

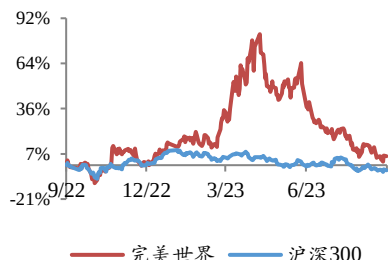
经典 IP 迭代更新，AI 驱动游戏差异化

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-09-25

收盘价（元）	13.03
近 12 个月最高/最低（元）	22.51/10.95
总股本（百万股）	1,940
流通股本（百万股）	1,827
流通股比例（%）	94.20
总市值（亿元）	253
流通市值（亿元）	238

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

深度 | 恺英网络：手握经典游戏 IP 并扩张品类，将持续受益于 AIGC 产业趋势，230508

主要观点：

● 公司 23 年上半年业绩情况

公司于 23 年 8 月 30 日发布 23 年上半年业绩情况，23H1 营业收入为 44.6 亿元 (yoy+13.68%)，主要系影视业务营业收入大幅度增长。其中，影视业务营收为 7.65 亿元 (yoy+537.97%)，主要系多部影视剧陆续在当期营收确认；游戏业务营收为 36.44 亿元 (-2.46%)，有一定程度下滑，主要系《天龙八部 2》收入递延，老产品周期因素。23H1 归母净利润为 3.8 亿元，yoy -66.6%，主要系《幻塔》生命周期影响及新游戏《天龙八部 2》上线推广提高销售费用但其收入有一定程度递延，而公司去年同期出售欧美游戏工作室导致基数较高。

● 多元 IP 产品储备丰富，游戏出海初显成果

完美世界布局游戏业务十余载，在不断创新与转型下，游戏产品向多元化、精品化方向发展。23H1，游戏业务收入 36.4 亿元，占收入比重 81.7%，yoy -2.46%，毛利率 67.43%。公司游戏收入来源于手游、端游和主机游戏，其中，手游是收入的主要来源，23H1 手游业务营收为 23.44 亿元，端游业务营收为 11.41 亿元。手游毛利率为 70.54%，端游毛利率为 67.91%。其中，手游业务营收主要来源于旗舰 IP 手游产品《诛仙》手游、《完美世界》手游、《梦幻新诛仙》手游、《完美世界：诸神之战》手游、和《幻塔》手游等精细化长线运营。端游业务营收主要系经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入。

1) 公司积极推动产品多元创新。公司在经典品类 MMO 的迭代升级的同时，在美术风格和玩法设计上加入二次元、开放世界等全新元素。公司具备五大 IP 储备：经典核心 IP 为完美世界和诛仙；潮流新品 IP 中包括灵笼 IP 以及为 2022 年贡献大量流水的具有二次元调性的开放世界手游《幻塔》；金庸武侠小说 IP 矩阵；魔幻矩阵。公司游戏储备充足，目前公司具有十余款储备游戏，其中包括《女神异闻录：夜幕魅影》(日本 IP+JRPG 题材)、《乖离性百万亚瑟王：环》(策略卡牌)、《一拳超人：世界》(RPG 冒险)、《神魔大陆 2》(西方魔幻题材)及端游产品《Perfect New World(完美新世界)》(MMO 端游)，端游大作《诛仙世界》预计将于 2023 年 12 月进行压轴测试。在版号常态化发放背景下，《女神异闻录》、《神魔大陆 2》、《迷失蔚蓝》等游戏获得版号。

2) 公司积极开拓游戏出海市场，覆盖广泛海外用户群体。2022 年公司在海外发行《梦幻新诛仙》和《幻塔》，获得不错成绩。其中，《幻塔》2022 年 8 月上线海外市场，上线当天在 122 个国家和地区 iOS 游戏下载榜进入 Top 10；2023 年 8 月《幻塔》主机版上线国际市场，上线首日成功进入日、韩、美、德等多个国家新游畅销榜前三，验证了公司具备产出全球化产品的研发实力。

3) 电竞入亚助力产业发展。杭州第 19 届亚运会即将举行，《DOTA2》已入选亚运会。公司组建相关赛事和数据团队，助力亚运电竞赛事顺利执行。

● 影视业务坚持精品化内容路线，电视剧项目排播顺利

23H1 影视业营收为 7.65 亿元，占收入比重 17.15%，yoy +537.97%，毛利率 15.82%。公司出品的《星落凝成糖》、《心想事成》、《云襄传》等精品剧作兼具市场热度与口碑，确认收入带动营业收入增长。同时，公司储备多部影视剧作，包括《许你岁月静好》、《特工任务》和《只此江湖梦》等正在制作、发行、排播过程中，将对公司未来影视业务收入提供支撑。

● 投资建议

公司具备优秀的研发团队与强劲的研发能力；影视业务持续创新有望贡献增长。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 85.07/98.0/110.41 亿元，同比增速分别为 10.9%/15.2%/12.7%；归母净利润分别为 11.58/15.60/18.24 亿元，同比增速分别为 -15.9%/34.7%/17.0%，对应 23-25 年 P/E 21.83/16.21/13.85 倍。公司为游戏行业龙头公司，自研和发行实力强劲，现阶段估值与成长性较为匹配，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

新游戏上线不及预期;行业政策变化风险;行业竞争加剧的风险

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7670	8507	9800	11041
收入同比 (%)	-10.0%	10.9%	15.2%	12.7%
归属母公司净利润	1377	1158	1560	1824
净利润同比 (%)	273.1%	-15.9%	34.7%	17.0%
毛利率 (%)	68.4%	60.7%	61.1%	61.3%
ROE (%)	15.0%	12.6%	16.4%	18.8%
每股收益 (元)	0.71	0.60	0.80	0.94
P/E	17.92	21.83	16.21	13.85
P/B	2.65	2.74	2.66	2.60
EV/EBITDA	13.01	15.11	13.50	17.25

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：影游双翼共助娱乐产业巨头	5
1.1 发展历程：国内影游综合体龙头，娱乐领域布局广泛	5
1.2 股权结构集中，管理层人员稳定	5
1.3 业务模式：影游双轮驱动，游戏业务主推营业收入增长	7
2 游戏业务：积极应对市场变化，游戏出海初显成果	8
2.1 行业情况：游戏行业进入稳步增长阶段，国内版号环境逐步宽松	8
2.2 手游业务：经典品类迭代升级，发力创新品类突破转型	11
2.3 端游业务：端游持续发力，与手游形成多端齐头并进趋势	14
2.4 电竞业务：运营深度赋能，推动电竞业务全面健康发展	15
2.5 游戏出海：品类升级内生驱动，游戏出海初显成果	16
3. 影视业务：精品多元化发展助力营收回转，影视剧作储备丰富	18
4. 竞争优势：精品多元产品矩阵，AI 赋能降本增效	20
4.1 IP 储备丰富，精品矩阵助阵	20
4.2 布局前沿科技应用，助力产品升级焕新	22
5. 盈利预测	23
5.1 关键假设	23
5.2 相对估值	24
风险提示：	25
财务报表与盈利预测	26

图表目录

图表 1 完美世界发展历程	5
图表 2 完美世界股权结构 (截止至 23 年 Q2)	6
图表 3 公司主要高管履历	6
图表 4 2019-2022 年完美世界分部营收 (亿元)	7
图表 5 2019-2022 年完美世界营收结构	7
图表 6 2018-2022 年公司毛利率	7
图表 7 2018-2022 年游戏业务营业收入及同比增速	8
图表 8 2018-2022 年游戏业务细分产品收入占比变化	8
图表 9 全球手机游戏收入(GOOGLE ANDROID + IOS) (亿 CNY)	9
图表 10 中国移动游戏市场收入	9
图表 11 2022 年 4 月至 2023 年 7 月国产版号数量	10
图表 12 中国游戏厂商的竞争格局	10
图表 13 2018-2022 年完美世界手游收入 (亿元)及增速	11
图表 14 2022 年各品类游戏占比	11
图表 15 《梦幻新诛仙》与《星落凝成糖》	12
图表 16 《梦幻新诛仙》场景设计	12
图表 17 《梦幻新诛仙》上线至今 IOS 畅销榜排名情况	13
图表 18 《幻塔》人物形象	13
图表 19 《幻塔》游戏主城“镜都”大屏	13
图表 20 《幻塔》捏脸界面	14
图表 21 《幻塔》炫酷特效界面	14
图表 22 2016-2022 年中国端游实际销售收入及增长率	14
图表 23 2018-2022 年完美世界端游收入 (亿元) 及增速	14
图表 24 任贤齐再度回归担任《诛仙 3》端游代言人	15
图表 25 《诛仙 3》实时光影渲染	15
图表 26 中国电竞市场实际收入 (亿元) 及增长率	16
图表 27 《DOTA 2》全球最高级别赛事 Ti9	16
图表 28 CS: GO 首款秦腔主题音乐盒	16
图表 29 完美五姐妹	16
图表 30 2014-2022 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 (亿美元) 及增长率	17
图表 31 蒸汽平台界面	17
图表 32 2019-2022 年影视剧制作收入及增速	18
图表 33 2019-2022 年完美世界影视细分产品收入	18
图表 34 2023 首都电视节目春推会中完美世界展示剧作	19
图表 35 完美世界游戏 IP 矩阵	20
图表 36 完美世界游戏产品储备(PIPELINE)	21
图表 37 AI 赋能游戏多模块工作	22
图表 38 2021-2025E 公司各业务收入拆分	23
图表 39 可比公司估值 (截止至 2023 年 9 月 25 日)	25

