

## 《幻塔》海外上线表现亮眼，经典产品夯实长线运营优势

### 投资要点

- **事件:**完美世界发布2022年半年度报告。2022年上半年,公司实现营收39.2亿元,同比下降6.7%;实现归母净利润11.4亿元,同比增长341.5%;实现扣非净利润6.7亿元,同比增长1653.7%。游戏业务实现营收37.4亿元,同比增长9.6%;归母净利润11.8亿元,同比增长429.7%。单季度来看,22Q2单季取得营收18.0亿,归母净利润3亿,扣非净利润2.6亿。
- **夯实经典品类优势,巩固长线运营优势。**22H1,公司营收同比小幅下降6.7%,主要系公司调整海外游戏业务布局,出售海外工作室所致。游戏业务营收与利润双增,主要系《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界:诸神之战》等经典产品贡献良好增量;其中,8月10日、11日发行的《幻塔》海外版表现亮眼,位列欧美日韩及东南亚等多国ios免费榜首位,长线运营优势稳固,增长动能充足。
- **双维发力助推出海,技术赋能将迎升级。**海外业务方面,“国内产品出海+海外本地化发展”双轮驱动,超80款游戏亮相“蒸汽平台鉴赏家大会”,助力国内精品游戏出海。技术升级方面,自研引擎Angelica X支持的《笑傲江湖》高清服于7月公测,虚幻引擎4制作的《诛仙世界》于8月首测,公司积极布局前沿技术助力游戏品质升级,持续拓展VR、AR、AI、云计算、自研/商业引擎应用等领域,技术迭代值得关注。
- **积极拥抱创新游戏品类,游戏影视产品均储备丰富。**公司手游《黑猫奇闻社》《天龙八部2》《朝与夜之国》以及端游《诛仙世界》等多款游戏均积极推进中;其中,自研都市悬疑题材交互手游《黑猫奇闻社》将于8月24日上线;影视方面,《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》等影视作品亦稳步制作中,游戏影视储备较为丰富,未来增量可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润分别为19.2亿元、21.7亿元、24.4亿元,对应PE分别为16倍、14倍、13倍。考虑到2022年《幻塔》已进入收获期,海外版上线表现亮眼,存量游戏用户盘稳固叠加后续项目充足,维持“买入”评级。
- **风险提示:**行业发展不及预期的风险、宏观经济出现波动的风险、新游上线不及预期的风险。

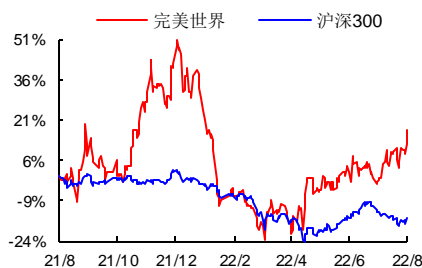
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8518.0	10103.3	11773.0	13198.3
增长率	-16.69%	18.61%	16.53%	12.11%
归属母公司净利润(百万元)	369.15	1924.42	2165.86	2443.38
增长率	-76.16%	421.30%	12.55%	12.81%
每股收益EPS(元)	0.19	0.99	1.12	1.26
净资产收益率ROE	1.69%	14.88%	14.79%	14.72%
PE	84	16	14	13
PB	3.01	2.49	2.18	1.91

数据来源:Wind,西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师:刘言  
执业证号:S1250515070002  
电话:023-67791663  
邮箱:liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	19.40
流通A股(亿股)	18.27
52周内股价区间(元)	11.39-22.38
总市值(亿元)	309.23
总资产(亿元)	167.20
每股净资产(元)	5.59

### 相关研究

1. 完美世界(002624):核心产品贡献稳定,储备丰富蓄势待发(2022-07-15)
2. 完美世界(002624):高分红回馈股东,幻塔2.0及海外发行值得期待(2022-04-27)
3. 完美世界(002624):幻塔推动业绩增长,储备项目丰富值得期待(2022-04-17)
4. 完美世界(002624):短期因素施压,后续改善可期(2021-08-17)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8518.00	10103.35	11772.98	13198.26	净利润	177.36	1868.36	2113.04	2390.79
营业成本	3282.77	3928.10	4457.32	4905.21	折旧与摊销	187.08	187.19	187.19	187.19
营业税金及附加	29.47	34.96	40.73	45.66	财务费用	123.90	151.35	164.82	171.58
销售费用	1986.02	3031.00	3414.16	3761.50	资产减值损失	-234.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	731.96	1060.85	1530.49	1847.76	经营营运资本变动	345.73	-2504.48	-240.23	-341.59
财务费用	123.90	151.35	164.82	171.58	其他	498.54	-19.20	-713.74	160.07
资产减值损失	-234.93	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1097.68</b>	<b>-316.79</b>	<b>1511.07</b>	<b>2568.04</b>
投资收益	407.60	120.00	120.00	120.00	资本支出	233.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-358.19	0.00	0.00	0.00	其他	357.21	156.04	120.00	120.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>590.41</b>	<b>156.04</b>	<b>120.00</b>	<b>120.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>149.41</b>	<b>2017.09</b>	<b>2285.45</b>	<b>2586.55</b>	短期借款	-155.72	-628.36	0.00	0.00
其他非经营损益	6.50	13.74	11.33	12.13	长期借款	-22.57	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>155.90</b>	<b>2030.83</b>	<b>2296.78</b>	<b>2598.68</b>	股权融资	-275.47	0.00	0.00	0.00
所得税	-21.46	162.47	183.74	207.89	支付股利	-309.93	-76.19	-384.88	-433.17
净利润	177.36	1868.36	2113.04	2390.79	其他	-363.28	-122.78	-164.82	-171.58
少数股东损益	-191.79	-56.05	-52.83	-52.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1126.97</b>	<b>-827.33</b>	<b>-549.70</b>	<b>-604.75</b>
归属母公司股东净利润	369.15	1924.42	2165.86	2443.38	<b>现金流量净额</b>	<b>522.90</b>	<b>-988.08</b>	<b>1081.37</b>	<b>2083.29</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3436.41	2448.33	3529.70	5612.98	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1502.95	2091.46	2258.76	2548.67	销售收入增长率	-16.69%	18.61%	16.53%	12.11%
存货	1218.06	1454.01	2323.92	2277.56	营业利润增长率	-90.82%	1250.05%	13.30%	13.17%
其他流动资产	1407.27	1442.40	1517.35	1581.33	净利润增长率	-88.21%	953.42%	13.10%	13.14%
长期股权投资	2752.43	2752.43	2752.43	2752.43	EBITDA 增长率	-76.24%	411.66%	11.96%	11.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	390.72	351.05	311.38	271.71	毛利率	61.46%	61.12%	62.14%	62.83%
无形资产和开发支出	631.29	504.57	377.85	251.12	三费率	33.36%	42.00%	43.40%	43.80%
其他非流动资产	5700.38	5679.59	5658.79	5638.00	净利率	2.08%	18.49%	17.95%	18.11%
<b>资产总计</b>	<b>17039.51</b>	<b>16723.82</b>	<b>18730.17</b>	<b>20933.80</b>	ROE	1.69%	14.88%	14.79%	14.72%
短期借款	628.36	0.00	0.00	0.00	ROA	1.04%	11.17%	11.28%	11.42%
应付和预收款项	1385.49	1607.33	1833.89	2036.22	ROIC	40.36%	282.43%	97.10%	92.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.40%	23.32%	22.40%	22.32%
其他负债	4521.24	2561.32	2612.95	2656.64	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6535.09</b>	<b>4168.65</b>	<b>4446.84</b>	<b>4692.86</b>	总资产周转率	0.52	0.60	0.66	0.67
股本	1939.97	1939.97	1939.97	1939.97	固定资产周转率	23.19	28.01	36.67	46.91
资本公积	1686.39	1111.65	1111.65	1111.65	应收账款周转率	7.47	8.19	7.71	7.89
留存收益	7104.48	8952.70	10733.68	12743.90	存货周转率	1.82	2.09	2.04	2.01
归属母公司股东权益	10290.05	12396.85	14177.83	16188.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.24%	—	—	—
少数股东权益	214.37	158.32	105.50	52.90	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10504.42</b>	<b>12555.17</b>	<b>14283.33</b>	<b>16240.94</b>	资产负债率	38.35%	24.93%	23.74%	22.42%
负债和股东权益合计	17039.51	16723.82	18730.17	20933.80	带息债务/总负债	9.62%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.74	3.74	4.24	4.78
					速动比率	1.46	3.01	3.22	3.87
					股利支付率	83.96%	3.96%	17.77%	17.73%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.99	1.12	1.26
					每股净资产	5.30	6.39	7.31	8.34
					每股经营现金	0.57	-0.16	0.78	1.32
					每股股利	0.16	0.04	0.20	0.22
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	460.39	2355.62	2637.46	2945.31					
PE	83.77	16.07	14.28	12.66					
PB	3.01	2.49	2.18	1.91					
PS	3.63	3.06	2.63	2.34					
EV/EBITDA	49.97	13.71	11.84	9.89					
股息率	1.00%	0.25%	1.24%	1.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn