

1Q23 点评：业绩符合预期， 新周期将启、积极拥抱 AI

核心观点

公司 2023 年一季度实现收入 19.04 亿，同比减少 10.55%，归母净利润 2.41 亿元，同比减少 71.28%，扣非归母净利润 2.04 亿元，同比减少 50.66%。公司营收、利润双降主要系《幻塔》流水自然回落以及合并范围变化的影响。

短期内，《天龙八部 2》4 月 14 日上线后至今 iOS 游戏畅销榜保持前 10 名；《幻塔》3.0 版本于 4 月 19 日更新，两者均有望为 Q2 贡献业绩增量。长期看，公司游戏储备丰富，其中《诛仙世界》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录：夜幕魅影》等已完成首测。同时，公司积极拥抱 AI，内部已成立由 CEO 负责的 AI 中心，“AI+”已在智能 NPC、场景建模、绘画、剧情、配音等多方面落地，AI 技术有望为公司游戏研发降本增效、并带来收入端的增量。

事件

公司发布 2023 年一季度报告，第一季度实现收入 19.04 亿（YoY-10.55%，QoQ-2.82%），归母净利润 2.41 亿元（YoY-71.28%，QoQ+472.58%），扣非归母净利润 2.04 亿元（YoY-50.66%，QoQ+188.87%），位于此前业绩预告的中上区间。

重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8518	7670	9053	10115	11209
增长率(%)	-16.69	-9.95	18.03	11.73	10.82
净利润(百万元)	369	1377	1631	1980	2152
增长率(%)	-76.16	273.07	18.43	21.40	8.69
EPS(元/股，摊薄)	0.19	0.71	0.84	1.02	1.11
P/E(倍)	114.41	30.67	25.89	21.33	19.63

资料来源：wind，中信建投

完美世界(002624)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

SAC 编号：S1440519060002

SFC 编号：BQI330

发布日期：2023 年 04 月 26 日

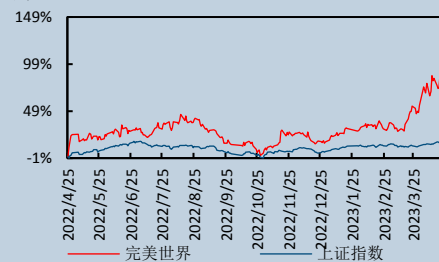
当前股价：22.41 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
28.74/28.44	52.56/52.23	80.31/74.2	
12 月最高/最低价 (元)			22.45/11.0
总股本 (万股)			193,996.84
流通 A 股 (万股)			182,736.09
总市值 (亿元)			422.33
流通市值 (亿元)			397.82
近 3 月日均成交量 (万股)			7,058.75
主要股东			
完美世界控股集团有限公司			22.37%

股价表现



相关研究报告

- 22.10.21 【中信建投传媒】完美世界(002624):三季度点评：产品周期致业绩承压，关注版本号获取、新品上线进展
- 22.08.21 【中信建投游戏 II】完美世界(002624):半年报点评：游戏业务增长稳健，《幻塔》海外版表现亮眼
- 22.04.28 【中信建投传媒】完美世界(002624):2021 年&2022Q1 点评，转型期业绩承压，看好《幻塔》2.0 及出海业务进展

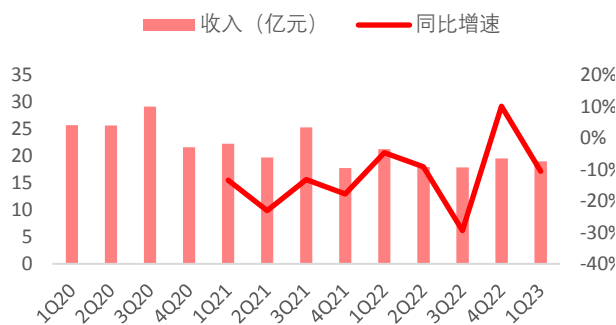
简评

1、游戏：《幻塔》流水自然回落、合并范围变化致营收、利润双降

- **收入端：**公司一季度实现收入 19.04 亿，同比减少 10.55%。一方面受到合并范围变动的影响，公司于 2022 年 2 月出售欧美子公司，导致合并范围变动，扣除此影响后，公司一季度收入同比减少 8.69%；另一方面受到《幻塔》上线后高流水基数的影响，《幻塔》于 2021 年 12 月 16 日在国内公测，22Q1 游戏流水处于产品上线初期的高位，产生了较高的收入及业绩贡献，23Q1 该游戏进入成熟稳定期，流水较上线初期高点自然下滑，相应收入及业绩贡献较上年同期下降。
- **利润端：**公司游戏业务实现扣非归母净利润 2.78 亿元，同比下降 37.58%，主要系《幻塔》流水较上线初期的高点自然下滑所致。公司非经常性损益为 0.37 亿元，同比大幅下降，主要系公司于上年同期确认游戏业务海外子公司股权处置收益。
- **Q2 展望：**公司代理的武侠 MMORPG 多端游戏《天龙八部 2：飞龙战天》于 4 月 14 日正式公测，据七麦数据，上线至今 iOS 游戏畅销榜保持前 10 名；《幻塔》4 月 19 日版本更新，新增 3.0「九域时空」版本主线/支线剧情任务、全新大地图、全新场景、全新玩法、新武器/拟态、新活动等。我们认为《天龙 2》及《幻塔》3.0 版本有望在第二季度为公司贡献业绩增量。

