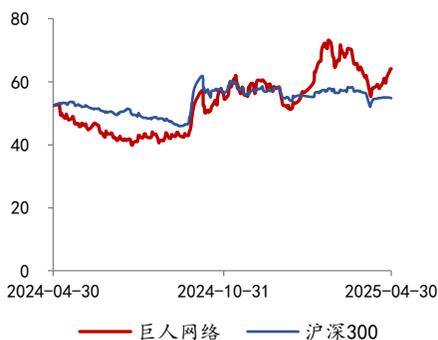


传媒互联网

征途 IP 小游戏持续发力，“游戏+AI”生态不断发展

■ 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)	281.12/281.12
12个月内最高/最低价(元)	17.58/8.30

■ 相关研究报告

《小游戏持续发力，积极布局“游戏+AI”》—2024-11-01

■ 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29.23亿元，同比下降-0.05%；归母净利润14.25亿元，同比增长31.15%；归母扣非净利润16.23亿元，同比增长18.23%。2025Q1实现营收7.24亿元，同比增长3.94%；归母净利润3.48亿元，同比下降-1.29%；归母扣非净利润3.62亿元，同比下降-10.45%。

➤ 2024年业绩同比高增，2025Q1合同负债增加

2024年公司归母净利润同比高增，主要系：1)老游戏长线运营：征途IP系列游戏稳健运营，持续贡献流水基本盘；休闲竞技游戏《球球大作战》流水实现显著增长。2)小游戏持续发力：《王者征途》小程序版引入新增用户超2500万，全年贡献流水6亿元。3)投资收益同比增加1.84亿元。2025年1月《原始征途》小程序版开启买量投放，贡献可观的增量流水，驱动2025Q1营收环比增长2.75%，以及游戏递延收入增加使得合同负债增加1.28亿元。收入递延而买量成本当期确认，使得归母净利润环比下降-1.76%。我们认为，后续随着游戏道具等递延收入陆续确认，公司业绩有望逐步释放。

➤ 自研游戏稳步推进，“游戏+AI”生态不断发展

目前公司多款自研游戏正稳步推进，其中，多人组队游戏《超自然行动组》已于今年年初开启不删档付费测试，计划今年正式上线推广，中国历史题材SLG游戏《五千年》及休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛭蚰》均已取得版号。此外，公司“游戏+AI”生态不断发展。1)模型：公司实现了大语言模型、语音模型、视频生成模型的多模态全矩阵布局。2)玩法创新：推理派对手游《太空杀》“内鬼挑战”玩法依次接入DeepSeek和腾讯混元大模型，借助模型的强逻辑推理特性强化AI玩家的能力，优化玩家间的推理互动体验。《征途》系列游戏打造陪伴型智能NPC“小师妹”，通过接入DeepSeek-R1满血版，提供更智能、人性化的交互体验。3)合作与投资：公司与阿里云深化AI合作，并参与投资AI图像生成平台LiblibAI。

➤ 现金分红及回购积极回馈投资者

2024年度公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.4元，合计拟派发现金红利2.65亿元。包括半年度现金分红，公司2024年现金分红合计预计为5.3亿元，现金分红比例为37.16%。同时，2024年公司累计回购股份约1017万股，回购总金额1亿元。综上，2024年公司现金分红及回购金额合计预计为6.3亿元，占全年归母净利润的44.18%。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司征途 IP 系列及休闲竞技游戏稳健运营，小游戏贡献可观的流水增量。未来游戏递延收入陆续确认，有望推动公司业绩逐步释放。因此，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 33.8/37.2/39.5 亿元，对应增速 15.5%/10.1%/6.18%，归母净利润分别为 15.9/17.8/19.4 亿元，对应增速 11.7%/11.8%/9.07%。维持公司“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

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2923	3376	3715	3945
营业收入增长率(%)	-0.05%	15.51%	10.05%	6.18%
归母净利（百万元）	1425	1591	1779	1941
净利润增长率(%)	31.15%	11.65%	11.84%	9.07%
摊薄每股收益（元）	0.74	0.82	0.92	1.00
市盈率（PE）	20	18	16	14

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	1889	2058	2844	3903	4936
应收票据及账款	160	147	189	208	221
预付账款	19	30	31	34	36
其他应收款	8	12	13	14	15
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	255	244	257	261	264
流动资产合计	2330	2491	3334	4419	5471
长期股权投资	8478	9557	10080	10640	11229
固定资产	288	305	271	226	172
在建工程	277	390	325	260	195
无形资产	53	64	7	-50	-107
长期待摊费用	35	29	15	0	0
其他非流动资产	1908	1907	1884	1861	1838
非流动资产合计	11040	12251	12581	12937	13327
资产总计	13371	14743	15914	17356	18798
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	52	53	65	77	81
其他流动负债	1513	1760	1827	2033	2134
流动负债合计	1565	1813	1892	2110	2216
长期借款	33	21	11	2	-6
其他非流动负债	41	48	48	48	48
非流动负债合计	73	69	59	50	43
负债合计	1639	1881	1951	2160	2258
股本	1518	1489	1489	1489	1489
资本公积	5214	4691	4691	4691	4691
留存收益	4957	6643	7751	8991	10342
归属母公司权益	11689	12823	13931	15170	16522
少数股东权益	43	38	32	25	18
股东权益合计	11732	12861	13963	15196	16540
负债和股东权益合计	13371	14743	15914	17356	18798

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1092	1431	945	1086	1224
折旧与摊销	63	64	194	204	199
财务费用	-6	4	-8	-11	-16
投资损失	-477	-661	-499	-546	-569
营运资金变动	281	219	24	191	87
其他经营现金流	173	-22	644	691	714
经营性现金净流量	1125	1034	1299	1614	1640
资本支出	97	180	0	0	0
长期投资	-303	-198	0	0	0
其他投资现金流	85	66	-28	-19	-26
投资性现金净流量	-315	-312	-28	-19	-26
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-9	-12	-10	-9	-8
普通股增加	-24	-30	0	0	0
资本公积增加	-1240	-523	0	0	0
其他筹资现金流	613	22	-475	-528	-573
筹资性现金净流量	-660	-542	-485	-537	-581
现金流量净额	151	180	786	1058	1033

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	2924	2923	3376	3715	3945
营业成本	324	370	421	498	527
税金及附加	33	33	34	33	36
销售费用	1019	1005	1063	1170	1223
管理费用	178	221	219	223	229
研发费用	692	691	692	706	710
财务费用	-6	4	-8	-11	-16
资产减值损失	-19	0	-7	-8	-8
信用减值损失	-2	6	3	3	3
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	477	661	499	546	569
公允价值变动损益	-191	16	0	0	0
资产处置收益	-1	-3	-1	-1	-1
其他收益	160	170	149	149	149
营业利润	1109	1449	1596	1785	1947
营业外收入	0	3	1	1	1
营业外支出	8	5	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1101	1447	1593	1781	1943
所得税	10	16	8	9	10
净利润	1092	1431	1585	1772	1933
少数股东损益	5	6	-6	-7	-7
归属母公司股东净利润	1086	1425	1591	1779	1941
EBITDA	1158	1515	1779	1974	2127
NOPLAT	1372	1633	1582	1766	1922
EPS(元)	0.56	0.74	0.82	0.92	1.00

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	43.5%	-0.05%	15.5%	10.0%	6.2%
营业利润增长率	33.4%	30.7%	10.2%	11.8%	9.1%
EBIT 增长率	34.5%	32.5%	9.2%	11.7%	8.9%
EBITDA 增长率	30.5%	30.8%	17.4%	11.0%	7.8%
归母净利润增长率	27.7%	31.2%	11.6%	11.8%	9.1%
经营现金流增长率	52.7%	-8.1%	25.6%	24.2%	1.6%
盈利能力					
毛利率	88.9%	87.3%	87.5%	86.6%	86.6%
净利率	37.3%	49.0%	46.9%	47.7%	49.0%
营业利润率	37.9%	49.6%	47.3%	48.0%	49.3%
ROE	9.3%	11.1%	11.4%	11.7%	11.7%
ROA	8.1%	9.7%	10.0%	10.3%	10.3%
ROIC	16.0%	19.2%	16.7%	18.0%	19.2%
估值倍数					
P/E	26	20	18	16	14
P/S	10	10	8	8	7
P/B	2	2	2	2	2
股息率	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
EV/EBIT	17.2	14.6	15.1	13.0	11.4
EV/EBITDA	16.2	14.0	13.5	11.6	10.3
EV/NOPLAT	13.7	13.0	15.2	13.0	11.4

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。