1 公司概况：影游双翼共助娱乐产业巨头

1.1 发展历程：国内影游综合体龙头，娱乐领域布局广泛

完美世界是我国领先的游戏和影视综合公司。公司聚焦网络游戏的研究、发行及运营业务，同时布局电视剧、电影制作等影视业务。2004 年，完美世界游戏正式成立，创立初期致力于端游开发，先后推出了《完美世界》、《诛仙》等端游产品，奠定公司老牌端游厂商的领先地位。2013 年后，公司着手“端转手”战略，迅速开展移动网络游戏的布局，先后推出了《诛仙》、《梦幻新诛仙》、《幻塔》等多款精品手游，使手游成为公司营业收入的主要驱动力。2021 年，公司正式发布蒸汽平台，并举行了 2021 完美世界战略发布会，以“永不止步”的理念助力品牌升级。影视业务方面，2008 年完美影视成立，进入国内影视文化投资、制作及发行机构的第一梯队，相继推出了《非常完美》、《婚姻保卫战》、《星落凝成糖》等一系列高热度产品。2014 年，完美影视借助金磊股份登录 A 股市场，并于 2016 年将游戏业务注入 A 股市场，实现影游双擎航母启程。

图表 1 完美世界发展历程

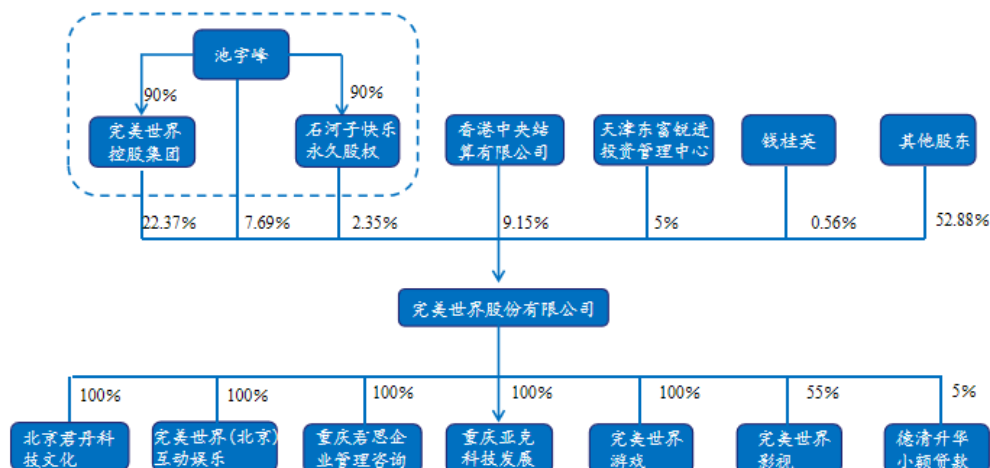


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层人员稳定

公司股权结构集中，池宇峰为公司实际控制人。截止至 23 年 Q2，池宇峰共持有公司 29.94% 的股份。

图表 2 完美世界股权结构 (截止至 23 年 Q2)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

管理层具备优秀的教育背景与丰富的行业经验。公司创始人池宇峰在游戏、影视、教育、电竞、院线等行业具备丰富的经验，目前担任完美世界控股的执行董事长，参与公司经营战略和组织框架调整。公司现任 CEO 萧泓于 2015 年加入完美世界，帮助公司成功返回 A 股上市，具备强大的运营能力和丰富的行业经验。公司管理层稳定且行业经验丰富，为公司发展奠定坚实的基础。

图表 3 公司主要高管履历

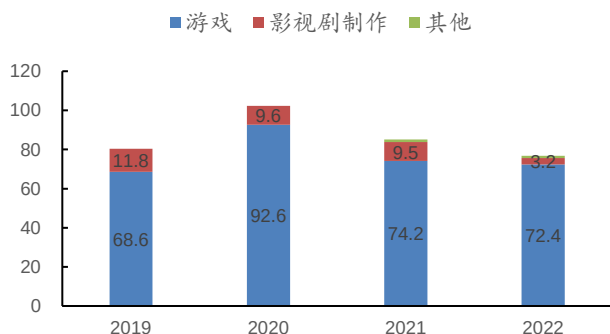
姓名	职务	年龄	主要履历
池宇峰	董事长	51	清华大学化学学士、中欧国际工商管理学院管理硕士、新加坡管理大学工商管理博士 曾任北京金洪恩电脑有限公司董事长、清华紫光股份有限公司副总裁兼首席技术官、北京洪恩教育科技股份有限公司董事长 现任 iHuman Inc. 董事长、完美世界(北京)网络技术有限公司董事长兼执行董事、石河子快乐永久股权投资有限公司执行董事及总经理、完美世界游戏有限责任公司董事长、完美世界控股集团有限公司执行董事及总经理
萧泓	董事兼首席执行官	56	清华大学物理学学士、美国南加州大学工程学硕士及博士 曾任 Perfect World Co., Ltd. 高级副总裁、首席运营官、联席 CEO 及首席执行官 现任完美世界游戏有限责任公司董事、本公司董事兼首席执行官
鲁晓寅	董事、联席首席执行官兼总裁	44	中国长江商学院高级管理人员工商管理硕士 曾任北京欢乐亿派科技公司艺术总监、完美世界(北京)网络技术有限公司副总裁、Perfect World Co., Ltd. 高级副总裁及首席艺术官、完美世界游戏有限责任公司高级副总裁 现任完美世界游戏有限责任公司首席执行官、本公司总裁、董事兼联席首席执行官

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 业务模式：影游双轮驱动，游戏业务主推营业收入增长

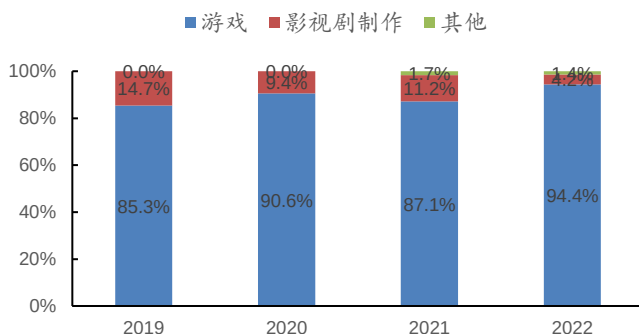
影游双轮驱动营业收入稳定，游戏业务是公司收入的主要来源。公司自成立以来，营业收入稳定。2021 年营业收入下降主要系游戏及影视产品周期因素等。2022 年营业收入下降主要系公司调整海外游戏业务布局，老产品流水有一定程度下滑。公司主营业务包括游戏和影视两大板块。其中，影视业务占比近些年在逐步减少，由 2019 年的 14.7% 下降到 2022 年的 4.2%。游戏业务方面，2022 年游戏业务营收为 72.4 亿元，占营业收入比例为 94.4%，游戏业务占比的持续增长主要系《幻塔》手游上线和诛仙 IP 精品游长线运营不断驱动。

图表 4 2019-2022 年完美世界分部营收（亿元）



资料来源：公司年报，华安证券研究所

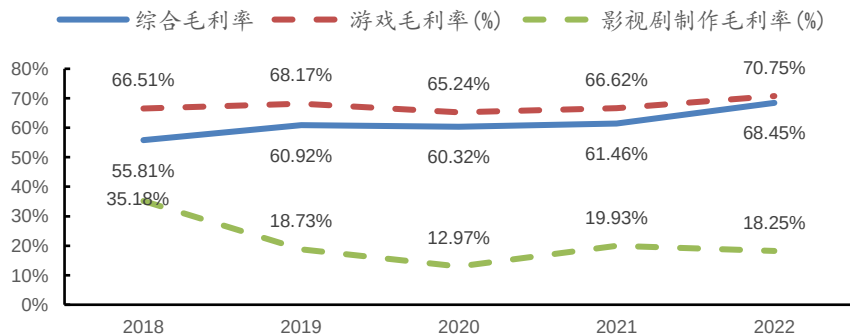
图表 5 2019-2022 年完美世界营收结构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

近些年，公司游戏业务毛利率保持高位，影视业务毛利率下滑后有所上升。2018 年以来，公司整体毛利率稳定增长，主要系游戏行业毛利率的驱动。2022 年公司毛利率达到 68.45%，实现历史新高，处于行业中较高水平。游戏业务方面，2022 年毛利率达到 70.75%。影视业务方面，受行业环境及政策环境的影响，毛利率远低于游戏行业，但影视毛利率自 2020 年跌至谷底之后，毛利率有所反弹，2022 年影视业务毛利率达到 18.25%。2022 年公司整体毛利率较高，主要系：1) 游戏业务收入占营业收入的比重较上一年同期增加；2) 《梦幻新诛仙》、《幻塔》等游戏业绩表现良好，带动游戏业务毛利率提高。

