

## 20 全年营收稳定，多品类游戏蓄势待发

——完美世界 2020 全年报告点评

## 核心观点

- **2020 全年公司营业收入为 102 亿，同比增长 27.19%**，主要系公司游戏业务发展良好，收入大幅增长所致，公司 20 全年毛利率为 60.32%，同比下降 0.98pp，主要由新游采用自主发行总额法确认收入以及影视亏损所致。20 全年销售费用 18.31 亿，同比增长 59.92pp；同比增长系随游戏业务规模的扩大，市场宣传及推广费用增加所致。2020 全年归母净利润 15.49 亿，同比上升 3.04%。其中游戏利润 22.85 亿，同比增长 20%；影视亏损约 5 亿。
- **游戏业务：20 全年游戏业务发展良好。传统 MMORPG 手游运营稳健**，2020 在手机游戏 MMORPG 细分市场份由 20H1 的 22.5% 进一步提升至 24.4%，《新笑傲江湖》、《完美世界》、《诛仙》等贡献稳定流水。未来产品线矩阵丰满，拓品类+出海+主机端游+云游戏均布局，《梦幻新诛仙》、《幻塔》等新品类大作蓄势待发，定位全球市场《战神遗迹》21 年有望海外国内上线。端游《诛仙》、《CSGO》等保持稳定贡献，未来《新诛仙世界》、《完美世界》等主机双端游戏将再次拉动收入增长。
- **影视业务：收入同比下滑，未来新剧选择将更加稳健。**20 全年受影视行业阶段性调整等因素影响，公司影视业务业绩同比下滑。公司储备了多部优质影视产品，题材多元，类型丰富。

## 财务预测与投资建议

- 我们预计 21/22/23 年公司归母净利润分别为 25.13/31.25/34.99 亿元，对应 EPS 1.30/1.61/1.80 元（21~22 原预测值为 31.49/36.08 亿元，由于《梦幻新诛仙》上线时间推迟，我们下调 21 年盈利预测）。根据可比公司 2021 年 P/E 调整后均值 23 倍，我们给予公司目标价：30.06，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业政策变化风险、行业竞争加剧的风险、人才流失及储备不足风险、规模扩张带来的管理风险。

| 公司主要财务信息      |        |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 营业收入(百万元)     | 8,039  | 10,225 | 11,817 | 14,854 | 16,837 |
| 同比增长(%)       | 0.1%   | 27.2%  | 15.6%  | 25.7%  | 13.3%  |
| 营业利润(百万元)     | 1,342  | 1,628  | 2,798  | 3,485  | 3,899  |
| 同比增长(%)       | -29.1% | 21.4%  | 71.8%  | 24.6%  | 11.9%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,503  | 1,549  | 2,513  | 3,125  | 3,499  |
| 同比增长(%)       | -11.9% | 3.0%   | 62.3%  | 24.3%  | 12.0%  |
| 每股收益(元)       | 0.77   | 0.80   | 1.30   | 1.61   | 1.80   |
| 毛利率(%)        | 60.9%  | 60.3%  | 60.6%  | 60.8%  | 60.5%  |
| 净利率(%)        | 18.7%  | 15.1%  | 21.3%  | 21.0%  | 20.8%  |
| 净资产收益率(%)     | 16.7%  | 15.2%  | 21.1%  | 21.4%  | 19.5%  |
| 市盈率           | 27.5   | 26.7   | 16.4   | 13.2   | 11.8   |
| 市净率           | 4.3    | 3.8    | 3.2    | 2.5    | 2.1    |

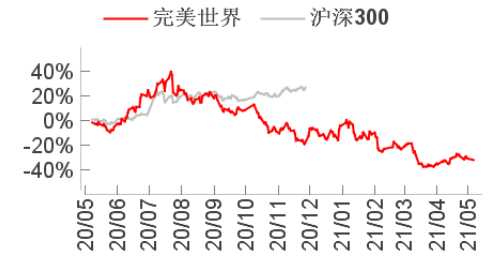
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 股价(2021年05月06日) | 20.92 元         |
| 目标价格            | 30.06 元         |
| 52周最高价/最低价      | 62.28/24.9 元    |
| 总股本/流通A股(万股)    | 193,997/182,722 |
| A股市值(百万元)       | 49,305          |
| 国家/地区           | 中国              |
| 行业              | 互联网与传媒          |
| 报告发布日期          | 2021年05月07日     |

| 股价表现  | 1周    | 1月     | 3月     | 12月    |
|-------|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现  | -1.97 | -11.09 | -31.15 | -26.08 |
| 相对表现  | -2.73 | -17.08 | -36.42 | -54.60 |
| 沪深300 | 0.76  | 5.99   | 5.27   | 28.52  |



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 项雯倩  
021-63325888\*6128  
xiangwenqian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020003  
香港证监会牌照：BQP120

**证券分析师** 李雨琪  
021-63325888-3023  
liyuyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520050001  
香港证监会牌照：BQP135

**证券分析师** 吴丛露  
wuconglu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520020003  
香港证监会牌照：BQJ931

**联系人** 詹博  
zhanbo@orientsec.com.cn

**联系人** 韩旭  
hanxu3@orientsec.com.cn

## 相关报告

Q3 长线产品贡献稳定，多品类游戏蓄势待发 2020-10-30  
发：——完美世界 2020 季报点评  
引擎、品类研发持续升级，品效合一打法营 2020-09-29  
销破圈：——完美世界首次覆盖报告

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| <b>1、20 全年营收同比增长 27.19%，游戏业务表现稳健</b> ..... | 4  |
| 1.1、销售费用提升，财务费用有所下滑.....                   | 4  |
| 1.2、20 全年归母净利润同比增长 3.04%.....              | 5  |
| <b>2、游戏业务突破求变、多元化布局的成效逐步落地</b> .....       | 6  |
| <b>3、影视业务同比下滑，持续推出精品电视剧</b> .....          | 9  |
| <b>4、盈利预测与投资建议</b> .....                   | 11 |
| 4.1、盈利预测.....                              | 11 |
| 4.2、投资建议.....                              | 12 |
| <b>5、风险提示</b> .....                        | 13 |

## 图表目录

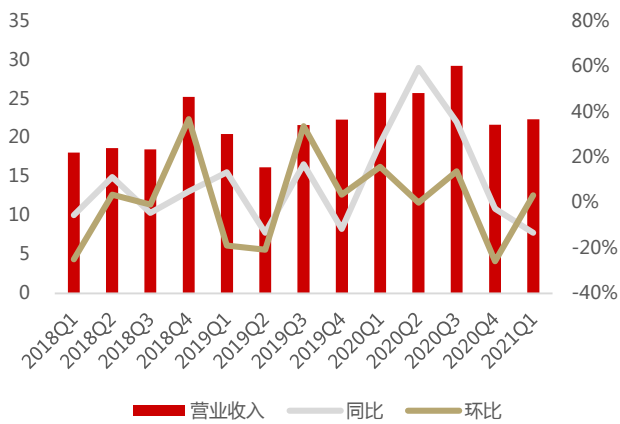
|   |    |
|---|----|
| 图 1: 营收变化 (亿) .....                       | 4  |
| 图 2: 毛利变化 (亿) .....                       | 4  |
| 图 3: 公司费用情况(亿).....                       | 5  |
| 图 4: 公司营业利润率、费率变化情况 .....                 | 5  |
| 图 5: 公司归母净利润变化情况 (亿) .....                | 6  |
| 图 6: 公司 IOS 畅销榜 20H2 月均进入 Top50 的产品 ..... | 6  |
| 图 7: 完美世界旗下 top50 时长大于一年的游戏数量.....        | 7  |
| 图 8: 公司存货 (亿) .....                       | 9  |
| 图 9: 2020 全年全网剧集有效播放霸屏榜.....              | 10 |
| <br>                                      |    |
| 表 1: 完美世界移动游戏产品线.....                     | 8  |
| 表 2: 完美主机、端游游戏产品线 .....                   | 8  |
| 表 3: 2021 年影视剧储备.....                     | 10 |
| 表 4: 核心假设及盈利预测变动分析表 .....                 | 11 |
| 表 5: 主要财务数据变动分析表.....                     | 12 |
| 表 6: 可比公司估值.....                          | 13 |

## 1、20 全年营收同比增长 27.19%，游戏业务表现稳健

20 全年公司营业收入为 102 亿，同比增长 27.19%。同比增长主要系公司游戏业务发展良好，收入大幅增长所致。

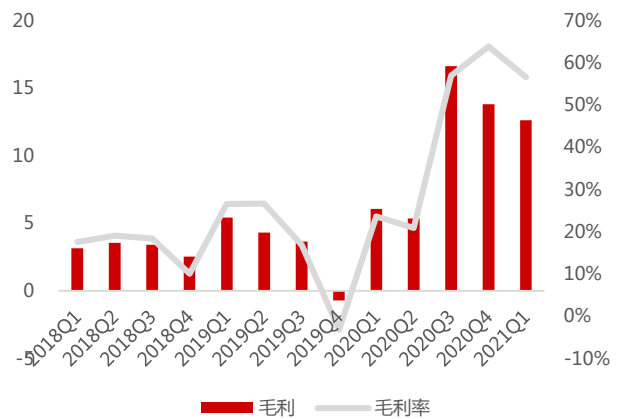
20 全年毛利率为 60.32%，同比下降 0.98pp。2020H1 毛利率为 60.77%，毛利率同比下降主要是手游毛利率下降所致，如《新神魔大陆》于 7 月 1 日上线采用总额法确认收入，新游更多自发而非代理发行采用的净额法，收入拔高的情况下渠道成本自然上升。另外，2020 影视业务亏损也是另一大因素。

图 1：营收变化（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：毛利变化（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

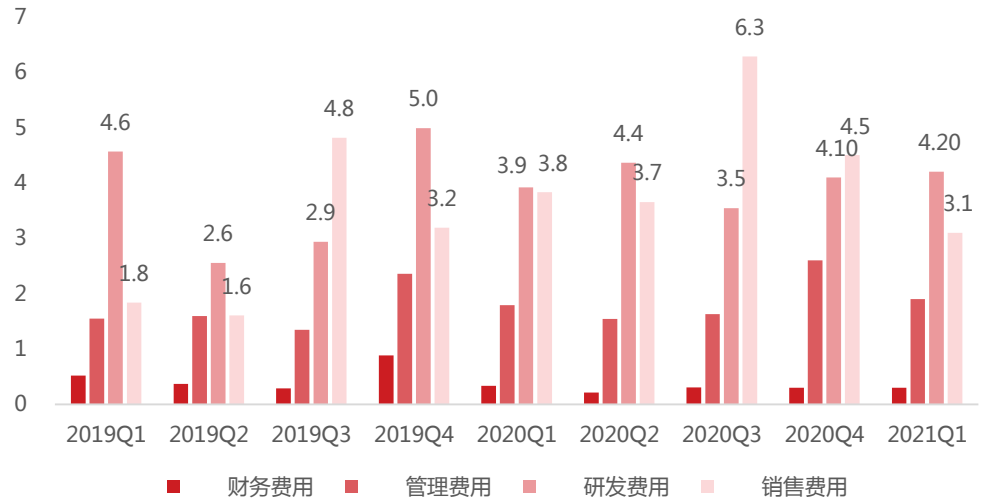
### 1.1、销售费用提升，财务费用有所下滑

20 全年销售费用为 18.31 亿，销售费率为 17.91%，同比增长 59.92pp，增长主要系随游戏业务规模的扩大，市场宣传及推广费用增加所致。本年游戏收入结构中自主发行游戏占比大幅提高，市场宣传及推广费用相应增加。

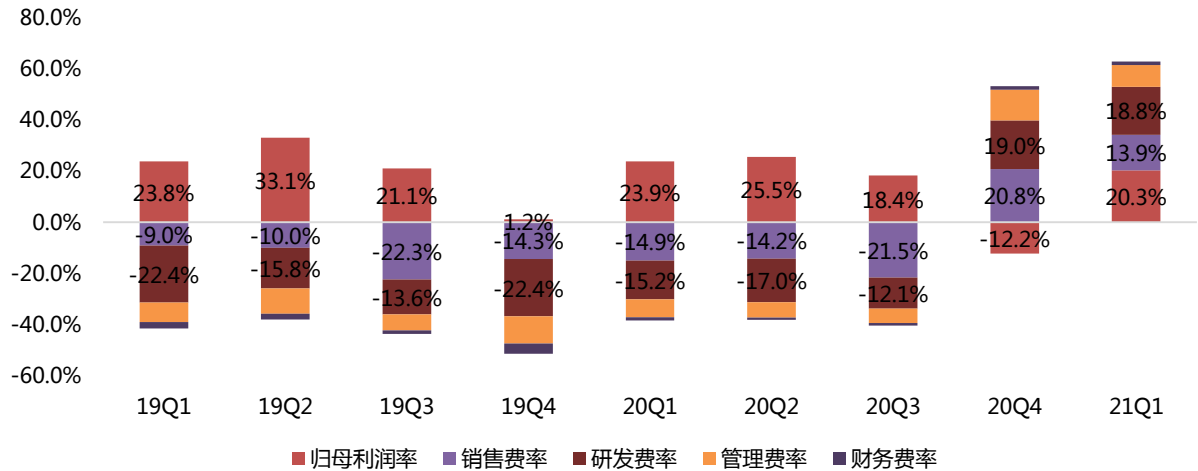
20 全年研发费用为 15.89 亿，研发费率为 15.54%，同比增长 5.64pp。

20 全年管理费用 7.57 亿，管理费率为 7.41%，同比增长 10.65pp。增长主要系新办公大楼相关的房租物业支出。

20 全年财务费用 1.13 亿，财务费率 1.10%，同比下降 45.43pp。下降主要系报告期内公司购买子公司石河子市君毅云扬股权投资有限合伙企业优先级有限合伙人的全部投资份额，其他非流动负债下降带来的利息支出减少所致。

**图 3：公司费用情况(亿)**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 4：公司营业利润率、费率变化情况**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2、20 全年归母净利润同比增长 3.04%

**20 全年归母净利润 15.49 亿，同比上升 3.04%。** 其中游戏利润 22.85 亿，yoy+20%，影视亏损约 5 亿。

**图 5：公司归母净利润变化情况（亿）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2、游戏业务突破求变、多元化布局的成效逐步落地

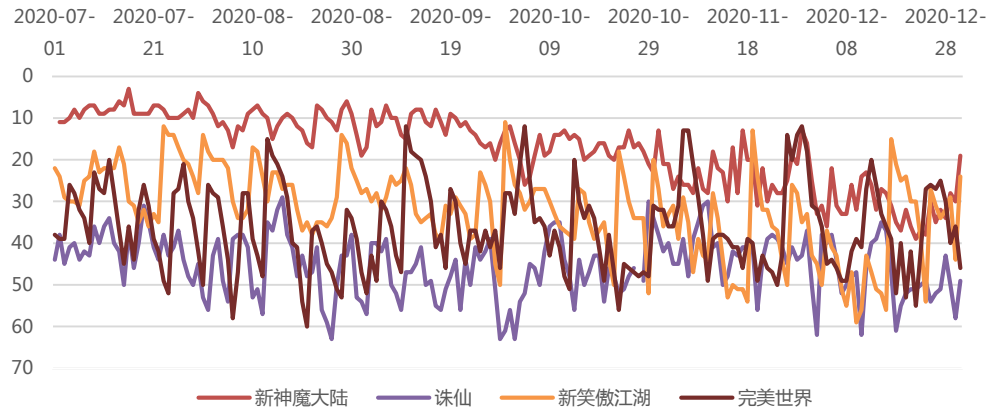
2020 年公司持续产出长生命周期的精品游戏，游戏业务保持了稳健良好的业绩增长态势。公司《完美世界》、《新笑傲江湖》手游持续维持较高流水，新游《新神魔大陆》表现良好。新品类《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《战神遗迹》海外等大作预计将成为 21 年驱动力。

### 手游表现：

2020 年公司持续扩大在 MMORPG 这一核心品类的竞争优势。伽马数据显示，2020 年全年公司在移动游戏 MMORPG 细分市场份额由 2020 年上半年的 22.5% 进一步提升至 24.4%，公司对经典游戏产品进行内容升级与版本更新，并推出高品质新游戏产品，获得市场及玩家的高度认可，取得了良好的收益。

- 2020 年 7 月公测的《新神魔大陆》手游，以精致魔幻的美术画风和差异化玩法，深受玩家认可，为游戏业务贡献了新的利润来源。此外，《新神魔大陆》云游戏版独家首发中国电信天翼云游戏，完整实现了免下载、高品质渲染、跨终端、引擎自适应等云游戏特性，是中国电信第一款重点推广的云游戏产品。

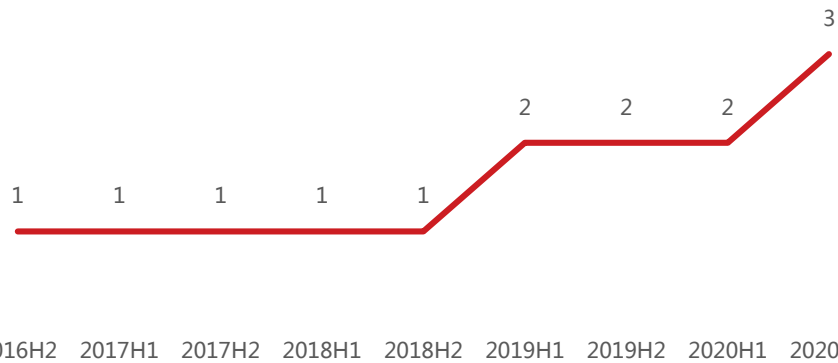
图 6：公司 IOS 畅销榜 20H2 月均进入 Top50 的产品



数据来源：七麦数据、东方证券研究所

- 2020年1月1日至12月31日IOS畅销榜12个月平均排位：《新神魔大陆》NO.17，《新笑傲江湖》NO.32，《完美世界》NO.36，《诛仙》NO.45。其中《诛仙》运行4年，《完美世界》运行1.5年，《新笑傲江湖》运行1年，均为长线产品，《新神魔大陆》有望成为公司的新长线产品支撑力。

图 7：完美世界旗下 top50 时长大于一年的游戏数量



数据来源：appannie，东方证券研究所，目前公司拥有《新笑傲江湖》、《新诛仙》和《完美世界手游》三款长线产品

多元化布局成效逐步落地

- 《战神遗迹》《梦幻新诛仙》《幻塔》《一拳超人：世界》《天龙八部2》等多款游戏正在积极推进中，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、卡牌、沙盒、休闲等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、西方魔幻、东方仙侠、东方武侠等多种题材，融合了开放世界等全新元素，其中《战神遗迹》计划于2021年5月20日公测。新产品上线后带来的业绩增量，叠加老游戏的长线运营，有望驱动公司业绩的稳健增长。开放世界 UE4 项目《幻塔》手游即将问世，工作室收编了蜗牛游戏核心成员，之前项目组成成功作品包括《太极熊猫》等。
- 顶级 IP 储备为公司未来发展提供更多的新增长点。2020年初至今，分别获得《仙剑奇侠传》系列 IP 的游戏联合开发权及游戏发行权、《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《西游记之大圣归来》三大国产动画电影 IP 游戏改编授权以及“灵笼”系列 IP 游戏。

- 深化电竞领域布局，从电竞产品运营、赛事体系打造、人才培养等方面全面着手，疫情期间发力线上，组织了丰富多彩的线上电竞比赛，为电竞业务加速数字化、融合化发展打下了坚实的基础。

#### 产品线：

表 1：完美世界移动游戏产品线

| 游戏名称         | 类型       | Taptap 预约 | 预计上线时间    | 版号              |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------------|
| 幻塔           | ARPG     | 618907    | 2021      | 国新出审[2021]774 号 |
| 火炬之光：无限      | 冒险、ARPG  | 405831    | 2021H2    |                 |
| 梦间集 2        | 二次元      | 102340    | 在研        |                 |
| 梦幻新诛仙        | 回合制、角色扮演 | 79727     | 2021H0    | 国新出审[2020]865 号 |
| 战神遗迹         | 魔幻、ARPG  | 32960     | 2020Q3 海外 | 国新出审[2020]720 号 |
| 黑猫奇闻社        | 都市奇幻     | 83787     | 2021      |                 |
| Lowpoly 风格手游 | 卡牌       |           | 2021      |                 |
| 灵笼改编游戏       | 科幻国漫     |           | 在研        |                 |
| 二次元解谜冒险类产品   | 解密冒险     |           | 2021      |                 |
| 女神异闻录 5      | 冒险、角色扮演  |           | 2021      |                 |
| 诛仙 2         | 仙侠       |           | 2021      |                 |
| 仙剑奇侠传        | 仙侠       |           | 2021 年底   |                 |
| 完美新世界        | 玄幻       |           | 2021      |                 |
| 天龙八部 2 手游    | 武侠       |           | 2021      |                 |
| 香蜜沉沉烬如霜      | 神话       |           | 2021      |                 |
| 温瑞安系列        | 武侠       |           | 在研        |                 |
| 彩条屋系列        | 神话国漫     |           | 在研        |                 |
| 代号：R         | 蒸汽幻想     |           | 2021      |                 |
| 百万亚瑟王（代号：MA） | 日系幻想     |           | 2021      |                 |
| Project：棱镜   | 异星科幻     |           | 2021      |                 |
| Project Bard | 日系幻想     |           | 2021      |                 |
| 一拳超人         | 英雄热血     |           | 2021      |                 |

数据来源：Taptap、广电总局、东方证券研究所

**端游主机表现：**经典端游产品《诛仙》《完美世界国际版》等持续贡献良好稳定收入，《DOTA2》《CS:GO(反恐精英：全球攻势)》借助优质的游戏内容、多层次的赛事安排及多样化的运营策略，带动电竞业务进一步增长。目前，依托公司旗舰级 IP “诛仙” 打造的次世代端游大作《新诛仙世界》、“端游+主机” 双平台游戏《Perfect New World》正在积极研发过程中，将推动公司端游及主机业务持续健康发展。

表 2：完美主机、端游游戏产品线

| 游戏名称 | 平台 | 预计上线时间 |
|------|----|--------|
|------|----|--------|



|                   |       |      |
|-------------------|-------|------|
| 新诛仙世界             | 端游    | 2021 |
| Torchlight III    | 端游+主机 | 2021 |
| Magic Legends     | 端游+主机 | 2021 |
| Glimmer Heros     | 端游    | 2021 |
| Perfect new world | 端游+主机 | 在研   |
| 逐光之旅              | 端游    | 在研   |
| 代号：档案             | 端游    | 在研   |

数据来源：公司官网、东方证券研究所

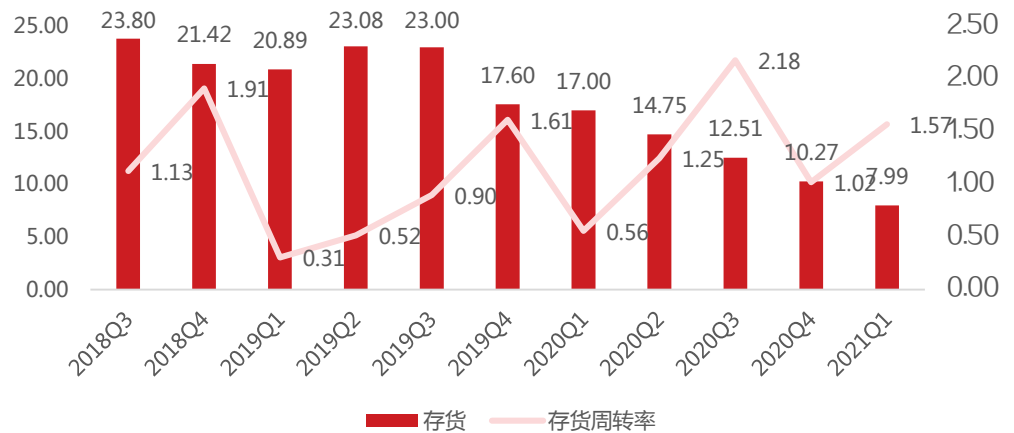
### 3、影视业务同比下滑，持续推出精品电视剧

20 全年受影视行业阶段性调整等因素影响，公司影视业务业绩同比下滑。在行业变革的背景下，公司积极应对行业变化，加快推进库存项目的发行和排播的同时，加强项目精细化管理，并在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略。

20 全年，公司出品《绝代双骄》《热血同行》《冰糖炖雪梨》《全世界最好的你》《燃烧》《月上重火》《三叉戟》《最美的乡村》《怪你过分美丽》《天舞纪》《大侠霍元甲》《情深缘起》《上阳赋》《暴风眼》《爱在星空下》《明天我们好好过》《小女霓裳》等精品电视剧、网剧，赢得了良好的市场口碑。此外储备了多部优质影视产品，包括剧集《光荣与梦想》《舍我其谁》《昔有琉璃瓦》《月里青山淡如画》《山河表里》等，题材多元，类型丰富。

今年来看，公司新剧集选择更加严格，新开机剧集谨慎，更多采用定制剧以及政府鼓励剧集例如《光荣与梦想》，有望在电视剧收入方面带来更加稳健的收入。

图 8：公司存货（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

在 2020 全年，剧集有效播放榜中并无完美世界电视剧上榜。

**图 9：2020 全年全网剧集有效播放霸屏榜**

| 排名 | 剧集名称       | 集均正片有效播放 | 集数 | 上线日期      | 题材 | 类型  | 播出平台                   |
|----|------------|----------|----|-----------|----|-----|------------------------|
| 1  | 爱情公寓5      | 超点 1.16亿 | 36 | 2020/1/12 | 都市 | 网络剧 | 爱奇艺                    |
| 2  | 三十而已       | 超点 8964万 | 43 | 2020/7/17 | 都市 | 电视剧 | 腾讯视频                   |
| 3  | 我是余欢水      | 超点 7589万 | 12 | 2020/4/6  | 都市 | 网络剧 | 爱奇艺 / 腾讯视频 / 优酷        |
| 4  | 重启之极海听雷    | 6477万    | 32 | 2020/7/15 | 悬疑 | 网络剧 | 爱奇艺 / 优酷               |
| 5  | 完美关系       | 6419万    | 51 | 2020/2/18 | 都市 | 电视剧 | 爱奇艺 / 腾讯视频 / 芒果TV      |
| 6  | 安家         | 6290万    | 53 | 2020/2/21 | 都市 | 电视剧 | 腾讯视频                   |
| 7  | 幸福，触手可及！   | 6195万    | 51 | 2020/5/20 | 都市 | 电视剧 | 爱奇艺 / 腾讯视频 / 优酷        |
| 8  | 龙岭迷窟       | 超点 5994万 | 18 | 2020/4/1  | 悬疑 | 网络剧 | 腾讯视频                   |
| 9  | 三生三世枕上书    | 超点 5642万 | 56 | 2020/1/22 | 玄幻 | 网络剧 | 腾讯视频                   |
| 10 | 传闻中的陈芊芊    | 超点 5222万 | 24 | 2020/5/18 | 喜剧 | 网络剧 | 腾讯视频                   |
| 11 | 新世界        | 5192万    | 70 | 2020/1/13 | 年代 | 电视剧 | 爱奇艺 / 腾讯视频             |
| 12 | 唐人街探案      | 4752万    | 12 | 2020/1/1  | 悬疑 | 网络剧 | 爱奇艺                    |
| 13 | 瞄准         | 4742万    | 57 | 2020/10/9 | 谍战 | 电视剧 | 爱奇艺 / 腾讯视频 / 优酷 / 芒果TV |
| 14 | 无心法师3      | 4561万    | 28 | 2020/3/3  | 悬疑 | 网络剧 | 爱奇艺 / 腾讯视频 / 优酷        |
| 15 | 二十不惑       | 4440万    | 42 | 2020/7/14 | 都市 | 电视剧 | 爱奇艺                    |
| 16 | 隐秘的角落      | 超点 4287万 | 12 | 2020/6/16 | 悬疑 | 网络剧 | 爱奇艺                    |
| 17 | 猎狐(2020)   | 4202万    | 44 | 2020/4/14 | 悬疑 | 电视剧 | 爱奇艺 / 腾讯视频 / 优酷        |
| 18 | 我，喜欢你      | 超点 3966万 | 24 | 2020/9/15 | 都市 | 网络剧 | 腾讯视频                   |
| 19 | 如果岁月可回头    | 3965万    | 44 | 2020/3/20 | 都市 | 电视剧 | 爱奇艺 / 腾讯视频 / 优酷 / 芒果TV |
| 20 | 重启之极海听雷第二季 | 超点 3857万 | 30 | 2020/9/13 | 悬疑 | 网络剧 | 爱奇艺                    |

数据来源：云合数据、东方证券研究所

公司未来剧集布局良好，《光荣与梦想》为政府鼓励年代剧，为响应国家的主旋律号召，在今年7月1日开工作为广电总局“4+2”重点项目工程中唯一重大历史革命题材以及庆祝建党100周年的献礼剧，预计将成为明年影视板块业绩贡献的主力军。《斛珠夫人》为古装正剧，由杨幂陈伟霆主演，为最受粉丝欢迎待播剧之一。

**表 3：2021 年影视剧储备**

| 序号 | 现有项目名称 | 制作进度  | 预计开拍日期 |
|----|--------|-------|--------|
| 1  | 昔有琉璃瓦  | 后期制作中 |        |

|     |    |                 |       |          |
|-----|----|-----------------|-------|----------|
| --- | 2  | 理想照耀中国          | 后期制作中 |          |
|     | 3  | 光荣与梦想           | 后期制作中 |          |
|     | 4  | 舍我其谁            | 后期制作中 |          |
|     | 5  | 山河表里            | 拍摄中   |          |
|     | 6  | 月里青山淡如画         | 拍摄中   |          |
|     | 7  | 和平方舟            | 拍摄中   |          |
|     | 8  | 许你岁月静好          | 筹备中   | 2021年上半年 |
|     | 9  | 来吧，宝贝           | 筹备中   | 2021年上半年 |
|     | 10 | 云襄传             | 筹备中   | 2021年下半年 |
|     | 11 | 心想事成            | 筹备中   | 2021年下半年 |
|     | 12 | 大明江湖宅女记         | 筹备中   | 2021年下半年 |
|     | 13 | 星落凝成糖           | 筹备中   | 2021年下半年 |
|     | 14 | 和前男友一起穿越到 23 年后 | 筹备中   | 2021年下半年 |
|     | 15 | 灿烂              | 筹备中   | 2021年下半年 |
|     | 16 | 摇滚狂花            | 筹备中   | 2021年下半年 |

数据来源：公司官网、东方证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测作出如下假设：

1) 游戏收入：鉴于完美世界几款重磅新游上线时间推迟，加之端游主机板块业务今年不会有特别的新游上线（今年为小年），并结合完美世界 2020 全年提及的各项指标数据，我们下调 21 年游戏业务销售收入预测至 10882.17 百万。

2) 电视剧收入：鉴于 20Q4 完美世界老剧（如《爱在星空下》和《不婚女王》）减值比较悲观，我们下调电视剧收入预测至 835.44 百万。

**表 4：核心假设及盈利预测变动分析表**

| 人民币百万元（标注除外） | 调整前       |           | 调整后      |         |          |
|--------------|-----------|-----------|----------|---------|----------|
|              | 2021E     | 2022E     | 2021E    | 2022E   | 2023E    |
| <b>核心假设</b>  |           |           |          |         |          |
| <b>游戏</b>    |           |           |          |         |          |
| 销售收入         | 13,688.13 | 15,750.65 | 10882.17 | 14033.8 | 15967.28 |
| 变动幅度         |           |           | -20.50%  | -10.90% |          |
| 毛利率          | 62.85%    | 63.03%    | 62.49%   | 62.06%  | 61.66%   |
| 变动幅度         |           |           | -0.57%   | -1.54%  |          |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

|                  |                  |                  |                 |                 |                 |
|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>电视剧</b>       |                  |                  |                 |                 |                 |
| 销售收入             | 1,319.16         | 1,361.04         | 835.44          | 708.4           | 742.22          |
| 变动幅度             |                  |                  | -36.67%         | -47.95%         |                 |
| 毛利率              | 36.59%           | 36.59%           | 40.00%          | 40.00%          | 40.00%          |
| 变动幅度             |                  |                  | 9%              | 9%              |                 |
| <b>艺人经纪及综艺节目</b> |                  |                  |                 |                 |                 |
| 销售收入             | 156.84           | 188.21           | 14.72           | 17.67           | 21.2            |
| 变动幅度             |                  |                  | -90.61%         | -90.61%         |                 |
| 毛利率              | 50.00%           | 50.00%           | 31.05%          | 31.05%          | 31.05%          |
| 变动幅度             |                  |                  | -38%            | -38%            |                 |
| <b>其他业务</b>      |                  |                  |                 |                 |                 |
| 销售收入             | 59.7             | 71.64            | 47.76           | 57.31           | 68.77           |
| 变动幅度             |                  |                  | -20.00%         | -20.00%         |                 |
| 毛利率              | 62.77%           | 65.35%           | 56.57%          | 58.71%          | 56.73%          |
| 变动幅度             |                  |                  | -10%            | -10%            |                 |
| <b>销售收入合计</b>    | <b>15,301.89</b> | <b>17,449.61</b> | <b>11817.32</b> | <b>14854.41</b> | <b>16836.71</b> |
| <b>变动幅度</b>      |                  |                  | <b>-22.77%</b>  | <b>-14.87%</b>  |                 |
| <b>综合毛利率</b>     | <b>60.13%</b>    | <b>60.56%</b>    | <b>60.64%</b>   | <b>60.80%</b>   | <b>60.51%</b>   |
| <b>变动幅度</b>      |                  |                  | <b>1%</b>       | <b>0%</b>       |                 |

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测

**表 5：主要财务数据变动分析表**

| 人民币百万元（标注除外） | 调整前    |        | 调整后     |         |        |
|--------------|--------|--------|---------|---------|--------|
|              | 2021E  | 2022E  | 2021E   | 2022E   | 2023E  |
| 营业收入         | 15,302 | 17,450 | 11,817  | 14,854  | 16,837 |
| 变动幅度         |        |        | -22.77% | -14.88% |        |
| 营业利润         | 3,510  | 4,026  | 2,798   | 3,485   | 3,899  |
| 变动幅度         |        |        | -20.28% | -13.44% |        |
| 归属母公司净利润     | 3,149  | 3,608  | 2,513   | 3,125   | 3,499  |
| 变动幅度         |        |        | -20.20% | -13.39% |        |
| 每股收益（元）      | 1.62   | 1.86   | 1.3     | 1.61    | 1.8    |

|        |        |        |         |         |        |
|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 变动幅度   |        |        | -19.75% | -13.44% |        |
| 毛利率(%) | 60.10% | 60.60% | 60.60%  | 60.80%  | 60.50% |
| 变动幅度   |        |        | 0.83%   | 0.33%   |        |
| 净利率(%) | 20.60% | 20.70% | 21.30%  | 21.00%  | 20.80% |
| 变动幅度   |        |        | 3.40%   | 1.45%   |        |

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测

## 4.2、投资建议

我们预计 21/22/23 年公司归母净利润分别为 25.13/31.25/34.99 亿元，对应 EPS 1.30/1.61/1.80 元，PE 为 16/13/12 倍（21~22 原预测值为 31.49/36.08 亿元，由于《梦幻新诛仙》上线时间推迟，我们下调 21 年盈利预测）。根据可比公司 2021 年 P/E 调整后均值 23 倍，我们给予公司目标价：30.06，维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值

| 代码        | 证券简称   | 总市值(亿元)  | 流通市值(亿元) | 市盈率 PE |       |       | 市净率 PB(MRQ) | 企业价值(亿元) | 企业价值/收入(倍) | 企业价值/EBITDA(倍) |       |
|-----------|--------|----------|----------|--------|-------|-------|-------------|----------|------------|----------------|-------|
|           |        |          |          | TTM    | 21E   | 22E   |             |          |            |                | 23E   |
|           | 调整后平均值 | 1886.17  | 1832.02  | 30.51  | 22.78 | 19.33 | 16.09       | 6.43     | 1998.96    | 8.28           | 24.92 |
| 002555.SZ | 三七互娱   | 481.50   | 319.05   | 22.41  | 15.76 | 13.10 | 9.66        | 6.03     | 498.60     | 3.34           | 17.32 |
| 603444.SH | 吉比特    | 328.72   | 328.72   | 30.17  | 22.69 | 19.65 | 16.90       | 7.72     | 322.99     | 10.42          | 21.07 |
| 0700.HK   | 腾讯控股   | 48927.30 | 48927.30 | 30.84  | 31.51 | 26.17 | 21.9        | 7.17     | 52651.48   | 10.92          | 31.14 |
| 9999.HK   | 网易-S   | 4848.29  | 4848.29  | 40.50  | 29.90 | 25.25 | 21.70       | 6.10     | 5175.29    | 7.03           | 28.76 |
| 9990.HK   | 祖龙娱乐   | 101.63   | 101.63   | --     | 13.71 | 9.08  | 5.25        | 2.56     | 90.19      | 7.39           | --    |

资料来源：2021/4/30 日收盘价，wind 一致预期，东方证券研究所

## 5、风险提示

**行业政策变化风险：**鉴于文化行业具有特殊的意识形态属性，国家对文化行业执行严格、规范的管理政策。近年来，国家发布了一系列旨在引导行业规范、健康发展的政策，从长期来看，监管趋严有利于行业实现供给侧改革，加速行业格局向龙头集中。但未来如果公司在经营策略上未能及时根据行业政策的变化进行相应调整，将对公司经营产生不利影响。

**行业竞争加剧的风险：**随着行业进入产业升级、技术迭代、内容创新的新阶段，更多主体或将进入这一领域之中，加之用户需求及喜好也在发展变化，公司若不能在日益激烈的市场竞争中持续巩固和夯实竞争优势，可能会对公司经营业绩产生不利影响。

**人才流失及储备不足风险：**随着行业竞争加剧和公司规模扩张，公司仍然面临人才流失和储备不足的风险。

**规模扩张带来的管理风险：**随着公司业务不断拓展与深入，公司经营规模和人员数量持续增长，这对公司未来的管理理念、组织模式等方面提出了更高的要求。如果公司管理水平不能及时适应规模扩张的需要，将有可能影响公司的长远发展。公司存在因规模扩张带来的管理风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |                |                |                |               |               | 利润表              |              |              |              |              |              |
|------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           | 2019A          | 2020A          | 2021E          | 2022E         | 2023E         | 单位:百万元           | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 货币资金             | 2,526          | 2,943          | 3,484          | 5,822         | 8,358         | 营业收入             | 8,039        | 10,225       | 11,817       | 14,854       | 16,837       |
| 应收票据、账款及款项融资     | 2,355          | 1,411          | 2,661          | 3,380         | 3,826         | 营业成本             | 3,142        | 4,057        | 4,651        | 5,823        | 6,648        |
| 预付账款             | 542            | 331            | 382            | 481           | 545           | 营业税金及附加          | 31           | 32           | 37           | 46           | 53           |
| 存货               | 1,760          | 1,027          | 1,085          | 1,358         | 1,550         | 营业费用             | 1,145        | 1,831        | 2,187        | 2,759        | 3,158        |
| 其他               | 2,950          | 2,172          | 2,252          | 2,357         | 2,471         | 管理费用及研发费用        | 2,189        | 2,347        | 2,779        | 3,272        | 3,696        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>10,132</b>  | <b>7,885</b>   | <b>9,864</b>   | <b>13,398</b> | <b>16,750</b> | 财务费用             | 206          | 113          | 70           | 62           | 37           |
| 长期股权投资           | 1,914          | 2,768          | 2,768          | 2,768         | 2,768         | 资产、信用减值损失        | 729          | 956          | 22           | 103          | 73           |
| 固定资产             | 364            | 354            | 559            | 469           | 379           | 公允价值变动收益         | 427          | 413          | 413          | 413          | 413          |
| 在建工程             | 48             | 275            | 0              | 0             | 0             | 投资净收益            | 229          | 196          | 186          | 166          | 190          |
| 无形资产             | 214            | 190            | 133            | 50            | 0             | 其他               | 88           | 130          | 127          | 115          | 124          |
| 其他               | 3,958          | 4,035          | 3,562          | 3,717         | 3,786         | <b>营业利润</b>      | <b>1,342</b> | <b>1,628</b> | <b>2,798</b> | <b>3,485</b> | <b>3,899</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>6,497</b>   | <b>7,622</b>   | <b>7,022</b>   | <b>7,005</b>  | <b>6,933</b>  | 营业外收入            | 10           | 40           | 27           | 26           | 31           |
| <b>资产总计</b>      | <b>16,629</b>  | <b>15,507</b>  | <b>16,886</b>  | <b>20,402</b> | <b>23,683</b> | 营业外支出            | 6            | 12           | 8            | 9            | 10           |
| 短期借款             | 1,139          | 784            | 784            | 784           | 784           | <b>利润总额</b>      | <b>1,346</b> | <b>1,657</b> | <b>2,816</b> | <b>3,502</b> | <b>3,921</b> |
| 应付票据及应付账款        | 486            | 733            | 692            | 940           | 1,088         | 所得税              | (101)        | 152          | 225          | 280          | 314          |
| 其他               | 3,175          | 2,687          | 774            | 994           | 733           | <b>净利润</b>       | <b>1,447</b> | <b>1,504</b> | <b>2,591</b> | <b>3,221</b> | <b>3,607</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4,800</b>   | <b>4,204</b>   | <b>2,249</b>   | <b>2,718</b>  | <b>2,605</b>  | 少数股东损益           | (56)         | (44)         | 78           | 97           | 108          |
| 长期借款             | 225            | 23             | 35             | 46            | 57            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,503</b> | <b>1,549</b> | <b>2,513</b> | <b>3,125</b> | <b>3,499</b> |
| 应付债券             | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             | 每股收益(元)          | 0.77         | 0.80         | 1.30         | 1.61         | 1.80         |
| 其他               | 1,476          | 98             | 1,176          | 917           | 730           |                  |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>1,701</b>   | <b>121</b>     | <b>1,211</b>   | <b>962</b>    | <b>787</b>    | 主要财务比率           |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,501</b>   | <b>4,325</b>   | <b>3,460</b>   | <b>3,681</b>  | <b>3,392</b>  |                  | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 少数股东权益           | 614            | 347            | 425            | 521           | 630           | 成长能力             |              |              |              |              |              |
| 股本               | 1,365          | 1,940          | 1,940          | 1,940         | 1,940         | 营业收入             | 0.1%         | 27.2%        | 15.6%        | 25.7%        | 13.3%        |
| 资本公积             | 2,309          | 1,946          | 1,812          | 1,901         | 1,886         | 营业利润             | -29.1%       | 21.4%        | 71.8%        | 24.6%        | 11.9%        |
| 留存收益             | 5,859          | 7,045          | 9,248          | 12,373        | 15,872        | 归属于母公司净利润        | -11.9%       | 3.0%         | 62.3%        | 24.3%        | 12.0%        |
| 其他               | (18)           | (96)           | 1              | (14)          | (36)          | 获利能力             |              |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>10,129</b>  | <b>11,182</b>  | <b>13,426</b>  | <b>16,722</b> | <b>20,291</b> | 毛利率              | 60.9%        | 60.3%        | 60.6%        | 60.8%        | 60.5%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>16,629</b>  | <b>15,507</b>  | <b>16,886</b>  | <b>20,402</b> | <b>23,683</b> | 净利率              | 18.7%        | 15.1%        | 21.3%        | 21.0%        | 20.8%        |
|                  |                |                |                |               |               | ROE              | 16.7%        | 15.2%        | 21.1%        | 21.4%        | 19.5%        |
|                  |                |                |                |               |               | ROIC             | 14.3%        | 13.2%        | 20.0%        | 20.3%        | 18.6%        |
| 现金流量表            |                |                |                |               |               | 偿债能力             |              |              |              |              |              |
| 单位:百万元           | 2019A          | 2020A          | 2021E          | 2022E         | 2023E         | 资产负债率            | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 净利润              | 1,447          | 1,504          | 2,591          | 3,221         | 3,607         | 净负债率             | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 折旧摊销             | 110            | 167            | 187            | 213           | 180           | 流动比率             | 2.11         | 187.56%      | 438.51%      | 492.85%      | 643.09%      |
| 财务费用             | 206            | 113            | 70             | 62            | 37            | 速动比率             | 1.67         | 153.92%      | 372.12%      | 424.07%      | 561.13%      |
| 投资损失             | (229)          | (196)          | (186)          | (166)         | (190)         | 营运能力             |              |              |              |              |              |
| 营运资金变动           | 1,425          | 2,320          | (1,806)        | (876)         | (924)         | 应收账款周转率          | 3.8          | 5.7          | 6.1          | 5.1          | 4.9          |
| 其它               | (935)          | (216)          | 1,198          | (720)         | (596)         | 存货周转率            | 1.5          | 2.3          | 3.2          | 3.5          | 3.3          |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>2,023</b>   | <b>3,693</b>   | <b>2,054</b>   | <b>1,733</b>  | <b>2,114</b>  | 总资产周转率           | 0.5          | 0.6          | 0.7          | 0.8          | 0.8          |
| 资本支出             | (193)          | (226)          | (40)           | (40)          | (40)          | 每股指标(元)          |              |              |              |              |              |
| 长期投资             | 1,538          | (854)          | 0              | 0             | 0             | 每股收益             | 0.77         | 0.80         | 1.30         | 1.61         | 1.80         |
| 其他               | (3,339)        | 628            | (1,116)        | 560           | 582           | 每股经营现金流          | 1.48         | 1.90         | 1.06         | 0.89         | 1.09         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(1,994)</b> | <b>(453)</b>   | <b>(1,156)</b> | <b>520</b>    | <b>542</b>    | 每股净资产            | 4.90         | 5.59         | 6.70         | 8.35         | 10.14        |
| 债权融资             | (142)          | (631)          | 156            | 58            | (68)          | 估值比率             |              |              |              |              |              |
| 股权融资             | (110)          | 212            | (134)          | 89            | (15)          | 市盈率              | 27.5         | 26.7         | 16.4         | 13.2         | 11.8         |
| 其他               | (1,174)        | (2,375)        | (380)          | (62)          | (37)          | 市净率              | 4.3          | 3.8          | 3.2          | 2.5          | 2.1          |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>(1,427)</b> | <b>(2,794)</b> | <b>(358)</b>   | <b>85</b>     | <b>(120)</b>  | EV/EBITDA        | 21.4         | 18.6         | 11.6         | 9.4          | 8.6          |
| 汇率变动影响           | 14             | (61)           | -0             | -0            | -0            | EV/EBIT          | 22.9         | 20.4         | 12.4         | 10.0         | 9.0          |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>(1,384)</b> | <b>384</b>     | <b>541</b>     | <b>2,338</b>  | <b>2,536</b>  |                  |              |              |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)