

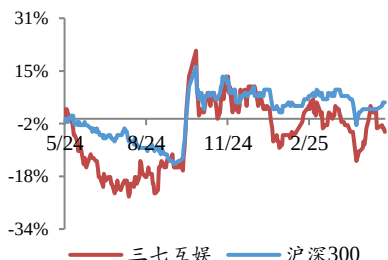
产品稳健运营，新游储备丰富

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-12

收盘价（元） 14.93
近 12 个月最高/最低（元） 19.69/12.04
总股本（百万股） 2,212
流通股本（百万股） 1,599
流通股比例（%） 72.28
总市值（亿元） 330
流通市值（亿元） 239

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1.24Q2 业绩良性增长，净利率持续回升 2024-08-28

主要观点：

● 业绩情况：

公司发布 2024 年年报，全年实现营收 174.4 亿元，yoy+5.4%，实现归母净利润 26.7 亿元，yoy+0.54%，实现扣非净利润 25.9 亿元，yoy+3.76%。24Q4 实现营收 41.0 亿元，yoy-8.93%，qoq-0.14%，实现归母净利润 7.76 亿元，yoy+66.33%，qoq+22.55%。公司延续分红策略，公司拟每 10 股派发现金红利 3.70 元（含税），2024 年合计分红 22 亿元，占全年归母净利润 82%。

● 新游上线助力业绩增长，IP 储备提供增长空间

公司在多品类游戏深入布局，25Q1，《时光大爆炸》、《英雄没有闪》等产品先后上线。其中，《时光大爆炸》跻身微信小游戏畅销榜第 4 名，《英雄没有闪》冲进 iOS 畅销榜前五，并登顶微信小游戏畅销榜。公司通过积极布局多品类游戏及不断扩展自研能力边界，不断推出精品化游戏，助力业绩增长。公司在 IP 方面储备《斗破苍穹》、《诡秘之主》、《斗罗大陆》等 IP 的游戏改编版权，为后续产品矩阵内容提供有力支撑。

● 存量游戏稳定运营，销售费用优化

2024 年境内外游戏业务稳定运营，其中境内营收 117.2 亿元，yoy+9.12%，主要系《寻道大千》、《斗罗大陆：魂师对决》、《凡人修仙传：人界篇》、等产品持续运营贡献流水基础；境外营收 57.2 亿元，yoy-1.47%，“三消+SLG”玩法《Puzzles & Survival》跻身 Sensor Tower2024 年出海手游收入榜 Top 8。

销售费用上，2024 年全年销售费用率为 55.7%，同比增加 0.75pct，其中四季度销售费用率为 48.97%，同比减少 11.65pct，环比减少 8.08pct，主要由于新游四季度上线数量有所减少，买量费用减少所致。

● AI 能力持续升级，驱动游戏新一轮创新

公司构建企业 AI 能力底座，自主研发游戏领域行业大模型“小七”，公司基于“小七”及引入行业先进的外部大模型集群，构建 40 余种 AI 能力。在研发上，公司通过 AI 算法实现高精度、高性能的动作捕捉，解决传统动作捕捉专业设备价格昂贵、整体周期长等痛点，提升研发效率与质量。在 AI 平衡性测试方面，多款自研产品均有效应用了 AI 数值平衡测试功能，提升游戏生命周期。业务应用方面，公司已通过 AI 技术实现 AI-多模态类、AI-文本类等各种内容形态的智能化生产与应用。AI 技术有效重塑游戏管线，有望驱动游戏新一轮创新。

● 投资建议

我们预计公司 25/26/27 年归母净利润 28.55/30.39/33.07 亿元，25/26 年前值为 34.40/37.95 亿元，对应 PE 为 11.87/11.15/10.25。公司游戏长线运营实力强劲，AI 赋能下有望增效产品研发与运营，维持“买入”评级。

● 风险提示

游戏行业政策风险，游戏流水不及预期，新产品上线延期风险，新游上线表现不及预期风险，行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,441	18,680	19,492	20,419
收入同比 (%)	5.4%	7.1%	4.4%	4.8%
归属母公司净利润	2,673	2,855	3,039	3,307
净利润同比 (%)	0.5%	6.8%	6.5%	8.8%
毛利率 (%)	78.6%	78.8%	79.0%	79.0%
ROE (%)	20.7%	19.9%	19.5%	19.3%
每股收益 (元)	1.21	1.29	1.37	1.49
P/E	12.55	11.87	11.15	10.25
P/B	2.62	2.36	2.17	1.97
EV/EBITDA	10.04	9.90	8.77	7.92

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 (百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,335	13,172	14,987	17,085
现金	5,059	6,552	8,999	10,469
应收账款	1,213	2,523	1,375	2,709
其他应收款	43	74	121	83
预付账款	730	731	1,201	533
存货	-	-	-	-
其他流动资产	3,291	3,291	3,291	3,291
非流动资产	9,247	9,186	8,897	9,837
长期投资	446	446	446	446
固定资产	1,077	947	1,136	1,335
无形资产	1,889	2,017	1,571	2,345
其他非流动资产	5,836	5,775	5,744	5,711
资产总计	19,583	22,357	23,885	26,922
流动负债	6,459	7,796	8,076	9,552
短期借款	2,654	3,450	4,140	4,968
应付账款	1,668	2,162	1,788	2,374
其他流动负债	2,138	2,184	2,148	2,210
非流动负债	107	107	107	107
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	107	107	107	107
负债合计	6,566	7,902	8,182	9,659
少数股东权益	96	96	96	96
股本	2,218	2,218	2,218	2,218
资本公积	2,679	3,051	3,258	3,513
留存收益	8,024	9,091	10,130	11,437
归属母公司股东权益	12,921	14,359	15,606	17,167
负债和股东权益	19,583	22,358	23,885	26,922

现金流量表 (百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,998	4,748	6,420	5,262
净利润	2,664	2,842	3,026	3,292
折旧摊销	208	11	11	12
财务费用	-101	-	-	-
投资损失	-111	-	-	-
营运资金变动	261	1,895	-1,498	1,959
其他经营现金流	77	-	4,881	-
投资活动现金流	-3,408	-3,408	-3,408	-3,408
资本支出	572	162	169	177
长期投资	-304	-	-	-
其他投资现金流	-3,676	-3,570	-3,577	-3,585
筹资活动现金流	793	153	-565	-384
借款	4,211	796	690	828
股权融资	-	-	-	-
其他筹资现金流	-3,418	-643	-1,255	-1,212
汇率变动影响	3	-	-	-
现金净增加额	-1,200	1,493	2,447	1,470

利润表 (百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,441	18,680	19,492	20,419
营业成本	3,727	3,960	4,093	4,288
营业税金及附加	44	56	59	62
销售费用	9,712	10,551	10,966	11,333
管理费用	516	543	560	612
财务费用	-161	-165	-172	-181
资产减值损失	-56	-63	-67	-70
公允价值变动收益	-31	2	1	1
投资净收益	111	103	58	52
营业利润	3,091	3,263	3,471	3,754
营业外收入	4	6	7	7
营业外支出	7	5	5	6
利润总额	3,089	3,265	3,472	3,755
所得税	424	423	447	463
净利润	2,664	2,842	3,026	3,292
少数股东损益	-9	-13	-14	-14
归属母公司净利润	2,673	2,855	3,039	3,307
EBITDA	3,137	3,109	3,310	3,585
EPS (元)	1.2	1.3	1.4	1.5

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.4%	7.1%	4.4%	4.8%
营业利润	1.6%	5.6%	6.4%	8.1%
归属于母公司净利润	0.5%	6.8%	6.5%	8.8%
获利能力				
毛利率 (%)	78.6%	78.8%	79.0%	79.0%
净利率 (%)	15.3%	15.2%	15.5%	16.1%
ROE (%)	20.7%	19.9%	19.5%	19.3%
ROIC (%)	17.3%	15.1%	14.5%	14.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.5%	35.3%	34.3%	35.9%
净负债比率 (%)	50.4%	54.7%	52.1%	56.0%
流动比率	1.60	1.69	1.86	1.79
速动比率	1.47	1.58	1.69	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.84	0.82	0.76
应收账款周转率	14.38	7.40	14.17	7.54
应付账款周转率	2.23	1.83	2.29	1.81
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.29	1.37	1.49
每股经营现金流 (摊薄)	1.36	2.15	2.90	2.38
每股净资产	5.84	6.49	7.06	7.76
估值比率				
P/E	12.55	11.87	11.15	10.25
P/B	2.62	2.36	2.17	1.97
EV/EBITDA	10.04	9.90	8.77	7.92

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。