# 闲徕并表驱动业绩增长，手游强化投资亮眼

**强烈推荐**

2017.04.26

(首次覆盖)


| | 李亚军(分析师) | 肖明亮(研究助理) |
|---|---|---|
| 电话: | 020-88863187 | 020-88832290 |
| 邮箱: | liyj@gzgzhs.com.cn | xiaoml@gzgzhs.com.cn |
| 执业编号: | A1310516060001 | A1310115100005 |

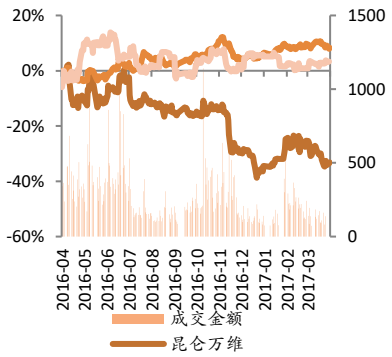

传媒行业

**事件：**4 月 25 日，公司年报显示公司营收 24.25 亿元，同比增长 35.52%；实现归母净利润 5.31 亿元，同比增长 31.14%；实现归母扣非的净利润 5.27 亿元，同比增长 113.60%。一季报显示公司营收 8.5 亿，同比增长 62.16%，归母净利 1.91 亿，同比增长 98.19%。

**点评：**

- **公司坚持研运一体化，代理精品化路线：**公司年报业绩增长主要来自于游戏业务，昆仑游戏 16 年营收 19.56 亿，占总营收 80.66%，其中手游业务营收占比游戏业务营收的 92.53%，同比增长 23.42%。一季报增长主要来自于手游研运一体化的继续推进和闲徕互娱的并表。公司今年提高自研产品数量，将通过上线 5 款自研精品游戏和 7 款优质代理游戏来保障公司手游业绩高速增长。我们认为，公司有望通过提升自研游戏占比来提高产品毛利率和净利率。
- **闲徕积极布局地方性棋牌市场，“房卡模式”迅速提高市占率：** 闲徕通过线下熟人推广模式迅速扩大市场份额并有效降低销售费率和渠道分成，覆盖湖南、四川等大省的线上棋牌市场。凭借地方性棋牌类游戏的玩家稳定性和付费能力强、长生命周期等竞争优势，8 个月内抢占 30%地方性棋牌游戏市场份额。16 年月均收入 8000 万，毛利率高达 90%。我们认为，随着行业集中度的提升，闲徕业务规模有增长空间，预期 2017 年业绩有望实现可观成长。
- **公司投资卓有成效，参股公司趣分期年内或赴美上市：**15-16 年公司围绕“打造国际化新媒体和数字娱乐平台”发展战略，投资趣分期、映客、和力辰光等 20 家互联网相关企业，16 年公司通过出售股权获得 4.05 亿投资收益，为公司业绩贡献巨大，投资能力与成效凸显，考虑后续项目投资增长空间较大。同时，公司投资的消费金融平台标的趣分期有望年内美股上市，公司拥有 19%股权，2016 年 10 月趣分期其他股东进行的小部分股权转让达成的估值规模已经超过 75 亿，且近年来估值提升显著，目前趣分期业务依然处于快速增长期，增长空间巨大，预期上市将为公司带来丰厚回报。我们认为，趣分期的上市不仅进一步彰显公司优异的投资能力，同时也为公司 17 年及之后的业绩带来更厚的安全边际。
- **盈利预测与估值：**考虑闲徕互娱并表，我们预计公司 2017-2019 年归母净利分别为 10.71、12.93、15.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.12/1.32 元，对应当前股价 21.84、18.09、15.29 倍 PE。对比同行业公司估值情况，公司估值偏低。首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- **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。

**股价走势**




**股价表现**

| 涨跌（%） | 1M | 3M | 6M |
|---|---|---|---|
| 昆仑万维 | -10.5 | 5.1 | -20.0 |
| 传媒行业 | -10.0 | -8.5 | -19.2 |
| 沪深 300 | -1.4 | -2.3 | 3.4 |

**基本资料**

| | |
|---|---|
| 总市值（亿元） | 241 |
| 总股本（亿股） | 22.59 |
| 流通股比例 | 38.35% |
| 资产负债率 | 44.03% |
| 大股东 | 李琼 |
| 大股东持股比例 | 17.89% |

| 主要财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 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 | 1071.40 | 1293.89 | 1530.69 |
| 同比(%) | 31.14% | 101.58% | 20.77% | 18.30% |
| 毛利率(%) | 52.99% | 60.37% | 61.21% | 61.82% |
| ROE(%) | 18.14% | 26.07% | 23.09% | 22.27% |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.92 | 1.12 | 1.32 |
| P/E | 42.81 | 21.84 | 18.09 | 15.29 |
| P/B | 7.08 | 4.68 | 3.83 | 3.12 |
| EV/EBITDA | 16.47 | 16.37 | 13.02 | 10.41 |

## 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 | 1942 | 3163 | 4692 |
| 现金 | 1076 | 1376 | 2897 | 4447 |
| 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 | 5975 | 7228 | 8752 |
| 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 | 43 | 57 | 71 |
| 股本 | 1127 | 1159 | 1159 | 1159 |
| 资本公积 | 952 | 1490 | 1490 | 1490 |
| 留存收益 | 1395 | 2348 | 3464 | 4854 |
| 归属母公司股东权益 | 3215 | 4997 | 6113 | 7503 |
| 负债和股东权益 | 6306 | 5975 | 7228 | 8752 |

| 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 | 961 | 1442 | 1358 |
| 净利润 | 545 | 1071 | 1294 | 1531 |
| 折旧摊销 | 106 | 90 | 108 | 107 |
| 财务费用 | 55 | 11 | -32 | -54 |
| 投资损失 | -493 | -262 | -284 | -307 |
| 营运资金变动 | -5 | -198 | 390 | 95 |
| 其它 | 122 | 248 | -34 | -14 |
| 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 | -806 | -52 | 30 |
| 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 | -398 | -57 | 30 |
| 现金净增加额 | 23 | 299 | 1522 | 1550 |

| 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 | 1816 | 2039 | 2326 |
| 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 | 11 | -32 | -54 |
| 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 | 1236 | 1491 | 1764 |
| 营业外收入 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 569 | 1248 | 1503 | 1776 |
| 所得税 | 24 | 162 | 195 | 231 |
| 净利润 | 545 | 1085 | 1308 | 1545 |
| 少数股东损益 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 归属母公司净利润 | 531 | 1071 | 1294 | 1531 |
| EBITDA | 718 | 1349 | 1580 | 1828 |
| EPS（摊薄） | 0.46 | 0.92 | 1.12 | 1.32 |

| 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% | 121.7% | 20.7% | 18.3% |
| 归属于母公司净利润增长率 | 31.1% | 101.6% | 20.8% | 18.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 53.0% | 60.4% | 61.2% | 61.8% |
| 净利率 | 22.5% | 23.7% | 24.9% | 25.4% |
| ROE | 18.1% | 26.1% | 23.1% | 22.3% |
| ROIC | 14.0% | 21.9% | 20.9% | 19.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 49.6% | 15.7% | 14.6% | 13.5% |
| 净负债比率 | 31.45% | 0.53% | 0.95% | 0.85% |
| 流动比率 | 0.87 | 2.86 | 4.41 | 6.42 |
| 速动比率 | 0.87 | 2.86 | 4.41 | 6.42 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.48 | 0.75 | 0.80 | 0.76 |
| 应收账款周转率 | 5.58 | 9.60 | 26.13 | 210.09 |
| 应付账款周转率 | 3.36 | 5.18 | 5.82 | 6.65 |
| 每股指标（元） | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.46 | 0.92 | 1.12 | 1.32 |
| 每股经营现金流(最新摊薄 | 0.29 | 0.83 | 1.24 | 1.17 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.85 | 4.31 | 5.27 | 6.47 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 42.81 | 21.84 | 18.09 | 15.29 |
| P/B | 7.08 | 4.68 | 3.83 | 3.12 |
| EV/EBITDA | 16.47 | 16.37 | 13.02 | 10.41 |

## 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。