

昆仑万维 (300418) 2019年三季度报点评

## 闲徕助力利润环比增长 71%

### 事项:

- 公司于10月27日发布2019年第三季度报,公司Q2实现营收9.03亿元,同比上升2.30%;实现归母净利润2.09亿元,同比下降42.69%。

### 评论:

- 公司Q3实现营收9.35亿元,同比上升3.78%,环比上升3.49%。毛利率80.34%,同比下降5.16pp,环比上升2.45pp。归母净利润3.57亿元,同比上升102.10%,环比上升70.85%。主要系闲徕100%并表及业务Q3为周期性旺季推动。
- 移动游戏+休闲娱乐+社交协同发展。《BLEACH》海外数据稳定,预计第四季度上线欧美市场版本,确认将得到Google商店的全球推荐。公司明星产品《神魔圣域》的后续作品《神魔圣域2》正在开发中,预计明年一季度上线测试。《仙剑奇侠传移动版》已获得版号,预计12月国内上线。闲徕互娱预计Q4为周期性旺季,环比有望持续提升推动Q4整体业绩向上。
- 对外投资版图扩张。公司Q3投资收益0.71亿元,同比下降12.87%,环比下降59.93%。投资收益占营业收入比重19.52%,同比下降11.58pp,环比下降5.40pp。公司陆续投资了Krazybee、追觅科技、Pony AI、洋葱数学等优质互联网科技公司,并增持Opera至47.38%,巩固了公司在全球范围内的投资版图。Opera用户数据持续拔高或将成为公司下一个助推器。
- 盈利预测、估值及投资评级。公司线上平台整合强化内容、商品分发能力、线下熟人社交模式极具优势。我们预期公司19/20/21年归母净利润分别为13.96/15.48/17.41亿(因游戏上线进度较慢,我们对估值进行调整,此前分别为15.6/18.52/21.4亿),对应EPS 1.21/1.34/1.51, P/E为11/10/9倍。我们根据可比公司估值中位数给予公司2019年17.39倍估值,目标价:21.04元,维持“推荐”评级。
- 风险提示:游戏上线延期,产品不达预期,版号、游戏内容管理等政策风险。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	3,577	3,592	4,304	4,562
同比增速(%)	4.1%	0.4%	19.8%	6.0%
归母净利润(百万)	1,006	1,396	1,548	1,741
同比增速(%)	0.7%	38.8%	10.9%	12.4%
每股盈利(元)	0.87	1.21	1.34	1.51
市盈率(倍)	16	11	10	9
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2019年04月25日收盘价

## 推荐 (维持)

目标价: 21.04元

当前价: 14.33元

### 华创证券研究所

证券分析师: 李雨琪

电话: 021-20572555

邮箱: liyuqi@hcyjs.com

执业编号: S0360519010001

### 公司基本数据

总股本(万股)	115,195
已上市流通股(万股)	62,923
总市值(亿元)	156.2
流通市值(亿元)	85.32
资产负债率(%)	56.2
每股净资产(元)	3.9
12个月内最高/最低价	17.78/11.48

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《昆仑万维(300418)17年业绩快报点评: Q4利润同增10倍,平台市占率、变现能力增强》  
2018-02-28

《昆仑万维(300418): 社交网络业务实现高速增长,平台变现助推业绩前行》  
2018-04-20

《昆仑万维(300418)2019年一季度报点评: 净利润同增91%,平台+内容协同发展》  
2019-04-29

# 目 录

一、Q3 利润环比增长 71%.....	4
二、移动游戏+休闲娱乐+社交协同发展.....	5
（一）移动游戏.....	5
（二）社交网络.....	6
1、闲徕互娱.....	6
2、Grindr.....	7
三、对外投资版图扩张.....	7
四、投资建议.....	9
五、风险提示.....	9

