

完美世界（002624.SZ）

业绩符合预告，关注新游上线节奏

增持

核心观点

业绩处于预告中上位。2022Q1-Q3 公司实现营收 57.11 亿，同减 6.73%，其中 22Q3 实现营收 17.88 亿，同减 29.4%，2022Q1-Q3 公司实现归母净利润 14.42 亿，同增 80.26%，落在业绩预告中上位，22Q3 实现归母净利润 3.04 亿，同减 43.85%。公司前三季度业绩增长主要来源于《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》等产品以及海外子公司股权处置收益，而 22Q3 收入下滑受《幻塔》海外发行按授权第三方发行模式确认收入影响，利润下滑主要受产品生命周期影响且无重点新游上线。

关注新游上线节奏。22Q1-Q3 公司游戏业务实现营业收入 54.48 亿，同增 4.46%，其中 21Q3 实现营收 17.12 亿，较去年同期略有下降，实现归母净利润 15.47 亿，同增约 100%，其中 21Q3 盈利 3.64 亿，其中《梦幻新诛仙》去年 6 月刚上线，截止目前游戏流水较前期高点自然回落，《完美世界：诸神之战》流水贡献相对稳定，《幻塔》海外版 2022 年 8 月正式上线，贡献增量业绩，10 月海外版陆续更新新版本，推动海外数据回暖。公司 22Q3 尚无重点新游上线，但公司不断加大研发，数款在研游戏计划于近期开启测试。

展望未来，公司储备的手游产品《天龙八部 2》《朝与夜之国》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《神魔大陆 2》《完美新世界》《诛仙 2》以及端游产品《诛仙世界》《Perfect New World》《Have a Nice Death》等。

影视业务聚焦精品。年初至今公司出品的《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》《摇滚狂花》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》《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、排播过程中。

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：《幻塔》海外上线表现较好，2022 年该游戏有望持续贡献业绩，受游戏生命周期影响，短期来看流水有所回落，长期来看，公司对老游有较强的长线运营能力，《幻塔》有望验证老牌研发商在二次元创新品类的研发实力。考虑下半年公司处于新游贡献低谷期，我们下调公司业绩预期 -9.5%/-11.9%/-6%，预计公司 2022-2024 年净利润为 16.95/18.53/20.73 亿，增速为 359%/9.4%/11.9%，EPS 为 0.87/0.96/1.07 元，对应 PE 14/13/11x，维持“增持”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	8,366	8,987	9,497
(+/-%)	27.2%	-16.7%	-1.8%	7.4%	5.7%
净利润(百万元)	1549	369	1695	1853	2074
(+/-%)	3.0%	-76.2%	359.1%	9.4%	11.9%
每股收益(元)	0.80	0.19	0.87	0.96	1.07
EBIT Margin	19.1%	3.2%	17.0%	19.6%	20.6%
净资产收益率 (ROE)	14.3%	3.6%	14.8%	14.5%	14.6%
市盈率 (PE)	15.4	64.5	14.0	12.8	11.5
EV/EBITDA	13.2	69.6	19.1	15.2	13.7
市净率 (PB)	2.20	2.31	2.07	1.86	1.67

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	增持(维持)
合理估值	
收盘价	12.27 元
总市值/流通市值	24580/23148 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	649.37 百万元

市场走势



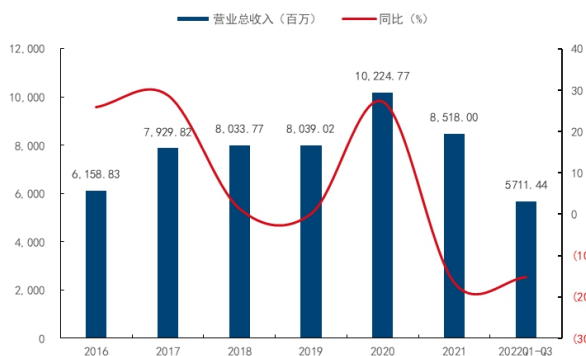
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《完美世界（002624.SZ）-《幻塔》海外表现亮眼，持续验证老牌研发商实力》——2022-08-16
《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》表现亮眼，转型升级初见成效》——2022-05-02

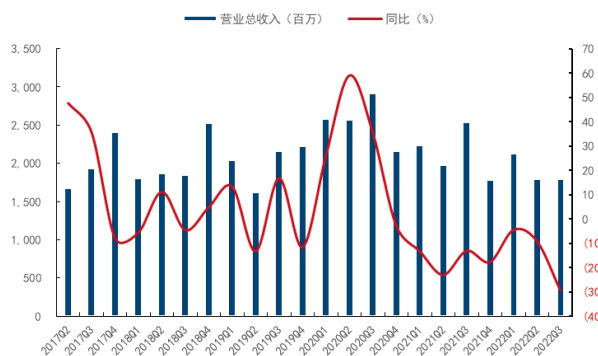
业绩位于预告中上位。2022Q1-Q3 公司实现营收 57.11 亿，同减 6.73%，其中 22Q3 实现营收 17.88 亿，同减 29.4%，2022Q1-Q3 公司实现归母净利润 14.42 亿，同增 80.26%，落在业绩预告中上位，22Q3 实现归母净利润 3.04 亿，同减 43.85%。公司前三季度业绩增长主要来源于《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》等产品以及海外子公司股权处置收益，而 22Q3 收入下滑受《幻塔》海外发行按授权第三方发行模式确认收入影响，利润下滑主要受产品生命周期影响且无重点新游上线。

图1：2016-2022Q1-Q3 完美世界营业收入及增速



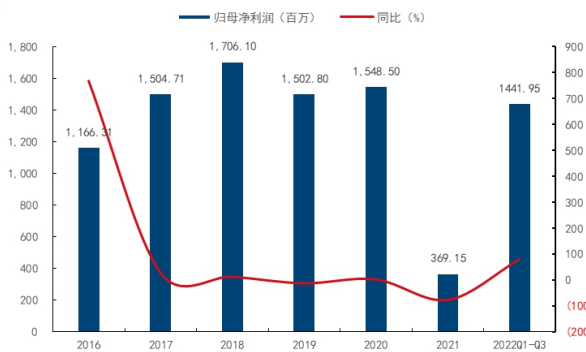
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：完美世界单季营业收入及增速



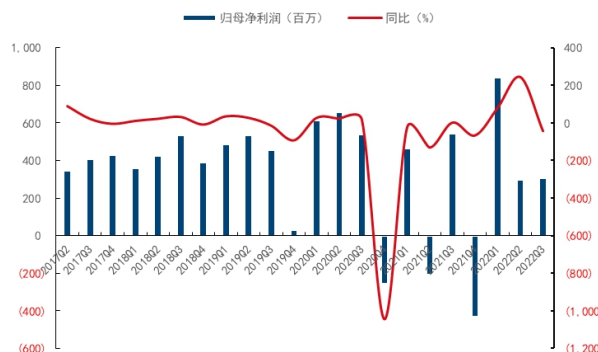
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2016-2022Q1-Q3 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

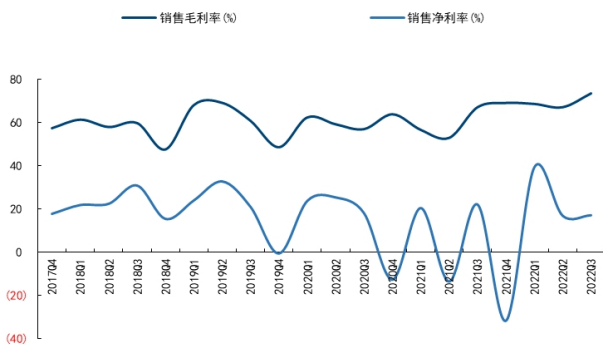
图4：完美世界单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

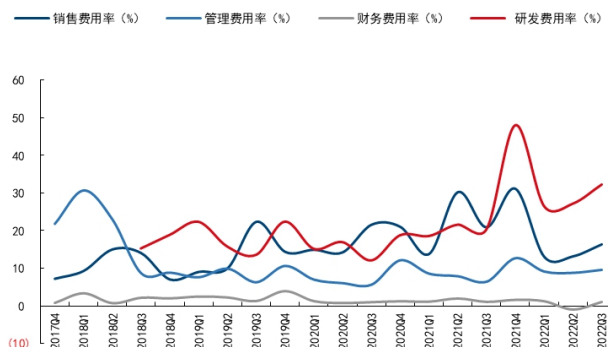
22Q3 公司毛利率 73.56%，同比环比均有较大提升，主要因公司游戏业务收入占比提升且游戏业务毛利率高于影视业务。22Q3 公司整体费用率略有提升，其中研发费用率增长明显。公司前三季度费用率整体表现平稳。

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

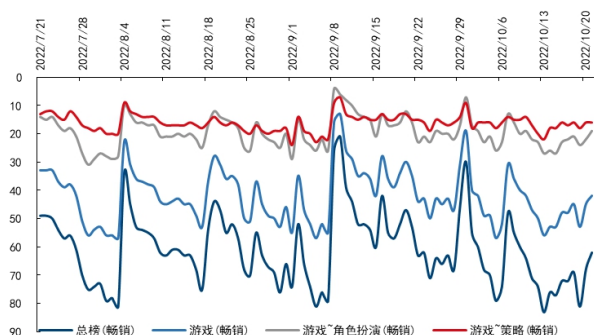


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

游戏主业方面，22Q1-Q3 公司游戏业务实现营业收入 54.48 亿，同增 4.46%，其中 21Q3 实现营收 17.12 亿，较去年同期略有下降，实现归母净利润 15.47 亿，同增约 100%，其中 21Q3 盈利 3.64 亿，其中《梦幻新诛仙》去年 6 月刚上线，截止目前游戏流水较前期高点自然回落，《完美世界：诸神之战》流水贡献相对稳定，《幻塔》海外版 2022 年 8 月正式上线，贡献增量业绩，10 月海外版陆续更新新版本，推动海外数据回暖。公司 22Q3 尚无重点新游上线，且不断加大研发投入，数款在研游戏计划于近期开启测试。

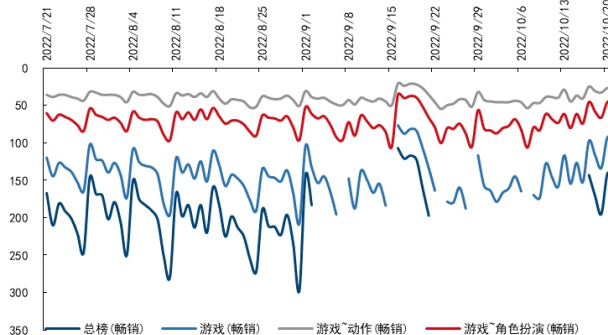
展望未来，公司储备的手游产品《天龙八部 2》《朝与夜之国》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《神魔大陆 2》《完美新世界》《诛仙 2》以及端游产品《诛仙世界》《Perfect New World》《Have a Nice Death》等多款游戏正在积极推进中，其中数款游戏计划于近期开启测试。

图7: 近三个月《梦幻新诛仙》国内畅销榜排名变化



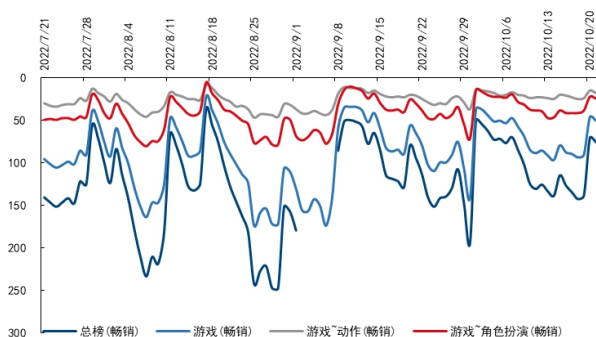
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图8: 近三个月《完美世界：诸神之战》国内畅销榜排名变化



