

# 完美世界 (002624.SZ)

## 《幻塔》海外表现靓丽，持续验证老牌研发商实力

**买入**

### 核心观点

**业绩处于预告中位，主业大幅增长。**2022H1 公司实现营收 39.23 亿，同减 6.73%，其中 22Q2 实现营收 17.95 亿，同减 9.14%，2022H1 公司实现归母净利润 11.37 亿，同增 341.51%，落在业绩预告中位，22Q2 实现归母净利润 2.97 亿，同增 243.87%。公司收入下滑因 2022 年 2 月欧美子公司不再纳入合并范围所致，扣除该因素影响，预计公司 2022H1 收入增速为 1.58%，公司扣非归母净利润 6.71 亿，同增 1653.58%。

**《幻塔》海外表现靓丽，22Q3 关注《诛仙世界》、《黑猫奇闻社》上线。**公司游戏业务表现较好一方面因上年同期处置不达预期的海外项目，产生一次性亏损 2.7 亿，另一方面 2022H1《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》等产品贡献了良好的业绩增量，助力游戏业务稳健发展。《幻塔》海外表现较好，持续验证公司新品类创新实力，8 月 11 日《幻塔》在海外同步上线，当日登顶 22 国免费游戏榜单第一，拿下美国、日本、韩国、中国港澳台地区 iOS 免费榜冠军，同时还跻身全球 90 多个国家和地区的 iOS 免费榜 TOP10。公司后续游戏储备丰富，近期关注 8 月 19 日测试的经典端游《诛仙世界》和 8 月 24 日计划上线的手游《黑猫奇闻社》。

**公司研发费用增加，同时长期投入引擎应用技术。**公司 22H1 研发投入大幅增加，公司出台了调整薪酬政策等一系列鼓励创新、推动精品化的配套机制，研发人员薪酬也同步提升；此外，公司长期投入引擎应用技术，《诛仙世界》将使用虚幻引擎 4，该游戏是率先使用虚幻引擎 4 制作的大型开放世界 MMORPG 端游，《诛仙世界》将基于虚幻引擎 4 先进的渲染和光照等技术与丰富多元的材质模型，营造出高度拟真的仙侠世界体验。公司端游产品《笑傲江湖》高清版于 2022 年 7 月公测，采用自研引擎 Angelica X。

**风险提示：**新游流水不及预期；影视业务持续拖累业绩；政策监管风险。

**投资建议：**业绩符合预期，维持“买入”评级。

《幻塔》海外上线表现靓丽，2022 年该游戏有望持续释放业绩，三季度将新上端游《诛仙世界》、手游《黑猫奇闻社》，公司老游基本盘稳固，新游增量显著，经过阵痛期，公司游戏主业逐渐步入稳健上升通道，《幻塔》持续验证老牌研发商创新实力。我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润为 18.73/21.04/22.07 亿，增速为 407.3%/12.4%/4.9%，EPS 为 0.93/1.05/1.1 元，对应 PE 17/15/14x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,225	8,518	9,920	10,971	11,551
(+/--%)	27.2%	-16.7%	16.5%	10.6%	5.3%
净利润(百万元)	1549	369	1873	2104	2207
(+/--%)	3.0%	-76.2%	407.3%	12.4%	4.9%
每股收益(元)	0.77	0.18	0.93	1.05	1.10
EBIT Margin	19.1%	3.2%	16.1%	16.5%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	14.3%	3.6%	16.1%	16.1%	15.1%
市盈率 (PE)	20.1	84.1	16.6	14.8	14.1
EV/EBITDA	16.6	86.3	21.6	19.1	18.3
市净率 (PB)	2.87	3.02	2.68	2.38	2.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 传媒·游戏 II