图表 6 2018-2022 年公司毛利率



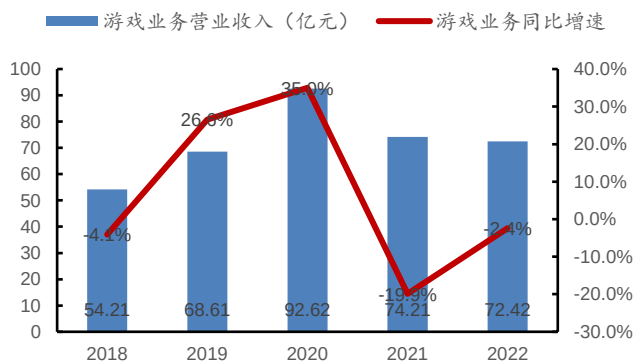
资料来源：公司年报，华安证券研究所

2 游戏业务：积极应对市场变化，游戏出海初显成果

23H1，游戏业务收入 36.4 亿元，占收入比重 81.7%，同比下降-2.46%；2022 年公司游戏业务实现营业收入 72.42 亿元，占收入比重 94.42%，同比下降 2.4%。游戏业务营业收入的下降主要系公司调整海游戏业务布局，出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队。扣除上述欧美子公司的影响后，报告期内游戏业务实现营业收入为 71.99 亿元，较上年同期上升 6.09%。游戏业务整体的增长主要来自《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《完美世界：诸神之战》等产品贡献的良好业绩增量。特别是《梦幻新诛仙》以及《幻塔》两款游戏，分别在 2021 年 6 月和 12 月上线后，全球的累计收入都已经超过了 30 亿元。

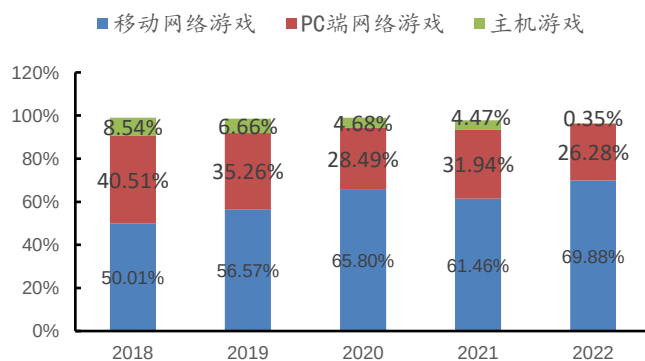
就游戏业务细分板块来看，新品表现优异拉动移动游戏业务增长。2022 年手机游戏收入 50.6 亿元，同比增加了 10.97%，这主要系新品游戏《幻塔》和老牌游戏《梦幻新诛仙》的收入贡献。2022 年端游营业收入 19 亿元人民币，同比下滑 19.71%，系产品周期有一定老化。

图表 7 2018-2022 年游戏业务营业收入及同比增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 8 2018-2022 年游戏业务细分产品收入占比变化

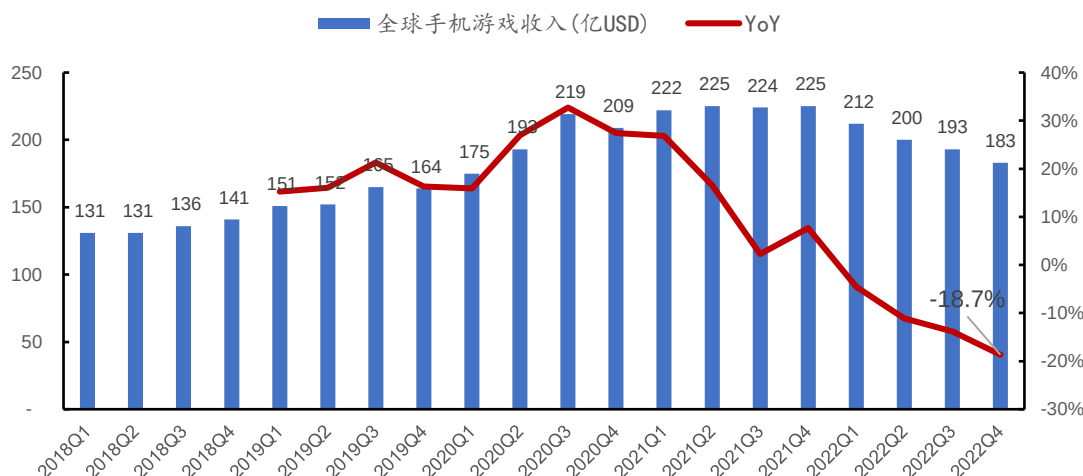


资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.1 行业情况：游戏行业进入稳步增长阶段，国内版号环境逐步宽松

由于全球疫情和通胀因素，全球游戏行业在 2022 年进入高速增长后的调整阶段，全年游戏大盘收入有一定程度下滑。2022 年 Q4 全球手机游戏收入 183 亿美元，同比下降 18.7%。2022 年全球手游收入为 788 亿美元，同比下降 12.1%。手机游戏收入下降主要系：1) 放开的疫情防控政策导致封控带来的居家红利逐渐消散；2) 美国带来的通胀导致物价上涨，消费者在游戏业务支出意愿受限；3) 智能手机渗透率达到峰值，游戏用户增长受到瓶颈。4) 游戏行业受制于自身创新周期。

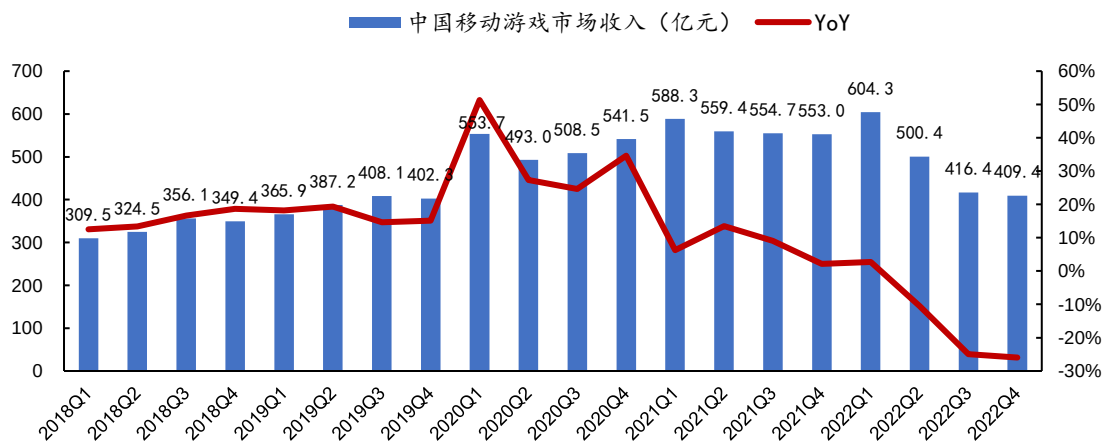
图表 9 全球手机游戏收入(google android + IOS) (亿 CNY)



资料来源: Sensor Tower, 华安证券研究所

中国移动游戏收入出现首次下滑。2022 年,中国移动游戏市场实际销售收入为 1930.6 亿元,比 2021 年减少 324.8 亿元,同比下降 14.40%。移动游戏收入的下降主要系: 1) 用户规模下降,移动游戏用户规模增长已经停滞; 2) 行业对市场预期不够乐观、头部企业立项谨慎、中小企业难获投资,导致游戏新品上线减少; 3) 受国内疫情影响,游戏企业面临经营成本大幅提高、项目储备不足、团队工作效率大幅降低等挑战。

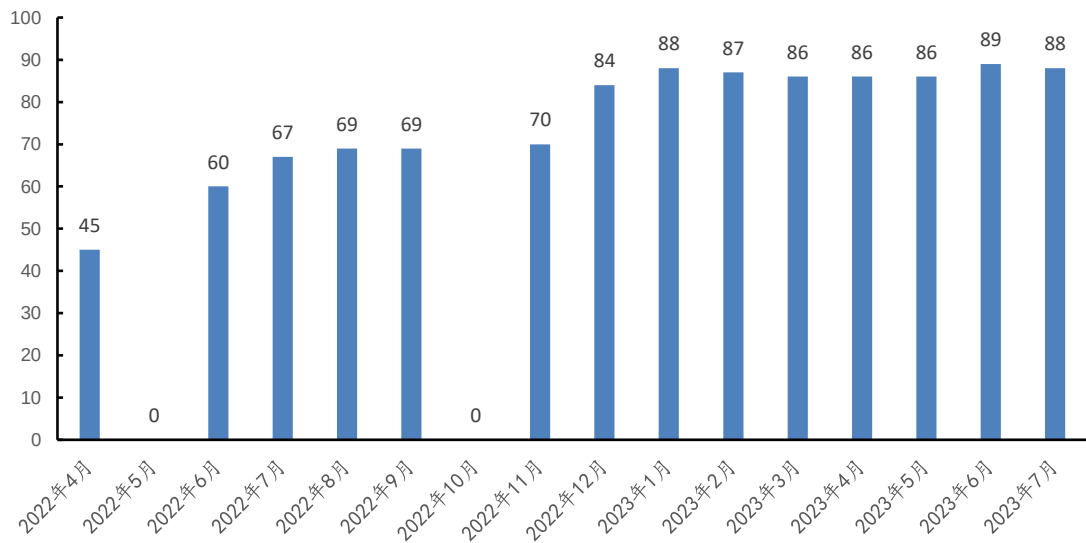
图表 10 中国移动游戏市场收入



资料来源: 伽马数据, 华安证券研究所

国内游戏版号停发阶段结束,申请机制逐渐完善,游戏版号迎来春天。在经历了 21 年版号短暂停发之后,2022 年初至 2023 年 7 月累计发放 610 款国产版号,从数量上来看,每月平均有 80 多款游戏版号发布,版号释放频率和数量逐渐趋于稳定,标志着版号发放有望进入常态化阶段。版号发放质量有所提升,促进企业向精品化转型和游戏行业的良性发展,推动整个游戏行业实现多元化和丰富化的发展。

