昆仑万维(300418)

业绩基本在预期之内，“内生+闲徕+投资收益”助力全年高增长

买入(维持)

2017 年 10 月 24 日

证券分析师 张良卫
执业证书编号：S0600516070001
021-60199740
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会
021-60199740
wangjianhui@dwzq.com.cn
证书编号：S0600117080063

事件：公司发布三季报，Q3 单季营业收入达到 9.35 亿，同比增长 51.14%；归母净利润 1.92 亿，同比减少 22.94%；扣非净利润 1.86 亿，同比减少 24.30%；前三个季度整体营收 26.73 亿元，同比增长 44.89%；归属母公司净利润 5.76 亿，同比增长 16.88%。

投资要点：

■ **三季度业绩在预期之内，四季度有望确认趣店 3.4 亿投资收益。**17 年三季度业绩主要依赖内生以及闲徕并表，报告期内自研游戏《希望：新世界》取得台湾免费榜第一、畅销榜第三，泰国市场免费榜第一的好成绩，另外公司在 10 月份交易趣店部分股权，获得 3.45 亿人民币，预计将于四季度确认，考虑到 16 年三季度确认了映客部分股权的投资收益，我们认为三季报的业绩在预期之内，全年有望保持高增长。

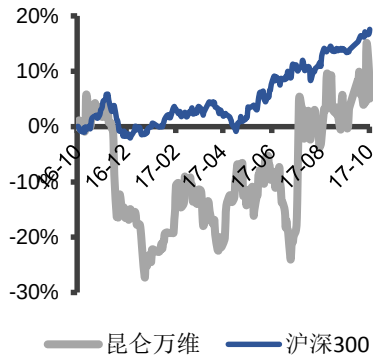
■ **游戏业务持续保持内生增长态势，四季度持有有新产品上线。**公司落实移动化、研运一体化、代理精品化战略，自研代表作《神魔圣域》以及代理发行 Supercell 全球现象级游戏《海岛奇兵》、《部落冲突》等流水表现稳健。三季度全新自研游戏《希望：新世界》海外市场表现优异，另外由昆仑游戏与 KLab 株式会社联合开发的首款日漫 3DMMO 手游《BLEACH 境界-魂之觉醒》已于 9 月 28 日开启首测，预计年内在大陆地区双平台上线运营，大宇授权的《轩辕剑之汉之云》预计也将在四季度正式对外推出商业化版本。

■ **闲徕互娱大幅增厚利润，五大产品矩阵助力公司数据平台化发展。**2 月份闲徕互娱完成并表，极大的增厚了公司的营收规模和利润体量，并在一定程度上提高了公司的整体毛利率，闲徕拥有 30 款 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，与昆仑原有游戏形成了互补，优化了公司的产品结构。另外昆仑游戏、闲徕互娱、1Mobie、Opera、Grindr 形成 5 大产品矩阵，均为公司沉淀了庞大的数据库，为公司向数据驱动平台化发展奠定了基础，有助于公司进行产品的优化、精细化运营和平台流量的变现。

■ **维持“买入”评级。**根据公司最新情况，考虑到 Q4 趣店投资收益的有望确认，我们对于公司盈利预测进行了一定的调整，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 11.48、14.99、17.94 亿，EPS 分别为 0.99、1.29、1.55 元，对应当前股价 PE 分别为 27、21、17X。考虑到内生自研游戏、闲徕互娱以及趣店未来巨额的投资收益带来的现金流，看好公司长期发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：自研游戏上线不及预期的风险；棋牌游戏面临的政策风险；投资收益兑现不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	26.78
一年最低/最高价	17.87/29.32
市净率（倍）	7.85
流通 A 股市值（百万元）	12086

基础数据

每股净资产（元）	3.57
资本负债率（%）	44.94%
总股本（百万股）	1159
流通 A 股（百万股）	451

相关研究

1. **研运一体+布局棋牌，业绩收获期将至 -20170508**
2. **收购 Grindr 剩余 38.47%股权，坚定布局国际领先社交和内容平台-20170523**
3. **业绩基本符合预期，游戏内生与闲徕互娱双驱动-20170724**

