

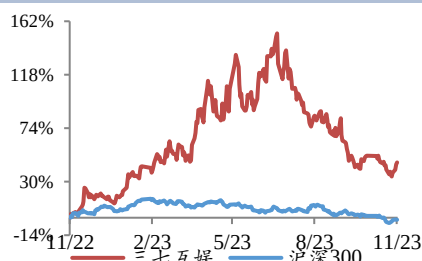
小程序游戏带来成长机遇，长期竞争优势显著

投资评级：买入（上调）

报告日期：2023-11-01

收盘价（元） 20.93
近 12 个月最高/最低（元） 36.19/14.47
总股本（百万股） 2,218
流通股本（百万股） 1,608
流通股比例（%） 72.51
总市值（亿元） 464
流通市值（亿元） 337

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. 全球化发行实力强劲，优秀产品进入收获期 2023-10-13

主要观点：

● 23Q3 业绩：

23Q3 营业收入 42.82 亿元(yoy 19.43%, qoq 7.17%), 归母净利润 9.66 亿元(yoy 72.06%, qoq 114.0%)。《寻道大千》(小程序游戏)、《凡人修仙传》和《最后的原始人》等驱动边际增长，《斗罗大陆：魂师对决》和《Puzzles & Survival》玩家群体付费意愿稳固。

● 23Q3 业绩解读：

23Q3 销售费用 20.81 亿元(yoy 12.81%, qoq -11.87%, 销售费用率同比下降 2.86 个百分点至 48.59%)，公司 23Q2 集中进行游戏投放，23Q3 游戏产品进入利润回报期，销售费用开始有一定程度下降，同时我们预计公司在 23Q4 的销售费用投入也会较为平稳。23Q3 研发费用 1.85 亿元(yoy -22.27%, qoq -1.80%，研发费用率同比下降 2.32 个百分点至 4.32%)，公司项目投入开支合理，游戏产品商业化维持优异表现。

● 游戏产品：向小程序游戏增量赛道进军

长线运营阶段游戏《斗罗大陆：魂师对决》、《叫我大掌柜》、和《Puzzles & Survival》(海外上线)等持续贡献收入；新近上线包括，《寻道大千》和《凡人修仙传》；储备游戏包括：1)自研：养成宫斗《扶摇一梦》，Q 版 MMO《空之勇者》，神话卡牌《龙与爱丽丝》，魔幻 MMO《失落之门：序章》，和《代号斗罗 MMO》等；2)代理：巨兽题材 SLG《Mecha Domination》(海外上线)，西方魔幻 SLG《Puzzles & Chaos》(海外上线)等。

● 投资建议

预计公司 23/24/25 年归母净利润 32.27/38.86/43.65 亿元，yoy 9.2%/20.4%/12.3%，前值：32.98/38.20/42.99 亿元。公司游戏投放实力雄厚，AIGC 和小程序游戏带来成长机遇。给予“买入”评级。

● 风险提示

游戏市场竞争加剧；游戏上线延期；宏观经济环境波动

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,406	17,494	20,006	22,730
收入同比（%）	1.2%	6.6%	14.4%	13.6%
归属母公司净利润	2,954	3,227	3,886	4,365
净利润同比（%）	2.7%	9.2%	20.4%	12.3%
毛利率（%）	81.4%	79.5%	80.4%	79.9%
ROE（%）	24.2%	22.2%	22.0%	20.5%
每股收益（元）	1.33	1.46	1.75	1.97
P/E	13.59	14.23	11.81	10.52
P/B	3.29	3.15	2.60	2.16
EV/EBITDA	10.53	11.52	8.90	7.13

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,587	13,720	19,087	26,085
现金	5,129	8,373	13,134	20,315
应收账款	1,434	1,309	1,902	1,703
其他应收款	87	102	115	131
预付账款	855	855	855	855
存货	-	-	-	-
其他流动资产	3,081	3,081	3,081	3,081
非流动资产	6,508	6,439	6,357	6,266
长期投资	622	622	622	622
固定资产	850	811	763	711
无形资产	1,060	1,060	1,060	1,060
其他非流动资产	3,977	3,947	3,913	3,874
资产总计	17,095	20,159	25,445	32,351
流动负债	4,341	5,310	7,448	10,700
短期借款	901	1,786	3,468	6,596
应付账款	1,649	1,464	2,266	1,873
其他流动负债	1,792	2,060	1,714	2,232
非流动负债	441	167	215	222
长期借款	323	48	97	104
其他非流动负债	118	118	118	118
负债合计	4,783	5,477	7,663	10,923
少数股东权益	129	129	129	129
股本	2,218	2,218	2,218	2,218
资本公积	2,777	2,749	2,749	2,776
留存收益	7,189	9,586	12,686	16,306
归属母公司股东权益	12,183	14,553	17,653	21,300
负债和股东权益	17,095	20,159	25,445	32,351

现金流量表 (百万元)				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,557	3,445	3,755	4,697
净利润	2,910	3,185	3,796	4,201
折旧摊销	213	23	19	26
财务费用	24	-	-	-
投资损失	-76	-	-	-
营运资金变动	385	237	-60	470
其他经营现金流	101	0	0	-
投资活动现金流	-3,330	45	63	65
资本支出	320	-45	-63	-65
长期投资	-81	-	-	-
其他投资现金流	-3,569	91	125	130
筹资活动现金流	1,585	-247	944	2,418
借款	1,640	610	1,731	3,135
股权融资	93	-	-	-
其他筹资现金流	-149	-857	-787	-717
汇率变动影响	60	-	-	-
现金净增加额	-1,298	3,244	4,761	7,180

利润表 (百万元)				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,406	17,494	20,006	22,730
营业成本	3,049	3,591	3,913	4,564
营业税金及附加	32	35	42	47
销售费用	8,733	9,214	10,465	11,884
管理费用	526	620	740	840
财务费用	-74	-232	-253	-288
资产减值损失	-90	-	-	-
公允价值变动收益	-40	57	-17	-19
投资净收益	76	2	8	8
营业利润	3,309	3,633	4,324	4,801
营业外收入	11	22	9	11
营业外支出	19	8	10	11
利润总额	3,302	3,647	4,324	4,801
所得税	392	462	528	600
净利润	2,910	3,185	3,796	4,201
少数股东损益	-45	-42	-90	-164
归属母公司净利润	2,954	3,227	3,886	4,365
EBITDA	3,448	3,424	4,091	4,539
EPS (元)	1.3	1.5	1.8	2.0

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	1.2%	6.6%	14.4%	13.6%
营业利润	1.5%	9.8%	19.0%	11.0%
归属于母公司净利润	2.7%	9.2%	20.4%	12.3%
获利能力				
毛利率 (%)	81.4%	79.5%	80.4%	79.9%
净利率 (%)	17.7%	18.2%	19.0%	18.5%
ROE (%)	24.2%	22.2%	22.0%	20.5%
ROIC (%)	22.5%	18.1%	16.8%	14.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	28.0%	27.2%	30.1%	33.8%
净负债比率 (%)	38.8%	37.3%	43.1%	51.0%
流动比率	2.44	2.58	2.56	2.44
速动比率	2.23	2.41	2.44	2.35
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.87	0.79	0.70
应收账款周转率	11.44	13.36	10.52	13.35
应付账款周转率	1.85	2.45	1.73	2.44
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	1.46	1.75	1.97
每股经营现金流 (摊薄)	1.60	1.55	1.69	2.12
每股净资产	5.49	6.56	7.96	9.60
估值比率				
P/E	13.59	14.23	11.81	10.52
P/B	3.29	3.15	2.60	2.16
EV/EBITDA	10.53	11.52	8.90	7.13

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。