

完美世界 (002624.SZ)

业绩符合预告区间，关注新品周期及新科技落地

增持

核心观点

22年业绩符合预告区间，产品周期影响Q1业绩表现。1) 公司2022年实现营业收入76.7亿元、归母净利润13.77亿元，同比分别增长-10%、273%（业绩预告预计2022年实现归母净利润13.6-14.4亿），业绩符合业绩预告区间；实现扣非净利润6.9亿元，同比增长580%；营收下滑主要在于海外业务布局调整、出售美国研发工作室及本地发行团队所致；2) 22Q4实现营业收入19.59亿元（同比增长10.1%）、归母净利润-0.36亿元（同比减亏93.6%）；3) 公司预计2023年Q1实现归母净利润2.2-2.6亿元，同比下滑73.8%-69.1%，其中预计扣非1.8-2.2亿元，同比下滑56.5%-46.9%，对应EPS 0.12-0.14元；业绩下滑一方面在于22年Q1确认海外子公司股权处置收益，另一方面新老游戏切换所带来的产品周期因素影响。

游戏业务稳中有升，新品储备丰富。1) 22年公司游戏业务实现营业收入72.4亿元、同比下降2.41%；实现净利润15.9亿，同增121%；扣除出售子公司的非经常性损益后，营收和净利润同比分别增长6.09%、321.8%；2) 新品储备丰富：《诛仙2》《代号：新世界》《神魔大陆2》以及端游产品《诛仙世界》《Perfect New World》等游戏在稳步推进中，创新品类游戏产品《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录：夜幕魅影》等在积极研发过程中，基于国产科幻动画大作《灵笼》IP研发的多人开放世界项目、基于自主原创IP研发的开放世界项目也在积极进行中。其中，《诛仙世界》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录：夜幕魅影》已完成首测，玩家反馈良好。此外《天龙八部2：飞龙战天》于2023年4月14日正式公测。

关注AIGC、云游戏等新科技导入。2023年3月已开启《幻塔》云游戏测试；公司持续积极推动AI、VR、AR、MR等前沿技术在游戏研发中的应用，在智能NPC、场景建模、AI绘画、AI剧情、AI配音等方面持续探索游戏研发和运营中的应用场景落地。

投资建议：公司传统IP游戏流水稳定，2023年创新品类游戏有望陆续上线，其中《天龙八部2》已正式公测，新游表现值得期待；我们维持23-24年的盈利预测，预计公司2023-2025年净利润15.85/20.61/22.49亿元，增速为15.1%/30.1%/9.1%，EPS为0.82/1.06/1.16元，对应PE 23/18/16x，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。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,518	7,670	8,724	9,679	10,426
(+/-%)	-16.7%	-10.0%	13.7%	11.0%	7.7%
净利润(百万元)	369	1377	1585	2061	2249
(+/-%)	-76.2%	273.1%	15.1%	30.1%	9.1%
每股收益(元)	0.19	0.71	0.82	1.06	1.16
EBIT Margin	3.2%	14.1%	12.2%	18.8%	19.8%
净资产收益率(ROE)	3.6%	15.0%	15.4%	17.6%	16.9%
市盈率(PE)	99.5	26.7	23.2	17.8	16.3
EV/EBITDA	99.3	33.9	37.2	21.8	18.9
市净率(PB)	3.57	4.01	3.58	3.14	2.77

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：张衡

021-60875160

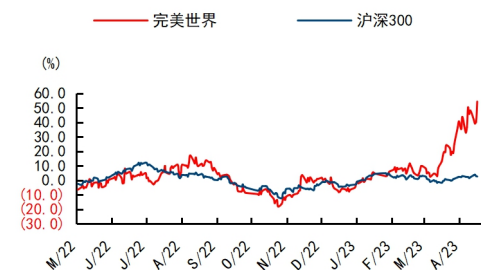
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	21.00元
总市值/流通市值	40739/38375百万元
52周最高价/最低价	21.00/11.00元
近3个月日均成交额	1129.62百万元

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)-老游表现稳定，2023年有望验证公司创新品类能力》——2023-01-18
- 《完美世界(002624.SZ)-业绩符合预告，关注新游上线节奏》——2022-10-21
- 《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)中报报告点评-《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

22 年业绩符合预告区间，产品周期影响 Q1 业绩表现。1) 公司 2022 年实现营业收入 76.7 亿元、归母净利润 13.77 亿元，同比分别增长-10%、273%（业绩预告预计 2022 年实现归母净利润 13.6-14.4 亿），业绩符合业绩预告区间；实现扣非净利润 6.9 亿元，同比增长 580%；营收下滑主要在于海外业务布局调整、出售美国研发工作室及本地发行团队所致；2) 22Q4 实现营业收入 19.59 亿元（同比增长 10.1%）、归母净利润-0.36 亿元（同比减亏 93.6%）；3) 公司预计 2023 年 Q1 实现归母净利润 2.2-2.6 亿元，同比下滑 73.8%-69.1%，其中预计扣非 1.8-2.2 亿元，同比下滑 56.5%-46.9%，对应 EPS 0.12-0.14 元；业绩下滑一方面在于 22 年 Q1 确认海外子公司股权处置收益，另一方面新老游戏切换所带来的收入成本错配等因素。

图1：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2：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

游戏业务稳中有升，新品储备丰富。1) 22 年公司游戏业务实现营业收入 72.4 亿元、同比下降 2.41%；实现净利润 15.9 亿，同增 121%；扣除出售子公司的非经常性损益后，营收和净利润同比分别增长 6.09%、321.8%；2) 产品来看，《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》流水表现良好，贡献业绩增长。经典品类多端产品《诛仙 2》《代号：新世界》《神魔大陆 2》以及端游产品《诛仙世界》《Perfect New World》等游戏在稳步推进中，创新品类游戏产品《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录：夜幕魅影》等在积极研发过程中，基于国产科幻动画大作《灵笼》IP 研发的多人开放世界项目、基于自主原创 IP 研发的开放世界项目也在积极进行中。其中，《诛仙世界》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录：夜幕魅影》已完成首测，玩家反馈良好。此外《天龙八部 2：飞龙战天》于 2023 年 4 月 14 日正式公测。

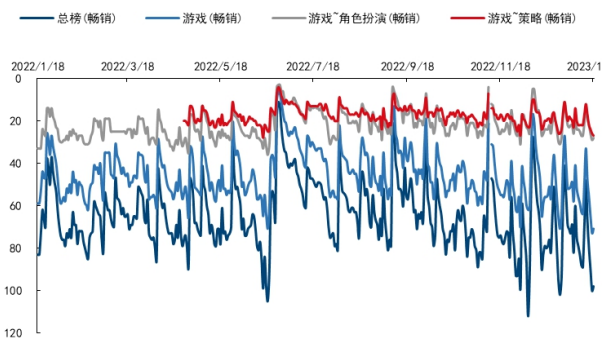
表1：完美世界重点产品储备进展情况

编号	游戏名称	游戏类型	版本号	自研/代理	游戏玩法	上线进展
1	天龙八部 2	移动	获批时间 2023/1/17	代理	武侠 MMORPG	公测
2	朝与夜之国	移动	无	自研	二次元 RPG	-
3	一拳超人：世界	移动	无	自研	RPG	2023 年 1 月 6 号开启首测
4	百万亚瑟王	移动	无	自研	回合制策略卡牌	2023 年 1 月 12 号开启测试
5	神魔大陆 2	移动	无	自研	RPG	-
6	完美新世界	移动	无	自研	MMORPG	-
7	诛仙 2	移动	无	自研	MMORPG	-

8	诛仙世界	端游	无	自研	MMORPG	2022年8月19日首测
9	Perfect New World	端游	无	自研	开放世界冒险游戏	-
10	Have a Nice Death	PC 端游+主机	无	自研	2D 动作类 roguelike	2022年3月9日上线 Steam

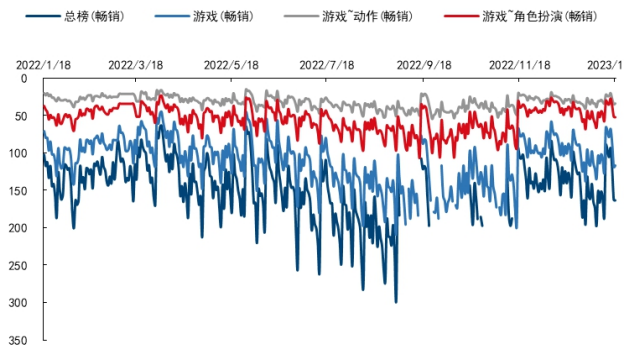
资料来源：公司公告、公司官方微信、TapTap，国信证券经济研究所整理

图3：近一年《梦幻新诛仙》国内 iOS 畅销榜排名变化



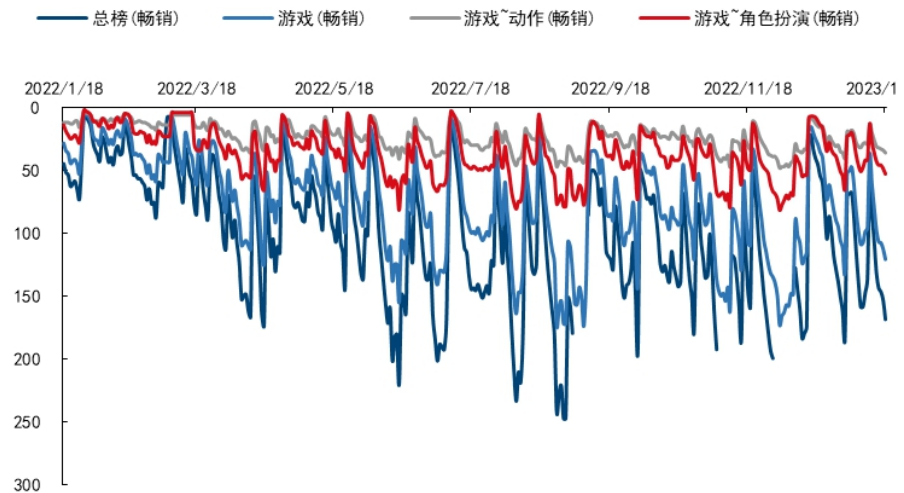
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图4：近一年《完美世界：诸神之战》国内 iOS 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5：近一年《幻塔》国内 iOS 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

影视业务聚焦精品。《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》《摇滚狂花》《月里青山淡如画》等精品电视剧相继播出，取得良好市场口碑。此外，公司储备的《云襄传》《温暖的甜蜜的》《许你岁月静好》《特工任务》《灿烂！灿烂！》《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》等影视作品正在制作、发行、排播过程中。

公司在 PC 端游、移动游戏、主机游戏、云游戏以及 AI、VR、AR、MR 等前沿技术应用领域多点布局，构建起深厚的研发体系与技术储备，在自主引擎研发、商业引擎应用等核心技术方面积累了独特优势与研发底蕴。早在 2005 年就推出了首款自研引擎制作的国产 3D 端游《完美世界》，并于 2016 年推出公司旗下首款 VR 游戏《深海迷航》（《Subnautica》）。公司于 2021 年 6 月上线的《梦幻新诛仙》手游，在 3D 建模、真实光影细节等画面表现力上，充分展示出公司对 Unity3D 引擎的深度改写能力，集中体现了公司在引擎应用技术积累的研发底蕴。2021 年 12 月，公司于国内推出旗下首款虚幻引擎 4 移动产品《幻塔》，并于 2023 年 3 月开启《幻塔》云游戏测试，预计将于近期正式上线。此外，公司还有多款基于虚幻引擎 5 开发的游戏正在积极研发过程中。

公司持续积极推动 AI、VR、AR、MR 等前沿技术在游戏研发中的应用。目前，公司已将 AI 相关技术应用于游戏中的智能 NPC、场景建模、AI 绘画、AI 剧情、AI 配音等方面，并将持续探索在公司游戏研发和运营中的更多应用场景，进一步提升游戏研发效率、优化玩家体验。

图 6：公司技术布局领先



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司 2023 年创新品类游戏有望陆续上线，其中《天龙八部 2》已正式公测，新游表现值得期待；我们维持 23-24 年的盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润 15.85/20.61/22.49 亿元，增速为 15.1%/30.1%/9.1%，EPS 为 0.82/1.06/1.16 元，对应 PE 23/18/16x，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 2：可比公司估值表

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS					PE				
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2019	2020	2021	2022E	2023E
002517.SZ	恺英网络	增持	13.54	291	(0.88)	0.08	0.27	0.45	0.64	(15)	164	51	30	21
002555.SZ	三七互娱	买入	26.92	597	0.95	1.24	1.30	1.35	1.59	28	22	21	20	17
002602.SZ	世纪华通	增持	6.32	471	0.31	0.40	0.31	0.20	0.23	21	16	20	31	28
002605.SZ	姚记科技	增持	33.32	137	0.84	2.66	1.40	0.84	1.46	40	13	24	40	23

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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3436	2987	3900	4200	4857	营业收入	8518	7670	8724	9679	10426
应收款项	1192	1113	1243	1352	1428	营业成本	3283	2420	2719	2994	3217
存货净额	1218	1562	739	729	692	营业税金及附加	29	33	31	34	36
其他流动资产	693	641	698	774	834	销售费用	1986	1109	1309	1258	1251
流动资产合计	7565	6378	6655	7131	7886	管理费用	732	734	811	767	831
固定资产	391	340	563	769	948	研发费用	2211	2290	2792	2807	3024
无形资产及其他	260	153	128	106	89	财务费用	124	32	(47)	(59)	(97)
投资性房地产	6072	6151	6151	6151	6151	投资收益	408	177	420	200	100
长期股权投资	2752	2614	2624	2634	2644	资产减值及公允价值变动	(123)	289	(100)	(100)	(100)
资产总计	17040	15636	16121	16791	17717	其他收入	(2499)	(2335)	(2792)	(2807)	(3024)
短期借款及交易性金融负债	858	548	1209	646	80	营业利润	149	1473	1430	1979	2163
应付款项	501	353	444	486	519	营业外净收支	6	13	130	50	50
其他流动负债	2998	3216	2444	2529	2663	利润总额	156	1486	1560	2029	2213
流动负债合计	4357	4117	4097	3661	3262	所得税费用	(21)	86	125	162	177
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(192)	22	(150)	(195)	(213)
其他长期负债	2178	2043	1543	1343	1243	归属于母公司净利润	369	1377	1585	2061	2249
长期负债合计	2178	2043	1543	1343	1243	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	6535	6160	5640	5004	4505	净利润	369	1377	1585	2061	2249
少数股东权益	214	317	212	76	(73)	资产减值准备	(735)	(182)	26	21	25
股东权益	10290	9159	10269	11712	13286	折旧摊销	159	180	76	94	114
负债和股东权益总计	17040	15636	16121	16791	17717	公允价值变动损失	123	(289)	100	100	100
						财务费用	124	32	(47)	(59)	(97)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(528)	(540)	(519)	(228)	(7)
每股收益	0.19	0.71	0.82	1.06	1.16	其它	716	167	(131)	(157)	(174)
每股红利	0.17	1.20	0.25	0.32	0.35	经营活动现金流	105	713	1138	1892	2308
每股净资产	5.30	4.72	5.29	6.04	6.85	资本开支	0	(115)	(400)	(400)	(400)
ROIC	3.67%	14.80%	13%	19%	20%	其它投资现金流	728	950	0	0	0
ROE	3.59%	15.04%	15%	18%	17%	投资活动现金流	744	973	(410)	(410)	(410)
毛利率	61%	68%	69%	69%	69%	权益性融资	(38)	6	0	0	0
EBIT Margin	3%	14%	12%	19%	20%	负债净变化	(23)	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	16%	13%	20%	21%	支付股利、利息	(334)	(2321)	(475)	(618)	(675)
收入增长	-17%	-10%	14%	11%	8%	其它融资现金流	394	2499	661	(563)	(566)
净利润增长率	-76%	273%	15%	30%	9%	融资活动现金流	(356)	(2136)	186	(1182)	(1241)
资产负债率	40%	41%	36%	30%	25%	现金净变动	493	(450)	913	300	657
股息率	0.9%	6.3%	1.3%	1.7%	1.8%	货币资金的期初余额	2943	3436	2987	3900	4200
P/E	99.5	26.7	23.2	17.8	16.3	货币资金的期末余额	3436	2987	3900	4200	4857
P/B	3.6	4.0	3.6	3.1	2.8	企业自由现金流	0	547	136	1140	1609
EV/EBITDA	99.3	33.9	37.2	21.8	18.9	权益自由现金流	0	3046	840	632	1132

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