昆仑万维（300418.SZ）

业绩基本符合预期，游戏内生与闲徕互娱双驱动

买入（维持）

2017 年 7 月 24 日

证券分析师 张良卫
执业资格证书号码：S0600516070001
联系电话：021-60199740
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会
wangjianhui@dwzq.com.cn

事件：公司公布 2017 年半年度报告，营业收入 17.37 亿元，同比增长 41.73%，实现归属利润 3.84 亿元，较上年同期增长 57.52%，扣非后归属净利 3.43 亿元，同比增长 65.20%。17 年 Q3 预计归属净利 1.86 至 3.26 亿，同比增幅在-25.4%至 30.85%之间；17 年前三季度预计归属净利 5.7 亿至 7.1 亿，同比增幅在 15.65%至 44.05%之间。

投资要点：

- **游戏业务毛利提升，业绩基本符合预期。**公司游戏业务收入 14.97 亿元，同比增长 42.71%，毛利率 78.26%，同比增长 61.56%；其中来自手机游戏的收入为 14.52 亿元，占整体游戏业务收入的 97.01%，同比增长 50.02%，受益于闲徕互娱的并表和代理游戏分成的减少，手游业务毛利率显著提高，增至 78.38%，同比增长 66.98%，三季度同比增速与 H1 相比有所降低主要系 16 年 Q3 投资收益较高，基数较大。
- **落实移动化、研运一体化、代理精品化的战略，游戏业务持续内生成长。**自研代表作《神魔圣域》在活跃用户、生命周期和全球流水表现上均有所突破；代理发行 Supercell 三款全球现象级游戏《海岛奇兵》、《部落冲突》和《部落冲突：皇室战争》，以及蜗牛游戏《太极熊猫 2》、祖龙娱乐《六龙争霸 3D》、天马时空《全民奇迹》等，流水表现稳健；《希望：新世界》上线第一天便获台湾地区 App Store 和 Google Play 下载榜第一名。
- **闲徕互娱大幅增厚利润，优化公司产品结构，提升整体毛利率。**2 月份闲徕互娱完成并表，闲徕拥有 30 款游戏 APP，其中麻将类 26 款、牌类 4 款，从湖南、四川延伸至全国大部分地区，APP 总 DAU 峰值 390 万；闲徕互娱与昆仑游戏原有的中重度游戏产品形成互补，优化了公司原有的游戏产品结构，将公司手游毛利率从去年同期的 46.94%大幅提升至 78.38%，加强了公司持续盈利的能力。
- **五大产品矩阵带动，向大数据驱动的商业化方向转型。**公司五大产品矩阵，昆仑游戏、闲徕互娱、1Mobile、Opera、Grindr，均为公司沉淀了庞大的数据库，为公司向数据驱动的平台化发展奠定了坚实基础。基于集团大数据，进行用户系统、广告系统、用户推荐系统等的大数据分析，将更有助于公司进行产品优化、精细化运营和平台流量变现。
- **维持“买入”评级。**我们预计公司 2017/18/19 年的 EPS 为 0.78/1.00/1.23 元，对应当前股价 PE 为 27/21/17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1）手游业务发展低于预期；2）棋牌游戏面临政策风险。

