

## 产品周期逐步开启, 关注新游上线表现

2024年04月18日

## 【投资要点】

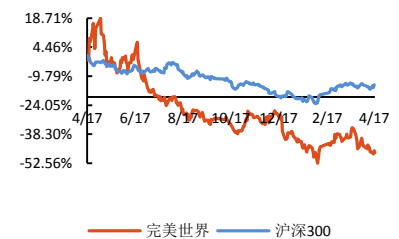
- ◆ 公司发布 2023 年报。2023 年公司实现营收 77.9 亿元 (yoy+1.6%); 实现归母净利润 4.9 亿元 (yoy-64.31%); 实现扣非归母净利润 2.1 亿元 (yoy-69.6%)。此外, 公司发布 2023 年度利润分配预案, 拟向全体股东按 10 股派发现金股利 4.6 元, 共计 8.73 亿元。
- ◆ 受产品周期影响, 游戏业务短期承压。2023 年公司游戏业务实现营业收入 66.7 亿元 (yoy-7.9%), 实现归母扣非净利润 4.56 亿元 (yoy-57.7%), 主系报告期内公司推出新游戏较少, 报告期内在玩游戏受生命周期影响流水自然回落; 影视业务实现营业收入 10.3 亿元 (yoy+222.46%), 实现归母扣非净亏损约 8200 万元, 较去年收窄, 亏损主要来自应收款项所产生的信用减值损失, 报告期内公司《星落凝成糖》《云襄传》等精品电视剧相继播出, 表现出色。2023 年公司毛利率为 59.7%, 主系较低毛利率的影视业务收入占比提升。
- ◆ 2024 年储备产品丰富, 《女神异闻录: 夜幕魅影》表现亮眼。报告期内, 公司旗下多款产品研发稳步推进。储备产品中, 《一拳超人: 世界》已于 2024 年 2 月在海外多个国家及地区公测; 《乖离型百万亚瑟王: 环》于近日完成港澳台地区付费测试, 反馈良好; 《诛仙 2》《淡墨水云乡》等产品近期将开启新一轮测试。2024 年 4 月 12 日公司推出重点产品《女神异闻录: 夜幕魅影》, 预下载阶段即登顶 APP Store 免费榜, 公测次日游戏畅销榜排名第 8, 游戏于 4 月 18 日在港澳台地区与韩国正式上线。随公司产品周期逐步释放, 业绩有望迎来改善。
- ◆ 积极探索前沿科技, AI 加持管线升级。公司逐步落地开发工具、生产管线的 AI 化, 已将 AI 技术应用于美术、程序、策划等多个核心环节。同时, 公司根据不同类型的项目需求, 开发了 D+、剧情生成等 AI 开发工具, 协助团队搭建 AI 驱动的游戏生产管线。报告期内, 公司基于 AI 领域加入微软实验室, 参与 Azure Open AI 加速计划; 2024 年 2 月, 公司自研完美世界智能角色对话算法完成备案; 2024 年 3 月, 英伟达 AI 大会上公布, 公司《诛仙世界》正式接入英伟达 Audio2Face 技术, 双方未来将在 AI 领域持续保持交流合作。

买入 (维持)

## 东方财富证券研究所

证券分析师: 高博文  
证书编号: S1160521080001  
证券分析师: 陈子怡  
证书编号: S1160522070002  
证券分析师: 潘琪  
证书编号: S1160524040001  
联系人: 潘琪  
电话: 021-23586487

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万元)	19380.28
流通市值 (百万元)	18255.28
52 周最高/最低 (元)	23.50/8.51
52 周最高/最低 (PE)	57.11/26.68
52 周最高/最低 (PB)	4.85/1.95
52 周涨幅 (%)	-47.33
52 周换手率 (%)	710.25

## 相关研究

- 《产品周期致短期承压, 关注新游测试表现》  
2023.09.05
- 《转型初具成效, AI 赋能助力》  
2023.04.11
- 《业绩符合预期, 关注重点产品及新游后续表现》  
2022.10.21

## 【投资建议】

- ◆ 公司短期因产品周期业绩稍有承压，随产品周期释放有望收获业绩增量。基于业绩、游戏上线时间与游戏流水等预期，我们下调 2024-25 年盈利预测并新增 2026 年盈利预测。我们预计 2024-26 年公司分别实现营收 89.39/97.06/106.45 亿元，实现归母净利润 9.75/11.13/12.31 亿元，EPS 分别为 0.50/0.57/0.63 元/每股，对应 PE20/17/16 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7790.72	8938.76	9706.27	10645.29
增长率（%）	1.57%	14.74%	8.59%	9.67%
EBITDA（百万元）	857.90	1243.56	1409.96	1555.30
归母净利润（百万元）	491.48	975.26	1113.07	1231.19
增长率（%）	-64.31%	98.43%	14.13%	10.61%
EPS（元/股）	0.26	0.50	0.57	0.63
市盈率（P/E）	45.54	19.85	17.39	15.73
市净率（P/B）	2.56	2.07	1.97	1.87
EV/EBITDA	25.64	14.45	12.52	11.21

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 新游戏上线时间或流水表现不及预期
- ◆ 政策监管趋严

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6808.96</b>	<b>7763.48</b>	<b>8502.68</b>	<b>9185.83</b>
货币资金	3018.31	3472.49	3831.61	4095.17
应收及预付	1352.22	1523.35	1653.57	1806.62
存货	1269.57	1484.78	1609.85	1736.75
其他流动资产	1168.86	1282.85	1407.64	1547.29
<b>非流动资产</b>	<b>7679.57</b>	<b>7719.19</b>	<b>7850.83</b>	<b>8146.25</b>
长期股权投资	1921.28	1871.28	1851.28	1841.28
固定资产	321.10	290.41	263.75	240.87
在建工程	1.27	11.27	21.27	31.27
无形资产	136.54	206.54	264.54	340.54
其他长期资产	5299.39	5339.69	5449.99	5692.29
<b>资产总计</b>	<b>14488.53</b>	<b>15482.67</b>	<b>16353.51</b>	<b>17332.07</b>
<b>流动负债</b>	<b>3463.91</b>	<b>4012.04</b>	<b>4333.90</b>	<b>4700.02</b>
短期借款	420.57	440.57	470.57	500.57
应付及预收	350.39	454.37	492.66	531.67
其他流动负债	2692.95	3117.09	3370.66	3667.77
<b>非流动负债</b>	<b>1599.85</b>	<b>1609.85</b>	<b>1619.85</b>	<b>1639.85</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1599.85	1609.85	1619.85	1639.85
<b>负债合计</b>	<b>5063.76</b>	<b>5621.89</b>	<b>5953.75</b>	<b>6339.87</b>
实收资本	2011.66	2011.66	2011.66	2011.66
资本公积	1695.20	1695.20	1695.20	1695.20
留存收益	6017.26	6439.87	6920.27	7447.92
归属母公司股东权益	8956.00	9340.68	9821.08	10348.72
少数股东权益	468.77	520.10	578.68	643.48
<b>负债和股东权益</b>	<b>14488.53</b>	<b>15482.67</b>	<b>16353.51</b>	<b>17332.07</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>7790.72</b>	<b>8938.76</b>	<b>9706.27</b>	<b>10645.29</b>
营业成本	3139.30	3563.48	3863.65	4168.20
税金及附加	23.95	26.82	29.12	31.94
销售费用	1195.16	1340.81	1436.53	1543.57
管理费用	705.13	804.49	854.15	915.49
研发费用	2194.88	2484.98	2678.93	2916.81
财务费用	1.87	12.22	6.46	2.42
资产减值损失	-37.99	-10.00	-12.00	-14.00
公允价值变动收益	467.56	70.00	70.00	80.00
投资净收益	-146.84	223.47	242.66	266.13
资产处置收益	39.10	26.82	29.12	31.94
其他收益	114.36	115.34	125.56	0.00
<b>营业利润</b>	<b>895.54</b>	<b>1131.59</b>	<b>1292.77</b>	<b>1430.93</b>
营业外收入	21.72	21.72	21.72	21.72
营业外支出	12.65	12.65	12.65	12.65
<b>利润总额</b>	<b>904.61</b>	<b>1140.66</b>	<b>1301.84</b>	<b>1439.99</b>
所得税	322.01	114.07	130.18	144.00
<b>净利润</b>	<b>582.60</b>	<b>1026.59</b>	<b>1171.65</b>	<b>1295.99</b>
少数股东损益	91.12	51.33	58.58	64.80
<b>归属母公司净利润</b>	<b>491.48</b>	<b>975.26</b>	<b>1113.07</b>	<b>1231.19</b>
EBITDA	857.90	1243.56	1409.96	1555.30

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>761.82</b>	<b>1013.22</b>	<b>1054.79</b>	<b>1182.17</b>
净利润	582.60	1026.59	1171.65	1295.99
折旧摊销	319.27	90.68	101.66	112.88
营运资金变动	-213.18	157.80	61.78	86.52
其它	73.14	-261.85	-280.29	-313.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>130.29</b>	<b>59.05</b>	<b>-44.46</b>	<b>-205.17</b>
资本支出	-486.83	-184.42	-187.12	-309.30
投资变动	521.76	70.00	-40.00	-82.00
其他	95.35	173.47	182.66	186.13
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-898.19</b>	<b>-650.59</b>	<b>-686.39</b>	<b>-748.61</b>
银行借款	817.05	20.00	30.00	30.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	-37.94	0.00	0.00
其他	-1715.24	-632.65	-716.39	-778.61
<b>现金净增加额</b>	<b>29.09</b>	<b>456.85</b>	<b>359.12</b>	<b>263.56</b>
期初现金余额	2986.38	3015.47	3472.32	3831.44
期末现金余额	3015.47	3472.32	3831.44	4094.99

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	1.57%	14.74%	8.59%	9.67%
营业利润增长	-39.21%	26.36%	14.24%	10.69%
归属母公司净利润增长	-64.31%	98.43%	14.13%	10.61%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	59.70%	60.13%	60.19%	60.84%
净利率	7.48%	11.48%	12.07%	12.17%
ROE	5.49%	10.44%	11.33%	11.90%
ROIC	3.02%	8.69%	9.41%	9.86%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	34.95%	36.31%	36.41%	36.58%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.97	1.94	1.96	1.95
速动比率	1.30	1.30	1.33	1.34
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.60	0.61	0.63
应收账款周转率	8.26	9.17	8.92	8.97
存货周转率	2.22	2.59	2.50	2.49
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.26	0.50	0.57	0.63
每股经营现金流	0.39	0.52	0.54	0.61
每股净资产	4.62	4.81	5.06	5.33
<b>估值比率</b>				
P/E	45.54	19.85	17.39	15.73
P/B	2.56	2.07	1.97	1.87
EV/EBITDA	25.64	14.45	12.52	11.21

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。