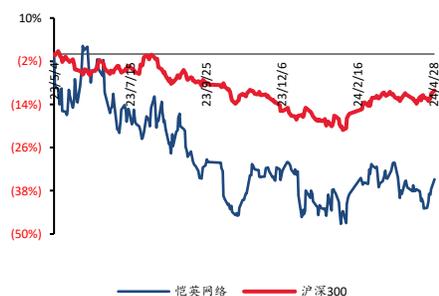


传媒互联网

业绩高增，丰富游戏储备驱动未来增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 21.53/21.53
总市值/流通(亿元) 252.71/252.71
12个月内最高/最低价 19.29/9.16 (元)

相关研究报告

《分红节奏逐渐稳定，长期投资价值突显》
--2024-03-29

《Q3业绩稳健增长，关注Q4新游上线新周期》
--2023-10-29

《优势品类贡献稳定业绩增长，创新品类开启第二成长曲线》
--2023-08-29

证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060001

事件：

公司2023年实现营收42.95亿元，同比增长15.30%；归母净利润14.62亿元，同比增长42.57%；归母扣非净利润13.51亿元，同比增长41.26%。2024Q1实现营收13.08亿元，同比增长36.93%；归母净利润4.26亿元，同比增长47.06%；归母扣非净利润4.24亿元，同比增长48.35%。

► 2023及2024Q1老游戏运营稳健，新游戏贡献业绩增量

2023年公司业绩实现增长，主要系：1) 传奇奇迹类《原始传奇》、《天使之战》等老游戏运营稳健，持续贡献稳定流水；2) 多款新游戏表现亮眼：腾讯独代游戏《石器时代：觉醒》在微信游戏畅销手游榜排名第16；《仙剑奇侠传：新的开始》小程序版和《怪物联萌》小游戏上线后位居畅销榜前列。3) 公司以5.7亿元收购浙江盛和剩余29%股权，并于6月开始实现100%并表。浙江盛和2020-2022年实现净利润分别为2.1/9.3/11.8亿元，此次收购提升公司盈利能力。2024年Q1公司业绩延续增长态势，主要系23年下半年上线新游戏陆续释放流水，以及浙江盛和并表贡献利润提升。

► 游戏储备丰富，多款产品预计2024年内上线

公司储备产品几十余款，目前《斗罗大陆：诛邪传说》、《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》、《盗墓笔记：启程》、《临仙》等均已取得版号。其中，《斗罗大陆：诛邪传说》预计将于24年内上线，《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》已于24年2月在全平台开启预约。此外，超人气经典动画《死神 千年血战篇》正版授权的手游和《奥特曼》正版授权的面向全球市场的3D动作游戏也在研发中。关注24年内新游上线节奏，看好重点产品上线为公司贡献业绩新增量。

► 积极布局AI、VR等技术，发布自研「形意」大模型

2023年4月公司与复旦大学签署协议，共同探索AIGC技术在游戏研发中的应用，包括游戏NPC的AI化等。8月公告投资8亿设立数字经济研发中心，提升公司在游戏研发、AI、VR/AR、数字化转型等方面的能力。进入2024年，公司前期布局取得显著成果。3月公司旗下臣旒网络自研VR游戏《Mecha Party》正式登陆PlayStation北美服与Steam平台。4月推出应用于游戏研发的自研《形意》大模型，实现显著增效，并有望提高公司IP游戏化改编的扩张潜力。

► 分红节奏稳定，回购及管理层增持彰显信心

2023年公司已实施半年度权益分派，总派息金额约2.13亿元。2024年，公司计划进行2023年度分红2.13亿元，以及2024年内分红约2亿元。公司有望实现每半年进行一次现金分红，分红节奏逐渐稳定，提升公司长期投资价值。此外，2023年公司完成了回购计划，共计回购股份1607万

股，总金额约 2 亿元。同时，公司管理层多次增持股份。董事长金锋直接与间接增持公司股份共计约 1.67 亿元，全体高级管理人员共计增持 800 万元。多次股份增持体现管理层对公司未来发展前景的信心。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司老游戏运营稳健，贡献稳定流水；新游戏表现亮眼，流水陆续释放，贡献业绩新增量。未来，丰富游戏储备有望持续驱动业绩增长，并且公司在 AI、VR 等新技术领域取得的成果有望优化游戏研发流程，提高游戏研发潜力。因此，我们预计公司 2024-26 年营收分别为 52.15/61.55/71.46 亿元，对应增速 21.40%/18.03%/16.10%，归母净利润分别为 18.31/20.78/23.47 亿元，对应增速 25.25%/13.53%/12.94%。给予公司 20 倍 PE，对应目标价 17.00 元/股，维持公司“买入”评级。

➤ 风险提示

政策监管趋紧的风险，游戏行业增速放缓的风险，游戏流水、上线节奏不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4295.39	5214.58	6155.02	7146.11
营业收入增长率(%)	15.30%	21.40%	18.03%	16.10%
归母净利（百万元）	1461.71	1830.74	2078.49	2347.40
净利润增长率(%)	42.58%	25.25%	13.53%	12.94%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.85	0.97	1.09
市盈率（PE）	17.29	13.80	12.16	10.77

资料来源：iFind，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2551.0	2806.9	4252.5	6843.3	9611.9
应收票据及账款	1049.4	1314.2	1696.8	2002.8	2325.3
预付账款	229.1	252.0	444.6	524.8	609.3
其他应收款	39.0	73.1	113.2	133.6	155.2
存货	10.5	19.6	14.7	20.1	24.9
其他流动资产	68.6	84.0	99.3	117.2	136.1
流动资产总计	3947.6	4549.8	6621.1	9641.8	12862.6
长期股权投资	397.8	518.4	507.4	496.4	485.4
固定资产	63.2	36.1	23.1	10.0	-3.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	27.7	30.6	15.0	-0.5	-16.1
长期待摊费用	241.1	200.4	100.2	0.0	0.0
其他非流动资产	1099.1	1275.0	1275.0	1275.0	1275.0
非流动资产合计	1828.8	2060.5	1920.7	1780.9	1741.2
资产总计	5776.4	6610.4	8541.8	11422.7	14603.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据及账款	312.2	442.1	316.6	434.0	539.0
其他流动负债	889.0	907.6	728.9	953.9	1161.6
流动负债合计	1201.2	1349.7	1045.5	1387.8	1700.6
长期借款	17.0	3.2	1.4	-0.2	-0.6
其他非流动负债	16.0	19.0	19.0	19.0	19.0
非流动负债合计	33.0	22.2	20.4	18.8	18.4
负债合计	1234.1	1371.9	1065.9	1406.6	1718.9
股本	1515.2	1515.2	1515.2	1515.2	1515.2
资本公积	746.2	509.2	509.2	509.2	509.2
留存收益	2210.6	3219.7	4961.4	6939.0	9172.3
归属母公司权益	4471.9	5244.0	6985.8	8963.3	11196.7
少数股东权益	70.4	-5.6	490.0	1052.7	1688.3
股东权益合计	4542.3	5238.5	7475.9	10016.1	12884.9
负债和股东权益合计	5776.4	6610.4	8541.8	11422.7	14603.9

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1361.3	1580.6	2219.0	2533.6	2877.1
折旧与摊销	75.9	115.9	128.8	128.8	28.6
财务费用	-34.2	-58.1	-12.2	-19.4	-28.8
投资损失	12.4	-78.9	-57.2	-57.2	-57.2
营运资金变动	31.6	28.5	-929.8	-87.6	-139.5
其他经营现金流	36.0	118.4	110.7	110.7	110.7
经营性现金净流量	1483.0	1706.4	1459.3	2608.9	2790.9
资本支出	169.5	188.0	-0.0	0.0	-0.0
长期投资	-57.0	-187.4	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	673.8	-2.4	64.9	65.1	63.3
投资性现金净流量	447.3	-377.8	64.9	65.1	63.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	3.8	-13.7	-1.9	-1.6	-0.4
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-11.9	-237.0	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-571.9	-813.5	-76.7	-81.6	-85.2
筹资性现金净流量	-580.1	-1064.2	-78.6	-83.2	-85.7
现金流量净额	1369.7	268.7	1445.6	2590.8	2768.5

资料来源: iFind, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3725.5	4295.4	5214.6	6155.0	7146.1
营业成本	930.8	710.0	707.5	969.8	1204.5
税金及附加	17.5	19.0	20.9	23.4	33.7
销售费用	803.3	1176.6	1169.6	1367.0	1550.0
管理费用	163.9	286.5	304.5	345.9	379.5
研发费用	511.3	526.7	699.8	819.2	946.1
财务费用	-34.2	-58.1	-12.2	-19.4	-28.8
资产减值损失	-35.6	-30.4	-43.5	-51.3	-59.6
信用减值损失	23.6	-36.2	12.1	14.2	16.5
其他经营损益	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-12.4	78.9	57.2	57.2	57.2
公允价值变动损益	-2.4	9.3	0.0	0.0	0.0
资产处置收益	-0.0	0.6	0.3	0.3	0.3
其他收益	34.4	40.8	29.1	29.1	29.1
营业利润	1340.6	1697.7	2379.6	2698.5	3104.6
营业外收入	530.3	2.9	190.3	190.3	190.3
营业外支出	486.7	3.3	166.0	166.0	166.0
其他非经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	1384.3	1697.2	2404.0	2722.9	3129.0
所得税	23.0	116.6	77.6	81.7	146.1
净利润	1361.3	1580.6	2326.4	2641.2	2982.9
少数股东损益	336.1	118.9	495.6	562.7	635.5
归属母公司股东净利润	1025.2	1461.7	1830.7	2078.5	2347.4
EBITDA	1426.0	1755.0	2520.6	2832.3	3128.8
NOPLAT	1259.6	1423.0	2290.6	2598.4	2931.9
EPS(元)	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营收增长率	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
营业利润增长率	0.5	0.3	0.4	0.1	0.2
EBIT 增长率	0.5	0.2	0.5	0.1	0.1
EBITDA 增长率	0.5	0.2	0.4	0.1	0.1
归母净利润增长率	77.8%	42.6%	25.2%	13.5%	12.9%
经营现金流增长率	2.0	0.2	-0.1	0.8	0.1
盈利能力					
毛利率	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
净利率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营业利润率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
ROA	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROIC	0.5	0.7	0.9	0.7	0.8
估值倍数					
P/E	24.7	17.3	13.8	12.2	10.8
P/S	6.8	5.9	4.8	4.1	3.5
P/B	5.7	4.8	3.6	2.8	2.3
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	8.8	13.1	9.1	7.3	5.8
EV/EBITDA	8.3	12.2	8.6	7.0	5.7
EV/NOPLAT	9.4	15.1	9.5	7.6	6.1

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。