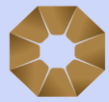


日期: 2021年07月16日

行业: 传媒


**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

**基本数据 (21Q1)**

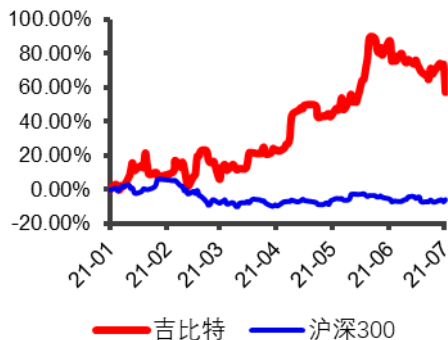
报告日股价 (元)	481.20
12mth A 股价格区间 (元)	296.34-671.60
总股本 (百万股)	71.86
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	345.81
每股净资产 (元)	58.16
PBR (X)	8.27
DPS (Y2020, 元)	12.00

**主要股东 (21Q1)**

卢竑岩	30.10%
陈拓琳	11.47%
香港中央结算有限公司	3.36%

**收入结构 (20Y)**

联合运营	43.43%
自主运营	43.69%
授权运营	8.82%

**最近 6 个月股票与沪深 300 比较**

# 多款新游上线带动业绩高增长

## ——2021 年中报业绩预告点评

**■ 公司动态事项:**

公司发布2021年中报业绩预告, 公司预计上半年归母净利润8.80亿元-9.08亿元, 同比增长60%-65%, 上半年归母扣非净利润6.86亿元-7.11亿元, 同比增长37.50%-42.50%。

**■ 事项点评:****《问道》系列表现稳健, 《一念逍遥》增厚上半年业绩。**

公司上半年业绩增长主要来自《问道》端游、《问道手游》的稳健表现, 《一念逍遥》等新游贡献新增利润, 同时本期转让厦门青瓷数码部分股权产生收益约1.67亿元。单季度来看, 21Q2归母扣非净利润为3.31-3.56亿元, 同比增长62.25%-74.51%。《问道手游》运营平稳, 期内开启5周年活动, 最高升至苹果商店畅销榜第七; 《一念逍遥》2月上线以来表现优异, 苹果商店畅销榜最高升至第五。公司自研实力进一步得到验证, 公司目前研发主要聚焦于MMORPG、放置挂机、SLG三大赛道, 看好公司未来在自研SLG方向取得突破。

**非精品不代理, 《摩尔庄园》火爆出圈。**

雷霆游戏坚持“精品化”路线, 目前公司运营的多款游戏均具有较高人气和口碑。《摩尔庄园》6月1日上线, 开服12小时新增用户数量超过700万, 同时在线用户数量超过100万。成为爆款出圈产品, 累计游戏用户量已突破三千万。6月在苹果商店游戏畅销榜平均排名为第7名。《摩尔庄园》为模拟休闲类游戏, 特点是高DAU低付费, 以便吸引更多的非核心用户, 优势是可带来长期的可持续付费转化。由于游戏仅上线一个月, 受流水递延结算及推广费用前置影响, 我们预计《摩尔庄园》对Q2利润贡献有限, 更多的盈利将体现在Q3之后。

**长线运营能力强, 后续项目储备丰富。**

公司目前实现了《问道手游》的长线运营, 还运营了《不思议迷宫》、《地下城堡2: 黑暗觉醒 (安卓版)》、《异化之地》等广受玩家好评的 Roguelike 类手游, 以及《一念逍遥》、《最强蜗牛 (港澳台版)》等放置挂机类手游。后续项目储备丰富, 包括《复苏的魔女》(7月已上线)、《冒险与深渊》(7月27日)、《军团》(8月上线)、《地下城堡 3: 魂之诗》、《世界弹射物语》、《石油大亨》、《恶魔秘境》等多款游戏。

### ■ 风险提示:

公司风险包括但不限于以下几点：业绩依赖少量核心游戏的风险；市场竞争加剧的风险；新游戏产品研发运营失败的风险。

### ■ 投资建议

**未来六个月，维持“增持”评级。**

公司目前核心产品《问道》端游、《问道手游》、《一念逍遥》等产品运营稳定，长线运营能力强。《摩尔庄园》上线后表现超预期，预计将从 Q3 开始贡献利润。我们看好公司研发运营实力以及在 roguelike、放置挂机、SLG 等细分类型的扩张，上调公司 21/22/23 年 EPS 分别为 22.56/25.99/29.93 元(原 EPS 分别为 19.85/22.65/25.33 元)，动态 PE 分别为 21.33/18.51/16.08 倍，维持公司“增持”评级。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2742.29	3914.02	4610.45	5364.81
年增长率	26.35%	42.73%	17.79%	16.36%
归属于母公司的净利润	1046.41	1621.54	1868.06	2150.67
年增长率	29.32%	54.96%	15.20%	15.13%
每股收益 (元)	14.580	22.564	25.994	29.927
PER (X)	33.80	21.33	18.51	16.08

注：有关指标按最新股本摊薄

**■ 附表**
**附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1721.69	3183.58	4564.40	6403.13
应收和预付款项	388.27	530.36	558.11	709.39
存货	0.00	0.78	0.17	0.94
其他流动资产	724.49	724.49	724.49	724.49
长期股权投资	545.30	545.30	545.30	545.30
投资性房地产	112.11	99.33	86.54	73.76
固定资产和在建工程	866.01	783.13	700.26	617.39
无形资产和开发支出	11.12	9.41	7.69	5.98
其他非流动资产	55.20	42.80	30.39	30.39
<b>资产总计</b>	<b>4617.01</b>	<b>6111.99</b>	<b>7410.19</b>	<b>9303.60</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收及款项	187.37	436.39	299.21	540.09
长期借款	6.95	6.95	6.95	6.95
其他负债	174.99	174.99	174.99	174.99
<b>负债合计</b>	<b>369.31</b>	<b>618.34</b>	<b>481.15</b>	<b>722.04</b>
股本	71.86	71.86	71.86	71.86
资本公积	1137.38	1137.38	1137.38	1137.38
留存收益	2593.72	3387.72	4302.43	5355.51
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3802.96</b>	<b>4596.96</b>	<b>5511.67</b>	<b>6564.76</b>
少数股东权益	444.73	896.69	1417.36	2016.80
<b>股东权益合计</b>	<b>4247.69</b>	<b>5493.65</b>	<b>6929.03</b>	<b>8581.56</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4617.01</b>	<b>6111.99</b>	<b>7410.19</b>	<b>9303.60</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1589.76</b>	<b>2230.43</b>	<b>2243.19</b>	<b>2809.11</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>409.12</b>	<b>4.22</b>	<b>4.22</b>	<b>4.22</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-548.95</b>	<b>-772.76</b>	<b>-866.59</b>	<b>-974.59</b>
<b>净现金流</b>	<b>1394.45</b>	<b>1461.89</b>	<b>1380.82</b>	<b>1838.73</b>

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2742.29</b>	<b>3914.02</b>	<b>4610.45</b>	<b>5364.81</b>
营业成本	383.91	566.36	692.70	809.80
营业税金及附加	18.16	25.92	30.53	35.53
营业费用	299.21	469.68	553.25	751.07
管理费用	234.99	335.40	395.08	459.72
财务费用	34.18	-43.75	-75.73	-111.95
资产减值损失	-0.75	-14.62	-14.62	-14.62
投资收益	114.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	66.82	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1562.47</b>	<b>2325.04</b>	<b>2679.23</b>	<b>3085.27</b>
营业外收支净额	-4.57	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1557.90</b>	<b>2325.04</b>	<b>2679.23</b>	<b>3085.27</b>
所得税	226.37	251.53	290.50	335.16
净利润	1331.53	2073.50	2388.74	2750.11
少数股东损益	285.12	451.96	520.67	599.44
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1046.41</b>	<b>1621.54</b>	<b>1868.06</b>	<b>2150.67</b>

**财务比率分析**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入增长率	26.35%	42.73%	17.79%	16.36%
EBIT 增长率	27.49%	50.37%	14.19%	14.26%
EBITDA 增长率	33.03%	46.51%	13.46%	13.16%
净利润增长率	29.32%	54.96%	15.20%	15.13%
毛利率	86.00%	85.53%	84.98%	84.91%
EBITDA/总收入	59.60%	61.18%	58.93%	57.30%
EBIT/总收入	55.06%	58.00%	56.23%	55.22%
销售净利率	47.70%	52.98%	51.81%	51.26%
资产负债率	8.35%	10.45%	6.67%	7.93%
流动比率	12.21	10.45%	6.67%	7.93%
速动比率	12.01	10.45%	6.67%	7.93%
总资产回报率 (ROA)	34.13%	38.35%	35.92%	32.51%
净资产收益率 (ROE)	26.90%	35.27%	33.89%	32.76%

## 分析师声明

滕文飞

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±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±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。