

## 传媒/游戏

## 完美世界 (002624.SZ)

## 维持评级

报告原因：业绩发布

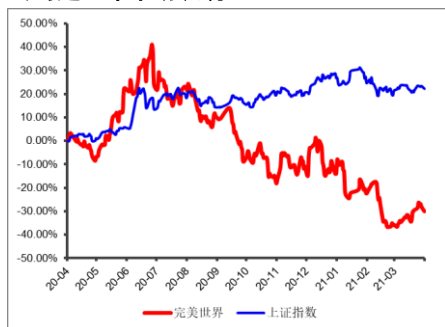
短期增速承压符合预期，静待重磅产品上线

买入

2021年4月27日

公司研究/点评报告

### 公司近一年市场表现



### 市场数据：2021年4月26日

收盘价(元):	21.29
年内最高/最低(元):	63.82/19.05
流通A股/总股本(亿):	18.27/19.40
流通A股市值(亿):	389
总市值(亿):	413

### 基础数据：2021年3月31日

基本每股收益	0.24
摊薄每股收益:	0.24
每股净资产(元):	5.69
净资产收益率:	4.21%

分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

### 事件描述

公司于4月27日发布2020年业绩，2020年，公司实现营业收入1,022,476.72万元，同比增长27.19%，实现归属于上市公司股东的净利润154,850.34万元，同比增长3.04%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.6元（含税）。

### 事件点评

计提资产减值导致单季度亏损，经营现金流大幅增长。1) 单季度来看，公司20Q4实现营业收入21.63亿元，同比减少2.88%，环比减少25.89%，实现归母净利润-2.58亿元。20Q4公司未有新产品上线，并且针对影视存货计提跌价及商誉减值损失9.40亿元，致使单季度业绩亏损。2) 2020年公司毛利率为60.32%，同比下降0.60pct，其中Q4毛利率位63.84%，同比及环比上升15.35pct、6.92pct。3) 2020年公司销售、管理、财务费用率分别为17.91%、7.41%、1.10%，同比变动3.67pct、-1.11pct、-1.46pct；其中由于公司自主发行游戏占比提高，推广及营销费用增加导致销售费用率上升。2020年公司研发费用为15.89亿元，同比增长5.64%，截至期末公司拥有研发人员3739名，较2019年增加292名。4) 2020年公司经营活动产生的现金流净额为36.93亿元，同比增长82.49%，经营活动现金流大幅增长受益于游戏业务流水增加及影视制片款同比减少、应收账款回款加速。

游戏业务增长强劲，夯实基本盘积极拓展新赛道。1) 报告期内，游戏板块实现营业收入92.62亿元，同比增长35.00%；实现净利润22.85亿元，同比增长20.43%。分产品来看，移动游戏60.94亿元，同比增长57.05%，PC端游戏26.39亿元，同比增长9.11%，主机游戏4.33亿元，同比减少5.26%。2) 报告期内经典端游产品继续贡献稳定收入；手游产品《完美世界》《诛仙》《新笑傲江湖》《新神魔大陆》等产品以优质内容+精细化长线运营，持续保持在iOS畅销榜TOP50，目前公司核心品类MMORPG的市场占有率已提升至24.4%；R5及《新笑傲江湖》分别在韩国和港澳台、新加坡等国家和地区上线，并位居当地市场畅销排名前列，报告期内公司境外业务实现收入17.04亿元，同比增长52.25%；云游戏方面，公司具有大屏精品游戏的研发及技术储备，已同步推出《新神魔大陆》云游戏外，目前在研《诛仙2》等原生云游戏项目。3) 新项目储备方面，公司围绕公司旗舰IP&品类与潮流产品，于近期了发布30款+新品与IP矩阵。其中不仅包括“完美世界”与“诛仙”两大旗舰IP五大自研新品《完美新世界》《诛仙2》等，以及武侠及魔幻旗舰赛道的新品《天龙八部2》(代理)《仙剑奇侠传》《战神遗迹》手游等，还包括二次元、RPG、卡牌等不同赛道、风格多元化的新产品布局，《一拳超人：世界》《代号MA》《Code X Name》等数十款产品研发中；在IP储备方面，公司在武侠品类上与温瑞安先生达成IP合作；与彩条屋达成国漫IP+游戏的战略合作，开发《哪吒》《姜子牙》《大圣》三大IP的游戏产品；与B站、艺画开天共同打造多端灵笼IP系列产品。

影视业务承压，消化库存轻装上阵。1) 报告期内公司影视业务实现营业收入

收入 9.63 亿元，受影视行业成本与销售价格错配等因素影响，公司影视业务同比减少 18.30%。2020 年公司积极消化影视库存，同时对库存项目计提减值，更有利于后续业务发展轻装上阵。2) 报告期内，公司出品的《绝代双骄》《热血同行》《冰糖炖雪梨》《全世界最好的你》《月上重火》《三叉戟》《最美的乡村》《怪你过分美丽》多部等精品电视剧、网剧播出上线，目前储备有《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》等以及筹备项目 9 部。

➤ **21Q1 受高基数影响增速下滑，静待重磅产品上线。** 1) 2021Q1 公司实现营业收入 22.31 亿元，同比减少 13.34%，归母净利润 4.64 亿元，同比减少 24.43%，其中游戏业务净利润 4.27 亿元，同比减少 15.73%。由于疫情后市场流量红利回落及产品自身周期的流水减少，导致公司在 20Q1 高基数下业绩同比下降。2) 21Q1 公司上线首款横版动作类单机手游《非常英雄救世奇缘》及首款 Roguelike 卡牌手游《旧日传说》，在新产品赛道拓展中实现项目落地。根据公司项目排期，预计年内将上线的产品包括公司原创轻科幻 IP 开放世界手游《幻塔》(预计暑期)、魔幻题材手游《战神遗迹》(5.20)、《一拳超人：世界》(预计 H2) 以及《梦幻新诛仙》等。

**投资建议：**公司在多端多平台的研发及创新实力强劲，同时在品效合一营销策略下提升发行效率。2021 年公司开启新一轮产品周期，建议关注后续产品排期及上线情况。预计公司 2021-23 年 EPS1.24/1.54/1.94，对应 4 月 26 日股价 21.29 元，21-23 年 PE17/14/11，维持买入评级。

**风险提示：**政策变动不确定性，项目及产品进展不确定，游戏流水不及预期。

表 1：完美世界 2020 年盈利变化分析

单位：万元

	2019 年	2020 年	同比增长率
营业收入	803,902.13	1,022,476.72	27.19%
毛利率	60.92%	60.32%	-0.60%
销售费用	114,501.54	183,109.45	59.92%
管理费用	68,453.73	75,741.06	10.65%
研发费用	150,447.08	158,935.45	5.64%
财务费用	20,621.17	11,253.76	-45.43%
投资净收益	22,940.41	19,568.88	-14.70%
营业利润	134,173.49	162,830.27	21.36%
加：营业外收入	1,046.08	3,983.36	280.79%
减：营业外支出	633.18	1,159.98	83.20%
利润总额	134,586.38	165,653.65	23.08%
减：所得税	-10,129.12	15,224.90	-250.31%
净利润	144,715.51	150,428.75	3.95%
减：少数股东损益	-5,564.16	-4,421.59	-20.53%
归属于母公司所有者的净利润	150,279.67	154,850.34	3.04%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 2：完美世界 2020 年费用率变化情况

	2019 年	2020 年	YOY
销售费用率	14.24%	17.91%	3.67
管理费用率	8.52%	7.41%	-1.11

研发费用率	18.71%	15.54%	-3.17
财务费用率	2.57%	1.10%	-1.46

数据来源：wind，山西证券研究所

**表 3：完美世界 2020 年主营业务情况**

	营业收入/亿元	YOY	毛利率%	YOY	占比%	YOY
游戏：	92.62	35.00%	65.24	-2.93	90.58%	5.24
移动网络游戏	60.94	57.05%	68.26	-6.76	59.60%	11.33
PC 端网络游戏	26.39	9.11%	61.49	1.37	25.81%	-4.28
主机游戏	4.33	-5.26%	49.58	2.70	4.23%	-1.45
游戏相关其他收入	0.83	37.88%	40.22	-18.38	0.81%	0.06
影视：	9.63	-18.30%	12.97	-5.76	9.42%	-5.24
电视剧	8.86	-16.45%	12.10	-20.05	8.67%	-4.53
艺人经纪及综艺节目	0.12	-37.59%	31.08	-57.70	0.12%	-0.12
影视相关其他	0.37	-60.57%	23.04	170.99	0.36%	-0.81
其他业务	0.40	-16.97%	43.05	-38.51	0.39%	-0.21
合计	102.25	27.19%	60.32	-0.60	100.00%	0.00

数据来源：wind，山西证券研究所

**表 4：完美世界单季度盈利变化分析**

单位：万元

	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
营业收入	215,583.19	222,683.58	257,448.54	256,914.39	291,842.81	216,270.98	223,095.53
YOY	16.77%	-11.66%	26.09%	59.12%	35.37%	-2.88%	-13.34%
QOQ	33.52%	3.29%	15.61%	-0.21%	13.60%	-25.89%	3.16%
毛利率	60.77%	48.49%	62.37%	59.16%	56.92%	63.84%	56.56%
YOY	1.03%	1.04%	-5.73%	-10.00%	-3.85%	15.35%	-5.81%
QOQ	-8.40%	-12.28%	13.88%	-3.21%	-2.24%	6.92%	-7.28%
销售费用	48,132.58	31,916.17	38,314.30	36,517.77	62,859.61	45,417.76	30,668.61
YOY	86.28%	81.56%	108.44%	127.22%	30.60%	42.30%	-19.96%
QOQ	199.49%	-33.69%	20.05%	-4.69%	72.13%	-27.75%	-32.47%
管理费用	13,477.69	23,567.14	17,897.26	15,437.88	16,315.09	26,090.84	19,036.53
YOY	-15.35%	6.25%	15.61%	-3.08%	21.05%	10.71%	6.37%
QOQ	-15.39%	74.86%	-24.06%	-13.74%	5.68%	59.92%	-27.04%
研发费用	29,333.70	49,892.44	39,175.61	43,633.47	35,445.38	40,681.00	41,511.82
YOY	3.87%	4.76%	-14.22%	70.77%	20.84%	-18.46%	5.96%
QOQ	14.81%	70.09%	-21.48%	11.38%	-18.77%	14.77%	2.04%
财务费用	2,901.48	8,839.44	3,370.55	2,099.12	3,034.18	2,749.91	2,623.18
YOY	-28.92%	72.20%	-34.79%	-43.44%	4.57%	-68.89%	-22.17%
QOQ	-21.82%	204.65%	-61.87%	-37.72%	44.55%	-9.37%	-4.61%
投资净收益	6,087.28	11,258.91	3,899.77	11,352.21	3,121.31	1,195.59	15,919.48
YOY	-80.80%	19.94%	158.38%	177.91%	-48.72%	-89.38%	308.22%
QOQ	49.02%	84.96%	-65.36%	191.10%	-72.50%	-61.70%	1231.52%
营业利润	47,139.13	-20,690.90	66,948.70	66,809.02	54,256.73	-25,184.18	51,684.06
YOY	-29.50%	-148.90%	16.12%	33.43%	15.10%	21.72%	-22.80%



QOQ	-5.85%	-143.89%	-423.57%	-0.21%	-18.79%	-146.42%	305.22%
利润总额	46,810.24	-20,515.43	66,759.49	70,222.65	53,816.17	-25,144.67	51,787.39
YOY	-31.40%	-151.14%	15.81%	38.66%	14.97%	22.56%	-22.43%
QOQ	-7.57%	-143.83%	-425.41%	5.19%	-23.36%	-146.72%	305.96%
所得税	1,899.40	-19,083.75	5,918.97	5,465.94	1,509.44	2,330.55	6,519.38
净利润	44,910.84	-1,431.68	60,840.53	64,756.71	52,306.73	-27,475.22	45,268.01
YOY	-20.71%	-103.71%	25.10%	23.11%	16.47%	1819.10%	-25.60%
QOQ	-14.62%	-103.19%	-4349.60%	6.44%	-19.23%	-152.53%	264.76%
归属于母公司所有者的净利润	45,520.46	2,727.54	61,430.01	65,629.77	53,597.14	-25,806.58	46,424.44
YOY	-15.00%	-92.98%	26.41%	22.82%	17.74%	-1046.15%	-24.43%
QOQ	-14.81%	-94.01%	2152.22%	6.84%	-18.33%	-148.15%	279.89%

数据来源：wind，山西证券研究所

利润表						资产负债表					单位：百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8039	10225	11908	14607	18028	货币资金	2526	2943	3148	4897	7368
营业成本	3142	4057	4650	5757	7158	应收和预付款项	3080	1814	3445	3460	5074
营业税金及附加	31	32	37	46	56	存货	1760	1027	1879	1959	2813
营业费用	1145	1831	2132	2483	2884	其他流动资产	2766	2099	2100	2100	2100
管理费用	685	757	893	1095	1352	长期股权投资	1914	2768	2808	2853	2902
研发费用	1504	1589	1846	2264	2794	投资性房地产	0	0	0	0	0
财务费用	206	113	179	219	270	固定资产和在建工程	412	629	585	537	484
资产减值损失	728	-956	-17	-20	-25	无形资产和开发支出	988	691	669	646	623
投资收益	657	609	199	203	208	其他非流动资产	161	449	440	430	430
其他收益	89	131	143	175	216	资产总计	16629	15507	16060	17868	22780
营业利润	1342	1628	2498	3101	3911	短期借款	1139	784	0	0	0
其他非经营损益	4	28	28	28	28	应付和预收款项	1382	1199	2671	1891	3548
利润总额	1346	1656	2526	3129	3939	长期借款	225	23	23	23	23
所得税	-101	152	186	234	299	其他负债	2893	92	92	92	92
净利润	1447	1504	2340	2895	3641	负债合计	6501	4325	2786	2006	3663
少数股东损益	-56	-44	-74	-92	-115	股本	1365	2012	2012	2012	2012
归属母公司股东净利润	1503	1548	2414	2987	3756	资本公积	2309	1946	1946	1946	1946
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	留存收益	5840	6878	9043	11723	15093
经营性现金净流量	2023	3693	1136	1782	2535	归属母公司股东权益	9515	10835	13001	15681	19050
投资性现金净流量	-1994	-453	185	185	185	少数股东权益	614	347	273	181	66
筹资性现金净流量	-1427	-2794	-987	-218	-250	股东权益合计	10129	11182	13274	15862	19117
现金流量净额	-1384	384	334	1749	2471	负债和股东权益合计	16629	15507	16060	17868	22780

数据来源：wind，山西证券研究所

### 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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20% 以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

