

2020 年年报&21Q1 季报点评: 影视业务风险释放, 新游 Q2 起陆续上线

买入 (维持)

2021 年 04 月 28 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

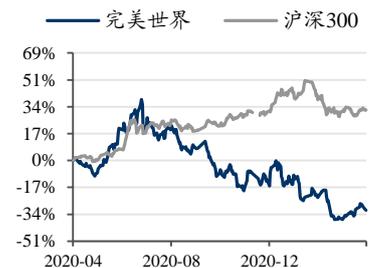
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,225	11,863	15,347	19,213
同比 (%)	27.2%	16.0%	29.4%	25.2%
归母净利润 (百万元)	1,549	2,252	2,864	3,471
同比 (%)	3.0%	45.4%	27.2%	21.2%
每股收益 (元/股)	0.80	1.16	1.48	1.79
P/E (倍)	26.43	18.18	14.29	11.79

投资要点

- **事件:** 2020 年公司实现营收 102 亿元 (yoy+27.19%), 实现归母净利润 15.49 亿元 (yoy+3.04%), 同时拟每 10 股派发现金红利 1.6 元。21Q1 公司实现营收 22.3 亿元 (yoy-13%), 归母净利润 4.64 亿元 (yoy-24.43%), 扣非归母净利润 3.18 亿元 (yoy-46.81%), 业绩符合市场预期。
- **点评: 业绩符合预期, 影视业务风险释放。** 20 年游戏业务实现营收 92.6 亿元 (yoy+35%), 营收占比 90.58% (yoy+5.24pct), 毛利率 65.24% (yoy-2.93pct)。其中移动网络游戏收入 60.94 亿元 (yoy+57.05%), 主要系 2020 年 7 月公测的《新神魔大陆》手游增量显著, 以及疫情带动《新笑傲江湖》等手游稳定表现; PC 及主机游戏收入 30.73 亿元 (yoy+6.82%), PC 游戏长线运营稳定,《DOTA2》,《CSGO》借助优质内容和高效运营带动电竞业务进一步增长。20 年影视业务收入 9.63 亿元 (yoy-18.3%), 营收占比 9.42% (yoy-5.24pct), 毛利率 12.97% (yoy-5.76pct), 主要受市场大环境影响同比有所下降。此外公司 20 年确认存货跌价损失 5.23 亿元, 商誉减值损失 3.48 亿元, 主要为影视业务损失。由于股转协议约定有业绩补偿, 本次商誉减值对业绩影响不大。此外公司因搬迁至新办公场所, 导致租金支出较往年有所增加, 管理费用增加。21Q1 营业收入 22.3 亿元 (yoy-13.34%), 归母净利润 4.64 亿元 (yoy-24.43%), 主要系去年高基数及产品周期影响。21Q1 公司经营性净现金流 3908 万 (yoy-93.16%), 主要受游戏收入下降, 影视业务投资增加以及应收应付款结算节奏影响。
- **《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》预计 Q2 上线, 陆续进入产品释放期。** Q2 起公司将陆续进入产品发布期。其中全球向 ARPG 产品《战神遗迹》定档 5 月 20 日公测, 回合制诛仙 IP 产品《梦幻新诛仙》已经过多轮测试, 将于 4 月 30 日开启付费测试, 公司预计 6 月底公测, 有望为公司打开长线稳定的回合制品类市场。此外公司年内还储备有泛二次元开放世界 MMO《幻塔》, 该产品作为公司年轻化创新品类的新突破, 全网预约量超 400 万, 另外储备有《一拳超人》、《天龙八部 2》, 公司预计于近期开启测试。
- **年轻化创新品类储备丰富, 公司三大战略深度布局展现。** 4 月 13 日公司举办游戏战略发布会, 会上公布 5 大 IP 合作, 近 30 款新游储备, 其中年轻化创新品类储备多达 10 余款, 多款产品使用 UE4 引擎, 公司在精品化、年轻化、多元化战略的深度布局展现。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司后续储备丰富, 我们上调 22 年盈利预测, 预计 21-22 年实现 EPS 1.16 (维持)/1.48 元 (+0.05), 新增 23 年 EPS 1.79 元, 对应当前 PE18/14/12X, 持续看好公司精品化、多元化、年轻化的战略实践, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品上线延期风险; 行业政策监管趋严风险; 系统性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.10
一年最低/最高价	19.05/43.16
市净率(倍)	3.71
流通 A 股市值(百万元)	38554.33

基础数据

每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	33.59
总股本(百万股)	1939.97
流通 A 股(百万股)	1827.22

相关研究

- 1、《完美世界 (002624): 2020 业绩快报&21Q1 季报预告点评: Q1 业绩符合预期, Q2 起陆续进入产品释放周期》2021-04-15
- 2、《完美世界 (002624): 游戏稳健增长, 影视业务轻装上阵, 21 年多元化储备丰富》2021-02-01
- 3、《完美世界 (002624): 业绩符合预期, 品效合一发行策略得到验证, 关注后续新游上线》2020-10-30

1. 业绩符合市场预期，影视业务风险释放

2020 年公司实现营收 102 亿元 (yoy+27.19%)，实现归母净利润 15.49 亿元 (yoy+3.04%)，同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.6 元。21Q1 公司实现营收 22.3 亿元 (yoy-13.34%)，归母净利润 4.64 亿元 (yoy-24.43%)。

图 1: 公司 2016-2020 及 2021Q1 营业收入与增速



图 2: 公司 2016-2020 及 2021Q1 归母净利润与增速

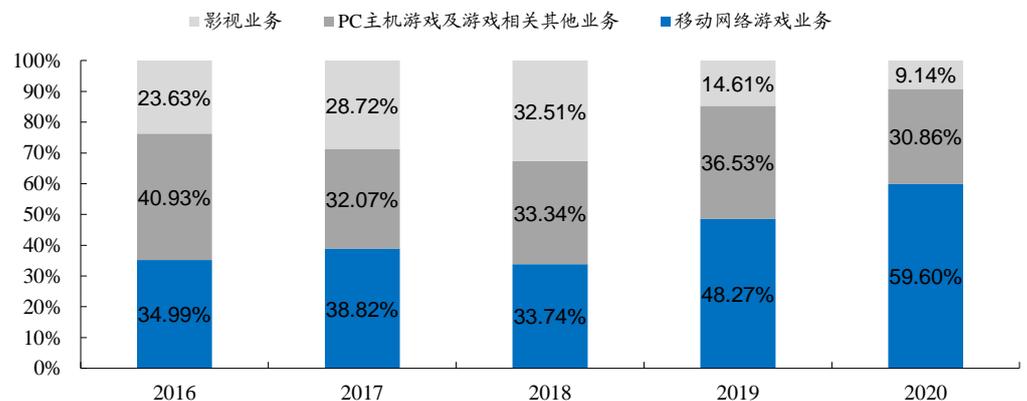


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

20 年游戏业务实现营收 92.6 亿元 (yoy+35%)，营收占比 90.58% (yoy+5.24pct)，其中移动网络游戏收入 60.94 亿元 (yoy+57.05%)，PC 及主机游戏收入 30.73 亿元 (yoy+6.82%)。影视业务收入 9.63 亿元 (yoy-18.3%)，营收占比 9.42% (yoy-5.24pct)。

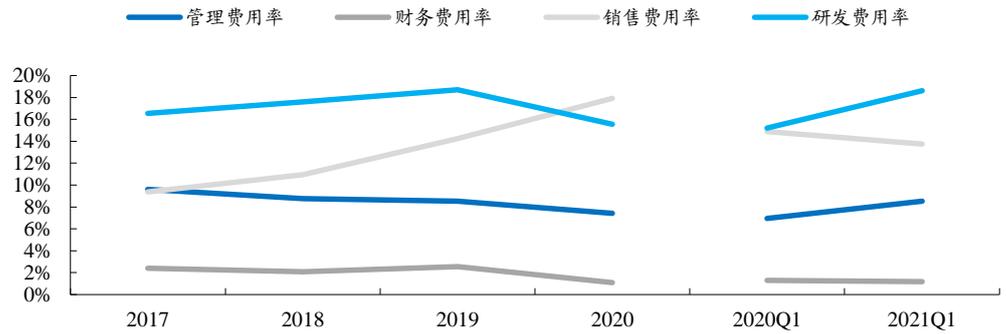
图 3: 公司 2016-2020 年收入结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

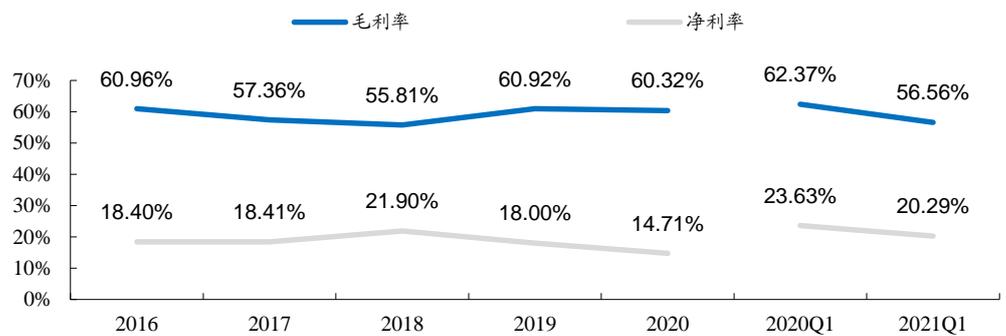
公司 20 年销售费用率 17.91% (yoy+3.67pct)，研发费用率 15.54% (yoy-3.17pct)，管理费用率 7.41% (yoy-1.11pct)，财务费用率 1.1% (yoy-1.47pct)；21Q1 销售费用率 13.75% (yoy-1.13pct)，研发费用率 18.61% (yoy+3.39pct)，管理费用率 8.53% (yoy+1.58pct)，财务费用率 1.18% (yoy-0.13pct)。20 年毛利率 60.32% (yoy-0.6pct)，净利率 14.71% (yoy-3.29pct)；21Q1 毛利率 56.56% (yoy-5.81pct)，净利率 20.29% (yoy-3.34pct)。

图 4: 公司 2017-2021Q1 费用率变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 公司 2016-2021Q1 毛利率净利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司 20 年确认存货跌价损失 5.23 亿元, 商誉减值损失 3.48 亿元, 主要为影视业务损失。由于股转协议约定有业绩补偿, 本次商誉减值对业绩影响不大。本次商誉计提完成后, 公司影视相关商誉账面余额仅 5354 万元, 风险较小。

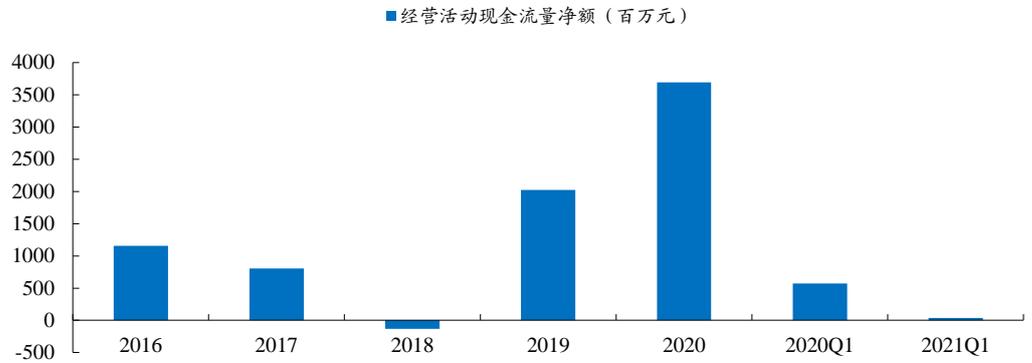
表 1: 影视相关商誉 (单位: 万元)

形成商誉的事项	商誉账面原值	商誉累积减值准备	商誉期末余额
北京鑫宝源影视投资有限公司	6653	6653	0
上海宝宏影视文化传媒有限公司	5797	5797	0
天津同心影视传媒有限公司	69841	64487	5354

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司 20 年产生经营活动现金流量净额 36.93 亿元 (yoy+82.49%)，主要系游戏业务表现良好带来的流水增加; 21 年 Q1 经营活动现金流量净额为 3908 万元 (yoy-93.16%)，主要受游戏收入下降，影视业务投资增加以及应收应付款结算节奏影响。

图 6: 公司 2016-2020 及 2021Q1 经营现金流量净额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. Q2 起进入产品释放周期，持续推进游戏精品化与年轻化

五大战略持续推进，游戏业务积淀深厚。公司游戏业务深入推进“精品化”、“多元化”、“国际化”、“技术赋能”、“多板块联动”策略。后续近 30 款产品储备，VR、游戏引擎、云游戏等技术储备，相关武侠、动漫 IP 合作展现公司在游戏业务的深厚积淀。

游戏储备：受众年轻化趋势明显，Q2 起储备逐步释放。根据年报与此前游戏战略发布会信息，公司目前储备有近 30 款游戏，游戏玩法覆盖 MMORPG、开放世界、卡牌、回合制、ARPG 等丰富元素，题材涉及、二次元、西方魔幻、东方仙侠、东方武侠等，目标受众年轻化趋势明显。同时，公司凭借自身优秀的发行营销实力，以及多年 MMORPG 游戏运营经营取得《天龙八部 2》代理发行权，**公司也将逐步强化海外与国内发行团队，进一步提升全球发行实力，加强海外市场业务规模与影响力。**从年内产品线看，《战神遗迹》定档 5 月 20 日，后续《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《一拳超人》、《天龙八部 2》等产品均有望于年内公测。

表 2: 完美世界游戏储备 (部分)

游戏名称	游戏类型	游戏风格	游戏系列 IP	预计公测时间	平台
Perfect New World	MMORPG	欧美奇幻	完美世界	-	主机&PC
完美新世界	MMORPG	欧美奇幻	完美世界	-	移动
天龙八部 2	MMORPG	武侠	天龙八部	2021 年公测	移动
梦间集 2	-	二次元赛博朋克	梦间集	-	移动
香蜜沉沉烬如霜	RPG	国风仙侠	香蜜沉沉烬如霜	-	移动
仙剑奇侠传	回合制	国风仙侠	仙剑奇侠传	-	移动

新诛仙世界	MMORPG	国风仙侠	诛仙	-	PC
诛仙 2	MMORPG	新派仙侠	诛仙	-	原生云游戏
梦幻新诛仙	回合制	国风仙侠	诛仙	2021 年公测	移动
代号火山	策略休闲 RPG	西方魔幻	火炬之光	-	移动
战神遗迹	ARPG	西方魔幻	-	2021.05.20 公测	移动
幻塔	开放世界	二次元科幻	-	2021 年公测	移动
代号: R	RPG	二次元蒸汽朋克	-	-	移动
代号: MA	卡牌	二次元	百万亚瑟王	-	移动
Project: 棱镜	开放世界 MMORPG	科幻异星	-	-	移动
Project: Bard	RPG	二次元	-	-	移动
CODE NAME: X	JRPG	日式	女神异闻录	-	移动
一拳超人: 世界	ARPG	二次元	一拳超人	2021 年公测	移动
黑猫奇闻社	解谜	现代都市	-	-	移动
逐光之旅	平台跳跃	独立向	-	-	单机

数据来源: 公司公告, 完美世界游戏战略发布会, 东吴证券研究所

技术储备: 全面加深游戏引擎、VR、云游戏等先进技术储备, 坚定推进精品化战略。游戏内容为王趋势下, 优质内容的研发离不开技术升级, 完美世界在相应技术上拥有深厚储备。引擎技术上, 公司与华为达成战略合作, 将就自研 ERA 引擎与 HarmonyOS 系统在游戏领域展开更深层次的探索。VR、云游戏方面, 公司多款游戏产品已经登陆包括三大运营商、头部手机硬件厂商在内的多个云游戏平台, 公司也在积极布局《诛仙 2》等云原生游戏的研发。未来, 公司会通过产品快速上云、云游戏 Plus、云原生游戏, VR/AR 云生游戏四部战略在相关技术储备上持续发力。

IP 合作: 游戏领域公司获得了《仙剑奇侠传》系列 IP, 同时获得了《百万亚瑟王》卡牌游戏 IP; 动漫领域公司与彩条屋达成战略合作, 获得《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《西游记之大圣归来》三大国漫 IP 游戏改编授权, 公司同样与哔哩哔哩、艺画开天签订合作, 共同打造多端“灵笼”系列 IP 游戏, 同时《一拳超人》IP 游戏正在研发中; 小说方面, 公司与温瑞安达成合作, 将基于温瑞安系列武侠 IP 开发优质武侠精品, 丰富 IP 储备为公司未来发展构建更多增长点。

影视业务风险释放, 目前公司库存影视剧跌价损失计提充分, 部分剧集减值甚至有所冲回, 叠加公司新剧立项谨慎, 新开机剧多为主旋律与定制剧, 收益风险可控。

3. 盈利预测与投资评级

考虑公司后续储备丰富, 我们上调 22 年盈利预测, 预计 21-22 年实现 EPS 1.16 (维

持) /1.48 元 (+0.05), 新增 23 年 EPS 1.79 元, 对应当前 PE18/14/12X, 持续看好公司精品化、多元化、年轻化的战略实践, 维持“买入”评级。

4. 风险提示

产品上线延期风险; 行业政策监管趋严风险; 系统性风险。

完美世界三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,885	9,513	11,273	14,119	营业收入	10,225	11,863	15,347	19,213
现金	2,943	1,300	3,732	3,040	减:营业成本	4,057	4,769	6,126	7,604
应收账款	1,411	2,958	2,695	4,382	营业税金及附加	32	61	67	79
存货	1,027	2,250	1,959	3,265	营业费用	1,831	2,195	2,885	3,650
其他流动资产	2,503	3,006	2,887	3,432	管理费用	757	815	1,044	1,306
非流动资产	7,622	8,533	9,455	10,332	研发费用	1,589	1,975	2,609	3,324
长期股权投资	2,768	3,723	4,687	5,644	财务费用	113	219	238	302
固定资产	354	435	561	658	资产减值损失	969	109	138	173
在建工程	275	230	207	195	加:投资净收益	196	268	289	246
无形资产	419	344	236	117	其他收益	557	314	376	438
其他非流动资产	3,806	3,801	3,766	3,717	资产处置收益	-1	8	10	4
资产总计	15,507	18,046	20,729	24,452	营业利润	1,628	2,310	2,915	3,461
流动负债	4,204	4,845	5,071	5,785	加:营业外净收支	28	29	21	21
短期借款	784	784	784	784	利润总额	1,657	2,339	2,936	3,481
应付账款	733	700	1,141	1,145	减:所得税费用	152	124	111	94
其他流动负债	2,687	3,361	3,147	3,857	少数股东损益	-44	-38	-39	-83
非流动负债	121	115	110	103	归属母公司净利润	1,549	2,252	2,864	3,471
长期借款	23	17	11	5	EBIT	1,617	2,323	2,909	3,428
其他非流动负债	98	98	98	98	EBITDA	1,814	2,555	3,192	3,767
负债合计	4,325	4,960	5,181	5,889	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	347	309	271	187	每股收益(元)	0.80	1.16	1.48	1.79
归属母公司股东权益	10,835	12,777	15,277	18,376	每股净资产(元)	5.59	6.59	7.87	9.47
负债和股东权益	15,507	18,046	20,729	24,452	发行在外股份(百万股)	1940	1940	1940	1940
					ROIC(%)	104.0%	54.4%	89.1%	55.9%
					ROE(%)	13.5%	16.9%	18.2%	18.2%
					毛利率(%)	60.3%	59.8%	60.1%	60.4%
					销售净利率(%)	15.1%	19.0%	18.7%	18.1%
					资产负债率(%)	27.9%	27.5%	25.0%	24.1%
					收入增长率(%)	27.2%	16.0%	29.4%	25.2%
					净利润增长率(%)	3.9%	47.2%	27.6%	19.9%
					P/E	26.43	18.18	14.29	11.79
					P/B	3.78	3.20	2.68	2.23
					EV/EBITDA	20.63	15.28	11.45	9.86

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>