

完美世界 (002624.SZ)

2017Q1 季报点评：游戏业务发力，17H1 增速预计增速 65%以上

事件：

公司发布 2017Q1 季报：营收同增 95.16%至 19.1 亿元；归母净利润同增 63.26%至 3.3 亿元。2017Q1 游戏业务利润为经常性损益，因此会计口径决定扣非净利润增速参考价值较小。

公司预计 17H1 归母净利润同比增长 64.8%~80.5%至 6.3~6.9 亿元。

点评：

一、财务数据点评：相对于 16Q4 基本保持稳定，毛利率环比上升 2.6pct。公司 17Q1 毛利率下滑 13.8%至于 56.3%，16Q4 约为 53.6%，主要原因系公司爆款手游《诛仙》于 16Q3 上线，毛利率较低的手游业务占比提升。

二、17H1 预计净利润 6.3-6.9 亿元，17Q2 利润预计将稳中有升高。Q2 的净利润在 3-3.6 亿元，从递延项目判断，17Q1 公司递延部分下滑幅度不大，预计新老游戏能够保证公司 Q2 净利润处于业绩预告的上半区间。

三、游戏业务发力，端转手红利支撑全年高增长，关注 CS:GO 等项目落地。公司去年发行的爆款游戏《诛仙》流水依然较为稳定，最新手游项目端转手的又一力作《神鬼传奇》，上线一周内排名约在 iOS 榜单前 20。

四、影视业务主要集中在下半年，院线板块已经开始贡献稳定收入。预计公司影视业务 17 年有望在集数和价格上迎来双升，加之目前旗下影院已经超过 94 家，有利于毛利率的稳定和收入的增长。

五、维持买入评级。我们认为在高实力团队的带领下，公司 2017-2018 年业绩有稳定增长的趋势，短期内有受到新游上线催化的可能性，稳定增长泛娱乐布局。预计公司 2017-2018 年将实现净利润 15.0 亿元、18.4 亿元，当前股价对应的估值分别为 29X 倍、23X。

六、风险提示：

手游增速不及预期，影视剧价格增长不及预期

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,129.37	6,158.83	8,038.93	9,687.73	11,299.61
增长率(%)	21.99%	445.33%	30.53%	20.51%	16.64%
EBITDA(百万元)	380.56	1,316.70	2,104.58	2,465.75	2,805.35
净利润(百万元)	288.45	1,166.31	1,498.05	1,844.99	2,095.29
增长率(%)	51.66%	304.34%	28.44%	23.16%	13.57%
EPS(元/股)	0.516	0.841	1.081	1.331	1.511
市盈率(P/E)	40.78	35.41	28.52	23.16	20.39
市净率(P/B)	11.47	5.72	4.90	4.05	3.38
EV/EBITDA	31.09	31.73	19.60	15.52	12.61

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

30.82 元

前次评级

买入

报告日期

2017-05-02

相对市场表现



分析师： 旷 实 S0260517030002



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

完美世界(002624)一业绩快速稳健增长，17年可持续性	2017-03-01
完美世界(002624)：手游业务快速增长，影游联动模式助推泛娱乐战略	2016-10-24
完美环球(002624)一完成收购完美世界，打造影视+游戏双擎驱动文化娱乐航母	2016-05-03

联系人： 杨晓峰 021-60750604-3304

yangxiaofeng@gf.com.cn

具体点评:

一、财务数据点评: 相对于16Q4基本保持稳定, 毛利率环比上升2.6pct

我们选取公司追溯调整后的16Q1利润表进行比对:

- 公司17Q1毛利率下滑13.8%至于56.3%，16Q4约为53.6%，毛利率环比上升2.6pct；主要原因系公司爆款手游《诛仙》于16Q3上线，公司营收结构出现较大调整，毛利率较低的手游业务占比迅速提升；相比16Q4毛利率上升，一方面因为17Q1毛利率较低的影视项目确认较少，另一方面公司的手游业务逐渐趋于稳定所致
- 费用率方面，销售费用率下降4.4%至8.8%，管理费用率下降9.3%至29.2%，财务费用率下降1.9%至2.2%；原因主要系手游业务迅速扩张带来的收入结构变化；环比来看各项费用率基本保持稳定，17Q1管理费用率略上升5.9%至于29.2%，主要原因系公司新业务拓展员工薪酬增加导致。
- 17Q1净利率同比下降3.3%至17.0%，相较于16Q4净利率17.1%基本保持稳定。

表1、2017Q1公司利润表拆分

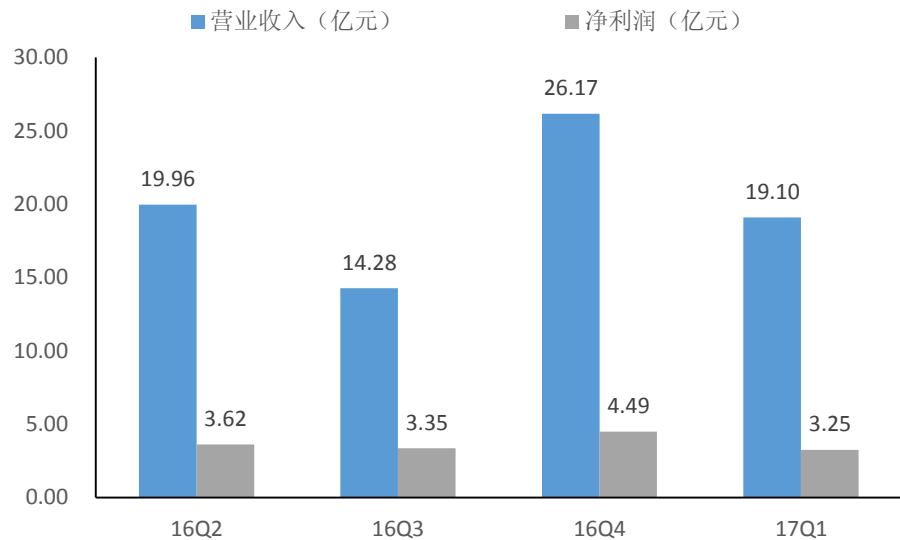
	2017Q1	2016Q1	变化幅度
	（“-”号表示是对利润率的减项）		（“-”号表示对利润率是负面贡献）
毛利	56.3%	70.1%	-13.8%
营业税金及附加	-0.8%	-2.0%	1.1%
销售费用	-8.8%	-13.2%	4.4%
管理费用	-29.2%	-38.6%	9.3%
财务费用	-2.2%	-4.1%	1.9%
资产减值损失	-2.0%	0.0%	-2.0%
投资收益	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	16.2%	14.8%	1.3%
加：营业外收入	1.4%	3.3%	-1.9%
减：营业外支出	-0.1%	0.0%	-0.1%
利润总额	17.4%	18.1%	-0.7%
减：所得税费用	-0.8%	-0.1%	-0.7%
净利润	16.6%	16.6%	0.1%
少数股东损益	0.4%	-20.4%	20.8%
归母净利润	17.0%	20.4%	-3.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、17H1预计净利润6.3-6.9亿元，17Q2利润预计将稳中有升高

游戏业务并表以来，公司单季度净利润一直维持在3亿元以上。17Q1受影视项目确认节奏和产品寿命周期的问题，单季度3.25亿净利润环比有所下降。按照公司的业绩预告，Q2的净利润在3-3.6亿元，从递延项目判断，17Q1公司递延部分下滑幅度不大，随着新游戏的上线，我们预计新老游戏能够保证公司Q2净利润处于业绩预告的上半区间；而全年来看，随着下半年影视项目的逐渐确认，我们判断全年的营收和利润均能维持高增长。

图1: 公司季度营业收入与净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、游戏业务发力, 端转手红利支撑全年高增长, 关注CS:GO等项目落地

公司17Q1确认影视项目较少, 我们预计主要是游戏业务整体支撑公司业务增长。公司去年发行的爆款游戏《诛仙》流水依然较为稳定, 新发行的《最终幻想》、《火炬之光》等IP手游皆贡献部分利润。公司最新手游项目《神鬼传奇》系公司端转手的又一力作, 上线一周内排名约在iOS榜单前20。我们预计端转手红利还将持续释放, 下半年上线的《笑傲江湖》等表现值得期待。除传统的公司较为擅长的武侠、魔幻MMOARPG类端游改手游外, 公司同样或将在Q3推出《梦间集》二次元作品和《射雕英雄传》、《香蜜沉沉烬如霜》等影游联动作品。

PC和主机项目方面, 电竞项目CS:GO已经开始首测, 我们预计其对公司贡献体量应该与Dota2相若。公司代理的Crossout预计将完成引进代理, 此外, 《HOB》、《Subnautica》和《Torchlight Online》三款PC主机联动项目也在积极推进当中。

四、影视业务主要集中在下半年, 院线板块已经开始贡献稳定收入

17Q1公司确认的影视项目较少, 3月31日公司投拍的《非凡任务》上映, 但其首日外的票房收入将确认在17Q2部分。此外, 《神犬小七第三季》预计仍将在湖南卫视暑期档开播, 作为江河工作室的系列作品, 该系列一直为公司的影视业务提供稳定利润。公司今年储备的影视剧项目还包括《整容液》、《深海利剑》等, 预计公司17年有望在集数和价格上迎来双升。我们认为视频行业付费收入暴增自上而下的逻辑下, 完美作为精品剧龙头, 出色的项目制作能力和丰富的新人艺人资源将保证较快的增长和稳定的毛利率。

公司目前院线业务预计将于17Q2消化掉票房的高基数效应, 增速上迎来向上的拐点, 目前已经开始贡献稳定利润。长远来看, 公司目前旗下影院已经超过94家, 未来游戏、电竞、电影等内容资源有望尝试与影院渠道高度融合, 打造“身边的泛娱乐体验空间”。

五、投资建议：泛娱乐布局保证稳定增长，估值相对较低，推荐

公司目前各项业务条线（游戏+影视+电影+院线等）都在有条不紊的持续推进，同时短期内有望受到新游上线催化（CS:GO等）。公司目前已经完成业务布局和团队架构梳理，其团队是A股市场上少有的具有国际化视野、执行力较强的团队。我们认为公司的泛娱乐布局将保证公司业绩的稳定增长，长远来看，旗下各个业务矩阵有望形成深度协同，进军国际化的泛娱乐文化平台企业。预计公司2017-2018年将实现净利润15.0亿元、18.4亿元，当前股价对应的估值分别为29X倍、23X。

