

持续优化海外资源配置，看好《幻塔》长期贡献业绩增量

买入（维持）

2021 年 12 月 24 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002

021-60199793

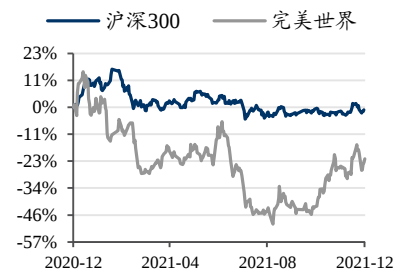
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,225	10,287	17,284	18,145
同比（%）	27.2%	0.6%	68.0%	5.0%
归母净利润（百万元）	1,549	1,365	2,841	3,264
同比（%）	3.0%	-11.9%	108.2%	14.9%
每股收益（元/股）	0.80	0.70	1.46	1.68
P/E（倍）	26.03	29.60	14.22	12.37

投资要点

- **事件：**2021 年 12 月 21 日，公司发布公告，下属全资子公司 PWE B.V. 与 Embracer 签订《股权购买协议》，全球性研发及发行公司 Embracer 拟以 1.25 亿美元的对价购买 PWE B.V.持有的 PWNA 及 PWP B.V.各 100%股权。公司预计本次交易将于 2022 年完成交割，将产生 3.8 亿元投资收益（税前），相关收益于交割完成时确认。
- **海外布局进一步优化，看好产品聚焦后全球化战略稳健推进。**公司持续推进海外资源配置优化，精炼海外本土团队，区域上更侧重加拿大等更具人才优势和政策优势的地区，并聚焦海外团队更具优势的单机游戏以及海外市场更具潜力的移动游戏等方向。本次出售的两家子公司 PWNA 与 PWP B.V.主营业务为欧美地区 PC 及主机游戏的研发和发行，其中 PWNA 旗下拥有《无冬之夜》《星际迷航》《火炬之光》等产品，2020 年两者归母净利润合计 0.73 亿元，2021 年前三季度未经审计归母净亏损合计 1.08 亿元，主要系关停部分表现不及预期的游戏项目合计形成营业亏损约 2.1 亿元。我们认为公司在完成产品聚焦后，海外发展路径已逐渐明晰，资源配置效率有望提升，看好公司海外业务围绕“国内产品出海+海外本地化发展”双维度持续发力。
- **《幻塔》出海前景广阔，长线运营可期。**公司开放世界手游《幻塔》于 2021 年 12 月 14 日开放预下载，至 12 月 19 日连续 5 天占据 iOS 游戏免费榜榜首，12 月 16 日公测当日即获得 App Store 主打推荐，次日跃升至 iOS 游戏畅销榜第 3 名，根据公司披露数据，首日流水突破 5000 万，我们预计未来 1-2 年内“MMO+开放世界+二次元”赛道难有竞品出现，产品有望享受赛道红利，同时废土轻科幻题材海外市场广阔，看好产品海外市场表现。从公测情况来看，我们认为《幻塔》品质出色且游戏可探索性强，付费设置较为克制，有望实现 MMO 品类的 DAU 突破，随着限定武器等商业化陆续开放，我们认为 DAU 突破+强用户粘性将持续拉高流水，看好产品长期贡献业绩增量。
- **品类突破持续推进，年轻化创新品类储备丰富。**公司新游储备丰富，涵盖 MMO、ARPG、二次元、卡牌等赛道，其中《完美世界：诸神之战》（2021M10 二测）《一拳超人：世界》（2021M11 首测）《天龙八部 2》《黑猫奇闻社》《百万亚瑟王》将陆续推出，看好新品上线释放业绩增量。我们认为《幻塔》经过四次测试，画面品质、玩法等均有较大提升，公司中台部门、宣发部门在《幻塔》研发过程中积累的经验，以及玩家共研的模式均可复用至后续项目，有望提高后续项目研发成功率。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到《幻塔》表现出色且具备长线运营潜质，以及海外业务调整带来的投资收益，我们上调 2022-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.70/1.46/1.68 元（此前为 0.70/1.17/1.40 元），对应当前股价 PE 分别为 30/14/12X。持续看好公司精品化、多元化、年轻化战略实践，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新游上线延期风险，行业监管趋严风险，系统性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.82
一年最低/最高价	13.01/31.54
市净率(倍)	3.73
流通 A 股市值(百万元)	38043.07

