证券研究报告

公司研究——事项点评

完美世界（002624.SZ）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.4.9

王建会　传媒行业分析师

执业编号：S1500519120001

联系电话：（010）83326755

邮　箱：wangjianhui@cindasc.com

王婷　研究助理

联系电话：（010）83326755

邮　箱：wangjianhui@cindasc.com

相关研究

《完美世界（002624.SZ）深度报告：品质为王，影游龙头扬帆起航》2020.5

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

上半年游戏业务大增，静待 21 年业绩开花

2020 年 08 月 30 日

事件：公司发布 2020 年上半年业绩报告，公司在 2020H1 实现营收 51.43 亿元，同比增长 40.68%，实现归母净利润 12.71 亿元，同比增长 24.53%，经营活动产生的现金流量净额为 21.28 亿元，同比增长 1173.20%。

点评：

- **2020 年上半年营收大增 41%，增长主要来自游戏业务。**2020 年上半年，公司实现整体营业收入 51.43 亿元，同比增长 40.68%，增长主要来自游戏业务，上半年游戏业务实现收入 43.58 亿元，同比增长 51.44%，增速远高于行业平均水平，主要系《新笑傲江湖》、《完美世界》、《诛仙》、《神雕侠侣 2》等手游的稳定表现以及端游《CS:GO》、PC + 主机双平台游戏《遗迹：灰烬重生》的收入贡献，同时上半年手游出海业务贡献增量业绩。20H1 公司整体毛利率为 60.77%，较去年同期降低 7.81pct，主要因为游戏业务中自主发行游戏占比提升导致分成成本提高。销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 14.55%/22.58%/16.1%，较去年同期分别增长 5.13/-5.49/-3.38pct。销售费用率的增加主要因为自主发行游戏占比提升从而增加宣发费用。20H1 实现归母净利润 12.71 亿元，同比增长 24.53%，主要因为游戏业务的高速增长以及影视业务相较于同行业来看不错的利润贡献。
- **游戏业务快速增长，下半年及明年新游储备丰富，静待 2021 年游戏业务爆发。**游戏业务 2020H1 实现收入 43.58 亿元，同比增长 51.44%，单季度来看，Q2 实现收入 22.5 亿元，同比增长 57.67%，环比增长 6.7%。其中上半年手游同比增长 72.5%，端游同比增长 26.6%，主机游戏与去年同期基本持平。手游的快速增长主要系手游《新笑傲江湖》、《完美世界》、《诛仙》、《神雕侠侣 2》等产品的稳定表现以及手游出海贡献的业绩增量，公司始终保持在 MMO 核心优势领域的领先地位，上半年在手游 MMO 细分领域的市场份额占到了 22.5%。此外，端游《诛仙》、《完美世界国际版》、《CS:GO》等持续贡献稳定收入。下半年来看，7 月《新神魔大陆》的上线成功验证了品效合一的发行策略，首月流水突破 5 个亿，8 月在大幅减少买量支出的情况下我们预计流水依然保持 3 个亿左右。除了《新神魔大陆》外，Q3 将在海外上线《战神遗迹》，Q4 将在国内上线《梦幻新诛仙》。手游出海业务方面，8 月《新笑傲江湖》在越南上线，9 月将在韩国上线，Q4《新神魔大陆》将在东南亚及欧美地区上线。此外储备游戏包括大屏游戏《Torchlight》、《Magic》，手游《非常英雄》、《旧日传说》、《幻塔》、《一拳超人》等。随着下半年新游的不断上线以及老游的稳定表现，2021 年将是公司游戏业务爆发的一年。
- **影视业务去库存效果较好，利润表现好于其他影视类公司。**上半年公司确认了 8 部剧的收入，去库存效果较好，影视业务实现收入 7.86 亿元，同比增长 0.91%，与去年基本持平，主要因为 2019 年上半年《青春斗》体量较大，利润率和利润都相当可观。虽然上半年影视业务 1.14 亿元的净利润较去年同比微降，但从上半年影视市场的表现来看公司的影视业务表现不错。Q3 公司确认了 3 部体量较小的影视剧，分别为网剧《天舞纪》、网络大电影《倩女幽魂人间情》和央视播

出的《大侠霍元甲》。此外，公司储备了多部优质影视产品，包括《光荣与梦想》、《不婚女王》、《义无反顾》、《爱在星空下》、《幸福的理由》、《舍我其谁》、《温暖的味道》、《半生缘》、《壮志高飞》、《高大霞的火红年代》、《新一年又一年》、《蓝盔特战队》、《大海港》与《我在天堂等你》等，题材类型多元丰富。

- **盈利预测与投资评级：**公司研发能力较强且产品生命周期较强，核心 MMO 产品能够贡献稳定业绩，下半年上线的《新神魔大陆》以及将要上线的《战神遗迹》和《梦幻新诛仙》等新游有望在明年贡献全年业绩，我们预计明年将是公司游戏业务大年，预计公司 2020-2022 年营业收入为 100.49 亿元、115.56 亿元、138.67 亿元，同比增加 25%、15%、20%，归母净利润分别为 23.53 亿元、28.00 亿元、32.28 亿元，同比增加 56.61%、18.97%、15.27%，摊薄 EPS 分别为每股 1.82 元、2.17 元、2.50 元，对应 2020 年 8 月 28 日收盘价（每股 37.82 元）动态 PE 分别为 21 倍、17 倍、15 倍，维持“买入”评级。
- **股价催化剂：**产品储备丰富，新游上线流水表现良好，5G 云游戏利好主机游戏研发商。
- **风险因素：**政策监管趋严的风险、新游排期延期的风险、游戏流水不达预期的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,033.77	8,039.02	10,048.78	11,556.09	13,867.31
增长率 YoY %	1.31%	0.07%	25.00%	15.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	1,706.10	1,502.80	2,353.48	2,799.95	3,227.56
增长率 YoY%	13.38%	-11.92%	56.61%	18.97%	15.27%
毛利率%	55.81%	60.92%	60.92%	60.92%	60.92%
净资产收益率 ROE%	20.80%	16.74%	22.01%	21.10%	19.82%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.16	1.82	2.17	2.50
市盈率 P/E(倍)	29	33	21	17	15
市净率 P/B(倍)	5.80	5.14	4.12	3.33	2.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
非流动资产	10,783.28	10,132.11	12,656.18	15,520.44	18,913.28
固定资产	4,228.91	2,525.50	3,885.37	5,876.49	7,930.50
无形资产	0.00	84.59	105.74	121.60	145.91
开发成本	1,964.39	2,270.12	2,837.64	3,263.29	3,915.95
合约资产	789.74	541.88	677.35	778.95	934.74
其他	2,141.80	1,760.21	2,200.27	2,530.31	3,036.37
流动资产	1,658.44	2,949.81	2,949.81	2,949.81	2,949.81
货币资金	5,195.00	6,497.28	6,584.87	6,675.87	6,788.20
应收账款及应收票据	1,559.23	1,913.90	1,913.90	1,913.90	1,913.90
预付款项，按金和其他	362.34	364.02	403.32	471.48	523.43
合约资产	86.84	213.96	263.96	315.70	385.37
其他	3,186.60	4,005.41	4,003.69	3,974.80	3,965.49
资产总计	15,978.28	16,629.39	19,241.05	22,196.31	25,701.48
非流动负债	3,921.30	4,799.61	5,144.92	5,403.91	5,801.02
合约负债	1,270.02	1,138.64	1,138.64	1,138.64	1,138.64
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	393.09	486.39	607.99	699.19	839.03
银行借款	2,258.18	3,174.58	3,398.29	3,566.08	3,823.36
贸易及其他应付款项	2,748.08	1,701.04	1,701.04	1,701.04	1,701.04
合约负债	793.75	225.32	225.32	225.32	225.32
其他	1,954.33	1,475.72	1,475.72	1,475.72	1,475.72
负债合计	6,669.38	6,500.65	6,845.96	7,104.95	7,502.06
少数股东权益	869.77	614.03	526.89	423.22	303.72
归属母公司股东权益	8,439.14	9,514.71	11,868.19	14,668.14	17,895.70
负债和股东权益	15,978.28	16,629.39	19,241.05	22,196.31	25,701.48

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,033.77	8,039.02	10,048.78	11,556.09	13,867.31
增长率 YoY %	1.31%	0.07%	25.00%	15.00%	20.00%
归属母公司净利润	1,706.10	1,502.80	2,353.48	2,799.95	3,227.56
增长率 YoY%	13.38%	-11.92%	56.61%	18.97%	15.27%
毛利率%	55.81%	60.92%	60.92%	60.92%	60.92%
净资产收益率 ROE%	20.80%	16.74%	22.01%	21.10%	19.82%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.16	1.82	2.17	2.50
市盈率 P/E(倍)	29	33	21	17	15

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,033.77	8,039.02	10,048.78	11,556.09	13,867.31
营业成本	3,549.95	3,141.66	3,927.07	4,516.14	5,419.36
营业税金及附加	43.46	31.22	39.03	44.88	53.86
销售费用	880.39	1,145.02	1,158.22	1,155.61	1,386.73
管理费用	704.21	684.54	803.90	924.49	1,109.38
研发费用	1,413.11	1,504.47	1,859.02	2,137.88	2,565.45
财务费用	167.83	206.21	135.35	131.29	100.73
减值损失合计	10.39	-728.54	-143.37	-224.44	-365.36
投资净收益	464.55	229.40	255.89	274.16	253.15
其他	163.31	-942.12	-177.42	-349.67	-626.45
营业利润	1,892.28	1,341.73	2,348.02	2,794.74	3,223.85
营业外收支	23.46	4.13	13.53	14.81	14.77
利润总额	1,915.74	1,345.86	2,361.54	2,809.54	3,238.62
所得税	156.36	-101.29	95.21	113.27	130.57
净利润	1,759.39	1,447.16	2,266.34	2,696.28	3,108.05
少数股东损益	53.28	-55.64	-87.14	-103.67	-119.50
归属母公司净利润	1,706.10	1,502.80	2,353.48	2,799.95	3,227.56
EBITDA	2,325.16	1,727.55	2,639.84	3,106.32	3,549.32
EPS（当年）（元）	1.23	1.10	1.82	2.17	2.50

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-129.99	2,002.00	1,475.50	2,113.56	2,238.27
净利润	1,759.39	1,447.16	2,266.34	2,696.28	3,108.05
折旧摊销	166.48	141.50	115.85	130.00	146.09
财务费用	242.95	240.19	162.44	166.77	164.60
投资损失	-464.55	-229.40	-255.89	-274.16	-253.15
营运资金变动	-1,725.10	398.30	-962.25	-838.61	-1,307.08
其它	-109.15	4.26	149.01	233.27	379.74
投资活动现金流	2,975.85	-1,994.32	46.81	44.32	-19.65
资本支出	-95.57	-444.88	-209.08	-229.84	-272.80
长期投资	2,774.75	4,355.44	255.89	274.16	253.15
其他	296.67	-5,904.87	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,952.27	-1,426.65	-162.44	-166.77	-164.60
吸收投资	2.14	3.50	0.00	0.00	0.00
借款	-214.76	-291.59	0.00	0.00	0.00

市净率 P/B(倍)	5.80	5.14	4.12	3.33	2.73
EV/EBITDA	23.44	30.92	19.21	16.32	14.28

支付利息或股息	475.60	467.36	162.44	166.77	164.60
现金净增加额	920.39	-1,383.96	1,359.87	1,991.11	2,054.01

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3 年卖方研究经验，2019 年 11 月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020 年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。