

新游《浮生忆玲珑》上线在即，有望贡献业绩增量

核心观点

公司作为细分领域龙头，深耕女性向手游赛道，具备强大自研、发行及运营能力，产品线丰富多元。2023H1 以来受行业整体市场的影响，老游戏收入和下载量均有一定下滑，但整体来看核心游戏流水稳定，均具备持续创收能力。新游《浮生忆玲珑》作为公司未来的战略性旗舰产品，是《浮生为卿歌》IP 的续作，预计 2024 年初元旦档上线。从目前产品本身的品质、测试数据和玩家口碑这三个方面来看，《浮生忆玲珑》有可能成为下一个热门古风策略类游戏，有望拉动整体业绩增长。

动态

公司作为细分领域龙头，深耕女性向手游赛道，具备强大自研、发行及运营能力，产品线丰富多元。

公司在传统优势古风 RPG 女性向游戏赛道中具有独特的打造爆品能力，同时坚持长期精细化运营，维持了较高的用户黏性，助力打造长生命周期产品，保持了相对稳定的长期收入。2023H1 以来受行业整体市场的影响，老游戏收入和下载量均有一定下滑，但整体来看核心游戏流水稳定，均具备持续创收能力。

新游《浮生忆玲珑》开启重点产品周期，有望拉动整体业绩增长。目前公司三款重点储备游戏《浮生忆玲珑》、《墨剑江湖》、《代号：PE》覆盖不同细分品类，既充分发挥了公司原有游戏 IP 的竞争优势，又实现了新领域的显著拓展，公司多品类、多题材的游戏矩阵将有助于打开更多收入增量空间。

新一代女性向古风手游《浮生忆玲珑》作为公司未来的战略性旗舰产品，是《浮生为卿歌》IP 的续作，今年 2 月获得版号，今年进行多轮小范围测试，7 月开启付费删档测试，各项数据均表现良好，目前在 TapTap 上评分达到 9.3 分，是公司在该平台上游戏评分的历史第一，预约下载达 4.4 万次，B 站评分达 9 分，预约人次达 3.6 万，游戏场景和人物建模均收获较高评价。《浮生忆玲珑》预计上线时间为 2024 年初元旦档，参考公司同类爆品《浮生为卿歌》，上线后产品流水有望迎来持续增长，预计拥有较长生命周期且 ARPPU 保持稳定，具备持续稳定创收能力。

盈利预测：考虑到新游即将上线和相应的买量费用，我们预计公司 2023-2024 年收入分别为 10.5 亿元/18.8 亿元，yoy-31%/78%，调整后净利润分别为-1.12 亿元/2.96 亿元，维持“买入”评级。

友谊时光 (6820.HK)

维持

买入

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521100004

发布日期：2023 年 10 月 31 日

当前股价：1.15 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
41.98/42.37	33.72/43.88	4.55/-9.04
12 月最高/最低价 (港元)		1.21/0.75
总股本 (万股)		218,085.00
流通 H 股 (万股)		218,085.00
总市值 (亿港元)		25.08
流通市值 (亿港元)		25.08
近 3 月日均成交量 (万)		221.80
主要股东		
Eternal Heart Holdings Limited		43.00%

股价表现



相关研究报告

2022-03-25	【中信建投海外研究】友谊时光 (6820):2021 年财报点评:业绩承压,公司加强研发及矩阵化产品布局
2022-01-24	【中信建投海外研究】友谊时光(6820):重点产品上线在即,女性向手游赛道龙头有望迎来新机会(更新)

目录

一、公司研运一体实力强劲，核心游戏生命周期长.....	1
《浮生为卿歌》验证公司精品化能力，公司竞争优势凸显	1
《凌云诺》加固公司“古风”女性向内容护城河	3
《杜拉拉升职记》：职场养成类热门，探索女性向赛道新可能	4
二、新游《浮生忆玲珑》开启重点产品周期，有望拉动整体业绩增长。	4
《浮生忆玲珑》	5
《墨剑江湖》	6
《代号：PE》	7
三、盈利预测	8
风险分析	9

