

# 基本盘稳固，强研发能力支撑产品向年轻化、多元化突围

## ——完美世界 (002624) 点评报告

买入 (维持)

2021年04月15日

### 事件要点:

4月14日,公司披露20年业绩快报及21Q1业绩预告。20年公司实现营业收入102.25亿元(YoY+27.19%),其中,游戏业务实现营业收入92.62亿元(YoY+35.00%),影视业务实现营业收入9.63亿元(YoY-18.30%);归属于上市公司股东的净利润15.49亿元(YoY+3.04%)。预计21Q1游戏业务净利润4.1~4.3亿元(YoY-15.19%~-19.13%)。4月13日,公司游戏战略发布会举行,公开旗下近30款储备新品的最新信息。

### 投资要点:

- **高基数压力、产品节奏因素导致21Q1业绩有所下滑,但符合预期;20年业绩验证公司强大研发实力和长线运营能力。**公司20年游戏业务实现净利润约22.85亿元(YoY+20.41%),《诛仙》手游、《完美世界》手游、《新笑傲江湖》手游等经典游戏通过内容更新、立体营销、精细化长线运营等方式延续良好的市场表现,验证长线运营实力;21Q1营收下滑的主要原因有:疫情红利降温下游戏流水自然回落;产品排期问题——20Q1恰逢19年12月推出《新笑傲江湖》手游上线后大幅贡献流水时期,21Q1暂无重磅新品。**影视业务方面**,20年因存货减值等原因影视业务预亏4.96亿元,对收购的天津同心影视传媒公司计提商誉减值准备3.47亿元,但业绩补偿收益已取得(包括该收益在内的非经常性损益共5.05亿元)。21Q1公司出品的《上阳赋》《暴风眼》多部精品电视剧相继播出,取得了良好的市场口碑。
- **21年各季度均有重磅新品推出,全年业绩可期。**年内预计上线的产品包括《战神遗迹》(5月20日公测)、《梦幻新诛仙》(4月30日进行删档付费测试,预计5月28日上线)《幻塔》(暑期档,新一轮测试在即)《一拳超人:世界》(预计Q4)《仙剑奇侠传》(预计Q4)等,产品线丰富、业绩增量可期。新游释放业绩叠加老游戏的长线运营,有望驱动公司业绩的稳健增长。影视剧上,公司储备的《光荣与梦想》《舍我其谁》《昔有琉璃瓦》《月里青山淡如画》《山河表里》等影视作品正在制作过程中,涵盖主旋律、青春甜宠、耽改等多种题材,有望获得较好收益。

### 基础数据

总股本(百万股)	1,939.97
流通A股(百万股)	1,827.22
收盘价(元)	21.22
总市值(亿元)	411.66
流通A股市值(亿元)	387.74

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

- 万联证券研究所 20210201-公司事项点评-AAA-完美世界2020年业绩预告点评
- 万联证券研究所 20201101-公司季报点评-AAA-完美世界(002624.SZ) 三季度点评报告
- 万联证券研究所 20200906-公司首次覆盖

### 分析师:

夏清莹

执业证书编号: S0270520050001

电话: 075583228231

邮箱: xiaqy1@wlzq.com.cn

### 研究助理:

杨岚

电话: 17620199511

邮箱: yanglan1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8039.02	10224.77	12090.00	15146.00
增长比率(%)	0	27	18	25
净利润(百万元)	1502.80	1548.51	2678.68	3384.80
增长比率(%)	-12	3	73	26
每股收益(元)	0.77	0.80	1.38	1.74
市盈率(倍)	27.54	26.72	15.45	12.23
市净率(倍)	4.35	3.67	3.09	2.57

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

- **精品游戏储备丰富多元，自主研发和 IP 游戏占比高，精品化大潮下有望爆款迭出。**公司在保持既有核心优势的基础上，持续加大细分游戏市场的布局，4 月 13 日完美世界游戏战略发布会上公布了近三十款多元化重磅新品，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，其中：**1) 自研已有 IP:**《完美世界》IP-采用行业领先的虚幻引擎 4 打造的《完美新世界》手游、《Perfect new world》;《诛仙》IP-《梦幻新诛仙》手游、《诛仙 2》手游、新《诛仙世界》端游; **武侠、魔幻 IP-**《天龙八部 2 手游》、《香蜜沉沉烬如霜》《仙剑奇侠传》《梦间集 2》《代号：火山》《战神遗迹》。**2) 自研授权 IP:** 包括日系/二次元类，女神异闻录 IP 正统 JRPG 手游《CODE NAME: X》、神级漫改动作手游《一拳超人：世界》、经典二次元“百万亚瑟王”CCG 卡牌手游《代号：MA》等; **国漫类的彩条屋国漫 IP-**《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《西游记之大圣归来》三部动画电影 IP 授权游戏产品、B 站/艺画开天动漫 IP “灵笼”系列 IP 游戏、乙女解密向手游《黑猫奇闻社》等。**3) 自研原创 IP:** 轻科幻二次元开放世界 ARPG 手游《幻塔》、蒸汽幻想手游《代号：R》、异星科幻开放世界手游《Project: 棱镜》、二次元冒险 RPG 手游《Project: Bard》。
- **盈利预测与投资建议:** 我们认为完美世界作为已成立 17 年的老牌游戏大厂，自研能力出色、近年来运营能力不断提升。在此之下，未来 MMO 优势品类进一步巩固、符合 Z 世代偏好的新游不断推出，“旧红利”下实现的优势依然有助于公司抓住“新红利”。影视业务受行业环境影响，近年来影响整体利润并压制估值，但行业环境不断改善、库存去化，影视业务将边际向好。预计 2021-2022 年公司分别实现营收 120.90/151.46 亿元，归母净利润 26.79/33.85 亿元，EPS 分别为 1.38/1.74 元。20-22 年归母净利润对应 4 月 15 日收盘价的 PE 分别为 26.7X/15.5X/12.2X，**维持“买入”评级。**
- **风险因素:** 政策监管风险、行业竞争程度加剧、新产品上线进度和表现不及预期、新技术变革不及预期。

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>8039</b>	<b>10225</b>	<b>12090</b>	<b>15146</b>
%同比增速	0%	27%	18%	25%
营业成本	3142	3919	4598	5691
毛利	4897	6306	7492	9455
%营业收入	61%	62%	62%	62%
税金及附加	31	46	54	68
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	1145	1738	2176	2726
%营业收入	14%	17%	18%	18%
管理费用	685	814	991	1212
%营业收入	9%	8%	8%	8%
研发费用	1504	1789	2104	2575
%营业收入	19%	18%	17%	17%
财务费用	206	124	86	71
%营业收入	3%	1%	1%	0%
资产减值损失	-707	-850	0	0
信用减值损失	-21	35	0	0
其他收益	89	102	121	151
投资收益	229	180	213	267
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	427	350	403	311
资产处置收益	-2	-2	-2	-3
<b>营业利润</b>	<b>1342</b>	<b>1609</b>	<b>2814</b>	<b>3529</b>
%营业收入	17%	16%	23%	23%
营业外收支	4	28	7	36
<b>利润总额</b>	<b>1346</b>	<b>1637</b>	<b>2821</b>	<b>3565</b>
%营业收入	17%	16%	23%	24%
所得税费用	-101	115	169	214
净利润	1447	1523	2652	3351
%营业收入	18%	15%	22%	22%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1503</b>	<b>1549</b>	<b>2679</b>	<b>3385</b>
%同比增速	-12%	3%	73%	26%
少数股东损益	-56	-26	-27	-34
EPS (元/股)	0.77	0.80	1.38	1.74

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.77	0.80	1.38	1.74
BVPS	4.90	5.82	6.91	8.30
PE	27.54	26.72	15.45	12.23
PEG	—	12.15	0.29	0.64
PB	4.35	3.67	3.09	2.57
EV/EBITDA	35.56	26.15	23.30	16.93
ROE	16%	14%	20%	21%
ROIC	14%	13%	13%	14%

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2526	2935	5919	8144
交易性金融资产	2249	2249	2249	2249
应收票据及应收账款	2355	2891	3418	4282
存货	1760	2147	1260	1559
预付款项	542	392	665	765
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	701	379	250	233
流动资产合计	10132	10993	13760	17232
长期股权投资	1914	2614	2614	2614
固定资产	364	406	408	423
在建工程	48	184	184	184
无形资产	214	339	439	551
商誉	620	270	270	270
递延所得税资产	585	585	585	585
其他非流动资产	2753	2782	2817	2854
<b>资产总计</b>	<b>16629</b>	<b>18173</b>	<b>21077</b>	<b>24714</b>
短期借款	1139	1300	1300	1300
应付票据及应付账款	486	543	640	806
预收账款	606	0	0	0
合同负债	0	980	1150	1423
应付职工薪酬	516	535	637	809
应交税费	289	404	467	583
其他流动负债	2902	2068	2123	2225
流动负债合计	4800	4529	5017	5846
长期借款	225	175	375	475
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	46	48	48	48
其他非流动负债	1430	1549	1664	1721
<b>负债合计</b>	<b>6501</b>	<b>6302</b>	<b>7104</b>	<b>8090</b>
归属于母公司的所有者权益	9515	11282	13411	16096
少数股东权益	614	588	562	528
<b>股东权益</b>	<b>10129</b>	<b>11870</b>	<b>13973</b>	<b>16624</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>16629</b>	<b>18173</b>	<b>21077</b>	<b>24714</b>

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2023</b>	<b>776</b>	<b>2983</b>	<b>2606</b>
投资	-1564	-700	0	0
资本性支出	-445	-544	-264	-290
其他	15	537	621	581
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1994</b>	<b>-707</b>	<b>357</b>	<b>291</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	3	575	0	0
银行贷款增加(减少)	1876	111	200	100
筹资成本	-467	-441	-671	-830
其他	-2839	120	114	57
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1427</b>	<b>366</b>	<b>-356</b>	<b>-672</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1384</b>	<b>409</b>	<b>2984</b>	<b>2225</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场