



## 聚焦品类创新，稳步推进多款游戏测试

——完美世界 2023 半年报点评

### 买入（维持）

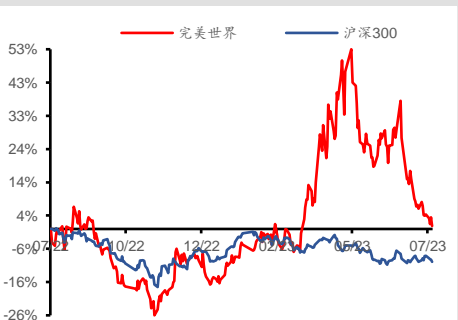
行业： 传媒  
日期： 2023年07月22日

分析师： 陈旻  
Tel: 021-53686134  
E-mail: chenmin@shzq.com  
SAC 编号: S0870522020001

#### 基本数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 最新收盘价（元）         | 14.83       |
| 12mth A 股价格区间（元） | 11.14-22.91 |
| 总股本（百万股）         | 1,939.97    |
| 无限售 A 股/总股本      | 94.20%      |
| 流通市值（亿元）         | 271.00      |

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《《天龙 2》获批版号，业绩具备高弹性》

——2023 年 01 月 18 日

《《幻塔》正式上线海外，端游《诛仙世界》开启首测》

——2022 年 08 月 14 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

7月12日，公司发布2023年半年度业绩预告，2023H1预计实现归母净利润3.6亿元-4.0亿元，同比下降68.35%-64.83%；扣非后归母净利润2.8亿元-3.2亿元，同比下降58.24%-52.28%；每股收益0.19元/股-0.21元/股，去年同期为0.60元/股。

##### 分析与判断

公司业绩预计前低后高，新游收入贡献有望下半年释放：

1、游戏业务方面，公司扣非后净利润预计为4.1亿元-4.5亿元，同比下降44.88%-39.50%，主要系：

(1) 《幻塔》手游生命周期自然放缓，业绩贡献较2022H1同比下降。《幻塔》手游于2021年12月16日国内公测，2022H1流水处于产品上线初期的高位，去年同期业绩贡献较高。《幻塔》已进入成熟稳定期，公司坚持长线运营，有望延长优质游戏长线运营周期。

(2) 《天龙八部2：飞龙战天》流水充值递延，下半年业绩有望逐步释放。《天龙八部2：飞龙战天》于4月14日公测，游戏上线初期集中进行市场推广，营销费用全部计入当期费用，而公司按照玩家生命周期分期确认游戏流水，部分充值流水递延确认收入，未来《天龙八部2：飞龙战天》业绩贡献有望逐步释放。

2、“经典品类迭代升级+创新品类突破转型”双线推进在研游戏。

(1) 创新品类游戏产品：《一拳超人：世界》于2023年1月6日开启首测，TapTap评分高达9.1分，截至7月已有近26万玩家预约。百万亚瑟王系列传承之作《代号MA》于1月12日开启首测，TapTap评分7.5分，截至7月已有近11万玩家预约。《女神异闻录：夜幕魅影》于2023年3月29日开启首测，TapTap评分8.7分，截至7月已有超22万玩家预约。《Perfect New World》于5月4日开启封测，玩家反馈良好；

(2) 公司端游产品：公司积极研发《诛仙世界》《神魔大陆2》《诛仙2》《代号：新世界》等经典品类游戏产品，稳步推进国产科幻动画《灵笼》IP及自主原创IP的开放世界项目，并将于近期开启新一轮测试，通过自有优势来聚焦创新变革。

3、公司影视坚持精品化内容路线，新项目延续聚焦策略。公司2023H1上新《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》等电视剧，兼具市场热度与口碑，稳步贡献影视业务业绩增量。公司稳步推进《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》等储备影视作品，有望促进影视业务持续增长。

#### ■ 投资建议

公司游戏坚持内容突破、长线运营，以“经典品类迭代升级+创新品类突破转型”的思路双线推进在研游戏，不断提升游戏产品力；影视坚持精品化内容，储备项目充足，稳定贡献业绩增量，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为14.77亿元、17.23亿元、20.01亿元，

