

评级：买入

核心观点

王建会
传媒互联网首席分析师
SAC 执证编号：S0110522050001
wangjianhui2@sczq.com.cn

李甜露
传媒互联网联席首席分析师
SAC 执证编号：S0110516090001
litianlu@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2690

辛迪
传媒互联网行业分析师
SAC 执证编号：S0110522110003
xindi2022@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2690

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	1.38
一年内最高/最低价 (元)	2.03/1.14
市盈率 (当前)	-
市净率 (当前)	0.42
总股本 (亿股)	7.99
总市值 (亿元)	10

资料来源：聚源数据

相关研究

祖龙娱乐 (9990.HK)：硬核研发为底色，进入新游释放期

● **事件**：祖龙娱乐披露 2023 年度业绩，2023 年公司实现营业收入 9.09 亿元 (yoy+55.5%)；年内净亏损 3.16 亿元 (yoy-58.9%)；经调整净亏损 2.83 亿元 (yoy-61.3%)。

● **核心新品驱动 23 年营收快速增长，三款新品蓄势待发，有望贡献可观增量，关注公司业务模式转折点。**2023 年，公司实现营收 9.09 亿元，同比增长 55.5%，其中受自发行大单品驱动，公司综合游戏发行及运营业务收入 7.09 亿元，同比增长 105.4%。2023 年 3 月，公司自研自发自发项目《以闪亮之名》在中国大陆地区上线，取得亮眼成绩：截至 2023 年底，该游戏累计注册用户数超过 1200 万人；截至 2024 年 3 月底，该游戏全球累计流水超过 10 亿元。我们认为，《以闪亮之名》的成功验证了祖龙娱乐的自发行能力，成为公司发力研运一体模式的转折点，公司储备项目丰富，其中多款产品有望以自发行方式上线，或持续贡献可观收益。

新品储备方面，公司 2024 年有三款产品有望上线，分别是：1) 基于《三国群英传》IP 开发的 SLG 游戏《三国群英传：鸿鹄霸业》(已取得版号)，考虑到公司之前推出的 SLG 游戏《鸿图之下》较为成功(首月流水超过 1 亿元，截止 2023 年底累计流水超过 16 亿元)，且 SLG 品类的成功经验可以复制到后续产品中，我们认为该产品表现值得期待；2) 基于 UE4 打造的《龙族》IP 策略卡牌游戏《项目 E》，已于 2024 年 1 月完成新一轮测试，本次测试版本在美术、剧情等方面调优升级，收获大量好评，基于《龙族》IP 受众广泛，以及基于 UE4 打造的高品质卡牌游戏具备稀缺性，我们看好该产品上线后对公司的利润贡献；3) 基于 UE4 打造的、中国风放置 RPG 手游《项目代号：IM》，已于 2024 年 1 月完成新一轮测试，有望以自发行方式在年内上线。

此外，梳理公司产品储备我们发现，公司待上线新品中《项目 E》《项目代号：IM》等均在 2022 年初左右开始铺量制作，制作周期在 2 年左右，属于投入相对轻量的产品，与公司往年将主要精力集中于制作周期较长、投入体量较大的 MMO、SLG 品类的投入产出模式有较大差异，我们看好公司在品类日益丰富的同时，单品业绩弹性的增强。

● **费用端有所优化，2024 年或有望扭亏。**公司毛利率较为稳定，同时控费效果较好，2023 年，公司研发费用同比减少 22.0%至 5.82 亿元，在有自发行大单品上线的情况下销售费用仍同比减少 2.2%至 2.75 亿元，以及管理费用同比减少 2.9%至 1.05 亿元，公司 2023 年减亏显著。我们认为，若 2024 年新品上线节奏及流水表现符合预期，公司有望扭亏为盈。

● **盈利预测与投资评级**：我们预计 2024-2026 年营业收入为 12.1/13.3/14.8 亿元，同比增加 33.6%/9.5%/11.5%，净利润分别为 0.1/0.64/1.27 亿元，对应 PE 为 103/16/8 倍。我们看好公司游戏研发壁垒及推出精品游戏能

力，以及自发行能力不断增强、技术进步背景下游戏产品变现价值的提升，维持“买入”评级。

- **风险提示：**游戏研发进度不及预期；行业政策趋严；新产品流水表现不及预期；宏观经济复苏不及预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	9.1	12.1	13.3	14.8
营收增速(%)	55.5%	33.6%	9.5%	11.5%
归母净利润(亿元)	-3.16	0.10	0.64	1.27
归母净利润增速(%)	-58.9%	-	560.6%	98.9%
EPS(元/股)	-0.39	0.01	0.08	0.16
PE	-3.2	105.5	16.0	8.0

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	555	676	916	1,272	营业总收入	916	1,214	1,329	1,482
应收款项合计	210	181	185	192	主营业务收入	908	1,214	1,329	1,482
存货	0	0	0	0	其他营业收入	8	0	0	0
其他流动资产	1,452	1,120	922	644	营业总支出	1,222	1,249	1,299	1,377
流动资产合计	2,217	1,977	2,023	2,108	营业成本	258	291	315	347
固定资产净额	18	27	31	36	营业开支	964	959	984	1,030
权益性投资	61	70	65	67	营业利润	-306	-36	30	105
其他长期投资	266	295	280	287	净利息支出	-48	-45	-45	-45
商誉及无形资产	154	201	231	269	权益性投资损益	-18	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	其他非经营性损益	-22	0	0	0
其他非流动资产	28	22	25	25	非经常项目前利润	-298	9	75	150
非流动资产合计	527	615	632	684	非经常项目损益	-30	0	0	0
资产总计	2,744	2,592	2,655	2,792	除税前利润	-328	9	75	150
应付账款及票据	67	73	63	69	所得税	-12	0	11	22
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	317	149	158	162	持续经营净利润	-316	9	64	128
流动负债合计	384	222	221	231	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	净利润	-316	10	64	127
其他非流动负债	26	26	26	26	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	26	26	26	26	归属普通股股东净利润	-316	10	64	127
负债总计	410	248	247	257	EPS (摊薄)	-0.39	0.01	0.08	0.16
归属母公司所有者权益	2,334	2,344	2,408	2,535	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股东权益总计	2,334	2,344	2,408	2,535	营业收入	55.5%	33.6%	9.5%	11.5%
负债及股东权益总计	2,744	2,592	2,655	2,792	归属普通股股东净利润	-58.9%	-	560.6%	98.9%
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	获利能力				
经营活动现金流	-80	-210	-16	57	毛利率	71.6%	76.1%	76.3%	76.6%
净利润	-316	10	64	127	净利率	-34.7%	0.8%	4.8%	8.6%
折旧和摊销	0	-20	-22	-21	ROE	-12.8%	0.4%	2.7%	5.2%
营运资本变动	244	-155	-13	-3	ROA	-11.1%	0.4%	2.4%	4.7%
其他非现金调整	-8	-44	-45	-46	偿债能力				
投资活动现金流	-589	-336	-38	-336	资产负债率	14.9%	9.6%	9.3%	9.2%
资本支出	0	-76	-55	-65	流动比率	5.8	8.9	9.2	9.1
长期投资减少	75	-38	19	-9	速动比率	5.8	8.9	9.2	9.1
少数股东权益增加	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他长期资产的减少/(增加)	-664	-223	-2	-261	每股收益	-0.39	0.01	0.08	0.16
融资活动现金流	-19	667	294	635	每股经营现金流	-0.10	-0.26	-0.02	0.07
借款增加	0	0	0	0	每股净资产	2.92	2.93	3.01	3.17
股利分配	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-3.2	103.3	15.6	7.9
其他融资活动产生的现金流量净额	-19	667	294	635	P/B	0.4	0.4	0.4	0.4

分析师简介

王建会，复旦大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

辛迪，中央财经大学经济统计硕士，中央财经大学金融数学学士，2022 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现