

完美世界(002624)

报告日期: 2023年04月09日

费用控制得当, 23年储备多款大IP产品

——完美世界点评报告

投资要点

□ 事件:

4月7日, 公司发布22年年报, 公司22Q4实现营收19.6亿元(YoY+10.2%, QoQ+9.55%), 实现归母净利润-0.65亿元(YoY亏损收窄3.66亿元, QoQ转亏), 落在先前业绩预告(-0.02至-0.82亿元)偏下区间。

□ 收入端: Q4存量游戏流水稳定叠加影视剧收入确认带来Q4营收同增10.2%

22Q4公司营收同比、环比均增长, 我们认为主要原因有两点: 1) 存量游戏流水表现稳定; 2) 确认了影视剧收入。从存量游戏来看, 《诛仙》《完美世界》等存量游戏通过版本迭代保持稳定流水。我们观察到《幻塔》研运一体的策略总体被贯彻和施行, 且得到了较好回报。根据七麦数据, 《幻塔》的每次大的版本更新都在iOS平台上将其带入畅销榜(角色扮演/动作游戏)前十。从其他收入来看, 我们推测, 公司在22Q4还确认了两部影视剧的收入, 这一部分收入或同样成为22Q4营收增量, 带动公司营收同比和环比均有所上升。

□ 成本端: Q4毛利率水平下降, 但费用控制得当

公司22Q4毛利率64.8%(YoY-4.35pct, QoQ-8.80pct), 公司毛利率水平同比、环比均有下降, 判断是因非游戏类营业成本, 如影视等占比提高所致。公司影视业务毛利率要显著低于游戏业务, 根据公司公告, 22年游戏业务毛利率为70.8%, 而影视业务为18.3%。我们认为, 公司毛利率水平虽然在22Q4下降, 但仍属于正常波动范围内, 处在历史中高水位, 且随着游戏营收的进一步扩大, 毛利率水平有望回升。

公司22Q4销售费用3.03亿元(YoY-45.2%, QoQ+3.99%), 费用率15.5%(YoY-15.6pct, QoQ-0.83pct); 公司销售费用、费用率同比降幅明显, 是由于去年同期公司上线了重点产品《幻塔》, 产生较大营销费用, 而22年同期未有类似重点产品上线。

公司22Q4管理费用2.13亿元(YoY-5.26%, QoQ+24.9%), 费用率10.9%(YoY-1.77pct, QoQ+1.33pct)管理费用主要受总部开支波动影响, 同时, 我们看到公司22年非研发人员数量为1838人, 同比下降8.87%, 因此公司管理费用率同比下降; 另外, 推测人员优化产生了一定一次性费用, 这一部分费用或在Q4计提较多, 导致管理费用率环比有所上升。

公司22Q4研发费用6.61亿元(YoY-22.5%, QoQ+14.6%), 费用率33.8%(YoY-14.2pct, QoQ+1.49pct)。公司研发费用率同比大幅下降, 这主要是由于22Q4研发人员数量同比下降和21Q4的高基数造成。1) 22Q4公司研发人员数量4223人, 同比下降0.75%, 降幅虽然不高, 但是我们判断研发人员或已进行迭代, 单个研发人员效率提升; 2) 公司在21Q4的薪酬激励上较为激进, 造成21Q4研发费用的高基数, 上述两点原因综合, 导致公司22Q4研发费用和费率大幅下降。

我们认为22Q4公司毛利率水平虽同比、环比均有下滑, 但依然处于历史中高水位, 随着新游上线, 毛利率水平有望提升。公司费用在22Q4控制得当, 三费率均有较大幅度降幅, 符合当前时间点游戏行业精品化和AI辅助工具多元化下的趋势。我们认为随着人员优化的完成、AIGC内容的增多, 费用率23年全年仍有下降空间。

□ 投资建议

我们看好公司的强IP储备, 目前储备项目有《天龙八部2: 飞龙战天》《诛仙2》《代号: 新世界》《神魔大陆2》等产品, 其中《天龙八部2: 飞龙战天》上线在即。预计公司23-25年营收97.8/110/116亿元, 实现归母净利润17.3/19.5/21.6

投资评级: 买入(维持)

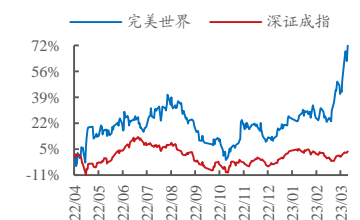
分析师: 谢晨
 执业证书号: S1230521070004
 xiechen@stocke.com.cn

分析师: 陈磊
 执业证书号: S1230521090002
 chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥19.56 |
| 总市值(百万元) | 37,945.78 |
| 总股本(百万股) | 1,939.97 |

股票走势图



相关报告

- 1 《减值损失致Q4转亏, 游戏主业发展稳步推进》2023.01.18
- 2 《业绩符合预期, 关注新品研发和上线节奏——完美世界点评报告》2022.10.21
- 3 《流水自然下滑致利润同降43%-47%, 长线运营能力逐步得到验证——完美世界点评报告》2022.10.13

亿元，同比增长 27.5%/12.2%/11.1%，当前股价对应 PE 为 22/20/18 倍，维持"买入"评级。

□ 风险提示

版号政策低于预期的风险，如每年版号授予数量低于预期、版号品类限制低于预期；地缘政治带来出海业务风险，如游戏被整体下架；潜在爆款产品失败的风险等。

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,670 | 9,779 | 10,975 | 11,632 |
| (+/-) (%) | -9.95% | 27.48% | 12.24% | 5.98% |
| 归母净利润 | 1,377 | 1,733 | 1,945 | 2,159 |
| (+/-) (%) | 273.07% | 25.87% | 12.18% | 11.03% |
| 每股收益(元) | 0.71 | 0.89 | 1.00 | 1.11 |
| P/E | 27.55 | 21.89 | 19.51 | 17.57 |

