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

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

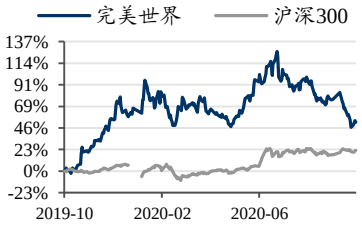
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 李赛
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,039	10,844	12,991	14,914
同比（%）	0.1%	34.9%	19.8%	14.8%
归母净利润（百万元）	1,503	2,411	2,921	3,431
同比（%）	-11.9%	63.8%	21.5%	17.9%
每股收益（元/股）	0.75	1.20	1.45	1.71
P/E（倍）	38.47	23.98	19.79	16.85

投资要点

- **事件：**2020 年前三季度公司实现营业收入 80.62 亿元，yoy+38.71%，实现归母净利润 18.07 亿元，yoy+22.44%，归母扣非净利润 16.71 亿元，yoy+17.72%，其中 Q3 实现营业收入 29.81 亿元，yoy+35.37%，实现归母净利润 5.36 亿元，yoy+17.74%，实现扣非归母净利润 5.19 亿元，yoy+16.19%，落入业绩预告区间。
- **点评：老游贡献稳定流水，《新神魔大陆》表现优异，共同驱动 Q3 业绩增长。**Q3 公司营收同比增长 35.37%，符合预期，业绩实现增长主要系老游戏《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等表现稳定，三款游戏 Q3 在 iOS 畅销榜平均排名分别为 45/36/27，同时新游方面公司于七月上线了《新神魔大陆》，该游戏上线后最高达到 iOS 畅销榜第 3 名，表现亮眼。影视业务方面，公司 Q3 确认收入的剧有《天舞纪》、《大侠霍元甲》、《倩女幽魂：人间情》，库存持续消化。Q3 公司毛利率为 56.92%，yoy-3.85pct，主要系公司自主发行游戏占比大幅提高，自主发行游戏全额确认收入，毛利率较低，同时影视业务对毛利率也有一定拖累。费用方面，Q3 期间费用率 40.31%（yoy-3.22pct），其中销售费用 6.29 亿元（yoy+30.60%），销售费用率 21.54%（yoy-0.79pct），主要为《新神魔大陆》7 月公测买量投入较大；研发费用率 12.15%（yoy-1.46pct）；财务费用率 1.04%（yoy-0.31pct）；净利率 17.92%（yoy-2.91pct）。截至 Q3，公司存货 12.51 亿，环比减少 2.24 亿，同比减少 10.49 亿，主要系影视去库存；应收账款 20.02 亿，环比减少 1.62 亿，同比减少 9.73 亿，主要系影视回款。前三季度经营活动现金流净额 28.6 亿，同比大幅改善。
- **“品效合一”发行策略得到验证，发行端走出新格局。**7 月 2 日公司上线自研 MMORPG《新神魔大陆》。在游戏的发行策略上，公司积极拥抱行业趋势，采取品牌营销与买量相结合的“品效合一”策略，扩大了产品影响力。Q3 畅销榜平均排名为 15 名，表现超预期。
- **新游供给充沛，关注核心产品后续测试表现。**公司新游储备方面既保持现有 MMORPG 领域核心优势也持续加大品类扩张脚步，目前储备有《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》《非常英雄》《旧日传说》《一拳超人》等游戏，涵盖 MMORPG、回合制、SLG、Roguelike 等多种类型，涉及题材丰富。其中《梦幻新诛仙》有望打开公司回合制游戏的天花板，目前全平台预约量 476 万，另一储备产品《幻塔》为公司自研二次元开放世界三平台游戏，已于 10 月 29 日开启三平台首轮测试，在《原神》打开国内开放世界游戏市场空间后，《幻塔》表现值得期待。影视业务方面，储备有《光荣与梦想》、《不婚女王》等剧，储备丰富，题材多元。
- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年分别实现营收 108.44/129.91/149.14 亿元，归母净利润 24.11/29.21/34.31 亿元，EPS 分别为 1.20/1.45/1.71 元，对应当前股价 PE 24/20/17X，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)	28.74
一年最低/最高价	18.35/43.16
市净率(倍)	4.99
流通 A 股市值(百万元)	51439.34

基础数据

每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	27.73
总股本(百万股)	2011.33
流通 A 股(百万股)	1789.82

相关研究

1、《完美世界（002624）：中报业绩符合预期，产品梯队蓄势待发》2020-08-30

2、《完美世界（002624）：重点 IP 产品上线在即，助推公司业绩稳定增长》2020-06-11

3、《完美世界（002624）：游戏稳定高增长，影视轻装上阵，产品梯队蓄势待发》2020-04-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

完美世界三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10,132**	**12,972**	**13,198**	**16,086**
现金	2,526	4,895	6,483	6,731
应收账款	2,355	0	0	0
存货	1,760	3,829	2,786	4,716
其他流动资产	3,492	4,248	3,929	4,639
非流动资产	**6,497**	**6,960**	**7,358**	**7,800**
长期股权投资	1,914	2,400	2,880	3,374
固定资产	364	438	473	462
在建工程	48	46	42	37
无形资产	368	280	175	167
其他非流动资产	3,804	3,795	3,788	3,759
资产总计	**16,629**	**19,932**	**20,556**	**23,886**
流动负债	**4,800**	**6,150**	**4,343**	**4,746**
短期借款	1,139	2,913	1,139	1,154
应付账款	486	0	0	0
其他流动负债	3,175	3,237	3,205	3,591
非流动负债	**1,701**	**1,610**	**1,507**	**1,426**
长期借款	225	135	31	-49
其他非流动负债	1,476	1,476	1,476	1,476
负债合计	**6,501**	**7,760**	**5,850**	**6,172**
少数股东权益	614	574	533	500
归属母公司股东权益	9,515	11,598	14,172	17,214
负债和股东权益	**16,629**	**19,932**	**20,556**	**23,886**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,023	1,982	4,347	1,077
投资活动现金流	-1,994	-326	-272	-159
筹资活动现金流	-1,427	-1,061	-713	-685
现金净增加额	-1,384	595	3,362	233
折旧和摊销	142	246	303	208
资本开支	449	-24	-81	-52
营运资本变动	398	-514	1,330	-2,253

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8,039**	**10,844**	**12,991**	**14,914**
减:营业成本	3,142	4,500	5,326	6,040
营业税金及附加	31	50	55	66
营业费用	1,145	1,247	1,624	2,088
管理费用	2,189	2,889	3,518	4,043
财务费用	206	263	262	216
资产减值损失	-707	-144	-268	-450
加:投资净收益	229	267	286	312
其他收益	89	71	86	75
营业利润	**1,342**	**2,492**	**2,990**	**3,476**
加:营业外净收支	4	60	37	31
利润总额	**1,346**	**2,552**	**3,027**	**3,508**
减:所得税费用	-101	182	145	110
少数股东损益	-56	-40	-40	-33
归属母公司净利润	**1,503**	**2,411**	**2,921**	**3,431**
EBIT	1,354	2,570	2,981	3,379
EBITDA	1,495	2,815	3,285	3,587

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.75	1.20	1.45	1.71
每股净资产(元)	4.73	5.77	7.05	8.56
发行在外股份(百万股)	1365	2011	2011	2011
ROIC(%)	41.9%	59.6%	107.8%	67.2%
ROE(%)	14.3%	19.5%	19.6%	19.2%
毛利率(%)	60.9%	58.5%	59.0%	59.5%
销售净利率(%)	18.7%	22.2%	22.5%	23.0%
资产负债率(%)	39.1%	38.9%	28.5%	25.8%
收入增长率(%)	0.1%	34.9%	19.8%	14.8%
净利润增长率(%)	-17.7%	63.8%	21.5%	17.9%
P/E	38.47	23.98	19.79	16.85
P/B	6.08	4.98	4.08	3.36
EV/EBITDA	38.71	20.17	16.22	14.76

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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