



分析师：胡纯青  
Tel：021-53686150  
E-mail：huchunqing@shzq.co  
SAC 证书编号：S0870518110001

#### 基本数据 (2020.4.29)

报告日股价 (元)	36.02
12mth A 股价格区间 (元)	11.66-39.70
总股本 (百万股)	2112.25
无限售 A 股/总股本	62.38%
流通市值 (亿元)	474.56
每股净资产 (元)	3.33
PBR (X)	10.82

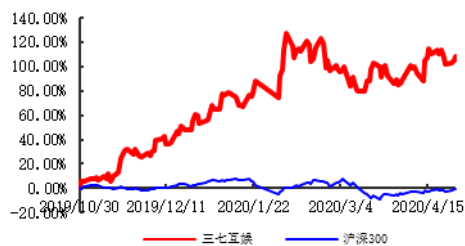
#### 主要股东 (2020Q1)

李卫伟	19.11%
曾开天	13.51%
吴卫红	5.30%
吴卫东	4.66%

#### 收入结构 (2019Y)

移动游戏	90.64%
网页游戏	9.31%

#### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



#### 报告编号：

首次报告日期：2017年4月27日

#### 相关报告：

## 多款新老游戏有望延续良好表现，加码研发投入提升品质

### ■ 公司动态事项

1. 公司公布了2020年一季报，报告期内实现营收43.43亿元，同比增长33.76%；实现归母净利润7.29亿元，同比增长55.98%。
2. 公司公布2020年上半年经营业绩预计，预计实现归母净利润14-15亿元，同比增长35.52%-45.20%。

### ■ 事项点评

#### 业绩持续高增长，海内外业务齐发力

在公司业务扩张及春节假期延长的共同作用下，一季度公司业务业绩继续维持高增长。在国内市场方面，公司旗下进入 iOS 畅销榜前百的头部游戏数量持续提升，其中既包括在 19 年表现出色的《一刀传世》、《斗罗大陆》，以及近期重新恢复上线的《精灵盛典》等存量产品，也有着一季度新上线的《末日沙城》、《拳魂觉醒》等增量产品。而在海外市场方面，随着疫情在海外的逐步扩散，海外游戏市场热度仍处于上升阶段。公司提前布局海外，一季度在日韩地区推出的《江山美人》、在港台地区推出的《奇迹 MU: 跨时代》均取得了当地 iOS 畅销榜榜首的出色成绩，有望成为公司未来业绩增长的有力支柱。我们认为，公司一季度在国内外市场推出多款新产品均获成功主要是因为受疫情影响，玩家空闲娱乐时间增加，而公司凭借其擅长流量运营的传统优势，成功抓住了这波流量红利，吸引了大批新用户体验及老用户回流。此外，公司还投入了新开发的智能广告投放系统，大幅提升了公司的广告投放效率，后续通过精准的用户分析，有望有效提升用户粘性，进一步挖掘用户价值，最终带动公司利润率提高。

#### 进一步加强研发实力，推进新品类布局

公司将继续推行研运一体化战略，重点加强研发方面的投入。2019 年，公司研发支出达 8.20 亿元，同比增长 51.97%；2020Q1 研发支出 2.62 亿元，同比增长 78.88%。公司未来还将进一步扩大研发团队，预计到年底，公司研发人员将由 1500 余人提升至约 2000 人。从游戏的品类上看，公司在进一步提高具备相对优势的 2D 产品品质的同时，又致力于增强 3D 方面的研发投入，目标将公司 3D 游戏开发引擎的性能提升 30% 以上。在保证核心的 ARPG 品类竞争优势的同时，推进 SLG、卡牌等品类游戏的全球化布局。在新兴技术方面，公司积极进行云游戏的相关技术储备，公司与华为达成协议，计划联合成立“云游戏技术方案联合攻关小组”。公司在云游戏方面的研发投

入覆盖多个方面，包括构建内部云，从而为游戏上云游戏提供计算和网络支撑；研发具备用户交互、视频解码以及云服务端通讯的通用框架体系以支撑云游戏的通用轻APP；在推广方面，在云游戏服务框架的基础上研发试玩型广告等。

## ■ 投资建议

在疫情推动以及公司强流量运营能力的共同作用下，我们看好公司既有的头部游戏能够继续维持较高流水，年内多款计划上线的新产品也能够取得较高的成功率。预计 2020-2022 年归属于母公司股东净利润分别为 26.58 亿元、31.11 亿元和 35.01 亿元，EPS 分别为 1.26 元、1.47 元和 1.66 元，对应 PE 为 28.62、24.45 和 21.73 倍。  
未来 6 个月内，维持“增持”评级。

## ■ 风险提示

新游戏流水不及预期；流量获取成本大幅提升；行业竞争进一步加剧；政策风险；大股东减持风险

## ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13227.14	16042.64	18882.78	21446.76
年增长率	73.30%	21.29%	17.70%	13.58%
归母净利润	2114.77	2658.44	3111.39	3501.18
年增长率	109.69%	25.71%	17.04%	12.53%
每股收益（元）	1.00	1.26	1.47	1.66
PE	35.98	28.62	24.45	21.73

注：有关指标按当年股本摊薄

## ■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,748.28	3,663.46	7,770.11	10,570.25
应收和预付 款项	2,023.45	3,027.97	2,951.82	3,867.23
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	2,168.79	2,168.79	2,168.79	2,168.79
流动资产合 计	5,940.52	8,860.22	12,890.72	16,606.27
长期股权投 资	468.79	468.79	468.79	468.79
投资性房地 产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和 在建工程	844.35	835.74	825.13	812.53
无形资产和 开发支出	1,631.91	1,620.21	1,608.51	1,596.81
其他非流动 资产	818.50	799.20	779.91	779.91
非流动资产 合计	3,763.55	3,723.94	3,682.34	3,658.03
<b>资产总计</b>	<b>9,704.07</b>	<b>12,584.16</b>	<b>16,573.06</b>	<b>20,264.30</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收 款项	2,057.26	2,143.53	2,862.58	2,874.33
长期借款	250.02	250.02	250.02	250.02
其他负债	103.08	103.08	103.08	103.08
<b>负债合计</b>	<b>2,410.36</b>	<b>2,496.63</b>	<b>3,215.68</b>	<b>3,227.44</b>
股本	2,112.25	2,112.25	2,112.25	2,112.25
资本公积	73.15	73.15	73.15	73.15
留存收益	4,843.90	7,236.50	10,036.74	13,187.80
少数股东权 益	264.40	665.63	1,135.23	1,663.66
<b>股东权益合 计</b>	<b>7,293.71</b>	<b>10,087.53</b>	<b>13,357.38</b>	<b>17,036.87</b>
<b>负债和股东 权益总计</b>	<b>9,704.07</b>	<b>12,584.16</b>	<b>16,573.06</b>	<b>20,264.30</b>
<b>现金流量表（单位：百万 元）</b>				
指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现 金流	3,251.76	2,154.98	4,407.88	3,101.49
投资活动现 金流	(1,043.43)	10.00	(40.00)	(40.00)
融资活动现 金流	(1,602.20)	(249.80)	(261.23)	(261.35)
<b>净现金流</b>	<b>613.72</b>	<b>1,915.18</b>	<b>4,106.65</b>	<b>2,800.14</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>13,227.14</b>	<b>16,042.64</b>	<b>18,882.78</b>	<b>21,446.76</b>
营业成本	1,776.07	2,250.60	2,719.85	3,145.88
营业税金及 附加	46.06	55.86	65.75	74.68
营业费用	7,737.21	9,384.95	10,952.02	12,439.12
管理费用	221.86	1,203.20	1,416.21	1,608.51
财务费用	(14.90)	(16.04)	(49.91)	(88.76)
资产减值损 失	(58.24)	0.00	0.00	0.00
投资收益	110.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变 动损益	(147.54)	50.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>2,672.12</b>	<b>3,394.08</b>	<b>3,978.87</b>	<b>4,477.34</b>
营业外收支 净额	24.01	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2,696.13</b>	<b>3,394.08</b>	<b>3,978.87</b>	<b>4,477.34</b>
所得税	279.29	334.41	397.89	447.73
净利润	2,416.84	3,059.67	3,580.98	4,029.60
少数股东损 益	302.07	401.23	469.60	528.43
<b>归属母公司 股东净利润</b>	<b>2,114.77</b>	<b>2,658.44</b>	<b>3,111.39</b>	<b>3,501.18</b>
<b>财务比率分 析</b>				
指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长 率	73.30%	21.29%	17.70%	13.58%
EBIT 增长率	123.68%	32.78%	16.31%	11.70%
净利润增长 率	109.69%	25.71%	17.04%	12.53%
毛利率	86.57%	85.97%	85.60%	85.33%
EBIT/总收 入	19.23%	21.06%	20.81%	20.46%
净利润率	17.41%	19.07%	18.96%	18.79%
资产负债率	26.21%	20.68%	20.02%	16.34%
流动比率	2.75	3.94	4.35	5.58
净资产收益 率（ROE）	28.47%	28.22%	25.46%	22.77%
总资产周转 率	1.44	1.33	1.18	1.09
应收账款周 转率	10.27	9.85	10.47	10.24

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 分析师声明

胡纯青

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。