

买入

2020年4月6日

2019 收入逆转大增，2020 年预期持续增长

- **2019 收入逆转：**2019 年公司录得收入 6.8 亿元人民币，同比增长 140%。主要得益于原有 PC 游戏稳定表现的同时，新手游的推出为流水带来强劲动力。归母净利润录得 1.5 亿元人民币，同比增长 35%。毛利率下滑 7 个百分点，主要原因在于手游代理分成机制导致利润率下滑。
- **成功页游转手游：**2019 年，公司流水大爆发的成功原因有两个，第一，核心页游相对稳定。其次，页游 IP 改编手游获得巨大成功。2019 年核心页游奥比岛、奥拉星、奥奇传说、奥雅之光，尽管运营期限高达 7-12 年，但仍然贡献稳定流水，占收入比重约 50%。2019 年页游转手游推出奥拉星，同时推出原创造物法则 2，以及女性向游戏食物语，均获得市场认可，在 App Store 多次获得免费榜单前十。
- **2020 推出陆续推出更多 IP 改编手游：**2020 年公司计划推出原创经典 IP 奥比岛和奥奇传说的手游版本。借鉴奥拉星手游的成功，有望延续在原创 IP 转手游上的成功。另一方面，公司也将开始尝试 SLG 和动作类的新品类游戏。
- **调整目标价至 2.06 港元，维持买入评级：**我们认为，原创页游 IP 的成功主要在于公司拥有很强大的游戏运营能力，因此四大页游 IP 能够持续多年。我们认可公司在原创经典 IP 上的运营能力，我们预期该能力能够在继续在手游发挥，做好公司在页游到手游之间的转型切换。因此，我们预期 2020 年流水将继续维持增长，已上线手游将开始贡献完整一年流水。我们更新了 2020 年的盈利预测，维持估值中枢 11 倍 PE，调整目标价为 2.06 港元，较当前上一收盘价仍有 129% 的上涨空间，维持买入评级。
- **风险提示：**新游戏上线推迟；已上线游戏流水出现下滑。

赵绵璐

852-2532-1960

Mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

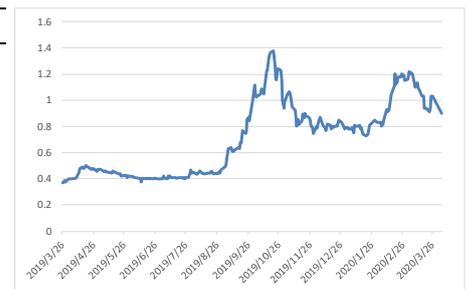
主要数据

行业	TMT
股价	0.90 港元
目标价	2.06 港元 (+129%)
股票代码	2100.HK
已发行股本	27.67 亿股
市值	24.9 亿港元
52 周高/低	1.525/0.354 港元
每股净现值	0.54 元人民币
主要股东	Stmoritz 27.90% Bright Stream 16.61% LNZ: 7.35% Angela Wang 2.69%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	18年历史	19年历史	20年预测	21年预测	22年预测
总营业收入 (人民币千元)	284,489	680,598	1,348,402	1,779,890	2,349,455
变动	-8.1%	139.2%	98.1%	32.0%	32.0%
股东净利 (人民币千元)	112,075	151,625	452,097	556,384	716,675
经调整股东净利 (人民币千元)	-2,940	144,351	452,097	556,384	716,675
每股盈利 (人民币)	0.040	0.057	0.169	0.208	0.267
变动	-848.1%	40.8%	198.2%	23.1%	28.8%
基于0.9港元的市盈率 (估)	20.2	14.3	4.8	3.9	3.0
每股派息 (港元)	0.02	0.02	0.07	0.09	0.12
股息现价比	2.14%	2.74%	8.16%	10.04%	12.93%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录：主要财务报表

损益表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	284,489	680,598	1,348,402	1,779,890	2,349,455
毛利	171,677	362,146	738,959	939,522	1,227,659
销售及管理费用	-98,596	-112,521	-165,303	-219,239	-290,435
行政费用	-81,386	-97,062	-121,356	-160,190	-211,451
营运收入	276,184	833,161	1,800,701	2,339,982	3,075,228
财务开支	27,332	14,557	15,000	15,000	15,000
联营公司等	-7,087	-18,144	0	0	0
税前盈利	126,955	156,250	467,299	575,092	740,773
所得税	-17,933	-5,083	-15,202	-18,708	-24,098
净利润	109,022	151,167	452,097	556,384	716,675
少数股东应占利润	-4,427	-458	0	0	0
本公司股东应占利润	113,449	151,625	452,097	556,384	716,675
折旧及摊销	8,888	8,000	3,000	3,000	3,000
EBITDA	111,928	148,765	460,372	568,165	733,846
增长					
总收入 (%)	-8.1%	139.2%	98.1%	32.0%	32.0%
EBITDA (%)	-445.7%	32.9%	209.5%	23.4%	29.2%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
现金	1,368,151	1,500,052	1,804,527	2,152,640	2,606,415
应收账款	16,977	134,533	147,986	162,785	179,063
存货	2,265	0	0	0	0
其他流动资产	141,836	77,577	78,271	79,000	79,765
总流动资产	1,529,229	1,712,162	2,030,785	2,394,425	2,865,244
固定资产	28,230	26,631	53,631	80,631	107,631
无形资产	3,934	2,796	2,796	2,796	2,796
长期投资	3,266	6,766	6,766	6,766	6,766
其他固定资产	94,734	99,475	99,475	99,475	99,475
总资产	1,659,393	1,847,830	2,193,453	2,584,093	3,081,912
应付账款	49,939	69,404	76,344	83,979	92,377
递延收入	0	0	0	0	0
其他短期负债	61,471	217,477	281,171	325,756	379,259
总短期负债	111,410	286,881	357,515	409,735	471,635
递延所得税负债	9,228	3,639	3,639	3,639	3,639
其他负债	4,800,625	4,800,625	4,800,625	0	0
总负债	128,592	382,294	452,928	505,148	567,048
少数股东权益	6,964	7,506	7,506	7,506	7,506
股东权益	1,523,837	1,542,935	1,817,924	2,156,344	2,592,263
每股账面值(摊薄)	0.57	0.58	0.68	0.80	0.97
营运资产	1,417,819	1,425,281	1,673,270	1,984,690	2,393,609

数据来源：公司资料，第一上海预测

财务分析

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	60.3%	53.2%	54.8%	52.8%	52.3%
EBITDA 率 (%)	39.3%	21.9%	34.1%	31.9%	31.2%
净利率 (%)	38.3%	22.2%	33.5%	31.3%	30.5%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	28.6%	14.3%	9.0%	9.0%	9.0%
实际税率 (%)	14.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
股息支付率 (%)	43.2%	39.2%	39.2%	39.2%	39.2%
ROA	6.6%	8.2%	20.6%	21.5%	23.3%
ROE	7.2%	9.8%	24.9%	25.8%	27.6%
财务状况					
总负债/总资产	0.08	0.21	0.21	0.20	0.18
收入/净资产	0.19	0.44	0.74	0.83	0.91
经营性现金流/收入	-0.07	0.16	0.38	0.33	0.33
税前盈利对利息倍数	4.64	10.73	31.15	38.34	49.38

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度

	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
EBITDA	111,928	148,765	460,372	568,165	733,846
净融资成本	-27,614	-20,558	-15,000	-15,000	-15,000
营运资金变化	-19,503	0	0	0	0
所得税	17,933	5,083	15,202	18,708	24,098
其他	-124,951	0	3,000	3,000	3,000
营运现金流	-19,513	107,863	511,584	596,076	764,532
资本开支	-12,578	0	0	0	0
其他投资活动	-32,000	-30,000	-30,000	-30,000	0
投资活动现金流	333,424	-32,000	-30,000	-30,000	-30,000
负债变化	-28,999	0	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	-48,472	-59,399	-177,109	-217,963	-280,757
其他融资活动	-105	32,000	0	0	0
融资活动现金流	-77,576	-27,399	-177,109	-217,963	-280,757
现金变化	236,335	128,397	304,475	348,113	453,775
期初持有现金	906,368	1,145,647	1,274,044	1,578,519	1,926,632
汇兑变化	2,944	0	0	0	0
期末持有现金	1,145,647	1,274,044	1,578,519	1,926,632	2,380,407

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」),「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。