



分析师：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518110001

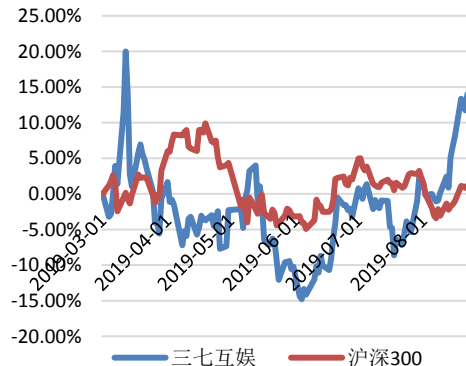
## 基本数据 (截止 2019 年 8 月 28 日)

报告日股价 (元)	15.89
12mth A 股价格区间 (元)	8.96/17.40
总股本 (百万股)	2112.25
无限售 A 股/总股本	62.41%
流通市值 (亿元)	209.45
每股净资产 (元)	2.92

## 主要股东 (2019H1)

李卫伟	19.11%
曾开天	17.48%
吴卫红	6.48%
吴卫东	6.20%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 手游业务收入大增 152.90%，买量新思路成效显著

## ■ 公司动态事项

- 1、公司公布了2019年半年报，公司实现营收60.71亿元，同比增长83.83%；实现归母净利润10.33亿元，同比增长28.91%。实现扣非后归母净利润9.49亿元，同比增长24.72%。
- 2、公司发布年中分红预案，计划向全体股东每10股派送现金股利1元（含税）。

## ■ 事项点评

## 积极推行大规模买量推广策略，上半年国内手游业务实现大幅增长

公司上半年手游业务收入大幅增长 152.90%，手游业务收入已经占到公司总营收的 89.39%。手游业务收入大幅增长主要是因为公司推出了《一刀传世》、《斗罗大陆 H5》两款新手游。基于公司丰富的运营经验及市场预判，公司在推广这两款新游戏时采取了十分积极的大规模买量推广策略，吸引了大量玩家注册，上半年公司手游业务新增注册用户超过 1.33 亿，已超过 2018 年全年的水平。而在随后的运营过程中，游戏也取得了不错的留存率，最终使得两款新游戏在国内手游市场大获成功。页游方面，由于页游市场用户持续向手游迁移，而公司在页游方面的投入也有所减少，页游业务收入持续收缩。

## 买量策略控制得当，利润率环比回升

公司上半年的销售费用高达 36 亿，销售费用率达 59.83%，其中约 98% 为互联网流量费用。公司上半年的买量推广虽然力度较大，但最终 ROI 控制良好。分季度来看，由于上半年新游戏主要于 Q1 上线，营销费用的高峰出现在 Q1。公司 Q2 营销费用较 Q1 环比大幅减少了 6.52 亿，而同期收入仅减少了 4.23 亿，在公司大幅减少营销支出后，公司游戏收入减少幅度相对有限，证明公司在新的买量思路下，游戏运营的可持续性较强。公司 2019Q1、Q2 扣除营销费用的毛利率分别为 21.70%、31.71%，净利率分别为 14.95%、23.86%，均出现明显回升。未来随着公司主力游戏逐步进入稳定经营阶段后，公司利润率有望进一步释放。

## 三季度游戏业务收入有望再创新高，期待公司多元化战略新突破

公司于 6 月底上线了今年又一力作《精灵盛典》，游戏基于《奇迹》改编，iOS 畅销榜最高排名 Top3，目前仍稳定在 Top10 之内。按照目前的趋势，这款游戏将成为公司下半年收入的又一主力。公司持续推进研发层面“多元化”策略，在公司传统强势领域的 ARPG

之外,公司还计划下半年面向国内推出休闲竞技类游戏《超能球球》以及模拟经营类游戏《代号 DG》,在海外市场也将推出 2 款自研产品。而对于同样能够很好地发挥公司流量运营优势的 SLG 领域,公司继续开展对该类型游戏的前期市场调研和分析,预计将于下半年进行新产品立项。