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	**2061.8**	**2,192.7**	**3,407.6**	**5,193.4**
货币资金	1076.4	758.6	1,733.9	2,963.7
应收和预付款项	940.0	1,388.7	1,628.2	2,184.3
存货	-	-	-	-
其他流动资产	45.4	45.4	45.4	45.4
非流动资产	**4,244.3**	**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	36.34	609.1	603.3	597.5
其他非流动资产	347.7	2,237.5	2,203.5	2,203.5
资产总计	**6306.1**	**6,384.4**	**7,551.4**	**9,323.2**
流动负债	**2383.0**	**1,650.5**	**1,729.7**	**2,199.6**
短期借款	982.9	-	-	-
应付和预收款项	1,249.8	1,650.5	1,729.7	2,199.6
长期借款	719.6	719.6	719.6	719.6
其他负债	-	-	-	-
负债合计	**3125.0**	**2,370.2**	**2,449.4**	**2,919.2**
股本	1,126.9	1158.8	1158.8	1158.8
资本公积	952.0	693.1	693.1	693.1
留存收益	1303.8	2,135.5	3,184.5	4,440.1
归属母公司股东权益	3,152.0	3,955.5	5,004.5	6,260.0
少数股东权益	29.0	58.7	97.5	144.0
股东权益合计	**3,181.0**	**4,014.2**	**5,102.0**	**6,404.0**
负债和股东权益合计	**6306.1**	**6,384.4**	**7,551.4**	**9,323.2**

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	357.1	826.7	939.0	1,257.2
投资性现金净流量	-1,956.5	400.0	500.0	500.0
筹资性现金净流量	1,648.0	-1,376.5	-463.6	-527.5
现金流量净额	62.3	-149.8	975.4	1,229.7
折旧与摊销	106.0	0.5	0.5	0.1
资本支出	-12.0	-	-	-
经营营运资本增加	140.0	0.6	1.7	1.0

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2,424.7**	**3,729.2**	**4,823.7**	**6,100.1**
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	6.2	8.0	10.2
营业费用	638.9	671.3	868.3	1,098.0
管理费用	443.5	596.7	771.8	976.0
财务费用	55.1	86.1	61.6	49.6
资产减值损失	78.5	-	-	-
投资收益	492.6	400.0	500.0	500.0
其他经营损益	12.0	-	-	-
营业利润	**557.4**	**1,348.8**	**1,765.8**	**2,135.2**
营业外净收支	12.0	-	-	-
利润总额	**569.4**	**1,348.8**	**1,765.8**	**2,135.2**
所得税	24.1	170.8	227.9	294.3
净利润	545.3	1,178.0	1,538.0	1,840.9
少数股东损益	13.8	29.7	38.8	46.4
归属母公司股东净利润	**531.5**	**1,148.3**	**1,499.2**	**1,794.4**
EBIT	621.0	1,397.6	1,779.3	2,123.8
EBITDA	726.9	1,445.5	1,827.2	2,137.7

重要财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.47	0.99	1.29	1.55
每股净资产(元)	2.38	3.57	4.32	5.40
发行在外股份(百万股)	1126.9	1,158.8	1,158.8	1,158.8
ROIC(%)	66.6%	56.8%	71.8%	80.3%
ROE(%)	16.9%	29.0%	30.0%	28.7%
毛利率(%)	53.0%	61.9%	61.7%	61.8%
EBIT Margin(%)	25.6%	37.5%	36.9%	34.8%
销售净利率(%)	22.5%	31.6%	31.9%	30.2%
资产负债率(%)	48.1%	37.1%	32.4%	31.3%
收入增长率(%)	35.5%	53.8%	29.4%	26.5%
净利润增长率(%)	34.5%	116.0%	30.6%	19.7%
P/E	57.0	27.0	20.8	17.3
P/B	11.25	7.8	6.2	5.0
EV/EBITDA	40.1	19.6	15.0	12.3

数据来源：wind，东吴证券研究所

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:

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。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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