

## 高基数影响 Q1 业绩，期待新品上线

买入|维持

——2020 年报及 2021 年一季报点评

### 事件：

公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。

### 点评：

#### ● 20 年游戏业务稳步增长，21Q1 业绩符合预告中值

2020 年公司实现营业收入 102.25 亿，同比增长 27.19%。实现归母净利润 15.49 亿，同比增长 3.04%，非经常性损益约为 5.05 亿元，扣非归母净利润为 10.43 亿元，同比下滑 4.01%，主要受影视业务业绩亏损影响。其中，游戏业务稳步增长，实现净利润 22.85 亿元，同比增长 20.43%，增量主要来自于《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》手游贡献。2021Q1 实现营业收入 22.31 亿元，同比下降 13.34%。Q1 归母净利润为 4.64 亿元，同比下降 24.43%，位于此前业绩预告中值，扣非归母净利润为 3.18 亿元，同比下降 46.81%。其中，游戏业务净利润为 4.27 亿元，同比下降 15.73%，扣非后游戏业务净利润为 3.31 亿元，同比下降 34.12%。主要由于去年同期疫情叠加《新笑傲江湖手游》上线的高基数前提下，本期缺少新游戏产品而下滑。

#### ● 储备产品丰富，即将迎来产品新周期

公司目前已公布 20 多款储备项目，包含经典、潮流、创新三大赛道，除去自有完美 IP、诛仙 IP、武侠品类、魔幻品类外还与日本头部 IP 及国漫 IP 合作，产品覆盖 MMORPG、回合制、ARPG、卡牌等多品类。其中，《战神遗迹》计划 5.20 公测，《梦幻新诛仙》4.30 开启付费测试，计划 6 月下旬上线，《幻塔》已开启新测，《天龙八部 2》、《一拳超人：世界》将开启测试。

#### ● 影视业务业绩下滑，计提减值释放风险

2020 年公司计提资产减值损失 9.69 亿元。2021Q1，《上阳赋》、《暴风眼》、《爱在星空下》等项目确认收入。后续公司将继续以确定性较强的精品项目为主，积极消化现有存量产品，推动影视业务稳健发展。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司以研发技术构建壁垒，巩固优势品类同时发力多品类，提升品效合一发行能力，行业龙头价值凸显。21 年为公司产品大年，我们预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 24.15/30.48/36.05 亿，EPS1.24/1.57/1.86 元/股，对应 PE17x/14x/12x。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期，行业政策风险。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8039.02	10224.77	12379.41	14813.77	17088.83
收入同比 (%)	0.07	27.19	21.07	19.66	15.36
归母净利润(百万元)	1502.80	1548.50	2414.80	3047.51	3605.40
归母净利润同比 (%)	-11.92	3.04	55.94	26.20	18.31
ROE (%)	15.79	14.29	18.10	18.61	18.05
每股收益 (元)	0.77	0.80	1.24	1.57	1.86
市盈率(P/E)	27.85	27.03	17.33	13.73	11.61

资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 62.28 / 19.27

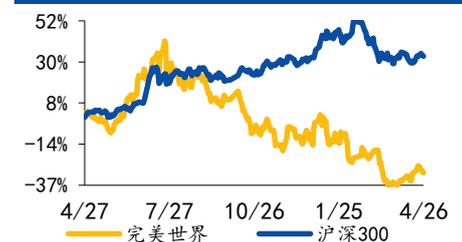
A 股流通股 (百万股): 1827.22

A 股总股本 (百万股): 1939.97

流通市值 (百万元): 38901.51

总市值 (百万元): 41301.93

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-完美世界(002624) 20 年业绩快报及 21 年一季度业绩预告点评: 高基数影响 Q1 业绩, 期待多元化产品新周期》2021.04.15

《国元证券公司研究-完美世界(002624) 2020 年业绩预告点评: 游戏业务快速增长, 影视业务轻装上阵》2021.01.30

《国元证券公司研究-完美世界(002624) 事件点评: 回购股份推出员工持股计划, 彰显长期发展信心》2021.01.13

### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyqz.com.cn

分析师 路璐

执业证书编号 S0020519080002

电话 021-51097188-2174

邮箱 lulu@gyqz.com.cn

## 目 录

1.财务分析.....	3
2.投资建议与盈利预测.....	6
3.风险提示.....	7

## 图表目录

图 1：营业收入及增速.....	3
图 2：归母净利润及增速.....	3
图 3：毛利率及净利润率情况.....	4
图 4：期间费用率情况.....	4
图 5：收入拆分情况.....	4
图 6：游戏板块收入变动（亿元）.....	5
表 1：完美世界主要储备项目.....	6

