

买量能力重塑，女性向赛道外拓，友谊时光开启新篇章

核心观点

公司作为细分领域龙头，深耕女性向手游赛道，具备强大自研、发行及运营能力，产品线丰富多元。《浮生为卿歌》、《凌云诺》、《浮生忆玲珑》等产品流水表现依然稳健。此外，在快速增长的小程序渠道，公司已立项多款不同类型、不同风格的小游戏项目。在稳固国内女性市场领先地位的同时，也积极开拓男性向、泛用户及海外市场：今年友谊时光首次涉足男性向游戏领域，以较少的资源投入回合制战棋这一细分市场，旗下诗意江湖自由武学手游《墨剑江湖》取得突破。公司在立项、发行等环节更加注重 ROI。如低成本高回报的《墨剑江湖》、《凌云诺》小游戏、《杜拉拉升职记》小游戏等均取得不错成绩，公司后续财务改善值得期待。

摘要

传统女性向品类表现稳健，小程序等渠道拓展顺利。

公司在传统优势古风 RPG 女性向游戏赛道中具有独特的打造爆款能力，同时公司坚持长线运营，公司游戏生命周期较长，《浮生为卿歌》、《凌云诺》、《浮生忆玲珑》等产品流水表现依然稳健。此外，在快速增长的小程序渠道，公司已立项多款不同类型、不同风格的小游戏项目，其中，《杜拉拉升职记》、《代号：遗迹》、《代号：新星》等小游戏正在测试推广中，《杜拉拉升职记》《凌云诺》已顺利挺进微信小游戏畅销榜 Top 100&抖音小游戏热度榜 TOP 30。

产品品类扩张，后续 pipeline 丰富。

在稳固国内女性市场领先地位的同时，也积极开拓男性向、泛用户及海外市场：随着赛道竞争加剧叠加买量成本上涨，公司不断推出新品类，今年友谊时光首次涉足男性向游戏领域，以较少的资源投入到回合制战棋这一细分市场，旗下诗意江湖自由武学手游《墨剑江湖》取得突破。公司后续在中轻度模拟经营、休闲类游戏储备丰富，新赛道或打开友谊时光的增量空间。

友谊时光 (6820.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2024 年 11 月 21 日

当前股价：0.68 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
40.21/18.77	1.49/-13.81	-16.05/-34.46
12 月最高/最低价 (港元)		1.62/0.47
总股本 (万股)		218,085.00
流通 H 股 (万股)		218,085.00
总市值 (亿港元)		14.83
流通市值 (亿港元)		14.83
近 3 月日均成交量 (万)		65.07
主要股东		
Eternal Heart Holdings Limited		43.00%

股价表现



相关研究报告

23.10.31 【中信建投海外研究】友谊时光(6820): 新游《浮生忆玲珑》上线在即,有望贡献业绩增量

公司发行体系改善，项目研发更加灵活化。

集团拥有一支专业的全球化发行与运营团队，随着近年来流量成本上涨，过去“粗放式”买量逐步向精细化转变，公司在立项、发行等环节更加注重 ROI。如低成本高回报的《墨剑江湖》、《凌云诺》小游戏、《杜拉拉升职记》小游戏等均取得不错成绩，公司以 ROI 为目标，在立项、发行等环节更加灵活、精细化。随着公司后续多款数值类游戏上线，公司亏损有望持续收窄，并进入盈利周期。

盈利预测：24 年以来由于《浮生为卿歌》、《凌云诺》等老游戏流水自然回落，但是整体回落幅度可控，新游戏流水表现相对稳健，叠加小程序游戏渠道、模拟经营&男性向新赛道的拓展，我们预计收入端将迎来逐步改善，同时由于对项目及人员的有效成本控制、买量费用的把控等因素，预计利润端将较为稳定。我们预计公司 2024-2025 年收入分别为 11.8 亿元/15.8 亿元，调整后归母净利润分别为-0.4 亿元/1.5 亿元。

风险提示：行业监管风险：自 2018 年起中国监管机构对于网络游戏行业采取强监管措施，例如趋严的游戏审批版号、未成年防沉迷监控等，未来无法预测是否有新增的法规影响行业。若游戏版号发放情况不及预期，有可能影响产品上线节奏。新游不及预期风险：新游戏《墨剑江湖》等上线给予公司很大的看点，但游戏玩家对产品的喜好无固定模式，无法保证新游在商业上持续取得成功。出海业务不及预期：新产品《暴吵萌厨》主要定位休闲竞技，市场开拓存在一定不确定因素。小程序游戏赛道虽然增长快速，但是竞争也比较激烈，该渠道市场的增量可能存在不确定性。

目录

一、公司概况：女性向手游赛道龙头企业，具备强大的研发能力.....	1
二、行业分析：手游市场逐步回暖，小程序游戏打开新增量.....	3
三、公司分析：公司具备强大的研发能力，小程序市场或打开新空间.....	6
3.1 传统女性向品类表现稳健，小程序等渠道拓展顺利.....	7
《浮生为卿歌》.....	7
《凌云诺》.....	8
《杜拉拉升职记》.....	9
《浮生忆玲珑》.....	9
3.2 产品品类扩张，后续 pipeline 丰富.....	10
《墨剑江湖》.....	10
《爆吵萌厨》.....	12
3.3 公司发行体系改善，项目宣发形式多样.....	12
四、财务分析&盈利预测.....	14
财务分析.....	14
盈利预测.....	15
风险分析：.....	16
报表预测.....	17

