

完美世界 (002624.SZ) 中报预告点评

《幻塔》海外版开启测试，关注后续业绩表现

买入

核心观点

业绩预告符合预期，游戏主业表现较好。 1) 2022H1 公司预计实现归母净利润 11-11.6 亿元，较上年同期增长 330.84%-350.25%，业绩高增长主要受益于游戏业务大幅增长以及出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队所带来的非经常性收益；其中 22Q2 公司实现净利润 2.6-3.2 亿，环比变化 -69%~-62%，去年同期为 -2.07 亿；2) 22H1 公司游戏业务预计实现净利润 11.6-12 亿，较上年同期增长 419.61%至 437.53%。公司调整海外游戏业务布局，出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队，该交易于报告期内完成并确认非经常性收益约人民币 4 亿元；3) 22Q2 公司游戏业务实现净利润 2.96-3.36 亿，22Q1 公司游戏主业净利润 4.46 亿（剔除非经常性损益），22Q2 游戏净利润环比变化 -34%~-25%。

《幻塔》年内有望上线海外市场。 国内方面，2022H1《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》等产品贡献了良好的业绩增量。《完美世界：诸神之战》于 2022 年 1 月公测，提供全新 MMO 体验，夯实公司经典品类优势，《幻塔》持续进行内容更新与迭代，叠加运营升级，推进游戏品质进一步提升。《梦幻新诛仙》于 2022 年 6 月上线一年，开启周年庆版本，玩家反馈良好，位居国内 iOS 游戏畅销榜第 6 名，验证了公司游戏产品长线运营的精品优势。海外方面，《梦幻新诛仙》手游于 2022 年 3 月在海外多地同步上线，《幻塔》手游也于报告期内在海外多地进行测试，预计近期正式上线海外市场，完美世界的《黑猫奇闻社》在 6 月第二批版号名单中。

影视坚持精品化，新项目延续聚焦策略。 公司出品的《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿意吧》《蓝焰突击》等精品电视剧播出，取得了良好的市场口碑。此外，公司储备的《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》《纵横芯海》等影视作品正在制作、发行过程中。

风险提示： 新游流水不及预期；影视业务持续拖累业绩；政策监管风险。

投资建议： 业绩符合预期，维持“买入”评级。

短期来看，《幻塔》海外版也开启相关测试，年内有望上线海外市场，2022 年该游戏有望持续释放业绩，长期来看，老牌研发商实力有望进一步验证。我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润为 18.73/21.04/22.07 亿，增速为 407.3%/12.4%/4.9%，EPS 为 0.93/1.05/1.1 元，对应 PE 15/13/12x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,225	8,518	9,920	10,971	11,551
(+/-%)	27.2%	-16.7%	16.5%	10.6%	5.3%
净利润(百万元)	1549	369	1873	2104	2207
(+/-%)	3.0%	-76.2%	407.3%	12.4%	4.9%
每股收益(元)	0.77	0.18	0.93	1.05	1.10
EBIT Margin	19.1%	3.2%	16.1%	16.5%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	14.3%	3.6%	16.1%	16.1%	15.1%
市盈率 (PE)	17.7	74.2	14.6	13.0	12.4
EV/EBITDA	14.9	77.8	19.5	17.2	16.5
市净率 (PB)	2.53	2.66	2.36	2.09	1.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：夏妍
021-60933162
xiayan2@guosen.com.cn
S0980520030003

证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.61 元
总市值/流通市值	26403/24865 百万元
52 周最高价/最低价	23.67/11.05 元
近 3 个月日均成交额	959.91 百万元

市场走势



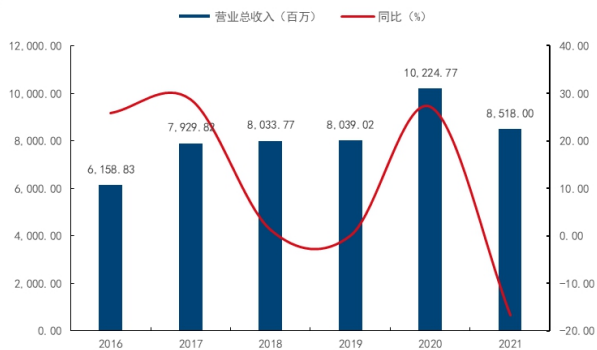
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《完美世界 (002624.SZ) - 《幻塔》表现亮眼，转型升级初见成效》——2022-05-02

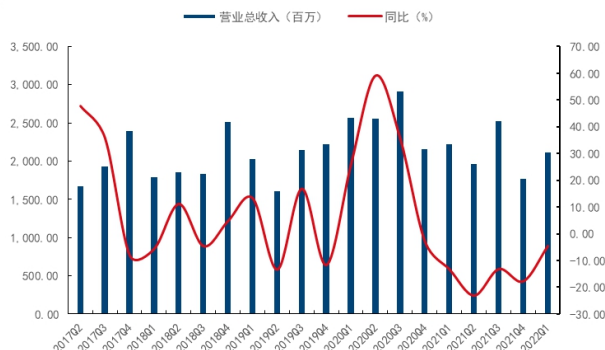
业绩预告符合预期，游戏主业表现较好。2022H1 公司预计实现归母净利润 11-11.6 亿元，较上年同期增长 330.84%-350.25%，主要由游戏业务、影视业务、总部支出等构成。其中 22Q2 公司实现净利润 2.6-3.2 亿，环比变化-69%~-62%，去年同期为-2.07 亿。

图1：完美世界营业收入及增速



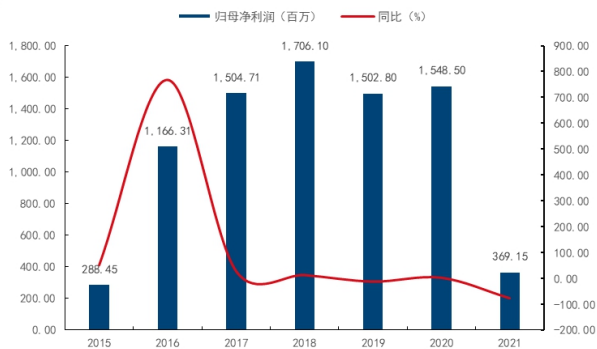
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：完美世界单季营业收入及增速



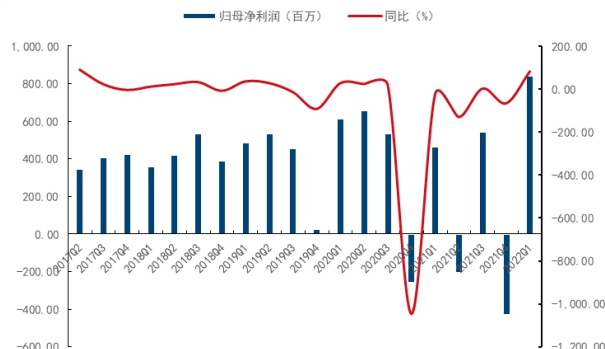
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：完美世界归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：完美世界单季归母净利润及增速



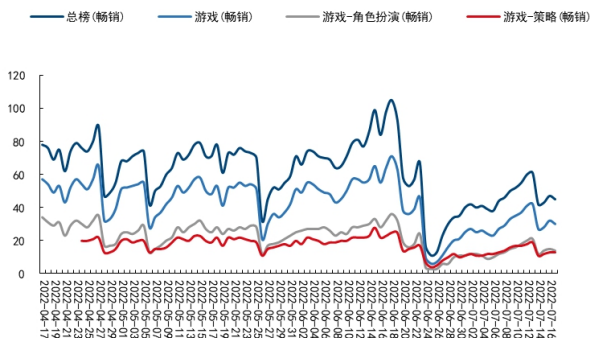
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