股价走势

市场数据

收盘价（元）	20.73
一年最低价/最高价	17.95/29.95
市净率	6.25
流通 A 股市值(亿元)	92.15

基础数据

每股净资产（元）	3.41
资产负债率(%)	46.00
总股本（亿股）	11.59
流通 A 股（亿股）	4.45

相关研究

1、昆仑万维（300418）：研运一体+布局棋牌，业绩收获期将至
2017 年 5 月 4 日

2、昆仑万维（300418）：收购 Grindr 剩余 38.47%股权，坚定布局国际领先社交和内容平台
2017 年 5 月 23 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	**1,893.8**	**2,070.1**	**2,988.6**	**4,549.1**
货币资金	908.4	502.6	1,310.4	2,209.0
应收和预付款项	940.0	1,522.1	1,632.8	2,294.7
存货	-	-	-	-
其他流动资产	45.4	45.4	45.4	45.4
非流动资产	**4,239.6**	**4,191.7**	**4,143.8**	**4,129.9**
长期股权投资	1,327.3	1,327.3	1,327.3	1,327.3
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产和在建工程	25.9	17.8	9.7	1.6
无形资产和开发支出	614.9	609.1	603.3	597.5
其他非流动资产	2,271.5	2,237.5	2,203.5	2,203.5
资产总计	**6,133.4**	**6,261.9**	**7,132.4**	**8,679.0**
流动负债	**2,232.7**	**1,703.5**	**1,731.6**	**2,243.5**
短期借款	982.9	-	-	-
应付和预收款项	1,249.8	1,703.5	1,731.6	2,243.5
长期借款	719.6	719.6	719.6	719.6
其他负债	-	-	-	-
负债合计	**2,952.4**	**2,423.2**	**2,451.2**	**2,963.1**
股本	1,126.9	1,126.9	1,126.9	1,126.9
资本公积	693.1	693.1	693.1	693.1
留存收益	1,332.1	1,966.3	2,778.7	3,776.5
归属母公司股东权益	3,152.0	3,786.2	4,598.7	5,596.5
少数股东权益	29.0	52.5	82.5	119.4
股东权益合计	**3,181.0**	**3,838.7**	**4,681.2**	**5,715.9**
负债和股东权益合计	**6,133.4**	**6,261.9**	**7,132.4**	**8,679.0**

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	360.6	901.0	1,177.5	1,328.7
投资性现金净流量	-1,956.5	-	-	-
筹资性现金净流量	1,648.0	-1,306.8	-369.8	-430.1
现金流量净额	65.7	-405.8	807.7	898.6
折旧与摊销	1.1	0.5	0.5	0.1
资本支出	0.1	-	-	-
经营营运资本增加	-2.1	1.4	0.9	1.6

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2,424.7**	**4,019.2**	**5,123.7**	**6,350.1**
营业成本	1,139.9	1,420.2	1,848.1	2,331.1
营业税金及附加	4.0	6.7	8.5	10.6
营业费用	638.9	723.5	922.3	1,143.0
管理费用	443.5	643.1	819.8	1,016.0
财务费用	55.1	91.9	72.3	65.4
资产减值损失	78.5	-	-	-
投资收益	492.6	-	-	-
其他经营损益	12.0	-	-	-
营业利润	**557.4**	**1,133.9**	**1,452.7**	**1,784.0**
营业外净收支	12.0	-	-	-
利润总额	**569.4**	**1,133.9**	**1,452.7**	**1,784.0**
所得税	24.1	204.1	261.5	321.1
净利润	545.3	929.8	1,191.2	1,462.9
少数股东损益	13.8	23.5	30.0	36.9
归属母公司股东净利润	**531.5**	**906.4**	**1,161.2**	**1,426.0**
EBIT	621.0	1,185.6	1,473.8	1,785.9
EBITDA	726.9	1,233.5	1,521.7	1,799.8

重要财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.46	0.78	1.00	1.23
每股净资产(元)	2.72	3.27	3.97	4.83
发行在外股份(百万股)	1,159.1	1,159.1	1,159.1	1,159.1
ROIC(%)	66.6%	45.4%	53.9%	64.1%
ROE(%)	16.9%	23.9%	25.2%	25.5%
毛利率(%)	53.0%	64.7%	63.9%	63.3%
EBIT Margin(%)	25.6%	29.5%	28.8%	28.1%
销售净利率(%)	22.5%	23.1%	23.2%	23.0%
资产负债率(%)	48.1%	38.7%	34.4%	34.1%
收入增长率(%)	35.5%	65.8%	27.5%	23.9%
净利润增长率(%)	34.5%	70.5%	28.1%	22.8%
P/E	45.2	26.5	20.7	16.9
P/B	7.6	6.3	5.2	4.3
EV/EBITDA	30.7	17.7	13.8	11.2

资料来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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:

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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。

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