强烈推荐-A（维持）

目标估值：30.6 元
当前股价：21.95 元
2017 年 04 月 30 日

昆仑万维 300418.SZ

2017年一季报及半年报业绩预告亮眼，闲徕互娱高管增持彰显信心

基础数据

上证综指	3155
总股本（万股）	115912
已上市流通股（万股）	41294
总市值（亿元）	254
流通市值（亿元）	91
每股净资产（MRQ）	3.4
ROE（TTM）	15.8
资产负债率	44.0%
主要股东	李琼
主要股东持股比例	18.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-15	-26
相对表现	-2	-18	-35

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《昆仑万维（300418）—游戏增长+投资收益驱动业绩增长，关注地方棋牌爆发+趣店赴美上市催化》2017-04-25

2、《昆仑万维（300418）—游戏布局迎来业绩释放期，平台战略带动估值提升》2017-04-11

顾佳
021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

研究助理
林起贤
linqixian@cmschina.com.cn

事件：（1）昆仑万维 2017 年一季度实现营业收入 8.52 亿元，同比增长 62%，归属于母公司的净利润为 1.92 亿，同比增长 98%，扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润 1.86 亿，同比增长 1.37 倍，基本符合预期。预计上半年净利润同比增长 56%-84%。（2）闲徕互娱创始人谭星增持公司股票，根据 2017 年一季报，已持有 1032.3 万股，持股比例为 0.92%。

评论：

1、昆仑游戏增长+标的并表带动一季度及上半年高增长，奠定全年业绩基础。

昆仑万维一季度净利 1.92 亿，同比增长 98%，扣非净利润 1.86 亿，同比增长 1.37 倍；预计上半年净利润同比增长 56%-84%。我们判断增长的原因：（1）去年下半年上线的研运一体游戏《神魔圣域》表现出色，而去年同期自研项目贡献较少。（2）Grindr 并表。（3）闲徕互娱的地方棋牌游戏通过区域扩张，日活用户持续增长，业绩持续爆发。

2、闲徕互娱创始人增持公司股票，彰显对公司长期发展的信心。

闲徕互娱创始人谭星增持公司股票，根据一季报，已持有 1032.3 万股，持股比例为 0.92%，为前十大股东。创始人增持凸显了对于闲徕互娱盈利爆发持续、公司价值进一步提升的信心。

3、昆仑游戏稳健+地方棋牌游戏吸金能力持续，驱动业绩增长。

昆仑游戏储备 7 大自研 IP 手游，为 2017 年业绩增长形成较强有力的保障，Q2 预计上线《终结者》《偷星九月天》，Q3 预计上线《死神》《轩辕剑》，Q4《洛奇》《希望 OL》。闲徕互娱基于熟人社交的模式，将三四线城市及农村的棋牌玩家线上化，具备先发优势，目前闲徕互娱在地方棋牌游戏市场的占有率达到 30%，今年通过新区域市场的开拓，单月盈利仍有望持续爆发。

4、当前估值较低，关注趣店上市催化，维持强烈推荐评级。

不考虑投资收益，预计公司 2017~2019 年分别实现净利润 10.7/13.7/17.1 亿，当前股价对应的 PE 为 23.8/18.5/14.9 倍，安全边际明显。趣店若上市估值提升将带来催化。短期按主营业务按游戏股估值给予 26 倍 PE，加上股权投资价值超 70 亿（考虑趣店估值提升），目标市值约 350 亿。维持强烈推荐。

