开源证券

完美世界（002624.SZ）

2020 年 08 月 29 日

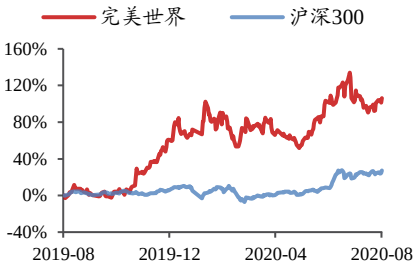
游戏业务亮眼，“三驾马车”助推后续业绩高增长

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/28
当前股价(元)	37.82
一年最高最低(元)	63.82/25.81
总市值(亿元)	733.57
流通市值(亿元)	676.91
总股本(亿股)	19.40
流通股本(亿股)	17.90
近 3 个月换手率(%)	74.83

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-中报预告超市场预期，新游戏驱动后续高增长》-2020.7.15

《公司信息更新报告-业绩符合预期，精品游戏或助力后续高增长》-2020.4.24

《公司首次覆盖报告-品质为王，影游双擎驱动航母再启程》-2020.4.13

方光照（分析师）
fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

余倩莹（联系人）
yuqianying@kysec.cn
证书编号：S0790120040010

● **2020 年半年报符合预期，游戏业务持续高增长，维持“买入”评级**

公司公布 2020 年半年报，2020H1 实现营业收入 51.44 亿元（+41%）；实现归母净利润 12.71 亿元（+25%）；实现扣非归母净利润 11.52 亿元（+18%）。游戏业务实现营业收入 43.58 亿元（+51%），主要系《新笑傲江湖》、《完美世界》、《诛仙》、《神雕侠侣 2》等精品游戏流水表现亮眼所致；影视业务实现营业收入 7.86 亿元（+1%），主要系《绝代双骄》、《冰糖炖雪梨》、《全世界最好的你》、《三叉戟》等优质剧集播出相继确认收入所致。我们预计已上线核心产品《新神魔大陆》、《新笑傲江湖》、《完美世界》、《诛仙》等有望延续良好流水表现，叠加储备游戏《梦幻新诛仙》（预计 2020Q4 上线）、《战神遗迹》（已获版号）等后续上线后的流水增量，精品游戏有望助力后续业绩高增长。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 25.31/31.30/37.79 亿元，对应 EPS 分别为 1.31/1.61/1.95 元，当前股价对应 PE 分别为 29/23/19 倍，维持“买入”评级。

● **自主发行游戏占比大幅提升致毛利率下降，买量推广致销售费用率上升**

公司 2020H1 毛利率为 60.77%（-7.81pcts），净利率为 24.70%（-3.20pcts）。游戏业务毛利率为 65.08%（-8.27pcts），主要系 1）自主发行游戏占比大幅提高，按照玩家充值确认收入、渠道分成确认成本；2）代理发行的电竞产品占比提高，支付给外部研发商的分成增加所致。销售费用率为 14.55%（+5.13pcts），主要系市场宣传及推广费用、发行运营人员的薪酬增加所致；管理费用率为 6.48%（-2.11pcts）；研发费用率为 16.10%（-3.38pcts），主要系研发人员薪酬增速低于营业收入增速所致。

● **匠心精品、内容为王，“PC+移动+主机”游戏三驾马车或驱动后续业绩高增长**

我们看好公司在端游、手游及主机游戏的多元布局，并积极向云端拓展。已上线游戏有望延续良好流水表现，《新神魔大陆》表现超预期，验证公司“品效合一”的发行实力，有望贡献亮眼业绩增量；储备端游《新诛仙世界》和手游《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》、《非常英雄》等已具备成功潜质；获《仙剑奇侠传》系列 IP 的游戏联合开发权及发行权，计划基于该 IP 推出仙侠题材回合制 MMORPG 手游，值得期待；率先合作布局“5G+VR+云游戏”领域，游戏业务有望持续高增长。

● **风险提示：**新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险；新冠肺炎疫情对公司的影响存在不确定性；游戏、影视行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,034	8,039	12,324	14,926	17,999
YOY(%)	1.3	0.1	53.3	21.1	20.6
归母净利润(百万元)	1,706	1,503	2,531	3,130	3,779
YOY(%)	13.4	-11.9	68.4	23.6	20.8
毛利率(%)	55.8	60.9	63.4	63.6	62.9
净利率(%)	21.2	18.7	20.5	21.0	21.0
ROE(%)	18.9	14.3	21.3	21.1	20.7
EPS(摊薄/元)	0.88	0.77	1.31	1.61	1.95
P/E(倍)	43.0	48.8	29.0	23.4	19.4
P/B(倍)	8.7	7.7	6.3	5.0	4.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10783	10132	12676	16035	18038
现金	4229	2526	5696	6899	8319
应收票据及应收账款	1964	2355	3208	3529	4594
其他应收款	121	183	259	277	369
预付账款	790	542	1976	1074	2604
存货	2142	1760	0	2720	615
其他流动资产	1538	2766	1538	1538	1538
非流动资产	5195	6497	5849	5869	5880
长期投资	1559	1914	2104	2282	2488
固定资产	362	364	481	475	433
无形资产	87	368	133	129	134
其他非流动资产	3187	3851	3131	2983	2826
资产总计	15978	16629	18525	21904	23918
流动负债	3921	4800	9754	10406	9007
短期借款	1270	1139	6415	6746	4827
应付票据及应付账款	393	486	634	718	939
其他流动负债	2258	3175	2705	2942	3241
非流动负债	2748	1701	-3690	-3942	-4161
长期借款	794	225	-5645	-5896	-6115
其他非流动负债	1954	1476	1954	1954	1954
负债合计	6669	6501	6064	6464	4846
少数股东权益	870	614	742	877	1038
股本	1386	1365	2047	2047	2047
资本公积	2908	2325	1643	1643	1643
留存收益	4589	5859	8170	10986	14305
归属母公司股东权益	8439	9515	11718	14564	18033
负债和股东权益	15978	16629	18525	21904	23918

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-130	2023	1786	1727	4133
净利润	1759	1447	2660	3264	3941
折旧摊销	166	142	346	149	190
财务费用	168	206	328	432	374
投资损失	-465	-229	-264	-282	-310
营运资金变动	-1725	398	-1564	-1836	-63
其他经营现金流	-34	60	282	0	0
投资活动现金流	2976	-1994	2511	113	109
资本支出	141	449	134	-158	-194
长期投资	1355	-1535	-190	-204	-205
其他投资现金流	4471	-3080	2455	-250	-291
筹资活动现金流	-1952	-1427	-6272	-968	-903
短期借款	652	-131	131	0	0
长期借款	294	-568	-5870	-251	-219
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	-533	-716	-684
现金净增加额	920	-1384	-1975	872	3339

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8034	8039	12324	14926	17999
营业成本	3550	3142	4506	5439	6669
营业税金及附加	43	31	91	106	127
营业费用	880	1145	1356	1642	1980
管理费用	704	685	1165	1411	1701
研发费用	1413	1504	2280	2761	3330
财务费用	168	206	328	432	374
资产减值损失	10	-707	96	22	27
其他收益	130	89	0	0	0
公允价值变动收益	0	427	0	0	0
投资净收益	465	229	264	282	310
资产处置收益	34	-2	0	0	0
营业利润	1892	1342	2767	3395	4101
营业外收入	31	10	10	10	10
营业外支出	7	6	7	7	7
利润总额	1916	1346	2770	3399	4104
所得税	156	-101	110	135	163
净利润	1759	1447	2660	3264	3941
少数股东损益	53	-56	128	134	162
归母净利润	1706	1503	2531	3130	3779
EBITDA	2085	1495	3132	3567	4218
EPS(元)	0.88	0.77	1.31	1.61	1.95

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.3	0.1	53.3	21.1	20.6
营业利润(%)	19.1	-29.1	106.2	22.7	20.8
归属于母公司净利润(%)	13.4	-11.9	68.4	23.6	20.8
获利能力					
毛利率(%)	55.8	60.9	63.4	63.6	62.9
净利率(%)	21.2	18.7	20.5	21.0	21.0
ROE(%)	18.9	14.3	21.3	21.1	20.7
ROIC(%)	14.2	11.4	18.5	18.9	20.7
偿债能力					
资产负债率(%)	41.7	39.1	32.7	29.5	20.3
净负债比率(%)	-2.5	6.8	-23.7	-26.4	-40.0
流动比率	2.7	2.1	1.3	1.5	2.0
速动比率	1.6	1.5	0.9	1.0	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.4	3.7	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	8.0	7.1	8.0	8.0	8.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.77	1.31	1.61	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	1.04	0.92	0.89	2.13
每股净资产(最新摊薄)	4.35	4.91	6.04	7.51	9.30
估值比率					
P/E	43.0	48.8	29.0	23.4	19.4
P/B	8.7	7.7	6.3	5.0	4.1
EV/EBITDA	37.4	51.1	24.0	20.8	16.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn