

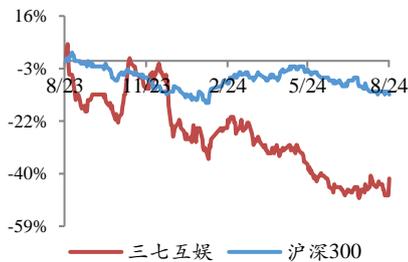
24Q2 业绩良性增长，净利率持续回升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-27

收盘价（元）	13.67
近 12 个月最高/最低（元）	26.88/12.04
总股本（百万股）	2,218
流通股本（百万股）	1,605
流通股比例（%）	72.35
总市值（亿元）	303
流通市值（亿元）	219

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. 小程序游戏带来成长机遇，长期竞争优势显著 2023-11-02
2. 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：

● 业绩简评：

公司发布 2024 年半年报。24H1, 公司营业收入 92.32 亿元, 同比增长 18.96%; 归母净利润为 12.65 亿元, 同比增长 3.15%; 扣非归母净利润为 12.75 亿元, 同比增长 14.27%。24Q2, 公司营业收入 44.82 亿元, 同比增长 12.16%; 归母净利润为 6.48 亿元, 同比增长 43.63%。三费方面, 24Q2 公司销售费用为 24.69 亿元, 对应销售费用率为 55.09%, 环比降低 5.78pp; 管理费用为 1.07 亿元, 对应管理费用率为 2.39%, 环比降低 1.58pp; 研发费用为 1.76 亿元, 对应研发费用率为 3.92%, 环比增加 0.23pp。分红方面, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.10 元 (含税), 拟现金分红金额约 4.66 亿元 (含税), 公司上半年累计分红约 9.21 亿元。

● 国内游戏表现优秀，游戏出海持续推进。

24H1, 公司移动游戏业务收入 89.59 亿元, 同比增长 19.82%。其中国内游戏收入 63.34 亿元, 同比增长 33.82%。主要系公司《寻道大千》、《霸业》、《灵魂序章》等游戏表现优秀, 公司持续进行流量投放, 带动业务增长。另外在销售费用率环比下降前提下, 公司小程序游戏依然实现稳定增长, 小程序游戏能力得以验证。海外游戏部分, 上半年收入 28.98 亿元, 同比减少 4.27%; 毛利率为 76.13%, 较去年同期增加 3.32pp。《Puzzles & Survival》作为早期海外上线游戏持续为公司海外业务提供收入, 目前已贡献累计百亿元流水。新游方面, 公司海外上线《Mecha Domination》和《Primal Conquest: DinoEra》等多款游戏, 海外布局持续推进。

● 三条游戏赛道协同发展，游戏储备丰富。

公司丰富的游戏储备支持了公司在存量竞争市场的长期稳定发展。公司不断展现自身研发实力, 积极开拓新品类游戏市场, 扩大游戏布局赛道。目前公司已经形成 MMORPG、SLG、轻游戏三品类游戏共同全面发展。具体来看, 公司已推出《时光杂货店》和《三国群英传: 鸿鹄霸业》为首的多款游戏, 同时包括《斗罗大陆: 猎魂世界》、《赘婿》和《时光大爆炸》在内的多款游戏取得版号, 有望后续上线为公司游戏业务提供增量。

● 投资建议

我们预计公司 24/25/26 年归母净利润 29.40/34.40/37.95 亿元, yoy 10.6%/17.0%/10.3%, 对应 PE 为 10.3/8.8/8.0。公司游戏投放实力强劲, 精品轻游戏投放有望拉动国内游戏营收表现。维持“买入”评级。

● 风险提示

游戏市场竞争加剧; 游戏版号发放不及预期; 游戏上线延期; 宏观经济环境波动等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,547	18,989	20,891	22,681
收入同比 (%)	0.9%	14.8%	10.0%	8.6%
归属母公司净利润	2,659	2,940	3,440	3,795
净利润同比 (%)	-10.0%	10.6%	17.0%	10.3%
毛利率 (%)	79.5%	79.8%	80.0%	80.0%
ROE (%)	20.9%	21.7%	22.9%	22.5%
每股收益 (元)	1.20	1.33	1.55	1.71
P/E	15.68	10.31	8.82	7.99
P/B	3.26	2.03	1.83	1.63
EV/EBITDA	8.70	7.53	6.35	5.40

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,123	13,616	16,779	20,922
现金	6,177	8,317	11,443	15,324
应收账款	1,479	1,750	1,864	2,026
其他应收款	46	129	51	152
预付账款	1,143	1,143	1,143	1,143
存货	1	-	-	-
其他流动资产	2,276	2,277	2,277	2,277
非流动资产	8,012	7,903	7,815	7,719
长期投资	521	521	521	521
固定资产	824	760	707	649
无形资产	1,040	1,040	1,040	1,040
其他非流动资产	5,627	5,583	5,547	5,509
资产总计	19,135	21,520	24,593	28,641
流动负债	5,906	7,376	8,956	11,102
短期借款	1,555	2,682	4,023	6,035
应付账款	1,826	2,023	2,286	2,351
其他流动负债	2,525	2,671	2,647	2,715
非流动负债	417	478	505	559
长期借款	306	367	394	448
其他非流动负债	111	111	111	111
负债合计	6,322	7,853	9,461	11,660
少数股东权益	105	105	105	105
股本	2,218	2,218	2,218	2,218
资本公积	2,823	2,749	2,776	2,829
留存收益	7,666	8,594	10,033	11,828
归属母公司股东权益	12,707	13,561	15,027	16,875
负债和股东权益	19,135	21,520	24,593	28,641

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,147	4,005	3,727	4,205
净利润	2,634	2,928	3,372	3,661
折旧摊销	194	152	12	14
财务费用	-99	100	-	-
投资损失	-8	-8	-	-
营运资金变动	1,386	634	343	531
其他经营现金流	-959	199	-	-
投资活动现金流	-1,446	-980	-980	-980
资本支出	1,312	-69	-76	-83
长期投资	-87	-	-	-
其他投资现金流	-2,670	-911	-904	-897
筹资活动现金流	2,286	-885	380	656
借款	2,911	1,189	1,368	2,066
股权融资	1	-	-	-
其他筹资现金流	-626	-2,074	-989	-1,409
汇率变动影响	10	-	-	-
现金净增加额	-575	2,140	3,126	3,881

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,547	18,989	20,891	22,681
营业成本	3,392	3,832	4,178	4,536
营业税金及附加	37	42	47	51
销售费用	9,091	10,736	11,699	12,702
管理费用	592	587	612	662
财务费用	-221	-156	-173	-188
资产减值损失	-112	-	-	-
公允价值变动收益	104	-78	-97	-106
投资净收益	8	130	146	159
营业利润	3,041	3,362	3,864	4,196
营业外收入	20	3	2	3
营业外支出	13	10	13	14
利润总额	3,048	3,354	3,853	4,184
所得税	414	426	482	524
净利润	2,634	2,928	3,372	3,661
少数股东损益	-25	-12	-68	-134
归属母公司净利润	2,659	2,940	3,440	3,795
EBITDA	3,013	3,358	3,703	4,021
EPS (元)	1.2	1.3	1.6	1.7

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	0.9%	14.8%	10.0%	8.6%
营业利润	-8.1%	10.5%	14.9%	8.6%
归属于母公司净利润	-10.0%	10.6%	17.0%	10.3%
获利能力				
毛利率 (%)	79.5%	79.8%	80.0%	80.0%
净利率 (%)	15.9%	15.4%	16.1%	16.1%
ROE (%)	20.9%	21.7%	22.9%	22.5%
ROIC (%)	17.7%	17.5%	16.6%	15.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.0%	36.5%	38.5%	40.7%
净负债比率 (%)	49.3%	57.5%	62.5%	68.7%
流动比率	1.88	1.85	1.87	1.88
速动比率	1.67	1.68	1.74	1.77
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.88	0.85	0.79
应收账款周转率	11.19	10.85	11.21	11.20
应付账款周转率	1.86	1.89	1.83	1.93
每股指标 (元)				
每股收益	1.20	1.33	1.55	1.71
每股经营现金流 (摊薄)	1.42	1.81	1.68	1.90
每股净资产	5.73	6.11	6.78	7.61
估值比率				
P/E	11.40	10.31	8.82	7.99
P/B	2.17	2.03	1.83	1.63
EV/EBITDA	8.70	7.53	6.35	5.40

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达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。