

证券研究报告

公司研究

公司点评

完美世界(002624.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师
执业编号: S1500522010001
联系电话: 17317141123
邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

完美世界(002624.SZ): 整体业绩符合预期,《幻塔》海外上线贡献增量

2022年08月14日

事件: 完美世界(002624.SZ)于8月12日发表中报,整体业绩符合预期,海外业务调整导致上半年营收出现下降,归母净利实现高速增长。

点评:

- **整体业绩符合预期,利润实现高速增长。**2022H1 公司实现营业收入 39.23 亿元,同比下降 6.73%,其中游戏业务收入同比增长 22.20%至 36.93 亿元,影视业务收入同比下降 83.56%至 1.20 亿元。公司营收下降主要系公司调整海外游戏业务布局,公司于上半年出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队。扣除上述合并范围变动的影响后,2022H1 营业收入较去年同期增加 1.58%;2022H1 归母净利润为 11.37 亿元,同比增长 341.51%,其中游戏业务归母净利同比增长 429.73%至 11.83 亿元,影视业务实现归母净利 0.41 亿元;2022H1 公司的非经常性损益为 4.67 亿元,其中公司因出售海外研发及发行团队确认处置收益 4 亿元;2022H1 公司扣非净利润同比增长 1653.58%至 6.71 亿元,其中游戏扣非净利润同比增长 1958.22%至 7.44 亿元。经分拆,Q2 单季度的营业收入为 17.95 亿元(yoy-9.16%,qoq-15.65%);Q2 单季度的归母净利润为 2.97 亿元(yoy+243.87%,qoq-64.64%)。
- **成本管控良好,收入结构性变化带来盈利能力的提升。**2022H1 公司营业成本同比下降 33.86%至 12.57 亿元,公司营业成本下降幅度高于营业收入下降幅度,彰显公司良好的成本管控力。公司三费基本保持平稳,2022H1 三费率为 22.30%,其中销售费用同比下降 43.20%至 5.13 亿元,管理费用同比增加 1.53%至 3.51 亿元,财务费用同比下降 83.06%至 0.11 亿元,销售/管理/财务费用率分别为 13.08%/8.95%/0.28%。公司加码研发,加大核心研发人员激励力度,因此 2022H1 研发费用为 10.52 亿元,同比增长 24.95%,研发费用率为 26.82%。受益于游戏业务收入占比提高,公司 2022H1 毛利率由去年同期的 54.82%提高到 67.96%,归母净利率由去年同期的 6.13%增长至 28.98%,盈利能力保持良好水平。
- **存量游戏稳定发力,助力业务稳健增长。**2022H1 公司移动网络游戏实现营收 26.2 亿元,同比增长 45.41%,营收占比为 24.93%;PC 端网络游戏实现营收 9.8 亿元,同比下降 26.89%,营收占比为 24.93%;主机游戏实现营收 0.25 亿元,同比下降 86.33%,营收占比为 0.64%。端游方面,《诛仙》、《完美世界国际版》等经典端游持续贡献稳定收入,《DOTA2》、《CS:GO》助力公司电竞业务稳健发展。移动游戏方面,公司聚焦创新变革,推动经典品类迭代升级并加大新品类突破转型。22 年 1 月推出的手游《完美世界:诸神之战》基本保持在 iOS 游戏畅销榜 Top100 内,贡献业绩增量平稳的同时进一步夯实公司 MMO 品类优势。21 年 12 月上线的轻科幻开放世界手游《幻塔》在上半年进入效益收获期,提供大幅业绩贡献,同时也给公司带来了新品类、新用户、新打法的突破,验证公司在新品类突破转型的研发实力、年轻向品类的发行能力、强中台体系的赋能价值。创新回合 MMORPG 手游《梦幻新诛仙》于 2022 年 6 月开启周

年庆版本，以扎实的产品力及开拓性的运营思路赢得玩家一致好评，最高位居国内 iOS 游戏畅销榜第六名，目前游戏畅销榜排名稳定在 Top40 左右，验证公司游戏产品长线运营的精品优势。我们认为公司立足既有优势，不断探索拓展品类边界并推动游戏业务转型升级的战略有望助力公司筑牢游戏护城河。

- **后续产品储备丰富，游戏长期展望良好。**公司后续的端游储备包括依托公司旗舰级 IP“诛仙”打造的次世代端游大作《诛仙世界》、动作向端游产品《Perfect New World》，其中《诛仙世界》将于 22 年 8 月 19 日开启首次测试。公司的后续游戏产品储备包括《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》等多款游戏正在积极推进中。其中公司自研的都市悬疑悸动交互手游《黑猫奇闻社》将于 8 月 24 日正式上线，我们认为公司充足的游戏储备有望保障公司新游稳定的供给，而公司也有望随着新游上线释放业绩增量。
- **国内国外两手抓，游戏出海初获成果。**公司海外游戏业务布局调整后更加清晰，未来将围绕“海外本地化发展+国内产品出海”双维度发力。海外本地化发展方面，公司明确地域侧重同时选择更开放的年轻化团队，产品聚焦在更符合海外市场需求的品类上。游戏出海方面，《梦幻新诛仙》手游于 22 年 3 月在海外多地同步上线，《天龙八部 2》于 7 月上线新马和港澳台地区，凭借游戏的高品质和 IP 在华人圈层的影响力，目前该游戏新马地区表现良好且稳定，港澳地区上线即数日霸榜 iOS 游戏畅销榜，目前该游在两地 iOS 畅销榜仍保持 Top20。8 月 11 日《幻塔》正式上线海外，开局表现十分亮眼，上线即登上美国、日本、韩国、加拿大等近 40 个国家和地区 iOS 游戏免费榜的榜首，并进入近 30 个国家和地区的 iOS 游戏畅销榜 Top10。《幻塔》的海外发行由三家公司分别在不同市场完成，其中中国港澳台地区由 lwplay World 发行，韩国地区则由完美世界游戏自行发行，而日本、美国等大部分海外市场由腾讯旗下 Level Infinite 发行。我们认为该游戏在全球市场表现火爆，将极大助力公司海外业务增长。此外，未来公司将持续研发适合全球发行的产品，并且逐渐从授权第三方发行向自主发行过渡。我们认为公司凭借高品质游戏不断拓展海外市场，有望形成公司增长新引擎。
- **投资建议：**公司存量游戏表现稳定，长线运营思路得到验证。公司后续产品储备丰富，包括包括《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》，其中《黑猫奇闻社》将于 8 月 24 日上线国内。同时公司发力品类突破，围绕“MMO+”与“卡牌+”两大核心赛道布局，品类上有创新尝试。此外，公司国内国外双维度发力，《幻塔》海外优秀表现有望为公司海外游戏业务带来新的转折点，助力海外市场逐渐成为公司新的业绩增长点。我们维持此前盈利预测，预计 22-24 年归母净利润为 16.56/20.10/23.99 亿元，8 月 12 日收盘价对应 PE 为 19x/15x/13x，继续维持前期目标价 17.08 元/股，考虑到公司游戏业务创新变革初获成效，海外市场拓展形成乐观预期，行业监管持续回暖，继续维持“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧的风险，游戏行业监管趋严风险，游戏上线表现不及预期风险，汇率波动风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	10,225	8,518	9,405	11,230	13,195
增长率 YoY%	27.2%	-16.7%	10.4%	19.4%	17.5%
归属母公司净利润 (百万元)	1,549	369	1,656	2,010	2,399
增长率 YoY%	3.0%	-76.2%	348.7%	21.3%	19.3%
毛利率%	60.3%	61.5%	62.5%	62.9%	63.2%
净资产收益率 ROE%	14.3%	3.6%	13.9%	14.4%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24
市盈率 P/E(倍)	36.88	106.89	18.67	15.38	12.89
市净率 P/B(倍)	5.28	3.83	2.59	2.22	1.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 12 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	7,885	7,565	9,533	12,275	15,471	
货币资金	2,943	3,436	5,166	7,357	9,958	
应收票据	112	110	122	146	171	
应收账款	1,299	982	1,084	1,294	1,521	
预付账款	331	311	334	394	459	
存货	1,027	1,218	1,309	1,545	1,800	
其他	2,172	1,507	1,518	1,539	1,562	
