

估值低过净现金，静候《奥拉星2》上线业绩改善

事件：1H2023 公司录得收入 4.5 亿元，同比增长 55.6%，收入几乎全部来源于在线业务游戏收入，同比增长的主要原因来自于推出的奥比岛手游表现良好部分被其他现有游戏由于生命周期趋势下滑所抵消；毛利率同比下降 3.0 个百分点至 37.6%，主要由于《奥比岛手游》由外部发行，使得毛利率相对于传统游戏较低所致；全年经调整净亏损较去年同期的亏损 783 万元收窄至 315 万元。

报告摘要

现有核心手游与页游运行稳定 1H2023 公司现有的核心手游及页游的运营较为稳定，其中核心页游《奥奇传说》运营第 11 年流水逆势增长；核心手游《奥比岛手游》、《奥奇传说手游》及《食物语》随着生命周期增长而回落，上半年手游与页游整体收入贡献 4.5 亿元，同比增长 55.6%。2023 年季度活跃账户和付费账户均保持约两成增长，分别为 750 万人和 120 万人，平均季度付费账户平均收入同比增长 26.6% 至 188.7 元，主要由《奥比岛手游》带动。

行业趋势触底反弹 2023 年上半年游戏市场延续 2022 年的低迷态势，根据《2023 年 6 月中国游戏产业报告》，上半年中国国内游戏市场收入同比下降 2.39% 至 1442.6 亿元，但环比增长 22.2%，呈现走出低谷开始回暖上升的迹象。

《时序残响 24/36》项目终止 2023 年 7 月 24 日由于《时序残响 24/36》项目测试数据未达上线预期，公司对《时序残响 24/36》项目进行关停处理。2023 年有同类二次元重量级产品上线，游戏对于核心玩家吸引和竞争难度加大，二次元新手游需要更大的资金和时间投入才有机会达到预期的效果，高投入预期和现实竞争的落差可能是项目不得不关停的原因。

《奥拉星 2》开启预约 公司计划于 2023 年在国内推出不同的产品管线，包括《奥比岛手游》海外版，以及手游《奥拉星 2》。《奥拉星 2》已经 2023 年上半年开启预约，获得了哔哩哔哩的推荐。截至目前《奥拉星手游》已运营超过三年，玩家口碑持续提升，TapTap 评分从 5.2 分攀升至 8.8 分，下一代 IP《奥拉星 2》表现可期。

投资建议 2023 年《时序残响》项目终止在股价上已经得到充分反应，2024 年《奥拉星 2》的上线有望实现利润的复苏。目前股价已经跌破公司净现金水平，估值安全垫较高。我们按照 2024 年预测利润的 12x 的市盈率，给予公司目标价至 0.39 港元，较最近收市价 20.0% 的预期涨幅，维持“买入”评级。

风险提示： 版号获批时间不确定风险；游戏市场竞争激烈影响公司手游流水风险；游戏开发进度不达预期风险。

人民币千元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	883,908	928,759	992,916	1,200,718	1,287,714
YOY%	-21.7%	5.1%	6.9%	20.9%	7.2%
经调整归母净利润	79,176	10,339	14,224	81,431	96,238
EPS (元)	0.010	0.004	0.005	0.030	0.035
YOY%	-90.2%	-61.6%	37.6%	472.5%	18.2%
@0.325港元的市盈率	30.4	79.2	57.6	10.1	8.5
每股净现金 (港元)	0.59	0.56	0.60	0.62	0.64
DPS (港元)	0.06	0.02	0.00	0.01	0.01
股息现价比	18.46%	5.51%	0.35%	1.99%	2.35%

数据来源：公司资料，安信国际证券研究预测

投资评级：**买入**

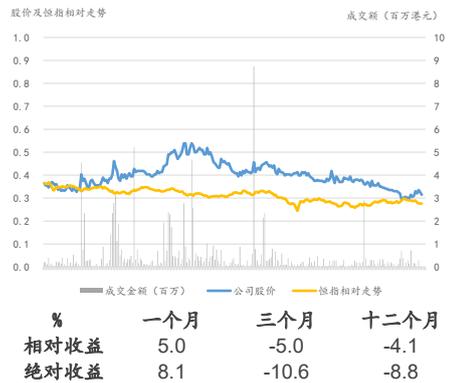
目标价格：**0.39 港元**

现价 (2023-9-12)：**0.32 港元**

总市值(百万港元)	904.9
流通市值(百万港元)	904.9
总股本(百万股)	2,872.8
流通股本(百万股)	2,872.8
12 个月低/高(港元)	0.3/0.54
平均成交(百万港元)	0.5

股东结构	
戴坚	24.37%
吴立立	12.95%
腾讯控股 (700.HK)	11.35%

股价表现



数据来源：彭博

汪阳 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

损益表

人民币千元

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
收入	883,908	928,759	992,916	1,200,718	1,287,714
毛利	400,559	360,628	377,308	480,287	508,647
销售及管理费用	-190,595	-167,689	-172,242	-181,041	-188,511
行政费用	-173,296	-230,021	-236,922	-248,768	-261,206
营业利润	36,668	-37,082	-31,856	50,478	58,930
财务开支	24,743	39,717	47,660	40,001	48,001
联营公司等	-3,115	0	0	0	0
税前盈利	51,334	2,635	15,804	90,479	106,932
所得税	-24,428	7,704	-1,580	-9,048	-10,693
净利润	26,906	10,339	14,224	81,431	96,238
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占利	26,906	10,339	14,224	81,431	96,238
折旧及摊销	26,967	26,967	26,967	26,967	26,967
经调整EBITDA	105,827	-9,943	-4,889	77,445	85,897
增长					
总收入 (%)	-21.7%	5.1%	6.9%	20.9%	7.2%
经调整EBITDA (%)	-66.6%	-109.4%	-50.8%	-1684.0%	10.9%

资产负债表

人民币千元

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金	1,483,190	1,413,711	1,512,507	1,553,774	1,607,158
应收账款	29,153	71,807	78,988	86,886	95,575
存货	0	207	207	207	207
其他流动资产	-1,441,987	-1,342,078	-1,440,874	-1,482,141	-1,535,525
总流动资产	70,356	143,647	150,828	158,726	167,415
固定资产	25,399	71,816	70,849	69,882	68,915
无形资产	2,542	2,820	2,820	2,820	2,820
长期投资	18,251	4,090	4,090	4,090	4,090
其他固定资产	70,000	100,000	100,000	100,000	100,000
总资产	186,548	322,373	328,587	335,518	343,240
应付账款	71,639	101,697	111,867	123,053	135,359
递延收入	117,010	159,684	191,621	229,945	275,934
其他短期负债	59,783	44,228	44,228	44,228	44,228
总短期负债	248,432	305,609	347,716	397,226	455,521
递延所得税负债	0	0	0	0	0
其他负债	63,270	52,574	52,574	52,574	52,574
总负债	311,702	358,183	400,290	449,800	508,095
少数股东权益	7,018	7,190	7,190	7,190	7,190
股东权益	1,675,622	1,690,894	1,702,273	1,767,418	1,844,409
每股账面值(摊薄)	0.61	0.62	0.62	0.64	0.67

财务分析

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	45.3%	38.8%	38.0%	40.0%	39.5%
EBITDA 率 (%)	12.0%	-1.1%	-0.5%	6.4%	6.7%
净利率 (%)	3.0%	1.1%	1.4%	6.8%	7.5%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	19.6%	24.8%	23.9%	20.7%	20.3%
实际税率 (%)	47.6%	-292.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股息支付率 (%)	486.4%	436.1%	20.0%	20.0%	20.0%
ROA	14.4%	3.2%	4.3%	24.3%	28.0%
ROE	1.6%	0.6%	0.8%	4.6%	5.2%
财务状况					
总负债/总资产	1.67	1.11	1.22	1.34	1.48
收入/净资产	0.53	0.55	0.58	0.68	0.70
经营性现金流/收入	0.05	-0.01	0.02	0.07	0.08
税前盈利对利息倍数	2.07	0.07	0.33	2.26	2.23

现金流量表

人民币千元

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
EBITDA	105,827	-9,943	-4,889	77,445	85,897
净融资成本	-24,743	-39,717	-47,660	-40,001	-48,001
营运资金变化	0	0	0	0	0
所得税	24,428	-7,704	1,580	9,048	10,693
其他	-6,962	0	0	0	0
营运现金流	41,701	-6,288	16,103	83,553	98,631
资本开支	0	0	0	0	0
其他投资活动	30,226	30,226	30,226	30,226	0
投资活动现金流	4,226	4,226	4,226	4,226	4,226
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	-130,865	-45,087	-2,845	-16,286	-19,248
其他融资活动	-30,226	-30,226	-30,226	-30,226	-30,226
融资活动现金流	-161,091	-75,313	-33,071	-46,512	-49,474
现金变化	-115,164	-77,375	-12,742	41,267	53,384
期初持有现金	1,607,788	1,492,624	1,415,249	1,402,507	1,443,774
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	1,492,624	1,415,249	1,402,507	1,443,774	1,497,158

资料来源：公司公告、安信国际证券研究预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010