

证券研究报告

公司研究

点评报告

完美世界 (002624.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

王建会 传媒行业分析师

执业编号: S1500519120001

联系电话: 13162718696

邮箱: wangjianhui@cindasc.com

王婷 研究助理

联系电话: 13062698326

邮箱: wangting@cindasc.com

相关研究

完美世界 (002624.SZ) 深度报告:

《品质为王, 影游龙头扬帆起航》

2020.5

完美世界 2020 年半年报业绩点评:

《上半年游戏业务大增, 静待 21 年业绩开花》2020.8

完美世界 2020 年三季报业绩点评:

《游戏业务稳健增长, 21 年储备丰富期待新品类》2020.10

## 轻装上阵, 迎接产品新周期

2021 年 1 月 31 日

**事件:** 公司于 2021 年 1 月 29 日发布 2020 年度业绩预告, 预计 2020 年实现归母净利润 15.1-15.7 亿元, 同比增长 0.48%-4.47%, 实现扣非归母净利润 10.3-10.9 亿元, 同比变化-5.25%-0.27%。

**点评:**

- **游戏业务贡献业绩增速, 影视业务存货减值后 2021 有望轻装上阵。** 公司预计 2020 年实现归母净利润 15.1-15.7 亿元, 同比增长 0.48%-4.47%, 其中, 游戏业务预计实现净利润 22.7-22.9 亿元, 同比增长 19.62%-20.67%, 影视业务受存货减值影响预计亏损 5-5.4 亿元。游戏业务的增长主要因为《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等 MMORPG 老游戏基本盘稳固, 2020 年 7 月上线的《新神魔大陆》作为公司自主买量产品成功验证品效合一的买量策略, 首月流水 5 亿元。此外, 端游《诛仙》、《完美世界国际版》持续贡献稳定收入, 《DOTA2》、《CS:GO》助力电竞业务增长。2020 年影视剧存货减值后, 我们期待公司在 2021 年轻装上阵, 丰富的产品储备和品类多样化下, 业绩有望稳定持续增长。
- **抓住用户群, 期待 2021 年三款重磅产品在玩法、题材上的微创新。** 公司 2021 年上半年主要有三款重磅产品, 分别为回合制 MMORPG 《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》和二次元开放世界玩法的《幻塔》。公司以往在即时制 MMORPG 领域拥有多款长生命周期代表作, 《梦幻新诛仙》在经典诛仙 IP 的加持下有望成为公司回合制 MMORPG 的标杆产品, 目前定档 5 月 28 日。《战神遗迹》的魔幻题材符合欧美用户审美, 有利于其打开欧美市场。《幻塔》目前是用户期待较高的一款二次元开放世界玩法的 MMO, 预计暑期档上线。这款产品是体现公司围绕年轻用户群做微创新的一款标杆产品, 迎合了广大泛二次元用户的审美需求。下半年, 公司储备包括二次元竞技游戏《一拳超人》、日本 IP 的 ARPG 游戏以及《仙剑奇侠传》系列等。我们认为明后年将是公司产品新周期, 拥抱年轻用户、小步快跑拓品类是未来的战略主题。
- **影视业务减量求质、收缩投资, 未来对业绩影响较小。** 由于前两年演员成本较高, 加上近两年影视剧销售价格降低, 导致影视剧行业出现成本与价格倒挂的现象, 故电视剧业务出现亏损。2020 年以及未来公司的电视剧业务主要围绕两点: 1、加速去库存, 2020 年确认了 9 部剧的收入, 去库存效果较好; 2、适度收缩影视业务投资, 选择风险较低且高品质项目谨慎开机, 2020 年四个新开机剧中三个是定制剧。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 96.5 亿元、125.4 亿元、156.8 亿元, 同比增加 20%、30%、25%, 归母净利润分别为 15.2 亿元、25.1 亿元、27.4 亿元, 同比增加 1.3%、65%、8.9%, 摊薄 EPS 分别为每股 1.18 元、1.94 元、2.12 元, 对应 2021 年 1 月 29 日收盘价 (每股 27.28 元) 动态 PE 分别为 23 倍、14 倍、13

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**政策监管趋严的风险、新游排期延期的风险、游戏流水不达预期的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,033.77	8,039.02	9,646.83	12,540.87	15,676.09
增长率 YoY %	1.31%	0.07%	20.00%	30.00%	25.00%
归属母公司净利润 (百万元)	1,706.10	1,502.80	1,522.77	2,512.90	2,737.61
增长率 YoY%	13.38%	-11.92%	1.33%	65.02%	8.94%
毛利率%	55.81%	60.92%	59.00%	59.00%	59.00%
净资产收益率ROE%	20.80%	16.74%	14.82%	20.44%	18.35%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.16	1.18	1.94	2.12
市盈率 P/E(倍)	21	23	23	14	13
市净率 P/B(倍)	4.18	3.71	3.20	2.60	2.17

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年1月29日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	10,783	10,132	11,850	14,701	17,800	
货币资金	4,229	2,526	3,176	4,310	5,549	
应收票据	0	85	102	132	165	
应收账款	1,964	2,270	2,724	3,541	4,427	
预付账款	790	542	682	887	1,109	
存货	2,142	1,760	2,216	2,881	3,601	
其他	1,658	2,950	2,950	2,950	2,950	
<b>非流动资产</b>	5,195	6,497	6,551	6,626	6,711	
长期股权投资	1,559	1,914	1,914	1,914	1,914	
固定资产	362	364	403	471	523	
无形资产	87	214	264	316	385	
其他	3,187	4,005	3,969	3,925	3,888	
<b>资产总计</b>	15,978	16,629	18,401	21,326	24,511	
<b>流动负债</b>	3,921	4,800	5,105	5,610	6,158	
短期借款	1,270	1,139	1,139	1,139	1,139	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	393	486	612	796	995	
其他	2,258	3,175	3,354	3,676	4,025	
<b>非流动负债</b>	2,748	1,701	1,701	1,701	1,701	
长期借款	794	225	225	225	225	
其他	1,954	1,476	1,476	1,476	1,476	
<b>负债合计</b>	6,669	6,501	6,806	7,311	7,859	
少数股东权益	870	614	558	465	363	
归属母公司净利润	8,439	9,515	11,037	13,550	16,288	
<b>负债和股东权益</b>	15,978	16,629	18,401	21,326	24,511	

#### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,034	8,039	9,647	12,541	15,676
同比	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,706	1,503	1,523	2,513	2,738
同比	0	0	0	1	0
毛利率(%)	1	1	1	1	1
ROE%	0	0	0	0	0
EPS(摊薄)(元)	1	1	1	2	2
P/E	21	23	23	14	13
P/B	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	17	23	21	13	12

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业总收入</b>	8,034	8,039	9,647	12,541	15,676	
营业成本	3,550	3,142	3,955	5,142	6,427	
营业税金及附加	43	31	39	50	63	
销售费用	880	1,145	1,447	1,944	2,508	
管理费用	704	685	386	502	627	
研发费用	1,413	1,504	1,543	2,007	2,508	
财务费用	168	206	135	141	122	
减值损失合	10	-729	-992	-623	-1,045	
投资净收益	465	229	256	274	253	
其他	163	-942	-1,875	-1,147	-1,987	
<b>营业利润</b>	1,892	1,342	1,514	2,507	2,732	
营业外收支	23	4	14	15	15	
<b>利润总额</b>	1,916	1,346	1,528	2,522	2,747	
所得税	156	-101	62	102	111	
<b>净利润</b>	1,759	1,447	1,466	2,420	2,636	
少数股东损	53	-56	-56	-93	-101	
<b>归属母公司</b>	1,706	1,503	1,523	2,513	2,738	
EBITDA	2,325	1,728	1,806	2,818	3,058	
EPS(当	1.23	1.10	1.18	1.94	2.12	

#### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-130	2,002	767	1,256	1,423
净利润	1,759	1,447	1,466	2,420	2,636
折旧摊销	166	142	116	130	146
财务费用	243	240	162	167	165
投资损失	-465	-229	-256	-274	-253
营运资金变动	-1,725	398	-1,755	-1,834	-2,358
其它	-109	4	1,032	648	1,087
<b>投资活动现金流</b>	2,976	-1,994	47	44	-20
资本支出	-96	-445	-209	-230	-273
长期投资	2,775	4,355	256	274	253
其他	297	-5,905	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1,952	-1,427	-162	-167	-165
吸收投资	2	3	0	0	0
借款	-215	-292	0	0	0
支付利息或股息	476	467	162	167	165
<b>现金流净增加额</b>	920	-1,384	651	1,134	1,239

## 研究团队简介

**王建会**，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

**王婷**，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

**王晓羽**，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

**李盈睿**，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。