

证券研究报告

公司研究

公司点评

完美世界(002624.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷传媒互联网及海外首席分析师
执业编号: S1500522010001
联系电话: 17317141123
邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

完美世界(002624.SZ):《幻塔》Steam版上线,存量游戏稳定发力,后续产品储备丰富

2022年11月6日

事件:完美世界《幻塔》Steam版于10月20日上线,《幻塔》是完美世界游戏旗下Hotta Studio自主研发的轻科幻开放世界手游,Steam版由腾讯的海外发行品牌Level Infinite进行代理。《幻塔》的Steam版不支持简体中文,且锁国区。

点评:

- **存量游戏稳定发力,后续产品储备丰富,游戏长期展望良好。**端游方面,《诛仙》、《DOTA2》等经典端游持续贡献稳定收入。移动游戏方面,公司聚焦创新变革,推动经典品类迭代升级并加大创新品类突破转型。轻科幻开放世界手游《幻塔》8月份上线海外,上线即登上美国、日本、加拿大、法国等36个国家及地区下载榜首,进入122个国家游戏下载榜Top10,极大助力公司海外业务增长,提供大幅业绩贡献。同时国内版本的更新迭代渐入佳境,内容质量、运营等方面都有比较明显的提升,因此《幻塔》国内表现也值得期待。创新回合MMORPG手游《梦幻新诛仙》以扎实的产品力及开拓性的运营思路赢得玩家一致好评,流水实现稳中有升。我们认为公司立足既有优势,不断探索拓展品类边界并推动游戏业务转型升级的战略有望助力公司筑牢游戏护城河。公司后续的端游储备包括依托公司旗舰级IP“诛仙”打造的次世代端游大作《诛仙世界》、动作向端游产品《Perfect New World》,其中《诛仙世界》已于22年8月19日开启首次测试。公司的手游储备包括《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》以及端游产品《Perfect New World》、《Have a Nice Death》等多款游戏。我们认为公司对游戏产品长线运营的能力得到验证,为公司游戏业务大盘的稳定性提供支撑,而充足游戏储备有望保障公司新游持续稳定供给,助力业务健康发展。
- **整体三季度业绩符合预期。**22Q1~Q3营业收入为57.11亿元,同比下滑15.25%,其中游戏业务收入为54.48亿元,同比增长4.46%;22Q1~Q3归母净利润为14.42亿元,同比增长80.26%,落在预告14.27~14.47亿元中线偏上的位置,其中游戏业务实现净利15.47亿元,同比增长约100%,该增长主要来自于《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《完美世界:诸神之战》等产品贡献的良好业绩增量,以及海外子公司股权处置收益。22Q1~Q3扣非净利润为9.21亿元,同比增长64.13%,落在预告9.11~9.31亿元中线偏上的位置。经拆分,22Q3单季度公司实现收入17.88亿元,同比下滑29.40%;归母净利润为3.04亿元,同比下滑43.91%,落在预告2.90~3.10亿元中线偏上位置;Q3单季度扣非净利润为2.51亿元,同比下滑52.01%,落在预告2.40~2.60亿元中线偏上位置。
- **公司成本管控良好,收入结构性变化带来盈利能力的提升。**22Q3公司的销售费用同比下降44.80%至2.92亿元,主要系公司推广减少所致;管理费用同比增加4.94%至2.70亿元,研发费用同比增长11.82%至5.77亿元,主要系公司高度重视研发,加大核心研发人员激励力度。因此22Q3公司的销售/管理/研发费用率分别为16.33%/9.51%/32.27%,同比变动-4.55/3.11/11.90pct。由于公司游戏业务毛利率高于影视业务,而Q1-Q3公司游戏业务收入较去年同期

增加，因此公司 22Q1-Q3 的毛利率由去年同期的 59.44%提高到 69.71%，同比提升 10.27pct。

- **游戏业务同比下滑，主要系产品周期错配。**游戏业务 22Q3 实现收入 17.55 亿元，同比下滑 2.82%；实现净利润 3.64 亿元，同比下滑 33.82%，落在预告 3.50~3.70 亿元中线偏上位置，主要系 1)《梦幻西游新诛仙》去年三季度处于产品上线初期，产生了较高的业绩贡献。目前该款游戏已进入成熟稳定期，虽然其流水通过内容更新与运营升级在 22Q1~Q3 保持稳中有升的良好态势，但较上线初期的流水高点自然下滑，相应业绩贡献也出现同比下降；2)公司于 22 年初出售美国研发工作室及欧美本地发行团队，相关欧美子公司的净利润今后不再纳入合并范围；3)公司部分游戏受生命周期影响，流水相较于 21Q3 有所回落；4)公司赛道布局更加聚集，对符合未来战略方向的项目进行资源倾斜并对核心员工进行薪酬调整，加大重点在研项目研发投入；5)《幻塔》等游戏带来的业绩增量，部分抵消了上述因素导致的业绩影响。我们认为目前老游戏流水的自然下滑，产品周期错配导致三季度承压，后续随着新品逐渐测试并上线，释放业绩增量有望推动公司业务增长。
- **投资建议：**公司存量游戏表现稳定，长线运营思路得到验证。同时公司发力品类突破，围绕“MMO+”与“卡牌+”两大核心赛道布局，后续产品不仅数量上储备丰富，而且品类上有创新尝试。此外，公司国内国外双维度发力，《幻塔》的优秀表现有望为公司海外游戏业务带来新的转折点，助力海外市场逐渐成为公司新的业绩增长点。我们预计公司 22-24 年归母净利为 16.56/20.10/23.99 亿元，11 月 4 日收盘价对应 PE 为 14x/12x/10x，考虑到公司游戏业务创新变革初获成效，海外市场拓展形成乐观预期，行业监管持续回暖，继续维持“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧的风险，游戏行业监管趋严风险，游戏上线表现不及预期风险，汇率波动风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	10,225	8,518	8,688	10,339	11,787
增长率 YoY%	27.2%	-16.7%	2.0%	19.0%	14.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,549	369	1,656	2,010	2,399
增长率 YoY%	3.0%	-76.2%	348.5%	21.4%	19.3%
毛利率%	60.3%	61.5%	65.6%	65.9%	65.9%
净资产收益率 ROE%	14.3%	3.6%	13.6%	14.2%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24
市盈率 P/E(倍)	36.88	106.89	14.14	11.65	9.76
市净率 P/B(倍)	5.28	3.83	1.92	1.65	1.41

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,885	7,565	8,299	10,440	12,873
货币资金	2,943	3,436	4,056	5,893	7,812
应收票据	112	110	103	125	143
应收账款	1,299	982	1,287	1,386	1,598
预付账款	331	311	309	341	396
存货	1,027	1,218	1,273	1,413	1,621
其他	2,172	1,507	1,271	1,281	1,302
非流动资产	7,622	9,475	9,935	10,400	10,864
长期股权投资	2,768	2,752	2,852	2,952	3,052
固定资产	354	381	399	415	429
无形资产	190	260	330	399	469
其他	4,310	6,082	6,354	6,633	6,913
资产总计	15,507	17,040	18,234	20,841	23,737
流动负债	4,204	4,357	3,652	4,256	4,764
短期借款	784	628	628	628	628
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	733	501	485	571	645
其他	2,687	3,228	2,538	3,057	3,491
非流动负债	121	2,178	2,183	2,183	2,183
长期借款	23	0	0	0	0
其他	98	2,178	2,183	2,183	2,183
负债合计	4,325	6,535	5,835	6,439	6,948
少数股东权益	347	214	207	198	188
归属母公司股东权益	10,835	10,290	12,192	14,203	16,601
负债和股东权益	15,507	17,040	18,234	20,841	23,737

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10,225	8,518	8,688	10,339	11,787
同比(%)	27.2%	-16.7%	2.0%	19.0%	14.0%
归母净利润	1,549	369	1,656	2,010	2,399
同比(%)	3.0%	-76.2%	348.5%	21.4%	19.3%
毛利率(%)	60.3%	61.5%	65.6%	65.9%	65.9%
ROE%	14.3%	3.6%	13.6%	14.2%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24
P/E	36.88	106.89	14.14	11.65	9.76
P/B	5.28	3.83	1.92	1.65	1.41
EV/EBITDA	31.02	50.65	14.28	10.31	7.68

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10,225	8,518	8,688	10,339	11,787
营业成本	4,057	3,283	2,987	3,525	4,019
营业税金及附加	32	29	30	36	41
销售费用	1,831	1,986	1,424	1,674	1,827
管理费用	757	732	709	802	868
研发费用	1,589	2,211	2,233	2,577	2,880
财务费用	113	124	79	65	24
减值损失合计	-969	-235	0	0	0
投资净收益	196	408	391	310	236
其他	557	-176	189	223	253
营业利润	1,628	149	1,805	2,192	2,616
营业外收支	28	6	7	8	8
利润总额	1,657	156	1,812	2,200	2,624
所得税	152	-21	163	198	236
净利润	1,504	177	1,649	2,002	2,388
少数股东损益	-44	-192	-7	-9	-11
归母净利润	1,549	369	1,656	2,010	2,399
EBITDA	1,776	768	1,559	1,982	2,412
EPS(当年)(元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,693	1,098	991	2,552	2,702
净利润	1,504	177	1,649	2,002	2,388
折旧摊销	197	319	255	257	260
财务费用	134	155	156	156	156
投资损失	-196	-408	-196	-408	-391
营运资金变动	1,627	403	-761	499	191
其他	426	450	83	-53	-57
投资活动现金流	-453	590	-428	-558	-627
资本支出	-571	-339	-858	-768	-763
长期投资	-28	647	180	-100	-100
其他	146	282	250	310	236
筹资活动现金流	-2,794	-1,127	-59	-156	-156
吸收投资	17	51	-11	0	0
借款增加	1,121	614	0	0	0
支付利息或股息	-405	-334	-156	-156	-156
现金流净增加额	384	523	620	1,838	1,918

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 最佳分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。