图目录

图 1: 友谊时光具备较强的综合业务模式.....	1
图 2: 友谊时光主要的游戏概述.....	1
图 3: 公司营收及变化（单位：亿元、%）.....	2
图 4: 公司扣非后归母净利润（单位：亿元）.....	2
图 5: 中国移动游戏收入及预测（单位：亿元、%）.....	3
图 6: 中国游戏用户规模及预测（单位：亿人、%）.....	3
图 7: 全球移动游戏市场开始复苏（单位：B\$）.....	3
图 8: 移动游戏中女性用户占比（单位：%）.....	4
图 9: 女性向游戏市场空间（单位：亿元、%）.....	4
图 10: 近年上线的女性向游戏代表作.....	4
图 11: 中国小程序游戏市场快速增长（单位：亿元）.....	5
图 12: 友谊时光的综合业务模式.....	6
图 13: 友谊时光主要的游戏概述.....	6
图 14: 浮生为卿歌国内 IOS 端近一年收入变化（单位：\$）.....	7
图 15: 浮生为卿歌国内 IOS 端近一年下载量变化（单位：次）.....	7
图 16: 浮生为卿歌.....	8
图 17: 浮生为卿歌.....	8
图 18: 凌云诺国内 IOS 端近一年收入变化（单位：\$）.....	8

图 19: 凌云诺国内 IOS 端近一年下载量变化 (单位: 次)	8
图 20: 凌云诺 APP 游戏	9
图 21: 凌云诺小程序游戏	9
图 22: 杜拉拉升职记国内 IOS 近一年下载量变化 (单位: 次)	9
图 23: 杜拉拉升职记	9
图 24: 《浮生忆玲珑》游戏设定、人物风格	10
图 25: 浮生忆玲珑国内 IOS 端近一年收入变化 (单位: \$)	10
图 26: 浮生忆玲珑国内 IOS 端近一年下载量变化 (单位: 次)	10
图 27: 墨剑江湖国内 IOS 端近一年收入变化 (单位: \$)	11
图 28: 墨剑江湖国内 IOS 端近一年下载量变化 (单位: 次)	11
图 29: 《墨剑江湖》	11
图 30: 《墨剑江湖》	11
图 31: 爆吵萌厨	12
图 32: 爆吵闹萌厨在 taptap 上的评分和预约量	12
图 33: 公司发行体系改善成果显著: 小游戏凌云诺进入微信小游戏 TOP48, 杜拉拉进入抖音小游戏 TOP27, 墨剑江湖在 TapTap 武侠榜进入 TOP12	13
图 34: 浮生忆玲珑与长月烬明联动	13
图 35: 浮生忆玲珑官宣罗云熙为代言人首周成效	13
图 36: 公司营收&变化 (单位: 亿元、%)	14
图 37: 公司扣非后归母净利润 (单位: 亿元)	14
图 38: 公司销售毛利&净利润逐步回升 (单位: %)	14
图 39: 公司费用率 (单位: %)	14

一、公司概况：女性向手游赛道龙头企业，具备强大的研发能力

公司作为细分领域龙头，深耕女性向手游赛道，聚焦“精品化、多元化、全球化”战略。公司专注于自主研发，持续优化技术引擎、创作精品游戏，深耕精细化发行与运营，先后成功推出了《熹妃传》、《熹妃 Q 传》、《浮生为卿歌》、《凌云诺》等深受用户喜爱的热门精品游戏。公司在传统优势古风 RPG 女性向游戏赛道中独特的打造爆品能力，同时坚持长期精细化运营，维持了较高的用户黏性，助力打造长生命周期产品，保持了相对稳定的长期收入。

图 1: 友谊时光具备较强的综合业务模式



数据来源：友谊时光官网，中信建投证券

公司具备强大自研、发行及运营能力，产品线丰富多元。公司在产品的玩法设计、场景特效、美术品质、音乐效果等细节，在产品优化迭代等方面不断投入，打造多样化题材产品，包括古风大女主、古风探案、仙侠、经典武侠、新国风、现代职场、休闲竞技等。旗下多款产品除在境内取得良好业绩和口碑外，亦在中国港澳台、韩国、日本、东南亚及北美等地区享有盛誉。得益于此，旗下《熹妃传》、《熹妃 Q 传》、《浮生为卿歌》、《凌云诺》等已上线多年的产品始终保持良好的流水表现。

图 2: 友谊时光主要的游戏概述

游戏名称	上线时间	特点	游戏介绍
墨剑江湖	202407	武侠、养成、角色扮演	以多种武学流派为基础的武侠游戏，玩家可探索到数十种武学体系，自由构建武学流派
浮生忆玲珑	202401	女性向、古风、	一款中式美学风格为基调，展现江南古韵的甜宠探案手游

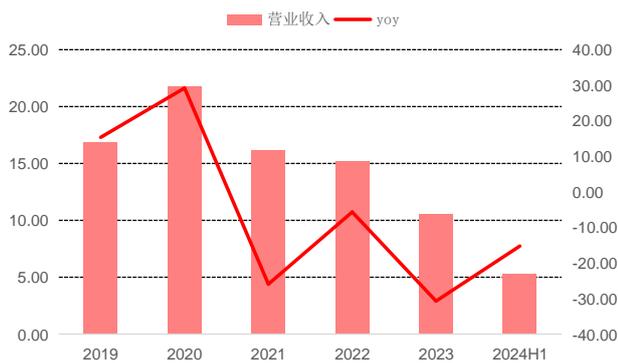
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

凌云诺	202201	角色扮演、国风、养成、角色扮演	一款新派国风美术，弘扬中华古典文化魅力的社交手游
浮生为卿歌	201912	古风、捏脸、回合制	3D 开放式古风养成手游，具有多元养成、古典收集、家园社交等众多玩法
杜拉拉升职记	202301	职场、女性向、换装	玩家扮演一位进入世界五百强企业的新人，通过努力蜕变成为事业达人，游戏融入了时装换装、唯美捏脸等玩法
熹妃传	201506	古风、养成	是一款唯美古风手游，自在府邸、轻松养成、品味古代生活乐趣

数据来源：友谊时光官网，中信建投证券

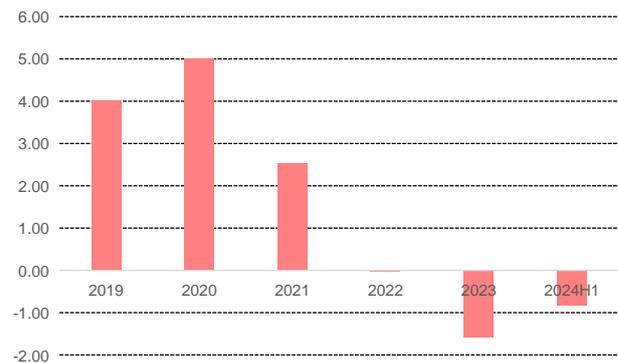
公司营收利润短期承压，随着新游上线叠加小程序渠道拓展，公司或将迎来困境反转。公司 2023Y、2024H1 营收分别为 10.6、5.3 亿元，分别同比变化-30.7%、-15.2%，营收下降主要系老产品自然回落叠加新产品流水不及预期所致。公司 23Y、24H1 扣非归母净利润分别为-1.59 亿、-0.83 亿元。随着公司新游陆续上线叠加小程序渠道的不断拓展，公司或将逐步走出困境。

图 3: 公司营收及变化 (单位: 亿元、%)



数据来源: wind, 中信建投证券

图 4: 公司扣非后归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 中信建投证券

二、行业分析：手游市场逐步回暖，小程序游戏打开新增量

国内外移动游戏市场开启复苏周期，看好国内游戏行业的逐步回暖。根据中国音像与数字出版协会数据，2022-2023年中国移动游戏市场收入分别为1931、2269亿元，分别同比变化-14.4%、17.5%。我们认为，游戏行业的供给和需求不断改善，需求端，随着疫情后的经济复苏，游戏行业需求开始逐步回暖，预计2024年移动行业收入将继续稳定增长，游戏用户预计能达到6.77亿左右；供给端，2024年1-9月，国产游戏版号发放数量分别为115/111/107/95/96/104/105/117/109款，版号发放节奏同比改善明显，游戏市场是供给决定需求，随着行业供给丰富度不断提升，行业后续国产游戏需求端有望持续回暖。

图 5: 中国移动游戏收入及预测 (单位: 亿元、%)



图 6: 中国游戏用户规模及预测 (单位: 亿人、%)

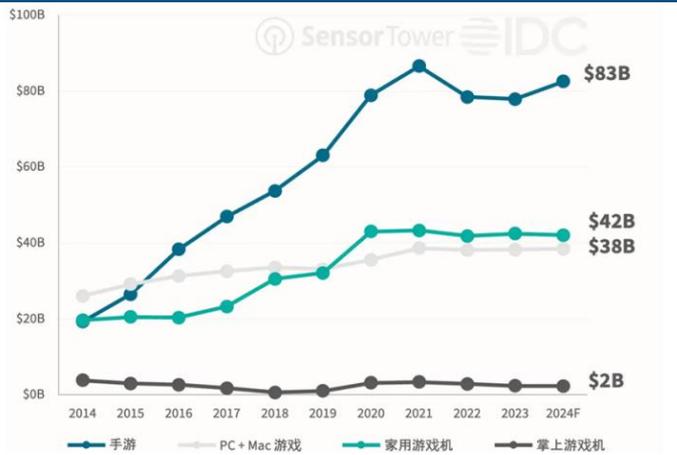


数据来源: 中国音像与数字出版协会, 中信建投证券

数据来源: 中国音像与数字出版协会, 中信建投证券

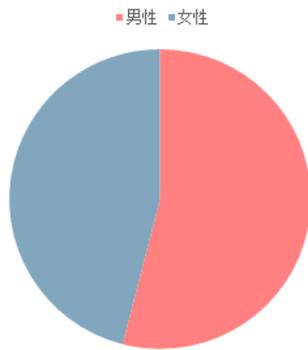
全球游戏市场亦开启复苏周期。根据 sensor tower 数据，预计全球手游市场收入将在 2024 年达到 830 亿美元，在经历 2022-2023 年游戏市场承压之后，随着经济的复苏叠加全球新品供给增加，全球游戏市场亦开启复苏周期，预计在 2024 年手游市场或将迎来比较明显的复苏。

图 7: 全球移动游戏市场开始复苏 (单位: B\$)



数据来源: Sensor tower, 中信建投证券

女性向游戏市场空间广阔，近年来多款现象级展示出该赛道巨大的增长潜力。中国女性向游戏市场近年来展现出了广阔的发展前景和巨大的市场潜力。随着女性经济地位和消费能力的不断提升，女性玩家在游戏领域的影响力日益增强，推动了女性向游戏市场的快速增长。从市场规模来看，女性向游戏市场呈现出稳步增长的态势。过去几年中，市场规模持续扩大，2021-2023年，中国女性向游戏市场规模分别为712、863、958亿元，分别同比增长17.7%、21.2%、11.0%，随着游戏行业的复苏，预计未来几年内这一趋势将持续。

