

分析师: 乔琪

登记编码: S0730520090001

qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

# Q3 业绩符合预期, 新老游戏共同贡献业绩增量

——完美世界(002624)季报点评

## 证券研究报告-季报点评

买入(维持)

### 市场数据(2020-10-30)

收盘价(元)	28.07
一年内最高/最低(元)	63.82/27.30
沪深300指数	4695.33
市净率(倍)	5.72
流通市值(亿元)	502.40

### 基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	5.76
每股经营现金流(元)	1.47
毛利率(%)	59.38
净资产收益率-摊薄(%)	16.17
资产负债率(%)	27.73
总股本/流通股(万股)	193963.31/178981.68
B股/H股(万股)	0/0

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

- 《完美世界(002624)中报点评: 上半年业绩高增, 新老游戏产品表现亮眼》 2020-08-31
- 《完美世界(002624)年报点评: 游戏业务高速增长, 多品类储备丰富》 2020-04-25
- 《完美世界(002624)公司点评报告: 游戏业务高速增长, 静待影视业务改善》 2020-02-21

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

发布日期: 2020年11月02日

**事件:** 公司发布2020年第三季度报告。2020年前三季度公司营业收入80.62亿元, 同比增加38.71%, 归属上市公司股东净利润18.06亿元, 同比增加22.44%, 扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润16.71亿元, 同比增加17.72%, 经营活动产生现金流净额28.59亿元, 同比增加249.86%。

其中第三季度营业收入29.18亿元, 同比增加35.37%, 归属上市公司股东净利润5.36亿元, 同比增加17.74%, 扣除非经常性损益后净利润5.19亿元, 同比增加16.19%。

### 投资要点:

- **新老游戏产品共同贡献业绩增量。** 第三季度公司营业收入同比增加35.37%, 环比增加13.59%, 主要是来自于《诛仙》手游、《完美世界》手游、《新笑傲江湖》手游、《CS:GO》端游、《诛仙》端游以及7月上线的新游《新神魔大陆》手游市场表现良好。近3个月,《诛仙》手游排在App Store畅销榜50名左右,《完美世界》手游以及《新笑傲江湖》手游排在30名左右,《新神魔大陆》排名基本维持在前20名以内,预计上线首月流水在4-5亿元左右。
- **新游买量成本提高导致销售费率提升。** 公司Q3单季度销售费用为6.28亿元, 同比增加30.60%, 环比增加72.13%, 单季度销售费用率到达21.54%, 环比提升了7.33个百分点。主要是7月上线的《新神魔大陆》推广成本比较高导致,近期《新神魔大陆》买量力度有所降低,销售费用有望回落。
- **自主发行产品占比提高导致毛利率下滑。** 公司Q1-Q3营业成本同比增长64.20%, 增长幅度超过营业收入增幅, 主要是由于公司自主发行游戏产品的占比大幅提高, 授权第三方代理发行的游戏产品占比降低。在自主发行模式下, 公司按照玩家充值金额确认收入, 将渠道分成确认为成本, 相比按照净分成款的第三方代理发行模式毛利率更低。因此公司毛利率由上年同期的65.68%下滑至59.38%。
- **储备产品丰富。** 公司后续还有诸多产品储备包括《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《旧日传说》、《幻塔》、《一拳超人》、《非常英雄》等, 涵盖了MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike等多种品类。
- **盈利预测与投资评级:** 公司具备较强的研发实力, 老产品依然维持较高的流水和排名, 新游产品《新神魔大陆》的市场表现验证了公司“品效合一”的发行策略日趋成熟, 另外《新神魔大陆》云游戏版本也是中国电信天翼云游戏平台第一款重点推广的云游戏产品, 突显了公司

在云游戏赛道的优势。预计公司 2020 年-2021 年 EPS 为 1.23 元与 1.42 元，按照 10 月 30 日收盘价 28.07 元，对应 PE 为 22.8 倍与 19.8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：政策监管风险；行业竞争加剧；老游戏流水下滑超预期，新游上线进度不及预期**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,034	8,039	10,810	12,920	14,953
增长比率(%)	1.3	0.1	34.5	19.5	15.7
净利润(百万元)	1,706	1,503	2,387	2,745	3,527
增长比率(%)	13.4	-11.9	58.8	15.0	28.5
每股收益(元)	0.88	0.77	1.23	1.42	1.82
市盈率(倍)	31.9	36.2	22.8	19.8	15.4

