

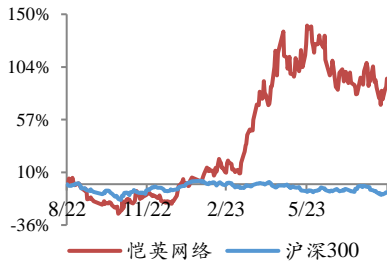
23Q2 点评：新游戏品类扩张，并表浙江盛和

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-31

收盘价（元）	15.14
近 12 个月最高/最低（元）	18.56/5.70
总股本（百万股）	2,153
流通股本（百万股）	1,906
流通股比例（%）	88.52
总市值（亿元）	326
流通市值（亿元）	288

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 手握经典游戏 IP 并扩张品类，将持续受益于 AIGC 产业趋势
2023-05-09

主要观点：

● 23H1 业绩情况：

23H1 公司营业收入 19.76 亿元，yoy-1.65%；23H1 公司归母净利润 7.24 亿元，yoy 15.35%。23Q2 营业收入 10.21 亿元(yoy 4.17%，qoq 6.98%)，23Q2 归母净利润 4.34 亿元(yoy 14.46%，qoq 49.91%)。

23H1 收入侧：公司的营业收入主要为移动端游戏产生的收入；其中，原始传奇，王者传奇，天使之战，永恒联盟，新倚天屠龙记等游戏贡献显著。

23H1 利润侧：自研游戏占比提升，存量游戏逐渐成熟，对应收入有一定下滑，所以上半年毛利率较高，达到 84.05%，和去年同期相比增加 12.24%；同时，公司 23H1 产生约 3935 万元公允价值变动损益，此部分系海外项目和盛和对外投资的公允价值变化带来。

● 合理利用现金：积极回购派息，回馈股东

公司于 8 月 31 日发布回购方案，拟使用 1-2 亿元回购已发行股份，回购价格不超过 21.78 元/股，预计最高可回购股份约 918.27 万股。本次回购为 22 年以来，公司第 4 次回购，过去三年累计已回购 4 亿元。

公司于 8 月 28 日发布分红计划，预计每 10 股派发现金红利 1 元(含税)，合计派息金额超过 2 亿元。自 2020 年以来，截止至目前发布的最新回购与分红计划，公司近 3 年累计回购和派息金额有望达 7-8 亿元。

● 子公司浙江盛和：传奇游戏稳健，并表已经开展

公司传奇类游戏收入贡献在 50-60% 左右，整体增长稳健，公司传奇类游戏的研发以全资子公司浙江盛和为主(23 年 8 月恺英宣布收购盛和剩余 29% 股权)，发行方以贪玩游戏为主。传奇品类游戏中流水较高的游戏包括，原始传奇，王者传奇，天使之战，永恒联盟。公司目前已经完成对旗下公司浙江盛和的工商变更登记，以 5.7 亿元收购浙江盛和剩余 29% 股权，并已经于 23 年 6 月开始并表，23 年下半年盛和部分对公司利润贡献将更加显著。23 年上半年浙江盛和收入 8.28 亿元，营业利润 5.72 亿元，净利润 5.32 亿元。

● 新游戏品类拓展：IP 精品战略实施，不断扩张品类

公司通过锁定海内外重要 IP 资源，拓展游戏品类，目前公司储备游戏中关注较高的游戏包括，《纳萨力克之王》(B 站代理，23 年 9 月上线)，《石器时代：觉醒》(腾讯代理，23 年 Q4 预期上线)，《仙剑奇侠传：新的开始》(预计 23 年下半年上线)，《全民江湖》(23 年 8 月已经上线，持续贡献收入)，其余的储备游戏包括《龙腾传奇》、《妖怪正传 2》、《代号：斗罗》、《代号：盗墓》。

● 投资建议

公司近些年治理能力显著提升，存量游戏稳健，新兴游戏品类有序扩张，AI 技术趋势之下，公司作为重要的游戏产品研发商，也将持续受益。我们预计公司 23-25 年营业收入，47.45/54.97/61.29 亿元(前值：

48.23/59.66/69.16 亿元), yoy 27.4%/15.9%/11.5%, 预计公司 23-25 年归母净利润 14.57/17.77/20.54 亿元(前值: 13.64/16.57/19.05 亿元), yoy 42.2%/22.0%/15.6%。维持“买入评级”。

● **风险提示**

游戏产品上线延期; 对外投资公允价值变化波动; 玩家消费受宏观经济波动影响

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,726	4,745	5,497	6,129
收入同比 (%)	56.8%	27.4%	15.9%	11.5%
归属母公司净利润	1,025	1,457	1,777	2,054
净利润同比 (%)	77.8%	42.2%	22.0%	15.6%
毛利率 (%)	75.0%	78.9%	77.9%	77.4%
ROE (%)	22.9%	24.6%	23.1%	21.0%
每股收益 (元)	0.48	0.68	0.83	0.95
P/E	13.77	22.07	18.10	15.65
P/B	3.16	5.42	4.17	3.29
EV/EBITDA	8.40	15.63	11.95	9.37

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3948	5930	8212	10780
现金	2551	4471	6708	9242
应收账款	858	847	836	822
其他应收款	39	50	58	64
预付账款	229	292	338	377
存货	10	10	10	10
其他流动资产	260	261	262	264
非流动资产	1829	1873	1921	1973
长期投资	398	443	491	545
固定资产	21	21	20	20
无形资产	28	27	27	26
其他非流动资产	1382	1382	1382	1382
资产总计	5776	7804	10133	12753
流动负债	1201	1450	1634	1788
短期借款	0	0	0	0
应付账款	312	398	461	514
其他流动负债	889	1053	1173	1274
非流动负债	33	33	33	33
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	33	33	33	33
负债合计	1234	1483	1667	1821
少数股东权益	70	391	760	1172
股本	1515	1515	1515	1515
资本公积	746	746	746	746
留存收益	2070	3527	5304	7359
归属母公司股东权益	4472	5929	7706	9761
负债和股东权益	5776	7804	10133	12753

现金流量表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,483	1,972	2,290	2,591
净利润	1,361	1,778	2,146	2,466
折旧摊销	76	6	5	5
财务费用	2	-	-	-
投资损失	12	-	-	-
营运资金变动	32	173	124	104
其他经营现金流	-0	16	14	16
投资活动现金流	447	-49	-49	-54
资本支出	132	49	49	54
长期投资				
其他投资现金流	316	-97	-98	-107
筹资活动现金流	-580	-4	-3	-3
短期借款	-	-	-	-
债券融资	-	-	-	-
股权融资	-	-	-	-
其他筹资现金流	-580	-4	-3	-3
汇率变动影响	19	-	-	-
现金净增加额	1,370	1,920	2,237	2,535

利润表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3726	4745	5497	6129
营业成本	931	1003	1216	1387
营业税金及附加	18	14	14	16
销售费用	803	1,065	1,219	1,356
管理费用	164	321	365	405
财务费用	-34	-70	-82	-91
资产减值损失	-36	1	4	4
公允价值变动收益	-2	39	-	-
投资净收益	-12	-35	-38	-43
营业利润	1,341	1,839	2,208	2,534
营业外收入	530	270	344	389
营业外支出	487	257	327	370
利润总额	1,384	1,852	2,225	2,553
所得税	23	74	79	87
净利润	1,361	1,778	2,146	2,466
少数股东损益	336	321	369	412
归属母公司净利润	1,025	1,457	1,777	2,054
EBITDA	1,382	1,774	2,132	2,448
EPS (元)	0.48	0.68	0.83	0.95

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力(yoy,%)				
营业收入	56.8%	27.4%	15.9%	11.5%
营业利润	47.9%	37.2%	20.1%	14.7%
归母净利润	77.8%	42.2%	22.0%	15.6%
获利能力				
毛利率(%)	75.0%	78.9%	77.9%	77.4%
净利率(%)	36.5%	37.5%	39.0%	40.2%
ROE(%)	22.9%	24.6%	23.1%	21.0%
ROIC(%)	29.9%	26.9%	24.3%	21.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	21%	19%	16%	14%
净负债比率(%)	27%	23%	20%	17%
流动比率	3.29	4.09	5.03	6.03
速动比率	3.03	3.83	4.77	5.77
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.61	0.54	0.48
应收账款周转率	4.3	5.6	6.6	7.5
应付账款周转率	3.0	2.5	2.6	2.7
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.68	0.83	0.95
每股经营现金流	0.69	0.92	1.06	1.20
每股净资产	2.08	2.75	3.58	4.53
估值比率				
P/E	13.77	22.07	18.10	15.65
P/B	3.16	5.42	4.17	3.29
EV/EBITDA	8.40	15.63	11.95	9.37

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。