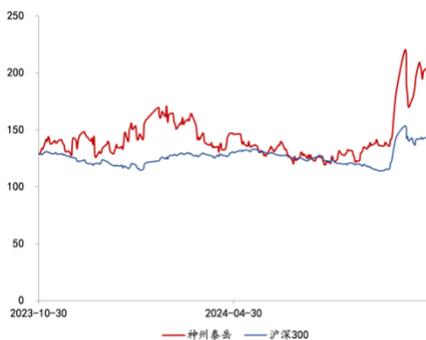


传媒互联网

24Q3 业绩环比增长，静待储备新游上线

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	19.63/18.21
总市值/流通(亿元)	253.37/235.04
12 个月内最高/最低价(元)	14.95/7.73

■ 相关研究报告

■ 证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523060001

■ 联系人：李林卉

E-MAIL: lilh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190123120023

事件：

公司 2024 年前三季度实现营收 45.14 亿元，同比增长 11.42%；归母净利润 10.94 亿元，同比增长 94.33%；归母扣非净利润 8.32 亿元，同比增长 54.84%。其中，2024Q3 实现营收 14.61 亿元，同比增长 4.53%；归母净利润 4.63 亿元，同比增长 191.43%；归母扣非净利润 2.15 亿元，同比增长 38.19%。

➤ 2024Q3 归母净利润环比增长 37.72%

第三季度公司归母净利润继续实现环比增长，主要系：1) 两款核心产品《Age of Origins》和《War and Order》延续 2024 年上半年亮眼表现。2) 费用率优化：2024Q3 销售费用环比下降-18.29%，销售费用率环比下降 2.09pct，主要系游戏买量投入减少；研发费用环比下降-21.72%，研发费用率环比下降 1.04pct。3) 非经常性收益增加：公司收回诉讼应收款 2.45 亿元，并冲减此前年度计提的坏账准备。

➤ 买量放缓，核心产品依旧延续亮眼表现

2024Q1-Q3 公司销售费用分别为 2.88/2.62/2.14 亿元，游戏买量推广费用减少导致销售费用逐季下降。而根据 SensorTower 数据，7-9 月子公司壳木游戏在中国手游发行商全球收入排行榜中稳居前 10，核心产品《Age of Origins》和《War and Order》分别稳居中国出海手游收入榜前 10 和前 30，与上半年排名基本持平。我们认为，在买量投入减少的情况下，公司核心产品依旧延续上半年亮眼表现，推广效率提升有望持续推动核心产品利润稳健回收。

➤ 持续深耕 SLG 品类，两款新游预计年内上线

目前公司储备了两款 SLG 游戏，分别为科幻题材的《代号 DL》和文明题材的《代号 LOA》，两者均预计于 24 年内在海外上线。此外，《代号 DL》的中文版《荒星传说：牧者之息》在 7 月获批了国产游戏版号，《代号 LOA》的版号亦在申请中，未来有望在国内上线。看好公司在擅长的 SLG 品类上的持续探索，静待两款新游上线后的表现。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司核心游戏运营稳健，贡献稳定流水；年内两款 SLG 新游上线有望贡献新增量。因此，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 67.37/75.68/84.37 亿元，对应增速 12.99%/12.34%/11.47%，归母净利润分别为 13.28/13.76/15.55 亿元，对应增速 49.68%/3.65%/12.98%。给予公司“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）	5962	6737	7568	8437
营业收入增长率(%)	24.06%	12.99%	12.34%	11.47%
归母净利（百万元）	887	1328	1376	1555
净利润增长率(%)	63.72%	49.68%	3.65%	12.98%
摊薄每股收益（元）	0.45	0.68	0.70	0.79
市盈率（PE）	28.56	19.08	18.41	16.29

