

2022年01月25日

公司研究

评级: 买入(维持)

研究所
姚蕾 S0350521080006
yaol02@ghzq.com.cn
谭瑞娇 S0350521120004
tanrq@ghzq.com.cn

转型期业绩阵痛，关注重点产品长线运营和出海表现

——完美世界(002624)2021年业绩预告点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
完美世界	-29.7%	-4.8%	-46.6%
沪深300	-2.7%	-3.5%	-14.1%

市场数据	2022/01/24
当前价格(元)	14.63
52周价格区间(元)	13.01-28.89
总市值(百万)	28,381.74
流通市值(百万)	26,732.47
总股本(万股)	193,996.84
流通股本(万股)	182,723.68
日均成交额(百万)	574.20
近一月换手(%)	2.87

相关报告

《完美世界(002624)三季度财报点评：新游进入回收期助推业绩回暖，关注《幻塔》公测(买入)》*互联网传媒*姚蕾——2021-10-27
《完美世界(002624)业绩预告点评：21Q3步入业绩释放期，《幻塔》等重磅产品预计年内上线(买入)》*互联网传媒*姚蕾——2021-10-18

事件：

公司公告 2021 业绩预告：实现归母净利润 3.5~3.9 亿元，yoy-77.4%~-74.8%；扣非净利润 1~1.2 亿元，yoy-90.4%~-88.5%。

投资要点：

1、产品表现、组织调整、投资亏损及资产减值等因素造成 Q4 业绩环比下滑

公司预计 2021 全年实现归母净利润 3.5~3.9 亿元，扣非净利润约 1~1.2 亿元，对应 2021Q4 扣非净利润-4.6~-4.4 亿元，yoy-26.5%~-29.7%，qoq-188.2~184.4%。2021 年非经常性损益约 2.5~2.7 亿元，主要是 2021Q1-Q3 非经常性损益 2.4 亿元（其中包括对子公司及联营企业部分股权的处置收益，以及常规的政府补助、理财收益等）。

分业务看：（1）公司预计 2021 年游戏业务利润为 6.7~6.9 亿元（yoy-70.7%~-69.8%）。据公告及公开电话会议，公司游戏业务全年盈利下滑尤其是 Q4 环比下滑明显的主要原因如下：

①产品层面：老游戏方面，2021 年 6 月上线的《梦幻新诛仙》表现可圈可点，实现累计流水接近 16 亿、利润 5~6 亿的成绩，但 Q4 流水环比 Q3 下滑（2021Q3 位列 iOS 游戏畅销榜平均第 12 名，2021Q4 下滑至 31 名）；2021H1 上线的《战神遗迹》表现不及预期造成亏损；长线运营的老游戏表现较为稳健，《完美世界》手游 2021Q4 位列 iOS 游戏畅销榜第 42 名（环比 2021Q3 下滑 1 名）、《新诛仙手游》2021Q4 位列第 48 名（环比提升 5 名）、《新笑傲江湖》2021Q4 位列第 86 名（环比下滑 11 名）。新游戏方面，12 月 16 日公测的《幻塔》表现优异，实现首日流水 5000 万+、新增用户过千万、首月流水近 5 亿的成绩，2021Q4 在 iOS 游戏畅销榜平均排名第 5 名，当前第 42 名，但其公测日临近报告期末，存在前期投入和收入确认错配的问题。

②组织层面：冗余人员优化精简+核心骨干强化激励并行，造成一次性人工成本相关开支在 2021Q4 集中体现。

③对外投资层面：2021 年对外投资项目经营利润有所下降，造成投资收益的减少。

（2）公司预计 2021 年影视业务利润为-1.7~-1.9 亿元，主要来自环球影业片单投资造成的公允价值变动损失。2016 年，公司旗下基金与美国环

球影业签订了片单投资及战略合作协议，受海外疫情反复等因素影响，部分电影项目收益不及预期。按照公司在基金中的份额比例，归母净利润减少 2.6 亿元计入非经常性损失。若不考虑该减值影响，影视业务盈利约 7000~9000 万元。

2、展望 2022 年：游戏业务，方面《幻塔》《梦幻新诛仙》构成盈利基本盘，海外方面《幻塔》计划于 2022 年中实现全球移动+PC+主机端同步发行；1 月 26 日《幻塔》×《灵笼》联动版本“白月破晓”即将开启，有望拉升流水及活跃用户数（《灵笼》为艺画开天和哔哩哔哩联合出品的动画作品，与《幻塔》具有相似的末日设定，在哔哩哔哩上的总播放量达到 4.7 亿，豆瓣评分 8.3 分）；《幻塔》后续计划以 2 周一个小版本、16 周一个大版本的节奏进行版本更新。当前储备《天龙八部 2》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《朝与夜之国》《诛仙 2》《完美世界》手游，以及《诛仙世界》端游（已获版号）。

影视方面，公司持续消化库存，储备的《昔有琉璃瓦》《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》《星落凝成糖》《摇滚狂花》《特工任务》《灿烂！灿烂！》《心想事成》等影视作品正在制作、发行。

3、盈利预测和投资评级：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 3.6/18.1/25 亿元，对应 PE 为 78.1/15.7/11.4X。公司研发实力较强，当前处于转型的关键节点，以《幻塔》为代表的产品为公司的精品化、多元化、国际化战略奠定了基础，建议关注产品长线运营、出海表现、关注版本号发放情况，维持“买入”评级。

风险提示：政策监管趋严、版本号获取进度不及预期、市场竞争加剧、新产品上线进度及表现不及预期、流量成本上升、老产品生命周期不及预期、核心人才流失、玩家偏好改变、技术发展不及预期、公司治理/资产减值/解禁减持风险、市场风格切换、行业估值中枢下行等。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10225	8819	10156	12209
增长率（%）	27	-14	15	20
归母净利润（百万元）	1549	363	1808	2496
增长率（%）	3	-77	398	38
摊薄每股收益（元）	0.80	0.19	0.93	1.29
ROE（%）	14	3	14	16
P/E	36.88	78.13	15.70	11.37
P/B	5.28	2.53	2.18	1.83
P/S	5.60	3.22	2.79	2.32
EV/EBITDA	32.22	34.85	13.23	8.00

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：完美世界盈利预测表

证券代码:	002624		股价:	14.63	投资评级:	买入	日期:	2022/01/24	
财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					每股指标				
ROE	14%	3%	14%	16%	EPS	0.80	0.19	0.93	1.29
毛利率	60%	58%	59%	61%	BVPS	5.59	5.77	6.70	7.99
期间费率	26%	29%	24%	23%	估值				
销售净利率	15%	4%	18%	20%	P/E	36.88	78.13	15.70	11.37
成长能力					P/B	5.28	2.53	2.18	1.83
收入增长率	27%	-14%	15%	20%	P/S	2.88	3.34	2.90	2.41
利润增长率	3%	-77%	398%	38%					
营运能力					利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产周转率	0.66	0.56	0.58	0.61	营业收入	10225	8819	10156	12209
应收账款周转率	7.87	9.13	9.13	9.13	营业成本	4057	3678	4113	4791
存货周转率	9.95	14.76	8.58	8.86	营业税金及附加	32	28	32	38
偿债能力					销售费用	1831	1884	1727	1953
资产负债率	28%	27%	24%	21%	管理费用	757	706	752	904
流动比	1.88	1.95	2.36	2.95	财务费用	113	0	0	0
速动比	1.55	1.73	1.98	2.50	其他费用 / (-收入)	1589	1992	1901	1953
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	营业利润	1628	436	1933	2669
现金及现金等价物	4696	5553	6193	7918	营业外净收支	28	0	0	0
应收款项	1411	1013	1213	1447	利润总额	1657	436	1933	2669
存货净额	1027	598	1183	1378	所得税费用	152	32	178	245
其他流动资产	750	784	863	978	净利润	1504	404	1755	2423
流动资产合计	7885	7949	9452	11721	少数股东损益	-44	40	-53	-73
固定资产	354	522	671	747	归属于母公司净利润	1549	363	1808	2496
在建工程	275	275	275	275	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
无形资产及其他	4225	4265	4304	4343	经营活动现金流	3693	1460	921	2150
长期股权投资	2768	2768	2768	2768	净利润	1549	363	1808	2496
资产总计	15507	15779	17470	19854	少数股东权益	-44	40	-53	-73
短期借款	784	400	200	0	折旧摊销	197	186	195	211
应付款项	733	655	733	853	公允价值变动	-413	0	0	0
预收帐款	24	529	487	488	营运资金变动	1627	635	-727	-383
其他流动负债	2663	2488	2588	2627	投资活动现金流	-453	-219	-82	-225
流动负债合计	4204	4072	4008	3969	资本支出	-571	-360	-183	-326
长期借款及应付债券	23	23	23	23	长期投资	-28	0	0	0
其他长期负债	98	98	98	98	其他	146	141	100	100
长期负债合计	121	121	121	121	筹资活动现金流	-2794	-384	-200	-200
负债合计	4325	4193	4129	4089	债务融资	-931	-384	-200	-200
股本	2012	2012	2012	2012	权益融资	17	0	0	0
股东权益	11182	11586	13341	15765	其它	-1880	0	0	0
负债和股东权益总计	15507	15779	17470	19854	现金净增加额	384	857	639	1725

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为潮玩、影视剧、潮玩等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育等赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞娇，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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。