



具备稀缺端游研发能力，“国内+海外”有望形成双重驱动

——完美世界 2021 年年报及 2022 年一季度点评

买入（维持）

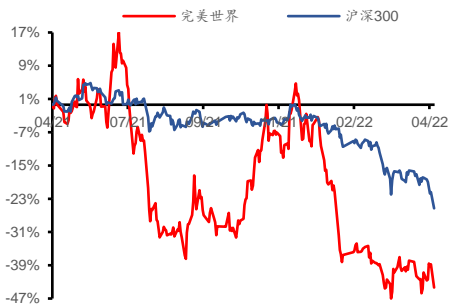
行业： 传媒
日期： 2022 年 04 月 26 日

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)	11.95
12mth A 股价格区间 (元)	11.39-24.98
总股本 (百万股)	1,939.97
无限售 A 股/总股本	94.19%
流通市值 (亿元)	218.35

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《游戏业务转型导致业绩阶段性承压，年轻化战略取得初步成功》

——2022 年 01 月 26 日

《完美世界(002624)2021 年三季报点评: Q3 业绩显著好转,《幻塔》等新游值得期待》

——2021 年 10 月 28 日

《完美世界(002624)2021 年半年报点评: 多重因素导致短期业绩承压, 新品表现强劲下半年业绩有望充分释放》

——2021 年 08 月 18 日

■ 事件

公司 4 月 25 日公布 2021 年年报及 2022 年一季度报:

1、2021 年公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 85.18 亿元 (yoy-16.69%)、3.69 亿元 (yoy-76.16%)、1.02 亿元 (-90.26%); 实现 EPS0.19 元 (yoy-76.25%)。同时公司拟 10 派 12 元, 合计分红 22.9 亿元。

2、2022 年一季度公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 21.28 亿元 (yoy-4.6%)、8.4 亿元 (yoy+80.99%)、4.14 亿元 (yoy+30.15%)。净利润为此前预告中值, 符合预期。

■ 点评

转型期面临阵痛, 21 年业绩承压。

公司游戏业务实现营业收入、归母净利润 74.2 亿元 (yoy-19.77%)、7.2 亿元 (yoy-68.48%, 此前预期 6.7-6.9 亿元); 影视业务实现营业收入、净亏损 9.5 亿元、2 亿元 (此前预期净亏损 1.7 亿元-1.9 亿元);

2021 年非经常性收益 2.68 亿元 (此前预期 2.5 亿元-2.7 亿元), 其中游戏业务非经常性损益约 4.9 亿元 (主要来自部分研发团队处置)、影视业务非经常性损失约 2.6 亿元 (主要来自环球片单投资公允价值下降损失)。

1、21 年收入端同比下降主要系: (1) 游戏业务处于战略升级及产品创新迭代关键阶段, 新老游戏衔接不畅致收入端承压。一方面部分探索类新游表现不及预期, 如 2Q21 关停的北美项目《Magic Legends》以及公司首款 MMOARPG 手游《战神遗迹》(流水不及预期、初期营销支出较大)。上述两款游戏合计产生亏损约 4 亿元-5 亿元。另一方面部分游戏随生命周期自然衰减 (如《完美世界》《新笑傲江湖》手游), 且去年疫情背景下游戏流水高基数。同时我们预计《诛仙》《完美国际》《CS: GO》《DOTA2》等端游产品流水相对稳定。(2) 受游戏版号暂停影响, 公司游戏产品上线节奏推后。(3)《梦幻新诛仙》贡献重要业绩, 自 21 年 6 月 25 日上线至年底累计流水近 16 亿元, 全年贡献利润约 5 亿元-6 亿元。

2、21 年利润端同比下降主要系: (1) 收入释放与费用支出不匹配。

公司处于战略转型期, 尝试不同赛道及品类。2021 年在研游戏数量及投入均同比明显增加, 并基于中长期发展的角度出台了一系列激励措施, 2021 年公司研发费用约 22.1 亿元, 研发费用率约 25.95%

(yoy+7.34pct)。分季度看, 公司 22 年 Q4 研发费用率大幅上升至 48% (yoy+29.2pct)。(2)《幻塔》手游 2021 年 12 月 16 日公测, 因收入成本错配, 21 年报表层面存在一定亏损, 预计 22 年后开始释放业绩。

(3) 海外游戏项目调优, 关停部分表现不达预期的海外游戏项目, 并优化相关项目人员, 产生一次性亏损 2.7 亿元。(4) 环球影业片单投资受海外疫情反复影响, 公允价值下降产生 3.86 亿元亏损, 按照公司所持基金份额比例, 产生非经常性损失约 2.73 亿元。(5) 若扣除非经常性损益影响, 游戏业务净利润约 2.56 亿元、影视业务净利润约 2000 万元。

转型升级成效显现, 1Q22 净利润重回增长通道。

1、1Q22营业收入略降，主要系合并范围减少所致。公司出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队，相关欧美子公司自22年2月不再纳入合并范围。若扣除该影响，1Q22营业收入同增2.34%。其中游戏业务、影视业务营业收入分别为19.73亿元（yoy+23.01%）、7731.7万元（yoy-80.48%）。

2、1Q22净利润重回增长通道，主要系（1）轻松竖版3D手游《完美世界：诸神之战》正式上线，保持公司经典品类优势；（2）21年年底公测的《幻塔》首月新增用户过千万，首月流水近5亿，属于公司在开放世界品类的重要尝试，1Q22逐步释放利润；（3）21年12月，公司出售美国研发及欧美发行团队，并于1Q22完成交割，确认非经常性损益约4亿元。扣除该影响后，公司游戏业务扣非净利润约4.46亿元（yoy+34.52%）。（4）1Q22影视业务实现净利润约2200万元。

“国内+海外”双重引擎有望推动公司业绩高增长。

1、国内：受益于版号恢复核发，国内产品线落地时间确定性增强。公司储备手游产品包括《黑猫奇闻社》《天龙八部2》《朝与夜之国》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《诛仙2》《完美新世界》《神魔大陆2》以及端游产品《诛仙世界》《Perfect New World》《Have a Nice Death》等，同时灵笼、封神系列等知名IP游戏开发工作也在积极筹备中。版号恢复核发后，储备产品将陆续推出，其中两点值得关注：

（1）我们认为《天龙八部2》《诛仙2》《完美新世界》手游属于大IP重量级产品，版号放开后落地节奏将逐步明朗，上线表现值得期待；

（2）端游市场处于强需求弱供给的阶段，公司手握《诛仙世界》《Perfect New World》等重量级端游产品，有望收获较大的市场红利。其中《诛仙世界》在21年CJ上公布之后，引起了强烈的关注和讨论，并于21年12月进行了小规模黑盒测试。下一次相对大规模的测试预计在2022年年中发布，有望率先推出。

2、海外：围绕“国内产品出海+海外本地化发展”双维度发力。公司国内出海将由授权第三方逐步向自主发行过渡。发行团队分两种类型：（1）区域培养本土团队。如公司在韩国的落地团队，以当地人为主，他们对本土的发行落地更熟悉；（2）国内配置的全球发行团队。会以全球品牌、买量广告宣发为主。同时公司调整产品底层逻辑，不同于公司过往较浓的东方文化属性，公司在后续储备产品上将进行较大调整。如《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《灵笼》等产品均较为适合全球化发行，且基本采用自主发行的模式。《梦幻新诛仙》手游已于2022年3月17日同步上线海外市场，同时《幻塔》海外发行值得期待，已在海外多地开启测试，预计年内正式上线海外市场。

影视业务已进行充分计提，着眼于瘦身与聚焦。

一方面公司此前主投主控或参投的影视剧项目减值已相对充分；环球片单仅2部影片未上映，测算较为审慎；另一方面公司在新项目的立项及开机中更加聚焦和谨慎，新开机的项目绝大多数是平台定制剧，保证了收益的确定性。**21年至今公司出品影视作品包括《上阳赋》《暴风眼》《爱在星空下》《明天我们好好过》《小女霓裳》《理想照耀中国》《温暖的味道》《光荣与梦想》《壮志高飞》《突如其来的假期》《舍我其谁》《峰爆》《霞光》《和平之舟》《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》等。同时公司储备影视作品包括《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》《星落凝成糖》《摇滚狂花》《特工任务》《灿烂！灿烂！》《心想事成》《温暖的甜蜜的》《只此江湖梦》等。**我们认为公司影视业务未来盈利确定性较高，拖累估值和业绩的可能性较小。

公司系 A 股稀缺的具有端游研发实力的老牌游戏公司，在元宇宙时代具有相对优势。

我们认为 VR/AR 游戏更接近 PC 端游、主机游戏，公司拥有相应稀缺技术及经验。未来公司元宇宙工作将分三步进行：

1、依托现有游戏，搭建虚拟偶像平台、发行 NFT，完成早期技术储备和经验积累。（1）虚拟数字人：2020 年《CS: GO》推出官方虚拟主播古堡龙姬、近期推出永恒娘；2021 年 10 月《DOTA2》推出官方虚拟偶像 dodo；（2）NFT：近日完美世界电竞发布首款限量数字藏品-电竞主题“猫猫狗狗”数字艺术卡。

