

半年报业绩符合预期，下半年发力自研游戏

强烈推荐 (维持)

2017 年 7 月 24 日

传媒行业

电话: 020-88831179
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001

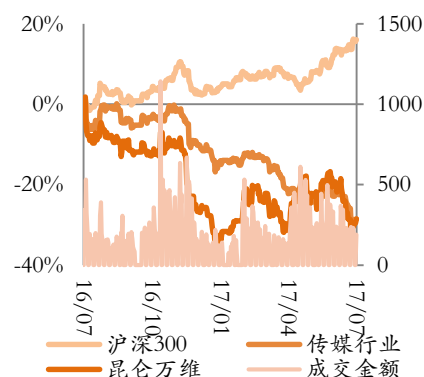
事件:

7 月 24 日，公司半年报显示实现营收 17.37 亿元，同比增长 41.73%；实现归母净利润 3.84 亿元，同比增长 57.52%。同时，Q3 业绩预告显示报告期内归母净利润区间 1.8 亿元—3.25 亿元，增幅区间-25.40%—30.85%，前三季度归母净利润区间 5.7—7.1 亿，同比增长区间 15.65%-44.05%。

核心观点

- 半年报增长符合预期，闲徕并表作贡献：**公司半年报业绩增长主要来自于手游业务。上半年手游业务营收 14.52 亿，总营收占比 83.6%，比去年同期占比增长 4.61%，符合半年报增长预期。上半年手游增长主要原因是《神魔圣域》等自研游戏上线以及闲徕互娱并表。手游毛利率同比增长 66%，主要原因是公司提升自研游戏占比来提高产品毛利率和净利率。同时，公司 Q3 将会上线多款自研产品，有望带动公司业绩的高速增长。
- 闲徕游戏再发展，扩大市场提利润：**2016 年，棋牌类游戏用户规模达到 2.58 亿人，同比增长 5.9%，平均 5 个中国用户就有一个棋牌类游戏用户。闲徕互娱作为“地方特色休闲竞技”游戏的龙头企业，2017 年以来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，以线下熟人推广模式继续扩大市场范围。公司通过闲徕互娱，切入休闲游戏细分领域与昆仑游戏原有的中重度游戏产品形成互补，优化公司游戏产品结构，丰富游戏产品线，扩大公司的市场规模和用户规模，将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%，进一步加强了公司持续盈利的能力。我们认为，随着棋牌行业集中度的提升以及规范化的推进，闲徕有望实现进一步业绩增长。
- 自研产品大爆发，游戏进台展实力：**公司于 7 月 14 日在台湾上线了自研手游《Seal 希望：新世界》，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的好成绩。为下半年自研游戏的表现取得开门红的同时进一步证明了公司的自研能力。借力二次元 IP 和端游强 IP 改编，2017 年下半年计划仍有 4 款自研授权 IP 手游产品以待上线，Q3 上线《BLEACH》、《轩辕剑汉之云》，Q4 上线《洛奇》、《希望 OL》，推进手游业务的加速增长。我们认为，公司雄厚的自主研发能力以及下半年大 IP 手游业务的集中爆发将进一步提升公司的盈利能力。
- 盈利预测与估值：**考虑闲徕互娱并表，我们预计公司 2017-2019 年 归母净利润分别为 9.59、11.60、13.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/1.1/1.18 元，对应当前股价 25.04、20.70、17.52 倍 PE。维持强烈推荐评级。
- 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	-11.1	3.1	6.8
传媒行业	-7.3	-8.0	-16.3
沪深 300	3.3	9.1	11.6

基本资料

总市值(亿元)	240.3
总股本(亿股)	11.6
流通股比例	38.3
资产负债率	49.6
大股东	李琼
大股东持股比例	17.9%

相关报告

- *广证恒生传媒行业-昆仑万维(300418)点评报告：《游戏板块业绩释放，对外投资溢价显著》-20170510
- *广证恒生传媒行业-昆仑万维(300418)点评报告：《闲徕并表驱动业绩增长，手游强化投资亮眼》-20170504

联系人：陆韵如
 邮箱：luyr@gzgzhs.com.cn

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	959.56	1160.70	1371.70
同比(%)	31.14%	80.54%	20.96%	18.18%
毛利率(%)	52.99%	57.29%	58.09%	58.68%
ROE(%)	18.14%	23.70%	21.46%	21.05%
每股收益(元)	0.46	0.83	1.00	1.18
P/E	43.95	25.04	20.70	17.52
P/B	7.27	4.92	4.10	3.38
EV/EBITDA	16.47	18.89	15.15	12.26

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2062	1818	2894	4252	营业收入	2425	4582	5255	6093
现金	1076	1252	2628	4007	营业成本	1140	1957	2203	2518
应收账款	580	374	28	30	营业税金及附加	4	10	11	12
其它应收款	153	142	179	158	营业费用	639	916	1051	1219
预付账款	207	8	6	10	管理费用	444	825	946	1097
存货	0	0	0	0	财务费用	55	12	-29	-49
其他	45	42	53	47	资产减值损失	78	30	33	36
非流动资产	4244	4033	4065	4060	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1327	1327	1327	1327	投资净收益	493	262	284	307
固定资产	26	37	45	65	营业利润	557	1093	1324	1567
无形资产	36	39	43	50	营业外收入	13	13	13	13
其他	2855	2630	2649	2617	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	6306	5852	6959	8312	利润总额	569	1105	1336	1579
流动负债	2383	679	717	731	所得税	24	144	174	205
短期借款	983	5	10	10	净利润	545	962	1163	1374
应付账款	350	350	350	350	少数股东损益	14	2	2	2
其他	1050	324	357	371	归属母公司净利润	531	960	1161	1372
非流动负债	742	257	341	447	EBITDA	718	1207	1416	1637
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.46	0.83	1.00	1.18
其他	742	257	341	447					
负债合计	3125	936	1058	1178	主要财务比率				
少数股东权益	29	31	33	35	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1127	1159	1159	1159	成长能力				
资本公积	952	1490	1490	1490	营业收入增长率	35.5%	89.0%	14.7%	15.9%
留存收益	1395	2236	3219	4450	营业利润增长率	38.5%	96.2%	21.1%	18.3%
归属母公司股东权益	3215	4885	5868	7099	归属于母公司净利润增长率	31.1%	80.5%	21.0%	18.2%
负债和股东权益	6306	5852	6959	8312	获利能力				
					毛利率	53.0%	57.3%	58.1%	58.7%
现金流量表					净利率	22.5%	21.0%	22.1%	22.5%
					ROE	18.1%	23.7%	21.5%	21.0%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	14.0%	19.9%	19.4%	18.7%
经营活动现金流	331	838	1299	1192	偿债能力				
净利润	545	960	1161	1372	资产负债率	49.6%	16.0%	15.2%	14.2%
折旧摊销	106	90	108	107	净负债比率	31.45%	0.53%	0.95%	0.85%
财务费用	55	12	-29	-49	流动比率	0.87	2.68	4.04	5.81
投资损失	-493	-262	-284	-307	速动比率	0.87	2.68	4.04	5.81
营运资金变动	-5	-198	390	95	营运能力				
其它	122	236	-46	-26	总资产周转率	0.48	0.75	0.82	0.80
投资活动现金流	-1957	145	132	161	应收账款周转率	5.58	9.60	26.13	210.09
资本支出	-12	-40	-70	-55	应付账款周转率	3.36	5.59	6.29	7.19
长期投资	1639	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-3584	185	202	216	每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.83	1.00	1.18
筹资活动现金流	1648	-807	-55	25	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.29	0.72	1.12	1.03
短期借款	735	-978	5	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.85	4.21	5.06	6.12
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股股本增加	-0	32	0	0	P/E	43.95	25.04	20.70	17.52
资本公积金增加	79	538	0	0	P/B	7.27	4.92	4.10	3.38
其他	835	-399	-60	25	EV/EBITDA	16.47	18.89	15.15	12.26
现金净增加额	23	176	1376	1379					

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。