万联证券 WANLIAN SECURITIES

自主发行短暂影响毛利率，老游展望稳定、关注21Q1新游上线

——完美世界（002624.SZ）三季报点评报告

增持（维持）

日期：2020年11月01日

事件：

公司发布20Q3季报，前三季度实现营收80.62亿元（YoY+38.71%），归母净利润18.07亿元（YoY+22.44%），扣非归母净利润16.71亿元（YoY+17.72%）。

投资要点：

- **自主发行占比提升导致毛利率、净利率有所下降：**1）前三季度，公司营收分别为25.74/25.69/29.18亿元，归母净利润6.14/6.56/5.36亿元，截至20Q3毛利率为56.92%（同比-3.85pct），净利率17.92%（同比-2.91pct）。2）20Q1-Q3公司自主发行的游戏产品占比大幅提升，因而毛利率有所下降（自主发行为总额法），同时自主发行下市场宣传及推广费用、发行运营人员薪酬增加导致销售费用提升较多，净利率下降。

- **游戏流水表现良好，影视存货去化加速：**1）长线运营游戏表现稳定，稳定贡献流水。Q1-Q3经营活动现金净流量为28.60亿元，占营收比重达98%；分季度来看，经营活动现金流入分别为26.80/31.01/32.25亿元，主要由游戏流水贡献。长线运营游戏中《完美世界手游》（Q3日均35名）、《新笑傲江湖》（Q3日均27名）、《新神魔大陆》（Q3日均10名）显示出色研运实力。2）影视存货去化加速，包袱减轻。存货Q3期末数较上年末减少28.95%（H1期末这一数值为减少1.57%），因游戏业务在新收入准则下由递延成本重分类为存货，导致部分抵减影视业务存货减少带来的存货余额下降，预估影视存货较年初下降6成，前三季度《冰糖炖雪梨》《全世界最好的你》《燃烧》《三叉戟》《怪你过分美丽》等播映取得良好口碑。

- **主力大作预计21Q1上线，多品类题材皆有研发布局：**短期关注开放世界元素回合制MMO游戏《梦幻新诛仙》，预计21Q1上线，目前TapTap取得超7.5万人预约，众评8.5分，继《新神魔大陆》后核心产品形成接力；此外还有《战神遗迹》《幻塔》等预计21H1上线。后续ARPG/STG/二次元/放置类等新品类产品处于研发中，研发布局完善进一步巩固壁垒。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,039	10,943	13,454	16,159
增长比率（%）	0.1%	36.1%	22.9%	20.1%
净利润(百万元)	1,503	2,462	2,821	3,029
增长比率(%)	-11.9%	63.8%	14.6%	7.4%
每股收益(元)	0.77	1.27	1.45	1.56
市盈率(倍)	36.2	22.1	19.3	18.0

资料来源：Wind、万联证券研究所

基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	完美世界（北京）数字科技有限公司/35.06%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,939.63
流通A股（百万股）	1,789.82
收盘价（元）	28.74
总市值（亿元）	557.45
流通A股市值（亿元）	514.39

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020年10月29日

相关研究

万联证券研究所20200906_公司首次覆盖_AAA_完美世界（002624.SZ）首次覆盖报告

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理： 杨岚
电话：075583221361
邮箱：yanglan1@wlzq.com.cn

万联证券

- **盈利预测与投资建议：**我们预计2020-2022年公司实现营业收入为109.43/134.54/161.59亿元，对应EPS为1.27/1.45/1.56元，现价（10月30日收盘价28.07元）对应PE为22.12X/19.30X/17.97X，**维持“增持”评级。**
- **风险因素：**新游上线进度晚于预期、流水表现不及预期、政策变动风险。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,132	13,236	17,002	20,868
货币资金	2,526	3,651	5,059	6,241
应收票据及应收账款	2,355	2,877	3,630	4,385
其他应收款	183	218	270	331
预付账款	542	811	1,018	1,246
存货	1,760	2,241	2,948	3,616
其他流动资产	2,766	3,437	4,076	5,049
非流动资产	6,497	6,991	7,441	7,908
长期股权投资	1,914	2,214	2,514	2,814
固定资产	364	406	408	423
在建工程	48	89	124	151
无形资产	214	295	373	461
其他长期资产	3,958	3,987	4,022	4,059
资产总计	16,629	20,226	24,443	28,776
流动负债	4,800	6,184	7,690	9,299
短期借款	1,139	1,409	1,693	1,978
应付票据及应付账款	486	555	724	909
预收账款	606	720	895	1,095
其他流动负债	2,569	3,500	4,378	5,317
非流动负债	1,701	1,803	2,117	2,274
长期借款	225	205	405	505
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,476	1,597	1,712	1,769
负债合计	6,501	7,987	9,808	11,573
股本	1,365	1,370	1,370	1,370
资本公积	2,325	2,335	2,350	2,363
留存收益	5,859	7,989	10,411	13,021
归属母公司股东权益	9,515	11,660	14,097	16,720
少数股东权益	614	579	538	483
负债和股东权益	16,629	20,226	24,443	28,776

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,023	2,796	2,463	2,680
净利润	1,447	2,427	2,780	2,974
折旧摊销	142	231	126	155
营运资金变动	402	57	-347	-338
其它	33	81	-96	-111
投资活动现金流	-1,994	-1,610	-1,127	-1,360
资本支出	-445	-1,059	-830	-812
投资变动	-1,564	-1,221	-1,089	-1,323
其他	15	669	792	775
筹资活动现金流	-1,427	-61	72	-138
银行借款	1,876	250	484	385
债券融资	0	0	0	0
股权融资	3	5	0	0
其他	-3,306	-316	-412	-523
现金净增加额	-1,384	1,125	1,408	1,182
期初现金余额	3,852	2,526	3,651	5,059
期末现金余额	2,468	3,651	5,059	6,241

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,039	10,943	13,454	16,159
营业成本	3,142	4,010	5,202	6,421
营业税金及附加	31	56	64	76
销售费用	1,145	1,587	1,984	2,424
管理费用	685	732	1,035	1,404
研发费用	1,504	1,967	2,443	2,939
财务费用	206	124	113	145
资产减值损失	-707	-656	-553	-520
公允价值变动收益	427	350	403	311
投资净收益	229	312	384	461
资产处置收益	-2	-2	-3	-3
营业利润	1,342	2,607	3,014	3,196
营业外收入	10	40	15	45
营业外支出	6	9	8	9
利润总额	1,346	2,638	3,021	3,232
所得税	-101	211	242	259
净利润	1,447	2,427	2,780	2,974
少数股东损益	-56	-35	-41	-55
归属母公司净利润	1,503	2,462	2,821	3,029
EBITDA	1,674	2,823	2,853	3,049
EPS（元）	0.77	1.27	1.45	1.56

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.1%	36.1%	22.9%	20.1%
营业利润	-29.1%	94.3%	15.6%	6.0%
归属于母公司净利润	-11.9%	63.8%	14.6%	7.4%
获利能力				
毛利率	60.9%	63.4%	61.3%	60.3%
净利率	18.0%	22.2%	20.7%	18.4%
ROE	15.8%	21.1%	20.0%	18.1%
ROIC	13.8%	16.7%	14.6%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	39.1%	39.5%	40.1%	40.2%
净负债比率	-7.3%	-13.2%	-17.3%	-19.4%
流动比率	2.11	2.14	2.21	2.24
速动比率	1.63	1.65	1.70	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.54	0.55	0.56
应收账款周转率	3.54	3.90	3.80	3.79
存货周转率	1.78	1.79	1.76	1.78
每股指标（元）				
每股收益	0.77	1.27	1.45	1.56
每股经营现金流	1.04	1.44	1.27	1.38
每股净资产	4.91	6.01	7.27	8.62
估值比率				
P/E	36.23	22.12	19.30	17.97
P/B	5.72	4.67	3.86	3.26
EV/EBITDA	35.56	13.05	12.59	11.52

资料来源：Wind、万联证研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场