2、借助开发中的新游戏，实现元宇宙更深层次的积累。如《诛仙世界》的端游，利用超真实的物理引擎，营造高度拟真的仙侠世界体验。

3、实现元宇宙在游戏上的终极呈现。通过重磅游戏产品，借助数字孪生、智能 AI 扩展、虚拟数字人等等，在更加宏大的世界，实现游戏体验的无限延伸。

■ 投资建议

公司系 A 股稀缺的具有端游研发实力的老牌游戏公司，有望受益于端游市场强需求弱供给的市场环境。同时公司积极布局游戏出海及元宇宙相关业务，有望形成新的盈利增长点。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 16.66 亿元 (yoy+351.3%)、21.39 亿元 (yoy+28.4%)、25.95 亿元 (yoy+21.3%)，对应 EPS0.86 元、1.10 元、1.34 元，当前股价对应估值 13.92 倍、10.84 倍、8.94 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧超预期、游戏监管趋严超预期、游戏版号发放出现反复、出海进程不及预期、新游戏上线进度或流水表现不及预期、老游戏流水下滑超预期等风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8518	9984	13965	16673
年增长率	-16.7%	17.2%	39.9%	19.4%
归母净利润	369	1666	2139	2595
年增长率	-76.2%	351.3%	28.4%	21.3%
每股收益 (元)	0.19	0.86	1.10	1.34
市盈率 (X)	106.89	13.92	10.84	8.94
市净率 (X)	3.83	1.94	1.64	1.39

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 04 月 25 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	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3436	5269	7633	10614
应收票据及应收账款	1092	1330	1863	2195
存货	1218	1541	1855	2391
其他流动资产	1818	2000	2092	2277
流动资产合计	7565	10140	13443	17477
长期股权投资	2752	2752	2752	2752
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	381	336	292	248
在建工程	10	10	10	10
无形资产	260	260	260	260
其他非流动资产	6072	6072	6072	6072
非流动资产合计	9475	9431	9387	9343
资产总计	17040	19571	22829	26819
短期借款	628	628	628	628
应付票据及应付账款	501	635	903	1039
合同负债	1793	2132	2611	3396
其他流动负债	1435	1827	2200	2674
流动负债合计	4357	5222	6342	7738
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2178	2178	2178	2178
非流动负债合计	2178	2178	2178	2178
负债合计	6535	7400	8520	9916
股本	2012	2012	2012	2012
资本公积	1686	1686	1686	1686
留存收益	7104	8770	10909	13504
归属母公司股东权益	10290	11956	14095	16689
少数股东权益	214	214	214	214
股东权益合计	10504	12170	14309	16904
负债和股东权益合计	17040	19571	22829	26819

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	1098	1504	1883	2322
净利润	177	1666	2139	2595
折旧摊销	319	44	44	44
营运资金变动	403	128	187	348
其他	198	-335	-487	-665
投资活动现金流量	590	328	481	659
资本支出	-339	11	21	33
投资变动	647	0	0	0
其他	282	318	460	626
筹资活动现金流量	-1127	0	0	0
债权融资	-229	0	0	0
股权融资	51	0	0	0
其他	-949	0	0	0
现金净流量	523	1832	2364	2981

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8518	9984	13965	16673
营业成本	3283	3903	5461	6488
营业税金及附加	29	35	47	57
销售费用	1986	1846	2780	3085
管理费用	732	816	1125	1380
研发费用	2211	2004	2866	3699
财务费用	124	0	0	0
资产减值损失	-235	0	0	0
投资收益	408	318	460	626
公允价值变动损益	-358	0	0	0
营业利润	149	1851	2376	2883
营业外收支净额	6	0	0	0
利润总额	156	1851	2376	2883
所得税	-21	185	238	288
净利润	177	1666	2139	2595
少数股东损益	-192	0	0	0
归属母公司股东净利润	369	1666	2139	2595

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	61.5%	60.9%	60.9%	61.1%
净利率	4.3%	16.7%	15.3%	15.6%
净资产收益率	3.6%	13.9%	15.2%	15.5%
资产回报率	2.2%	8.5%	9.4%	9.7%
投资回报率	2.3%	8.2%	8.8%	8.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	-16.7%	17.2%	39.9%	19.4%
EBIT 增长率	-85.9%	398.9%	22.2%	16.5%
归母净利润增长率	-76.2%	351.3%	28.4%	21.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.86	1.10	1.34
每股净资产	5.30	6.16	7.27	8.60
每股经营现金流	0.57	0.78	0.97	1.20
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.50	0.51	0.61	0.62
应收账款周转率	8.68	8.21	8.22	8.36
存货周转率	2.70	2.53	2.94	2.71
偿债能力指标				
资产负债率	38.4%	37.8%	37.3%	37.0%
流动比率	1.74	1.94	2.12	2.26
速动比率	1.38	1.55	1.74	1.86
估值指标				
P/E	106.89	13.92	10.84	8.94
P/B	3.83	1.94	1.64	1.39
EV/EBITDA	65.28	14.65	10.69	7.72

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

股票投资评级：	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
行业投资评级：	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

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

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。