投资评级 优于大市 维持

股票数据

10 月 28 日收盘价(元)	28.78
52 周股价波动（元）	22.60-36.54
总股本/流通 A 股（百万股）	1293/1160
总市值/流通市值（百万元）	37204/33383

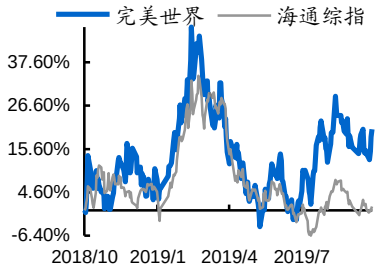
相关研究

《利润超此前预告上限，游戏大年持续验证》2019.08.11

《19 年 Q1 业绩亮眼，游戏+影视后续产品储备丰富》2019.05.04

《前三季度营收利润维持稳定，全年归母净利指引同比+10~30%》2018.11.02

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	1.3	4.3	18.9
相对涨幅（%）	-0.6	1.0	17.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪
Tel:(010)58067907
Email:myc11153@htsec.com
证书:S0850518080001

分析师:郝艳辉
Tel:(010)58067906
Email:hyh11052@htsec.com
证书:S0850516070004

分析师:孙小雯
Tel:(021)23154120
Email:sxw10268@htsec.com
证书:S0850517080001

分析师:陈星光
Tel:(021)23219104
Email:cxg11774@htsec.com
证书:S0850519070002

三季度扣非归母净利稳健增长，后续产品储备丰富

投资要点：

- **单 Q3 营收同比环比有所提升，扣非归母净利仍维持稳健增长。**公司 1~9 月实现营收 58.12 亿元（YOY+5.43%，公司于 2018 年 8 月转让院线业务后院线收入不再纳入合并范围，剔除此影响后 YOY+16.10%），实现归母净利润 14.76 亿元（+12%），实现扣非归母净利 14.2 亿元（+28.47%）；其中单 Q3 实现营收 21.56 亿元（YOY+16.77%，QOQ+33.52%），实现归母净利 4.55 亿元（YOY-15.00%，扣非 YOY+12.13%）。去年 Q3 由于确认祖龙股权及环球影业片单投资收益基数较高，扣非角度看经营性业绩增长仍然较为稳健。前三季度业绩稳健增长我们判断为上半年上线的手游《完美世界》、《云梦四时歌》等贡献，影视业务由于行业景气度原因预计对整体业绩贡献有限。

- **盈利能力稳定，现金流出色，新游戏上线导致 Q3 销售费用有明显提升。**公司前三季度毛利率、净利率分别为 65.68%和 25.14%，同比分别上升 6.05pct 和 0.23pct；公司前三季度经营现金流净额达 8.2 亿元，现金净流入大幅增加；单 Q3 销售费用率达 22.3%，环比 Q2 上升 12pct，较去年同期上升 8pct，我们判断 Q3 销售费用大幅上升的主要原因为公司自研自发手游《神雕侠侣 2》三季度上线运营推广所致，该游戏上线以来的表现出色，我们认为也是公司今年对游戏买量运营能力的一个展现。而由于公司自研产品的递延规则，我们预计该产品对三季度业绩贡献有限，Q3 公司其他流动负债为 14.1 亿元环比 Q2 提升 28%，递延收入未来有望确认。

- **四季度公司将迎来新的游戏产品周期。**由公司研发、腾讯代理发行的沙盒进化 MMO 手游《我的起源》已定档 11 月中旬正式上线，目前官网已有超过 1353 万玩家预约，我们认为该品类的独特玩法和题材定位有望创造惊喜表现；同时公司自研自发 IP 手游《新笑傲江湖》已于 10 月拿到版号，我们预计也有望年内实现上线，两大新游戏的后续表现值得期待。此外公司还有《梦间集天鹅座》（已有版号）、《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等重点游戏在研发中，后续产品储备丰富，明年游戏业务整体仍有望维持稳健增长预期；影视业务方面，我们判断行业将逐步走出低谷，未来有望出现边际改善，公司投拍和储备的电视剧项目确认节奏也有望加快。

- **盈利预测。**我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.60 元、1.88 元和 2.17 元。参考可比公司 2019 年 PE 一致预期，考虑公司游戏+影视的龙头地位，以及各项业务布局的全面性。我们给予公司 2019 年 18~22 倍 PE，对应合理价值区间 28.8~35.2 元，维持优于大市评级。

- **风险提示。**手游延期及表现不及预期，影视行业竞争加剧，海外市场拓展不利。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7930	8034	8495	9976	11463
(+/-)YoY(%)	28.8%	1.3%	5.7%	17.4%	14.9%
净利润(百万元)	1505	1706	2064	2433	2800
(+/-)YoY(%)	29.0%	13.4%	21.0%	17.8%	15.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.16	1.32	1.60	1.88	2.17
毛利率(%)	57.4%	55.8%	61.7%	61.8%	62.2%
净资产收益率(%)	18.9%	20.2%	23.2%	23.5%	23.5%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	收盘价(元)	每股收益(元）			市盈率（倍）		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
影视内容								
光线传媒	300251.SZ	8.83	0.37	0.35	0.41	24	25	22
华策影视	300133.SZ	6.71	0.19	0.30	0.38	35	23	18
华谊兄弟	300027.SZ	4.48	0.18	0.24	0.25	24	18	18
慈文传媒	002343.SZ	7.83	0.41	0.57	-	19	14	-
			平均值			25	20	19
游戏								
三七互娱	002555.SZ	17.10	0.94	1.11	1.26	18	15	14
游族网络	002174.SZ	15.68	1.31	1.56	1.84	12	10	9
吉比特	603444.SH	276.23	12.44	14.46	16.64	22	19	17
			平均值			17	15	13

注：对应为 2019 年 10 月 28 日收盘价
资料来源：均为 Wind 一致预期，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	1.32	1.60	1.88	2.17
每股净资产	6.53	6.87	8.02	9.22
每股经营现金流	-0.10	3.45	1.71	1.71
每股股利	0.00	0.77	0.93	1.08
价值评估（倍）				
P/E	21.10	18.03	15.30	13.29
P/B	4.27	4.19	3.59	3.12
P/S	4.97	4.38	3.73	3.25
EV/EBITDA	22.65	13.27	11.16	9.58
股息率%	**0.0%**	**2.7%**	**3.2%**	**3.8%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	55.8%	61.7%	61.8%	62.2%
净利润率	21.2%	24.3%	24.4%	24.4%
净资产收益率	20.2%	23.2%	23.5%	23.5%
资产回报率	10.7%	12.4%	13.3%	14.1%
投资回报率	25.2%	67.0%	71.4%	70.1%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	1.3%	5.7%	17.4%	14.9%
EBIT 增长率	-13.5%	56.5%	14.7%	15.2%
净利润增长率	13.4%	21.0%	17.8%	15.1%
偿债能力指标				
资产负债率	41.7%	41.0%	38.4%	35.2%
流动比率	2.7	2.6	3.0	3.3
速动比率	2.0	2.2	2.4	2.7
现金比率	1.1	1.5	1.7	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	82.4	78.3	80.4	80.0
存货周转天数	191.1	139.1	151.9	154.2
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	19.1	23.6	28.4	34.0

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1706	2064	2433	2800
少数股东损益	53	21	41	41
非现金支出	177	188	124	55
非经营收益	-325	-74	-91	-92
营运资金变动	-1741	2261	-292	-596
经营活动现金流	**-130**	**4460**	**2215**	**2209**
资产	-96	-208	-88	-29
投资	2789	550	300	150
其他	282	160	140	130
投资活动现金流	**2976**	**502**	**352**	**251**
债权募资	-215	-620	-250	-100
股权募资	2	0	0	0
其他	-1740	-1832	-999	-1288
融资活动现金流	**-1952**	**-2452**	**-1249**	**-1388**
现金净流量	**894**	**2510**	**1318**	**1071**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**8034**	**8495**	**9976**	**11463**
营业成本	3550	3258	3810	4338
毛利率%	55.8%	61.7%	61.8%	62.2%
营业税金及附加	43	58	65	74
营业税金率%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%
营业费用	880	833	998	1158
营业费用率%	11.0%	9.8%	10.0%	10.1%
管理费用	704	646	768	894
管理费用率%	8.8%	7.6%	7.7%	7.8%
EBIT	1443	2257	2589	2982
财务费用	168	34	-23	-46
财务费用率%	2.1%	0.4%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	10	50	5	5
投资收益	465	160	140	130
营业利润	**1892**	**2333**	**2747**	**3153**
营业外收支	23	0	0	0
利润总额	**1916**	**2333**	**2747**	**3153**
EBITDA	1609	2395	2708	3031
所得税	156	248	273	312
有效所得税率%	8.2%	10.6%	10.0%	9.9%
少数股东损益	53	21	41	41
归属母公司所有者净利润	**1706**	**2064**	**2433**	**2800**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4229	6739	8057	9129
应收账款及应收票据	1964	1822	2197	2513
存货	2142	1242	1586	1832
其它流动资产	2448	2117	2182	2269
流动资产合计	10783	11919	14022	15743
长期股权投资	1559	1559	1559	1559
固定资产	362	359	344	331
在建工程	0	10	8	7
无形资产	87	112	98	91
非流动资产合计	5195	4665	4329	4153
资产总计	**15978**	**16584**	**18350**	**19895**
短期借款	1270	650	400	300
应付票据及应付账款	393	480	553	617
预收账款	409	443	540	607
其它流动负债	1849	2936	3257	3180
流动负债合计	3921	4508	4750	4704
长期借款	794	344	344	344
其它长期负债	1954	1954	1954	1954
非流动负债合计	2748	2298	2298	2298
负债总计	**6669**	**6806**	**7048**	**7002**
实收资本	1386	1293	1293	1293
普通股股东权益	8439	8887	10370	11920
少数股东权益	870	891	932	973
负债和所有者权益合计	**15978**	**16584**	**18350**	**19895**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日
资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪　　互联网及传媒
郝艳辉　　互联网及传媒
孙小雯　　互联网及传媒
陈星光　　互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　当代明诚,光线传媒,顺网科技,平治信息,城市传媒,中南传媒,IGG,华策影视,视觉中国,完美世界,横店影视,迅游科技,星辉娱乐,浙数文化,分众传媒,游族网络,中信出版,立思辰,吉比特,中国电影,中文传媒,三七互娱,新经典,万达电影,宝通科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；
2. 市场基准指数的比较标准：
A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类　别	评　级	说　明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。