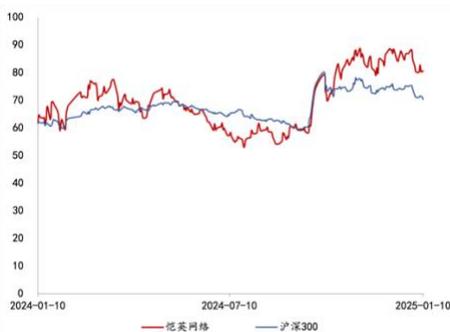


传媒互联网

回购注销增强股东回报，长期投资价值进一步凸显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	21.53/19.14
总市值/流通(亿元)	277.24/246.56
12个月内最高/最低价(元)	14.75/8.33

■ 相关研究报告

- 《24Q3 业绩增长强劲，关注储备新游上线表现》--2024-10-29
- 《24H1 业绩平稳增长，关注下半年多款新游上线表现》--2024-08-22
- 《业绩高增，丰富游戏储备驱动未来增长》--2024-04-30
- 《分红节奏逐渐稳定，长期投资价值突显》--2024-03-29

■ 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：

1月10日公司发布变更回购股份用途并注销的公告，拟将2023年8月30日通过的股份回购方案中的回购股份用途由用于后续员工持股计划、股权激励计划，变更为用于注销并减少注册资本。

➤ 回购注销进一步提升公司长期投资价值，管理层持续增持彰显信心

1) 回购注销：截至2023年11月22日，公司以集中竞价交易方式完成上述回购方案，累计回购股份数量约1607万股，占公司总股本的0.75%，成交总金额约2亿元(不含交易费用)。截至目前，公司暂未使用上述回购股份。本次注销回购股份并减少注册资本将增厚每股收益，进一步提升公司长期投资价值。**2) 稳定分红：**公司自2023年8月实施半年度现金分红开始，已实现每半年一次现金分红，分红节奏趋于稳定。其中，2024年半年度权益分派已完成，向全体股东每10股派发现金红利1元，合计派发现金红利2.13亿元。分红节奏稳定叠加此次回购注销彰显公司重视股东回报。**3) 管理层持续增持：**公司实控人金锋及全体高管承诺未来五年不减持及将公司税后分红所得用于持续每年增持公司股份。目前已完成两次现金分红增持，共计增持股份约980万股，增持金额约8977万元。管理层持续增持彰显对公司未来发展的信心。

➤ 游戏储备丰富，关注新游上线节奏及表现

目前公司储备游戏几十余款，其中《盗墓笔记：启程》于2024年8月7日开启预约，目前官方渠道预约达80.6万，TapTap预约达11万、期待值8.4；基于超人气IP的《斗罗大陆：诛邪传说》将于2025年1月15日开启扬帆测试，目前TapTap预约达28万、期待值8.1；与盛趣游戏联合发行的3D动作MMORPG手游《龙之谷世界》将于2025年2月20日正式上线。此外，2024年下半年《原始觉醒》、《永恒龙族》、《古龙群侠传》等13款游戏依次取得版号；并陆续获得黑猫警长、彩虹岛IP，未来有望推出相关IP正版授权游戏。关注未来储备游戏上线节奏，看好重点产品为公司业绩贡献新增量。

➤ 自研AI大模型持续突破，积极布局AI情感陪伴赛道

在AI大模型方面，公司自研形意大模型在动画和场景制作上取得突破。通过为对应场景生成、数值编辑、动画生成等五大方向分别推出AI应用，形成完整的电子智能体系，实现AI全面赋能游戏研发自动化。此外，2024年12月2日公司自研筑梦大模型正式取得生成式人工智能服务备案。该模型具备模型对话和角色扮演功能，应用场景为产品研发、商业办公及日常问答等。**在AI情感陪伴应用方面，**公司战投企业自然选择打造首款3D AI虚拟陪伴应用《EVE》。通过打造3D AI女友形象，以及基于情感陪伴场景下的对话、记忆、情感大模型，并创新性设计3D互动玩法、PGC剧情内容等，为男性用户提供即时恋爱陪伴。

► 盈利预测、估值与评级

我们认为，公司重视股东回报，分红节奏趋于稳定，此次注销回购股份并减少注册资本将增厚每股收益，进一步提升公司长期投资价值。此外，公司老游戏运营稳健，持续贡献稳定流水；未来丰富的游戏储备有望驱动业绩增长。因此，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 53.85/63.14/72.00 亿元，对应增速 25.37%/17.25%/14.03%，归母净利润分别为 17.35/20.64/23.22 亿元，对应增速 18.72%/18.95%/12.51%。维持公司“买入”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

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4295	5385	6314	7200
营业收入增长率(%)	15.30%	25.37%	17.25%	14.03%
归母净利（百万元）	1462	1735	2064	2322
净利润增长率(%)	42.58%	18.72%	18.95%	12.51%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.81	0.96	1.08
市盈率（PE）	19	16	13	12

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	2551	2807	4117	6577	9256
应收票据及账款	1049	1314	1752	2055	2343
预付账款	229	252	459	538	614
其他应收款	39	73	117	137	156
存货	10	20	17	22	27
其他流动资产	69	84	103	120	137
流动资产总计	3948	4550	6565	9450	12534
长期股权投资	398	518	507	496	485
固定资产	63	36	23	10	-3
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	28	31	15	-1	-16
长期待摊费用	241	200	100	0	0
其他非流动资产	1099	1275	1275	1275	1275
非流动资产合计	1829	2061	1921	1781	1741
资产总计	5776	6610	8485	11230	14275
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	312	442	370	480	590
其他流动负债	889	908	820	1033	1243
流动负债合计	1201	1350	1190	1514	1834
长期借款	17	3	1	0	-1
其他非流动负债	16	19	19	19	19
非流动负债合计	33	22	20	19	18
负债合计	1234	1372	1210	1533	1852
股本	1515	1515	1515	1515	1515
资本公积	746	509	509	509	509
留存收益	2211	3220	4787	6650	8747
归属母公司权益	4472	5244	6811	8675	10772
少数股东权益	70	-6	464	1023	1652
股东权益合计	4542	5238	7275	9698	12424
负债和股东权益合计	5776	6610	8485	11230	14275

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1361	1581	2098	2515	2845
折旧与摊销	76	116	129	129	29
财务费用	-34	-58	-12	-19	-28
投资损失	12	-79	-57	-57	-57
营运资金变动	32	29	-865	-100	-86
其他经营现金流	36	118	111	111	111
经营性现金净流量	1483	1706	1403	2579	2814
资本支出	170	188	0	0	0
长期投资	-57	-187	0	0	0
其他投资现金流	674	-2	65	65	63
投资性现金净流量	447	-378	65	65	63
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	4	-14	-2	-2	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-12	-237	0	0	0
其他筹资现金流	-572	-813	-156	-182	-198
筹资性现金净流量	-580	-1064	-158	-183	-198
现金流量净额	1370	269	1310	2460	2679

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	3726	4295	5385	6314	7200
营业成本	931	710	826	1074	1319
税金及附加	18	19	22	24	34
销售费用	803	1177	1666	1844	2003
管理费用	164	286	174	191	216
研发费用	511	527	509	569	628
财务费用	-34	-58	-12	-19	-28
资产减值损失	-36	-30	-45	-53	-60
信用减值损失	24	-36	12	15	17
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	-12	79	57	57	57
公允价值变动损益	-2	9	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
其他收益	34	41	29	29	29
营业利润	1341	1698	2254	2680	3071
营业外收入	530	3	190	190	190
营业外支出	487	3	166	166	166
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1384	1697	2279	2704	3096
所得税	23	117	74	81	145
净利润	1361	1581	2205	2623	2951
少数股东损益	336	119	470	559	629
归属母公司股东净利润	1025	1462	1735	2064	2322
EBITDA	1426	1755	2396	2814	3097
NOPLAT	1260	1423	2170	2581	2901
EPS(元)	0.48	0.68	0.81	0.96	1.08

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营收增长率	56.8%	15.3%	25.4%	17.3%	14.0%
营业利润增长率	47.9%	26.6%	32.8%	18.9%	14.6%
EBIT 增长率	45.8%	21.4%	38.3%	18.5%	14.2%
EBITDA 增长率	47.4%	23.1%	36.5%	17.5%	10.0%
归母净利润增长率	77.8%	42.6%	18.7%	18.9%	12.5%
经营现金流增长率	196.2%	15.1%	-17.8%	83.8%	9.1%
盈利能力					
毛利率	75.0%	83.5%	84.7%	83.0%	81.7%
净利率	36.5%	36.8%	40.9%	41.5%	41.0%
营业利润率	36.0%	39.5%	41.9%	42.4%	42.7%
ROE	22.9%	27.9%	25.5%	23.8%	21.6%
ROA	17.7%	22.1%	20.5%	18.4%	16.3%
ROIC	50.9%	65.1%	82.4%	74.4%	82.4%
估值倍数					
P/E	27	19	16	13	12
P/S	7	6	5	4	4
P/B	6	5	4	3	3
股息率	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01
EV/EBIT	8.77	13.08	10.76	8.40	6.72
EV/EBITDA	8.30	12.21	10.18	8.02	6.65
EV/NOPLAT	9.40	15.06	11.24	8.75	7.10

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。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



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

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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研究人员的个人观点。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。