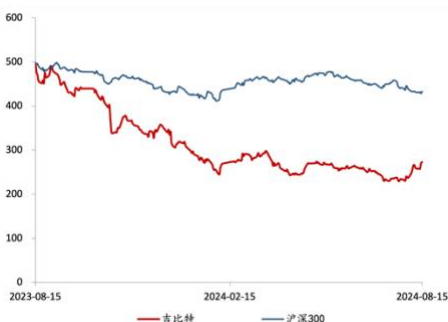


传媒互联网

24Q2 业绩环比企稳，下半年有望开启新一轮产品周期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 0.72/0.72
 总市值/流通(亿元) 143.35/143.35
 12个月内最高/最低价 437.72/153.23 (元)

相关研究报告

《核心产品流水企稳，关注后续新游上线节奏》--2024-05-07

《研运一体立足“精品化”，自研游戏开启新产品周期》--2023-09-07

证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060001

事件：

公司 2024H1 实现营收 19.60 亿元，同比下降-16.57%；归母净利润 5.18 亿元，同比下降-23.39%；归母扣非净利润 4.63 亿元，同比下降-28.36%。其中，2024Q2 实现营收 10.32 亿元，同比下降-14.29%；归母净利润 2.64 亿元，同比下降-28.41%；归母扣非净利润 2.65 亿元，同比下降-27.52%。

➤ 2024H1 业绩同比承压，其中 Q2 业绩环比企稳

2024H1 公司营收及归母净利润下滑，主要系老游戏《问道手游》、《一念逍遥(大陆版)》营收及利润均同比减少，并且公司与《摩尔庄园》研发商的合作在 2023Q2 到期，此后不再确认该游戏营收及利润；而新游戏《飞吧龙骑士(大陆版)》、《超进化物语 2》等贡献的增量营收及利润有限。2024Q2 公司营收环比增长 11.34%、归母扣非净利润环比增长 33.67%，主要系《问道手游》开启 8 周年庆活动，营收及利润环比增加。此外，截止 2024H1 公司尚未摊销的充值及道具余额共 5.16 亿元，较 2023 年末增加 0.76 亿元，主要系本期上线新游《不朽家族》、《飞吧龙骑士(境外版)》等根据道具消耗进度或付费玩家预计寿命确认收入递延余额，有望支撑未来公司业绩。

➤ 多款新游获批版号，下半年有望开启新一轮产品周期

2023 年公司共 8 款自研或代理游戏以及 5 款由子公司出版但未代理运营的游戏获得版号。2024 年 6 月《问剑长生(代号 M72)》、《道友来挖宝》、《黑星勇者成名录》；7 月《杖剑传说(代号 M88)》、《鬼谷八荒》、《地下城堡 4：骑士与破碎编年史》、《动物大师：冒险之旅》共 7 款储备游戏获得版号。其中《封神幻想世界》、《异象回声》、《王都创世录》计划于 2024 年下半年上线，《杖剑传说(代号 M88)》计划于 2025 年上半年上线。关注后续新游上线节奏，看好重点产品上线为公司贡献业绩新增量。

➤ 现金分红及股份回购积极回馈股东

2024H1 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 45 元，合计拟派发现金红利 3.23 亿元，现金分红比例为 62.36%；并且，截止 2024H1，公司已累计回购公司股份约 24.2 万股，已支付总金额 0.45 亿元，用于员工持股计划或股权激励。综上，2024H1 公司现金分红及回购金额合计预计为 3.68 亿元，占 2024H1 归母净利润的 71.00%。

➤ 盈利预测、估值与评级

2024Q2 公司核心产品企稳带动营收环比增长，新游戏《飞吧龙骑士(大陆版)》等贡献业绩增量。同时，多款新游获批版号，下半年有望开启新一轮产品周期。因此，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 41.30/46.09/50.88 亿元，对应增速-1.32%/11.62%/10.39%，归母净利润分别为 10.03/11.54/12.77 亿元，对应增速-10.87%/15.03%/10.70%。给

予公司 16 倍 PE，对应目标价为 222.72 元/股。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**

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4184.85	4129.61	4609.47	5088.40
营业收入增长率(%)	-19.02%	-1.32%	11.62%	10.39%
归母净利（百万元）	1125.12	1002.86	1153.57	1276.96
净利润增长率(%)	-22.98%	-10.87%	15.03%	10.70%
摊薄每股收益（元）	15.62	13.92	16.01	17.73
市盈率（PE）	12.74	14.29	12.43	11.23

