

完美世界 (002624.SZ)

储备游戏丰富，看好新产品周期带动盈利能力提升

2023 年 11 月 17 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

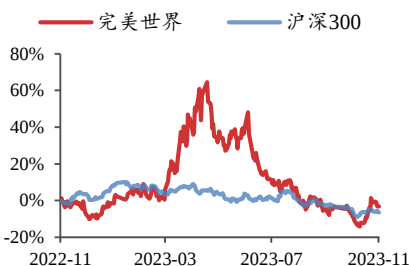
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

日期	2023/11/17
当前股价(元)	13.26
一年最高最低(元)	23.50/11.55
总市值(亿元)	257.24
流通市值(亿元)	242.31
总股本(亿股)	19.40
流通股本(亿股)	18.27
近 3 个月换手率(%)	109.41

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《产品周期致短期业绩下滑，新产品周期开启在即——公司信息更新报告》
-2023.9.1

《《天龙八部 2》表现亮眼，新游和 AI 持续驱动成长——公司信息更新报告》
-2023.4.25

《新一轮产品周期有望开启，或驱动公司业绩持续增长——公司信息更新报告》
-2023.4.8

● 产品周期空挡致 Q3 利润承压，看好新游戏上线表现，维持“买入”评级

公司 2023Q3 实现营业收入 17.36 亿元（同比-2.94%，环比-32.10%），归母净利润为 2.35 亿元（同比-22.89%，环比+69.37%），扣非归母净利润 1.72 亿元（同比-31.47%，环比+111.27%）。公司 2023 年前三季度实现营业收入 61.96 亿元（同比+8.48%），归母净利润为 6.15 亿元（同比-57.37%），扣非归母净利润 4.58 亿元（同比-50.34%）。公司 2023Q3 业绩同比下滑主要系：（1）行业内新游大作密集发布，挤占存量游戏市场空间；（2）受产品周期影响，公司上线的新游较少，在运营游戏随生命周期自然衰减，业绩贡献较 2022Q3 减少。基于公司业绩及游戏流水预期，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 9.39/13.88/16.86（前值为 13.84/18.79/20.70）亿元，对应 EPS 分别为 0.48/0.72/0.87 元，当前股价对应 PE 分别为 27.4/18.5/15.3 倍，我们看好公司新产品周期驱动业绩增长，维持“买入”评级。

● 收入结构变化致毛利率同比下降，随新游戏上线，盈利能力有望逐步回升

公司 2023Q3 毛利率为 63.61%（同比-9.94pct，环比+10.02pct），销售费用率为 12.69%（同比-3.63pct，环比-7.72pct），主要系当期新上线产品较少，推广营销投入减少。公司 2023Q3 管理费用率为 9.13%（同比-0.4pct，环比+2.14pct），研发费用率为 30.44%（同比-1.82pct，环比+10.57pct），归母净利率为 13.53%（同比-3.50pct，环比+8.1pct），净利率同比下降主要系毛利率较低的影视业务收入占比提升至整体毛利率下降所致。我们认为，公司持续进行研发投入有望在长期提升在研新游品质，随新游戏陆续上线，公司毛利率与净利率有望逐步回升。

● 新产品周期即将开启，优质游戏供给有望驱动公司业绩修复

公司丰富储备产品如《女神异闻录：夜幕魅影》（TapTap 预约量 37 万）《一拳超人：世界》（TapTap 预约量 28 万）《乖离性百万亚瑟王：环》（TapTap 预约量 16 万）《淡墨水云乡》《神魔大陆 2》等正在积极研发过程中，有望自 2023Q4 和 2024 年开始陆续上线，新产品周期的开启，有望驱动公司业绩持续修复。

● 风险提示：游戏版号获取存在不确定性，新游上线表现不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,518	7,670	7,116	9,705	12,021
YOY(%)	-16.7	-10.0	-7.2	36.4	23.9
归母净利润(百万元)	369	1,377	939	1,388	1,686
YOY(%)	-76.2	273.1	-31.8	47.9	21.5
毛利率(%)	61.5	68.4	62.3	66.0	67.5
净利率(%)	4.3	18.0	13.2	14.3	14.0
ROE(%)	1.7	14.8	9.1	13.2	16.1
EPS(摊薄/元)	0.19	0.71	0.48	0.72	0.87
P/E(倍)	69.7	18.7	27.4	18.5	15.3
P/B(倍)	2.5	2.8	2.7	2.6	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7565	6378	6350	7198	7996
现金	3436	2987	4110	3779	4795
应收票据及应收账款	1092	982	0	0	0
其他应收款	100	133	83	211	153
预付账款	311	337	264	556	460
存货	1218	1562	1516	2275	2210
其他流动资产	1407	377	377	377	377
非流动资产	9475	9258	8912	8696	8375
长期投资	2752	2614	2462	2266	2045
固定资产	381	340	264	317	345
无形资产	360	391	338	284	181
其他非流动资产	5982	5913	5848	5829	5804
资产总计	17040	15636	15262	15894	16372
流动负债	4357	4117	3596	3889	3772
短期借款	628	351	351	493	351
应付票据及应付账款	501	353	0	0	0
其他流动负债	3228	3414	3246	3396	3421
非流动负债	2178	2043	2015	2014	2010
长期借款	0	0	-27	-28	-33
其他非流动负债	2178	2043	2043	2043	2043
负债合计	6535	6160	5612	5903	5782
少数股东权益	214	317	256	190	207
股本	2012	2012	2012	2012	2012
资本公积	1686	1690	1690	1690	1690
留存收益	7104	6192	5429	3734	667
归属母公司股东权益	10290	9159	9394	9802	10383
负债和股东权益	17040	15636	15262	15894	16372

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1098	1155	1545	262	2028
净利润	177	1400	878	1322	1703
折旧摊销	187	208	225	262	300
财务费用	124	32	52	91	110
投资损失	-408	-177	-252	-258	-274
营运资金变动	373	-231	834	-1019	251
其他经营现金流	644	-77	-192	-136	-63
投资活动现金流	590	1362	559	338	350
资本支出	419	277	31	243	199
长期投资	411	1286	152	197	220
其他投资现金流	598	353	439	385	329
筹资活动现金流	-1127	-3022	-981	-1073	-1219
短期借款	-156	-278	0	142	-142
长期借款	-23	0	-27	-1	-4
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-275	4	0	0	0
其他筹资现金流	-673	-2748	-954	-1214	-1073
现金净增加额	523	-388	1123	-473	1159

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8518	7670	7116	9705	12021
营业成本	3283	2420	2679	3299	3904
营业税金及附加	29	33	26	35	45
营业费用	1986	1109	1244	1775	2210
管理费用	732	734	606	827	1058
研发费用	2211	2290	2135	2815	3366
财务费用	124	32	52	91	110
资产减值损失	-235	-53	0	0	0
其他收益	147	86	113	119	117
公允价值变动收益	-358	236	179	118	44
投资净收益	408	177	252	258	274
资产处置收益	29	1	7	9	11
营业利润	149	1473	931	1377	1781
营业外收入	18	14	21	23	19
营业外支出	12	2	8	8	7
利润总额	156	1486	944	1392	1793
所得税	-21	86	66	70	90
净利润	177	1400	878	1322	1703
少数股东损益	-192	22	-61	-66	17
归属母公司净利润	369	1377	939	1388	1686
EBITDA	278	1625	1086	1563	1991
EPS(元)	0.19	0.71	0.48	0.72	0.87

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-16.7	-10.0	-7.2	36.4	23.9
营业利润(%)	-90.8	885.9	-36.8	47.9	29.4
归属于母公司净利润(%)	-76.2	273.1	-31.8	47.9	21.5
获利能力					
毛利率(%)	61.5	68.4	62.3	66.0	67.5
净利率(%)	4.3	18.0	13.2	14.3	14.0
ROE(%)	1.7	14.8	9.1	13.2	16.1
ROIC(%)	0.9	13.7	8.2	12.0	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	38.4	39.4	36.8	37.1	35.3
净负债比率(%)	-24.2	-25.4	-38.9	-32.8	-42.0
流动比率	1.7	1.5	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	7.5	7.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.9	5.7	15.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.71	0.48	0.72	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.60	0.80	0.13	1.05
每股净资产(最新摊薄)	5.30	4.72	4.84	5.05	5.35
估值比率					
P/E	69.7	18.7	27.4	18.5	15.3
P/B	2.5	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	84.0	15.1	21.3	15.1	11.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn