

## 公司研究

## 国内游戏业务转型初显成效，游戏出海贡献业绩增量

——完美世界（002624.SZ）2022年半年报点评

## 要点

**事件：**8月12日完美世界发布2022年半年报，公司上半年营业收入39.23亿元，同比下滑6.7%；上半年归母净利润11.37亿元，同比增长341.5%；扣非归母净利润6.7亿元，同比增长1653.7%。

**点评：**1) 营业收入同比下滑6.7%，主要系公司出售美国研发工作室及相关发行团队，扣除上述变动影响后，本期营业收入同比增长1.6%；**游戏业务迎来向上拐点。**2021年战略升级和产品创新迭代导致游戏业务增长承压，22H1游戏业绩回暖。游戏业务22H1营业收入达37.4亿元，同比增长9.6%；影视业务22H1营业收入达1.2亿元，同比下滑83.6%。2) **营业成本同比减少33.9%**，主要系收入的结构变化带来的毛利率提高；**研发费用同比增加25.0%**，主要系研发人员薪酬增加、重点项目外包研发支出增加；**销售费用同比减少43.2%**，主要系本期市场推广费用减少所致。

**核心主业稳中向好，国内游戏业务转型升级初显成效。**1) **旗舰产品表现稳定。**聚焦“MMO+”与“卡牌+”两大和新赛道，《完美世界》《诛仙》等旗舰IP产品构筑基本盘；MoonFox数据显示，《幻塔》22H1月均DAU达到40w+，预计后续将持续释放业绩。2) **新游储备丰富，自研产品管线构成强劲增长动力。**重点新游《黑猫奇闻社》22M8上线，截至半年报发布时taptap预约量已达27w+。

**强化游戏出海与发行优势，布局海外单机游戏赛道。**1) **自研游戏出海持续推进。**《梦幻新诛仙》22M3同步上线海外市场；《幻塔》国际版已于8月11日正式上线，位列近40个国家和地区iOS游戏免费榜第1名，近30个国家和地区iOS游戏畅销榜Top10，预计带来下半年海外游戏营收可观增量。《幻塔》国内运营期间经历多次版本更迭，海外上线时游戏质量更高。2) **海外游戏业务结构性调整。**围绕“国内产品出海+海外本地化发展”双维度发力，聚焦年轻化团队，重点开发更符合海外市场需求的单机游戏。

**盈利预测、估值与评级：**游戏研发和长期运营能力稳定，游戏出海布局持续推进，新品管线储备丰富，技术升级驱动产品变革，积极探索元宇宙相关布局。考虑到公司游戏业务战略转型及影视业务收入下降，我们下调22-24年归母净利润预测至18/22/24亿元（较上次预测-11.0%/-6.4%/-8.2%），现价对应PE17/13/13x。同时，2022年进入技术研发投入的回馈期，有望持续稳定释放业绩，后续《幻塔》海外上线有望带动22H2海外游戏业务营收增长，维持“买入”评级。

**风险提示：**游戏表现不及预期；监管政策风险，买量成本上升，影视业务减值。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,224.77	8,518.00	9,433.62	10,757.89	12,007.92
营业收入增长率	27.19%	-16.69%	10.75%	14.04%	11.62%
归母净利润（百万元）	1,548.50	369.15	1,766.84	2,205.16	2,366.77
归母净利润增长率	3.04%	-76.16%	378.62%	24.81%	7.33%
EPS（元）	0.80	0.19	0.91	1.14	1.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.29%	3.59%	15.04%	16.24%	15.38%
P/E	19	80	17	13	13
P/B	2.7	2.9	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-11

## 买入（维持）

当前价：15.27元

## 作者

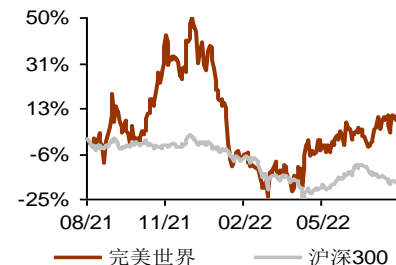
**分析师：付天姿 CFA, FRM**  
执业证书编号：S0930517040002  
021-52523692  
futz@ebsecn.com

**分析师：王凯**  
执业证书编号：S0930522070003  
021-52523852  
Wangkai8@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	19.40
总市值(亿元)	296.23
一年最低/最高(元)	10.15/21.75
近3月换手率	217.33%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	22.24	7.18	22.92
绝对	19.40	23.03	16.66