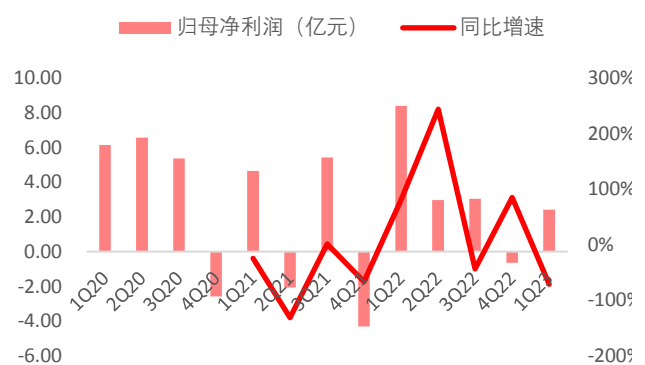
2、影视：聚焦精品内容，提质降本增效。23 年第一季度，公司出品的《星落凝成糖》《心想事成》等电视剧播出。目前，公司储备产品《温暖的甜蜜的》《许你岁月静好》《特工任务》《灿烂！灿烂！》《只此江湖梦》《纵横芯海》《九个弹孔》《执行局》《危险的她 2》《珠玉在侧》《神隐》正在制作、发行、排播过程中。《云襄传》已定档 5 月 1 日在爱奇艺、腾讯视频双平台播出。

图表1：完美世界单季度营业收入和同比增速



资料来源：公司公告，中信建投

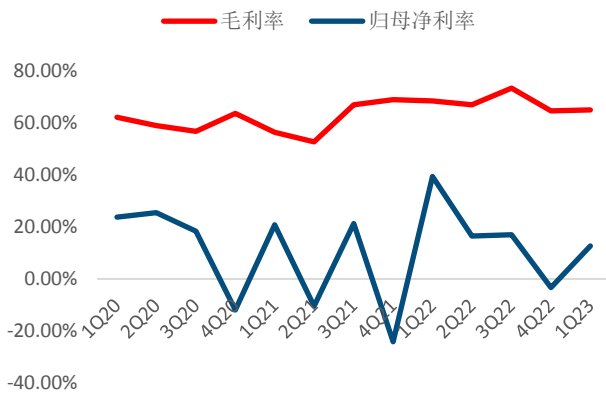
图表2：完美世界单季度归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，中信建投

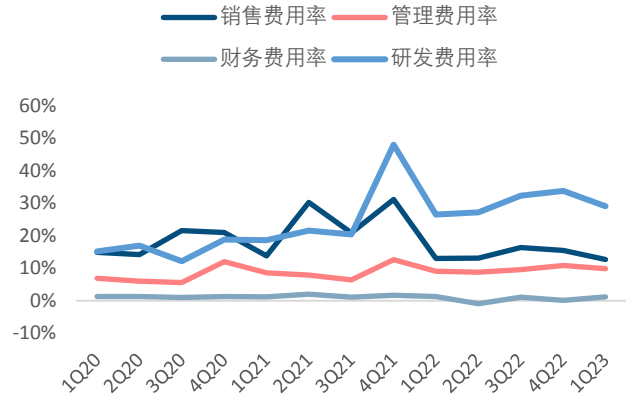
3、成本费用：毛利率与期间费用基本保持稳定。公司一季度毛利率为 65.16%，同比下降 3.48pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.68%/ 9.82%/ 29.07%/1.20%，同比变动-0.36pct/+0.72pct/+2.56pct/-0.09pct,基本保持稳定。公司一季度归母净利率为 12.68%，同比下降 26.80pct，主要系去年同期《幻塔》处于上线初期，高流水使得归母净利率处于高基数。

