

# 完美世界 (002624.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩符合预告，储备产品蓄势待发

### 业绩简评

- 2023年4月24日，公司发布2023年Q1业绩，Q1营收19.0亿元/yoy-10.55%，归母净利2.4亿元/yoy-71.28%，扣非归母净利2.0亿元/yoy-50.66%。

### 经营分析

- 收入：**游戏产品线未至导致Q1同比下滑，海外子公司处置带来部分影响。23年Q1收入同比-10.55%，环比-2.82%，剔除去年同期出售欧美子公司的影响，Q1收入同比-8.69%，降幅收窄1.86pct，收入同比下滑主要系去年Q1《幻塔》流水处于高位，今年Q1游戏运营成熟，流水自然下滑，加之公司23年产品线多集中在Q2-4，增量贡献较少所致；影视剧产品上线节奏正常化，Q1出品了《星落凝成糖》《心想事成》等剧集。
- 盈利：**毛利率下滑及费率提升致盈利水平同比下滑，但环比改善。1) 23年Q1归母净利同比-71.3%，其中非经0.37亿元，较去年同期的4.26亿大幅下降，扣非归母同比-50.7%，占营收比10.7%/yoy-8.7pct/qoq+22.5pct，主要由于Q1毛利率65.2%/yoy-3.5pct/qoq+0.4pct，主要系游戏、影视收入结构及游戏中自研占比变动所致；销售费率/管理费/研发费率同比-0.4/+0.7/+2.6pct，环比-2.8/-1.0/-4.7pct，主要系买量、游戏研发及奖金发放节奏不同所致；加之政府补助增加致其他收益占收入比同比+1.4pct/环比+1.2pct。2) 分业务：游戏扣非归母2.8亿/yoy-37.6%；影视及其他业务扣非归母-0.74亿，同比(-0.32亿)变化不大，环比收窄明显。
- 《天龙八部2》及其他储备有望自Q2贡献增量，关注AIGC布局。1) 4月14日《天龙八部2》公测，七麦数据显示目前稳定在iOS游戏畅销榜的6-8名，位于iOS角色扮演类游戏畅销榜的TOP5，公司游戏及影视产品储备丰富，游戏方面，比如《神魔大陆2》《一拳超人》《百万亚瑟王》《女神异闻录》等，影视剧方面，比如《云襄传》等，Q2有望迎来产品周期，看到增量贡献。2) 公司内部已成立AI中心研究、推行AI技术，关注AI在游戏降本增效、玩法、沉浸度上的表现。

### 盈利预测、估值与评级

- 我们预计公司23-25年归母净利分别为15.74/18.94/21.95亿元，对应PE为26.83/22.30/19.24X，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 游戏及影视产品上线不及预期风险；版号发放不及预期风险；游戏监管风险；AI技术发展及应用不及预期风险

传媒与互联网组

分析师：陆意 (执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

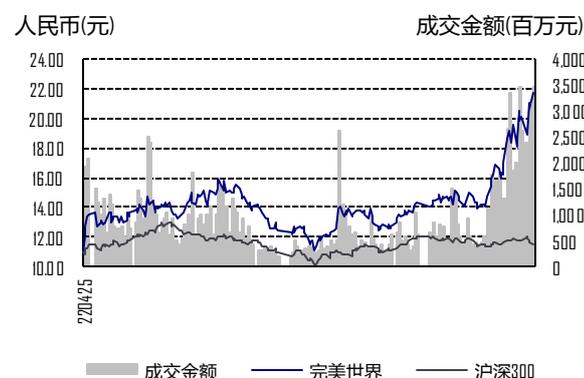
联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.77元

相关报告：

- 《完美世界公司点评：业绩符合预期，《天龙2》开启公测》，2023.4.15
- 《完美世界公司点评：盈利水平提升，《天龙2》即将公测》，2023.4.10
- 《完美世界公司点评：《幻塔》等增厚利润，新游上线可期》，2023.1.18



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,518	7,670	8,685	9,805	10,709
营业收入增长率	-16.69%	-9.95%	13.23%	12.90%	9.22%
归母净利润(百万元)	369	1,377	1,574	1,894	2,195
归母净利润增长率	-76.16%	273.07%	14.28%	20.33%	15.88%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.71	0.81	0.98	1.13
每股经营性现金流净额	0.57	0.60	0.70	0.96	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.59%	15.04%	16.04%	17.65%	19.40%
P/E	106.73	30.67	26.83	22.30	19.24
P/B	3.83	4.61	4.30	3.94	3.73

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,225</b>	<b>8,518</b>	<b>7,670</b>	<b>8,685</b>	<b>9,805</b>	<b>10,709</b>
增长率		-16.7%	-10.0%	13.2%	12.9%	9.2%
主营业务成本	-4,057	-3,283	-2,420	-2,910	-3,204	-3,445
%销售收入	39.7%	38.5%	31.6%	33.5%	32.7%	32.2%
毛利	6,168	5,235	5,250	5,775	6,601	7,264
%销售收入	60.3%	61.5%	68.4%	66.5%	67.3%	67.8%
营业税金及附加	-32	-29	-33	-35	-39	-43
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,831	-1,986	-1,109	-1,581	-1,765	-1,906
%销售收入	17.9%	23.3%	14.5%	18.2%	18.0%	17.8%
管理费用	-757	-732	-734	-695	-765	-835
%销售收入	7.4%	8.6%	9.6%	8.0%	7.8%	7.8%
研发费用	-1,589	-2,211	-2,290	-2,154	-2,353	-2,517
%销售收入	15.5%	26.0%	29.9%	24.8%	24.0%	23.5%
息税前利润 (EBIT)	1,958	277	1,085	1,311	1,679	1,963
%销售收入	19.1%	3.2%	14.1%	15.1%	17.1%	18.3%
财务费用	-113	-124	-32	-135	-123	-109
%销售收入	1.1%	1.5%	0.4%	1.6%	1.3%	1.0%
资产减值损失	-969	-235	-53	-22	-22	-18
公允价值变动收益	413	-358	236	179	157	163
投资收益	196	408	177	252	220	220
%税前利润	11.8%	261.4%	11.9%	15.2%	11.0%	9.5%
营业利润	1,628	149	1,473	1,648	1,987	2,303
营业利润率	15.9%	1.8%	19.2%	19.0%	20.3%	21.5%
营业外收支	28	6	13	9	6	7
税前利润	1,657	156	1,486	1,657	1,994	2,310
利润率	16.2%	1.8%	19.4%	19.1%	20.3%	21.6%
所得税	-152	21	-86	-108	-130	-150
所得税率	9.2%	-13.8%	5.8%	6.5%	6.5%	6.5%
净利润	1,504	177	1,400	1,549	1,864	2,160
少数股东损益	-44	-192	22	-25	-30	-35
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,549</b>	<b>369</b>	<b>1,377</b>	<b>1,574</b>	<b>1,894</b>	<b>2,195</b>
净利率	15.1%	4.3%	18.0%	18.1%	19.3%	20.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,504	177	1,400	1,549	1,864	2,160
少数股东损益	-44	-192	22	-25	-30	-35
非现金支出	1,153	548	426	237	279	315
非经营收益	-592	-31	-390	-221	-173	-243
营运资金变动	1,627	403	-280	-159	-35	98
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,693</b>	<b>1,098</b>	<b>1,155</b>	<b>1,406</b>	<b>1,935</b>	<b>2,331</b>
资本开支	-571	-339	-207	37	-260	-257
投资	-28	647	1,509	159	137	143
其他	146	282	60	252	220	220
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-453</b>	<b>590</b>	<b>1,362</b>	<b>448</b>	<b>97</b>	<b>106</b>
股权募资	17	51	6	-20	29	-5
债权募资	-931	-229	-256	83	-55	64
其他	-1,880	-949	-2,772	-1,202	-1,194	-1,790
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,794</b>	<b>-1,127</b>	<b>-3,022</b>	<b>-1,138</b>	<b>-1,221</b>	<b>-1,731</b>
<b>现金净流量</b>	<b>384</b>	<b>523</b>	<b>-388</b>	<b>715</b>	<b>812</b>	<b>706</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,943	3,436	2,987	3,162	3,482	3,744
应收款项	1,484	1,192	1,115	1,296	1,431	1,520
存货	1,027	1,218	1,562	1,395	1,536	1,604
