

公司研究

长生命周期精品游戏护航游戏业务高速增长，未来新品类型丰富

——完美世界（002624.SZ）2020 年报及 2021 一季报点评

要点

事件：公司发布20年年报及21年一季报。20年全年公司实现营收102.2亿元，同比增长27.2%；实现归母净利润15.5亿元，同比增长3.0%。21Q1公司实现营收22.3亿元，同比下滑13.3%；实现归母净利润4.6亿元，同比下降24.4%。

点评：2020 年全年游戏业务营收得益于热门游戏的畅销增幅明显，影视业绩因行业阶段性调整而下滑。1) 游戏业务收入 92.6 亿元，同比增长 35.0%，占总收入比例 91%(+5.2pct)；实现净利润 22.9 亿元，同比增长 20.4%，主要由于公司具备持续产出长生命周期精品游戏的强研发实力，且实行“品效合一”的发行策略，核心品类 MMORPG 的市占率提升至 24.4%，《诛仙》、《完美世界》等经典 IP 的手游、端游流水稳定，新上线的《新神魔大陆》手游深受玩家认可，推动业绩持续增长；2) 影视业务收入 9.6 亿元，同比减少 18.3%，占总收入比例 9%(-5.2pct)，主要系在政策监管升级、视频平台制播体系变革、内容消费升级等因素影响下，影视行业进入阶段性调整期；3) 销售费用同比增加 59.9%，原因是游戏收入结构中自主发行游戏占比大幅提高，市场宣传及推广费用增加。

2021Q1 营收同比减少 13.3%，业绩主要来自游戏业务。1) 游戏业务本期实现净利润 4.3 亿元，同比下降 15.7%，一方面原因是疫情红利降温，业绩自然回落，另一方面近期公司上线的重量级新品较少，业绩受产品周期影响；2) 影视业务受行业及市场因素影响，营收同比下降。

游戏储备丰富贡献业绩增量，影视业务有序推进促进收入结构健康多元化。1) 公司于 2021 年 4 月 13 日的战略发布会上公布了近 30 款重磅新品，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、卡牌等多种类型，涉及题材广泛。其中魔幻风 ARPG 手游《战神遗迹》将于 5 月 20 日公测，《幻塔》、《天龙八部 2 手游》、《一拳超人》等产品正在积极推进中。此外，公司获得了《仙剑奇侠传》、《哪吒之魔童转世》等顶级 IP 的游戏联合开发权或改编授权；2) 公司已储备多部优质影视产品，《光荣与梦想》、《舍我其谁》、《昔有琉璃瓦》等多个项目处于制作过程中，影视业务有望随着新剧播出逐渐恢复。

盈利预测、估值与评级：公司维持行业领先的游戏研发能力，并持续增加研发投入；游戏业务全平台覆盖，探索各个细分游戏市场的机会；精品游戏护航游戏业绩，长线化运营能力创造更多变现空间；深化电竞领域布局，提升电竞产业的优势地位；进一步加强与 5G、VR 头部公司合作，积极推动云游戏布局。由于疫情红利降温，下调 21-22 年净利润至 25.91/30.74 亿元(与上次预测-8.5%/-8.4%)，新增 23 年净利润 37.08 亿元，现价对应 16/13/11 xPE；维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变化风险、竞争加剧、新游上线推迟、核心团队人员流失。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,039	10,225	11,994	14,364	16,152
营业收入增长率	0.07%	27.19%	17.30%	19.76%	12.45%
净利润(百万元)	1,503	1,549	2,591	3,074	3,708
净利润增长率	-11.92%	3.04%	67.31%	18.66%	20.62%
EPS(元)	1.16	0.80	1.34	1.58	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.79%	14.29%	19.75%	19.69%	19.91%
P/E	18	27	16	13	11
P/B	2.9	3.8	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-26，2019 年股本为 12.93 亿股，2020 年股本为 19.40 亿股

买入（维持）

当前价：21.29 元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

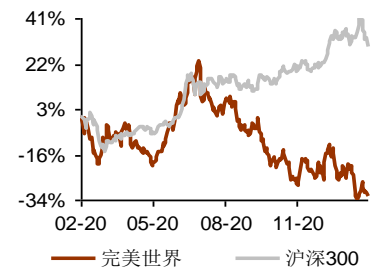
联系人：王凯

wangkai8@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.40
总市值(亿元)	413.02
一年最低/最高(元)	28.68/64.97
近 3 月换手率	107.36%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.48	-23.23	-31.07
绝对	10.48	-23.23	-31.07