图目录

图 1: 友谊时光的综合业务模式	1
图 2: 2022.1.1—2023.10.27 浮生为卿歌国内 iOS 手游分类别榜排名	2
图 3: 2021.1—2023.9 浮生为卿歌全球双渠道下载量变化	2
图 4: 2021.1—2023.9 浮生为卿歌全球双渠道收入变化	2
图 5: 2021.1—2023.9 浮生为卿歌全球双渠道 MAU 变化	2
图 6: 21M1-23M9 浮生为卿歌国内 iOS 及海外双端收入变化	2
图 7: 2021.1—2023.9 凌云诺全球双渠道下载量变化	3
图 8: 2021.1—2023.9 凌云诺全球双渠道收入变化	3
图 9: 2022.1.1—2023.10.27 凌云诺国内 iOS 手游分类别榜排名	3
图 10: 2023.1—2023.9 杜拉拉升职记全球双渠道下载量变化	4
图 11: 2023.1—2023.9 杜拉拉升职记全球双渠道收入变化	4
图 10: 《浮生忆玲珑》游戏设定、人物风格	5
图 11: 《浮生忆玲珑》场景风格	6
图 12: 《墨剑江湖》	6
图 13: 《代号：PE》	7
图 16: 友谊时光利润表预测	8

一、公司研运一体实力强劲，核心游戏生命周期长

公司作为细分领域龙头，深耕女性向手游赛道，具备强大自研、发行及运营能力，产品线丰富多元。公司专注于自主研发，持续优化技术引擎、创作精品游戏，深耕精细化发行与运营，先后成功推出了《熹妃传》、《熹妃 Q 传》、《浮生为卿歌》、《凌云诺》等深受用户喜爱的热门精品游戏。公司在传统优势古风 RPG 女性向游戏赛道中具有独特的打造爆品能力，同时坚持长期精细化运营，维持了较高的用户黏性，助力打造长生命周期产品，保持了相对稳定的长期收入。2023H1 以来受行业整体市场的影响，老游戏收入和下载量均有一定下滑，但整体来看核心游戏流水稳定，均具备持续创收能力。

