

完美世界 (002624.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

净利短期承压,多产品将启新一轮测试

业绩简评

- 2023年8月30日,公司发布23年中报,H1营收44.6亿元/yoy+13.7%,归母净利3.8亿/yoy-66.6%;单Q2收入25.6亿/yoy+42.4%,归母净利1.4亿/yoy-53.4%。

经营分析

- 收入:《天龙2》确收递延压制手游增长,影视业务高增。**1) 游戏: H1收入36.4亿/yoy-2.5%,剔除出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队对合并范围的影响后,同比基本持平;端游收入11.4亿/yoy+16.7%,主要系《CS:GO》等经典产品运营较好,手游收入23.4亿/yoy-10.67%,主要系《幻塔》21年12月国内公测,1H22处于业绩贡献高位,其他老游戏因生命周期影响下滑,且《天龙2》确收递延。2) 影视: 进一步修复,收入7.6亿/yoy+538.0%,主要系《星落凝成糖》《云襄传》《护心》等播出,确收增多;《许你岁月静好》《危险的她2》等剧集在制作、发行、排播中,向好趋势不变。
- 盈利:收入结构变化致毛利率下滑,《天龙2》收入费用确认错配压制利润释放。**1) H1净利率8.6%/yoy-20.2pct,Q2净利率同比-10.8pct至5.9%,主要系毛利率下滑、销售费率提升。H1、Q2毛利率同比-9.4/-13.6pct,主要系游戏收入结构变化及影视业务成本增长;Q2销售费率/管理费率/研发费率分别20.4%/7.0%/19.9%,同比+7.3/-1.8/-7.3pct,销售费率增加主要系《天龙2》等新游上线营销推广费用增多,管理和研发费率降低主要系今年Q2收入基数更大。2) 分业务: Q2游戏扣非净利1.5亿/yoy-66.4%,主要系收入费用确认错配;影视及其他业务扣非净利-0.66亿,环比Q1的-0.74亿收窄。
- 《天龙2》利润贡献预计延至Q3,多款产品将开测。**8月《女神异闻录:夜幕魅影》测试并获版号,目前积极推进中,《幻塔》主机版发布且表现较好,上线次日登顶多地游戏畅销榜;自研《神魔大陆2》《一拳超人》《百万亚瑟王》及端游《Perfect New World》近期将开启新一轮测试,端游《诛仙世界》将于23年12月测试,《诛仙2》《代号:新世界》等也在积极推进。

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13.1/17.1/20.9亿元,对应PE为24.9/15.9/13.0X,维持“买入”评级。

风险提示

- 游戏上线及表现不及预期风险;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

传媒与互联网组

分析师:陆意(执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

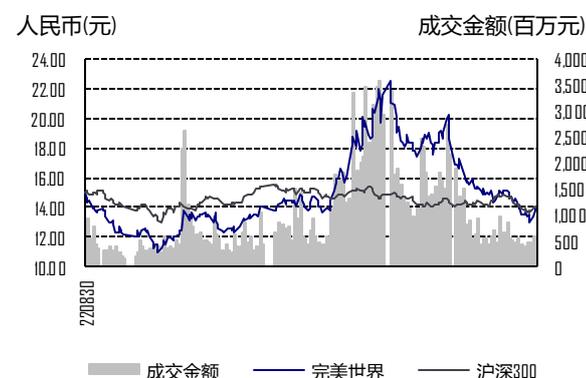
联系人:马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价(人民币):13.99元

相关报告:

- 《完美世界公司点评:业绩符合预告,储备产品蓄势待发》,2023.4.25
- 《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



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	8,885	10,763	11,837
营业收入增长率	-16.69%	-9.95%	15.83%	21.14%	9.98%
归母净利润(百万元)	369	1,377	1,314	1,709	2,092
归母净利润增长率	-76.16%	273.07%	-4.55%	30.02%	22.38%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.71	0.68	0.88	1.08
每股经营性现金流净额	0.57	0.60	0.58	0.98	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.59%	15.04%	13.76%	16.61%	19.43%
P/E	106.73	23.79	24.93	15.88	12.98
P/B	3.83	3.58	3.43	2.64	2.52

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
主营业务收入	10,225	8,518	7,670	8,885	10,763	11,837
增长率		-16.7%	-10.0%	15.8%	21.1%	10.0%
主营业务成本	-4,057	-3,283	-2,420	-3,305	-3,735	-4,046
%销售收入	39.7%	38.5%	31.6%	37.2%	34.7%	34.2%
毛利	6,168	5,235	5,250	5,580	7,028	7,791
%销售收入	60.3%	61.5%	68.4%	62.8%	65.3%	65.8%
营业税金及附加	-32	-29	-33	-36	-43	-47
%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	-1,510	-1,991	-2,012
%销售收入	17.9%	23.3%	14.5%	17.0%	18.5%	17.0%
管理费用	-757	-732	-734	-755	-861	-947
%销售收入	7.4%	8.6%	9.6%	8.5%	8.0%	8.0%
研发费用	-1,589	-2,211	-2,290	-2,115	-2,583	-2,841
%销售收入	15.5%	26.0%	29.9%	23.8%	24.0%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	1,958	277	1,085	1,164	1,549	1,943
%销售收入	19.1%	3.2%	14.1%	13.1%	14.4%	16.4%
财务费用	-113	-124	-32	-22	-42	-38
%销售收入	1.1%	1.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-969	-235	-53	-23	-25	-22
公允价值变动收益	413	-358	236	120	120	120
投资收益	196	408	177	50	100	100
%税前利润	11.8%	261.4%	11.9%	3.6%	5.6%	4.5%
营业利润	1,628	149	1,473	1,375	1,793	2,194
营业利润率	15.9%	1.8%	19.2%	15.5%	16.7%	18.5%
营业外收支	28	6	13	9	6	7
税前利润	1,657	156	1,486	1,384	1,799	2,202
利润率	16.2%	1.8%	19.4%	15.6%	16.7%	18.6%
所得税	-152	21	-86	-90	-117	-143
所得税率	9.2%	-13.8%	5.8%	6.5%	6.5%	6.5%
净利润	1,504	177	1,400	1,294	1,682	2,059
少数股东损益	-44	-192	22	-21	-27	-33
归属于母公司的净利润	1,549	369	1,377	1,314	1,709	2,092
净利率	15.1%	4.3%	18.0%	14.8%	15.9%	17.7%

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	1,294	1,682	2,059
少数股东损益	-44	-192	22	-21	-27	-33
非现金支出	1,153	548	426	230	262	291
非经营收益	-592	-31	-390	-71	-96	-149
营运资金变动	1,627	403	-280	-282	133	-13
经营活动现金净流	3,693	1,098	1,155	1,170	1,981	2,188
资本开支	-571	-339	-207	2	-32	-285
投资	-28	647	1,509	670	100	100
其他	146	282	60	60	100	100
投资活动现金净流	-453	590	1,362	732	168	-85
股权募资	17	51	6	-20	29	-5
债权募资	-931	-229	-256	-177	-130	340
其他	-1,880	-949	-2,772	-1,089	-1,113	-1,720
筹资活动现金净流	-2,794	-1,127	-3,022	-1,287	-1,215	-1,384
现金净流量	384	523	-388	616	934	719

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	2,999	3,401	3,654
应收款项	1,484	1,192	1,115	1,338	1,571	1,711
存货	1,027	1,218	1,562	1,358	1,535	1,663
其他流动资产	2,431	1,718	715	1,147	1,112	1,232
流动资产	7,885	7,565	6,378	6,842	7,619	8,259
%总资产	50.8%	44.4%	40.8%	43.3%	45.7%	46.7%
长期投资	5,142	5,267	4,997	4,545	4,565	4,585
固定资产	629	391	340	343	359	388
%总资产	4.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
无形资产	711	839	911	1,015	951	1,004
非流动资产	7,622	9,475	9,258	8,952	9,064	9,410
%总资产	49.2%	55.6%	59.2%	56.7%	54.3%	53.3%
资产总计	15,507	17,040	15,636	15,794	16,684	17,670
短期借款	784	858	548	389	257	600
应付款项	1,175	794	705	889	1,027	1,108
其他流动负债	2,244	2,705	2,864	2,850	3,257	3,552
流动负债	4,204	4,357	4,117	4,128	4,540	5,260
长期贷款	23	0	0	0	0	0
其他长期负债	98	2,178	2,043	1,814	1,586	1,408
负债	4,325	6,535	6,160	5,942	6,126	6,668
普通股股东权益	10,835	10,290	9,159	9,556	10,288	10,765
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	5,712	6,415	6,897
少数股东权益	347	214	317	296	269	236
负债股东权益合计	15,507	17,040	15,636	15,794	16,684	17,670

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.798	0.190	0.710	0.678	0.881	1.078
每股净资产	5.585	5.304	4.721	4.926	5.303	5.549
每股经营现金净流	1.903	0.566	0.595	0.582	0.985	1.088
每股股利	0.160	1.200	0.350	0.500	0.500	0.800
回报率						
净资产收益率	14.29%	3.59%	15.04%	13.76%	16.61%	19.43%
总资产收益率	9.99%	2.17%	8.81%	8.32%	10.24%	11.84%
投入资本收益率	14.76%	2.75%	10.12%	10.56%	13.30%	15.58%
增长率						
主营业务收入增长率	27.19%	-16.69%	-9.95%	15.83%	21.14%	9.98%
EBIT 增长率	27.80%	-85.88%	292.29%	7.34%	33.04%	25.44%
净利润增长率	3.04%	-76.16%	273.07%	-4.55%	30.02%	22.38%
总资产增长率	-6.75%	9.88%	-8.24%	1.01%	5.63%	5.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.7	48.9	46.7	48.0	47.0	47.0
存货周转天数	125.4	124.8	209.7	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	54.9	68.6	64.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	12.6	16.3	16.2	13.8	11.9	11.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.79%	-33.96%	-26.35%	-27.09%	-30.34%	-28.29%
EBIT 利息保障倍数	17.4	2.2	33.6	52.2	36.7	50.6
资产负债率	27.89%	38.35%	39.39%	37.62%	36.72%	37.74%

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	2022-04-27	买入	13.15	N/A
2	2022-07-14	买入	13.50	N/A
3	2022-10-13	买入	12.67	N/A
4	2022-10-21	买入	12.67	N/A
5	2023-01-18	买入	13.69	N/A
6	2023-04-10	买入	19.56	N/A
7	2023-04-15	买入	20.16	N/A
8	2023-04-25	买入	21.77	N/A

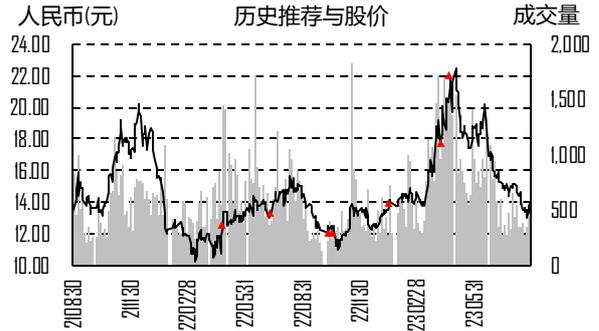
来源：国金证券研究所

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806