## 1. 财务分析

2020 年公司实现营业收入 102.25 亿,同比增长 27.19%。实现归母净利润 15.49 亿,同比增长 3.04%,非经常性损益约为 5.05 亿元,扣非归母净利润为 10.43 亿元,同比下滑 4.01%,主要受影视业务业绩亏损影响。其中,游戏业务稳步增长,实现净利润 22.85 亿元,同比增长 20.43%,增量主要来自于《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》手游贡献。2021Q1 实现营业收入 22.31 亿元,同比下降 13.34%。Q1 归母净利润为 4.64 亿元,同比下降 24.43%,位于此前业绩预告中值,扣非归母净利润为 3.18 亿元,同比下降 46.81%。其中,游戏业务净利润为 4.27 亿元,同比下降 15.73%,扣非后游戏业务净利润为 3.31 亿元,同比下降 34.12%。主要由于去年同期疫情叠加《新笑傲江湖》手游上线的高基数前提下,本期缺少新游戏产品出现下滑。

图 1: 营业收入及增速

图 2: 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

2020 年公司整体毛利率与去年同期基本持平为 60.32%, 其中游戏业务毛利率为 65.24%, 较去年同期下降 2.93pct., 主要由于今年自主发行的手游占比提升。期间费用方面, 销售费用提升较多, 20 年销售费用 18.31 亿元, 同比增长 59.92%, 销售费用率为 17.91%, 主要由于 20 年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相应增加。管理费用 7.57 亿元, 同比增长 10.65%, 主要为新办公大楼相关房租物业支出。研发费用 15.89 亿元, 同比增长 5.64%, 保持平稳增长。

图 3：毛利率及净利润率情况

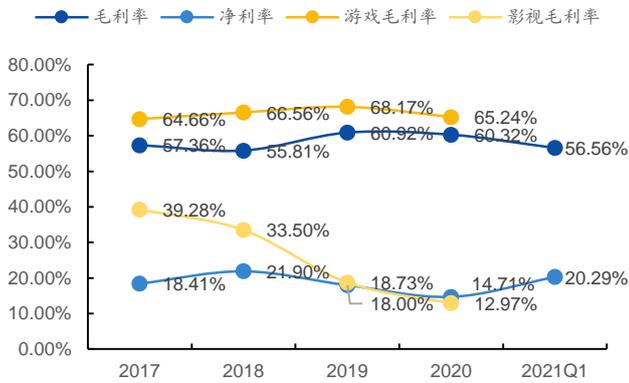
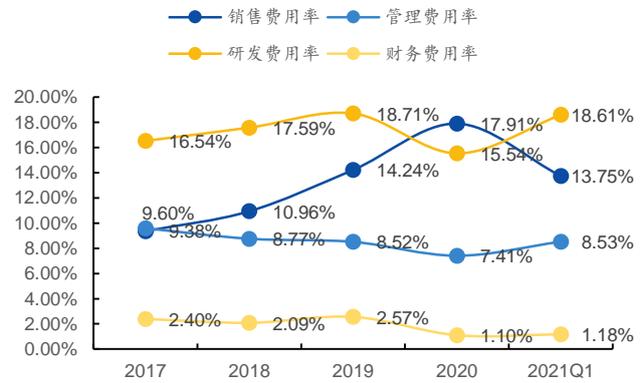


图 4：期间费用率情况

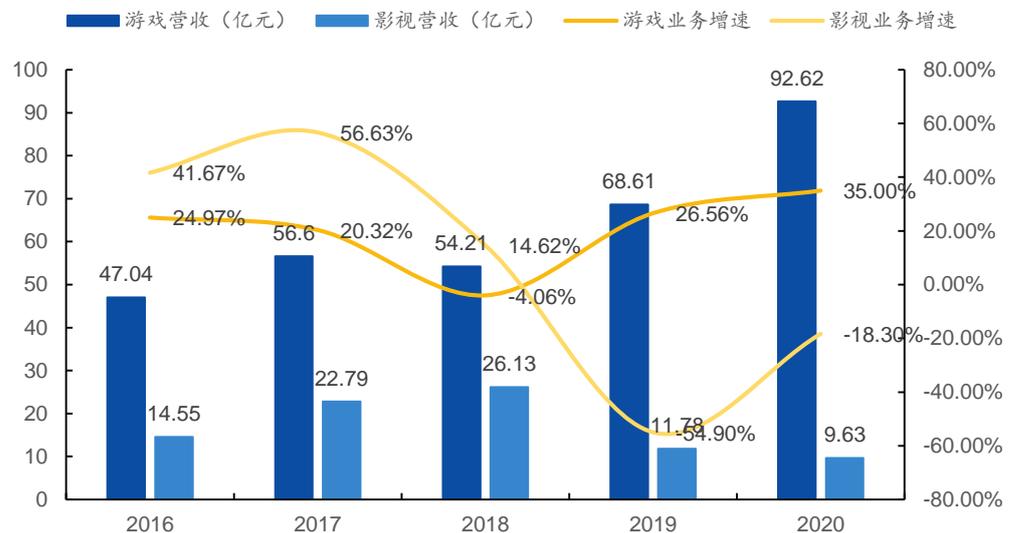


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

拆分业务来看，2020 年公司游戏业务实现营业收入 92.62 亿，同比增长 35.00%，影视业务实现收入 9.63 亿元，同比下降 18.30%，主要受影视行业阶段性调整等因素影响。利润方面，游戏业务实现净利润 22.85 亿，同比增长 20.43%。主要来自于《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》手游贡献增量以及老产品持续稳定贡献利润。2021Q1 游戏业务实现净利润 4.27 亿元，同比下降 15.73%，扣非后净利润为 3.31 亿元，同比下降 34.12%。主要由于去年同期疫情叠加《新笑傲江湖手游》上线的高基数前提下，本期缺少新游戏产品出现下滑。

图 5：收入拆分情况

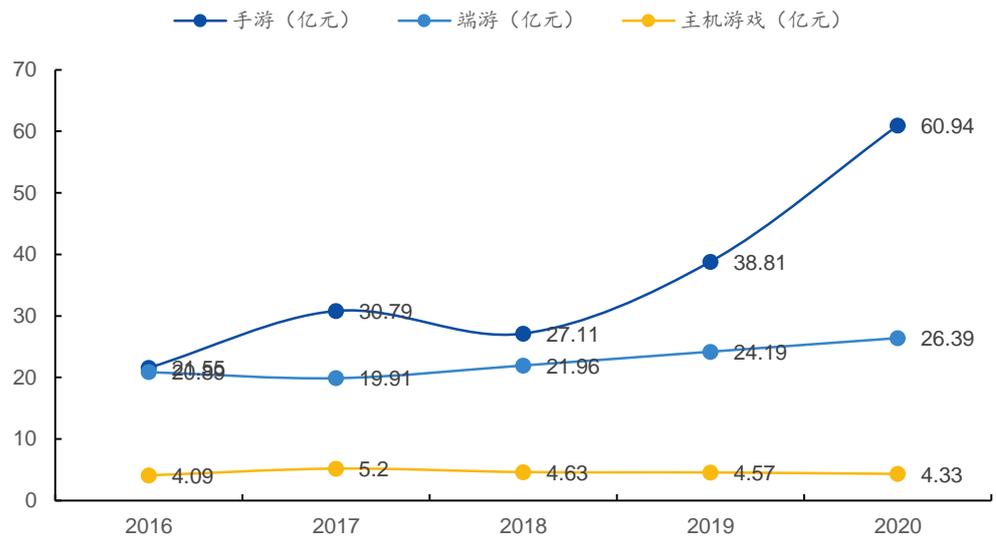


资料来源：公司公告，国元证券研究所

**端游业务稳定增长。**2020 年实现收入 26.39 亿元，同比增长 9.11%，毛利率 61.49%。《诛仙》、《完美世界国际版》贡献稳定收入，《DOTA2》、《CS:GO》围绕赛事打造多元化运营手段发掘年轻用户，带动电竞业务增长。

新品表现优异拉动移动游戏业务高速增长。2020 年手游实现收入 60.94 亿元，同比增长 57.05%，毛利率为 68.26%。《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等老产品贡献良好业绩，《新神魔大陆》的成功发行标志公司的品效合一发行战略日趋成熟，进一步巩固在 MMORPG 核心品类的优势，根据伽马数据显示，2020 年公司在移动游戏 MMORPG 细分市场份额由 2020 年上半年的 22.5% 进一步提升至 24.4%。

图 6：游戏板块收入变动（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

储备项目方面，重点产品回合制 RPG 手游《梦幻新诛仙》官网预约人数近 630 万人，4.30 开启千里缘梦付费测试，并开放安卓、iOS 以及 PC 三端互通版，目前计划 6 月下旬上线。《战神遗迹》官网预约人数已超 281 万，定档 5.20 开启公测。《幻塔》4.15 已开启新测，官网预约人数超 452 万人，目前暂定档暑期上线。《天龙八部 2》、《一拳超人：世界》也即将开启测试，预计年内上线。

**表 1：完美世界主要储备项目**

序号	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	上线时间	版号
1	perfect new world	PC&主机	次时代动作	自研		无
2	完美新世界	移动	开放世界 MMO	自研		无
3	新诛仙世界	PC	MMO	自研		无
4	诛仙 2	移动	MMO	自研		无
5	梦幻新诛仙	移动	回合制+大世界 MMO	自研	2021.6 下旬	有
6	天龙八部 2	移动	MMO	代理		无
7	温瑞安系列	-	-	自研		无
8	梦间集 2	移动	-	自研		无
9	香蜜沉沉烬如霜	移动	大世界 RPG	自研		无
10	仙剑奇侠传系列	移动	回合制+大世界	自研		无
11	代号：火山	移动	轻操作策略休闲 RPG	自研		无
12	战神遗迹	移动	ARPG	自研	2021.5.20	有
13	幻塔	移动	开放世界	自研	2021 年暑期	无
14	代号：R	移动	互动叙事	自研		无
15	代号：MA	移动	多人协同 CCG	自研		无
16	Project：棱镜	移动	开放世界	自研		无
17	Project Bard	移动	冒险 RPG	自研		无
18	Code name X	移动	JRPG	自研		无
19	一拳超人：世界	移动	动作类	自研		无
20	黑猫奇闻社	移动	女性向+互动解谜	自研		无
21	逐光之旅	PC/移动	平台跳跃	自研		无
22	代号档案	PC/移动	叙事解谜	自研		无
23	彩条屋 IP 系列	-	-	自研		无
24	灵笼	-	-	自研		无

资料来源：公司公告，国元证券研究所

影视业务方面，2020 年公司实现影视业务收入 9.63 亿元，同比下滑 18.3%，毛利率 12.97%。受市场及行业整体环境等因素影响，今年影视板块收入下滑。2021 年公司计划投资影视项目 16 个，其中后期制作中 4 部，拍摄中 3 部，筹备中 9 部。后续公司将继续以确定性较强的精品项目为主，积极消化现有存量产品，推动影视业务稳健发展。

## 2. 投资建议与盈利预测

公司以研发技术构建壁垒，巩固优势品类同时发力多品类，提升品效合一发行能力，行业龙头价值凸显。21 年为公司产品大年，我们预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 24.15/30.48/36.05 亿，EPS1.24/1.57/1.86 元/股，对应 PE17x/14x/12x。维持“买入”评级。

### 3.风险提示

老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期，行业政策风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10132.11	7884.62	12347.45	15020.07	18635.22
现金	2525.50	2943.19	6201.04	8427.72	11604.36
应收账款	2270.12	1299.28	2571.04	2909.41	3223.08
其他应收款	183.38	72.19	171.03	193.51	210.42
预付账款	541.88	330.92	694.41	743.95	830.77
存货	1760.21	1027.19	500.00	500.00	500.00
其他流动资产	2851.02	2211.84	2209.93	2245.47	2266.58
<b>非流动资产</b>	6497.28	7622.31	6943.17	7345.86	7418.02
长期投资	1913.90	2768.08	2622.50	2884.75	3173.23
固定资产	364.02	354.04	411.59	380.90	306.09
无形资产	213.96	190.49	83.36	-23.76	-130.89
其他非流动资产	4005.41	4309.71	3825.72	4103.97	4069.60
<b>资产总计</b>	16629.39	15506.93	19290.62	22365.93	26053.23
<b>流动负债</b>	4799.61	4203.70	5489.85	5526.23	5614.25
短期借款	1138.64	784.07	1064.25	995.65	947.99
应付账款	486.39	733.02	926.94	1087.39	1245.46
其他流动负债	3174.58	2686.61	3498.67	3443.19	3420.80
<b>非流动负债</b>	1701.04	120.83	114.58	117.64	117.87
长期借款	225.32	22.57	22.57	22.57	22.57
其他非流动负债	1475.72	98.26	92.01	95.06	95.29
<b>负债合计</b>	6500.65	4324.54	5604.43	5643.87	5732.12
少数股东权益	614.03	347.07	347.07	347.07	347.07
股本	1364.86	2011.66	2011.66	2011.66	2011.66
资本公积	2325.47	1961.87	1961.87	1961.87	1961.87
留存收益	5858.80	7045.26	9460.05	12507.56	16112.96
归属母公司股东权益	9514.71	10835.32	13339.12	16374.98	19974.04
<b>负债和股东权益</b>	16629.39	15506.93	19290.62	22365.93	26053.23

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2023.44	3692.55	2494.33	2399.90	3342.64
净利润	1447.16	1504.29	2414.80	3047.51	3605.40
折旧摊销	141.50	196.85	187.07	206.57	216.32
财务费用	206.21	112.54	196.00	211.00	223.00
投资损失	-229.40	-195.69	-360.00	-378.00	-396.90
营运资金变动	398.30	1623.61	-630.57	-341.33	-302.98
其他经营现金流	59.68	450.96	687.03	-345.85	-2.20
<b>投资活动现金流</b>	-1994.32	-453.06	506.43	118.20	111.15
资本支出	449.04	571.93	0.00	0.00	0.00
长期投资	1535.19	40.69	-145.58	262.25	288.48
其他投资现金流	-10.10	159.57	360.86	380.45	399.63
<b>筹资活动现金流</b>	-1426.65	-2794.36	257.09	-291.42	-277.15
短期借款	-131.38	-354.57	280.17	-68.59	-47.66
长期借款	-568.43	-202.74	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-21.63	646.80	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-582.70	-363.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-122.50	-2520.25	-23.09	-222.83	-229.48
<b>现金净增加额</b>	-1383.96	383.65	3257.85	2226.68	3176.64

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	8039.02	10224.77	12379.41	14813.77	17088.83
营业成本	3141.66	4057.03	5130.27	6018.33	6893.22
营业税金及附加	31.22	31.90	38.63	46.22	53.32
营业费用	1145.02	1831.09	1856.91	2222.07	2563.32
管理费用	684.54	757.41	1052.25	1185.10	1367.11
研发费用	1504.47	1589.35	1955.95	2296.14	2563.32
财务费用	206.21	112.54	196.00	211.00	223.00
资产减值损失	-707.10	-969.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	427.38	412.91	0.00	0.00	0.00
投资净收益	229.40	195.69	360.00	378.00	396.90
<b>营业利润</b>	1341.73	1628.30	2630.96	3331.73	3944.07
营业外收入	10.46	39.83	38.85	34.45	36.81
营业外支出	6.33	11.60	10.61	10.23	10.58
<b>利润总额</b>	1345.86	1656.54	2659.20	3355.95	3970.30
所得税	-101.29	152.25	244.40	308.44	364.90
<b>净利润</b>	1447.16	1504.29	2414.80	3047.51	3605.40
少数股东损益	-55.64	-44.22	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	1502.80	1548.50	2414.80	3047.51	3605.40
EBITDA	1689.45	1937.69	3014.03	3749.29	4383.39
EPS (元)	1.16	0.80	1.24	1.57	1.86

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	31.16	26.35	41.72	16.93	9.96
营业利润 (%)	15.48	27.00	46.34	13.63	7.72
归属母公司净利润 (%)	11.93	29.32	42.91	13.63	7.72
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	90.54	86.00	92.15	86.87	87.26
净利率 (%)	37.28	38.16	38.48	37.39	36.63
ROE (%)	26.35	27.52	28.18	25.57	22.55
ROIC (%)	164.42	201.74	275.66	310.77	346.46
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	21.37	21.16	14.55	12.85	10.64
净负债比率 (%)	6.77	3.10	3.33	2.96	2.93
流动比率	3.05	3.35	6.33	7.51	9.41
速动比率	3.05	3.35	6.33	7.51	9.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.52	0.56	0.61	0.55	0.49
应收账款周转率	7.48	12.50	14.79	13.07	12.91
应付账款周转率	1.89	3.13	2.42	3.36	2.65
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	11.26	14.56	20.81	23.65	25.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	18.05	21.33	21.61	23.95	26.31
每股净资产 (最新摊薄)	42.73	52.92	73.84	92.49	112.96
<b>估值比率</b>					
P/E	31.26	24.17	16.91	14.88	13.82
P/B	8.24	6.65	4.77	3.81	3.12
EV/EBITDA	17.33	12.66	9.66	8.61	8.07

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188