业绩符合预期 期待 Q4 新游表现

——2020 年三季报点评

增持 ——维持

日期：2020 年 10 月 23 日

行业：传媒

分析师： 滕文飞
Tel： 021-53686151
E-mail： tengwenfei@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120025

基本数据（20Q3）

报告日股价（元）	457.17
12mth A 股价格区间（元）	255.58-671.60
总股本（百万股）	71.86
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	329.16
每股净资产（元）	49.32
PBR（X）	9.27
DPS（Y2019，元）	5.00

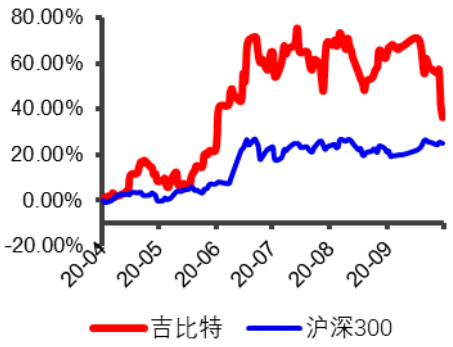
主要股东（20Q3）

卢竑岩	30.10%
陈拓琳	11.47%
香港中央结算有限公司	5.03%

收入结构（2019Y）

联合运营	49.73%
自主运营	40.57%
授权运营	9.54%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：TWF20-CT10

■ 公司动态事项：

公司发布2020年三季报，2020年前三季度公司实现营业收入20.50亿元，较上年同期增长31.79%；归属于上市公司股东的净利润为7.95亿元，较上年同期增长18.62%；基本每股收益11.07元。

■ 事项点评：

业绩稳健增长，《最强蜗牛》贡献增量。

公司2020年三季报业绩基本符合预期。分季度看，第三季度公司收入6.40亿元，同比增长32.20%，归母净利润2.45亿元，同比增长19.65%。公司收入增速高于行业平均水平，主要系《问道手游》收入增长及《最强蜗牛》（港澳台版）、《不朽之旅》等新游戏上线贡献。净利润增速小于营业收入增长，主要系《最强蜗牛》营销推广投入较大；二季度开始外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销；对外投资业务根据投资标的情况预提业绩奖金。

四季度新游储备丰富，看好《摩尔庄园》。

目前公司成功运营《问道手游》、《奇葩战斗家》、《末日希望（Fury Survivor）》、《匠木》等不同题材产品，还推出了《不思议迷宫》、《地下城堡2：黑暗觉醒（安卓版）》、《异化之地》、《贪婪洞窟2》、《伊洛纳》、《失落城堡》等广受玩家好评的Roguelike类手游。

四季度公司储备有《摩尔庄园》、《巨像骑士团》、《摸金校尉之九幽将军》、《一念逍遥》、《石油大亨》等多款待上线游戏，游戏产品线进一步得到扩张。其中《摩尔庄园》官网预约超过450万，值得期待。同时公司继续通过吉相资本，根据战略发展需要，通过股权投资、产业并购等方式延展相关产业链。

■ 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。

我们维持公司 20、21 年 EPS 分别为 14.85、17.20 元，以 10 月 23 日收盘价 457.17 元计算，动态 PE 分别为 30.80 倍和 26.59 倍。WIND 游戏行业上市公司 20、21 年预测市盈率中值为 31.42 和 16.89 倍。公司的估值高于游戏行业市盈率中值。

公司目前核心产品《问道》端游、《问道手游》、《不思议迷宫》、《最强蜗牛》等产品运营稳定，长线运营能力强。我们看好公司研发实力以及在 roguelike 游戏类型方面的优势，预计海外发行市场也将持续取得突破，维持公司“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2170.37	2688.62	3063.51	3500.21
年增长率	31.16%	23.88%	13.94%	14.25%
归属于母公司的净利润	809.19	1066.80	1235.70	1436.34
年增长率	11.93%	31.84%	15.83%	16.24%
每股收益（元）	11.28	14.845	17.195	19.987
PER（X）	40.53	30.80	26.59	22.87

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	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	453.61	1310.49	2437.78	3557.51
应收和预付款项	282.98	472.89	392.48	599.57
存货	0.53	0.80	0.86	1.16
其他流动资产	1366.16	1366.16	1366.16	1366.16
长期股权投资	322.22	322.22	322.22	322.22
投资性房地产	42.20	37.25	32.29	27.33
固定资产和在建工程	984.88	880.82	776.76	672.69
无形资产和开发支出	17.08	14.83	12.58	10.33
其他非流动资产	50.11	40.65	31.19	31.19
资产总计	3965.74	4892.09	5818.29	7034.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收及款项	198.53	306.66	285.09	399.26
长期借款	35.31	35.31	35.31	35.31
其他负债	296.78	296.78	296.78	296.78
负债合计	530.62	638.75	617.18	731.35
股本	71.88	71.88	71.88	71.88
资本公积	1079.73	1079.73	1079.73	1079.73
留存收益	1919.38	2388.71	2932.35	3564.27
归属母公司股东权益	3070.99	3540.32	4083.97	4715.88
少数股东权益	364.12	713.02	1117.15	1586.89
股东权益合计	3435.11	4253.34	5201.11	6302.78
负债和股东权益合计	3965.74	4892.09	5818.29	7034.13

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1294.38	1432.41	1775.08	1854.61
投资活动现金流	-159.97	4.13	4.13	4.13
融资活动现金流	-851.02	-579.65	-651.92	-739.01
净现金流	290.72	856.89	1127.29	1119.72

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2170.37	2688.62	3063.51	3500.21
营业成本	205.32	276.78	345.99	420.02
营业税金及附加	13.98	17.32	19.73	22.55
营业费用	225.10	278.84	317.73	363.02
管理费用	185.22	229.45	261.44	298.71
财务费用	-17.02	-18.02	-40.80	-66.61
资产减值损失	-68.50	0.00	0.00	0.00
投资收益	31.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	12.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	1230.26	1604.04	1858.75	2161.32
营业外收支净额	-0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	1230.24	1604.04	1858.75	2161.32
所得税	164.01	188.36	218.92	255.23
净利润	1066.23	1415.69	1639.83	1906.09
少数股东损益	257.04	348.89	404.13	469.75
归属母公司净利润	809.19	1066.80	1235.70	1436.34

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	31.16%	23.88%	13.94%	14.25%
EBIT 增长率	15.15%	33.95%	14.65%	15.25%
EBITDA 增长率	18.08%	38.93%	13.61%	13.81%
净利润增长率	11.93%	31.84%	15.83%	16.24%
毛利率	90.54%	89.71%	88.71%	88.00%
EBITDA/总收入	56.61%	63.49%	63.30%	63.06%
EBIT/总收入	54.56%	59.00%	59.36%	59.88%
销售净利率	48.06%	52.65%	53.53%	54.46%
资产负债率	15.08%	14.37%	11.49%	11.10%
流动比率	4.61	5.58	7.73	8.41
速动比率	4.42	5.42	7.57	8.27
总资产回报率(ROA)	33.64%	35.68%	33.85%	31.81%
净资产收益率（ROE）	25.59%	30.13%	30.26%	30.46%

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所

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。