

研究所：

证券分析师：姚蕾 S0350521080006

yaol02@ghzq.com.cn

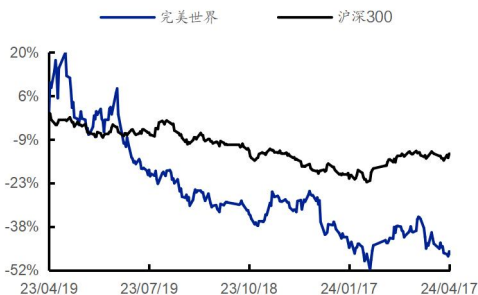
证券分析师：谭瑞峤 S0350521120004

tanrq@ghzq.com.cn

## 高分红彰显价值，新产品周期开启

### ——完美世界（002624）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/18

表现	1M	3M	12M
完美世界	-12.7%	-5.5%	-46.3%
沪深 300	-0.9%	9.0%	-14.2%

市场数据

2024/04/18

当前价格(元)	9.99
52 周价格区间(元)	8.51-23.50
总市值(百万)	19,380.28
流通市值(百万)	18,255.28
总股本(万股)	193,996.84
流通股本(万股)	182,735.53
日均成交额(百万)	393.67
近一月换手(%)	3.63

相关报告

《完美世界（002624）2023 年三季报点评：Q3 业绩降幅收窄，关注储备产品测试表现及上线进展

（买入）\*游戏 II\*姚蕾，杨牧笛》——2023-10-31

《完美世界（002624）2022 年年报点评：业绩符合预期，重点关注《天龙 2》上线表现及储备产品

版本号进展（买入）\*游戏 II\*姚蕾》——2023-04-10

《完美世界（002624）2022 年业绩预告点评：转型升级初见成效，关注《天龙八部 2》等新品上线

进度（买入）\*游戏 II\*姚蕾》——2023-01-19

《完美世界（002624）2022 年三季报点评：国内

流水自然下滑致 Q3 业绩同比承压，关注新品测试

事件：

2024 年 4 月 16 日，公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 77.91 亿元，yoy+1.57%，归母净利润 4.91 亿元，yoy-64.31%，扣非归母净利润 2.1 亿元，yoy-69.56%，计划每 10 股派发现金红利 4.6 元，现金分红总额 8.7 亿元。

投资要点

#### ■ 2023 年老游戏流水回落、新游数量较少，影响业绩表现

（1）收入端，公司 2023 年营收 77.91 亿元，yoy+1.57%，其中游戏业务营收 66.69 亿元，yoy-7.91%，主要由于老游戏受生命周期影响流水回落，同时 2023 年上线新品较少（仅代理产品《天龙八部 2》手游国内公测、《幻塔》主机版本上线国际市场）。影视业务营收 10.34 亿元，yoy+222.46%，主要来自电视剧营收贡献。分季度来看，2023Q4 营收 15.95 亿元，yoy-18.57%。

（2）毛利端，公司 2023 年毛利润 46.51 亿元，yoy-11.4%，毛利率 59.7%，同比下降 8.7pct，其中 2023Q4 毛利率 58.74%，同比下降 6pct。

（3）费用端，公司 2023 年销售费用 11.95 亿元，yoy+7.81%；管理费用 7.05 亿元，yoy-3.93%；研发费用 21.95 亿元，yoy-4.16%。管理费用、研发费用同比降低主要来自人员结构优化，截至 2023 年末，公司共有员工 5754 人，同比减少 307 人。其中研发人员 3993 人，同比减少 230 人。

（4）净利端，2023 年实现归母净利润 4.91 亿元，yoy-64.31%，扣非归母净利润 2.1 亿元，yoy-69.56%。其中游戏业务归母净利润 4.9 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 0.93 亿元，yoy+39%，扣非归母净利润亏损 0.82 亿元，同比收窄。

分季度来看，2023Q4 归母净利润亏损 1.23 亿元，主要由于①研发投入增加；②人员优化费用；③被投企业损失；④资产减值损失、信用减值损失；⑤所得税费用确认。

及上线进度（买入）\*游戏 II \*姚蕾》——  
2022-10-22

(5) 公司计划每 10 股派发现金红利 4.6 元，现金分红总额 8.7 亿元，以 4 月 15 日收盘价计算，股息率为 4.6%。

## ■ 2024 迎产品大年，多款储备产品蓄势待发

(1) 2024 年已上线产品:

- ①《一拳超人：世界》2 月 1 日在东南亚和欧美等多个国家和地区同步开启 PC 及移动端全平台公测，上线首日超过 100 个国家和地区登顶游戏免费榜，国内已于 2023 年 12 月获进口版号，将在调优后上线国内；
- ②真人互动游戏《美女，请别影响我学习》3 月 29 日 steam 上线，据澎湃新闻报道，该游戏首周预计销量在 10 万-15 万份之间；
- ③《女神异闻录：夜幕魅影》4 月 12 日国内公测，将于 4 月 18 日在港澳台地区和韩国正式上线。国内公测前该产品预约量超 1500 万，4 月 10 日开启预下载，上线后连续 5 日位列 ios 游戏免费榜 TOP3，最高位列 ios 游戏畅销榜第 8。

(2) 其他储备产品:

- ①《乖离性百万亚瑟王：环》已于近日在港澳台地区完成付费测试，玩家反馈良好；
- ②《诛仙 2》将于 4 月 23 日开启“无为测试”；
- ③《淡墨水云乡》（国风模拟经营种田游戏）近期将开启新一轮测试；
- ④《代号野蛮人》（放置卡牌，魔性恶搞画风）近期将开启新一轮测试；
- ⑤端游大作《诛仙世界》已获版号，1 月 8 日结束二测；
- ⑥其他在研产品：《完美新世界》（动作向端游）、《代号 Z》（梦幻新诛仙团队打造的二次元开放世界游戏）、《代号 YH》（幻塔团队打造的二次元开放世界冒险游戏）、《灵笼》（灵笼 IP 多人开放世界游戏）

## ■ 与科技巨头合作、AI 深度融入产品管线

- (1) 2023 年 6 月，公司基于 AI 领域加入微软实验室，参与 Azure Open AI 加速计划；
- (2) 2024 年 2 月，公司自研完美世界智能角色对话算法完成备案；
- (3) 2024 年 3 月，英伟达 AI 大会公布公司端游《诛仙世界》正式接入英伟达 Audio2Face 技术，并展示合作成果。

- **盈利预测和投资评级:** 公司研发积淀深厚，积极布局 AI 等前沿领域，并即将开启新一轮产品周期，有望支撑 2024 年业绩增长，建议关注储备新品测试及上线表现。由于公司部分储备产品具体上线时间未定，上线数据表现有待验证，因此我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.45/11.19/14.57 亿元，对应

EPS 为 0.54/0.58/0.75 元, 对应 PE 为 18.55/17.32/13.3X, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 新品上线进度及表现不及预期、玩家偏好改变、流量成本上升、老产品表现不及预期、技术发展不及预期、核心人才流失、公司治理/资产减值/解禁减持、政策监管趋严、市场风格切换、行业估值中枢下行等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7791	8528	9141	9945
增长率(%)	2	9	7	9
归母净利润(百万元)	491	1045	1119	1457
增长率(%)	-64	113	7	30
摊薄每股收益(元)	0.25	0.54	0.58	0.75
ROE(%)	5	11	12	15
P/E	45.54	18.55	17.32	13.30
P/B	2.56	2.10	2.09	2.03
P/S	2.95	2.27	2.12	1.95
EV/EBITDA	25.64	13.29	10.68	9.21

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：完美世界盈利预测表

证券代码:	002624				股价:	9.99		投资评级:	买入		日期:	2024/04/18	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	5%	11%	12%	15%	EPS	0.26	0.54	0.58	0.75				
毛利率	60%	66%	67%	68%	BVPS	4.62	4.77	4.78	4.91				
期间费率	24%	26%	27%	26%	<b>估值</b>								
销售净利率	6%	12%	12%	15%	P/E	45.54	18.55	17.32	13.30				
<b>成长能力</b>					P/B	2.56	2.10	2.09	2.03				
收入增长率	2%	9%	7%	9%	P/S	2.95	2.27	2.12	1.95				
利润增长率	-64%	113%	7%	30%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.54	0.56	0.59	0.63	营业收入	7791	8528	9141	9945				
应收账款周转率	8.59	6.96	6.96	6.87	营业成本	3139	2913	2973	3163				
存货周转率	6.14	6.46	6.91	7.58	营业税金及附加	24	28	30	33				
<b>偿债能力</b>					销售费用	1195	1450	1600	1691				
资产负债率	35%	36%	37%	37%	管理费用	705	750	768	816				
流动比	1.97	1.98	1.98	2.03	财务费用	2	13	88	87				
速动比	1.30	1.38	1.41	1.49	其他费用/(-收入)	2195	2473	2651	2834				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	896	1202	1288	1680				
现金及现金等价物	3343	4012	4506	5017	营业外净收支	9	10	10	10				
应收款项	1036	1260	1416	1568	利润总额	905	1212	1298	1690				
存货净额	1270	1320	1323	1313	所得税费用	322	145	156	203				
其他流动资产	1160	1218	1146	1292	净利润	583	1066	1142	1487				
<b>流动资产合计</b>	<b>6809</b>	<b>7810</b>	<b>8390</b>	<b>9190</b>	少数股东损益	91	21	23	30				
固定资产	321	319	298	283	归属于母公司净利润	491	1045	1119	1457				
在建工程	1	1	2	3	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	5436	5126	4806	4496	经营活动现金流	762	1294	1421	1523				
长期股权投资	1921	1921	1921	1921	净利润	491	1045	1119	1457				
<b>资产总计</b>	<b>14489</b>	<b>15178</b>	<b>15418</b>	<b>15894</b>	少数股东损益	91	21	23	30				
短期借款	421	541	671	805	折旧摊销	319	304	314	306				
应付款项	350	378	448	431	公允价值变动	-468	-10	-10	-10				
预收帐款	0	17	18	20	营运资金变动	-213	19	6	-138				
其他流动负债	2693	3002	3099	3270	投资活动现金流	130	81	115	127				
<b>流动负债合计</b>	<b>3464</b>	<b>3938</b>	<b>4236</b>	<b>4525</b>	资本支出	-487	-89	-68	-72				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	522	-10	-10	-10				
其他长期负债	1600	1500	1400	1300	其他	95	181	193	209				
<b>长期负债合计</b>	<b>1600</b>	<b>1500</b>	<b>1400</b>	<b>1300</b>	筹资活动现金流	-898	-913	-1153	-1248				
<b>负债合计</b>	<b>5064</b>	<b>5438</b>	<b>5636</b>	<b>5824</b>	债务融资	67	23	35	39				
股本	2012	2012	2012	2012	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	9425	9740	9782	10069	其它	-965	-936	-1188	-1287				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14489</b>	<b>15178</b>	<b>15418</b>	<b>15894</b>	现金净增加额	29	462	383	402				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

### 【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞娇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。