

《原始征途》增量贡献显著，持续打造长线运营产线

2023 年 09 月 07 日

23Q2 实现环比高增长，分红彰显发展信心。

23H1 实现营收 14.43 亿元，同比增长 35.68%，归母净利润 6.6 亿元，同比增长 32.95%，扣非归母净利润 6.91 亿元，同比增长 16.92%，非经损益主要是金融资产公允价值变动带来 5457 万元亏损。23Q2 实现营收 9.36 亿元，同比增长 93.58%，环比增长 84.41%，归母净利润 4.19 亿元，同比增长 83.57%，环比增长 71.10%。23Q2 销售费用为 3.6 亿元（23Q1 为 2.0 亿元，22Q2 为 6362 万元），销售费用率同比增加 25.4pct，主要是《原始征途》上线推广费用增加较多。同时公司发布利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.30 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。

核心新品《原始征途》增量贡献显著，成熟产品线运营稳健。

《原始征途》于 3 月 24 日正式上线，首日登顶 iOS 免费榜及畅销榜前 20，首日流水超千万，首月流水破三亿，累计流水超十亿，Q2 贡献收入和利润增量。同时成熟产品线通过精细化运营保持稳健。《征途》系列产品持续优化游戏版本，稳定玩家数量和收入水平。并通过征途 IP 全系嘉年华和“征途全民无差别 PK 争霸赛”等系列活动，吸引用户回流。《球球大作战》通过多个国潮文化跨界联动、暑期“球球八周年音乐节”等活动维持整体产品热度。此外截至 2023 年 7 月 31 日，《太空行动》全渠道累计新增用户达到 2800 万，DAU 突破 250 万，还跨界联合抖音时下潮流轻漫 IP《兔克创业记》，成功实现用户破圈。

后续产品迭新+版本拓展将打造产线长线运营。

1) 公司将保持对版本研发投入，计划将于四季度推出功能体验更加完善的版本《原始征途-正式版》，同时也将推出《原始征途》小程序版，实现小程序和 APP 服务器互通。2) 《太空行动》将继续以内容为核心，IP 为抓手，重点围绕视频作者、PGC 官方优质内容营销进行持续投入，加强建设社交生态，实现“内容+社交”带动用户增量目标。3) 公司预计《Super Sus》将在 2023 年下半年正式开启北美地区测试。此外，公司首款面向全球市场的国战手游《无主王座》首次亮相 ChinaJoy，主打阵营对抗玩法的中世纪魔幻题材 MMORPG，有望推进海外市场拓展。

投资建议：公司成熟产线运营稳健，后续产品持续迭代+版本拓展有望贡献增量，同时积极布局 AI，利用“游戏+AI”提升用户体验、创新游戏玩法，目前《太空行动》推出“AI 推理小剧场”，并与百度、阿里、MiniMax 等多家大语言模型共同探索“游戏+AI”的解决方案。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 13.14/15.47/17.56 亿元，对应 21/18/15xPE，维持“推荐”评级。

风险提示：存量游戏流水下滑较大、新游戏上线及表现不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,038	3,044	3,614	4,192
增长率 (%)	-4.1	49.4	18.7	16.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	851	1,314	1,547	1,756
增长率 (%)	-14.4	54.4	17.7	13.5
每股收益 (元)	0.42	0.66	0.77	0.88
PE	32	21	18	15
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 6 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.54 元

分析师 陈良栋

执业证书：S0100523050005

邮箱：chenliangdong@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,038	3,044	3,614	4,192
营业成本	325	561	658	782
营业税金及附加	23	35	36	41
销售费用	356	572	676	784
管理费用	189	283	336	390
研发费用	643	959	1,175	1,383
EBIT	610	815	953	1,070
财务费用	-15	-21	-34	-34
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	359	533	632	734
营业利润	831	1,369	1,619	1,838
营业外收支	-2	0	-2	-2
利润总额	830	1,368	1,618	1,836
所得税	-4	42	53	61
净利润	834	1,326	1,565	1,775
归属于母公司净利润	851	1,314	1,547	1,756
EBITDA	683	897	1,056	1,198

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,738	2,815	2,807	3,472
应收账款及票据	127	202	239	278
预付款项	22	41	48	57
存货	0	0	0	0
其他流动资产	420	526	546	566
流动资产合计	2,307	3,582	3,640	4,372
长期股权投资	8,386	8,919	9,551	10,285
固定资产	243	280	309	334
无形资产	64	63	61	59
非流动资产合计	10,902	11,502	12,114	12,823
资产合计	13,209	15,084	15,754	17,195
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	52	79	93	110
其他流动负债	1,165	1,629	1,183	1,377
流动负债合计	1,216	1,708	1,276	1,488
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	91	80	80	80
非流动负债合计	91	80	80	80
负债合计	1,308	1,789	1,356	1,568
股本	1,543	1,543	1,543	1,543
少数股东权益	45	57	75	94
股东权益合计	11,902	13,296	14,398	15,628
负债和股东权益合计	13,209	15,084	15,754	17,195

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.07	49.37	18.74	15.99
EBIT 增长率	17.90	33.61	16.94	12.32
净利润增长率	-14.43	54.45	17.69	13.54
盈利能力 (%)				
毛利率	84.04	81.55	81.80	81.36
净利率	41.76	43.18	42.80	41.89
总资产收益率 ROA	6.44	8.71	9.82	10.21
净资产收益率 ROE	7.18	9.93	10.80	11.31
偿债能力				
流动比率	1.90	2.10	2.85	2.94
速动比率	1.86	2.05	2.79	2.88
现金比率	1.43	1.65	2.20	2.33
资产负债率 (%)	9.90	11.86	8.61	9.12
经营效率				
应收账款周转天数	22.82	24.38	24.38	24.38
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.16	0.22	0.23	0.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.66	0.77	0.88
每股净资产	5.91	6.60	7.14	7.75
每股经营现金流	0.37	0.53	0.57	0.65
每股股利	0.16	0.23	0.28	0.31
估值分析				
PE	32	21	18	15
PB	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	37.95	28.89	24.55	21.65
股息收益率 (%)	1.18	1.73	2.04	2.31

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	834	1,326	1,565	1,775
折旧和摊销	73	83	103	127
营运资金变动	32	256	105	132
经营活动现金流	737	1,071	1,144	1,305
资本开支	-112	-60	-73	-94
投资	-811	0	0	0
投资活动现金流	-918	-79	-73	-94
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	38	-604	10
筹资活动现金流	-551	80	-1,085	-554
现金净流量	-727	1,077	-7	664

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026