22H1 公司游戏业务预计实现净利润 11.6-12 亿，较上年同期增长 419.61%至 437.53%。公司调整海外游戏业务布局，出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队，该交易于报告期内完成并确认非经常性收益约人民币 4 亿元。22Q2 公司游戏业务实现净利润 2.96-3.36 亿，22Q1 公司游戏主业净利润 4.46 亿（剔除非经常性损益），22Q2 游戏净利润环比变化-34%~-25%。

2022H1 《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》等产品贡献了良好的业绩增量，助力游戏业务稳健发展。

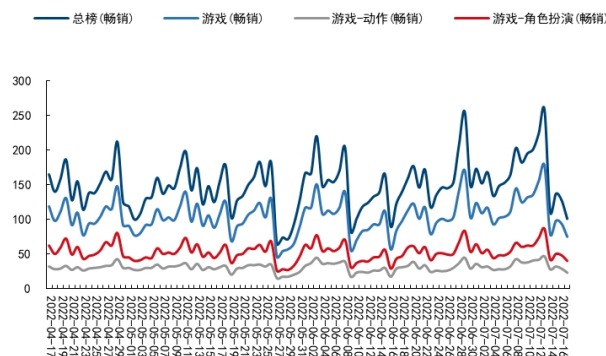
国内市场方面，轻松竖版 3D 手游《完美世界：诸神之战》于 2022 年 1 月公测，提供全新 MMO 体验，夯实公司经典品类优势。轻科幻开放世界手游《幻塔》持续进行内容更新与迭代，叠加运营升级，推进游戏品质进一步提升。创新回合 MMORPG 手游《梦幻新诛仙》于 2022 年 6 月上线一年，开启周年庆版本，玩家反馈良好，位居国内 iOS 游戏畅销榜第 6 名，验证了公司游戏产品长线运营的精品优势。

图5: 近三个月《梦幻新诛仙》iOS 畅销榜排名



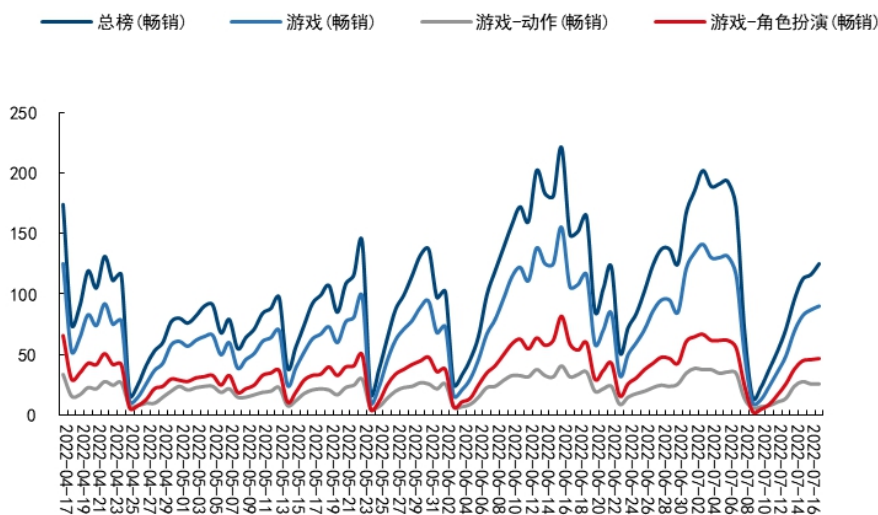
资料来源: 七麦数据、国信证券经济研究所整理

图6: 近三个月《完美世界》iOS 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据、国信证券经济研究所整理

图7: 近三个月《幻塔》iOS 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据、国信证券经济研究所整理

海外市场方面, 经过前期布局调整, 公司海外业务围绕“国内产品出海+海外本地化发展”双维度发力。其中, 《梦幻新诛仙》手游于 2022 年 3 月在海外多地同步上线, 《幻塔》手游也于报告期内在海外多地进行测试, 预计近期正式上线海外市场。

此外, 近日公司蒸汽平台宣布举办首次游戏发布会, 超过 80 款游戏新品亮相“蒸汽平台鉴赏家大会”, 未来蒸汽平台将与国内外厂商继续开展深度合作, 协助国内精品独立游戏成功出海, 并着力为海外佳作的本地化及商业化落地提供支持。

产品储备方面, 公司手游产品《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》等多款游戏正在积极推进中。完美世界的《黑猫奇闻社》在 6 月第二批版本号名单中。

表1: 完美世界后续储备游戏作品

序号	游戏名称（暂定）	游戏类型	自研/代理
1	Perfect New World	PC 端游	自研
2	完美新世界	移动游戏	自研
3	诛仙世界	PC 端游	自研
4	诛仙 2	云原生游戏	自研
5	天龙八部 2	移动游戏	代理
6	神魔大陆 2	移动游戏	自研
7	黑猫奇闻社	移动游戏	自研
8	朝与夜之国 (Project Bard)	移动游戏	自研
9	CODE NAME: X	移动游戏	自研
10	一拳超人: 世界	移动游戏	自研
11	百万亚瑟王 (代号: MA)	移动游戏	自研
12	Have a Nice Death	PC 端游+主机	自研
13	放置游戏	移动游戏	自研
14	双点医院	PC 端游	代理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

影视业务方面, 公司坚持走精品化内容路线, 在新项目的立项及开机中延续聚焦策略。报告期内, 公司出品的《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》等精品电视剧播出, 取得了良好的市场口碑。此外, 公司储备的《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》《纵横芯海》等影视作品正在制作、发行过程中。

表2: 完美世界影视业务产品线储备 (截至公司预告发布时间)

序号	投资项目名称	制作进度	预计开拍日期
1	月里青山淡如画	制作、发行中	-
2	云襄传	制作、发行中	-
3	许你岁月静好	制作、发行中	-
4	星落凝成糖	制作、发行中	-
5	摇滚狂花	制作、发行中	-
6	灿烂! 灿烂!	制作、发行中	-
7	特工任务	制作、发行中	-
8	心想事成	制作、发行中	-
9	温暖的, 甜蜜的	制作、发行中	-
10	只此江湖梦	制作、发行中	-
11	纵横芯海	制作、发行中	2022 年下半年
12	九个弹孔	筹备中	2022 年下半年

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 短期来看, 《幻塔》海外版也开启相关测试, 年内有望上线海外市场, 2022 年该游戏有望持续释放业绩, 长期来看, 老牌研发商实力有望进一步验证。我们维持此前盈利预测, 预计公司 2022-2024 年净利润为 18.73/21.04/22.07 亿, 增速为 407.3%/12.4%/4.9%, EPS 为 0.93/1.05/1.1 元, 对应 PE 15/13/12x, 维持“买入”评级。

风险提示: 新游流水不及预期; 影视业务持续拖累业绩; 政策监管风险。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
002555.SZ	三七互娱	20.03	433.81	1.30	1.50	1.72	1.92	15.41	13.35	11.65	10.43	买入
002602.SZ	世纪华通	4.49	324.93	0.31	0.50	0.61	0.65	14.48	8.98	7.36	6.91	增持
002605.SZ	姚记科技	14.99	57.57	1.42	1.78	2.08	2.20	10.56	8.42	7.21	6.81	增持
300031.SZ	宝通科技	16.88	69.62	0.98	1.30	1.56	1.86	17.22	12.98	10.82	9.08	增持
603444.SH	吉比特	364.30	256.92	20.43	24.14	27.72	31.72	17.83	15.09	13.14	11.48	买入
002624.SZ	完美世界	13.60	264.03	0.18	0.93	1.05	1.10	75.56	14.62	12.95	12.36	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2943	3436	3900	4970	6484	营业收入	10225	8518	9920	10971	11551
应收款项	1484	1192	1413	1533	1582	营业成本	4057	3283	3919	4296	4544
存货净额	1027	1218	1063	1045	979	营业税金及附加	32	29	35	38	40
其他流动资产	677	693	794	878	924	销售费用	1831	1986	1984	2194	2310
流动资产合计	7885	7565	8195	9450	10994	管理费用	757	732	797	881	931
固定资产	629	391	549	701	819	研发费用	1589	2211	1587	1755	1848
无形资产及其他	190	260	217	181	151	财务费用	113	124	(65)	(102)	(140)
投资性房地产	4035	6072	6072	6072	6072	投资收益	196	408	400	400	400
长期股权投资	2768	2752	2762	2772	2782	资产减值及公允价值变动	1382	(123)	(100)	(100)	(100)
资产总计	15507	17040	17794	19176	20818	其他收入	(3385)	(2499)	(1587)	(1755)	(1848)
短期借款及交易性金融负债	784	858	325	80	80	营业利润	1628	149	1963	2208	2316
应付款项	733	501	638	697	734	营业外净收支	28	6	15	15	15
其他流动负债	2687	2998	3375	3711	3915	利润总额	1657	156	1978	2223	2331
流动负债合计	4204	4357	4338	4488	4729	所得税费用	152	(21)	158	178	186
长期借款及应付债券	23	0	0	0	0	少数股东损益	(44)	(192)	(53)	(59)	(62)
其他长期负债	98	2178	1678	1478	1378	归属于母公司净利润	1549	369	1873	2104	2207
长期负债合计	121	2178	1678	1478	1378	现金流量表（百万元）					
负债合计	4325	6535	6016	5966	6107	净利润	1549	369	1873	2104	2207
少数股东权益	347	214	177	136	92	资产减值准备	262	(735)	69	52	62
股东权益	10835	10290	11601	13074	14619	折旧摊销	176	159	117	132	150
负债和股东权益总计	15507	17040	17794	19176	20818	公允价值变动损失	(1382)	123	100	100	100
关键财务与估值指标						财务费用	113	124	(65)	(102)	(140)
每股收益	0.77	0.18	0.93	1.05	1.10	营运资本变动	1161	(528)	(83)	61	173
每股红利	0.20	0.17	0.28	0.31	0.33	其它	(295)	716	(106)	(93)	(105)
每股净资产	5.39	5.12	5.77	6.50	7.27	经营活动现金流	1471	105	1969	2356	2586
ROIC	23.30%	3.67%	20%	21%	21%	资本开支	0	1027	(400)	(400)	(400)
ROE	14.29%	3.59%	16%	16%	15%	其它投资现金流	496	728	0	0	0
毛利率	60%	61%	60%	61%	61%	投资活动现金流	(358)	1771	(410)	(410)	(410)
EBIT Margin	19%	3%	16%	16%	16%	权益性融资	(61)	51	0	0	0
EBITDA Margin	21%	5%	17%	18%	18%	负债净变化	(203)	(23)	0	0	0
收入增长	27%	-17%	16%	11%	5%	支付股利、利息	(405)	(334)	(562)	(631)	(662)
净利润增长率	3%	-76%	407%	12%	5%	其它融资现金流	582	(722)	(534)	(245)	0
资产负债率	30%	40%	35%	32%	30%	融资活动现金流	(695)	(1383)	(1095)	(876)	(662)
股息率	1.5%	1.2%	2.1%	2.3%	2.4%	现金净变动	418	493	464	1070	1514
P/E	17.7	74.2	14.6	13.0	12.4	货币资金的期初余额	2526	2943	3436	3900	4970
P/B	2.5	2.7	2.4	2.1	1.9	货币资金的期末余额	2943	3436	3900	4970	6484
EV/EBITDA	14.9	77.8	19.5	17.2	16.5	企业自由现金流	0	973	1103	1455	1650
						权益自由现金流	0	228	630	1304	1778

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032