

影视风险充分释放，游戏业务预计同比增长 35%-40%

——完美世界公司点评

公司点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● **事件:** 2020年1月22日公司发布2019年业绩预告: 预计2019年实现归属于母公司净利润为14.5亿元-15.5亿元, 同比下降9.15%-15.01%, 对应2019年四季度利润为-0.255亿元至0.745亿元; 预计2019年非经常性损益约为4亿元, 同比增长54.38%。2019年游戏业务预计实现净利润18.5亿元-19.2亿元, 同比增长35.22%-40.33%; 公司影视业务预亏3亿至3.6亿元。

● 公司聚焦精品游戏研运, 2019年业绩亮眼, 2020年或延续高增长

2019年公司在《完美世界》手游、《神雕侠侣2》、《云梦四时歌》、《新笑傲江湖》等“爆款”游戏的带领下, 游戏业务的业绩保持了较高增速。2019年公司游戏业务预计实现净利润18.5亿元-19.2亿元, 同比增长35.22%-40.33%。同时,《我的起源》等自研游戏获得了市场较好的口碑, 积累了开发团队经验。电竞业务方面, 2019年公司继续运营《DOTA2》和《CS:GO》等顶级电竞IP, 并联合Valve举办多场高级别电竞赛事, 公司电竞业务稳步增长, 未来可期。

● 影视业务受计提等影响整体亏损, 2020年一季度望迎来复苏

2019年公司影视业务预计亏损3亿元-3.6亿元。影视业务受市场环境影响较大, 公司结合市场情况对其存货计提了跌价减值。此次计提金额较大, 对公司的业绩产生了较大影响。我们认为, 市场对于公司的影视业务存货分歧一直较大, 此次计提可以较好地释放市场相关担忧。2020年Q1或有《暴风雨》和《冰糖炖雪梨》两部剧的收入确认, 一季度影视业务有望迎来复苏。另外, 公司还计提了3.5亿-3.8亿的高誉减值准备, 主要系收购同心影视产生。

● 将持续受益影游精品策略、电竞和云游戏发展, 维持“推荐”评级

我们认为, 此次存货计提与商誉减值, 市场风险充分释放。展望2020年, 公司储备丰富, 预计推出《梦幻新诛仙》等高确定性产品, 流水可期, 与Steam合作持续推进, 电竞商业化也持续体现。我们预计2019-2021年的净利润分别为15.17亿元、23.45亿元、26.43亿元, 同比分别增长-11.1%、54.6%、12.7%, 对应PE分别为39/25.2/22.4倍。我们看好游戏行业长期发展, 看好公司精品策略、人才资源组织体系、新技术等驱动公司发展, 维持“推荐”评级。

● **风险提示:** 新技术应用低于预期; 储备游戏上线进度或市场表现不及预期; 老产品流水过快下滑; 电竞产业发展不及预期; 影视项目不及预期等风险。

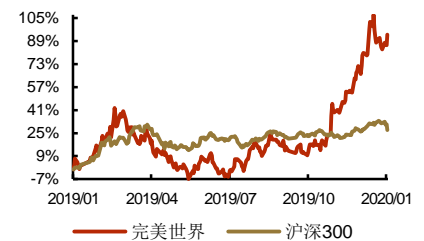
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,930	8,034	7,901	9,085	10,385
增长率(%)	28.8	1.3	-1.7	15.0	14.3
净利润(百万元)	1,505	1,706	1,517	2,345	2,643
增长率(%)	29.0	13.4	-11.1	54.6	12.7
毛利率(%)	57.4	55.8	56.1	58.5	59.0
净利率(%)	19.0	21.2	19.2	25.8	25.5
ROE(%)	16.6	18.9	14.4	18.3	17.4
EPS(摊薄/元)	1.16	1.32	1.17	1.81	2.04
P/E(倍)	39.3	34.6	39.0	25.2	22.4
P/B(倍)	7.4	7.0	6.1	5.0	4.1

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2020.01.23
收盘价(元):	47.49
一年最低/最高(元):	22.6/51.83
总股本(亿股):	12.93
总市值(亿元):	613.9
流通股本(亿股):	11.6
流通市值(亿元):	550.86
近3月换手率:	98.28%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	7.74	62.92	49.22
绝对	10.6	68.98	80.67