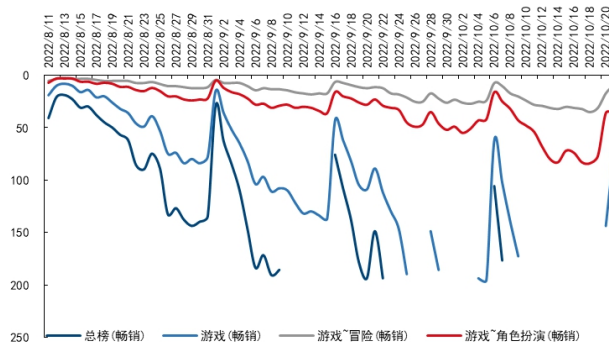
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图9：近三个月《幻塔》国内畅销榜排名变化



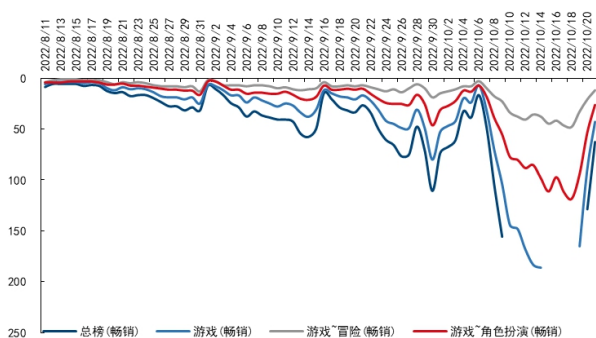
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图10：《幻塔》美国畅销榜排名变化



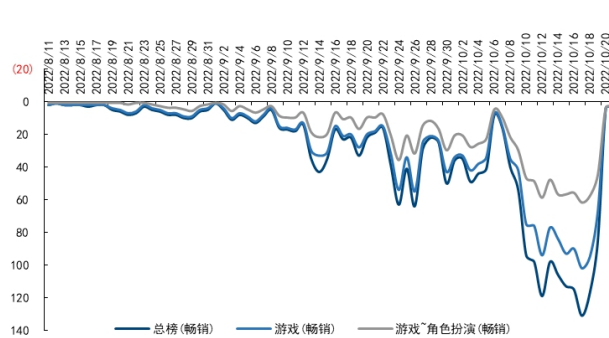
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图11：《幻塔》日本畅销榜排名变化



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图12：《幻塔》中国香港畅销榜排名变化



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

影视业务方面，年初至今公司出品的《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》《摇滚狂花》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》《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、排播过程中。

此外，2021年10月-2022年8月公司完成回购计划，共计通过集中竞价方式累计回购股份21,404,081股，占公司总股本的1.1033%，最高成交价为19.69元/股，最低成交价为11.06元/股，成交总金额为3.05亿，彰显管理层对公司未来发展信心。

投资建议：《幻塔》海外上线表现较好，2022年该游戏有望持续贡献业绩，受游戏生命周期影响，短期来看流水有所回落，长期来看，公司对老游有较强的长线运营能力，《幻塔》有望验证老牌研发商在二次元创新品类的研发实力。考虑下半年公司处于新游贡献低谷期，我们下调公司业绩预期-9.5%/-11.9%/-6%，预计公司2022-2024年净利润为16.95/18.53/20.73亿，增速为359%/9.4%/11.9%，EPS为0.87/0.96/1.07元，对应PE 14/13/11x，维持“增持”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1：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	15.22	233.79	1.30	1.44	1.66	1.90	11.71	10.57	9.17	8.01	买入
002602.SZ	世纪华通	3.85	231.29	0.31	0.50	0.61	0.65	12.42	7.70	6.31	5.92	增持
002605.SZ	姚记科技	13.36	43.07	1.42	1.78	2.08	2.20	9.41	7.51	6.42	6.07	增持
300031.SZ	宝通科技	13.68	45.84	0.98	1.30	1.56	1.86	13.96	10.52	8.77	7.35	增持
603444.SH	吉比特	251.68	175.41	20.43	24.14	27.72	31.72	12.32	10.43	9.08	7.93	买入
002517.SZ	恺英网络	6.40	120.20	0.27	0.35	0.44	0.53	23.70	18.29	14.55	12.08	增持
002624.SZ	完美世界	12.27	299.53	0.19	0.87	0.96	1.07	64.48	14.05	12.84	11.48	增持

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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2943	3436	3900	4331	5685	营业收入	10225	8518	8366	8987	9497
应收款项	1484	1192	1192	1256	1301	营业成本	4057	3283	2875	3234	3510
存货净额	1027	1218	776	781	750	营业税金及附加	32	29	29	31	33
其他流动资产	677	693	669	719	760	销售费用	1831	1986	1673	1708	1709
流动资产合计	7885	7565	7562	8112	9521	管理费用	757	732	679	728	771
固定资产	629	391	549	701	819	研发费用	1589	2211	1690	1528	1519
无形资产及其他	190	260	217	181	151	财务费用	113	124	(56)	(84)	(122)
投资性房地产	4035	6072	6072	6072	6072	投资收益	196	408	400	200	200
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)
资产总计	15507	17040	17161	17837	19345	其他收入	(3385)	(2499)	(1690)	(1528)	(1519)
短期借款及交易性金融负债	784	858	739	80	80	营业利润	1628	149	1775	1943	2176
应付款项	733	501	465	521	563	营业外净收支	28	6	15	15	15
其他流动负债	2687	2998	2622	2840	2995	利润总额	1657	156	1790	1958	2191
流动负债合计	4204	4357	3826	3441	3638	所得税费用	152	(21)	143	157	175
长期借款及应付债券	23	0	0	0	0	少数股东损益	(44)	(192)	(48)	(52)	(58)
其他长期负债	98	2178	1678	1478	1378	归属于母公司净利润	1549	369	1695	1853	2074
长期负债合计	121	2178	1678	1478	1378	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	4325	6535	5504	4919	5016	净利润	1549	369	1695	1853	2074
少数股东权益	347	214	181	144	103	资产减值准备	262	(735)	69	52	62
股东权益	10835	10290	11476	12774	14225	折旧摊销	176	159	117	132	150
负债和股东权益总计	15507	17040	17161	17837	19345	公允价值变动损失	(1382)	123	100	100	100
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	113	124	(56)	(84)	(122)
每股收益	0.80	0.19	0.87	0.96	1.07	营运资本变动	1161	(528)	(376)	7	104
每股红利	0.21	0.17	0.26	0.29	0.32	其它	(295)	716	(102)	(88)	(103)
每股净资产	5.59	5.30	5.92	6.58	7.33	经营活动现金流	1471	105	1501	2056	2387
ROIC	23.30%	3.67%	17%	20%	21%	资本开支	0	1027	(400)	(400)	(400)
ROE	14.29%	3.59%	15%	15%	15%	其它投资现金流	496	728	0	0	0
毛利率	60%	61%	66%	64%	63%	投资活动现金流	(358)	1771	(410)	(410)	(410)
EBIT Margin	19%	3%	17%	20%	21%	权益性融资	(61)	51	0	0	0
EBITDA Margin	21%	5%	18%	21%	22%	负债净变化	(203)	(23)	0	0	0
收入增长	27%	-17%	-2%	7%	6%	支付股利、利息	(405)	(334)	(508)	(556)	(622)
净利润增长率	3%	-76%	359%	9%	12%	其它融资现金流	582	(722)	(119)	(659)	0
资产负债率	30%	40%	33%	28%	26%	融资活动现金流	(695)	(1383)	(628)	(1215)	(622)
股息率	1.7%	1.4%	2.1%	2.3%	2.6%	现金净变动	418	493	464	431	1355
P/E	15.4	64.5	14.0	12.8	11.5	货币资金的期初余额	2526	2943	3436	3900	4331
P/B	2.2	2.3	2.1	1.9	1.7	货币资金的期末余额	2943	3436	3900	4331	5685
EV/EBITDA	13.2	69.6	19.1	15.2	13.7	企业自由现金流	0	973	646	1356	1652
						权益自由现金流	0	228	578	775	1763

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