

日期: 2017年08月25日

行业: 传媒



分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理: 胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

基本数据 (截止 2017 年 8 月 24 日)

报告日股价 (元)	33.75
12mth A 股价格区间 (元)	26.82/37.42
总股本 (百万股)	1314.69
无限售 A 股/总股本	25.50%
流通市值 (亿元)	113
每股净资产 (元)	5.65

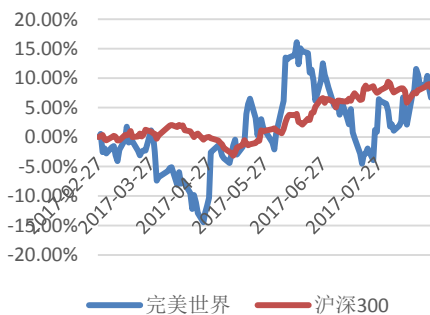
主要股东 (2017H1)

完美世界(北京)数字科技有限公司	35.06%
池宇峰	13.41%
石河子市骏扬股权投资合伙企业(有限合伙)	11.68%
石河子快乐永久股权投资有限公司	9.30%

收入结构 (2017H1)

游戏	85.22%
院线	10.92%
电影	1.63%
电视剧	0.63%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期: 2017 年 3 月 22 日

手游+主机游戏发力, 业绩持续增长

■ 公司动态事项

完美世界公布了2017年半年报, 报告期内实现营收 35.88 亿, 同比增长 69.68%, 实现归母净利润 6.71 亿, 同比增长 75.64%, 扣非后归母净利润 6.05 亿, 同比增长 637.62%。同时, 公司公布2017Q1-Q3 业绩预告, 预计实现归母净利润区间为10.2 亿-10.9 亿, 同比增长 42.18%-51.93%。

■ 事项点评

营收、净利同比大幅大涨, 增量源于游戏业务及院线并表

公司上半年业绩表现出色, 接近之前业绩预告的上限。业绩增量主要来源于游戏业务, 游戏业务占上半年整体收入的85%。从细分业务看, 游戏业务中增量主要来源于手游(+174.39%)以及主机游戏(+215.14)。此外, 公司新增并表今典院线, 实现收入3.92亿元, 新增院线业务贡献整体收入的11%。

端游&手游业务: 手游成收入主力, 手游&端游实际流水环比略有下滑

收入及流水: 公司手游&端游业务上半年合计实现收入 27.32 亿元, 同比增长 59.03%, 较 2016H2 环比增长 8.20%。收入增长主要是由于公司主力手游产品《诛仙》自上线后一直保持较高流水。《诛仙》于 2016 年下半年上线, 目前运营已接近一年, 实际流水较上线初期有所下滑, 公司手游业务收入环比续增主要受游戏内道具递延收入影响。还原递延收入后, 公司手游&端游上半年实际流水为 25.1 亿元, 环比减少 20.27%。从单季度看, 公司 Q2 递延收入较 Q1 环比仅减少 5.55%, 反应公司游戏流水已趋于稳定。

毛利率: 公司端游&手游业务毛利率 62.12%, 同比减少 8.61 个百分点, 毛利率减少主要是因为手游收入占比提升, 而手游营业成本 (主要是渠道分成) 较端游为高。单独来看, 公司手游业务毛利率同比提升 2.87 个百分点, 而端游业务毛利率同比减少 7.18 个百分点, 端游毛利率下滑主要是因为相对毛利率较高的自研端游收入占比减少, 而代理的 Dota2 等端游收入占比提升所致。

产品: 从产品来看, 公司下半年手游&端游业务收入环比存在一定的上升空间。手游方面, 主力手游《诛仙》7 月发布了全新版本“云梦川”, 游戏流水有所反弹, iOS 畅销榜排名一度回升至前 5。此外, 公司近期上线的新游《射雕 2》、《梦间集》整体表现良好, 加上公司计划 Q4 推出的端改手《武林外传》游戏, 丰富的产品线有望推动公司手游业务收入持续增长。端游方面, 随着下半年《CS: GO》、《Crossout》两款重点电竞游戏的陆续上线, 电竞游戏的持续火爆有望带动公司端

