

完美世界 (002624)

证券研究报告

2021年10月16日

《梦幻新诛仙》带动 Q3 修复，关注新游上线表现

完美世界披露 21Q3 业绩预告，2021 年 1-9 月，公司预计实现归母净利润为 7.88-8.08 亿元，同比下降 56.40%-55.29%，其中游戏业务预计盈利 7.63-7.83 亿元，公司整体业绩符合预期。

21Q3 单季度，预计实现归母净利润 5.3-5.5 亿元，同比下降 1.11%-增长 2.62%，其中游戏业务预计盈利 5.4-5.6 亿元。21Q3 非经常损益影响约为 2000 万元，因而公司预计实现扣非后净利润 5.1-5.3 亿元。

由于海外业务调整的一次性影响及产品周期等因素，公司在 21Q2 业绩阶段承压，但 21Q3 新游戏《梦幻新诛仙》表现优异，同时经典游戏如《诛仙》手游开启五周年庆典，充分显示长线生命力，公司逐步恢复业绩节奏。

具体看游戏业务方面，公司聚焦产品创新迭代，《梦幻新诛仙》体现长线运营理念，《幻塔》等储备项目值得期待。

完美在今年举行战略发布会，未来将沿着“更聚焦、更年轻化、更长线”的思路做研发和运营，聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道，融合创新，力求突破。新产品周期的《梦幻新诛仙》手游于 6 月 25 日上线，首月流水突破 5 亿元。公司后续还有《幻塔》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等多款游戏正在推进中，其中《幻塔》将开放世界内容与 MMO 内容进行了向上融合，在世界观构建和美术风格上进行了大胆突破和创新。明后年来看，除上述游戏产品外，公司发布会上展示的丰富多类型游戏项目也为公司的中长线增长提供了产品支持。

在监管方面，公司积极响应，旗下所有在运营游戏已于 9 月 1 日零点全面落实防沉迷新政，并已接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统。

影视业务方面，公司继续加快推进库存项目的发行和排播，并在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略，实现影视业务健康发展。后续储备项目《昔有琉璃瓦》《月里青山淡如画》《和平方舟》等影视作品正在制作、发行过程中。

投资建议：完美世界从 18 年开始进入游戏的真正转型期，在持续扩大核心品类如 MMORPG 的竞争优势基础上，加速多元化、年轻化战略落地，并且秉持长线理念。转型过程中虽短期面对一定压力，但随着《梦幻新诛仙》《幻塔》等新品陆续上线，公司有望在新产品周期下逐步恢复业绩增长节奏，21Q3 开始已在逐步体现。考虑新游戏上线周期，我们下调公司 21-23 年归母净利润至 13.0 亿/24.9 亿/29.2 亿元(前值 15.8 亿/26.3 亿/31.2 亿元)，同比增速分别为-16.0%/91.5%/17.4%，对应 PE 分别为 22.4x/11.7x/10.0x，维持买入评级。

风险提示：游戏上线延期、游戏流水不达预期，影视项目确认不达预期，行业监管趋严，业绩预告为初步测算结果，以正式财报数据为准。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,039.02	10,224.77	9,764.51	13,436.20	15,469.12
增长率(%)	0.07	27.19	(4.50)	37.60	15.13
EBITDA(百万元)	4,516.06	5,301.64	1,944.60	2,979.69	3,513.88
净利润(百万元)	1,502.80	1,548.50	1,301.25	2,491.52	2,924.35
增长率(%)	(11.92)	3.04	(15.97)	91.47	17.37
EPS(元/股)	1.16	1.20	0.67	1.28	1.51
市盈率(P/E)	12.90	12.52	22.36	11.68	9.95
市净率(P/B)	3.06	2.69	1.87	1.63	1.42
市销率(P/S)	3.62	2.85	3.09	2.25	1.95
EV/EBITDA	12.11	9.86	11.96	6.31	5.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	15 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,939.97
流通 A 股股本(百万股)	1,827.24
A 股总市值(百万元)	29,099.53
流通 A 股市值(百万元)	27,408.55
每股净资产(元)	5.39
资产负债率(%)	35.42
一年内最高/最低(元)	31.80/13.01

作者

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《完美世界-半年报点评:迭代阶段业绩符合预期，《梦诛》代表的新周期产品长线可期》 2021-08-19
- 《完美世界-公司点评:海外调整及产品节奏带来短期压力，聚焦新产品周期》 2021-07-12
- 《完美世界-年报点评报告:短期业绩压力释放，游戏新品战略开启新征程》 2021-05-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,525.50	2,943.19	2,929.35	7,322.21	7,224.97
应收票据及应收账款	2,354.70	1,411.40	3,742.09	3,349.24	4,815.02
预付账款	541.88	330.92	1,693.61	1,081.49	2,227.70
存货	1,760.21	1,027.19	1,447.24	1,019.52	1,738.15
其他	2,949.81	2,171.91	3,560.82	2,891.48	3,351.49
流动资产合计	10,132.11	7,884.62	13,373.11	15,663.94	19,357.32
长期股权投资	1,913.90	2,768.08	2,768.08	2,768.08	2,768.08
固定资产	364.02	354.04	293.37	232.70	172.03
在建工程	47.55	275.00	275.00	275.00	275.00
无形资产	368.14	419.13	341.46	250.18	145.30
其他	3,803.68	3,806.08	3,610.26	3,697.64	3,653.04
非流动资产合计	6,497.28	7,622.31	7,288.16	7,223.59	7,013.44
资产总计	16,629.39	15,506.93	20,661.27	22,887.54	26,370.76
短期借款	1,138.64	784.07	786.67	780.00	780.00
应付票据及应付账款	486.39	733.02	391.72	687.49	599.42
其他	3,174.58	2,686.61	2,216.47	2,132.31	2,826.32
流动负债合计	4,799.61	4,203.70	3,394.86	3,599.79	4,205.74
长期借款	225.32	22.57	22.57	120.00	120.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,475.72	98.26	786.99	442.63	614.81
非流动负债合计	1,701.04	120.83	809.57	562.63	734.81
负债合计	6,500.65	4,324.54	4,204.42	4,162.42	4,940.55
少数股东权益	614.03	347.07	291.04	242.19	227.64
股本	1,364.86	2,011.66	2,011.66	2,011.66	2,011.66
资本公积	2,325.47	1,961.87	5,872.70	5,872.70	5,872.70
留存收益	8,184.27	9,007.12	14,154.15	16,471.27	19,190.91
其他	(2,359.89)	(2,145.34)	(5,872.70)	(5,872.70)	(5,872.70)
股东权益合计	10,128.75	11,182.39	16,456.85	18,725.11	21,430.21
负债和股东权益总	16,629.39	15,506.93	20,661.27	22,887.54	26,370.76

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,447.16	1,504.29	1,301.25	2,491.52	2,924.35
折旧摊销	141.50	196.85	188.34	201.95	215.55
财务费用	240.19	133.70	121.00	134.66	136.22
投资损失	(229.40)	(195.69)	(360.00)	(250.00)	(250.00)
营运资金变动	(1,643.37)	427.65	(5,429.23)	1,881.88	(2,967.89)
其它	2,067.37	1,625.75	(56.03)	(48.85)	(14.55)
经营活动现金流	2,023.44	3,692.55	(4,234.67)	4,411.16	43.68
资本支出	966.85	2,328.98	(638.73)	394.37	(122.18)
长期投资	354.66	854.18	0.00	0.00	0.00
其他	(3,315.84)	(3,636.21)	948.73	(194.37)	322.18
投资活动现金流	(1,994.32)	(453.06)	310.00	200.00	200.00
债权融资	1,788.96	806.64	809.24	900.00	900.00
股权融资	(400.53)	21.61	3,973.30	(134.66)	(136.22)
其他	(2,815.07)	(3,622.62)	(871.71)	(983.65)	(1,104.70)
筹资活动现金流	(1,426.65)	(2,794.36)	3,910.84	(218.31)	(340.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,397.53)	445.13	(13.84)	4,392.86	(97.24)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,039.02	10,224.77	9,764.51	13,436.20	15,469.12
营业成本	3,141.66	4,057.03	4,049.07	5,550.20	6,618.39
营业税金及附加	31.22	31.90	30.27	41.65	47.95
营业费用	1,145.02	1,831.09	2,031.02	2,740.99	3,047.42
管理费用	684.54	757.41	761.63	792.74	804.39
研发费用	1,504.47	1,589.35	1,689.26	1,813.89	1,933.64
财务费用	206.21	112.54	121.00	134.66	136.22
资产减值损失	(707.10)	(969.46)	(193.00)	(31.00)	(31.00)
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	250.00	250.00
其他	34.48	578.00	(464.00)	(568.00)	(568.00)
营业利润	1,341.73	1,628.30	1,379.26	2,711.08	3,230.11
营业外收入	10.46	39.83	11.31	10.00	10.00
营业外支出	6.33	11.60	7.00	7.00	7.00
利润总额	1,345.86	1,656.54	1,383.57	2,714.08	3,233.11
所得税	(101.29)	152.25	138.36	271.41	323.31
净利润	1,447.16	1,504.29	1,245.22	2,442.67	2,909.80
少数股东损益	(55.64)	(44.22)	(56.03)	(48.85)	(14.55)
归属于母公司净利润	1,502.80	1,548.50	1,301.25	2,491.52	2,924.35
每股收益(元)	1.16	1.20	0.67	1.28	1.51

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.07%	27.19%	-4.50%	37.60%	15.13%
营业利润	-29.09%	21.36%	-15.29%	96.56%	19.14%
归属于母公司净利润	-11.92%	3.04%	-15.97%	91.47%	17.37%
获利能力					
毛利率	60.92%	60.32%	58.53%	58.69%	57.22%
净利率	18.69%	15.14%	13.33%	18.54%	18.90%
ROE	15.79%	14.29%	8.05%	13.48%	13.79%
ROIC	34.04%	39.93%	35.92%	27.70%	42.53%
偿债能力					
资产负债率	39.09%	27.89%	20.35%	18.19%	18.73%
净负债率	-7.27%	-19.11%	-12.88%	-34.30%	-29.51%
流动比率	2.11	1.88	3.94	4.35	4.60
速动比率	1.74	1.63	3.51	4.07	4.19
营运能力					
应收账款周转率	3.72	5.43	3.79	3.79	3.79
存货周转率	4.12	7.34	7.89	10.89	11.22
总资产周转率	0.49	0.64	0.54	0.62	0.63
每股指标(元)					
每股收益	1.16	1.20	0.67	1.28	1.51
每股经营现金流	1.04	1.90	-2.18	2.27	0.02
每股净资产	4.90	5.59	8.04	9.19	10.54
估值比率					
市盈率	12.90	12.52	22.36	11.68	9.95
市净率	3.06	2.69	1.87	1.63	1.42
EV/EBITDA	12.11	9.86	11.96	6.31	5.39
EV/EBIT	12.43	10.20	13.24	6.77	5.74

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com