

# 完美世界 (002624) \传媒

## ——5G浪潮下，进击的游戏龙头

投资建议：

**推荐**  
 首次覆盖

当前价格：

34.4元

### 投资要点：

#### ► 公司是行业领先的游戏研发商，IP储备丰富。

公司在行业内深耕多年，是领先的游戏研发商，在端游时代推出了《完美世界》《诛仙》的等经典IP，并已成功“端转手”，同时，公司已在欧美市场成功推出主机游戏《Subnautica》，具备全面的游戏研发能力。

#### ► 版号审批重启后行业增速回升，总量控制下行业集中度提升，利好龙头公司。

2018年游戏行业增速达到历史最低，同比增长仅5.3%，主要由于游戏行业主管单位组织机构调整导致新游戏版号审批暂停，2018年12月起版号审批重启，2019年前三季度游戏行业规模达到1137亿元，同比增速提升至14.8%。版号审批重启后，实行对行业的总量控制，2016-2017年每年获批游戏版号在8000个以上，而2019年前三季度获批版号仅1000左右，远低于此前的数量水平。在总量控制背景下，龙头公司研发实力强，产品品质高且储备丰富，更容易获取版号，同时善于长线运营，产品生命周期长。而竞争力弱的小厂商将被淘汰，行业集中度有望提升。

#### ► 5G浪潮引领云游戏发展。

2020年是5G商用的关键年份，游戏应用作为5G的重要应用，将产生重大革新。云游戏即是在5G提供的网络环境下，玩家不必购买价格昂贵的游戏设备，只需通过云游戏平台便可在PC及移动端获得高品质游戏体验。一方面游戏玩家有望进一步扩容，另一方面，硬件的替代和重度游戏的偏好增强均将提升ARPU值，重度游戏的ARPU值远高于轻度游戏。此前重度游戏受制于硬件设备以及网络时延的限制，在5G网络环境下，将解决硬件和网络的限制，提升重度游戏的偏好度。国内外巨头纷纷布局云游戏平台，11月19号谷歌已上线云游戏平台，优质内容具备稀缺性，利好游戏研发商。

#### ► 公司项目储备丰富，后期有望保持持续增长。

公司沙盒游戏《我的起源》已于11月15日开启不删档测试，其后还有《新笑傲江湖》《新神魔大陆》《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》《梦间集天鹅座》等多款移动游戏处于研发中。此外，公司经典端游《诛仙》《完美世界国际版》《DOTA2》仍持续贡献稳定收入。

#### ► 盈利预测与估值。

预计公司2019-2021年净利润分别为19.95亿、23.88亿和28.30亿，PE分别为22x、19x和16x，考虑到游戏行业景气度复苏以及公司优质的研发实力，给予“推荐”评级。

#### ► 风险提示：

行业政策发生重大变化的风险；新项目进展不及预期的风险。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,293/1,160
流通A股市值 (百万元)	40,088
每股净资产 (元)	7.38
资产负债率 (%)	40.14
一年内最高/最低 (元)	37.00/22.60

### 一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号：S0590515090003

电话：0510-85607875

邮箱：xuyi@glsc.com.cn

### 相关报告

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,564.34	3,813.78	4,758.55	6,652.25	7,583.11	营业收入	7,929.8	8,033.7	8,370.7	9,670.6	10,945.7
应收账款+票据	1,818.23	2,078.80	2,943.67	3,193.61	3,373.86	营业成本	3,381.2	3,549.95	3,092.50	3,620.87	4,152.22
预付账款	851.65	789.74	837.89	771.39	889.50	营业税金及附加	63.77	43.46	33.48	38.68	43.78
存货	1,575.57	2,141.80	2,615.89	2,556.78	2,979.51	营业费用	743.51	880.39	1,088.20	1,257.18	1,412.00
其他	2,753.94	1,537.52	851.23	851.23	851.23	管理费用	2,072.8	704.21	644.55	725.30	820.93
<b>流动资产合计</b>	<b>9,563.72</b>	<b>10,361.6</b>	<b>12,608.5</b>	<b>14,626.6</b>	<b>16,278.5</b>	财务费用	190.09	167.83	-18.42	-44.60	-96.82
长期股权投资	1,482.08	1,559.23	1,659.23	1,709.23	1,759.23	资产减值损失	137.17	10.39	0.00	0.00	0.00
固定资产	478.60	362.34	358.73	351.79	341.51	公允价值变动	0.00	0.00	0.90	0.00	0.00
在建工程	12.08	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	68.17	132.91	100.00	50.00	50.00
无形资产	114.37	86.84	34.10	39.28	74.28	其他	0.00	-1,413.1	-1,500.0	-1,550.0	-1,600.0
其他非流动资产	4,040.25	2,906.16	2,538.70	2,515.71	2,515.71	<b>营业利润</b>	<b>1,589.4</b>	<b>1,892.28</b>	<b>2,131.37</b>	<b>2,573.18</b>	<b>3,063.65</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,127.37</b>	<b>4,914.57</b>	<b>4,590.76</b>	<b>4,616.02</b>	<b>4,690.74</b>	营业外净收益	59.40	23.46	28.61	30.00	30.00
<b>资产总计</b>	<b>15,691.0</b>	<b>15,276.2</b>	<b>17,199.3</b>	<b>19,242.6</b>	<b>20,969.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,648.8</b>	<b>1,915.74</b>	<b>2,159.98</b>	<b>2,603.18</b>	<b>3,093.65</b>
短期借款	617.90	1,270.02	770.02	770.02	0.00	所得税	188.94	156.36	185.32	229.79	273.93
应付账款+票据	489.26	393.09	637.74	678.94	752.86	<b>净利润</b>	<b>1,459.9</b>	<b>1,759.39</b>	<b>1,974.66</b>	<b>2,373.40</b>	<b>2,819.73</b>
其他	3,262.54	1,592.50	2,598.34	2,585.30	2,612.81	少数股东损益	-44.80	53.28	-20.00	-15.00	-10.00
<b>流动负债合计</b>	<b>4,369.7</b>	<b>3,255.6</b>	<b>4,006.1</b>	<b>4,034.2</b>	<b>3,365.6</b>	<b>归属于母公司</b>	<b>1,504.7</b>	<b>1,706.10</b>	<b>1,994.66</b>	<b>2,388.40</b>	<b>2,829.73</b>
长期带息负债	500.00	793.75	443.75	443.75	443.75	<b>主要财务比</b>					
长期应付款	0.00	0.89	0.77	0.77	0.77		<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他	2,034.6	1,917.0	1,915.1	1,915.1	1,915.1	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,534.66</b>	<b>2,711.69</b>	<b>2,359.68</b>	<b>2,359.68</b>	<b>2,359.68</b>	营业收入	28.76%	1.31%	4.20%	15.53%	13.19%
<b>负债合计</b>	<b>6,904.36</b>	<b>5,967.31</b>	<b>6,365.78</b>	<b>6,393.94</b>	<b>5,725.35</b>	EBIT	23.10%	11.55%	11.22%	19.47%	17.13%
少数股东权益	822.56	869.77	849.77	834.77	824.77	EBITDA	24.70%	4.27%	10.94%	15.62%	14.49%
股本	1,386.39	1,386.49	1,364.39	1,364.39	1,364.39	归属于母公司	304.34%	13.38%	16.91%	19.74%	18.48%
资本公积	3,557.31	2,491.41	2,340.61	2,340.61	2,340.61	<b>获利能力</b>					
留存收益	3,020.46	4,561.23	6,256.70	8,286.84	10,692.1	毛利率	57.36%	55.81%	63.06%	62.56%	62.07%
<b>股东权益合计</b>	<b>8,786.73</b>	<b>9,308.90</b>	<b>10,811.4</b>	<b>12,826.6</b>	<b>15,221.8</b>	净利率	17.78%	20.20%	23.59%	24.54%	25.76%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>15,691.0</b>	<b>15,276.2</b>	<b>17,199.3</b>	<b>19,242.6</b>	<b>20,969.3</b>	ROE	18.26%	18.60%	20.02%	19.92%	19.65%
						ROIC	19.17%	30.63%	33.60%	44.37%	50.73%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	44.00%	39.06%	37.01%	33.23%	27.30%
净利润	1,281.29	1,261.59	1,847.73	2,296.10	2,742.43	流动比率	2.19	3.18	3.15	3.63	4.84
折旧摊销	280.25	166.48	179.33	124.74	75.27	速动比率	1.20	2.05	2.28	2.78	3.70
财务费用	291.64	242.95	-18.42	-44.60	-96.82	<b>营运能力</b>					
存货减少	-999.22	-569.61	-474.09	59.11	-422.73	应收账款周转	4.77	4.09	2.97	3.18	3.41
营运资金变动	-122.77	-1,155.4	703.76	-155.28	-196.93	存货周转率	2.15	1.66	1.18	1.42	1.39
其它	120.91	-81.23	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.51	0.53	0.49	0.50	0.52
<b>经营活动现金流</b>	<b>852.10</b>	<b>-135.32</b>	<b>2,238.33</b>	<b>2,280.07</b>	<b>2,101.22</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	193.85	140.70	100.00	100.00	100.00	每股收益	1.13	1.21	1.54	1.85	2.19
长期投资	2,990.09	1,284.04	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.66	-0.10	1.73	1.76	1.63
其他	4,898.8	4,400.5	-62.65	27.30	27.30	每股净资产	6.16	6.53	7.71	9.28	11.14
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,714.94</b>	<b>2,975.85</b>	<b>-162.65</b>	<b>-72.70</b>	<b>-72.70</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-467.30	-214.76	-850.00	0.00	-770.02	市盈率	30.71	28.47	22.40	18.71	15.79
股权融资	3.00	2.14	0.00	0.00	0.00	市净率	5.61	5.29	4.48	3.73	3.10
其他	-986.68	-1,739.6	-280.91	-313.66	-327.64	EV/EBITDA	22.73	21.62	18.26	15.09	12.63
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,450.9</b>	<b>-1,952.2</b>	<b>-1,130.9</b>	<b>-313.66</b>	<b>-1,097.6</b>	EV/EBIT	26.43	23.49	19.79	15.83	12.95
<b>现金净增加额</b>	<b>1,079.28</b>	<b>915.06</b>	<b>944.77</b>	<b>1,893.70</b>	<b>930.86</b>						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856