

# 完美世界 (002624)

证券研究报告

2021年01月31日

## 20年游戏利润预增20%显示持续竞争力,影视减值落地降低未来风险,21年有望迎游戏大年

完美世界披露2020年度业绩预告,整体预计实现归母净利润15.1-15.7亿元,同比增长0.48%-4.47%;扣非后净利润10.30-10.9亿元,同比下降5.25%-增长0.27%。由于20年出于审慎原则,影视进行了存货减值计提,整体业绩基本符合预期。

**游戏业务20年预计实现净利润22.7-22.9亿元,同比增长19.62%-20.67%,移动游戏及端游流水均实现同比增长。**移动游戏方面,《诛仙》手游、《完美世界》手游、《新笑傲江湖》手游等经典游戏持续贡献良好业绩。2020年7月公测的《新神魔大陆》手游,助力公司业绩持续增长。端游方面,经典端游产品《诛仙》《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入,《DOTA2》和《CS:GO》助力电竞业务进一步增长。

影视业务方面,受市场及行业整体环境等因素影响,公司历史期间制作的部分影视剧因市场环境发生较大变化而发生减值损失,因存货减值等原因,影视业务预计亏损5-5.4亿元。同时计提天津同心影视商誉减值约3.5亿元,据股权转让协议相关约定确认业绩补偿收益,综合考虑业绩补偿收益及商誉减值损失,该部分对公司业绩无重大影响。

此外,除游戏及影视业务外,公司因业务发展需要,拟迁址至新办公场所,于2020年年内起租,目前正在装修过程中,租金、物业等相关支出及总部各管理职能部门的费用构成报告期内的总部支出。

**展望21年业务,公司储备手游产品数量丰富,类型多元。**《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》《非常英雄》《旧日传说》《一拳超人》等数款正在研发过程中。端游和主机游戏上,次世代端游大作《新诛仙世界》、端主双平台游戏《完美世界》《Magic Legends》等项目正在积极研发中。对于影视板块,目前公司已经采取了谨慎投资与积极消化库存的经营策略,以推动未来期间影视业务的稳健发展。

**投资建议:**完美世界作为国内优质研发龙头,产品线丰富并且精品项目生命周期不断拉长,21年有望迎来游戏大年,而中长期行业发展维度看,有望享受优质研发商议价力提升的红利。财务方面看,20年游戏继续健康增长,影视减值有利于减低后续风险。公司在21年1月推出回购及员工持股计划,显示了公司对未来发展前景的信心以及价值的高度认可,员工持股计划股票员工以零对价取得,更是有助于完善公司长效激励机制。

根据20年业绩预告及游戏影视项目节奏,我们下调公司20-22年净利润至15.6亿/27.1亿/33.0亿(前值24.1亿/28.9亿/34.7亿),同比增速分别为3.6%/73.8%/22.0%,对应21-22年PE分别为19.55x/16.02x,维持买入评级。

**风险提示:**游戏上线延期、游戏流水不达预期,影视项目确认不达预期,行业监管趋严,业绩预告为初步测算结果,以年报数据为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,033.77	8,039.02	10,692.47	11,988.13	13,962.15
增长率(%)	1.31	0.07	33.01	12.12	16.47
EBITDA(百万元)	3,430.12	4,516.06	3,614.82	3,222.32	3,906.35
净利润(百万元)	1,706.10	1,502.80	1,557.57	2,707.22	3,302.83
增长率(%)	13.38	(11.92)	3.64	73.81	22.00
EPS(元/股)	1.32	1.16	0.80	1.40	1.70
市盈率(P/E)	20.67	23.47	33.98	19.55	16.02
市净率(P/B)	6.27	5.56	4.62	3.81	3.14
市销率(P/S)	6.59	6.58	5.13	4.58	3.93
EV/EBITDA	10.22	12.11	13.73	14.11	11.41

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	27.28元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,939.97
流通A股股本(百万股)	1,827.22
A股总市值(百万元)	52,922.33
流通A股市值(百万元)	49,846.55
每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	27.73
一年内最高/最低(元)	63.82/24.64

### 作者

**文浩** 分析师  
SAC执业证书编号:S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

**张爽** 分析师  
SAC执业证书编号:S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《完美世界-公司点评:推出回购+员工持股,建立长效激励并显示成长信心》 2021-01-14
- 2 《完美世界-季报点评:优秀研运能力带来Q3稳健表现,多元新品储备奠定明年增长基础》 2020-11-04
- 3 《完美世界-公司点评:20Q3预增12%-21%符合预期,后续产品储备丰富,优质研发有望享受行业红利》 2020-10-14

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,228.91	2,525.50	3,586.72	7,164.08	8,337.38
应收票据及应收账款	1,964.39	2,354.70	3,288.54	3,038.52	4,330.39
预付账款	789.74	541.88	1,722.12	711.46	2,103.31
存货	2,141.80	1,760.21	1,006.89	1,156.29	1,189.35
其他	1,658.44	2,949.81	3,981.49	3,491.51	3,812.60
<b>流动资产合计</b>	<b>10,783.28</b>	<b>10,132.11</b>	<b>13,585.76</b>	<b>15,561.87</b>	<b>19,773.03</b>
长期股权投资	1,559.23	1,913.90	1,913.90	1,913.90	1,913.90
固定资产	362.34	364.02	303.63	243.24	182.85
在建工程	0.00	47.55	47.55	47.55	47.55
无形资产	86.84	368.14	330.89	283.22	225.11
其他	3,186.60	3,803.68	2,363.66	3,066.82	2,711.53
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,195.00</b>	<b>6,497.28</b>	<b>4,959.63</b>	<b>5,554.73</b>	<b>5,080.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,978.28</b>	<b>16,629.39</b>	<b>18,545.39</b>	<b>21,116.60</b>	<b>24,853.97</b>
短期借款	1,270.02	1,138.64	1,500.00	1,500.00	1,500.00
应付票据及应付账款	393.09	486.39	645.61	571.18	836.20
其他	2,258.18	3,174.58	1,971.73	2,311.01	2,628.62
<b>流动负债合计</b>	<b>3,921.30</b>	<b>4,799.61</b>	<b>4,117.34</b>	<b>4,382.20</b>	<b>4,964.82</b>
长期借款	793.75	225.32	225.32	120.00	120.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,954.33	1,475.72	1,715.03	1,595.38	1,655.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,748.08</b>	<b>1,701.04</b>	<b>1,940.34</b>	<b>1,715.38</b>	<b>1,775.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,669.38</b>	<b>6,500.65</b>	<b>6,057.68</b>	<b>6,097.57</b>	<b>6,740.03</b>
少数股东权益	869.77	614.03	609.37	622.98	646.26
股本	1,386.49	1,364.86	2,011.33	2,011.33	2,011.33
资本公积	2,908.17	2,325.47	2,528.51	2,528.51	2,528.51
留存收益	7,497.07	8,184.27	9,867.00	12,384.72	15,456.36
其他	(3,352.60)	(2,359.89)	(2,528.51)	(2,528.51)	(2,528.51)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,308.90</b>	<b>10,128.75</b>	<b>12,487.70</b>	<b>15,019.03</b>	<b>18,113.95</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>15,978.28</b>	<b>16,629.39</b>	<b>18,545.39</b>	<b>21,116.60</b>	<b>24,853.97</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,759.39	1,447.16	1,557.57	2,707.22	3,302.83
折旧摊销	166.48	141.50	147.63	158.07	168.50
财务费用	242.95	240.19	160.39	167.83	181.51
投资损失	(464.55)	(229.40)	(210.00)	(250.00)	(270.00)
营运资金变动	(1,252.26)	(1,643.37)	(1,331.74)	830.79	(1,933.87)
其它	(581.99)	2,067.37	345.34	13.60	23.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>(129.99)</b>	<b>2,023.44</b>	<b>669.20</b>	<b>3,627.52</b>	<b>1,472.25</b>
资本支出	(938.10)	966.85	(189.30)	169.65	(9.83)
长期投资	77.16	354.66	0.00	0.00	0.00
其他	3,836.79	(3,315.84)	(0.70)	30.35	229.83
<b>投资活动现金流</b>	<b>2,975.85</b>	<b>(1,994.32)</b>	<b>(190.00)</b>	<b>200.00</b>	<b>220.00</b>
债权融资	2,063.77	1,788.96	1,725.32	1,832.50	1,726.25
股权融资	(1,175.47)	(400.53)	723.53	(167.83)	(181.51)
其他	(2,840.57)	(2,815.07)	(1,866.84)	(1,914.82)	(2,063.70)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,952.27)</b>	<b>(1,426.65)</b>	<b>582.02</b>	<b>(250.16)</b>	<b>(518.96)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>893.59</b>	<b>(1,397.53)</b>	<b>1,061.21</b>	<b>3,577.37</b>	<b>1,173.29</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>8,033.77</b>	<b>8,039.02</b>	<b>10,692.47</b>	<b>11,988.13</b>	<b>13,962.15</b>
营业成本	3,549.95	3,141.66	4,527.99	4,867.16	5,629.55
营业税金及附加	43.46	31.22	42.77	47.95	55.85
营业费用	880.39	1,145.02	1,582.49	1,750.27	2,010.55
管理费用	704.21	684.54	898.17	839.17	893.58
研发费用	1,413.11	1,504.47	1,603.87	1,690.33	1,926.78
财务费用	167.83	206.21	160.39	167.83	181.51
资产减值损失	10.39	(707.10)	(870.00)	(21.00)	(22.00)
公允价值变动收益	0.00	427.38	350.00	0.00	0.00
投资净收益	464.55	229.40	210.00	250.00	270.00
其他	(1,092.40)	34.48	520.00	(558.00)	(596.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,892.28</b>	<b>1,341.73</b>	<b>1,666.80</b>	<b>2,954.42</b>	<b>3,612.35</b>
营业外收入	30.87	10.46	10.00	10.00	10.00
营业外支出	7.40	6.33	7.00	7.00	7.00
<b>利润总额</b>	<b>1,915.74</b>	<b>1,345.86</b>	<b>1,669.80</b>	<b>2,957.42</b>	<b>3,615.35</b>
所得税	156.36	(101.29)	116.89	236.59	289.23
<b>净利润</b>	<b>1,759.39</b>	<b>1,447.16</b>	<b>1,552.91</b>	<b>2,720.83</b>	<b>3,326.12</b>
少数股东损益	53.28	(55.64)	(4.66)	13.60	23.28
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,706.10</b>	<b>1,502.80</b>	<b>1,557.57</b>	<b>2,707.22</b>	<b>3,302.83</b>
每股收益(元)	1.32	1.16	0.80	1.40	1.70

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.31%	0.07%	33.01%	12.12%	16.47%
营业利润	19.05%	-29.09%	24.23%	77.25%	22.27%
归属于母公司净利润	13.38%	-11.92%	3.64%	73.81%	22.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	55.81%	60.92%	57.65%	59.40%	59.68%
净利率	21.24%	18.69%	14.57%	22.58%	23.66%
ROE	20.22%	15.79%	13.11%	18.81%	18.91%
ROIC	34.01%	34.04%	42.92%	43.30%	69.93%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.74%	39.09%	32.66%	28.88%	27.12%
净负债率	-23.26%	-7.27%	-14.91%	-35.50%	-36.50%
流动比率	2.75	2.11	3.30	3.55	3.98
速动比率	2.20	1.74	3.06	3.29	3.74
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.43	3.72	3.79	3.79	3.79
存货周转率	4.32	4.12	7.73	11.08	11.90
总资产周转率	0.49	0.49	0.61	0.60	0.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.32	1.16	0.80	1.40	1.70
每股经营现金流	-0.07	1.04	0.34	1.87	0.76
每股净资产	4.35	4.90	5.91	7.16	8.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.67	23.47	33.98	19.55	16.02
市净率	6.27	5.56	4.62	3.81	3.14
EV/EBITDA	10.22	12.11	13.73	14.11	11.41
EV/EBIT	10.59	12.43	14.31	14.84	11.92

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com