5、风险因素：

地方棋牌游戏监管政策发生变化的风险。游戏境外市场经营风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1860	2062	2421	3624	6281
现金	1048	1076	379	1048	3044
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	289	580	745	940	1175
其它应收款	241	153	706	891	1113
存货	0	0	0	0	0
其他	283	252	591	745	949
非流动资产	2029	4244	4628	4615	4603
长期股权投资	582	1327	1520	1520	1520
固定资产	25	26	43	44	44
无形资产	12	36	33	29	26
其他	1409	2855	3032	3022	3013
资产总计	**3888**	**6306**	**7050**	**8239**	**10884**
流动负债	1183	2383	2200	1590	1917
短期借款	248	983	846	0	0
应付账款	327	350	587	740	953
预收账款	158	254	284	358	460
其他	450	795	484	493	505
长期负债	25	742	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他	25	742	25	25	25
负债合计	**1208**	**3125**	**2225**	**1616**	**1943**
股本	1127	1127	1156	1156	1156
资本公积金	571	631	1142	1142	1142
留存收益	981	1395	1898	2924	4283
少数股东权益	0	29	629	1401	2361
归属于母公司所有者权益	2680	3152	4195	5222	6581
负债及权益合计	**3888**	**6306**	**7050**	**8239**	**10884**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	192	357	631	1892	2337
净利润	405	531	1067	1373	1706
折旧摊销	80	106	27	25	22
财务费用	(70)	63	53	20	(16)
投资收益	(159)	(493)	0	0	0
营运资金变动	(65)	140	(1178)	(324)	(367)
其它	(0)	10	663	799	992
投资活动现金流	(1644)	(1957)	(399)	(11)	(11)
资本支出	(9)	(12)	(11)	(11)	(11)
其他投资	(1636)	(1945)	(388)	0	0
筹资活动现金流	1719	1648	(930)	(1212)	(330)
借款变动	1229	1491	(137)	(846)	0
普通股增加	790	(0)	29	0	0
资本公积增加	(228)	59	511	0	0
股利分配	(169)	(564)	(563)	(347)	(347)
其他	97	662	(770)	(20)	16
现金净增加额	267	49	(697)	669	1996

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1789	2425	5271	6647	8309
营业成本	699	1140	1255	1582	2036
营业税金及附加	5	4	11	13	17
营业费用	682	639	1581	1994	2493
管理费用	231	444	580	731	914
财务费用	(75)	55	53	20	(16)
资产减值损失	4	78	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	159	493	0	0	0
营业利润	403	557	1792	2307	2866
营业外收入	14	13	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	416	569	1792	2307	2866
所得税	11	24	125	161	201
净利润	405	545	1667	2145	2666
少数股东损益	0	14	600	772	960
归属于母公司净利润	405	531	1067	1373	1706
EPS（元）	0.36	0.47	0.92	1.19	1.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	24%	36%	117%	26%	25%
营业利润	1152%	38%	222%	29%	24%
净利润	2931%	31%	101%	29%	24%
获利能力					
毛利率	61.0%	53.0%	76.2%	76.2%	75.5%
净利率	22.7%	21.9%	20.2%	20.7%	20.5%
ROE	15.1%	16.9%	25.4%	26.3%	25.9%
ROIC	10.7%	10.1%	30.3%	32.7%	29.6%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	49.6%	31.6%	19.6%	17.8%
净负债比率	6.4%	15.6%	12.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	0.9	1.1	2.3	3.3
速动比率	1.6	0.9	1.1	2.3	3.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.7	0.8	0.8
存货周转率	0.7				
应收帐款周转率	10.8	5.6	8.0	7.9	7.9
应付帐款周转率	2.2	3.4	2.7	2.4	2.4
每股资料（元）					
每股收益	0.36	0.47	0.92	1.19	1.48
每股经营现金	0.17	0.32	0.55	1.64	2.02
每股净资产	2.38	2.80	3.63	4.52	5.69
每股股利	0.50	0.50	0.30	0.30	0.30
估值比率					
PE	61.0	46.5	23.8	18.5	14.9
PB	9.2	7.8	6.0	4.9	3.9
EV/EBITDA	105.9	57.9	19.3	15.3	12.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

林起贤，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2015 年加入中投证券担任传媒行业分析师，2017 年加入招商证券。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获 2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014 年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：　　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：　　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。