



## 自研发力闲徕并表，助力半年报亮眼业绩

——昆仑万维（300418）2017 年半年报点评

2017 年 7 月 25 日

推荐/维持

昆仑万维

财报点评

|    |                           |                       |
|----|---------------------------|-----------------------|
| 姓名 | 分析师：杨若木                   | 执业证书编号：S1480510120014 |
|    | Email: yangrm@dxzq.net.cn |                       |
| 姓名 | 分析师：洪一                    | 执业证书编号：S1480516110001 |
|    | Email: hongyi@dxzq.net.cn |                       |

### 事件：

昆仑万维发布 2017H1 业绩报告，报告期内公司实现营收 17.37 亿，同比增长 41.73%，归母净利润 3.84 亿，同比增长 57.52%，接近此前预告下限，扣非后净利润为 3.43 亿，同比增长 65.2%；基本每股收益 0.33 元，同比增长 50%。同时公司发布前三季度业绩预告，预计归母净利润盈利 5.7 亿至 7.1 亿，同比增长 15.65% 至 44.05%。

### 财务指标预测：

| 指标        | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 1,789.14 | 2,424.67 | 4,194.82 | 5,090.66 | 6,077.87 |
| 增长率（%）    | -7.50%   | 35.52%   | 73.01%   | 21.36%   | 19.39%   |
| 净利润（百万元）  | 405.29   | 531.50   | 940.90   | 1,139.94 | 1,411.06 |
| 增长率（%）    | 24.18%   | 34.53%   | 74.93%   | 21.94%   | 23.76%   |
| 净资产收益率（%） | 15.12%   | 16.86%   | 22.32%   | 22.46%   | 22.99%   |
| 每股收益(元)   | 0.37     | 0.47     | 0.81     | 0.98     | 1.22     |
| PE        | 56.03    | 44.11    | 25.54    | 21.08    | 17.03    |
| PB        | 8.72     | 7.41     | 5.70     | 4.73     | 3.91     |

### 观点：

- **毛利净利双增长，并表业绩亮眼。** 昆仑万维 2017 年半年报告期内，实现了毛利率和净利率的双增长，原因是在经营方面取得了多项进展。一是**移动游戏业务收入大幅增长**。游戏业务收入 14.97 亿元，同比增长 42.71%，主要原因为公司自研游戏《神魔圣域》和《艾尔战记》取得了较好成绩。而游戏业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%，与公司原来的自研手机游戏流水相比有较大水平的提升，拉动了收入的整体增长。二是**闲徕互娱并表，发挥协同增长效应**，闲徕互娱是中国领先的地方特色休闲竞技游戏研发商和发行商，与昆仑游戏原有的中重度游戏产品形成互补，优化了公司原有的游戏产品结构，丰富了游戏产品线。闲徕互娱 2-6 月并表收入 6.59 亿元，实现净利润 3.22 亿元，平均单月收入为 1.32 亿元，单月净利润贡献 0.64 亿，公司占比 51%股份，每月贡献利润达到 0.33 亿，净利率为 48.86%，且公司手机游戏的毛利率从去年同期的 46.94%大幅提升至

78.38%。闲徕与公司储备的丰富网络游戏发行资源形成明显的协同效应，进一步加强了公司持续盈利的能力。

- **产品和模式双转型，互联网平台效应欲迸发。**公司五大产品矩阵：昆仑游戏、闲徕互娱、1Mobile、Opera、Grindr，均为公司沉淀了庞大的数据库，为公司向数据驱动的平台化发展奠定了坚实基础。从本期报告来看，公司游戏收入 14.97 亿元，其中手机游戏收入 14.52 亿元，占比 97.01%，且继续向移动端快速集中。其中闲徕互娱作为具有熟人社交属性的移动游戏平台，未来还会衍生出更多基于熟人间的商业模式，从而迸发出创新的互联网平台效应。
- **净利润持续增长，未来发展有看点。**公司预计前三季度业绩归母净利润盈利 5.7 亿至 7.1 亿，同比增长 15.65%至 44.05%，净利润的持续增长得益于公司进行的一系列经营、并购和投资活动，未来还将继续布局整体发展。17 年 7 月公司自研游戏《希望：新世界》上线第一天获得台湾地区 IOS 和安卓双平台下载榜第一名的成绩，超过去年同期《神魔圣域》的表现，公司的游戏自研能力继续提高以拉动增长。闲徕互娱一方面继续巩固原有优势省份的市场占有率，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，从而提高整体毛利率。此外，公司基于集团大数据，进行用户系统、广告系统、用户推荐系统等的大数据分析，将更有助于公司进行产品优化、精细化运营和平台流量变现。
- **盈利预测和投资评级：**公司半年报业绩亮眼，考虑到公司游戏主业正处于健康向上状态，研运一体化带动毛利率迅速回升，闲徕棋牌业务市场规模不断扩大，同时包括 Grindr、Opera、1Mobile 在内的平台流量有望和公司游戏内容最大限度发挥协同效应，我们预计公司 2017 年到 2019 年的每股收益为 0.81 元、0.98 元、1.22 元，对应 PE 为 26、21、17 倍，我们给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**棋牌游戏政策监管风险；新手游项目表现不及预期。

**公司盈利预测表**

| 资产负债表    |         |       |       |       |       | 单位: 百万元      |        | 利润表    |        |        | 单位: 百万元 |  |       |       |       |       |       |
|----------|---------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|--|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2015A   | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |              | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E   |  | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产合计   | 1860    | 2062  | 3461  | 4415  | 5584  | 营业收入         | 1789   | 2425   | 4195   | 5091   | 6078    |  |       |       |       |       |       |
| 货币资金     | 1048    | 1076  | 1940  | 2623  | 3494  | 营业成本         | 699    | 1140   | 833    | 1029   | 1246    |  |       |       |       |       |       |
| 应收账款     | 289     | 580   | 1003  | 1218  | 1454  | 营业税金及附加      | 5      | 4      | 7      | 8      | 10      |  |       |       |       |       |       |
| 其他应收款    | 241     | 153   | 265   | 322   | 384   | 营业费用         | 682    | 639    | 1468   | 1782   | 2127    |  |       |       |       |       |       |
| 预付款项     | 211     | 207   | 207   | 207   | 207   | 管理费用         | 231    | 444    | 839    | 967    | 1094    |  |       |       |       |       |       |
| 存货       | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 财务费用         | -75    | 55     | -14    | 23     | 31      |  |       |       |       |       |       |
| 其他流动资产   | 71      | 45    | 45    | 45    | 45    | 资产减值损失       | 4.22   | 78.48  | 78.48  | 78.48  | 78.48   |  |       |       |       |       |       |
| 非流动资产合计  | 2029    | 4244  | 2028  | 2016  | 2006  | 公允价值变动收益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    |  |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资   | 582     | 1327  | 1327  | 1327  | 1327  | 投资净收益        | 158.79 | 492.61 | 0.00   | 0.00   | 0.00    |  |       |       |       |       |       |
| 固定资产     | 25.27   | 25.95 | 23.61 | 21.28 | 18.94 | 营业利润         | 403    | 557    | 984    | 1203   | 1491    |  |       |       |       |       |       |
| 无形资产     | 12      | 36    | 33    | 29    | 26    | 营业外收入        | 14.45  | 13.40  | 13.40  | 13.40  | 13.40   |  |       |       |       |       |       |
| 其他非流动资产  | 142     | 348   | 0     | 0     | 0     | 营业外支出        | 1.04   | 1.37   | 1.37   | 1.37   | 1.37    |  |       |       |       |       |       |
| 资产总计     | 3888    | 6306  | 5489  | 6431  | 7589  | 利润总额         | 416    | 569    | 996    | 1215   | 1503    |  |       |       |       |       |       |
| 流动负债合计   | 1183    | 2383  | 1272  | 1331  | 1397  | 所得税          | 11     | 24     | 42     | 52     | 64      |  |       |       |       |       |       |
| 短期借款     | 248     | 983   | 0     | 0     | 0     | 净利润          | 405    | 545    | 954    | 1163   | 1439    |  |       |       |       |       |       |
| 应付账款     | 327     | 350   | 252   | 312   | 378   | 少数股东损益       | 0      | 14     | 13     | 23     | 28      |  |       |       |       |       |       |
| 预收款项     | 158     | 254   | 254   | 254   | 254   | 归属母公司净利润     | 405    | 531    | 941    | 1140   | 1411    |  |       |       |       |       |       |
| 一年内到期的非  | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | EBITDA       | 353    | 659    | 976    | 1231   | 1527    |  |       |       |       |       |       |
| 非流动负债合计  | 25      | 742   | 22    | 22    | 22    | EPS ( 元 )    | 0.37   | 0.47   | 0.81   | 0.98   | 1.22    |  |       |       |       |       |       |
| 长期借款     | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 主要财务比率       |        |        |        |        |         |  |       |       |       |       |       |
| 应付债券     | 0       | 720   | 0     | 0     | 0     |              | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E   |  |       |       |       |       |       |
| 负债合计     | 1208    | 3125  | 1294  | 1354  | 1419  | 成长能力         |        |        |        |        |         |  |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益   | 0       | 29    | 42    | 65    | 93    | 营业收入增长       | -7.50% | 35.52% | 73.01% | 21.36% | 19.39%  |  |       |       |       |       |       |
| 实收资本 (或股 | 1127    | 1127  | 1159  | 1159  | 1159  | 营业利润增长       | 24.43% | 38.46% | 76.55% | 22.20% | 23.99%  |  |       |       |       |       |       |
| 资本公积     | 873     | 952   | 952   | 952   | 952   | 归属于母公司净利     | 77.03% | 21.15% | 77.03% | 21.15% | 23.78%  |  |       |       |       |       |       |
| 未分配利润    | 903     | 1304  | 1853  | 2518  | 3341  | 获利能力         |        |        |        |        |         |  |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东  | 2680    | 3152  | 4215  | 5075  | 6139  | 毛利率 (%)      | 60.95% | 52.99% | 80.15% | 79.78% | 79.49%  |  |       |       |       |       |       |
| 负债和所有者权  | 3888    | 6306  | 5489  | 6431  | 7589  | 净利率 (%)      | 22.65% | 22.49% | 22.74% | 22.85% | 23.68%  |  |       |       |       |       |       |
| 现金流量表    | 单位: 百万元 |       |       |       |       | 总资产净利润 ( % ) | 10.42  | 8.43%  | 17.14% | 17.73% | 18.59%  |  |       |       |       |       |       |
|          | 2015A   | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE (%)      | 15.12% | 16.86% | 22.32% | 22.46% | 22.99%  |  |       |       |       |       |       |
| 经营活动现金流  | 192     | 357   | 397   | 1065  | 1326  | 偿债能力         |        |        |        |        |         |  |       |       |       |       |       |
| 净利润      | 405     | 545   | 954   | 1163  | 1439  | 资产负债率 (%)    | 31%    | 50%    | 24%    | 21%    | 19%     |  |       |       |       |       |       |
| 折旧摊销     | 25.85   | 46.48 | 0.00  | 2.34  | 2.34  | 流动比率         | 1.57   | 0.87   | 2.72   | 3.32   | 4.00    |  |       |       |       |       |       |
| 财务费用     | -75     | 55    | -14   | 23    | 31    | 速动比率         | 1.57   | 0.87   | 2.72   | 3.32   | 4.00    |  |       |       |       |       |       |
| 应付帐款的变化  | 0       | 0     | -423  | -214  | -236  | 营运能力         |        |        |        |        |         |  |       |       |       |       |       |
| 预收帐款的变化  | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率       | 0.67   | 0.48   | 0.71   | 0.85   | 0.87    |  |       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流  | -1644   | -1957 | 2125  | -78   | -78   | 应收账款周转率      | 7      | 6      | 5      | 5      | 5       |  |       |       |       |       |       |
| 公允价值变动收  | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率      | 6.52   | 7.16   | 13.91  | 18.03  | 17.61   |  |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资减  | 0       | 0     | 1856  | 0     | 0     | 每股指标 (元)     |        |        |        |        |         |  |       |       |       |       |       |
| 投资收益     | 159     | 493   | 0     | 0     | 0     | 每股收益 (最新摊    | 0.37   | 0.47   | 0.81   | 0.98   | 1.22    |  |       |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流  | 1719    | 1648  | -1659 | -303  | -378  | 每股净现金流 (最    | 0.24   | 0.04   | 0.74   | 0.59   | 0.75    |  |       |       |       |       |       |
| 应付债券增加   | 0       | 0     | -720  | 0     | 0     | 每股净资产 (最新    | 2.38   | 2.80   | 3.64   | 4.38   | 5.30    |  |       |       |       |       |       |
| 长期借款增加   | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 估值比率         |        |        |        |        |         |  |       |       |       |       |       |
| 普通股增加    | 917     | 0     | 32    | 0     | 0     | P/E          | 56.03  | 44.11  | 25.54  | 21.08  | 17.03   |  |       |       |       |       |       |
| 资本公积增加   | 710     | 79    | 0     | 0     | 0     | P/B          | 8.72   | 7.41   | 5.70   | 4.73   | 3.91    |  |       |       |       |       |       |
| 现金净增加额   | 267     | 49    | 863   | 683   | 870   | EV/EBITDA    | 63.93  | 36.40  | 22.64  | 17.39  | 13.45   |  |       |       |       |       |       |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注教育、游戏、传媒等领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。