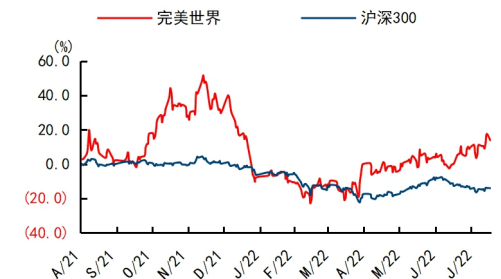
证券分析师：夏妍  
 021-60933162  
 xiayan2@guosen.com.cn  
 S0980520030003

证券分析师：张衡  
 021-60875160  
 zhangheng2@guosen.com.cn  
 S0980517060002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.44 元
总市值/流通市值	29954/28209 百万元
52 周最高价/最低价	23.67/11.05 元
近 3 个月日均成交额	923.20 百万元

#### 市场走势



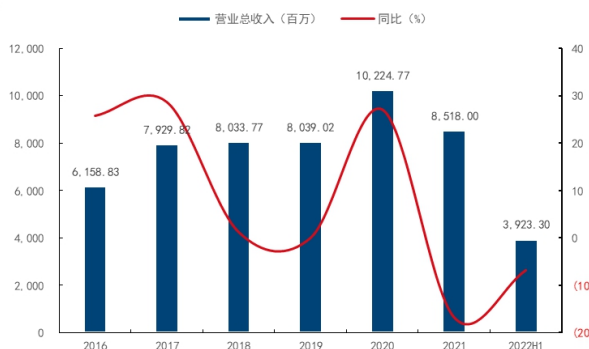
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《完美世界 (002624.SZ) 中报预告点评-《幻塔》海外版开启测试，关注后续业绩表现》——2022-07-17  
 《完美世界 (002624.SZ) - 《幻塔》表现靓丽，转型升级初见成效》——2022-05-02

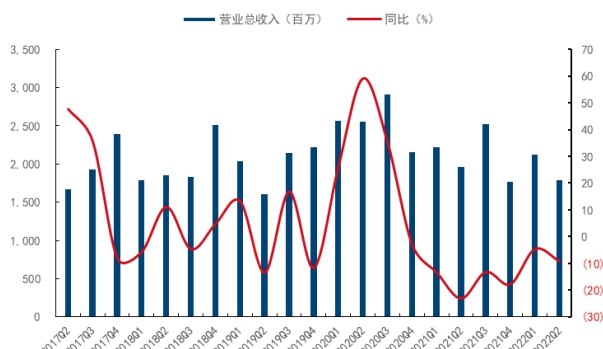
业绩处于预告中位，研发投入增长显著。2022H1 公司实现营收 39.23 亿，同减 6.73%，其中 22Q2 实现营收 17.95 亿，同减 9.14%，2022H1 公司实现归母净利润 11.37 亿，同增 341.51%，落在业绩预告中位，22Q2 实现归母净利润 2.97 亿，同增 243.87%。公司收入下滑因 2022 年 2 月欧美子公司不再纳入合并范围所致，扣除该因素影响，预计公司 2022H1 收入增速为 1.58%，公司扣非归母净利润 6.71 亿，同增 1653.58%。

图1：2016-2022H1 完美世界营业收入及增速



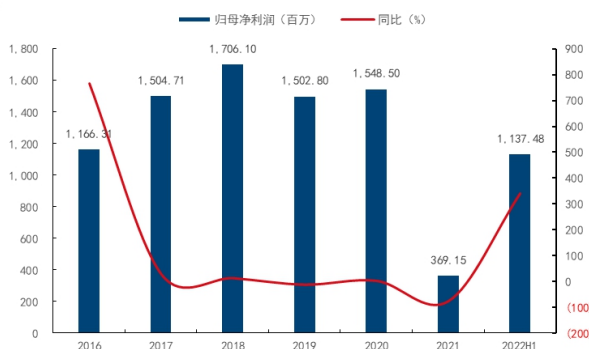
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：完美世界单季营业收入及增速



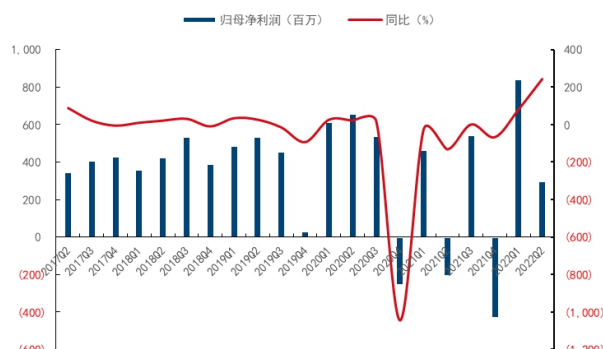
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2016-2022H1 完美世界归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

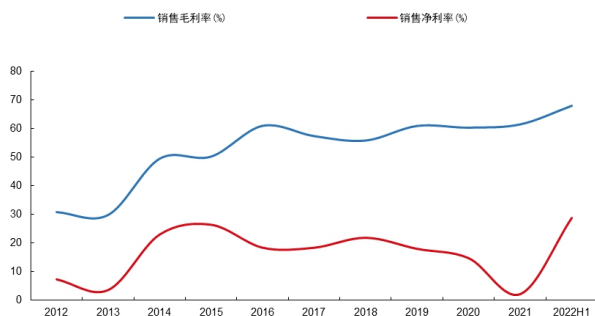
图4：完美世界单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

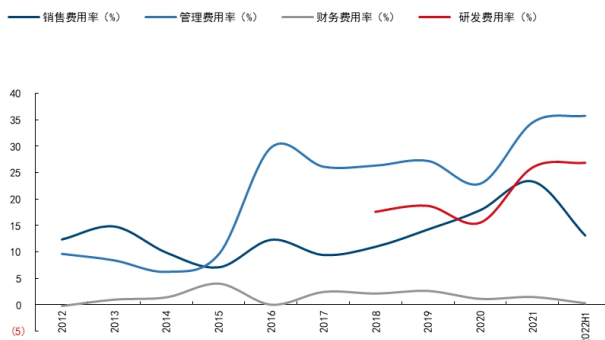
2022H1 公司毛利率 67.96%，同增 13.14pct，主要因公司游戏业务收入占比提升，在《梦幻新诛仙》《幻塔》等游戏带动下，游戏业务毛利率较上年同期提高。公司期间费用率较去年下降 2.15pct 至 49.13%，公司销售费用率下降明显因本期市场推广费用减少所致，管理费用基本与上年持平，公司研发费用率同比增加 6.8pct，因公司于 2021 年末出台了调整薪酬政策等一系列鼓励创新、推动精品化的配套机制。基于此，一方面，公司研发人员薪酬较上年增加明显，另一方面，随重点项目研发工作的推进，外包等研发支出相应增加。

图5: 完美世界毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 完美世界费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**游戏业务:** 22H1 公司游戏业务实现营业收入 37.36 元, 同增 9.59%, 实现归母净利润 11.83 亿, 同增 429.73%, 如剔除非经常性收益 4 亿元, 游戏业务实现营业收入 36.93 亿, 同增 22.20%, 实现扣非净利润 7.44 亿, 同增 1,958.22%。公司游戏业务表现较好一方面因上年同期处置不达预期的海外项目, 产生一次性亏损 2.7 亿, 另一方面 2022H1 《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界: 诸神之战》等产品贡献了良好的业绩增量, 助力游戏业务稳健发展。

**1) 端游关注三季度《诛仙世界》的上线。**经典端游产品《诛仙》《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入, 顶级电竞大作《DOTA2》《CS:GO (反恐精英: 全球攻势)》助力电竞业务稳健发展, 《诛仙世界》将于 2022 年 8 月 19 日开启首次测试, 《Perfect New World》正在积极研发过程中。

**2) 手游《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界: 诸神之战》贡献增量业绩。**《完美世界: 诸神之战》于 2022 年 1 月公测, 经典品类奠定基本盘, 《梦幻新诛仙》于 2022 年 6 月上线一年, 开启周年庆版本, 轻科幻开放世界手游《幻塔》持续进行版本更新与迭代。公司储备手游产品《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》积极推进中, 公司自研的都市悬疑悸动交互手游《黑猫奇闻社》将于 2022 年 8 月 24 日正式上线。

**3) 海外市场幻塔上线登顶多地游戏榜单榜首。**

8 月 11 日, 完美世界旗下开放世界手游《幻塔》正式在海外同步上线。本次《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 lplay World 发行, 韩国地区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。

游戏上线即登顶 22 国免费游戏榜单第一, 拿下美国、日本、韩国、中国港澳台地区 iOS 免费榜冠军, 同时还跻身全球 90 多个国家和地区的 iOS 免费榜 TOP10。大量玩家涌入《幻塔》, 多国出现爆服现象, 《幻塔》在二次元日本市场同样表现火爆, 日本市场上线后出现爆服, 上线前预注册量达到 400 万。

截至 8 月 14 日, 《幻塔》已上线 5 天仍在日本、法国等 7 国处游戏榜单第一名, 在美国、澳大利亚等成熟市场和巴西、印尼等新兴市场位列游戏榜单前 10 名, 期

待《幻塔》后续出海表现。

图7:《幻塔》海外上线登顶 22 国免费游戏榜单第一



资料来源:《幻塔》官方推特, 国信证券经济研究所整理

图8:《幻塔》欧美服服务器繁忙公告



资料来源:《幻塔》官方推特, 国信证券经济研究所整理

图9:《幻塔》全球各地区排名

排名	地区	数量
1	日本 #1 泰国 #1 马尔代夫 #1	7
2-10	法国 #1 文莱 #1 马来西亚 #1 新加坡 #1 美国 #3 阿根廷 #10 巴拉圭 #6 波斯尼亚 #5 多米尼克 #9 哥斯达黎加 #2 开曼群岛 #6 危地马拉 #5 圣文森特和格林纳丁斯 #10 危地马拉 #8 爱尔兰 #9 白俄罗斯 #4 俄罗斯 #7 拉脱维亚 #4 摩尔多瓦共和国 #7 斯洛伐克 #9 匈牙利 #10 菲律宾 #4 希腊 #7 澳大利亚 #6 巴巴多斯 #8 巴拿马 #2 伯利兹 #4 厄瓜多尔 #7 格林纳达 #3 秘鲁 #3 萨尔瓦多 #3 特克斯和凯科斯群岛 #4 乌拉圭 #7 爱沙尼亚 #4 波兰 #4 芬兰 #6 立陶宛 #4 葡萄牙 #2 乌克兰 #6 意大利 #10 新西兰 #7 瓦努阿图 #4 加拿大 #7 巴哈马 #5 巴西 #7 多米尼加共和国 #8 哥伦比亚 #8 洪都拉斯 #7 墨西哥 #4 圣基茨岛和尼维斯 #6 特立尼达和多巴哥 #7 智利 #2 奥地利 #6 德国 #6 捷克共和国 #9 卢森堡 #2 瑞士 #7 西班牙 #4 英国 #4 印度尼西亚 #3	56

资料来源:七麦数据, 国信证券经济研究所

此外, 公司坚持长期投入引擎应用技术,《诛仙世界》将使用虚幻引擎 4。公司端游产品《笑傲江湖》高清服于 2022 年 7 月公测, 在公司自研引擎 Angelica X 的强有力支持下, 将 AMD 的 FSR 超级分辨率 2.0 技术集成到游戏中, 使得游戏场景以全新 4K Ultra HD 级画质焕然一新, 同时 FSR 2.0 技术对于入门级显卡非常友好。《诛仙世界》是率先使用虚幻引擎 4 制作的大型开放世界 MMORPG 端游,《诛仙世界》基于虚幻引擎 4 先进的渲染和光照等技术与丰富多元的材质模型, 营造出高度拟真的仙侠世界体验。

