

业绩底部确立，看好新游表现及 AI 增效

完美世界(002624)

评级:	增持	股票代码:	002624
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	22.86/11.0
目标价格:		总市值(亿)	418.06
最新收盘价:	21.55	自由流通市值(亿)	393.80
		自由流通股数(百万)	1,827.36

事件概述

4月24日，公司发布2023年一季度财报，报告期内公司实现营收19.0亿元，同比-10.6%，实现归母净利润2.41亿元，同比-71.3%，落入业绩预告中间区间。

▶净利润同比下滑，往期高基数及研发费用上升为主因

22Q1公司归母净利润2.41亿元，同比-71.3%，主要系游戏流水自然下滑、研发费用增长所致。1)收入端，2023Q1公司营业收入同比-10.55%，剔除欧美子公司（不再并表）口径下同比-8.69%。国内市场重点游戏进入生命周期中段，叠加行业逆风，流水自然下滑，未能有重磅新游上线补缺，对比22Q1《幻塔》初发行推高流水，高基数致公司营收降幅显著。2)成本端，23Q1公司毛利率65.2%，同比-3.48pct，主要系游戏业务收入占比下滑，收入结构变动所致。3)费用端，报告期内期间费用率为52.77%，同比+2.83pct，主要系研发费用同比+2.56pct至29.1%所致。

▶AI布局明确，降本、赋能效果可期

目前公司已将AI相关技术应用于游戏中的智能NPC、场景建模、AI绘画、AI剧情、AI配音等方面。例如，《梦幻新诛仙》采用智能NPC与IK技术，使得NPC具有丰富的微表情，为玩家提供真实自然的交互体验；公司在研的新国风仙侠MMORPG端游《诛仙世界》创新运用了全天候天气智能AI演算技术，实现了对雨、雪、大雾等天气的全局还原和细节处理，天气变化切实融入到玩家的游戏体验中。在研发方面，公司通过AI技术进行智能整合，为项目打通方案，满足功能要求，例如通过AI技术完成场景建模、纹理渲染等；此外公司还在游戏研发过程中使用AI绘画等技术，对于开拓设计思路与创意灵感、提升游戏研发效率起到了很好的推动作用。

▶新游表现亮眼，管线储备充足，2023业绩回暖趋势确定

重磅新游《天龙八部2：飞龙战天》于4月14日公测，截至4月26日位居IOS畅销榜前十，看好其流水表现。公司后续储备丰富，优势品类方面，除端游《诛仙世界》《PerfectNewWorld》外，多端产品《诛仙2》《代号：新世界》《神魔大陆2》正在积极研发过程中；创新品类突破转型方面，公司储备有《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录：夜幕魅影》等。其中，动作冒险探索RPG游戏《一拳超人：世界》、多人协作策略卡牌RPG游戏《百万亚瑟王》、JRPG游戏《女神异闻录：夜幕魅影》先后于23Q1完成首测，玩家反馈良好；此外，基于国产科幻动画大作《灵笼》IP研发的开放世界项目也在积极进行中。

▶投资建议

我们调整此前的盈利预测，预计公司2023-2025年，实现营收分别为91/107/113（此前2023-2024年预测为117/133亿元），实现归母净利润分别为17/20/22亿元（此前2023-2024年预测为21/24亿元），EPS分别为0.86/1.02/1.12元（此前2023-2024年预测为1.07/1.23元），对应2022年4月26日21.55元/股收盘价，PE分别为25、21、19倍。公司是A股稀缺的具有强研发实力的游戏公司，目前股价估值水平处于历史低位，随着版号的重新下发，丰富储备为流水增长提供有力支撑，维持“增持”评级。

▶风险提示

新游上线节奏不及预期风险；税收优惠政策被取消风险；人才流失风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,518	7,670	9,050	10,702	11,301
YoY (%)	-16.7%	-10.0%	18.0%	18.3%	5.6%
归母净利润(百万元)	369	1,377	1,665	1,974	2,169
YoY (%)	-76.2%	273.1%	20.9%	18.6%	9.8%
毛利率 (%)	61.5%	68.4%	68.3%	69.8%	70.0%
每股收益 (元)	0.19	0.72	0.86	1.02	1.12
ROE	3.6%	15.0%	19.5%	18.8%	17.1%
市盈率	113.42	29.93	25.11	21.17	19.28

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 赵琳

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,670	9,050	10,702	11,301	净利润	1,400	1,616	1,917	2,105
YoY (%)	-10.0%	18.0%	18.3%	5.6%	折旧和摊销	347	144	166	169
营业成本	2,420	2,868	3,234	3,387	营运资金变动	-280	-95	154	-9
营业税金及附加	33	32	37	40	经营活动现金流	1,155	1,624	2,191	2,144
销售费用	1,109	1,629	2,033	2,260	资本开支	-207	-350	-447	-345
管理费用	734	769	856	848	投资	1,509	500	-1,000	-1,000
研发费用	2,290	2,127	2,611	2,712	投资活动现金流	1,362	331	-1,233	-1,119
资产减值损失	-53	-150	-180	-120	股权募资	6	0	0	0
投资收益	177	181	214	226	债务募资	-256	0	0	0
营业利润	1,473	1,747	2,071	2,274	筹资活动现金流	-3,022	-2,290	0	0
利润总额	1,486	1,757	2,084	2,289	现金净流量	-388	-335	958	1,025
所得税	86	141	167	183					
净利润	1,400	1,616	1,917	2,105	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司净利润	1,377	1,665	1,974	2,169	成长能力				
YoY (%)	273.1%	20.9%	18.6%	9.8%	营业收入增长率	-10.0%	18.0%	18.3%	5.6%
每股收益	0.72	0.86	1.02	1.12	净利润增长率	273.1%	20.9%	18.6%	9.8%
					盈利能力				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	毛利率	68.4%	68.3%	69.8%	70.0%
货币资金	2,987	2,652	3,609	4,635	净利率	18.2%	17.9%	17.9%	18.6%
预付款项	337	258	291	305	总资产收益率 ROA	8.8%	11.7%	11.9%	11.5%
存货	1,562	943	886	928	净资产收益率 ROE	15.0%	19.5%	18.8%	17.1%
其他流动资产	1,492	1,110	2,359	3,469	偿债能力				
流动资产合计	6,378	4,963	7,146	9,337	流动比率	1.55	1.44	1.87	2.35
长期股权投资	2,614	2,614	2,614	2,614	速动比率	1.08	1.09	1.56	2.03
固定资产	340	356	370	380	现金比率	0.73	0.77	0.94	1.17
无形资产	153	203	303	363	资产负债率	39.4%	38.4%	35.4%	31.9%
非流动资产合计	9,258	9,324	9,438	9,508	经营效率				
资产合计	15,636	14,287	16,584	18,845	总资产周转率	0.49	0.63	0.65	0.60
短期借款	351	351	351	351	每股指标 (元)				
应付账款及票据	353	393	443	464	每股收益	0.72	0.86	1.02	1.12
其他流动负债	3,414	2,698	3,028	3,163	每股净资产	4.72	4.40	5.42	6.53
流动负债合计	4,117	3,441	3,821	3,977	每股经营现金流	0.60	0.84	1.13	1.11
其他长期负债	2,043	2,043	2,043	2,043	每股股利	0.00	1.18	0.00	0.00
非流动负债合计	2,043	2,043	2,043	2,043	估值分析				
负债合计	6,160	5,484	5,864	6,020	PE	29.93	25.11	21.17	19.28
股本	2,012	2,012	2,012	2,012	PB	2.69	4.90	3.98	3.30
少数股东权益	15,636	14,287	16,584	18,845					
股东权益合计	9,476	8,803	10,720	12,825					
负债和股东权益合计	15,636	14,287	16,584	18,845					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。