

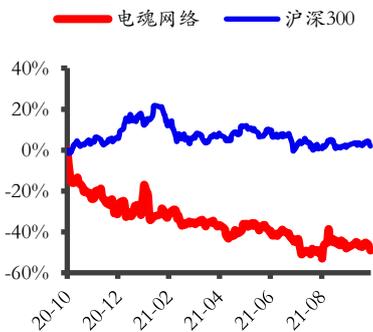
《梦三国》表现稳健，入选亚运会彰显影响力

投资评级：增持

报告日期：2021-10-31

收盘价 (元)	23.65
近 12 个月最高/最低 (元)	43.09/19.79
总股本 (百万股)	246.72
流通股本 (百万股)	242.06
流通股比例 (%)	98.11%
总市值 (亿元)	58.35
流通市值 (亿元)	57.25

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 10 月 28 日，公司发布 2021 年三季度报告。2021 年前三季度，公司实现营业收入 7.65 亿元，同比增长 3.90%；归母净利润 2.85 亿元，同比下降-7.95%。其中，2021Q3 公司实现营业收入 2.57 亿元，同比下降-1.76%；归母净利润 0.77 亿元，同比下降-22.73%。

● 《梦三国》产品线表现稳健，入选亚运会彰显影响力

公司 2021 年前三季度实现营业收入 7.65 亿元，同比增长 3.90%；归母净利润 2.85 亿元，同比下降-7.95%。主要原因系：1) **《梦三国》产品线表现稳健：端游方面**，公司主力产品《梦三国》端游作为第一批国产 MOBA 类游戏，上线十余年来表现稳健，2021H1 贡献营业收入 2.56 亿元，同比增长 10.8%，验证公司长线运营能力。同时，9 月 8 日，《梦三国 2》正式入选亚运会电子竞技项目，将与《王者荣耀》《英雄联盟》等 8 个电竞项目共同列入 2022 年杭州亚运会，有望借全民体育赛事之机进一步扩大影响力；**手游方面**，《梦三国手游》目前处于 iOS 畅销榜 100-300 名区间内，表现较为稳定。2) **2021 前三季度新游上线较少**：2021 年前三季度，公司上线新游较少，而去年自研自发的二次元 ARPG 手游《解神者》、以及由腾讯独代的武侠沙盒类 RPG 手游《我的侠客》流水表现均有回落，对公司业绩贡献有限。

● 研发投入持续增长，多款新游有望推出

研发投入方面，公司近年来持续加码游戏自研，2021 年前三季度研发费用率同增 4pct 至 20.1%，保持行业较高水平。**游戏产品线方面**，自 2020 年 Q4 起，公司接连上线《解神者》、《我的侠客》等多款手游新作，进入新一轮产品周期。2021 年，公司主要产品包括多人对战类手游《野蛮人大作战 2》，该游戏已取得版号，定位于全球发行，有望继承前作优良水准、实现高口碑向高回报转化；此外，子公司厦门游动亦有多款宫廷养成类手游有望在海外市场陆续上线。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 10.5/12.7/13.9 亿元，同比增长 2.7%/20.7%/9.6%；归母净利润分别为 4.21/5.02/5.66 亿元，同比增长 6.5%/19.4%/12.8%。EPS 分别为 1.70/2.03/2.28，对应 PE 分别为 16.05X/13.44X/11.92X。维持“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	1024	1052	1269	1391
收入同比 (%)	47.0%	2.7%	20.7%	9.6%
归属母公司净利润	395	421	502	566
净利润同比 (%)	73.1%	6.5%	19.4%	12.8%
毛利率 (%)	86.1%	84.6%	83.5%	83.1%
ROE (%)	17.8%	15.9%	16.0%	15.3%
每股收益 (元)	1.59	1.70	2.03	2.28
P/E	19.77	16.05	13.44	11.92
P/B	3.52	2.56	2.15	1.82
EV/EBITDA	17.17	15.73	11.45	8.60

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	2077	2258	3074	3909	
现金	770	960	1740	2560	
应收账款	125	108	142	154	
其他应收款	7	14	14	15	
预付账款	5	7	9	10	
存货	0	0	1	1	
其他流动资产	1169	1169	1169	1169	
非流动资产	939	809	613	405	
长期投资	74	74	74	74	
固定资产	407	330	214	93	
无形资产	19	13	4	-6	
其他非流动资产	439	392	321	244	
资产总计	3016	3067	3687	4314	
流动负债	747	375	491	548	
短期借款	7	0	0	0	
应付账款	91	121	149	168	
其他流动负债	648	254	342	380	
非流动负债	10	10	10	10	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	10	10	10	10	
负债合计	757	386	501	558	
少数股东权益	39	41	44	46	
股本	248	248	248	248	
资本公积	986	986	986	986	
留存收益	986	1407	1909	2475	
归属母公司股东权益	2220	2641	3143	3709	
负债和股东权益	3016	3067	3687	4314	

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	560	-10	494	510	
净利润	395	421	502	566	
折旧摊销	20	-18	-27	-30	
财务费用	11	0	0	0	
投资损失	-46	-59	-63	-71	
营运资金变动	163	-361	73	35	
其他经营现金流	251	789	439	542	
投资活动现金流	9	208	286	310	
资本支出	-83	149	223	238	
长期投资	88	0	0	0	
其他投资现金流	5	59	63	71	
筹资活动现金流	-24	-8	0	0	
短期借款	7	-7	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	4	0	0	0	
资本公积增加	97	0	0	0	
其他筹资现金流	-132	0	0	0	
现金净增加额	527	190	780	820	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	1024	1052	1269	1391	
营业成本	142	162	209	235	
营业税金及附加	9	9	11	12	
销售费用	230	210	254	278	
管理费用	87	116	127	125	
财务费用	5	-8	-14	-23	
资产减值损失	-8	-5	-7	-8	
公允价值变动收益	-7	0	0	0	
投资净收益	46	59	63	71	
营业利润	446	467	558	629	
营业外收入	11	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	454	467	558	629	
所得税	42	44	53	60	
净利润	412	423	505	569	
少数股东损益	17	2	3	3	
归属母公司净利润	395	421	502	566	
EBITDA	410	368	438	487	
EPS (元)	1.59	1.70	2.03	2.28	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	47.0%	2.7%	20.7%	9.6%	
营业利润	74.2%	4.7%	19.5%	12.7%	
归属于母公司净利	73.1%	6.5%	19.4%	12.8%	
获利能力					
毛利率 (%)	86.1%	84.6%	83.5%	83.1%	
净利率 (%)	38.6%	40.0%	39.6%	40.7%	
ROE (%)	17.8%	15.9%	16.0%	15.3%	
ROIC (%)	15.6%	13.0%	13.2%	12.5%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.1%	12.6%	13.6%	12.9%	
净负债比率 (%)	33.5%	14.4%	15.7%	14.9%	
流动比率	2.78	6.02	6.27	7.13	
速动比率	2.77	6.00	6.25	7.11	
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.34	0.34	0.32	
应收账款周转率	8.16	9.74	8.96	9.05	
应付账款周转率	1.56	1.34	1.41	1.40	
每股指标 (元)					
每股收益	1.59	1.70	2.03	2.28	
每股经营现金流薄)	2.26	-0.04	1.99	2.06	
每股净资产	8.95	10.65	12.67	14.96	
估值比率					
P/E	19.77	16.05	13.44	11.92	
P/B	3.52	2.56	2.15	1.82	
EV/EBITDA	17.17	15.73	11.45	8.60	

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、中港证券，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。