

游戏业务持续高增长，影视业务关注拐点增长

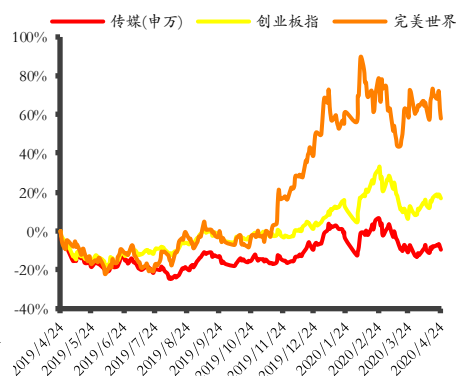
2020.04.27

肖明亮(分析师) 叶锐 (分析师)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310519040001

强烈推荐 (维持)

传媒行业

公司股价走势



事件: 1) 公司发布 2019 年年度报告, 报告期内公司实现营收 80.39 亿元, 同比增长 0.07%, 不考虑院线业务因素的影响 (院线业务收入于 2018 年 8 月起不再纳入合并范围) 营收同比增长 6.80%, 实现归母净利润 15 亿元, 同比下降 11.92%, EPS 为 1.16 元/股, 同比下降 10.77%。2) 公司发布 2020 年一季度报告, 报告期内实现营收 25.7 亿元, 同比增长 26.1%, 实现归母净利润 6.14 亿元, 同比增长 26.4%。

核心观点:

- **2019 年游戏业务和影视业务收入增长分化, 游戏业务净利润率同增 2.42pct。** 2019 年游戏业务和影视业务营收增长两级分化, 游戏业务 (+26.56%) / 影视业务 (-54.90%) / 综合 (+0.07%); 游戏业务规模化优势不断显现, 毛利率同增 1.1pct, 影视业务毛利率同减 2.77pct; 受公司不断布局新业务的影响, 销售费用率和管理费用率同增 3.28pct/0.87pct; 受权益法确认的投资收益、理财收益和结构性存款的影响, 确认投资收益 2.29 亿元。此外, 经营活动现金流净额同比增长 1656.63%, 报告期账上有 24.68 亿现金及等价物, 同时受影视业务业绩下滑影响, 净利润率同减 3.9pct, 游戏业务实现净利润率 27.66%, 同增 2.42pct, 现金流充裕+游戏业务盈利能力进一步提升; 受影视业务商誉减值和计提的存货跌价损失的影响, 确认资产减值 7.07 亿元; 收到政府补助 0.6 亿元。
- **受春节假期和疫情影响, 一季度游戏业务净利润增长 67.3%, 为公司业绩增长核心驱动极。** 一季度公司营收增长 26.1%, 其中游戏业务实现收入 21.1 亿元, 同比增长 47.7%; 受影视业务影响, 销售毛利率同减 5.74pct; 一季度游戏的市场宣传费用增加, 销售费用率同增 5.88pct, 同时公司运营模式日趋完善, 管理费用率同减 7.78pct; 受权益法核算的长期股权投资收益增加影响, 确认投资收益 0.39 亿元; 经营活动现金流净额同比增长 426.4%, 报告期末有现金及等价物 21.41 亿元, 净利润率为 23.6%, 基本与上年同期持平, 其中游戏业务净利润同比增长 67.3%, 现金流充裕+盈利能力保持稳定。
- **游戏业务精品层出&品类突破推动业绩更上一层楼, 影视业务逐渐回暖。** 布局端游+手游+主机游戏, 实现多元化发展: 经典游戏《诛仙》、《完美世界国际版》、《诛仙手游》、《DON'T EVEN THINK》和《非常英雄》等持续贡献稳定收入。新游戏方面: 2019 年陆续推出了《完美世界》手游、《神雕侠侣 2》、《云梦四时歌》、《我的起源》和《新笑傲江湖》等精品游戏,《遗迹: 灰烬重生 (Remnant: From the Ashes)》在 steam 上线不久即销量破百万套。坚持多元化、年轻化战略, 积极向 MMORPG 以外游戏品类拓展: 目前公司正在研发《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》和《非常英雄》等数款游戏, 涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、卡牌和竞技类多种类型, 涉及未来科幻、二次元、古代神话和东方仙侠等多种题材。同时公司也在积极开发“主机+VR”游戏, 提前布局 5G 技术储备: VR 游戏方面公司目前已推出了《深海迷航》VR 模式, 同时也在谋求将 Steam 平台上的爆款 VR 游戏引入国内; 公司手游《我的起源》已

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
完美世界	-6.86	7.59	6.50
传媒行业	-10.83	2.57	2.09
沪深 300	-6.44	-2.26	1.89

公司基本资料

总市值 (亿元)	620.77
总股本 (亿股)	12.93
流通股比例	89.7%
资产负债率	33.22%
大股东	完美世界控股 集团有限公司
大股东持股比例	34.61%

相关报告

*广证恒生-传媒行业-完美世界(002624) 公司事件点评: 业绩符合预期, 19 年游戏板块增长值得期待 -20190228
*广证恒生-传媒行业-完美世界(002624.SZ) 深度报告: 历史产品验证影游实力, 精品储备丰厚成长可期-20191223

成功布局华为 5G 终端。影视业务方面，受疫情影响剧集行业供给不足，推动行业加快去库存。截至 2020 年 4 月 11 日，公司出品的《冰糖炖雪梨》、《香蜜沉沉烬如霜》和《烈火如歌》等头部剧集都收获不俗收视表现，同时新推出的网络剧《全世界最好的你》已于 4 月 10 日起在优酷独播，影视业务逐渐回暖。

- **盈利预测与估值：**我们预计 2020-2022 年归母净利润为 22.6/28.1/33.9 亿元，对应 27/21/18 倍 PE，考虑影视板块商誉减值，2020 年疫情加速影视行业库存出清，影视业务有望于今年迎来拐点，同时强大的游戏研发团队，稳定的游戏上线有望驱动公司业绩持续提升，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**游戏表现低于预期，影视行业监管趋严，行业竞争加剧。

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8039.02	10109.07	12191.54	14451.85
同比(%)	0.07%	25.75%	20.60%	18.54%
归母净利润	1502.80	2261.10	2812.06	3394.53
同比(%)	-11.92%	50.46%	24.37%	20.71%
毛利率(%)	60.92%	61.80%	62.32%	62.83%
ROE(%)	15.79%	19.57%	19.96%	19.79%
每股收益(元)	1.16	1.75	2.18	2.63
P/E	40.10	26.65	21.43	17.75
P/B	6.33	5.22	4.28	3.51

盈利预测表：

财务报表预测及比率分析													
资产负债表							利润表						
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3236.42	4228.91	2525.50	2305.24	4579.68	6785.50	营业收入	7929.82	8033.77	8039.02	10109.07	12191.54	14451.85
应收票据及账款	1661.52	1964.39	2354.70	2517.00	3035.51	3598.29	营业成本	3381.23	3549.95	3141.66	3861.66	4594.38	5371.75
预付账款	851.65	789.74	541.88	920.29	1109.86	1315.63	营业税金及附加	63.77	43.46	31.22	56.66	68.33	81.00
其他应收款	167.22	120.92	183.38	198.64	239.56	283.98	销售费用	743.51	880.39	1145.02	1235.62	1490.16	1766.43
存货	1575.57	2141.80	1760.21	2097.64	2495.65	2917.92	管理费用	2072.87	704.21	684.54	834.98	1006.99	1193.68
其他流动资产	2753.94	1537.52	2766.43	3541.70	3420.84	3867.55	研发费用	0.00	1413.11	1504.47	1765.04	2069.51	2425.16
流动资产总计	10246.32	10783.28	10132.11	11580.51	14881.10	18768.87	财务费用	190.09	167.83	206.21	27.24	-1.12	-8.96
长期股权投资	1482.08	1559.23	1913.90	1913.90	1913.90	1913.90	其他经营损益	-137.17	-10.39	-728.54	0.00	0.00	0.00
固定资产	478.60	362.34	364.02	313.67	262.09	209.26	投资收益	183.18	464.55	229.40	0.00	0.00	0.00
在建工程	12.08	0.00	47.55	39.63	31.70	23.78	公允价值变动损益	0.00	0.00	427.38	50.00	30.00	20.00
无形资产	114.37	86.84	213.96	199.71	181.19	158.37	营业利润	1524.36	3142.08	2758.62	2377.86	2993.28	3642.77
长期待摊费用	229.13	45.98	26.27	13.13	0.00	0.00	其他非经营损益	124.49	186.77	91.72	134.33	134.33	134.33
其他非流动资产	4022.34	3140.62	3931.59	4085.62	4259.92	4434.22	利润总额	1648.85	3328.85	2850.33	2512.18	3127.61	3777.10
非流动资产合计	6338.59	5195.00	6497.28	6565.66	6648.79	6739.53	所得税	188.94	156.36	-101.29	228.24	287.15	348.28
资产总计	16584.90	15978.28	16629.39	18146.17	21529.89	25508.39	净利润	1459.91	3172.50	2951.63	2283.94	2840.46	3428.82
短期借款	617.90	1270.02	1138.64	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-44.80	53.28	-55.64	22.84	28.40	34.29
应付票据及账款	489.26	393.09	486.39	528.08	628.28	734.59	归属母公司股东净利	1504.71	3119.21	3007.27	2261.10	2812.06	3394.53
其他流动负债	4108.24	2258.18	3174.58	3725.64	4443.90	5219.48	EBITDA	2119.19	2250.05	1693.58	2650.77	3243.36	3877.40
流动负债合计	5215.40	3921.30	4799.61	4253.72	5072.18	5954.07	NOPLAT	1517.99	1741.99	1110.72	2141.42	2690.35	3280.67
长期借款	500.00	793.75	225.32	225.32	225.32	225.32	EPS(元)	1.16	1.32	1.16	1.75	2.18	2.63
其他非流动负债	2082.77	1954.33	1475.72	1475.72	1475.72	1475.72	主要财务比率						
非流动负债合计	2582.77	2748.08	1701.04	1701.04	1701.04	1701.04	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	7798.17	6669.38	6500.65	5954.77	6773.22	7655.11	成长能力						
股本	1386.39	1386.49	1364.86	1364.86	1364.86	1364.86	营收增长率	28.76%	1.31%	0.07%	25.75%	20.60%	18.54%
资本公积	3557.31	2491.41	2309.44	2309.44	2309.44	2309.44	EBIT增长率	35.49%	13.30%	-25.51%	63.61%	23.12%	20.52%
留存收益	3020.46	4561.23	5840.41	7880.23	10417.09	13479.41	EBITDA增长率	35.51%	6.18%	-24.73%	56.52%	22.36%	19.55%
归属母公司权益	7964.17	8439.14	9514.71	11554.53	14091.39	17153.72	净利润增长率	28.84%	20.51%	-17.75%	57.82%	24.37%	20.71%
少数股东权益	822.56	869.77	614.03	636.87	665.28	699.56	盈利能力						
股东权益合计	8786.73	9308.90	10128.75	12191.41	14756.67	17853.28	毛利率	57.36%	55.81%	60.92%	61.80%	62.32%	62.83%
负债和股东权益合计	16584.90	15978.28	16629.39	18146.17	21529.89	25508.39	净利率	18.41%	21.90%	18.00%	22.59%	23.30%	23.73%
							ROE	18.89%	20.22%	15.79%	19.57%	19.96%	19.79%
现金流量表							ROA	9.07%	10.68%	9.04%	12.46%	13.06%	13.31%
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC	19.93%	30.53%	18.35%	42.12%	41.80%	47.31%
税后经营利润	1281.29	1261.59	792.20	2112.07	2688.59	3286.94	估值倍数						
折旧与摊销	280.25	166.48	141.50	111.35	116.87	109.26	P/E	40.05	35.32	40.10	26.65	21.43	17.75
财务费用	190.09	167.83	206.21	27.24	-1.12	-8.96	P/S	7.60	7.50	7.50	5.96	4.94	4.17
其他经营资金	-947.25	-1725.89	883.53	-1075.91	-207.69	-800.05	P/B	7.57	7.14	6.33	5.22	4.28	3.51
经营性现金净流量	804.38	-129.99	2023.44	1174.74	2596.65	2587.19	股息率	0.37%	0.39%	0.00%	0.37%	0.46%	0.55%
投资性现金净流量	1714.94	2975.85	-1994.32	-7.85	-48.13	-58.13	EV/EBIT	33.92	29.88	38.14	23.04	18.06	14.47
筹资性现金净流量	-1450.97	-1952.27	-1426.65	-1387.16	-274.08	-323.24	EV/EBITDA	29.43	27.67	34.96	22.07	17.41	14.06
现金流量净额	1068.35	893.59	-1397.53	-220.27	2274.44	2205.82	EV/NOPLAT	41.09	35.74	53.30	27.32	20.99	16.62

数据来源：同花顺iFinD

团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，4 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（中信证券华南股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。