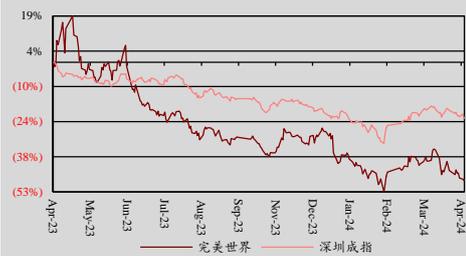


**002624.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.86

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.4)	(13.1)	(8.2)	(51.1)
相对深圳成指	(13.8)	(8.4)	(10.0)	(28.7)

发行股数 (百万)	1,939.97
流通股 (百万)	1,827.36
总市值 (人民币 百万)	19,128.09
3个月日均交易额 (人民币 百万)	631.63
主要股东	
完美世界控股集团有限公司	22.32

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2024年4月16日收市价为标准

**相关研究报告**

《完美世界》20231031  
 《完美世界》20230901  
 《完美世界》20230425

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

传媒: 游戏 II

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yil.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

# 完美世界

**近期新游口碑反馈较好, 优质储备值得关注**

完美世界发布2023年年报, 2023全年营业收入77.9亿元, 同比+1.57%; 归母净利润4.9亿元, 同比-64.31%; 扣非后归母净利润2.1亿元, 同比-69.56%。23Q4营业收入16.0亿元, 同比-18.57%; 归母净亏损1.2亿元, 同比扩大90.27%; 扣非后归母净亏损2.5亿元, 同比扩大7.46%。我们认为完美世界自研产品储备质量上乘, 近期新品获得口碑反馈较好, 有望随着新品上线持续带来业绩贡献。维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **研发周期影响, 游戏业务业绩贡献下滑。**2023年游戏业务收入66.69亿元, 同比-7.91%; 归母净利约4.9亿元, 同比-69.21%; 扣非后归母净亏损约4.6亿元, 同比扩大57.74%。主要由于研发周期影响, 2023年新游上线较少, 老游戏流水自然下滑。
- **游戏产品储备丰富, 业务组织架构调整。**目前公司储备的重点产品中至少有6款已获版号, 《诛仙世界》、《乖离性百万亚瑟王: 环》、《一拳超人: 世界》等产品有望于24H2上线。重点储备《女神异闻录: 夜幕魅影》已于4月12日上线, 并将于4月18日在港澳台地区和韩国正式上线。该产品最高来到国内iOS畅销榜第8名, 目前来到15名左右。《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。公司已将原有的项目中心分拆为独立工作室, 直接向游戏业务负责人汇报, 有望进一步提高资源配置效率。
- **影视收入同比大增, 互动游戏口碑不俗。**2023年影视业务收入10.34亿元, 同比+222.46%; 归母净利约9300万元, 同比+39%; 扣非后归母净亏损月8200万元, 同比缩窄, 主要来自应收款项产生的信用减值损失。储备方面, 《许你岁月静好》、《赤热》、《幸福草》、《好运家》等6个产品已进入后期制作环节。3月29日, 完美世界真人恋爱互动模拟游戏《美女, 请别影响我学习》上线Steam平台, 截至2023年4月16日, 评论数超过3600条, 好评率高达97%, 保持Steam用户评论最高等级“好评如潮”。
- **研发人员数量优化, 现金分红增加。**2023年公司毛利率59.7%, 同比-8.7ppts, 主要由于公司收入结构变化导致。销售/管理/研发费用率分别为15.3%/9.1%/28.2%, 同比+0.9/-0.5/-1.7ppts。2023年研发人员数量下滑5.45%至3993人。此外, 2023年公司现金分红每10股派息4.6元, 共约8.7亿元。

**估值**

- 完美世界自研储备产品质量上乘, 研发实力领先A股主要游戏厂商, 近期新品获得口碑反馈较好, 有望随着新品上线持续带来业绩贡献。但由于2024年部分新品上线有所延迟, 且存量游戏流水有所下滑, 我们调整2024/25/26年归母净利润为10.42/12.32/14.40亿元, 对应EPS为0.54/0.64/0.74元, 对应PE为18.36/15.52/13.28倍, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 游戏监管超预期; 宏观经济下滑; 新游表现不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2,022	2,023	2024E	2025E	2026E
销售收入 (人民币 百万)	7,670	7,791	8,936	10,449	11,201
变动 (%)	(9.95)	1.57	14.69	16.94	7.19
市盈率(倍)	13.89	38.92	18.36	15.52	13.28
归母净利润 (人民币 百万)	1,377	491	1,042	1,232	1,440
变动 (%)	273.07	(64.31)	111.95	18.29	16.87
每股收益 (人民币)	0.71	0.25	0.54	0.64	0.74
前次预测每股收益 (人民币)	/	/	0.77	1.04	/
调整幅度 (%)	/	/	(30.69)	(38.75)	/

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司季度财务数据对比

(人民币 百万)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	同比变化 (%)	环比变化 (%)
营业收入	1,959	1,904	2,556	1,736	1,595	(18.57%)	(8.09%)
毛利润	1,269	1,241	1,370	1,104	937	(26.14%)	(15.13%)
毛利率(%)	64.76	65.16	53.59	63.61	58.74	(6.02 ppts)	(4.87 ppts)
管理费用率(%)	10.87	9.82	6.99	9.13	11.35	0.48 ppt	2.22 ppts
销售费用率(%)	15.49	12.68	20.41	12.69	13.27	(2.22 ppts)	0.57 ppt
研发费用率(%)	33.75	29.07	19.87	30.44	37.93	4.19 ppts	7.49 ppts
归属于母公司净利润	(65)	241	139	235	(123)	(90.27%)	(152.49%)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.公司产品储备