分别同增7.3%、16.7%、16.1%，对应估值分别为20倍、17倍、15倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

政策变化风险、行业竞争加剧风险、游戏表现不如预期风险、人才流失及储备不足风险。

### ■ 数据预测与估值

| 单位：百万元  | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 7670   | 9051  | 9919  | 10746 |
| 年增长率    | -10.0% | 18.0% | 9.6%  | 8.3%  |
| 归母净利润   | 1377   | 1477  | 1723  | 2001  |
| 年增长率    | 273.1% | 7.3%  | 16.7% | 16.1% |
| 每股收益（元） | 0.71   | 0.76  | 0.89  | 1.03  |
| 市盈率（X）  | 21.37  | 19.92 | 17.08 | 14.71 |
| 市净率（X）  | 3.21   | 2.95  | 2.52  | 2.15  |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年07月20日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

| 指标               | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 2987         | 4037         | 6323         | 7868         |
| 应收票据及应收账款        | 982          | 1465         | 1217         | 1689         |
| 存货               | 1562         | 2323         | 1921         | 2635         |
| 其他流动资产           | 847          | 990          | 1051         | 1097         |
| 流动资产合计           | 6378         | 8816         | 10512        | 13289        |
| 长期股权投资           | 2614         | 2614         | 2614         | 2614         |
| 投资性房地产           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产             | 340          | 387          | 434          | 481          |
| 在建工程             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 153          | 153          | 153          | 153          |
| 其他非流动资产          | 6151         | 6191         | 6232         | 6273         |
| 非流动资产合计          | 9258         | 9346         | 9434         | 9522         |
| <b>资产总计</b>      | <b>15636</b> | <b>18162</b> | <b>19945</b> | <b>22810</b> |
| 短期借款             | 351          | 351          | 351          | 351          |
| 应付票据及应付账款        | 353          | 840          | 463          | 936          |
| 合同负债             | 1818         | 2540         | 2774         | 2978         |
| 其他流动负债           | 1596         | 2077         | 2252         | 2407         |
| 流动负债合计           | 4117         | 5808         | 5840         | 6671         |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债          | 2043         | 2043         | 2043         | 2043         |
| 非流动负债合计          | 2043         | 2043         | 2043         | 2043         |
| <b>负债合计</b>      | <b>6160</b>  | <b>7850</b>  | <b>7882</b>  | <b>8714</b>  |
| 股本               | 2012         | 2012         | 2012         | 2012         |
| 资本公积             | 1690         | 1690         | 1690         | 1690         |
| 留存收益             | 6192         | 7003         | 8727         | 10727        |
| 归属母公司股东权益        | 9159         | 9970         | 11694        | 13694        |
| 少数股东权益           | 317          | 341          | 369          | 402          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>9476</b>  | <b>10311</b> | <b>12063</b> | <b>14096</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>15636</b> | <b>18162</b> | <b>19945</b> | <b>22810</b> |

**现金流量表 (单位: 百万元)**

| 指标              | 2022A        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流量</b> | <b>1155</b>  | <b>1555</b> | <b>2104</b> | <b>1344</b> |
| 净利润             | 1400         | 1501        | 1751        | 2033        |
| 折旧摊销            | 347          | -47         | -47         | -47         |
| 营运资金变动          | -280         | 303         | 622         | -400        |
| 其他              | -311         | -202        | -222        | -242        |
| <b>投资活动现金流量</b> | <b>1362</b>  | <b>181</b>  | <b>201</b>  | <b>220</b>  |
| 资本支出            | -207         | 13          | 13          | 13          |
| 投资变动            | 1509         | 0           | 0           | 0           |
| 其他              | 60           | 168         | 188         | 207         |
| <b>筹资活动现金流量</b> | <b>-3022</b> | <b>-685</b> | <b>-19</b>  | <b>-19</b>  |
| 债权融资            | -256         | 0           | 0           | 0           |
| 股权融资            | 6            | 0           | 0           | 0           |
| 其他              | -2772        | -685        | -19         | -19         |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-388</b>  | <b>1051</b> | <b>2285</b> | <b>1545</b> |

**利润表 (单位: 百万元)**

| 指标                | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>7670</b> | <b>9051</b> | <b>9919</b> | <b>10746</b> |
| 营业成本              | 2420        | 3382        | 3694        | 3966         |
| 营业税金及附加           | 33          | 38          | 42          | 46           |
| 销售费用              | 1109        | 1358        | 1389        | 1397         |
| 管理费用              | 734         | 634         | 694         | 752          |
| 研发费用              | 2290        | 2350        | 2575        | 2790         |
| 财务费用              | 32          | 19          | 19          | 19           |
| 资产减值损失            | -53         | 0           | 0           | 0            |
| 投资收益              | 177         | 208         | 228         | 247          |
| 公允价值变动损益          | 236         | 0           | 0           | 0            |
| <b>营业利润</b>       | <b>1473</b> | <b>1581</b> | <b>1847</b> | <b>2146</b>  |
| 营业外收支净额           | 13          | 13          | 13          | 13           |
| <b>利润总额</b>       | <b>1486</b> | <b>1594</b> | <b>1859</b> | <b>2158</b>  |
| 所得税               | 86          | 92          | 108         | 125          |
| 净利润               | 1400        | 1501        | 1751        | 2033         |
| 少数股东损益            | 22          | 24          | 28          | 33           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>1377</b> | <b>1477</b> | <b>1723</b> | <b>2001</b>  |

**主要指标**

| 指标              | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力指标</b>   |        |       |       |       |
| 毛利率             | 68.4%  | 62.6% | 62.8% | 63.1% |
| 净利率             | 18.0%  | 16.3% | 17.4% | 18.6% |
| 净资产收益率          | 15.0%  | 14.8% | 14.7% | 14.6% |
| 资产回报率           | 8.8%   | 8.1%  | 8.6%  | 8.8%  |
| 投资回报率           | 8.9%   | 10.2% | 10.6% | 10.9% |
| <b>成长能力指标</b>   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率         | -10.0% | 18.0% | 9.6%  | 8.3%  |
| EBIT 增长率        | 152.2% | 23.0% | 17.6% | 17.1% |
| 归母净利润增长率        | 273.1% | 7.3%  | 16.7% | 16.1% |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益            | 0.71   | 0.76  | 0.89  | 1.03  |
| 每股净资产           | 4.72   | 5.14  | 6.03  | 7.06  |
| 每股经营现金流         | 0.60   | 0.80  | 1.08  | 0.69  |
| 每股股利            | 0      | 0     | 0     | 0     |
| <b>营运能力指标</b>   |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.49   | 0.50  | 0.50  | 0.47  |
| 应收账款周转率         | 7.83   | 6.78  | 8.26  | 6.95  |
| 存货周转率           | 1.55   | 1.46  | 1.92  | 1.50  |
| <b>偿债能力指标</b>   |        |       |       |       |
| 资产负债率           | 39.4%  | 43.2% | 39.5% | 38.2% |
| 流动比率            | 1.55   | 1.52  | 1.80  | 1.99  |
| 速动比率            | 1.01   | 0.98  | 1.33  | 1.47  |
| <b>估值指标</b>     |        |       |       |       |
| P/E             | 21.37  | 19.92 | 17.08 | 14.71 |
| P/B             | 3.21   | 2.95  | 2.52  | 2.15  |
| EV/EBITDA       | 16.35  | 20.74 | 16.10 | 12.86 |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

|                |   |
|----------------|---|
| <b>股票投资评级：</b> | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |
| 买入             | 股价表现将强于基准指数 20%以上   |
| 增持             | 股价表现将强于基准指数 5-20%   |
| 中性             | 股价表现将介于基准指数±5%之间  |
| 减持             | 股价表现将弱于基准指数 5%以上  |
| 无评级            | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级                    |
| <b>行业投资评级：</b> | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持             | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数  |
| 中性             | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平   |
| 减持             | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数  |

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断