非流动资产	7,622	9,475	9,463	9,450	9,434	
长期股权投资	2,768	2,752	2,752	2,752	2,752	
固定资产	354	381	399	415	429	
无形资产	190	260	230	200	170	
其他	4,310	6,082	6,082	6,082	6,082	
资产总计	15,507	17,040	18,997	21,725	24,905	
流动负债	4,204	4,357	4,624	5,301	6,033	
短期借款	784	628	628	628	628	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	733	501	538	635	740	
其他	2,687	3,228	3,458	4,038	4,665	
非流动负债	121	2,178	2,178	2,178	2,178	
长期借款	23	0	0	0	0	
其他	98	2,178	2,178	2,178	2,178	
负债合计	4,325	6,535	6,802	7,479	8,211	
少数股东权益	347	214	248	289	338	
归属母公司股东权益	10,835	10,290	11,946	13,956	16,355	
负债和股东权益	15,507	17,040	18,997	21,725	24,905	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	10,225	8,518	9,405	11,230	13,195	
同比 (%)	27.2%	-16.7%	10.4%	19.4%	17.5%	
归母净利润	1,549	369	1,656	2,010	2,399	
同比 (%)	3.0%	-76.2%	348.7%	21.3%	19.3%	
毛利率 (%)	60.3%	61.5%	62.5%	62.9%	63.2%	
ROE%	14.3%	3.6%	13.9%	14.4%	14.7%	
EPS (摊薄)(元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24	
P/E	36.88	106.89	18.67	15.38	12.89	
P/B	5.28	3.83	2.59	2.22	1.89	
EV/EBITDA	31.02	50.65	18.92	13.44	9.71	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	10,225	8,518	9,405	11,230	13,195	
营业成本	4,057	3,283	3,529	4,164	4,851	
营业税金及附加	32	29	33	39	46	
销售费用	1,831	1,986	1,645	1,924	2,216	
管理费用	757	732	727	825	921	
研发费用	1,589	2,211	2,075	2,428	2,825	
财务费用	113	124	132	157	185	
减值损失合计	-969	-235	-100	-100	-100	
投资净收益	196	408	423	337	264	
其他	557	-176	325	389	457	
营业利润	1,628	149	1,913	2,317	2,772	
营业外收支	28	6	8	14	10	
利润总额	1,657	156	1,921	2,331	2,782	
所得税	152	-21	230	280	334	
净利润	1,504	177	1,690	2,051	2,448	
少数股东损益	-44	-192	34	41	49	
归母净利润	1,549	369	1,656	2,010	2,399	
EBITDA	1,776	768	1,517	1,972	2,462	
EPS (当年)(元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	3,693	1,098	1,477	2,011	2,492	
净利润	1,504	177	1,690	2,051	2,448	
折旧摊销	197	319	121	124	126	
财务费用	134	155	0	0	0	
投资损失	-196	-408	-423	-337	-264	
营运资金变动	1,627	403	28	126	137	
其他	426	450	60	48	45	
投资活动现金流	-453	590	253	179	109	
资本支出	-571	-339	-170	-158	-155	
长期投资	-28	647	0	0	0	
其他	146	282	423	337	264	
筹资活动现金流	-2,794	-1,127	0	0	0	
吸收投资	17	51	0	0	0	
借款增加	1,121	614	0	0	0	
支付利息或股息	-405	-334	0	0	0	
现金流净增加额	384	523	1,730	2,190	2,601	

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice最佳分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。