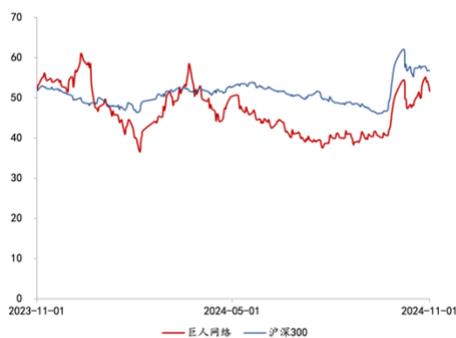


传媒互联网

小游戏持续发力，积极布局“游戏+AI”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	19.35/19.35
总市值/流通(亿元)	233.72/233.72
12 个月内最高/最低价(元)	14.95/7.89

■ 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: lilih@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 22.18 亿元，同比下降-2.15%；归母净利润 10.71 亿元，同比下降-1.29%；归母扣非净利润 12.74 亿元，同比增长 14.16%。其中，2024Q3 实现营收 7.91 亿元，同比下降-3.94%；归母净利润 3.53 亿元，同比下降-16.18%；归母扣非净利润 3.90 亿元，同比下降-8.23%。

➤ 持续发力小游戏赛道，2024Q3 营收环增 8.28%

第三季度公司营收实现环比增长，主要系：1) 老游戏长线运营：征途 IP 全系列近 10 款成熟产品等运营稳健，持续贡献稳定流水。2) 小游戏持续发力：根据微信小游戏畅销榜排名，7-9 月《王者征途》排名分别为 9/10/13，第二季度排名分别为 22/9/6，预计该小程序游戏流水持续释放。但因第三季度预计加大对《原始征途》小游戏和手游全新版本的买量推广，公司销售费用环比增长 22.72%；并且对联营和合营企业的投资收益较第二季度减少 0.83 亿元，环比下降-42.92%，2024Q3 公司归母净利润出现环比-3.34%下滑。

➤ 积极布局“游戏+AI”，推动 AI 与玩法创新结合

公司持续提升 AIGC 核心能力：1) 在基础设施方面，公司自研的专注于游戏业务的垂类 AI 大模型 GiantGPT 已完成备案。并且，公司还打造了首个支持多种普通话方言混说的大模型 Bailing-TTS、AI 绘画平台巨人摹境、智能发行平台、一站式 AI 美术生产平台 iImagine 等，利用 AI 技术实现降本增效。2) 在应用方面，公司在自研产品中加入了由大模型驱动的拟人化问答系统、陪伴型 AI NPC 等，有效提升玩家游戏体验。3) 在玩法创新方面，公司推理派对手游《太空杀》发布全新 AI 原生游戏玩法“AI 残局挑战”，由多智能体大模型驱动、打造 1 个真人玩家+N 个 AI 玩家的多人在线互动推理游戏场景。

➤ 现金分红积极回馈投资者

9 月 27 日公司实施 2024 年半年度权益分派，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.4 元，共派发现金红利约 2.65 亿元；并且截止 9 月 30 日，公司已累计回购股份约 840 万股，已支付总金额约 7689 万元，用于员工持股计划或股权激励。综上，公司 2024 年半年度现金分红及回购金额合计约 3.42 亿元，占前三季度归母净利润的 31.92%。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司征途 IP 成熟产品等运营稳健，小游戏流水逐渐释放。并且，积极布局“游戏+AI”，提升玩家游戏体验、推动游戏玩法创新。因此，我

们预计公司 2024-2026 年营收分别为 30.54/33.23/36.16 亿元，对应增速 4.42%/8.82%/8.83%，归母净利润分别为 14.28/15.81/17.52 亿元，对应增速 31.47%/10.69%/10.84%。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）	2924	3054	3323	3616
营业收入增长率(%)	43.50%	4.42%	8.82%	8.83%
归母净利（百万元）	1086	1428	1581	1752
净利润增长率(%)	27.67%	31.47%	10.69%	10.84%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.74	0.82	0.91
市盈率（PE）	22.19	16.88	15.25	13.76

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	1738	1889	2203	3027	3954
应收票据及账款	127	160	180	196	214
预付账款	22	19	30	33	36
其他应收款	9	8	41	45	49
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	411	255	256	260	264
流动资产合计	2307	2330	2711	3561	4516
长期股权投资	8386	8478	8957	9436	9916
固定资产	296	288	236	177	111
在建工程	234	277	231	185	139
无形资产	64	53	-1	-55	-110
长期待摊费用	41	35	17	0	0
其他非流动资产	1882	1908	1882	1856	1830
非流动资产合计	10902	11040	11323	11599	11885
资产总计	13209	13371	14034	15160	16401
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	52	52	47	53	60
其他流动负债	1165	1513	1270	1377	1487
流动负债合计	1216	1565	1317	1431	1547
长期借款	42	33	18	5	-6
其他非流动负债	50	41	41	41	41
非流动负债合计	91	73	59	46	35
负债合计	1308	1639	1376	1476	1581
股本	1543	1518	1518	1518	1518
资本公积	6454	5214	5214	5214	5214
留存收益	3861	4957	5892	6928	8077
归属母公司权益	11857	11689	12625	13661	14809
少数股东权益	45	43	33	23	11
股东权益合计	11902	11732	12658	13683	14820
负债和股东权益合计	13209	13371	14034	15160	16401

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	834	1092	819	971	1141
折旧与摊销	73	63	196	203	193
财务费用	-15	-6	-6	-9	-12
投资损失	-359	-477	-485	-485	-485
营运资金变动	43	281	-314	88	88
其他经营现金流	161	173	608	608	608
经营性现金净流量	737	1125	818	1377	1533
资本支出	662	97	0	0	0
长期投资	-811	-303	0	0	0
其他投资现金流	555	85	-3	-3	-3
投资性现金净流量	-918	-315	-3	-3	-3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-10	-9	-14	-13	-11
普通股增加	-15	-24	0	0	0
资本公积增加	-198	-1240	0	0	0
其他筹资现金流	-328	613	-486	-536	-592
筹资性现金净流量	-551	-660	-501	-550	-603
现金流量净额	-727	151	315	824	927

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	2038	2924	3054	3323	3616
营业成本	325	324	313	356	397
税金及附加	23	33	32	34	36
销售费用	356	1019	977	1024	1073
管理费用	189	178	183	187	196
研发费用	643	692	695	715	736
财务费用	-15	-6	-6	-9	-12
资产减值损失	0	-19	-21	-23	-25
信用减值损失	-8	-2	-7	-8	-8
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	359	477	485	485	485
公允价值变动损益	-153	-191	0	0	0
资产处置收益	0	-1	0	0	0
其他收益	116	160	133	133	133
营业利润	831	1109	1449	1603	1775
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	8	10	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	830	1101	1439	1593	1765
所得税	-4	10	20	22	25
净利润	834	1092	1419	1570	1740
少数股东损益	-17	5	-10	-11	-12
归属母公司股东净利润	851	1086	1428	1581	1752
EBITDA	888	1158	1629	1787	1946
NOPLAT	986	1372	1422	1571	1738
EPS(元)	0.44	0.56	0.74	0.82	0.91

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营收增长率	-4.07%	43.50%	4.42%	8.82%	8.83%
营业利润增长率	-20.81%	33.40%	30.64%	10.62%	10.77%
EBIT 增长率	-18.37%	34.51%	30.79%	10.55%	10.67%
EBITDA 增长率	-19.19%	30.47%	40.62%	9.73%	8.89%
归母净利润增长率	-14.43%	27.67%	31.47%	10.69%	10.84%
经营现金流增长率	15.51%	52.69%	-27.28%	68.24%	11.35%
盈利能力					
毛利率	84.04%	88.92%	89.74%	89.28%	89.02%
净利率	40.92%	37.34%	46.46%	47.26%	48.13%
营业利润率	40.79%	37.92%	47.44%	48.23%	49.09%
ROE	7.18%	9.29%	11.31%	11.57%	11.83%
ROA	6.44%	8.13%	10.18%	10.43%	10.68%
ROIC	14.90%	16.05%	16.74%	17.26%	18.65%
估值倍数					
P/E	28.33	22.19	16.88	15.25	13.76
P/S	11.83	8.24	7.89	7.25	6.67
P/B	2.03	2.06	1.91	1.76	1.63
股息率	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
EV/EBIT	15.53	17.15	14.37	12.48	10.75
EV/EBITDA	14.25	16.22	12.64	11.06	9.68
EV/NOPLAT	12.84	13.69	14.48	12.58	10.84

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。