

日期: 2017年12月14日

行业: 互联网及相关服务



地方棋牌+互联网投资带动业绩爆发

分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理: 胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

基本数据 (截止 2017 年 12 月 13 日)

报告日股价 (元)	22.85
12mth A 股价格区间 (元)	17.95/29.32
总股本 (百万股)	1151.90
无限售 A 股/总股本	60.83%
流通市值 (亿元)	103.12
每股净资产 (元)	3.57

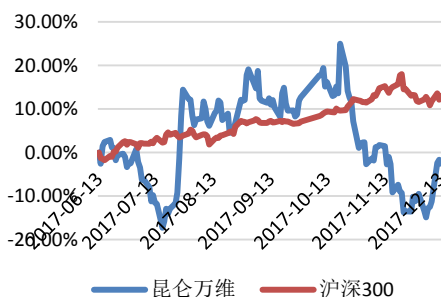
主要股东 (2017Q3)

李琼	17.90%
北京盈瑞世纪软件研发中心 (有限合伙)	17.29%
周亚辉	16.27%

收入结构 (2017H1)

手机游戏	83.60%
其他互联网产品	12.71%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

1、公司发布 2017 年业绩预告,预计公司全年归母净利润达 10.4 亿元-11.95 亿元,同比增长 95.67%-124.84%;其中 Q4 预计实现净利润 4.63 亿元-6.18 亿元,业绩大幅增长。增长主要系趣店上市确认部分投资收益以及各项主营业务保持稳定增长。扣除 3.45 亿元投资收益影响, Q4 扣非净利润预计为 1.18 亿元-2.73 亿元,同比增长 203%-600%。

2、2017年12月12日,香港万维与GX Music Limited签署了《股份回购协议》,根据股份回购协议,香港万维通过此次退出预期可获得投资收益23,443,707.07美元(约为155,084,811.01元人民币)。

■ 事项点评

地方棋牌成为业绩高增长主要推动力

公司手机棋牌游戏收入来源于今年2月新增并表的闲徕互娱,闲徕互娱通过机制创新变传统金币模式为房卡模式,迎合了了熟人棋牌游戏的社交需求,带动地方棋牌游戏市场大幅增长。根据公司中报,闲徕互娱上半年实现收入6.58亿元,较去年下半年(7月-11月)环比增长74.54%;闲徕互娱上半年实现净利润3.22亿元,单月贡献利润0.64亿元。根据少数股东权益推算,截至Q3,闲徕互娱实现净利润已接近6亿,业绩继续保持高增速。

转型研运一体, 增资软星增强研发实力

公司的游戏业务原先以代理为主。近年来,随着公司主要代理运营的 Supercell 旗下游戏产品流水接连下滑,公司将业务重心逐渐转移到自研自运的游戏产品。公司研发的新游戏《Seal: 新世界》于7月率先在台湾地区上线,上线即获得台湾地区 App Store 和 Google Play 双平台下载榜第一名的好成绩。随后,游戏陆续在港澳、东南亚、拉美等地区相继上线,整体表现良好。此外,公司拟以 2.13 亿元的对价认购北京软星全部新增股份。交易完成后,公司将持有北京软星 51% 的股权。北京软星系台湾大宇资讯的全资子公司,是《仙剑奇侠传》系列、《轩辕剑》系列及《大富翁》系列等知名单机 PC 游戏的研发商。公司最新作《仙剑奇侠传 7》及《大富翁 10》正在锐意研发中。我们同样看好北京软星旗下作品手游化后的表现,相关游戏 IP 有望取得类似于“端转手”的良好效果。近期,由软星授权,畅游运营的《仙剑奇侠传 5 手游》上线即冲至 iOS 畅销榜 Top5,并连续数月保持在畅销榜 Top20,展现了“仙剑”IP 具备巨大的用户号召力。由软星及昆仑两家公司联手打造的《轩辕剑汉之云手游》预计将于年底上线。

布局互联网新兴领域，投资收益值得期待

中报显示，公司持有可供出售金融资产 18.71 亿元，长期股权投资 13.21 亿元，除了已经部分兑现的趣店外，预计 2018 年可实现投资收益的项目包括：1、香港万维出资 2,000 万美元与光信投资成立投资基金 GX Music Limited（持股比例 80%）。投资基金定向投资于音乐及短视频平台 Musical.ly Inc。现因被投公司被今日头条全资收购，投资基金 GX Music Limited 通过出售股份完成退出。香港万维计划同时退出相应基金，通过此次退出预期可获得投资收益约 1.55 亿元。2、公司拟出售持有的北京蜜莱坞网络科技有限公司（即“映客”）股份，预计可能获得的投资收益 5.03 亿元人民币。

