

公司研究

关注《诛仙世界》、《异环》开启新周期

——完美世界（002624.SZ）动态更新点评

要点

重点游戏新品《诛仙世界》、《异环》正稳步推进，期待储备产品上线表现。

1) 新国风仙侠 MMORPG 端游《诛仙世界》已于 10 月 31 日完成“践行测试”，定档 12 月 19 号上线公测，瞄准 MMO 核心玩家，有效匹配需求，测试口碑良好，有望贡献确定性流水增量。制作高规格，物理光栅化配合光追渲染，玩家体验到的云水雾等自然效果更拟真；技能特效绚丽，加之音响与震动反馈，使玩家视听双重体验得到满足。加入大世界探索玩法，PVP 系统则提供 3V3、5V5、20 人战场等核心 MMO 玩法，有望提升游戏性；休闲玩法包含家园、宠物、探索等内容，和主玩法搭配增强玩家黏性。

2) 开放世界 RPG 二次元手游《异环》于 9 月 22 日举办线下封闭试玩会，深受玩家喜爱，其 B 站、TapTap 预约量分别为 93、151 万，评分高达 9.5 和 9.2 分（截止 2024/11/13），现已开启“奇点测试”招募。《异环》24 年 7 月 16 日首曝 PV 与实机演示，4 小时内播放破百万，公司当日股价上涨 5%，受到市场较高期待。游戏由完美旗下 Hotta Studio 研发，该工作室前作《幻塔》21 年 12 月公测，首月新增用户过千万，首月流水近 5 亿元，截止 22 年全球流水超 30 亿元。《异环》卖点突出，将 GTA 的探索度和都市的二次元科幻氛围融合，玩法与风格能体现出创新性，具备一定爆款潜质。游戏开发载具系统和玩家宿舍系统，更具都市时尚感与游玩带入感。游戏基于虚幻 5 引擎，画面质量和人物动作表现出色，未来有望进一步拓展模拟经营、多人联机等玩法以丰富玩家游戏体验。

业绩短期承压，有望受益于重点新品上线触底回暖。完美世界 24 年前三季度公司营收 40.7 亿元，yoy-34.3%；归母净利润亏损 3.9 亿元，yoy-163.3%；扣非净利润亏损 4.5 亿元，yoy-198.0%。24Q3 公司营收 13.1 亿元，yoy-24.4%；归母净利润亏损 2.1 亿元，yoy-190.3%；扣非净利润亏损 2.13 亿元，yoy-223.9%，主要系游戏业务中被投资企业亏损导致投资损失。影视+投资亏损导致业绩承压，游戏业务经营业绩季度环比改善。1) 游戏业务扣非净利润亏损 9,466.6 万元，其中因被投资企业亏损确认投资损失 11,595.9 万元，剔除该等投资损失的影响后，游戏业务的经营业绩环比改善。2) 影视业务扣非净利润亏损 8,748.8 万元，由部分影视剧销售价格低于预期所致。

盈利预测、估值与评级：公司坚持“经典品类迭代升级+创新品类突破转型”战略推进研发，重点储备产品在 24 年底有望开始带来业绩增量。考虑到公司短期老产品下滑、新游不及预期与影视业绩低迷，后续《诛仙世界》、《异环》等重点产品上线表现仍有不确定性，我们下调 24-25 年归母净利润预测至-5.6/8.6 亿元（较上次预测-135.7%/-51.7%），新增 26 年归母净利润预测 11.0 亿元，现价对应 PE NA/26/21 倍。考虑到公司聚焦资源优化、降本增效，后续新游具备一定爆款潜力，维持“买入”评级。

风险提示：游戏表现不及预期；买量成本上升，影视业务减值。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,670.40	7,790.72	5,569.68	7,294.66	8,399.04
营业收入增长率	-9.95%	1.57%	-28.51%	30.97%	15.14%
归母净利润（百万元）	1,377.19	491.48	-558.26	860.85	1,104.11
归母净利润增长率	273.07%	-64.31%	-213.59%	NA	28.26%
EPS（元）	0.71	0.25	-0.29	0.44	0.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.04%	5.49%	-7.44%	10.29%	11.88%
P/E	16	46	NA	26	21
P/B	2.5	2.5	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-15

买入（维持）

当前价：11.70 元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

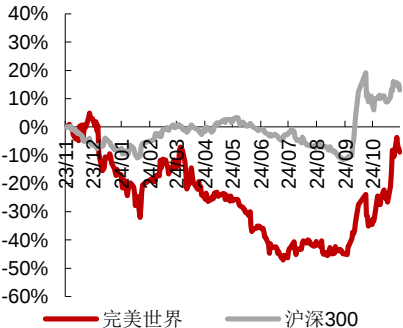
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.40
总市值(亿元):	226.98
一年最低/最高(元):	6.79-14.28
近 3 月换手率(%):	311.2

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	27.4	31.4	-17.4
绝对	31.0	51.4	-7.4

资料来源：Wind

相关研报

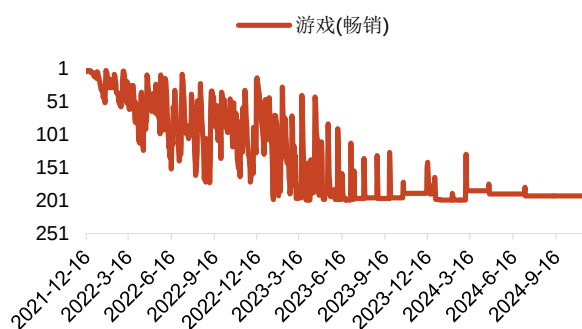
主力产品业绩短期承压，多品类布局踏入新周期——完美世界（002624.SZ）2023 年半年度业绩预告点评（2023-07-13）

探索 AI 赋能游戏内容，创新出海游戏增量可期——完美世界（002624.SZ）2022 年年报点评（2023-04-11）

国内游戏业务转型初显成效，游戏出海贡献业绩增量——完美世界（002624.SZ）2022 年半年报点评（2022-08-14）

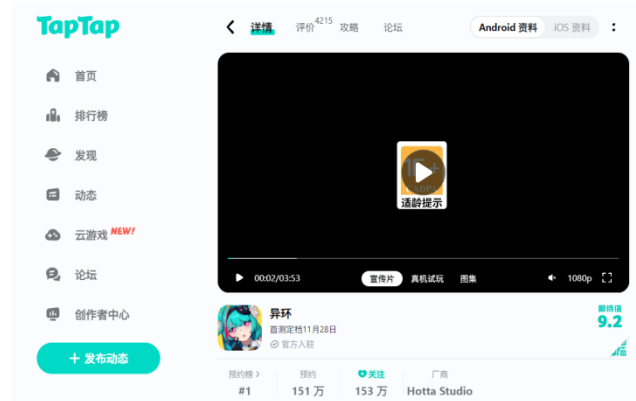
重点新游《幻塔》将上线，有望带来 22 年业绩弹性——完美世界（002624.SZ）动态跟踪研究报告（2021-12-09）

图 1:《幻塔》APP Store 中国区游戏畅销榜排名趋势



资料来源: 点点数据

图 2:《异环》TAPTAP 期待值及预约数 (2024 年 11 月 13 日)



资料来源: TAPTAP

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,670	7,791	5,570	7,295	8,399
营业成本	2,420	3,139	2,026	2,547	2,903
折旧和摊销	312	288	269	290	310
税金及附加	33	24	17	22	26
销售费用	1,109	1,195	1,114	1,532	1,764
管理费用	734	705	835	729	798
财务费用	32	2	44	22	29
研发费用	2,290	2,195	1,949	1,605	1,764
投资收益	177	-147	200	200	200
营业利润	1,473	896	-200	1,090	1,386
利润总额	1,486	905	-191	1,099	1,395
所得税	86	322	382	198	251
净利润	1,400	583	-573	901	1,144
少数股东损益	22	91	-15	40	40
归属母公司净利润	1,377	491	-558	861	1,104
EPS(元)	0.71	0.25	-0.29	0.44	0.57

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,155	762	391	524	1,007
净利润	1,377	491	-558	861	1,104
折旧摊销	312	288	269	290	310
净营运资金增加	-173	847	-1,629	1,092	663
其他	-361	-864	2,308	-1,719	-1,071
投资活动产生现金流	1,362	130	328	-75	-50
净资本支出	-207	-487	155	-200	-200
长期投资变化	2,614	1,921	0	0	0
其他资产变化	-1,045	-1,304	173	125	150
融资活动现金流	-3,022	-898	-1,357	-22	-210
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-310	19	-421	0	0
无息负债变化	-65	-1,115	206	77	95
净现金流	-388	29	-638	428	747

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	68.4%	59.7%	63.6%	65.1%	65.4%
EBITDA 率	18.7%	11.1%	-0.4%	16.8%	18.3%
EBIT 率	16.0%	8.8%	-5.2%	12.8%	14.6%
税前净利润率	19.4%	11.6%	-3.4%	15.1%	16.6%
归母净利润率	18.0%	6.3%	-10.0%	11.8%	13.1%
ROA	9.0%	4.0%	-4.5%	6.5%	7.7%
ROE (摊薄)	15.0%	5.5%	-7.4%	10.3%	11.9%
经营性 ROIC	22.7%	7.8%	-28.1%	18.4%	21.2%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	39%	35%	38%	36%	34%
流动比率	1.55	1.97	1.83	2.14	2.45
速动比率	1.17	1.60	1.57	1.82	2.10
归母权益/有息债务	16.71	15.79	51.18	57.05	63.35
有形资产/有息债务	25.50	22.43	77.59	84.16	91.30

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	15,636	14,489	12,808	13,786	14,845
货币资金	2,987	3,018	2,380	2,808	3,555
交易性金融资产	59	325	325	325	325
应收账款	979	907	881	1,153	1,328
应收票据	3	129	92	121	139
其他应收款 (合计)	133	135	97	127	146
存货	1,562	1,270	709	891	1,016
其他流动资产	302	319	319	319	319
流动资产合计	6,378	6,809	5,006	5,999	7,119
其他权益工具	207	127	127	127	127
长期股权投资	2,614	1,921	1,921	1,921	1,921
固定资产	340	321	229	144	9
在建工程	0	1	53	79	138
无形资产	153	137	154	168	180
商誉	272	272	272	272	272
其他非流动资产	763	331	331	331	331
非流动资产合计	9,258	7,680	7,802	7,786	7,726
总负债	6,160	5,064	4,849	4,926	5,021
短期借款	351	421	0	0	0
应付账款	353	350	324	408	464
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	22	0	16	20	24
其他流动负债	30	23	23	23	23
流动负债合计	4,117	3,464	2,730	2,807	2,902
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	9	9	9	9
非流动负债合计	2,043	1,600	2,119	2,119	2,119
股东权益	9,476	9,425	7,959	8,860	9,824
股本	1,940	1,940	1,940	1,940	1,940
公积金	2,479	2,484	2,484	2,570	2,665
未分配利润	5,403	5,228	3,778	4,552	5,381
归属母公司权益	9,159	8,956	7,505	8,366	9,290
少数股东权益	317	469	454	494	534

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	14.5%	15.3%	20.0%	21.0%	21.0%
管理费用率	9.6%	9.1%	15.0%	10.0%	9.5%
财务费用率	0.4%	0.0%	0.8%	0.3%	0.3%
研发费用率	29.9%	28.2%	35.0%	22.0%	21.0%
所得税率	5.8%	35.6%	-200.0%	18.0%	18.0%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.35	0.46	0.00	0.09	0.12
每股经营现金流	0.60	0.39	0.20	0.27	0.52
每股净资产	4.72	4.62	3.87	4.31	4.79
每股销售收入	3.95	4.02	2.87	3.76	4.33

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	16	46	NA	26	21
PB	2.5	2.5	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	14	22	NA	17	14
股息率	3%	4%	0%	1%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP