

分析师: 刘冉

登记编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

上半年业绩高增, 新老游戏产品表现亮眼

——完美世界(002624)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

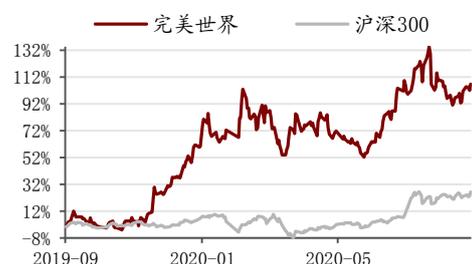
市场数据(2020-08-28)

收盘价(元)	37.82
一年内最高/最低(元)	63.82/25.81
沪深300指数	4844.27
市净率(倍)	7.71
流通市值(亿元)	676.91

基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	8.37
每股经营现金流(元)	1.65
毛利率(%)	60.77
净资产收益率-摊薄(%)	11.74
资产负债率(%)	30.14
总股本/流通股(万股)	129327.86/119340.11
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

- 1 《完美世界(002624)年报点评: 游戏业务高增长, 多品类储备丰富》 2020-04-25
- 2 《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
- 3 《完美世界(002624)中报点评: 业绩符合预期, 老游戏流水良好, 关注新游上线进度》 2019-10-29

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08月31日

事件: 公司发布2020年半年度报告, 上半年营业收入51.44亿元, 同比增加40.68%; 归属上市公司股东净利润12.71亿元, 同比增加24.53%; 扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润11.52亿元, 同比增加18.42%; 经营活动产生现金流净额21.28亿元, 同比增加1173.20%; 基本每股收益0.66元。

投资要点:

- **游戏业务收入增幅明显超出行业水平。** 根据《2020年1-6月中游戏产业报告》数据显示, 上半年国内游戏行业实际销售收入同比增长22.34%, 其中移动游戏行业销售收入同比增长35.81%, PC游戏市场销售收入同比减少10.13%。而公司上半年整体游戏业务收入同比增长51.44%, 移动游戏收入同比增长72.48%, PC端游收入同比增长26.56%, 公司游戏业务收入都能够明显超越行业整体水平。

- **新老游戏多点开花, 产品表现亮眼。** 在公司的游戏产品方面, 公司经典端游《诛仙》、《完美世界国际版》在长线运营下继续贡献稳定收入, 电竞产品《DOTA2》、《CS: GO》取得较快增长, 端游与PC双平台游戏《遗迹: 灰烬重生》贡献稳定收入。在手游产品上, 公司在MMORPG的核心优势品类上竞争力显著, 上半年在移动游戏MMORPG领域公司市占率22.5%。《诛仙》手游、《完美世界》手游、《神雕侠侣2》手游、《新笑傲江湖》手游通过内容更新、立体营销、精细化长线运营等方式依然延续稳定表现。

2020年7月公测的《新神魔大陆》手游上线至今依然排在iOS畅销榜前列, 平均排名第十名, 预计首月流水4-5亿元人民币并排在7月伽马数据新游流水测算榜首位。同时《新神魔大陆》云游戏版本也独家首发中国电信旗下天翼云游戏, 实现了免下载、高品质渲染、跨终端、引擎自适应等云游戏特性。

- **新产品积极研发中, 产品类型题材丰富。** 公司目前有《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》、《非常英雄》、《旧日传说》、《一拳超人》等数款移动游戏正在研发过程中, 涵盖了MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型。近期公司获得了《仙剑奇侠传》系列IP的游戏联合开发权及游戏发行权, 计划基于该IP推出仙侠题材回合制MMORPG手游。

- **影视业务板块上, 营业收入7.86亿元, 同比增长0.91%。** 上半年公司确认了《冰糖炖雪梨》、《暴风眼》、《全世界最好的你》、《燃烧》、《月上重火》、《三叉戟》、《最美的乡村》、《怪你过分美丽》共8部精品电视剧、网剧的收入。三季度已经实现播放的电视剧有《天

舞纪》和《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，题材多元，类型丰富。

- **自主发行游戏占比提高导致账面毛利率降低，经营性现金流大幅增加。**公司游戏业务毛利率为 65.08%，相比 2019 年同期降低了 8.27 个百分点，总体毛利率 60.77%，降低了 7.81 个百分点。主要原因是：（1）公司移动游戏中自主发行模式游戏的占比提高，自主发行模式下公司按照玩家充值确认收入，渠道分成确认成本，相比按照取得净分成款确认收入的第三方代理发行模式，自主发行模式的账面毛利率更低，因此移动游戏毛利率出现同比下降；（2）公司代理发行游戏占比提高，营业成本中支付给外部研发商的分成增加，导致 PC 端游以及主机游戏账面毛利率有所下降。

公司经营活动产生现金流净额为 21.28 亿元，大幅增加 1173.20%，远超上半年 12.71 亿元的净利润，主要是游戏业务表现良好带来的流水增加以及影视项目投资款同比减少。

- **投资建议与盈利预测：**公司上半年营业收入和净利润增长较快，多个端游、主机游戏以及手游共同带动业绩增长，后续还有多个游戏储备等待投向市场，继续提供业绩增量。公司“品效合一”发行策略日趋成熟，云游戏领域以及海外市场不断突破。预计公司 2020 年与 2021 年 EPS 为 1.21 元与 1.40 元，按照 8 月 28 日收盘价 37.82 元，对应 PE 为 31.3 倍与 27.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：监管政策收紧；行业竞争加剧；游戏产品市场表现不及预期；新产品上线进度不及预期

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,034	8,039	10,810	13,521	15,909
增长比率(%)	1.3	0.1	34.5	25.1	17.7
净利润(百万元)	1,706	1,503	2,344	2,712	3,508
增长比率(%)	13.4	-11.9	56.0	15.7	29.3
每股收益(元)	0.88	0.77	1.21	1.40	1.81
市盈率(倍)	43.0	48.8	31.3	27.0	20.9

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
流动资产	10783	10132	16459	16755	21566
现金	4229	2526	4879	6103	7181
应收票据及应收账款	1964	2355	3453	3812	4736
其他应收款	121	183	226	286	316
预付账款	790	542	1249	991	1644
存货	2142	1760	3886	2797	4922
其他流动资产	1538	2766	2766	2766	2766
非流动资产	5195	6497	6958	7388	7848
长期投资	1559	1914	2400	2880	3374
固定资产	362	364	436	501	508
无形资产	87	368	280	175	167
其他非流动资产	3187	3851	3841	3831	3798
资产总计	15978	16629	23418	24143	29414
流动负债	3921	4800	9704	8183	10438
短期借款	1270	1139	5658	4254	5744
应付票据及应付账款	393	486	786	720	1020
其他流动负债	2258	3175	3260	3209	3674
非流动负债	2748	1701	1607	1526	1458
长期借款	794	225	132	50	-18
其他非流动负债	1954	1476	1476	1476	1476
负债合计	6669	6501	11312	9709	11896
少数股东权益	870	614	575	537	503
股本	1386	1365	2047	2047	2047
资本公积	2908	2325	1643	1643	1643
留存收益	4589	5859	7803	10025	12899
归属母公司股东权益	8439	9515	11531	13896	17015
负债和股东权益	15978	16629	23418	24143	29414

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-130	2023	-778	3703	667
净利润	1759	1447	2305	2675	3474
折旧摊销	166	142	245	306	216
财务费用	168	206	255	331	426
投资损失	-465	-229	-267	-286	-312
营运资金变动	-1725	398	-3209	811	-2969
其他经营现金流	-34	60	-107	-134	-167
投资活动现金流	2976	-1994	-332	-315	-197
资本支出	141	449	-25	-50	-34
长期投资	1355	-1535	-487	-495	-494
其他投资现金流	4471	-3080	-844	-861	-724
筹资活动现金流	-1952	-1427	-1056	-760	-883
短期借款	652	-131	0	0	0
长期借款	294	-568	-94	-81	-68
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	-962	-678	-815
现金净增加额	920	-1384	-2166	2629	-412

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8034	8039	10810	13521	15909
营业成本	3550	3142	4546	5381	6215
营业税金及附加	43	31	70	81	87
营业费用	880	1145	1405	1893	2227
管理费用	704	685	757	1049	1174
研发费用	1413	1504	1730	2434	2705
财务费用	168	206	255	331	426
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
营业利润	1892	1342	2421	2773	3555
营业外收入	31	10	68	45	39
营业外支出	7	6	7	8	7
利润总额	1916	1346	2482	2810	3586
所得税	156	-101	177	135	113
净利润	1759	1447	2305	2675	3474
少数股东损益	53	-56	-39	-37	-34
归属母公司净利润	1706	1503	2344	2712	3508
EBITDA	2085	1495	2828	3254	3906
EPS (元)	0.88	0.77	1.21	1.40	1.81

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	1.3	0.1	34.5	25.1	17.7
营业利润 (%)	19.1	-29.1	80.5	14.5	28.2
归属母公司净利润 (%)	13.4	-11.9	56.0	15.7	29.3
获利能力					
毛利率 (%)	55.8	60.9	57.9	60.2	60.9
净利率 (%)	21.9	18.0	21.3	19.8	21.8
ROE (%)	18.9	14.3	19.0	18.5	19.8
ROIC	14.2	11.4	12.8	14.3	14.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.7	39.1	48.3	40.2	40.4
净负债比率 (%)	-2.5	6.8	19.7	-2.2	0.1
流动比率	2.7	2.1	1.7	2.0	2.1
速动比率	1.6	1.5	1.1	1.5	1.4
营运能力					
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
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	0.77	1.21	1.40	1.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.07	1.04	-0.40	1.91	0.34
每股净资产 (最新摊薄)	4.35	4.91	5.95	7.16	8.77
估值比率					
P/E	43.0	48.8	31.3	27.0	20.9
P/B	8.7	7.7	6.4	5.3	4.3
EV/EBITDA	37.4	51.1	27.6	23.2	19.4

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。