

完美世界(002624)

报告日期: 2023年04月26日

Q1 利润符合预期, 研发投入持续增加

——完美世界点评报告

投资要点

□ 事件:

4月24日, 公司发布23Q1财报, 公司23Q1实现营收19.0亿元(YoY -10.6%, QoQ -2.82%), 实现归母净利润2.41亿元(YoY -71.3%, QoQ 扭亏), 利润符合预期, 落在先前业绩预告(2.2-2.6亿元)的中间区间。

□ 收入端: 出售子公司叠加《幻塔》自然流水衰减致 Q1 营收下滑 10.6%

23Q1 公司营收同比下滑 10.6%, 主要原因有两点: 1) 22Q1 公司欧美子公司 1 月仍并表, 营收口径较广, 剔除上述情况影响, 则营收同比下降 8.69%; 2) 22Q1 正处《幻塔》国服生命周期最高峰, 其贡献较大营收增量。目前, 《幻塔》流水已进入成熟稳定期, 流水情况同比下降。环比来看, 营收下降 2.82%, 主要是由于《幻塔》海外版仍处生命周期前期, 流水波动较大, 成为营收环比下降的主要因素。

□ 成本端: 费用端环比改善, 研发费用率保持高位

从营业成本来看, 23Q1 公司毛利率 65.2% (YoY -3.48pct, QoQ +0.41pct)。22 年同期的高毛利率水平是由于《幻塔》处于生命周期最高峰, 贡献了较大营收增量, 导致游戏业务收入占比提升, 而游戏业务的毛利率高于影视业务, 因此 22Q1 的毛利率水平达到了较高的 68.7%。随着《幻塔》国服和海外流水的自然衰减, 游戏业务营收占比逐渐回归均值, 因此毛利率水平有所回落。总体来看, 这一毛利率水平尚处历史中高位置。

从费用端来看, 公司 23Q1 费用的特点是: 费用率总体因 Q4 费用计提高峰而环比回落, 但研发费用率同比增速高于其他费用。具体来说: 公司 23Q1 销售费用 2.41 亿元 (YoY -13.0%, QoQ -20.4%), 费用率 12.7% (YoY -0.36pct, QoQ -2.81pct); 管理费用 1.87 亿元 (YoY -3.48%, QoQ -12.2%), 费用率 9.82% (YoY +0.72pct, QoQ -1.05pct); 研发费用 5.53 亿元 (YoY -1.90%, QoQ -16.3%), 费用率 29.1% (YoY +2.56pct, QoQ -4.68pct)。

从同比来看, 销售费用率和管理费用率变化较小, 分别变化-0.36/+0.72pct, 研发费用率上升较快, 增幅达 2.56pct。我们认为这是公司研发项目较多, 且积极拥抱新技术造成的。公司近期在研产品包括《百万亚瑟王》《一拳超人》《女神异闻录》《完美世界》端游新版本等, 数量较多且均为较为重度的产品。另外, 公司近期已披露成立 AI 中心, 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, 这些均需要研发费用的支撑, 因此我们预计未来公司研发费用率水平或将保持高位。环比来看, 公司三费率均下降, 这是因为 Q4 是公司计提人员奖金和全年总部费用的高峰期, Q1 自然回落。

□ 投资建议

我们看好公司的强 IP 储备, 且储备项目丰富。目前, 《天龙八部 2: 飞龙战天》已上线一周, 在 App Store 游戏畅销榜上最高冲至第 5。预计公司 23-25 年营收 91.7/99.3/112 亿元, 实现归母净利润 16.2/19.7/22.6 亿元, 同比增长 17.3%/22.0%/14.3%, 当前股价对应 PE 为 27/22/19 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

版号政策低于预期的风险, 如每年版号授予数量低于预期、版号品类限制低于预期; 地缘政治带来出海业务风险, 如游戏被整体下架; 潜在爆款产品失败的风险等。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 谢晨

执业证书号: S1230521070004
 xiechen@stocke.com.cn

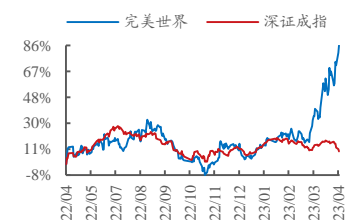
分析师: 陈磊

执业证书号: S1230521090002
 chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.41
总市值(百万元)	43,474.69
总股本(百万股)	1,939.97

股票走势图



相关报告

- 1 《Q1 扣非利润同降 47-57%, 天龙 2 上线开启新产品周期》 2023.04.21
- 2 《费用控制得当, 23 年储备多款大 IP 产品》 2023.04.10
- 3 《减值损失致 Q4 转亏, 游戏主业发展稳步推进》 2023.01.18

