

《幻塔》如期出海，储备接续有力

完美世界(002624)

评级:	增持	股票代码:	002624
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	23.67/11.05
目标价格:		总市值(亿)	309.23
最新收盘价:	15.94	自由流通市值(亿)	291.28
		自由流通股数(百万)	1,827.36

事件概述

8月12日，公司发布2022年半年度报告。2022H1，公司实现营业收入39.23亿元，同比下降6.73%；实现归母净利润11.37亿元，同比增长341.51%；实现扣非净利润6.71亿元，同比增长1653.68%。2022Q2，公司实现营业收入17.94亿元，同比下降9.14%；实现归母净利润2.97亿元，同比增长243.87%；实现扣非净利润2.56亿元，同比增长191.58%。

► 《幻塔》海外上线，国际化战略再加码

①《幻塔》8月11日正式上线海外，由腾讯海外子公司Level Infinite代理发行，上线首日进入近30个国家和地区iOS游戏畅销榜Top10，截至8月13日位居美国、日本、英国、法国、巴西等国家及地区免费榜前1、2位；Youtube官方视频一日内浏览量突破32万，玩家相关视频最高点击率为107万，上线两日后直播平台Twitch相关频道关注人数高达11.3万。《幻塔》卡位二次元赛道，MMO特性凸显，与《原神》形成差异化路线，版权金及出海收入分成将有力增厚后续业绩。

②夯实本地化运营能力，探索自主发行。海外本地化发展方面，公司明确地域侧重及年轻化打法，逐步调整发行团队，国内产品出海将由授权第三方发行逐步向自主发行过渡，公司储备的《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《朝与夜之国》等多款在研项目均立足全球化发行，彰显国际化决心。

► Pipeline 丰满，《黑猫奇闻社》《诛仙世界》八月上线

①产品进入回收期，贡献良好业绩增量。2022H1公司游戏业务实现营业收入37.36亿元，同比增长9.59%，归母净利润11.83亿元，同比上升429.73%，扣非净利润7.44亿元，同比上升1,958.22%，高增速主要系去年同期低基数所致。公司秉持长线运营策略，二次元开放世界转型之作《幻塔》持续更新迭代，创新回合MMORPG手游《梦幻新诛仙》上线一年，周年庆版本位居国内iOS游戏畅销榜第6名，核心产品仍处于成长阶段，流水未触天花板，《幻塔》全球上线后将进一步提振业绩。

②储备丰富，后继可期。手游方面，公司现有储备《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》，其中二次元女性向解谜手游《黑猫奇闻社》预计将于8月24日上线，TapTap预约数超27万，看好小众垂类的突破表现；端游方面，《诛仙世界》将于2022年8月19日开启首次测试，《Perfect New World》《Have a Nice Death》等多款游戏均在积极推进。

► 品效合一战略下，成本费用可控

①公司逐步推进业务结构调整，游戏业务占比提升，《梦幻新诛仙》《幻塔》等产品进一步推高游戏业务毛利率。2022H1，公司综合毛利率为67.96%，同比提升13.14pct。②2022H1，公司支出销售费用5.13亿元，同比下降43.20%；2022Q2，支出销售费用2.36亿元，同比下降60.53%，主要系主推产品推广费用减少所致，预计《天龙八部2》等产品上线后将推高买量成本。2022H1公司支出研发费用10.52亿元，同比提升24.95%；2022Q2单季支出研发费用4.88亿元，同比提升14.31%。公司持续加大研发投入，《幻塔》全球领域的成功验证研发人效比进入上升阶段，参考年初优化游戏团队举措、2022Q1/2022Q2研发费用环比下降趋势，我们认为研发费用整体可控。

► 投资建议

结合公司最新业绩数据，我们维持之前的盈利预测，预计公司2022-2024年，实现营收分别为99.50/117.02/133.01亿元，实现归母净利润分别为17.42/20.71/23.87亿元，EPS分别为0.90/1.07/1.23元，对应2022年8月12日15.94元/股收盘价，PE分别为18、15、13倍。公司是A股稀缺的具有强研发实力

的游戏公司，目前股价估值水平处于历史低位，随着版号的重新下发、核心产品陆续出海，我们看好公司股价未来的上涨空间，维持“增持”评级。

► **风险提示**

游戏版号政策收缩风险；新游测试不及预期风险；税收优惠政策被取消风险；人才流失风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,225	8,518	9,950	11,702	13,301
YoY (%)	27.2%	-16.7%	16.8%	17.6%	13.7%
归母净利润(百万元)	1,549	369	1,742	2,071	2,387
YoY (%)	3.0%	-76.2%	371.9%	18.9%	15.3%
毛利率 (%)	60.3%	61.5%	63.2%	64.9%	65.6%
每股收益 (元)	0.80	0.19	0.90	1.07	1.23
ROE	14.3%	3.6%	17.9%	17.5%	16.8%
市盈率	19.93	83.89	17.75	14.93	12.95

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：赵琳

联系人：李劼

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

邮箱：lizhao1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

SAC NO: S1120522010001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,518	9,950	11,702	13,301	净利润	177	1,691	2,010	2,318
YoY (%)	-16.7%	16.8%	17.6%	13.7%	折旧和摊销	319	148	171	174
营业成本	3,283	3,659	4,113	4,578	营运资金变动	403	-28	235	57
营业税金及附加	29	35	41	47	经营活动现金流	1,098	1,155	2,116	2,121
销售费用	1,986	2,189	2,457	2,793	资本开支	-339	-350	-447	-345
管理费用	732	846	936	1,131	投资	647	500	-1,000	-1,000
财务费用	124	0	0	0	投资活动现金流	590	946	-979	-813
研发费用	2,211	2,139	2,387	2,793	股权募资	51	0	0	0
资产减值损失	-235	-150	-180	-120	债务募资	-229	0	0	0
投资收益	408	796	468	532	筹资活动现金流	-1,127	-2,290	0	0
营业利润	149	1,828	2,172	2,504	现金净流量	523	-189	1,137	1,308
营业外收支	6	10	13	15					
利润总额	156	1,838	2,185	2,519	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-21	147	175	202	成长能力				
净利润	177	1,691	2,010	2,318	营业收入增长率	-16.7%	16.8%	17.6%	13.7%
归属于母公司净利润	369	1,742	2,071	2,387	净利润增长率	-76.2%	371.9%	18.9%	15.3%
YoY (%)	-76.2%	371.9%	18.9%	15.3%	盈利能力				
每股收益	0.19	0.90	1.07	1.23	毛利率	61.5%	63.2%	64.9%	65.6%
					净利率	2.1%	17.0%	17.2%	17.4%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.2%	10.5%	10.9%	10.9%
货币资金	3,436	3,247	4,384	5,692	净资产收益率 ROE	3.6%	17.9%	17.5%	16.8%
预付款项	311	329	370	412	偿债能力				
存货	1,218	1,203	1,127	1,254	流动比率	1.74	1.57	1.90	2.24
其他流动资产	2,599	2,259	3,522	4,765	速动比率	1.38	1.22	1.59	1.92
流动资产合计	7,565	7,039	9,403	12,123	现金比率	0.79	0.72	0.88	1.05
长期股权投资	2,752	2,752	2,752	2,752	资产负债率	38.4%	40.2%	37.4%	34.8%
固定资产	381	393	402	408	经营效率				
无形资产	260	310	410	470	总资产周转率	0.50	0.60	0.61	0.61
非流动资产合计	9,475	9,537	9,646	9,712	每股指标 (元)				
资产合计	17,040	16,576	19,049	21,835	每股收益	0.19	0.90	1.07	1.23
短期借款	628	628	628	628	每股净资产	5.30	5.02	6.09	7.32
应付账款及票据	501	501	563	627	每股经营现金流	0.57	0.60	1.09	1.09
其他流动负债	3,228	3,362	3,763	4,168	每股股利	0.00	1.18	0.00	0.00
流动负债合计	4,357	4,492	4,955	5,423	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	83.89	17.75	14.93	12.95
其他长期负债	2,178	2,178	2,178	2,178	PB	3.83	3.17	2.62	2.18
非流动负债合计	2,178	2,178	2,178	2,178					
负债合计	6,535	6,670	7,133	7,601					
股本	2,012	2,012	2,012	2,012					
少数股东权益	214	164	103	34					
股东权益合计	10,504	9,906	11,916	14,234					
负债和股东权益合计	17,040	16,576	19,049	21,835					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层
网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。