

增资软星，携手打造研运一体体系

——昆仑万维（300418）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

事件：公司全资子公司昆诺天勤拟与天宇资讯、软星国际及北京软星签署《股份认购协议》，同时昆诺天勤拟与软星国际签署《合资合同》。昆诺天勤将以 2.13 亿元的对价认购北京软星全部新增股份。交易完成后，昆诺天勤将持有北京软星 51% 的股权。

核心观点

❖ 软星为仙剑系列游戏研发商

北京软星是天宇资讯股份有限公司在北京设立的全资子公司，于 2000 年正式成立，由仙剑之父姚壮宪任总经理，推出了《仙剑客栈》、《仙剑奇侠传五》、《仙剑奇侠传五前传》、《仙剑奇侠传六》以及《大富翁》系列六至八代等单机产品。目前公司单机项目组正在着力进行最新作《仙剑奇侠传七》（虚幻 4 引擎制作）的研发，大富翁系列最新作《大富翁十》同步研发中。

❖ 天宇将脱离运营窘境，携手昆仑打造研运一体体系

天宇资讯在增资的公告里明确表示，此笔资金将全部用于北京软星（及上海软星）旗下系列品牌产品的研发和运营。我们认为此次增资将使得天宇脱离运营窘境（2017 年 1-9 月营业收入为 3741 万元，净利润为 238 万元，2016 年营业收入为 5812 万元，净利润为 1345 万元），改变过去“外部授权、联合开发”为主的授权模式，结合昆仑万维研发、发行能力与一起打造软星的研运一体体系。

❖ 我们维持昆仑万维「增持」的投资评级基于以下三点

1) 公司游戏业务研运一体模式步入正轨，此次与天宇合作将进一步推进研运一体战略；

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 30.5X、21.0X 和 17.3X；

❖ 风险提示：业绩承诺不达预期；行业竞争加剧；公司整合风险；

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	2425	5311	7646	8586
+/-%	36%	119%	44%	12%
净利润(百万)	531	920	1335	1625
+/-%	31%	73%	45%	22%
EPS(元)	0.46	0.79	1.15	1.40
PE	52.78	30.50	21.02	17.26

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司动态

所属行业 | 文化传播

报告时间 | 2017/11/13

前收盘价 | 23.86 元

公司评级 | 增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

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

风险提示

业绩承诺不达预期；

行业竞争加剧；

我国数字营销行业内公司数量众多，市场竞争激烈，且头部流量基本上被大型互联网公司垄断，面对恶劣的竞争环境，公司中国区 SSP 平台落地可能会受到不利影响。

公司整合风险；

公司收购的标的从事业务领域、工作文化以及工作地点与公司都存在一定差异，未来在整合方面公司可能存在一定挑战。

系统性风险。

盈利预测

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	5145	8372	11596	营业收入	2425	5311	7646	8586
现金	1076	2923	5173	8003	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
其他应收款	153	398	573	644	营业费用	639	1206	1631	1817
预付账款	207	453	652	732	管理费用	444	1013	1393	1621
存货	0	0	0	0	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
非流动资产	4244	2175	1963	1963	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
固定资产	26	15	3	3	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
其他非流动资产	2855	1924	1924	1924	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
流动负债	2383	1766	2193	2271	所得税	24	123	195	237
短期借款	983	983	983	983	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
其他流动负债	1050	0	0	0	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
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.79	1.15	1.40
其他非流动负债	742	17	21	20					
负债合计	3125	1783	2214	2292	主要财务比率				
少数股东权益	29	743	1992	3513	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1127	1159	1159	1159	成长能力				
资本公积	952	1502	1502	1502	营业收入	35.5%	119.0%	44.0%	12.3%
留存收益	1395	2134	3468	5094	营业利润	38.5%	215.2%	58.2%	21.7%
归属母公司股东权益	3152	4795	6129	7755	归属于母公司净利润	31.1%	73.1%	45.1%	21.8%
负债和股东权益	6306	7320	10336	13559	获利能力				
					毛利率(%)	53.0%	74.7%	74.7%	77.1%
					净利率(%)	4.6%	21.9%	17.3%	17.5%
					ROE(%)	16.9%	19.2%	21.8%	21.0%
						133.9		115.3	
					ROIC(%)	%	99.9%	%	119.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.6%	24.4%	21.4%	16.9%
						31.45		44.39	
					净负债比率(%)	%	55.14%	%	42.89%
					流动比率	0.87	2.91	3.82	5.11
					速动比率	0.87	2.91	3.82	5.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.78	0.87	0.72
					应收账款周转率	5	5	5	4
					应付账款周转率	3.36	2.37	1.94	1.57
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.79	1.15	1.40
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.18	1.69	2.27
					每股净资产(最新摊薄)	2.72	4.14	5.29	6.69
					估值比率				
					P/E	52.78	30.50	21.02	17.26
					P/B	8.90	5.85	4.58	3.62
					EV/EBITDA	35	14	9	8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	357	204	1956	2630
净利润	545	1634	2584	3146
折旧摊销	106	11	11	0
财务费用	55	-9	-94	-199
投资损失	-493	0	0	0
营运资金变动	-5	-1704	-550	-315
其他经营现金流	148	272	5	-1
	-			
投资活动现金流	1957	1706	200	0
资本支出	12	0	0	0
长期投资	1639	-1127	-200	0
其他投资现金流	-306	579	0	0
筹资活动现金流	1648	-63	94	199
短期借款	735	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-0	32	0	0
资本公积增加	79	550	0	0
其他筹资现金流	835	-646	94	199
现金净增加额	62	1847	2250	2830

分析师声明

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。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。

行业公司评级

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。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

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。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

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，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、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的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001