



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

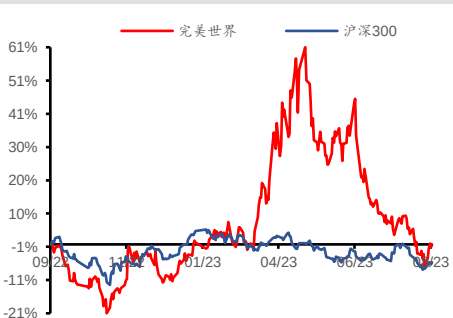
行业: 传媒
日期: 2023年09月05日

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)	13.93
12mth A 股价格区间 (元)	11.14-22.91
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)	254.55

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《聚焦品类创新, 稳步推进多款游戏测试》

——2023 年 07 月 22 日

《《天龙 2》获批版号, 业绩具备高弹性》

——2023 年 01 月 18 日

业绩符合预期, 新游戏业绩逐步释放

——完美世界 2023 年半年报点评

■ 投资摘要

事件概述

8月30日, 公司发布2023年半年报, 1H23公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为44.60亿元、3.80亿元、2.86亿元, 分别同比+13.68%、-66.60%、-57.39%, 其中二季度单季实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为25.56亿元 (yoy+42.41%)、1.39亿元 (yoy-53.36%)、0.81亿元 (yoy-68.28%)。

分析与判断

1、公司业绩落在前期业绩预告区间, 整体符合预期。

- **收入端:** 公司上半年营业收入稳定增长, 主要系影视业务增幅较大所致。公司23H1游戏业务营收36.44亿元 (yoy-2.46%), 主要系去年同期公司出售美国研发工作室及欧美本地研发团队导致的基数较高, 扣除合并范围变动影响, 23H1游戏业务营收较去年同期持平。公司23H1影视业务营收7.65亿元 (yoy+537.97%), 营收增幅较大, 主要系多部影视剧播出确认收入所致。
- **利润端:** 公司23H1非经常性收益9422.79万元, 较去年同期的4.67亿元下降了79.87%, 主要系公司去年同期确认海外子公司股权处置收益较大的高基数所致。公司扣非归母净利润2.86亿元 (yoy-57.39%), 其中游戏业务实现扣非净利润4.26亿元 (yoy-42.77%)。公司游戏业务利润同比变动较大主要系1) 22H1业绩贡献较高的《幻塔》手游游戏流水处于产品上线初期的高位, 目前该款游戏已进入流水自然下滑的成熟稳定期, 对23H1的业绩贡献相应下降。2) 受生命周期影响, 其他多款老游戏流水自然回落。3) 公司新游戏《天龙八部2: 飞龙战天》在上线初期的市场推广费用全部计入当期, 但充值流水为递延收入, 导致游戏利润错配, 后续业绩将逐步释放。

2、公司立足既有优势, 聚焦创新变革, 持续推动游戏业务突破升级。

- **储备游戏:** 公司自研《神魔大陆2》《一拳超人: 世界》《乖离性百万亚瑟王: 环》及端游产品《Perfect New World》预计近期开启新一轮测试; 端游《诛仙世界》预计2023年12月进行压轴测试; 《女神异闻录: 夜幕魅影》《诛仙2》《代号: 新世界》处于研发阶段; 《女神异闻录: 夜幕魅影》已于2023年8月获得游戏版号; 基于《灵笼》IP和原创IP研发的开放世界项目亦在稳步推进中。
- **在营游戏:** 端游《诛仙》《完美世界国际版》《CS:GO (反恐精英: 全球攻势)》持续贡献稳定收入; 旗舰IP手游《诛仙》、《完美世界》、《梦幻新诛仙》、《完美世界: 诸神之战》、《幻塔》通过内容更新、立体营销、全球化方式实现精细化长线运营; 公司参股研发、代理发行的《天龙八部2: 飞龙战天》上半年正式公测。

3、公司坚持精品化内容路线, 聚焦新项目立项和开机。公司上半年出品的《星落凝成糖》《心想事成》《云襄传》《温暖的甜蜜的》《护

心》《追光的日子》等精品电视剧播出，热度与口碑获市场好评。公司储备影视作品《许你岁月静好》《特工任务》《只此江湖梦》《赤热》《九个弹孔》《执行局》《危险的她2》《珠玉在侧》《神隐》《欢迎来到麦乐村》《幸福草》正在制作、发行、排播过程中。

4、公司内部成立AI中心，积极探索AI技术在游戏研发、发行及运营中的应用场景，进一步提升研发效率、优化玩家体验，赋能游戏发展。

1) 针对AI在游戏玩法中的应用，公司游戏技术中心研发复合应用AI in Game Play，根据玩家自主输入的不同内容，由AI大模型驱动的智能NPC可做出不同的回答，并伴随相应的表情及肢体行为来推动剧情走向，为玩家提供多样化的侦探解谜体验。2) 利用AI技术赋能计算机图形、游戏引擎技术、美术的融合，通过AI技术驱动让虚拟数字人根据随机输入的乐谱生成相对应的手指、手势等弹奏吉他，让虚拟数字人更“鲜活”。

■ 投资建议

公司游戏坚持内容突破、长线运营，以“经典品类迭代升级+创新品类突破转型”的思路双线推进在研游戏，不断提升游戏产品力；影视坚持精品化内容，储备项目充足，稳定贡献业绩增量。受生命周期影响，多款老游戏流水自然回落，对业绩贡献产生波动影响，我们下调2023年归母净利润至10.58亿元，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为10.58亿元、16.31亿元、20.01亿元，分别同比-23.2%、54.2%、22.6%，对应估值分别为26倍、17倍、14倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

政策变化风险、行业竞争加剧风险、游戏表现不如预期风险、人才流失及储备不足风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7670	9051	9919	10746
年增长率	-10.0%	18.0%	9.6%	8.3%
归母净利润	1377	1058	1631	2001
年增长率	273.1%	-23.2%	54.2%	22.6%
每股收益（元）	0.71	0.55	0.84	1.03
市盈率（X）	19.62	25.55	16.56	13.51
市净率（X）	2.95	2.83	2.42	2.05

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年09月01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	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2987	3611	5803	7348
应收票据及应收账款	982	1465	1217	1689
存货	1562	2323	1921	2635
其他流动资产	847	990	1051	1097
流动资产合计	6378	8390	9992	12769
长期股权投资	2614	2614	2614	2614
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	340	387	434	481
在建工程	0	0	0	0
无形资产	153	153	153	153
其他非流动资产	6151	6191	6232	6273
非流动资产合计	9258	9346	9434	9522
资产总计	15636	17736	19426	22290
短期借款	351	351	351	351
应付票据及应付账款	353	840	463	936
合同负债	1818	2540	2774	2978
其他流动负债	1596	2077	2252	2407
流动负债合计	4117	5808	5840	6671
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2043	2043	2043	2043
非流动负债合计	2043	2043	2043	2043
负债合计	6160	7850	7882	8714
股本	2012	2012	2012	2012
资本公积	1690	1690	1690	1690
留存收益	6192	6584	8215	10216
归属母公司股东权益	9159	9551	11182	13183
少数股东权益	317	334	361	393
股东权益合计	9476	9885	11543	13576
负债和股东权益合计	15636	17736	19426	22290

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	1155	1129	2010	1344
净利润	1400	1075	1658	2033
折旧摊销	347	-47	-47	-47
营运资金变动	-280	303	622	-400
其他	-311	-202	-222	-242
投资活动现金流量	1362	181	201	220
资本支出	-207	13	13	13
投资变动	1509	0	0	0
其他	60	168	188	207
筹资活动现金流量	-3022	-685	-19	-19
债权融资	-256	0	0	0
股权融资	6	0	0	0
其他	-2772	-685	-19	-19
现金净流量	-388	624	2192	1545

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7670	9051	9919	10746
营业成本	2420	3382	3694	3966
营业税金及附加	33	38	42	46
销售费用	1109	1810	1488	1397
管理费用	734	634	694	752
研发费用	2290	2350	2575	2790
财务费用	32	19	19	19
资产减值损失	-53	0	0	0
投资收益	177	208	228	247
公允价值变动损益	236	0	0	0
营业利润	1473	1129	1747	2146
营业外收支净额	13	13	13	13
利润总额	1486	1141	1760	2158
所得税	86	66	102	125
净利润	1400	1075	1658	2033
少数股东损益	22	17	27	33
归属母公司股东净利润	1377	1058	1631	2001

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	68.4%	62.6%	62.8%	63.1%
净利率	18.0%	11.7%	16.4%	18.6%
净资产收益率	15.0%	11.1%	14.6%	15.2%
资产回报率	8.8%	6.0%	8.4%	9.0%
投资回报率	8.9%	7.2%	10.3%	11.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	-10.0%	18.0%	9.6%	8.3%
EBIT 增长率	152.2%	-17.0%	63.8%	24.7%
归母净利润增长率	273.1%	-23.2%	54.2%	22.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	0.55	0.84	1.03
每股净资产	4.72	4.92	5.76	6.80
每股经营现金流	0.60	0.58	1.04	0.69
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.49	0.51	0.51	0.48
应收账款周转率	7.83	6.78	8.26	6.95
存货周转率	1.55	1.46	1.92	1.50
偿债能力指标				
资产负债率	39.4%	44.3%	40.6%	39.1%
流动比率	1.55	1.44	1.71	1.91
速动比率	1.01	0.91	1.24	1.39
估值指标				
P/E	19.62	25.55	16.56	13.51
P/B	2.95	2.83	2.42	2.05
EV/EBITDA	16.35	29.04	15.90	11.85

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