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	1806	2127	3539	5041	6693
应收票据及账款	665	832	1019	1145	1276
预付账款	12	8	17	19	21
其他应收款	7	14	13	14	16
存货	163	166	226	259	293
其他流动资产	97	656	660	667	673
流动资产合计	2751	3803	5474	7144	8971
长期股权投资	12	7	-17	-41	-65
固定资产	251	365	273	182	90
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	294	218	61	-98	-257
长期待摊费用	0	2	1	0	0
其他非流动资产	2510	2407	2350	2293	2235
非流动资产合计	3067	3000	2668	2336	2003
资产总计	5818	6803	8142	9480	10975
短期借款	50	20	0	0	0
应付票据及账款	397	386	508	582	657
其他流动负债	487	573	680	775	871
流动负债合计	934	979	1189	1357	1528
长期借款	3	9	7	4	2
其他非流动负债	31	28	28	28	28
非流动负债合计	34	37	35	33	30
负债合计	968	1016	1224	1389	1558
股本	1961	1961	1961	1961	1961
资本公积	584	670	670	670	670
留存收益	2290	3134	4299	5507	6871
归属母公司权益	4835	5764	6930	8137	9502
少数股东权益	15	22	-11	-46	-86
股东权益合计	4850	5787	6918	8091	9416
负债和股东权益合计	5818	6803	8142	9480	10975

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	532	880	1245	1292	1467
折旧与摊销	160	155	307	308	308
财务费用	-87	-72	-9	-15	-20
投资损失	-18	-21	5	5	5
营运资金变动	179	-176	-29	-1	-4
其他经营现金流	279	312	58	58	58
经营性现金净流量	1045	1078	1577	1647	1813
资本支出	102	172	0	0	0
长期投资	88	-531	0	0	0
其他投资现金流	92	-22	11	11	11
投资性现金净流量	78	-724	11	11	11
短期借款	-87	-30	-20	0	0
长期借款	0	5	-2	-2	-2
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	59	86	0	0	0
其他筹资现金流	-201	-149	-154	-154	-170
筹资性现金净流量	-229	-87	-176	-156	-172
现金流量净额	961	307	1412	1502	1652

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	4806	5962	6737	7568	8437
营业成本	1904	2222	2661	3046	3440
税金及附加	15	17	20	23	25
销售费用	1256	1470	947	1164	1267
管理费用	778	917	1161	1290	1416
研发费用	303	330	342	375	399
财务费用	-87	-72	-9	-15	-20
资产减值损失	-81	-91	-76	-85	-95
信用减值损失	5	1	-23	-26	-29
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	18	21	-5	-5	-5
公允价值变动损益	-8	-24	0	0	0
资产处置收益	7	0	2	2	2
其他收益	45	66	61	61	61
营业利润	623	1052	1574	1631	1844
营业外收入	10	1	4	4	4
营业外支出	3	1	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	629	1051	1576	1633	1845
所得税	97	171	282	292	330
净利润	532	880	1294	1342	1516
少数股东损益	-10	-7	-34	-35	-39
归属母公司股东净利润	542	887	1328	1376	1555
EBITDA	702	1135	1874	1927	2133
NOPLAT	377	771	1284	1326	1496
EPS(元)	0.28	0.45	0.68	0.70	0.79

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营收增长率	11.40%	24.06%	12.99%	12.34%	11.47%
营业利润增长率	32.85%	68.98%	49.62%	3.66%	13.00%
EBIT 增长率	9.54%	80.53%	60.00%	3.31%	12.76%
EBITDA 增长率	11.17%	61.60%	65.17%	2.82%	10.72%
归母净利润增长率	40.93%	63.72%	49.68%	3.65%	12.98%
经营现金流增长率	154.48%	3.20%	46.27%	4.45%	10.05%
盈利能力					
毛利率	60.39%	62.73%	60.50%	59.75%	59.23%
净利率	11.08%	14.76%	19.21%	17.73%	17.97%
营业利润率	12.95%	17.64%	23.36%	21.56%	21.85%
ROE	11.21%	15.39%	19.16%	16.92%	16.37%
ROA	9.31%	13.04%	16.31%	14.52%	14.17%
ROIC	10.11%	23.35%	37.04%	40.93%	50.00%
估值倍数					
P/E	46.76	28.56	19.08	18.41	16.29
P/S	5.27	4.25	3.76	3.35	3.00
P/B	5.24	4.40	3.66	3.11	2.67
股息率	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
EV/EBIT	12.87	15.38	13.82	12.47	10.18
EV/EBITDA	9.94	13.27	11.55	10.48	8.71
EV/NOPLAT	18.52	19.52	16.87	15.23	12.43

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。