游业务收入企稳回升。

主机游戏业务：在主机市场试水道具收费模式，收入稳定

公司主机游戏业务上半年实现营收 3.09 亿元，同比增长 215.14%，环比基本持平。公司通过收购海外团队积极拓展主机游戏市场，其中，由 Cryptic Studios 研发的游戏《无冬 OL》、《星际迷航》是收入主力。不同于一般主机游戏采用一次性付费购买的模式，公司的主机游戏依然采用 F2P（免费游戏，道具付费）模式，收益相对更为稳定。这两款游戏上线时间较长而收入基本稳定也反映出主机游戏用户具备较高的用户黏性与持续付费能力，预计这两款老游戏未来仍能为公司贡献较为稳定的收入。另外，公司收购的另一家公司 Runic Games 预计将于下半年推出新游《HOB》，主机游戏业务有望维持高增长。

影视业务：院线+电影+电视剧，拓展影视产业链布局

电影方面，公司上半年出品了《非凡业务》，实现收入 5847.41 万元，同比增长 46.65%。公司与环球影业合作的片单投资正稳步推进中；与威秀娱乐集团、WME | IMG 成立完美威秀娱乐集团，发布片单包括成龙主演的科幻动作电影《机器之血》、韩庚/凤小岳/山下智久主演的科幻动作电影《解码者》、张艺谋执导的《影》以及真人动画电影《当小七遇上加菲》，将于 2017 年底、2018 年陆续上线。

电视剧方面，上半年无新增影片确认收入因此收入较低，2017Q3《深海利剑》及《神犬小七》第三季将确认收入。其中，《深海利剑》于北京卫视及浙江卫视暑期档热播，取得良好收视与口碑；《神犬小七》近期即将播出。公司已开拍及预计投资的影视作品涉及了知名网络小说改编、军事、玄幻、武侠、青春、都市等多种类型及题材。其中，《东山晴后雪》、《烈火如歌》、《灵魂摆渡之黄泉故事》、《勇敢的心 2》、《走火》、《香蜜沉沉烬如霜》、《归去来》、《西夏死书》、《忽而今夏》、《趁我们还年轻》、《壮志高飞》等均已开机制作。

院线方面，公司并表今典院线实现收入 3.92 亿元，毛利率 18.36%。未来将积极扩展影院的文化功能，创新影院场景消费模式，借助影院作为游戏线下活动地点等多种营销方式不断提高非票收入。

投资收益：联营子公司祖龙娱乐持续贡献较高投资收益

公司上半年确认投资收益 1.42 亿元，其中，祖龙娱乐通过权益法贡献投资收益 0.94 亿元。祖龙娱乐主要从事游戏研发，是公司最早的研发团队祖龙工作室独立后组成。由于上半年祖龙娱乐接受了外部增资，公司对祖龙娱乐的持股比例减少为 23.49%。祖龙娱乐的收入主要来源于手游《梦幻诛仙》，游戏由腾讯代理运营，流水表现良好。新游《九州天空城 3D》近期上线，目前位居 iOS 畅销榜前 10。

期间费用率大幅改善

公司销售、管理费用率分别为 9.83%、28.85%，较去年同期同比分别降低 5.36、8.42 个百分点，费用率降低分别是因为游戏推广费用及委托开发费大幅降低。公司财务费用率 3.16%，较去年同期有所增长主要是因为利息开支增加所致。整体来看，公司期间费用率 41.85%，较去年大幅减少 13.01 个百分点。

2017Q3 业绩预告符合预期

公司公布2017Q1-Q3业绩预告，预计实现归母净利润区间为10.2 亿-10.9 亿，同比增长42.18%-51.93%。Q3单季度净利润区间3.49-4.19亿元，较Q2环比增长1%-21%，利润持续正增长。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年归属于母公司股东净利润分别为 14.66 亿元、17.34 亿元和 21.01 亿元，每股 EPS 分别为 1.12 元、1.32 元和 1.60 元，对应 PE 为 30.26、25.58、21.11 倍。考虑到公司以影视、游戏双主业为核心，同时具备整合整个泛娱乐产业链的潜力，且公司在国内外均具有一定的品牌影响力，维持“增持”评级。

■ 风险提示

游戏流水不及预期；游戏及影视产品上线时间延后；行业竞争进一步加剧；限售股解禁风险

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥, 百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6158.83	8342.10	9947.82	11799.47
年增长率	25.87%	35.45%	19.25%	18.61%
归母净利润	1166.31	1466.36	1734.49	2101.45
年增长率	767.54%	25.73%	18.29%	21.16%
每股收益 (元)	0.89	1.12	1.32	1.60
PE	38.04	30.26	25.58	21.11

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,097	3,521	4,748	5,847
存货	496	811	728	1,078
应收账款及票据	2,020	1,786	2,268	3,115
其他	6,595	6,525	6,754	6,708
流动资产合计	11,208	12,643	14,498	16,748
长期股权投资	868	868	868	868
固定资产	526	524	521	519
在建工程	1	0	0	0
无形资产	132	88	44	0
其他	3,562	3,521	3,480	3,439
非流动资产合计	5,089	5,002	4,914	4,826
资产总计	16,297	17,645	19,412	21,574
短期借款	441	441	441	441
应付账款及票据	1,141	1,432	1,597	1,958
其他	2,641	2,368	2,460	2,433
流动负债合计	4,223	4,241	4,498	4,831
长期借款和应付债券	2,033	2,033	2,033	2,033
其他	1,589	1,589	1,589	1,589
非流动负债合计	3,622	3,622	3,622	3,622
负债合计	7,845	7,863	8,120	8,453
少数股东权益	1,238	1,195	1,145	1,083
股东权益合计	8,453	9,782	11,292	13,122
负债和股东权益	16,297	17,645	19,412	21,574
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,133	1,466	1,734	2,101
折旧和摊销	207	47	47	47
营运资本变动	(2,304)	48	(330)	(778)
经营活动现金流	1,155	1,345	1,172	1,027
资本支出	(130)	0	0	0
投资收益	192	250	275	303
投资活动现金流	(8,611)	250	275	303
股权融资	827	0	0	0
负债变化	1,390	0	0	0
股息支出	(117)	(147)	(174)	(210)
融资活动现金流	8,162	(171)	(221)	(231)
净现金流	706	1,424	1,227	1,099

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,159	8,342	9,948	11,799
营业成本	2,404	3,741	4,404	5,168
营业税金及附加	54	73	87	103
营业费用	755	820	978	1,160
管理费用	1,836	2,407	2,870	3,405
财务费用	1	77	47	21
资产减值损失	100	50	50	50
投资收益	192	250	275	303
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,201	1,425	1,788	2,197
营业外收支净额	155	145	145	145
利润总额	1,356	1,570	1,933	2,342
所得税	223	147	249	302
净利润	1,133	1,423	1,684	2,040
少数股东损益	(33)	(43)	(51)	(62)
归母净利润	1,166	1,466	1,734	2,101
财务比率分析				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	445.33%	35.45%	19.25%	18.61%
EBITDA 增长率	267.64%	11.57%	21.49%	20.34%
EBIT 增长率	222.93%	24.95%	22.15%	20.86%
净利润增长率	304.34%	25.73%	18.29%	21.16%
毛利率	60.96%	55.16%	55.73%	56.20%
EBITDA/总收入	22.54%	18.57%	18.92%	19.19%
EBIT/总收入	19.52%	18.01%	18.45%	18.80%
净利润率	18.94%	17.58%	17.44%	17.81%
资产负债率	48.13%	44.56%	41.83%	39.18%
流动比率	2.65	2.98	3.22	3.47
速动比率	2.54	2.79	3.06	3.24
总资产回报率 (ROA)	6.95%	8.07%	8.67%	9.46%
净资产收益率 (ROE)	16.17%	17.08%	17.09%	17.46%
EV/营业收入	6.63	5.38	4.39	3.60
EV/EBITDA	29.39	28.97	23.19	18.77
PE	38.04	30.26	25.58	21.11
PB	6.15	5.45	4.61	3.89

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。