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 6,378 | 8,586 | 11,661 | 14,350 |
| 现金 | 2,987 | 4,853 | 7,896 | 9,918 |
| 交易性金融资产 | 59 | 191 | 227 | 239 |
| 应收账款 | 982 | 1,625 | 1,301 | 1,800 |
| 其它应收款 | 133 | 139 | 166 | 157 |
| 预付账款 | 337 | 299 | 410 | 447 |
| 存货 | 1,562 | 1,160 | 1,342 | 1,470 |
| 其他 | 319 | 319 | 319 | 319 |
| 非流动资产 | 9,258 | 9,368 | 9,478 | 9,588 |
| 金额资产类 | 1,974 | 1,974 | 1,974 | 1,974 |
| 长期投资 | 2,614 | 2,614 | 2,614 | 2,614 |
| 固定资产 | 340 | 385 | 430 | 475 |
| 无形资产 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 4,177 | 4,242 | 4,307 | 4,372 |
| 资产总计 | 15,636 | 17,954 | 21,139 | 23,939 |
| 流动负债 | 4,117 | 4,634 | 5,805 | 6,374 |
| 短期借款 | 351 | 401 | 451 | 501 |
| 应付款项 | 353 | 756 | 761 | 894 |
| 预收账款 | 22 | 29 | 33 | 35 |
| 其他 | 3,392 | 3,448 | 4,560 | 4,944 |
| 非流动负债 | 2,043 | 2,093 | 2,143 | 2,193 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2,043 | 2,093 | 2,143 | 2,193 |
| 负债合计 | 6,160 | 6,727 | 7,947 | 8,566 |
| 少数股东权益 | 317 | 335 | 354 | 376 |
| 归属母公司股东权 | 9,159 | 10,893 | 12,837 | 14,996 |
| 负债和股东权益 | 15,636 | 17,954 | 21,139 | 23,939 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1,155 | 1,695 | 2,739 | 1,700 |
| 净利润 | 1,400 | 1,751 | 1,964 | 2,181 |
| 折旧摊销 | 347 | 5 | 5 | 5 |
| 财务费用 | 48 | 11 | 13 | 14 |
| 投资损失 | (177) | (196) | (329) | (349) |
| 营运资金变动 | (280) | 208 | 1,150 | (106) |
| 其它 | (183) | (84) | (63) | (44) |
| 投资活动现金流 | 1,362 | 83 | 216 | 236 |
| 资本支出 | (207) | (48) | (48) | (48) |
| 长期投资 | 138 | (182) | (86) | (62) |
| 其他 | 1,430 | 313 | 350 | 346 |
| 筹资活动现金流 | (3,022) | 89 | 87 | 86 |
| 短期借款 | (278) | 50 | 50 | 50 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (2,745) | 39 | 37 | 36 |
| 现金净增加额 | (388) | 1,866 | 3,043 | 2,022 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,670 | 9,779 | 10,975 | 11,632 |
| 营业成本 | 2,420 | 3,327 | 4,550 | 4,964 |
| 营业税金及附加 | 33 | 49 | 55 | 58 |
| 营业费用 | 1,109 | 1,467 | 1,098 | 1,512 |
| 管理费用 | 734 | 978 | 1,098 | 1,163 |
| 研发费用 | 2,290 | 2,445 | 2,579 | 2,152 |
| 财务费用 | 32 | (34) | (60) | (104) |
| 资产减值损失 | (53) | (50) | 25 | 30 |
| 公允价值变动损益 | 236 | 132 | 36 | 12 |
| 投资净收益 | 177 | 196 | 329 | 349 |
| 其他经营收益 | 86 | 98 | 110 | 116 |
| 营业利润 | 1,473 | 1,922 | 2,156 | 2,394 |
| 营业外收支 | 13 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 1,486 | 1,924 | 2,158 | 2,397 |
| 所得税 | 86 | 173 | 194 | 216 |
| 净利润 | 1,400 | 1,751 | 1,964 | 2,181 |
| 少数股东损益 | 22 | 18 | 20 | 22 |
| 归属母公司净利润 | 1,377 | 1,733 | 1,945 | 2,159 |
| EBITDA | 1,479 | 1,616 | 1,711 | 1,904 |
| EPS (最新摊薄) | 0.71 | 0.89 | 1.00 | 1.11 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -9.95% | 27.48% | 12.24% | 5.98% |
| 营业利润 | 885.93% | 30.47% | 12.19% | 11.04% |
| 归属母公司净利润 | 273.07% | 25.87% | 12.18% | 11.03% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 68.45% | 65.97% | 58.54% | 57.33% |
| 净利率 | 17.95% | 17.73% | 17.72% | 18.56% |
| ROE | 15.04% | 15.91% | 15.15% | 14.40% |
| ROIC | 8.92% | 10.62% | 9.78% | 9.52% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 39.39% | 37.47% | 37.60% | 35.78% |
| 净负债比率 | 65.00% | 59.92% | 60.25% | 55.73% |
| 流动比率 | 1.55 | 1.85 | 2.01 | 2.25 |
| 速动比率 | 1.01 | 1.47 | 1.65 | 1.90 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.58 | 0.56 | 0.52 |
| 应收账款周转率 | 7.82 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 应付账款周转率 | 5.67 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.71 | 0.89 | 1.00 | 1.11 |
| 每股经营现金 | 0.60 | 0.87 | 1.41 | 0.88 |
| 每股净资产 | 4.72 | 5.61 | 6.62 | 7.73 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 27.55 | 21.89 | 19.51 | 17.57 |
| P/B | 4.14 | 3.48 | 2.96 | 2.53 |
| EV/EBITDA | 16.35 | 22.08 | 19.13 | 16.18 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>