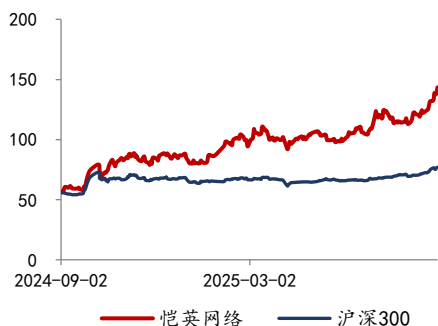


传媒互联网

2025H1 游戏盒子及境外业务高增，新一轮回购提升投资价值

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 21.36/18.89
总市值/流通(亿元) 497.15/439.58
12 个月内最高/最低价 23.36/8.65 (元)

■ 相关研究报告

《25Q1 业绩高增，关注后续新游及 AI 应用上线表现》——2025-04-27

《回购注销增强股东回报，长期投资价值进一步凸显》——2025-01-11

《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

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 2025H1 实现营收 25.78 亿元，同比增长 0.89%；归母净利润 9.50 亿元，同比增长 17.41%；归母扣非净利润 9.39 亿元，同比增长 17.18%。其中，2025Q2 实现营收 12.25 亿元，同比下降-1.80%；归母净利润 4.32 亿元，同比增长 12.79%；归母扣非净利润 4.23 亿元，同比增长 12.14%。

➤ 2025H1 营收及净利润同增，游戏盒子及境外业务表现亮眼

2025H1 公司营收及归母净利润同比增长，主要系：1) 复古情怀老游戏长线运营：《原始传奇》、《天使之战》等运营稳健，持续贡献流水基本盘。2) 游戏盒子高速增长：子公司闲趣互娱运营的游戏盒子向好发展，驱动信息服务业务营收同比增长 65.33%。3) 海外游戏持续发力：境外收入达 2.02 亿元，同比增长 59.57%，得益于多款游戏海外成绩出色，如《派对不兽控》海外版上线当日登顶中国港台 ios 下载榜。

➤ 看好 2025Q3 起游戏盒子业绩有望逐步释放

2025 年 7 月，子公司闲趣互娱运营的游戏盒子获得传奇、传世 IP 的独家授权，其中传奇盒子还为传奇 IP 被授权方开设游戏品牌专区。随后，三九互娱、贪玩游戏、掌玩科技相继入驻传奇盒子，向闲趣互娱支付 1/2/1.5 亿元，用于各自在传奇盒子内开设品牌专区，展示、推广运营的游戏及明星游戏直播、游戏代言宣传等。看好公司合作订单，且业务 90% 以上的高毛利率有望共同驱动平台于 2025Q3 起逐步贡献业绩增量。

➤ 丰富游戏储备及多元 AI 布局驱动未来增长

公司储备多款游戏，覆盖 MMORPG、SLG、策略卡牌等品类。其中，重点新游《斗罗大陆：诛仙传说》已完成三次测试；《盗墓笔记：启程》于 8 月 19 日开启计费删档测试。此外，2025 年 1-8 月，公司共 14 款储备游戏获批版号，包括《热血江湖：觉醒》、《斗罗大陆：魂师大作战》、《荒野守则》等。此外，公司进行了多元化的 AI 布局，推出专为游戏行业打造的 AI 全流程开发平台 SOON、治愈系 AI 潮玩品牌“暖星谷梦游记”。同时，投资 VR 硬件厂商乐相科技，其首款 AI 眼镜已进行预发布展示；投资自然选择，其全球首款 3D AI 智能陪伴应用《EVE》已开启内测。

➤ 回购提升投资价值，持续增持彰显信心

1) 股份回购：拟以集中竞价交易方式回购公司股份，用于后期实施股权激励计划、员工持股计划。回购资金总额不超过（含）2 亿元且不低于 1 亿元，回购价格不超过 29.33 元/股，回购股份数量约为 341-682 万股，约占总股本的 0.16%-0.32%。2) 管理层持续增持：公司实控人金铨及全体高管承诺 2024-2028 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。6 月 16 日已完成 2025 年第一次现金分红增持，共计增持股份约 235 万股，增持金额约 4168 万元。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司老游戏运营稳健，贡献流水基本盘。未来，游戏盒子、丰富的游戏储备、以及多元的 AI 布局有望贡献业绩增量。因此，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 61.4/67.7/74.7 亿元，对应增速 19.9%/10.3%/10.4%，归母净利润分别为 21.9/25.2/28.2 亿元，对应增速 34.5%/14.9%/11.9%。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

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5118	6137	6769	7470
营业收入增长率(%)	19.16%	19.90%	10.30%	10.36%
归母净利（百万元）	1628	2191	2517	2816
净利润增长率(%)	11.41%	34.52%	14.90%	11.86%
摊薄每股收益（元）	0.76	1.03	1.18	1.32
市盈率（PE）	31	23	20	18

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	2807	3269	5497	7989	10526
应收票据及账款	1314	1179	1673	1846	2037
预付账款	252	418	413	455	502
其他应收款	73	25	66	73	81
存货	20	25	27	29	30
其他流动资产	84	175	166	180	195
流动资产总计	4550	5091	7841	10572	13371
长期股权投资	518	506	497	488	480
固定资产	36	116	90	64	38
在建工程	0	2	2	1	1
无形资产	31	323	256	188	121
长期待摊费用	200	212	106	0	0
其他非流动资产	1275	1777	1777	1777	1777
非流动资产合计	2061	2936	2728	2519	2417
资产总计	6610	8026	10569	13091	15788
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	442	450	586	643	660
其他流动负债	908	931	1306	1434	1495
流动负债合计	1350	1382	1892	2077	2155
长期借款	3	72	54	36	22
其他非流动负债	19	26	26	26	26
非流动负债合计	22	98	80	62	47
负债合计	1372	1480	1972	2140	2202
股本	1515	1515	1515	1515	1515
资本公积	509	532	532	532	532
留存收益	3220	4501	6288	8341	10637
归属母公司权益	5244	6548	8335	10388	12684
少数股东权益	-6	-1	262	564	902
股东权益合计	5238	6547	8597	10952	13586
负债和股东权益合计	6610	8026	10569	13091	15788
现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1581	1628	2378	2743	3079
折旧与摊销	116	129	200	200	94
财务费用	-58	-55	-12	-21	-31
投资损失	-79	-3	-23	-23	-23
营运资金变动	29	-27	-12	-53	-185
其他经营现金流	118	83	78	78	78
经营性现金净流量	1706	1754	2607	2923	3011
资本支出	188	257	0	0	0
长期投资	-187	-668	0	0	0
其他投资现金流	-2	14	30	30	29
投资性现金净流量	-378	-910	30	30	29
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-14	69	-18	-18	-15
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-237	22	0	0	0
其他筹资现金流	-813	-491	-392	-443	-488
筹资性现金净流量	-1064	-400	-410	-460	-503
现金流量净额	269	447	2227	2493	2537

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	4295	5118	6137	6769	7470
营业成本	710	958	1231	1351	1387
税金及附加	19	18	25	26	31
销售费用	1177	1735	1780	1895	2092
管理费用	286	202	153	169	187
研发费用	527	598	460	474	523
财务费用	-58	-55	-12	-21	-31
资产减值损失	-30	-3	-35	-39	-43
信用减值损失	-36	-8	-7	-8	-9
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	79	3	23	23	23
公允价值变动损益	9	-26	0	0	0
资产处置收益	1	1	0	0	0
其他收益	41	47	41	41	41
营业利润	1698	1675	2522	2892	3294
营业外收入	3	2	179	179	179
营业外支出	3	4	165	165	165
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1697	1673	2536	2906	3308
所得税	117	46	82	87	154
净利润	1581	1628	2454	2819	3154
少数股东损益	119	-1	263	302	338
归属母公司股东净利润	1462	1628	2191	2517	2816
EBITDA	1755	1747	2723	3085	3371
NOPLAT	1423	1546	2428	2784	3110
EPS(元)	0.68	0.76	1.03	1.18	1.32
预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	15.3%	19.2%	19.9%	10.3%	10.4%
营业利润增长率	26.6%	-1.3%	50.6%	14.7%	13.9%
EBIT 增长率	21.4%	-1.3%	55.9%	14.3%	13.6%
EBITDA 增长率	23.1%	-0.5%	55.9%	13.3%	9.3%
归母净利润增长率	42.6%	11.4%	34.5%	14.9%	11.9%
经营现金流增长率	15.1%	2.8%	48.7%	12.1%	3.0%
盈利能力					
毛利率	83.5%	81.3%	79.9%	80.0%	81.4%
净利率	36.8%	31.8%	40.0%	41.6%	42.2%
营业利润率	39.5%	32.7%	41.1%	42.7%	44.1%
ROE	27.9%	24.9%	26.3%	24.2%	22.2%
ROA	22.1%	20.3%	20.7%	19.2%	17.8%
ROIC	65.1%	58.7%	77.4%	91.5%	105.4%
估值倍数					
P/E	34	31	23	20	18
P/S	12	10	8	7	7
P/B	9	8	6	5	4
股息率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
EV/EBIT	13.08	16.0	17.6	14.7	12.2
EV/EBITDA	12.21	14.8	16.3	13.7	11.9
EV/NOPLAT	15.06	16.7	18.3	15.2	12.9

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。