

收购 StarMaker 进军音频社交，五大业务矩阵驱动长期增长

买入 (维持)

2021年03月01日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

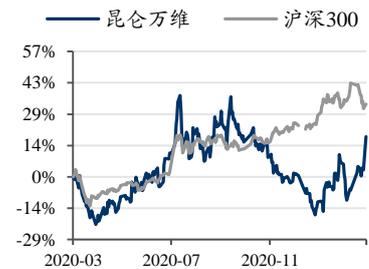
zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,688	2,769	5,241	6,956
同比 (%)	3.1%	-24.9%	89.3%	32.7%
归母净利润 (百万元)	1,295	4,785	2,407	3,016
同比 (%)	28.7%	269.5%	-49.7%	25.3%
每股收益 (元/股)	1.10	4.08	2.05	2.57
P/E (倍)	24.12	6.53	12.98	10.35

投资要点

- **事件:** 2月27日公司公布20年度业绩快报,根据公告昆仑万维20年实现营业收入27.7亿元(yoy-24.93%),实现归母净利润47.8亿元(yoy+269%),落入此前业绩预告区间;同时公司公告拟以13.95亿元人民币收购Star Group 60.65%股份。
- **Grindr 投资收益推动净利润大幅增长,游戏业务整体保持稳健。投资业务,**公司20年投资业绩优异推动净利润大幅增长,于报告期公司完成Grindr 股权出售,产生29.5亿元投资收益,除此以外参股公司业绩表现良好,其中于2015年投资的DADA在美国上市,公司持有发行后约1.1%的股权,此外Pony AI市场估值增加带来业绩收益。**游戏业务**板块,公司20年推出自研MMORPG产品《仙剑奇侠传移动版》,带来流水增量,公司目前还准备有《圣境之塔》和《神魔圣域2》等产品,预计21年逐步上线贡献业绩;休闲游戏业务方面,闲徕互娱表现稳定,用户质量与平台粘性得到提升。游戏业务整体保持稳健。公司20年实现营收27.7亿元,同比减少主要由于老游戏流水自然下滑以及出售Grindr,预计随着Opera 21年1月并表公司营业收入将快速增长。
- **控股 Opera 打造新兴市场互联网平台,有望成为公司新增长极。**20年11月公司公告拟控股Opera,Opera旗下浏览器在全球第三方独立浏览器中市占率排名第二并在人口增长迅速的东南亚、非洲等新兴市场中占据较高的市场份额,截至2020年7月Opera全球月活跃用户达3.79亿。拥有海量用户下,公司积极通过多元业务丰富平台生态,包括海外“今日头条”Opera News,互联网金融APP Opay等,公司同时进军欧洲高净值市场依托浏览器这一高频入口开展电商业务,我们看好新兴市场互联网生态的成长性,Opera有望成为公司新增长极。
- **收购 Star Group 进军音频社交领域,受益行业高速发展趋势。**公司2月27日同时公告,拟以13.95亿人民币购买Star Group 60.65%股份并通过控股子公司持有19.35%优先股,共计持有80%的股权。Star Group 2020年实现9071万净利润,同时做出业绩承诺21-23年扣非净利润分别不低于人民币1.92亿、2.3亿、2.76亿元。Star Group 拥有“StarMaker”音频社交平台,根据易观相关报告,StarMaker月活跃用户超过5000万,位列娱乐社交出海Top 3,2020年全球下载量超过6000万,用户广泛分布在东南亚、中东、欧美、美洲等地区,覆盖全球一百多个国家,月营收超千万美元(主要通过直播打赏方式变现),受益行业发展趋势,未来Star Maker活跃用户数与ARPU均有高速增长空间。
- **盈利预测与投资评级:**公司Opera、Star Group、GameArk、闲徕互娱、投资五大业务矩阵已建立,有望进入业务快速增长期,预计公司21-22年实现营业收入52.4亿元、69.6亿元,实现归母净利润24.1亿元、30.2亿元,对应PE 13X、10X,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务开展不及预期,用户增长不及预期,宏观经济风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.62
一年最低/最高价	16.99/31.13
市净率(倍)	3.46
流通 A 股市值(百万元)	26717.44

基础数据

每股净资产(元)	7.70
资产负债率(%)	29.08
总股本(百万股)	1173.38
流通 A 股(百万股)	1003.66

相关研究

- 1、《昆仑万维 (300418): 转让控股子公司 Grindr Inc. 股权, 打开后续投资空间》2020-03-08
- 2、《昆仑万维 (300418): 一季度游戏业务快速增长, 助力业绩稳定增长》2020-02-28
- 3、《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

昆仑万维三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,538	5,513	8,812	9,111	营业收入	3,688	2,769	5,241	6,956
现金	2,805	5,124	7,282	8,169	减:营业成本	759	418	1,268	1,676
应收账款	375	179	869	522	营业税金及附加	12	8	16	22
存货	0	0	0	0	营业费用	1,035	502	1,317	1,739
其他流动资产	359	211	660	420	管理费用	878	468	1,090	1,447
非流动资产	6,719	7,780	8,791	9,865	研发费用	283	127	262	397
长期股权投资	2,868	3,983	4,996	6,059	财务费用	138	49	28	28
固定资产	15	4	15	16	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	3	5	6	加:投资净收益	652	3,502	900	1,000
无形资产	21	16	12	3	其他收益	10	15	19	15
其他非流动资产	3,815	3,774	3,763	3,781	资产处置收益	-0	0	0	-0
资产总计	10,257	13,293	17,603	18,976	营业利润	1,478	4,833	2,431	3,047
流动负债	5,354	3,640	5,629	4,053	加:营业外净收支	5	-7	-2	-2
短期借款	2,518	2,518	2,518	2,518	利润总额	1,483	4,827	2,429	3,044
应付账款	2,292	836	1,543	739	减:所得税费用	96	28	15	18
其他流动负债	544	286	1,569	796	少数股东损益	92	14	8	10
非流动负债	213	168	137	110	归属母公司净利润	1,295	4,785	2,407	3,016
长期借款	149	104	74	46	EBIT	1,561	4,865	2,399	2,967
其他非流动负债	63	63	63	63	EBITDA	1,601	4,898	2,398	2,950
负债合计	5,566	3,808	5,767	4,163	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-0	14	21	31	每股收益(元)	1.10	4.08	2.05	2.57
归属母公司股东权益	4,691	9,472	11,815	14,783	每股净资产(元)	4.00	8.05	10.05	12.58
负债和股东权益	10,257	13,293	17,603	18,976	发行在外股份(百万股)	1148	1173	1173	1173
									-2172.8
					ROIC(%)	-297.5%	645.5%	%	335.0%
					ROE(%)	29.6%	50.7%	20.4%	20.5%
					毛利率(%)	79.4%	84.9%	75.8%	75.9%
					销售净利率(%)	35.1%	172.8%	45.9%	43.4%
					资产负债率(%)	54.3%	28.6%	32.8%	21.9%
					收入增长率(%)	3.1%	-24.9%	89.3%	32.7%
					净利润增长率(%)	-7.4%	246.0%	-49.7%	25.3%
					P/E	24.12	6.53	12.98	10.35
					P/B	6.66	3.31	2.65	2.12
					EV/EBITDA	19.46	5.87	11.09	8.71

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>