

《完美世界》表现超预期，精品研发能力持续被验证

——2018 年年报及 2019 年一季报点评

事件：

公司发布 2018 年年报及 2019 年一季报。

点评：

● 19 年 Q1 净利润略高于业绩预告上限。

2018 年公司实现营业收入 80.34 亿元，同比增长 1.31%。全年营收增速放缓主要受版号政策影响，新品上线节奏后移以及去年 7 月完成院线资产处置。利润方面，2018 年公司 2018 年实现归母净利润 17.06 亿元，同比增长 13.38%，扣非后归母净利润 14.47 亿元，同比增长 3.54%。2019 年随着重点产品 3 月初上线，拉动公司收入和利润回升。Q1 实现营业收入 20.42 亿，同比增长 13.26%，若剔除院线业务影响，公司游戏及影视业务收入实际同比增长 32.80%。Q1 归母净利润 3.86 亿，同比增长 34.95%，扣非后归母净利润 4.63 亿元，同比增长 56.77%。Q1 归母净利润增速略高于第一季度业绩预告上限，重点产品《完美世界》手游表现略超我们的预期。

● 《完美世界》手游表现超市场预期，增厚公司业绩

2019 年 3 月，公司重点产品《完美世界手游》正式上线，首月流水预计超过 10 亿，上线接近两个月，目前仍然维持在畅销榜 TOP2 的位置，我们预计该款游戏对公司首月收入贡献超过 3 亿。同时考虑到《完美世界》端游在海外同样具备较强的 IP 影响力，海外发行空间同样巨大，值得期待。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内头部精品游戏研发商中的翘楚，起步于端游，在腾讯网易外的第二梯队中以研发见长，构建了公司核心竞争壁垒。我们认为公司将极大的受益于产品为王的时代的到来。目前看，公司重点产品《完美世界》前两个月表现略超市场预期，成为目前 19 年最大爆款，对公司精品研发能力持续验证。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为，1.64/1.87/2.04，对应 PE 分别为 17/15/14 倍，上调评级至“买入”。

● 风险提示

老产品流水过快下滑、重点新游戏产品不及预期、政策风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7929.82	8033.77	9138.86	10442.21	11634.11
收入同比 (%)	28.8	1.3	13.8	14.3	11.4
归母净利润(百万元)	1504.71	1706.10	2156.11	2464.33	2680.82
归母净利润同比 (%)	29.0	13.4	26.4	14.3	8.8
ROE (%)	18.9	20.2	20.3	18.8	17.0
每股收益 (元)	1.14	1.30	1.64	1.87	2.04
市盈率(P/E)	29.24	21.46	17.23	15.08	13.86

资料来源：Wind,国元证券研究中心

买入|上调

当前价/目标价：28.26 元/33.20 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：37.78 / 20.3

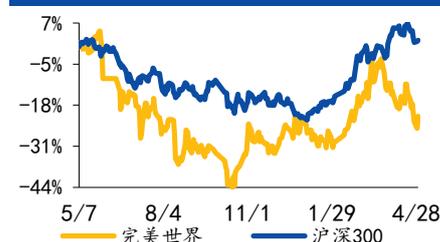
A 股流通股 (百万股)：487.44

A 股总股本 (百万股)：1314.80

流通市值 (百万元)：13774.98

总市值 (百万元)：37156.24

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《完美世界 (002624) 2018 三季报点评——三季报符合预期，四季度电视剧业务迎收入确认高峰》2018.11.01

《完美世界 (002624) 2018 半年报点评——影视业务表现亮眼，手游关注新产品上线进度》2018.08.21

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

1. 财务分析

2018 年公司实现营业收入 80.34 亿元，同比增长 1.31%。全年营收增速放缓主要受版号政策影响，新品上线节奏后移以及去年 7 月完成院线资产处置。利润方面，2018 年公司 2018 年实现归母净利润 17.06 亿元，同比增长 13.38%，扣非后归母净利润 14.47 亿元，同比增长 3.54%。2019 年随着重点产品 3 月初上线，拉动公司收入和利润回升。Q1 实现营业收入 20.42 亿，同比增长 13.26%，若剔除院线业务影响，公司游戏及影视业务收入实际同比增长 32.80%。Q1 归母净利润 3.86 亿，同比增长 34.95%，扣非后归母净利润 4.63 亿元，同比增长 56.77%。Q1 归母净利润增速略高于第一季度业绩预告上限，重点产品《完美世界》手游表现略超我们的预期。

图 1：营业收入及同比增长情况

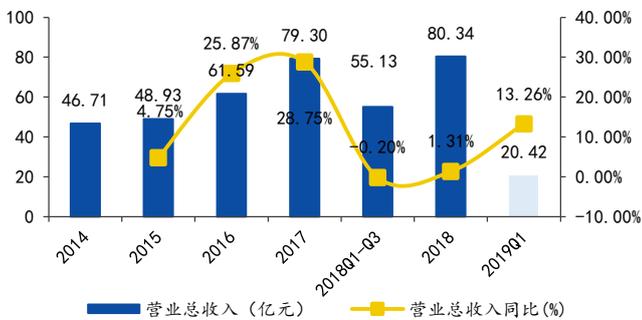


图 2：归母净利润及增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

2016-2018 公司整体毛利率呈下降趋势，主要是由于影视业务毛利率下滑所致，2019Q1 毛利率大幅提升至 68.11%，主要是由于公司重点产品《完美世界》由腾讯独家代理发行，公司按分成后金额确认收入，毛利率高且无需递延。公司引入新的研发团队，研发费用率提升较为明显，拉动整体期间费用率，但为后续精品产品推出和巩固研发龙头地位保驾护航。整体看，净利润率水平持续提升。

图 3：毛利率及净利润率情况

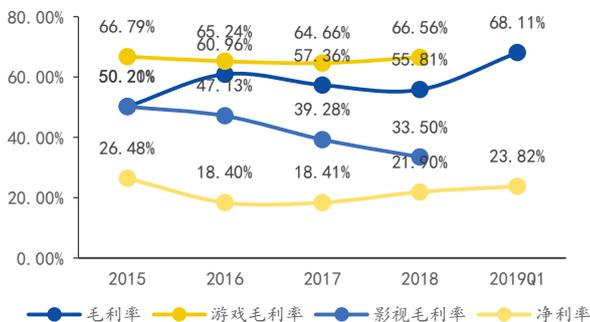


图 4：期间费用率情况

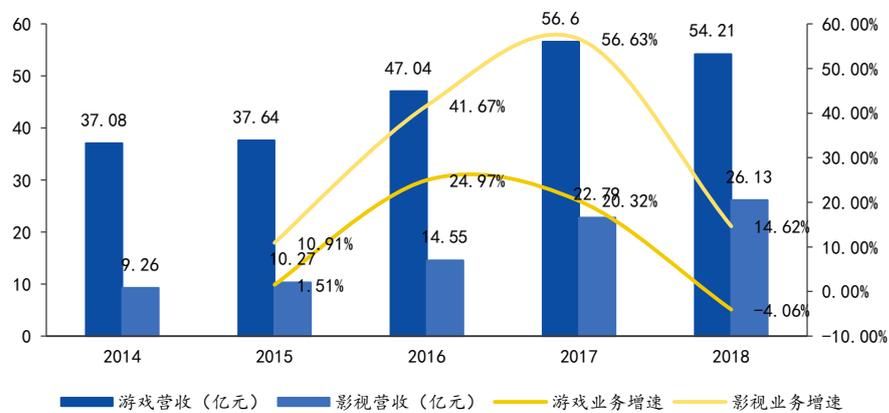


资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

拆分业务来看，18 年游戏业务整体下滑 4.06%至 54.21 亿元，影视业务实现收入 26.12 亿元，同比增 14.62%。利润方面来看，游戏子公司实现利润为 13.68 亿元，影视子公司实现利润 3.28 亿。

图 5：图表标题

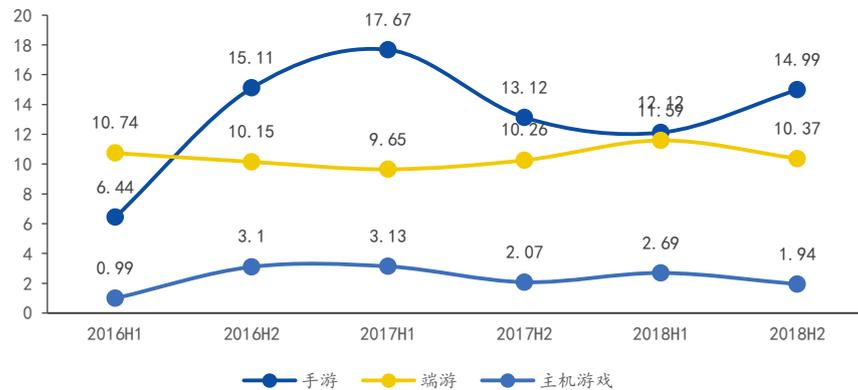


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

端游业务：端游业务稳定增长，2018 年实现收入 21.96 亿元，同比增长 10.28%，毛利率 73.67%，下滑 2.02Pct。老游戏方面《诛仙》、《完美世界国际版》《DOTA2》等持续贡献稳定收入；新游戏方面，18 年公司上线的端游及主机双平台游戏《Subnautica（深海迷航）》表现良好。目前公司旗舰级 IP“诛仙”打造的次世代端游《新诛仙世界》正在积极研发过程中。

移动游戏方面，18 年手游实现收入 27.11 亿元，同比下降 11.94%。公司 Q2 开始陆续推出《轮回诀》、《烈火如歌》、《武林外传手游》等新的游戏，同时 16 年 8 月上线的老游戏《诛仙手游》表现稳定，推动 18 年下半年手游业务收入回升。但受版号政策影响，整体下半年的重点产品推出进度延后。2019 年 3 月，公司重点产品《完美世界手游》正式上线，首月流水预计超过 10 亿，上线接近两个月，目前仍然维持在畅销榜 TOP2 的位置，我们预计该款游戏对公司首月收入贡献超过 3 亿。同时考虑到《完美世界》端游在海外同样具备较强的 IP 影响力，海外发行端空间同样巨大，值得期待。新游戏方面，涵盖了《神雕侠侣 2》、《新神魔大陆》、《云梦四时歌》（有版号、腾讯独代、5-6 月上线）、《梦间集天鹅座》、《新笑傲江湖》、《我的起源》（腾讯独代）等数款涵盖 MMORPG、回合制、二次元、沙盒、SLG、ARPG、开放世界等多种类型和题材的新游戏。

图 6：游戏板块收入变动情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

电视剧方面，2018 年公司实现电视剧收入 17.49 亿元，同比增长 55.01%，毛利率下滑 18.72Pct，至 34.40%，主要是由于去年同期确认电视剧数量较少，且多为五大导演工作室高毛利项目，而今年电视剧业务整体确认数量以及类型有了大幅度提升，叠加行业整体趋势的影响，毛利率出现下滑。2019 年公司电视剧计划来看，公布的项目共计 36 个，其中完成制作 9 部，后期制作中 10 部，拍摄中 3 部，产能方面，稳中有增。

2、投资建议与盈利预测

公司是国内头部精品游戏研发商中的翘楚，起步于端游，在腾讯网易外的第二梯队中以研发见长，构建了公司核心竞争壁垒。我们认为公司将极大的受益于产品为王的时代的到来。目前看，公司重点产品《完美世界》前两个月表现略超市场预期，成为目前 19 年最大爆款，对公司精品研发能力持续验证。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为，1.64/1.87/2.04，对应 PE 分别为 17/15/14 倍，上调评级至“买入”。

3、风险提示

老产品流水过快下滑、重点新游戏产品不及预期、政策风险

*国元持仓披露：

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10246.32	10783.28	12175.87	14909.97	17885.02
现金	3236.42	4228.91	6256.96	8281.04	10624.02
应收账款	1661.52	1964.39	2082.28	2369.44	2641.13
其他应收款	167.22	120.92	160.67	183.08	204.94
预付账款	851.65	789.74	786.33	896.55	999.45
存货	1575.57	2141.80	1352.11	1642.34	1877.97
其他流动资产	2753.94	1537.52	1537.52	1537.52	1537.52
非流动资产	6338.59	5195.00	5195.00	5195.00	5195.00
长期投资	1482.08	1559.23	1559.23	1559.23	1559.23
固定资产	478.60	362.34	362.34	362.34	362.34
无形资产	114.37	86.84	86.84	86.84	86.84
其他非流动资产	4263.55	3186.60	3186.60	3186.60	3186.60
资产总计	16584.90	15978.28	17370.87	20104.97	23080.02
流动负债	5215.40	3921.30	3108.42	3336.24	3591.10
短期借款	617.90	1270.02	0.00	0.00	0.00
应付账款	489.26	393.09	529.53	577.28	639.55
其他流动负债	4108.24	2258.18	2578.89	2758.96	2951.55
非流动负债	2582.77	2748.08	2748.08	2748.08	2748.08
长期借款	500.00	793.75	793.75	793.75	793.75
其他非流动负债	2082.77	1954.33	1954.33	1954.33	1954.33
负债合计	7798.17	6669.38	5856.49	6084.32	6339.18
少数股东权益	822.56	869.77	891.46	933.41	972.79
股本	1386.39	1386.49	1386.49	1386.49	1386.49
资本公积	3557.31	2908.17	2908.17	2908.17	2908.17
留存收益	3020.46	4144.47	6328.25	8792.58	11473.39
归属母公司股东权益	7964.17	8439.14	10622.91	13087.24	15768.05
负债和股东权益	16584.90	15978.28	17370.87	20104.97	23080.02

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	804.38	-129.99	2972.25	1694.17	2013.08
净利润	1459.91	1759.39	2177.80	2506.27	2720.20
折旧摊销	280.25	166.48	0.00	0.00	0.00
财务费用	291.64	242.95	31.75	0.00	0.00
投资损失	-183.18	-464.55	-280.04	-280.04	-280.04
营运资金变动	-1120.60	-1741.49	1092.61	-482.20	-377.22
其他经营现金流	76.37	-92.76	-49.86	-49.86	-49.86
投资活动现金流	1714.94	2975.85	329.91	329.91	329.91
资本支出	-188.01	-95.57	49.86	49.86	49.86
长期投资	1799.88	2789.43	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	103.07	281.98	280.04	280.04	280.04
筹资活动现金流	-1450.97	-1952.27	-1274.11	0.00	0.00
短期借款	177.20	652.12	-1270.02	0.00	0.00
长期借款	-1532.62	293.75	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.03	0.10	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-604.84	-649.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	509.26	-2249.09	-4.08	0.00	0.00
现金净增加额	1068.35	893.59	2028.05	2024.07	2342.98

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7929.82	8033.77	9138.86	10442.21	11634.11
营业成本	3381.23	3549.95	3438.36	3889.92	4373.01
营业税金及附加	63.77	43.46	57.45	62.59	70.87
营业费用	743.51	880.39	953.29	1107.60	1227.21
管理费用	761.56	704.21	639.72	730.95	814.39
财务费用	190.09	167.83	214.53	208.84	232.68
资产减值损失	137.17	10.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	183.18	464.55	280.04	280.04	280.04
营业利润	1592.63	1892.28	2387.23	2733.34	2968.62
营业外收入	68.86	30.87	49.86	49.86	49.86
营业外支出	12.64	7.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	1648.85	1915.74	2437.09	2783.20	3018.48
所得税	188.94	156.36	259.29	276.93	298.28
净利润	1459.91	1759.39	2177.80	2506.27	2720.20
少数股东损益	-44.80	53.28	21.69	41.95	39.38
归属母公司净利润	1504.71	1706.10	2156.11	2464.33	2680.82
EBITDA	1948.68	1609.13	2222.27	2562.69	2821.81
EPS (元)	1.14	1.30	1.64	1.87	2.04

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	1.3	13.8	14.3	11.4
营业利润(%)	31.7	18.8	26.2	14.5	8.6
归属母公司净利润(%)	29.0	13.4	26.4	14.3	8.8
获利能力					
毛利率(%)	57.4	55.8	62.4	62.7	62.4
净利率(%)	19.0	21.2	23.6	23.6	23.0
ROE(%)	18.9	20.2	20.3	18.8	17.0
ROIC(%)	24.5	25.2	47.8	49.7	50.7
偿债能力					
资产负债率(%)	47.0	41.7	33.7	30.3	27.5
净负债比率(%)	13.4	12.9	4.6	3.9	3.4
流动比率	1.96	2.75	3.92	4.47	4.98
速动比率	1.50	2.00	3.23	3.71	4.18
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.49	0.55	0.56	0.54
应收账款周转率	4.41	4.43	4.52	4.69	4.64
应付账款周转率	5.56	8.05	7.45	7.03	5.83
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.30	1.64	1.87	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	-0.10	2.26	1.29	1.53
每股净资产(最新摊薄)	6.06	6.42	8.08	9.95	11.99
估值比率					
P/E	29.24	21.46	17.23	15.08	13.86
P/B	5.52	4.34	3.50	2.84	2.36
EV/EBITDA	23.29	22.65	15.17	12.37	10.40

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188