公司业绩增长符合预期，主业与投资收益双轮驱动

强烈推荐（维持）

2017 年 10 月 24 日

传媒行业

肖明亮(分析师)
电话： 020-88832290
邮箱： xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号： A1310517070001

事件：

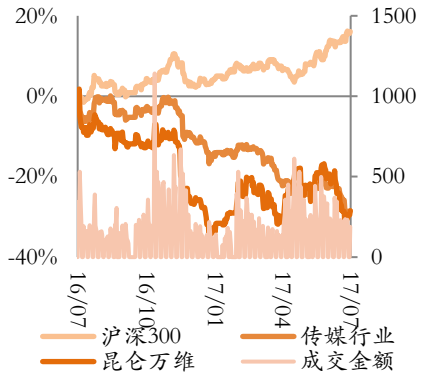
10 月 24 日，公司三季报显示公司营收 26.72 亿，同比增长 44.89%；归母净利 5.76 亿，同比增长 16.88%；归母扣非净利 5.29 亿，同比增长 16.88%。

核心观点

- **公司业绩符合预期，新游戏和股权收益逐步增厚利润。**公司业绩符合预期，营收增长主要驱动力来自闲徕并表。由于游戏代理成本分成减少致使营业成本同比下降 51.4%。闲徕的并表致使经营性活动现金流同比增加 294.04%。在手游方面，新上线游戏《希望：新世界》打开全球市场表现亮眼，棋牌方面，闲徕活跃用户数持续攀升，为业绩增长作贡献；同时，出售映客与趣店部分股权投资收益有望年内确认，进一步增厚公司利润，全年业绩有望高速增长。
- **手游业务营收高速增长，公司估值处于明显洼地。**1）公司研运一体策略带动手游上半年收入同比增长 50%。随着四季度《轩辕剑之汉之云》(国内著名 RPG 游戏 IP)、代理手游《bleach》(集英社热门动漫 IP 改编)、《偷星九月天》等游戏逐步上线，有望改变由《神魔圣域》单游戏支撑局面，升级为多引擎驱动，为明年业绩提供支撑。2）17 年 2-6 月闲徕净利润 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。我们认为，随着公司研运一体化体系的成熟，公司呈阶梯式的产品储备有望为公司稳定贡献业绩。同时，闲徕互娱产品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，加强了公司持续盈利能力。
- **投资能力正不断被验证，为公司提供充足安全边际。**公司 15 年以共 6.7 亿人民币取得趣店 19.2%的股权，两年后出售部分获得了约 13 倍投资收益。同时，公司投资的标的不断获得 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。当前还持有的其他股权：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%)。我们认为，公司丰富的投资项目储备和优异的投资实力，可以为公司提供业绩弹性。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2017-2019 年归母净利（不考虑投资收益）分别为 9.59、11.60、13.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/1.00/1.18 元，对应当前股价 25.04、20.70、17.52 倍 PE。维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**游戏业务项目推进不达预期；手游行业增长不达预期、 棋牌类游戏政策收紧。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
昆仑万维	7.69	38.40	38.12
传媒行业	-3.10	5.46	-6.10
沪深 300	2.42	7.34	13.68

基本资料

总市值（亿元）	314
总股本（亿股）	11.6
流通股比例	38.36
资产负债率	46
大股东	李琼
大股东持股比例	17.9%

相关报告

*广证恒生传媒行业-昆仑万维（300418）点评报告：《半年报业绩符合预期，下半年发力自研游戏》-20170724
*广证恒生传媒行业-昆仑万维（300418）点评报告：《游戏板块业绩释放，对外投资溢价显著》-20170510
*广证恒生传媒行业-昆仑万维（300418）点评报告：《闲徕并表驱动业绩增长，手游强化投资亮眼》-20170504

营业收入	2424.67	4582.34	5255.35	6092.59
同比(%)	35.52%	88.99%	14.69%	15.93%
归属母公司净利润	531.50	959.56	1160.70	1371.70
同比(%)	31.14%	80.54%	20.96%	18.18%
毛利率(%)	52.99%	57.29%	58.09%	58.68%
ROE(%)	18.14%	23.70%	21.46%	21.05%
每股收益(元)	0.46	0.83	1.00	1.18
P/E	56.78	32.35	26.74	22.63
P/B	9.39	6.35	5.29	4.37
EV/EBITDA	16.47	24.70	20.10	16.54

联系人：陆韵如
邮箱：luyr@gzgzhs.com.cn

附录：公司财务预测表

资产负债表				单位:百万元
会计年度	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
流动资产	2062	1818	2894	4252
现金	1076	1252	2628	4007
应收账款	580	374	28	30
其它应收款	153	142	179	158
预付账款	207	8	6	10
存货	0	0	0	0
其他	45	42	53	47
非流动资产	4244	4033	4065	4060
长期投资	1327	1327	1327	1327
固定资产	26	37	45	65
无形资产	36	39	43	50
其他	2855	2630	2649	2617
资产总计	6306	5852	6959	8312
流动负债	2383	679	717	731
短期借款	983	5	10	10
应付账款	350	350	350	350
其他	1050	324	357	371
非流动负债	742	257	341	447
长期借款	0	0	0	0
其他	742	257	341	447
负债合计	3125	936	1058	1178
少数股东权益	29	31	33	35
股本	1127	1159	1159	1159
资本公积	952	1490	1490	1490
留存收益	1395	2236	3219	4450
归属母公司股东权益	3215	4885	5868	7099
负债和股东权益	6306	5852	6959	8312

现金流量表				单位:百万元
会计年度	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
经营活动现金流	331	838	1299	1192
净利润	545	960	1161	1372
折旧摊销	106	90	108	107
财务费用	55	12	-29	-49
投资损失	-493	-262	-284	-307
营运资金变动	-5	-198	390	95
其它	122	236	-46	-26
投资活动现金流	-1957	145	132	161
资本支出	-12	-40	-70	-55
长期投资	1639	0	0	0
其他	-3584	185	202	216
筹资活动现金流	1648	-807	-55	25
短期借款	735	-978	5	0
长期借款	0	0	0	0
普通股本增加	-0	32	0	0
资本公积金增加	79	538	0	0
其他	835	-399	-60	25
现金净增加额	23	176	1376	1379

利润表				单位:百万元
会计年度	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
营业收入	2425	4582	5255	6093
营业成本	1140	1957	2203	2518
营业税金及附加	4	10	11	12
营业费用	639	916	1051	1219
管理费用	444	825	946	1097
财务费用	55	12	-29	-49
资产减值损失	78	30	33	36
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	493	262	284	307
营业利润	557	1093	1324	1567
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	569	1105	1336	1579
所得税	24	144	174	205
净利润	545	962	1163	1374
少数股东损益	14	2	2	2
归属母公司净利润	531	960	1161	1372
EBITDA	718	1207	1416	1637
EPS（摊薄）	0.46	0.83	1.00	1.18

主要财务比率				
会计年度	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
成长能力				
营业收入增长率	35.5%	89.0%	14.7%	15.9%
营业利润增长率	38.5%	96.2%	21.1%	18.3%
归属于母公司净利润增长率	31.1%	80.5%	21.0%	18.2%
获利能力				
毛利率	53.0%	57.3%	58.1%	58.7%
净利率	22.5%	21.0%	22.1%	22.5%
ROE	18.1%	23.7%	21.5%	21.0%
ROIC	14.0%	19.9%	19.4%	18.7%
偿债能力				
资产负债率	49.6%	16.0%	15.2%	14.2%
净负债比率	31.45%	0.53%	0.95%	0.85%
流动比率	0.87	2.68	4.04	5.81
速动比率	0.87	2.68	4.04	5.81
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.75	0.82	0.80
应收账款周转率	5.58	9.60	26.13	210.09
应付账款周转率	3.36	5.59	6.29	7.19
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.83	1.00	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.72	1.12	1.03
每股净资产(最新摊薄)	2.85	4.21	5.06	6.12
估值比率				
P/E	57.63	32.83	27.14	22.97
P/B	9.53	6.45	5.37	4.44
EV/EBITDA	16.47	25.08	20.43	16.82

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。