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,670	9,165	9,928	11,217
(+/-) (%)	-9.95%	19.48%	8.33%	12.98%
归母净利润	1,377	1,615	1,970	2,252
(+/-) (%)	273.07%	17.27%	21.96%	14.34%
每股收益(元)	0.71	0.83	1.02	1.16
P/E	31.57	26.92	22.07	19.30

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,378	8,438	11,522	14,240
现金	2,987	4,892	7,885	9,855
交易性金融资产	59	191	227	239
应收账款	982	1,462	1,186	1,805
其它应收款	133	122	154	158
预付账款	337	299	409	439
存货	1,562	1,154	1,343	1,425
其他	319	319	319	319
非流动资产	9,258	9,368	9,478	9,588
金额资产类	1,974	1,974	1,974	1,974
长期投资	2,614	2,614	2,614	2,614
固定资产	340	385	430	475
无形资产	153	153	153	153
在建工程	0	0	0	0
其他	4,177	4,242	4,307	4,372
资产总计	15,636	17,805	21,000	23,828
流动负债	4,117	4,605	5,760	6,263
短期借款	351	401	451	501
应付款项	353	754	760	868
预收账款	22	27	30	34
其他	3,392	3,424	4,520	4,861
非流动负债	2,043	2,093	2,143	2,193
长期借款	0	0	0	0
其他	2,043	2,093	2,143	2,193
负债合计	6,160	6,698	7,903	8,456
少数股东权益	317	333	353	376
归属母公司股东权	9,159	10,774	12,744	14,996
负债和股东权益	15,636	17,805	21,000	23,828

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,155	1,746	2,721	1,660
净利润	1,400	1,631	1,990	2,275
折旧摊销	347	5	5	5
财务费用	48	11	13	14
投资损失	-177	-183	-298	-337
营运资金变动	-280	366	1,075	-253
其它	-183	-84	-63	-44
投资活动现金流	1,362	70	185	224
资本支出	-207	-48	-48	-48
长期投资	138	-182	-86	-62
其他	1,430	300	319	334
筹资活动现金流	-3,022	89	87	86
短期借款	-278	50	50	50
长期借款	0	0	0	0
其他	-2,745	39	37	36
现金净增加额	-388	1,905	2,994	1,969

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,670	9,165	9,928	11,217
营业成本	2,420	3,320	4,540	4,883
营业税金及附加	33	46	50	56
营业费用	1,109	1,375	993	1,458
管理费用	734	733	695	1,010
研发费用	2,290	2,291	1,986	1,907
财务费用	32	-34	-61	-104
资产减值损失	-53	-50	25	30
公允价值变动损益	236	132	36	12
投资净收益	177	183	298	337
其他经营收益	86	92	99	112
营业利润	1,473	1,790	2,184	2,498
营业外收支	13	2	2	2
利润总额	1,486	1,793	2,186	2,500
所得税	86	161	197	225
净利润	1,400	1,631	1,990	2,275
少数股东损益	22	16	20	23
归属母公司净利润	1,377	1,615	1,970	2,252
EBITDA	1,479	1,496	1,769	2,020
EPS (最新摊薄)	0.71	0.83	1.02	1.16

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-9.95%	19.48%	8.33%	12.98%
营业利润	885.93%	21.55%	21.99%	14.35%
归属母公司净利润	273.07%	17.27%	21.96%	14.34%
获利能力				
毛利率	68.45%	63.78%	54.27%	56.46%
净利率	17.95%	17.62%	19.84%	20.08%
ROE	15.04%	14.99%	15.46%	15.02%
ROIC	8.92%	9.92%	10.18%	10.10%
偿债能力				
资产负债率	39.39%	37.62%	37.63%	35.49%
净负债比率	65.00%	60.30%	60.34%	55.01%
流动比率	1.55	1.83	2.00	2.27
速动比率	1.01	1.45	1.64	1.92
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.55	0.51	0.50
应收账款周转率	7.82	8.00	8.00	8.00
应付账款周转率	5.67	6.00	6.00	6.00
每股指标(元)				
每股收益	0.71	0.83	1.02	1.16
每股经营现金	0.60	0.90	1.40	0.86
每股净资产	4.72	5.55	6.57	7.73
估值比率				
P/E	31.57	26.92	22.07	19.30
P/B	4.75	4.04	3.41	2.90
EV/EBITDA	16.35	27.51	21.63	18.02

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>