



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 2018 年 5 月 2 日）

报告日股价（元）	13.54
12mth A 股价格区间（元）	13.40-27.19
总股本（亿股）	21.48
无限售 A 股/总股本	54%
流通市值（亿元）	157.32
每股净资产（元）	3.27
PBR（X）	4.15

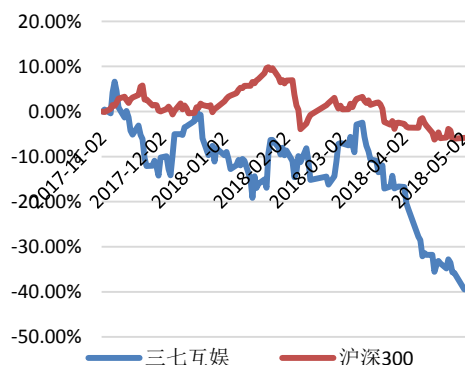
## 主要股东（2018Q1）

李卫伟	18.79%
曾开天	17.19%
吴绪顺	8.10%
吴卫红	7.83%
吴卫东	7.76%

## 收入结构（2017Y）

网络游戏	90.95%
汽车零部件	9.05%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期：2017 年 4 月 27 日

## 一季报略低于预期，期待细分领域再突围

## ■ 公司动态事项

- 1、公司公布了2017年年报。报告期内公司实现营收61.89亿元，同比增长17.93%；实现归母净利润16.21亿元，同比增长51.54%。公司公布2017年分红预案：拟10派1元。
- 2、公司公布了2018年一季报。报告期内公司实现营收16.61亿元，同比增长2.62%；实现归母净利润4.10亿元，同比减少5.30%。
- 3、5月2日，公司补充披露大股东吴氏家族未来6个月内通过竞价交易减持公司股份的，其减持价格不低于20元/股，计划减持股份比例不超过总股本的2%维持不变。通过大宗交易减持的不受减持价格约束。

## ■ 事项点评

## 2017：“页转手”战略大获成功，手游业务收入翻番

公司在2017年继续深化“页转手”战略，手游业务成为公司业绩主要增长点。2017年公司手游业务实现收入32.84亿元，同比增长100.32%，实现毛利25.12亿元，同比增长147.7%。公司手游业务毛利率76.49%，较2016年较大幅提升14.64pct，并带动公司综合毛利率提升5.51pct。我们认为这主要是因为公司自研手游收入占比提升及公司手游发行效率维持较高水平所致。公司在2017年持续发挥自身强大的流量运营能力，较早的运用买量推广模式成功地将拳头产品《永恒纪元》打造为年度爆款手游之一，报告期内《永恒纪元》全球累计流水已达34.1亿元。公司还将自身丰富的运营经验成功运用到海外市场，报告期内，公司海外发行手游总流水突破10亿元，同比增长近80%。

页游方面，受行业景气度下滑影响，公司页游收入有所萎缩，但行业第二的地位仍然稳固。

四季度为公司17年业绩高点，主要系《传奇霸业手游》、《大天使之剑H5》等新品上线推动。公司2017Q4实现净利润4.09亿元，同期公司确认了上海墨鹍的业绩承诺补偿款约4亿以及资产减值损失约3.5亿（主要是对上海墨鹍计提的3亿元商誉减值），剔除这些的影响，公司Q4取得的利润仅等同于业绩低点的Q3。我们认为，公司Q4净利润在还原干扰因素后并无显著提升，主要系新品上线游戏推广费用大幅上升，Q4销售费用率为17年最高水平，达34.14%，高出17年平均3.31pct，也高于16年底、17年初《永恒纪元》重点推广期间的销售费用率水平，反映出游戏行业买量推广成本的提高同样使公司成本端受压。

## 2018：稳健经营为主，以“ARPG+多品类”战略寻找新的增长点

公司 2018Q1 收入同比增长 2.62%，环比减少 3.67%，略低于预期。收入环比略微下滑主要系一季度新游《择天记》多方参与分成，确认为公司收入的部分较少；老游戏流水自然下滑，《传奇霸业》后续表现不及预期等。2018Q1 净利润与 2017Q4 基本持平，扣除 Q4 干扰项影响后的实际经营利润有所回升。公司同时公布了 2018H1 业绩预告，预告净利润范围在 7.6-8.6 亿元之间，同比变化-10.65%-1.11%。从产品上看，近期新游《黄金裁决》表现平平，短期内看点不多，而下半年传奇、奇迹类手游仍值得期待。

我们认为，公司在 ARPG 这一细分领域始终具有较强竞争力，后续奇迹、传奇类 ARPG 产品储备丰富，公司 ARPG 类游戏业绩有望维持相对稳定。同时公司也坚持耕耘其他品类游戏以拓展新的赢利点，海外业务也保持持续拓展，公司中长期发展空间仍较值得期待。

### ■ 盈利预测与估值

预计公司2018-2020年归母净利润分别为17.76亿、20.74亿、24.20亿，同比增长9.62%、16.76%、16.69%，对应EPS分别为0.83元、0.97元、1.13元，对应PE分别为16.37倍、14.02倍、12.02倍。近期公司股价下跌幅度较大，除了业绩方面的原因更是受大股东吴氏家族减持影响，此次公告大股东竞价交易减持价格将不低于20元/股对公司股价有望形成良好支撑。考虑到公司股价已低于行业平均水平，且公司中长期发展仍然值得看好，我们维持公司“增持”评级。

### ■ 风险提示

新产品市场表现不及预期；流量成本进一步上升；页游市场加速萎缩；大股东减持风险

### ■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6188.83	6805.01	7851.71	9078.96
年增长率	17.93%	9.96%	15.38%	15.63%
归母净利润	1620.58	1776.48	2074.21	2420.40
年增长率	51.43%	9.62%	16.76%	16.69%
每股收益(元)	0.75	0.83	0.97	1.13
PE	17.95	16.37	14.02	12.02

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	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,403.93	2,952.43	5,040.67	7,422.24
应收和预付款项	1,611.88	1,459.58	2,064.26	2,003.36
存货	101.83	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	592.19	592.19	592.19	592.19
流动资产合计	3,709.82	5,004.20	7,697.12	10,017.79
长期股权投资	376.97	376.97	376.97	376.97
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	343.07	251.48	156.51	61.55
无形资产和开发支出	2,589.28	2,556.95	2,524.62	2,510.72
其他非流动资产	1,876.55	1,836.65	1,796.75	1,796.75
非流动资产合计	5,185.87	5,022.05	4,854.85	4,745.98
<b>资产总计</b>	<b>8,895.69</b>	<b>10,026.25</b>	<b>12,551.97</b>	<b>14,763.77</b>
短期借款	372.05	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	888.25	605.68	1,047.02	826.56
长期借款	337.94	337.94	337.94	337.94
其他负债	85.86	85.86	85.86	85.86
<b>负债合计</b>	<b>1,684.10</b>	<b>1,029.48</b>	<b>1,470.82</b>	<b>1,250.35</b>
股本	2,148.11	2,148.11	2,148.11	2,148.11
资本公积	1,972.64	1,972.64	1,972.64	1,972.64
留存收益	2,896.02	4,428.46	6,217.74	8,305.66
少数股东权益	269.89	522.63	817.73	1,162.08
<b>股东权益合计</b>	<b>7,286.66</b>	<b>9,071.84</b>	<b>11,156.22</b>	<b>13,588.48</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,970.76</b>	<b>10,101.32</b>	<b>12,627.04</b>	<b>14,838.83</b>
<b>现金流量表（单位：百万元）</b>				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,851.96	2,024.43	2,252.67	2,568.42
投资活动现金流	(1,367.94)	145.00	95.00	95.00
融资活动现金流	310.25	(620.93)	(259.44)	(281.85)
<b>净现金流</b>	<b>781.76</b>	<b>1,548.51</b>	<b>2,088.24</b>	<b>2,381.57</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>6,188.83</b>	<b>6,805.01</b>	<b>7,851.71</b>	<b>9,078.96</b>
营业成本	1,948.20	1,947.11	2,164.43	2,474.02
营业税金及附加	26.51	29.15	33.63	38.89
营业费用	1,908.21	2,177.60	2,512.55	2,905.27
管理费用	776.66	712.93	822.58	951.16
财务费用	28.56	4.84	(25.50)	(50.64)
资产减值损失	351.30	50.00	50.00	50.00
投资收益	256.03	50.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,517.75</b>	<b>2,033.38</b>	<b>2,394.01</b>	<b>2,810.27</b>
营业外收支净额	398.87	100.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>1,916.62</b>	<b>2,133.38</b>	<b>2,494.01</b>	<b>2,910.27</b>
所得税	80.12	104.17	124.70	145.51
净利润	1,836.50	2,029.22	2,369.31	2,764.75
少数股东损益	215.92	252.74	295.10	344.35
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,620.58</b>	<b>1,776.48</b>	<b>2,074.21</b>	<b>2,420.40</b>
<b>财务比率分析</b>				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	17.93%	9.96%	15.38%	15.63%
EBIT 增长率	36.98%	17.95%	15.45%	15.84%
净利润增长率	51.43%	9.62%	16.76%	16.69%
毛利率	68.52%	71.39%	72.43%	72.75%
EBIT/总收入	36.98%	17.95%	15.45%	15.84%
净利润率	28.01%	29.82%	30.18%	30.45%
资产负债率	18.93%	10.27%	11.72%	8.47%
总资产收益率	20.38%	21.33%	19.67%	19.37%
净资产收益率 (ROE)	21.63%	20.78%	20.06%	19.48%
总资产周转率	0.70	0.68	0.63	0.61
应收账款周转率	6.58	6.22	6.27	6.21

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，任何机构和个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。