图 1：友谊时光的综合业务模式



数据来源：友谊时光官网，公司公告，中信建投证券

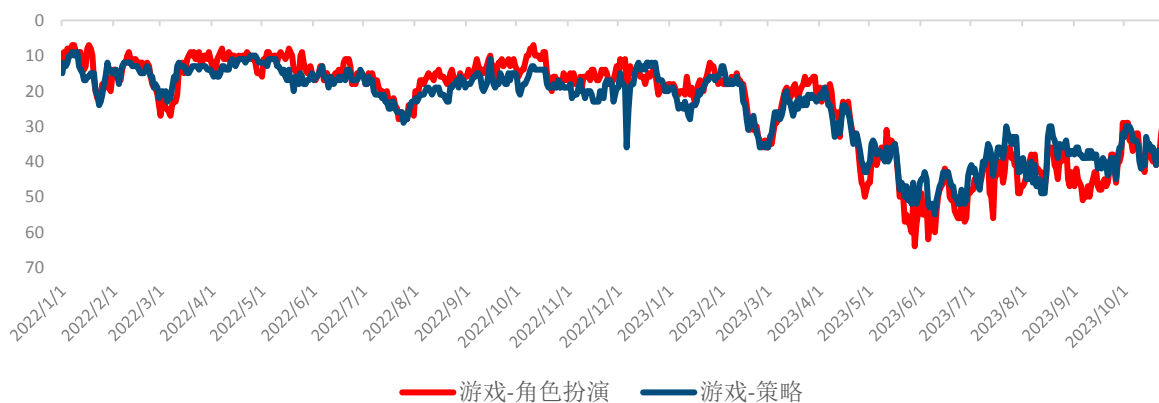
《浮生为卿歌》验证公司精品化能力，公司竞争优势凸显

女性向头部产品《浮生为卿歌》验证公司打造长线爆品能力。自 2019 年 12 月 31 日上线，《浮生为卿歌》长期位于 iOS 游戏畅销榜前 50，2023 年上半年在中国大陆 iOS 游戏畅销榜角色扮演类最高第 12 名，平均排名第 35，策略类平均排名第 34。《浮生为卿歌》将国风文化元素植入游戏的剧情、服装、玩法，符合女性用户审美的视觉风格，通过轻量化的战斗玩法以及对剧情和社交的重视，使其成为古风养成游戏中的“精品大作”，游戏品质高，产品具备长线发展基础。从下载量和收入来看，相比同类型的古风 RPG 产品流失率较低，体现了公司的长线运营能力。

同时公司积极开拓海外市场，《浮生为卿歌》海外收入占比不断提升。《浮生为卿歌》的长期稳定运营，从短期来看为公司贡献了稳定流水，长期则帮助公司锤炼的研发与运营团队，为未来优质游戏内容的可持续生产

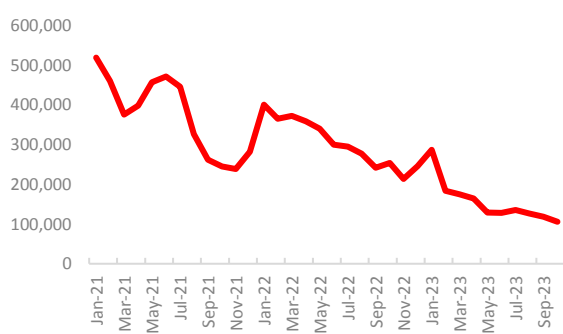
与运营储备了力量。

图 2: 2022.1.1—2023.10.27 浮生为卿歌国内 iOS 手游分类别榜排名



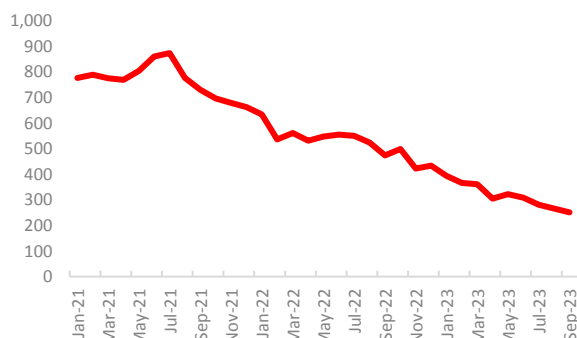
数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

图 3: 2021.1—2023.9 浮生为卿歌全球双渠道下载量变化



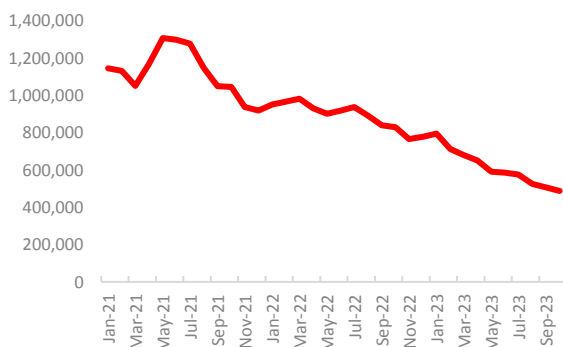
数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

图 4: 2021.1—2023.9 浮生为卿歌全球双渠道收入变化



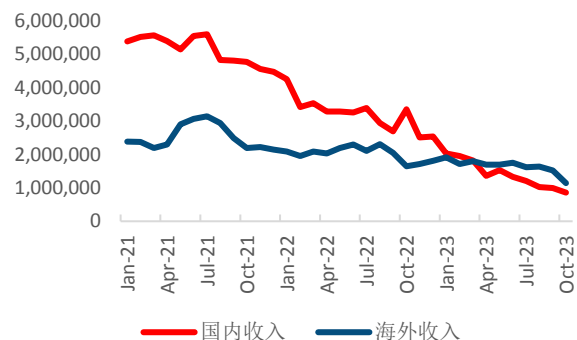
数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

图 5: 2021.1—2023.9 浮生为卿歌全球双渠道 MAU 变化



数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

图 6: 21M1-23M9 浮生为卿歌国内 iOS 及海外双端收入变化

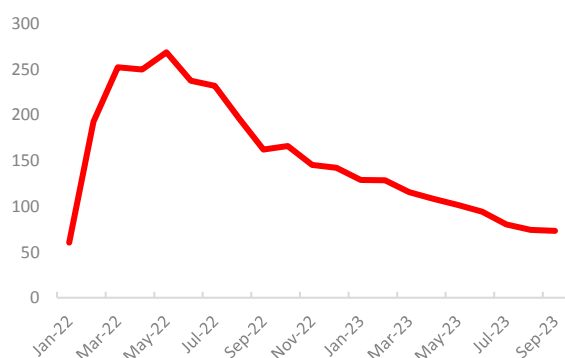


数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

《凌云诺》加固公司“古风”女性向内容护城河

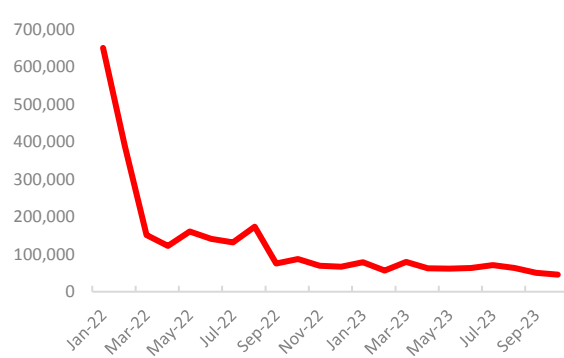
《凌云诺》是公司在《浮生为卿歌》拔高古风女性向赛道技术力上限之后，纵深自身传统优势的又一款国风 RPG 产品。《凌云诺》于 2022 年 1 月 20 日正式上线，是一款由新派国风美术打造，将古典与现代艺术风格相融，弘扬中华古典文化魅力的绮丽国风社交手游。唯美水墨国风为表，结合中华传统技艺传承，现代女性意识为里，《凌云诺》紧跟市场审美趋势，提升女性向游戏格局。上线爆款期过后，下载量和收入趋于长期稳定，排名情况刚上线时多日位于卡牌类和角色扮演类第 1，2023 年卡牌类平均排名第 30，角色扮演类第 46。

图 7: 2021.1—2023.9 凌云诺全球双渠道下载量变化



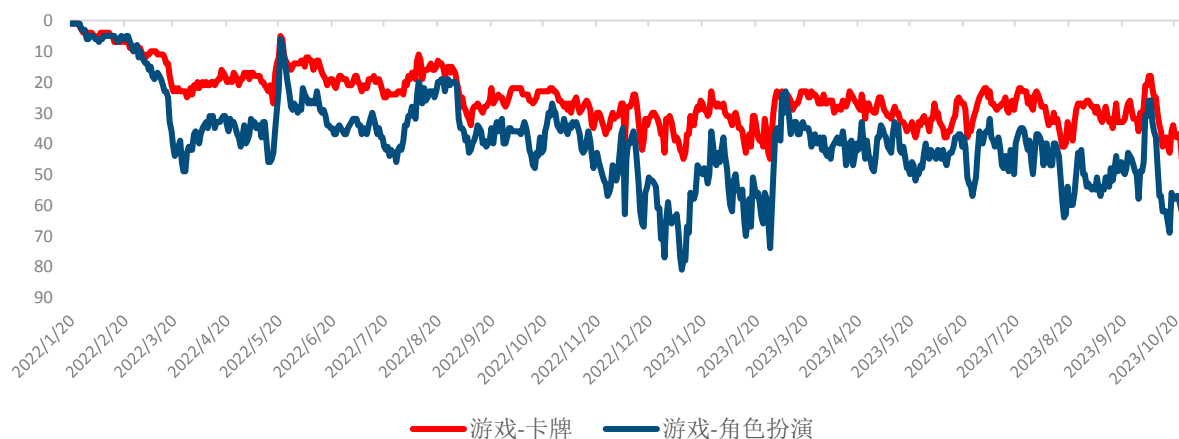
数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

图 8: 2021.1—2023.9 凌云诺全球双渠道收入变化



数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

图 9: 2022.1.1—2023.10.27 凌云诺国内 iOS 手游分类别榜排名

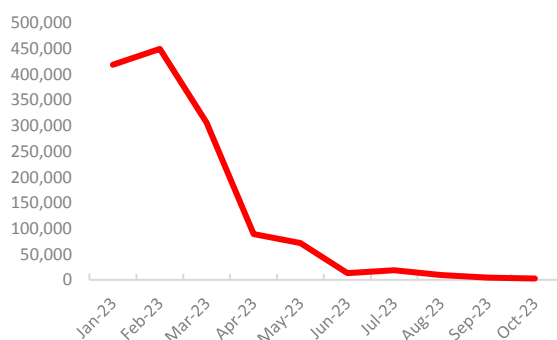


数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

《杜拉拉升职记》：职场养成类热门，探索女性向赛道新可能

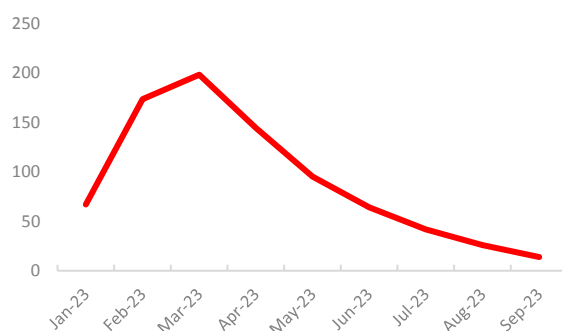
《杜拉拉升职记》打入现代职场女性领域，是公司横向拓宽品类的新尝试。《杜拉拉升职记》于 2023 年 1 月 12 日正式上线，改编自同名小说，是一款以现代女性职场为背景的角色扮演类游戏。该游戏通过聚焦现代女性视角，彰显都市女性的自信与独立，采用 3D 职场场景和细腻人物画风，融合多种游戏玩法以及职场实用小技巧，提升游戏的可玩性和沉浸式体验感。2023 年上半年，《杜拉拉升职记》在中国大陆 iOS 游戏免费榜最高第 10 名、畅销榜最高第 37 名。

图 10: 2023.1—2023.9 杜拉拉升职记全球双渠道下载量变化



数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

图 11: 2023.1—2023.9 杜拉拉升职记全球双渠道收入变化



数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

二、新游《浮生忆玲珑》开启重点产品周期，有望拉动整体业绩增长。

公司目前有三款重点储备游戏《浮生忆玲珑》、《墨剑江湖》、《代号：PE》，覆盖不同细分品类，既充分发挥了公司原有游戏 IP 的竞争优势，又实现了新领域的显著拓展，公司多品类、多题材的游戏矩阵将有助于打开更多收入增量空间。

新一代女性向古风手游《浮生忆玲珑》作为公司未来的战略性旗舰产品，是《浮生为卿歌》IP 的续作，今年 2 月获得版号，今年进行过多轮小范围测试，7 月开启付费删档测试，各项数据均表现良好，有望成为公司新的业绩增长点。预计上线时间为 2024 年初元旦档，参考公司同类爆品《浮生为卿歌》，上线后产品流水有望迎来持续增长，预计拥有较长生命周期且 ARPPU 保持稳定，具备持续稳定创收能力，是公司下一轮值得关注的重点爆款。

目前《浮生忆玲珑》在 TapTap 上评分达到 9.3 分，是公司在该平台上游戏评分的历史第一，预约下载达 4.4 万次，B 站评分达 9 分，预约人次达 3.6 万，游戏场景和人物建模均收获较高评价。从目前产品本身的品质、测试数据和玩家口碑这三个方面来看，《浮生忆玲珑》有可能成为下一个古风策略类游戏的大热门。

除此之外，公司还有两款游戏在储备当中，其中《墨剑江湖》定位国风武侠，已拿到版号，《代号：PE》面向海外市场，还原西方皇室世界。

《浮生忆玲珑》

新一代女性向古风手游巨制《浮生忆玲珑》作为公司未来的战略性旗舰产品，是《浮生为卿歌》IP 的续作。游戏以“探案”为核心，开创全新主题，通过一系列的线索解密、奇遇收集、多身份解锁等不同玩法，为玩家构建了一个“甜宠 & 探案”双核并行的开放大世界。采用次世代引擎效果、美术制作工艺及创新性特色玩法，立志于带给玩家更高自由度、更真实、更极致的玩法体验，今年进行过多轮小范围测试，7 月开启付费删档测试，玩家评价较高，尤其是超精致的“捏脸”玩法和丰富有沉浸感的悬疑剧情，在微博、TapTap 等平台收获一致好评。

《浮生忆玲珑》在玩法上积极创新，大幅提高游戏开放程度，拓展地图规模，搭建丰富的人物故事主线，从近年来女性在轻度探案领域的浓厚兴趣和需求出发，上线多种有趣的探案玩法。

付费层面，与公司以往《浮生为卿歌》、《凌云诺》等核心游戏的中重度付费不同，《浮生忆玲珑》下移了付费需求，尽管可能会使该游戏的 ARPPU 较往常略低，但预期用户量会有明显提升。从测试数据来看这款游戏的表现高于公司以往推出的几款核心游戏，玩家反馈较好。

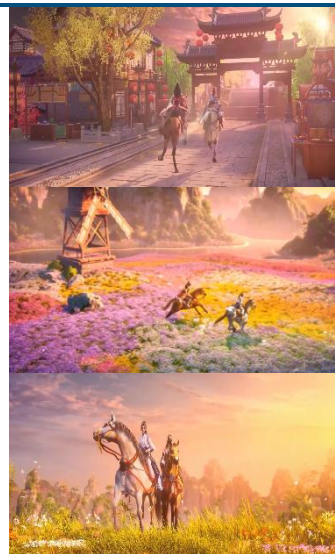
图 12:《浮生忆玲珑》游戏设定、人物风格



数据来源：《浮生忆玲珑》游戏官网，中信建投证券

《浮生忆玲珑》美术风格偏重对中式美学“意境”的营造，画面有浓厚的诗意氛围，为用户呈现“言有尽而意无穷”的国风视觉体验。游戏打造中式美学设计风格的场景，并融入江南古韵元素，用丰富的层次做出鲜活感。游戏画面极显真实感，参考中国传统山水画美术风格，融入中国文化元素增强代入感，展现山水之美。

图 13:《浮生忆玲珑》场景风格



数据来源:《浮生忆玲珑》游戏官网, 中信建投证券

《墨剑江湖》

《墨剑江湖》是一款以国风武侠架空世界为背景,不局限于公司以往的女性向手游,以经典武侠为核心的角色扮演策略类游戏。游戏还原潇洒快意的江湖武林,塑造立体真实的侠客高手,多维度打造荡气回肠的武侠演义。玩家将自由构建武学体系,享受策略乐趣和招式快感,体验江湖中的儿女情长。于 2023 年 7 月进行了小范围的限量删档测试,目前已拿到版号。

图 14:《墨剑江湖》



数据来源:公司年度报告, 中信建投证券

《代号：PE》

《代号:PE》是一款以欧洲皇室架空世界为背景的女性向角色养成游戏，主要定位海外。作为一款为欧美用户定制化的产品，游戏还原西方皇室代入感，辅以影视化视听体验，以多维度立体叙事打造传奇女王史诗。玩家将进入皇室世界，经历王权纷争，享受情感互动，铸造一代女王传奇。

图 15: 《代号：PE》



数据来源：公司年度报告，中信建投证券

三、盈利预测

23年下半年由于老游戏流水自然回落，新游暂未上线，我们预计收入端将持续承压，但由于对项目及人员的有效控制、较低的买量费用，预计利润端将较为稳定。

新游《浮生忆玲珑》是《浮生为卿歌》IP的续作，预计2024年初元旦档上线。从目前产品本身的品质、测试数据和玩家口碑这三个方面来看，《浮生忆玲珑》有可能成为下一个古风策略类游戏的大热门，参考公司同类爆品《浮生为卿歌》，上线后产品流水有望迎来持续增长，预计拥有较长生命周期且ARPPU保持稳定，具备持续稳定创收能力，有望进一步驱动业绩增长。

此外，公司还有两款游戏在储备当中，其中《墨剑江湖》定位国风武侠，目前已拿到版号，《代号：PE》主要面向海外市场，还原西方皇室世界。储备的三款游戏覆盖不同细分品类，既充分发挥了公司原有游戏IP的竞争优势，又实现了新领域的显著拓展，公司多品类、多题材的游戏矩阵将有助于打开更多收入增量空间。

因此，我们预计公司2023-2024年收入分别为10.5亿元/18.8亿元，同比增长-31%/78%，调整后净利润分别为-1.12亿元/2.96亿元。

图 16: 友谊时光利润表预测

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E
营业收入	1,616	1,524	1,052	1,876
营业成本	(527)	(480)	(337)	(615)
毛利	1,089	1,044	715	1,261
销售费用	(456)	(647)	(475)	(612)
研发费用	(365)	(357)	(331)	(336)
管理费用	(67)	(70)	(65)	(57)
其他开支	(1)	(1)	0	(1)
其他收入-经营	40	48	25	40
经营利润	241	17	(131)	295
财务费用	(0)	(0)	(0)	(0)
联营公司损益	(415)	(94)	0	0
公允价值变动	(14)	(24)	(26)	(28)
税前利润	234	24	(132)	294
所得税	42	1	0	(13)
净利润	275	25	(132)	281
调整后净利润	309	41	(112)	296
关键比率				
营业收入 YOY	-26%	-6%	-31%	78%
调整后净利润 YOY	-45%	-91%	NA	NA
经营利润率	14.9%	1.1%	-12.4%	15.7%
净利率	17.0%	1.6%	-12.6%	15.0%
调整后净利率	19.1%	2.7%	-10.7%	15.8%

数据来源：公司公告，wind，中信建投证券

风险分析

行业监管风险：自 2018 年起中国监管机构对于网络游戏行业采取强监管措施，例如趋严的游戏审批版号、未成年防沉迷监控等，未来无法预测是否有新增的法规影响行业。若游戏版号发放情况不及预期，有可能影响产品上线节奏。

新游不及预期风险：新游戏《浮生忆玲珑》上线给与公司很大的看点，但游戏玩家对产品的喜好无固定模式，无法保证新游在商业上持续取得成功。

出海业务不及预期：新产品《代号: PE》主要定位海外，海外市场的开拓存在一定不确定因素，包括政治、经济、文化等方面。

分析师介绍

于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，武汉大学经济学学士，5 年互联网及港股策略卖方从业经历，2021、2020 年新财富港股及海外方向第五名成员，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，6 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网龙头公司研究，所在卖方团队获得 2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名。2022 年新财富海外研究最佳研究团队入围。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk