

完美世界 (002624)

2023 年三季报点评：自研新游稳步推进，关注产品测试上线进展

买入（维持）

2023 年 10 月 29 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书：S0600122070012

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	7,670	7,888	9,590	10,413
同比	-10%	3%	22%	9%
归属母公司净利润（百万元）	1,377	854	1,213	1,483
同比	273%	-38%	42%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.71	0.44	0.63	0.76
P/E（现价&最新股本摊薄）	16.95	27.31	19.25	15.73

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **事件：**2023Q1-3 公司实现营收 61.96 亿元，yoy+8.48%，归母净利润 6.15 亿元，yoy-57.37%，扣非归母净利润 4.58 亿元，yoy-50.34%。其中，2023Q3 营收 17.36 亿元，yoy-2.94%，qoq-32.10%，归母净利润 2.35 亿元，yoy-22.89%，qoq+69.37%，扣非归母净利润 1.72 亿元，yoy-31.47%，qoq+111.27%，业绩基本符合我们预期。

■ **行业竞争及产品周期影响下，游戏业绩同比承压。**2023Q3 公司实现扣非归母净利润 1.72 亿元，同比下滑 31.47%，其中游戏业务贡献 2.15 亿元，yoy-40.87%，主要系 1）行业层面，新游大作相继上线，挤压存量游戏市场空间，同时公司存量游戏生命周期内流水自然回落，业绩贡献同比减少；2）公司自身产品周期影响，2023 年公司上线新游较少，2023Q3 新游仅有代理产品《天龙八部 2》、自研产品《幻塔》的主机版本贡献业绩，而去年同期公司自研游戏《幻塔》由腾讯代理发行海外地区，版权金及流水分成贡献较大业绩增量。

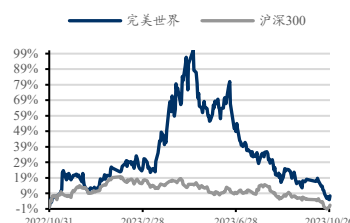
■ **《天龙八部 2》释放利润，公司盈利能力环比提升。**2023Q3 公司毛利率为 63.61%（yoy-9.94pct，qoq+10.03pct），同环比变动主要系毛利率较低的代理游戏和影视收入占比变动影响；归母净利率 13.53%（yoy-3.50pct，qoq+8.10pct），环比提升主要系《天龙八部 2》于 2023 年 4 月上线，收入费用错配致 2023Q2 销售费用较高，2023Q3 受行业竞争及产品本身运营节奏影响，《天龙 2》买量投放减少，开启利润释放，对应 2023Q3 公司销售费用率 12.69%（yoy-3.63pct，qoq-7.72pct）。

■ **新游研发稳步推进，静待新一轮产品周期开启。**公司自研游戏《女神异闻录：夜幕魅影》（已有版号）已于 2023 年 8 月 18-25 日完成国内二测，《一拳超人：世界》于 2023 年 10 月 18-25 日在海外地区完成限量普通测试，《乖离性百万亚瑟王：环》于 2023 年 10 月 12-19 日完成国内二测，轻量级国风模拟经营《淡墨水云乡》（已有版号）于 2023 年 10 月 10-17 日完成国内首测。端游方面，《Perfect New World》已完成海外首测，《诛仙世界》将于 2023 年 12 月进行压轴测试，期待公司新一轮产品周期到来，释放业绩增量。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司存量游戏生命周期内流水缓回落，新游产品周期仍待开启，我们下调此前盈利预测，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.44/0.63/0.76 元（此前为 0.56/0.82/0.96 元），对应当前股价 PE 分别为 27/19/16 倍。我们期待公司新游储备逐步释放，贡献业绩弹性，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，行业监管风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.03
一年最低/最高价	11.00/23.50
市净率(倍)	2.57
流通 A 股市值(百万元)	21,983.15
总市值(百万元)	23,337.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.68
资产负债率(% ,LF)	36.26
总股本(百万股)	1,939.97
流通 A 股(百万股)	1,827.36

相关研究

《完美世界(002624)：2023 年中报点评：业绩落入预告区间，期待自研新游周期开启》

2023-09-01

《完美世界(002624)：2023 年一季报点评：业绩符合预期，新产品周期逐步开启》

2023-04-24

完美世界三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,378	8,338	9,953	11,457	营业总收入	7,670	7,888	9,590	10,413
货币资金及交易性金融资产	3,045	4,423	5,448	6,643	营业成本(含金融类)	2,420	3,122	3,559	3,799
经营性应收款项	1,319	1,445	1,724	1,863	税金及附加	33	24	29	31
存货	1,562	2,015	2,297	2,452	销售费用	1,109	1,183	1,822	1,926
合同资产	0	0	0	0	管理费用	734	670	690	729
其他流动资产	451	455	484	499	研发费用	2,290	2,090	2,302	2,447
非流动资产	9,258	9,203	9,092	8,980	财务费用	32	29	40	40
长期股权投资	2,614	2,614	2,614	2,614	加:其他收益	86	134	163	177
固定资产及使用权资产	1,842	1,787	1,674	1,561	投资净收益	177	79	86	94
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	236	0	0	0
无形资产	153	153	153	153	减值损失	(79)	0	0	0
商誉	272	273	274	275	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	249	249	249	249	营业利润	1,473	983	1,398	1,711
其他非流动资产	4,128	4,128	4,128	4,128	营业外净收支	13	7	7	7
资产总计	15,636	17,542	19,045	20,437	利润总额	1,486	990	1,405	1,718
流动负债	4,117	5,513	6,167	6,530	减:所得税	86	109	155	189
短期借款及一年内到期的非流动负债	548	998	1,000	1,009	净利润	1,400	881	1,250	1,529
经营性应付款项	375	478	546	583	减:少数股东损益	22	26	38	46
合同负债	1,818	2,344	2,673	2,853	归属母公司净利润	1,377	854	1,213	1,483
其他流动负债	1,377	1,694	1,949	2,085	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.44	0.63	0.76
非流动负债	2,043	2,043	2,043	2,043	EBIT	1,132	992	1,407	1,713
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,479	1,248	1,681	2,007
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	68.45	60.42	62.89	63.52
租赁负债	1,932	1,932	1,932	1,932	归母净利率(%)	17.95	10.83	12.64	14.25
其他非流动负债	110	110	110	110	收入增长率(%)	(9.95)	2.83	21.58	8.58
负债合计	6,160	7,556	8,210	8,572	归母净利润增长率(%)	273.07	(37.96)	41.92	22.33
归属母公司股东权益	9,159	9,642	10,454	11,438					
少数股东权益	317	344	381	427					
所有者权益合计	9,476	9,985	10,835	11,865					
负债和股东权益	15,636	17,542	19,045	20,437					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,155	1,444	1,532	1,808	每股净资产(元)	4.72	4.97	5.39	5.90
投资活动现金流	1,362	(115)	(70)	(81)	最新发行在外股份(百万股)	1,940	1,940	1,940	1,940
筹资活动现金流	(3,022)	49	(438)	(531)	ROIC(%)	8.39	7.10	9.39	10.67
现金净增加额	(388)	1,378	1,025	1,196	ROE-摊薄(%)	15.04	8.86	11.60	12.97
折旧和摊销	347	255	274	294	资产负债率(%)	39.39	43.08	43.11	41.94
资本开支	(207)	(194)	(156)	(175)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.95	27.31	19.25	15.73
营运资本变动	(231)	51	(164)	(76)	P/B(现价)	2.55	2.42	2.23	2.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>