

分析师: 乔琪  
登记编码: S0730520090001  
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

## 高比例现金分红, 即将进入新品周期

——完美世界(002624)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

#### 市场数据(2024-04-16)

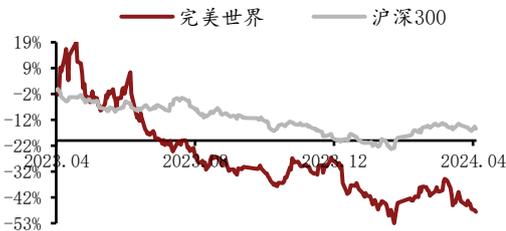
|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 9.86       |
| 一年内最高/最低(元) | 22.91/9.00 |
| 沪深 300 指数   | 3,511.11   |
| 市净率(倍)      | 2.14       |
| 流通市值(亿元)    | 180.18     |

发布日期: 2024 年 04 月 17 日

#### 基础数据(2023-12-31)

|              |                       |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元)     | 4.62                  |
| 每股经营现金流(元)   | 0.39                  |
| 毛利率(%)       | 59.70                 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 5.49                  |
| 资产负债率(%)     | 34.95                 |
| 总股本/流通股(万股)  | 193,996.84/182,735.53 |
| B 股/H 股(万股)  | 0.00/0.00             |

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券, 聚源

#### 相关报告

《完美世界(002624)季报点评: 业绩短期承压, 关注后续新品》 2023-10-30

《完美世界(002624)中报点评: 产品生命周期影响业绩, 新一轮产品测试将至》 2023-09-05

《完美世界(002624)年报点评: 出海策略初见成效, AI 赋能游戏研发》 2023-04-10

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

2023 年公司营业收入 77.91 亿元, 同比增加 1.57%, 归母净利润 4.91 亿元, 同比减少 64.31%, 扣非后归母净利润 2.10 亿元, 同比减少 69.56%。公司拟每 10 股派发现金股利人民币 4.6 元, 预计共派发 8.73 亿元。

#### 投资要点:

- **产品周期拖累游戏业务, 即将进入新品周期。**受研发周期影响, 2023 年公司推出的新游戏较少, 在运营游戏虽然通过内容更新、精细营销等方式实现长线运营, 但产品生命周期因素下流水依然同比回落, 对公司的业绩贡献下降, 导致公司的游戏业务收入同比下降 7.91% 至 66.69 亿元, 毛利率同比下滑 4.28pct 至 66.47%, 归母净利润 4.90 亿元, 同比下降 69.21%。拆分来看, 公司 PC 游戏营业收入 22.12 亿元, 同比增加 16.24%, 毛利率下滑 3.53pct 至 66.42%; 移动游戏营业收入 40.86 亿元, 同比减少 19.25%, 毛利率下滑 3.94pct 至 69.94%; 主机游戏营业收入 1.04 亿元, 同比增加 310.24%, 毛利率提升 6.95pct 至 64.82%; 游戏相关其他业务收入 2.67 亿元, 同比增加 5.31%, 毛利率 14.52%, 同比基本持平。

公司创新品类游戏《女神异闻录: 夜幕魅影》、《一拳超人: 世界》、《乖离性百万亚瑟王: 环》(均为日本知名游戏或动漫 IP)、《淡墨水云乡》以及公司旗下知名 IP 的端游《诛仙世界》、《完美新世界》等产品根据研发进度积极开展测试, 其中《一拳超人: 世界》于 2024 年 2 月在海外多个国家及地区公测, 上线首日超过 100 个国家和地区登顶游戏免费榜; 《乖离性百万亚瑟王: 环》完成港澳台地区付费测试, 反馈良好; 《女神异闻录: 夜幕魅影》已经于 4 月 12 日开启国内公测, 公测次日位列 iOS 游戏畅销榜第 8 名, 4 月 18 日将在港澳台和韩国上线。《诛仙 2》、《神魔大陆》、《代号新世界》、《代号 YH》、《代号 Z》、《灵笼》、《代号野蛮人》以及轻量化小游戏等多个产品也在研发中, 《诛仙 2》预计将于 4 月 23 日开启测试。2024 年公司新产品有望进入释放周期, 驱动公司游戏业务逐步回升。

- **AI 深入游戏生产管线, 游戏业务组织扁平化调整。**公司探索 AI、VR、AR、MR 等前沿技术的应用, 逐步落地开发工具和生产管线的 AI 化, 将 AI 技术应用于包括美术、程序、策划、运营、安全、测试等在内的多个核心环节, 涵盖智能 NPC、智能游戏助手、场景建模、AI 绘画、AI 剧情、AI 配音等多个方面。同时公司游戏业务调整组织架构, 将原有的项目中心拆为独立工作室, 直接向游戏业务负责人汇报, 研发团队更加扁平化; 技术、美术以及数据三大中台继续为游戏项目赋能, 并由发行中心提供项目支持。

- **影视业务大幅回升, 储备产品数量众多。**《星落凝成糖》、《心想事成

成》、《云襄传》、《温暖的甜蜜的》、《护心》、《追光的日子》、《特工任务》、《欢迎来到麦乐村》在 2023 年相继播出，公司影视业务实现收入 10.34 亿元，同比增加 222.46%，毛利率 15.44%，同比下滑 2.81pct，归母净利润 9300 万元，同比提升 39%，扣非后归母净利润约-8200 万元，亏损同比收窄。储备产品有《许你岁月静好》、《只此江湖梦》、《赤热》、《幸福草》、《好运家》、《千里桃花一世开》、《夜色正浓》、《有你的时光里》、《嘘，国王在冬眠》以及部分短剧项目正在制作、发行和排播过程中。

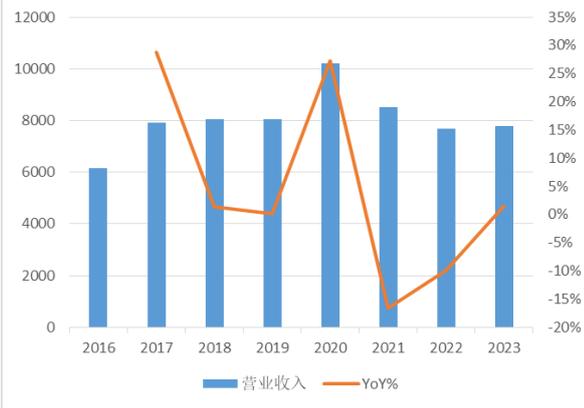
- **投资收益与递延所得税费用对利润端亦形成拖累。**2023 年公司投资收益为-1.47 亿元，上年同期为盈利 1.77 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益为-7479 万元，上年同期为盈利 4.32 亿元；此外 2023 年产生递延所得税费用 2.48 亿元，上年同期为-981 万元。投资收益的大幅减少和所得税费用的大幅增加也对公司利润端的增长构成压力。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.49 元、0.61 元和 0.72 元，按照 4 月 16 日收盘价 9.86 元，对应 PE 为 20.30 倍、16.22 倍、13.76 倍，维持“增持”投资评级。

**风险提示：行业监管风险；游戏产品市场表现和上线进度不及预期；资产减值风险**

|           | 2022A  | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E  |
|-----------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,670  | 7,791  | 8,772 | 9,756 | 10,674 |
| 增长比率(%)   | -9.95  | 1.57   | 12.60 | 11.22 | 9.41   |
| 净利润(百万元)  | 1,377  | 491    | 942   | 1,179 | 1,390  |
| 增长比率(%)   | 273.07 | -64.31 | 91.71 | 25.14 | 17.87  |
| 每股收益(元)   | 0.71   | 0.25   | 0.49  | 0.61  | 0.72   |
| 市盈率(倍)    | 13.89  | 38.92  | 20.30 | 16.22 | 13.76  |

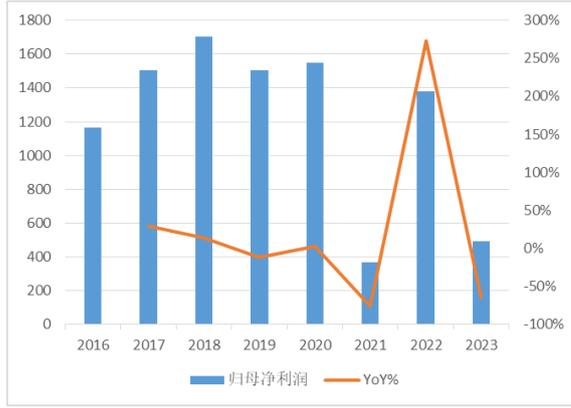
资料来源：中原证券，聚源

图 1: 2016-2023 公司营业收入 (百万元)



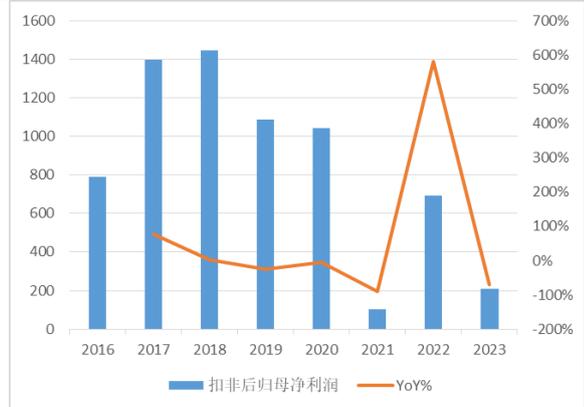
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2016-2023 公司归母净利润 (百万元)



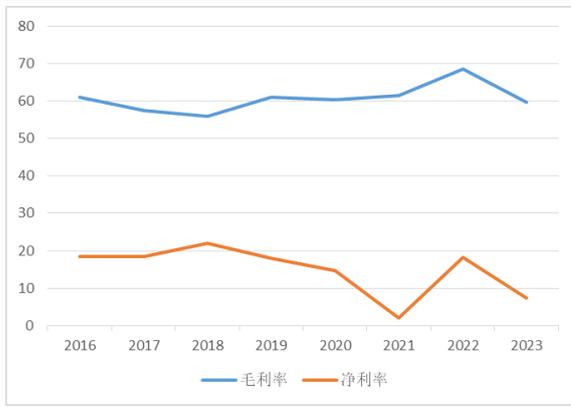
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2016-2023 公司扣非后归母净利润 (百万元)



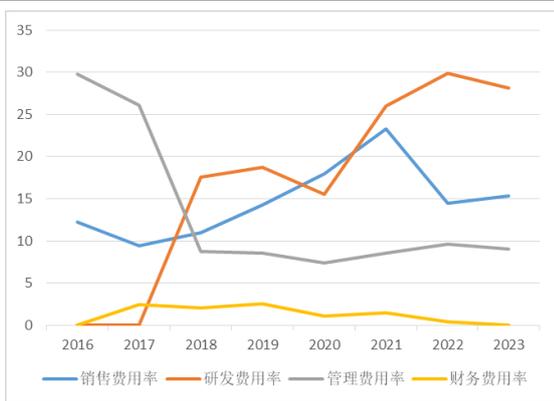
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2016-2023 公司利润率



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2016-2023 公司费用率



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2016-2023 公司经营性现金流 (百万元)



资料来源: Wind, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>6,378</b>  | <b>6,809</b>  | <b>7,586</b>  | <b>8,340</b>  | <b>8,904</b>  |
| 现金             | 2,987         | 3,018         | 3,402         | 3,759         | 3,915         |
| 应收票据及应收账款      | 982           | 1,036         | 1,100         | 1,189         | 1,265         |
| 其他应收款          | 133           | 135           | 134           | 149           | 163           |
| 预付账款           | 337           | 316           | 373           | 403           | 436           |
| 存货             | 1,562         | 1,270         | 1,411         | 1,528         | 1,651         |
| 其他流动资产         | 377           | 1,034         | 1,165         | 1,312         | 1,474         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>9,258</b>  | <b>7,680</b>  | <b>7,532</b>  | <b>7,393</b>  | <b>7,263</b>  |
| 长期投资           | 2,614         | 1,921         | 1,831         | 1,751         | 1,681         |
| 固定资产           | 340           | 321           | 299           | 277           | 253           |
| 无形资产           | 153           | 137           | 119           | 101           | 83            |
| 其他非流动资产        | 6,151         | 5,301         | 5,282         | 5,264         | 5,246         |
| <b>资产总计</b>    | <b>15,636</b> | <b>14,489</b> | <b>15,117</b> | <b>15,733</b> | <b>16,167</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>4,117</b>  | <b>3,464</b>  | <b>3,822</b>  | <b>4,058</b>  | <b>4,285</b>  |
| 短期借款           | 351           | 421           | 321           | 221           | 121           |
| 应付票据及应付账款      | 353           | 350           | 423           | 458           | 495           |
| 其他流动负债         | 3,414         | 2,693         | 3,078         | 3,380         | 3,669         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>2,043</b>  | <b>1,600</b>  | <b>1,543</b>  | <b>1,485</b>  | <b>1,428</b>  |
| 长期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他非流动负债        | 2,043         | 1,600         | 1,543         | 1,485         | 1,428         |
| <b>负债合计</b>    | <b>6,160</b>  | <b>5,064</b>  | <b>5,365</b>  | <b>5,544</b>  | <b>5,713</b>  |
| 少数股东权益         | 317           | 469           | 493           | 523           | 559           |
| 股本             | 2,012         | 2,012         | 2,012         | 2,012         | 2,012         |
| 资本公积           | 1,690         | 1,695         | 1,695         | 1,695         | 1,695         |
| 留存收益           | 6,192         | 6,017         | 6,359         | 6,765         | 6,994         |
| 归属母公司股东权益      | 9,159         | 8,956         | 9,260         | 9,666         | 9,895         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>15,636</b> | <b>14,489</b> | <b>15,117</b> | <b>15,733</b> | <b>16,167</b> |

## 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A         | 2023A       | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,155</b>  | <b>762</b>  | <b>1,200</b>  | <b>1,299</b>  | <b>1,480</b>  |
| 净利润            | 1,400         | 583         | 966           | 1,209         | 1,425         |
| 折旧摊销           | 347           | 319         | 128           | 129           | 130           |
| 财务费用           | 48            | 77          | 109           | 100           | 90            |
| 投资损失           | -177          | 147         | -149          | -166          | -181          |
| 营运资金变动         | -280          | -213        | 171           | 56            | 47            |
| 其他经营现金流        | -183          | -151        | -26           | -29           | -32           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>1,362</b>  | <b>130</b>  | <b>204</b>    | <b>215</b>    | <b>224</b>    |
| 资本支出           | -207          | -487        | -40           | -36           | -33           |
| 长期投资           | 1,509         | 522         | 101           | 91            | 81            |
| 其他投资现金流        | 60            | 95          | 143           | 160           | 176           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-3,022</b> | <b>-898</b> | <b>-1,055</b> | <b>-1,157</b> | <b>-1,548</b> |
| 短期借款           | -278          | 70          | -100          | -100          | -100          |
| 长期借款           | 0             | 0           | 0             | 0             | 0             |
| 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        | -2,748        | -973        | -955          | -1,057        | -1,448        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-388</b>   | <b>29</b>   | <b>384</b>    | <b>356</b>    | <b>156</b>    |

资料来源：中原证券，聚源

## 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>7,670</b> | <b>7,791</b> | <b>8,772</b> | <b>9,756</b> | <b>10,674</b> |
| 营业成本            | 2,420        | 3,139        | 3,387        | 3,666        | 3,962         |
| 营业税金及附加         | 33           | 24           | 31           | 34           | 37            |
| 营业费用            | 1,109        | 1,195        | 1,404        | 1,541        | 1,665         |
| 管理费用            | 734          | 705          | 789          | 878          | 961           |
| 研发费用            | 2,290        | 2,195        | 2,412        | 2,663        | 2,882         |
| 财务费用            | 32           | 2            | -18          | -30          | -43           |
| 资产减值损失          | -53          | -38          | -114         | -127         | -139          |
| 其他收益            | 86           | 114          | 132          | 146          | 160           |
| 公允价值变动收益        | 236          | 468          | 140          | 156          | 171           |
| 投资净收益           | 177          | -147         | 149          | 166          | 181           |
| 资产处置收益          | 1            | 39           | 26           | 29           | 32            |
| <b>营业利润</b>     | <b>1,473</b> | <b>896</b>   | <b>1,065</b> | <b>1,334</b> | <b>1,573</b>  |
| 营业外收入           | 14           | 22           | 18           | 20           | 21            |
| 营业外支出           | 2            | 13           | 9            | 10           | 11            |
| <b>利润总额</b>     | <b>1,486</b> | <b>905</b>   | <b>1,074</b> | <b>1,344</b> | <b>1,584</b>  |
| 所得税             | 86           | 322          | 107          | 134          | 158           |
| <b>净利润</b>      | <b>1,400</b> | <b>583</b>   | <b>966</b>   | <b>1,209</b> | <b>1,425</b>  |
| 少数股东损益          | 22           | 91           | 24           | 30           | 36            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,377</b> | <b>491</b>   | <b>942</b>   | <b>1,179</b> | <b>1,390</b>  |
| EBITDA          | 1,479        | 858          | 1,184        | 1,443        | 1,671         |
| EPS (元)         | 0.71         | 0.25         | 0.49         | 0.61         | 0.72          |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2022A  | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | -9.95  | 1.57   | 12.60 | 11.22 | 9.41  |
| 营业利润 (%)        | 885.93 | -39.21 | 18.92 | 25.26 | 17.93 |
| 归属母公司净利润 (%)    | 273.07 | -64.31 | 91.71 | 25.14 | 17.87 |
| <b>获利能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 68.45  | 59.70  | 61.39 | 62.42 | 62.88 |
| 净利率 (%)         | 17.95  | 6.31   | 10.74 | 12.09 | 13.02 |
| ROE (%)         | 15.04  | 5.49   | 10.18 | 12.20 | 14.05 |
| ROIC (%)        | 8.92   | 3.02   | 8.16  | 9.92  | 11.53 |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 39.39  | 34.95  | 35.49 | 35.24 | 35.34 |
| 净负债比率 (%)       | 65.00  | 53.73  | 55.01 | 54.41 | 54.65 |
| 流动比率            | 1.55   | 1.97   | 1.98  | 2.05  | 2.08  |
| 速动比率            | 1.01   | 1.30   | 1.33  | 1.41  | 1.43  |
| <b>营运能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.47   | 0.52   | 0.59  | 0.63  | 0.67  |
| 应收账款周转率         | 7.82   | 8.26   | 9.14  | 9.27  | 9.49  |
| 应付账款周转率         | 5.67   | 8.93   | 8.76  | 8.32  | 8.31  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.71   | 0.25   | 0.49  | 0.61  | 0.72  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.60   | 0.39   | 0.62  | 0.67  | 0.76  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 4.72   | 4.62   | 4.77  | 4.98  | 5.10  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |       |       |       |
| P/E             | 13.89  | 38.92  | 20.30 | 16.22 | 13.76 |
| P/B             | 2.09   | 2.14   | 2.07  | 1.98  | 1.93  |
| EV/EBITDA       | 16.35  | 25.64  | 14.87 | 11.85 | 10.05 |

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。