基础数据

每股净资产(元)	5.59
资产负债率(%)	33.13
总股本(百万股)	1939.97
流通 A 股(百万股)	1827.24

相关研究

- 1、《完美世界（002624）：2021 年三季报点评：《梦诛》步入回收期，《幻塔》年内有望上线》2021-10-27
- 2、《完美世界（002624）：2021 年中报点评：业绩落入预告区间，《梦幻新诛仙》留存优异，产品管线充沛》2021-08-17
- 3、《完美世界（002624）：2021 年半年报预告点评：海外布局调整及新游上线致业绩短期承压，品类创新逐渐兑现》2021-07-12

完美世界三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,885	8,480	12,440	14,798	营业收入	10,225	10,287	17,284	18,145
现金	2,943	3,462	5,514	7,645	减:营业成本	4,057	4,259	6,925	7,229
应收账款	1,411	1,420	2,386	2,505	营业税金及附加	32	43	64	91
存货	1,027	1,078	1,753	1,830	营业费用	1,831	2,263	3,543	3,538
其他流动资产	2,503	2,520	2,787	2,817	管理费用	757	746	1,184	1,234
非流动资产	7,622	8,148	8,777	9,375	研发费用	1,589	1,800	3,025	3,085
长期股权投资	2,768	3,372	4,102	4,769	财务费用	113	40	40	40
固定资产	354	526	467	383	资产减值损失	969	31	47	39
在建工程	275	27	3	0	加:投资净收益	196	197	331	347
无形资产	190	186	169	185	其他收益	557	132	221	232
其他非流动资产	4,035	4,036	4,037	4,038	资产处置收益	-1	0	0	0
资产总计	15,507	16,628	21,217	24,172	营业利润	1,628	1,434	3,008	3,469
流动负债	4,204	4,371	6,593	6,857	加:营业外净收支	28	0	0	0
短期借款	784	800	802	811	利润总额	1,657	1,434	3,008	3,469
应付账款	733	769	1,251	1,306	减:所得税费用	152	86	241	277
其他流动负债	2,687	2,802	4,540	4,740	少数股东损益	-44	-17	-74	-73
非流动负债	121	99	98	98	归属母公司净利润	1,549	1,365	2,841	3,264
长期借款	23	1	0	0	EBIT	1,566	1,490	3,122	3,582
其他非流动负债	98	98	98	98	EBITDA	1,762	1,728	3,353	3,797
负债合计	4,325	4,470	6,691	6,956	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	347	330	256	183	每股收益(元)	0.80	0.70	1.46	1.68
归属母公司股东权益	10,835	11,828	14,269	17,034	每股净资产(元)	5.59	6.10	7.36	8.78
负债和股东权益	15,507	16,628	21,217	24,172	发行在外股份(百万股)	1940	1940	1940	1940
					ROIC(%)	11.9%	10.8%	18.7%	18.3%
					ROE(%)	14.3%	11.5%	19.9%	19.2%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	60.3%	58.6%	59.9%	60.2%
经营活动现金流	3,693	1,535	3,067	3,167	销售净利率(%)	15.1%	13.3%	16.4%	18.0%
投资活动现金流	-453	-598	-577	-504	资产负债率(%)	27.9%	26.9%	31.5%	28.8%
筹资活动现金流	-2,794	-417	-439	-531	收入增长率(%)	27.2%	0.6%	68.0%	5.0%
现金净增加额	384	519	2,052	2,131	净利润增长率(%)	3.9%	-10.4%	105.3%	15.3%
折旧和摊销	197	238	231	215	P/E	26.03	29.60	14.22	12.37
资本开支	-571	-191	-178	-185	P/B	3.73	3.41	2.83	2.37
营运资本变动	1,627	75	312	29	EV/EBITDA	21.70	21.83	10.64	8.84

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>