投资评级 优于大市 维持

新品储备丰富，海外市场表现优异

股票数据

08 月 26 日收盘价(元)	20.54
52 周股价波动（元）	13.48-32.30
总股本/流通 A 股（百万股）	916/690
总市值/流通市值（百万元）	18811/14166

相关研究

《三季度归母净利高增长，期待后续自研产品表现》2019.10.24

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	2.3	-17.3	18.7
相对涨幅（%）	-3.4	-32.3	-5.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:郝艳辉
Tel:(010)58067906
Email:hyh11052@htsec.com
证书:S0850516070004

分析师:毛云聪
Tel:(010)58067907
Email:myc11153@htsec.com
证书:S0850518080001

分析师:孙小雯
Tel:(021)23154120
Email:sxw10268@htsec.com
证书:S0850517080001

分析师:陈星光
Tel:(021)23219104
Email:cxg11774@htsec.com
证书:S0850519070002

投资要点:

- **上半年整体业绩表现优异，移动游戏业务是主要驱动力。**20H1 公司实现营业收入 25.17 亿元，同比增长 45.49%；实现归母净利润 4.95 亿元，同比增长 21.54%；实现扣非归母净利润 3.51 亿元，同比增长 10.89%。其中移动游戏业务的高增长是业绩增长的主要驱动力。单季度来看，20Q2 公司实现营业收入 13.05 亿元，同比增长 45.53%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比下降 43.79%；实现扣非归母经利润 6825.36 万元，同比下降 52.87%。

- **代理顶级 IP“荒野乱斗”，强化卡牌产品矩阵。**20H1 移动游戏实现营业收入 20.35 亿元，占营收比重 80.86%，同比增长 65.27%，远超行业平均增速。自研产品方面，上半年公司在国内市场推出自研二次元手游《山海镜花》，上线首月获得超过 800 万次下载，并推出相关周边产品。代理产品方面，公司代理顶级研发商 supercell 的实时竞技手游《荒野乱斗》，该两款游戏短时期内带来数千万级的用户新增，积累良好用户口碑，深刻积累了 IP 推广经验。卡牌产品方面，6 月 16 日“少年节”当天，公司推出《少年三国志》热血“重制版”并开启《少年三国志：零》的不计费删档测试，上半年自研卡牌产品流水合计超 20 亿元，占总流水比重 50%，我们认为“少年”系列卡牌新作有望进一步构筑品类护城河，强化卡牌产品矩阵。南派三叔正版授权的 MMO 手游《新盗墓笔记》也将推入市场。面对 5G 云时代，公司与华为云合作，推出“游族云游戏平台”，上线 8 款手游即点即玩。

- **亚太市场表现良好，产品储备丰富。**20H1 公司海外市场实现营收 12.29 亿元，占比 48.84%，同比增长 21.76%。据中报援引 Sensor Tower 显示，公司 2020 年连续七个月跻身中国手游发行商全球收入 Top10。日本市场方面，上半年公司推出代理 MMORPG 手游《塞尔之光》及自研卡牌手游《少年三国志 2》，上线后获得当地 Google Play 和 App Store 推荐，并取得畅销榜 Top30 和 Top20 的成绩，7 月公司推出日本市场定制二次元卡牌手游《Red: Pride of Eden》。据中报援引 Sensor Tower 显示，7 月公司获得日本手游发行商排名第 15 位。韩国市场方面，2 月公司推出代理 MMORPG 手游《新神魔大陆》，上线后即登上畅销榜 Top10，6 月公司上线自研卡牌手游《少年三国志 2》，稳居畅销榜 Top15。据中报援引 Sensor Tower 数据显示，公司 6 月成为韩国市场 Top15 发行商。公司于 2019 年上线的《圣斗士星矢：觉醒》继续在欧洲、拉美等地区保持良好表现。此外，公司于 7 月 21 日在亚太全区推出手游《权力的游戏 凛冬将至》，产品上线首周即取得港澳台畅销榜 Top10、韩国畅销榜 Top20 的成绩。公司后续将针对欧美市场推出 SLG 手游《战火与永恒》，预计年内上线。我们认为公司在日韩市场表现优异，未来积极拓展欧美市场，公司海外收入有望保持高速增长。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3581	3221	4940	5773	6755
(+/-)YoY(%)	10.7%	-10.1%	53.4%	16.9%	17.0%
净利润(百万元)	1009	257	1020	1226	1479
(+/-)YoY(%)	53.9%	-74.6%	297.5%	20.2%	20.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.10	0.28	1.11	1.34	1.62
毛利率(%)	56.1%	30.9%	43.4%	43.3%	43.2%
净资产收益率(%)	22.4%	5.2%	17.5%	18.1%	18.5%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测与估值分析。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.11 元、1.34 元和 1.62 元。参考同行业公司，1）我们给予公司 2020 年 20 倍-23 倍动态 PE 估值，对应合理价值区间为 22.2-25.53 元，2）我们给予公司 2020 年 4-4.5 倍的动态 PS，对应合理价值区间为 21.58-24.27 元/股，综上，我们给予公司 2020 年合理价值区间 21.58-25.53 元，维持优于大市评级。

表 1 可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	股价（元/股）	EPS（元/股）			PE（倍）		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
三七互娱	002555	45.28	1.00	1.31	1.56	45	34	29
完美世界	002624	37.40	1.16	1.23	1.47	32	30	25
平均						39	32	27

注：对应 2020 年 8 月 26 日收盘价
资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 可比公司盈利预测及估值表（PS 估值法）

简称	代码	股价（元/股）	每股销售额（元/股）			PS（倍）		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
三七互娱	002555	45.28	6.26	7.93	9.44	7.2	5.7	4.8
完美世界	002624	37.40	4.14	5.32	6.17	9.0	7.0	6.1
平均			5.20	6.63	7.81	8.1	6.4	5.4

注：对应为 2020 年 8 月 26 日收盘价
资料来源：wind 一致预期，海通证券研究所

盈利预测假设。1）受疫情影响，娱乐需求旺盛，国内国外游戏市场增速较快，公司产品储备丰富，预计公司移动游戏收入保持较高增速。2）移动游戏毛利率稳步提升，网页游戏毛利率维持稳定，预计公司整体毛利率保持稳定。

表 3 公司各分项收入、成本预测（亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
收入	32.21	49.40	57.73	67.55	**毛利**	9.94	21.44	24.99	29.16
移动游戏	22.52	38.28	45.56	54.21	移动游戏	5.10	15.86	18.87	22.46
网页游戏	8.81	10.57	11.63	12.79	网页游戏	4.42	5.31	5.84	6.43
其他业务	0.88	0.54	0.54	0.54	其他业务	0.42	0.27	0.27	0.27
成本	22.27	27.95	32.74	38.39	**毛利率（%）**	30.86	43.41	43.28	43.16
移动游戏	17.42	22.43	26.69	31.76	移动游戏	22.64	41.42	41.42	41.42
网页游戏	4.39	5.26	5.79	6.36	网页游戏	50.25	50.25	50.25	50.25
其他业务	0.46	0.27	0.27	0.27	其他业务	47.73	50.32	50.32	50.32

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

风险提示：行业竞争加剧风险，政策风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.28	1.11	1.34	1.62
每股净资产	5.40	6.35	7.40	8.73
每股经营现金流	0.60	0.75	1.15	1.34
每股股利	0.00	0.19	0.29	0.29
价值评估（倍）				
P/E	73.33	18.45	15.34	12.71
P/B	3.80	3.23	2.78	2.35
P/S	5.67	3.81	3.26	2.78
EV/EBITDA	199.17	35.29	30.62	25.64
股息率%	**0.0%**	**0.9%**	**1.4%**	**1.4%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	30.9%	43.4%	43.3%	43.2%
净利润率	8.0%	20.6%	21.2%	21.9%
净资产收益率	5.2%	17.5%	18.1%	18.5%
资产回报率	2.9%	10.3%	11.1%	12.4%
投资回报率	-2.1%	7.9%	8.1%	8.8%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-10.1%	53.4%	16.9%	17.0%
EBIT 增长率	-114.6%	509.3%	15.3%	15.5%
净利润增长率	-74.6%	297.5%	20.2%	20.7%
偿债能力指标				
资产负债率	44.6%	41.1%	38.9%	33.3%
流动比率	1.15	1.46	1.69	2.18
速动比率	1.01	1.29	1.51	1.94
现金比率	0.53	0.66	0.85	1.12
经营效率指标				
应收帐款周转天数	87.56	87.56	87.56	87.56
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.36	0.50	0.52	0.56
固定资产周转率	4.61	7.07	8.36	9.84

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**3221**	**4940**	**5773**	**6755**
营业成本	2227	2795	3274	3839
毛利率%	30.9%	43.4%	43.3%	43.2%
营业税金及附加	19	30	35	41
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	337	517	604	707
营业费用率%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用	428	657	768	899
管理费用率%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
EBIT	-110	451	520	600
财务费用	86	128	121	104
财务费用率%	2.7%	2.6%	2.1%	1.5%
资产减值损失	-12	-1	0	-1
投资收益	137	210	246	287
营业利润	**166**	**656**	**788**	**951**
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	**165**	**656**	**788**	**951**
EBITDA	112	563	626	708
所得税	-91	-363	-437	-527
有效所得税率%	-55.4%	-55.4%	-55.4%	-55.4%
少数股东损益	0	0	-1	-1
归属母公司所有者净利润	**257**	**1020**	**1226**	**1479**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	257	1020	1226	1479
少数股东损益	0	0	-1	-1
非现金支出	334	113	106	109
非经营收益	-396	-64	-101	-152
营运资金变动	356	-383	-179	-211
经营活动现金流	**550**	**685**	**1052**	**1224**
资产	-642	-39	-184	-111
投资	-502	0	0	0
其他	17	210	246	287
投资活动现金流	**-1126**	**171**	**62**	**176**
债权募资	4205	-138	97	-499
股权募资	0	27	0	0
其他	-3001	-324	-412	-401
融资活动现金流	**1204**	**-435**	**-314**	**-900**
现金净流量	**645**	**421**	**800**	**500**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1579	2000	2800	3300
应收账款及应收票据	773	1185	1385	1620
存货	0	0	0	0
其它流动资产	1048	1237	1365	1516
流动资产合计	3400	4422	5550	6436
长期股权投资	733	733	733	733
固定资产	699	699	691	687
在建工程	0	0	0	0
无形资产	317	352	388	423
非流动资产合计	5526	5453	5530	5533
资产总计	**8926**	**9874**	**11080**	**11970**
短期借款	2247	2109	2206	1707
应付票据及应付账款	268	336	394	462
预收账款	128	196	229	268
其它流动负债	309	391	449	519
流动负债合计	2952	3032	3278	2956
长期借款	10	10	10	10
其它长期负债	1018	1018	1018	1018
非流动负债合计	1028	1028	1028	1028
负债总计	**3980**	**4060**	**4306**	**3984**
实收资本	888	916	916	916
归属于母公司所有者权益	4949	5818	6778	7991
少数股东权益	-3	-3	-4	-5
负债和所有者权益合计	**8926**	**9874**	**11080**	**11970**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 26 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郝艳辉　　互联网及传媒
毛云聪　　互联网及传媒
孙小雯　　互联网及传媒
陈星光　　互联网及传媒

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　光线传媒,平治信息,掌阅科技,芒果超媒,顺网科技,中南传媒,城市传媒,完美世界,华策影视,世纪华通,豆神教育,星辉娱乐,中信出版,浙数文化,游族网络,吉比特,掌趣科技,昆仑万维,中国电影,新媒股份,金科文化,中文传媒,姚记科技,北京文化,新经典,当代文体,阿里巴巴-SW,三七互娱,慈文传媒,猫眼娱乐

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；
2. 市场基准指数的比较标准：
A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类　别	评　级	说　明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。