

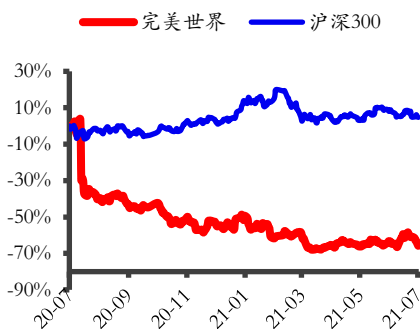
短期业绩压力释放，静待新一轮产品周期

投资评级：增持

报告日期：2021-07-12

收盘价 (元)	20.54
近 12 个月最高/最低 (元)	63.82/19.05
总股本 (百万股)	1939.97
流通股本 (百万股)	1827.22
流通股比例 (%)	94.19%
总市值 (亿元)	398.47
流通市值 (亿元)	375.31

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 7 月 9 日，公司披露 2021 年半年度业绩预告：2021 年 1 月 1 日至 6 月 30 日，公司归母净利润预计为 2.3-2.7 亿元，同比下降 -81.90%至-78.75%。

● 产品周期叠加海外疫情影响，致使公司 21Q2 业绩短期承压

公司 2021 年上半年预计实现归母净利润 2.3-2.7 亿元，同比下降 -81.90%至-78.75%，其中 21Q2 业绩同比降幅较大，主要原因系：1) **产品周期导致的销售费用前置**：MMOARPG 手游《战神遗迹》、回合制 MMORPG 手游《梦幻新诛仙》均于 21Q2 上线，上线前期均进入 iOS 畅销榜前 10 名，也均进行了大量市场推广，其买量成本一次性计入当期，致使销售费用高企；2) **疫情影响下海外项目关停**：由于疫情影响，公司与美国 Cryptic Studios 的合作进程受阻，导致二者联合研发的 MMORPG 端游《Magic: Legends》效果不及预期。因此，公司调整海外游戏业务布局，关停《Magic: Legends》项目组，产生了前期研发支出、用户充值返还、IP 方保底协议等多项一次性支出，共计 2.7 亿元；3) **去年疫情期间高基数**：2020 年上半年疫情期间，用户时长红利带来的“宅经济”使公司业绩处于高基数，随着疫情影响放缓、用户时长红利消退，叠加游戏生命周期影响，公司已上线游戏流水回落，导致 21H1 公司业绩同比波动较大。

● 《梦幻新诛仙》《幻塔》数据亮眼，年内业绩增量有望逐步释放

2021 年，公司自研自发的重磅新游戏《梦幻新诛仙》《幻塔》数据亮眼，均有望在年内贡献业绩增量。其中，**经典 IP 回合制 MMORPG 游戏《梦幻新诛仙》**已于 6 月 25 日上线，至今保持在 iOS 畅销榜前 5 名水平，流水累计超过 2.5 亿元。基于“诛仙”IP 的用户红利，以及精品化的游戏质量，《梦诛》**采取长线化的运营策略**，一方面，在“邀请制”等营销方式推动下，《梦诛》官网下载量占比近 80%，有望长期保持较高利润率；**另一方面**，通过游戏内容的丰富储备、以及运营活动的长线规划，《梦诛》生命周期定位于 5 年以上，有望成为公司新一代长线运营的精品游戏。此外，公司**首款开放世界二次元 MMORPG 游戏《幻塔》**将于 7 月 15 日进行付费内测，在前期宣发较少的情况下，全网预约量已达 600 万。**后续**，随着《梦诛》进入业绩回收期，以及《幻塔》上线贡献收入，公司有望在下半年迎来业绩释放。

● 年轻化、长线化战略清晰，明后年有望进入产品高频释放周期

自 2018 年起，公司开启游戏业务战略转型，明晰“年轻化、长线

化”的发展战略，**纵向深耕经典端游 IP**，通过 IP 续作的不断迭代，巩固公司在 MMORPG 品类的深厚优势；同时通过收购外部团队，**横向拓展二次元、卡牌等新品类，打开年轻化市场**。从行业层面来看，随着 Z 世代年轻群体成为主流游戏用户，叠加其消费力的进一步释放，公司战略迎合游戏用户代际更替趋势，有望把握消费者需求变化带来的细分品类新机遇。**从公司层面来看**，继《梦诛》《幻塔》之后，公司战略转型后的新一代产品将于 2022-2023 年集中上线，其释放频率较往年有望显著提升。其中，既包括《天龙八部 2》《新诛仙世界》等 MMO 品类的 IP 续作，也包括《一拳超人：世界》《黑猫奇闻社》等卡牌类年轻向新游，在公司长线化的运营策略下，有望驱动公司业绩进一步增长。

● 投资建议

我们认为，**中期来看**，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研发实力，实现端转手 IP 续作的稳定迭代，同时打造出差异化的年轻向手游作品，从而推动业绩持续增长。**长期来看**，基于十六年深厚的研发积淀，公司已形成“游戏引擎、研发团队、云游戏”共同驱动的工业化体系，有望实现优质游戏的稳定产出，为公司跨越下一个游戏产业升级周期、适应消费者需求变化打下坚实基础。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 126/152/169 亿元，同比增速分别为 22.9%/20.6%/11.2%；归母净利润分别为 21.6/29.8/32.2 亿元，同比增速分别为 39.7%/37.6%/8.0%。公司目前市值为 398.47 亿元，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	10225	12566	15158	16851
收入同比 (%)	27.2%	22.9%	20.6%	11.2%
归属母公司净利润	1549	2163	2975	3215
净利润同比 (%)	3.0%	39.7%	37.6%	8.0%
毛利率 (%)	60.3%	60.9%	61.0%	60.6%
ROE (%)	14.3%	16.2%	17.9%	16.0%
每股收益 (元)	0.80	1.11	1.53	1.66
P/E	36.96	18.42	13.39	12.39
P/B	5.28	2.99	2.40	1.98
EV/EBITDA	26.55	27.16	16.37	14.39

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	
流动资产	7885	9809	13480	17228	
现金	2943	4524	7542	10839	
应收账款	1299	1377	1661	1847	
其他应收款	72	69	83	92	
预付账款	331	393	473	531	
存货	1027	1243	1497	1681	
其他流动资产	2212	2203	2224	2238	
非流动资产	7622	9782	10083	10376	
长期投资	2768	2768	2768	2768	
固定资产	354	625	893	1162	
无形资产	190	242	256	289	
其他非流动资产	4310	6147	6165	6156	
资产总计	15507	19591	23563	27603	
流动负债	4204	3541	4252	4763	
短期借款	784	0	0	0	
应付账款	733	673	810	909	
其他流动负债	2687	2869	3443	3854	
非流动负债	121	2430	2430	2430	
长期借款	23	23	23	23	
其他非流动负债	98	2408	2408	2408	
负债合计	4325	5972	6683	7194	
少数股东权益	347	305	275	275	
股本	2012	2012	2012	2012	
资本公积	1962	1962	1962	1962	
留存收益	6862	9341	12631	16161	
归属母公司股东权益	10835	13314	16605	20135	
负债和股东权益	15507	19591	23563	27603	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	3693	1027	2131	2267	
净利润	1549	2163	2975	3215	
折旧摊销	197	111	123	117	
财务费用	134	19	1	1	
投资损失	-196	-897	-1082	-1202	
营运资金变动	1627	-222	58	60	
其他经营现金流	303	2237	2973	3232	
投资活动现金流	-453	-953	888	1030	
资本支出	-571	28	-194	-172	
长期投资	-28	0	0	0	
其他投资现金流	146	-981	1082	1202	
筹资活动现金流	-2794	1507	-1	-1	
短期借款	-355	-784	0	0	
长期借款	-203	0	0	0	
普通股增加	647	0	0	0	
资本公积增加	-364	0	0	0	
其他筹资现金流	-2520	2291	-1	-1	
现金净增加额	384	1581	3018	3297	

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	
营业收入	10225	12566	15158	16851	
营业成本	4057	4910	5911	6638	
营业税金及附加	32	47	54	60	
销售费用	1831	2890	3335	3707	
管理费用	757	1000	1123	1248	
财务费用	113	-79	-156	-239	
资产减值损失	-969	-71	-87	-79	
公允价值变动收益	-413	0	0	0	
投资净收益	196	897	1082	1202	
营业利润	1628	2346	3368	3676	
营业外收入	40	2	2	2	
营业外支出	12	0	0	0	
利润总额	1657	2426	3370	3678	
所得税	152	305	424	463	
净利润	1504	2121	2946	3215	
少数股东损益	-44	-42	-29	0	
归属母公司净利润	1549	2163	2975	3215	
EBITDA	2155	1441	2206	2281	
EPS (元)	0.80	1.11	1.53	1.66	

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	27.2%	22.9%	20.6%	11.2%
营业利润	21.4%	44.1%	43.6%	9.1%
归属于母公司净利	3.0%	39.7%	37.6%	8.0%
获利能力				
毛利率 (%)	60.3%	60.9%	61.0%	60.6%
净利率 (%)	15.1%	17.2%	19.6%	19.1%
ROE (%)	14.3%	16.2%	17.9%	16.0%
ROIC (%)	14.8%	7.3%	9.5%	8.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	27.9%	30.5%	28.4%	26.1%
净负债比率 (%)	38.7%	43.8%	39.6%	35.2%
流动比率	1.88	2.77	3.17	3.62
速动比率	1.55	2.31	2.71	3.15
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.64	0.64	0.61
应收账款周转率	7.87	9.13	9.13	9.13
应付账款周转率	5.53	7.30	7.30	7.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	1.11	1.53	1.66
每股经营现金流薄)	1.90	0.53	1.10	1.17
每股净资产	5.59	6.86	8.56	10.38
估值比率				
P/E	36.96	18.42	13.39	12.39
P/B	5.28	2.99	2.40	1.98
EV/EBITDA	26.55	27.16	16.37	14.39

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。