

完美世界 (002624.SZ)

强烈推荐 (维持)

上半年业绩稳健，重点关注《幻塔》海外版等新游表现

公司披露 2022 年半年报，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%，扣非归母净利润为 6.71 亿元，同比增长 1653.68%。

- **次新游流水回升，助力业绩总体稳健。**1H22 公司营收同比下降 6.73%，主要系出售美国研发工作室及欧美本地发行团队，不再纳入合并范围所致，扣除合并范围变动影响后，营业收入同比增长 1.58%。游戏业务方面，实现营业收入 37.36 亿元，同比增长 9.59%，扣除合并范围变化影响后的收入同比增长 22.20%；主要源于《诛仙》等老游戏贡献稳定收入，《幻塔》《梦幻新诛仙》开启新版本助推流水回升，其中《幻塔》持续进行版本更新与迭代，报告期内取得国内 iOS 游戏畅销榜第四名，《梦幻新诛仙》开启周年庆版本，位居国内 iOS 游戏畅销榜第六名，验证了公司游戏产品长线运营的精品优势。1H22 游戏板块取得归母净利润 11.83 亿元，同比增长 429.73%，扣除合并范围影响后同比增长 1958.22%，除游戏收入增加因素外，主要源于去年同期上线的《梦幻新诛仙》未在当期释放利润，当期还调整了海外业务布局。
- **确认剧集有限，影视业务承压，项目储备丰富，后续有望释放。**1H22 公司出品的《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》等电视剧播出，影视板块实现营收 1.20 亿元，同比下滑 83.56%，主要系报告期内确认的剧集较去年同期减少。公司储备的《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》等十多部剧集正在制作、发行中，后续有望释放业绩。
- **毛利率提升，费用管控合理。**1H22 公司毛利率录得 67.96%，同比增加 13.14pct，主要系游戏业务占比提升 14.19pct 至 95.23%，而游戏业务毛利率高于影视业务，1H22 游戏业务毛利率 69.69%，同比增加 7.38pct，影视业务毛利率 17.62%，同比下降 2.82pct。销售费用率较去年同期下降 8.4pct 至 13.08%，源于新上线游戏较少，市场推广费用减少。研发费用同比增长 24.95%，主因是 2021 年末调整研发人员薪酬政策，研发人员薪酬增加，重点项目研发带来的外包支出亦有增加。
- **游戏储备丰富，重点关注《幻塔》出海情况。**手游方面，《幻塔》手游已于 2022 年 8 月 11 日在欧美、日韩、东南亚等全球多地正式上线，在美国、加拿大、英国、法国、日本、韩国、新加坡、中国香港、中国澳门及中国台湾等近 40 个国家和地区位列 iOS 游戏免费榜第 1 名，并在近 30 个国家和地区进入 iOS 游戏畅销榜 Top10。《黑猫奇闻社》也将于 2022 年 8 月 24 日正式上线，另有《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》等多款游戏正在积极推进中。端游方面，《诛仙世界》将于 2022 年 8 月 19 日开启首测，《Perfect New World》和《Have a Nice Death》也正在积极研发过程中，看好后续新游上线带来的业绩贡献。
- **风险提示：行业政策变化风险；行业竞争加剧风险；人才流失及储备不足风险。**

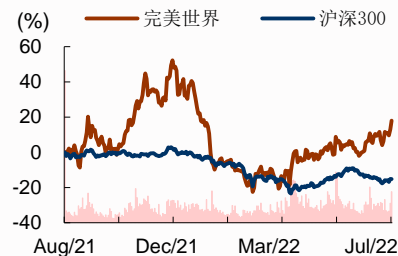
TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：15.94 元

基础数据

总股本 (万股)	193997
已上市流通股 (万股)	182736
总市值 (亿元)	309
流通市值 (亿元)	291
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	13.9
资产负债率	40.5%
主要股东	完美世界控股集团有限公司
主要股东持股比例	24.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	22	16
相对表现	23	31	32



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《完美世界 (002624) —22H1 业绩高于市场预期，看好 22 年出海利润高增》2022-07-18
- 2、《完美世界 (002624) —2021 年分红亮眼，《幻塔》2.0 带来基本面改善》2022-04-29
- 3、《完美世界 (002624) —22Q1 增长良好，《幻塔》海外值得期待》2022-04-18

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

顾佳 S1090513030002

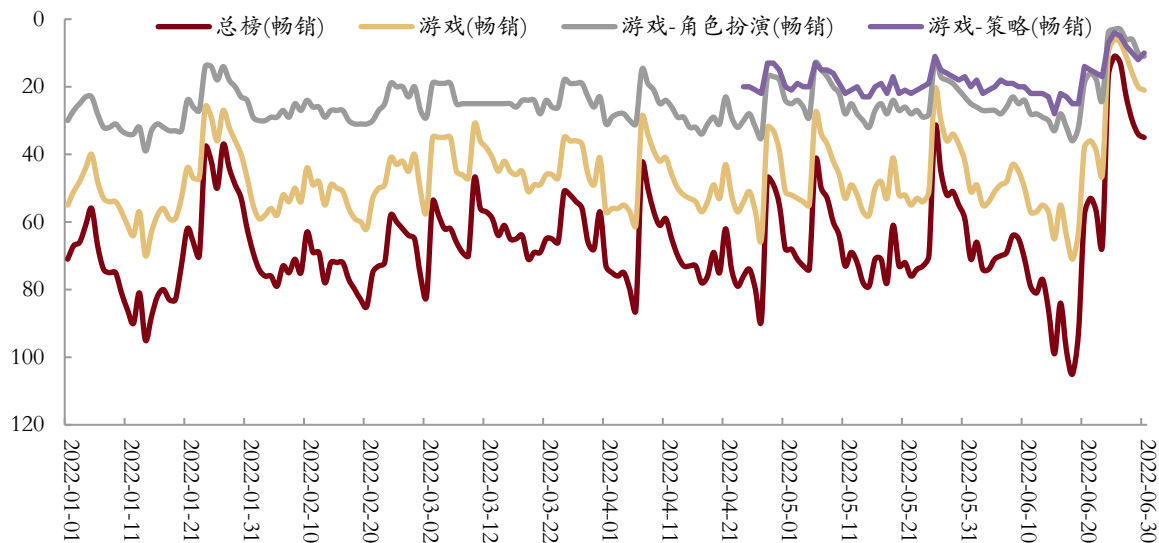
✉ gujia@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	10225	8518	10644	12933	14018
同比增长	27%	-17%	25%	22%	8%
营业利润(百万元)	1628	149	1971	2414	2764
同比增长	21%	-91%	1219%	23%	14%
归母净利润(百万元)	1549	369	1902	2320	2649
同比增长	3%	-76%	415%	22%	14%
每股收益(元)	0.80	0.19	0.98	1.20	1.37
PE	20.0	83.8	16.3	13.3	11.7
PB	2.9	3.0	6.3	4.7	3.6

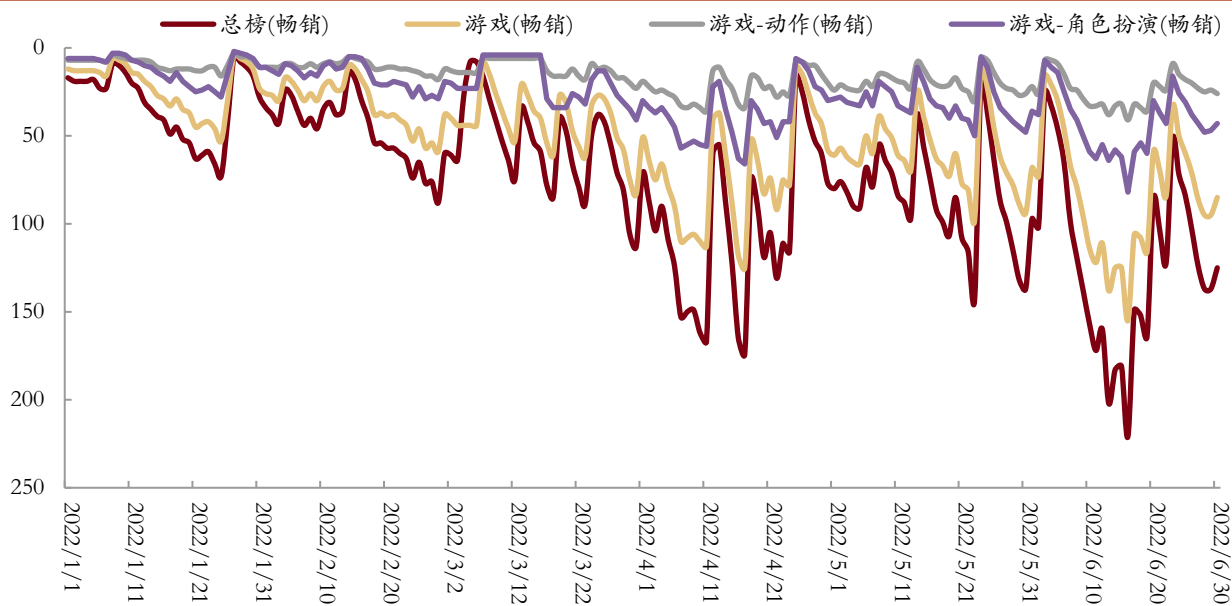
资料来源：公司数据、招商证券

图 1 iOS 畅销榜《梦幻新诛仙》1H22 排名情况



资料来源：七麦数据，招商证券

图 2 iOS 畅销榜《幻塔》1H22 排名情况



资料来源：七麦数据，招商证券

表 1: 2H22 完美世界将上线的部分游戏

序号	游戏名称	游戏类型	时间	备注
1	《幻塔》海外版	轻科幻开放世界手游	2022 年 8 月 11 日	已上线, 位列近 40 个国家和地区 iOS 游戏免费榜第 1 名
2	《诛仙世界》	新国风仙侠大世界 MMORPG 端游	2022 年 8 月 19 日	首次测试开启
3	《黑猫奇闻社》	都市悬疑悸动交互手游	2022 年 8 月 24 日	正式上线

