

“品效合一”研运一体持续发力，手游收入同比增长 72.5%

评级：买入(维持)

市场价格：37.82

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：朱驥楠

执业证书编号：S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1939.63
流通股本(百万股)	1789.82
市价(元)	37.82
市值(百万元)	73356.90
流通市值(百万元)	67690.84

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【中泰传媒】完美世界(002624)中报业绩预告点评：游戏产品周期向上，影视去库存加速
- 2 【中泰传媒】完美世界(002624)年报、一季报点评：游戏收入、利润高速增长，经营性净现金流明显改善
- 3 【中泰传媒】完美世界(002624)2019年报预告点评：影视减值影响业绩，游戏业务高增长

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,034	8,039	10,878	12,656	14,555
增长率 yoy%	1.31%	0.07%	35.32%	16.35%	15.00%
净利润	1,706	1,503	2,474	2,998	3,664
增长率 yoy%	13.38%	-11.92%	64.63%	21.17%	22.23%
每股收益(元)	0.88	0.77	1.28	1.55	1.89
每股现金流量	-0.07	1.04	0.16	1.75	1.21
净资产收益率	20.22%	15.79%	19.61%	19.30%	19.34%
P/E	43.00	48.81	29.65	24.47	20.02
PEG	2.08	1.30	1.45	1.18	0.53
P/B	8.69	7.71	5.81	4.72	3.87

备注：

投资要点

- **事件：**完美世界披露 2020 年半年报，报告期内营业总收入为 51.44 亿 (+40.68%)，归母净利润 12.71 亿 (+24.53%)，扣非后归母净利润为 11.52 亿 (+18.42%)。Q2 单季度实现营业总收入 25.69 亿 (+59.12%)，归母净利润 6.56 亿 (+23.11%)，截至上半年公司经营净现金流为 21.28 亿 (+1174.25%)。
- **手游业务收入大幅增长。**公司上半年游戏收入为 43.68 亿 (+51.44%)，这其中手游收入达到 29.14 亿 (+72.48%)。2019 年下半年至今上线的三款新游《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》均为公司自主发行，在收入确认上采取全额法，这一方面推升了收入，另一方面也增加了渠道分成成本，因此较此前第三方代理净额法确认收入会在毛利率端有所下降，我们可以看到 2020 年上半年公司手游毛利率为 67.26%，同比下滑 11.41%。
- **丰富产品储备。**公司除了自己培养的研发团队储备有不少项目之外，在 2018 年末及 2019 年初收购了包括赤金智娱科技、苏州幻塔和武汉智乐愉在内多个优秀团队，他们储备的产品在经过 2-3 年研发周期后，预计在明年将逐步面世，从品类上我们可以看到 Rogue-like、二次元、ARPG、MMO 回合制等多样化产品，加之公司越来越纯熟的“品效合一”推广发行能力，我们认为收入端存在较大增长弹性。
- **资产负债表持续优化，影视业务清库存顺利。**公司应收账款 Q2 为 22.11 亿，较 Q1 下降 5.5 亿，预付款项基本与 Q1 持平，存货大幅下降，从 Q1 的 17 亿下降到 Q2 末的 14.75 亿，大幅回收的现金流和减少的影视投资带来了充沛的现金储备，截至 Q2 末公司账面货币资金为 19.35 亿，交易性金融资产为 29.95 亿(理财)，合计 49.3 亿，较 Q1 增加 12.1 亿。另外第一大股东池宇峰减持款项基本用于降低质押率，目前其质押股份占其持有的股份比例为 32.21%，占公司总股份为 11.39%，高质押风险大幅降低。
- **费用方面：**1) 销售费用，上半年为 7.48 亿 (+116.8%)，虽然绝对值同比大幅增长，但由于公司 2019Q3 发行策略优化后，收入亦同步快速提升，销售费用率为 14.55%，较前几个季度仍维持稳定。2) 管理费用，上半年为 3.33 亿 (+6.1%)，控制得当，收入大幅提升还使得管理费用率大幅下降，上半年为 2.58%，较去年同期下降 5.5pct。3) 研发费用，上半年为 8.28 亿 (+16.3%)，仍保持中高速增长，游戏公司研发费用的不断投入是后续业绩增长的源动力。

- **投资建议：**公司处于游戏产品释放周期，我们预计游戏收入将持续高增长，预计 2020、2021 年公司整体收入为 108.78、126.56 亿，同比增长 35.32%、16.35%，归母净利润为 24.74、29.98 亿，同比增长 64.63%、21.17%，当前股价对应 2020xPE 为 30x，继续维持“买入”评级，重点推荐。
- **风险提示：**1) 影视存货和应收账款减值风险；2) 游戏上线时间不达预期风险；3) 政策监管趋势严风险。

图表 1: 完美世界财务报表及盈利预测

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,034	8,039	10,878	12,656	14,555
增长率	1.3%	0.1%	35.3%	16.3%	15.0%
营业成本	-3,550	-3,142	-4,224	-5,070	-5,822
%销售收入	44.2%	39.1%	38.8%	40.1%	40.0%
毛利	4,484	4,897	6,654	7,587	8,733
%销售收入	55.8%	60.9%	61.2%	59.9%	60.0%
营业税金及附加	-43	-31	-42	-51	-58
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-880	-1,145	-1,588	-1,772	-1,892
%销售收入	11.0%	14.2%	14.6%	14.0%	13.0%
管理费用+研发开支	-2,117	-2,189	-2,502	-2,658	-2,911
%销售收入	26.4%	27.2%	23.0%	21.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	1,443	1,532	2,521	3,106	3,872
%销售收入	18.0%	19.1%	23.2%	24.5%	26.6%
财务费用	-168	-206	-70	-60	-65
%销售收入	2.1%	2.6%	0.6%	0.5%	0.4%
减值损失	10	-707	-10	25	38
公允价值变动收益	0	427	0	0	0
投资收益	465	229	216	225	200
%税前利润	24.2%	17.0%	8.1%	6.8%	4.9%
营业利润	1,892	1,342	2,657	3,296	4,044
营业利润率	23.6%	16.7%	24.4%	26.0%	27.8%
营业外收支	23	4	3	3	3
税前利润	1,916	1,346	2,661	3,300	4,047
利润率	23.8%	16.7%	24.5%	26.1%	27.8%
所得税	-156	101	-130	-159	-195
所得税率	8.2%	-7.5%	4.9%	4.8%	4.8%
净利润	1,759	1,447	2,551	3,091	3,778
少数股东损益	53	-56	77	93	113
归属于母公司的净利润	1,706	1,503	2,474	2,998	3,664
净利率	21.2%	18.7%	22.7%	23.7%	25.2%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,229	2,526	3,417	5,040	6,944
应收款项	2,079	2,531	3,707	3,551	4,796
存货	2,142	1,760	2,652	3,144	3,224
其他流动资产	2,334	3,315	4,022	3,674	4,341
流动资产	10,783	10,132	13,798	15,408	19,305
%总资产	67.5%	60.9%	67.6%	69.8%	74.3%
长期投资	3,452	1,914	1,914	1,914	1,914
固定资产	362	364	324	281	236
%总资产	2.3%	2.2%	1.6%	1.3%	0.9%
无形资产	87	368	514	601	629
非流动资产	5,195	6,497	6,614	6,681	6,684
%总资产	32.5%	39.1%	32.4%	30.2%	25.7%
资产总计	#####	16,629	20,412	22,089	25,989
短期借款	1,270	1,139	1,287	0	0
应付款项	1,055	1,379	1,836	2,012	2,387
其他流动负债	1,596	2,282	2,282	2,282	2,282
流动负债	3,921	4,800	5,404	4,294	4,668
长期贷款	794	225	225	0	0
其他长期负债	1,954	1,476	1,476	1,476	1,476
负债	6,669	6,501	7,105	5,770	6,144
普通股股东权益	8,439	9,515	12,616	15,536	18,949
少数股东权益	870	614	691	783	897
负债股东权益合计	#####	16,629	20,412	22,089	25,989

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益(元)	0.88	0.77	1.28	1.55	1.89
每股净资产(元)	4.35	4.91	6.50	8.01	9.77
每股经营现金净流(元)	-0.07	1.04	0.16	1.75	1.21
每股股利(元)	0.12	0.12	0.03	0.04	0.13
回报率					
净资产收益率	20.22%	15.79%	19.61%	19.30%	19.34%
总资产收益率	11.01%	8.70%	12.50%	13.99%	14.54%
投入资本收益率	34.01%	34.04%	66.03%	49.04%	60.92%
增长率					
营业总收入增长率	1.31%	0.07%	35.32%	16.35%	15.00%
EBIT增长率	10.64%	52.68%	-5.13%	20.35%	22.01%
净利润增长率	13.38%	-11.92%	64.63%	21.17%	22.23%
总资产增长率	-3.66%	4.08%	22.75%	8.21%	17.66%
资产管理能力					
应收账款周转天数	85.8	101.3	101.3	101.3	101.3
存货周转天数	83.3	87.4	73.0	82.4	78.8
应付账款周转天数	44.7	50.4	47.6	49.0	48.3
固定资产周转天数	18.8	16.3	11.4	8.6	6.4
偿债能力					
净负债/股东权益	-4.96%	-16.08%	-23.32%	-39.95%	-52.71%
EBIT利息保障倍数	11.3	14.0	39.2	55.1	62.1
资产负债率	41.74%	39.09%	34.81%	26.12%	23.64%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,759	1,447	2,551	3,091	3,778
加:折旧和摊销	166	142	206	267	328
资产减值准备	10	707	0	0	0
公允价值变动损失	0	-427	0	0	0
财务费用	243	240	70	60	65
投资收益	-465	-229	-216	-225	-200
少数股东损益	53	-56	77	93	113
营运资金的变动	-1,249	-1,643	-2,299	196	-1,618
经营活动现金净流	-130	2,023	312	3,389	2,353
固定资本投资	128	-49	-60	-60	-50
投资活动现金净流	2,976	-1,994	-125	-116	-131
股利分配	-233	-233	-62	-78	-252
其他	-1,719	-1,194	768	-1,572	-65
筹资活动现金净流	-1,952	-1,427	706	-1,650	-317
现金净流量	894	-1,398	892	1,622	1,905

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。