**影视业务:** 2022H1 公司影视业务实现收入 1.2 亿, 同比减少 83.56%, 实现盈利 4061.93 万元。公司坚持走精品化内容路线, 在新项目的立项及开机中延续聚焦策略, 报告期内。2022H1 公司出品的《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝

焰突击》等精品电视剧播出，取得了良好的市场口碑。此外，公司储备的《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》《星落凝成糖》《摇滚狂花》《特工任务》《灿烂！灿烂！》《心想事成》《温暖的甜蜜的》《只此江湖梦》《纵横芯海》《九个弹孔》等影视作品正在制作、发行过程中。

表1：完美世界影视业务产品线储备

序号	投资项目名称	制作进度	预计开拍日期
1	月里青山淡如画	制作、发行中	-
2	云襄传	制作、发行中	-
3	许你岁月静好	制作、发行中	-
4	星落凝成糖	制作、发行中	-
5	摇滚狂花	制作、发行中	-
6	灿烂！灿烂！	制作、发行中	-
7	特工任务	制作、发行中	-
8	心想事成	制作、发行中	-
9	温暖的，甜蜜的	制作、发行中	-
10	只此江湖梦	制作、发行中	-
11	纵横芯海	制作、发行中	2022年下半年
12	九个弹孔	筹备中	2022年下半年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**投资建议：**《幻塔》海外上线表现靓丽，2022年该游戏有望持续释放业绩，三季度将新上端游《诛仙世界》、手游《黑猫奇闻社》，公司老游基本盘稳固，新游增量显著，经过阵痛期，公司游戏主业逐渐步入稳健上升通道，《幻塔》持续验证老牌研发商创新实力。我们维持此前盈利预测，预计公司2022-2024年净利润为18.73/21.04/22.07亿，增速为407.3%/12.4%/4.9%，EPS为0.93/1.05/1.1元，对应PE 17/15/14x，维持“买入”评级。

**风险提示：**新游流水不及预期；影视业务持续拖累业绩；政策监管风险。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
002555.SZ	三七互娱	20.18	305.09	1.30	1.50	1.72	1.92	15.52	13.45	11.73	10.51	买入
002602.SZ	世纪华通	4.69	281.94	0.31	0.50	0.61	0.65	15.13	9.38	7.69	7.22	增持
002605.SZ	姚记科技	14.66	48.52	1.42	1.78	2.08	2.20	10.32	8.24	7.05	6.66	增持
300031.SZ	宝通科技	19.57	65.33	0.98	1.30	1.56	1.86	19.97	15.05	12.54	10.52	增持
603444.SH	吉比特	334.00	243.18	20.43	24.14	27.72	31.72	16.35	13.84	12.05	10.53	买入
002517.SZ	恺英网络	7.03	121.67	0.27	0.35	0.44	0.53	26.04	20.09	15.98	13.26	增持
002624.SZ	完美世界	15.44	299.53	0.18	0.93	1.05	1.10	85.78	16.60	14.70	14.04	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2943	3436	3900	4970	6484	营业收入	10225	8518	9920	10971	11551
应收款项	1484	1192	1413	1533	1582	营业成本	4057	3283	3919	4296	4544
存货净额	1027	1218	1063	1045	979	营业税金及附加	32	29	35	38	40
其他流动资产	677	693	794	878	924	销售费用	1831	1986	1984	2194	2310
<b>流动资产合计</b>	<b>7885</b>	<b>7565</b>	<b>8195</b>	<b>9450</b>	<b>10994</b>	管理费用	757	732	797	881	931
固定资产	629	391	549	701	819	研发费用	1589	2211	1587	1755	1848
无形资产及其他	190	260	217	181	151	财务费用	113	124	(65)	(102)	(140)
投资性房地产	4035	6072	6072	6072	6072	投资收益	196	408	400	400	400
长期股权投资	2768	2752	2762	2772	2782	资产减值及公允价值变动	1382	(123)	(100)	(100)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>15507</b>	<b>17040</b>	<b>17794</b>	<b>19176</b>	<b>20818</b>	其他收入	(3385)	(2499)	(1587)	(1755)	(1848)
短期借款及交易性金融负债	784	858	325	80	80	营业利润	1628	149	1963	2208	2316
应付款项	733	501	638	697	734	营业外净收支	28	6	15	15	15
其他流动负债	2687	2998	3375	3711	3915	<b>利润总额</b>	<b>1657</b>	<b>156</b>	<b>1978</b>	<b>2223</b>	<b>2331</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4204</b>	<b>4357</b>	<b>4338</b>	<b>4488</b>	<b>4729</b>	所得税费用	152	(21)	158	178	186
长期借款及应付债券	23	0	0	0	0	少数股东损益	(44)	(192)	(53)	(59)	(62)
其他长期负债	98	2178	1678	1478	1378	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1549</b>	<b>369</b>	<b>1873</b>	<b>2104</b>	<b>2207</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>121</b>	<b>2178</b>	<b>1678</b>	<b>1478</b>	<b>1378</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4325</b>	<b>6535</b>	<b>6016</b>	<b>5966</b>	<b>6107</b>	净利润	1549	369	1873	2104	2207
少数股东权益	347	214	177	136	92	资产减值准备	262	(735)	69	52	62
股东权益	10835	10290	11601	13074	14619	折旧摊销	176	159	117	132	150
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15507</b>	<b>17040</b>	<b>17794</b>	<b>19176</b>	<b>20818</b>	公允价值变动损失	(1382)	123	100	100	100
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	113	124	(65)	(102)	(140)
每股收益	0.77	0.18	0.93	1.05	1.10	营运资本变动	1161	(528)	(83)	61	173
每股红利	0.20	0.17	0.28	0.31	0.33	其它	(295)	716	(106)	(93)	(105)
每股净资产	5.39	5.12	5.77	6.50	7.27	<b>经营活动现金流</b>	<b>1471</b>	<b>105</b>	<b>1969</b>	<b>2356</b>	<b>2586</b>
ROIC	23.30%	3.67%	20%	21%	21%	资本开支	0	1027	(400)	(400)	(400)
ROE	14.29%	3.59%	16%	16%	15%	其它投资现金流	496	728	0	0	0
毛利率	60%	61%	60%	61%	61%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(358)</b>	<b>1771</b>	<b>(410)</b>	<b>(410)</b>	<b>(410)</b>
EBIT Margin	19%	3%	16%	16%	16%	权益性融资	(61)	51	0	0	0
EBITDA Margin	21%	5%	17%	18%	18%	负债净变化	(203)	(23)	0	0	0
收入增长	27%	-17%	16%	11%	5%	支付股利、利息	(405)	(334)	(562)	(631)	(662)
净利润增长率	3%	-76%	407%	12%	5%	其它融资现金流	582	(722)	(534)	(245)	0
资产负债率	30%	40%	35%	32%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(695)</b>	<b>(1383)</b>	<b>(1095)</b>	<b>(876)</b>	<b>(662)</b>
股息率	1.3%	1.1%	1.8%	2.0%	2.1%	<b>现金净变动</b>	<b>418</b>	<b>493</b>	<b>464</b>	<b>1070</b>	<b>1514</b>
P/E	20.1	84.1	16.6	14.8	14.1	货币资金的期初余额	2526	2943	3436	3900	4970
P/B	2.9	3.0	2.7	2.4	2.1	货币资金的期末余额	2943	3436	3900	4970	6484
EV/EBITDA	16.6	86.3	21.6	19.1	18.3	企业自由现金流	0	973	1103	1455	1650
						权益自由现金流	0	228	630	1304	1778

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032