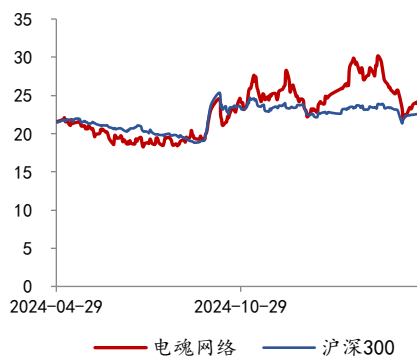


传媒互联网

25Q1 业绩承压，关注《修仙时代》等新游上线表现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.45/2.41
总市值/流通(亿元) 48.71/47.94
12 个月内最高/最低价 28.61/14.62 (元)

■ 相关研究报告

《电子竞技精品研运商，储备新游开启增长新篇章》—2024-11-21
《24Q3 业绩环比改善，新一轮产品周期有望开启》—2024-10-30
《〈修仙时代〉等新游储备丰富，高分红比例回馈投资者》—2024-08-30
《高分红比例回馈投资者，新游储备发力海内外市场》—2024-04-28

■ 证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com
分析师登记编码: S1190523060001

■ 联系人：李林卉

E-MAIL: lilh@tpyzq.com
一般证券业务登记编码: S1190123120023

事件：

公司 2024 年实现营收 5.50 亿元，同比下降-18.71%；归母净利润 3058 万元，同比下降-46.20%；归母扣非净利润 530 万元，同比下降-91.11%。2025Q1 实现营收 1.02 亿元，同比下降-25.65%；归母净利润 161 万元，同比下降-96.53%；归母扣非净利润-34 万元。

➤ 2024 年业绩承压，主要系存量游戏流水下滑

2024 年公司营收同比下降，主要系主要存量游戏《梦三国 2》和《梦三国手游》流水自然下滑，叠加 2024 年缺少重点产品上线，使得游戏充值收入同比减少。同时，营收下滑但费用刚性，使得归母净利润同比下降幅度高于营收。2025Q1 营收同比继续下降，主要系游戏充值收入延续下滑趋势，以及缺少重点产品上线。

➤ 《野蛮人大作战 2》公测定档，《修仙时代》亮相腾讯游戏发布会

公司主要储备产品共 5 款，《遇见龙 2》和《卢希达起源》预计 2025Q2 国内首发、《进击的兔子》预计 2025Q3 国内首发。重点关注 2 款自研游戏：1)《野蛮人大作战 2》：魔性竞技+RPG 多元化游戏，已获主机、客户端、移动端全平台版号。游戏沿用《野蛮人大作战》IP，通过引入 AI 对战机器人，为 3V3V3 即时乱斗玩法提供更优的游戏体验。游戏公测已定档 5 月 28 日，目前 TapTap 预约人数达 17 万，期待值 8.4。2)《修仙时代》：国风修仙题材开放大世界游戏，已获移动端和客户端版号。游戏选择开放世界的游戏机制，并在修仙体系中设置多样化任务，为玩家打造可玩性、可探索性极强的游戏世界。游戏在 2025 腾讯游戏发布会中亮相，为腾讯代理发行产品，现已开启全网预约。目前 TapTap 预约人数达 32 万，期待值 9.1。关注新游上线节奏及表现，看好重点产品上线为公司贡献业绩增量。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司年内多款储备新游拟陆续上线，两款重点产品《野蛮人大作战 2》和《修仙时代》有望为公司贡献业绩增量。因此，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 10.6/13.2/14.6 亿元，对应增速 93.1%/24.2%/10.6%，归母净利润分别为 3.03/3.52/3.92 亿元，对应增速 891%/16.1%/11.5%。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，游戏上线节奏、流水不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	550	1063	1320	1460
营业收入增长率(%)	-18.71%	93.09%	24.20%	10.61%
归母净利（百万元）	31	303	352	392
净利润增长率(%)	-46.20%	891.46%	16.13%	11.45%
摊薄每股收益（元）	0.13	1.24	1.44	1.60
市盈率（PE）	159	16	14	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)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1446	1274	1539	1703	1783
应收票据及账款	44	24	59	74	81
预付账款	11	7	19	23	25
其他应收款	4	12	13	16	18
存货	0	1	1	1	1
其他流动资产	136	275	293	304	310
流动资产合计	1642	1592	1923	2121	2219
长期股权投资	64	62	53	45	36
固定资产	349	326	252	178	104
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	17	16	9	3	-4
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	642	575	547	518	490
非流动资产合计	1072	980	862	744	626
资产总计	2714	2572	2785	2865	2845
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	54	39	68	86	93
其他流动负债	367	334	594	744	815
流动负债合计	422	373	662	830	908
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	4	4	4	4
非流动负债合计	9	4	4	4	4
负债合计	431	377	666	834	913
股本	245	245	245	245	245
资本公积	857	804	804	804	804
留存收益	1171	1144	1072	988	895
归属母公司权益	2272	2192	2120	2036	1943
少数股东权益	11	3	-1	-6	-11
股东权益合计	2284	2195	2119	2031	1932
负债和股东权益合计	2714	2572	2785	2865	2845

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	55	29	278	326	366
折旧与摊销	36	39	109	109	109
财务费用	-40	-53	-5	-6	-6
投资损失	-6	-4	-14	-14	-14
营运资金变动	24	-29	223	134	61
其他经营现金流	147	132	31	31	31
经营性现金净流量	217	115	621	580	545
资本支出	45	22	0	0	0
长期投资	428	-172	0	0	0
其他投资现金流	3	11	14	14	14
投资性现金净流量	385	-183	14	14	14
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-1	0	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	-20	-53	0	0	0
其他筹资现金流	-225	-62	-370	-430	-480
筹资性现金净流量	-247	-115	-370	-430	-480
现金流量净额	364	-176	265	164	80

资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	677	550	1063	1320	1460
营业成本	144	162	226	287	310
税金及附加	8	8	12	15	17
销售费用	137	91	106	152	168
管理费用	112	109	106	132	146
研发费用	151	130	128	158	175
财务费用	-40	-53	-5	-6	-6
资产减值损失	-60	-67	-88	-109	-121
信用减值损失	-13	-6	-11	-14	-15
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	6	4	14	14	14
公允价值变动损益	-25	-2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
其他收益	10	24	17	17	17
营业利润	83	55	421	489	545
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	1	3	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	82	54	421	489	545
所得税	27	25	122	142	158
净利润	55	29	299	348	387
少数股东损益	-1	-1	-4	-4	-5
归属母公司股东净利润	57	31	303	352	392
EBITDA	79	40	525	592	648
NOPLAT	32	-13	296	344	383
EPS (元)	0.23	0.13	1.24	1.44	1.60

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	-14.4%	-18.7%	93.1%	24.2%	10.6%
营业利润增长率	-63.3%	-33.8%	668.8%	16.1%	11.4%
EBIT 增长率	-77.9%	-96.2%	25643%	16.1%	11.5%
EBITDA 增长率	-65.1%	-49.1%	1204.1%	12.8%	9.4%
归母净利润增长率	-71.7%	-46.2%	891.5%	16.1%	11.4%
经营现金流增长率	54.5%	-46.9%	438.9%	-6.6%	-5.9%
盈利能力					
毛利率	78.7%	70.6%	78.7%	78.2%	78.8%
净利率	8.2%	5.3%	28.2%	26.3%	26.5%
营业利润率	12.2%	10.0%	39.7%	37.1%	37.4%
ROE	2.5%	1.4%	14.3%	17.3%	20.2%
ROA	2.1%	1.2%	10.9%	12.3%	13.8%
ROIC	5.0%	-2.2%	59.3%	164.3%	-2211%
估值倍数					
P/E	86	159	16	14	12
P/S	7	9	5	4	3
P/B	2	2	2	2	3
股息率	0.01	0.01	0.08	0.09	0.10
EV/EBIT	92.0	1960.4	7.1	5.8	5.1
EV/EBITDA	49.6	78.7	5.6	4.8	4.2
EV/NOPLAT	124.6	-247.6	10.0	8.2	7.2

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

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。