

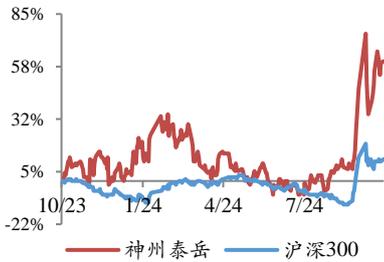
重点 SLG 产品持续增长，期待海外新游上线

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-10-29

收盘价（元）	13.65
近 12 个月最高/最低（元）	14.95/7.73
总股本（百万股）	1,963
流通股本（百万股）	1,821
流通股比例（%）	92.77
总市值（亿元）	268
流通市值（亿元）	249

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

- 游戏业务稳健增长，销售费用持续优化 2024-08-30
- 核心游戏稳中有升，计算机业务持续减亏 2023-10-31

主要观点：

● 3Q24 业绩：

2024 年前三季度，公司营收 45.1 亿元，yoy+11.4%；归母净利润为 10.9 亿元，yoy+94.3%。24Q3，公司营收 14.6 亿元，yoy+4.53%；归母净利润 4.6 亿元，yoy+191.43%；扣非后净利润为 2.15 亿元，yoy+38.19%。公司归母净利润大幅增长主要是收回诉讼应收款冲减以前计提的坏账准备的约 2.5 亿元所致。

● 销售费用持续优化，游戏买量效率稳中有升。

三费方面，公司三季度销售费用率为 14.6%，同比减少 14.8pp，主要是本季度买量减少所致；管理费用率为 24.4%，同比增加 7.5pp，主要是三季度职工薪酬增加所致；研发费用率为 5.4%，同比减少 0.4pp。公司核心游戏产品《Age of Origins》和《War and Order》流水持续稳定增长，买量效率得以保证，长线运营能力依然强劲。

● Q4 两款新游海外上线，有望推动业绩提升。

新游方面，公司预计在四季度海外上线两款“SLG+模拟经营”游戏，分别为：《代号 DL》和《代号 LOA》。《代号 DL》融合了卡通、模拟经营和 SLG 等多元素和玩法，目前也已经获取国内版号，有望在 25 年以小程序游戏方式上线。《代号 LOA》是一款文明题材的 SLG 游戏。两款新游有望在 25 年为公司提供业绩增量。

● 投资建议

我们预计公司 24/25/26 年归母净利润 13.02/13.67/15.36 亿元，yoy 46.7%/5.0%/12.4%，对应 PE 为 19.7/18.8/16.7。公司两款长线运营游戏持续为公司提供业绩增长，后续海外上线新游有望提供流水增量，维持“增持”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；游戏政策不确定性等。

● 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	5,962	6,536	7,220	8,212
收入同比（%）	24.1%	9.6%	10.5%	13.7%
归属母公司净利润	887	1,302	1,367	1,536
净利润同比（%）	63.7%	46.7%	5.0%	12.4%
毛利率（%）	62.7%	61.6%	61.8%	63.2%
ROE（%）	15.4%	18.4%	16.2%	15.4%
每股收益（元）	0.45	0.66	0.70	0.78
P/E	19.56	19.69	18.76	16.69
P/B	3.00	3.63	3.04	2.57
EV/EBITDA	20.73	14.61	12.93	10.64

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,803	5,205	6,693	8,394
现金	2,127	3,262	4,731	6,410
应收账款	824	1,088	1,104	1,121
其他应收款	14	15	17	19
预付账款	8	9	10	12
存货	166	166	166	166
其他流动资产	664	664	665	666
非流动资产	3,000	2,953	2,897	2,831
长期投资	7	-24	-64	-114
固定资产	341	335	328	321
无形资产	219	214	210	206
其他非流动资产	2,432	2,428	2,423	2,419
资产总计	6,803	8,157	9,589	11,225
流动负债	979	1,048	1,130	1,248
短期借款	20	29	38	49
应付账款	386	423	467	531
其他流动负债	573	596	625	668
非流动负债	37	37	37	37
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	37	37	37	37
负债合计	1,016	1,085	1,167	1,285
少数股东权益	22	7	-10	-29
股本	1,961	1,961	1,961	1,961
资本公积	670	670	670	670
留存收益	2,953	4,254	5,621	7,158
归属母公司股东权益	5,764	7,066	8,433	9,969
负债和股东权益	6,803	8,157	9,589	11,225

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,078	1,213	1,542	1,745
净利润	880	1,286	1,350	1,518
折旧摊销	155	100	98	96
财务费用	-16	-	-	-
投资损失	-21	-	-	-
营运资金变动	-176	52	64	96
其他经营现金流	256	-224	30	35
投资活动现金流	-724	-84	-80	-75
资本支出	169	86	81	76
长期投资	-	-	-	-
其他投资现金流	-893	-170	-161	-151
筹资活动现金流	-87	6	7	9
短期借款	4	11	12	15
债券融资	-	-	-	1
股权融资	19	-	-	-
其他筹资现金流	-110	-5	-5	-7
汇率变动影响	40	-	-	-
现金净增加额	307	1,135	1,469	1,679

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,962	6,536	7,220	8,212
营业成本	2,222	2,508	2,758	3,022
营业税金及附加	17	19	20	23
销售费用	1,470	1,142	1,227	1,478
管理费用	917	1,348	1,327	1,560
财务费用	-72	-71	-68	-75
资产减值损失	-91	-32	-38	-44
公允价值变动收益	-24	4	-	-
投资净收益	21	42	50	58
营业利润	1,052	1,504	1,590	1,790
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	2	2	3
利润总额	1,051	1,502	1,588	1,788
所得税	171	216	237	270
净利润	880	1,286	1,350	1,518
少数股东损益	-7	-16	-17	-19
归属母公司净利润	887	1,302	1,367	1,536
EBITDA	1,135	1,533	1,619	1,811
EPS (元)	0.45	0.66	0.70	0.78

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(yoy,%)				
营业收入	24.1%	9.6%	10.5%	13.7%
营业利润	69.0%	43.0%	5.7%	12.6%
归属母公司净利润	63.7%	46.7%	5.0%	12.4%
获利能力				
毛利率(%)	62.7%	61.6%	61.8%	63.2%
净利率(%)	14.8%	19.7%	18.7%	18.5%
ROE(%)	15.4%	18.4%	16.2%	15.4%
ROIC(%)	16.4%	18.5%	16.3%	15.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	14.9%	13.3%	12.2%	11.4%
净负债比率(%)	17.6%	15.3%	13.9%	12.9%
流动比率	3.88	4.97	5.93	6.73
速动比率	3.65	4.75	5.72	6.54
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.80	0.75	0.73
应收账款周转率	7.23	6.01	6.54	7.33
应付账款周转率	5.76	5.93	5.91	5.69
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.66	0.70	0.78
每股经营现金流	0.55	0.62	0.79	0.89
每股净资产	2.94	3.60	4.30	5.08
估值比率				
P/E	19.56	19.69	18.76	16.69
P/B	3.00	3.63	3.04	2.57
EV/EBITDA	20.73	14.61	12.93	10.64

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。