



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

业绩符合预期，新游戏上线有望推动业绩改善

——完美世界 2023 年年度报告点评

买入（维持）

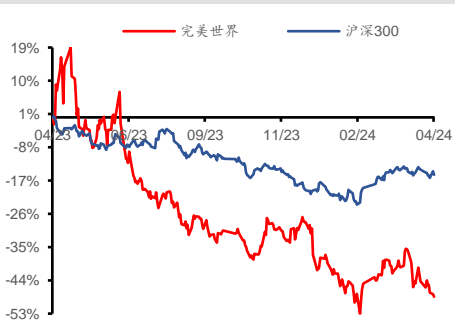
行业： 传媒
日期： 2024年04月18日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价（元）	9.86
12mth A 股价格区间（元）	9.00-22.91
总股本（百万股）	1,939.97
无限售 A 股/总股本	94.20%
流通市值（亿元）	180.18

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

- 《短期业绩承压，期待新游上线》
——2023 年 11 月 03 日
- 《业绩符合预期，新游戏业绩逐步释放》
——2023 年 09 月 05 日
- 《聚焦品类创新，稳步推进多款游戏测试》
——2023 年 07 月 22 日

■ 投资摘要

事件概述

4月15日，公司发布2023年年度报告，2023公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为77.91亿元、4.91亿元、2.10亿元，分别同比+1.57%、-64.31%、-69.56%，其中四季度单季实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为15.95亿元（yoy-18.57%）、-1.23亿元（yoy-90.27%）、-2.47亿元（yoy-7.46%）。

分析与判断

1、公司业绩落在前期业绩预告区间，整体符合预期。

- **收入端：**公司2023年营业收入稳定增长，主要系影视业务增幅较大所致。公司2023年游戏业务营收66.69亿元（yoy-7.91%），主要系公司受游戏产品研发周期影响，新游推出较少，数款在营游戏持续通过内容更新、精细营销等方式实现长线运营，但受自然生命周期影响，流水相较于2022年有所回落，相应业绩贡献同比下降。公司2023年影视业务营收10.34亿元（yoy+222.46%），营收增幅较大，主要系多部影视剧播出所致。
- **利润端：**公司2023年归母净利润、扣非归母净利润分别为4.91亿元（yoy-64.31%）、2.10亿元（yoy-69.56%），非经常性收益2.81亿元，主要系环球片单公允价值变动收益、被投资企业经营情况变动带来的公允价值变动损失及处置损失、政府补助所致。公司2023年游戏业务归母净利润4.90亿元（yoy-69.21%），扣非归母净利润4.56亿元（yoy-57.74%）；影视业务归母净利润约9300万元（yoy+39%），扣非归母净亏损约8200万元，较上年同期亏损收窄，亏损主要系应收账款项产生的信用减值损失。**单四季度来看**，公司23Q4归母净利润-1.23亿元（yoy-90.27%，qoq-291.06%），Q4环比较Q3变动较大主要系1）由公司参股企业研发、公司代理发行的《天龙八部2：飞龙战天》于23Q2公测，对Q3产生了较高的业绩贡献，该款游戏受生命周期影响流水较上线初期的高点自然回落，相应业绩贡献较23Q3环比下降；2）部分游戏受生命周期及运营节奏影响，流水相较于23Q3有所下滑；3）多款重点在研项目进入关键测试阶段，相应研发投入增加对23Q4业绩的环比变动产生影响；4）人才梯队持续优化产生的相关费用、被投资企业业绩变动带来的投资损失、信用减值损失及税项等的梳理与确认等因素对23Q4业绩产生影响。

2、公司坚持在营游戏长线运营，稳步推进在研产品。

- **储备游戏：**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，涵盖西方魔幻、东方仙侠、二次元都市、二次元幻想、科幻等多种题材，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。公司积极研发《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》及轻量化小游戏等多款

产品，积极开展创新品类游戏《女神异闻录：夜幕魅影》《一拳超人：世界》《乖离性百万亚瑟王：环》《淡墨水云乡》及端游《诛仙世界》《完美新世界（Perfect New World）》等产品的对外测试，稳步推进公司游戏产品的国内外上线计划。

- **在营游戏：**公司立足长线思维，通过版本更新、IP联动、多元营销等方式，不断提升游戏产品力，深耕精细化用户生态，实现游戏产品的长线运营。端游《诛仙》《完美世界国际版》《CS（反恐精英：全球攻势）》持续贡献稳定收入；旗舰IP手游《诛仙》、《完美世界》、《梦幻新诛仙》、《完美世界：诸神之战》、《幻塔》通过内容更新、立体营销、全球化方式实现精细化长线运营；公司参股研发、代理发行的《天龙八部2：飞龙战天》2023年正式公测。

3、公司坚持精品化内容路线，聚焦“提质减量”。1) 公司出品的《星落凝成糖》《心想事成》《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》等精品电视剧播出，热度与口碑获市场好评。公司储备影视作品《许你岁月静好》《只此江湖梦》《赤热》《幸福草》《好运家》《千朵桃花一世开》《夜色正浓》《有你的时光里》《嘘，国王在冬眠》正在制作、发行、排播过程中。2) 公司自2022年布局短剧业务，长剧制作经验保证了短剧的制作水准和品质，已陆续推出《女师尊在上》《魔王在下》《求求你别心动》《全职主夫培养计划》《觉醒吧！恋爱脑》等多部作品，其中《全职主夫培养计划》《觉醒吧！恋爱脑》《大过年的》上线后登上抖音短剧最热榜TOP1，《当家小娘子》《皎月流火》最高至优酷短剧热度榜TOP1。

4、布局前沿科技应用，助力产品升级焕新。公司以“技术驱动”为核心，发挥PC端游、移动游戏、主机游戏等多端并发生产能力优势，积极探索AI、VR、AR、MR等前沿技术的应用，逐步落地开发工具与生产管线的AI化，助力游戏业务可持续发展。1) 由AI中心牵头，将AI技术应用于美术、程序、策划、运营、安全、测试等研发管线中，涵盖智能NPC、智能游戏助手、场景建模、AI绘画、AI剧情、AI配音等方面；同时面向不同类型的游戏项目需要，开发了D+（Dialogue+工具）、剧情生成、大世界生成等AI开发工具，协助研发团队搭建AI驱动的游戏生产管线。2) 2024年2月，公司自研的游戏业务垂类大模型完美世界智能角色对话算法完成备案，该模型结合公司游戏自有数据进行训练，为用户提供高效的智能对话反馈服务，应用于游戏智能客服、智能角色对话等场景，助力公司提升产出效率及优化用户体验。3) 2024年3月，公司旗下端游产品《诛仙世界》正式接入了英伟达Audio2Face技术，未来将持续保持AI领域和AI场景的交流与合作。

■ 投资建议

公司游戏坚持内容突破、长线运营，以“经典品类迭代升级+创新品类突破转型”的思路双线推进在研游戏，不断提升游戏产品力；影视坚持精品化内容，储备项目充足，稳定贡献业绩增量。受生命周期影响，多款老游戏流水自然回落，对业绩贡献产生波动影响，我们下调2024年归母净利润至10.07亿元，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.07亿元、12.13亿元、14.01亿元，分别同比104.9%、20.5%、15.5%，对应估值分别为19倍、16倍、14倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

政策变化风险、行业竞争加剧风险、游戏表现不如预期风险、人才流失及储备不足风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7791	9355	10573	11934
年增长率	1.6%	20.1%	13.0%	12.9%
归母净利润	491	1007	1213	1401
年增长率	-64.3%	104.9%	20.5%	15.5%
每股收益（元）	0.25	0.52	0.63	0.72
市盈率（X）	38.92	19.00	15.77	13.66
市净率（X）	2.14	1.93	1.72	1.53

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年04月16日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3018	3570	5427	6659
应收票据及应收账款	1036	1388	1351	1740
存货	1270	1588	1613	1949
其他流动资产	1485	1539	1568	1665
流动资产合计	6809	8084	9960	12013
长期股权投资	1921	1921	1921	1921
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	321	295	270	244
在建工程	1	1	1	1
无形资产	137	137	137	137
其他非流动资产	5299	5270	5242	5213
非流动资产合计	7680	7625	7570	7516
资产总计	14489	15709	17530	19529
短期借款	421	421	421	421
应付票据及应付账款	350	359	436	449
合同负债	1502	1515	1698	1889
其他流动负债	1191	1234	1359	1492
流动负债合计	3464	3529	3913	4251
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1600	1600	1600	1600
非流动负债合计	1600	1600	1600	1600
负债合计	5064	5129	5512	5851
股本	2012	2008	2008	2008
资本公积	1695	1661	1661	1661
留存收益	6017	7024	8237	9638
归属母公司股东权益	8956	9925	11138	12538
少数股东权益	469	655	880	1140
股东权益合计	9425	10580	12018	13678
负债和股东权益合计	14489	15709	17530	19529

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	762	702	1986	1380
净利润	583	1193	1438	1660
折旧摊销	319	26	26	26
营运资金变动	-213	-658	365	-483
其他	73	141	158	176
投资活动现金流量	130	-89	-106	-124
资本支出	-487	59	65	72
投资变动	522	0	0	0
其他	95	-147	-170	-196
筹资活动现金流量	-898	-61	-23	-23
债权融资	67	0	0	0
股权融资	0	-38	0	0
其他	-965	-23	-23	-23
现金净流量	29	552	1857	1232

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7791	9355	10573	11934
营业成本	3139	3167	3548	3949
营业税金及附加	24	28	32	36
销售费用	1195	1216	1269	1432
管理费用	705	842	952	1074
研发费用	2195	2245	2537	2864
财务费用	2	23	23	23
资产减值损失	-38	0	0	0
投资收益	-147	-176	-199	-225
公允价值变动损益	468	0	0	0
营业利润	896	1841	2221	2566
营业外收支净额	9	12	12	12
利润总额	905	1853	2232	2578
所得税	322	660	795	918
净利润	583	1193	1438	1660
少数股东损益	91	187	225	260
归属母公司股东净利润	491	1007	1213	1401

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	59.7%	66.1%	66.4%	66.9%
净利率	6.3%	10.8%	11.5%	11.7%
净资产收益率	5.5%	10.1%	10.9%	11.2%
资产回报率	3.4%	6.4%	6.9%	7.2%
投资回报率	3.0%	10.2%	10.9%	11.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.6%	20.1%	13.0%	12.9%
EBIT 增长率	-52.4%	270.2%	19.9%	15.2%
归母净利润增长率	-64.3%	104.9%	20.5%	15.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.52	0.63	0.72
每股净资产	4.62	5.12	5.74	6.46
每股经营现金流	0.39	0.36	1.02	0.71
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.54	0.60	0.60	0.61
应收账款周转率	8.59	6.89	8.80	7.07
存货周转率	2.47	1.99	2.20	2.03
偿债能力指标				
资产负债率	35.0%	32.7%	31.4%	30.0%
流动比率	1.97	2.29	2.55	2.83
速动比率	1.30	1.55	1.86	2.11
估值指标				
P/E	38.92	19.00	15.77	13.66
P/B	2.14	1.93	1.72	1.53
EV/EBITDA	25.64	8.72	6.52	5.22

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断