图表 11 2022 年 4 月至 2023 年 7 月国产版号数量



资料来源：国家新闻出版总署，华安证券研究所

游戏行业头部企业规模效应突出，占据大半市场份额。按照国内上市游戏企业游戏业务营收情况来看，2022 年游戏营收额达到 100 亿元以上的企业有腾讯控股、网易、三七互娱、世纪华通。业务营收额在 50-100 亿元之间的有完美世界、吉比特、哔哩哔哩。其中，腾讯控股和网易占据我国绝大部分游戏市场，是国内游戏产业的龙头公司。目前，腾讯、网易、三七互娱、完美世界等游戏大厂具备多款热门游戏 IP 产品，如腾讯的《王者荣耀》、网易的《大话西游》手游、三七互娱的《斗罗大陆》、以及完美世界的《诛仙》。但随着当前中国游戏产业市场成熟、用户审美提升、用户红利消失，现有产品的运营创新、新游戏产品的推广、热门 IP 的产品孵化、游戏产品的出海都成为游戏企业提高业务收入与竞争优势的关键。

图表 12 中国游戏厂商的竞争格局

企业	竞争优势	知名产品
腾讯控股	在国内有极强的社交渠道优势，牢牢占据社交流量入口。游戏领域的发行、自研和投资实力均为全球领先。	王者荣耀、和平精英、Supercell 产品矩阵、英雄联盟手游、穿越火线、金铲铲之战
网易	游戏长线运营实力极强，梦幻西游和大话西游 IP(端游+手游)运营至今将近 20 年。公司美术风格差异化强，游戏产品较为精品。	梦幻西游、阴阳师、大话西游、率土之滨、明日之后、光遇、第五人格
三七互娱	拥有国内最大的二次元 ACG 用户社区，对于运营有 IP 的二次元游戏有经验优势。	Puzzles & Survival、斗罗大陆:魂师对决、云上城之歌、叫我大掌柜、斗罗大陆:武魂觉醒
世纪华通	腾讯的重要合作伙伴。公司有运营传奇类游戏的悠久历史，传奇游戏复购情况好，客单价高。	盛趣旗下传奇游戏、点点互动、龙之谷手游、龙之谷

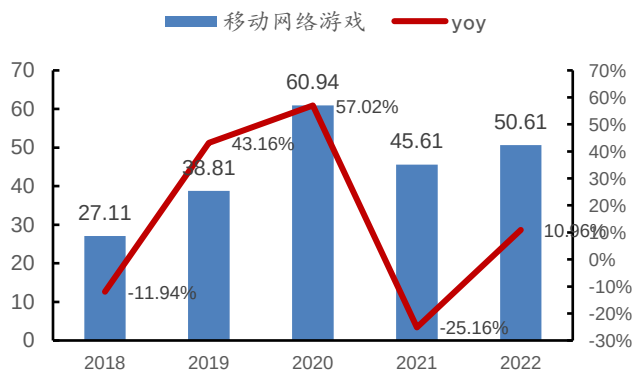
完美世界	是国内传统的 MMORPG 领域大型厂商。聚焦“30+X”与“卡牌+X”两大核心赛道，推动经典品类 MMO 的迭代升级的同时，在美术风格和玩法设计上加入二次元、开放世界等全新元素。	诛仙、完美世界、梦幻新诛仙、幻塔、完美世界:诸神之战、天龙八部 2
吉比特	公司长线运营实力较强，存量产品流水较稳固，现金流状况较好，一直稳定分红。具备差异化产品与美术风格，重视对童年 IP 的挖掘。	一念逍遥、问道、奥比岛: 梦想国度、摩尔庄园
哔哩哔哩	拥有国内最大的二次元 ACG 用户社区，对于运营有 IP 的二次元游戏有经验优势。二次元用户群体是付费能力较强较为稳定的用户群体。	FGO、碧蓝航线、公主连结等

来源: Wind, 公司官网, Taptap, 华安证券研究所

2.2 手游业务: 经典品类迭代升级, 发力创新品类突破转型

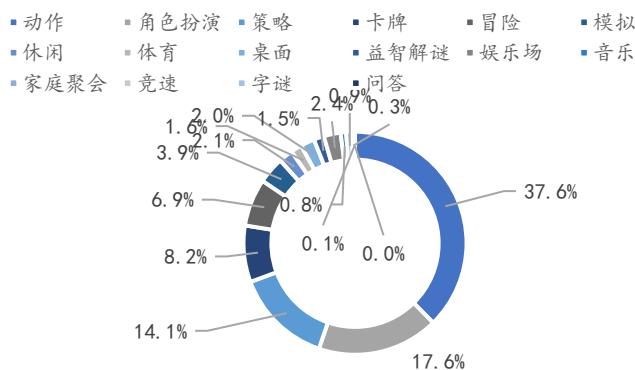
完美世界具备 MMORPG 品类竞争优势, 布局赛道十余年, 研运经验丰富。角色扮演是国内游戏用户最偏好品类之一, 2022 年, 角色扮演类游戏占比 17.6%, 是继动作类游戏收入占比第二大品类。公司成立之初着力发展端游 RPG 产品, 创造出《诛仙》、《完美世界国际版》、《笑傲江湖》等多款经典端游, 持续为公司创造收入。为顺应“端转手”的行业趋势, 公司采取将端游的成熟 IP 植入手游行业, 研发出《诛仙》手游、《梦幻新诛仙》等产品。端转手策略带动公司营业收入增长, 2022 年手游收入为 50.61 亿元, 同比增长 10.97%。此外, 公司注重产品创新与升级, 在美术风格和玩法设计上加入二次元、开放世界等全新元素体系。

图表 13 2018-2022 年完美世界手游收入 (亿元)及增速



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 14 2022 年各品类游戏占比



资料来源: 七麦数据, 华安证券研究所

重点手游一:《梦幻新诛仙》

《梦幻新诛仙》是诛仙 IP 新一代旗舰之作, 实现玩法、技术、营销、文化传播多维创新。《梦幻新诛仙》于 2021 年 6 月在国内公测, 研发之初即立足长远, 创新突破, 并以长线思维切入品牌营销, 上线至今全球累计流水已超过 30 亿元。

- **在玩法上**, 不仅延续了经典回合制的战斗玩法, 同时还融入了诸多创新策略元素。打造了自由真实的仙侠大世界, 通过十五张大世界地图、十八个场景、以及诸多的原著 IP 仙友、萌宠神兽, 呈现了更好的视觉体验。此外,

游戏针对不同玩家提供丰富的玩法，为 PVP 玩家提供 PK 玩法，为 PVE 玩家提供十大妖王、蛮荒迷宫、副本挑战等诸多内容，为休闲玩家提供诸多休闲玩法，如捉妖玩法等。

- **在技术上**，《梦幻新诛仙》采用智能 NPC 与 IK 技术，使得 NPC 具有丰富的微表情，为玩家提供真实自然的交互体验。整体光影和细节突破了传统 Unity 3D 的限制，在 3D 建模、真实光影细节、飞剑粒子特效和人物清晰度之上体现画面表现力。
- **在营销上**，该游戏实现影游联动，通过多元化、定制化的营销方案与形式，满足年轻一代对潮流的追求与个性化需求。《梦幻新诛仙》创新性地与热门剧集《破事精英》进行深度影游联动，根据游戏玩家真实故事在《破事精英》中定制专属剧集，引起玩家共鸣，形成破圈传播；《梦幻新诛仙》还与公司出品的古装神话剧集《星落凝成糖》进行深度内容联动，通过专属活动、联动时装、绝美场景等众多精彩内容，为游戏内外的观众提供绝美体验。
- **在文化传播上**，《梦幻新诛仙》邀请江苏省演艺集团京剧院作为艺术指导，国家一级作曲、音乐制作人崔安强老师谱曲，推出京歌《念奴娇》，用年轻人的方式传颂国粹，弘扬国粹魅力。

图表 15 《梦幻新诛仙》与《星落凝成糖》



资料来源：《梦幻新诛仙》官网，华安证券研究所

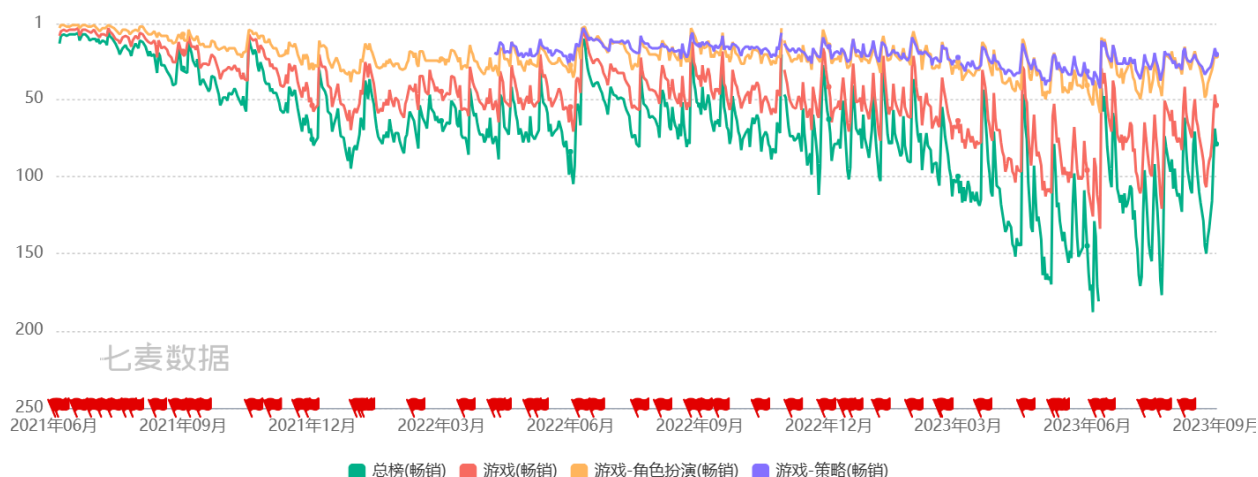
图表 16 《梦幻新诛仙》场景设计



资料来源：《梦幻新诛仙》官网，华安证券研究所

《梦幻新诛仙》生命周期稳定，展现长线运营新方向。游戏上线至今在 IOS 畅销榜总榜排名平均稳定在 70 名左右，持续为公司贡献营业收入。深耕精细化用户生态，《梦幻新诛仙》围绕活跃、粘性强、善于社交、对游戏有深厚情感积淀的玩家，持续投入资源，搭建和完善精细化的用户生态。持续更新聚焦玩家的影游联动策略，进入“影游联动 3.0”。通过玩家视角，讲述玩家故事，引起他们的共鸣，借助玩家口碑的传播，达到品牌提升和产品曝光的目标。随着行业竞争的愈发激烈，一款志向未来的长线产品需要具备的不仅是坚实的产品力，同样还有开拓性的运营思维。

图表 17 《梦幻新诛仙》上线至今 IOS 畅销榜排名情况



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

重点手游二：《幻塔》

《幻塔》是二次元调性的多人在线开放世界手游。《幻塔》是由公司旗下 Hotta Studio 研发的虚幻引擎 4 移动产品，是在创新品类上多元融合的代表作之一，荣获 TGA 2022 年“最佳移动游戏”提名和 UOD“年度游戏大奖”，于海内外市场收获了良好的口碑与收益。《幻塔》游戏于 2021 年 12 月上线，首月新增用户过千万，首月流水近 5 亿元。《幻塔》一方面为完美世界带来了超千万的新用户，贡献了超高的收益；另一方面，刷新了玩家对完美世界只会做传统 MMO 的认知，证明了老牌游戏厂商也有实力研发符合 Z 世代审美的新品类。此外，《幻塔》通过发起游戏主城“镜都”的大屏企划，激发玩家二次创作热情，让玩家能够在游戏里的镜都大屏、影院和电视频道观看原创作品，带给玩家全新游戏体验。

图表 18 《幻塔》人物形象



资料来源：《幻塔》官网，华安证券研究所

图表 19 《幻塔》游戏主城“镜都”大屏



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注重剧情向内容投放。与其他 RPG 游戏相比，《幻塔》手游在投放内容上有一定的创新性。在带入情境方面，通过素材把玩家迅速带入到“拓荒者”的特定角色当中，引导玩家体验艾达星上的冒险旅程。此外，基于游戏自身“轻科幻废土风”和“自由探索”的定位，投放素材全面展现 360 度的开放大世界。素材内容将重要地图进行了场景化拆分，攀爬、游泳、飞跃和滑翔等均有所呈现，这类素材可以吸引玩家体验高

自由度的探索，解锁更多的场景地图。

针对泛用户和 ARPG 玩家的投放侧重点有明显区别。在针对泛用户的投放素材中，“百变捏脸”、“绝美霓裳”等素材仍是投放主流。幻塔呈现的素材颗粒更细、参数更丰富，打造自身专属形象。针对偏好动作游戏的 ARPG 玩家设计中，畅爽的动作战斗系统是投放重点。素材中主要以展示各类炫酷的特技效果为主，突出武器独特的技能以及百变的战斗模式，滞空战斗、子弹时间、元素反应等大招出现频次较多。

图表 20 《幻塔》捏脸界面



资料来源：哔哩哔哩，《幻塔》，华安证券研究所

图表 21 《幻塔》炫酷特效界面

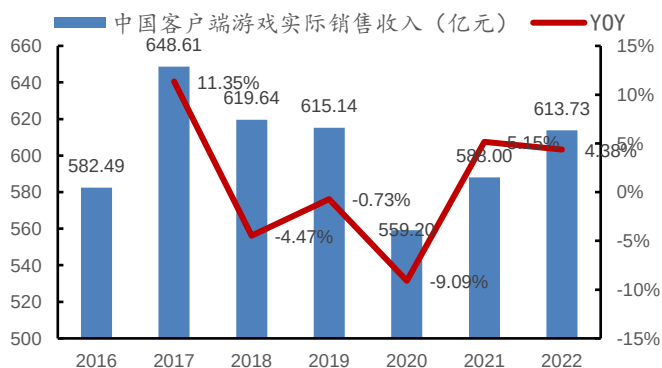


资料来源：哔哩哔哩，《幻塔》，华安证券研究所

2.3 端游业务：端游持续发力，与手游形成多端齐头并进趋势

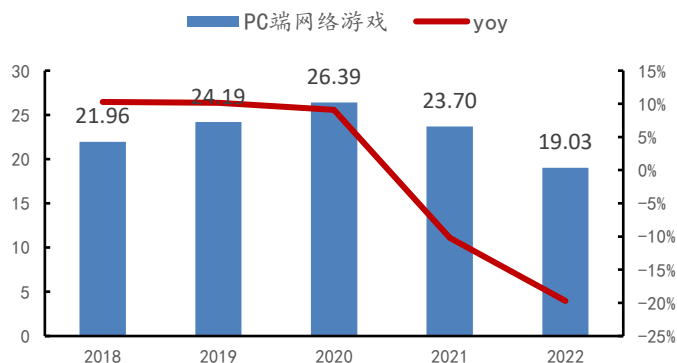
坚持端游精品迭代，IP 生命周期长。完美世界是国内最早发行端游产品的厂商之一。以《诛仙》、《完美世界国际版》为代表的经典端游产品显著呈现出生命周期较长、用户粘性较高的特点，是公司收入的重要组成部分。2022 年公司端游业务营业收入为 19.03 亿元，同比下降 19.71%。国内端游业务表现良好，在国内页游、手游、电竞产业的相关数据都处于下滑态势的情况下，2022 年客户端游戏市场是唯一保持正向小幅增长的类别，销售收入为 613.73 亿元，同比增长 4.38%，连续两年实现增长。国内市场客户端游戏核心用户玩家的游戏习惯、付费习惯和付费率相对稳定，端游市场较为稳定。公司坚持端游精品迭代发展可以较好的帮助公司进行端转手的客群转换，并且可以较好的积累游戏研发技术。

图表 22 2016-2022 年中国端游戏实际销售收入及增长率



资料来源：中国音数协电竞工委，华安证券研究所

图表 23 2018-2022 年完美世界端游收入 (亿元) 及增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

重点端游介绍：《诛仙》端游

画面精美，剧情饱满，PVE 和 PVP 的玩法丰富多样，适合各类玩家体验。在画面表现方面，使用了先进的光影渲染技术，使游戏场景拥有细致的光影效果和真实感。人物造型优美逼真，各种神器、法术、技能等表现流畅。在剧情表现方面，以原著小说为基础拓展了更为丰富的情节，充满了仙侠、玄幻和修真元素，为玩家呈现了一条充满传奇色彩的仙侠之路。在玩法方面，采用了传统的 MMORPG 玩法，玩家可以在游戏中切身体验到游戏画面精美、技能特效炫酷和打击感十足的世界。玩家不仅可以通过游戏主线任务、支线任务、门派任务等方式进行 PVE 玩法，还可以进行切磋、寻宝诛魔、遗迹探秘等多种 PVE 类游戏玩法。游戏 PVP 玩法分为门派战和竞技场两种，给玩家较多以精彩的战斗对抗为核心的数值体验。