游戏名称	游戏类型	自研/代理	有无版号	产品状态	发行区域
诛仙世界	MMORPG	自研	有	预计 24H2 上线	国内
诛仙 2	MMORPG	自研	有	4 月 23 日首测	国内
完美新世界 (Perfect New World)	MMORPG	自研	有		国内
代号新世界	模拟经营	自研	无		国内
神魔大陆	MMORPG	自研	有	预计 24H2 上线	国内
一拳超人:世界	动作 RPG	自研	有	预计 24H2 上线	国内
女神异闻录:夜幕魅影	JRPG	自研	有	已上线	全球
乖离性百万亚瑟王:环	二次元回合制卡牌	自研	有	预计 24H2 上线	国内
灵笼	开放世界	自研	无	--	
代号 YH	多端游戏	自研	无	--	
代号 Z	MMORPG	自研	无	--	
淡墨水云乡	模拟经营	自研	有	预计 24H2 上线	国内
代号野蛮人	移动游戏	自研	无	预计 24H2 上线	国内

资料来源：完美世界公告，中银证券整理

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,670	7,791	8,936	10,449	11,201
营业成本	(2,420)	(3,139)	(3,311)	(3,878)	(4,097)
毛利	5,250	4,651	5,624	6,571	7,103
营业税金及附加	(33)	(24)	(45)	(52)	(56)
销售费用	(1,109)	(1,195)	(1,856)	(2,346)	(2,509)
管理费用	(734)	(705)	(684)	(691)	(705)
研发费用	(2,290)	(2,195)	(2,056)	(2,233)	(2,356)
营业利润	1,085	532	984	1,249	1,478
营业外净收支	401	372	261	253	262
利润总额	1,486	905	1,244	1,502	1,740
所得税费用	(86)	(322)	(187)	(225)	(261)
净利润	1,400	583	1,058	1,277	1,479
少数股东损益	(22)	(91)	(16)	(45)	(38)
归属于母公司净利润	1,377	491	1,042	1,232	1,440
普通股数(百万)	1,940	1,940	1,940	1,940	1,940
EPS	0.71	0.25	0.54	0.64	0.74

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净损益	1,400	583	1,058	1,277	1,479
折旧与摊销	208	177	157	164	170
运营资本变动	946	(1,084)	(142)	(150)	(81)
其他经营现金流	(1,399)	1,086	(319)	(319)	(319)
经营活动产生的现金流	1,155	762	753	972	1,248
资本开支	(277)	(526)	(100)	(100)	(100)
其他投资现金流	1,639	656	(96)	(96)	(96)
投资活动产生的现金流	1,362	130	(196)	(196)	(196)
债务融资	(508)	70	0	0	0
股权融资	6	0	0	0	0
其他融资现金流	(2,521)	(968)	(772)	(522)	(722)
融资活动产生的现金流	(3,022)	(898)	(772)	(522)	(722)
现金变动	(450)	32	(215)	253	330
期初现金及等价物	3,436	2,987	3,018	2,804	3,057
期末现金及等价物	2,987	3,018	2,804	3,057	3,387

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	2,987	3,018	2,804	3,057	3,387
应收款项	979	907	1,040	1,216	1,304
其他流动资产	2,413	2,884	3,308	3,868	4,146
流动资产总计	6,378	6,809	7,151	8,141	8,836
固定资产	340	321	389	450	505
无形资产	153	137	137	137	137
其他非流动资产	8,765	7,222	7,393	7,564	7,736
非流动资产总计	9,258	7,680	7,919	8,151	8,377
总资产	15,636	14,489	15,070	16,292	17,214
应付账款	353	350	370	433	457
短期借款	351	421	421	421	421
其他流动负债	3,414	2,693	3,089	3,612	3,872
流动负债总计	4,117	3,464	3,879	4,465	4,749
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动性负债	2,043	1,600	1,600	1,600	1,600
非流动负债总计	2,043	1,600	1,600	1,600	1,600
总负债	6,160	5,064	5,479	6,065	6,349
股东权益	9,159	8,956	9,107	9,697	10,296
少数股东权益	317	469	485	530	568
权益总额	9,476	9,425	9,592	10,227	10,864
总负债及权益	15,636	14,489	15,070	16,292	17,214

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率	(9.95)	1.57	14.69	16.94	7.19
营业利润增长率	292.29	(50.93)	84.80	26.98	18.29
归母净利润增长率	273.07	(64.31)	111.95	18.29	16.87
获利能力					
毛利率	68.45	59.70	62.94	62.89	63.42
归母净利率	17.95	6.31	11.66	11.79	12.86
ROE	14.53	5.21	10.86	12.05	13.26
偿债能力					
资产负债率	39.39	34.95	36.35	37.23	36.89
净负债比率	65.00	53.73	57.12	59.31	58.44
流动比率	154.92	196.57	184.37	182.31	186.05
速动比率	96.33	113.32	99.10	95.70	98.76
营运能力					
总资产周转率	49.06	53.77	59.29	64.14	65.07
应收账款周转率	783.19	859.04	859.04	859.04	859.04
应付账款周转率	685.50	896.09	896.09	896.09	896.09
每股指标(元)					
每股收益	0.71	0.25	0.54	0.64	0.74
每股销售收入	3.95	4.02	4.61	5.39	5.77
估值比率					
P/E	13.89	38.92	18.36	15.52	13.28
P/S	2.49	2.46	2.14	1.83	1.71

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371