

完美世界 (002624.SZ)

“P5X” 或开启新产品周期，业绩有望逐步改善

2024 年 04 月 16 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

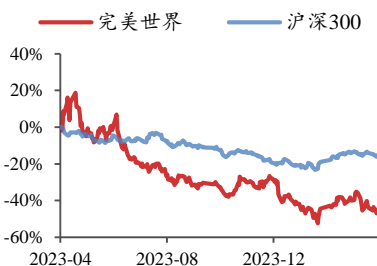
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

日期	2024/4/15
当前股价(元)	9.98
一年最高最低(元)	23.50/8.51
总市值(亿元)	193.61
流通市值(亿元)	182.37
总股本(亿股)	19.40
流通股本(亿股)	18.27
近 3 个月换手率(%)	179.23

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《储备游戏丰富，看好新产品周期带动盈利能力提升—公司信息更新报告》-2023.11.17

《产品周期致短期业绩下滑，新产品周期开启在即—公司信息更新报告》-2023.9.1

《《天龙八部2》表现亮眼，新游和 AI 持续驱动成长—公司信息更新报告》-2023.4.25

● 产品研发周期影响短期业绩，看好新产品周期表现，维持“买入”评级

公司 2023 年实现营业收入 77.91 亿元（同比+1.57%），归母净利润为 4.91 亿元（同比-64.31%），扣非归母净利润为 2.10 亿元（同比-69.56%）。公司 2023Q4 实现营业收入 15.95 亿元（同比-18.57%，环比-8.09%），归母净利润为-1.23 亿元，扣非归母净利润-2.47 亿元。公司 2023 年业绩同比下滑主要系受产品研发周期影响，公司推出的新游较少，在运营游戏随生命周期自然衰减，流水与业绩贡献同比下降，以及公司投资净收益减少所致。此外，公司全年预计派发现金股利每股 0.46 元，以 4 月 15 日收盘价计，股息率为 4.61%。基于公司业绩及游戏流水预期，我们下调 2024-2025 并新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 10.52/12.83/14.38（2024-2025 年前值为 13.88/16.86）亿元，对应 EPS 分别为 0.54/0.66/0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 24.4/20.1/17.9 倍，我们看好新产品周期开启，驱动公司业绩逐步改善，维持“买入”评级。

● 收入结构变化致毛利率、净利率下降，随新游上线，盈利能力有望逐步回升

公司 2023 年毛利率为 59.7%（同比-8.75pct），主要系公司上线影视剧较多，带动毛利率较低的影视业务收入占比自 2022 年的 4.18% 提升至 2023 年的 13.27%。公司 2023 年净利率为 6.3%（同比-11.65pct），净利率同比下降主要系收入结构改变带来的毛利率下降所致。我们认为，随着公司丰富的储备游戏产品加速释放，游戏业务收入有望实现较快增长，带动公司整体毛利率与净利润逐步回升。

● 《女神异闻录：夜幕魅影》公测或开启新产品周期，后续游戏有望加速上线

公司《女神异闻录：夜幕魅影》已于 4 月 12 日开启国内公测，游戏预下载即登顶 APP Store 免费总榜，公测次日位列 iOS 游戏畅销榜第 8 名，并即将于 4 月 18 日在港澳台地区和韩国正式上线。储备手游《一拳超人：世界》《乖离性百万亚瑟王：环》及端游产品《诛仙世界》《完美新世界（Perfect New World）》等陆续展开测试，《诛仙 2》《神魔大陆》等多款产品正在积极研发中，有望加速上线，随着新产品周期的开启带来流水增量，公司业绩有望持续修复。

● 风险提示：新游上线表现不及预期，影视业务计提减值等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,670	7,791	9,004	10,184	10,922
YOY(%)	-10.0	1.6	15.6	13.1	7.2
归母净利润(百万元)	1,377	491	1,052	1,283	1,438
YOY(%)	273.1	-64.3	114.1	21.9	12.1
毛利率(%)	68.4	59.7	60.9	61.8	62.0
净利率(%)	18.0	6.3	11.7	12.6	13.2
ROE(%)	14.8	6.2	9.4	11.3	12.9
EPS(摊薄/元)	0.71	0.25	0.54	0.66	0.74
P/E(倍)	18.7	52.3	24.4	20.1	17.9
P/B(倍)	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6378	6809	8371	9417	11092
现金	2987	3018	4813	6193	7210
应收票据及应收账款	982	1036	0	0	0
其他应收款	133	135	174	176	200
预付账款	337	316	439	415	501
存货	1562	1270	1910	1599	2148
其他流动资产	377	1034	1034	1034	1034
非流动资产	9258	7680	6873	5982	5016
长期投资	2614	1921	1154	358	-471
固定资产	340	321	323	317	286
无形资产	391	742	709	627	534
其他非流动资产	5913	4696	4687	4680	4666
资产总计	15636	14489	15244	15398	16108
流动负债	4117	3464	3237	3030	3283
短期借款	351	421	421	421	421
应付票据及应付账款	353	350	0	0	0
其他流动负债	3414	2693	2816	2610	2862
非流动负债	2043	1600	1599	1598	1597
长期借款	0	0	-1	-2	-3
其他非流动负债	2043	1600	1600	1600	1600
负债合计	6160	5064	4835	4628	4879
少数股东权益	317	469	400	339	353
股本	2012	2012	2012	2012	2012
资本公积	1690	1695	1695	1695	1695
留存收益	6192	6017	5216	3730	3533
归属母公司股东权益	9159	8956	10008	10431	10875
负债和股东权益	15636	14489	15244	15398	16108

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1155	762	1108	1372	1028
净利润	1400	583	983	1222	1453
折旧摊销	208	177	264	300	338
财务费用	32	2	72	28	4
投资损失	-177	147	-158	-149	-84
营运资金变动	-231	-192	177	154	-369
其他经营现金流	-77	45	-230	-182	-314
投资活动现金流	1362	130	907	896	989
资本支出	277	526	225	204	201
长期投资	1286	522	768	795	829
其他投资现金流	353	134	365	304	360
筹资活动现金流	-3022	-898	-220	-889	-999
短期借款	-278	70	0	0	0
长期借款	0	0	-1	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	5	0	0	0
其他筹资现金流	-2748	-973	-219	-888	-998
现金净增加额	-388	29	1795	1379	1017

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7670	7791	9004	10184	10922
营业成本	2420	3139	3525	3890	4154
营业税金及附加	33	24	31	36	39
营业费用	1109	1195	1396	1528	1584
管理费用	734	705	810	922	1001
研发费用	2290	2195	2521	2801	2949
财务费用	32	2	72	28	4
资产减值损失	-53	-38	0	0	0
其他收益	86	114	120	117	109
公允价值变动收益	236	468	190	134	257
投资净收益	177	-147	158	149	84
资产处置收益	1	39	17	21	20
营业利润	1473	896	1157	1427	1698
营业外收入	14	22	24	20	20
营业外支出	2	13	9	9	8
利润总额	1486	905	1171	1437	1709
所得税	86	322	187	216	256
净利润	1400	583	983	1222	1453
少数股东损益	22	91	-69	-61	15
归属母公司净利润	1377	491	1052	1283	1438
EBITDA	1625	1017	1357	1611	1886
EPS(元)	0.71	0.25	0.54	0.66	0.74

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-10.0	1.6	15.6	13.1	7.2
营业利润(%)	885.9	-39.2	29.2	23.4	19.0
归属于母公司净利润(%)	273.1	-64.3	114.1	21.9	12.1
获利能力					
毛利率(%)	68.4	59.7	60.9	61.8	62.0
净利率(%)	18.0	6.3	11.7	12.6	13.2
ROE(%)	14.8	6.2	9.4	11.3	12.9
ROIC(%)	13.7	5.7	8.8	10.3	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	39.4	35.0	31.7	30.1	30.3
净负债比率(%)	-25.4	-25.9	-42.1	-53.5	-60.4
流动比率	1.5	2.0	2.6	3.1	3.4
速动比率	1.0	1.3	1.6	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	7.8	8.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.7	8.9	20.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.25	0.54	0.66	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.39	0.57	0.71	0.53
每股净资产(最新摊薄)	4.72	4.62	5.16	5.38	5.61
估值比率					
P/E	18.7	52.3	24.4	20.1	17.9
P/B	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	15.1	24.0	16.5	13.0	10.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn