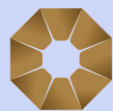


日期: 2021 年 04 月 30 日

行业: 传媒


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

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

基本数据 (2021.4.29)

报告日股价 (元)	21.72
12mth A 股价格区间 (元)	21.10-51.08
总股本 (百万股)	2217.86
无限售 A 股/总股本	66.27%
流通市值 (亿元)	319.20
每股净资产 (元)	4.09
PBR (X)	5.31

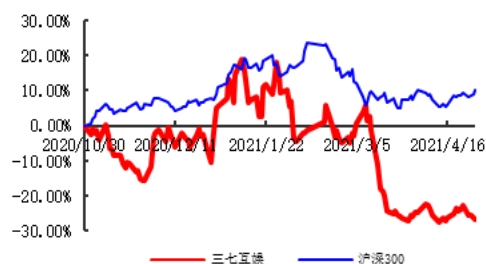
主要股东 (2021Q1)

李卫伟	16.30%
曾开天	11.06%
胡宇航	6.67%

收入结构 (2020Y)

移动游戏	92.33%
网页游戏	7.50%

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:

Q1 收入环比回升, 新游集中推广导致利润下滑

■ 公司动态事项

1. 公司公布了2020年年报, 全年实现营收144.00亿元, 同比增长8.86%; 实现归母净利润27.61亿元, 同比增长30.56%。
2. 公司公布2020年一季报, Q1实现营收38.18亿元, 同比减少12.09%; 实现归母净利润1.17亿元, 同比减少83.98%。

■ 事项点评

Q1 收入环比回升, 新产品前期推广费用高导致利润下滑

2020 年四个季度, 公司实现营收依次为 43.43、36.46、33.01 及 31.10 亿元, 呈环比下滑态势。一方面, 疫情红利在 2020Q1 后逐步消退; 另一方面, 2020 年是公司产品小年, 虽然年中也有如《云上城之歌》、《Puzzles & Survival》等新游表现较为出色, 但体量上和《精灵盛典》等老游戏相比仍有差距, 而老游戏流水随着运营时间的拉长收入贡献呈自然下滑态势, 双重因素共同导致了公司收入端连续多个季度的环比下滑。2021Q1, 公司收入同比小幅下滑, 环比增长 22.77%, 意味着公司开始进入新一轮产品周期。Q1 利润端有较大幅度滑坡主要是因为《荣耀大天使》、《绝世仙王》、《斗罗大陆:武魂觉醒》以及《Puzzles & Survival》等多款游戏处于集中推广期, 导致销售费用率同比上升 8.91 个百分点, 费用端严重承压。由于 Q1 上线的新游戏多为 ARPG、卡牌类产品, 这些品类产品的推广费用回收周期相对较短, 新游戏带来的利润在 Q2、Q3 有望得到部分体现。

强化研发投入, 推进多元化布局

公司继续强化研发投入, 2020 年, 公司研发投入达 11.13 亿元, 同比增长 36.66%; 研发人员增长至 2343 人, 同比增长 48.10%。公司继续推进多元化、全球化的产品战略, 2021 年预计有 50 余款代理+自研产品将陆续推出, 产品类别涉及 MMORPG、SLG、SRPG、模拟经营类、卡牌类等多个品类。近期的新产品中, 建议重点关注两款“斗罗”IP 卡牌游戏。其中 2D 卡牌的《斗罗大陆:武魂觉醒》在 3 月中旬上线后持续保持在 iOS 畅销榜 Top10, 流水表现出色; 另一款 3D 卡牌的《斗罗大陆:魂师对决》将于 6 月上线, 从宣传物料看, 游戏的场景及人物建模精度具备较高水平。

■ 投资建议

新产品投入产出错配导致公司短期业绩下滑，从新游戏近期的流水表现及新游上线计划推测，下半年公司利润端将回归同比正增长。而公司快速增长的研发团队有望为公司中长期的产品供给提供坚实的保障。预计 2021-2023 年归属于母公司股东净利润分别为 29.14 亿元、35.71 亿元和 43.17 亿元，EPS 分别为 1.31 元、1.61 元和 1.95 元，对应 PE 为 16.53、13.49 和 11.16 倍。**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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14399.70	18286.33	21656.10	25312.14
年增长率	8.86%	26.99%	18.43%	16.88%
归母净利润	2760.95	2913.55	3570.56	4317.17
年增长率	30.56%	5.53%	22.55%	20.91%
每股收益（元）	1.24	1.31	1.61	1.95
PE	17.45	16.53	13.49	11.16

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,226.31	1,970.62	3,903.02	6,408.07
应收和预付 款项	2,239.59	2,771.10	3,130.63	3,740.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1,773.67	1,773.67	1,773.67	1,773.67
流动资产合计	5,239.56	6,515.39	8,807.32	11,921.74
长期股权投资	360.57	360.57	360.57	360.57
投资性房地 产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和 在建工程	926.92	926.71	926.50	926.29
无形资产和 开发支出	2,697.50	2,697.50	2,697.50	2,697.50
其他非流动 资产	564.94	529.22	493.50	493.50
非流动资产 合计	4,549.92	4,513.99	4,478.06	4,477.85
资产总计	9,789.48	11,029.38	13,285.38	16,399.59
短期借款	889.32	0.00	0.00	0.00
应付和预收 款项	2,789.42	3,108.79	3,146.82	3,579.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	45.29	45.29	45.29	45.29
负债合计	3,724.03	3,154.08	3,192.11	3,624.57
股本	2,112.25	2,112.25	2,112.25	2,112.25
资本公积	114.69	114.69	114.69	114.69
留存收益	3,810.44	5,314.59	7,157.95	9,386.74
少数股东权 益	28.07	333.76	708.38	1,161.33
股东权益合 计	6,065.45	7,875.30	10,093.27	12,775.02
负债和股东 权益总计	9,789.48	11,029.38	13,285.38	16,399.59

现金流量表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现 金流	2,937.71	2,854.65	3,437.59	4,354.75
投资活动现 金流	(609.65)	200.00	200.00	200.00
融资活动现 金流	(2,628.35)	(2,310.34)	(1,705.19)	(2,049.71)
净现金流	(351.40)	744.31	1,932.40	2,505.05

数据来源：Wind 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,399.70	18,286.33	21,656.10	25,312.14
营业成本	1,757.78	2,337.24	2,733.74	3,166.22
营业税金及 附加	42.34	53.76	63.67	74.42
营业费用	8,212.94	10,697.50	12,517.22	14,427.92
管理费用	366.21	2,011.50	2,382.17	2,784.33
财务费用	(23.00)	(8.38)	(22.03)	(18.67)
资产减值损 失	(192.66)	0.00	0.00	0.00
投资收益	155.25	100.00	100.00	100.00
公允价值变 动损益	195.63	100.00	100.00	100.00
营业利润	3,255.95	3,554.70	4,361.32	5,277.91
营业外收支 净额	(6.98)	0.00	0.00	0.00
利润总额	3,248.97	3,554.70	4,361.32	5,277.91
所得税	213.14	335.47	416.13	507.79
净利润	3,035.83	3,219.23	3,945.19	4,770.12
少数股东损 益	274.88	305.69	374.62	452.95
归属母公司 股东净利润	2,760.95	2,913.55	3,570.56	4,317.17
财务比率分 析				
指标	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入增长 率	8.86%	26.99%	18.43%	16.88%
EBIT 增长率	20.04%	16.78%	21.67%	20.74%
净利润增长 率	30.56%	5.53%	22.55%	20.91%
毛利率	87.79%	87.22%	87.38%	87.49%
EBIT/总收 入	21.21%	19.50%	20.04%	20.70%
净利润率	20.10%	17.60%	18.22%	18.85%
资产负债率	39.93%	29.85%	24.89%	22.74%
流动比率	1.41	2.07	2.76	3.29
净资产收益 率（ROE）	43.39%	38.63%	38.05%	37.17%
总资产周转 率	1.54	1.73	1.69	1.59
应收账款周 转率	12.36	12.63	13.16	12.85

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。