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)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2629	2397	3169	4120	5124
应收票据及账款	265	239	237	264	292
预付账款	13	21	20	22	24
其他应收款	8	6	13	15	17
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	664	1149	1157	1161	1165
流动资产合计	3579	3812	4597	5582	6621
长期股权投资	1187	1165	1225	1285	1345
固定资产	647	633	489	346	202
在建工程	0	2	1	1	1
无形资产	72	70	55	41	26
长期待摊费用	6	20	10	0	0
其他非流动资产	1000	936	902	870	838
非流动资产合计	2912	2825	2683	2543	2413
资产总计	6490	6637	7279	8125	9034
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	282	189	207	236	262
其他流动负债	1408	1114	1159	1308	1450
流动负债合计	1691	1303	1366	1544	1712
长期借款	4	28	20	13	6
其他非流动负债	87	58	58	58	58
非流动负债合计	90	86	78	71	64
负债合计	1781	1389	1445	1615	1776
股本	72	72	72	72	72
资本公积	1334	1401	1401	1401	1401
留存收益	2573	2991	3302	3661	4058
归属母公司权益	3979	4464	4775	5134	5531
少数股东权益	731	784	1059	1376	1727
股东权益合计	4710	5248	5835	6510	7257
负债和股东权益合计	6490	6637	7279	8125	9034

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1959	1461	1090	1283	1440
折旧与摊销	100	118	200	200	190
财务费用	-217	-126	-9	-12	-16
投资损失	-106	-35	-182	-182	-182
营运资金变动	-243	-392	51	142	134
其他经营现金流	259	159	225	223	223
经营性现金净流量	1752	1186	1376	1654	1788
资本支出	172	84	0	0	0
长期投资	142	-513	0	0	0
其他投资现金流	216	107	87	87	87
投资性现金净流量	186	-491	87	87	87
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	1	25	-8	-7	-7
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	20	67	0	0	0
其他筹资现金流	-2425	-1051	-683	-783	-864
筹资性现金净流量	-2404	-959	-691	-791	-871
现金流量净额	-277	-227	772	950	1004

资料来源: iFind, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5168	4185	4130	4609	5088
营业成本	582	480	486	553	615
税金及附加	21	25	23	25	28
销售费用	1402	1127	1186	1319	1455
管理费用	340	315	317	342	369
研发费用	673	679	774	795	857
财务费用	-217	-126	-9	-12	-16
资产减值损失	-181	-26	-65	-73	-80
信用减值损失	6	4	5	6	7
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	106	35	182	182	182
公允价值变动损益	-27	-33	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
其他收益	49	41	47	47	47
营业利润	2321	1706	1522	1749	1936
营业外收入	4	1	3	3	3
营业外支出	10	7	9	9	9
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	2315	1700	1515	1743	1930
所得税	355	239	237	273	302
净利润	1959	1461	1278	1470	1628
少数股东损益	499	336	275	317	351
归属母公司股东净利润	1461	1125	1003	1154	1277
EBITDA	2198	1692	1707	1931	2104
NOPLAT	1783	1347	1277	1466	1621
EPS(元)	20.28	15.62	13.92	16.01	17.73

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营收增长率	11.88%	-19.02%	-1.32%	11.62%	10.39%
营业利润增长率	8.86%	-26.47%	-10.82%	14.97%	10.66%
EBIT 增长率	-2.32%	-24.99%	-4.24%	14.89%	10.55%
EBITDA 增长率	-2.79%	-23.02%	0.90%	13.15%	8.94%
归母净利润增长率	-0.52%	-22.98%	-10.87%	15.03%	10.70%
经营现金流增长率	-27.5%	-32.35%	16.05%	20.20%	8.14%
盈利能力					
毛利率	88.73%	88.53%	88.24%	88.01%	87.92%
净利率	37.92%	34.91%	30.96%	31.90%	31.99%
营业利润率	44.91%	40.77%	36.85%	37.95%	38.04%
ROE	36.72%	25.21%	21.00%	22.47%	23.09%
ROA	22.51%	16.95%	13.78%	14.20%	14.14%
ROIC	166.6%	102.43%	82.33%	108.42%	144.93%
估值倍数					
P/E	9.81	12.74	14.29	12.43	11.23
P/S	2.77	3.43	3.47	3.11	2.82
P/B	3.60	3.21	3.00	2.79	2.59
股息率	0.09	0.04	0.05	0.06	0.06
EV/EBIT	9.45	9.37	7.24	5.96	5.07
EV/EBITDA	9.02	8.72	6.39	5.34	4.61
EV/NOPLAT	11.11	10.95	8.54	7.04	5.99

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

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



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

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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分析人员的个人观点。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。