图 8: 移动游戏中女性用户占比 (单位: %)


数据来源: Sensor Tower, 中信建投证券

图 9: 女性向游戏市场空间 (单位: 亿元、%)


数据来源: 中研网, 中信建投证券

女性向游戏涵盖了多种类型，如乙女向、换装、养成、古风等，这些游戏类型大多具有画面精美、人物设计优雅、剧情丰富等特点，满足了女性玩家的多样化需求。近年来，该赛道现象级产品频出，如恋与深空、世界之外、浮生忆玲珑、闪耀暖暖等产品。以《恋与深空》为例，根据 DataEye 数据，该产品公测首月就取得了流水约 5 亿的成绩，在美国、加拿大、韩国、新加坡等国登顶免费榜。

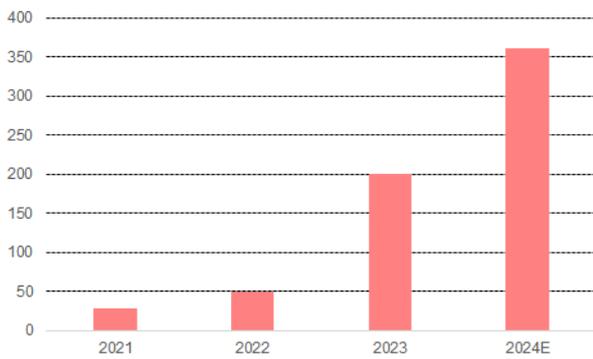
图 10: 近年上线的女性向游戏代表作

游戏名称	厂商	上线时间	TAPTAP 评分	标签	2403 国内 ios 流水(w)
恋与深空	叠纸	20240118	7.8	乙女、恋爱、剧情、动作、3D、养成、角色扮演	12727.85
世界之外	网易	20240118	7.4	无限流、恋爱、剧情、二次元、养成、角色扮演	9646.78
以闪亮之名	祖龙	20230324	8.3	换装、角色扮演、捏脸、收集、高度自由、养成	2130.18
浮生忆玲珑	友谊时光	20240102	7.0	古风、角色扮演、推理、剧情、换装	1899.4
闪耀暖暖	叠纸	20190907	6.2	换装、3D、养成、美少女、竖屏	269.31

数据来源: TapTap, 各公司官网, Queatmobile, 中信建投证券

小程序游戏打开新的增量渠道，女性向游戏在小游戏市场仍具备较大空间。近年来，中国小程序游戏市场呈现出了快速增长的态势，微信、抖音等社交平台作为小程序游戏的主要载体，为游戏开发者提供了庞大的用户基础和流量入口。这不仅降低了游戏的推广成本，还使得游戏能够更快速地触达目标用户。小程序游戏凭借其无需下载、即点即玩的特点，迅速吸引了大量玩家的关注与喜爱。根据伽马数据预测，2024年中国小程序游戏市场或达360亿元，处于快速增长阶段。而目前小程序游戏畅销榜和人气榜前100中的女性向游戏占比相对较低，小游戏平台的女性向市场仍有较大潜力。

图 11: 中国小程序游戏市场快速增长 (单位: 亿元)



数据来源: 伽马数据, 中信建投证券

三、公司分析：公司具备强大的研发能力，小程序市场或打开新空间

公司作为细分领域龙头，深耕女性向手游赛道，具备强大自研、发行及运营能力，产品线丰富多元。公司专注于自主研发，持续优化技术引擎、创作精品游戏，深耕精细化发行与运营，先后成功推出了《熹妃传》、《熹妃 Q 传》、《浮生为卿歌》、《凌云诺》等深受用户喜爱的热门精品游戏。公司在传统优势古风 RPG 女性向游戏赛道中具有独特的打造爆品能力，同时坚持长期精细化运营，维持了较高的用户黏性，助力打造长生命周期产品，保持了相对稳定的长期收入。近年来受行业整体市场的影响，老游戏收入和下载量均有一定下滑，但整体来看核心游戏流水稳定，均具备持续创收能力。

图 12: 友谊时光的综合业务模式



数据来源：友谊时光官网，公司公告，中信建投证券

图 13: 友谊时光主要的游戏概述

游戏名称	上线时间	特点
墨剑江湖	202407	武侠、养成、角色扮演
浮生忆玲珑	202401	女性向、古风、角色扮演
凌云诺	202201	国风、养成、角色扮演
浮生为卿歌	201912	古风、捏脸、回合制
杜拉拉升职记	202301	职场、女性向、换装
熹妃传	201506	古风、养成

数据来源：友谊时光官网，公司公告，中信建投证券

3.1 传统女性向品类表现稳健，小程序等渠道拓展顺利

公司在传统优势古风 RPG 女性向游戏赛道中具有独特的打造爆品能力，同时公司坚持长线运营，公司游戏生命周期较长，《浮生为卿歌》、《凌云诺》、《浮生忆玲珑》等产品流水表现依然稳健。此外，在快速增长的小程序渠道，公司已立项多款不同类型、不同风格的小游戏项目，打造更加多元化、创意化的产品储备，并积极尝试多样化发行渠道。其中，《杜拉拉升职记》、《代号：遗迹》、《代号：新星》等小游戏正在测试推广中，《杜拉拉升职记》已顺利挺进微信小游戏畅销榜 Top 100 及抖音小游戏热度榜 TOP 30。

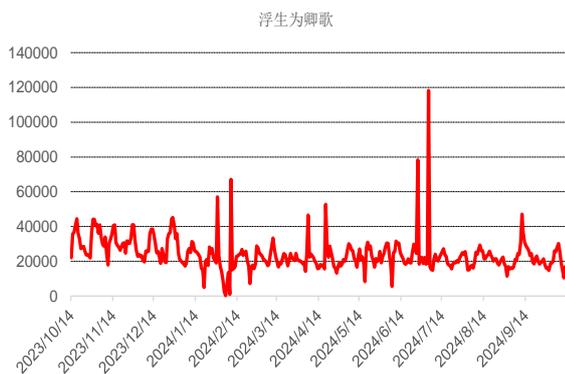
目前微信小游戏畅销和人气榜前 100 中，女性向游戏占比较少，预计未来仍具备较大的增长空间，此外由于小游戏的容量限制，女性向小游戏更加兼容轻量化产品，友谊时光相对竞争优势较大。

《浮生为卿歌》

女性向头部产品《浮生为卿歌》验证公司打造长线爆品能力。自 2019 年 12 月 31 日上线，《浮生为卿歌》长期位于 iOS 游戏畅销榜前 50，《浮生为卿歌》将国风文化元素植入游戏的剧情、服装、玩法，符合女性用户审美的视觉风格，通过轻量化的战斗玩法以及对剧情和社交的重视，使其成为古风养成游戏中的“精品大作”，游戏品质高，产品具备长线发展基础。从下载量和收入来看，相比同类型的古风 RPG 产品流失率较低，体现了公司的长线运营能力。

同时公司积极开拓海外市场，《浮生为卿歌》海外收入占比不断提升，该游戏已上线中国港澳台、韩国、日本、北美、东南亚等多个地区，并入选国家文化出口重点项目、文旅部一带一路文旅产业国际合作重点项目。《浮生为卿歌》的长期稳定运营，从短期来看为公司贡献了稳定流水，长期则帮助公司锤炼研发与运营团队，为未来优质游戏内容的可持续生产与运营储备了力量。

图 14: 浮生为卿歌国内 IOS 端近一年收入变化（单位：\$）



数据来源：七麦数据，中信建投证券

图 15: 浮生为卿歌国内 IOS 端近一年下载量变化（单位：次）



数据来源：七麦数据，中信建投证券

图 16: 浮生为卿歌



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

图 17: 浮生为卿歌



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

《凌云诺》

《凌云诺》是公司在《浮生为卿歌》拔高古风女性向赛道技术力上限之后，纵深自身传统优势的又一款国风 RPG 产品。《凌云诺》于 2022 年 1 月 20 日正式上线，是一款由新派国风美术打造，将古典与现代艺术风格相融，弘扬中华古典文化魅力的绮丽国风社交手游。唯美水墨国风为表，结合中华传统技艺传承，现代女性意识为里，《凌云诺》紧跟市场审美趋势，提升女性向游戏格局。上线爆款期过后，下载量和收入趋于长期稳定，排名情况刚上线时多日位于卡牌类和角色扮演类第 1，2023 年卡牌类平均排名第 30，角色扮演类第 46。

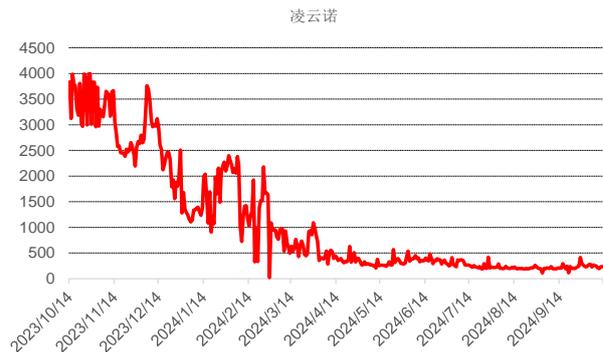
公司抓住小程序游戏红利，推出凌云诺的小游戏版本，在同类型游戏中表现亮眼。《凌云诺》小游戏上线以来，流水连续多月超千万。

图 18: 凌云诺国内 IOS 端近一年收入变化 (单位: \$)



数据来源: 七麦数据, 中信建投证券

图 19: 凌云诺国内 IOS 端近一年下载量变化 (单位: 次)



数据来源: 七麦数据, 中信建投证券

图 20: 凌云诺 APP 游戏



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

图 21: 凌云诺小程序游戏



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

《杜拉拉升职记》

《杜拉拉升职记》打入现代职场女性领域, 是公司横向拓宽品类的新尝试。《杜拉拉升职记》于 2023 年 1 月 12 日正式上线, 改编自同名小说, 是一款以现代女性职场为背景的角色扮演类游戏。该游戏通过聚焦现代女性视角, 彰显都市女性的自信与独立, 采用 3D 职场场景和细腻人物画风, 融合多种游戏玩法以及职场实用小技巧, 提升游戏的可玩性和沉浸式体验感。

图 22: 杜拉拉升职记国内 IOS 近一年下载量变化(单位: 次) 图 23: 杜拉拉升职记



数据来源: 七麦数据, 中信建投证券



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

《浮生忆玲珑》

新一代女性向古风手游巨制《浮生忆玲珑》作为公司未来的战略性旗舰产品, 是《浮生为卿歌》IP 的续作。古风甜宠探案手游《浮生忆玲珑》于 2024 年 1 月 2 日公测, 是公司女性向古风旗舰产品, 其通过一系列的线索解密、奇遇收集、多身份解锁等不同玩法, 为玩家构建了一个“甜宠&探案”双核并行的开放大世界。游戏在产品设计中运用了丰富的传统文化元素, 加强了对中式美学意境的营造, 一步一景间回溯过往, 走进华夏千年文化, 探寻江南水乡韵味。游戏获苹果 App Store、华为应用商店等大型渠道商的首页推荐, 并进入中国大陆 iOS 游戏畅销榜 Top 50。2024 年 3 月 21 日及 6 月 27 日, 《浮生忆玲珑》分别登陆中国港澳台及韩国地区。

图 24:《浮生忆玲珑》游戏设定、人物风格



数据来源:《浮生忆玲珑》游戏官网, 中信建投证券

《浮生忆玲珑》在玩法上积极创新, 大幅提高游戏开放程度, 拓展地图规模, 搭建丰富的人物故事主线, 从近年来女性在轻度探案领域的浓厚兴趣和需求出发, 上线多种有趣的探案玩法。付费层面, 与公司以往《浮生为卿歌》、《凌云诺》等核心游戏的中重度付费不同, 《浮生忆玲珑》下移了付费需求, 尽管可能会使该游戏的 ARPPU 较往常略低, 但预期用户量会有明显提升。从测试数据来看这款游戏的表现高于公司以往推出的几款核心游戏, 玩家反馈较好。

图 25: 浮生忆玲珑国内 IOS 端近一年收入变化 (单位: \$)



数据来源: 七麦数据, 中信建投证券

图 26: 浮生忆玲珑国内 IOS 端近一年下载量变化 (单位: 次)



数据来源: 七麦数据, 中信建投证券

3.2 产品品类扩张, 后续 pipeline 丰富

在稳固国内女性市场领先地位的同时, 也积极开拓男性向、泛用户及海外市场; 随着赛道竞争加剧叠加买量成本上涨, 公司不断推出新品类, 今年友谊时光首次涉足男性向游戏领域, 以较少的资源投入到回合制战棋这一细分市场, 旗下诗意江湖自由武学手游《墨剑江湖》取得突破。公司后续在中轻度模拟经营、休闲类游戏储备丰富, 新赛道或打开友谊时光的增量空间。

《墨剑江湖》

《墨剑江湖》是一款以国风武侠架空世界为背景, 不局限于公司以往的女性向手游, 以经典武侠为核心的角色扮演策略类游戏。诗意江湖自由武学手游《墨剑江湖》于 2024 年 7 月 19 日上线, 是一款以国风武侠架空

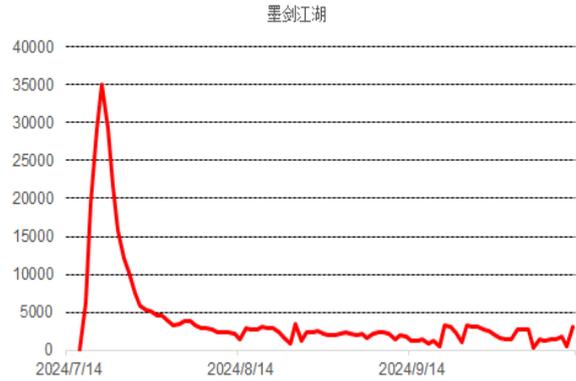
世界为背景，以经典武侠为核心的 2.5D 水墨风 RPG 游戏。游戏以多样化的武学流派为基础，巧妙糅合侠义豪情与江湖诡谲，力图打造一个快意恩仇的武林。《墨剑江湖》运用细腻的工笔写意美术手法刻画山川地貌、城镇场景与人物形象，深度融合传统武学精髓与现代游戏美学，结合水墨特效，展现出大开大合的动作招式。游戏内设六大门派，以及刀光剑影、拳掌风雷、暗器无痕、枪棍如龙等十余个武学流派，玩家可自由组合，创造独步武林的绝世武学。同时，独特的天气系统与时辰变换设定，更增添了游戏的沉浸感与真实感。

图 27: 墨剑江湖国内 iOS 端近一年收入变化 (单位: \$)



数据来源: 七麦数据, 中信建投证券

图 28: 墨剑江湖国内 iOS 端近一年下载量变化 (单位: 次)



数据来源: 七麦数据, 中信建投证券

《墨剑江湖》上线后迅速进入中国大陆 iOS 游戏畅销榜 Top 50, 得到各大发行渠道的认可, 跻身 Vivo 和小米飙升榜 Top 1、TapTap 新品榜 Top 2, 并获得苹果 App Store 游戏页和 TapTap 今日游戏的推荐, 整体表现超预期。《墨剑江湖》之所以能以较低投入取得成功, 关键在于其高效的开发策略与精准的市场切入点。通过简化美术风格和重点打造核心玩法, 降低开发成本, 凭借剧情的创新设计和高自由度的玩法, 满足玩家的探索需求, 极大提升游戏的可玩性和成功率。这种资源的高效利用不仅确保了项目的稳健盈利, 还为公司后续在男性向市场的布局打下了良好的基础。

图 29: 《墨剑江湖》



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

图 30: 《墨剑江湖》



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

《爆吵萌厨》

爆吵萌厨是友谊时光在模拟经营品类的一次探索，趣味十足的烹饪模拟游戏，融合了烹饪挑战与多人协作，它有着类似分手厨房的多人合作玩法，让玩家能够体验到与好友一起烹饪的乐趣。作为友谊时光在休闲类模拟经营品类的拓展之作，该游戏在前期测试数据表现优秀，目前在 TapTap 获得 8.0 的评分，19 万预约以及 20 万关注。

图 31: 爆吵萌厨



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 32: 爆吵闹萌厨在 taptap 上的评分和预约量



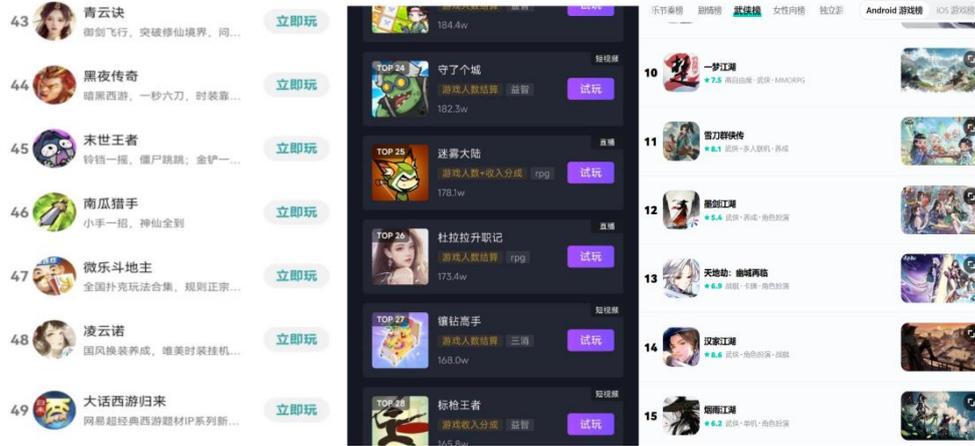
数据来源：公司官网，中信建投证券

3.3 公司发行体系改善，项目宣发形式多样

在过去游戏蓝海时代，众多游戏公司通过重研发打造的中重度游戏往往能获得成功，但是自《原神》出世以来，尽管众多游戏开发商纷纷投入巨资，但是成功率却降低，大研发的游戏成功率目前已经相对较低。因此，在当前的市场环境下，各类游戏公司开始更加聚焦于 ROI 比较高的游戏。这些游戏通常具有较小的研发成本和较快的回报周期，能够为公司带来稳定的收益和现金流，如小程序游戏等。相比之下，大研发游戏则需要更长的周期和更大的投入。

公司在过去一度获得较大成功，曾推出重磅女性向手游，但是随着行业渠道、买量、竞争等多重因素影响，公司营收业绩一度承压，目前公司不仅在女性向游戏赛道外拓，同时在研发策略也开始转变，在立项、发行等环节更加注重 ROI。集团拥有一支专业的全球化发行与运营团队，随着近年来流量成本上涨，过去“粗放式”买量逐步向精细化转变，如低成本高回报的《墨剑江湖》、《凌云诺》小游戏、《杜拉拉升职记》小游戏等均取得不错成绩，公司以 ROI 为目标，在立项、发行等环节更加灵活、精细化。公司储备项目丰富，但是后续发行体系将更加注重 ROI，目前相对成功的项目如杜拉拉小游戏、凌云诺小游戏、墨剑江湖等产品，随着公司后续多款数值类游戏上线，公司亏损有望持续收窄，并进入盈利周期。

图 33:公司发行体系改善成果显著：小游戏凌云诺进入微信小游戏 TOP48，杜拉拉进入抖音小游戏 TOP27，墨剑江湖在 TapTap 武侠榜进入 TOP12



数据来源：公司官网，中信建投证券

公司采用更加多样化的宣发，包括代言、联动等形式。24年7月24日，公司的游戏浮生为卿歌与长相思开启联动；浮生忆玲珑今年以来先后与七里山塘景区、周六福、豚趣乐园、长月烬明等开启联动，浮生忆玲珑选择罗云熙作为代言人，游戏曝光取得十分优秀的效果。

图 34: 浮生忆玲珑与长月烬明联动



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 35: 浮生忆玲珑官宣罗云熙为代言人首周成效



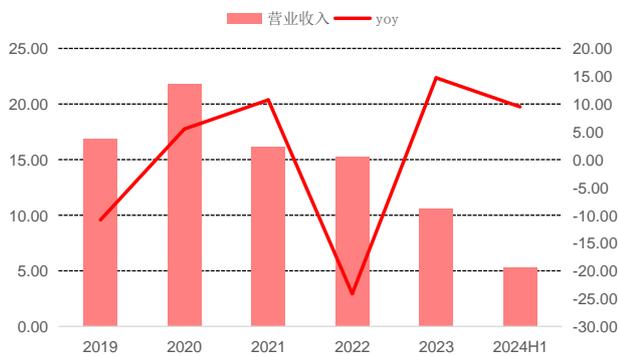
数据来源：公司官网，中信建投证券

四、财务分析&盈利预测

财务分析

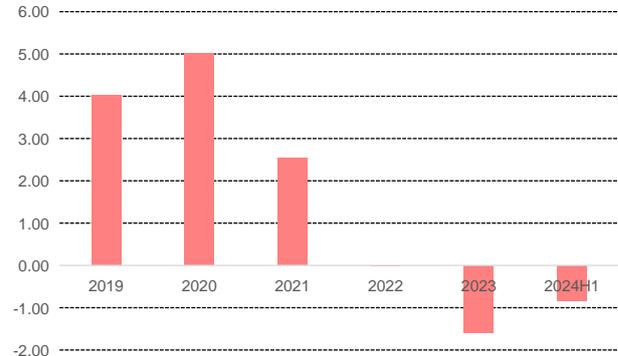
公司营收利润短期承压，随着新游上线叠加小程序渠道拓展，公司或将迎来困境反转。公司 2023Y、2024H1 营收分别为 10.6、5.3 亿元，分别同比变化-30.7%、-15.2%，营收下降主要系老产品自然回落叠加新产品流水不及预期所致。公司 23Y、24H1 扣非归母净利润分别为-1.59 亿、-0.83 亿元。随着公司新游陆续上线叠加小程序渠道的不断拓展，公司或将逐步走出困境。

图 36: 公司营收&变化 (单位: 亿元、%)



数据来源: wind, 中信建投证券

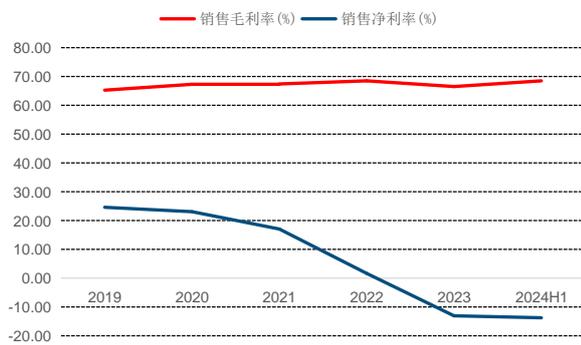
图 37: 公司扣非后归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 中信建投证券

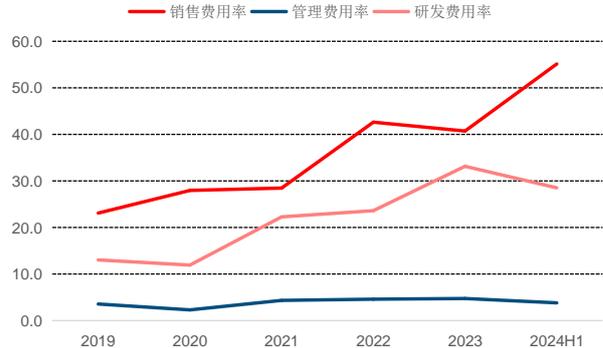
公司毛利率趋于稳定，由于期间费用率上行，销售净利率短期承压。2022、2023、2024H1 公司销售毛利率分别为 68.5%、66.5%、68.5%，毛利率趋于稳定。公司的费用率持续增长，主要系营销费用率快速提升，期间公司销售费用率分别为 42.6%、40.7%、55.1%；由于营销费用率的增长，短期内利润存在一定承压，期间公司的销售净利润分别为 1.65%、-13.07%、-13.75%。

图 38: 公司销售毛利&净利润逐步回升 (单位: %)



数据来源: wind, 中信建投证券

图 39: 公司费用率 (单位: %)



数据来源: wind, 中信建投证券

盈利预测

24年以来由于《浮生为卿歌》、《凌云诺》等老游戏流水自然回落，但是整体回落幅度可控，新游戏流水表现相对稳健，叠加小程序游戏渠道、模拟经营&男性向新赛道的拓展，我们预计收入端将迎来逐步改善，同时由于对项目及人员的有效成本控制、买量费用的把控等因素，预计利润端将较为稳定。我们预计公司 2024-2025 年收入分别为 11.8 亿元/15.8 亿元，调整后归母净利润分别为-0.4 亿元/1.5 亿元。

风险分析：

风险提示：行业监管风险：自 2018 年起中国监管机构对于网络游戏行业采取强监管措施，例如趋严的游戏审批版号、未成年防沉迷监控等，未来无法预测是否有新增的法规影响行业。若游戏版号发放情况不及预期，有可能影响产品上线节奏。新游不及预期风险：新游戏《墨剑江湖》等上线给予公司很大的看点，但游戏玩家对产品的喜好无固定模式，无法保证新游在商业上持续取得成功。出海业务不及预期：新产品《暴吵萌厨》主要定位休闲竞技，市场开拓存在一定不确定因素。小程序游戏赛道虽然增长快速，但是竞争也比较激烈，该渠道市场的增量可能存在不确定性。

报表预测

友谊时光三表预测：（单位：M¥、%）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
流动资产	1057	1048	915	931	营业收入	1524	1056	1183	1577
现金	406	404	240	158	营业成本	480	354	402	468
非流动资产	556	418	378	338	销售费用	647	431	485	528
资产总计	1613	1466	1294	1270	管理费用	427	396	378	473
流动负债	106	256	121	388	营业利润	-31	-126	-85	102
非流动负债	10	6	6	6	归属母公司净利润	25	-138	-38	149
负债合计	116	262	127	394	EPS（元）	0.01	-0.06	-0.02	0.07
归属母公司股东权益	1497	1204	1166	876	主要财务比率				
负债和股东权益	1613	1466	1294	1270	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
现金流量表（百万元）					营业收入(%)	-5.7	-30.7	12.0	33.3
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	毛利率(%)	68.5	66.5	66.0	70.3
经营活动现金流	155	-46	-62	95	净利率(%)	1.6	-13.1	-3.2	9.5
投资活动现金流	-278	60	47	32	ROE(%)	1.7	-11.5	-3.3	17.1
筹资活动现金流	-225	-22	-149	-209	总资产周转率	0.9	0.7	0.9	1.2
现金净增加额	-348	-8	-164	-82	P/E	54.0	-9.8	-35.6	9.1

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

向锐

本科毕业于武汉大学，硕士毕业于中国人民大学金融学专业，2022年加入中信建投证券，主要研究游戏电商/美股科技/AI方向。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk