

投资评级 优于大市 维持

## Q2 收入利润快速增长，业绩拐点有望持续

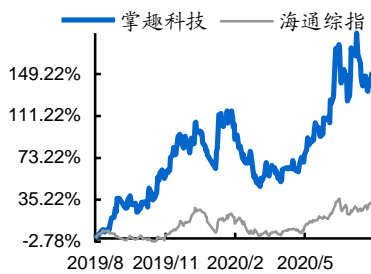
### 股票数据

08月28日收盘价(元)	9.12
52周股价波动(元)	3.45-10.08
总股本/流通A股(百万股)	2757/2632
总市值/流通市值(百万元)	25148/24006

### 相关研究

《期待2020年新产品周期》2020.04.30  
《专注研发与技术，沉淀后再出发》  
2019.10.29  
《腾讯入股加强战略合作，平台加持有望带动手游积极表现》2017.06.21

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.8	25.5	55.1
相对涨幅(%)	-0.2	8.4	29.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

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:

- 事件:** 公司上半年实现收入 9.26 亿元 (+33%)，实现归母净利润 4.43 亿元 (+110%)，主要受公允价值变动以及投资收益的正向影响较大；扣非归母净利润 2.69 亿元 (+10%)；单 Q2 实现收入 5.17 亿元 (yoy+52%, qoq+26%)，实现归母净利润 3.49 亿元 (yoy+1388%, qoq+271%)，实现扣非归母净利润 1.8 亿元 (yoy+93%, qoq+102%)，单 Q2 经营性收入和利润实现快速增长。
- 上半年核心产品《一拳超人》表现出色，未来重点产品持续推进中。** 公司上半年多款游戏表现良好，其中《一拳超人：最强之男》营收业绩突出，该产品于 1 月上线港澳台地区并持续多时位于港澳台地区 APP Store 及 Google play 榜单前列；于 6 月上线东南亚地区，并一举登上新加坡、马来西亚、泰国、菲律宾等国 Google Play 下载榜及 App Store 下载榜第一。2020 年 8 月，公司自研自发自发产品《真红之刃》上线，对公司业绩贡献有待逐步体现。公司重点产品《全民奇迹 2》、《黑暗之潮》、《街霸：对决》等正在稳步推进。上半年公司游戏平台无新增运营产品，截止上半年在线运营产品共 23 款。
- 公司披露前 5 大游戏占收入比例达 81%。** 公司前 5 大游戏上半年实现收入分别为 3.58 亿/1.77 亿/1.41 亿/0.35 亿/0.33 亿元，占上半年整体收入比例为 38.8%/19.2%/15.3%/3.8%/3.5%，游戏收入结构相对多元；从单个游戏的营销费用占整体营销费用的比例来看，第一大游戏占比达 77.6%，可见该产品上半年正处于快速推广阶段，费用占比相对较高，我们推断为《一拳超人》，其余老产品费用占比都相对较低；从上半年整体流水来看，第一大游戏 Q1/Q2 实现流水分别为 3.4 亿和 2.1 亿元，可推算上半年月均流水在 0.92 亿元左右。
- 积极推进长效激励机制的建立和实施。** 19 年 2 月，公司推行实施了首次回购股份方案并已于 2020 年 2 月届满，所回购股份将全部用于实施股权激励或员工持股计划。今年 6 月，公司推出第二次回购股份方案，使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购总金额为 1-2 亿元，回购价格不超过 8.61 元/股，回购股份将全部用于实施员工持股计划或者股权激励。
- 盈利预测与估值分析:** 1) 我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.26 元、0.44 元和 0.55 元。参考同行业可比公司 21 年 PE，给予公司 21 年 22-26 倍 PE，对应价值区间 9.68-11.44 元；2) 我们预计公司 20-22 年 SPS 分别为 0.78 元、1.23 元和 1.53 元，参考同行业可比公司 21 年 PS，给予公司 21 年 7.7-8.5 倍 PS，对应价值区间 9.47-10.46 元。综合考虑，我们给予公司 2021 年合理价值区间 9.47-11.44 元，维持优于大市评级。
- 风险提示:** 新游戏上线延期、新游戏表现不及预期、商誉减值。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1970	1617	2149	3405	4227
(+/-)YoY(%)	11.4%	-17.9%	32.9%	58.5%	24.2%
净利润(百万元)	-3150	364	705	1207	1503
(+/-)YoY(%)	-1293.6%	111.5%	94.0%	71.2%	24.5%
全面摊薄 EPS(元)	-1.14	0.13	0.26	0.44	0.55
毛利率(%)	61.3%	56.1%	74.8%	79.1%	79.2%
净资产收益率(%)	-61.4%	6.6%	11.6%	16.7%	18.1%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**表 1 可比公司 EPS 及估值表**

简称	代码	最新收盘价 (元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
完美世界	002624.SZ	37.82	1.23	1.47	1.70	31	26	22
三七互娱	002555.SZ	47.60	1.31	1.56	1.82	36	31	26
吉比特	603444.SH	646.00	16.05	19.62	22.63	40	33	29
			平均值			36	30	26

注：对应为 2020 年 8 月 28 日收盘价  
 资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

**表 2 可比公司 SPS 及估值表**

简称	代码	最新收盘价 (元)	每股销售额(元/股)			市销率(倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
完美世界	002624.SZ	37.82	5.32	6.17	7.04	7.10	6.13	5.37
三七互娱	002555.SZ	47.60	7.93	9.44	10.98	6.00	5.04	4.33
吉比特	603444.SH	646.00	39.09	48.25	55.67	16.53	13.39	11.60
			平均值			9.88	8.19	7.10

注：对应为 2020 年 8 月 28 日收盘价  
 资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

**表 3 公司业务分项收入预测与假设(百万元)**

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1617</b>	<b>2149</b>	<b>3405</b>	<b>4227</b>	<b>毛利</b>	<b>893</b>	<b>1607</b>	<b>2694</b>	<b>3349</b>
移动游戏	1493	2042	3307	4134	移动游戏	797	1526	2620	3278
网页游戏	118	100	90	86	网页游戏	94	78	71	68
其他业务	6	7	8	8	其他业务	2	3	3	3
<b>营业成本</b>	<b>724</b>	<b>542</b>	<b>711</b>	<b>878</b>	<b>毛利率(%)</b>	<b>56.10%</b>	<b>74.78%</b>	<b>79.12%</b>	<b>79.23%</b>
移动游戏	696	516	687	856	移动游戏	53.38%	74.73%	79.22%	79.30%
网页游戏	24	22	19	17	网页游戏	79.79%	78.19%	78.98%	79.77%
其他业务	4	4	5	5	其他业务	35.62%	39.18%	41.14%	41.18%

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：公司 2019 年末披露网页游戏与其他业务毛利率相关数据，2019-2022 年为我们预计

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1617</b>	<b>2149</b>	<b>3405</b>	<b>4227</b>
每股收益	0.13	0.26	0.44	0.55	营业成本	710	542	711	878
每股净资产	2.01	2.21	2.63	3.01	毛利率%	56.1%	74.8%	79.1%	79.2%
每股经营现金流	0.19	0.17	0.43	0.53	营业税金及附加	4	7	11	13
每股股利	0.00	0.07	0.15	0.18	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	38	494	511	676
P/E	63.40	32.69	19.09	15.34	营业费用率%	2.3%	23.0%	15.0%	16.0%
P/B	4.15	3.79	3.18	2.78	管理费用	118	140	231	283
P/S	14.26	10.73	6.77	5.45	管理费用率%	7.3%	6.5%	6.8%	6.7%
EV/EBITDA	30.11	42.67	17.08	13.40	EBIT	367	461	1142	1384
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.2%</b>	财务费用	-30	-19	-27	-39
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.8%	-0.9%	-0.8%	-0.9%
毛利率	56.1%	74.8%	79.1%	79.2%	资产减值损失	81	-1	0	0
净利润率	22.5%	32.8%	35.5%	35.6%	投资收益	121	55	80	80
净资产收益率	6.6%	11.6%	16.7%	18.1%	<b>营业利润</b>	<b>366</b>	<b>700</b>	<b>1199</b>	<b>1492</b>
资产回报率	6.1%	10.8%	15.4%	16.7%	营业外收支	-5	0	0	0
投资回报率	9.5%	11.0%	28.1%	35.1%	<b>利润总额</b>	<b>361</b>	<b>700</b>	<b>1199</b>	<b>1492</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	509	492	1155	1391
营业收入增长率	-17.9%	32.9%	58.5%	24.2%	所得税	1	2	3	4
EBIT 增长率	-34.6%	25.4%	147.9%	21.2%	有效所得税率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
净利润增长率	111.5%	94.0%	71.2%	24.5%	少数股东损益	-4	-7	-12	-15
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>364</b>	<b>705</b>	<b>1207</b>	<b>1503</b>
资产负债率	7.4%	7.3%	7.8%	8.2%					
流动比率	5.1	6.2	7.1	7.5	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	4.8	6.0	6.9	7.3	货币资金	1682	2042	3321	4411
现金比率	4.5	5.0	6.1	6.5	应收账款及应收票据	81	200	304	383
<b>经营效率指标</b>					存货	0	0	0	0
应收账款周转天数	29.8	34.0	32.6	33.0	其它流动资产	137	275	250	263
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产合计	1901	2516	3875	5056
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	长期股权投资	1189	1189	1189	1189
固定资产周转率	59.0	137.5	632.7	2844.7	固定资产	22	9	1	2
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	70	75	67	62
					非流动资产合计	4087	4037	3953	3941
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5987</b>	<b>6553</b>	<b>7827</b>	<b>8997</b>
净利润	364	705	1207	1503	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-4	-7	-12	-15	应付票据及应付账款	124	108	150	185
非现金支出	237	31	13	7	预收账款	41	50	85	103
非经营收益	-38	-195	-30	-60	其它流动负债	210	247	308	387
营运资金变动	-44	-76	0	20	流动负债合计	375	405	543	675
<b>经营活动现金流</b>	<b>515</b>	<b>458</b>	<b>1178</b>	<b>1455</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-53	-47	12	-5	其它长期负债	66	75	65	65
投资	96	-70	20	-70	非流动负债合计	66	75	65	65
其他	68	191	120	160	<b>负债总计</b>	<b>440</b>	<b>480</b>	<b>609</b>	<b>740</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>111</b>	<b>74</b>	<b>152</b>	<b>85</b>	实收资本	2757	2757	2757	2757
债权募资	-24	0	0	0	归属于母公司所有者权益	5548	6081	7238	8291
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-1	-8	-20	-35
其他	-177	-172	-50	-450	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5987</b>	<b>6553</b>	<b>7827</b>	<b>8997</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-201</b>	<b>-172</b>	<b>-50</b>	<b>-450</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>425</b>	<b>359</b>	<b>1280</b>	<b>1090</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 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

毛云聪 互联网及传媒  
 郝艳辉 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,星河娱乐,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,姚记科技,中文传媒,北京文化,新经典,当代文体,三七互娱,慈文传媒,猫眼娱乐,宝通科技

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。