

# 完美世界(002624)

## 游戏业务高于预期, 静待影视与大 IP 手游的双重释放

买入(维持)

2017 年 08 月 23 日

证券分析师 张良卫

执业证书编号: S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

**事件:** 公司发布中报, 2017 年上半年营收 35.88 亿元, 同比增长 69.68%, 归母净利润 6.71 亿元, 同比增长 75.64%, 子公司完美世界游戏有限责任公司实现收入 30.7 亿元, 净利润 7.86 亿元, 游戏业务高于预期。公司预计 2017 年前三季度将实现归母净利润 10.2-10.9 亿元, 同比增长 42.18%-51.93%。

### 投资要点:

■ **游戏业务高于预期, 手游转型效果显著:** 子公司完美世界游戏有限责任公司业绩高于预期, 上半年实现收入 30.7 亿元, 净利润 7.86 亿元, 其中端游收入同比下降 10.17% 至 9.65 亿元, 手游收入同比增长 174.39% 至 17.67 亿元, 主机游戏收入同比增长 215.14% 至 3.12 亿元。游戏业务的超预期表现一方面来自于手游收入端的高速增长, 《诛仙手游》等爆款产品的持续流水表现以及去年的递延所带来的集中释放, 另一方面营销推广费用占营收比例的下降, 相比美股上市期间, 营销推广费用占比下降明显, 两者共同作用下, 带来上半年游戏业务的超预期表现。

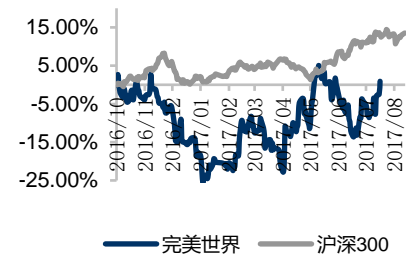
■ **影视有望成为下半年业绩助推剂:** 影视业务中电视剧作为去年的主要收入贡献, 今年几部重要剧的收入确认集中在下半年, 因此上半年电视剧的收入贡献仅为 2258 万元。同时影视业务带来的固定费用导致公司整体净利润低于游戏业务净利润。公司预计 2017 年前三季度将实现归母净利润 10.2-10.9 亿元, 同比增长 42.18%-51.93%, Q3 单季度归母净利润预计范围为 3.49 亿元-4.19 亿元, 高于我们的此前预期, 我们认为主要原因为: 1. 公司主打产品《诛仙手游》8 月 9 日上线新版本云梦川, 流水表现高于预期; 2. 电视剧将于三季度确认《深海利剑》、《神犬小七》两部电视剧收入。

■ **版本更新再证大 IP 潜力, 影视与大 IP 手游有望在明年上演梦幻双重奏:** 8 月 9 日公司上线《诛仙手游》新版本云梦川, 带动产品冲上畅销榜前三的位置, 我们认为版本更迭所带来的流水上升展现了大 IP 的长久运营潜力。公司预计明年将上线《武林外传手游》以及《完美世界国际版》手游, 两款产品均改编于公司 2006 年运营至今的长线爆款端游, 预计将为明年业绩带来充足的爆发力, 同时明年公司将有多部重磅影视产品上线并确认收入, 影视有望与大 IP 手游共同带领公司业绩走向新台阶。

■ **投资建议:** 考虑公司游戏业务的超预期表现以及大 IP 手游及重磅影视作品带来的高期望。我们预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 1.18/1.61/1.95 元, 对应当前股价 PE 为 30/22/18 倍, 我们给予公司 18 年 30 倍估值, 12 个月目标价 48 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 现有游戏产品下滑, 新产品表现不及预期, 电视剧版权费增速不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	35.30
一年最低/最高价	24.52/37.88
市净率(倍)	6.25
流通 A 股市值(百万元)	11,849

### 基础数据

每股净资产(元)	5.65
资本负债率(%)	47.81
总股本(百万股)	1,315
流通 A 股(百万股)	336

### 相关研究

1. 完美世界: IP 资源稳步释放, 构建“影视+游戏”生态圈 -20170501
2. 完美世界: 新产品强劲增长带来业绩亮眼表现, 2017 年多条成长业务线将继续发力 -20170317
3. 完美世界: 收购今典院线, 加速“影视+游戏”双擎布局 -20161009