■ 盈利预测与估值

假设映客、Musical.ly.Inc 所产生的投资收益如期于 2018 年兑现的情况下，预测公司 2017-2019 年归属于母公司股东净利润分别为 11.08 亿元、16.39 亿元和 18.40 亿元，每股 EPS 分别为 0.96、1.42 和 1.60 元，对应 PE 为 23.75、16.06、14.31 倍，公司估值在板块内处于较低水平，给予“增持”评级。

■ 风险提示

新游戏产品市场表现不及预期；地方棋牌监管&竞争进一步加剧；境外市场经营风险

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2424.67	3958.72	5208.98	6343.06
年增长率	35.52%	63.27%	31.58%	21.77%
归母净利润	531.50	1108.06	1638.70	1839.84
年增长率	31.14%	108.48%	47.89%	12.27%
每股收益(元)	0.46	0.96	1.42	1.60
PE	49.52	23.75	16.06	14.31

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	908.40	1,336.48	3,432.35	5,317.70
应收和预付款项	939.96	1,440.11	1,690.32	2,120.78
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	45.43	45.43	45.43	45.43
流动资产合计	1,893.79	2,822.02	5,168.09	7,483.91
长期股权投资	1,327.32	1,327.32	1,327.32	1,327.32
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	25.95	(13.27)	(52.49)	(91.71)
无形资产和开发支出	614.88	600.37	585.86	578.54
其他非流动资产	2,271.49	2,237.47	2,203.46	2,203.46
非流动资产合计	4,239.64	4,151.89	4,064.14	4,017.60
资产总计	6,133.42	6,973.91	9,232.23	11,501.51
短期借款	982.90	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1,249.84	1,332.71	1,655.66	1,700.91
长期借款	719.64	719.64	719.64	719.64
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2,952.39	2,052.35	2,375.30	2,420.55
股本	1,126.87	1,151.90	1,151.90	1,151.90
资本公积	693.09	1,106.21	1,106.21	1,106.21
留存收益	1,332.08	2,193.44	3,467.31	4,897.54
少数股东权益	29.01	470.01	1,131.51	1,925.31
股东权益合计	3,181.04	4,921.56	6,856.93	9,080.96
负债和股东权益总计	6,133.42	6,973.91	9,232.23	11,501.51

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	360.58	919.05	1,806.93	1,778.46
投资活动现金流	(1,956.53)	355.39	668.39	508.73
融资活动现金流	1,648.00	(846.36)	(379.46)	(401.84)
净现金流	65.75	428.09	2,095.87	1,885.35

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,424.67	3,958.72	5,208.98	6,343.06
营业成本	1,139.91	869.94	1,141.05	1,387.12
营业税金及附加	4.04	6.60	8.69	10.58
营业费用	638.90	950.09	1,250.16	1,458.90
管理费用	443.52	633.40	833.44	951.46
财务费用	55.05	60.57	22.06	1.28
资产减值损失	78.48	33.81	33.81	33.81
投资收益	492.61	345.00	658.00	498.33
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	557.37	1,749.31	2,577.78	2,998.23
营业外收支净额	12.02	12.23	12.23	12.23
利润总额	569.39	1,761.54	2,590.00	3,010.46
所得税	24.14	212.48	289.80	376.82
净利润	545.25	1,549.06	2,300.20	2,633.64
少数股东损益	13.75	441.00	661.50	793.80
归属母公司股东净利润	531.50	1,108.06	1,638.70	1,839.84

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	35.52%	63.27%	31.58%	21.77%
EBIT 增长率	51.90%	192.51%	43.39%	15.28%
净利润增长率	34.53%	184.10%	48.49%	14.50%
毛利率	52.99%	78.02%	78.09%	78.13%
EBIT/总收入	51.90%	192.51%	43.39%	15.28%
净利润率	34.53%	184.10%	48.49%	14.50%
资产负债率	48.14%	29.43%	25.73%	21.05%
流动比率	0.85	2.12	3.12	4.40
净资产收益率 (ROE)	16.86%	24.89%	28.62%	25.71%
投入资本回报率 (ROIC)	66.15%	73.96%	92.51%	111.80%
应收账款周转率	4.18	4.72	5.07	5.10

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。