核心品类优势显著，游戏业务实现高增长

——2020 年半年报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年半年报。实现营收 51.44 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%。

点评：

- **移动游戏业务高增长，影视剧库存消化较为良好**

游戏业务实现营业收入 43.58 亿元，同比增长 51.44%；实现净利润 11.57 亿元，同比增长 25.07%。其中，手游板块实现营业收入 29.14 亿元，同比增长 72.48%。主要受益于《诛仙》、《完美世界》、《神雕侠侣 2》及《新笑傲江湖》等手游产品的良好表现，公司在 MMO 核心品类上优势进一步显现。端游板块实现营业收入 12.47 亿元，同比增长 26.56%，《诛仙》端游、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入，《DOTA2》、《CS:GO》也推动电竞业务取得较快增长，端游加主机双平台游戏《遗迹：灰烬重生》上线海外后表现优异，贡献新的增量业绩。影视业务实现营业收入 7.86 亿元，同比增长 0.91%，与去年同期基本持平。上半年已有 8 部影视剧确认收入，库存消化节奏较为良好。

- **储备产品涉及多端多品类，项目数量丰富**

产品排期方面，《战神遗迹》预计 2020Q3 海外上线，《新笑傲江湖》9 月份预计会在韩国推出，《新神魔大陆》2020Q4 有望在东南亚、欧美地区上线，《梦幻新诛仙》计划于 2020Q4 上线国内。另外，2021 年储备有端游《新诛仙世界》、《幻塔》、《一拳超人》、ARPG 手游以及二次元解谜冒险游戏。此外，《Torchlight III》《Magic Legends》等项目正在积极研发中，并获得经典 IP《仙剑奇侠传》系列的游戏联合开发权及发行权，未来将基于仙侠题材推出新的回合制 MMO 产品。

- **投资建议与盈利预测**

公司以研发构建核心壁垒，在巩固传统优势品类的同时加强新品类拓展，持续产出精品游戏能力得到不断验证，并逐步搭建起品效合一的营销体系，增强发行实力，龙头价值凸显。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.22/1.40/1.57 元，对应 PE31x/27x/24x。维持“买入”评级。

- **风险提示**

老产品流水过快下滑、重点新游戏产品不及预期、政策风险。

附表：盈利预测

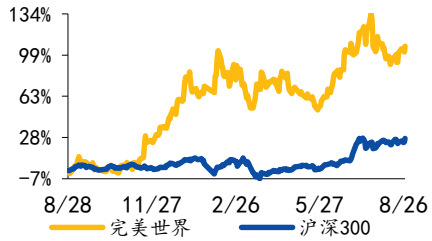
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8033.77	8039.02	10801.31	12536.36	14231.60
收入同比（%）	1.31	0.07	34.36	16.06	13.52
归母净利润(百万元)	1706.10	1502.80	2495.06	2868.18	3215.93
归母净利润同比(%)	13.38	-11.92	66.03	14.95	12.12
ROE（%）	20.22	15.79	21.38	19.71	18.10
每股收益（元）	0.83	0.73	1.22	1.40	1.57
市盈率(P/E)	45.38	51.52	31.03	27.00	24.08

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	62.28 / 26.8
A 股流通股（百万股）：	1789.82
A 股总股本（百万股）：	1939.63
流通市值（百万元）：	67690.84
总市值（百万元）：	73356.90

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-完美世界（002624）2020 年半年度业绩预告点评：半年报业绩稳步增长，手游产品表现优异》2020.07.15

《国元证券公司研究-完美世界（002624）2019 年年报及 2020 年一季报点评-游戏业务高增长，多元布局拓品类》2020.04.24

报告作者

分析师　李典
执业证书编号　S0020516080001
电话　021-51097188-1866
邮箱　lidian@gyzq.com.cn

分析师　路璐
执业证书编号　S0020519080002
电话　021-51097188-2174
邮箱　lulu@gyzq.com.cn

目　录

1.财务分析 3
2.投资建议与盈利预测 5
3.风险提示 6

图表目录

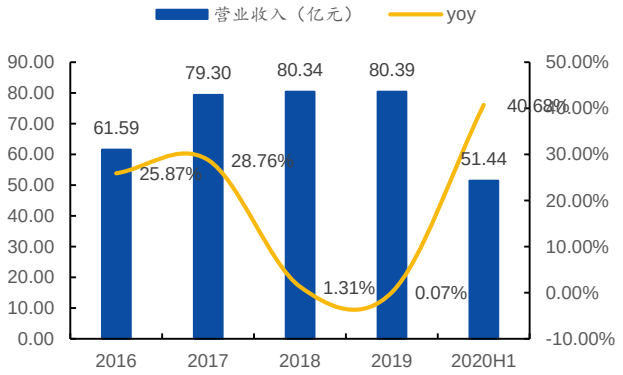
图 1：营业收入及增速 3
图 2：归母净利润及增速 3
图 3：收入拆分情况 3
图 4：毛利率及净利润率情况 4
图 5：期间费用率情况 4
图 6：游戏板块收入变动（亿元） 5

表 1：完美世界主要储备项目 5

1.财务分析

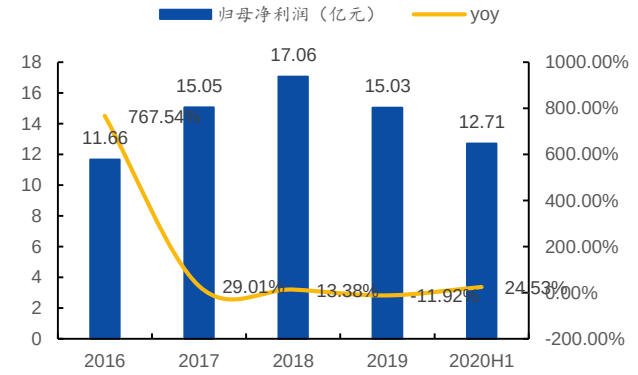
游戏业务快速增长，影视业务维持平稳节奏。2020 年 1-6 月，公司实现营收 51.44 亿元，同比增长 40.68%。收入增长主要来自游戏业务。具体来看，游戏业务实现营收 43.58 亿元，同比增长 51.44%；影视业务实现营业收入 7.86 亿元，同比增长 0.91%，与去年同期基本持平。利润方面，实现归母净利润 12.71 亿元，同比增长 24.53%。其中游戏业务保持较快增长，实现净利润 11.57 亿元，同比增长 25.07%；影视业务实现净利润 1.14 亿，同比有所下滑。

图 1：营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

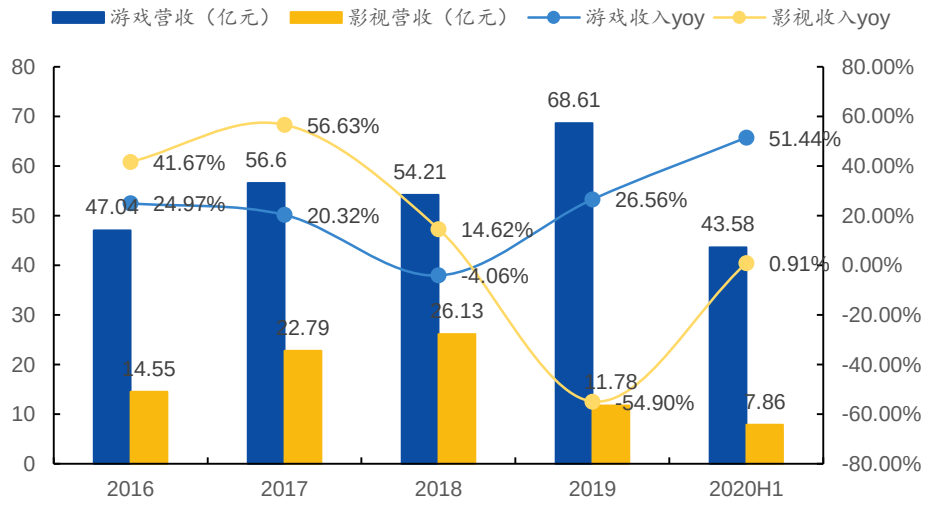
图 2：归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

游戏业务增长主要得益于《新笑傲江湖》、《神雕侠侣 2》、《CS：GO》以及在海外推出的 PC、主机双端游戏《遗迹：灰烬重生》的良好表现。影视业务方面，上半年确认 8 部影视剧收入，去库存节奏顺利，但由于去年同期剧集《青春斗》利润体量较大，基数较高，净利润端出现一定下滑。

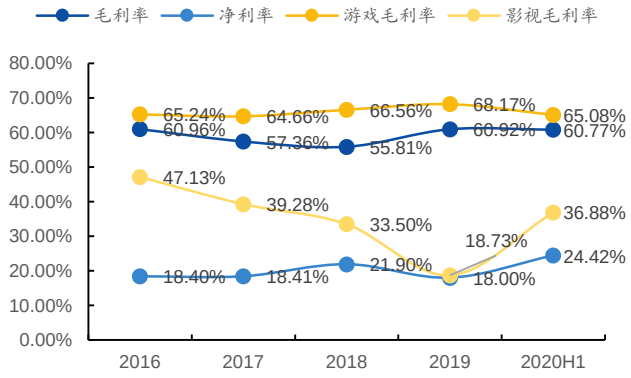
图 3：收入拆分情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

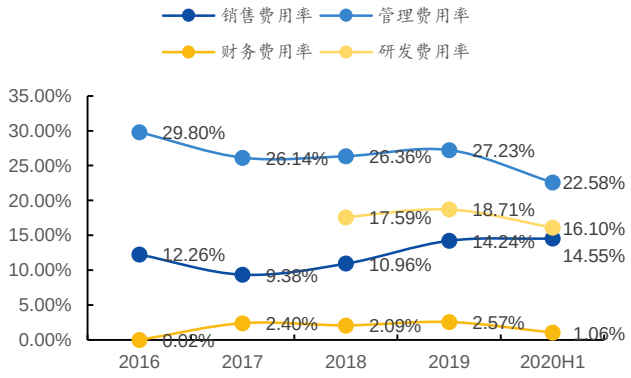
2020 年上半年公司整体毛利率为 60.77%。其中，游戏业务毛利率为 65.08%，同比下降 8.27%，主要是由于自研自发的移动游戏产品占比提升，带来整体游戏业务毛利率下滑。期间费用方面，销售费用绝对值同比增加 117.20%，主要由于去年同期腾讯代理《完美世界》手游贡献主要收入，没有销售费用支出。销售费用率为 14.55%，保持相对平稳。整体净利率为 24.42%。

图 4：毛利率及净利润率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 5：期间费用率情况



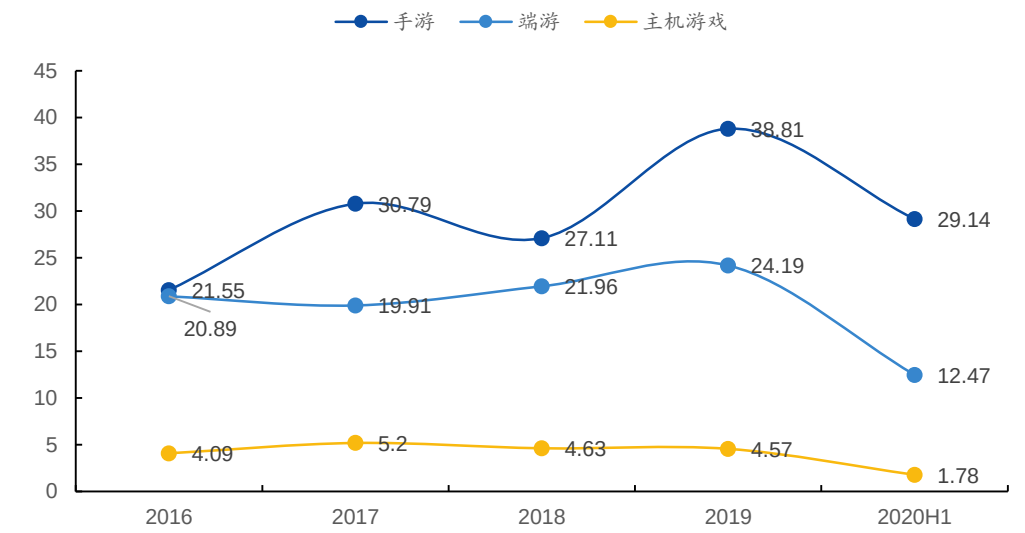
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

端游业务增速亮眼，电竞板块持续发力 2020H1 实现收入 12.47 亿元，同比增长 26.56%，毛利率 62.69%，同比下滑 5.57%，主要是由于代理产品占比的提升，支付给外部研发商成本提高。产品方面，《诛仙》、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入，《DOTA2》、《CS:GO》推动电竞业务取得较快增长，其中《CS:GO》上半年流水达到去年全年体量。同时，去年下半年发行的端游、主机双平台游戏《遗迹：灰烬重生》今年上半年海外表现优异，贡献稳定业绩。

手游业务高增长，海外业务带来增量。2020H1 手游实现收入 29.14 亿元，同比增长 72.48%，毛利率 72.48%，同比下降 11.41%。主要是由于上半年公司自主发行产品占比提升，收入和净利润实现增长但毛利率下滑。产品方面，公司核心品类优势显著，上半年 MMO 细分市场中占据 22.5%市场份额。老产品《诛仙》运营稳定，玩家忠诚度较好，《完美世界》、《新笑傲江湖》同样表现稳定， 7 月上线的《新神魔大陆》手游，首月流水接近 5 亿，超出预期。出海方面，上半年境外收入为 7.25 亿，同比增长 44.29%。主要是手游出海业绩贡献，其中《新笑傲江湖》在港澳台，《完美世界手游》在越南、新马都有较好的增量。

储备产品涉及多端多品类，项目数量丰富。产品排期方面，《战神遗迹》预计 2020Q3 海外上线，《新笑傲江湖》9 月份预计会在韩国推出，《新神魔大陆》2020Q4 有望在东南亚、欧美地区上线，《梦幻新诛仙》计划于 2020Q4 上线国内。另外，2021 年储备有端游《新诛仙世界》、《幻塔》、《一拳超人》、ARPG 手游以及二次元解谜冒险游戏。此外，《Torchlight III》《Magic Legends》等项目正在积极研发中，并获得经典 IP《仙剑奇侠传》系列的游戏联合开发权及发行权，未来将基于仙侠题材推出新的回合制 MMO 产品。

图 6：游戏板块收入变动（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 1：完美世界主要储备项目

序号	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线	版号
1	旧日传说（曾用名《奈奥格之影》）	移动游戏	Roguelike	自研		无
2	Lowpoly 风格产品（暂未命名）	移动游戏	卡牌	自研		无
3	ARPG 产品（暂未命名）	移动游戏	ARPG	自研		无
4	梦幻新诛仙	移动游戏	RPG	自研	2020Q4	有
5	战神遗迹	移动游戏	RPG	自研		有
6	幻塔	移动游戏	RPG	自研		无
7	非常英雄	移动游戏	动作	自研		无
8	一拳超人	移动游戏		自研		无
9	二次元解谜冒险类产品（暂未命名）	移动游戏	二次元解谜冒险	自研		无
10	都市开放世界 JRPG 产品（暂未命名）	移动游戏	日式 RPG	自研		无
11	诛仙 2	原生云游戏	RPG	自研		无
12	新诛仙世界	PC 端游戏	RPG	自研		无
13	完美世界	PC 端游+主机游戏	RPG	自研		无
14	Torchlight III	PC 端游+主机游戏	ARPG	自研		无
15	Magic Legends（曾用名 Magic The Gathering）	PC 端游+主机游戏	卡牌	自研		无

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.投资建议与盈利预测

公司以研发构建核心壁垒，在巩固传统优势品类的同时加强新品类拓展，持续产出精品游戏能力得到不断验证，并逐步搭建起品效合一的营销体系，增强发行实力，龙头价值凸显。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.22/1.40/1.57 元，对应 PE31x/27x/24x。维持“买入”评级。

3.风险提示

老产品流水过快下滑、重点新游戏产品不及预期、政策风险。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10783.28	10132.11	12272.63	14704.04	17101.48
现金	4228.91	2525.50	3495.76	4653.26	6072.06
应收账款	1964.39	2270.12	2913.23	3434.09	3878.44
其他应收款	120.92	183.38	217.41	263.41	294.82
预付账款	789.74	541.88	793.40	913.13	1049.86
存货	2141.80	1760.21	2421.45	2844.49	3248.07
其他流动资产	1537.52	2851.02	2431.39	2595.66	2558.23
非流动资产	5195.00	6497.28	5521.70	5759.83	6327.73
长期投资	1559.23	1913.90	2105.29	2315.82	2547.40
固定资产	362.34	364.02	316.18	253.06	182.29
无形资产	86.84	213.96	213.96	213.96	213.96
其他非流动资产	3186.60	4005.41	2886.27	2976.99	3384.07
资产总计	15978.28	16629.39	17794.32	20463.86	23429.20
流动负债	3921.30	4799.61	3845.30	3797.94	4008.65
短期借款	1270.02	1138.64	1182.43	1167.84	1172.70
应付账款	393.09	486.39	587.78	721.31	811.80
其他流动负债	2258.18	3174.58	2075.09	1908.79	2024.16
非流动负债	2748.08	1701.04	1711.05	1624.70	1244.12
长期借款	793.75	225.32	216.92	131.73	-248.45
其他非流动负债	1954.33	1475.72	1494.13	1492.97	1492.57
负债合计	6669.38	6500.65	5556.35	5422.64	5252.78
少数股东权益	869.77	614.03	565.31	486.42	406.47
股本	1386.49	1364.86	2047.29	2047.29	2047.29
资本公积	2908.17	2325.47	1643.04	1643.04	1643.04
留存收益	4588.90	5858.80	8026.30	10894.48	14110.41
归属母公司股东权益	8439.14	9514.71	11672.66	14554.80	17769.95
负债和股东权益	15978.28	16629.39	17794.32	20463.86	23429.20

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-129.99	2023.44	1343.30	1844.87	2031.33
净利润	1759.39	1447.16	2446.34	2789.29	3135.98
折旧摊销	166.48	141.50	71.61	75.01	76.71
财务费用	167.83	206.21	252.64	296.02	314.11
投资损失	-464.55	-229.40	-307.78	-281.66	-290.37
营运资金变动	-1725.10	398.30	-2818.65	-892.03	-923.16
其他经营现金流	-34.04	59.68	1699.14	-141.77	-281.95
投资活动现金流	2975.85	-1994.32	286.63	14.38	77.70
资本支出	140.70	449.04	0.00	0.00	0.00
长期投资	-1354.73	1535.19	822.39	0.19	301.69
其他投资现金流	1761.81	-10.10	1109.03	14.58	379.39
筹资活动现金流	-1952.27	-1426.65	-659.68	-701.75	-690.24
短期借款	652.12	-131.38	43.79	-14.60	4.87
长期借款	293.75	-568.43	-8.40	-85.19	-380.18
普通股增加	0.10	-21.63	682.43	0.00	0.00
资本公积增加	-649.14	-582.70	-682.43	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2249.09	-122.50	-695.08	-601.96	-314.93
现金净增加额	920.39	-1383.96	970.25	1157.51	1418.79

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8033.77	8039.02	10801.31	12536.36	14231.60
营业成本	3549.95	3141.66	4194.71	4973.80	5661.46
营业税金及附加	43.46	31.22	54.93	48.69	55.28
营业费用	880.39	1145.02	1512.18	1629.73	1850.11
管理费用	704.21	684.54	919.75	1067.49	1211.85
研发费用	1413.11	1504.47	1641.80	1880.45	2134.74
财务费用	167.83	206.21	252.64	296.02	314.11
资产减值损失	-10.39	-707.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	427.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	464.55	229.40	307.78	281.66	290.37
营业利润	1892.28	1341.73	2643.08	3021.38	3399.20
营业外收入	30.87	10.46	27.00	22.13	21.81
营业外支出	7.40	6.33	6.33	6.33	6.33
利润总额	1915.74	1345.86	2663.75	3037.18	3414.67
所得税	156.36	-101.29	217.41	247.88	278.69
净利润	1759.39	1447.16	2446.34	2789.29	3135.98
少数股东损益	53.28	-55.64	-48.72	-78.89	-79.95
归属母公司净利润	1706.10	1502.80	2495.06	2868.18	3215.93
EBITDA	2226.59	1689.45	2967.34	3392.41	3790.02
EPS（元）	1.23	1.10	1.22	1.40	1.57

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.31	0.07	34.36	16.06	13.52
营业利润(%)	18.81	-29.09	96.99	14.31	12.50
归属母公司净利润(%)	13.38	-11.92	66.03	14.95	12.12
获利能力					
毛利率(%)	55.81	60.92	61.16	60.33	60.22
净利率(%)	21.24	18.69	23.10	22.88	22.60
ROE(%)	20.22	15.79	21.38	19.71	18.10
ROIC(%)	35.22	46.64	42.49	43.91	44.22
偿债能力					
资产负债率(%)	41.74	39.09	31.23	26.50	22.42
净负债比率(%)	30.94	27.52	30.94	23.97	17.60
流动比率	2.75	2.11	3.19	3.87	4.27
速动比率	2.20	1.67	2.48	3.01	3.34
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.49	0.63	0.66	0.65
应收账款周转率	4.18	3.55	3.90	3.70	3.64
应付账款周转率	8.05	7.14	7.81	7.60	7.39
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.73	1.22	1.40	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	0.99	0.66	0.90	0.99
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.65	5.70	7.11	8.68
估值比率					
P/E	45.38	51.52	31.03	27.00	24.08
P/B	9.17	8.14	6.63	5.32	4.36
EV/EBITDA	30.96	40.80	23.23	20.32	18.19

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188