强烈推荐-A（维持）

目标估值：35.18
当前股价：29.32
2017 年 10 月 22 日

昆仑万维 300418.SZ

出售趣店部分股权，投资收益逐步兑现

基础数据

上证综指	3379
总股本（万股）	115883
已上市流通股（万股）	44451
总市值（亿元）	340
流通市值（亿元）	130
每股净资产（MRQ）	3.4
ROE（TTM）	17.0
资产负债率	46.0%
主要股东	李琼
主要股东持股比例	17.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	46	15
相对表现	8	33	-4

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《昆仑万维（300418）—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》2017-04-30

2、《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

3、《昆仑万维（300418）—游戏布局迎来业绩释放期，平台战略带动估

林起贤
linqixian@cmschina.com.cn
S1090517070012

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

事件：昆仑万维发布公告，宣布出售趣店部分股权。因趣店 IPO 超额配售，公司拟以每股 24 美元增加出售 176.47 万股。

评论：

1、出售趣店部分股权，投资收益开始兑现。

根据趣店 2017 年 10 月 17 日（纽约时间）的发行结果，公司已转让趣店股份数量 588,225 股，价格为每股 24 美元，投资收益为 8628 万元。因趣店 IPO 超额配售，公司拟再增加出售趣店股份 1,764,676 股，价格为每股 24 美元，交易金额为 42,352,224 美元，获得收益人民币 2.59 亿元。本次交易及趣店超额配售完成后，昆仑集团仍将持有趣店 IPO 后股权不完全稀释的 16.86%的股权。按趣店最新收盘价 32.99 美金/股计算，昆仑持有趣店合人民币 121 亿市值。股权出售所得款项将用于补充流动资金及公司新战略的业务投入。

2、投资能力正不断被验证。

（1）此前映客与宣亚资产重组，昆仑万维转让其持有的蜜莱坞 10.23%股权将得 5.04 亿元的投资收益。（2）投资标的不断获得 BAT 系青睐：“开始吧”获得云锋基金 C 轮领投，徒子文化 A 轮融资获得腾讯数千万投资。(3) 当前还持有的其他股权多为各景气赛道中的优质标的，有升值空间：一米鲜（15%）、随手科技（2.25%）、快看 (5%)、如涵 (5.78%)、银客 (15%)、E 保养 (14.6%)、Kunlun AI (15%)。

3、自研手游+地方棋牌游戏形成业绩支撑。

今年是昆仑游戏手游研运一体发力的重要年份，《神魔圣域》带动上半年手游收入同比增长 50.0%，《希望》港台上线第一天就登顶 ios&google play 双平台，在泰国、韩国均有亮眼表现，单月流水有望破亿。新的自研大 IP 手游《轩辕剑》《偷星九月天》《九州 颜七夜》即将上线，形成明年游戏业绩支撑。17 年 2-6 月闲徕互娱净利润 3.22 亿元，随着房卡模式在全国范围的拓展，下半年单月净利润有望进一步爆发。

4、维持强烈推荐。

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，PE 为 31.8/24.8/19.9 倍。Q3 净利润为 1.86-3.26 亿元（yoy-25% - 31%），考虑到去年同期出售股权获收益约 1.9 亿元，而今年同期指引未考虑投资收益影响，三季度游戏业务仍有不错表现。考虑到公司投资收益确认后估值将较大程度下降，以及闲徕互娱的业绩弹性及平台战略的不断落地，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：地方棋牌游戏监管政策趋严风险，游戏上线进度及表现低于预期风险。

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	1159	1159	1159
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)	32	0	0
资本公积增加	(228)	59	511	0	0
股利分配	(169)	(564)	(563)	(348)	(348)
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	1.18	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	1.18	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	81.5	62.2	31.8	24.8	19.9
PB	12.3	10.5	8.1	6.5	5.1
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。