资料来源：Wind

相关研报

游戏带动前三季度增长 影视持续去库存 静待新游上线——完美世界（002624.SZ）2020 年三季报点评（2020-10-30）
 游戏稳健增长 影视去库存 期待新游上线——完美世界（002624.SZ）2020 年三季度业绩预告点评（2020-10-15）
 手游高速增长 影视业务去库存——完美世界（002624.SZ）2020 年半年报点评（2020-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,039	10,225	11,994	14,364	16,152
营业成本	3,142	4,057	4,738	5,732	6,225
折旧和摊销	116	176	134	176	205
税金及附加	31	32	37	101	113
销售费用	1,145	1,831	1,588	1,830	1,897
管理费用	685	757	888	1,064	1,196
研发费用	1,504	1,589	1,919	2,298	2,584
财务费用	206	113	20	5	-25
投资收益	229	196	300	300	300
营业利润	1,342	1,628	3,114	3,790	4,648
利润总额	1,346	1,657	3,142	3,818	4,676
所得税	-101	152	251	344	468
净利润	1,447	1,504	2,891	3,474	4,208
少数股东损益	-56	-44	300	400	500
归属母公司净利润	1,503	1,549	2,591	3,074	3,708
EPS(元)	1.16	0.80	1.34	1.58	1.91

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,023	3,693	1,175	2,813	3,910
净利润	1,503	1,549	2,591	3,074	3,708
折旧摊销	116	176	134	176	205
净营运资金增加	-1,780	-1,697	2,101	1,253	715
其他	2,185	3,665	-3,652	-1,690	-718
投资活动产生现金流	-1,994	-453	50	25	50
净资本支出	-445	-571	-200	-200	-200
长期投资变化	1,914	2,768	0	0	0
其他资产变化	-3,463	-2,650	250	225	250
融资活动现金流	-1,427	-2,794	-570	-728	-469
股本变化	-22	647	0	0	0
债务净变化	-275	-982	-239	-145	200
无息负债变化	106	-1,194	-168	323	358
净现金流	-1,384	384	655	2,111	3,490

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	60.9%	60.3%	60.5%	60.1%	61.5%
EBITDA 率	30.7%	31.8%	25.9%	25.7%	28.2%
EBIT 率	29.0%	29.9%	24.8%	24.5%	26.9%
税前净利润率	16.7%	16.2%	26.2%	26.6%	28.9%
归母净利润率	18.7%	15.1%	21.6%	21.4%	23.0%
ROA	8.7%	9.7%	16.4%	16.7%	17.0%
ROE (摊薄)	15.8%	14.3%	19.8%	19.7%	19.9%
经营性 ROIC	48.1%	53.2%	36.8%	36.6%	41.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	39%	28%	22%	20%	19%
流动比率	2.11	1.88	2.76	3.61	4.31
速动比率	1.74	1.63	2.30	3.05	3.75
归母权益/有息债务	5.32	13.43	23.12	36.94	29.92
有形资产/有息债务	8.40	17.46	28.65	45.72	37.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	16,629	15,507	17,680	20,755	24,827
货币资金	2,526	2,943	3,598	5,709	9,199
交易性金融资产	2,249	1,753	1,753	1,753	1,753
应收帐款	2,270	1,299	1,896	2,271	2,554
应收票据	85	112	132	158	177
其他应收款 (合计)	183	72	85	101	114
存货	1,760	1,027	1,658	2,006	2,179
其他流动资产	517	346	346	346	346
流动资产合计	10,132	7,885	9,942	12,918	16,945
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,914	2,768	2,768	2,768	2,768
固定资产	364	354	484	534	473
在建工程	48	275	190	147	189
无形资产	214	190	197	203	207
商誉	620	272	272	272	272
其他非流动资产	135	430	430	430	430
非流动资产合计	6,497	7,622	7,738	7,837	7,882
总负债	6,501	4,325	3,917	4,096	4,654
短期借款	1,139	784	345	0	0
应付账款	486	733	758	917	996
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	606	24	904	1,082	1,217
其他流动负债	1,048	57	57	57	57
流动负债合计	4,800	4,204	3,597	3,575	3,933
长期借款	225	23	223	423	623
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,429	38	38	38	38
非流动负债合计	1,701	121	321	521	721
股东权益	10,129	11,182	13,763	16,659	20,172
股本	1,293	1,940	1,940	1,940	1,940
公积金	2,506	2,225	2,484	2,791	2,932
未分配利润	5,678	6,782	8,804	10,992	13,865
归属母公司权益	9,515	10,835	13,116	15,612	18,625
少数股东权益	614	347	647	1,047	1,547

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	14.24%	17.91%	13.24%	12.74%	11.74%
管理费用率	8.52%	7.41%	7.41%	7.41%	7.41%
财务费用率	2.57%	1.10%	0.17%	0.03%	-0.16%
研发费用率	18.71%	15.54%	16.00%	16.00%	16.00%
所得税率	-8%	9%	8%	9%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.24	0.16	0.30	0.36	0.43
每股经营现金流	1.56	1.90	0.61	1.45	2.02
每股净资产	7.36	5.59	6.76	8.05	9.60
每股销售收入	6.22	5.27	6.18	7.40	8.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	18	27	16	13	11
PB	2.9	3.8	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	10.7	11.9	12.4	10.2	7.9
股息率	1.1%	0.8%	1.4%	1.7%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE