

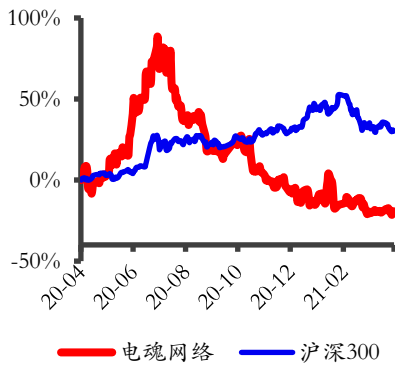
## 《梦三国》验证长线运营能力，新一轮产品周期进行时

**投资评级：增持**

报告日期：2021-04-16

收盘价(元)	27.22
近12个月最高/最低(元)	64.80/26.38
总股本(百万股)	247.99
流通股本(百万股)	241.21
流通股比例(%)	97.26%
总市值(亿元)	67.50
流通市值(亿元)	65.66

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

研究助理：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 公司事件

2021年4月15日，公司发布2020年年度报告。2020年，公司实现营业收入10.24亿元，同比增长47.0%；归母净利润3.95亿元，同比增长73.1%；扣非归母净利润3.26亿元，同比增长79.0%。

#### ● 公司收入增长主要来自于《梦三国》产品线与2020Q4新游上线

公司2020年共实现归母净利润3.95亿元，同比增长73.1%，符合业绩预告中3.68-4.28亿元的区间。公司净利润快速增长的主要原因为：

1) **《梦三国》产品线表现亮眼：端游方面**，得益于《梦三国》端游于2020年1月接入WeGame平台扩大用户规模，以及2020Q4开启十周年庆典吸引老玩家回流，《梦三国》端游收入同比增加23.6%；**手游方面**，受上线一周年庆典的推动，《梦三国手游》复刻版收入持续提升，该游戏目前处于iOS畅销榜100-300名区间内，表现较为稳定。2) **2020Q4新游上线**：公司自研自发的二次元手游《解神者》、以及腾讯独代的武侠策略RPG手游《我的侠客》均于2020Q4上线，增厚公司利润。3) **并表游动网络**：公司于2019年3月收购游动网络80%股份，并纳入合并报表范围；游动网络承诺2019/2020/2021年分别实现扣非归母净利润5000/6000/7200万元，其2019/2020年分别实现扣非归母净利润5168/6941万元，超额履行业绩承诺。

#### ● 研发投入持续增长，新游推广费用略升

公司费用率整体保持稳定。**研发费用方面**，公司持续加码研发投入，2020年研发费用同增41.5%，研发费用率为16.2%，保持行业较高水平。**销售费用方面**，由于2020Q4多款新游上线运营，广告宣传费用有所增加，销售费用同比增长32.3%。

#### ● 新一轮产品周期进行时，后续发展动能充沛

自2020年Q4起，公司接连上线《解神者》、《我的侠客》等多款手游新作，进入新一轮产品周期。2021年，公司主要产品包括：由DC将旗下主要超级英雄授权公司进行开发的MOBA类手游《DC：巅峰战场》；继承前作优良水准，有望实现高口碑向高回报转化的《野蛮人大作战2》；以及高口碑“端转手”独立游戏《元能失控》。

#### ● 投资建议

我们认为，公司短期逻辑在于今年产品线，中长期逻辑在于公司优秀的研发实力与根深蒂固的创新基因。产品线方面，2020Q4《解神者》和《我的侠客》的全平台上线标志着公司新一轮产品周期的开启；而2021年公司的主要产品则包括获DC授权的MOBA类手游《DC：巅峰战场》与继承前作优良水准的《野蛮人大作战2》。多

款重磅手游大作有望驱动业绩进一步快速增长。**中长期驱动力方面**，在手游行业未来依旧保持快速增长、同时研发商价值进一步凸显的趋势下，公司有望凭借自身优秀的研发实力和创新基因，持续打造出差异化的高质量手游作品，从而推动未来业绩持续增长。

我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 14.0/17.4/20.0 亿元，同比增长 36.8%/24.3%/15.0%；归母净利润分别为 5.27/6.54/7.73 亿元，同比增长 33.4%/24.2%/18.2%。EPS 分别为 2.12/2.64/3.12，对应 PE 分别为 12.82X/10.32X/8.73X。给予“**增持**”评级。

● **风险提示**

- 1) 游戏行业增速放缓的风险；
- 2) 游戏版号政策收紧的风险；
- 3) 新游戏延迟上线或流水表现不及预期的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1024	1400	1740	2001
收入同比 (%)	47.0%	36.8%	24.3%	15.0%
归属母公司净利润	395	527	654	773
净利润同比 (%)	73.1%	33.4%	24.2%	18.2%
毛利率 (%)	86.1%	82.2%	81.5%	81.2%
ROE (%)	17.8%	19.2%	19.2%	18.5%
每股收益 (元)	1.59	2.12	2.64	3.12
P/E	19.77	12.82	10.32	8.73
P/B	3.52	2.46	1.99	1.62
EV/EBITDA	17.17	11.98	7.91	5.15

资料来源：Wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	2077	2562	3591	4698	
现金	770	1220	2194	3269	
应收账款	125	144	194	221	
其他应收款	7	18	19	22	
预付账款	5	11	13	16	
存货	0	1	1	1	
其他流动资产	1169	1169	1169	1169	
<b>非流动资产</b>	939	809	613	405	
长期投资	74	74	74	74	
固定资产	407	330	214	93	
无形资产	19	13	4	-6	
其他非流动资产	439	392	321	244	
<b>资产总计</b>	3016	3371	4204	5103	
<b>流动负债</b>	747	573	748	870	
短期借款	7	0	0	0	
应付账款	91	187	228	268	
其他流动负债	648	386	520	602	
<b>非流动负债</b>	10	10	10	10	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	10	10	10	10	
<b>负债合计</b>	757	583	759	880	
少数股东权益	39	42	45	49	
股本	248	248	248	248	
资本公积	986	986	986	986	
留存收益	986	1513	2167	2940	
归属母公司股东权益	2220	2746	3401	4174	
<b>负债和股东权益</b>	3016	3371	4204	5103	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	560	230	666	734	
净利润	395	527	654	773	
折旧摊销	20	-18	-27	-30	
财务费用	11	0	0	0	
投资损失	-46	-79	-86	-102	
营运资金变动	163	-210	112	78	
其他经营现金流	251	746	555	710	
<b>投资活动现金流</b>	9	227	309	341	
资本支出	-83	149	223	239	
长期投资	88	0	0	0	
其他投资现金流	5	79	86	102	
<b>筹资活动现金流</b>	-24	-8	0	0	
短期借款	7	-7	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	4	0	0	0	
资本公积增加	97	0	0	0	
其他筹资现金流	-132	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	527	450	975	1074	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	1024	1400	1740	2001	
营业成本	142	250	321	376	
营业税金及附加	9	12	15	18	
销售费用	230	280	348	400	
管理费用	87	154	174	180	
财务费用	5	-8	-15	-25	
资产减值损失	-8	-7	-10	-11	
公允价值变动收益	-7	0	0	0	
投资净收益	46	79	86	102	
<b>营业利润</b>	446	584	727	859	
营业外收入	11	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
<b>利润总额</b>	454	584	727	859	
所得税	42	55	69	81	
<b>净利润</b>	412	529	657	777	
少数股东损益	17	3	3	4	
<b>归属母公司净利润</b>	395	527	654	773	
EBITDA	410	462	576	676	
EPS (元)	1.59	2.12	2.64	3.12	

**主要财务比率**

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	47.0%	36.8%	24.3%	15.0%
营业利润	74.2%	31.1%	24.4%	18.1%
归属于母公司净利	73.1%	33.4%	24.2%	18.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	86.1%	82.2%	81.5%	81.2%
净利率 (%)	38.6%	37.6%	37.6%	38.7%
ROE (%)	17.8%	19.2%	19.2%	18.5%
ROIC (%)	15.6%	15.6%	15.8%	15.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	25.1%	17.3%	18.0%	17.2%
净负债比率 (%)	33.5%	20.9%	22.0%	20.8%
流动比率	2.78	4.47	4.80	5.40
速动比率	2.77	4.45	4.78	5.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.34	0.42	0.41	0.39
应收账款周转率	8.16	9.74	8.96	9.05
应付账款周转率	1.56	1.34	1.41	1.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.59	2.12	2.64	3.12
每股经营现金流薄)	2.26	0.93	2.68	2.96
每股净资产	8.95	11.07	13.71	16.83
<b>估值比率</b>				
P/E	19.77	12.82	10.32	8.73
P/B	3.52	2.46	1.99	1.62
EV/EBITDA	17.17	11.98	7.91	5.15

## 分析师与研究助理简介

**姚天航**，传媒行业高级研究员，中南大学本科。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华安证券研究所。

**郑磊**，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020年加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。