相关报告

《中报净利同比增长30.5%略超预期, 将持续受益精品策略和新技术发展》2019-08-18

《存量手游驱动业绩稳健增长, 新品大作进入上线准备期》2018-10-30

《业绩基本符合预期, 关注下半年游戏业务进展》2018-08-21

《聚焦影游核心业务, 驱动业绩稳健增长》2018-03-30

《业绩高速增长, 继续打造影游一体的泛娱乐平台》2017-10-29

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10246	10783	11708	13551	16155	营业收入	7930	8034	7901	9085	10385
现金	3236	4229	6094	5857	9135	营业成本	3381	3550	3467	3773	4257
应收票据及应收账款合计	1662	1964	1601	2499	2188	营业税金及附加	64	43	50	54	63
其他应收款	167	121	162	163	209	营业费用	744	880	841	958	1106
预付账款	852	790	824	1032	1090	管理费用	2073	704	1150	1147	1378
存货	1576	2142	1489	2463	1995	研发费用	0	1413	695	932	1142
其他流动资产	2754	1538	1538	1538	1538	财务费用	190	168	0	-8	-50
非流动资产	6339	5195	5273	5447	5631	资产减值损失	137	10	514	182	104
长期投资	1482	1559	1752	1943	2138	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	479	362	293	282	273	其他收益	66	130	87	98	99
无形资产	114	87	37	41	38	投资净收益	183	465	375	397	393
其他非流动资产	4264	3187	3191	3181	3182	营业利润	1589	1892	1654	2552	2890
资产总计	16585	15978	16981	18998	21786	营业外收入	72	31	51	41	46
流动负债	5215	3921	4101	4150	4664	营业外支出	13	7	6	7	8
短期借款	618	1270	944	1107	1025	利润总额	1649	1916	1700	2586	2929
应付票据及应付账款合计	489	393	385	406	699	所得税	189	156	181	257	289
其他流动负债	4108	2258	2772	2637	2940	净利润	1460	1759	1519	2329	2639
非流动负债	2583	2748	2302	2102	1930	少数股东损益	-45	53	2	-16	-4
长期借款	500	794	348	147	-25	归属母公司净利润	1505	1706	1517	2345	2643
其他非流动负债	2083	1954	1954	1954	1954	EBITDA	1902	2085	1773	2586	2890
负债合计	7798	6669	6403	6252	6594	EPS(元)	1.16	1.32	1.17	1.81	2.04
少数股东权益	823	870	872	856	852						
股本	1386	1386	1386	1386	1386	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	3557	2908	2908	2908	2908	成长能力					
留存收益	3106	4589	5908	7914	10184	营业收入(%)	28.8	1.3	-1.7	15.0	14.3
归属母公司股东权益	7964	8439	9707	11890	14341	营业利润(%)	32.3	19.1	-12.6	54.3	13.3
负债和股东权益	16585	15978	16981	18998	21786	归属于母公司净利润(%)	29.0	13.4	-11.1	54.6	12.7
						获利能力					
						毛利率(%)	57.4	55.8	56.1	58.5	59.0
						净利率(%)	19.0	21.2	19.2	25.8	25.5
						ROE(%)	16.6	18.9	14.4	18.3	17.4
						ROIC(%)	25.0	37.3	44.0	40.5	59.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	47.0	41.7	37.7	32.9	30.3
						净负债比率(%)	11.8	-2.5	-25.6	-19.7	-39.8
						流动比率	2.0	2.7	2.9	3.3	3.5
						速动比率	1.0	1.6	1.9	2.1	2.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
						应付账款周转率	5.6	8.0	8.9	9.5	7.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.16	1.32	1.17	1.81	2.04
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.78	0.88	1.98	-0.13	2.76
						每股净资产(最新摊薄)	6.16	6.53	7.51	9.20	11.09
						估值比率					
						P/E	39.3	34.6	39.0	25.2	22.4
						P/B	7.4	7.0	6.1	5.0	4.1
						EV/EBITDA	34.3	30.7	34.7	23.9	20.1

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	804	-130	2565	-172	3573
净利润	1460	1759	1519	2329	2639
折旧摊销	280	166	142	109	120
财务费用	190	168	0	-8	-50
投资损失	-183	-465	-375	-397	-393
营运资金变动	-1122	-1725	1287	-2194	1270
其他经营现金流	179	-34	-8	-10	-13
投资活动现金流	1715	2976	163	125	101
资本支出	194	141	-115	-17	-10
长期投资	2523	1355	-193	-193	-195
其他投资现金流	4432	4471	-144	-85	-103
筹资活动现金流	-1451	-1952	-863	-190	-396
短期借款	177	652	-326	163	-82
长期借款	-1533	294	-446	-200	-172
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-605	-649	0	0	0
其他筹资现金流	509	-2249	-91	-153	-142
现金净增加额	1032	920	1865	-237	3278

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>