

完美世界 (002624)

证券研究报告

2020年02月23日

游戏 19 年增速喜人，开年在线娱乐需求爆发，影游皆受益

完美世界披露 19 年业绩快报，公司实现营业收入 80.4 亿元，同比增长 0.05%，归母净利润 15.04 亿元，同比下降 11.85%。

公司在 18 年 8 月完成处置院线业务，剔除 18 年院线业务对收入影响后，19 年营业收入同比增长 6.78%。分业务看，游戏业务实现营收约 68.3 亿元，同比增长 25.99%，考虑《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《我的起源》为授权第三方代理发行及运营，仅将分成后流水计入收入，所以 19 年游戏流水增速更为显著。影视业务 19 年实现营业收入约 12.1 亿元，同比下降 42.54%。公司实现归母净利润 15.04 亿元，同比下降 11.85%。总体利润下降主要为影视业务计提减值带来亏损，游戏业务表现优异。

19 年游戏业务实现快速增长，影视由于行业整体调整亏损，存货及商誉减值降低未来风险。

19 年游戏业务净利润约 18.8 亿元，同比增长 37.41%。19 年新上线《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》、《我的起源》、《新笑傲江湖》等精品移动游戏的产品竞争力及老游戏持续生命力充分体现，电竞类端游《DOTA2》及《CS:GO (反恐精英：全球攻势)》也有稳步增长。19 年影视业务亏损约 3.1 亿元，其中计提存货跌价准备约 3.6 亿元。公司计提天津同心商誉减值准备约 3.5 亿元，并根据股权转让协议相关约定确认业绩补偿，综合考虑业绩补偿及商誉减值损失，预计上述事项对公司业绩无重大影响。

展望 2020 年，疫情影响下宅家趋势带动游戏为代表的在线娱乐明显增长，长视频同样受益，有助于加速公司影视存货消化。

完美世界在运营重要手游《新笑傲江湖》《完美世界》《诛仙》开年流水均有优秀表现。此外，公司新游戏储备丰富，我们认为公司优质老游戏以及新游能够实现游戏业务良好增长。2020 年后续储备手游包括《新神魔大陆》《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》等，端游及主机游戏方面储备有《Torclight Frontiers》、《Magic Ascension》。影视方面，疫情影响下春节“宅家”趋势带来在线娱乐需求爆发式增加，供给端由于剧组停工，新剧供给和小公司受到影响，公司储备项目丰富，受益全年存货加速消化的行业趋势。

投资建议：根据公司 19 年业绩快报和项目节奏，我们调整公司 19-21 年净利润至 15.0 亿/24.0 亿/28.8 亿元（前值 21.3 亿/25.5 亿/29.7 亿）。完美世界为国内优质综合娱乐平台，具备高产品竞争力及持续成长性，我们认为公司在 5G 时代大屏完美的研发优势以及 Steam China 平台优势有望得到更充分发挥。影视 19 年减值降低风险，20 年在行业优质存货加速消化趋势下更为受益。短期看，疫情期间游戏流水提升则有望带动一季报良好表现，维持买入评级。

风险提示：游戏上线延期、游戏流水不达预期，影视项目确认不达预期，行业监管趋严

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,929.82	8,033.77	8,040.76	10,543.76	11,738.74
增长率(%)	28.76	1.31	0.09	31.13	11.33
EBITDA(百万元)	1,920.87	3,430.12	1,546.88	2,868.92	3,373.87
净利润(百万元)	1,504.71	1,706.10	1,504.44	2,400.57	2,884.24
增长率(%)	29.01	13.38	(11.82)	59.57	20.15
EPS(元/股)	1.16	1.32	1.09	1.73	2.08
市盈率(P/E)	42.96	37.88	46.08	28.88	24.04
市净率(P/B)	8.12	7.66	6.72	5.04	4.22
市销率(P/S)	8.15	8.05	8.62	6.58	5.91
EV/EBITDA	22.90	10.22	41.32	22.36	17.32

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	50 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,292.70
流通 A 股股本(百万股)	1,159.95
A 股总市值(百万元)	64,634.98
流通 A 股市值(百万元)	57,997.48
每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	40.14
一年内最高/最低(元)	57.89/22.60

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《完美世界-季报点评:19 年三季度报点评：主营稳健符合预期，丰富储备驱动持续增长，《我的起源》腾讯发行在即》 2019-10-28
- 2 《完美世界-公司点评:19 年三季度报预告点评：高基数下阶段增速放缓符合预期，短期关注新游表现，长线重视研发优势》 2019-10-16
- 3 《完美世界-半年报点评:利润超预期指引上线，游戏巩固核心优势与多品类探索并举》 2019-08-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,236.42	4,228.91	5,347.53	5,482.75	12,215.49
应收票据及应收账款	1,661.52	1,964.39	2,279.35	3,285.41	2,910.03
预付账款	851.65	789.74	606.71	1,611.91	773.73
存货	1,575.57	2,141.80	1,426.90	4,242.90	1,853.73
其他	2,921.16	1,658.44	1,691.78	1,737.02	1,747.63
流动资产合计	10,246.32	10,783.28	11,352.26	16,360.00	19,500.61
长期股权投资	1,482.08	1,559.23	1,559.23	1,559.23	1,559.23
固定资产	478.60	362.34	282.57	202.80	123.04
在建工程	12.08	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	114.37	86.84	67.16	24.54	24.54
其他	4,251.47	3,186.60	3,126.79	3,133.49	3,107.36
非流动资产合计	6,338.59	5,195.00	5,035.75	4,920.07	4,814.17
资产总计	16,584.90	15,978.28	16,388.01	21,280.07	24,314.78
短期借款	617.90	1,270.02	800.00	1,152.94	1,700.00
应付票据及应付账款	489.26	393.09	305.13	804.18	388.64
其他	4,108.24	2,258.18	1,610.54	2,225.18	2,000.84
流动负债合计	5,215.40	3,921.30	2,715.67	4,182.30	4,089.48
长期借款	500.00	793.75	500.00	500.00	900.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,082.77	1,954.33	2,018.55	1,986.44	2,002.50
非流动负债合计	2,582.77	2,748.08	2,518.55	2,486.44	2,902.50
负债合计	7,798.17	6,669.38	5,234.22	6,668.74	6,991.98
少数股东权益	822.56	869.77	840.99	865.24	894.37
股本	1,386.39	1,386.49	1,386.52	1,386.52	1,386.52
资本公积	3,557.31	2,908.17	2,908.17	4,108.93	4,108.93
留存收益	6,663.61	7,497.07	8,926.29	12,359.58	15,041.92
其他	(3,643.15)	(3,352.60)	(2,908.17)	(4,108.93)	(4,108.93)
股东权益合计	8,786.73	9,308.90	11,153.80	14,611.33	17,322.81
负债和股东权益总	16,584.90	15,978.28	16,388.01	21,280.07	24,314.78

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,459.91	1,759.39	1,504.44	2,400.57	2,884.24
折旧摊销	280.25	166.48	149.44	172.39	129.77
财务费用	291.64	242.95	176.62	184.90	195.60
投资损失	(183.18)	(464.55)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	2,372.18	(1,252.26)	(61.95)	(3,797.63)	2,994.43
其它	(3,416.42)	(581.99)	(28.78)	24.25	29.13
经营活动现金流	804.38	(129.99)	1,639.77	(1,115.53)	6,133.17
资本支出	916.65	(938.10)	(14.22)	82.11	33.94
长期投资	613.81	77.16	0.00	0.00	0.00
其他	184.48	3,836.79	64.22	(32.11)	16.06
投资活动现金流	1,714.94	2,975.85	50.00	50.00	50.00
债权融资	2,223.50	2,063.77	1,300.00	1,652.94	2,600.00
股权融资	(828.17)	(1,175.42)	267.88	1,015.91	(195.55)
其他	(2,846.30)	(2,840.62)	(2,139.04)	(1,468.09)	(1,854.88)
筹资活动现金流	(1,450.97)	(1,952.27)	(571.16)	1,200.76	549.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,068.35	893.59	1,118.62	135.23	6,732.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,929.82	8,033.77	8,040.76	10,543.76	11,738.74
营业成本	3,381.23	3,549.95	2,792.90	4,437.24	4,771.28
营业税金及附加	63.77	43.46	40.20	52.72	58.69
营业费用	743.51	880.39	1,085.50	1,159.81	1,291.26
管理费用	2,072.87	704.21	747.79	801.33	868.67
研发费用	1,311.31	1,413.11	1,366.93	1,476.13	1,584.73
财务费用	190.09	167.83	176.62	184.90	195.60
资产减值损失	137.17	10.39	710.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	183.18	464.55	100.00	100.00	100.00
其他	(1,742.75)	(1,092.40)	(330.00)	(330.00)	(330.00)
营业利润	1,589.45	1,892.28	1,350.82	2,641.63	3,178.50
营业外收入	72.05	30.87	10.00	30.00	30.00
营业外支出	12.64	7.40	7.00	7.00	7.00
利润总额	1,648.85	1,915.74	1,353.82	2,664.63	3,201.50
所得税	188.94	156.36	(121.84)	239.82	288.14
净利润	1,459.91	1,759.39	1,475.66	2,424.82	2,913.37
少数股东损益	(44.80)	53.28	(28.78)	24.25	29.13
归属于母公司净利润	1,504.71	1,706.10	1,504.44	2,400.57	2,884.24
每股收益(元)	1.16	1.32	1.09	1.73	2.08

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.76%	1.31%	0.09%	31.13%	11.33%
营业利润	32.34%	19.05%	-28.61%	95.56%	20.32%
归属于母公司净利润	29.01%	13.38%	-11.82%	59.57%	20.15%
获利能力					
毛利率	57.36%	55.81%	65.27%	57.92%	59.35%
净利率	18.98%	21.24%	18.71%	22.77%	24.57%
ROE	18.89%	20.22%	14.59%	17.46%	17.56%
ROIC	23.45%	34.01%	34.05%	52.37%	35.79%
偿债能力					
资产负债率	47.02%	41.74%	31.94%	31.34%	28.76%
净负债率	-11.53%	-23.26%	-36.29%	-26.21%	-55.51%
流动比率	1.96	2.75	4.18	3.91	4.77
速动比率	1.66	2.20	3.65	2.90	4.32
营运能力					
应收账款周转率	4.41	4.43	3.79	3.79	3.79
存货周转率	7.66	4.32	4.51	3.72	3.85
总资产周转率	0.48	0.49	0.50	0.56	0.51
每股指标(元)					
每股收益	1.16	1.32	1.09	1.73	2.08
每股经营现金流	0.62	-0.10	1.27	-0.86	4.74
每股净资产	6.16	6.53	7.44	9.91	11.85
估值比率					
市盈率	42.96	37.88	46.08	28.88	24.04
市净率	8.12	7.66	6.72	5.04	4.22
EV/EBITDA	22.90	10.22	41.32	22.36	17.32
EV/EBIT	25.66	10.59	45.74	23.79	18.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com