

2022 年 08 月 12 日
完美世界 (002624.SZ)

《幻塔》登顶多个国家及地区免费榜，验证全球化产品能力

事件：

公司发布 2022 年半年度报告,报告期内实现营业收入 39.23 亿元(yoy+6.73%),归母净利润 11.37 亿元 (yoy+341.51%),扣非后净利润 6.71 亿元 (yoy+1653.68%);其中游戏业务实现净利润 11.83 亿元 (yoy+429.73%),扣非后净利润 7.44 亿元 (yoy+1958.22%);影视业务实现盈利 4061.93 万元。非经常性损益 4.7 亿元主要系出售欧美子公司的股权处置收益、计入当期损益的政府补助等。

点评：

■**整体收入微降，游戏业务盈利大幅增长。**上半年公司营收同比微降 6.73%，主要系调整海外游戏业务布局，出售的相关欧美子公司自 2022 年 2 月起不再纳入合并范围，扣除该合并范围变更影响后的营收同比微增 1.58%。上半年游戏业务扣非后净利润大幅增长 1958.22%，主要系 1) 上年同期优化部分海外游戏项目产生一次性亏损 2.7 亿致基数较低;2) 上年同期上线的新产品《梦幻新诛仙》等，业绩贡献在当期未释放;3) 报告期内《幻塔》《梦幻新诛仙》相继开启新版本拉动流水回升，《完美世界：诸神之战》等亦贡献良好收益。

■**毛利率增加 13.14 个百分点，销售费率下降、研发费率上升。**报告期内公司综合毛利率由上年同期的 54.82%提高到 67.96%，主要系 1) 公司游戏业务毛利率高于影视业务，本期游戏业务收入占比提高;2) 《梦幻新诛仙》《幻塔》等游戏毛利率较高，带动游戏业务毛利率上升。公司销售费率由 21.48%降低到 13.08%，主要系上线新产品较少，市场推广支出大幅降低;研发费率由 20.02%提高到 26.82%，主要系薪酬体制改革推动整体薪酬水平上升。

■**《幻塔》作为一款里程碑式产品，验证公司具备真正产出全球化产品的能力。**据七麦数据，8 月 11 日，《幻塔》出海首日登顶美国、日本、韩国、中国港澳台地区等多个国家及地区 iOS 免费榜第一，并进入美国、加拿大、日本、韩国等国 iOS 畅销榜 TOP10。《幻塔》作为公司的一款里程碑式产品，研发端系公司年轻化与多元化赛道的突破，发行端标志着海外由授权第三方逐步向自主发行过渡（韩国市场由完美世界自主发行），《幻塔》的战略意义在于验证公司具备真正产出全球化产品的能力。

■**《诛仙世界》端游将开启首测，《黑猫奇闻社》手游上线在即。**端游方面，《诛仙世界》端游将于 8 月 19 日开启首测，诛仙 IP 在国内拥有长期生命力，用户基础庞大、研发及运营班底扎实，在端游市场新产品相对空白的情况下，我们预期《诛仙世界》端游将产生较大的更替效应与潜在空间。手游方面，《黑猫奇闻社》将于 8 月 24 日国内市场公测，后续陆续在港澳台及其他地区上线。《天龙八部 2》《朝与夜之国》尚未拿到版号，预计先上线海外区域。《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》等日系 IP 手游处于调优阶段，需进口游

公司快报

证券研究报告

传媒互联网

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价：19.0 元
股价 (2022-08-11) 15.27 元

交易数据

总市值 (百万元)	29,623.32
流通市值 (百万元)	27,901.91
总股本 (百万股)	1,939.97
流通股本 (百万股)	1,827.24
12 个月价格区间	11.39/22.38 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.66	6.7	23.9
绝对收益	15.42	18.79	11.24

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
 jiaojuan@essence.com.cn
 021-35082012

相关报告

完美世界：Q2 业绩符合预期，关注《幻塔》出海表现/焦娟	2022-07-15
完美世界：Q1 扣非净利润同增 30%，关注《梦幻新诛仙》《幻塔》出海表现/焦娟	2022-04-26
完美世界：《梦幻新诛仙》带动业绩环比回暖，《幻塔》新一轮测试开启/焦娟	2021-10-27
完美世界：短期因素致半年报利润承压，下半年关注《新梦诛仙》长线表现、《幻塔》上线进度/焦娟	2021-08-17
完美世界：短期因素致半年报利润承压，静待下半年新游业绩释放/焦娟	2021-07-14

■ **投资建议：**给予“买入-A”评级。预计公司 2022-2024 年营业收入 102.2/120.6/132.7 亿元，归母净利润 18.5/20.5/23.8 亿元，对应 EPS 为 0.95/1.06/1.23 元。考虑到公司 A 股游戏龙头的估值溢价，给予 2022 年 20X PE 估值，对应 6 个月目标价 19.0 元。

■ **风险提示：**新游上线不及预期，出海不及预期，影视业务不及预期。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	10,224.8	8,518.0	10,221.6	12,061.5	13,267.6
净利润	1,548.5	369.2	1,846.2	2,049.4	2,384.7
每股收益(元)	0.80	0.19	0.95	1.06	1.23
每股净资产(元)	5.59	5.30	6.35	7.29	8.42

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	15.0	62.8	12.6	11.3	9.7
市净率(倍)	2.1	2.3	1.9	1.6	1.4
净利润率	15.1%	4.3%	18.1%	17.0%	18.0%
净资产收益率	14.3%	3.6%	15.0%	14.5%	14.6%
股息收益率	1.3%	0.0%	1.1%	1.0%	0.8%
ROIC	39.9%	8.3%	112.5%	26.9%	80.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,224.8	8,518.0	10,221.6	12,061.5	13,267.6	成长性					
减:营业成本	4,057.0	3,282.8	3,939.3	4,648.4	5,174.4	营业收入增长率	27.2%	-16.7%	20.0%	18.0%	10.0%
营业税费	31.9	29.5	35.7	40.5	45.6	营业利润增长率	21.4%	-90.8%	873.1%	2.3%	5.7%
销售费用	1,831.1	1,986.0	2,383.2	2,412.3	2,786.2	净利润增长率	3.0%	-76.2%	400.1%	11.0%	16.4%
管理费用	757.4	732.0	878.4	964.9	1,061.4	EBITDA 增长率	23.3%	-80.6%	126.9%	-2.7%	4.5%
研发费用	1,589.4	2,211.2	2,453.2	2,653.5	2,918.9	EBIT 增长率	22.1%	-84.1%	164.6%	-3.0%	5.0%
财务费用	112.5	123.9	30.4	-47.2	-59.9	NOPLAT 增长率	-5.0%	-80.3%	334.4%	-3.0%	5.0%
资产减值损失	-969.5	-234.9	-	-	-	投资资本增长率	-5.1%	-68.0%	305.0%	-64.7%	198.5%
加:公允价值变动收益	412.9	-358.2	674.9	-195.1	-94.9	净资产增长率	10.4%	-6.1%	14.8%	9.5%	9.6%
投资和汇兑收益	195.7	407.6	277.6	293.6	326.3						
营业利润	1,628.3	149.4	1,453.9	1,487.6	1,572.5	利润率					
加:营业外净收支	28.2	6.5	13.0	15.9	11.8	毛利率	60.3%	61.5%	61.5%	61.5%	61.0%
利润总额	1,656.5	155.9	1,466.9	1,503.5	1,584.2	营业利润率	15.9%	1.8%	14.2%	12.3%	11.9%
减:所得税	152.2	-21.5	132.0	135.3	142.6	净利润率	15.1%	4.3%	18.1%	17.0%	18.0%
净利润	1,548.5	369.2	1,846.2	2,049.4	2,384.7	EBITDA/营业收入	36.3%	8.5%	16.0%	13.2%	12.5%
						EBIT/营业收入	34.6%	6.6%	14.5%	11.9%	11.4%
						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	13	16	12	8	6
货币资金	2,943.2	3,436.4	1,521.6	5,694.1	3,463.4	流动营业资本周转天数	33	-13	37	28	37
交易性金融资产	1,753.3	988.8	1,663.7	1,468.6	1,373.7	流动资产周转天数	317	326	305	303	311
应收帐款	1,371.5	1,081.6	3,089.9	1,210.0	3,445.1	应收帐款周转天数	67	52	73	64	63
应收票据	112.1	110.4	80.0	177.3	115.0	存货周转天数	49	47	60	52	54
预付帐款	330.9	310.9	784.9	282.4	930.6	总资产周转天数	566	688	610	538	528
存货	1,027.2	1,218.1	2,213.1	1,260.8	2,710.2	投资资本周转天数	136	105	107	98	93
其他流动资产	346.4	418.4	429.7	398.2	415.5						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.3%	3.6%	15.0%	14.5%	14.6%
长期股权投资	2,768.1	2,752.4	2,752.4	2,752.4	2,752.4	ROA	9.7%	1.0%	7.6%	7.4%	7.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	39.9%	8.3%	112.5%	26.9%	80.2%
固定资产	354.0	380.5	314.3	248.1	181.8	费用率					
在建工程	275.0	10.2	10.2	10.2	10.2	销售费用率	17.9%	23.3%	23.3%	20.0%	21.0%
无形资产	419.1	359.6	276.1	192.6	109.0	管理费用率	7.4%	8.6%	8.6%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	3,806.1	5,972.0	4,483.4	4,731.3	4,960.0	研发费用率	15.5%	26.0%	24.0%	22.0%	22.0%
资产总额	15,506.9	17,039.5	17,619.3	18,426.1	20,467.0	财务费用率	1.1%	1.5%	0.3%	-0.4%	-0.5%
短期债务	784.1	628.4	-	-	-	四费/营业收入	42.0%	59.3%	56.2%	49.6%	50.5%
应付帐款	1,175.2	794.1	1,217.5	1,247.5	1,582.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	27.9%	38.4%	31.6%	28.3%	29.3%
其他流动负债	2,244.4	2,934.6	3,095.7	2,797.3	2,878.0	负债权益比	38.7%	62.2%	46.2%	39.5%	41.4%
长期借款	22.6	-	-	-	-	流动比率	1.88	1.74	2.27	2.59	2.79
其他非流动负债	98.3	2,178.1	1,250.7	1,175.7	1,534.8	速动比率	1.63	1.46	1.76	2.28	2.18
负债总额	4,324.5	6,535.1	5,563.9	5,220.5	5,995.4	利息保障倍数	31.42	4.53	48.81	-30.52	-25.25
少数股东权益	347.1	214.4	-271.4	-941.3	-1,863.4	分红指标					
股本	2,011.7	2,011.7	1,940.0	1,940.0	1,940.0	DPS(元)	0.16	-	0.13	0.12	0.10
留存收益	9,007.1	8,790.9	10,386.8	12,206.9	14,394.9	分红比率	20.0%	0.0%	13.6%	11.2%	8.2%
股东权益	11,182.4	10,504.4	12,055.4	13,205.6	14,471.5	股息收益率	1.3%	0.0%	1.1%	1.0%	0.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,504.3	177.4	1,846.2	2,049.4	2,384.7	EPS(元)	0.80	0.19	0.95	1.06	1.23
加:折旧和摊销	196.8	187.1	149.8	149.8	149.8	BVPS(元)	5.59	5.30	6.35	7.29	8.42
资产减值准备	969.5	234.9	-	-	-	PE(X)	15.0	62.8	12.6	11.3	9.7
公允价值变动损失	-412.9	358.2	674.9	-195.1	-94.9	PB(X)	2.1	2.3	1.9	1.6	1.4
财务费用	133.7	154.7	30.4	-47.2	-59.9	P/FCF	30.2	7.8	-9.4	4.5	-23.8
投资损失	-195.7	-407.6	-277.6	-293.6	-326.3	P/S	2.3	2.7	2.3	1.9	1.7
少数股东损益	-44.2	-191.8	-511.3	-681.3	-943.0	EV/EBITDA	14.1	44.1	9.6	6.8	7.2
营运资金的变动	431.5	887.9	-2,324.7	2,750.4	-3,785.7	CAGR(%)	-3.1%	101.1%	-2.7%	-3.1%	101.1%
经营活动产生现金流量	3,692.5	1,097.7	-412.4	3,732.4	-2,675.3	PEG	-4.8	0.6	-4.7	-3.6	0.1
投资活动产生现金流量	-453.1	590.4	-1,048.2	679.8	510.7	ROIC/WACC	3.8	0.8	10.6	2.5	7.6
融资活动产生现金流量	-2,794.4	-1,127.0	-454.3	-239.7	-66.0	REP	3.7	33.8	0.3	2.5	0.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034