

公司评级：买入（维持）

收盘价（元）	21.95
目标价（元）	28.50
上次目标价（元）	不适用

收购 Grindr 剩余股权，互联网平台战略稳步落地

——昆仑万维（300418.SZ，买入）

核心观点

❖ **事件：**公司公告将以昆仑集团为主体，出资 1.52 亿美元收购 Grindr 股东 Grindr Holding Company 38.47% 的股权，收购完成后，昆仑集团将持有 Grindr 100% 的股权。

我们的观点

❖ **收购社交软件 Grindr 剩余股权，互联网平台战略稳步落地，看好公司执行能力。**此次收购进一步明确公司的互联网平台发展战略，我们看好公司执行力，认为公司有能力打造全球化流量平台，截止目前公司平台业务月活跃已经达到 3.7 亿互联网流量入口。1Mobile 月活跃用户为 1400 万，Grindr 月活跃用户为 700 万，Opera 月活跃用户为 3.5 亿；此次收购的 Grindr 为美国同类市场份额第一，注册用户为 2700 万。2016 年度，公司将重点市场从年初的美国和英国，扩大至北美、拉美、欧洲各国、东南亚等国家和地区，2016 年 Grindr 实现营收 2.86 亿，净利润 3575 万，17Q1 实现收入 1.03 亿，净利润 818 万。

❖ **受益于以下三点昆仑游戏业务爆发。**1、2017 年自研授权 IP 手游上线，Q2 上线研运一体的《轩辕剑》《终结者》《偷星九月天》，Q3 预计上线《死神》，Q4《洛奇》《希望 OL》；2、16 年收购闲徕互娱为通过安全认证的房卡模式领先者，闲徕互娱在房卡模式下的地方棋牌游戏市场的占有率达到 30%，截止目前 DAU 将达到 400 万，今年通过新区域市场的开拓，盈利仍有望持续爆发；3、棋牌游戏研发很重要，昆仑提供强有力的支撑。

❖ **通过投资保持公司始终处于互联网发展浪潮中，趣店赴美上市有望带来股权价值大幅上升。**

❖ **投资建议：维持“买入”评级**

1) 公司游戏业务研运一体模式走入正轨，与闲徕互娱强强联合，通过强大研发实力帮助闲徕在地方特色棋牌游戏市场持续扩大市场份额，预计游戏业务在 2017 年大幅爆发；

欧阳宇剑 执业证书编号：S1100517020002
 研究员 8621-68595127
 ouyangyujian@cczq.com

川财证券研究所

成都
 高新区交子大道 177 号中海国际
 中心 B 座 17 楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

- 2) 平台业务月活跃达到 3.7 亿，成为世界领先的互联网流量入口。1Mobile 月活跃用户为 1400 万，Grindr 月活跃用户为 700 万，Opera 月活跃用户为 3.5 亿；
- 3) 随着公司游戏以及平台业务的逐步打通，我们预计公司 2017、2018 和 2019 年的 EPS 分别为 0.9 元、1.05 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 24.4X、20.9X 和 17.6X，给予 2018 年 25X 估值，对应市值 304 亿；
- 4) 假设趣店成功上市，以估值 25-50 亿美金估算，公司持有的趣店股权价值将达到 30-60 亿左右，因此对应公司目前合理市值为 330-360 亿，当前市值仅为 250 亿元，维持“买入”投资评级；

报表预测

利润表 (人民币, 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1789	2425	5311	7646	8586
减: 营业成本	699	1140	1344	1937	1965
营业税金及附加	5	4	9	13	14
营业费用	682	639	1206	1631	1817
管理费用	231	444	1013	1393	1621
财务费用	-75	55	64	21	-22
资产减值损失	4	78	0	0	0
加: 投资收益	159	493	200	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	403	557	1874	2651	3190
加: 其他非经营损益	13	12	0	0	0
利润总额	416	569	1874	2651	3190
减: 所得税	11	24	117	186	223
净利润	405	545	1757	2466	2967
减: 少数股东损益	0	14	714	1249	1521
归属母公司股东净利润	405	531	1043	1216	1447

资产负债表 (人民币, 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	948	908	1328	3590	6096
应收和预付款项	741	940	2318	2373	2818
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	71	45	45	45	45
长期股权投资	582	1327	1327	1327	1327
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	25	26	18	10	2
无形资产和开发支出	12	615	609	603	597
其他非流动资产	1409	2271	2237	2203	2203
资产总计	3788	6133	7883	10152	13089
短期借款	248	983	415	0	0
应付和预收款项	860	1250	1810	2029	1999
长期借款	0	720	720	720	720
其他负债	0	0	0	0	0
负债合计	1108	2952	2945	2748	2718
股本	1127	1127	1159	1159	1159
资本公积	608	693	661	661	661
留存收益	945	1332	2375	3592	5038
归属母公司股东权益	2680	3152	4195	5412	6858
少数股东权益	0	29	743	1992	3513
股东权益合计	2680	3181	4938	7404	10371
负债和股东权益合计	3788	6133	7883	10152	13089

现金流量表 (人民币, 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	124	361	851	2698	2484
投资性现金净流量	-1644	-1957	200	0	0
筹资性现金净流量	1719	1648	-632	-436	22
现金流量净额	222	66	419	2263	2506

财务分析和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
毛利率	60.95%	52.99%	74.69%	74.67%	77.11%
销售净利率	22.65%	22.49%	33.08%	32.25%	34.56%
ROE	15.12%	16.86%	24.87%	22.47%	21.09%
ROA	10.79%	10.12%	24.59%	26.32%	24.21%
ROIC	56.27%	44.58%	66.65%	58.92%	64.23%
成长能力					
销售收入增长率	-7.50%	35.52%	119.04%	43.96%	12.30%
净利润增长率	24.18%	34.53%	222.26%	40.32%	20.34%

资本结构	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资产负债率	29.25%	48.14%	37.36%	27.07%	20.77%
流动比率	1.59	0.85	1.66	2.96	4.48
速动比率	1.52	0.83	1.64	2.94	4.46
经营效率					
总资产周转率	0.47	0.40	0.67	0.75	0.66
存货周转率					
业绩和估值					
EPS	0.350	0.459	0.900	1.049	1.248
BPS	2.312	2.719	3.619	4.669	5.917
PE	62.78	47.87	24.39	20.92	17.59
PB	9.49	8.07	6.06	4.70	3.71

风险提示

行业监管风险

业务整合不及预期

境外市场风险

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

联系方式

川财证券有限责任公司 研究所

机构业务部

上海陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼

李 沫 13611881751 limo@cczq.com

吴 健 18616814608 wujian@cczq.com

胡 芳 18621972006 hufang@cczq.com

闵歆球 13482123232 minxinyan@cczq.com

陈飞翔 13751828485 chenfeixiang@cczq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼

刘珣华 13910309345 liuxunhua@cczq.com

马 昊 13581897385 mahao@cczq.com

黄 薇 15901115104 huangwei@cczq.com

深圳福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层

彭维熙 13723778798 pengweixi@cczq.com

陈 晨 15986679987 chenchen@cczq.com

王 楚 18620362172 wangchu@cczq.com

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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：11080000