

中旭未来(09890)

报告日期: 2025年06月09日

低估值经典 IP 游戏发行龙头，新产品线开启

——中旭未来点评报告

投资要点

□ 公司近况更新

公司是一家以运营《传奇》《奇迹》《热血传奇》等经典 IP 游戏见长的网络游戏研发商，我们认为，25H2 以后公司进入新品周期，营收、利润有望同增，海外业务逐步起量，推荐重点关注。另外，5月13日，公司宣布了回购计划，计划在未来12个月内回购3亿港元的股份。截至5月29日，公司已回购股份100万股。

□ 与世纪华通合作并投资，2025 年利润有望高增

2023年6月，公司全资子公司江西贪玩以5.86亿元拍得世纪华通股份8000万股，占世纪华通总股本的1.1%，与世纪华通紧密合作（之前世纪华通亦是公司IPO前投资者）。目前公司与世纪华通成立有合资公司，共同负责部分《传奇》IP游戏的发行。

我们看到，世纪华通旗下《Whiteout Survival》与《Kingshot》近年来运营数据保持强势：《Whiteout Survival》在2025年2月Sensor Tower公布的中国手游出海收入榜中连续9个月稳居第1，全球下载量过亿，刷新了该品类游戏的流水新高；《Kingshot》2025年2月下旬上线以来，收入增长态势强劲。在2025年4月的全球手游收入榜单中，收入增长209%，成功进入收入增长榜前五。《Whiteout Survival》与《Kingshot》分别上线约两年、4个月，作为SLG游戏，远未达到生命周期顶峰，因此我们认为这样的流水趋势有望持续。

□ 经典 IP 游戏基本盘稳健，非《传奇》IP 新游有望在 2026 年逐步起量

公司的基本盘是《传奇》《奇迹》《热血传奇》等经典 IP 游戏，《传奇》IP 授权直接来自世纪华通，授权清晰，产品则多来自另一家优秀研发商恺英网络。公司发行历史悠久，2015年公司前身贪玩游戏在广州成立。同年11月，发行首款采用代言人策略的传奇类游戏《雷霆之怒》，邀请陈小春、朱茵担任代言人，成为行业首家为联运产品聘请代言人的发行公司，为平台的用户粘性和知名度带来极大提升。2016年1月，贪玩游戏平台注册玩家总数突破5000万人，为传奇类游戏的发行奠定了用户基础。后期的《贪玩蓝月》《龙腾传世》《原始传奇》均取得较好收益。

除了《传奇》IP外，2025年5月16日，公司发布公告，与恺英网络签订三年游戏产品合作备忘录，涵盖了《新月大陆》《代号：高清》等《奇迹》IP游戏、《热血江湖：觉醒》等《热血江湖》IP游戏、《斗罗大陆》IP游戏、“金庸武侠”IP游戏等。

□ 投资建议

综上我们判断公司经典 IP 游戏基本盘稳健，新游产品线丰富，2025年全年业绩具备较大弹性，预计公司2025-2027年营收分别为58.4/74.3/90.2亿元，归母净利润分别为8.15/7.07/8.92亿元，当前时间点对应P/E分别为10/11/9倍，给予“买入”评级。

□ 风险提示

新游上线进度或质量不及预期，国际贸易政策变化导致游戏出海业务受损，被投资公司运营不佳等。

投资评级：买入(首次)

分析师：冯翠婷

执业证书号：S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

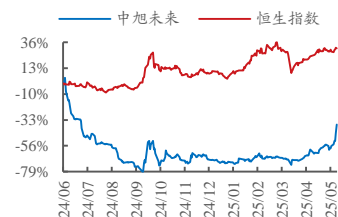
分析师：陈磊

执业证书号：S1230521090002
chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$14.98
总市值(百万港元)	7,988.81
总股本(百万股)	533.30

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5580	5843	7427	9016
(+/-) (%)	-14.34%	4.71%	27.11%	21.40%
归母净利润	-4	815	707	892
(+/-) (%)	-101.54%		-13.28%	26.14%
每股收益(元)	0.00	1.53	1.32	1.67
P/E	—	9.82	11.32	8.97

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)					利润表(百万港元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,964	4,735	6,291	8,102	营业收入	5,580	5,843	7,427	9,016
现金	515	1,080	1,933	3,210	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	237	253	335	376	营业成本	1,556	1,567	1,992	2,418
存货	3	3	4	5	销售费用	3,517	3,506	4,308	5,004
其他	3,209	3,399	4,019	4,512	管理费用	192	175	223	270
非流动资产	1,599	1,681	1,741	1,790	研发费用	128	117	149	180
固定资产	80	95	104	120	财务费用	42	6	5	4
无形资产	232	235	238	236	除税前溢利	98	975	873	1,115
其他	1,287	1,352	1,399	1,435	所得税	54	107	105	145
资产总计	5,564	6,416	8,032	9,892	净利润	44	867	769	970
流动负债	3,101	3,086	3,933	4,824	少数股东损益	48	52	61	78
短期借款	200	150	170	180	归属母公司净利润	(4)	815	707	892
应付账款及票据	2,006	2,060	2,724	3,472	EBIT	141	981	878	1,119
其他	896	876	1,040	1,172	EBITDA	207	997	895	1,137
非流动负债	39	39	39	39	EPS (元)	0.00	1.53	1.32	1.67
长期债务	0	0	0	0					
其他	39	39	39	39					
负债合计	3,141	3,126	3,973	4,863	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	0	0	0	0	成长能力				
储备	2,398	3,214	3,921	4,813	营业收入	-14.34%	4.71%	27.11%	21.40%
归属母公司股东权益	2,399	3,214	3,921	4,813	归属母公司净利润	-101.54%	—	-13.28%	26.14%
少数股东权益	25	77	138	216	获利能力				
股东权益合计	2,423	3,291	4,059	5,029	毛利率	72.12%	73.18%	73.18%	73.18%
负债和股东权益	5,564	6,416	8,032	9,892	销售净利率	-0.06%	13.96%	9.52%	9.89%
					ROE	-0.15%	25.37%	18.03%	18.53%
					ROIC	2.40%	25.38%	18.28%	18.68%
现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	(2,000)	134	668	1,211	资产负债率	56.45%	48.72%	49.46%	49.16%
净利润	(4)	815	707	892	净负债比率	-13.02%	-28.27%	-43.44%	-60.25%
少数股东权益	48	52	61	78	流动比率	1.28	1.53	1.60	1.68
折旧摊销	66	16	17	18	速动比率	0.75	0.96	1.07	1.17
营运资金变动及其他	(2,110)	(750)	(118)	223	营运能力				
投资活动现金流	2,095	488	172	63	总资产周转率	0.87	0.98	1.03	1.01
资本支出	(47)	(34)	(30)	(31)	应收账款周转率	19.76	23.82	25.25	25.38
其他投资	2,143	522	202	94	应付账款周转率	0.59	0.77	0.83	0.78
筹资活动现金流	(68)	(57)	14	3	每股指标(元)				
借款增加	(47)	(50)	20	10	每股收益	0.00	1.53	1.32	1.67
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	-3.74	0.25	1.25	2.27
已付股利	0	0	0	0	每股净资产	4.49	6.01	7.34	9.01
其他	(21)	(7)	(6)	(7)	估值比率				
现金净增加额	28	565	853	1,276	P/E	—	9.82	11.32	8.97
					P/B	1.62	2.49	2.04	1.66
					EV/EBITDA	17.20	7.09	6.97	4.38

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>