主营稳健推进，投资收益逐步确认

昆仑万维(300418)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	26.78
合理价格区间(元):	26.75~32.10

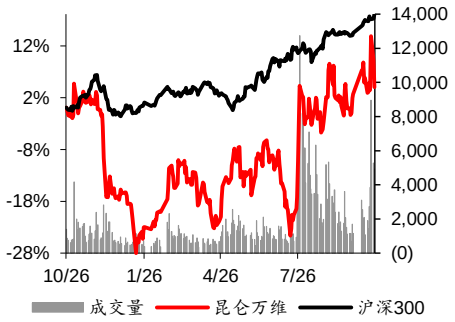
许娟 研究员 执业证书编号：S0570513070010
0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

张亚楠 联系人 021-28972036
zhangyanan@htsc.com

相关研究

1《昆仑万维(300418,买入): 有望受益趣店赴美上市催化》2017.10
2《昆仑万维(300418,买入): 闲徕+自研带动毛利率大幅提升》2017.07
3《昆仑万维(300418):影游项目稳步推进；关注 Opera 变现进程》2016.10

股价走势图



资料来源：Wind

Q3 扣非净利稳健增长，主营业务稳步推进

公司发布 2017 年三季报：1-9 月营收同比增长 44.89%至 26.73 亿元；归母净利同比增长 16.88%至 5.76 亿元，接近三季报业绩预告的下限，略低于预期，主要原因系投资收益同比大幅下滑。从扣非净利润来看，Q3 扣非净利润 1.87 亿元，环比 Q2 增长 18.91%，主营业务经营稳健。

投资股权储备丰富，四季度有望确认 3 亿以上投资收益

公司在股权投资方面眼光精准，储备了映客、趣店、银客网、快看、如涵等公司股权，我们估计股权价值在 135 亿元左右，成为有力的市值支撑。目前，公司已计划 1）转让所持映客全部 10.23%股权，我们预计将带来 5.04 亿元投资收益，目前尚未交割；2）转让所持 235 万股趣店股份，公司预计将带来 3.45 亿元投资收益，该笔收益或将于四季度确认，交易结束及趣店超额配售完成后，公司仍将持有趣店 16.86%的股权。

闲徕互娱：后续市场有望进一步扩张

闲徕互娱稳居房卡类棋牌游戏龙头地位，公司估计在可以统计的房卡类棋牌游戏玩家中，闲徕以 35%的市占率位居第一。自闲徕 2 月并表以来，公司营收、毛利率双升，成为公司业绩增长的强劲动力。随着公司地推人员的扩张，覆盖省份进一步扩大，未来收入与成本有望双升。参考闲徕 2017H1 的较高净利率水平（月净利率在 48%左右），市场扩张大概率不改变高盈利属性，预计将增厚公司业绩。

自研游戏业务稳步推进，新游储备丰富

老游市场反馈优秀，新游陆续上线有望助力游戏业务持续增长。1）《神魔圣域》目前进入成熟期；2）《希望·新世界》7 月登陆繁体市场，9 月登陆韩国和东南亚，10 月登陆拉美；并取得台湾市场免费榜第一、畅销榜第三，泰国市场免费榜第一的亮眼成绩（公司公告），我们预计月流水有望破亿；3）公司与日本 KLab 联合开发的日漫 MMO 手游《BLEACH 境·界-魂之觉醒》9 月底首测，预计年内在大陆全面上线。《轩辕剑之汉之云》预计 Q4 推出商业化版本。另外《死神》（预计 Q4 上线）、《终结者》（预计年底或明年上线）《偷星九月天》（预计年底或明年上线）仍将陆续推出。