图表3：完美世界单季度毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，中信建投

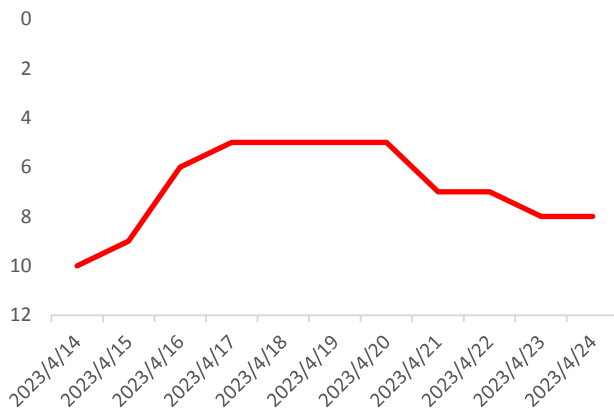
图表4：完美世界单季度期间费用率



资料来源：公司公告，中信建投

4、《天龙 2》4 月 14 日上线表现优秀，利用 AI 工具进行营销，有望为 Q2 贡献业绩增量。公司参股企业研发、公司代理发行的武侠 MMORPG 多端游戏《天龙八部 2：飞龙战天》于 2023 年 4 月 14 日正式公测。据七麦数据，上线至今 ios 游戏畅销榜保持前 10 名，免费榜保持前 40 名。据天龙八部 2 飞龙战天公众号，该游戏的公测时间公司询问了 ChatGPT 得到了“4 月 14 日正好是兄弟发财日，用作公测非常合适”的回答。公司还将 AI 绘图与 Cosplay 结合，让玩家可以通过自己个性的选择在 H5 中生成 AI 女友，之后玩家可通过文字对话与 AI 女友进行交流。

图表5：《天龙 2》上线以来 iOS 游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，中信建投

图表6：《天龙 2》AI 女友生成系统



资料来源：《天龙 2》公众号，中信建投

5、储备游戏丰富，关注版号获取及新品上线节奏。公司目前储备产品包括：经典品类多端产品《诛仙 2》《代号：新世界》《神魔大陆 2》；端游产品《诛仙世界》《Perfect New World》；创新品类多端游戏《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录：夜幕魅影》等，基于国产科幻动画大作《灵笼》IP 研发的多人开放世界项

目、基于自主原创 IP 研发的开放世界项目也在积极进行中。其中,《诛仙世界》《一拳超人:世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录:夜幕魅影》等已完成首测,关注版号获取进展及后续上线节奏。

图表7: 完美世界储备游戏

游戏名称	自研/代理	类型	版号	进度
诛仙世界	自研	新国风仙侠 MMORPG 端游	无	首测完成
诛仙 2	自研	奇幻仙侠新生代 MMORPG 多端	无	
Perfect New World	自研	动作向端游	无	研发
代号:新世界	自研	多端	无	
神魔大陆 2	自研	西方魔幻 MMORPG 游戏多端	无	
一拳超人:世界	自研	动作冒险探索 RPG 多端	无	一季度完成首测
百万亚瑟王	自研	多人协作策略卡牌 RPG 多端	无	一季度完成首测
女神异闻录:夜幕魅影	自研	JRPG 多端	无	一季度完成首测
原创 IP 模拟经营项目	自研	手游	无	
代号 Lucking	自研	手游	无	
灵笼 IP 多人开放世界项目	自研	多端	无	
原创 IP 开放世界项目	自研	多端	无	

资料来源:完美世界,中信建投

6、积极拥抱 AI, AI+已在多方面落地。据公司年报,公司内部已成立 AI 中心,由公司游戏业务 CEO 负责,中台技术部门牵头,各项目制作人深度参与。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,例如通过 AI 技术完成场景建模、纹理渲染等;使用 AI 绘画等技术开拓设计思路与创意灵感、提升游戏研发效率。

7、投资建议:短期内,《天龙八部 2》上线后表现优秀,《幻塔》3.0 版本更新,均有望为 Q2 贡献业绩增量。长期看,公司游戏储备丰富,积极拥抱 AI, AI 技术有望为公司游戏研发降本增效、并带来收入端的增量。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 90.53 / 101.15 / 112.09 亿元,同比增长 18.03 %/ 11.73 %/ 10.82 %, 归母净利润 16.31 / 19.80 / 21.52 亿元,同比增长 18.43 %/ 21.40 %/ 8.69 %, 最新市值对应 PE 为 25.89 / 21.33 / 19.63 x。

风险提示:行业景气度下滑风险;存量游戏流水下滑风险;游戏用户总量减少风险;重点项目运营失误风险;新游戏上线延期风险;新游戏上线后表现不及预期风险;推广营销 ROI 降低风险;营销买量成本上升风险;未获版号游戏版号获取情况不及预期风险;游戏行业内容监管风险;行业竞争激烈;人力成本上升风险;核心人才流失风险;汇率波动影响净利润的风险;投资收益波动影响净利润的风险;玩家偏好转移的风险;宏观经济持续承压的风险;海外游戏发行风险;海外用户偏好把握困难的风险;海外收入增长不及预期的风险;AI 技术发展不及预期风险。

分析师介绍

杨艾莉：传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2019 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020 年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

研究助理

杨晓玮 18616817080 yangxiaowei@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk