

中手游 (302)

评级：买入 (维持) / 目标价：HK\$4.3 (维持)

年报经营性现金流大幅改善·用户数与付费水平增长

公司于3月26日发布年度业绩报告。年报业绩表现亮眼，收入增长近九成；毛利率改善，惟管理费用短期影响经营利润率；经调整净利率微降，建议每股派息3.55港仙；经营现金流大幅改善。我们维持公司“买入”评级与目标价4.3港元。

投资要点

业绩亮眼，收入增长近九成。公司收入主要来自三方面，即游戏发行、开发、知识产权授权，分别占比84.1%、13.9%、2%。公司于2019年录得收入30.36亿元人民币，同比增长90.2%。其中，游戏发行业务收入同比增加82.3%至25.53亿元，主要由于主流游戏“传奇世界之雷霆霸业”“烈焰皇城”等表现强劲。游戏开发收入同比增长136.8%至4.21亿元，主要由于所收购的文脉互动及北京软星并表，加之内部开发游戏“传奇世界之雷霆霸业”及新发行自研游戏“热血战歌之创世”表现良好。IP授权收益同比上升约247.8%至61.9百万元，主要来自于向第三方授权包括“仙剑奇侠传”及“大富翁”在内的自有IP。

毛利率改善，管理费用短期影响经营利润率。毛利同比增长103.4%至10.83亿元人民币，毛利率改善2.3个百分点至35.7%。销售费用由1.48亿升至2.3亿，主要用于游戏“传奇世界之雷霆霸业”的市场推广，销售费用率由9.28%下降至7.59%。管理费用因给予员工的股份奖励与研发开支增长，由1.47亿上升至5.77亿（其中，员工薪酬福利由上期32百万增至3.43亿元，研发费用由59.7百万增至本期1.6亿元）。

经调整净利率微降，建议每股派息3.55港仙。年内溢利同比减少约23%至2.43亿元，主要是由于上述经营费用及所得税开支增加。董事会建议派付末期股息每股0.0355港币（相当于0.0313元人民币），派息率约23.8%（按未经调整的账面每股盈利0.1315元计算），该方案将于2020年5月29日的股东周年大会上核准后实行。加回股份酬金开支与上市费用，公司实现经调整溢利6.11亿元，同比上升82.1%，经调整净利率20.12%，较上年同期21.02%微降。

经营现金流大幅改善。2019年年内，公司经营性现金流由上期59.6百万大幅增长至310.4百万元，改善明显。公司投资活动现金流由上期4.28亿元增至13.18亿元，主要是用于购置无形资产2.41亿元、支付收购附属公司（文脉互动、北京软星）2.21亿元、收购天使投资基金1.63亿元。公司去年10月底于主板上市，以2.83港元发行69.15百万股股份，募集净额约13.47亿港元。于2019年底，公司在手现金7.71亿元人民币（约合8.57亿港元）。

游戏用户数与付费水平增长明显。公司平均每月活跃用户数由2018年1,105.8万增加至2019年1,593万人，月均付费用户数由2018年77.45万增加至2019年120万人。用户付费水平提高，由2018年人均付费171.7元提升22.8%至2019年210.8元。游戏新注册用户数由2018年6,685万人增加28.2%至2019年8,571.3万人。

分析师

周霖

(852) 3983 0857

euruszhou@dwzq.com.hk

主要数据

评级	买入 (维持)
目标价	\$4.3 (+57%)
当前股价	2.74 (2020.3.30 收盘)
稀释后股本 (百万股)	2,330
总市值 (百万港元)	6,385
3个月平均日成交 (百万港元)	55.15
52周股价波幅	2.38 - 4.49
主要股东	肖健、冼汉迪等管理层，中融信托，东方证券，盛大游戏
公司业务	手机游戏发行、研发

财务数据

(百万元人民币)	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
收入	3,036	4,821	5,423	6,027
毛利	1,083	1,432	1,611	1,808
经营溢利	350	979	1,107	1,258
归母净利润	248	840	952	1,087
经调整净利	611	840	952	1,087
每股盈利(元)	0.13	0.35	0.40	0.46
经调整每股盈利(元)	0.32	0.35	0.40	0.46
市盈率(倍)	9.4	6.8	6.0	5.3
市销率(倍)	1.9	1.2	1.1	1.0
股本回报率(%)	9.3	22.6	22.2	20.8
总资产负债率(%)	28.7	26.9	29.2	28.0

上市以来股价表现 VS 恒生指数



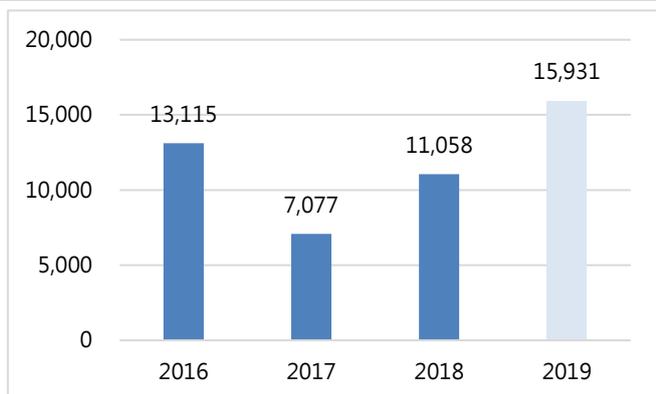
估值结论。当前股价对应 2020 年市盈率 6.8 倍，低于行业平均 14 倍。维持 2020 年目标市盈率 11 倍，2020 年预计每股盈利 0.35 元人民币，汇率 0.9 人民币/港元，维持目标价 4.3 港元，“买入”评级。**下行风险**包括：业绩不及预期；收购整合进度不及预期；手游市场竞争激烈；获客成本上升。

图表：同业估值

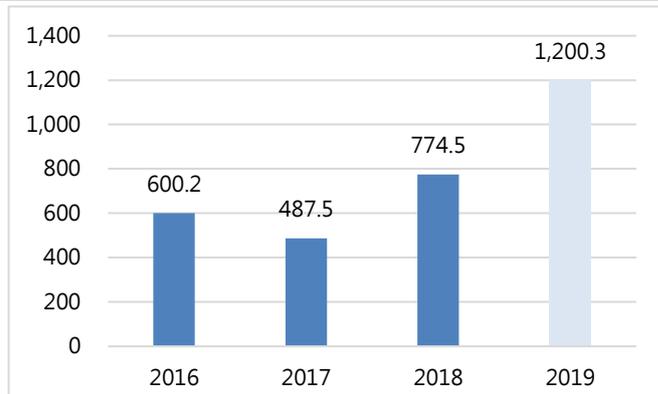
代码	公司	市值 亿港元	1 个月 股价涨跌	3 个月 股价涨跌	1 年 股价涨跌	市盈率 20E	市盈率 21E	市销率	毛利率 %	净利率 %
700 HK	腾讯	36,530	-4.2%	-0.4%	7.8%	29.99	24.38	8.78	44.40	24.73
2400 HK	心动公司	110	-0.8%	79.2%	-	21.65	15.97	-	58.86	15.10
302 HK	中手游	64	-23.5%	-12.5%	-	6.84	6.04	1.56	35.67	20.12
797 HK	第七大道	73	-8.0%	4.1%	91.7%	-	-	30.96	84.62	-29.49
799 HK	IGG	57	-22.9%	-19.8%	-58.2%	5.02	4.62	1.11	69.32	24.68
1119 HK	创梦天地	62	-6.4%	9.7%	-16.5%	7.65	6.08	1.93	43.93	12.61
6860 HK	指尖悦动	12	-4.8%	-6.3%	-64.7%	-	-	0.91	59.09	14.33
	平均		-10.1%	7.7%	-8.0%	14.23	11.42	7.54	56.56	11.73

来源：彭博（截至 2020.3.30），东吴证券（国际）

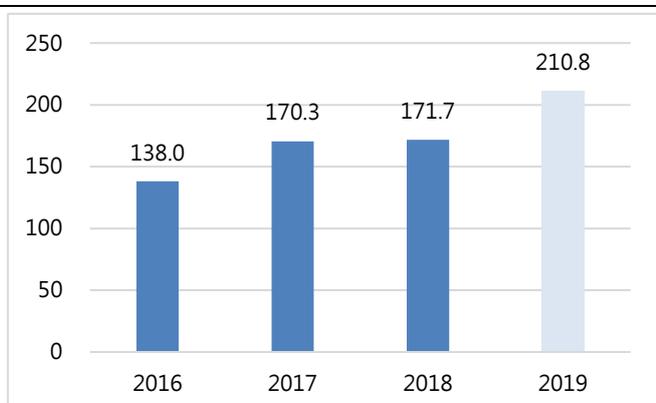
图表：平均每月活跃用户/千



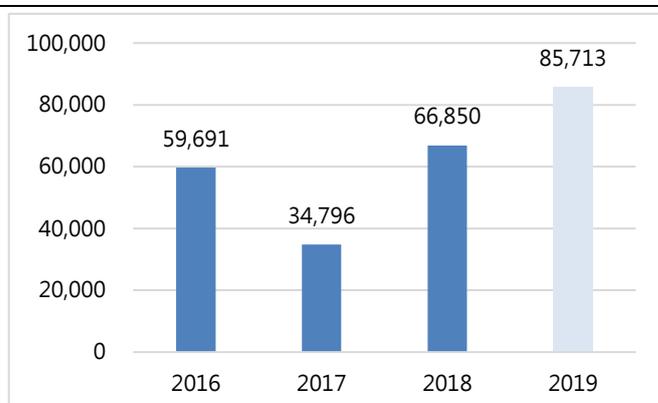
图表：平均每月付费用户/千



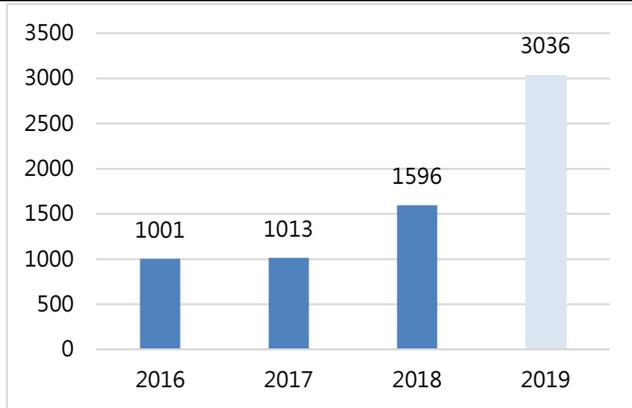
图表：每客平均付费 (元)



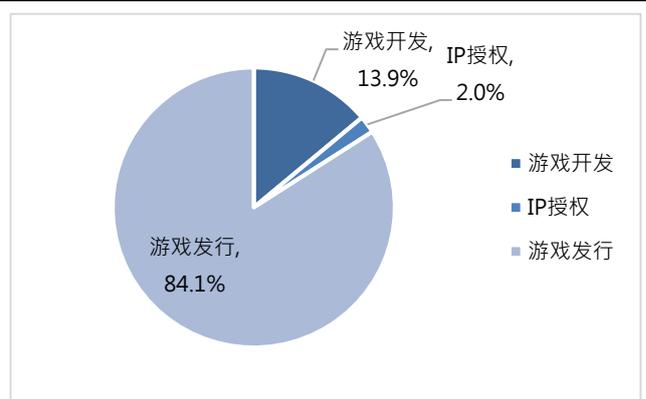
图表：新注册用户总数/千



图表：收入（百万元）



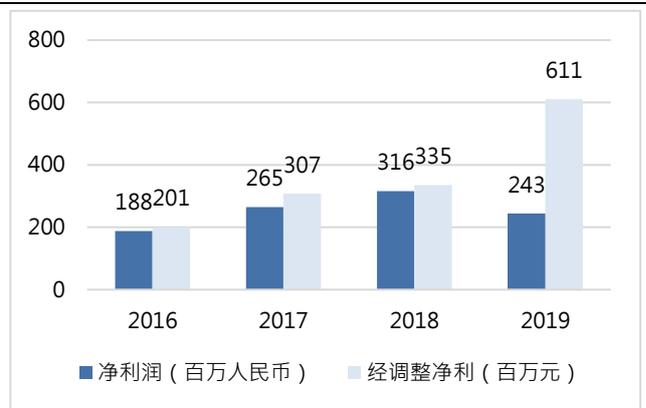
图表：收入明细



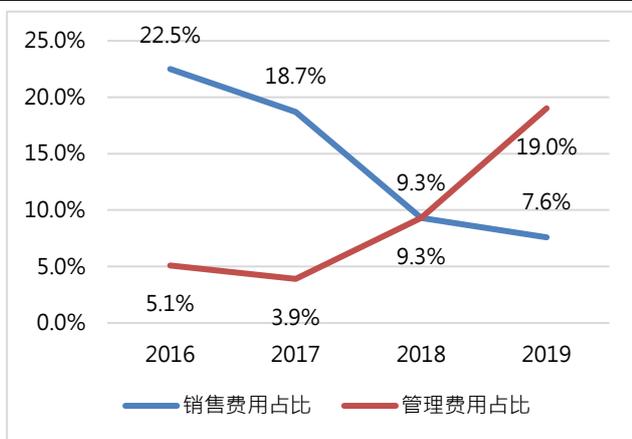
图表：毛利（百万元）与毛利率



图表：净利润与经调整净利（百万元）



图表：销售费用和管理费用占收入比重



来源：中手游·东吴证券（国际）

财务数据

损益表 (千人民币)	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
收入	3,036,301	4,820,976	5,422,882	6,027,197
营业成本	(1,953,103)	(3,389,146)	(3,812,286)	(4,219,038)
毛利	1,083,198	1,431,830	1,610,596	1,808,159
其他收入	95,404	186,765	210,083	250,000
销售费用	(230,321)	(289,259)	(325,373)	(361,632)
管理费用	(577,451)	(289,259)	(325,373)	(361,632)
其他支出	(20,551)	(61,339)	(62,967)	(77,362)
营业利润	350,279	978,739	1,106,966	1,257,533
合营联营公司贡献	8,416	9,575	10,834	12,204
财务成本	(15,072)	(12,058)	(12,419)	(12,792)
税前利润	343,623	976,256	1,105,381	1,256,945
税项	(100,410)	(142,346)	(161,174)	(178,486)
期间利润	243,213	833,910	944,207	1,078,459
非控股权益	(5,135)	(6,162)	(7,394)	(8,873)
归母净利润	248,348	840,072	951,601	1,087,332
*调整后净利润	611,007	840,072	951,601	1,087,332
资产负债表 (千人民币)	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
非流动资产				
物业厂房及设备	4,815	5,778	6,934	8,320
商誉	1,118,617	1,118,617	1,118,617	1,118,617
其他无形资产	154,973	185,968	223,161	267,793
对联营合营公司的投资	127,538	127,538	127,538	127,538
可供出售的金融资产	725,137	725,137	725,137	725,137
其他非流动资产	(43,146)	(34,380)	(24,963)	(70,981)
总计	2,087,934	2,128,657	2,176,424	2,176,425
流动资产				
应收账款	789,903	723,146	813,432	904,079
预付及其他应收	384,211	788,693	940,635	948,205
应收关联方款项	20,002	48,210	54,229	60,272
现金及等价物	771,090	1,333,892	2,522,225	3,684,483
总计	2,580,759	2,893,941	4,330,521	5,597,040
流动负债				
应付账款	169,756	425,317	446,598	511,942
其他应付款项	517,442	329,251	763,005	843,808
计息负债	442,036	530,443	636,532	763,838
其他负债	154,378	168,569	184,928	203,722
总计	1,283,612	1,453,581	2,031,063	2,323,309
非流动负债				
递延税项	32,422	35,664	39,231	43,154
应付关联方款项	0	0	0	0
公司合并或有对价	-	-	-	-
其他非流动负债	180,476	15,356	13,820	12,438
总计	212,898	51,020	53,051	55,592
股本	3,602,437	3,834,438	4,723,282	5,731,694
总权益	3,711,614	4,098,292	5,048,298	6,126,100

现金流量表 (千人民币)	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
经营性现金净额	310,398	716,371	1,358,494	1,352,804
投资性现金净额	(1,318,944)	(31,958)	(38,349)	(46,019)
融资性现金净额	1,634,595	(121,611)	(131,812)	(144,527)
当期现金变动净额	626,049	562,802	1,188,333	1,162,258
期初现金及等价物	144,445	771,090	1,333,892	2,522,225
汇率变动影响	596	0	0	0
期末现金及等价物	771,090	1,333,892	2,522,225	3,684,483
财务指标	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
同比增长率(%)				
收入	90.2	58.8	12.5	11.1
毛利	103.4	32.2	12.5	12.3
净利	-20.2	238.3	13.3	14.3
盈利能力(%)				
毛利率	35.7	29.7	29.7	30.0
经营溢利率	11.5	20.3	20.4	20.9
净利率	8.2	17.4	17.5	18.0
经调整净利率	20.1	17.4	17.5	18.0
股本回报率	9.3	22.6	22.2	20.8
偿债能力				
流动比率	1.2	1.4	1.6	2.0
现金比率	0.6	0.9	1.2	1.6
总资产负债率	29%	27%	29%	28%
营运能力				
存货周转天数	-	-	-	-
应收账款周转天数	76	57	52	52
应付账款周转天数	26	32	42	41
杜邦分析				
净利率	8.2	17.4	17.5	18.0
资产周转率	0.7	1.0	0.8	0.8
权益乘数	1.3	1.3	1.4	1.4

来源：中手游·东吴证券(国际)

联系人姓名	职务	电话	邮箱
机构业务部			
任怀瑾	副总裁	(852) 3982 3235	viviaren@dwzq.com.hk
财富管理部			
丁俊	高级副总裁	(852) 3982 3230	dingjun@dwzq.com.hk
郑媛媛	高级副总裁	(852) 3982 3817	amberzheng@dwzq.com.hk

东吴证券公司投资评级标准：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券行业投资评级标准：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

免责声明

本报告由东吴证券国际经纪有限公司编写。本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，在任何司法管辖权下的地方均不作用或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品、交易策略或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的任何意见或建议。编制本报告仅作为一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致东吴证券(香港)金融控股有限公司的子公司东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。东吴证券国际可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

东吴证券国际之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及之任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。

收件人如对本报告内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应根据香港法律管辖及解释。

一般披露事项

东吴证券国际及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或有于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。东吴证券国际可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。东吴证券国际一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并不考虑收取本报告的任何一个人士之特定投资目标、财务状况及个别需求。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知，本报告任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

东吴证券国际之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券(香港)在最近的 12 个月内与报告中提到的中手游(302)存在投资银行业务关系。

东吴证券国际及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真：(852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)