资料来源：Wind

## 相关研报

重点新游《幻塔》将上线，有望带来22年业绩弹性——完美世界（002624.SZ）动态跟踪研究报告（2021-12-09）

短期收入利润承压，期待业绩释放及创新游戏上线——完美世界（002624.SZ）2021半年报点评（2021-08-17）

长生命周期精品游戏护航游戏业务高速增长，未来新品类型丰富——完美世界（002624.SZ）2020年报及2021一季报点评（2021-04-27）  
游戏带动前三季度增长，影视持续去库存，静待新游上线——完美世界（002624.SZ）2020年三季报点评（2020-10-30）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,225	8,518	9,434	10,758	12,008
营业成本	4,057	3,283	3,636	4,009	4,555
折旧和摊销	176	292	234	256	274
税金及附加	32	29	33	37	42
销售费用	1,831	1,986	1,256	1,400	2,161
管理费用	757	732	811	924	1,032
财务费用	113	124	40	(0)	(30)
研发费用	1,589	2,211	2,449	2,367	2,161
投资收益	196	408	300	300	300
营业利润	1,628	149	1,691	2,591	2,629
利润总额	1,657	156	1,697	2,597	2,635
所得税	152	(21)	(170)	(208)	(132)
净利润	1,504	177	1,867	2,805	2,767
少数股东损益	(44)	(192)	100	600	400
归属母公司净利润	1,549	369	1,767	2,205	2,367
EPS(元)	0.80	0.19	0.91	1.14	1.22

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,693	1,098	1,400	2,612	2,989
净利润	1,549	369	1,767	2,205	2,367
折旧摊销	176	292	234	256	274
净营运资金增加	(1,697)	(640)	1,171	1,223	737
其他	3,665	1,077	(1,772)	(1,073)	(390)
投资活动产生现金流	(453)	590	627	25	50
净资本支出	(571)	(339)	(350)	(200)	(200)
长期投资变化	2,768	2,752	0	0	0
其他资产变化	(2,650)	(1,823)	977	225	250
融资活动现金流	(2,794)	(1,127)	(629)	(123)	(332)
股本变化	647	0	0	0	0
债务净变化	(982)	2,136	(278)	250	200
无息负债变化	(1,194)	75	(1,143)	(316)	162
净现金流	384	523	1,398	2,514	2,707

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	60.3%	61.5%	61.5%	62.7%	62.1%
EBITDA 率	32.2%	9.9%	17.1%	22.0%	20.7%
EBIT 率	30.3%	7.7%	14.7%	19.6%	18.4%
税前净利润率	16.2%	1.8%	18.0%	24.1%	21.9%
归母净利润率	15.1%	4.3%	18.7%	20.5%	19.7%
ROA	9.7%	1.0%	10.9%	14.4%	12.5%
ROE (摊薄)	14.3%	3.6%	15.0%	16.2%	15.4%
经营性 ROIC	53.2%	11.0%	22.4%	31.1%	31.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	28%	38%	30%	26%	24%
流动比率	1.88	1.74	3.37	5.17	6.16
速动比率	1.63	1.46	3.21	4.88	5.79
归母权益/有息债务	13.43	3.50	4.41	4.66	4.94
有形资产/有息债务	17.46	5.22	5.76	6.08	6.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	15,507	17,040	17,175	19,540	22,108
货币资金	2,943	3,436	4,834	7,348	10,055
交易性金融资产	1,753	989	989	989	989
应收账款	1,299	982	1,491	1,701	1,898
应收票据	112	110	122	139	156
其他应收款 (合计)	72	100	111	126	141
存货	1,027	1,218	422	653	894
其他流动资产	346	382	382	382	382
流动资产合计	7,885	7,565	8,716	11,739	14,971
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2,768	2,752	2,757	2,757	2,757
固定资产	354	381	292	209	73
在建工程	275	10	58	81	140
无形资产	190	260	262	254	248
商誉	272	272	272	272	272
其他非流动资产	430	868	868	868	868
非流动资产合计	7,622	9,475	8,459	7,801	7,138
总负债	4,325	6,535	5,114	5,048	5,410
短期借款	784	628	0	0	0
应付账款	733	501	582	641	729
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	24	35	22	25	28
其他流动负债	57	27	27	27	27
流动负债合计	4,204	4,357	2,586	2,270	2,432
长期借款	23	0	350	600	800
应付债券	0	2,084	2,084	2,084	2,084
其他非流动负债	38	31	31	31	31
非流动负债合计	121	2,178	2,528	2,778	2,978
股东权益	11,182	10,504	12,061	14,493	16,698
股本	1,940	1,940	1,940	1,940	1,940
公积金	2,225	2,309	2,486	2,656	2,656
未分配利润	6,782	6,482	7,761	9,423	11,228
归属母公司权益	10,835	10,290	11,746	13,578	15,384
少数股东权益	347	214	314	914	1,314

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	17.9%	23.3%	13.3%	13.0%	18.0%
管理费用率	7.4%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
财务费用率	1.1%	1.5%	0.4%	0.0%	-0.2%
研发费用率	15.5%	26.0%	26.0%	22.0%	18.0%
所得税率	9.2%	-13.8%	-10.0%	-8.0%	-5.0%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.24	0.16	0.19	0.29	0.29
每股经营现金流	1.90	0.57	0.72	1.35	1.54
每股净资产	5.59	5.30	6.05	7.00	7.93
每股销售收入	5.27	4.39	4.86	5.55	6.19

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	19	80	17	13	13
PB	2.7	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	8	30	17	11	10
股息率	2%	1%	1%	2%	2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE