

# 2020年游戏业务营收增长35%，多款重要IP改编游戏集中发布

——完美世界业绩快报点评

公司点评

## ●事件：公司发布业绩快报，业绩符合预期

4月14日，公司发布业绩快报，公司2020年实现营业收入102.25亿元，同比增加27.19%，其中，游戏业务实现营业收入92.62亿元，同比增加35.00%；影视业务实现营业收入9.63亿元，同比减少18.30%。公司实现归母净利润15.49亿元，同比增加3.04%，接近前期业绩预告上限。利润增速小于营收增速的主要原因系影视业务中发生的存货减值和商誉计提。公司同期发布了2021Q1业绩预告，预计公司2021Q1净利润为4.4-4.8亿元，同比下降28.37%-21.86%。

## ●存量游戏保持MMORPG领先地位，《新神魔大陆》贡献较大增量

公司两大经典IP《诛仙》《完美世界》及次新IP《新笑傲江湖》相关游戏继续保持较高频率更新。例如，《完美世界》2020年中推出新职业，2021年初进行“女神”版本重大更新。通过内容更新、立体营销、精细化长线运营等方式，存量IP得以继续贡献较好利润水平。新游《新神魔大陆》2020年7月上架，目前仍保持细分畅销榜前20排名。另外，Steam国服蒸汽平台已经上线，上线即发布51款游戏，好于市场预期，预计2021年将贡献较为可观业绩。

## ●品牌形象重大更新，逗号logo发布并带来近三十款新游首秀

4月7日，公司以“永不止步”为内核，发布了全新游戏业务logo和品牌形象。4月13日，公司举办年度新游发布会，一次性展出了近三十款新游。我们认为，最值得关注的产品集中在三大板块：1)经典IP系列，包括《完美世界》和《诛仙世界》，该两大IP品牌号召力极强，产品流水或有较强保障；2)《幻塔》为代表的二次元开放世界手游，其中《幻塔》采用前期被证明过极为有效的“3D二次元画风+开放世界+轻社交”策略，从宣传片也可看出品质较高，4月15日进行第二轮测试；3)动漫IP类：《一拳超人》(同名动漫改编)、《CODE NAME: X》(疑为《女神异闻录》改编)、《代号：MA》(《百万亚瑟王》IP)等多个重要日本动漫IP改编游戏。

## ●盈利预测及投资建议：看好公司创新产品的推出，基本面的触底上升

公司以《诛仙》和《完美世界》两大IP作为保障，引入多款知名动漫IP并加强自研，并推出《幻塔》等大作，看好公司未来产品线和研运一体能力，预计2020年-2022年公司归母净利润分别为15.48亿元、27.84亿元、32.93亿元，同比增长3.0%、79.9%、18.3%，当前股价对应2020年-2022年PE分别为27/15/13倍，维持“强烈推荐”评级。

## ●风险提示：新游质量与发布进度不及预期，政策风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,034	8,039	10,224	12,835	15,543
增长率(%)	1.3	0.1	27.2	25.5	21.1
净利润(百万元)	1,706	1,503	1,548	2,784	3,293
增长率(%)	13.4	-11.9	3.0	79.9	18.3
毛利率(%)	55.8	60.9	61.4	58.5	58.9
净利率(%)	21.2	18.7	15.1	21.7	21.2

## 强烈推荐(维持评级)

### 马笑(分析师)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

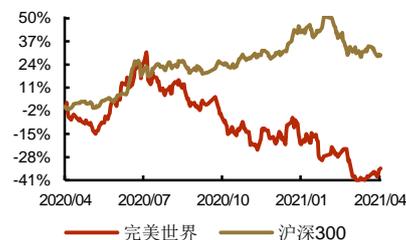
### 陈磊(分析师)

chenlei3@xsdzq.cn

证书编号：S0280520040001

市场数据	时间 2021.04.16
收盘价(元):	21.48
一年最低/最高(元):	19.05/63.82
总股本(亿股):	19.4
总市值(亿元):	416.71
流通股本(亿股):	18.27
流通市值(亿元):	392.49
近3月换手率:	120.7%

### 股价一年走势



### 相关报告

《2020年游戏业务利润增速20%，2021年多款战略性产品将上线》2021-02-01

《公布股份回购及股权激励计划，重点产品值得期待》2021-01-14

《前三季度利润同比增长22%符合市场预期，新游测试顺利进行》2020-10-30

《前三季度利润同比预增21%至23%，影视库存去化加速》2020-10-19

《手游板块营收大增72%，未来产品线储备充裕》2020-08-26

ROE(%)	18.9	14.3	13.4	20.0	19.7
EPS(摊薄/元)	0.88	0.77	0.80	1.44	1.70
P/E(倍)	24.1	27.4	26.6	14.8	12.5
P/B(倍)	4.9	4.3	3.8	3.1	2.6

## 附：完美世界游戏战略发布会（4月13日）发布游戏列表

产品	题材	品类	IP类型	进度
完美新世界	开放世界、魔幻	MMORPG	端游	
新诛仙世界	国风仙侠	MMORPG	端游/网文	
诛仙2	幻想仙侠	MMORPG	端游/网文	
梦幻新诛仙	开放世界、仙侠	回合	端游/网文	4.30 测试
天龙八部2	武侠	MMORPG	天龙八部	近期测试
梦间集2	仙侠	MMORPG		
香蜜沉沉烬如霜	开放世界、仙侠	MMORPG	小说	
仙剑奇侠传	仙侠	回合	端游	
代号：火山	魔幻	休闲 RPG	端游	
战神遗迹	魔幻	MMORPG		5.20 测试
幻塔	开放世界、科幻	ARPG		4.15 测试
代号：R	开放世界、二次元、蒸汽朋克	MMORPG		
代号 MA	二次元、奇幻		《百万亚瑟王》	近期测试
Project: 棱镜	开放世界、二次元、科幻	MMORPG		
Project Bard	二次元、奇幻	RPG		
CODE NAME: X	都市	RPG	《女神异闻录》（疑似）	
一拳超人世界	奇幻	MMORPG	《一拳超人》	
黑猫奇闻社	都市、奇幻	解谜		
逐光之旅	奇幻	ACT		
代号：档案	都市、奇幻			
彩条屋神话系列	神话		《哪吒》	
灵笼系列	科幻		《灵笼》	

资料来源：公司网站、新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>10783</b>	<b>10132</b>	<b>11881</b>	<b>13295</b>	<b>16141</b>	<b>营业收入</b>	<b>8034</b>	<b>8039</b>	<b>10224</b>	<b>12835</b>	<b>15543</b>
现金	4229	2526	4615	5793	7016	营业成本	3550	3142	3949	5333	6386
应收票据及应收账款合计	1964	2355	0	0	0	营业税金及附加	43	31	67	77	85
其他应收款	121	183	204	282	306	营业费用	880	1145	1197	1485	1884
预付账款	790	542	1152	974	1600	管理费用	704	685	1872	1981	1983
存货	2142	1760	3144	3479	4453	研发费用	1413	1504	928	1456	2204
其他流动资产	1538	2766	2766	2766	2766	财务费用	168	206	167	175	252
<b>非流动资产</b>	<b>5195</b>	<b>6497</b>	<b>6601</b>	<b>7007</b>	<b>7468</b>	资产减值损失	10	-707	920	0	0
长期投资	1559	1914	2400	2880	3374	公允价值变动收益	0	427	107	134	167
固定资产	362	364	408	467	487	其他收益	130	89	71	89	95
无形资产	87	368	280	175	167	投资净收益	465	229	267	286	312
其他非流动资产	3187	3851	3512	3485	3440	<b>营业利润</b>	<b>1892</b>	<b>1342</b>	<b>1578</b>	<b>2848</b>	<b>3336</b>
<b>资产总计</b>	<b>15978</b>	<b>16629</b>	<b>18481</b>	<b>20303</b>	<b>23609</b>	营业外收入	31	10	68	45	39
<b>流动负债</b>	<b>3921</b>	<b>4800</b>	<b>6234</b>	<b>5755</b>	<b>6257</b>	营业外支出	7	6	7	8	7
短期借款	1270	1139	3271	2273	2770	<b>利润总额</b>	<b>1916</b>	<b>1346</b>	<b>1639</b>	<b>2884</b>	<b>3367</b>
应付票据及应付账款合计	393	486	0	0	0	所得税	156	-101	117	139	106
其他流动负债	2258	3175	2963	3482	3486	<b>净利润</b>	<b>1759</b>	<b>1447</b>	<b>1522</b>	<b>2746</b>	<b>3261</b>
<b>非流动负债</b>	<b>2748</b>	<b>1701</b>	<b>924</b>	<b>827</b>	<b>759</b>	少数股东损益	53	-56	-26	-38	-32
长期借款	794	225	-552	-649	-717	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1706</b>	<b>1503</b>	<b>1548</b>	<b>2784</b>	<b>3293</b>
其他非流动负债	1954	1476	1476	1476	1476	EBITDA	2085	1495	1903	3176	3514
<b>负债合计</b>	<b>6669</b>	<b>6501</b>	<b>7158</b>	<b>6581</b>	<b>7016</b>	EPS(元)	0.88	0.77	0.80	1.44	1.70
少数股东权益	870	614	588	550	518						
股本	1386	1365	2047	2047	2047						
资本公积	2908	2325	1643	1643	1643						
留存收益	4589	5859	7142	9423	12121						
归属母公司股东权益	8439	9515	10735	13172	16076						
<b>负债和股东权益</b>	<b>15978</b>	<b>16629</b>	<b>18481</b>	<b>20303</b>	<b>23609</b>						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-130</b>	<b>2023</b>	<b>1573</b>	<b>3073</b>	<b>1612</b>
净利润	1759	1447	1522	2746	3261
折旧摊销	166	142	243	299	209
财务费用	168	206	167	175	252
投资损失	-465	-229	-267	-286	-312
营运资金变动	-1725	398	23	282	-1619
其他经营现金流	-34	60	-115	-143	-179
<b>投资活动现金流</b>	<b>2976</b>	<b>-1994</b>	<b>36</b>	<b>-277</b>	<b>-178</b>
资本支出	141	449	-383	-73	-33
长期投资	1355	-1535	-487	-495	-494
其他投资现金流	4471	-3080	-834	-845	-705
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1952</b>	<b>-1427</b>	<b>-1651</b>	<b>-619</b>	<b>-709</b>
短期借款	652	-131	0	0	0
长期借款	294	-568	-777	-97	-67
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	-874	-522	-641
<b>现金净增加额</b>	<b>920</b>	<b>-1384</b>	<b>-43</b>	<b>2177</b>	<b>725</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.3	0.1	27.2	25.5	21.1
营业利润(%)	19.1	-29.1	17.6	80.4	17.1
归属于母公司净利润(%)	13.4	-11.9	3.0	79.9	18.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	55.8	60.9	61.4	58.5	58.9
净利率(%)	21.2	18.7	15.1	21.7	21.2
ROE(%)	18.9	14.3	13.4	20.0	19.7
ROIC(%)	37.3	41.9	49.9	98.7	72.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.7	39.1	38.7	32.4	29.7
净负债比率(%)	-2.5	6.8	-3.7	-19.6	-21.0
流动比率	2.7	2.1	1.9	2.3	2.6
速动比率	1.6	1.5	1.1	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.4	3.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.0	7.1	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.77	0.80	1.44	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.36	0.81	1.58	0.83
每股净资产(最新摊薄)	4.35	4.90	5.53	6.79	8.29
<b>估值比率</b>					
P/E	24.1	27.4	26.6	14.8	12.5
P/B	4.9	4.3	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	21.1	28.4	21.7	12.3	10.9

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

**马笑**，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

**陈磊**，伦敦大学玛丽女王学院理学硕士，2020年加入新时代证券，多年证券行业从业经验，具备买方与卖方复合行业研究经历，紧密跟踪传媒行业上市公司，注重实战与前瞻性研究。

## 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	<b>梁爽</b> 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	<b>阎喜蒙</b> 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	<b>丁培培</b> 销售经理 邮箱：dingpei@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/>