

2024年2月19日

中旭未来 (9890.HK)

公司首度覆盖

证券研究报告

软件互联网

研运一体+扩张品类，业绩有望迎来增长

中旭未来 (9890.HK) 公司成立于2015年，主要业务为在中国营销及运营网络游戏，尤其以传奇类游戏发行较为知名。截至2023年6月30日，公司已运营超过330款游戏产品，累计有4.3亿名注册用户，重点游戏包括《古云传奇》、《原始传奇》、《热血合击》、《龙迹之城》等。根据弗若斯特沙利文的资料，按收入计公司是中国第五大手机游戏产品发行平台，占2022年总市场份额的3.5%。公司是中国传奇类网游运营的代表，未来将通过加深研运一体、扩大游戏品类赛道和IP运营、拓展小游戏赛道、复制模式至海外等方式进一步打开业绩的增长曲线。

报告摘要

核心业务为游戏发行，过往运营游戏高ARPPU特征 2023年上半年内，公司成功推出35款新游戏，期间营销及运营的游戏产品的平均MAU达870万名，ARPPU为人民币509.4元。除了核心游戏业务以外，公司在2020年和2021年分别推出“渣渣灰”速食品牌及“Bro Kooli”潮流玩具品牌，但整体占收入比重较低，2023上半年消费品业务贡献整体收入3.9%，同比增长89.9%，为公司收入占比低但增速较快的非核心业务。

游戏大盘的复苏和版号支持 2023年，中国游戏市场实际销售收入达到了3029.64亿元，增长了370.80亿元，同比增长13.95%，首次突破了3000亿关口；监管部门版号发放也进入常态化，2023年实现国产游戏版号发放1075个，同比增长110%，2023年底有加速发放版号的态势，反应出监管机构对行业发展的支持态度。

业绩增长点 公司抓住了传奇买量公司发展的红利，积累了游戏运营和营销的赛道经验，未来公司将通过加深研运一体、扩大游戏品类赛道和IP运营、拓展小游戏赛道、复制模式至海外等方式进一步打开业绩的增长曲线。

业绩预估 2023年由于公司延迟了部分新游的上线节奏，营收和业绩表现增速放缓，我们预计2024年伴随《龙迹之城》、《斗罗大陆：史莱克学院》和其他即将上线的新游流水增量以及海外渠道与小游戏渠道的增量，业绩有望迎来改善。我们预计2023年、2024年、2025年的收入分别为65.2亿、94.6亿和108.8亿元，同比分别为-26.0%、+45.0%、+15.0%；经调整的净利润分别为7.0亿、10.6亿和12.3亿元人民币，同比分别为+25.2%、+51.5%、+15.7%。

投资建议 恒生指数公司于2月16日公布季检结果，将公司纳入恒生综合指数小型股，并且将成为港股通标的，将于3月4日生效。纳入指数和港股通也可以给公司提升关注度和流动性，我们按照2024年市场中位数约16x预测市盈率水平，给予公司每股目标价34.5港元，较最近收盘价有4.9%的涨幅，首次覆盖给予中性评级，当前股价较好的反应市场预期，期待增量业务带来超预期表现，建议持续关注。

风险提示：游戏流水不达预期；公司新股流通比例较低，解禁后股价波动可能拉大；游戏行业政策风险。

目标价格： 34.5 港元

现价 (2024-2-16)： 32.9 港元

总市值(百万港元)	17,583
流通市值(百万港元)	17,583
总股本(百万股)	534.4
流通股本(百万股)	534.4
12个月低/高(港元)	12.3/72.5
平均成交(百万港元)	35.87

股东结构

吴旭波	49.45%
吴璇	7.20%
世纪华通	4.68%

股价表现



数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk

截止12月31日财政年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(千元)	5,735,718	8,817,221	6,524,744	9,460,878	10,880,010
变动(%)	99.7%	53.7%	-26.0%	45.0%	15.0%
毛利率	82.6%	72.7%	70.0%	74.0%	75.0%
净利润(千元)	615,911	514,067	568,562	1,062,561	1,229,347
经调整净利润(千元)	627,589	560,084	701,381	1,062,561	1,229,347
变动(%)	21.9%	-10.8%	25.2%	51.5%	15.7%
ROE	52.5%	28.8%	27.0%	33.0%	27.7%
市盈率	25.8	28.9	23.1	15.2	13.2

数据来源：公司资料，安信国际证券研究预测



目录

1 公司介绍:	3
1.1 公司概况	3
1.2 股权结构与背景	3
2 游戏行业概览与细分游戏领域表现	4
2.1 游戏市场整体回暖	4
2.2 中国手游市场参与方	8
2.3 传奇类游戏产业链与市场规模	9
3 公司业务: 游戏业务为核心, 自营与联运并行	12
3.1 传奇类游戏运营特色	12
3.2 拓展新品类 IP 游戏运营	13
3.3 自营与联运	14
4 财务分析和盈利预测	17
5 盈利预测与估值评级	19
5.1 业绩预测	19
5.2 同业估值相比较处于中位水平	19
5.3 首次评级为中性, 目标价 34.5 港元	20
6 风险提示	20
附表: 财务报表预测	21

1 公司介绍:

1.1 公司概况

公司成立于 2015 年，主要业务为在中国营销及运营网络游戏（尤其是手机游戏），由客户或者自有团队开发并由公司营销及运营的网络游戏通过“贪玩游戏”品牌向玩家提供游戏产品。根据弗若斯特沙利文的资料，按收入计公司是中国第五大手机游戏产品发行平台，占 2022 年总市场份额的 3.5%（当年中国手机游戏市场的四大参与者占中国手机游戏市场总市场份额超过 60%）截至 2023 年 6 月 30 日，公司已运营超过 330 款游戏产品，公司营销及运营的游戏产品累计有 4.3 亿名注册用户，重点游戏包括《古云传奇》、《原始传奇》、《热血合击》、《龙迹之城》等。2023 年 9 月 28 日，中旭未来于联交所主板上市，股票代码 9890.HK。

2023 年上半年内，公司成功推出 35 款新游戏，期间营销及运营的游戏产品的平均 MAU 达 870 万名，营销及运营的所有游戏产品的 ARPPU 为人民币 509.4 元。除了核心游戏业务以外，公司在 2020 年和 2021 年分别推出“渣渣灰”速食品牌及“Bro Kooli”潮流玩具品牌，进军销售商品业务。在过去的记录期，“渣渣辉”速食食品实现了业绩的快速增长，但整体占收入比重较低，2023 上半年消费品业务贡献整体收入 3.9%，同比增长 89.9%，为公司收入占比较低但增速较快的非核心业务。

图表 1：中旭未来历史沿革

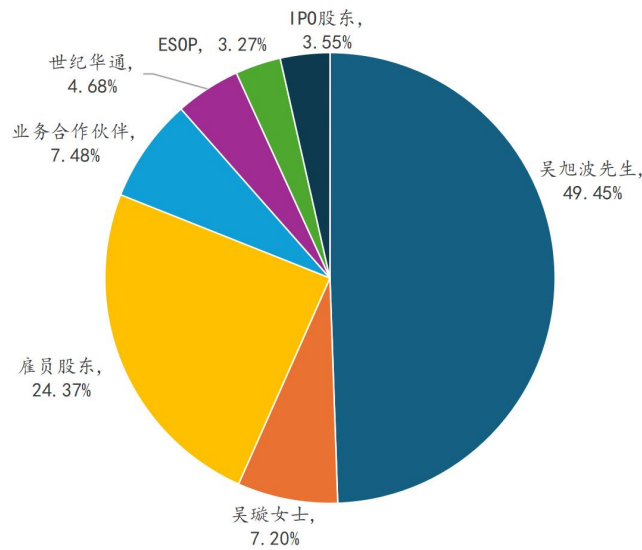


资料来源：公司资料，安信国际证券研究

1.2 股权结构与背景

雇员与业务相关股东占比较高，IPO 新发股份占比较低。公司的创始人吴旭波先生是公司的第一大股东，持股比例为 49.45%，联合创始人吴璇女士持股 7.2%，雇员股东持股 24.37%，包括高管罗锡虎、董文淙及其他非董事和高管的关键员工，业务合作伙伴持股 7.48%，包括陈炜女士和曲嘉佳先生；世纪华通全资控股公司持股 4.68%，公司 ESOP 平台持股比例 3.27%。公司于 2023 年 9 月 28 日上市港股，IPO 发行股份数占比 3.55%，IPO 持股比例较低，合计预计公众持股量约为 32.18%。

图表 2：中旭未来 9890.HK 股权结构



资料来源：公司资料，安信国际证券研究

核心团队专业背景 公司核心管理团队较为年轻，创始人兼 CEO 吴旭波先生、联合创始人吴璇女士和运营总监罗锡虎先生均不超过 40 岁，但在互联网技术行业运营具备丰富的管理经验。吴旭波先生于互联网行业拥有 16 年的经验，此前在广州维动网络科技有限公司负责整体营销业务，专注于网页游戏运营及营销公司。

图表 3：中旭未来管理层背景

姓名	职务	任职日期	性别	出生年份	个人简历
吴旭波	首席执行官	2023-09-18	男	1985	吴旭波先生于互联网技术行业拥有逾16年丰富经验，吴先生于2015年5月创办集团以来担任江西贪玩主席及董事。在此之前，吴先生于2008年12月至2015年1月任职于广州维动网络科技有限公司（为专注于网页游戏运营及营销的公司），负责整体营销事务，联合创办91wan网页游戏平台。
罗锡虎	运营总监	2015-06-01	男	1988	罗锡虎先生于2015年6月1日加入中旭未来集团以来一直担任集团的运营总监。在此之前，罗先生于2010年7月至2015年3月担任广州维动网络科技有限公司的营销总监，负责外部营销。罗先生于2010年7月获得中国华南农业大学管理学学士学位。
吴璇	首席运营官	2023-09-18	女	1985	吴璇女士于互联网技术行业拥有逾15年丰富经验，自2020年9月起担任艾菲效果营销奖的董事会成员及担任2021年艾菲效果营销奖终审评判。吴女士自2015年5月起担任江西贪玩董事。在此之前，吴女士于2008年12月至2015年3月在广州维动网络科技有限公司任职，其最后职位为营销总监，联合创办91wan网页游戏平台。
曾颖雯	公司秘书	2023-08-29	女		曾颖雯于2023年8月29日获委任为中旭未来公司秘书。彼拥有为私人及上市公司提供公司秘书服务之丰富经验。

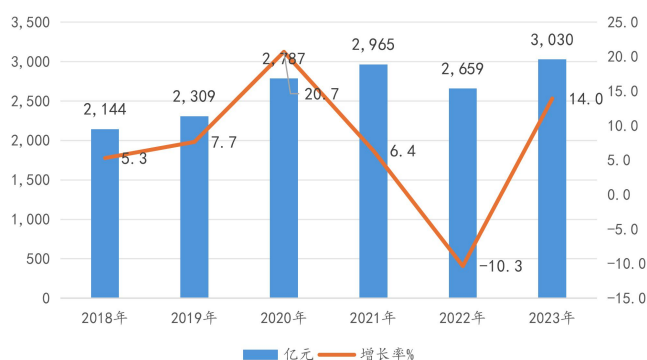
资料来源：公司资料，安信国际证券研究

2 游戏行业概览与细分游戏领域表现

2.1 游戏市场整体回暖

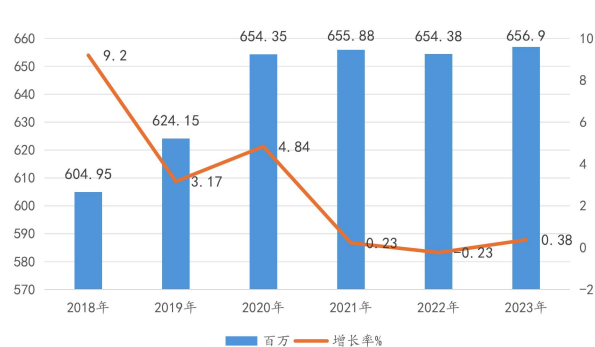
中国游戏市场首次突破 3000 亿 根据根据中国音数协游戏工委(GPC)与中国游戏产业研究院的数据，2023 年，中国游戏市场实际销售收入达到了 3029.64 亿元，增长了 370.80 亿元，同比增长 13.95%，首次突破了 3000 亿关口。这一增长的主要原因包括：疫情期间负面因素的消退，使得用户消费意愿和能力有所回升；新游戏的大量上市，并出现了爆款产品，与长期运营的游戏共同推动了收入的增加；多端并发的方式也被广泛采用，为收入的增加提供了显著的帮助。同时 2023 年，中国游戏用户规模为 6.68 亿人，同比增长 0.61%，为历史新高点。

图表 4： 中国游戏市场实际销售收入及增长率



资料来源：游戏工委、伽马数据 (CNG)，安信国际证券研究

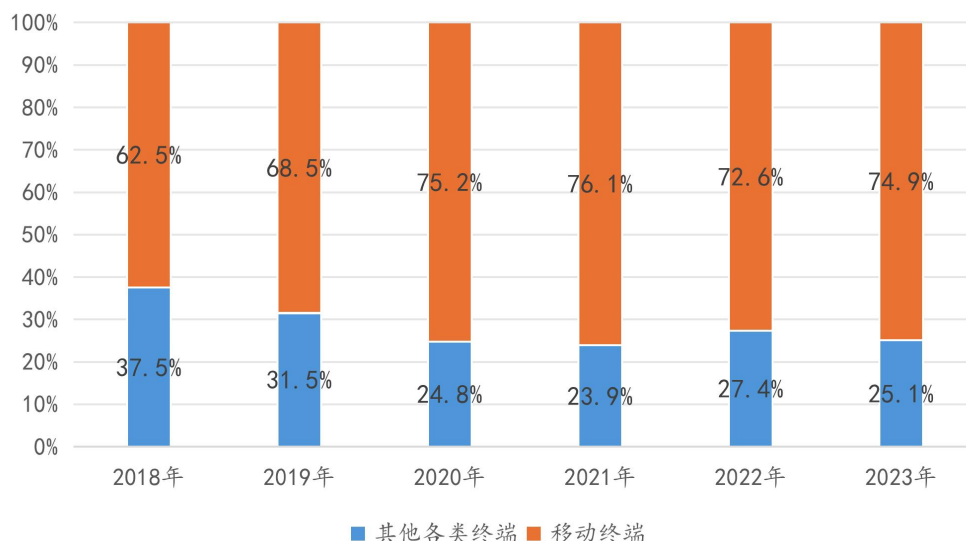
图表 5： 中国移动游戏用户规模及增长率



资料来源：游戏工委、伽马数据 (CNG)，安信国际证券研究

移动游戏市场增速迅猛 随着移动互联网的普及应用，手机游戏目前成为游戏市场最重要的游戏品类。根据艾瑞咨询的报告，近年来中国网络游戏产业按照移动游戏（手游）、PC 网页游戏和 PC 客户端游戏划分，在游戏市场规模总体增长的背景下，移动游戏在游戏产业的占比逐渐提升，在 2023 年预计贡献了中国网络游戏产业收入规模的 74.9%，仅在 2022 年由于版号政策的调整，大量移动游戏无法进入市场导致移动游戏占比有所下降。

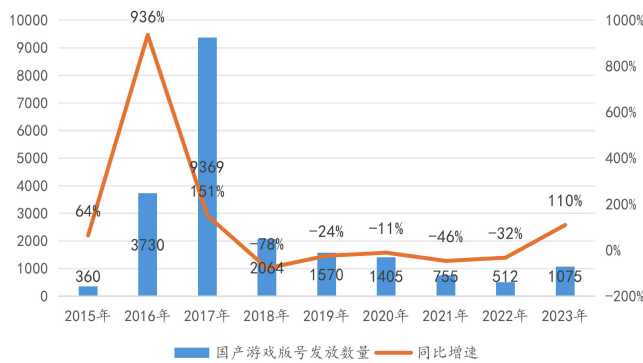
图表 6： 中国游戏市场各终端占总体规模的比例



资料来源：游戏工委、伽马数据 (CNG)，安信国际证券研究

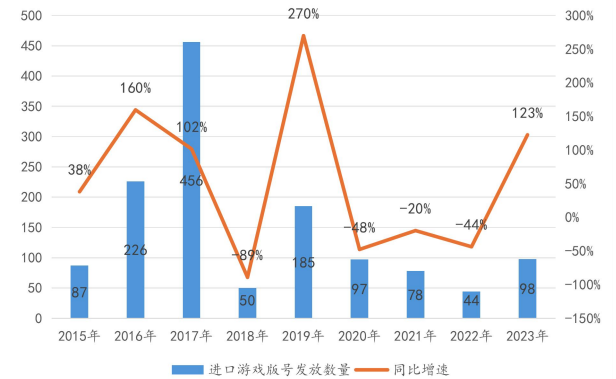
游戏版号发放进入常态化 在 2023 年，游戏版号的审批情况已经趋向稳定，与之前相比，这一年的游戏版号发放数量有所增加。国家新闻出版署 2023 年共计发放了 1075 款游戏版号，其中 977 款是国内游戏，98 款是进口游戏，平均每月审核约 89 款，这个数字超过了 2021 年的发放数量，并且是 2022 年的两倍。在 2021 年，全年共发放了 748 款游戏版号，其中 672 款是国内游戏，76 款是进口游戏。而在 2022 年，全年发放了 512 款游戏版号，其中 468 款是国内游戏，44 款是进口游戏，这表明游戏版号的发放已经常态化，版号政策的稳定性正在逐步增强。

图表 7： 国产游戏版号发放数量及增长率



资料来源：游戏工委、伽马数据 (CNG)，安信国际证券研究

图表 8： 进口游戏版号发放数量及增长率



资料来源：游戏工委、伽马数据 (CNG)，安信国际证券研究

下游游戏厂商版号储备充足 2023 年各大游戏厂商的版号储备也较为丰富，腾讯、网易、三七互娱、完美世界、中手游、四三九九等厂商旗下重点产品均有不俗的版号储备。2024 年 1 月，国家新闻出版署发布共 115 款国产网络游戏审批，这也是继 2023 年 12 月国产游戏版号单月发放数量首次破百 (105 个) 后，国产游戏版号再度破次破百并取得突破。从获得审批的游戏版号归属来看，腾讯《热血美职篮》、世纪华通的《无尽冬日》、游族网络的《我的三体：2277》、三七互娱旗下的《客人请留步》、雷霆游戏的《纪元变异》、世纪华通旗下孙公司的《无尽冬日》、心动公司的《伊瑟·重启日》等国产游戏版号过审。

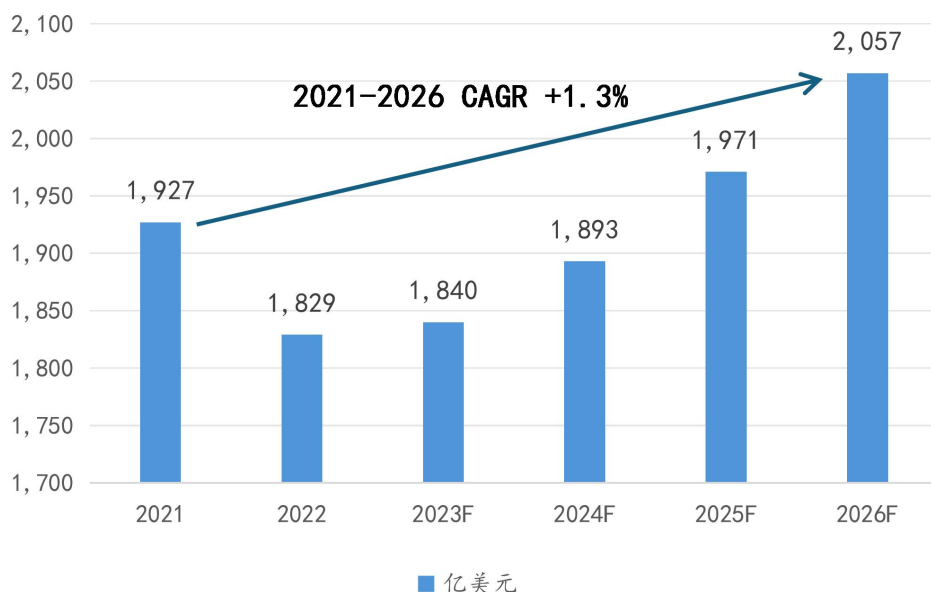
图表 9： 2023 年部分游戏厂商游戏上线及版号发放情况

厂商	国产/进口	名称	申报类别	发行情况	厂商	国产/进口	名称	申报类别	发行情况			
腾讯游戏	国产游戏	黎明觉醒：生机	移动	已上线	完美世界	进口游戏	诛仙2	移动、客户端	未上线			
		白夜极光	移动	已上线			胧墨水云乡	移动、客户端	未上线			
		斗破苍穹：异火降世	移动	已上线			装机模拟器	客户端	未上线			
		元梦之星	移动	已上线			恐龙乐园	客户端	未上线			
		石器时代：觉醒	移动	已上线			女神异闻录：夜幕魅影	移动、客户端	未上线			
		新天龙八部	移动	已上线			一拳超人：世界	移动、客户端	未上线			
		王者万象棋	移动	未上线			时光镇	移动	未上线			
		木刀	移动、客户端	未上线			原始奇兵	移动	未上线			
		逆战：未来	移动、客户端	未上线			果宝无双	移动	未上线			
		塔瑞斯世界	移动、客户端	未上线			三水源	移动	未上线			
		王牌战士2	移动	未上线			西普大陆	移动	未上线			
		全境封锁：曙光	移动	未上线			奇门小镇	移动	未上线			
		刺客信条：侯爵	移动	未上线			派对王者	移动-休闲益智	未上线			
		星之破晓	移动	未上线			大富翁11	客户端	未上线			
		创造吧！我们的星球	移动	未上线			聊天群的日常生活	移动	未上线			
	进口游戏	冲呀！饼干人：王国	移动	已上线	游族	国产游戏	绯色回响	移动	已上线			
		七人传奇：光与暗之交战	移动	已上线			少年西游记2	移动	未上线			
		航海王：壮志雄心	移动	未上线			星星生活乐园	移动	未上线			
网易游戏	国产游戏	庄园合合	移动	未上线	恺英网络	国产游戏	龙神八部之西行记	移动	已上线			
		超凡先锋	移动	已上线			遇见梵岛	移动	未上线			
		梦幻西游：时空	客户端	未上线			潮灵王国：起源	移动	已上线			
		四方域之诗	移动、客户端	未上线			星之翼	移动、客户端	未上线			
		代号任务	移动	未上线			零域幻想	移动	未上线			
		射雕	移动、客户端	未上线			志木行者	移动	未上线			
		燕云十六声	移动、客户端	未上线			众神派对	移动	未上线			
		七日世界	移动、客户端	未上线			剑与远征：启程	移动、客户端	未上线			
		世界之外	移动	未上线			远光84	移动	未上线			
		萤火突击	移动	未上线			女巫日记	移动	未上线			
		指环王：纷争	移动	未上线			三角洲行动	移动、客户端	未上线			
		劲舞团：全民派对	移动	未上线			卡拉彼丘	移动、客户端	未上线			
		进口游戏	地区零	移动、客户端			未上线	创梦天地	进口游戏	暮光双龙	移动	未上线
			崩坏：星穹铁道	移动、客户端			已上线			卡嘣拉契约	移动	已上线
			超进化物语2	移动			已上线			大领主传说	移动	未上线
	雷霆互动	国产游戏	封神幻想世界	移动	未上线	电魂网络	国产游戏	卢希达：起源	移动	未上线		
			硬核机甲	游戏机-Switch	未上线			三国群英传：鸿鹄霸业	移动	未上线		
			不朽家族	移动	未上线			以闪亮之名	移动、客户端	已上线		
勇者与装备			移动	未上线	阿凡达：重返潘多拉			移动	未上线			
神州千食舫			移动	未上线	重铸：阿塔提斯			移动	未上线			
最强城堡			移动	未上线	炽焰天穹			移动	未上线			
烛火地牢2			移动	未上线	闪耀！优伶少女			移动	已上线			
进口游戏		火炬之光：无限	移动	已上线	B站	进口游戏	幻世与冒险	移动	已上线			
		香肠派对	客户端	已上线			决胜巅峰	移动	未上线			
		铃兰之剑：为这和平的世界	移动	已上线			潮汐守望者	移动、客户端	未上线			
心动公司	国产游戏	画中世界	移动、客户端	已上线	沐瞳科技	国产游戏	大秦异闻录：流转之章	移动	未上线			
		旋转音律	移动	已上线			骑士冲呀	移动	未上线			
		传说法师	移动	已上线			阿瑞斯病毒2	移动	未上线			
	进口游戏	挺进地牢	移动	未上线	青瓷游戏	国产游戏	遗迹之光	移动	未上线			
		幻唐志：逍遥外传	移动	已上线			汤姆猫小小勇士	移动	未上线			
		新汉苗	移动-休闲益智	未上线			魔法石传说	移动	未上线			
多益网络	国产游戏	幻唐志：洪荒现世	移动、客户端	未上线	汤姆猫	国产游戏	梦幻无间	移动	未上线			
		万仙逐鹿	移动、客户端	已上线			索尼克音爆	移动	未上线			
		剑网3无界	移动、客户端	未上线			全职法师：猎人大师	移动	未上线			
		东方：平野孤鸿	移动、客户端	未上线			我为歌狂之旋律重启	移动	未上线			
西山居	国产游戏	剑侠世界：起源	移动、客户端	已上线	互爱互动	进口游戏	英雄传说：闪之轨迹3	移动	未上线			
		东方：平野孤鸿	客户端	未上线			暗影格斗3	移动	未上线			

资料来源：游戏陀螺，国家新闻出版署，安信国际证券研究

全球游戏市场缓慢复苏 根据 Newzoo 的预测，2023 年全球游戏市场预计将达到 1877 亿美元的总收入，同比增长了 2.6%，2023 年移动游戏市场收入增长仅为 0.8%，远低于之前的增长率。由于苹果和谷歌的政策影响，移动游戏发行商目前正面临着与隐私相关的货币化和用户获取方面的难题。移动游戏开发商和营销人员被迫调整策略，尝试新的方法，这阻止了该市场继续保持快速增长的趋势。尽管如此，新兴市场的收入增长以及移动游戏最热门的经典作品持续表现强劲，将确保 2023 年仍有一定的增长空间。

图表 10：全球游戏市场规模

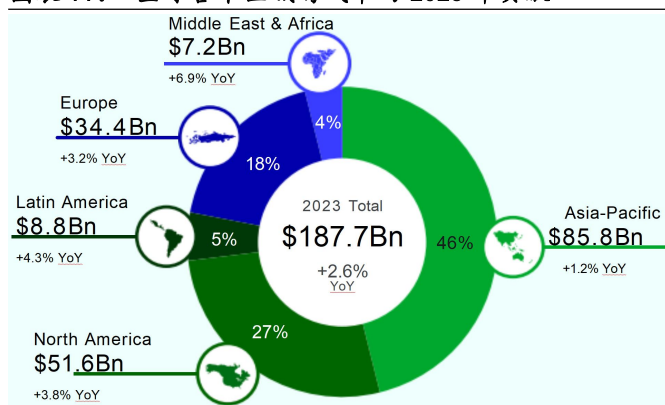


资料来源：Newzoo, 安信国际证券研究整理

亚太市场为第一大游戏市场区域 根据 Newzoo 的数据，2023 年全球主要地区均实现游戏收入的，其中亚太市场占据了游戏市场 46% 的收入份额达到 858 亿美元，主要得益于中国、日本、韩国、印度等区域的游戏玩家体量；北美的游戏收入将增长 3.8%，达到 516 亿美元，欧洲的游戏收入将增长 3.2%，达到 344 亿美元。这两个地区加起来将占 2023 年全球游戏市场收入的 46%。同时，增长型市场中东和非洲以及拉丁美洲地区的增长率分别为 6.9% 和 4.3%。尽管这些市场在全球游戏收入中所占的份额不到 5%，但它们将继续增长，这得益于更好的移动网络基础设施、互联网的可负担性、可负担的游戏和越来越多的智能手机用户。

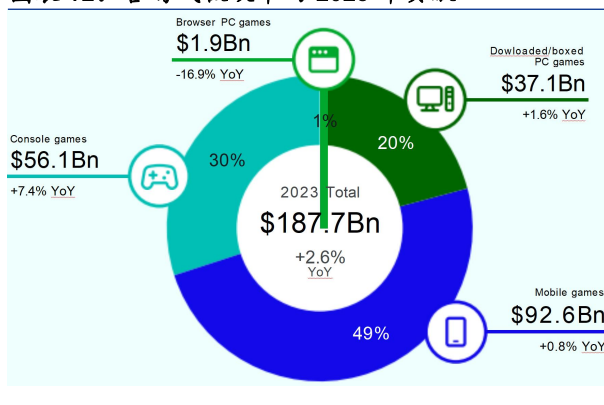
手游占据半壁江山 在整个游戏大盘市场中，移动游戏仍然是消费者支出最高的游戏领域，根据 Newzoo 的预测，移动游戏占据了整个全球市场的近一半份额，然而移动游戏市场收入增长仅为 0.8%，远低于过去几年的增长率。这一放缓的原因在于苹果和谷歌的政策调整，导致移动游戏发行商在隐私相关货币化和用户获取方面面临挑战。

图表 11：全球各个区域游戏市场 2023 年贡献



资料来源：Newzoo, 安信国际证券研究

图表 12：各游戏板块市场 2023 年贡献

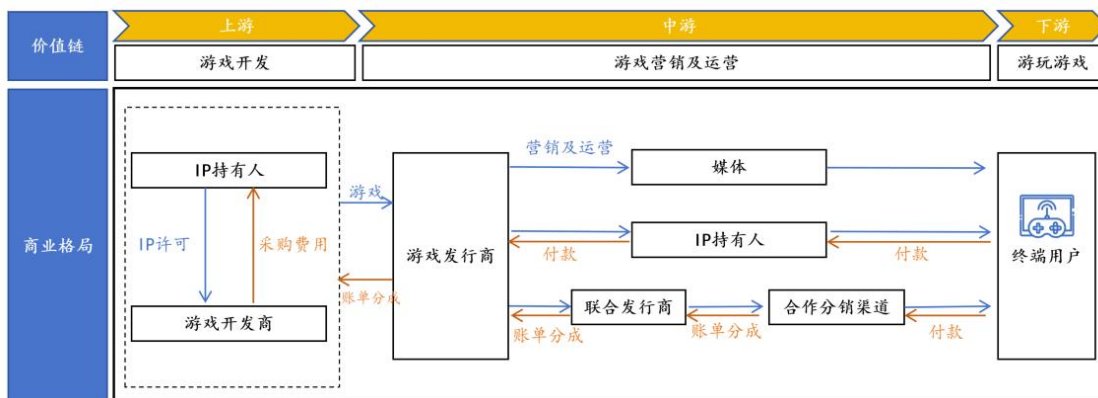


资料来源：Newzoo, 安信国际证券研究

2.2 中国手游市场参与方

手游市场参与方 中国手机游戏行业价值链的主要参与者包括 IP 持有人、游戏开发商、游戏发行商、游戏联合发行商、分销渠道、媒体平台及终端用户。游戏研发负责制作游戏内容，再交给发行渠道分发接触到终端用户，终端游戏在游戏中购买虚拟道具获得流水，研发商和发行商共同分账终端用户的游戏流水，发行渠道主要是各类平台和媒体等。

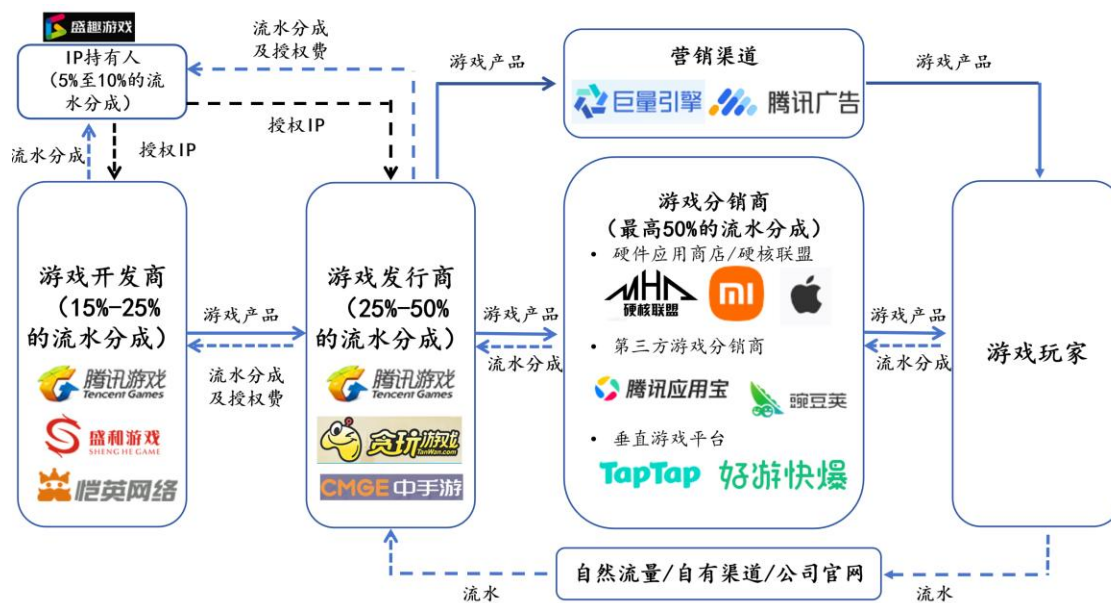
图表 13：游戏发行各环节



资料来源：中旭未来 9890.HK 上市照顾说明书，安信国际证券研究整理

在游戏从 IP 授权研发到游戏用户充值变现的过程中，各个业务环节的流水分成也不同，且与研发商、发行商、渠道商的话语权有关。一般情况下游戏发行商+渠道商合计将留住 7 成以上的游戏流水。

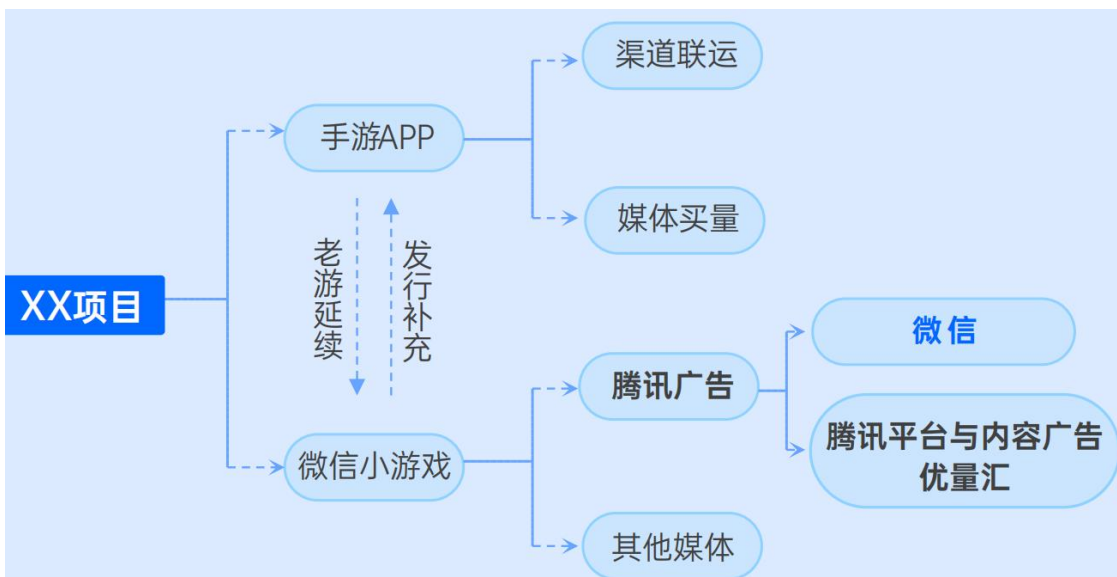
图表 14：游戏产业链流水走向



资料来源：青瓷游戏 6633.HK 上市招股说明书，安信国际证券研究整理

手游市场虽然增长接近天花板，但是其中小游戏市场却仍处于蓬勃发展态势。小游戏是以小程序为载体的新游戏产品形态，具备无需下载、即点即玩、体验轻便等特点。主流的小游戏平台包括腾讯微信和字节跳动旗下抖音两大流量平台。目前小游戏从变现形式上主要分为 IAP（内购付费）、IAA（广告变现）、IAP+IAA（混合变现）三类。

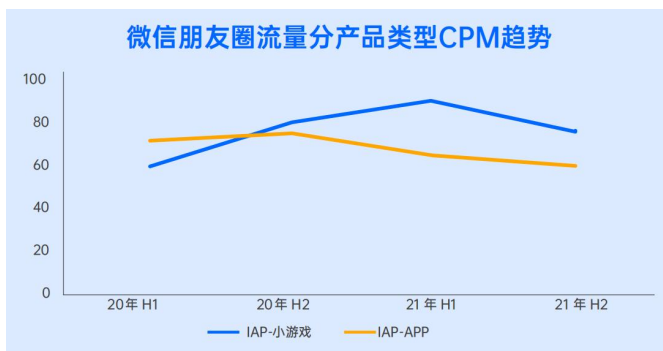
图表 15: 微信小游戏和传统 app 发行



资料来源:《2022 微信小游戏增长白皮书》,腾讯研究院, DataEye

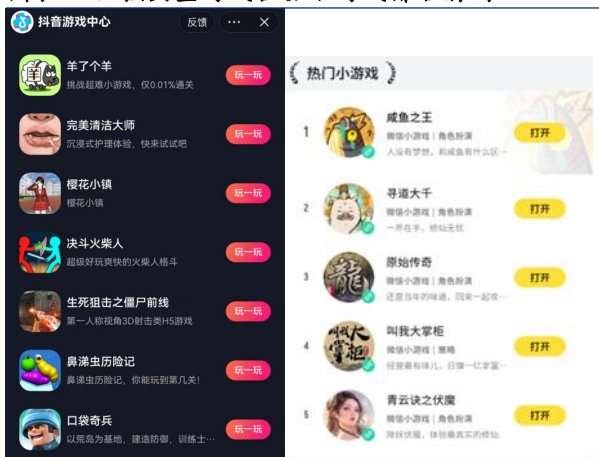
厂商可通过小游戏形态“延长”老游生命周期,打造分渠道差异化买量策略。目前有相当一部分厂商在基于手游 APP 进行 IAP 小游戏的适配开发。相较于传统手游 app 的研发,小游戏研发成本更低,周期更短,资金周转效率更高,且转化率更高。根据《2022 微信小游戏增长白皮书》的统计, IAP 小游戏转化率约为 APP 手游的 2-3 倍。自 2020 年下半年起, IAP 小游戏在微信朋友圈的平均 CPM 已经超过手游 APP,成为游戏行业在微信流量内抢量的核心赛道。

图表 16: 微信朋友圈流量分产品类型 CPM



资料来源: Newzoo, 安信国际证券研究

图表 17: 强买量游戏占据小游戏排名前列



资料来源: 腾讯应用宝与抖音 app, 安信国际证券研究

2.3 传奇类游戏产业链与市场规模

传奇类游戏,通常指的是以传奇为背景或者题材的游戏,这类游戏通常以 MMORPG (大型多人在线角色扮演游戏) 为主,具备高度互动和社交性质。传奇类游戏的历史和背景可以追溯到上世纪末,当时随着互联网的普及和发展,网络游戏开始逐渐兴起。其中,韩国游戏公司 Actoz 在 1996 年推出了一款名为《传奇》的在线角色扮演游戏,该游戏很快在韩国及全球范围内走红。在中国,传奇类游戏的代表作品是《热血传奇》,该游戏由盛大游戏公司于 2001 年推出,很快成为中国市场上最受欢迎的网络游戏之一。

图表 18: 《热血传奇》23 周年游戏界面



资料来源: 《热血传奇》游戏官网

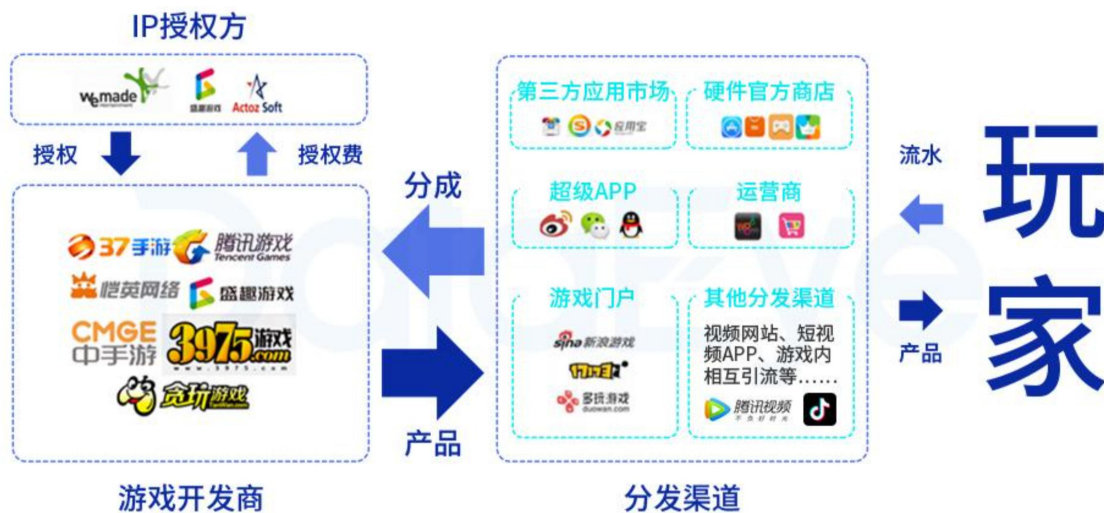
图表 19: 《热血传奇》是早年网吧主力游戏



资料来源: 《热血传奇》给中国网游的 20 年, 36Kr

“传奇”已在国内市场流行超过 20 年，伴随中国移动游戏行业的蓬勃发展，“传奇”从一款端游逐渐成长为一个经典 IP，同时也催生出一个数百亿级的巨大市场。根据 2019 年娱美德 CEO 张贤国在“中国文化传媒新文创平台广州推介会”上的发言，他表示传奇类游戏市场规模约合 300 亿元/年，占当年中国游戏市场规模的 14%。经过超过 20 年的发展和演变，传奇类游戏市场也形成了完整的产业链。

图表 20: 传奇类游戏产业链

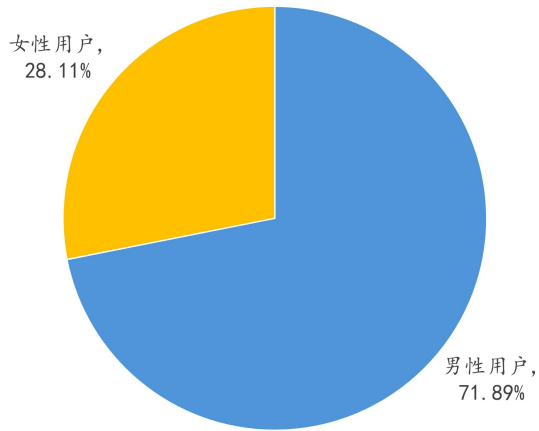


资料来源: DataEye 数据研究院

传奇类游戏市场产业链主要由 IP 授权方、游戏开发商、分发渠道以及游戏玩家四个部分构成，其中 IP 授权方为盛趣游戏以及韩国游戏公司娱美德、Actoz Soft。在 2021 年 12 月，中国最高人民法院作出裁决，盛趣游戏被授予“传奇”在中国大陆的独家授权。这意味着盛趣游戏成为中国大陆地区唯一拥有“传奇”的授权、改编权等权益的企业。

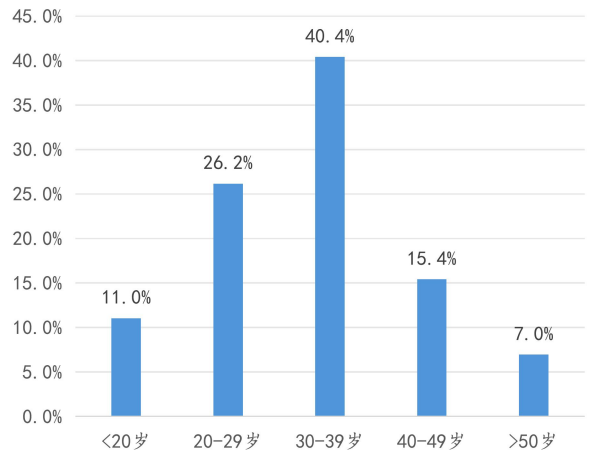
IP 授权方会向主要游戏开发商收取授权费用，并将开发权、运营权等授权给他们，这些主要的游戏开发商包括三七互娱、腾讯游戏、恺英网络、盛趣游戏、中手游和中旭未来等。在获得授权后，这些游戏开发商会开发传奇类游戏，并通过各种方式来获取用户。其中，信息流买量推广是主要手段之一，同时也会通过第三方应用市场、硬件官方商店和运营商等渠道来推广游戏。游戏开发商和分发渠道会以一定的分成比例来瓜分玩家消费产生的流水。

图表 21：传奇类游戏买量创意面向用户性别分布



资料来源：DataEye 数据研究院，安信国际证券研究

图表 22：2019 全球游戏收入按市场分布



资料来源：DataEye 数据研究院，安信国际证券研究

传奇类游戏用户画像 从传奇类游戏的用户群体特征来看，主要受众群体仍然是 80 后和 90 后的男性老玩家，他们是最早接触传奇端游的玩家，怀旧需求和兄弟情怀仍然强烈。然而，女性用户占比达到 28.11%，20-29 岁年龄段用户的比例也在攀升，这表明传奇类游戏在游戏性方面仍有吸引力，不仅限于“传奇”IP，也吸引着更广泛的年轻用户群体。

传奇类游戏具备高付费率和高付费额特点 根据世纪华通增发收购盛趣游戏披露，《传奇世界》和《传奇 3》的付费率分别为 20.4% 和 17.3%，ARPPU 月均分别在 635.8 元和 488.9 元。根据 DataEye 的不完全统计，传奇类游戏累计流水超过 10 亿的不在少数，运营周期、付费率和付费额也较高。

图表 23：传奇类游戏代表运营数据

运营指标	《传奇世界》	《传奇3》
总用户（万）	7,042.1	404.4
活跃用户（万）	13.26	5.79
活跃用户比例	0.19%	1.43%
流水情况（万）	1,720.61	489.53
付费人数（万）	2.71	1.00
付费率	20.41%	17.30%
ARPPU（元）	635.8	488.94

资料来源：世纪华通 2019 年增发公告，安信国际证券研究

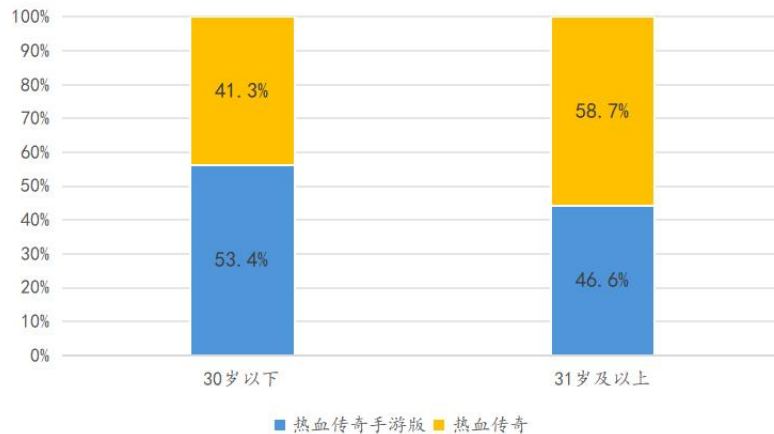
图表 24：部分传奇类游戏流水

游戏类型	游戏名称	最高月流水 (单位：亿元)	累积流水 (单位：亿元)
手游	热血传奇	7	10+
手游	复古传奇-热血传说	2+	10+
页游	蓝月传奇	2	38+
手游	雷霆霸业	2	18+
手游	贪玩蓝月	1.5	10+
手游	传奇霸业	1+	33+
手游	传奇盛世	1	7.7+
手游	一刀传世	1.0	3+
手游	烈焰武尊	0.1+	1+

资料来源：Dataeye 数据研究院，安信国际证券研究

IP 运营瞄准年轻群体，手游用户年轻化 传奇类游戏发展已经超过 20 年，从客户端游戏到网页游戏、再到移动端游戏，传奇 IP 内容的迁移被视为 IP 经营的年轻化手段。根据伽马数据，以《热血传奇手机版》为例，30 岁以下用户占比超过 5 成，手游的年轻用户比例显著高于传统传奇类游戏。

图表 25：传奇类游戏用户年龄分部情况



资料来源：伽马数据，安信国际证券研究

3 公司业务：游戏业务为核心，自营与联运并行

核心业务为游戏发行 2023 年公司上半年来自游戏营销及运营的收入约为 32.2 亿元，贡献了公司 95% 的收入比重。从运营的游戏平台来看，中旭未来旗下拥有贪玩页游、贪玩手游等多个知名的专业游戏运营平台，注册用户高达 3 亿以上，同时也在培育自己研发队伍，公司旗下已拥有网页游戏、手机游戏、H5 游戏、海外游戏四大运营平台和研发团队，团队规模突破 2000 人，研发和运营团队占比 50%。

经营游戏特色：传奇类游戏 公司的游戏运营历史可追溯至游戏开发商运营网页游戏产品时代，当时许多游戏开发商缺乏资源、专业知识以及支持其自行开发的游戏产品的营销和运营的途径。公司通过丰富的游戏营销经验，吸引并留住了知名游戏开发商，发展了以明星代言人的特色式营销，精准定位游戏群体，以实现更长的生命周期。

3.1 传奇类游戏运营特色

传奇类游戏作为经典买量游戏的代表，在营销方式通常具有一些独特的特色，以吸引并留住玩家，建立品牌影响力。

强调经典传承下的独特玩法 强调游戏的经典传承，包括原版传奇的正版授权或者延续传奇元素的全新版本。这有助于吸引曾经喜欢传奇的老玩家以及对传奇元素感兴趣的新玩家，精准定位《热血传奇》一代的用户群体。《热血传奇》在 2001 年 9 月 28 日公测开始后，服务器数量在不到 10 天的时间里就超过了 10000 台。在公测后的短短几个月内，游戏在线人数就已经突破了 50 万。到了 2003 年 5 月，玩家在线人数已经突破了 80 万。盛大公司在 2002 年宣布热血传奇不再以点卡收费，而是推出了很多经典的装备，这一举措使得热血传奇的玩家数量直线上升。2005 年，热血传奇推出了内功系统，这个新玩法使得玩家数量再次暴涨。到了 2014 年，热血传奇的注册量达到了五亿。由于其火爆程度，《热血传奇》在当时成为在线游戏行业的佼佼者，影响了后来中国 MMORPG 的发展方向。

图表 26: 《原始传奇》游戏截图



资料来源: 中旭未来官网

图表 27: 《原始传奇》游戏截图



资料来源: 中旭未来官网

经典明星代言 通过请一些知名明星代言游戏, 提高游戏的知名度和吸引力。这些明星可以是与游戏主题相关的影视明星或网络红人。明星代言人拥有广泛的粉丝基础和影响力, 通过明星代言可以迅速扩大游戏的知名度和曝光率, 吸引更多目标用户下载和尝试游戏。通过与明星代言人合作, 传奇类游戏可以塑造自己的品牌形象和特色, 让玩家更容易记住游戏名称和特点, 提高游戏辨识度和品牌价值。

图表 28: 部分公司运营游戏所请明星代言人

时间	代言人	代言游戏或活动
2015年1月	陈小春、朱茵	《雷霆之怒》
2016年6月	孙红雷	《贪玩蓝月》
2016年11月	古天乐	《贪玩蓝月》
2017年6月	张家辉	《贪玩蓝月》
2017年9月	陈小春、刘烨	《贪玩传世》
2018年1月	古天乐、乔杉、马丽	《龙腾传世》
2019年1月	甄子丹	《贪玩蓝月》
2019年3月	吴孟达	《星际舰队》
2019年5月	郭富城	贪玩游戏活动代言
2019年10月	吴孟达	贪玩游戏传奇品类产品的装备回收官
2019年11月	足球球星欧文	《贪玩蓝月》传奇队长
2019年12月	谢霆锋	贪玩游戏活动代言
2020年8月	娜扎、冯小刚、管云鹏 (歪嘴战神)	《原始传奇》
2020年10月	甄子丹	《原始传奇》
2020年11月	罗嘉良、吴孟达、徐少强	《原始传奇》
2021年2月	筷子兄弟	《原始传奇》
2021年3月	相声演员孙越	《原始传奇》
2021年7月	刘亦菲	《热血合击》
2021年12月	陈小春、谢天华、林晓峰	《热血合击》

资料来源: 中旭未来官网, 安信国际证券研究

图表 29: 《全民江湖手游》代言人娜扎宣传海报



资料来源: 中旭未来官网

精准营销与竞技性营销: 针对传奇类游戏的用户群体, 游戏营销会注重精准投放, 针对目标用户进行宣传和推广, 提高营销效果和转化率。传奇类游戏的主要定位群体是成熟男性玩家, 这部分玩家通常具有一定的经济实力和游戏经验, 追求挑战、满足虚荣心、成就感以及渴望被尊重的心理需求较为明显。此外, 传奇类游戏通常以经典 IP 为卖点, 吸引那些对特定游戏角色或者世界观有情感认同的玩家。同时传奇类游戏具有较强的竞技性, 游戏营销中会注重竞技元素的宣传和推广, 通过举办比赛、竞技活动等吸引玩家参与和竞争。

3.2 拓展新品类 IP 游戏运营

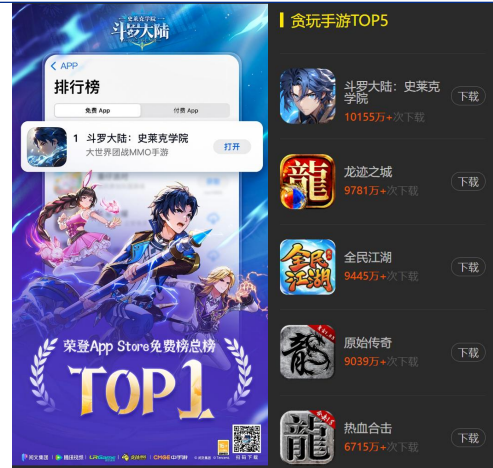
在运营发行传奇类手游以外, 公司正在拓展其他类型手游发展机会, 2024 年 1 月 31 日上线的《斗罗大陆: 史莱克学院》, 由上海灵刃研发, 中手游与中旭未来联合发行, 获得了阅文《斗罗大陆》小说和腾讯视频《斗罗大陆》动画的双重授权, 是首款斗罗开放大世界团战 MMO 手游。

图表 30: 《斗罗大陆: 史莱克学院》宣传海报



资料来源: 中旭未来官网

图表 31: 《斗罗大陆: 史莱克学院》上线后表现



资料来源: 中旭未来官网

《斗罗大陆: 史莱克学院》的营销特色主要体现在高度还原的斗罗大陆世界、丰富的团战玩法和角色养成系统、忠实于原著的 IP 粉丝、长线运营和社群建设以及拓展与其他领域的合作等方面。这些特色能够吸引不同类型的玩家, 提高游戏的吸引力和用户粘性:

1. 高度还原斗罗大陆世界: 游戏通过精致的 3D 大地图和深度还原的小说情节, 为玩家呈现了一个宏大而真实的开放大世界。这种高度还原的世界观和场景, 能够吸引原著粉丝的关注和情感共鸣。
2. 丰富的团战玩法和角色养成系统: 游戏为 MMO 爱好者提供了多样化的团战玩法和角色养成系统, 玩家可以与好友组队参与热血团战, 挑战强大的世界 boss。这种玩法能够吸引喜欢 PVP 和 PVE 玩法的玩家, 提高游戏的可玩性和吸引力。
3. 忠实于原著的 IP 粉丝: 游戏忠实地还原了小说中的经典场景和角色, 能够吸引 IP 粉丝的关注和喜爱。对于这些粉丝来说, 游戏不仅是一种娱乐方式, 更是一种对原著的追忆和情感寄托。
4. 长线运营和社群建设: 游戏未来的运营路线将注重长线玩法和社群建设等方面, 持续为玩家打造基于斗罗大陆 IP 的内容生态。这种长线运营策略能够提高游戏的持续吸引力和用户粘性, 同时社群建设也能够增强玩家的归属感和参与感。
5. 拓展与其他领域的合作: 游戏将积极与其他领域进行合作, 打造更完整的斗罗大陆 IP 内容生态链, 实现 IP 价值的最大化。这种跨界合作能够扩大游戏的影响力和知名度, 吸引更多潜在用户。

3.3 自营与联运

核心营销技术决策平台 公司积累了来自手机游戏行业的洞察力和数据驱动的业务决策技术平台, 即“河图”和“洛书”系统, 使公司能够通过分钟级更新的实时数据, 精准分配营销资源, 并制定合适的终端用户流量获取与管理策略。公司的数字营销投放系统河图系统在监控广告活动效果的同时, 能够激发终端用户产生购买行为, 有效地从用户流量中变现。

自营与联运模式 公司的网络游戏发行业务主要通过两种运营模式进行, 即自营模式和联运模式。这两种模式的分类取决于公司营销和运营的游戏产品的终端用户获取是否仅通过利用河图及洛书技术平台制定的营销策略进行。

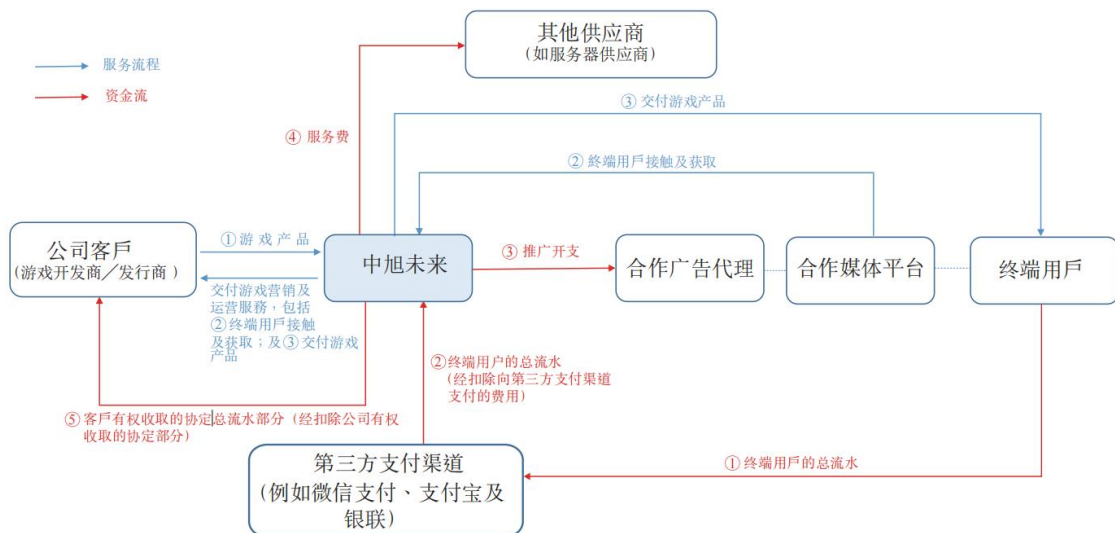
图表 32：自营模式与联运模式区别

	自营模式	联运模式
持份者	<ul style="list-style-type: none"> 游戏开发商 游戏发行商 媒体平台 	<ul style="list-style-type: none"> 游戏开发商 游戏发行商 联合发行商 媒体平台
运营特性	<ul style="list-style-type: none"> 游戏发行商独立营销及运营游戏产品 利用游戏开发商自身营销意识、丰富的专业知识和行业经验 	<ul style="list-style-type: none"> 游戏发行商及合作发行商（包括线上分销渠道，即主要硬核商店）共同营销及运营游戏产品 利用合作发行商的营销技术，积累终端用户的行为数据及应用商店的流量获取能力
营销渠道	<ul style="list-style-type: none"> 通过社交媒体及短视频平台等多个媒体平台吸引及留存流量 	
主要下载渠道	<ul style="list-style-type: none"> 游戏发行商运营的专有下载平台 	<ul style="list-style-type: none"> 联合发行商运营的合作分销平台
财务安排	<ul style="list-style-type: none"> 主要包括向媒体平台支付的广告费 获得较大部分终端用户总流水（在第三方支付渠道扣除协定佣金金额后） 	<ul style="list-style-type: none"> 主要包括向联合发行商支付的收入分成 获得较少部分终端用户总流水（在第三方支付渠道扣除协定佣金金额，且合作发行商扣除协定部分后）。
应用	<ul style="list-style-type: none"> 主要针对处于初期的新游戏产品 	<ul style="list-style-type: none"> 主要针对已积累适销终端用户群的游戏产品。
优势	<ul style="list-style-type: none"> 通过精准营销达至相对较低的获客成本； 为品牌开发作出积极贡献 与媒体平台合作不会预扣终端用户支付的部分总流水 	<ul style="list-style-type: none"> 稳定及可观的流量 游戏产品品牌推广 有效提升游戏产品的曝光及终端用户的覆盖。

资料来源：公司官网，安信国际证券研究

在自营模式下，公司全面负责游戏产品的营销和运营，包括制定和执行营销策略、推广游戏产品、吸引和获取终端用户等。公司通过河图及洛书技术平台制定个性化的营销策略，利用这些策略来获取终端用户并提高游戏的知名度和用户参与度。

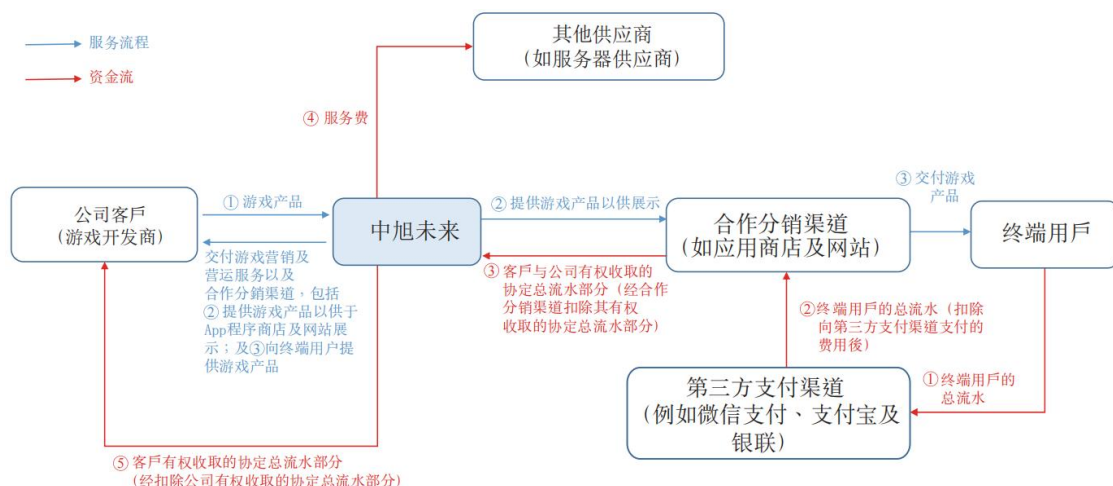
图表 33：自营模式下的交易/资金流



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

在联运模式下，公司与其他公司合作，共同负责游戏产品的营销和运营。这种模式下，公司与其他公司共享用户资源和营销资源，共同推广游戏产品并获取终端用户。这种模式有助于公司扩大用户基础、提高市场份额，并与其他公司共同分担营销和运营成本。

图表 34：联运模式下的交易/资金流



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

联运模式游戏占比提升 从过往三年收入变化的整体趋势上看，自营模式游戏收入在 2020 年、2021 年、2022 年和 2022H1、2023H1 的收入分别为 24.2 亿、47.0 亿、61.8 亿、32.6 亿和 21.2 亿；联运模式游戏收入分别为，4.5 亿、9.8 亿、23.8 亿、11.8 亿和 11.1 亿元；联运模式游戏收入占比分别为 15.8%、17.2%、27.8%、26.7%、34.3%，趋势成逐渐提升态势。

图表 35：过去三年自营与联运游戏收入变化



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

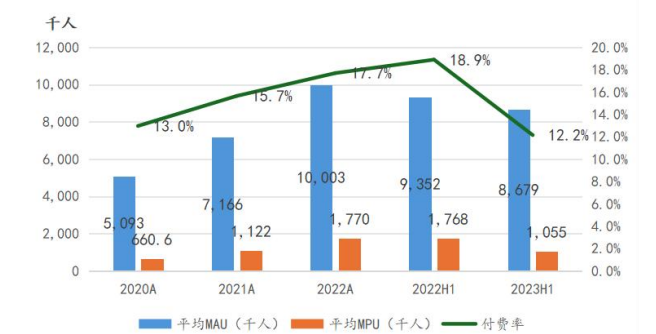
图表 36：过去三年自营与联运游戏毛利润变化



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

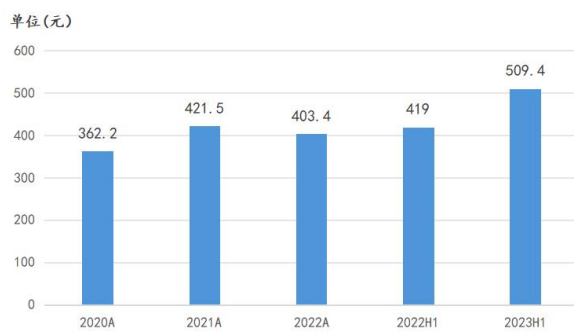
按运营指标来看，2020 年、2021 年、2022 年和 2023H1 的平均每月活跃用户 MAU 分别约为 509 万、717 万、1000 万、868 万人，平均每月付费用户 MPU 分别约为 66.0 万、112.2 万、177.0 万和 1055 万，付费渗透率分别为 13.0%、15.7%、17.7%和 12.2%。月均单个付费用户平均付费 ARPPU 值方面公司整体表现较高，2020 年、2021 年、2022 年和 2023H1 分别为 362.2 元、421.5 元、403.4 元和 509.4 元。在付费用户特征方面，公司经营的游戏整体属于单用户氪金较高的游戏。

图表 37：过去三年自营与联运游戏收入变化



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

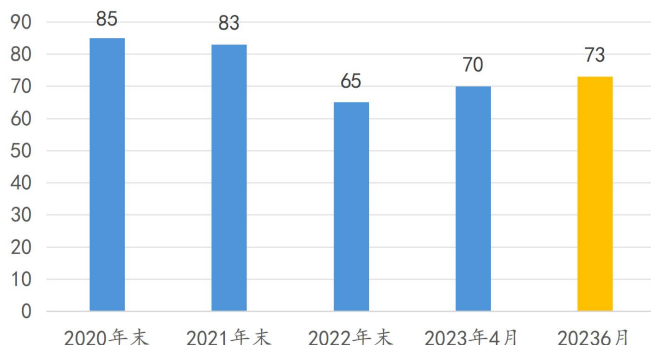
图表 38：2020-2023 年公司整体月均 ARPPU 变化



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

游戏管线方面，2023 年公司预估推出 30-50 款新游戏，包括 RPG、休闲游戏和模拟游戏。根据当前市场情况，公司将继续专注于 RPG 产品的营销和运营。此外，公司还计划扩大游戏类型的覆盖范围，包括休闲游戏和模拟游戏，以在未来几年识别和抓住新的市场机会，截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有 73 个游戏产品。

图表 39：公司游戏管线项目



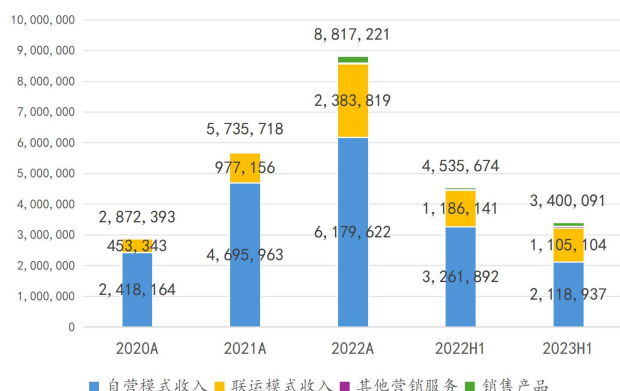
资料来源：公司公告，安信国际证券研究

4 财务分析和盈利预测

收入快速增长，23H1 短期下滑 截至 2020 年、2021 年及 2022 年 12 月 31 日止年度以及截至 2022 年及 2023 年 6 月 30 日止六个月，公司的收入分别为人民币 28.7 亿元、人民币 57.4 亿元、人民币 88.2 亿元、人民币 45.4 亿元及人民币 34.0 亿元，同比增长分别为 -4.5%、99.7%、53.7%、97.8%、-25.0%，2023 年上半年收入同比下降的原因主要是由于来自网络游戏发行业务的收入减少，原因在于部分新游戏产品的延迟推出，以及部分现有游戏产品已进入其生命周期的后期阶段。公司计划于 2023 年 10 月至 2024 年上半年合共推出八款重大新游戏，预期将有助于付费用户数目、收入及净利润的大幅增长。

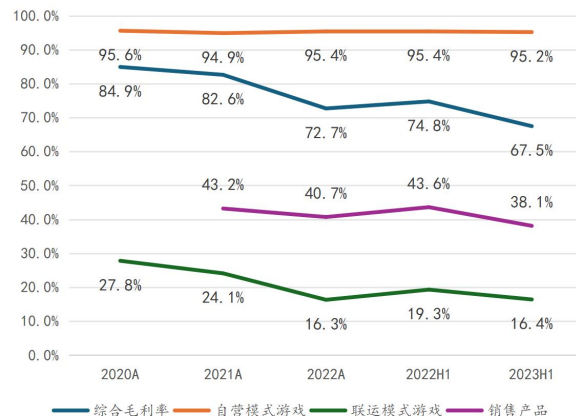
整体毛利率结构性下滑 在 2020 年、2021 年、2022 年以及 2022 年和 2023 年 6 月 30 日结束的六个月内，公司的毛利率分别为 84.9%、82.6%、72.7%、74.8%和 67.5%。在过往的记录期间，公司的整体毛利率下降主要是由于公司运营的联运模式游戏产品（其毛利率通常较低）所产生的收入在总收入中所占的百分比增加。就网络游戏发行业务和其他营销业务而言，2020 年、2021 年、2022 年以及 2022 年和 2023 年 6 月 30 日结束的六个月内，以自营模式运营游戏产品的毛利率保持相对稳定，分别为 95.6%、94.9%、95.4%、95.4%和 95.2%；以联运模式运营的游戏产品的毛利率分别为 27.8%、24.1%、16.3%、19.3%和 16.4%，联运模式游戏产品的毛利率下降主要是由于合作分销渠道扣留的总收入比例增加，导致了联运模式下运营游戏产品的毛利率在过往记录期间有所下降。在 2021 年、2022 年以及 2022 年和 2023 年 6 月 30 日结束的六个月内，公司消费品业务的毛利率分别为 43.2%、40.7%、43.6%和 38.1%，消费品业务的毛利率在 2023 年上半年下降主要是由于公司米粉产品在 2023 年上半年采购成本增加。

图表 40：2020-2023 上半年公司业务贡献情况（千元）



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

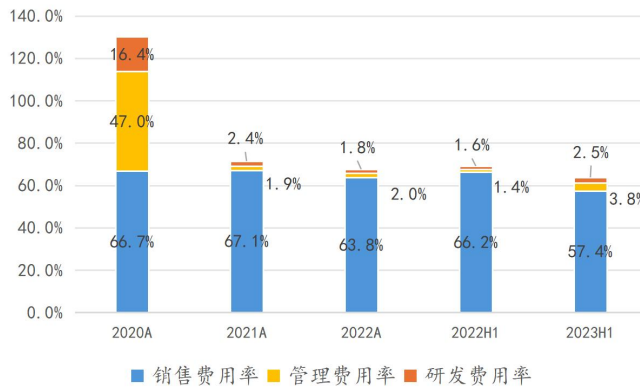
图表 41：2020-2023 上半年公司毛利率情况



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

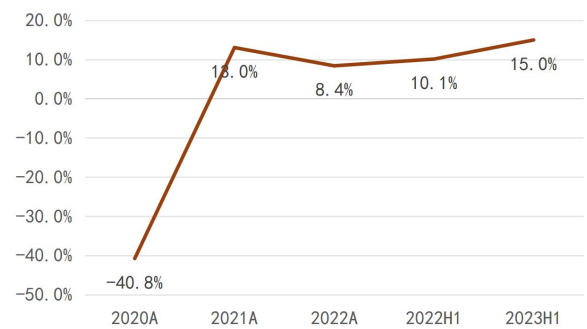
销售费用率整体较高 从销售费用、管理费用和研发费用历年结构来看，除去2020年的发放的股权激励，管理费用和研发费用率均保持低单位数，而销售费用率占收入比重约六成。销售及分销开支主要包括向合作网上媒体平台支付网上流量获取费、线下营销开支以及明星代言费，以及营销人员相关的薪金。截至2020年、2021年及2022年12月31日结束的年度，以及截至2022年和2023年6月30日结束的六个月内，分别占公司同期收入的66.7%、67.1%、63.8%、66.2%及57.4%。公司在2020年至2022年期间的销售及分销开支增加，主要是由于公司致力于通过网络媒体平台营销网络游戏、网络文学及消费品，导致营销及推广开支增加。2023年上半年销售费用率下降，主要由于部分游戏产品已进入其生命周期的后期阶段，因此不需要大量的营销及推广资源，导致营销及推广开支减少，同时，公司也通过优化销售策略和提高营销效率来降低开支。截至2020年、2021年及2022年12月31日结束的年度，以及截至2022年和2023年6月30日结束的六个月内，公司的经营利润率分别为-40.8%、18.0%、8.4%、10.1%及15.0%。

图表 42: 销售费用率、管理费用率和研发费用率变化



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究

图表 43: 2020-2023H1 经营利润率变化



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究

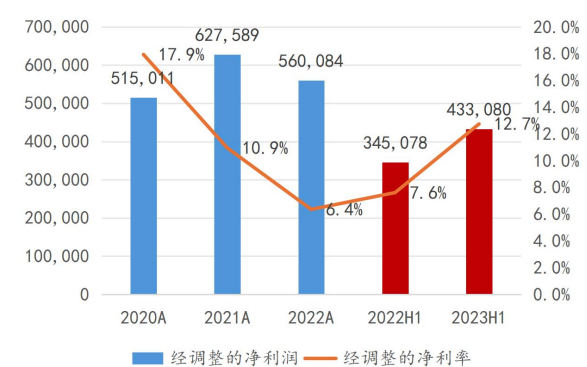
截至2020年、2021年及2022年12月31日结束的年度，以及截至2022年和2023年6月30日结束的六个月内，公司的净利润分别为-13.0亿、6.2亿、4.9亿、3.4亿和3.0亿元人民币，2020年亏损的原因主要是当年发放了约18.2亿元的股权薪酬，倘若剔除股权薪酬以及上市开支，公司2020年、2021年及2022年12月31日结束的年度，以及截至2022年和2023年6月30日结束的六个月的经调整利润分别为5.2亿、6.3亿、5.6亿、3.5亿和4.3亿元人民币。

图表 44: 2020-2023H1 净利润与净利率



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究

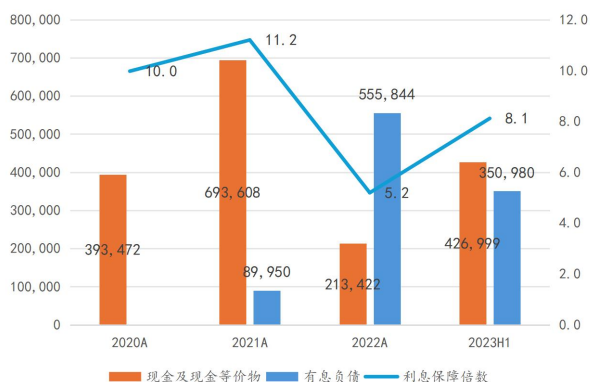
图表 45: 2020-2023H1 经调整归母净利润与净利率



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究

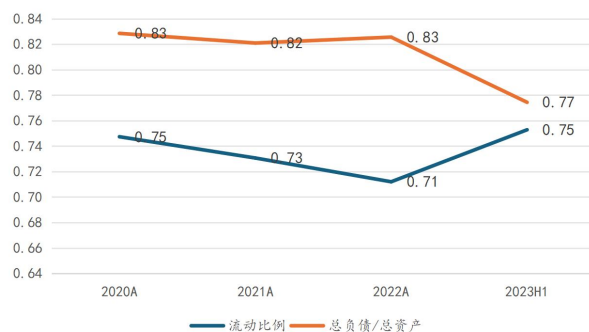
负债结构处于安全合理范围 公司资金水平处于较为安全的水平，2020年、2021年、2022年和2023年6月30日利息保障倍数分别为10.0x、11.2x、5.2x和8.1x，2023年上半年公司现金及现金等价物为4.27亿元，有息负债为3.51亿元。2020年、2021年、2022年和2023年6月30日流动比率分别为0.75、0.73、0.71和0.75，资产负债率分别为0.83、0.82、0.83、0.77，负债结构处于安全合理水平。

图表 46: 现金等价物、有息负债与利息保障倍数



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究

图表 47: 流动比率与资产负债率



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究

5 盈利预测与估值评级

5.1 业绩预测

我们认为 2024 年是公司新品游戏集中贡献业绩的一年, 主要的变化和增量包括:

- 加速研运一体:** 公司以游戏发行和营销起家, 目前逐渐加大研运一体的推进, 已经通过自建和收购的方式打造游戏内部开发团队, 通过 IP 授权和内部孵化的方式开发新游, 自研游戏《龙迹之城》上线表现成绩验证了公司的研发能力。研运一体延伸了公司在游戏产业链布局的同时, 凭借营销优势构建壁垒, 游戏业务的利润率有望得到改善;
- 扩大游戏品类, 包括 IP 类新游:** 公司在继续专注运营 RPG 产品的营销及运营的同时扩大产品储备的类型范围, 包括休闲游戏和 SLG 游戏, 2024 年参与发行《斗罗大陆: 史莱克学院》就是突破品类表现的试探; 同时公司亦将继续购买 IP 新游戏, 发挥公司的优势, 公司计划于未来四年与知名游戏开发商就约 30 款开发中的新手机游戏订立新框架服务协议;
- 小游戏赛道:** 尽管游戏大盘用户增长变得困难, 但小游戏异军突起。通过挖掘用户碎片化场景, 微信小游戏和抖音小游戏的活跃用户规模都达到了新高。这些小游戏不再只是轻度休闲益智的玩法, 而是偏向中重度, 给与 App 游戏旧 IP 的玩家活跃度提升的机会;
- 出海发展:** 公司已经建立拓展国外市场业务发展, 公司计划专注于在日本、东南亚、香港、澳门及台湾推广业务, 并逐步扩展至欧洲、美国及其他地区。通过类似文化圈的亚太市场, 以国内运营的经验, 通过本地分销及玩家获取渠道建立及运营海外玩家小区, 并建立及巩固与海外分销渠道 (包括 iOS 应用商店及 Google Play) 的关系。2024 年海外市场对公司收入开始产生显著增量。

2023 年由于公司延迟了部分新游的上线节奏, 营收和业绩表现增速放缓, 我们预计 2024 年伴随《龙迹之城》、《斗罗大陆: 史莱克学院》和其他即将上线的新游流水增量以及海外渠道与小游戏渠道的增量, 业绩有望迎来改善。我们预计 2023 年、2024 年、2025 年的收入分别为 65.2 亿、94.6 亿和 108.8 亿元人民币, 同比分别为 -26.0%、+45.0%、+15.0%; 经调整的净利润分别为 7.0 亿、10.6 亿和 12.3 亿元人民币, 同比分别为 +25.2%、+51.5%、+15.7%。

5.2 同业估值相比较处于中位水平

我们将港股中与公司业务范围和规模接近的公司列举出来, 将 2023 年至 2024 年彭博一致性预期下的市盈率作为估值参考。根据彭博的一致性预期, 港股的同类上市公司平均市盈率在 2023 年和 2024 年分别为 26.6x 和 16.3x, A 股的同类上市公司平均市盈率在 2023 年和 2024 年分别为 21.1x 和 13.3x。根据我们预测的公司运营数据, 2023 年以及 2024 年预测市盈率分别为 23.1x 和 15.2x, 处于同业估值中位水平, 低于港股板块同类估值。

图表 48: 同业公司估值对比

代码	简称	市值 (mn HKD)	OPM %	NPM %	P/E TTM	23P/E	24P/E	ROA	ROE
700 HK	腾讯控股	2,706,922	26.4	19.3	12.9	16.5	14.2	7.7	15.2
9999 HK	网易	543,567	25.2	26.3	18.9	15.6	15.9	15.5	23.7
3888 HK	金山	28,950	25.6	3.9	84.8	47.7	22.3	1.0	1.6
2400 HK	心动公司	5,266	-1.2	-2.1	N.A.	26.8	12.8	-1.5	-3.7
002555 CH	三七互娱	44,453	18.6	17.2	14.1	12.7	10.7	16.3	24.1
002602 CH	世纪华通	36,290	9.2	0.7	N.A.	29.7	14.2	0.2	0.3
002517 CH	恺英网络	27,047	36.7	31.0	20.1	16.5	12.9	19.9	26.0
002624 CH	完美世界	22,731	8.8	4.4	38.0	25.6	15.5	2.3	3.9
9890 HK	中旭未来	19,587	5.69	5.71	28.9	23.1	15.2	5.0	28.8

资料来源: Bloomberg 预测, 行情为 2 月 16 日收盘价, 中旭未来相关数据为安信国际证券预测

5.3 首次评级为中性, 目标价 34.5 港元

公司是传奇类游戏的龙头标的, 通过加速研运一体、扩大游戏矩阵、小游戏赛道布局和游戏出海等发展战略夯实业务体量, 为公司 2024 年以及未来业绩增长带来较高的确定性。此外恒生指数公司于 2 月 16 日公布季检结果, 将公司纳入恒生综合指数小型股, 并且将成为港股通标的, 将于 3 月 4 日生效。纳入指数和港股通也可以给公司提升关注度和流动性, 按照最近收盘价公司 2023/2024 年的预估 PE 在 23.1x/15.2x 水平, 估值处于行业中位水平。我们按照 2024 年 16x 预测市盈率的估值给予公司每股目标价 34.5 港元的估值水平, 较最近收盘价有 4.9% 的涨幅, 首次覆盖给予中性评级, 当前股价较好的反应市场预期, 期待增量业务带来超预期表现, 建议持续关注。

6 风险提示

- 1) 公司现运营游戏流水不达预期;
- 2) 行业买量成本攀升带来销售费用率提升的风险;
- 3) 公司 IPO 发行新股流通股较低, 原股东解禁后公司;
- 4) 游戏行业政策不确定性带来的不利影响等。

附表：财务报表预测

损益表

<千元>，财务年度截至<12月31日>

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	5,735,718	8,817,221	6,524,744	9,460,878	10,880,010
营收成本	-997,359	-2,407,531	-1,957,423	-2,459,828	-2,720,002
毛利	4,738,359	6,409,690	4,567,320	7,001,050	8,160,007
其他收入	120,056	292,600	521,979	567,653	326,400
销售费用	-3,851,197	-5,622,406	-3,784,351	-5,581,918	-6,310,406
管理费用	-106,779	-175,696	-228,366	-231,792	-217,600
研发费用	-136,948	-157,738	-143,544	-189,218	-163,200
其他支出	-16,463	-8,330	-6,525	-9,461	-10,880
营业利润	747,028	738,120	926,514	1,556,314	1,784,322
金融资产资产减值损失	864	-2,219	-6,525	-9,461	-10,880
财务费用	-56,032	-107,878	-83,377	-83,377	-83,377
应占联营公司业绩	-15,946	-33,878	-26,099	-37,844	-43,520
应占合营公司业绩	4,217	7,430	6,525	9,461	10,880
税前利润	680,131	601,575	817,038	1,435,094	1,657,425
所得税费用	-63,690	-110,053	-185,303	-280,137	-321,178
税后净利润	616,441	491,522	631,735	1,154,958	1,336,247
归属于母公司股东净利润	615,911	514,067	568,562	1,062,561	1,229,347
归属于非控制股东净利润	530	-22,545	63,174	92,397	106,900
总收入同比(%)	99.7%	53.7%	-26.0%	45.0%	15.0%
归母净利润同比(%)	-147.3%	-16.5%	10.6%	86.9%	15.7%
经调整的净利润	627,589	560,084	701,381	1,062,561	1,229,347

资产负债表

<千元>，财务年度截至<12月31日>

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	693,608	213,422	489,942	2,245,281	4,493,212
存货	1,020	4,424	3,274	4,747	5,459
贸易应收款	271,086	426,817	315,845	457,975	526,671
预付款项、其他应收账款及其他资产	375,693	667,323	667,323	667,323	667,323
以公允价值计量且其变动计入当期损益	1,089,969	1,271,335	1,271,335	1,271,335	1,271,335
其他流动资产	1,360,662	3,034,176	3,034,176	3,034,176	3,034,176
流动资产合计	3,792,038	5,617,497	5,781,894	7,680,837	9,998,176
于合营企业的投资	259,758	267,188	267,188	267,188	267,188
联营公司权益	4,870	5,992	5,992	5,992	5,992
递延税项资产	40,917	47,857	47,857	47,857	47,857
预付款项、其他应收账款及其他资产	117,636	119,183	119,183	119,183	119,183
已抵押存款	2,022,247	3,395,558	3,395,558	3,395,558	3,395,558
其他非流动资产	320,961	345,631	394,810	361,020	348,312
非流动资产合计	2,766,389	4,181,409	4,230,588	4,196,798	4,184,090
贸易应付款	560,035	523,649	387,500	561,875	646,157
应付票据	3,422,140	5,640,211	5,358,200	5,894,020	6,778,124
其他应付款及应计费用	943,124	901,219	901,219	901,219	901,219
其他流动负债	264,679	824,887	824,887	824,887	824,887
流动负债合计	5,189,978	7,889,966	7,471,807	8,182,002	9,150,386
租赁负债	182,508	190,754	190,754	190,754	190,754
拨备	11,710	9,150	9,150	9,150	9,150
非流动负债合计	194,218	199,904	199,904	199,904	199,904
股本	0	74	74	74	74
库存股	0	-3	-3	-3	-3
储备	1,177,713	1,731,686	2,300,248	3,362,809	4,592,156
归属于母公司股东权益	1,177,713	1,731,757	2,300,319	3,362,880	4,592,227
非控股权益	-3,482	-22,721	40,453	132,849	239,749
总权益	1,174,231	1,709,036	2,340,771	3,495,729	4,831,976

现金流量表

<千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
	实际	实际	预测	预测	预测
除税前利润	680,131	601,575	817,038	1,435,094	1,657,425
融资成本	56,032	107,878	83,377	83,377	83,377
物业及设备折旧	6,452	14,364	15,834	22,667	20,134
其他无形资产摊销	28,401	50,777	34,987	41,123	22,574
存货减少 / (增加)	-1,020	-3,404	1,150	-1,473	-712
贸易应收款项及应收票据减少 / (增加)	14,820	-156,346	110,972	-142,130	-68,696
预付款项、其他应收款项及其他资产增加	199,532	-235,054	0	0	0
应收关联方款项增加	0	-16,981	0	0	0
贸易应付款项 (减少) / 增加	83,844	-36,386	-136,149	174,375	84,281
应付票据 (减少) / 增加	1,692,151	2,218,071	-282,011	535,820	884,103
其他非经营性现金流变化	-42,412	-160,795	0	0	0
经营所得现金	2,717,931	2,383,699	645,199	2,148,853	2,682,486
已收利息	6,953	6,065	6,065	6,065	6,065
已付利息	-47,946	-89,893	-83,377	-83,377	-83,377
已缴所得税	-42,107	-17,350	-185,303	-280,137	-321,178
经营活动 (所用) / 所得现金流量净额	2,634,831	2,282,521	382,585	1,791,404	2,283,996
购买物业及设备项目	-26,312	-124,132	-50,000	-10,000	-10,000
添置其他无形资产	-23,127	-45,684	-50,000	-20,000	-20,000
其他投资活动现金流					
投资活动所得 / (所用) 现金流量净额	-2,302,397	-3,205,834	-391,490	-30,000	-30,000
	0	0	0	0	0
股息	-100,000	0	0	0	0
其他融资活动					
融资活动 (所用) / 所得现金流量净额	2,691,619	2,259,567	595,199	2,138,853	2,672,486
现金及现金等价物增加 / (减少) 净额	300,136	-480,186	276,520	1,755,339	2,247,931
期末的现金及现金等价物	693,608	213,422	489,942	2,245,281	4,493,212

财务分析

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	82.6%	72.7%	70.0%	74.0%	75.0%
销售费用率	-67.1%	-63.8%	-58.0%	-59.0%	-58.0%
管理费用率	-1.9%	-2.0%	-3.5%	-2.5%	-2.0%
研发费用率	-2.4%	-1.8%	-2.2%	-2.0%	-1.5%
有效税率	26.4%	21.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利率 (%)	11.9%	6.8%	12.5%	15.2%	15.2%
ROE	52.5%	28.8%	27.0%	33.0%	27.7%
ROA	9.4%	5.0%	6.3%	9.7%	9.4%
经营利润率	13.0%	8.4%	14.2%	16.5%	16.4%
营运表现					
存货周转天数	0.2	0.4	0.7	0.6	0.7
应收账款周转天数	15.5	14.2	20.5	14.7	16.3
财务状况					
流动比率	0.73	0.71	0.77	0.94	1.09
速动比例	0.73	0.71	0.77	0.94	1.09
总负债/总资产	0.79	0.81	0.75	0.69	0.65
经营性现金流/收入	0.47	0.27	0.10	0.23	0.25

数据来源: 公司资料, 安信国际证券研究预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以此些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010