



中手游 (302)

评级：买入（维持） / 目标价：HK\$4.30

新游戏上线表现可期，IP 储备夯实长期增长动力

概要：重磅新游戏将陆续上线，下半年业绩可期；“IP 之王”掌握行业最大游戏 IP 储备，长期可挖掘价值大。维持 2020 年目标价 4.3 港元，买入评级。

投资要点：

重磅新游戏将陆续上线，下半年业绩可期。公司于 8 月 20 日上线新游《新射雕群侠传》，在上线近一个月后一直稳定在 iOS 卡牌游戏免费榜前 10 名，运营数据表现良好。同时，公司将年内自主发行的《斗罗大陆：斗神再临》手游的原 IP 动画播放量已破亿次，粉丝基数庞大，有望成为人气产品。此外，下半年由腾讯、今日头条保底发行的几款重磅游戏，亦为业绩保驾护航。全新正版航海王 3D 动作手游《航海王热血航线》及 3D 策略卡牌手游《全明星激斗》由字节跳动独家代理发行，其中《航海王热血航线》在 TapTap 评分达 8.8 分，《全明星激斗》测试评价达 S 级水平，TapTap 评分达 9.1 分。而由腾讯独家代理发行的《妖怪名单》、《真·三国无双霸》均有望于下半年上线，其中《真·三国无双霸》在 TapTap 评分高达 9.1 分，具有成为爆款产品的潜质。

“IP 之王”掌握行业最大游戏 IP 储备，长期可挖掘价值大。IP 游戏一般拥有较成熟稳定的粉丝群体，可减少玩家吸纳成本，延长游戏的生命周期。根据易观智库，截至 2019 年年中，中手游拥有中国最大的 IP 储备，可用于开发 IP 游戏（包括 31 项授权 IP 以及 68 项自有 IP）。在中国所有独立手游发行商中，按累计基准计算，中手游自发行 IP 游戏产生的收益最高、发行 IP 游戏数量最多。公司过去推出的 IP 游戏“择天记”、“传奇世界之雷霆霸业”及“航海王强者之路”等都取得了优秀的流水成绩，公司游戏的平均付费用户转化率也高于行业均值，此皆佐证了 IP 价值的优越性。

半年报业绩。2020 年上半年，公司实现收入 17.1 亿元人民币，同比增长 12.1%，主要受游戏发行业务推动；毛利率为 31%，同比下降 3.6 个百分点；净利润达 2.7 亿元，同比增长 10.5%，经调整净溢利为 3.4 亿元，同比增长 27.6%。运营数据向好，月活跃用户数达到 1,505.3 万人，同比上升 7.6%；月付费用户数达到 113.5 万人，同比上升 11.6%；ARPPU 略增至 251.7 元；新注册用户数同比增长 35.9% 至 5,435.8 万人，增幅明显。

维持 2020 年目标价 4.30 港元，“买入”评级。公司当前股价相当于 9.4 倍 20E PE 及 6.8 倍 21E PE，估值具有吸引力。且公司下半年有多个具有爆款潜力的产品发布，业绩增速较有保证。长期看，公司拥有丰富的 IP 储备及强大的发行能力，具备发展护城河。下行风险包括：业绩逊于预期；买量成本上升。

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（港元）	4.30（+24%）
当前股价（港元）	3.48（9月25日收盘）
稀释后股本（百万股）	2,330.15
总市值（亿港元）	81.09
3个月平均日成交（百万港元）	102.3
52周股价波幅	2.34 - 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	手机游戏研发、发行

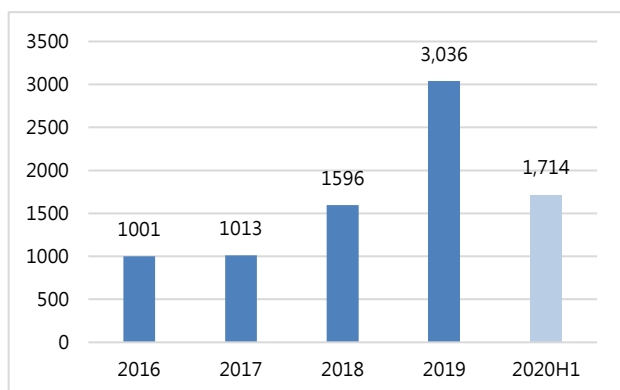
财务数据

（百万元人民币）	2019	2020	2021	2022
		预测	预测	预测
收入	3,036	4,517	5,707	6,669
毛利	1,083	1,536	1,912	2,201
经营溢利	350	836	1,154	1,304
经调整净利润	611	780	1,075	1,218
调整后每股盈利(元)	0.32	0.33	0.46	0.52
市盈率（倍）	11.9	9.4	6.8	6.0
市销率（倍）	2.4	1.6	1.3	1.1
股本回报率（%）	17.0	20.0	22.0	20.2
总资产负债率（%）	28.7	26.1	25.4	24.8

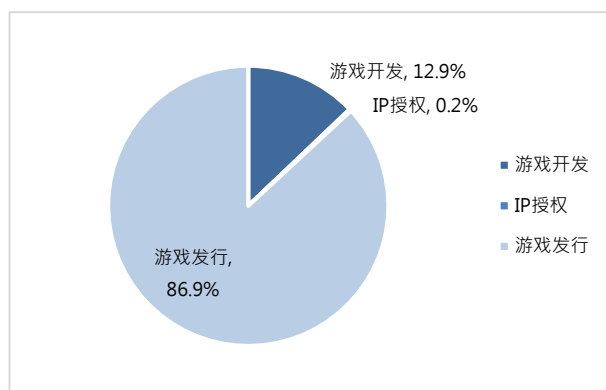
股价走势



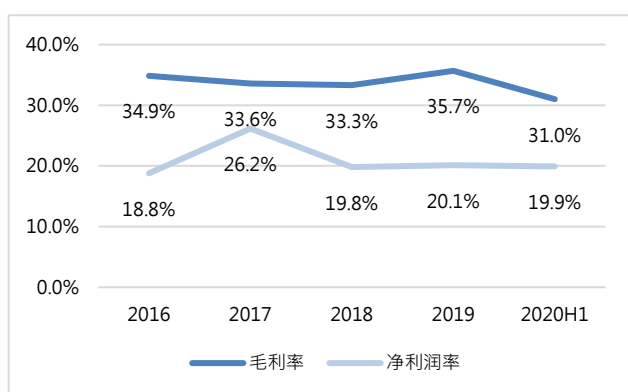
图表：公司收入（百万人民币）



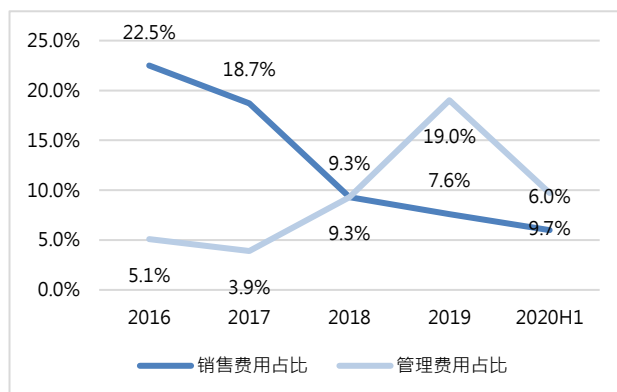
图表：收入明细



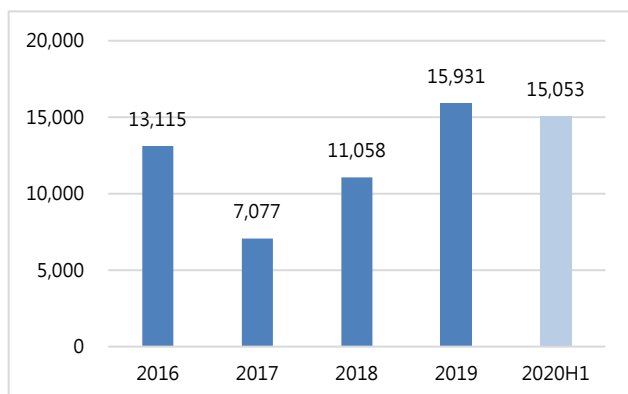
图表：公司利润率



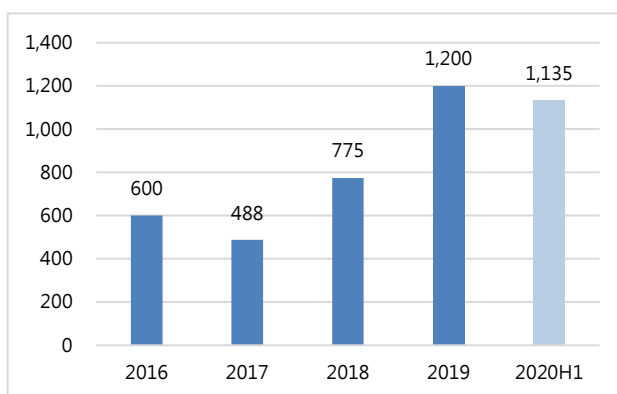
图表：主要费用率



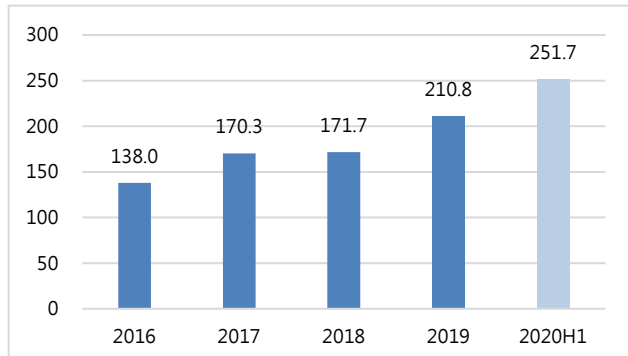
图表：公司活跃用户人数（千）



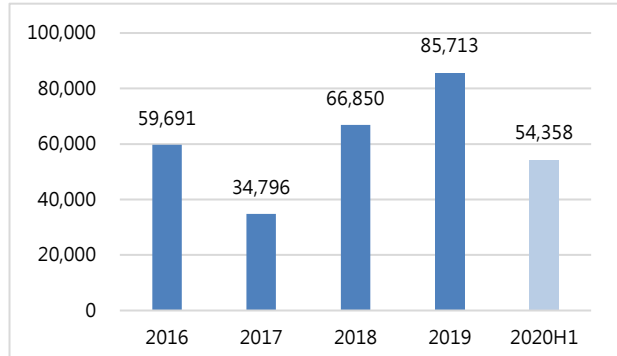
图表：公司付费用户数（千）



图表：ARPPU（客均付费，元）



图表：新注册用户数（千）



来源：中手游·东吴证券（国际）

中手游——财务指标

损益表 (千人民币)	2019	2020E	2021E	2022E
收入	3,036,301	4,517,445	5,707,055	6,668,644
营业成本	(1,953,103)	(2,981,514)	(3,795,191)	(4,467,991)
毛利	1,083,198	1,535,931	1,911,863	2,200,652
其他收入	95,404	0	0	0
销售费用	(230,321)	(293,634)	(342,423)	(400,119)
管理费用	(577,451)	(361,396)	(342,423)	(400,119)
其他支出	(20,551)	(45,174)	(73,176)	(96,360)
营业利润	350,279	835,727	1,153,841	1,304,055
合营联营公司贡献	8,416	9,575	10,834	12,204
财务成本	(15,072)	(22,000)	(22,660)	(23,340)
税前利润	343,623	823,302	1,142,015	1,292,919
税项	(100,410)	(49,398)	(74,231)	(84,040)
非控股权益	(5,135)	(6,162)	(7,394)	(8,873)
归母净利润	248,348	780,066	1,075,179	1,217,753
调整后净利润	611,007	780,066	1,075,179	1,217,753

资产负债表 (千人民币)	2019	2020E	2021E	2022E
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	677,617	856,058	1,000,297
预付及其他应收	384,211	693,832	936,417	1,004,156
应收关联方款项	20,002	45,174	57,071	66,686
现金及等价物	771,090	1,284,515	2,035,935	3,145,273
总计	2,580,759	2,701,139	3,885,481	5,216,413
流动负债				
应付账款	169,756	374,162	444,595	542,150
其他应付款项	517,442	289,650	379,519	446,799
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	1,362,824	1,645,575	1,956,509
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	0	0	0	0
其他非流动负债	180,476	15,356	13,820	12,439
总计	212,898	51,020	53,051	55,593
非控股权益	107,536	101,374	93,980	85,106
股本	1,641	1,641	1,641	1,641
储备	3,602,437	3,893,230	4,893,126	6,025,524
总权益	3,711,614	3,996,245	4,988,747	6,112,272

现金流量表 (千人民币)	2019	2020E	2021E	2022E
经营性现金净额	310,398	651,992	952,475	1,332,489
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	(106,609)	(162,706)	(177,132)
当期现金变动净额	626,049	513,425	751,420	1,109,338
期初现金及等价物	144,445	771,090	1,284,515	2,035,935
期末现金及等价物	771,090	1,284,515	2,035,935	3,145,273

财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
同比增长率(%)				
收入	90.2	48.8	26.3	16.8
毛利	103.4	41.8	24.5	15.1
净利	82.1	27.7	37.8	13.3
盈利能力 (%)				
毛利率	35.7	34.0	33.5	33.0
经营利润率	11.5	18.5	20.2	19.6
净利率	20.1	17.3	18.8	18.3
偿债能力				
流动比率	1.2	1.4	1.8	2.1
现金比率	0.6	0.9	1.2	1.6
总资产负债率	29%	26%	25%	25%
营运能力				
存货周转天数	-	-	-	-
应收账款周转天数	76	59	49	51
应付账款周转天数	26	33	39	40
杜邦分析				
净利率	20.1	17.3	18.8	18.3
资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9
权益乘数	1.3	1.2	1.2	1.2

来源：中手游·东吴证券(国际)

免责声明

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。

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用作或视为销售、提呈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。编制本研究报告仅作一般发送，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的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与这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。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别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呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、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(国际)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)。