



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

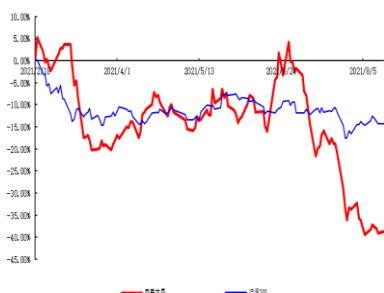
买入 (维持)

行业： 传媒行业
日期： 2021年08月18日
分析师： 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.com
SAC 编号: S0870518110001

基本数据 (2021.8.17)

| | |
|-------------------|-------------|
| 报告日股价 (元) | 14.66 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 14.20-38.82 |
| 总股本 (百万股) | 1940 |
| 无限售 A 股/总股本 | 94.2% |
| 流通市值 (亿元) | 267.88 |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

多重因素导致短期业绩承压， 新品表现强劲下半年业绩有望充分释放

■ 公司动态事项

公司公布了2021年半年报，上半年实现营收42.07亿元，同比减少18.22%；实现归母净利润2.58亿元，同比减少79.72%。

■ 事项点评

多因素导致 Q2 出现亏损

公司 Q2 实现营收 19.76 亿元，同比减少 23.10%；归母净利润 -2.07 亿元，短期业绩出现亏损。造成亏损的原因包括：1、关停不达预期的《Magic》项目组，产生一次性亏损 2.7 亿元；2、推广开支前置，公司 Q2 推广费用较 Q1 环比增长约 3 亿元，主要为《战神遗迹》及《梦幻新诛仙》的市场推广费用，而新游戏的充值收入大部分递延至后期；3、疫情红利消退，老游戏流水下滑，同时，本期重磅新游戏主要于上半年末上线，其在上半年贡献的收入不足以弥补缺口，导致上半年手游业务收入同比下滑 38%。

《梦幻新诛仙》首月流水破 5 亿，《幻塔》蓄势待发

新游戏《梦幻新诛仙》于6月25日上线，上线前30日流水破5亿，有望成为下半年游戏业务主要业绩增量。游戏上线至今仍维持在iOS畅销榜10+，彰显长线运营潜力。《幻塔》于7月完成付费测试，游戏的预约量破千万，在玩家间有着较高的关注度，预计年内上线。公司还储备有《完美世界：诸神之战》（付费测试完成）、《天龙八部2》、《一拳超人：世界》等游戏，也有望年内上线。

影视业务恢复稳健发展，确认多部剧集收入

上半年公司影视业务回归正轨，实现收入7.29亿元，与去年同期基本持平。公司加快推进库存项目的发行和排播，新项目开机也更加聚焦高确定性的赛道。上半年，公司确认了《上阳赋》、《暴风眼》等近十部剧集收入，同时对部分影视存货的跌价准备进行了转回。

■ 盈利预测

虽然公司短期业绩承压，但下半年在《梦幻新诛仙》、《幻塔》的助力下业绩大概率恢复正增长。从长远看，公司在 MMORPG 领域竞争力强，新品类拓张卓有成效，新组建研发团队产品及老 IP 迭代产

品有望于未来两年内陆续上线，有望推动公司业绩持续增长。预计2021-2023年归属于母公司股东净利润分别为18.65亿元、27.21亿元和32.53亿元，EPS分别为0.96元、1.40元和1.68元，对应PE为15.25、10.45和8.74倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

游戏及影视产品上线时间延后；行业竞争进一步加剧；新产品表现不及预期；政策风险；资产减值风险

■ 数据预测与估值：

| 至12月31日(¥.百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 10224.77 | 11668.25 | 14208.55 | 16367.37 |
| 年增长率 | 27.19% | 14.12% | 21.77% | 15.19% |
| 归母净利润 | 1548.50 | 1865.08 | 2720.80 | 3253.49 |
| 年增长率 | 3.04% | 20.44% | 45.88% | 19.58% |
| 每股收益(元) | 0.80 | 0.96 | 1.40 | 1.68 |
| PE | 18.37 | 15.25 | 10.45 | 8.74 |

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表
资产负债表（单位：百万元）

| 指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 2,813.95 | 3,820.24 | 5,548.86 | 7,276.90 |
| 应收和预付款项 | 1,814.52 | 2,546.91 | 2,777.95 | 3,673.80 |
| 存货 | 1,027.19 | 832.77 | 1,034.97 | 1,304.65 |
| 其他流动资产 | 2,099.72 | 2,099.72 | 2,099.72 | 2,099.72 |
| 流动资产合计 | 7,755.37 | 9,299.64 | 11,461.50 | 14,355.07 |
| 长期股权投资 | 2,768.08 | 2,838.08 | 2,978.08 | 3,118.08 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 629.03 | 491.92 | 354.81 | 217.70 |
| 无形资产 | 691.37 | 562.42 | 433.47 | 392.28 |
| 其他非流动资产 | 1,436.31 | 1,426.70 | 1,417.09 | 1,417.09 |
| 非流动资产合计 | 5,524.79 | 5,319.12 | 5,183.44 | 5,145.14 |
| 资产总计 | 13,280.16 | 14,618.75 | 16,644.94 | 19,500.21 |
| 短期借款 | 784.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 1,198.83 | 1,894.22 | 1,811.87 | 2,129.76 |
| 长期借款 | 22.57 | 22.57 | 22.57 | 22.57 |
| 其他负债 | 92.29 | 92.29 | 92.29 | 92.29 |
| 负债合计 | 2,097.77 | 2,009.08 | 1,926.74 | 2,244.62 |
| 股本 | 2,011.66 | 2,011.66 | 2,011.66 | 2,011.66 |
| 资本公积 | 1,945.84 | 1,945.84 | 1,945.84 | 1,945.84 |
| 留存收益 | 6,877.81 | 8,341.66 | 10,477.14 | 13,030.70 |
| 少数股东权益 | 347.07 | 310.50 | 283.57 | 267.38 |
| 股东权益合计 | 11,182.39 | 12,609.67 | 14,718.21 | 17,255.59 |
| 负债和股东权益 | 13,280.16 | 14,618.75 | 16,644.94 | 19,500.21 |
| 现金流量表（单位：百万元） | | | | |
| 指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 3,752.53 | 2,011.69 | 2,102.96 | 2,204.02 |
| 投资活动现金流 | (453.06) | 177.15 | 177.15 | 177.15 |
| 融资活动现金流 | (2,794.36) | (1,182.54) | (551.49) | (653.12) |
| 净现金流 | 443.62 | 1,006.29 | 1,728.62 | 1,728.04 |

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 | 10,224.77 | 11,668.25 | 14,208.55 | 16,367.37 |
| 营业成本 | 4,057.03 | 4,649.89 | 5,603.22 | 6,433.95 |
| 营业税金及附加 | 31.90 | 36.41 | 44.34 | 51.07 |
| 营业费用 | 1,831.09 | 2,333.65 | 2,770.67 | 2,946.13 |
| 管理费用 | 757.41 | 2,683.70 | 3,267.97 | 3,846.33 |
| 财务费用 | 112.54 | 47.24 | 16.17 | 3.20 |
| 资产减值损失 | (969.46) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 195.69 | 220.00 | 290.00 | 290.00 |
| 公允价值变动损益 | 412.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1,628.30 | 1,967.36 | 2,916.20 | 3,516.69 |
| 营业外收支净额 | 28.23 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 利润总额 | 1,656.54 | 1,997.36 | 2,946.20 | 3,546.69 |
| 所得税 | 152.25 | 168.85 | 252.34 | 309.39 |
| 净利润 | 1,504.29 | 1,828.51 | 2,693.86 | 3,237.30 |
| 少数股东损益 | (44.22) | (36.57) | (26.94) | (16.19) |
| 归属母公司股东净利润 | 1,548.50 | 1,865.08 | 2,720.80 | 3,253.49 |
| 财务比率分析 | | | | |
| 指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 总收入增长率 | 27.19% | 14.12% | 21.77% | 15.19% |
| EBIT 增长率 | 8.51% | 25.27% | 46.01% | 20.17% |
| 净利润增长率 | 3.04% | 20.44% | 47.33% | 20.17% |
| 毛利率 | 60.32% | 60.15% | 60.56% | 60.69% |
| EBIT/总收入 | 15.57% | 17.09% | 20.50% | 21.38% |
| 净利润率 | 13.67% | 15.67% | 18.96% | 19.78% |
| 资产负债率 | 17.06% | 14.74% | 12.31% | 12.12% |
| 流动比率 | 380 | 4.77 | 6.13 | 6.57 |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.31% | 15.16% | 18.85% | 19.15% |
| 存货周转率 | 3.95 | 5.58 | 5.41 | 4.93 |
| 应收账款周转率 | 7.24 | 6.07 | 6.30 | 5.57 |

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指数表现的看法。

| | |
|-----|--|
| 买入 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 5-20% |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±5%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 5%以上 |
| 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |

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指数表现的看法。

| | |
|----|-----------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数 |
| 中性 | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平 |
| 减持 | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数 |

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

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。