



分析师：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518110001

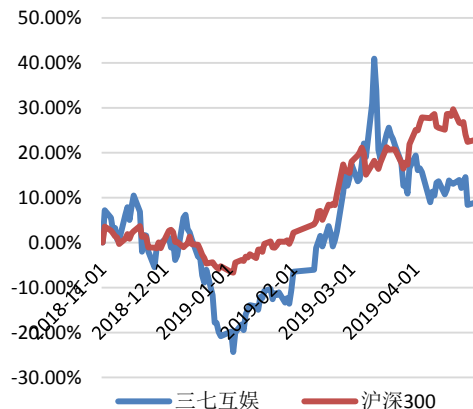
基本数据 (截止 2019 年 5 月 6 日)

报告日股价 (元)	13.70
12mth A 股价格区间 (元)	8.96/17.40
总股本 (百万股)	2124.87
无限售 A 股/总股本	74.94%
流通市值 (亿元)	218.13
每股净资产 (元)	2.81

主要股东 (2019Q1)

李卫伟	19.00%
曾开天	17.38%
吴卫红	6.99%
吴卫东	6.16%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



一季度收入大幅增长，关注产品持续运营情况

■ 公司动态事项

- 1、公司公布了2018年年报，2018年公司实现营收76.33亿元，同比增长23.33%；实现归母净利润10.09亿元，同比减少37.77%。
- 2、公司公布2019年一季报，2019Q1实现营收32.47亿元，同比增长95.46%；实现归母净利润4.54亿元，同比增长10.8%。

■ 事项点评

18 年业绩阶段性下滑，商誉问题得到集中解决

2018 年公司净利润下滑主要是因为公司收购的上海墨鹍业绩承诺未能达标，因而一次性确认了商誉减值损失 9.6 亿元，同时收回业绩补偿款 4.46 亿元。此外，公司 2017 年通过处置子公司股权取得了投资收益约 2 亿元，而本年度无重大股权处置收益。剔除这两项影响后，公司实现净利润 15.01 亿元，同比增长 6.56%。

手游业务高速发展，营销费用维持高水平

公司手游业务连续多年持续高速发展，2018 年手游业务收入同比增长 69.99%，增速远高于行业同期水平。公司核心业务进一步向手游倾斜，收入占比提升至 73.13%，较 2017 年增加 20.07pct。公司发展手游业务与系统化的流量运营密不可分，2018 年，公司大力推广的游戏包括《鬼语迷城》、《大天使之剑 H5》、《仙灵觉醒》、《屠龙破晓》等，取得新增用户超 1.1 亿人次，也使得销售费用大幅增长。我们仍然使用毛利率-销售费用率来衡量公司主营业务的经营利润率，该利润率在 2018 年为 32.42%，较 2017 年下滑 5.27pct。营销费用占比的大幅增加更加考验公司流量运营的能力。公司在研发方面也保持了较大的投入，2018 年公司研发开支 5.40 亿元，同比增长 22.94%。公司目前储备有自研游戏 12 款，以及代理游戏 9 款，新游戏储备丰富，未来业绩成长可期。2018 年公司业绩增长主要来源于国内市场，海外市场收入规模基本保持稳定。2019 年公司海外市场有望进一步发力，除了运营自研的游戏以外，公司还取得了在国内市场表现不俗的《侍魂：胧月传说》、《电击文库：零境交错》等游戏的海外部分市场代理权，优质游戏加盟，有望助力公司进一步开拓海外市场份额。

19Q1 收入大幅增长 95.46%，关注产品持续运营情况

公司 2019Q1 收入近乎翻番主要得益于新游《一刀传世》、《斗罗大陆》的拉动，这两款游戏目前仍维持在 iOS 畅销榜高位，游戏流水水平超市场预期。但同时，公司也为此支付了大额的互联网流量费

用以及向成龙支付的游戏代言费用。2019Q1 公司扣除成本、销售费用的利润率下滑至 21.70%的历史低位。考虑到公司对于传奇类、ARPG 类游戏有着丰富的运营经验，我们相信公司对这两款新游戏的生命周期有着充分的估计，有足够的能够实现游戏的长线运营，由这两款游戏产生的利润将在未来得到进一步释放。公司预计 19H1 有望实现归母净利润 9-10 亿元，同比增长 12.31%-24.78%，对应 19Q2 的归母净利润 4.46-5.46 亿元，同比增长 14%-39%，大概率实现收入环比正增长。

■ 盈利预测与估值

公司是业内知名的具备较强流量运营能力的游戏公司，同时也有能力持续不断地打造新的爆款游戏。随着几款新上线游戏利润的逐步释放，叠加仍有多款重磅产品有望在年内问世，公司业绩有望持续较快增长。预计 2019-2021 年归属于母公司股东净利润分别为 18.78 亿元、23.36 亿元和 28.40 亿元；EPS 分别为 0.88 元、1.10 元和 1.34 元，对应 PE 为 15.50、12.46 和 10.25 倍，维持“增持”评级。

■ 风险提示

新游戏产品上线进度或流水不及预期；行业竞争加剧；政策风险；限售股解禁；大股东减持；游戏生命周期低于预期

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日(¥, 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7632.68	9709.15	11670.63	13763.79
年增长率	23.33%	27.20%	20.20%	17.94%
归母净利润	1008.50	1877.61	2336.03	2839.70
年增长率	-37.77%	86.18%	24.41%	21.56%
每股收益（元）	0.47	0.88	1.10	1.34
PE	28.87	15.50	12.46	10.25

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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,347.95	2,056.29	3,821.75	5,599.98
应收和预付款项	2,284.69	2,582.58	3,258.70	3,625.34
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	356.87	356.87	356.87	356.87
流动资产合计	3,989.50	4,995.74	7,437.32	9,582.18
长期股权投资	555.60	585.60	615.60	645.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	36.46	30.04	27.87	24.70
无形资产和开发支出	1,599.07	1,592.77	1,586.47	1,580.17
其他非流动资产	1,995.19	1,958.05	1,920.90	1,920.90
非流动资产合计	4,186.32	4,166.46	4,150.84	4,171.37
资产总计	8,175.82	9,162.19	11,588.16	13,753.55
短期借款	369.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1,285.08	1,138.35	1,695.51	1,589.14
长期借款	281.18	281.18	281.18	281.18
其他负债	126.86	126.86	126.86	126.86
负债合计	2,062.11	1,546.39	2,103.54	1,997.18
股本	2,124.87	2,124.87	2,124.87	2,124.87
资本公积	298.74	298.74	298.74	298.74
留存收益	3,549.07	5,051.16	6,919.98	9,191.74
少数股东权益	141.03	141.03	141.03	141.03
股东权益合计	6,113.70	7,615.79	9,484.62	11,756.37
负债和股东权益总计	8,175.82	9,162.19	11,588.16	13,753.55
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,954.53	1,564.78	2,330.89	2,429.45
投资活动现金流	(55.11)	(105.00)	(115.00)	(120.00)
融资活动现金流	(1,969.27)	(751.45)	(450.42)	(531.22)
净现金流	(65.07)	708.33	1,765.47	1,778.23

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,632.68	9,709.15	11,670.63	13,763.79
营业成本	1,811.42	1,965.09	2,326.84	2,725.60
营业税金及附加	33.04	42.03	50.52	59.58
营业费用	3,347.26	4,854.57	5,776.96	6,744.26
管理费用	246.06	970.91	1,167.06	1,376.38
财务费用	17.10	16.93	23.22	28.28
资产减值损失	1,049.36	100.00	100.00	100.00
投资收益	80.54	30.00	30.00	30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	770.22	1,877.61	2,336.03	2,839.70
营业外收支净额	449.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,219.32	1,877.61	2,336.03	2,839.70
所得税	67.89	0.00	0.00	0.00
净利润	1,151.43	1,877.61	2,336.03	2,839.70
少数股东损益	142.93	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1,008.50	1,877.61	2,336.03	2,839.70
财务比率分析				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	23.33%	27.20%	20.20%	17.94%
EBIT 增长率	-37.26%	65.69%	23.07%	20.86%
净利润增长率	51.43%	9.62%	24.41%	21.56%
毛利率	76.27%	79.76%	80.06%	80.20%
EBIT/总收入	-37.26%	65.69%	23.07%	20.86%
净利率	13.93%	19.34%	20.02%	20.63%
资产负债率	25.25%	16.89%	18.16%	14.53%
总资产收益率	13.92%	20.59%	20.03%	20.39%
净资产收益率 (ROE)	15.41%	25.12%	25.00%	24.45%
总资产周转率	0.93	1.06	1.01	1.00
应收账款周转率	5.88	6.27	6.23	6.36

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

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。