六、风险提示：

手游增速不及预期，影视剧价格增长不及预期

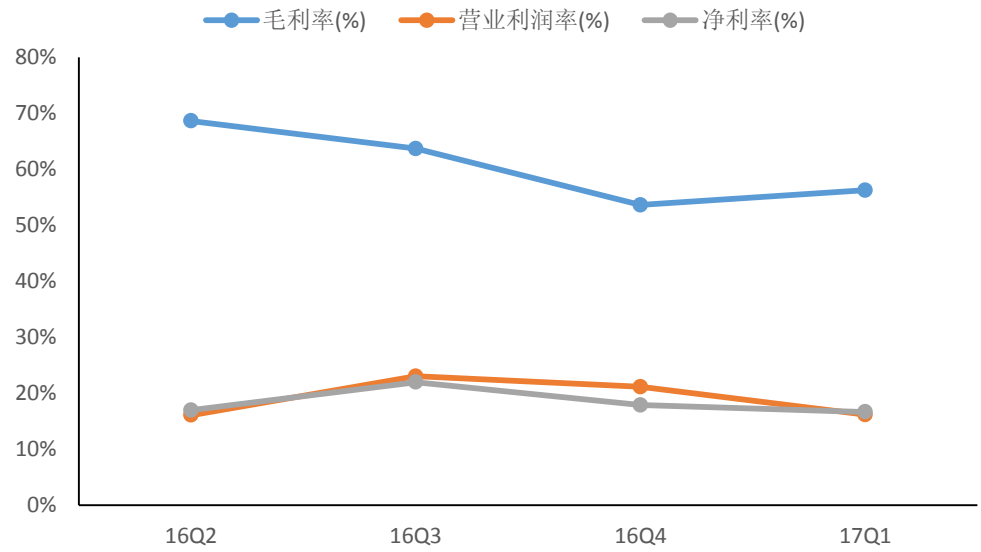
【附录】

表2、2017年第一季度公司盈利能力分析

	2017Q1	2016Q1	变化幅度
	（“-”号表示是对利润率的减项）		（“-”号表示对利润率是负面贡献）
毛利	56.3%	70.1%	-13.8%
营业税金及附加	-0.8%	-2.0%	1.1%
销售费用	-8.8%	-13.2%	4.4%
管理费用	-29.2%	-38.6%	9.3%
财务费用	-2.2%	-4.1%	1.9%
资产减值损失	-2.0%	0.0%	-2.0%
投资收益	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	16.2%	14.8%	1.3%
加：营业外收入	1.4%	3.3%	-1.9%
减：营业外支出	-0.1%	0.0%	-0.1%
利润总额	17.4%	18.1%	-0.7%
减：所得税费用	-0.8%	-0.1%	-0.7%
净利润	16.6%	16.6%	0.1%
少数股东损益	0.4%	-20.4%	20.8%
归母净利润	17.0%	20.4%	-3.3%

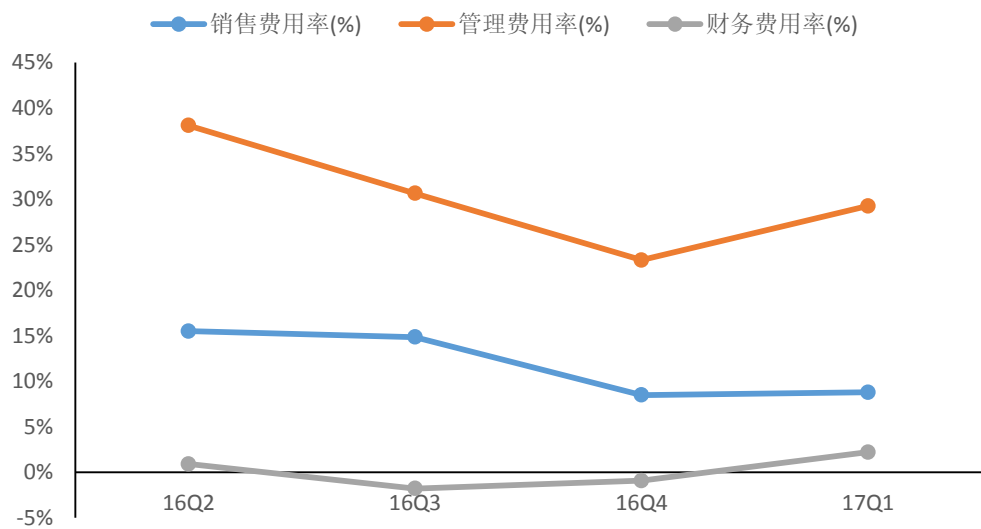
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：2016Q2-2017Q1 公司利润率情况



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：2016Q2-2017Q1 公司三费情况



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2498	11208	13335	14855	16833
货币资金	1098	2097	3637	6578	9451
应收及预付	883	2504	3600	3890	4729
存货	344	496	1121	1131	1433
其他流动资产	173	6112	4978	3256	1219
非流动资产	533	5089	4952	4891	4697
长期股权投资	416	868	868	868	868
固定资产	8	526	650	717	642
在建工程	0	1	1	1	2
无形资产	58	1690	1121	1268	1207
其他长期资产	51	2005	2311	2036	1978
资产总计	3031	16297	18286	19746	21529
流动负债	1239	4223	5041	4733	4976
短期借款	309	441	0	0	0
应付及预收	715	2035	3356	3595	4421
其他流动负债	215	1747	1685	1137	555
非流动负债	643	3622	3306	3256	2726
长期借款	643	2033	2033	2033	2033
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1589	1273	1223	693
负债合计	1882	7845	8347	7988	7702
股本	559	1386	1386	1386	1386
资本公积	23	4162	4162	4162	4162
留存收益	443	1718	3216	5061	7157
归属母公司股东权	1026	7214	8712	10557	12653
少数股东权益	123	1238	1227	1200	1174
负债和股东权益	3031	16297	18286	19746	21529

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	198	1155	2502	3413	3806
净利润	299	1133	1487	1818	2070
折旧摊销	11	207	373	454	558
营运资金变动	-126	-100	652	1153	1175
其它	14	-85	-9	-12	3
投资活动现金流	-510	-8611	-80	-241	-236
资本支出	-2	-156	-217	-397	-386
投资变动	-530	-8450	137	155	149
其他	22	-5	0	0	0
筹资活动现金流	923	8182	-882	-231	-696
银行借款	1372	2829	-441	0	0
债券融资	-164	-1808	-286	-88	-554
股权融资	56	6014	0	0	0
其他	-341	1148	-156	-142	-142
现金净增加额	611	727	1540	2941	2873
期初现金余额	251	1098	2097	3637	6578
期末现金余额	862	1825	3637	6578	9451

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	22.0	445.3	30.5	20.5	16.6
营业利润增长	23.1	266.4	41.5	22.2	15.2
归属母公司净利润增长	51.7	304.3	28.4	23.2	13.6
获利能力(%)					
毛利率	50.2	61.0	60.4	60.2	59.5
净利率	26.5	18.4	18.5	18.8	18.3
ROE	28.1	16.2	17.2	17.5	16.6
ROIC	35.9	14.8	24.4	35.8	48.8
偿债能力					
资产负债率(%)	62.1	48.1	45.6	40.5	35.8
净负债比率	0.1	0.1	-0.1	-0.4	-0.5
流动比率	2.02	2.65	2.65	3.14	3.38
速动比率	1.66	2.42	2.30	2.74	2.92
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.64	0.46	0.51	0.55
应收账款周转率	1.65	4.72	2.91	3.34	3.18
存货周转率	1.41	5.72	2.84	3.41	3.20
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.84	1.08	1.33	1.51
每股经营现金流	0.35	0.83	1.81	2.46	2.75
每股净资产	1.83	5.20	6.28	7.62	9.13
估值比率					
P/E	40.8	35.4	28.5	23.2	20.4
P/B	11.5	5.7	4.9	4.0	3.4
EV/EBITDA	31.1	31.7	19.6	15.5	12.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1129	6159	8039	9688	11300
营业成本	562	2404	3180	3856	4581
营业税金及附加	9	54	72	90	110
销售费用	80	755	1045	1308	1537
管理费用	109	1836	2010	2422	2825
财务费用	45	1	69	-11	-98
资产减值损失	23	100	100	101	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	25	192	137	155	149
营业利润	328	1201	1699	2077	2393
营业外收入	57	157	124	135	131
营业外支出	0	2	1	2	1
利润总额	385	1356	1821	2210	2522
所得税	86	223	335	392	453
净利润	299	1133	1487	1818	2070
少数股东损益	11	-33	-11	-27	-26
归属母公司净利润	288	1166	1498	1845	2095
EBITDA	381	1317	2105	2466	2805
EPS(元)	0.52	0.84	1.08	1.33	1.51

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。