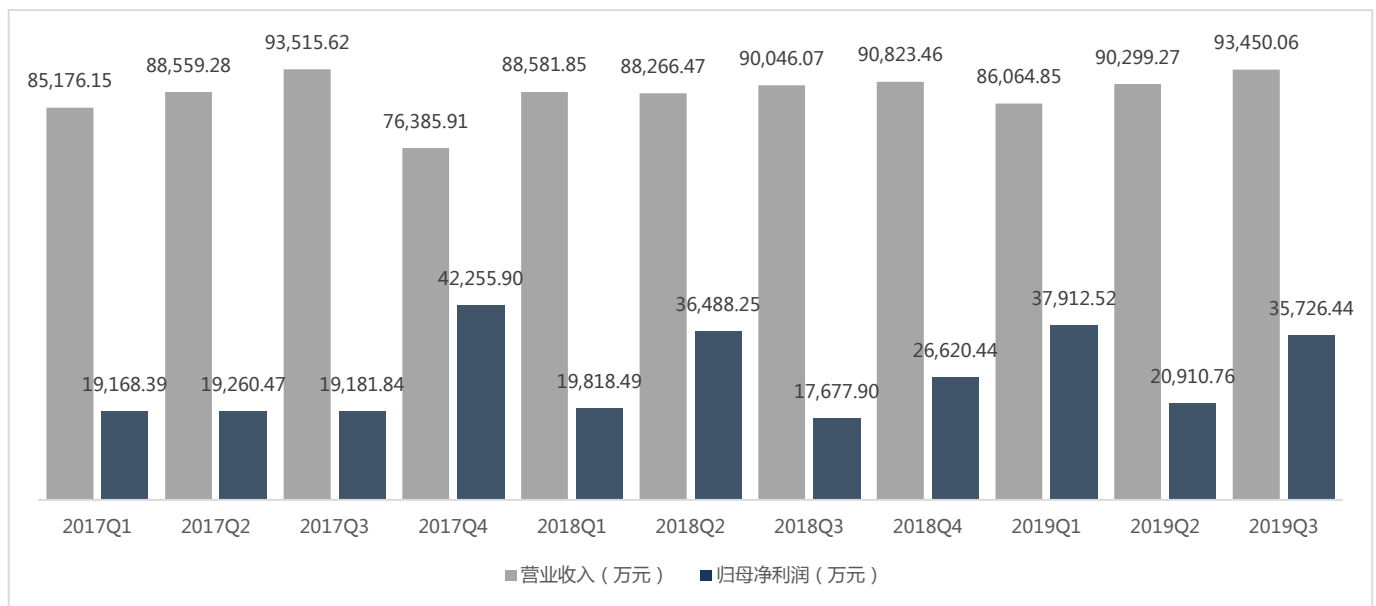
# 图表目录

图表 1	季度收入归母净利润变化.....	4
图表 2	季度毛利及毛利率 (万) .....	4
图表 3	公司三费率情况变化.....	5
图表 4	游戏业务经营状况.....	5
图表 5	社交网络经营状况.....	6
图表 6	闲徕互娱收入和净利润.....	7
图表 7	投资收益变化情况.....	8
图表 8	Opera 各板块 MAU.....	8
图表 9	Opera 营业收入和归母净利润 .....	9
图表 10	可比公司估值.....	9

## 一、Q3 利润环比增长 71%

公司 Q3 实现营收 9.35 亿元，同比上升 3.78%，环比上升 3.49%；同环比上升主要系 Q3 闲徕收入回升。归母净利润 3.57 亿元，同比上升 102.10%，环比上升 70.85%。主要系闲徕 5 月开始 100% 并表，此前为 65%；同时环比增长也跟闲徕周期性进入旺季有关。

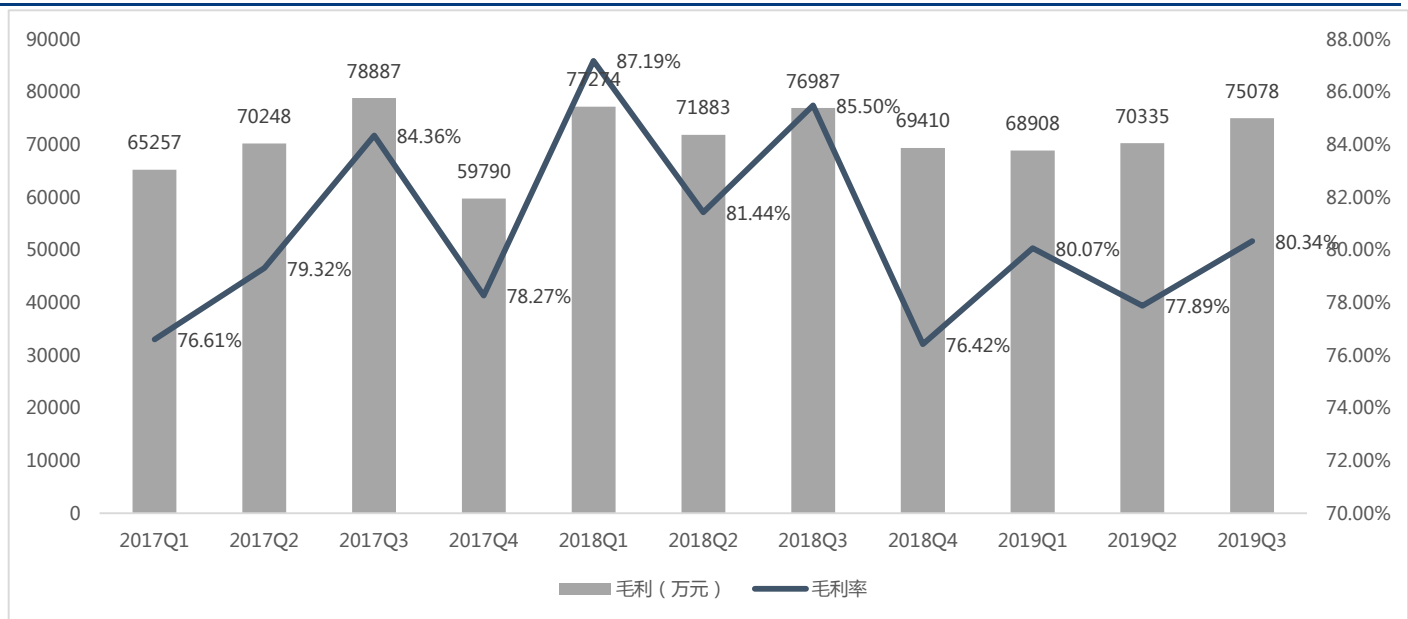
图表 1 季度收入归母净利润变化



资料来源：公司公告，华创证券

毛利率 80.34%，同比下降 5.16pp，环比上升 2.45pp。

图表 2 季度毛利及毛利率 (万)



资料来源：公司公告，华创证券

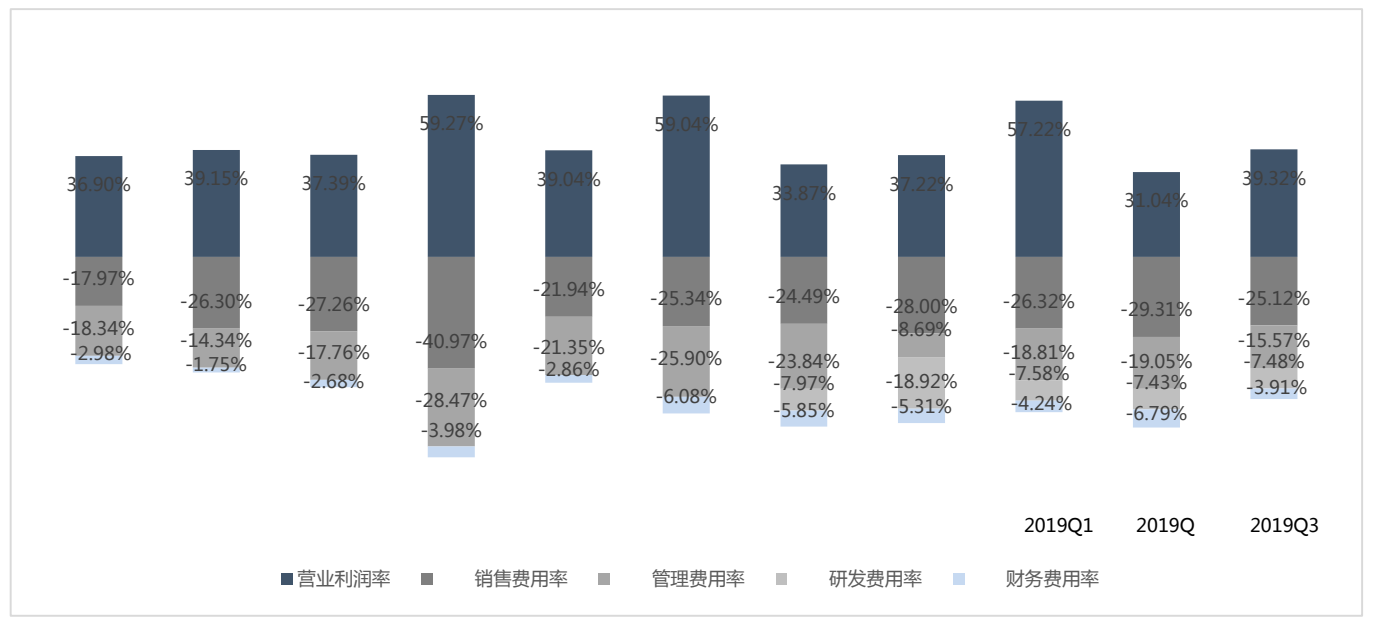
销售费用为 2.35 亿元，同比增长 6.41%，环比下降 11.33%。主要为市场及推广费用的增加。

管理费用为 1.45 亿元，同口径下同比下降 26.13%，环比下降 15.46%。

研发费用为 0.70 亿元，同口径下同比下滑 21.94%，环比增长 4.28%。

财务费用为 0.37 亿元，同比下降 31.62%，环比下降 40.41%。

**图表 3 公司三费率情况变化**



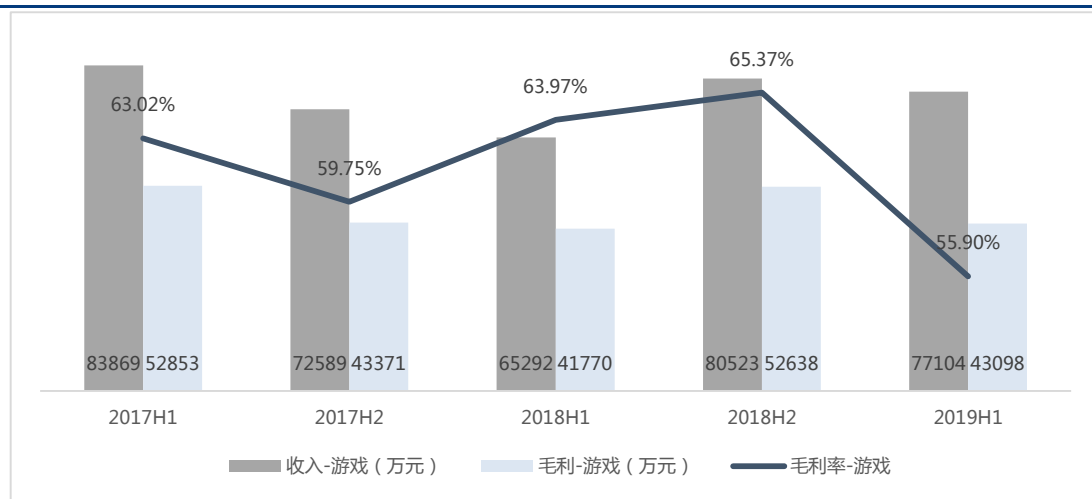
资料来源：公司公告，华创证券

## 二、移动游戏+休闲娱乐+社交协同发展

### (一) 移动游戏

游戏业务 19H1 收入 7.71 亿，同比增长 18.09%，环比下降 4.25%；毛利率 55.90%，同比下降 8.07pp，环比下降 9.47pp。

**图表 4 游戏业务经营状况**



资料来源：公司公告，华创证券

自研游戏方面:

- ① 由 GameArk 联合 KLabGames 共同研发的日本动漫巨头《BLEACH 境·界》官方手游《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》,继 2018 年底在中国大陆和繁体区上线之后,东南亚版本于 2019 年 3 月上线,韩文版本也于 2019 年 5 月上线,收入稳定;预计第四季度上线欧美市场版本,确认将得到 Google 商店的全球推荐。
- ② 公司明星产品《神魔圣域》的后续作品《神魔圣域 2》正在开发中,预计明年一季度上线测试。此外公司储备产品包括二次元和 SLG 等多个产品品类,预计于明年年内上线测试。
- ③ 自研产品《仙剑奇侠传移动版》于 8 月 8 日收到国家新闻出版署出具的网络游戏出版物号 (ISBN) 核发单,目前该游戏进度处于上线前期调优中,预计 12 月份在国内市场发行。。

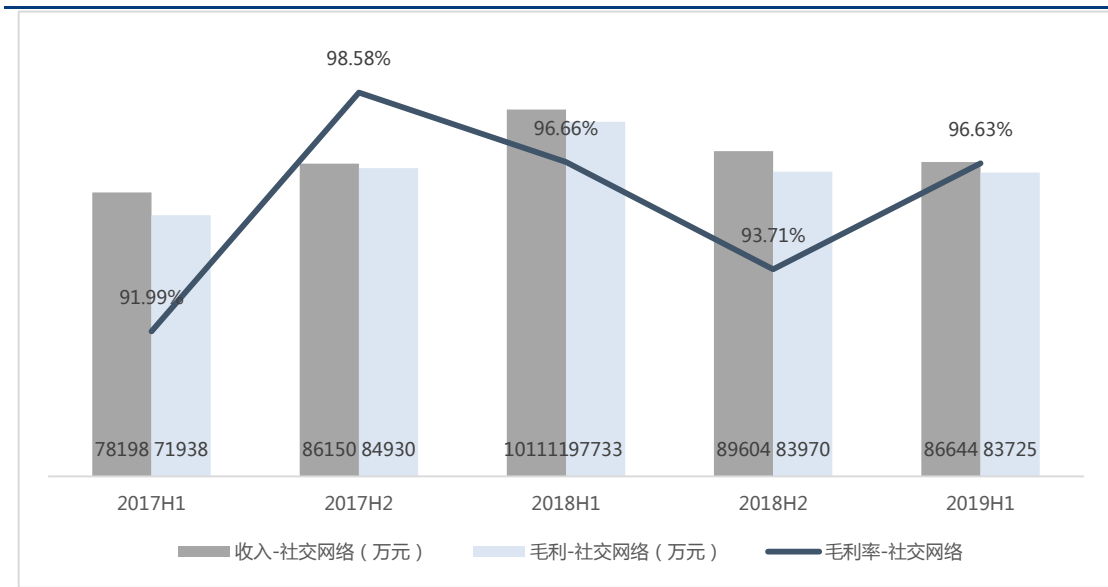
代理游戏方面:

由昆仑游戏和盛大游戏合作发行的精品动作手游《龙之谷 M》继续在全球海外市场保持稳定流水。报告期内新增代理游戏包括由天马时空研发的《MU 奇迹觉醒》日文版本,以及雷神互娱研发的《皇上吉祥》越南版本,均在当地取得不俗战绩。

## (二) 社交网络

19H1 社交网络收入 8.66 亿,同比下降 14.31%,环比下降 3.30%;毛利率 96.63%,同比下降 0.03pp,环比增长 2.92pp。

图表 5 社交网络经营状况

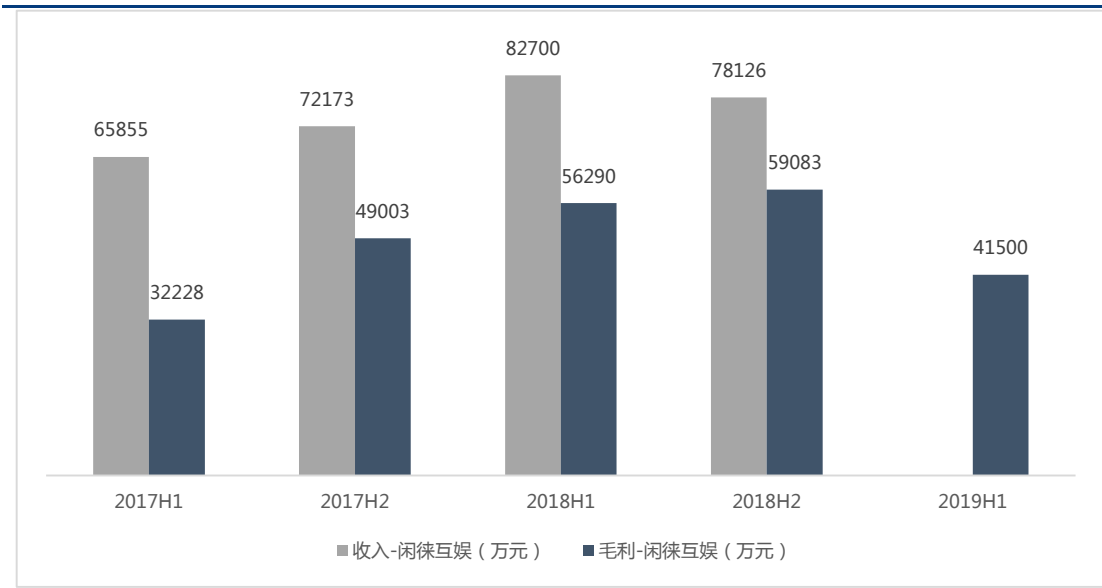


资料来源:公司公告,华创证券

## 1、闲徕互娱

公司共计持有闲徕互娱 100% 的股权。19H1 净利润 4.15 亿,环比下降 29.76%。Q4 预计为周期性旺季,闲徕数据有望持续提升。

图表 6 闲徕互娱收入和净利润



资料来源：公司公告，华创证券

闲徕互娱经营计划：

扩大用户规模：

- ① 将互动娱乐产品中台化，尝试突破棋牌产品的边界，在休闲互动娱乐领域做更多的创新，以满足更大规模用户的互动娱乐需求；
- ② 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。

提升用户 ARPU 值：

- ① 从业务、技术、数据等方面，不断强化、沉淀、复制自身优势，从而进化出更强的核心竞争力，提高用户在线时长；
- ② 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。

## 2、Grindr

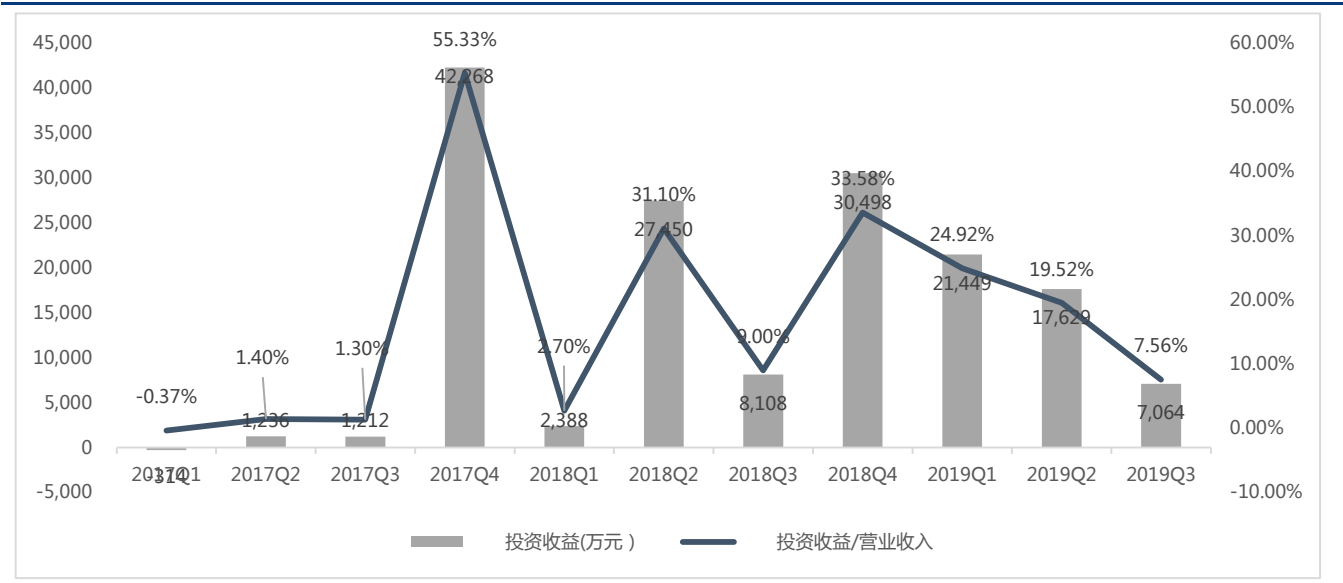
公司于 2016 年 3 月以 9,300 万美金收购 Grindr 61.53% 的股权，于 2018 年 1 月以 1.52 亿美金收购剩余 38.47% 股权。截至 2018 年末，Grindr 在 196 个国家拥有超过 8000 万的注册用户，月活跃用户达到 1000 万，日活跃用户达到 400 万，活跃用户主要分布在欧美等发达国家和地区。Grindr 经营计划：

- ① 注册用户数、活跃用户数、付费用户转化率均在稳步增长，会员费收入随之提升，并进一步挖掘平台的广告变现空间。

## 三、对外投资版图扩张

公司 Q3 投资收益 0.71 亿元，同比下降 12.87%，环比下降 59.93%。投资收益占营业收入比重 19.52%，同比下降 11.58pp，环比下降 5.40pp。

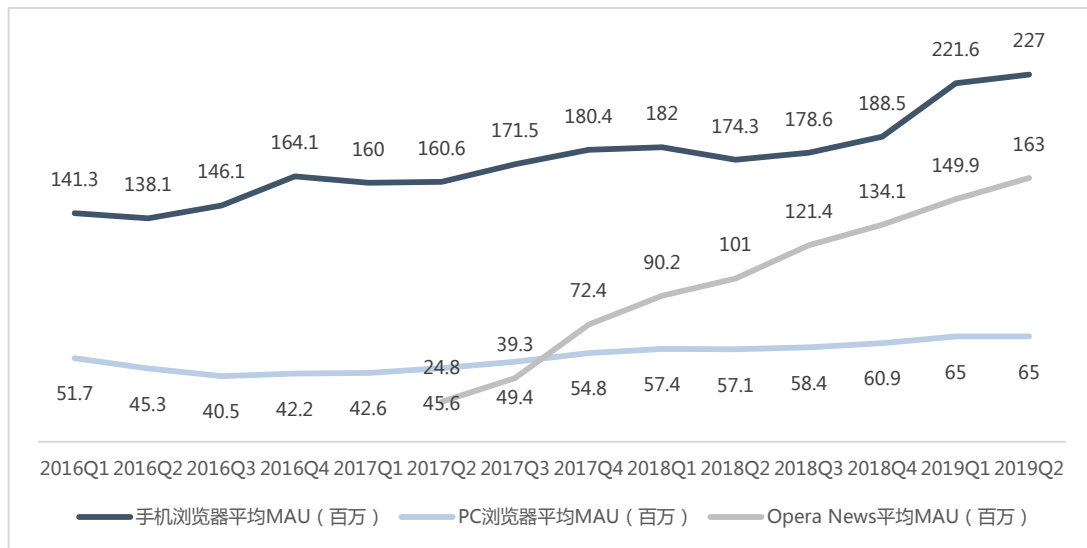
图表 7 投资收益变化情况



资料来源：公司公告，华创证券

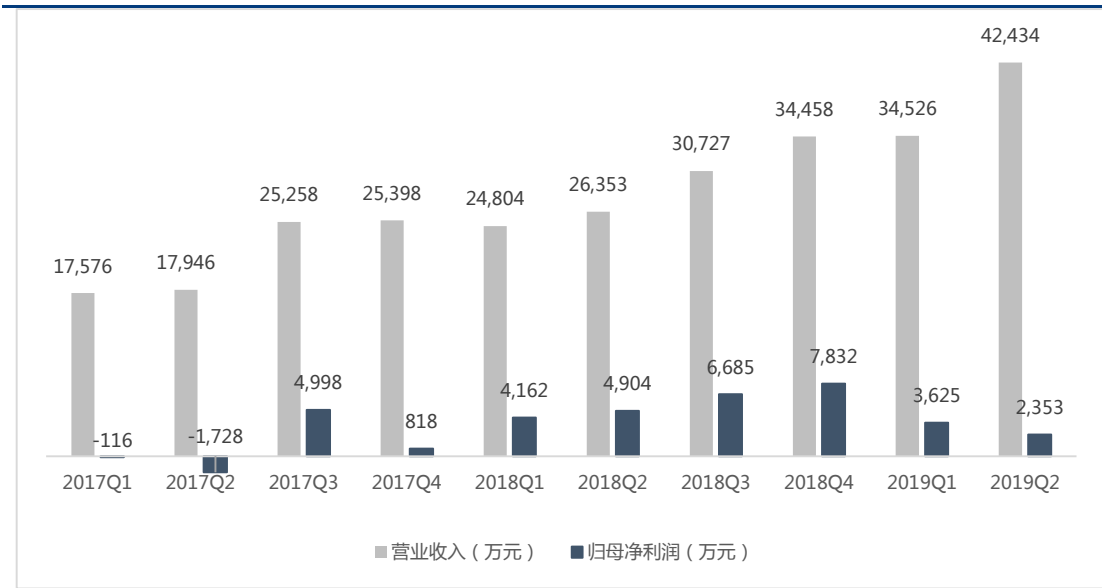
公司陆续投资了 Krazybee、追觅科技、Pony AI、洋葱数学等优质互联网科技公司，并增持 Opera 至 47.38%，巩固了公司在全球范围内的投资版图。Opera 用户数据持续拔高或将成为公司下一个助推器。

图表 8 Opera 各板块 MAU



资料来源：公司公告，华创证券



**图表 9 Opera 营业收入和归母净利润 (万)**


资料来源: 公司公告, 华创证券

#### 四、投资建议

公司线上平台整合强化内容、商品分发能力、线下熟人社交模式极具优势。我们预期公司 19/20/21 年归母净利润分别为 13.96/15.48/17.41 亿 (因游戏上线进度较慢, 我们对估值进行调整, 此前分别为 15.6/18.52/21.4 亿), 对应 EPS 1.21/1.34/1.51, P/E 为 11/10/9 倍。我们根据可比公司估值中位数给予公司 2019 年 17.39 倍估值, 目标价: 21.04 元, 维持“推荐”评级。

**图表 5 可比公司估值**

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	P/S	EV/EBITDA
				TTM	19E	20E				
中位值	中位值	1562039.07	1562039.07	19.14	17.39	14.92	3.33	1987652.53	6.03	20.20
002602.SZ	世纪华通	5426310.36	5426310.36	37.95	18.90	15.06	2.33	5556866.94	5.91	49.19
002624.SZ	完美世界	3721677.21	3721677.21	19.14	17.39	15.07	4.08	--	--	--
002558.SZ	巨人网络	3573030.58	3573030.58	40.96	31.70	28.95	4.06	3625103.24	11.86	30.29
002555.SZ	三七互娱	3504225.57	3504225.57	28.26	17.65	14.92	5.68	3533842.13	3.41	19.22
603444.SH	吉比特	1980642.83	1980642.83	22.35	22.14	19.05	6.76	1987652.53	9.76	20.20
002174.SZ	游族网络	1361132.78	1361132.78	13.19	11.56	9.67	2.57	1652033.77	4.62	15.40
002168.SZ	惠程科技	659988.03	659988.03	45.92	--	--	3.33	778443.73	6.45	24.71
002619.SZ	艾格拉斯	568228.04	568228.04	9.70	--	--	0.86	--	--	--
300031.SZ	宝通科技	488024.50	488024.50	16.46	13.60	10.96	1.94	--	--	--
002425.SZ	凯撒文化	478481.73	478481.73	16.20	10.01	7.72	1.17	545570.01	6.03	18.74

资料来源: Wind, 华创证券

#### 五、风险提示

游戏上线延期, 产品不达预期, 版号、游戏内容管理等政策风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,517	2,337	4,300	6,318
应收票据	0	0	0	0
应收账款	363	325	389	413
预付账款	61	74	89	79
存货	0	0	0	0
其他流动资产	213	214	258	273
流动资产合计	2,154	2,950	5,036	7,083
其他长期投资	2,702	2,702	2,702	2,702
长期股权投资	2,255	2,255	2,255	2,255
固定资产	22	20	20	19
在建工程	0	0	0	0
无形资产	25	23	20	18
其他非流动资产	1,671	1,663	1,655	1,651
非流动资产合计	6,675	6,663	6,652	6,645
<b>资产合计</b>	<b>8,829</b>	<b>9,613</b>	<b>11,688</b>	<b>13,728</b>
短期借款	1,098	1,098	1,098	1,098
应付票据	0	0	0	0
应付账款	490	591	712	639
预收款项	389	391	469	497
其他应付款	99	99	99	99
一年内到期的非流动负债	728	728	728	728
其他流动负债	212	312	428	534
流动负债合计	3,016	3,219	3,534	3,595
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	388.00	388.00	388.00	388.00
其他非流动负债	109	9	9	9
非流动负债合计	497	397	397	397
<b>负债合计</b>	<b>3,513</b>	<b>3,616</b>	<b>3,931</b>	<b>3,992</b>
归属母公司所有者权益	5,155	5,646	7,195	8,936
少数股东权益	161	351	562	800
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,316</b>	<b>5,997</b>	<b>7,757</b>	<b>9,736</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,829</b>	<b>9,613</b>	<b>11,688</b>	<b>13,728</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,870</b>	<b>971</b>	<b>1,086</b>	<b>1,142</b>
现金收益	1,721	1,644	1,810	2,017
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	-1	-25	-129	-64
经营性应付影响	202	103	198	-45
其他影响	-52	-751	-793	-766
<b>投资活动现金流</b>	<b>-215</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
资本支出	-36	-15	-14	-12
股权投资	2	0	0	0
其他长期资产变化	-181	8	7	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,172</b>	<b>-144</b>	<b>884</b>	<b>883</b>
借款增加	107	0	0	0
财务费用	-549	-44	0	0
股东融资	22	4	0	0
其他长期负债变化	-1,752	-104	884	883

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,577</b>	<b>3,592</b>	<b>4,304</b>	<b>4,562</b>
营业成本	622	750	904	811
税金及附加	12	12	14	15
销售费用	893	1,000	1,199	1,270
管理费用	955	950	1,138	1,206
财务费用	180	38	34	24
资产减值损失	104	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	684	800	800	800
其他收益	14	8	8	8
<b>营业利润</b>	<b>1,510</b>	<b>1,600</b>	<b>1,773</b>	<b>1,993</b>
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>1,504</b>	<b>1,594</b>	<b>1,767</b>	<b>1,987</b>
所得税	7	7	7	9
<b>净利润</b>	<b>1,497</b>	<b>1,587</b>	<b>1,760</b>	<b>1,978</b>
少数股东损益	491	191	212	237
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,006</b>	<b>1,396</b>	<b>1,548</b>	<b>1,741</b>
NOPLAT	1,677	1,624	1,793	2,002
EPS(摊薄) (元)	0.87	1.21	1.34	1.51

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	4.1%	0.4%	19.8%	6.0%
EBIT 增长率	7.8%	-3.1%	10.4%	11.7%
归母净利润增长率	0.7%	38.8%	10.9%	12.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	82.6%	79.1%	79.0%	82.2%
净利率	41.9%	44.2%	40.9%	43.4%
ROE	18.9%	23.3%	20.0%	17.9%
ROIC	123.9%	80.1%	46.1%	33.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.8%	37.6%	33.6%	29.1%
债务权益比	43.7%	37.1%	28.7%	22.8%
流动比率	71.4%	91.6%	142.5%	197.0%
速动比率	71.4%	91.6%	142.5%	197.0%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3
应收帐款周转天数	39	34	30	32
应付帐款周转天数	212	259	260	300
存货周转天数	0	0	0	0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.87	1.21	1.34	1.51
每股经营现金流	1.62	0.84	0.94	0.99
每股净资产	4.48	4.90	6.25	7.76
<b>估值比率</b>				
P/E	16	11	10	9
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	16	16	15	13

## 传媒组团队介绍

### 组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017年加入华创证券研究所。

### 分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016年加入华创证券研究所。

### 分析师：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500