完美世界三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>10,583.3</b>	<b>11,380.6</b>	<b>14,365.4</b>	<b>16,440.3</b>	<b>营业收入</b>	<b>6,158.8</b>	<b>8,887.0</b>	<b>11,042.2</b>	<b>12,949.7</b>
货币资金	1,479.6	1,245.7	3,761.1	4,868.8	营业成本	2,404.3	3,903.5	4,503.4	5,218.5
应收和预付款项	2,503.5	3,162.3	3,794.5	4,349.1	营业税金及附加	53.6	71.1	88.3	103.6
存货	496.0	868.4	705.7	1,118.3	销售费用	755.3	799.8	993.8	1,165.5
其他流动资产	6,104.2	6,104.2	6,104.2	6,104.2	管理费用	1,835.6	2,488.4	3,202.2	3,755.4
<b>非流动资产</b>	<b>4,941.5</b>	<b>4,706.4</b>	<b>4,478.9</b>	<b>4,398.8</b>	财务费用	1.2	98.1	60.8	20.0
长期股权投资	868.3	1,038.3	1,248.3	1,468.3	资产减值损失	100.2	133.3	165.6	194.2
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	192.4	170.0	210.0	220.0
固定资产和在建工程	526.5	289.8	20.7	-277.0	其他经营损益	154.9	224.0	278.3	326.3
无形资产和开发支出	1,528.7	1,440.9	1,353.0	1,350.5	<b>营业利润</b>	<b>1,201.0</b>	<b>1,562.8</b>	<b>2,238.0</b>	<b>2,712.5</b>
其他非流动资产	2,018.0	1,937.4	1,856.9	1,856.9	营业外净收支	154.9	224.0	278.3	326.3
<b>资产总计</b>	<b>15,524.7</b>	<b>16,086.9</b>	<b>18,844.3</b>	<b>20,839.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,356.0</b>	<b>1,786.7</b>	<b>2,516.3</b>	<b>3,038.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,744.6</b>	<b>826.1</b>	<b>1,552.4</b>	<b>1,081.7</b>	所得税	222.8	267.0	432.1	508.9
短期借款	440.7	-	-	-	净利润	1,133.1	1,519.8	2,084.1	2,529.9
应付和预收款项	1,303.9	826.1	1,552.4	1,081.7	少数股东损益	-33.2	-35.5	-33.1	-38.8
长期借款	2,032.6	2,032.6	2,032.6	2,032.6	<b>归属母公司股</b>	<b>1,166.3</b>	<b>1,555.3</b>	<b>2,117.3</b>	<b>2,568.8</b>
					<b>东净利润</b>				
其他负债	3,294.7	3,294.7	3,294.7	3,294.7	EBIT	1,402.3	1,884.9	2,577.0	3,058.8
<b>负债合计</b>	<b>7,072.0</b>	<b>6,153.5</b>	<b>6,879.8</b>	<b>6,409.1</b>	EBITDA	1,608.9	2,156.7	2,848.8	3,164.7
股本	1,386.4	1,386.4	1,386.4	1,386.4					
资本公积	4,162.1	4,162.1	4,162.1	4,162.1	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
					每股收益(元)	0.89	1.18	1.61	1.95
留存收益	1,665.8	3,182.1	5,246.2	7,750.5	每股净资产(元)	5.49	6.64	8.21	10.12
归属母公司股东权益	7,214.3	8,730.6	10,794.7	13,299.0	发行在外股份	1,314.7	1,314.7	1,314.7	1,314.7
少数股东权益	1,238.4	1,202.9	1,169.8	1,130.9	(百万股)				
<b>股东权益合计</b>	<b>8,452.7</b>	<b>9,933.5</b>	<b>11,964.5</b>	<b>14,430.0</b>	ROIC(%)	93.3%	18.4%	21.2%	26.8%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15,524.7</b>	<b>16,086.9</b>	<b>18,844.3</b>	<b>20,839.0</b>	ROE(%)	16.2%	17.8%	19.6%	19.3%
					毛利率(%)	61.0%	56.1%	59.2%	59.7%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBITMargin(%)	22.8%	21.2%	23.3%	23.6%
经营性现金净流量	1,109.8	157.0	2,403.1	924.7	销售净利率(%)	18.4%	17.1%	18.9%	19.5%
投资性现金净流量	-8,610.6	187.0	226.1	267.4	资产负债率(%)	45.6%	38.3%	36.5%	30.8%
筹资性现金净流量	8,162.0	-577.8	-113.9	-84.4	收入增长率(%)	445.3%	44.3%	24.3%	17.3%
<b>现金流量净额</b>	<b>681.5</b>	<b>-233.9</b>	<b>2,515.4</b>	<b>1,107.7</b>	净利润增长率	278.8%	34.1%	37.1%	21.4%
					(%)				
折旧与摊销	2.1	2.7	2.7	1.1	P/E	39.4	29.5	21.7	17.9
资本支出	-13.8	-	-	-	P/B	6.4	5.3	4.3	3.5
经营营运资本增加	54.9	15.4	-2.4	14.6	EV/EBITDA	30.4	22.6	16.2	14.2

数据来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