主业发展态势良好，投资收益逐步确认，维持买入评级

我们短期看好趣店上市的催化剂以及映客、银客网等公司的股权价值对市值的支撑。中长期来看，随着手游研运一体战略的深入，游戏业务的毛利率将持续提升；闲徕互娱随着市场扩张，仍存在较大的发展空间，同时其特性为粘性较强，将为公司提供持续的现金流保障。Opera、Grindr 业务发展态势良好，有望提供新的业绩增长点。考虑到公司自研手游业务进入到快成长通道以及投资收益的不断兑现，我们估计 2017 年-2019 年 EPS 为 0.81 元、1.07 元、1.31 元，考虑到公司的发展潜力，给予公司 18 年 25X-30X 估值，目标价为 26.75 元-32.10 元，维持买入评级。

风险提示：未来上线自研游戏表现不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,159
流通 A 股 (百万股)	451.29
52 周内股价区间 (元)	18.61-29.32
总市值 (百万元)	31,033
总资产 (百万元)	7,668
每股净资产 (元)	3.57

资料来源：公司公告

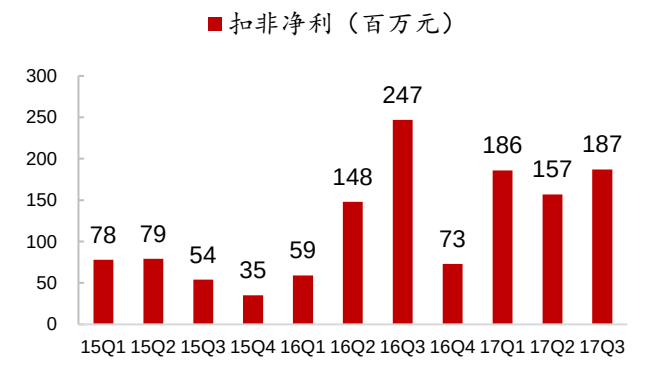
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,789	2,425	4,033	4,865	5,964
+/-%	(7.50)	35.52	66.34	20.63	22.58
归属母公司净利润 (百万元)	405.29	531.50	939.52	1,236	1,517
+/-%	24.18	31.14	76.77	31.54	22.76
EPS (元，最新摊薄)	0.35	0.46	0.81	1.07	1.31
PE (倍)	77.91	59.41	33.61	25.55	20.81

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

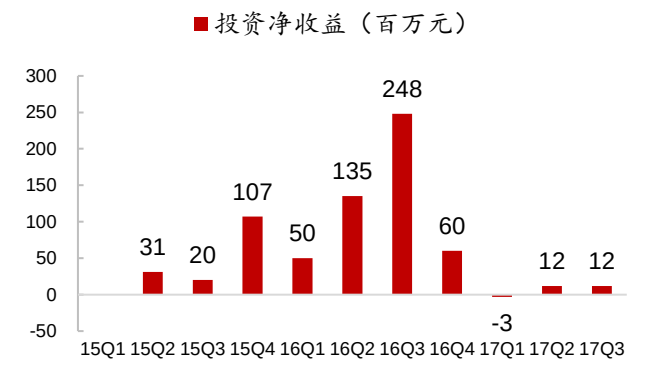
附录

图表1： 17Q1-3 主营业务稳步推进



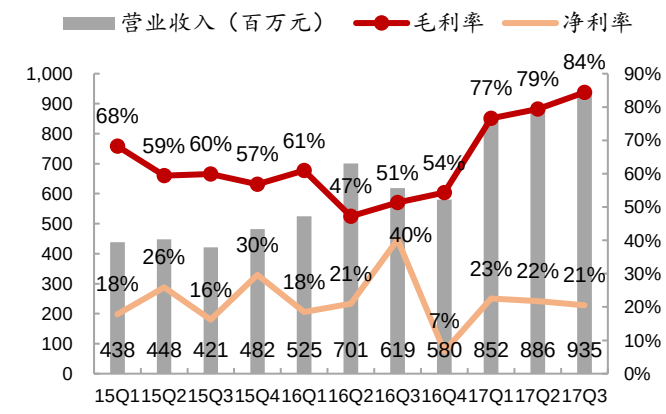
资料来源：Wind 数据库，华泰证券研究所

图表2： 17Q1-3 的净利润波动主要受投资收益同比显著下滑的影响



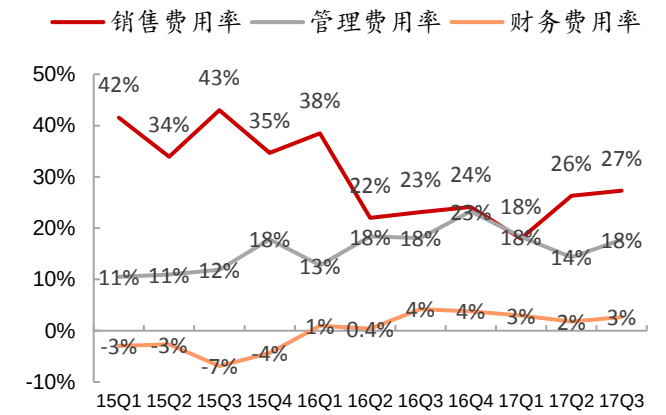
资料来源：Wind 数据库，华泰证券研究所

图表3： 闲徐 2017 年 2 月并表以来毛利率显著提升



资料来源：Wind 数据库，华泰证券研究所

图表4： 销售费用率的提升主要来自新游上线带来的推广费用上升



资料来源：Wind 数据库，华泰证券研究所

图表5：昆仑万维主要投资公司投资收益估计：映客、趣店、银客（币种：人民币）

时间	公司公告	所持股权投资成本	映客估值（公告时点）	公告后持股	股权价值	投资收益
2016 年 1 月 7 日	昆仑万维：以 6800 万人民币投资获得映客 18%的股权。	0.68 亿	3.78 亿	18%	0.68 亿	
2016 年 9 月 22 日	昆仑万维：公司初始投资的 18%股权稀释到 13.23%。同时将 3%的股权作价 2.1 亿转让给嘉兴光信九号。	0.526 亿	70 亿	10.23%	7.16 亿	1.95 亿
2017 年 6 月	宣亚国际：拟收购映客 48.2478%的股权。	0.526 亿	估计为 70 亿	10.23%	估计为 7.16 亿	
2017 年 9 月 5 日	昆仑万维：将 10.23%的股权作价 6.139 亿转让给嘉会投资。		60 亿	0	0	5.04 亿（公司公告）
时间	**公司公告**	**所持股权投资成本**	**趣店估值（公告时点）**	**公告后持股**	**股权价值**	**投资收益**
2016 年 1 月 8 日	昆仑万维：增资完成后，持有趣分期 19.21%的股权。	7.5 亿	39.04 亿	19.21%	7.50 亿	
2017 年 10 月 18 日	趣店赴美上市，拟以 19 美元至 22 美元的价格发行 3750 万股美国存托股	7.5 亿	444 亿（取询价中间价）	19.21%	85.3 亿	77.8 亿
2017 年 10 月 17 日	已转让趣店 58.82 万股，增加出售 176.47 万股，价格均为 24 美元	6.58 亿	523 亿（按照 24 美元/股）	16.86%	88 亿	3.45 亿（公司公告）
时间	**公司公告**	**所持股权投资成本**	**银客估值（公告时点）**	**公告后持股**	**股权价值**	**投资收益**
2015 年 6 月 13 日	昆仑万维：投资 2000 万美金取得银客增资后 20%的股权	1.33 亿	6.63 亿	20%	1.33 亿	
2016 年 6 月 28 日	昆仑万维：转让银客 5%股权给 Yinker Holdings Limited，转让价格为 1000 万美元。	0.99 亿	13.25 亿	15%	1.99 亿	0.33 亿

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

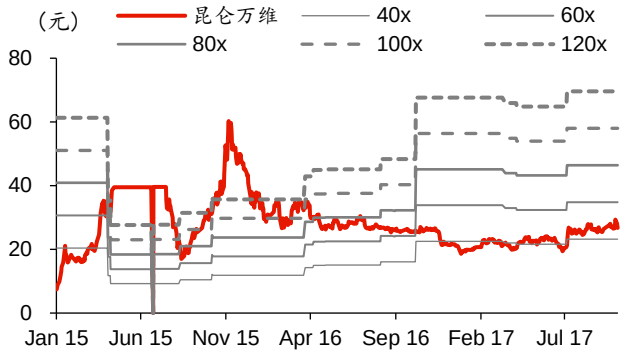
图表6：昆仑万维股权投资储备

投资公司名称	参股权重	最新估值	股权价值（万，￥）	备注
随手记	2.25%	2 亿美金	2,925	金蝶软件旗下随手记应用
银客网	15%	2 亿美金	19,500	房地产 Reits 平台
一米鲜	15%	1 亿元	9,750	生鲜 020，按照原价估值
蜜莱坞	15%	60 亿元	105,000	旗下产品映客，映客目前估值 60 亿元
趣分期	19%	约为 88 亿美元（10 月 23 日市值）	1,056,550	金融服务平台，趣店 10 月 23 日市值为 88 亿美元，约合 550 亿元
Woobo Inc.	20%	80 万美金	104	交互式机器人开发，按照原价估值
昆仑数字医疗	20%	1000 万美金	390	互联网医疗，按照原价估值
蚁视科技	1%	8.3 亿元	830	VR/AR 设备研发，按照原价估值
Nibiru	2%	15 亿元	1,500	以 VR/AR 为核心的物联网解决方案提供商，按照原价估值
昆仑人工智能	15%	300 万美金	293	人工智能与大数据技术，按照原价估值
Opera Software AS	33%	60606 万美金	128,700	浏览器，Opera 部分估值 6 亿美金
徒子文化	20%	7000 万元	1,400	漫画创作及衍生品开发授权，按照原价估值
快看	5%	15 亿元	7,500	漫画平台
如涵	5.78%	31.32 亿元	18,103	网红电商
E 保养	14.6%	7534 万美元	7,260	汽车上门保养服务提供商，按照原价估值

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

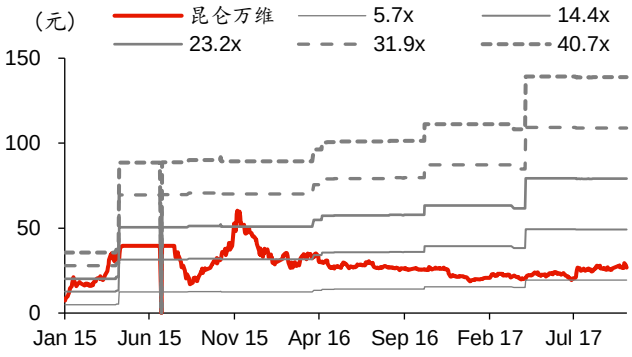
PE/PB - Bands

图表7： 昆仑万维历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 昆仑万维历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,860	2,062	2,741	5,350	7,764
现金	1,048	1,076	1,243	3,417	5,232
应收账款	288.51	579.97	957.89	1,155	1,416
其他应收账款	240.53	153.29	229.89	277.31	339.94
预付账款	211.46	206.70	259.48	299.62	375.81
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	71.49	45.43	50.00	200.00	400.00
非流动资产	2,029	4,244	5,205	4,913	5,078
长期投资	581.56	1,327	1,593	1,593	1,593
固定投资	25.27	25.95	14.52	3.09	3.09
无形资产	12.47	36.35	31.93	28.11	25.02
其他非流动资产	1,409	2,855	3,566	3,289	3,457
资产总计	3,888	6,306	7,946	10,263	12,842
流动负债	1,183	2,383	1,766	2,053	2,148
短期借款	247.82	982.90	200.00	400.00	700.00
应付账款	327.08	350.48	302.72	349.56	438.45
其他流动负债	608.48	1,050	1,263	1,304	1,009
非流动负债	25.08	741.99	736.50	741.07	739.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	25.08	741.99	736.50	741.07	739.85
负债合计	1,208	3,125	2,502	2,794	2,887
少数股东权益	0.00	29.01	629.01	1,418	2,387
股本	1,127	1,127	1,159	1,159	1,159
资本公积	873.31	952.04	1,502	1,502	1,502
留存公积	981.40	1,395	2,153	3,389	4,906
归属母公司股	2,680	3,152	4,815	6,050	7,567
负债和股东权益	3,888	6,306	7,946	10,263	12,842

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	192.15	357.12	1,132	1,573	1,291
净利润	405.29	545.25	1,540	2,025	2,486
折旧摊销	80.23	105.94	88.85	88.85	77.42
财务费用	(75.41)	55.05	42.08	(51.07)	(112.45)
投资损失	(158.79)	(492.61)	(100.00)	(130.00)	(130.00)
营运资金变动	(100.33)	(4.78)	(288.30)	(304.25)	(767.79)
其他经营现金	41.16	148.26	(150.27)	(56.04)	(262.14)
投资活动现金	(1,644)	(1,957)	(866.84)	356.40	115.68
资本支出	8.55	11.91	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,607	1,639	(90.32)	(300.00)	(60.00)
其他投资现金	(29.09)	(305.67)	(957.16)	56.40	55.68
筹资活动现金	1,719	1,648	(98.09)	245.07	407.65
短期借款	247.82	735.08	(782.90)	200.00	300.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	917.23	(0.37)	32.26	0.00	0.00
资本公积增加	709.93	78.73	550.07	0.00	0.00
其他筹资现金	(155.59)	834.56	102.49	45.07	107.65
现金净增加额	289.99	62.29	166.94	2,174	1,814

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,789	2,425	4,033	4,865	5,964
营业成本	698.62	1,140	864.92	998.75	1,253
营业税金及附加	4.89	4.04	12.10	14.60	17.89
营业费用	682.28	638.90	899.40	1,085	1,330
管理费用	230.78	443.52	665.48	793.02	972.12
财务费用	(75.41)	55.05	42.08	(51.07)	(112.45)
资产减值损失	4.22	78.48	62.78	65.92	69.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	158.79	492.61	100.00	130.00	130.00
营业利润	402.55	557.37	1,586	2,089	2,564
营业外收入	14.45	13.40	22.28	26.88	32.95
营业外支出	1.04	1.37	1.04	1.20	1.51
利润总额	415.96	569.39	1,608	2,115	2,596
所得税	10.67	24.14	68.16	89.66	110.06
净利润	405.29	545.25	1,540	2,025	2,486
少数股东损益	0.00	13.75	600.00	789.22	968.82
归属母公司净利润	405.29	531.50	939.52	1,236	1,517
EBITDA	407.37	718.37	1,717	2,127	2,529
EPS (元)	0.36	0.47	0.81	1.07	1.31

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(7.50)	35.52	66.34	20.63	22.58
营业利润	24.43	38.46	184.63	31.68	22.76
归属母公司净利润	24.18	31.14	76.77	31.54	22.76
获利能力 (%)					
毛利率	60.95	52.99	78.56	79.47	79.00
净利率	22.65	21.92	23.29	25.40	25.44
ROE	15.12	16.86	19.51	20.43	20.05
ROIC	160.45	133.89	94.13	103.65	90.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.08	49.56	31.49	27.23	22.48
净负债比率 (%)	20.51	31.45	7.99	14.31	24.24
流动比率	1.57	0.87	1.55	2.61	3.62
速动比率	1.57	0.87	1.55	2.61	3.62
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.48	0.57	0.53	0.52
应收账款周转率	6.21	5.20	4.94	4.37	4.41
应付账款周转率	2.54	3.36	2.65	3.06	3.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.46	0.81	1.07	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.31	0.98	1.36	1.11
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.72	4.15	5.22	6.53
估值比率					
PE (倍)	77.91	59.41	33.61	25.55	20.81
PB (倍)	11.78	10.02	6.56	5.22	4.17
EV_EBITDA (倍)	70.43	39.94	16.71	13.49	11.34

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com