

减值令利润承压，关注《幻塔》后续表现

证券研究报告

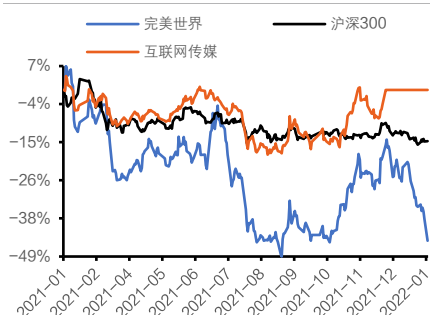
投资评级：增持(下调)

基本数据

2022-01-24

收盘价(元)	14.63
流通股本(亿股)	18.27
每股净资产(元)	5.59
总股本(亿股)	19.40

最近 12 月市场表现


分析师 潘宁河

SAC 证书编号: S0160521010001

pannh@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ▶ **事件：**完美世界发布 2021 年业绩预告，预计全年实现归母净利润 3.5-3.9 亿元，同比下降 74.8%-77.4%；扣非净利润 1.0-1.2 亿元，同比下降 88.5%-90.4%。其中，Q4 单季归母净亏损 4.1-4.5 亿元，扣非净亏损 4.4-4.6 亿元。
- ▶ **影视业务受疫情等因素影响计提减值损失：**2016 年，公司旗下基金与美国环球影业签订了片单投资及战略合作协议。受海外疫情反复等因素影响，部分电影项目收益不及预期。根据初步测算，报告期内该片单投资因公允价值下降对公司归母净利润影响约为亏损 26,000 万元，计入非经常性损失。目前整个投资已经接近尾声，尚有 2 部电影没有上映，公司对后续的回收情况已经做了比较稳健的预测。
- ▶ **游戏业务精兵简政，聚焦主赛道：**由于版号停发等原因，游戏行业已经改变了以往粗放式、开设大量项目的研发方式，转而进入精品化的生产模式。为顺应此趋势，2021 年公司对游戏团队进行了精简和调优，公司研发团队主力集中在两个相对大的方向上，一是相对传统的 MMO 和“MMO+”方向，二是偏向年轻用户的多人开放世界和卡牌类型两个方面。该部分优化成本一定程度上造成了管理费用的增加。
- ▶ **《幻塔》将成 2022 年业绩增量：**公司重点产品《幻塔》于 2021 年 12 月正式公测，首月流水近 5 亿，且积累了过千万的全新二次元用户。《幻塔》采取轻买量的策略，更多以社区口碑营销、产品吸量的策略来获取用户，形成较高的 ROI。由于收入递延的原因，《幻塔》对 2021 年营收贡献尚未释放，预计将成为 2022 年公司业绩的主要增量。
- ▶ **投资建议：**我们预计公司在 2021~2023 年将实现归母净利润 3.80 亿、15.56 亿、20.82 亿元，基于公司较强的自研能力，给予公司 2022 年净利润 20 倍 PE，目标价 16.04，给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**新产品流水不及预期；影视业务受疫情影响；版号发放延后。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	8039	10225	9235	10786	11923
收入增长率(%)	0.07	27.19	-9.68	16.79	10.54
归母净利润(百万元)	1503	1549	380	1556	2082
净利润增长率(%)	-11.92	3.04	-75.45	309.22	33.81
EPS(元/股)	0.77	0.80	0.20	0.80	1.07
PE	57.32	36.88	74.66	18.24	13.63
ROE(%)	15.79	14.29	3.27	11.80	13.64
PB	6.00	5.28	2.44	2.15	1.86

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8039	10225	9235	10786	11923	成长性					
减:营业成本	3142	4057	3793	3896	4321	营业收入增长率	0%	27%	-10%	17%	11%
营业税费	31	32	31	35	37	营业利润增长率	-29%	21%	-74%	318%	34%
销售费用	1145	1831	1939	2157	2265	净利润增长率	-12%	3%	-75%	309%	34%
管理费用	685	757	693	809	894	EBITDA 增长率	-24%	45%	-56%	117%	32%
研发费用	1504	1589	2032	2265	2265	EBIT 增长率	-26%	46%	-51%	117%	32%
财务费用	206	113	56	24	-44	NOPLAT 增长率	-13%	24%	-51%	115%	32%
资产减值损失	-707	-969	-410	0	0	投资资本增长率	5%	1%	12%	2%	15%
加:公允价值变动收益	427	413	0	0	0	净资产增长率	9%	10%	7%	13%	16%
投资和汇兑收益	229	196	35	54	60	利润率					
营业利润	1342	1628	427	1784	2387	毛利率	61%	60%	59%	64%	64%
加:营业外净收支	4	28	0	0	0	营业利润率	17%	16%	5%	17%	20%
利润总额	1346	1657	427	1784	2387	净利率	18%	15%	4%	15%	18%
减:所得税	-101	152	43	196	263	EBITDA/营业收入	15%	17%	8%	15%	18%
净利润	1503	1549	380	1556	2082	EBIT/营业收入	13%	15%	8%	15%	18%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	2526	2943	3896	4010	6013	固定资产周转天数	17	13	14	12	11
交易性金融资产	2249	1753	1753	1753	1753	流动营业资本周转天数	179	54	80	73	67
应收帐款	2270	1299	1265	1478	1633	流动资产周转天数	460	281	350	313	355
应收票据	85	112	101	118	131	应收帐款周转天数	103	46	50	50	50
预付帐款	542	331	379	390	432	存货周转天数	205	92	100	100	100
存货	1760	1027	1039	1067	1184	总资产周转天数	755	554	651	571	588
其他流动资产	517	346	346	346	346	投资资本周转天数	541	428	531	464	481
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	16%	14%	3%	12%	14%
长期股权投资	1914	2768	2768	2768	2768	ROA	9%	10%	2%	9%	11%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	9%	11%	5%	11%	12%
固定资产	364	354	354	354	354	费用率					
在建工程	48	275	275	275	275	销售费用率	14%	18%	21%	20%	19%
无形资产	214	190	190	190	190	管理费用率	9%	7%	8%	8%	8%
其他非流动资产	135	430	430	430	430	财务费用率	3%	1%	1%	0%	0%
资产总额	16629	15507	16479	16873	19213	三费/营业收入	25%	26%	29%	28%	26%
短期债务	1139	784	1435	112	0	偿债能力					
应付帐款	486	733	624	640	710	资产负债率	39%	28%	27%	20%	18%
应付票据	0	0	0	0	0	负权益比	64%	39%	38%	24%	22%
其他流动负债	1048	57	57	57	57	流动比率	2.11	1.88	2.02	2.90	3.40
长期借款	225	23	23	23	23	速动比率	1.63	1.55	1.70	2.44	2.93
其他非流动负债	1419	35	35	35	35	利息保障倍数	4.28	16.59	8.27	25.59	352.84
负债总额	6501	4325	4502	3310	3525	分红指标					
少数股东权益	614	347	351	383	425	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1365	2012	2012	2012	2012	分红比率					
留存收益	5859	7045	7835	9391	11473	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	10129	11182	11976	13564	15688	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.77	0.80	0.20	0.80	1.07
净利润	1447	1504	384	1587	2124	BVPS(元)	7.36	5.59	5.99	6.79	7.87
加:折旧和摊销	142	197	0	0	0	PE(X)	57.32	36.88	74.66	18.24	13.63
资产减值准备	729	956	410	0	0	PB(X)	6.00	5.28	2.44	2.15	1.86
公允价值变动损失	-427	-413	0	0	0	P/FCF					
财务费用	240	134	90	63	6	P/S	7.49	5.80	3.19	2.73	2.47
投资收益	-229	-196	-35	-54	-60	EV/EBITDA	47.91	32.22	34.73	15.09	10.46
少数股东损益	0	0	4	32	42	CAGR(%)					
营运资金的变动	402	1627	-492	-150	-9	PEG	—	12.12	—	0.06	0.40
经营活动产生现金流量	2023	3693	357	1447	2062	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1994	-453	35	54	60	REP					
融资活动产生现金流量	-1427	-2794	561	-1387	-118						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。