

研究所

证券分析师：  
18817875606

邵伟 S0350517070002  
shaow@ghzq.com.cn

## 新游戏四季度持续推出，投资布局迎来硕果

### ——昆仑万维（300418）三季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
昆仑万维	4.1	29.2	5.1
沪深300	3.7	6.4	17.6

#### 市场数据

2017-10-24

当前价格（元）	26.78
52周价格区间（元）	17.87 - 29.32
总市值（百万）	31033.36
流通市值（百万）	12085.61
总股本（万股）	115882.58
流通股（万股）	45129.25
日均成交额（百万）	386.45
近一月换手（%）	102.81

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 事件：

昆仑万维发布三季报显示：2017年前三季度营业收入达到26.73亿元，YoY+44.89%，归母净利润为5.76亿元，YoY+16.88%，扣非后归母净利润为5.29亿元，YoY+16.59%。

#### 投资要点：

- **营业收入增长 44.89%，闲徕并表贡献较大。**上市公司前三季度营业收入主要由自有游戏和闲徕互娱并表贡献，其中自研游戏《希望：新世界》陆续于7月14日登陆繁体市场、9月5日登陆韩国和东南亚市场、10月13日登陆拉美市场，在台湾、泰国市场均获得免费榜第一的好成绩。此外，闲徕互娱业绩表现出色，2-6月份实现净利润3.22亿元，我们观察三季度上市公司整体毛利率持续攀升可见闲徕互娱第三季度业绩相比前几季度有了进一步的提升。
- **后续储备多款游戏预计将密集于Q4上线。**四季度上市公司储备有多款游戏上线，如由昆仑游戏与日本知名游戏厂商KLab株式会社联合开发的《BLEACH 境界》正版授权首款日漫3DMMO手游《BLEACH 境界-魂之觉醒》已于9月28日正式开启公测，预计与年内在大陆地区双平台全面上线；由大宇授权的《轩辕剑之汉之云》预计将于四季度正式对外推出商业化版本。以上新游戏有望为公司四季度业绩提供强大支撑。
- **股权投资收益进入释放期，拟发行创新创业债融资 2.4 亿元。**上市公司前期投资的优质项目正迎来收获期，9月5日公告拟以61390.8万元转让的映客10.2318%股权预计将于四季度确认约5.04亿元投资收益。此外，参股公司趣店于10月18日上市，昆仑万维通过转让趣店部分股份将获得总计约3.45亿元投资收益，且仍持有趣店IPO后不完全稀释的16.86%股权，按趣店90亿美金市值计算持股市值达15.17亿美元，若昆仑万维未来对该部分股权进行变现，有望获得巨额投资收益。另外，公司仍然持有大量价值不菲的互联网龙头公司股权，有望为未来体现更多投资收益。此外，上市公司拟发行创新创业债融资2.4亿元，进一步获得融资支持，未来将具有强劲的资金实力。
- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予“增持”评级。**在四季度多款游戏上线以及部分投资收益确认下，公司2017-2018年有望迎来

业绩大幅增长。由于映客股权交割尚未完成，因此仅考虑今年趣店的投资收益贡献，我们预计 2017-2019 年公司实现归母净利润 11.16/12.19/14.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.96/1.05/1.26 元，对应 10 月 24 日收盘价 PE 分别为 27.8/25.45/21.19 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**趣店持股市值波动风险；游戏上线效果不及预期风险；后续投资项目退出不及预期风险；拟发行创新创业债融资的完成进度存在一定不确定性；政策风险；宏观经济风险等。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2425	3940	5024	6020
增长率(%)	36%	62%	28%	20%
净利润（百万元）	531	1116	1219	1464
增长率(%)	31%	110%	9%	20%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.96	1.05	1.26
ROE(%)	16.71%	23.80%	19.10%	17.40%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 昆仑万维盈利预测表

证券代码:	300418.SZ				股价:	26.78	投资评级:	买入	日期:	2017-10-24
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	17%	24%	19%	17%	EPS	0.47	0.96	1.05	1.26	
毛利率	53%	81%	79%	79%	BVPS	2.80	3.68	4.72	5.98	
期间费率	47%	44%	43%	42%	<b>估值</b>					
销售净利率	22%	28%	24%	24%	P/E	56.78	27.80	25.45	21.19	
<b>成长能力</b>					P/B	9.57	7.28	5.67	4.48	
收入增长率	36%	62%	28%	20%	P/S	12.45	7.88	6.18	5.16	
利润增长率	31%	110%	9%	20%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.38	0.53	0.55	0.53	营业收入	2425	3940	5024	6020	
应收账款周转率	3.31	3.31	3.31	3.31	营业成本	1140	763	1057	1263	
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	营业税金及附加	4	7	8	10	
<b>偿债能力</b>					销售费用	639	946	1206	1445	
资产负债率	50%	36%	31%	26%	管理费用	444	670	854	1023	
流动比	0.87	1.88	2.90	4.01	财务费用	55	101	85	63	
速动比	0.87	1.88	2.90	4.01	其他费用 / (-收入)	414	327	182	182	
					<b>营业利润</b>	<b>557</b>	<b>1781</b>	<b>1996</b>	<b>2397</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	12	3	3	3	
现金及现金等价物	1076	2013	3849	6248	<b>利润总额</b>	<b>569</b>	<b>1784</b>	<b>1999</b>	<b>2400</b>	
应收款项	733	1192	1519	1821	所得税费用	24	268	300	360	
存货净额	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>545</b>	<b>1516</b>	<b>1699</b>	<b>2040</b>	
其他流动资产	252	437	625	681	少数股东损益	14	400	480	576	
<b>流动资产合计</b>	<b>2062</b>	<b>3641</b>	<b>5993</b>	<b>8749</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>531</b>	<b>1116</b>	<b>1219</b>	<b>1464</b>	
固定资产	26	23	21	19						
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	36	36	45	53	<b>经营活动现金流</b>	<b>357</b>	<b>835</b>	<b>1800</b>	<b>2382</b>	
长期股权投资	1327	1215	1215	1215	净利润	545	1516	1699	2040	
<b>资产总计</b>	<b>6306</b>	<b>7371</b>	<b>9194</b>	<b>11342</b>	少数股东权益	14	400	480	576	
短期借款	983	983	983	983	折旧摊销	18	6	6	7	
应付款项	350	42	58	70	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	254	413	527	631	营运资金变动	(219)	(198)	(646)	(473)	
其他流动负债	795	500	500	500	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1957)</b>	<b>514</b>	<b>538</b>	<b>616</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>2383</b>	<b>1938</b>	<b>2068</b>	<b>2184</b>	资本支出	(1)	3	2	2	
长期借款及应付债券	720	720	720	720	长期投资	(746)	112	0	0	
其他长期负债	22	22	22	22	其他	(1210)	399	536	614	
<b>长期负债合计</b>	<b>742</b>	<b>742</b>	<b>742</b>	<b>742</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2536</b>	<b>(6)</b>	<b>(7)</b>	<b>(8)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>3125</b>	<b>2680</b>	<b>2810</b>	<b>2926</b>	债务融资	1455	0	0	0	
股本	1127	1159	1159	1159	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	3181	4691	6384	8416	其它	1081	(6)	(7)	(8)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6306</b>	<b>7371</b>	<b>9194</b>	<b>11342</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>936</b>	<b>1342</b>	<b>2331</b>	<b>2989</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【传媒与互联网组介绍】

邵伟，计算机科学学士，上海财经大学金融硕士，有 1 年资产管理工作经验，2015 年加入国海证券研究所，现为从事传媒、互联网行业研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，1 年资产管理从业经历，目前主要负责传媒与互联网行业研究

## 【分析师承诺】

邵伟，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。