### ■ 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,随着当下短视频等新兴游戏分发渠道的崛起,公司的产品有望借此触及更广阔的用户群体,进而打造更多爆款游戏。预计 2019-2021 年归属于母公司股东净利润分别为 19.62 亿元、23.42 亿元和 26.77 亿元;EPS 分别为 0.93 元、1.11 元和 1.27 元,对应 PE 为 17.11、14.33 和 12.54 倍,维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

新游戏流水不及预期;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	12335.43	13667.89	15195.06
年增长率	23.33%	61.61%	10.80%	11.17%
归母净利润	1008.50	1961.85	2342.27	2677.11
年增长率	-37.77%	94.53%	19.39%	14.30%
每股收益(元)	0.48	0.93	1.11	1.27
PE	33.28	17.11	14.33	12.54

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	2,163.84	4,039.49	6,283.46
应收和预付款项	2,284.69	2,873.09	3,054.31	3,313.95
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	5,393.80	7,450.66	9,954.28
长期股权投资	555.60	285.60	315.60	345.60
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	3,866.46	3,850.84	3,871.37
<b>资产总计</b>	<b>8,175.82</b>	<b>9,260.26</b>	<b>11,301.51</b>	<b>13,825.65</b>
短期借款	369.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1,285.08	1,001.91	969.83	1,124.24
长期借款	281.18	281.18	281.18	281.18
其他负债	126.86	126.86	126.86	126.86
<b>负债合计</b>	<b>2,062.11</b>	<b>1,409.95</b>	<b>1,377.86</b>	<b>1,532.27</b>
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	5,055.50	6,854.05	8,909.71
少数股东权益	141.03	371.19	645.98	960.05
<b>股东权益合计</b>	<b>6,113.70</b>	<b>7,850.30</b>	<b>9,923.64</b>	<b>12,293.37</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,175.82</b>	<b>9,260.25</b>	<b>11,301.51</b>	<b>13,825.64</b>

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	1,431.62	2,515.77	2,943.63
投资活动现金流	(55.11)	215.00	(115.00)	(120.00)
融资活动现金流	(1,969.27)	(830.74)	(525.11)	(579.67)
<b>净现金流</b>	<b>(65.07)</b>	<b>815.89</b>	<b>1,875.66</b>	<b>2,243.97</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>7,632.68</b>	<b>12,335.43</b>	<b>13,667.89</b>	<b>15,195.06</b>
营业成本	1,811.42	1,780.69	1,792.63	1,976.66
营业税金及附加	33.04	53.40	59.17	65.78
营业费用	3,347.26	7,154.55	7,859.04	8,661.18
管理费用	246.06	925.16	1,025.09	1,139.63
财务费用	17.10	16.32	21.39	23.21
资产减值损失	1,049.36	100.00	100.00	100.00
投资收益	80.54	50.00	30.00	30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>770.22</b>	<b>2,443.31</b>	<b>2,920.58</b>	<b>3,338.59</b>
营业外收支净额	449.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1,219.32</b>	<b>2,443.31</b>	<b>2,920.58</b>	<b>3,338.59</b>
所得税	67.89	251.30	303.51	347.40
净利润	1,151.43	2,192.01	2,617.06	2,991.19
少数股东损益	142.93	230.16	274.79	314.07
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,008.50</b>	<b>1,961.85</b>	<b>2,342.27</b>	<b>2,677.11</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	23.33%	61.61%	10.80%	11.17%
EBIT 增长率	-37.26%	115.37%	18.47%	13.61%
净利润增长率	51.43%	9.62%	19.39%	14.30%
毛利率	76.27%	85.56%	86.88%	86.99%
EBIT/总收入	-37.26%	115.37%	18.47%	13.61%
净利润率	13.93%	17.77%	19.15%	19.69%
资产负债率	25.25%	15.24%	12.20%	11.09%
总资产收益率	13.92%	26.47%	25.69%	23.86%
净资产收益率 (ROE)	15.41%	26.23%	25.25%	23.62%
总资产周转率	0.93	1.33	1.21	1.10
应收账款周转率	5.88	8.55	7.71	9.04

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。