

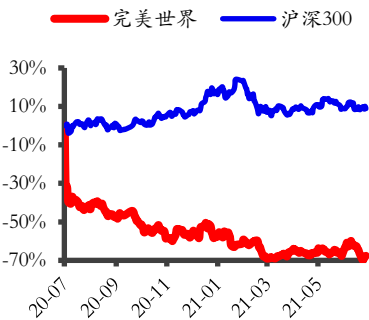
## 《幻塔》付费测试开启，游戏业务年轻化转型成果初显

投资评级：增持

报告日期：2021-07-19

收盘价 (元)	20.15
近 12 个月最高/最低 (元)	63.82/18.91
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)	390.90
流通市值 (亿元)	368.19

### 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：

#### ● 《幻塔》开启付费测试，玩法、运营创新破圈年轻用户

2021年7月15日，由完美世界旗下 Hotta Studio 研发的二次元开放世界 MMORPG 游戏《幻塔》开启付费测试，并有望于年内全平台上线。截至7月18日，《幻塔》官网预约量超过580万人，TapTap 预约量近100万人、评论数1.6万条，全网关注度较高。从公司战略来看，自2018年起，公司收购多个年轻游戏团队，开启围绕“年轻化、长线化”的游戏业务战略转型，其成果从2021年开始将逐步释放。在回合制 MMO 游戏《梦幻新诛仙》于6月底上线、并取得亮眼成绩之后，《幻塔》将是公司战略转型更为深化的体现，有望通过玩法、运营的多面创新，实现从传统 MMO 玩家向更年轻用户群体的破圈。

#### ● 玩法层面稳中求变，差异化内容吸引年轻玩家

核心玩法上，《幻塔》的设计思路仍以经典的 MMO 架构为主，包括社交系统、玩家公会、角色捏脸等，其数值体系和商业化逻辑也基于“装备获取及养成”展开。但在此之上，相较于国内传统 MMO 游戏，《幻塔》引入了丰富的年轻化元素：一方面，《幻塔》在公司擅长的经典 MMORPG 玩法之上，引入了基于开放世界大地图的单人探索玩法，为玩家提供了社交性较弱、自由度较高、相对休闲的玩法选择，提升年轻用户对 MMO 游戏的接受度；另一方面，从视觉效果来看，《幻塔》是公司首款 UE4 引擎作品，并于2020年进行了视觉效果的全面升级，其改版后的人物造型更为契合 Z 世代群体的“二次元”审美，场景设计则更为贴近“废土轻科幻”的世界观设定，与国内以仙侠风为主的 MMO 游戏形成差异化。

#### ● 运营层面细水长流，品牌营销实现破圈效应

运营层面，《幻塔》的运营思路也显著不同于公司此前经典 IP MMO 游戏的买量模式，而是采取了以品牌营销为主的年轻化营销方式。自2020年6月起，公司在哔哩哔哩、TapTap 等 Z 世代社区，以宣传片、社区运营等方式与玩家进行频繁互动，提前培育核心用户。截至7月18日，《幻塔》在哔哩哔哩的实机演示视频播放量超过170万次，TapTap 预约量近100万人、评论数1.6万，创公司自研游戏的历史新高，引发“出圈”效应。一方面，公司通过早期的内容投放和用户积累，将在一定程度上减少游戏上线初期的买量费用；另一方面，基于品牌认可度而积累的用户粘性更高，将为游戏的长线运营夯实基础。

整体而言，从此次付费测试情况来看，《幻塔》的游戏质量、创新程度、研发进度、用户基础均符合预期，有望于上线后带来年内业绩增量，进一步验证公司年轻化战略转型成果。

**● 新产品周期已然开启，关注明后年公司游戏业务产能的集中释放**  
 《梦幻新诛仙》之后，《幻塔》将正式开启公司战略转型后的产品新周期。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、同时研发高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 390.9 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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7885	9809	13480	17228	<b>营业收入</b>	10225	12566	15158	16851
现金	2943	4524	7542	10839	营业成本	4057	4910	5911	6638
应收账款	1299	1377	1661	1847	营业税金及附加	32	47	54	60
其他应收款	72	69	83	92	销售费用	1831	2890	3335	3707
预付账款	331	393	473	531	管理费用	757	1000	1123	1248
存货	1027	1243	1497	1681	财务费用	113	-79	-156	-239
其他流动资产	2212	2203	2224	2238	资产减值损失	-969	-71	-87	-79
<b>非流动资产</b>	7622	9782	10083	10376	公允价值变动收益	-413	0	0	0
长期投资	2768	2768	2768	2768	投资净收益	196	897	1082	1202
固定资产	354	625	893	1162	<b>营业利润</b>	1628	2346	3368	3676
无形资产	190	242	256	289	营业外收入	40	2	2	2
其他非流动资产	4310	6147	6165	6156	营业外支出	12	0	0	0
<b>资产总计</b>	15507	19591	23563	27603	<b>利润总额</b>	1657	2426	3370	3678
<b>流动负债</b>	4204	3541	4252	4763	所得税	152	305	424	463
短期借款	784	0	0	0	<b>净利润</b>	1504	2121	2946	3215
应付账款	733	673	810	909	少数股东损益	-44	-42	-29	0
其他流动负债	2687	2869	3443	3854	<b>归属母公司净利润</b>	1549	2163	2975	3215
<b>非流动负债</b>	121	2430	2430	2430	EBITDA	2155	1441	2206	2281
长期借款	23	23	23	23	EPS (元)	0.80	1.11	1.53	1.66
其他非流动负债	98	2408	2408	2408					
<b>负债合计</b>	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					
<b>负债和股东权益</b>	15507	19591	23563	27603					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	3693	1027	2131	2267	<b>成长能力</b>				
净利润	1549	2163	2975	3215	营业收入	27.2%	22.9%	20.6%	11.2%
折旧摊销	197	111	123	117	营业利润	21.4%	44.1%	43.6%	9.1%
财务费用	134	19	1	1	归属于母公司净利	3.0%	39.7%	37.6%	8.0%
投资损失	-196	-897	-1082	-1202	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	1627	-222	58	60	毛利率 (%)	60.3%	60.9%	61.0%	60.6%
其他经营现金流	303	2237	2973	3232	净利率 (%)	15.1%	17.2%	19.6%	19.1%
<b>投资活动现金流</b>	-453	-953	888	1030	ROE (%)	14.3%	16.2%	17.9%	16.0%
资本支出	-571	28	-194	-172	ROIC (%)	14.8%	7.3%	9.5%	8.3%
长期投资	-28	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	146	-981	1082	1202	资产负债率 (%)	27.9%	30.5%	28.4%	26.1%
<b>筹资活动现金流</b>	-2794	1507	-1	-1	净负债比率 (%)	38.7%	43.8%	39.6%	35.2%
短期借款	-355	-784	0	0	流动比率	1.88	2.77	3.17	3.62
长期借款	-203	0	0	0	速动比率	1.55	2.31	2.71	3.15
普通股增加	647	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-364	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.64	0.64	0.61
其他筹资现金流	-2520	2291	-1	-1	应收账款周转率	7.87	9.13	9.13	9.13
<b>现金净增加额</b>	384	1581	3018	3297	应付账款周转率	5.53	7.30	7.30	7.30

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 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。