

证券研究报告

公司研究

公司点评

完美世界 (002624)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外

首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

完美世界 (002624) : 新产品周期崭新开 启, 困境反转未来可期

2024年04月18日

事件: 公司发布 2023 年年度报告。2023 年营收 77.91 亿元, 同比增长 1.57%, 归母净利润 4.91 亿元, 同比下降 64.31%, 扣非净利润 2.1 亿元, 同比下降 69.56%。

点评:

游戏产品周期导致 23 年游戏业务短期承压, 24 年有望实现困境反转。其中, 游戏业务营收 66.69 亿元, 同比下降 7.91%, 归母净利润 4.9 亿元, 同比下降 69.21%, 主要由于公司推出新游戏较少, 老游戏长线经营但受生命周期影响流水回落, 相应业绩贡献同比下降。未来, 公司前期布局的多款在研游戏产品将陆续进入上线周期, 有望推动游戏业务持续健康发展。影视业务营收 10.34 亿元, 同比增长 222.46%, 归母净利润 0.93 亿元, 同比增长 39%, 扣非亏损 0.82 亿元, 亏损同比收窄。费用端, 2023 年销售费用 11.95 亿元, 同比增长 7.81%; 管理费用 7.05 亿元, 同比下降 3.93%; 研发费用 21.95 亿元, 同比下降 4.16%。**单拆 Q4,** 公司 2023 年 Q4 营收 15.95 亿元, 同比下降 18.57%, 归母净利润亏损 1.23 亿元, 同比下降 90.27%, 扣非归母净利润-2.47 亿元, 同比下降 7.45%。游戏业务扣非归母净利润-1.85 亿元。

公司经营稳健, 向股东派发可观现金红利。公司现金分红共计 8.7 亿, 公司计划每 10 股派发现金红利 4.6 元, 现金分红总额 8.7 亿, 以 4 月 17 日收盘价计算, 股息率为 4.5%。

在营游戏长线运营, 在研产品稳步推进。在营游戏方面, 公司立足长线思维, 通过版本更新、IP 联动、多元营销等方式, 深耕精细化用户生态, 实现游戏产品的长线运营。在研产品方面, 公司聚焦创新变革, 从“经典品类迭代升级+创新品类突破转型”双维度推进, 实现游戏业务健康发展。

已发产品开启新周期, 市场表现良好。《一拳超人: 世界》2 月 1 日海外公测, 随即登顶包含东南亚、欧美、中东等全球近 100 地区; 真人互动游戏《美女请别影响我学习》3 月 29 日在 steam 上线; 《女神异闻录: 夜幕魅影》4 月 12 日国内公测, 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, 国际服以全日配版本 4 月 18 日全平台正式上线。

公司游戏产品储备丰富, 多款新作即将陆续上线。《乖离性百万亚瑟王: 环》近日完成中国港澳台地区付费测试, 玩家反馈良好; 《诛仙 2》即将于 4 月 23 日开启测试, 《淡墨水云乡》《代号野蛮人》也将于近期开启新一轮测试。《神魔大陆》《诛仙 2》《代号: 新世界》《代号 YH》《代号 Z》《灵笼》等多款自研游戏都在积极研发中, 小游戏、真人互动影视游戏也在稳

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

步推进中，题材涵盖广泛，在延续 MMO 等经典品类优势的同时，拓展开放世界等创新品类边界，实现游戏业务健康发展。

AI 领域布局前沿科技应用，助力产品升级焕新。公司在前沿技术的应用方面，积极探索智能化生产力，提升核心业务渗透率，逐步落地开发工具与生产管线的 AI 化，同时与微软、英伟达、Epic、Unity 等众多知名科技厂商携手探索新的可能性。23 年 6 月，公司基于 AI 领域加入微软实验室，参与 Azure OpenAI 加速计划；24 年 2 月，自研完美世界智能角色对话算法完成备案；24 年 3 月，英伟达 AI 大会公布公司端游《诛仙世界》正式接入 Audio2Face 技术，双方未来将在 AI 的多个领域和场景继续保持密切交流与合作。

盈利预测与投资评级：公司 2024 年充足新品储备有望支撑后续业绩增长。我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 91.23/105.10/110.77 亿元，同比增长 17.1%/15.2%/5.4%；归母净利润分别为 9.86/11.82/13.68 亿元，同比增长 100.6%/19.9%/15.7%，对应 4 月 17 日估值 19.97/19.81/17.12xPE，维持“买入”评级。

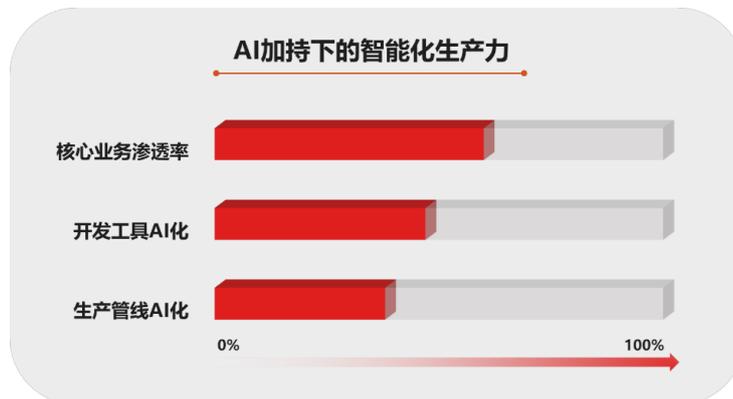
风险因素：新品上线的不确定性；游戏版号发放的不确定性；市场竞争加剧风险；行业政策变动风险；人才流失与储备不足风险、宏观经济波动等。

图 1 完美世界游戏上线至今全球累计流水（亿元）



资料来源：完美世界 2023 年年报，信达证券研发中心

图 2 完美世界核心业务 AI 渗透率、开发工具与生产管线 AI 化程度 (%)



资料来源：完美世界 2023 年年报，信达证券研发中心

表 1 重要财务指标

重要财务指标	单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,670	7,791	9,123	10,510	11,077
同比(%)	-10.0%	1.6%	17.1%	15.2%	5.4%
归属母公司净利润	1,377	491	986	1,182	1,368
同比(%)	273.1%	-64.3%	100.6%	19.9%	15.7%
毛利率(%)	68.4%	59.7%	61.5%	61.9%	62.4%
ROE(%)	15.0%	5.5%	10.5%	12.1%	13.2%
EPS (摊薄) (元)	0.72	0.26	0.51	0.61	0.71
P/E	17.67	45.54	19.97	19.81	17.12

资料来源: 同花顺, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 04 月 17 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,378	6,809	8,810	9,791	10,578	
货币资金	2,987	3,018	4,374	4,871	5,564	
应收票据	3	129	97	114	130	
应收账款	979	907	1,060	1,262	1,323	
预付账款	337	316	396	453	462	
存货	1,562	1,270	1,822	2,000	2,001	
其他	510	1,169	1,062	1,090	1,098	
非流动资产	9,258	7,680	6,951	6,920	6,842	
长期股权投资	2,614	1,921	1,421	1,421	1,421	
固定资产 (合计)	340	321	318	314	310	
无形资产	153	137	130	122	117	
其他	6,151	5,301	5,081	5,062	4,994	
资产总计	15,636	14,489	15,760	16,710	17,419	
流动负债	4,117	3,464	4,365	4,871	4,940	
短期借款	351	421	421	421	421	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	353	350	457	507	521	
其他	3,414	2,693	3,488	3,944	3,998	
非流动负债	2,043	1,600	1,481	1,481	1,481	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	2,043	1,600	1,481	1,481	1,481	
负债合计	6,160	5,064	5,846	6,352	6,421	
少数股东权益	317	469	521	583	655	
归属母公司 股东权益	9,159	8,956	9,393	9,775	10,343	
负债和 股东权益	15,636	14,489	15,760	16,710	17,419	
重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,670	7,791	9,123	10,510	11,077	
同比(%)	-10.0%	1.6%	17.1%	15.2%	5.4%	
归属母公司净利 润	1,377	491	986	1,182	1,368	
同比(%)	273.1%	-64.3%	100.6%	19.9%	15.7%	
毛利率(%)	68.4%	59.7%	61.5%	61.9%	62.4%	
ROE(%)	15.0%	5.5%	10.5%	12.1%	13.2%	
EPS (摊薄)(元)	0.72	0.26	0.51	0.61	0.71	
P/E	17.67	45.54	19.97	19.81	17.12	
P/B	2.69	2.56	2.10	2.40	2.26	
EV/EBITDA	16.35	25.64	15.16	14.50	12.36	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,670	7,791	9,123	10,510	11,077	
营业成本	2,420	3,139	3,516	4,008	4,169	
营业税金及附加	33	24	26	30	32	
销售费用	1,109	1,195	1,313	1,468	1,553	
管理费用	734	705	823	936	973	
研发费用	2,290	2,195	2,554	2,890	2,991	
财务费用	32	2	19	-12	-23	
减值损失合计	-53	-38	-110	-31	-14	
投资净收益	177	-147	109	137	144	
其他	297	550	348	142	150	
营业利润	1,473	896	1,219	1,435	1,662	
营业外收支	13	9	9	12	12	
利润总额	1,486	905	1,228	1,447	1,674	
所得税	86	322	190	203	234	
净利润	1,400	583	1,038	1,244	1,440	
少数股东损益	22	91	52	62	72	
归属母公司净利润	1,377	491	986	1,182	1,368	
EBITDA	1,479	858	1,136	1,410	1,598	
EPS (当年) (元)	0.72	0.26	0.51	0.61	0.71	
现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,155	762	1,357	1,517	1,625	
净利润	1,400	583	1,038	1,244	1,440	
折旧摊销	347	319	246	234	238	
财务费用	48	77	87	87	87	
投资损失	-177	147	-109	-137	-144	
营运资金变动	-280	-213	364	90	24	
其它	-183	-151	-267	-1	-20	
投资活动现金流	1,362	130	790	-133	-45	
资本支出	-207	-487	-335	-270	-189	
长期投资	1,509	522	380	0	0	
其他	60	95	745	137	144	
筹资活动现金流	-3,022	-898	-791	-887	-887	
吸收投资	6	0	-11	0	0	
借款	852	817	0	0	0	
支付利息或股息	-2,321	-678	-887	-887	-887	
现金净增加额	-388	29	1,356	497	693	

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。