

完美世界 (002624)

高基数下 21Q1 回落符合预期，近 30 款游戏储备支撑长线发展

完美世界披露 20 年业绩快报及 21Q1 业绩预告，具体数据如下，

20 年业绩快报：公司 20 年预计实现营收 102.25 亿元，同比增长 27.19%；归母净利润 15.49 亿元，同比增长 3.04%。其中游戏业务实现营收 92.62 亿元，同比增加 35%，游戏业务净利润约 22.85 亿元，预计同比增长 20.41%。核心品类 MMORPG 的市场占有率提升至 24.4%。影视净利润亏损 4.96 亿。

21Q1 业绩预告：公司 21Q1 预计实现归母净利润 4.4-4.8 亿元，同比下降 28.37%-下降 21.86%，其中非经常损益 1.45 亿，扣非后净利润同比下降 50.7%-下降 44.0%；其中 21Q1 游戏业务预计净利润 4.1-4.3 亿元，同比下降 15.19%-19.13%，其中游戏非经常损益约 9500 万。**我们认为游戏业绩下降主要由于去年同期为疫情效应下高基数，21Q1 疫情效应同比减弱，游戏流水有自然下滑，同时从产品周期看，近期公司上线重量级新品较少，因而缺少新增流水，整体来看一季度的业绩同比回落符合预期。**

从未来游戏储备和产品类型看，公司长线发展优势依然显著。

游戏业务方面，公司在 4 月 13 日举行的战略发布会，公布了近 30 款多元化重磅新品，宣布与五大 IP 建立合作，并协同多个全新计划同步上线。21Q2 起公司将陆续上线多款重要游戏新品，同时目前《战神遗迹》《梦幻新诛仙》《幻塔》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等精品游戏正在积极推进中，其中《战神遗迹》计划于 5 月 20 日公测；同时，公司发布的储备游戏在类型和题材上更多元以及更加年轻化，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、卡牌、沙盒、休闲等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、西方魔幻、东方仙侠、东方武侠等多种题材，融合了开放世界等全新元素。

我们认为公司的游戏储备的发布，一方面提供了未来游戏增长的产品支撑，另一方面展示了完美在面对市场及用户需求变化趋势下，保持核心优势的同时，对多元类型的积极布局和探索，有助于开拓更广泛用户人群。

影视业务方面，20 年公司进行了存货和商誉减值，降低未来影视业务的大幅减值风险。未来公司在影视方面谨慎投资与积极消化库存相结合，在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略，以期实现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，游戏战略会的发布更是为长线发展提供坚实基础；行业发展维度看，则有望享受优质研发商议价力提升的红利。考虑一季度业绩及公司游戏上线节奏，我们下调公司 21-22 年净利润（前值 27.1 亿/33.0 亿元），预计 2020-2022 年净利润分别为 15.5 亿/23.5 亿/30.0 亿元，同比增速分别为 3.0%/51.7%/27.8%，对应 21-22 年 PE 分别为 17.6x/13.8x，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，业绩快报及预告为初步测算结果，以正式财报数据为准。

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	10,223.66	11,087.56	13,637.70
增长率(%)	1.31	0.07	27.18	8.45	23.00
EBITDA(百万元)	3,430.12	4,516.06	3,594.46	2,822.77	3,568.90
净利润(百万元)	1,706.10	1,502.80	1,548.22	2,348.33	3,000.08
增长率(%)	13.38	(11.92)	3.02	51.68	27.75
EPS(元/股)	1.32	1.16	0.80	1.21	1.55
市盈率(P/E)	16.16	18.35	26.73	17.62	13.79
市净率(P/B)	4.90	4.35	3.68	3.10	2.58
市销率(P/S)	5.15	5.15	4.20	3.87	3.15
EV/EBITDA	10.22	12.11	10.42	11.99	9.36

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	21.33 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)	41,379.52
流通 A 股市值(百万元)	38,974.59
每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	27.73
一年内最高/最低(元)	63.82/19.05

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

- 《完美世界-公司点评: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》2021-01-31
- 《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
- 《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

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	3,678.35	6,797.52	7,516.35
应收票据及应收账款	1,964.39	2,354.70	3,041.12	2,810.65	4,387.02
预付账款	789.74	541.88	1,578.15	677.69	2,096.40
存货	2,141.80	1,760.21	830.93	1,174.26	1,137.48
其他	1,658.44	2,949.81	3,963.26	3,474.71	3,816.78
流动资产合计	10,783.28	10,132.11	13,091.81	14,934.83	18,954.04
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
非流动资产合计	5,195.00	6,497.28	4,959.63	5,554.73	5,080.94
资产总计	15,978.28	16,629.39	18,051.44	20,489.56	24,034.98
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	573.62	554.30	832.75
其他	2,258.18	3,174.58	1,870.06	2,251.41	2,638.16
流动负债合计	3,921.30	4,799.61	3,943.68	4,305.70	4,970.91
长期借款	793.75	225.32	120.00	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
非流动负债合计	2,748.08	1,701.04	1,835.03	1,715.38	1,775.20
负债合计	6,669.38	6,500.65	5,778.71	6,021.08	6,746.11
少数股东权益	869.77	614.03	606.33	618.13	648.43
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	2,325.47	2,325.47	2,325.47
留存收益	7,497.07	8,184.27	9,655.08	11,839.03	14,629.10
其他	(3,352.60)	(2,359.89)	(2,325.47)	(2,325.47)	(2,325.47)
股东权益合计	9,308.90	10,128.75	12,272.74	14,468.48	17,288.86
负债和股东权益总	15,978.28	16,629.39	18,051.44	20,489.56	24,034.98

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,759.39	1,447.16	1,548.22	2,348.33	3,000.08
折旧摊销	166.48	141.50	147.63	158.07	168.50
财务费用	242.95	240.19	153.35	165.54	168.00
投资损失	(464.55)	(229.40)	(210.00)	(270.00)	(250.00)
营运资金变动	(1,252.26)	(1,643.37)	(919.82)	602.85	(2,113.80)
其它	(581.99)	2,067.37	342.30	11.80	30.30
经营活动现金流	(129.99)	2,023.44	1,061.69	3,016.59	1,003.09
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)	50.35	209.83
投资活动现金流	2,975.85	(1,994.32)	(190.00)	220.00	200.00
债权融资	2,063.77	1,788.96	1,620.00	1,832.50	1,726.25
股权融资	(1,175.47)	(400.53)	527.53	(165.54)	(168.00)
其他	(2,840.57)	(2,815.07)	(1,866.37)	(1,784.38)	(2,042.51)
筹资活动现金流	(1,952.27)	(1,426.65)	281.16	(117.43)	(484.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	893.59	(1,397.53)	1,152.85	3,119.17	718.84

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
营业收入	8,033.77	8,039.02	10,223.66	11,087.56	13,637.70
营业成本	3,549.95	3,141.66	4,240.06	4,511.68	5,548.18
营业税金及附加	43.46	31.22	40.89	44.35	54.55
营业费用	880.39	1,145.02	1,513.10	1,640.96	2,004.74
管理费用	704.21	684.54	858.79	853.74	954.64
研发费用	1,413.11	1,504.47	1,554.00	1,663.13	1,950.19
财务费用	167.83	206.21	153.35	165.54	168.00
资产减值损失	10.39	(707.10)	(870.00)	(21.00)	(25.00)
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	270.00	250.00
其他	(1,092.40)	34.48	520.00	(603.20)	(558.50)
营业利润	1,892.28	1,341.73	1,653.47	2,562.36	3,290.90
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
利润总额	1,915.74	1,345.86	1,656.47	2,565.36	3,293.90
所得税	156.36	(101.29)	115.95	205.23	263.51
净利润	1,759.39	1,447.16	1,540.52	2,360.13	3,030.39
少数股东损益	53.28	(55.64)	(7.70)	11.80	30.30
归属于母公司净利润	1,706.10	1,502.80	1,548.22	2,348.33	3,000.08
每股收益(元)	1.32	1.16	0.80	1.21	1.55

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.31%	0.07%	27.18%	8.45%	23.00%
营业利润	19.05%	-29.09%	23.23%	54.97%	28.43%
归属于母公司净利润	13.38%	-11.92%	3.02%	51.68%	27.75%
获利能力					
毛利率	55.81%	60.92%	58.53%	59.31%	59.32%
净利率	21.24%	18.69%	15.14%	21.18%	22.00%
ROE	20.22%	15.79%	13.27%	16.96%	18.03%
ROIC	34.01%	34.04%	42.44%	40.34%	66.20%
偿债能力					
资产负债率	41.74%	39.09%	32.01%	29.39%	28.07%
净负债率	-23.26%	-7.27%	-16.77%	-34.32%	-33.49%
流动比率	2.75	2.11	3.32	3.47	3.81
速动比率	2.20	1.74	3.11	3.20	3.58
营运能力					
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	7.89	11.06	11.80
总资产周转率	0.49	0.49	0.59	0.58	0.61
每股指标(元)					
每股收益	1.32	1.16	0.80	1.21	1.55
每股经营现金流	-0.07	1.04	0.55	1.55	0.52
每股净资产	4.35	4.90	5.80	6.89	8.27
估值比率					
市盈率	16.16	18.35	26.73	17.62	13.79
市净率	4.90	4.35	3.68	3.10	2.58
EV/EBITDA	10.22	12.11	10.42	11.99	9.36
EV/EBIT	10.59	12.43	10.87	12.71	9.83

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