强烈推荐-A（维持）

目标估值：29.67 元
当前股价：22.83 元
2017 年 11 月 04 日

昆仑万维 300418.SZ

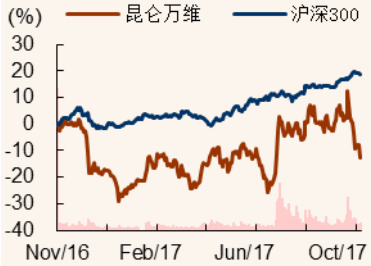
自研游戏+地方棋牌游戏持续驱动高增长

基础数据

上证综指	3372
总股本（万股）	115883
已上市流通股（万股）	45129
总市值（亿元）	265
流通市值（亿元）	103
每股净资产（MRQ）	3.6
ROE（TTM）	14.8
资产负债率	44.9%
主要股东	李琼
主要股东持股比例	17.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	2	-10
相对表现	-17	-15	-28



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《昆仑万维（300418）—出售趣店部分股权，投资收益逐步兑现》2017-10-22
2、《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
3、《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》

林起贤
linqixian@cmschina.com.cn
S1090517070012

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

事件：昆仑万维 2017 年前三季度营收 26.73 亿元，YoY+44.89%；归属于上市公司股东的净利润 5.76 亿元，YoY+16.88%，接近前期预告区间的下限。Q3 收入 9.35 亿元，YoY+51.14%；净利润 1.92 亿元，YoY-22.94%，主要因为 17Q3 投资收益 2,134 万元，而 16Q3 投资收益为 2.46 亿元。17Q3 扣非净利润 1.87 亿元，QoQ+18.91%。

评论：

Q3 业绩主要由自研游戏《神魔圣域》《希望》以及地方棋牌游戏贡献。（1）《神魔圣域》去年下半年上线，月流水峰值达到 8000 万，Q3 流水有所下降；自研游戏《希望：新世界》7 月登陆繁体市场，9 月登陆韩国和东南亚市场，10 月中登陆拉美市场，取得台湾免费榜第一、畅销榜第三，泰国市场免费榜第一的成绩，单月流水有望破亿。推算 Q3 昆仑游戏贡献利润 7000 万左右。Q4 将上线项目：与 KLab 联合开发的日漫 MMO 手游《BLEACH 境・界》9 月 28 日首测，预计年内大陆地区双平台上线。大宇授权的《轩辕剑之汉之云》，预计 Q4 推出商业化版本。后续储备项目还有《洛奇》《神泣》《终结者》等大 IP 手游。（2）持股 51%的闲徕互娱日活为 400 万左右，地方棋牌游戏市场竞争加剧，但 Q3 相比于 Q2 环比仍有增长，Q3 推算单月净利润在 7000 万左右，期待随着区域扩张稳固龙头地位促进单月利润进一步提升。

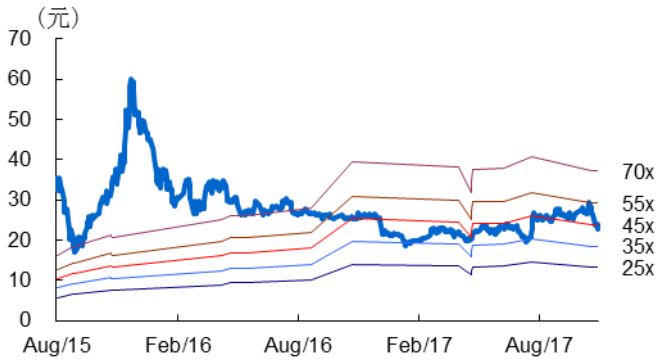
自研手游及闲徕互娱并表提升毛利率。前三季度毛利率高达 80.2%，同比提升约 28 个百分点，主要是因为毛利更高的自研游戏收入占比提升；以及毛利较高的闲徕互娱今年 2 月并表。财务费用 6598 万，同比增长 96.74%，主要为发行公司债产生的利息支出增加。

投资收益进入稳步兑现期，四季度现金充沛。转让映客股权，若交割成功，公司将取得 5.04 亿元的投资收益；出售映客部分股权，将在四季度确认投资收益 3.45 亿元。加上 9 月底发行创新创业公司债券募集 2.4 亿元的资金，Q4 现金流充沛。

维持强烈推荐评级。今年预计确认出售趣店部分股权的投资收益 3.45 亿，出售映客投资收益的确认时点则具有不确定性，在不考虑投资收益情况下，将 17-19 年盈利预测调整为 8.02/11.00/13.51 亿，对应的 PE 为 33/24/20 倍。公司仍将持有趣店 IPO 后不完全稀释的 16.86%股权，市值约为百亿人民币，除趣店外其余股权投资价值至少为 15 亿元，扣除这部分市值，当前股价对应的游戏业务估值较低，维持强烈推荐评级。

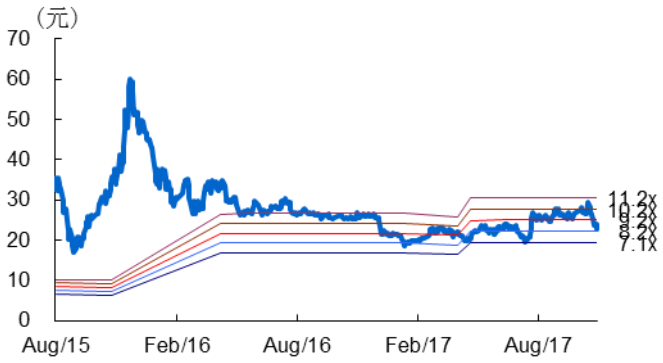
风险提示：地方棋牌游戏监管政策发生变化的风险；游戏境外市场经营风险。

图 1：昆仑万维历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：昆仑万维历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

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	1994	2608	4456
现金	1048	1076	379	523	1976
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	572	738	879
其它应收款	241	153	543	700	833
存货	0	0	0	0	0
其他	283	252	500	646	769
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**	**6623**	**7222**	**9060**
流动负债	1183	2383	2184	1490	1688
短期借款	248	983	929	0	0
应付账款	327	350	523	675	804
预收账款	158	254	252	326	388
其他	450	795	480	489	496
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**	**2209**	**1515**	**1714**
股本	1127	1127	1159	1159	1159
资本公积金	571	631	1142	1142	1142
留存收益	981	1395	1633	2385	3388
少数股东权益	0	29	480	1022	1657
归属于母公司所有者权益	2680	3152	3933	4685	5689
负债及权益合计	**3888**	**6306**	**6623**	**7222**	**9060**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	192	357	548	1456	1801
净利润	405	531	802	1100	1351
折旧摊销	80	106	27	25	22
财务费用	(70)	63	55	24	(10)
投资收益	(159)	(493)	0	0	0
营运资金变动	(65)	140	(827)	(257)	(218)
其它	(0)	10	490	565	655
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	(846)	(1301)	(338)
借款变动	1229	1491	(54)	(929)	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	(772)	(24)	10
现金净增加额	267	49	(697)	144	1452

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1789	2425	4049	5223	6216
营业成本	699	1140	1117	1443	1718
营业税金及附加	5	4	8	10	12
营业费用	682	639	952	1228	1461
管理费用	231	444	494	653	777
财务费用	(75)	55	55	24	(10)
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	1424	1865	2258
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	1424	1865	2258
所得税	11	24	171	224	271
净利润	405	545	1253	1641	1987
少数股东损益	0	14	451	542	636
归属于母公司净利润	405	531	802	1100	1351
EPS（元）	0.36	0.47	0.69	0.95	1.17

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	24%	36%	67%	29%	19%
营业利润	1152%	38%	155%	31%	21%
净利润	2931%	31%	51%	37%	23%
获利能力					
毛利率	61.0%	53.0%	72.4%	72.4%	72.4%
净利率	22.7%	21.9%	19.8%	21.1%	21.7%
ROE	15.1%	16.9%	20.4%	23.5%	23.7%
ROIC	10.7%	10.1%	24.4%	29.1%	26.9%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	49.6%	33.4%	21.0%	18.9%
净负债比率	6.4%	15.6%	14.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	0.9	0.9	1.7	2.6
速动比率	1.6	0.9	0.9	1.7	2.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7
存货周转率	0.7				
应收账款周转率	10.8	5.6	7.0	8.0	7.7
应付账款周转率	2.2	3.4	2.6	2.4	2.3
每股资料（元）					
每股收益	0.36	0.47	0.69	0.95	1.17
每股经营现金	0.17	0.32	0.47	1.26	1.55
每股净资产	2.38	2.80	3.39	4.04	4.91
每股股利	0.50	0.50	0.30	0.30	0.30
估值比率					
PE	63.5	48.4	33.0	24.1	19.6
PB	9.6	8.2	6.7	5.6	4.7
EV/EBITDA	104.1	56.9	23.5	18.5	15.6

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。