

业绩大幅增长，未来值得期待

——昆仑万维 (300418.SZ)

核心观点

- ❖ **事件：**公司 24 日发布业绩中报，2017 年上半年实现营业收入 17.37 亿元，同比增长 41.7%；归属母公司净利润 3.84 亿元，同比增长 57.5%；实现 EPS0.33 元，同比增长 50.0%。公司同时发布 2017 年前三季度业绩预告，预计归属母公司净利润 5.70-7.10 亿元，同比增长 15.7%-44.1%。
- ❖ **并表闲徕，游戏业绩大幅增长。**2017 年上半年游戏业务收入 14.97 亿元，同比增长 42.71%，毛利率 78.26%，较去年同期提升 29.28 个百分点。其中来自手机游戏的收入为 14.52 亿元，占整体游戏业务收入的 97.01%，同比增长 50.02%，毛利率 78.38%，较去年同期提升 31.44 个百分点。主要原因为公司自研游戏《神魔圣域》和《艾尔战记》表现较好，同时公司于报告期内并购了闲徕互娱，增厚公司盈利能力，且大幅提升公司的整体毛利率水平。闲徕游戏当期贡献营收 6.58 亿元，贡献净利润 3.22 亿元。
- ❖ **自研游戏逐步推出，表现值得期待。**公司 7 月 14 日推出的全新自研手游《希望：新世界》，汲取《神魔圣域》的成功经验，上线首日的数据表现已经超过《神魔圣域》的同期表现，在上线第一天便获得台湾地区 App Store 和 Google Play 双平台下载榜第一名，预计流水能够达到《神魔圣域》的水准。公司在三季度将有三款重磅 IP 手游推出，分别为《轩辕剑》、《死神》、《终结者》，未来游戏表现值得期待。
- ❖ **互联网平台战略稳步落地，看好公司执行能力。**Opera 和 Grindr 是公司两大流量入口，Opera 覆盖大众类人群，Grindr 覆盖垂直类人群。这两个平台级应用使得公司覆盖庞大的全球互联网用户的同时，也覆盖了小而美的细分市场。公司在 5 月份收购 Grindr 剩余股权也明确了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，截止目前公司互联网平台业务月活跃用户数量已经达到 3.7 亿。
- ❖ **我们维持昆仑万维「买入」的投资评级基于以下四点。**1) 公司游戏业务研运一体模式步入正轨；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 0.79 元、1.15 元和 1.40 元，对应 PE 分别为 26X、18X 和 15X；4) 公司旗下持有多家公司的股权，股权变现值得期待。以趣店为例，假设成功上市，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。
- ❖ **风险提示：**业绩承诺不达预期；行业竞争加剧；政策风险。

2017 年 7 月 24 日

川财研究	股票研究部
常规报告	公司公告
所属行业	传媒
投资评级	买入

执业分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
021-68416988
ouyangyujian@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元					
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
流动资产	2062	5145	8372	11596	营业收入	2425	5311	7646	8586	营业收入	2425	5311	7646	8586	营业收入	2425	5311	7646	8586	
现金	1076	2923	5173	8003	营业成本	1140	1344	1937	1965	营业成本	1140	1344	1937	1965	营业成本	1140	1344	1937	1965	
应收账款	580	1371	1974	2217	营业税金及附加	4	0	0	0	营业税金及附加	4	0	0	0	营业税金及附加	4	0	0	0	
其他应收款	153	398	573	644	营业费用	639	1206	1631	1817	营业费用	639	1206	1631	1817	营业费用	639	1206	1631	1817	
预付账款	207	453	652	732	管理费用	444	1013	1393	1621	管理费用	444	1013	1393	1621	管理费用	444	1013	1393	1621	
存货	0	0	0	0	财务费用	55	-9	-94	-199	财务费用	55	-9	-94	-199	财务费用	55	-9	-94	-199	
其他流动资产	45	0	0	0	资产减值损失	78	0	0	0	资产减值损失	78	0	0	0	资产减值损失	78	0	0	0	
非流动资产	4244	2175	1963	1963	公允价值变动收益	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	
长期投资	1327	200	0	0	投资净收益	493	0	0	0	投资净收益	493	0	0	0	投资净收益	493	0	0	0	
固定资产	26	15	3	3	营业利润	557	1757	2779	3383	营业利润	557	1757	2779	3383	营业利润	557	1757	2779	3383	
无形资产	36	36	36	36	营业外收入	13	0	0	0	营业外收入	13	0	0	0	营业外收入	13	0	0	0	
其他非流动资产	2855	1924	1924	1924	营业外支出	1	0	0	0	营业外支出	1	0	0	0	营业外支出	1	0	0	0	
资产总计	6306	7320	10336	13559	利润总额	569	1757	2779	3383	利润总额	569	1757	2779	3383	利润总额	569	1757	2779	3383	
流动负债	2383	1766	2193	2271	所得税	24	123	195	237	所得税	24	123	195	237	所得税	24	123	195	237	
短期借款	983	983	983	983	净利润	545	1634	2584	3146	净利润	545	1634	2584	3146	净利润	545	1634	2584	3146	
应付账款	350	783	1210	1288	少数股东损益	14	714	1249	1521	少数股东损益	14	714	1249	1521	少数股东损益	14	714	1249	1521	
其他流动负债	1050	0	0	0	归属母公司净利润	531	920	1335	1625	归属母公司净利润	531	920	1335	1625	归属母公司净利润	531	920	1335	1625	
非流动负债	742	17	21	20	EBITDA	718	1759	2696	3183	EBITDA	718	1759	2696	3183	EBITDA	718	1759	2696	3183	
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.47	0.79	1.15	1.40	EPS（元）	0.47	0.79	1.15	1.40	EPS（元）	0.47	0.79	1.15	1.40	
其他非流动负债	742	17	21	20	主要财务比率					主要财务比率					主要财务比率					
负债合计	3125	1783	2214	2292	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
少数股东权益	29	743	1992	3513	成长能力	成长能力					成长能力					成长能力				
股本	1127	1159	1159	1159	营业收入	35.5%	119.0%	44.0%	12.3%	营业收入	35.5%	119.0%	44.0%	12.3%	营业收入	35.5%	119.0%	44.0%	12.3%	
资本公积	952	1502	1502	1502	营业利润	38.5%	215.2%	58.2%	21.7%	营业利润	38.5%	215.2%	58.2%	21.7%	营业利润	38.5%	215.2%	58.2%	21.7%	
留存收益	1395	2134	3468	5094	归属于母公司净利润	31.1%	73.1%	45.1%	21.8%	归属于母公司净利润	31.1%	73.1%	45.1%	21.8%	归属于母公司净利润	31.1%	73.1%	45.1%	21.8%	
归属母公司股东权益	3152	4795	6129	7755	获利能力	获利能力					获利能力					获利能力				
负债和股东权益	6306	7320	10336	13559	毛利率(%)	53.0%	74.7%	74.7%	77.1%	毛利率(%)	53.0%	74.7%	74.7%	77.1%	毛利率(%)	53.0%	74.7%	74.7%	77.1%	
现金流量表					单位:百万元					单位:百万元					单位:百万元					
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	净利率(%)	4.6%	21.9%	17.3%	17.5%	净利率(%)	4.6%	21.9%	17.3%	17.5%	净利率(%)	4.6%	21.9%	17.3%	17.5%	
经营活动现金流	357	204	1956	2630	ROE(%)	16.9%	19.2%	21.8%	21.0%	ROE(%)	16.9%	19.2%	21.8%	21.0%	ROE(%)	16.9%	19.2%	21.8%	21.0%	
净利润	545	1634	2584	3146	ROIC(%)	133.9%	99.9%	115.3%	119.4%	ROIC(%)	133.9%	99.9%	115.3%	119.4%	ROIC(%)	133.9%	99.9%	115.3%	119.4%	
折旧摊销	106	11	11	0	偿债能力	偿债能力					偿债能力					偿债能力				
财务费用	55	-9	-94	-199	资产负债率(%)	49.6%	24.4%	21.4%	16.9%	资产负债率(%)	49.6%	24.4%	21.4%	16.9%	资产负债率(%)	49.6%	24.4%	21.4%	16.9%	
投资损失	-493	0	0	0	净负债比率(%)	31.45%	55.14%	44.39%	42.89%	净负债比率(%)	31.45%	55.14%	44.39%	42.89%	净负债比率(%)	31.45%	55.14%	44.39%	42.89%	
营运资金变动	-5	-1704	-550	-315	流动比率	0.87	2.91	3.82	5.11	流动比率	0.87	2.91	3.82	5.11	流动比率	0.87	2.91	3.82	5.11	
其他经营现金流	148	272	5	-1	速动比率	0.87	2.91	3.82	5.11	速动比率	0.87	2.91	3.82	5.11	速动比率	0.87	2.91	3.82	5.11	
投资活动现金流	-1957	1706	200	0	营运能力	营运能力					营运能力					营运能力				
资本支出	12	0	0	0	总资产周转率	0.48	0.78	0.87	0.72	总资产周转率	0.48	0.78	0.87	0.72	总资产周转率	0.48	0.78	0.87	0.72	
长期投资	1639	-1127	-200	0	应收账款周转率	5	5	5	4	应收账款周转率	5	5	5	4	应收账款周转率	5	5	5	4	
其他投资现金流	-306	579	0	0	应付账款周转率	3.36	2.37	1.94	1.57	应付账款周转率	3.36	2.37	1.94	1.57	应付账款周转率	3.36	2.37	1.94	1.57	
筹资活动现金流	1648	-63	94	199	每股指标（元）	每股指标（元）					每股指标（元）					每股指标（元）				
短期借款	735	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.79	1.15	1.40	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.79	1.15	1.40	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.79	1.15	1.40	
长期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.18	1.69	2.27	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.18	1.69	2.27	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.18	1.69	2.27	
普通股增加	-0	32	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.72	4.14	5.29	6.69	每股净资产(最新摊薄)	2.72	4.14	5.29	6.69	每股净资产(最新摊薄)	2.72	4.14	5.29	6.69	
资本公积增加	79	550	0	0	估值比率	估值比率					估值比率					估值比率				
其他筹资现金流	835	-646	94	199	P/E	45.21	26.12	18.00	14.78	P/E	45.21	26.12	18.00	14.78	P/E	45.21	26.12	18.00	14.78	
现金净增加额	62	1847	2250	2830	P/B	7.62	5.01	3.92	3.10	P/B	7.62	5.01	3.92	3.10	P/B	7.62	5.01	3.92	3.10	
					EV/EBITDA	29	12	8	7	EV/EBITDA	29	12	8	7	EV/EBITDA	29	12	8	7	

风险提示

并购标的业绩不达预期风险

过去几年行业内发生大量并购，并购标的存在不可预期的风险

内生不达预期风险

传媒行业产品多为项目制，受不可控因素较多，内生又不达预期风险

估值风险

行业估值水平处于市场中等偏高位置

政策风险

文化传播类行业属于国家重度监管行业，容易受到政策影响进而导致行业、公司发生较大变化

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：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%。

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