



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

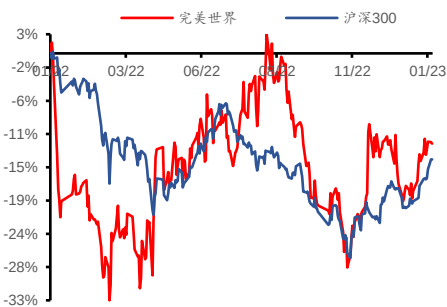
行业： 传媒
日期： 2023年01月18日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价（元）	13.69
12mth A 股价格区间（元）	11.14-17.16
总股本（百万股）	1,939.97
无限售 A 股/总股本	94.20%
流通市值（亿元）	250.17

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《《幻塔》正式上线海外，端游《诛仙世界》开启首测》

——2022 年 08 月 14 日

《《幻塔》海外版已启动测试，关注端游《诛仙世界》测试表现》

——2022 年 07 月 14 日

《具备稀缺端游研发能力，“国内+海外”有望形成双重驱动》

——2022 年 04 月 26 日

《天龙 2》获批版号，业绩具备高弹性

——2022 年业绩预告点评

■ 投资摘要

事件

1月17日公司发布22年业绩预告，预计22年全年实现归母净利润13.6-14.4亿元（yoy+268.41%-290.08%）；预计实现扣非净利润6.9-7.5亿元（yoy+578.88%-637.92%）。

点评：

公司持续推动转型升级，积极布局游戏出海。公司预计 22 年全年实现归母净利润 13.6-14.4 亿元（yoy+268.41%-290.08%），扣非净利润 6.9-7.5 亿元（yoy+578.88%-637.92%）。受益于《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》等产品业绩贡献，22 年游戏业务预计实现净利润 15.8 亿-16.4 亿（yoy+119.35%-127.68%），扣非净利润 10.7 亿-11.3 亿（yoy+318.49%-341.96%）。公司预计 22 年 Q4 实现归母净利润 -0.82 亿至-0.02 亿，其中游戏业务实现归母净利润 0.33 亿-0.93 亿。22 年 Q4 较 22 年 Q3 归母净利润有所下降，主要系游戏业务中《幻塔》海外三季度上线时版权金已确认及游戏流水受生命周期影响自然下降和影视业务中环球片单公允价值变动所致。此外，汇率波动、信用减值损失也导致了非经常性损益变动。

（1）国内：经典游戏流水稳健，关注新获批手游《天龙八部 2》后续表现。报告期内老游戏《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》持续贡献稳健业绩，充分发挥长线运营优势。根据七麦数据，《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》最新排名分别位列畅销榜 73 名、113 名、119 名，iOS 中国区渠道四季度收入预估分别为 832 万美元、463 万美元、247 万美元。根据国家新闻出版署公告，MMORPG 手游《天龙八部 2》于 1 月 17 日获批版号，《天龙八部 2》系公司精品打磨的头部产品，此前海外上线表现优异，版本较为完备，预计将很快上线国内市场，有望对公司 Q2 及全年业绩产生积极影响。1 月批次游戏版号在发放数量上进一步提升，公司 2023 年游戏储备丰富，未来业绩具备较大弹性。公司其他游戏储备包括《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《朝与夜之国》《神魔大陆 2》《完美新世界》《诛仙 2》等。其中《一拳超人：世界》与《百万亚瑟王》分别于 2023 年 1 月 6 日、1 月 12 日开启测试，未来获批版号后，业绩表现值得期待。

（2）海外：公司围绕“国内产品出海+海外本地化发展”双维度发力，有望成为公司第二增长引擎。《梦幻新诛仙》手游于 22 年 3 月在海外多地同步上线；《幻塔》手游于 2022 年 8 月 11 日在欧美、日韩、东南亚等全球多地正式上线，在美国、加拿大、英国、法国、日本、韩国、新加坡、中国香港、中国澳门及中国台湾等近 40 个国家和地区位列 iOS 游戏免费榜第 1 名，并在近 30 个国家和地区进入 iOS 游戏畅销榜 Top10；《百万亚瑟王》、《一拳超人：世界》预计为全球化产品，在国内版号发放前有望率先出海，进一步打开海外业务增长空间。

（3）公司拥有较强的端游研发实力，手握多款优质端游储备，有望受益于端游回暖红利。公司手握《诛仙世界》《Perfect New World》《Have a Nice Death》等优质端游产品，均在稳步推进阶段。其中《诛仙世界》系采用 UE4 引擎研发的高品质新国风仙侠 MMORPG 端游，首测开启后广受玩家期待和追捧。次时代动作游戏《Perfect New

World》沿用完美世界 IP 的大世界观架构，延续完美世界 IP，并对完美世界剧情不断探索和丰富，目前正处于积极研发阶段。公司具备强大端游研发实力，我们持续看好未来反向“手转端”的行业趋势，未来公司有望享受端游回暖红利。

■ 投资建议

公司系 A 股稀缺的具有端游研发实力的老牌游戏公司，有望受益于端游市场强需求弱供给的市场环境。同时公司积极布局游戏出海及元宇宙相关业务，有望形成新的盈利增长点。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 14.18 亿元 (yoy+284.0%)、14.79 亿元 (yoy+4.3%)、20.45 亿元 (yoy+38.3%)，对应 EPS0.73 元、0.79 元、1.05 元，当前股价对应估值 19.4 倍、18.6 倍、13.5 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

游戏行业竞争加剧超预期、游戏行业监管趋严超预期、游戏版号核发出现反复、海外竞争加剧超预期、海外游戏发行进度及流水不及预期、国内游戏发行进度及流水不及预期等风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8518	8140	9842	11919
年增长率	-16.7%	-4.4%	20.9%	21.1%
归母净利润	369	1418	1479	2045
年增长率	-76.2%	284.0%	4.3%	38.3%
每股收益 (元)	0.19	0.73	0.76	1.05
市盈率 (X)	74.62	19.43	18.63	13.47
市净率 (X)	2.68	3.01	2.59	2.17

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 01 月 18 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3436	1282	3066	4505
应收票据及应收账款	1092	1570	1675	2102
存货	1218	1549	1324	2236
其他流动资产	1818	1869	1916	2016
流动资产合计	7565	6270	7981	10858
长期股权投资	2752	2752	2752	2752
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	381	336	292	248
在建工程	10	10	10	10
无形资产	260	260	260	260
其他非流动资产	6072	6072	6072	6072
非流动资产合计	9475	9431	9387	9343
资产总计	17040	15701	17368	20201
短期借款	628	373	118	-104
应付票据及应付账款	501	512	763	824
合同负债	1793	1735	1838	2428
其他流动负债	1435	1536	1625	1985
流动负债合计	4357	4156	4345	5132
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2178	2178	2178	2178
非流动负债合计	2178	2178	2178	2178
负债合计	6535	6334	6523	7310
股本	2012	1993	1993	1993
资本公积	1686	1440	1440	1440
留存收益	7104	6232	7711	9756
归属母公司股东权益	10290	9152	10631	12676
少数股东权益	214	214	214	214
股东权益合计	10504	9366	10845	12890
负债和股东权益合计	17040	15701	17368	20201

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	1098	139	1731	1491
净利润	177	1418	1479	2045
折旧摊销	319	44	44	44
营运资金变动	403	-805	517	-428
其他	198	-518	-308	-169
投资活动现金流量	590	518	308	169
资本支出	-339	420	49	50
投资变动	647	0	0	0
其他	282	98	259	119
筹资活动现金流量	-1127	-2811	-255	-222
债权融资	-229	-255	-255	-222
股权融资	51	-266	0	0
其他	-949	-2290	0	0
现金净流量	523	-2155	1784	1439

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8518	8140	9842	11919
营业成本	3283	3177	3845	4638
营业税金及附加	29	28	33	41
销售费用	1986	1221	1526	1549
管理费用	732	651	787	977
研发费用	2211	2116	2461	2741
财务费用	124	0	0	0
资产减值损失	-235	0	0	0
投资收益	408	98	259	119
公允价值变动损益	-358	0	0	0
营业利润	149	1575	1643	2272
营业外收支净额	6	0	0	0
利润总额	156	1575	1643	2272
所得税	-21	158	164	227
净利润	177	1418	1479	2045
少数股东损益	-192	0	0	0
归属母公司股东净利润	369	1418	1479	2045

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	61.5%	61.0%	60.9%	61.1%
净利率	4.3%	17.4%	15.0%	17.2%
净资产收益率	3.6%	15.5%	13.9%	16.1%
资产回报率	2.2%	9.0%	8.5%	10.1%
投资回报率	3.8%	7.9%	9.0%	12.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	-16.7%	-4.4%	20.9%	21.1%
EBIT 增长率	-71.6%	135.6%	26.2%	57.6%
归母净利润增长率	-76.2%	284.0%	4.3%	38.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.73	0.76	1.05
每股净资产	5.30	4.72	5.48	6.53
每股经营现金流	0.57	0.07	0.89	0.77
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.50	0.52	0.57	0.59
应收账款周转率	8.68	5.32	6.53	5.94
存货周转率	2.70	2.05	2.90	2.07
偿债能力指标				
资产负债率	38.4%	40.3%	37.6%	36.2%
流动比率	1.74	1.51	1.84	2.12
速动比率	1.29	0.95	1.35	1.51
估值指标				
P/E	74.62	19.43	18.63	13.47
P/B	2.68	3.01	2.59	2.17
EV/EBITDA	50.65	25.39	18.80	11.30

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断