



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2019-08-20

公司点评报告

增持/首次

昆仑万维 (300418)

目标价: 15.68

昨收盘: 12.57

传媒—游戏

2019 年 H1 业绩符合市场预期，全年闲徕将贡献大部分利润

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1151.95/625.30
总市值/流通(亿元)	144.80/78.60
12 个月最高/最低(元)	17.78/11.24

相关研究报告:

证券分析师: 倪爽

电话: 010-88321715

E-MAIL: nis@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030005

证券分析师: 戚志圣

电话: 021-61375783

E-MAIL: qizsh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100002

事件: 公司近日发布 2019 年半年报, 公司 2019 年上半年实现营业收入 17.64 亿元, 同比下降 0.3%, 归母净利润 5.88 亿元, 同比增长 4.50%, 扣非后的归母净利润为 5.77 亿元, 同比增长 5.1%, EPS 为 0.51 元。

2019 年 H1 游戏收入实现了较好的增长。 2019 年上半年, 公司游戏业务实现了较好的增长, 是收入端的主要贡献者。公司旗下主要游戏产品《神魔圣域》、《死神》以及《部落冲突》均取得了不错的成绩。公司净利润的主要贡献来自于对趣店的 3.27 亿元投资收益, 公司投资收益总额为 3.91 亿元, 占公司总利润的 66.5%。

2019 年, 闲徕互娱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。 2019 年, 闲徕互娱聚焦传统优势市场, 继续采用“纵向+横向”的业务拓展模式, 充分发挥其休闲娱乐平台的商业价值。闲徕互娱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的同时, 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。

公司继续执行股票回购计划。 2018 年 9 月 19 日, 公司宣布拟以不超过 25 元/股的价格回购 A 股股份, 回购规模在 3 亿元-10 亿元之间。截至 2019 年 6 月 30 日, 公司累计回购 1868 万股股票, 占公司目前总股本的 1.6%, 最高成交价为 14.60 元/股, 最低成交价为 11.70 元/股, 支付的总金额 2.4 亿元。公司 2019 年半年报资产负债表上货币资金余额为 25.57 亿元, 同比增长了 228.66%, 环比增长了 24%。减去公司短期+长期借款, 尚余 4.18 亿元。

公司旗下游戏产品目前运营良好, 同时闲徕互娱将持续为公司提供稳定的现金流, 叠加公司 Opera 与 Grindr 等互联网平台价值。我们预测公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.045 元、1.228 元和 1.372 元, 对应的 PE 为 12.03 倍、10.23 倍和 9.16 倍。考虑到公司的互联网平台属性, 给予公司“增持”的评级, 在对应 PE15 倍的情况下, 公司六个月目标价为 15.68。

风险提示: 文化产业系统性风险, 政策变化风险

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3577.18	4065.24	4535.27	4912.94
(+/-%)	4.10%	13.64%	11.56%	8.33%
净利润(百万元)	1006.05	1203.40	1414.79	1580.56
(+/-%)	0.74%	19.62%	17.57%	11.72%
摊薄每股收益(元)	0.873	1.045	1.228	1.372
市盈率(PE)	14.39	12.03	10.23	9.16

资料来源: Wind, 太平洋证券

一、事件：公司发布 2019 年半年报

公司公布 2019 年半年报，公司 2019 年上半年营业收入为 36.56 亿元，同比下降 0.29%，归属于上市公司股东的净利润 10.20 亿元，同比增长 30.50%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 9.73 亿元，同比增长 37.67%。基本每股收益 0.79 元。

二、2019 年 H1 游戏业务实现了较好的增长

2019 年上半年，公司游戏业务实现了较好的增长，是收入端的主要贡献者。公司旗下主要游戏产品《神魔圣域》、《死神》以及《部落冲突》均取得了不错的成绩。其中《神魔圣域》上半年流水 1.43 亿元，ARPU 值接近 2,000 元。《死神》上半年流水 1.66 亿元，《部落冲突》上半年流水 1.31 亿元。此外，公司全资子公司昆仑乐享已于 2019 年 8 月 8 日收到国家新闻出版署为自研游戏《仙剑奇侠传移动版》出具的游戏出版物号，该游戏预计于 2019 年下半年实现商业化。

游戏外，公司旗下社交平台 Grindr 实现营收 3.54 亿元，同比增长 41.7%。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。2019 年 5 月 14 日，公司宣布已与美国外资投资审查委员签署重大协议，将在 2020 年 6 月 30 日前出售 Grindr 100% 的股权。若完成出售，公司可确认大笔投资收益，为公司其他业务输送现金流。

公司净利润的主要贡献来自于对趣店的 3.27 亿元投资收益，公司投资收益总额为 3.91 亿元，占公司总利润的 66.5%。

三、闲徕互娱将互动娱乐产品中台化

2019 年，闲徕互娱聚焦传统优势市场，继续采用“纵向+横向”的业务拓展模式，充分发挥其休闲娱乐平台的商业价值。闲徕互娱通过研发和运营的创新，继续在棋牌游戏领域纵向深耕的同时，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。

2019 年 5 月，公司 22.75 亿收购闲徕互娱剩下 35% 股权实现 100% 并表。

四、公司继续执行股票回购计划

2018 年 9 月 19 日，公司宣布拟以不超过 25 元/股的价格回购 A 股股份，回购规模在 3 亿元-10 亿元之间。截至 2019 年 6 月 30 日，公司累计回购 1868 万股股票，占公司目前总股本的 1.6%，最高成交价为 14.60 元/股，最低成交价为 11.70 元/股，支付的总金额 2.4 亿元。按公司最新收盘价 24.24 元/股测算，预计回购股份数量约为 12,376,238-24,752,475 股，约占公司当

前总股本的 0.96%-1.91%。

公司 2019 年半年报资产负债表上货币资金余额为 25.57 亿元，同比增长了 228.66%，环比增长了 24%。减去公司短期+长期借款，尚余 4.18 亿元。

五、投资建议

公司旗下游戏产品目前运营良好，同时闲徕互娱将持续为公司提供稳定的现金流，叠加公司 Opera 与 Grindr 等互联网平台价值。我们预测公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.045 元、1.228 元和 1.372 元，对应的 PE 为 12.03 倍、10.23 倍和 9.16 倍。考虑到公司的互联网平台属性，给予公司“增持”的评级，在对应 PE15 倍的情况下，公司六个月目标价为 15.68。

六、风险提示

文化产业系统性风险，政策变化风险

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1887.96	1296.81	1462.52	3862.88	5656.43	营业收入	3436.37	3577.18	4065.24	4535.27	4912.94
应收和预付款项	714.53	569.79	1126.79	748.71	1273.02	营业成本	694.55	622.02	851.67	901.61	948.69
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	10.60	11.67	13.27	14.80	16.03
其他流动资产	260.27	67.96	67.96	67.96	67.96	销售费用	953.91	892.93	738.25	816.35	882.36
流动资产合计						管理费用	666.73	954.99	651.66	725.64	783.12
长期股权投资	1331.59	2255.32	2255.32	2255.32	2255.32	财务费用	96.41	179.84	19.49	-30.05	-71.99
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	31.67	104.26	0.00	0.00	0.00
固定资产	22.95	21.64	13.43	5.22	-0.18	投资收益	444.02	684.44	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	1566.19	1559.90	1553.82	1547.75	1541.67	营业利润	1426.52	1495.90	1790.91	2106.91	2354.71
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	38.42	8.00	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	6129.67	2837.68	2829.31	2820.94	2812.56	利润总额	1464.94	1503.90	1798.91	2114.91	2362.72
资产总计	11913.16	8609.10	9309.15	11308.77	13606.78	所得税	46.26	6.44	7.70	9.06	10.12
短期借款	1144.37	1097.56	0.00	0.00	0.00	净利润	1418.69	1497.46	1791.21	2105.86	2352.60
应付和预收款项	776.51	978.49	1104.70	1139.33	1242.11	少数股东损益	420.02	491.41	587.81	691.06	772.03
长期借款	962.78	388.49	388.49	388.49	388.49	归母股东净利润	998.67	1006.05	1203.40	1414.79	1580.56
其他负债	167.07	828.40	828.40	828.40	828.40						
负债合计	3050.73	3292.94	2321.60	2356.23	2459.01	预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	1151.90	1151.12	1151.12	1151.12	1151.12	毛利率	79.79%	82.61%	79.05%	80.12%	80.69%
资本公积	1281.08	-78.42	-78.42	-78.42	-78.42	销售净利率	41.28%	41.86%	44.06%	46.43%	47.89%
留存收益	6276.75	4082.79	5166.38	6440.30	7863.50	销售收入增长率	41.73%	4.10%	13.64%	11.56%	8.33%
归母公司股东权益	8709.73	5155.49	6239.07	7513.00	8936.19	EBIT 增长率	153.22%	5.69%	9.13%	14.69%	9.90%
少数股东权益	152.70	160.67	748.48	1439.54	2211.57	净利润增长率	160.19%	5.55%	19.62%	17.57%	11.72%
股东权益合计	8862.43	5316.16	6987.55	8952.54	11147.77	ROE	11.47%	19.51%	19.29%	18.83%	17.69%
负债和股东权益	11913.16	8609.10	9309.15	11308.77	13606.78	ROA	13.20%	19.30%	19.48%	18.39%	16.80%
						ROIC	68.60%	47.23%	63.32%	63.44%	80.39%
现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	0.867	0.873	1.045	1.228	1.372
经营性现金流	1034.70	1494.86	1389.85	2498.46	1866.21	PE (X)	14.50	14.39	12.03	10.23	9.16
投资性现金流	65.04	-214.92	7.97	7.97	7.97	PB (X)	1.66	2.81	2.32	1.93	1.62
融资性现金流	-112.05	-2171.70	-1232.11	-106.07	-80.63	PS (X)	4.21	4.05	3.56	3.19	2.95
现金增加额	956.40	-827.00	165.71	2400.36	1793.55	EV/EBITDA (X)	5.61	7.13	6.25	4.65	3.80

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjina@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。