资料来源：公司公告，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7885	7565	5736	6710	7000
现金	2943	3436	927	1112	1070
交易性投资	1753	989	989	989	989
应收票据	112	110	138	168	182
应收款项	1299	982	1202	1461	1584
其它应收款	72	100	125	152	164
存货	1027	1218	1458	1745	1848
其他	677	729	897	1084	1164
非流动资产	7622	9475	9389	9308	9234
长期股权投资	2768	2752	2752	2752	2752
固定资产	354	381	399	408	412
无形资产商誉	691	631	568	511	460
其他	3809	5711	5669	5636	5609
资产总计	15507	17040	15124	16018	16235
流动负债	4204	4357	7917	7129	5469
短期借款	784	628	3937	2588	728
应付账款	733	501	603	722	765
预收账款	1411	1828	2202	2636	2792
其他	1276	1400	1176	1182	1184
长期负债	121	2178	2178	2178	2178
长期借款	23	0	0	0	0
其他	98	2178	2178	2178	2178
负债合计	4325	6535	10096	9307	7647
股本	2012	2012	2012	2012	2012
资本公积金	1946	1432	1432	1432	1432
留存收益	6878	6846	1426	3175	5129
少数股东权益	347	214	159	91	14
归属于母公司所有者权益	10835	10290	4870	6620	8573
负债及权益合计	15507	17040	15124	16018	16235

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3693	1098	1472	1852	2262
净利润	1504	177	1847	2253	2572
折旧摊销	197	319	313	308	301
财务费用	134	155	110	120	120
投资收益	(196)	(408)	(600)	(600)	(600)
营运资金变动	2172	962	(205)	(237)	(135)
其它	(119)	(108)	7	8	3
投资活动现金流	(453)	590	372	372	372
资本支出	(572)	(419)	(228)	(228)	(228)
其他投资	119	1010	600	600	600
筹资活动现金流	(2794)	(1127)	(4354)	(2039)	(2676)
借款变动	1078	4676	3079	(1349)	(1860)
普通股增加	647	0	0	0	0
资本公积增加	(364)	(513)	0	0	0
股利分配	(2652)	(7242)	(7322)	(571)	(696)
其他	(1503)	1953	(110)	(120)	(120)
现金净增加额	445	561	(2510)	185	(42)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10225	8518	10644	12933	14018
营业成本	4057	3283	3954	4734	5015
营业税金及附加	32	29	37	45	49
营业费用	1831	1986	2129	2587	2804
管理费用	757	732	915	1111	1205
研发费用	1589	2211	2129	2522	2663
财务费用	113	124	110	120	120
资产减值损失	(957)	(200)	0	0	0
公允价值变动收益	413	(358)	0	0	0
其他收益	131	147	150	150	150
投资收益	196	408	450	450	450
营业利润	1628	149	1971	2414	2764
营业外收入	40	18	18	18	18
营业外支出	12	12	12	12	12
利润总额	1657	156	1977	2421	2770
所得税	152	(21)	130	168	198
少数股东损益	(44)	(192)	(55)	(68)	(77)
归属于母公司净利润	1549	369	1902	2320	2649

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	27%	-17%	25%	22%	8%
营业利润	21%	-91%	1219%	23%	14%
归母净利润	3%	-76%	415%	22%	14%
获利能力					
毛利率	60.3%	61.5%	62.8%	63.4%	64.2%
净利率	15.1%	4.3%	17.9%	17.9%	18.9%
ROE	15.2%	3.5%	25.1%	40.4%	34.9%
ROIC	13.0%	2.1%	18.7%	25.4%	28.3%
偿债能力					
资产负债率	27.9%	38.4%	66.8%	58.1%	47.1%
净负债比率	5.2%	5.0%	26.0%	16.2%	4.5%
流动比率	1.9	1.7	0.7	0.9	1.3
速动比率	1.6	1.5	0.5	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转率	2.9	2.9	3.0	3.0	2.8
应收账款周转率	5.4	6.8	8.8	8.7	8.3
应付账款周转率	6.7	5.3	7.2	7.1	6.7
每股资料(元)					
EPS	0.80	0.19	0.98	1.20	1.37
每股经营净现金	1.90	0.57	0.76	0.95	1.17
每股净资产	5.59	5.30	2.51	3.41	4.42
每股股利	2.41	3.77	0.29	0.36	0.41
估值比率					
PE	20.0	83.8	16.3	13.3	11.7
PB	2.9	3.0	6.3	4.7	3.6
EV/EBITDA	21.4	81.5	16.2	13.6	12.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名，水晶球第四名。2020年新财富第四名。2021年新财富第四名，水晶球第四名。

谢笑妍：招商证券研发中心传媒互联网行业高级分析师。南开大学学士，美国乔治华盛顿大学硕士，五年券商行研经验，曾就职于民生证券，2017年加入招商证券，所在团队新财富2017年环保行业最佳分析师第四名；金牛奖2017年环保行业最佳分析师第二名，新财富2020年传媒行业最佳分析师第四名，新财富2021年传媒行业最佳分析师第四名，2021年卖方分析师水晶球奖第四名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。