资料来源：贝格数据，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>10783</b>	<b>10132</b>	<b>16339</b>	<b>15912</b>	<b>20580</b>
现金	4229	2526	4879	5832	6749
应收票据及应收账款	1964	2355	3453	3488	4545
其他应收款	121	183	226	263	303
预付账款	790	542	1249	891	1586
存货	2142	1760	3766	2671	4631
其他流动资产	1538	2766	2766	2766	2766
<b>非流动资产</b>	<b>5195</b>	<b>6497</b>	<b>6958</b>	<b>7355</b>	<b>7802</b>
长期投资	1559	1914	2400	2880	3374
固定资产	362	364	436	470	465
无形资产	87	368	280	175	167
其他非流动资产	3187	3851	3841	3830	3796
<b>资产总计</b>	<b>15978</b>	<b>16629</b>	<b>23298</b>	<b>23267</b>	<b>28383</b>
<b>流动负债</b>	<b>3921</b>	<b>4800</b>	<b>9542</b>	<b>7257</b>	<b>9345</b>
短期借款	1270	1139	5571	3406	4833
应付票据及应付账款	393	486	759	692	954
其他流动负债	2258	3175	3212	3159	3558
<b>非流动负债</b>	<b>2748</b>	<b>1701</b>	<b>1607</b>	<b>1503</b>	<b>1426</b>
长期借款	794	225	132	27	-50
其他非流动负债	1954	1476	1476	1476	1476
<b>负债合计</b>	<b>6669</b>	<b>6501</b>	<b>11150</b>	<b>8759</b>	<b>10771</b>
少数股东权益	870	614	574	536	502
股本	1386	1365	2047	2047	2047
资本公积	2908	2325	1643	1643	1643
留存收益	4589	5859	7838	10087	12977
归属母公司股东权益	8439	9515	11574	13971	17110
<b>负债和股东权益</b>	<b>15978</b>	<b>16629</b>	<b>23298</b>	<b>23267</b>	<b>28383</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-130</b>	<b>2023</b>	<b>-693</b>	<b>4147</b>	<b>496</b>
净利润	1759	1447	2347	2707	3493
折旧摊销	166	142	245	303	208
财务费用	168	206	252	298	363
投资损失	-465	-229	-267	-286	-312
营运资金变动	-1725	398	-3164	1259	-3089
其他经营现金流	-34	60	-107	-134	-167
<b>投资活动现金流</b>	<b>2976</b>	<b>-1994</b>	<b>-332</b>	<b>-280</b>	<b>-177</b>
资本支出	141	449	-25	-83	-46
长期投资	1355	-1535	-487	-495	-494
其他投资现金流	4471	-3080	-844	-858	-717
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1952</b>	<b>-1427</b>	<b>-1053</b>	<b>-750</b>	<b>-828</b>
短期借款	652	-131	0	0	0
长期借款	294	-568	-94	-105	-76
普通股增加	0	-22	682	0	0
资本公积增加	-649	-583	-682	0	0
其他筹资现金流	-2249	-122	-960	-645	-752
<b>现金净增加额</b>	<b>920</b>	<b>-1384</b>	<b>-2079</b>	<b>3117</b>	<b>-509</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>8034</b>	<b>8039</b>	<b>10810</b>	<b>12920</b>	<b>14953</b>
营业成本	3550	3142	4449	5183	5879
营业税金及附加	43	31	70	77	81
营业费用	880	1145	1621	1809	2093
管理费用	704	685	703	970	1047
研发费用	1413	1504	1621	2196	2392
财务费用	168	206	252	298	363
资产减值损失	10	-707	0	0	0
其他收益	130	89	0	0	0
公允价值变动收益	0	427	107	134	167
投资净收益	465	229	267	286	312
资产处置收益	34	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1892</b>	<b>1342</b>	<b>2467</b>	<b>2807</b>	<b>3575</b>
营业外收入	31	10	68	45	39
营业外支出	7	6	7	8	7
<b>利润总额</b>	<b>1916</b>	<b>1346</b>	<b>2527</b>	<b>2844</b>	<b>3607</b>
所得税	156	-101	180	137	113
<b>净利润</b>	<b>1759</b>	<b>1447</b>	<b>2347</b>	<b>2707</b>	<b>3493</b>
少数股东损益	53	-56	-40	-38	-34
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1706</b>	<b>1503</b>	<b>2387</b>	<b>2745</b>	<b>3527</b>
EBITDA	2085	1495	2871	3261	3875
EPS (元)	0.88	0.77	1.23	1.42	1.82

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	1.3	0.1	34.5	19.5	15.7
营业利润 (%)	19.1	-29.1	83.8	13.8	27.4
归属母公司净利润 (%)	13.4	-11.9	58.8	15.0	28.5
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	55.8	60.9	58.8	59.9	60.7
净利率 (%)	21.9	18.0	21.7	21.0	23.4
ROE (%)	18.9	14.3	19.3	18.7	19.8
ROIC	14.2	11.4	13.0	14.9	15.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	41.7	39.1	47.9	37.6	37.9
净负债比率 (%)	-2.5	6.8	18.9	-6.4	-2.8
流动比率	2.7	2.1	1.7	2.2	2.2
速动比率	1.6	1.5	1.1	1.6	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.4	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	8.0	7.1	7.1	7.1	7.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	0.77	1.23	1.42	1.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.07	1.04	-0.36	2.14	0.26
每股净资产 (最新摊薄)	4.35	4.91	5.97	7.20	8.82
<b>估值比率</b>					
P/E	31.9	36.2	22.8	19.8	15.4
P/B	6.5	5.7	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	27.9	37.8	20.2	16.8	14.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。