图表 24 任贤齐再度回归担任《诛仙 3》端游代言人



资料来源：《诛仙 3》官网，华安证券研究所

图表 25 《诛仙 3》实时光影渲染

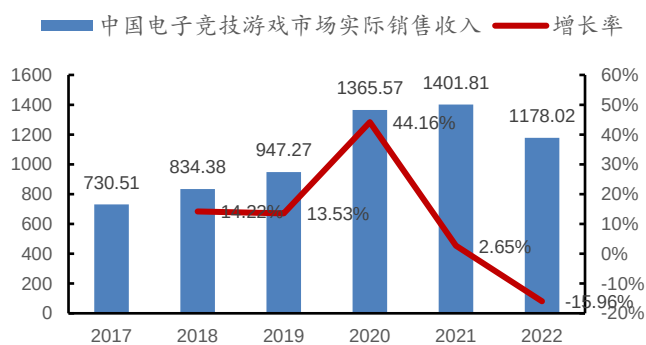


资料来源：《诛仙 3》官网，华安证券研究所

2.4 电竞业务：运营深度赋能，推动电竞业务全面健康发展

打造完整、立体的赛事体系和保障体系，助力电竞业务稳健发展。公司具备从 Valve 获得的两款顶级电竞大作《DOTA2》、《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》。在政府政策扶持、核心用户群体量基础稳固、产业链的成熟与市场扩容的发展优势下，电竞产业市场螺旋上升、大有可为。最近 5 年内，公司共举办了 17 次大型电竞赛事，累计有 10 万名观众现场参与。其中，2019 年首次举办了《DOTA 2》在全球最高级别的赛 Ti9，其线上线下总观看人数破两亿。2023 年，公司逐步也将电竞重心转移到线下，开启更多精彩赛事。

图表 26 中国电竞市场实际收入 (亿元) 及增长率



资料来源: 中国音数协电竞工委, 华安证券研究所

图表 27 《Dota 2》全球最高级别赛事 Ti9



资料来源: Ti9, 华安证券研究所

电竞产业新生态: 虚实共“竞”、数体并“融”。首先, 电竞接轨大体育。“电竞+传统体育”布局加速形成, 电竞入亚为电竞行业带来机遇。2021 年 11 月, 完美世界代理的 DOTA2 入选杭州亚运会, 成为正式的竞赛项目。借助亚运会, DOTA2 将会吸收更多传统体育体系的成熟经验。其次, 电竞融入数字化创新。从传统文化中寻找新的结合点, 2022 年 CS:GO 国服五周年之际, 公司推出 CS:GO 首个中文音乐盒《花脸》, 采用了秦腔元素, 又创新性地融合了摇滚、游戏等内容, 向 4000 万全球用户, 特别是向 Z 世代传递了中国非遗文化瑰宝秦腔之美。从数字化创新中探索新的价值点。公司创建的虚拟偶像公会 PW-Live, 旗下有“TWINKLE.STAR (完美五姐妹)”等超过 30 位虚拟偶像。其中 CS:GO 虚拟主播古堡龙姬曾担任“上海市反电信网络诈骗中心宣传员”, 以更潮、更年轻化的方式来传播公益, 让反电信网络诈骗宣传深入人心。

图表 28 CS: GO 首款秦腔主题音乐盒



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 29 完美五姐妹



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

2.5 游戏出海: 品类升级内生驱动, 游戏出海初显成果

积极开拓游戏出海市场, 覆盖广泛海外用户群体。公司出海的游戏产品主要是《梦幻新诛仙》和《幻塔》。《梦幻新诛仙》手游于 2022 年 3 月在海外多地同步上线, 继承与革新一体, 创新与传统融合, 借助升级的游戏品质、丰富的战斗策略、多元的社交互动, 赋予广大海外玩家不一样的仙侠世界体验。《幻塔》手游于 2022 年 8 月在欧美、日韩、东南亚、中国香港、中国澳门及中国台湾等全球多地正式上

线，上线当天即登顶 36 个国家和地区 iOS 下载榜，并在 122 个国家和地区 iOS 游戏下载榜进入 Top 10，验证了公司具备产出全球化产品的研发实力。2023 年 8 月，《幻塔》主机版本在国际市场正式上线，取得了令人瞩目的成绩。上线当天，游戏迅速进入日本、韩国、美国、德国、法国等全球多个国家和地区的新游畅销榜前三名，而第二天更加惊艳地登顶。在接下来的连续多天里，《幻塔》牢牢占据新游畅销榜前五名的稳定位置，在全球许多国家和地区的本地热门榜单中名列前十名。公司目前研发的多款游戏具备全球发行的潜力。此外，中国自主研发游戏海外市场广阔，游戏出海有望助力公司业绩稳健增长。

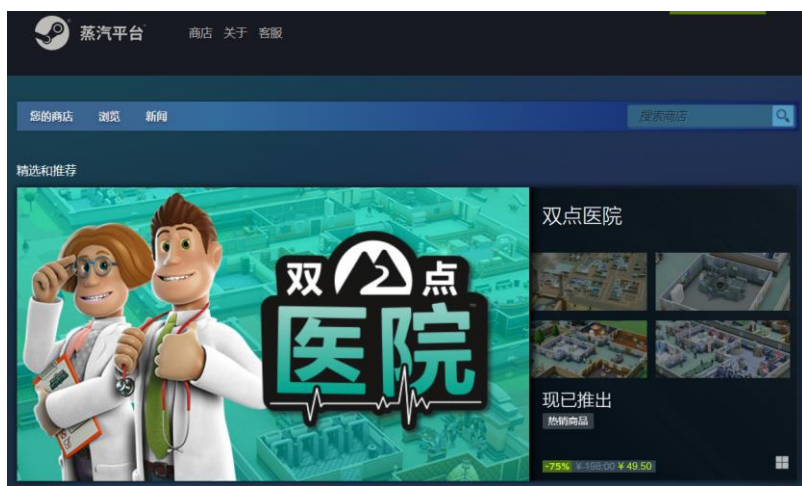
图表 30 2014-2022 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元）及增长率



资料来源：中国音数协电竞工委，华安证券研究所

Steam 平台(蒸汽平台)助力国内精品独立游戏成功出海。Steam 平台(蒸汽平台)是全球最大的 PC 游戏发售平台，中国版的 Steam 是公司 Valve 公司达成授权协议，进行授权的中国区的 Steam 游戏发售平台。未来，蒸汽平台会进一步加强与海内外厂商的合作，依靠与 Steam 的合作关系优势协助国内独立精品游戏成功出海，同时完成海外优秀 PC 作品在国内的商业化落地。

图表 31 蒸汽平台界面



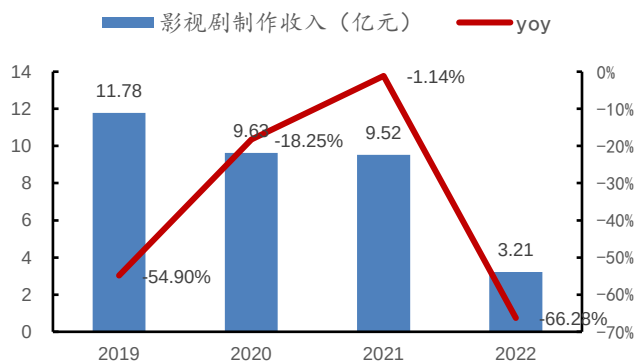
资料来源：蒸汽平台官网，华安证券研究所

3. 影视业务：精品多元化发展助力营收回转，影视剧作储备丰富

影视业务整体向好，精品化、多元化聚集有望推动营收回暖。23H1 影视业营收为 7.65 亿元，占收入比重 17.15%，yoy +537.97%，毛利率 15.82%。完美世界影视业务创立于 2008 年，至今参与创作、出品及发行的优秀影视作品已超过 200 部，收获专业奖项 300 余个。在长视频平台全力推动降本增效的背景下，完美世界影视制作收入持续下滑，2022 年影视剧制作收入有 3.21 亿元，同比下降 66.28%。其中，电视剧为主要收入来源。在“精品”、“多元”的底层逻辑下，并坚持“内容为王”的理念，完美世界影视业务有望持续复苏。

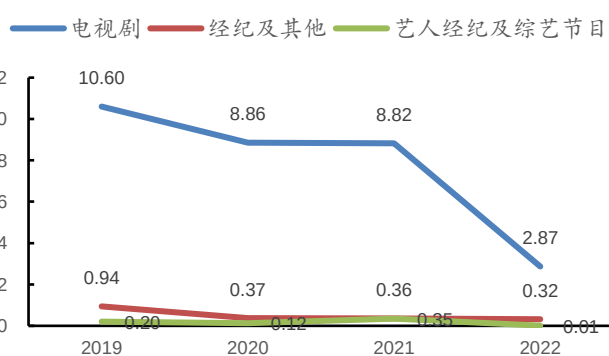
23H1，公司出品的《星落凝成糖》《心想事成》《云襄传》《温暖的甜蜜的》《护心》《追光的日子》等精品电视剧已经上线播出，热度与口碑均较好。此外，公司储备的影视作品，包括《许你岁月静好》、《特工任务》、《只此江湖梦》、《赤热》、《九个弹孔》、《执行局》、《危险的她 2》、《珠玉在侧》、《神隐》、《欢迎来到麦乐村》、《幸福草》等，这些储备影视作品正在制作、发行、排播过程中。

图表 32 2019-2022 年影视剧制作收入及增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 33 2019-2022 年完美世界影视细分产品收入



资料来源：公司年报，华安证券研究所

影视剧作储备丰富，不断拓展创作的“广度”、“深度”、“新鲜度”。“广度”是指用题材多元、类型多样的优质作品满足观众日益提高的审美需求；“深度”是通过深刻讨论故事情节，反思事件背后的社会问题，传达积极向上的价值观；“新鲜度”是指通过对社会时代变化与发展趋势的洞察，全新创作表达某一特定主题或情节，以满足观众对于新鲜感的需求。完美世界影视在 2023 首都电视节目春推会上展示多款影视储备产品，品类多样。其中，绝大多数作品拟在 2023 年播出，有望提升公司影视收入。未来，完美世界影视将不断创新创作思路和主题，打造更多具有思想深度、社会和艺术价值并存的精品。

图表 34 2022 完美世界影视春季北京电视节目交易会



来源：完美世界影视官网，华安证券研究所

4. 竞争优势：精品多元产品矩阵，AI 赋能降本增效

4.1 IP 储备丰富，精品矩阵助阵

围绕 IP 深耕，构建精品内容矩阵。开拓创新，打造全新潮流新品，扩宽赛道多元布局。目前，公司已拥有“完美世界”IP 矩阵、“诛仙”IP 矩阵、武侠矩阵、魔幻矩阵以及以“幻塔”为代表的潮流新品矩阵。完美世界 IP 和诛仙 IP 是公司两大经典 IP，满足不同用户群体需求。其中，完美世界系列主要针对男性群体，诛仙系列男女比例 1:1。武侠矩阵方面，完美世界是拥有金庸武侠小说 IP 最多的游戏公司，包括《笑傲江湖》、《射雕英雄传》、《倚天屠龙记》、《神雕侠侣》等 4 部作品在中国大陆地区的移动终端游戏软件独家专有改编权。潮流新品 IP 方面，公司积极应对市场变化，借助《幻塔》等创新品类游戏，有效覆盖至新一代用户群体，形成新老用户兼容并蓄的新格局。其中，在动漫 IP 方面，公司布局国漫与游戏的生态融合，主抓未来潜在用户，与彩条屋合作获得《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》、《西游记之大圣归来》三部动画电影 IP 授权。此外，完美世界游戏与哔哩哔哩、艺画开天签订合同，共同打造多端“灵笼”系列 IP 游戏，共创国产动漫 IP 新篇章。

图表 35 完美世界游戏 IP 矩阵



资料来源：公司公告，华安证券研究所

游戏产品储备充足，种类齐全。完美世界储备了多款游戏以承接经典游戏增厚业绩。其储备产品中既有经典品类多端产品《诛仙 2》、《代号：新世界》、《神魔大陆 2》以及端游产品《诛仙世界》、《Perfect New World》等，又有创新品类的《一拳超人：世界》、《乖离性百万亚瑟王：环》、《女神异闻录：夜幕魅影》等。其中，《诛仙世界》、《一拳超人：世界》、《女神异闻录：夜幕魅影》等已完成首测，玩家反馈良好。《一拳超人：世界》在好游快爆平台 4.3 万人预约，评分 8.7。此外，完美世界正在研发一款基于国产科幻动画大作《灵笼》IP 的多人开放世界项目，以及原创 IP 开放项目和原创 IP 模拟经营项目。

图表 36 完美世界游戏产品储备(pipeline)

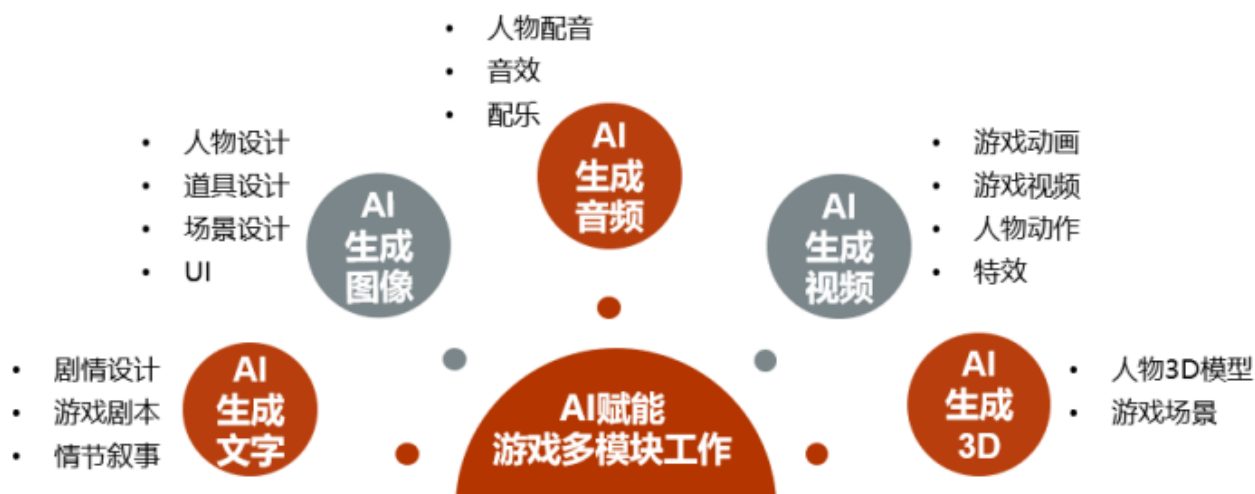
游戏名称	平台	品类	研发方	版号	进度
诛仙 2	手游+多端	MMORPG	自研	暂无	研发中
神魔大陆 2	手游+多端	MMORPG	自研	已获得	已测试
代号新世界	手游+多端	MMORPG	自研	暂无	研发中
Perfect New World	端游+主机	MMORPG	自研	-	已测试
诛仙世界	端游	MMORPG	自研	暂无	预计 2023 年 12 月测试
一拳超人：世界	手游+多端	二次元，ACT	自研	暂无	已测试
乖离性百万亚瑟王：环	手游+多端	二次元，CCG	自研	暂无	已测试
女神异闻录：夜幕魅影	手游+多端	二次元 IP 改编	自研	已获得	已测试
灵笼 IP 多人开放世界	手游	多人开放项目	自研	暂无	研发中
CODE NAME:X	手游	JRPG	自研	暂无	暂未测试
《代号 Lucking》	手游	-	自研	-	研发中
原创 IP 模拟经营项目	多端	模拟经营	自研	暂无	研发中
原创 IP 开放世界项目	多端	开放世界	自研	暂无	研发中
代号 J	多端	MMOPRG	自研	暂无	2023 年 9 月测试

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 布局前沿科技应用，助力产品升级焕新

AI 应用赋能，推动新产品周期。公司已将 AI 相关技术应用于游戏开发中，包括智能 NPC、场景建模、AI 剧情、AI 绘图等方面。从具体产品来看，《梦幻新诛仙》采用智能 NPC 与 IK 技术，使得 NPC 具有丰富的微表情；MMORPG 端游《诛仙世界》创新运用了全天候天气智能 AI 演算技术，实现了对雨、雪、大雾等天气的全局还原和细节处理。目前，公司内部已成立 AI 中心，由公司游戏业务 CEO 负责，中台技术部门牵头，各项目制作人深度参与，大力研究及推行 AI 技术的学习与应用。随着 ChatGPT、Midjourney、Stable Diffusion 等 AIGC 技术应用工具的日趋成熟，公司将 AI 技术应用于更多游戏研发、发行及运营中，进一步提升游戏研发效率、优化玩家体验。此外，公司已经与微软建立了紧密的合作关系，利用微软的先进技术，能够迅速的推崇新品和降低成本。未来，完美世界将以 AIGC 作为增长的加速器，加快在研产品又好又快推出，在新一轮产品周期中取得更多竞争优势。

图表 37 AI 赋能游戏多模块工作



资料来源：公司官网，华安证券研究所

5. 盈利预测

5.1 关键假设

图表 38 2021-2025E 公司各业务收入拆分

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,518	7,670	8,507	9,800	11,041
yoy	-16.7%	-10.0%	10.9%	15.2%	12.7%
游戏	7,421	7,242	7,390	8,669	9,864
yoy	-19.8%	-2.4%	2.0%	17.3%	13.8%
%, 收入占比	87.1%	94.4%	86.9%	88.5%	89.3%
影视	952	321	1,023	1,028	1,062
yoy	1.8%	-66.3%	219.1%	0.5%	3.3%
%, 收入占比	11.2%	4.2%	12.0%	10.5%	9.6%
其他	144	107	93	102	115
yoy	263.0%	-25.7%	-13.2%	9.7%	12.7%
%, 收入占比	1.7%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%
营业成本	3,283	2,420	3,345	3,809	4,277
yoy	-19.1%	-26.3%	38.2%	13.9%	12.3%
%, 收入占比	38.5%	31.6%	39.3%	38.9%	38.7%
游戏	2,477	2,119	2,315	2,857	3,251
yoy	-23.0%	-14.5%	9%	23.4%	13.8%
%, 占游戏收入	33.4%	29.3%	31.3%	33.0%	33.0%
影视	763	262	911	838	898
yoy	-6.5%	-65.6%	247.5%	-8.0%	7.2%
%, 占影视收入	80.1%	81.7%	89.0%	81.5%	84.6%
其他	43	39	119	114	128
毛利	5,235	5,250	5,162	5,990	6,764
yoy	-15.1%	0.3%	-1.7%	16.0%	12.9%
游戏	4,944	5,124	5,076	5,812	6,613
yoy	-18.0%	3.6%	-0.9%	14.5%	13.8%
影视	190	59	112	190	164
yoy	58.8%	-69.2%	91.8%	69.5%	-13.9%
毛利率	61.5%	68.4%	60.7%	61.1%	61.3%
游戏	66.6%	70.7%	68.7%	67.0%	67.0%
影视	19.9%	18.3%	11.0%	18.5%	15.4%

资料来源：公司年报，华安证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 85.07/98.0/110.41 亿元，同比增速分别为 10.9%/15.2%/12.7%；归母净利润分别为 11.58/15.60/18.24 亿元，同比增速分别为 -15.9%/34.7%/17.0%。

营业收入：公司营业收入来源于游戏和影视两大板块，其中，游戏业务是公司

未来收入增长的主要支撑力。

- 1) 游戏: 公司坚持“匠心精品、内容为王”的精品化战略, 游戏产品矩阵多元化, 不断提供优质的游戏产品。游戏业务主要包括手游、端游和主机游戏, 手游存量产品《诛仙》手游、《梦幻新诛仙》手游等持续贡献收入, 增量产品《幻塔》、《天龙八部 2》等新品上线初期表现良好, 并逐渐进入稳态生命周期, 有望上线的储备产品《女神异闻录》、《神魔大陆 2》等有望开启手游产品新周期; 端游业务存量产品《诛仙》、《完美世界国际版》等贡献稳定收入, 新品《诛仙世界》、《Perfect New World》为公司未来收入增长提供支撑。考虑到公司游戏矩阵不断丰富, 游戏版号迎来春天, 以及 AI 应用带来游戏产品降本增效, 公司游戏收入有望持续增长。我们预计游戏 23-25 年收入达到 73.90/86.69/98.64 亿元, yoy 2.0%/17.3%/13.8%;
- 2) 影视: 公司影视业务坚持精品化内容, 影视储备丰富且排期顺利, 影视业务收入保持稳定增长。我们预计影视业务 23-25 年收入达到 10.23/10.28/10.62 亿元, yoy 219.1%/0.5%/3.3%;

毛利率: 公司毛利的主要贡献来自于游戏业务, 其次为影视业务。公司游戏业务利润状况较好, 将维持高毛利水平, 预计 23-25 年游戏业务毛利率 68.7%/67.0%/67.0%; 影视业务由于竞争者较多, 预计 23-25 年影视业务毛利率 11.0%/18.5%/15.4%。我们预计公司整体的毛利率在 23-25 年, 将分别为 60.7%/61.1%/61.3%。

5.2 相对估值

游戏行业核心公司 23 年预测 P/E 中位数为 18.4 X。考虑到国内游戏行业受益于: 1) AI 技术进步驱动科技创新周期上行; 2) 游戏出海的大背景下, 国产厂商在全球市占率仍有提升空间。在 AI 技术产业趋势下和游戏文化产品出海发展的历史背景下, 游戏行业有很好的成长性。考虑到游戏公司经营状况稳健, 受益于 AI 带来的新一轮科技周期, 游戏公司普遍具备成长机遇, 我们判断游戏行业现阶段估值有望回到历史较高水平区间。

我们预计, 归母净利润分别为 11.58/15.60/18.24 亿元, 同比增速分别为 -15.9%/34.7%/17.0%, 对应 23-25 年 P/E 21.83/16.21/13.85。公司游戏和影视产品储备丰富, 为未来营收增长提供强大支撑。此外, 公司深入布局 AI 应用, 推动新产品周期, 有望借助 AI 实现降本增效。现阶段具备较强成长性, 估值水平合理, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 39 可比公司估值 (截止至 2023 年 9 月 25 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润同比 (%)			市盈率PE		
			21A	22A	23E	24E	22A	23E	24E	TTM	23E	24E
002624.SZ	完美世界	252.8	3.7	13.8	11.6	15.6	273%	-16%	35%	17.9	21.8	16.2
	中位数	219.2	5.8	5.2	10.7	12.4	-10%	44%	20%	19.2	18.4	14.8
002555.SZ	三七互娱	476.6	28.8	29.5	33.3	38.3	3%	13%	15%	19.2	14.3	12.5
002602.SZ	世纪华通	365.9	23.3	-70.9	19.0	24.7	-405%	-127%	30%	-5.5	19.3	14.8
603444.SH	吉比特	265.6	14.7	14.6	14.9	18.1	-1%	2%	21%	18.3	17.8	14.7
002558.SZ	巨人网络	249.6	9.9	8.5	13.1	15.7	-14%	54%	20%	24.6	19.0	15.9
002517.SZ	恺英网络	270.1	5.8	10.3	15.1	18.9	78%	47%	25%	24.1	17.9	14.3
300002.SZ	神州泰岳	188.9	3.8	5.4	7.7	9.2	41%	42%	19%	26.1	24.6	20.6
600633.SH	浙数文化	171.5	5.2	4.9	8.3	8.9	-5%	69%	8%	19.3	20.8	19.3
002605.SZ	姚记科技	108.1	5.7	3.5	7.3	8.8	-39%	111%	20%	19.1	14.7	12.3
603258.SH	电魂网络	69.3	3.4	2.0	3.5	4.1	-41%	72%	19%	48.7	20.0	16.9
300031.SZ	宝通科技	72.4	4.0	-4.0	4.1	5.6	-198%	-204%	37%	-22.3	17.6	12.8

2023年9月25日

资料来源: wind 一致预期, 公司年报, 华安证券研究所

风险提示:

新游戏上线不及预期;行业政策变化风险;行业竞争加剧的风险

财务报表与盈利预测

资产负债表(百万元)				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6378	7013	7488	8601
现金	2987	3911	3298	4374
应收账款	979	1246	1288	1583
其他应收款	133	74	190	91
预付账款	337	337	337	337
存货	1562	911	1992	1648
其他流动资产	380	535	382	568
非流动资产	9258	9124	8840	8549
长期投资	2614	2541	2441	2359
固定资产	340	330	299	275
无形资产	153	153	153	153
其他非流动资产	6151	6099	5947	5761
资产总计	15636	16137	16329	17150
流动负债	4117	4566	4463	5074
短期借款	351	414	505	626
应付账款	353	718	440	906
其他流动负债	3414	3434	3518	3542
非流动负债	2043	2043	2043	2043
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	2043	2043	2043	2043
负债合计	6160	6608	6506	7116
少数股东权益	317	317	317	317
股本	2012	2012	2012	2012
资本公积	1690	1555	1479	1348
留存收益	5403	5319	5426	5443
归属母公司股东权益	9159	9212	9506	9716
负债和股东权益	15636	16137	16329	17150

现金流量表(百万元)				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1155	2049	627	2614
净利润	1400	1027	1200	1216
折旧摊销	347	352	424	467
财务费用	48	-	-	-
投资损失	-177	-	-	-
营运资金变动	-280	806	-921	1060
其他经营现金流	-183	-136	-76	-131
投资活动现金流	1362	-218	-141	-176
资本支出	277	291	241	258
长期投资	1509	73	99	82
其他投资现金流	-424	-582	-481	-516
筹资活动现金流	-3022	-907	-1099	-1362
借款	852	63	91	121
股权融资	6	-	-	-
其他筹资现金流	-3881	-970	-1190	-1483
汇率变动影响	117	-	-	-
现金净增加额	-388	924	-613	1076

利润表(百万元)				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7670	8507	9800	11041
营业成本	2420	3345	3809	4277
营业税金及附加	33	27	34	40
销售费用	1109	1366	1757	2047
管理费用	734	608	802	925
财务费用	32	32	82	85
资产减值损失	-53	-23	-122	-81
公允价值变动收益	236	203	130	250
投资净收益	177	-134	182	204
营业利润	1473	1126	1273	1287
营业外收入	14	13	23	22
营业外支出	2	9	9	10
利润总额	1486	1130	1287	1298
所得税	86	103	88	82
净利润	1400	1027	1200	1216
少数股东损益	22	-131	-360	-608
归属母公司净利润	1377	1158	1560	1824
EBITDA	1857	1583	1823	1372
EPS (元)	0.71	0.60	0.80	0.94

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-10.0%	10.9%	15.2%	12.7%
营业利润	885.9%	-23.5%	13.1%	1.0%
归属于母公司净利润	273.1%	-15.9%	34.7%	17.0%
获利能力				
毛利率 (%)	68.4%	60.7%	61.1%	61.3%
净利率 (%)	18.2%	12.1%	12.2%	11.0%
ROE (%)	15.0%	12.6%	16.4%	18.8%
ROIC (%)	17.8%	14.5%	16.5%	12.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	39.4%	41.0%	39.8%	41.5%
净负债比率 (%)	65.0%	69.3%	66.2%	70.9%
流动比率	1.55	1.54	1.68	1.70
速动比率	1.01	1.19	1.08	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.53	0.60	0.64
应收账款周转率	7.83	6.83	7.61	6.97
应付账款周转率	6.85	4.66	8.66	4.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	0.60	0.80	0.94
每股经营现金流 (摊薄)	0.60	1.06	0.32	1.35
每股净资产	4.72	4.75	4.90	5.01
估值比率				
P/E	17.92	21.83	16.21	13.85
P/B	2.65	2.74	2.66	2.60
EV/EBITDA	13.0	15.1	13.5	17.2

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。