

老产品流水稳定,《天龙八部2》即将上线 有望增厚流水

完美世界 (002624.SZ) 2022 年报点评

核心观点

- **22Q4 公司营业收入为 19.59 亿元, 同比增加 10.15%, 环比增加 9.55%。** 毛利率为 64.76%, 同比减少 4.35pp, 环比减少 8.80pp。2022Q4 归母净利润为-0.65 亿元, 同比减少 84.96%, 环比减少 121.27%。主要系报告期内受外部环境变化等因素影响, 部分被投资企业业绩出现阶段性压力, 公司当年相应确认投资损失及股权减值损失达 3.05 亿, 对归母净利润形成一定压力。剔除该等投资事项及非经常性损益影响后, 2022 年实现归属于上市公司股东的净利润为 9.97 亿元。
- **22H2 游戏业务收入 35.06 亿元, 同比下降 12.61%。** 主要系公司调整海外游戏业务布局, 出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队, 相关欧美子公司自 2022 年 2 月起不再纳入合并范围。游戏业务中, 移动游戏收入 24.37 亿元, 同比下降 11.58%, PC 端网络游戏收入 9.25 亿元, 同比下降 10.39%。游戏相关的其他收入为 1.44 亿元, 同比上升 91.54%。《梦幻诛仙》、《幻塔》、《完美世界: 诸神之战》等产品带来主要业绩增长。同时, 公司目前在研的产品有, 端游: 《perfect new world》、《诛仙世界》, 多端游戏: 《诛仙 2》、《代号: 新世界》、《一拳超人: 世界》、《百万亚瑟王》、《女神异闻录: 夜幕魅影》、《灵笼》、《天龙八部 2: 飞龙战天》、《魔神大陆 2》等。此外, 预计在今后三年上线的手游《一拳超人》、《女神异闻录 5》、《仙剑奇侠传》、《香蜜沉沉烬如霜》等有望在未来贡献新一波增长, 其中《天龙八部 2》定档 4.14, 预计贡献 Q2 增量。
- **22H2 影视剧制作收入 2.01 亿元, 同比减少 10.04%。** 系公司持续聚焦精品内容, 采用减量提质、降本增效的战略。目前公司储备的影视作品有: 《云襄传》《许你岁月静好》《特工任务》《灿烂! 灿烂!》《温暖的甜蜜的》《只此江湖梦》《纵横芯海》《九个弹孔》《执行局》《危险的她 2》《珠玉在侧》《神隐》等。

盈利预测与投资建议

- 23/24 年原预测 EPS 分别为 1.06/1.17 元, 现因游戏延期下调盈利预测, 我们预测公司 23/24/25 年归母净利润分别为 18.74/21.76/24.75 亿元, 对应每股收益分别为 0.97/1.12/1.28 元, 根据可比公司 2023 年调整后 P/E 均值 22 倍, 对应目标价 21.34, 维持买入评级。可比公司中, 将网易替换为 A 股标的巨人网络。

风险提示

流水不达预期风险; 政策变化风险; 买量成本提升风险; 研发风险; 投资收益风险

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,518	7,670	9,742	11,504	13,310
同比增长(%)	-16.7%	-10.0%	27.0%	18.1%	15.7%
营业利润(百万元)	149	1,473	1,962	2,377	2,732
同比增长(%)	-90.8%	885.9%	33.2%	21.2%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	369	1,377	1,874	2,176	2,475
同比增长(%)	-76.2%	273.1%	36.1%	16.1%	13.8%
每股收益(元)	0.19	0.71	0.97	1.12	1.28
毛利率(%)	61.5%	68.4%	67.5%	68.2%	67.4%
净利率(%)	4.3%	18.0%	19.2%	18.9%	18.6%
净资产收益率(%)	3.5%	14.2%	19.0%	18.7%	17.8%
市盈率	102.8	27.6	20.2	17.4	15.3
市净率	3.7	4.1	3.6	3.0	2.5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2023年04月07日)	19.56 元
目标价格	21.34 元
52 周最高价/最低价	20.05/10.68 元
总股本/流通 A 股 (万股)	193,997/182,736
A 股市值 (百万元)	37,946
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2023 年 04 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	14.93	37.17	46.74	65.14
相对表现	13.14	35.33	43.16	67.18
沪深 300	1.79	1.84	3.58	-2.04



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyujqi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520050001 香港证监会牌照: BQP135

相关报告

《幻塔》出海亮眼, 多款产品预计开测: ——完美世界 22 年三季报点评	2022-10-25
主产品线稳定, 《幻塔》出海亮眼: ——完美世界 22 中报点评	2022-08-24
《幻塔》带动利润大增, 海内外双轮驱动: ——完美世界 (002624.SZ) 2021 年报及一季报点评	2022-04-29

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于预备上线的新产品：海外《幻塔》、《天龙八部2》、《朝与夜之国》、《一拳超人》、《百万亚瑟王》、《仙剑奇侠传》等。我们预计 23/24/25 年营业收入分别为 97.42/115.04/113.10 亿元。
- 2) 公司 23-25 年毛利率分别为 67.48%,68.19%和 67.41%。
- 3) 公司 23-25 年销售费用率分别为 15.13%,15.93%和 15.98%，管理费用率均为 9.55%，研发费用率分别为 26.75%，25.55%，24.13%。考虑到 23-25 年公司有更多新产品上线，买量成本上升，销售费用率略有提升；而随着公司自研水平提升，技术积累增加，研发费用率略有下降。
- 4) 公司 23-25 年的所得税率维持 8.00%

收入分类预测表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
游戏					
销售收入 (百万元)	7,421.20	7,242.50	9325.06	11042.76	12818.50
增长率	-19.77%	-2.41%	28.75%	18.42%	16.08%
毛利率	66.62%	70.75%	69.04%	69.64%	68.63%
电视剧					
销售收入 (百万元)	882.10	287.40	254.46	272.76	272.35
增长率	-0.41%	-67.42%	-11.46%	7.19%	-0.15%
毛利率	20.51%	15.45%	17.21%	17.21%	17.21%
艺人经纪及综艺节目					
销售收入 (百万元)	34.60	1.40	1.68	2.02	2.42
增长率	181.99%	-95.95%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	17.92%	78.57%	78.57%	78.57%	78.57%
经纪及其他					
销售收入 (百万元)	35.60	31.80	31.8	31.8	31.8
增长率	-4.38%	-10.67%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	7.58%	40.88%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务					
销售收入 (百万元)	144.40	107.30	128.76	154.512	185.4144
增长率	262.81%	-25.69%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	70.01%	63.28%	70.29%	68.64%	68.22%
合计					
销售收入	8517.9	7670.4	9741.76	11503.85	13310.49
增长率	-16.69%	-9.95%	27.00%	18.09%	15.70%
综合毛利率	61.46%	68.45%	67.48%	68.19%	67.41%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元) 2023/04/07	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
三七互娱	002555	31.00	1.30	1.35	1.56	1.76	23.91	23.04	19.82	17.59
吉比特	603444	582.69	20.43	20.33	23.06	26.69	28.52	28.67	25.27	21.83
腾讯控股	00700	337.57	23.50	19.67	16.83	19.10	14.37	17.16	20.06	17.68
巨人网络	002558	15.85	0.50	0.47	0.61	0.72	31.96	33.83	25.98	22.03
祖龙娱乐	09990	4.80	-0.38	-0.96	0.23	0.44	-12.66	-5.00	20.51	11.01
	调整后 平均						22.26	22.96	21.95	19.03

数据来源: wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,436	2,987	4,701	6,726	9,089	营业收入	8,518	7,670	9,742	11,504	13,310
应收票据、账款及款项融资	1,092	982	1,280	1,501	1,711	营业成本	3,283	2,420	3,168	3,659	4,338
预付账款	311	337	428	506	585	营业税金及附加	29	33	41	49	56
存货	1,218	1,562	1,610	1,860	2,205	营业费用	1,986	1,109	1,474	1,832	2,127
其他	1,507	510	588	691	809	管理费用及研发费用	2,943	3,024	3,536	4,038	4,483
流动资产合计	7,565	6,378	8,608	11,283	14,399	财务费用	124	32	(4)	(16)	(30)
长期股权投资	2,752	2,614	2,614	2,614	2,614	资产、信用减值损失	229	79	32	91	120
固定资产	381	340	400	438	453	公允价值变动收益	(358)	236	80	80	80
在建工程	10	0	0	38	71	投资净收益	408	177	256	315	319
无形资产	260	153	177	221	182	其他	176	87	131	131	117
其他	6,072	6,151	5,440	5,654	5,720	营业利润	149	1,473	1,962	2,377	2,732
非流动资产合计	9,475	9,258	8,632	8,965	9,040	营业外收入	18	14	24	19	19
资产总计	17,040	15,636	17,239	20,248	23,439	营业外支出	12	2	8	7	6
短期借款	628	351	351	351	351	利润总额	156	1,486	1,978	2,389	2,745
应付票据及应付账款	501	353	506	559	663	所得税	(21)	86	158	191	220
其他	3,228	3,414	3,423	4,157	4,638	净利润	177	1,400	1,819	2,198	2,526
流动负债合计	4,357	4,117	4,280	5,066	5,651	少数股东损益	(192)	22	(55)	22	51
长期借款	0	0	78	199	298	归属于母公司净利润	369	1,377	1,874	2,176	2,475
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.19	0.71	0.97	1.12	1.28
其他	2,178	2,043	2,033	2,034	2,036						
非流动负债合计	2,178	2,043	2,111	2,233	2,334	主要财务比率					
负债合计	6,535	6,160	6,390	7,299	7,985		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	214	317	263	285	335	成长能力					
股本	2,012	2,012	1,940	1,940	1,940	营业收入	-16.7%	-10.0%	27.0%	18.1%	15.7%
资本公积	1,432	1,185	1,503	1,423	1,394	营业利润	-90.8%	885.9%	33.2%	21.2%	14.9%
留存收益	7,104	6,192	7,362	9,537	12,012	归属于母公司净利润	-76.2%	273.1%	36.1%	16.1%	13.8%
其他	(259)	(229)	(218)	(235)	(228)	获利能力					
股东权益合计	10,504	9,476	10,849	12,949	15,454	毛利率	61.5%	68.4%	67.5%	68.2%	67.4%
负债和股东权益总计	17,040	15,636	17,239	20,248	23,439	净利率	4.3%	18.0%	19.2%	18.9%	18.6%
						ROE	3.5%	14.2%	19.0%	18.7%	17.8%
						ROIC	2.7%	13.3%	16.8%	17.3%	16.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	38.4%	39.4%	37.1%	36.0%	34.1%
净利润	177	1,400	1,819	2,198	2,526	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	152	245	141	196	251	流动比率	1.74	154.92%	201.13%	222.72%	254.80%
财务费用	124	32	(4)	(16)	(30)	速动比率	1.34	105.73%	152.35%	175.12%	204.22%
投资损失	(408)	(177)	(256)	(315)	(319)	营运能力					
营运资金变动	462	(115)	(347)	(3)	(274)	应收账款周转率	7.2	7.3	8.3	8.1	8.1
其它	590	(230)	630	(107)	98	存货周转率	1.8	1.3	1.5	1.6	1.6
经营活动现金流	1,098	1,155	1,983	1,953	2,252	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(53)	20	(240)	(408)	(354)	每股指标(元)					
长期投资	16	78	0	0	0	每股收益	0.19	0.71	0.97	1.12	1.28
其他	628	1,265	402	376	378	每股经营现金流	0.55	0.57	1.02	1.01	1.16
投资活动现金流	590	1,362	162	(32)	25	每股净资产	5.30	4.72	5.46	6.53	7.79
债权融资	207	(32)	23	169	85	估值比率					
股权融资	(513)	(248)	247	(81)	(28)	市盈率	102.8	27.6	20.2	17.4	15.3
其他	(820)	(2,742)	(700)	16	30	市净率	3.7	4.1	3.6	3.0	2.5
筹资活动现金流	(1,127)	(3,022)	(431)	104	87	EV/EBITDA	79.3	19.2	16.0	13.2	11.4
汇率变动影响	(38)	117	-0	-0	-0	EV/EBIT	123.2	22.4	17.2	14.3	12.5
现金净增加额	523	(388)	1,714	2,025	2,363						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

公司投资评级的量化标准

- 买入: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;
- 增持: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动;
- 减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率 5%以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动;
- 看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级: 由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该行业的研究状况,未给予投资评级等相关信息。

暂停评级: 由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级;分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。