

证券研究报告

公司研究

点评报告

完美世界 (002624.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

王建会 传媒行业分析师

执业编号: S1500519120001

联系电话: 13162718696

邮箱: wangjianhui@cindasc.com

王婷 研究助理

联系电话: 13062698326

邮箱: wangting@cindasc.com

相关研究

完美世界 (002624.SZ) 深度报告:

《品质为王, 影游龙头扬帆起航》

2020.5

完美世界 2020 年半年报业绩点评:

《上半年游戏业务大增, 静待 21 年业绩开花》2020.8

完美世界 2020 年三季报业绩点评:

《游戏业务稳健增长, 21 年储备丰富期待新品类》2020.10

业绩承压逐步释放, 期待 Q2 步入产品新周期

2021 年 4 月 29 日

事件: 公司于 2021 年 4 月 26 日发布 2020 年年报和 2021 年一季度报告, 2020 年实现营业收入 102 亿元, yoy+27.2%, 实现归母净利润 15.5 亿元, yoy+3%, 符合此前预期。2021 年一季度实现营业收入 22.3 亿元, 同比下降 13.3%, 实现归母净利润 4.64 亿元, 同比下降 24.4%, 实现扣非归母净利润 3.2 亿元, 同比下降 46.8%。

点评:

- **2020 年缺乏大型新游上线, 老游戏基本盘稳固贡献主要业绩。**2020 年公司实现收入 102 亿元, 同比增长 27.2%, 其中游戏贡献收入 92.6 亿元, 同比增长 35%, 增长主要因为老游戏基本盘稳固, 根据伽马数据, 2020 年公司在 MMORPG 手游市场的份额由 2020 上半年的 22.5% 提升至 24.4%, 四款主力游戏《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》长期位列 iOS 游戏畅销榜 top50, 说明公司长线运营能力较强。2020 年 7 月上线的《新神魔大陆》云游戏版独家首发中国电信天翼云游戏, 突显公司在云游戏赛道的先发优势与技术实力。此外, 端游《诛仙》、《完美世界国际版》持续贡献稳定收入,《DOTA2》、《CS:GO》助力电竞业务增长。影视贡献收入 9.6 亿元, 同比下降 18.3%, 主要受影视行业阶段性调整影响。2020 年游戏影视毛利率分别为 65%、13%, 较 2019 年分别下降 2.9、5.8pct, 其中游戏毛利率下降主要因为公司自研自发产品比重提升, 总额法核算方法下毛利率较净额法低。从费用端来看, 2020 年主要增加了销售费用, 支出 18.3 亿元, 同比增长 60%, 主要系自主发行游戏占比提高, 需要投入的市场宣传和推广费用增加。2020 年公司实现归母净利润 15.5 亿元, 同比增长 3%, 其中游戏净利润 22.85 亿元, 同比增长 20.4%, 影视受行业环境影响亏损 5 亿元。
- **2021Q1 疫情高基数和缺乏大型新游上线双重因素导致业绩同比下滑, 期待 Q2 步入产品新周期。**2021Q1 实现收入 22.3 亿元, 同比下降 13.3%, 实现归母净利润 4.64 亿元, 同比下降 24.4%, 实现扣非归母净利润 3.2 亿元, 同比下降 46.8%。其中游戏净利润为 4.27 亿元, 同比下降 15.7%, 扣非后利润为 3.3 亿元, 同比下降 34%。一季度业绩的下滑主要因为 2020 年一季度疫情下的高基数以及 2020 年以来缺乏大型新游上线。二季度后我们认为公司有望步入产品新周期, Q2 有回合制 MMORPG《梦幻新诛仙》和《战神遗迹》, 其中《战神遗迹》5 月 20 日公测, 期待较高的转型产品二次元+开放世界玩法的《幻塔》4 月 15 日已完成二测, 预计暑期上线。此外, 今年的储备包括《一拳超人》以及《天龙八部 2》手游等。我们认为公司将迎接产品新周期, 拥抱年轻用户、小步快跑拓品类是未来的战略主题。
- **影视业务减量求质、收缩投资, 未来对业绩影响较小。**由于前两年演员成本较高, 加上近两年影视剧销售价格降低, 导致影视剧行业出现成本与价格倒挂的现象, 故电视剧业务出现亏损。未来公司的电视剧业务主

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

要围绕两点：1、加速去库存，2020 年去库存效果较好，2021 年 Q1 播出四部电视剧《上阳赋》、《暴风眼》、《爱在星空下》和《明天我们好好过》，市场口碑较好；2、适度收缩影视业务投资，选择风险较低且高品质项目谨慎开机，后续储备有《光荣与梦想》、《舍我其谁》、《昔有琉璃瓦》、《山河表里》等优秀作品。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 113 亿元、139 亿元、160 亿元，同比增加 10.7%、23%、14.7%，归母净利润分别为 22.7 亿元、29.5 亿元、32.3 亿元，同比增加 46%、30%、9%，摊薄 EPS 分别为每股 1.17 元、1.52 元、1.66 元，对应 2021 年 4 月 28 日收盘价（每股 21.61 元）动态 PE 分别为 19 倍、14 倍、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**政策监管趋严的风险、新游排期延期的风险、游戏流水不达预期的风险。

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 8,039 | 10,225 | 11,321 | 13,919 | 15,964 |
| 增长率 YoY % | 0.1% | 27.2% | 10.7% | 23.0% | 14.7% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,503 | 1,549 | 2,266 | 2,951 | 3,228 |
| 增长率 YoY% | -11.9% | 3.0% | 46.3% | 30.2% | 9.4% |
| 毛利率% | 60.9% | 60.3% | 59.0% | 59.0% | 58.0% |
| 净资产收益率ROE% | 15.8% | 14.3% | 17.3% | 18.4% | 16.7% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.77 | 0.80 | 1.17 | 1.52 | 1.66 |
| 市盈率 P/E(倍) | 56.98 | 36.96 | 18.50 | 14.20 | 12.99 |
| 市净率 P/B(倍) | 9.00 | 5.28 | 3.20 | 2.61 | 2.17 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 流动资产 | 10,132 | 7,885 | 9,515 | 13,265 | 17,308 | |
| 货币资金 | 2,526 | 2,943 | 1,767 | 4,681 | 8,490 | |
| 应收票据 | 85 | 112 | 81 | 133 | 147 | |
| 应收账款 | 2,270 | 1,299 | 2,468 | 2,911 | 2,949 | |
| 预付账款 | 542 | 331 | 737 | 785 | 845 | |
| 存货 | 1,760 | 1,027 | 2,192 | 2,446 | 2,579 | |
| 其他 | 2,950 | 2,172 | 2,269 | 2,308 | 2,297 | |
| 非流动资产 | 6,497 | 7,622 | 7,181 | 7,341 | 7,251 | |
| 长期股权投资 | 1,914 | 2,768 | 2,768 | 2,913 | 2,913 | |
| 固定资产 | 364 | 354 | 354 | 233 | 72 | |
| 无形资产 | 214 | 190 | 190 | 162 | 81 | |
| 其他 | 4,005 | 4,310 | 3,868 | 4,033 | 4,186 | |
| 资产总计 | 16,629 | 15,507 | 16,696 | 20,606 | 24,559 | |
| 流动负债 | 4,800 | 4,204 | 3,166 | 4,202 | 4,999 | |
| 短期借款 | 1,139 | 784 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付账款 | 486 | 733 | 690 | 921 | 1,097 | |
| 其他 | 3,175 | 2,687 | 2,476 | 3,281 | 3,902 | |
| 非流动负债 | 1,701 | 121 | 121 | 121 | 121 | |
| 长期借款 | 225 | 23 | 23 | 23 | 23 | |
| 其他 | 1,476 | 98 | 98 | 98 | 98 | |
| 负债合计 | 6,501 | 4,325 | 3,287 | 4,323 | 5,120 | |
| 少数股东权益 | 614 | 347 | 319 | 242 | 170 | |
| 归属母公司权益 | 9,515 | 10,835 | 13,090 | 16,041 | 19,269 | |
| 负债和股东权益 | 16,629 | 15,507 | 16,696 | 20,606 | 24,559 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 营业总收入 | 8,039 | 10,225 | 11,321 | 13,919 | 15,964 | |
| 同比 | 0.1% | 27.2% | 10.7% | 23.0% | 14.7% | |
| 归属母公司净利润 | 1,503 | 1,549 | 2,266 | 2,951 | 3,228 | |
| 同比 | -11.9% | 3.0% | 46.3% | 30.2% | 9.4% | |
| 毛利率(%) | 60.9% | 60.3% | 59.0% | 59.0% | 58.0% | |
| ROE% | 15.8% | 14.3% | 17.3% | 18.4% | 16.7% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.77 | 0.80 | 1.17 | 1.52 | 1.66 | |
| P/E | 56.98 | 36.96 | 18.50 | 14.20 | 12.99 | |
| P/B | 9.00 | 5.28 | 3.20 | 2.61 | 2.17 | |
| EV/EBITDA | 35.56 | 26.55 | 18.71 | 18.91 | 16.76 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 营业总收入 | 8,039 | 10,225 | 11,321 | 13,919 | 15,964 | |
| 营业成本 | 3,142 | 4,057 | 4,641 | 5,707 | 6,705 | |
| 营业税金及附加 | 31 | 32 | 34 | 42 | 48 | |
| 销售费用 | 1,145 | 1,831 | 1,925 | 2,366 | 2,714 | |
| 管理费用 | 685 | 757 | 679 | 835 | 958 | |
| 研发费用 | 1,504 | 1,589 | 1,811 | 2,505 | 2,874 | |
| 财务费用 | 206 | 113 | 0 | 0 | 0 | |
| 减值损失合 | -707 | -969 | -432 | 15 | 20 | |
| 投资净收益 | 229 | 196 | 398 | 384 | 436 | |
| 其他 | 494 | 557 | 166 | 178 | 214 | |
| 营业利润 | 1,342 | 1,628 | 2,362 | 3,041 | 3,336 | |
| 营业外收支 | 4 | 28 | 19 | 17 | 21 | |
| 利润总额 | 1,346 | 1,657 | 2,381 | 3,058 | 3,357 | |
| 所得税 | -101 | 152 | 143 | 183 | 201 | |
| 净利润 | 1,447 | 1,504 | 2,238 | 2,874 | 3,156 | |
| 少数股东损 | -56 | -44 | -28 | -77 | -72 | |
| 归属母公司 | 1,503 | 1,549 | 2,266 | 2,951 | 3,228 | |
| EBITDA | 1,674 | 2,155 | 2,230 | 2,051 | 2,088 | |
| EPS(当 | 0.77 | 0.80 | 1.17 | 1.52 | 1.66 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 经营活动现金流 | 2,023 | 3,693 | -821 | 2,240 | 2,654 | |
| 净利润 | 1,447 | 1,504 | 2,238 | 2,874 | 3,156 | |
| 折旧摊销 | 142 | 197 | 0 | -412 | -579 | |
| 财务费用 | 240 | 134 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资损失 | -229 | -196 | -398 | -384 | -436 | |
| 营运资金变动 | 402 | 1,627 | -3,059 | 200 | 563 | |
| 其它 | 22 | 426 | 398 | -37 | -50 | |
| 投资活动现金流 | -1,994 | -453 | 441 | 674 | 1,155 | |
| 资本支出 | -445 | -571 | 43 | 434 | 719 | |
| 长期投资 | -1,564 | -28 | 0 | -145 | 0 | |
| 其他 | 15 | 146 | 398 | 384 | 436 | |
| 筹资活动现金流 | -1,427 | -2,794 | -796 | 0 | 0 | |
| 吸收投资 | 3 | 17 | -12 | 0 | 0 | |
| 借款 | -292 | -931 | -784 | 0 | 0 | |
| 支付利息或股息 | -467 | -405 | 0 | 0 | 0 | |
| 现金流净增加额 | -1,384 | 384 | -1,176 | 2,914 | 3,809 | |

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东副总监 (主持工作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。