

2017年07月25日

昆仑万维 (300418.SZ)

自研手游催化公司业绩，下半年有望加速攀升

事件：

■ 公司发布半年报：(1) 实现营业收入 17.37 亿元，同比增长 41.73%，营业成本 3.82 亿元，同比递减 33.42%，归母净利润 3.84 亿元，同比增长 57.52%；(2) 收入构成：游戏收入 14.97 亿元，占比 86%，其中手游收入 14.52 亿元，占游戏收入 97%，同比增长 50%；软件应用 0.19 亿元，占比 1%；其他业务 (Grinder) 收入 2.21 亿元，占比 13%；(3) 业绩预告：2017Q1-Q3 公司预计实现归母净利润 5.7-7.1 亿元，同比增长 15.65%-44.05%；其中 2017Q3 公司预计实现 1.86 亿元-3.26 亿元，同比增长-25.40%-30.85%。

点评：

■ **自研代理双轮驱动，精品自研催化公司业绩。**(1) 自研产品表现超预期，《神魔圣域》全球月流水不断创造新高，全新自研手游《希望：新世界》上线首日获得台湾地区 App Store 和 Google Play 双平台下载榜第一名；(2) 目前公司旗下《终结者：审判日》、《轩辕剑之汉之云》、《偷星九月天》等自研产品处于测试阶段，随着新品上线，下半年业绩有望加速攀升；(3) 公司代理精品手游流水表现稳健，代理产品包括海外 Supercell 旗下《海岛奇兵》、《部落冲突》、《皇室战争》三部作品以及国内蜗牛游戏《太极熊猫 2》、祖龙娱乐《六龙争霸 3D》、天马时空《全民奇迹》等；(4) 上半年，手游业务营收同比增长 50%，源于闲徕互娱并表；手游毛利率达 78.34%，提升 34.44 个百分点，源于闲徕互娱并表以及代理游戏分成成本降低所致。

■ **闲徕互娱表现稳定，增厚公司利润。**2016 年 12 月公司收购棋牌游戏厂商闲徕互娱 51% 股权，2017 年 2 月完成对闲徕互娱并表。根据公司半年报，2-5 月闲徕互娱实现营收 6.58 亿元，净利润 3.22 亿元，对上市公司贡献 1.66 亿利润。目前闲徕互娱一方面继续巩固原有优势省份市场占有率，进行三四线城市的渠道下沉，另一方面在全国进行商业模式复制，继续扩大市场范围，闲徕互娱盈利能力有望持续加强。

■ **卡位海外社交媒体与内容，构建全球流量入口。**2016 年，公司收购全球知名浏览器品牌 Opera 以及全球最大亚文化社交平台 Grindr，使得公司拥有两大全球流量入口。其中，Opera 覆盖大众类人群，拥有超过 3.5 亿全球海量用户；Grindr 覆盖垂直类人群，在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户。目前 Opera 尚未并表，Grindr 盈利能力稳定，上半年 Grindr 实现营收 2.12 亿元，净利润 0.22 亿元。

(数据来源于公司半年报)

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 9.43/11.45 /13.68 亿元，对应 Eps 分别为 0.81/0.99/1.18 元。参考同类可比公司，给予 2017 年 30 倍 PE 估值，对应 6 个月目标价 24.30 元，给予“买入-A”评级。

公司快报

证券研究报告

传媒

投资评级 **买入-A**

维持评级

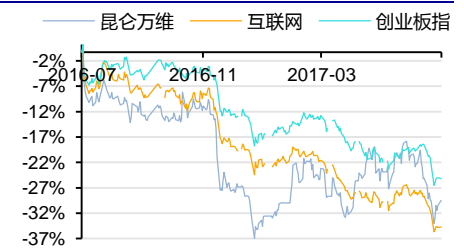
6 个月目标价：**24.30 元**

股价 (2017-07-24) **20.73 元**

交易数据

总市值 (百万元)	24,028.64
流通市值 (百万元)	8,560.17
总股本 (百万股)	1,159.12
流通股本 (百万股)	412.94
12 个月价格区间	18.61/29.64 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.41	9.96	-5.58
绝对收益	-11.11	3.13	-30.62

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

昆仑万维：昆仑万维：立足游戏，打造海外领先的
社交媒体与内容平台/焦娟 2017-06-15

■风险提示：游戏内容监管风险，新手游上线表现不及预期等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,789.1	2,424.7	4,482.5	5,603.1	6,443.6
净利润	405.3	531.5	943.3	1,144.5	1,367.9
每股收益(元)	0.35	0.44	0.81	0.99	1.18
每股净资产(元)	2.31	2.72	2.94	3.93	4.89

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	59.3	47.5	25.5	21.0	17.6
市净率(倍)	9.0	7.6	7.0	5.3	4.2
净利润率	22.7%	21.9%	21.0%	20.4%	21.2%
净资产收益率	15.1%	16.9%	27.7%	25.1%	24.1%
股息收益率	0.5%	0.5%	1.0%	1.2%	1.4%
ROIC	2233.9%	124.6%	93.6%	75.1%	150.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,789.1	2,424.7	4,482.5	5,603.1	6,443.6	成长性					
减:营业成本	698.6	1,139.9	1,654.0	1,849.0	2,190.8	营业收入增长率	-7.5%	35.5%	84.9%	25.0%	15.0%
营业税费	4.9	4.0	13.4	13.8	15.3	营业利润增长率	24.4%	38.5%	161.5%	7.0%	8.6%
销售费用	682.3	638.9	949.8	1,400.8	1,610.9	净利润增长率	24.2%	31.1%	77.5%	21.3%	19.5%
管理费用	230.8	443.5	537.9	896.5	1,031.0	EBITDA 增长率	-2.2%	82.3%	140.4%	7.3%	8.4%
财务费用	-75.4	55.1	35.9	44.8	51.5	EBIT 增长率	-2.1%	87.2%	143.9%	7.4%	8.8%
资产减值损失	4.2	78.5	33.8	38.8	50.4	NOPLAT 增长率	-3.7%	84.0%	144.5%	7.4%	8.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3198.4%	225.3%	33.9%	-45.6%	-1.8%
投资和汇兑收益	158.8	492.6	200.0	200.0	200.0	净资产增长率	164.8%	18.7%	21.8%	27.0%	20.6%
营业利润	402.5	557.4	1,457.6	1,559.3	1,693.6	利润率					
加:营业外净收支	13.4	12.0	8.9	11.5	10.8	毛利率	61.0%	53.0%	63.1%	67.0%	66.0%
利润总额	416.0	569.4	1,466.5	1,570.8	1,704.5	营业利润率	22.5%	23.0%	32.5%	27.8%	26.3%
减:所得税	10.7	24.1	58.7	62.8	68.2	净利润率	22.7%	21.9%	21.0%	20.4%	21.2%
净利润	405.3	531.5	943.3	1,144.5	1,367.9	EBITDA/营业收入	19.3%	26.0%	33.8%	29.0%	27.3%
						EBIT/营业收入	18.3%	25.3%	33.3%	28.6%	27.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	6	4	2	1	0
货币资金	1,047.8	1,076.4	836.9	2,560.7	3,601.3	流动营业资本周转天数	-15	-40	-11	-5	-7
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	301	291	185	222	285
应收账款	529.0	733.3	1,155.7	1,456.2	1,568.3	应收账款周转天数	82	94	76	84	84
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数					
预付账款	211.5	206.7	517.7	277.5	624.3	总资产周转天数	539	757	483	436	482
存货	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	49	149	144	102	62
其他流动资产	71.5	45.4	41.8	52.9	46.7	投资回报率					
可供出售金融资产	1,128.5	1,855.8	1,048.3	1,344.2	1,416.1	ROE	15.1%	16.9%	27.7%	25.1%	24.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.4%	8.6%	24.6%	19.2%	17.4%
长期股权投资	581.6	1,327.3	1,327.3	1,327.3	1,327.3	ROIC	2233.9%	124.6%	93.6%	75.1%	150.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	25.3	25.9	15.9	5.9	0.7	销售费用率	38.1%	26.3%	21.2%	25.0%	25.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	12.9%	18.3%	12.0%	16.0%	16.0%
无形资产	12.5	36.3	25.3	14.3	3.2	财务费用率	-4.2%	2.3%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	280.9	998.9	757.6	800.0	826.2	三费/营业收入	46.8%	46.9%	34.0%	41.8%	41.8%
资产总额	3,888.5	6,306.1	5,726.5	7,839.0	9,414.2	偿债能力					
短期债务	247.8	982.9	-	-	-	资产负债率	31.1%	49.6%	32.0%	33.0%	30.7%
应付账款	702.0	995.5	904.0	1,540.8	1,351.0	负债权益比	45.1%	98.2%	47.0%	49.2%	44.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.57	0.87	1.63	2.09	2.68
其他流动负债	233.5	404.6	662.1	541.6	825.8	速动比率	1.57	0.87	1.63	2.09	2.68
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.34	11.12	41.65	35.79	33.86
其他非流动负债	25.1	742.0	256.7	341.3	446.7	分红指标					
负债总额	1,208.5	3,125.0	1,822.8	2,423.7	2,623.4	DPS(元)	0.10	0.11	0.20	0.25	0.29
少数股东权益	-	29.0	464.6	363.4	268.3	分红比率	29.2%	22.9%	24.5%	25.5%	24.3%
股本	1,127.2	1,127.2	1,159.0	1,159.0	1,159.0	股息收益率	0.5%	0.5%	1.0%	1.2%	1.4%
留存收益	1,854.7	2,346.6	2,251.1	3,399.2	4,506.4						
股东权益	2,680.0	3,181.0	3,874.7	4,921.6	5,933.7						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.35	0.44	0.81	0.99	1.18
净利润	405.3	545.3	943.3	1,144.5	1,367.9	BVPS(元)	2.31	2.72	2.94	3.93	4.89
加:折旧和摊销	80.2	105.9	21.0	21.0	16.3	PE(X)	59.3	47.5	25.5	21.0	17.6
资产减值准备	4.2	78.5	-	-	-	PB(X)	9.0	7.6	7.0	5.3	4.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	122.1	26.0	-22.5	14.2	21.2
财务费用	-69.8	62.6	35.9	44.8	51.5	P/S	13.4	9.9	5.4	4.3	3.7
投资损失	-158.8	-492.6	-200.0	-200.0	-200.0	EV/EBITDA	127.0	36.1	15.0	12.7	11.0
少数股东损益	-	13.8	464.6	363.4	268.3	CAGR(%)	55.0%	44.2%	62.8%	55.0%	44.2%
营运资金的变动	-260.8	-153.2	-300.5	401.2	-391.1	PEG	1.1	1.1	0.4	0.4	0.4
经营活动产生现金流量	192.2	357.1	964.3	1,775.0	1,113.0	ROIC/WACC	213.0	11.9	8.9	7.2	14.3
投资活动产生现金流量	-1,644.3	-1,956.5	1,007.5	-95.9	128.1	REP	0.4	1.2	1.2	2.6	1.2
融资活动产生现金流量	1,719.4	1,648.0	-2,211.3	44.7	-200.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034