其他流动资产	2,431	1,718	715	897	881	973
流动资产	7,885	7,565	6,378	6,750	7,330	7,841
%总资产	50.8%	44.4%	40.8%	41.6%	42.8%	43.7%
长期投资	5,142	5,267	4,997	5,125	5,145	5,165
固定资产	629	391	340	370	388	417
%总资产	4.1%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
无形资产	711	839	911	947	1,090	1,088
非流动资产	7,622	9,475	9,258	9,491	9,812	10,103
%总资产	49.2%	55.6%	59.2%	58.4%	57.2%	56.3%
<b>资产总计</b>	<b>15,507</b>	<b>17,040</b>	<b>15,636</b>	<b>16,241</b>	<b>17,142</b>	<b>17,944</b>
短期借款	784	858	548	649	593	660
应付款项	1,175	794	705	967	1,065	1,145
其他流动负债	2,244	2,705	2,864	2,640	2,800	3,064
流动负债	4,204	4,357	4,117	4,256	4,457	4,869
长期贷款	23	0	0	0	0	0
其他长期负债	98	2,178	2,043	1,878	1,690	1,535
负债	4,325	6,535	6,160	6,134	6,147	6,404
<b>普通股股东权益</b>	<b>10,835</b>	<b>10,290</b>	<b>9,159</b>	<b>9,815</b>	<b>10,732</b>	<b>11,313</b>
其中：股本	2,012	2,012	2,012	2,012	2,012	2,012
未分配利润	6,782	6,482	5,403	5,971	6,859	7,444
少数股东权益	347	214	317	292	262	228
<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,507</b>	<b>17,040</b>	<b>15,636</b>	<b>16,241</b>	<b>17,142</b>	<b>17,944</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.798	0.190	0.710	0.811	0.976	1.131
每股净资产	5.585	5.304	4.721	5.059	5.532	5.831
每股经营现金净流	1.903	0.566	0.595	0.699	0.962	1.159
每股股利	0.160	1.200	0.350	0.500	0.500	0.800
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.29%	3.59%	15.04%	16.04%	17.65%	19.40%
总资产收益率	9.99%	2.17%	8.81%	9.69%	11.05%	12.23%
投入资本收益率	14.76%	2.75%	10.12%	11.32%	13.46%	14.97%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	27.19%	-16.69%	-9.95%	13.23%	12.90%	9.22%
EBIT增长率	27.80%	-85.88%	292.29%	20.82%	28.10%	16.93%
净利润增长率	3.04%	-76.16%	273.07%	14.28%	20.33%	15.88%
总资产增长率	-6.75%	9.88%	-8.24%	3.87%	5.54%	4.68%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	63.7	48.9	46.7	47.0	47.0	46.0
存货周转天数	125.4	124.8	209.7	175.0	175.0	170.0
应付账款周转天数	54.9	68.6	64.4	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	12.6	16.3	16.2	15.3	13.9	13.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-34.79%	-33.96%	-26.35%	-25.44%	-26.81%	-27.24%
EBIT利息保障倍数	17.4	2.2	33.6	9.7	13.7	18.0
资产负债率	27.89%	38.35%	39.39%	37.77%	35.86%	35.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-12-31	买入	20.26	26.80~26.80
2	2022-04-27	买入	13.15	N/A
3	2022-07-14	买入	13.50	N/A
4	2022-10-13	买入	12.67	N/A
5	2022-10-21	买入	12.67	N/A
6	2023-01-18	买入	13.69	N/A
7	2023-04-10	买入	19.56	N/A
8	2023-04-15	买入	20.16	N/A

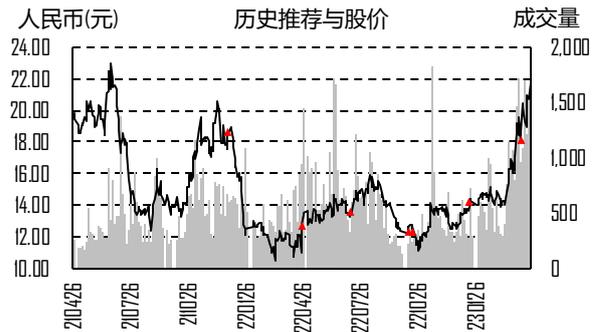
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402