 5.4 亿元人民币)。交易完成后，香港万维将持有 Opera 53.88% 股权，Opera 将成为上市公司全资子公司的控股子公司，纳入合并报表范围。

表 1: Opera 核心财务指标一览 (单位: 千美元)

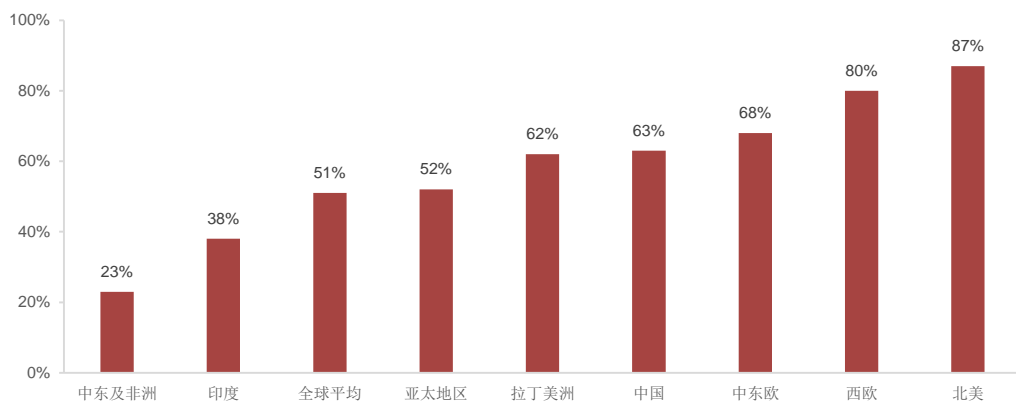
项目	2020 年 6 月 30 日	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
资产总额	953,680	963,095	829,710
负债总额	48,606	56,669	48,895
所有者权益	905,079	906,428	780,815
归属于母公司的所有者权益	905,079	906,428	780,815
项目	2020 年 1-6 月	2019 年度	2018 年度
营业收入	89,814	208,414	170,621
运营利润	546	1,947	44,717
净利润	6,229	51,291	34,837
经营活动产生现金流量净额	12,119	1,095	19,031
投资活动产生现金流量净额	(27,728)	(140,556)	(28,878)
筹资活动产生现金流量净额	(16,388)	72,601	152,983
现金及现金等价物净增加额	(31,997)	(66,861)	143,136

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

Opera 是全球知名浏览器公司之一，是一家世界领先的综合人工智能驱动的媒体平台提供商，于 2018 年 7 月在 NASDAQ 上市，股票代码 OPRA.O。截至 2020 年 6 月末，Opera 拥有 3.6 亿 MAU (其中智能机 2.3 亿、桌面端 0.75 亿)，实现营收 8981 万美元，净利润 623 万美元，经营性净现金流流入 1212 万美元 (数据基于 Opera 模拟报表)。标的公司在非洲、东南亚、南亚、欧洲等地区拥有广泛用户基础，通过此次交易公司有望充分享有相关地区互联网发展红利。

**拓展海外市场，提高上市公司全球化水平。**标的公司主要业务分布在境外，在东南亚、南亚、非洲、欧洲等地有广泛的用户基础，国际知名度较高。由于经济发展水平等原因，东南亚、南亚、非洲等地区互联网发展水平相对落后，但这些区域潜在用户规模庞大，渗透率提升空间大，发展潜力巨大，成为互联网发展的下一个蓝海市场。通过此次交易，公司有望进一步开拓海外市场，提升公司全球化水平。

图 5：2019 年全国主要地区或国家互联网渗透率



数据来源：公司公告，西南证券整理

充分应用国内成功经验，把握全球互联网发展机遇。国内互联网技术迅速发展，新兴商业模式层出不穷，中国成为了全世界互联网发展最为迅速的国家之一。在这个过程中，诞生了大批优秀的互联网公司，孵化了大量成功的商业模式，积累了成熟的数据分析、产品开发、用户洞察能力。公司可在东南亚、南亚、非洲等互联网发展潜力巨大的地区，运用和移植已有成功经验、实现业务跨越发展。

### 3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：行业政策不发生重大变化；

假设 2：公司互联网业务稳步推进，2020-2022 年毛利率分别为 79.7%、79.1%和 79%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
互联网业务	收入	3623.9	4180.0	4532.0	4865.5
	增速	3.0%	15.3%	8.4%	7.4%
	毛利率	79.1%	79.7%	79.1%	79.0%
其他	收入	64.0	70.4	75.4	79.1
	增速	-62.1%	10.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	99.3%	97.0%	97.0%	97.0%
合计	收入	3687.9	4180.0	4532.0	4865.5
	增速	3.1%	13.3%	8.4%	7.4%
	毛利率	79.4%	79.7%	79.1%	79.0%

数据来源：Wind，西南证券

考虑 Grindr 出售影响，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润至 44.8 亿、17 亿、18 亿元，EPS 分别为 3.82 元、1.45 元、1.55 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002555.SZ	三七互娱	30.13	1.00	1.42	1.69	26.90	21.24	17.80
002624.SZ	完美世界	27.75	1.16	1.24	1.49	37.98	22.32	18.65
603444.SH	吉比特	457.17	11.26	15.82	19.68	26.52	28.90	23.23
中值						26.90	22.32	18.65
均值						30.47	24.15	19.89

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2020.10.25）

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3687.88	4180.05	4532.00	4865.46	净利润	1386.94	4593.70	1793.59	1909.36
营业成本	758.88	847.27	948.05	1023.02	折旧与摊销	39.80	11.60	11.60	11.60
营业税金及附加	11.88	13.52	14.64	15.72	财务费用	137.52	90.34	80.92	71.89
销售费用	1035.33	1128.61	1223.64	1313.67	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	595.34	668.81	725.12	778.47	经营营运资本变动	1556.27	-377.47	449.80	85.26
财务费用	137.52	90.34	80.92	71.89	其他	-1950.75	-3479.44	-374.01	-378.15
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1169.79</b>	<b>838.73</b>	<b>1961.90</b>	<b>1699.96</b>
投资收益	652.41	3500.00	400.00	400.00	资本支出	6.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-30.85	-20.56	-23.99	-22.85	其他	885.49	3479.44	376.01	377.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>892.11</b>	<b>3479.44</b>	<b>376.01</b>	<b>377.15</b>
<b>营业利润</b>	<b>1478.46</b>	<b>4910.93</b>	<b>1915.65</b>	<b>2039.83</b>	短期借款	1420.31	-2517.86	0.00	0.00
其他非经营损益	4.56	1.03	2.21	1.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1483.03</b>	<b>4911.96</b>	<b>1917.86</b>	<b>2041.65</b>	股权融资	39.28	0.00	0.00	0.00
所得税	96.09	318.27	124.27	132.29	支付股利	0.00	-259.02	-895.77	-340.78
净利润	1386.94	4593.70	1793.59	1909.36	其他	-3621.06	30.79	-80.92	-71.89
少数股东损益	91.81	114.84	89.68	95.47	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2161.47</b>	<b>-2746.10</b>	<b>-976.69</b>	<b>-412.68</b>
归属母公司股东净利润	1295.12	4478.85	1703.91	1813.89	<b>现金流量净额</b>	<b>-99.02</b>	<b>1572.06</b>	<b>1361.23</b>	<b>1664.44</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2804.86	4376.93	5738.15	7402.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	597.33	675.99	735.32	789.85	销售收入增长率	3.09%	13.35%	8.42%	7.36%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	-2.08%	232.16%	-60.99%	6.48%
其他流动资产	136.17	146.28	153.51	160.36	净利润增长率	-7.38%	231.21%	-60.96%	6.45%
长期股权投资	2868.37	2868.37	2868.37	2868.37	EBITDA 增长率	-4.49%	202.75%	-59.94%	5.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	14.77	11.16	7.54	3.93	毛利率	79.42%	79.73%	79.08%	78.97%
无形资产和开发支出	1555.73	1550.60	1545.48	1540.35	三费率	47.95%	45.16%	44.79%	44.48%
其他非流动资产	2280.14	2277.28	2274.42	2271.56	净利率	37.61%	109.90%	39.58%	39.24%
<b>资产总计</b>	<b>10257.38</b>	<b>11906.61</b>	<b>13320.79</b>	<b>15036.01</b>	ROE	29.57%	49.86%	17.74%	16.35%
短期借款	2517.86	0.00	0.00	0.00	ROA	13.52%	38.58%	13.46%	12.70%
应付和预收款项	2728.13	2434.70	2945.66	3088.29	ROIC	267.80%	26340.40%	13283.96%	-864.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	44.90%	119.92%	44.31%	43.64%
其他负债	320.33	258.23	263.63	267.64	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5566.33</b>	<b>2692.93</b>	<b>3209.29</b>	<b>3355.93</b>	总资产周转率	0.39	0.38	0.36	0.34
股本	1148.37	1173.02	1173.02	1173.02	固定资产周转率	202.58	322.37	484.60	848.05
资本公积	223.08	198.42	198.42	198.42	应收账款周转率	10.00	10.45	10.24	10.19
留存收益	3808.23	8028.06	8836.20	10309.31	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	4691.44	9099.23	9907.37	11380.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.28%	—	—	—
少数股东权益	-0.39	114.45	204.13	299.60	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4691.05</b>	<b>9213.69</b>	<b>10111.51</b>	<b>11680.08</b>	资产负债率	54.27%	22.62%	24.09%	22.32%
负债和股东权益合计	10257.38	11906.61	13320.79	15036.01	带息债务/总负债	47.92%	5.55%	4.65%	4.45%
					流动比率	0.66	2.10	2.21	2.66
					速动比率	0.66	2.10	2.21	2.66
					股利支付率	0.00%	5.78%	52.57%	18.79%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.10	3.82	1.45	1.55
					每股净资产	4.00	7.76	8.45	9.70
					每股经营现金	1.00	0.72	1.67	1.45
					每股股利	0.00	0.22	0.76	0.29
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1655.79	5012.87	2008.17	2123.33					
PE	22.77	6.58	17.31	16.26					
PB	6.29	3.24	2.98	2.59					
PS	8.00	7.05	6.51	6.06					
EV/EBITDA	16.00	4.58	10.75	9.38					
股息率	0.00%	0.88%	3.04%	1.16%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn