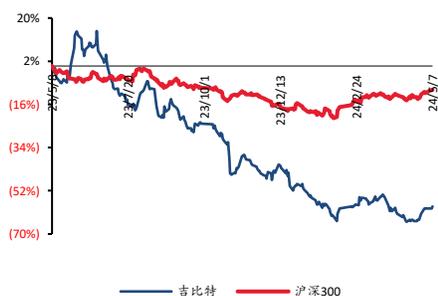


传媒互联网

## 核心产品流水企稳，关注后续新游上线节奏

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 0.72/0.72  
 总市值/流通(亿元) 144.26/144.26  
 12个月内最高/最低价 576.59/164.01 (元)

### 相关研究报告

《研运一体立足“精品化”，自研游戏开启新产品周期》--2023-09-07

### 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41.85亿元，同比下降-19.02%；归母净利润11.25亿元，同比下降-22.98%；归母扣非净利润11.19亿元，同比下降-23.79%。2024Q1实现营收9.27亿元，同比下降-18.97%；归母净利润2.53亿元，同比下降-17.35%；归母扣非净利润1.98亿元，同比下降-29.45%。

### ► 2023年业绩承压，2024Q1核心产品流水环比企稳

2023年公司营收下滑，主要系老游戏《问道手游》、《一念逍遥(大陆版)》、《奥比岛：梦想国度》营收减少；净利润同比下降，主要系老游戏发行投入基本持平或减少幅度小于营收减少幅度，以及新游戏《飞吧龙骑士》、《超进化物语2》等在线前期，仍处于亏损状态。2024Q1公司营收环比增长5.60%，主要系老游戏营收企稳，以及在24Q1上线的新游戏《不朽家族》、《神州千食舫》、《Monster Never Cry(欧美版)》等贡献了增量收入。但因老游戏分别推出新年服和周年庆活动导致发行费用环比增加，以及多款新游上线导致发行投入较大，2024Q1公司净利润环比下降。

### ► 产品储备丰富，多款新游预计于2024年上线

2023年公司持续获得游戏版号，目前共有8款自研或代理游戏产品获批，包括《封神幻想世界》、《硬核机甲》、《勇者与装备》、《最强城堡》、《烛火地牢2》等。另有5款由公司子公司出版但未代理运营的游戏获得版号，包括《骑士冲呀》、《用魔法打败魔法》、《阿瑞斯病毒2》、《纽扣兄弟》及《迷途之光》。其中，代理产品《航海王：梦想指针》已于4月上线，《亿万光年》、《封神幻想世界》计划于2024年下半年上线。此外，公司自研产品《代号M72》、《杖剑传说(代号M88)》已申请版号，《杖剑传说》计划于2024年下半年在境外上线。

### ► 盈利预测、估值与评级

公司老游戏流水环比企稳，丰富产品储备为后续新产品上线节奏稳定提供保障。因此，我们预计公司2024-26年营收分别为40.96/45.80/50.72亿元，对应增速-2.12%/11.81%/10.75%，归母净利润分别为10.10/11.60/12.77亿元，对应增速-10.23%/14.89%/10.05%。给予公司18倍PE，对应目标价为252.36元/股。维持公司“增持”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

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4184.85	4096.13	4579.89	5072.22
营业收入增长率(%)	-19.02%	-2.12%	11.81%	10.75%
归母净利润（百万元）	1125.12	1010.01	1160.40	1277.04
净利润增长率(%)	-22.98%	-10.23%	14.89%	10.05%
摊薄每股收益（元）	15.62	14.02	16.11	17.73
市盈率（PE）	12.82	14.28	12.43	11.30

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	2628.62	2397.02	3125.74	4083.06	5117.76
应收票据及账款	264.70	238.76	234.80	262.53	290.75
预付账款	13.33	21.42	19.56	21.87	24.22
其他应收款	8.02	5.60	13.33	14.90	16.50
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	664.19	1148.90	1157.08	1160.80	1164.58
<b>流动资产总计</b>	<b>3578.86</b>	<b>3811.70</b>	<b>4550.50</b>	<b>5543.15</b>	<b>6613.82</b>
长期股权投资	1187.26	1164.81	1224.97	1285.13	1345.29
固定资产	646.74	632.73	489.29	345.80	202.27
在建工程	0.00	1.66	1.38	1.11	0.83
无形资产	72.14	69.77	55.30	40.84	26.38
长期待摊费用	5.68	20.05	10.02	0.00	0.00
其他非流动资产	999.75	936.05	901.76	869.84	837.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>2911.57</b>	<b>2825.07</b>	<b>2682.73</b>	<b>2542.72</b>	<b>2412.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>6490.42</b>	<b>6636.77</b>	<b>7233.23</b>	<b>8085.87</b>	<b>9026.50</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	282.20	188.82	196.46	225.72	259.07
其他流动负债	1408.43	1114.01	1119.42	1270.89	1437.41
<b>流动负债合计</b>	<b>1690.63</b>	<b>1302.83</b>	<b>1315.87</b>	<b>1496.61</b>	<b>1696.48</b>
长期借款	3.61	28.13	20.29	12.90	6.07
其他非流动负债	86.69	58.20	58.20	58.20	58.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>90.29</b>	<b>86.33</b>	<b>78.50</b>	<b>71.10</b>	<b>64.28</b>
<b>负债合计</b>	<b>1780.92</b>	<b>1389.16</b>	<b>1394.37</b>	<b>1567.71</b>	<b>1760.76</b>
股本	71.87	72.04	72.04	72.04	72.04
资本公积	1334.37	1400.92	1400.92	1400.92	1400.92
留存收益	2572.50	2990.88	3304.70	3665.25	4062.03
归属母公司权益	3978.73	4463.84	4777.66	5138.21	5534.99
少数股东权益	730.77	783.77	1061.21	1379.96	1730.75
<b>股东权益合计</b>	<b>4709.50</b>	<b>5247.61</b>	<b>5838.87</b>	<b>6518.16</b>	<b>7265.74</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6490.42</b>	<b>6636.77</b>	<b>7233.23</b>	<b>8085.87</b>	<b>9026.50</b>
现金流量表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1959.50	1461.09	1099.62	1291.32	1440.00
折旧与摊销	99.68	118.23	200.13	200.17	190.19
财务费用	-217.04	-126.41	-8.49	-11.81	-15.64
投资损失	-106.36	-34.92	-182.13	-182.13	-182.13
营运资金变动	-242.86	-391.99	2.96	145.41	163.92
其他经营现金流	259.47	159.50	224.94	222.57	222.57
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1752.39</b>	<b>1185.50</b>	<b>1337.03</b>	<b>1665.53</b>	<b>1818.91</b>
资本支出	172.36	84.16	-0.00	0.00	-0.00
长期投资	142.31	-513.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	216.19	107.02	87.23	87.23	87.23
<b>投资性现金净流量</b>	<b>186.13</b>	<b>-490.54</b>	<b>87.23</b>	<b>87.23</b>	<b>87.23</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.50	24.53	-7.84	-7.40	-6.82
普通股增加	0.00	0.17	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	19.95	66.55	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2425.25	-1050.50	-687.70	-788.05	-864.62
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-2403.80</b>	<b>-959.25</b>	<b>-695.54</b>	<b>-795.44</b>	<b>-871.44</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-277.45</b>	<b>-227.46</b>	<b>728.72</b>	<b>957.32</b>	<b>1034.71</b>

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	5167.6	4184.85	4096.13	4579.89	5072.22
营业成本	582.14	479.91	460.41	528.98	607.15
税金及附加	20.54	25.07	22.54	25.20	27.91
销售费用	1401.7	1127.24	1176.82	1310.76	1450.15
管理费用	340.06	314.98	314.58	339.83	368.24
研发费用	672.61	679.36	767.62	790.03	854.16
财务费用	-217.0	-126.41	-8.49	-11.81	-15.64
资产减值损失	-180.6	-25.90	-64.52	-72.14	-79.89
信用减值损失	6.00	3.73	5.40	6.03	6.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	106.36	34.92	182.13	182.13	182.13
公允价值变动损益	-27.36	-32.97	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.07	0.33	0.09	0.09	0.09
其他收益	48.61	41.39	46.63	46.63	46.63
<b>营业利润</b>	<b>2320.5</b>	<b>1706.19</b>	<b>1532.39</b>	<b>1759.65</b>	<b>1935.90</b>
营业外收入	4.11	0.58	2.56	2.56	2.56
营业外支出	9.71	6.80	8.75	8.75	8.75
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2314.9</b>	<b>1699.97</b>	<b>1526.20</b>	<b>1753.46</b>	<b>1929.71</b>
所得税	355.44	238.88	238.75	274.30	301.87
<b>净利润</b>	<b>1959.5</b>	<b>1461.09</b>	<b>1287.45</b>	<b>1479.15</b>	<b>1627.83</b>
少数股东损益	498.62	335.97	277.44	318.75	350.79
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1460.9</b>	<b>1125.12</b>	<b>1010.01</b>	<b>1160.40</b>	<b>1277.04</b>
EBITDA	2197.6	1691.79	1717.84	1941.82	2104.26

预测指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营收增长率	11.88%	-19.02%	-2.12%	11.81%	10.75%
营业利润增长率	8.86%	-26.47%	-10.19%	14.83%	10.02%
EBIT 增长率	-2.32%	-24.99%	-3.55%	14.75%	9.90%
EBITDA 增长率	-2.79%	-23.02%	1.54%	13.04%	8.37%
归母净利润增长率	-0.52%	-22.98%	-10.23%	14.89%	10.05%
经营现金流增长率	-27.5%	-32.35%	12.78%	24.57%	9.21%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	88.73%	88.53%	88.76%	88.45%	88.03%
净利率	37.92%	34.91%	31.43%	32.30%	32.09%
营业利润率	44.91%	40.77%	37.41%	38.42%	38.17%
ROE	36.72%	25.21%	21.14%	22.58%	23.07%
ROA	22.51%	16.95%	13.96%	14.35%	14.15%
ROIC	166.6%	102.43%	82.92%	105.59%	139.71%
<b>估值倍数</b>					
P/E	9.87	12.82	14.28	12.43	11.30
P/S	2.79	3.45	3.52	3.15	2.84
P/B	3.63	3.23	3.02	2.81	2.61
股息率	8.47%	3.50%	4.83%	5.54%	6.10%
EV/EBIT	9.45	9.37	7.28	6.00	5.12
EV/EBITDA	9.02	8.72	6.43	5.38	4.66
EV/NOPLAT	11.11	10.95	8.59	7.08	6.05

## 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。