



影视游戏联动，布局国际化泛娱乐

——完美世界（002624）2017年半年报点评

2017年8月30日

推荐/维持

完美世界

财报点评

姓名	分析师：洪一	执业证书编号：S1480516110001
	Email:hongyi@dxzq.net.cn	

事件：

2017年上半年公司实现营业收入 358,804.56 万元，较上年同比增长 69.68%；实现归属上市公司股东的净利润 67,135.29 万元，同比增长 75.64%。经营活动产生的现金流量净额为 27,525.123 万元，较上年同期增长 228.24%。

财务指标预测：

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	606.40	118.50	1996.10	1427.60	2616.60	1910.20	1677.80
增长率（%）	-6.64%	349.35%	-6.60%	20.42%	69.45%	95.16%	47.72%
毛利率（%）	56.01%	60.59%	68.64%	63.69%	53.63%	56.27%	55.72%
期间费用率（%）	13.38%	60.65%	54.52%	43.70%	30.89%	40.25%	43.66%
营业利润率（%）	41.08%	-1.03%	16.06%	23.02%	21.14%	16.16%	18.79%
净利润（百万元）	211.20	13.40	338.50	313.40	467.90	317.60	334.10
增长率（%）	7.53%	205.01%	17.64%	168.07%	80.36%	95.86%	76.12%
每股盈利（季度，元）	0.4	0.0	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
资产负债率（%）	62.10%	48.98%	36.05%	39.63%	48.13%	47.81%	47.04%
净资产收益率（%）	22.47%	1.96%	9.69%	5.08%	6.42%	4.39%	4.48%
总资产收益率（%）	7.98%	0.37%	4.19%	2.49%	3.17%	1.94%	2.02%

观点：

- 半年报业绩高增长，游戏影视并驾齐驱。**完美世界 2017 年半年报告期内，实现营业收入 358,804.56 万元，较上年同比增长 69.68%，主要原因系：（1）游戏业务实现收入 307,017.35 万元，较上年同比增长 66.11%，主要源自《诛仙手游》、《火炬之光》、《最终幻想》、《倚天屠龙记》等手游，《无冬 0L》、《星际迷航》等端游收入的增加。（2）公司影视业务实现收入 51,787.21 万元，较上年同比增长 94.45%，其中影视内容制作实现收入 12,587.99 万元，占 24.31%，主要源自《深海利剑》、《神犬小七 3》等精品电视剧和《非凡任务》等口碑电影带来的收入；院线业务实现收入 39,199.22 万元，为影视业务贡献 75.69% 的营收。公司上半年实现毛利率 56.01%，比去年同期下滑 11.89%，主要系游戏业务中移动游戏毛利率涨幅不大和 PC 端游戏流水下滑导致的收入减少，影视业务中院线并购带来的成本上涨和电视剧业务表现不佳所致。

- **影游 IP 储备丰富, 成长性继续显现。游戏业务方面:**《诛仙》、《完美世界国际版》等传统端游大作继续贡献稳定收入, 公司也在积极布局经典 IP 的年轻化运营; 公司在深化《DOTA2》的既有优势的同时, 借助《CS:GO (反恐精英: 全球攻势)》及《Crossout (创世战车)》扩大电竞领域的深度布局; 公司端转手进展顺利,《诛仙手游》、《火炬之光》等延续良好表现, 2017 年 7 月公测的《射雕英雄传 2》手游、《梦间集》以及多款正在研发过程中的精品移动游戏, 有望不断提升公司在移动游戏市场的份额; 影游联动项目如与嘉行传媒合作的《烈火如歌》也在稳步推进中; 公司借助《无冬 OL》及《星际迷航》主机版积累的先发优势, 继续开拓主机市场, 多款主机游戏产品正在研发中。**影视业务方面:**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,《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》等均已开机制作; 公司与威秀娱乐集团成立的完美威秀娱乐集团, 致力于打造优质的中国本土电影, 同时发布的片单包括成龙主演的科幻动作电影《机器之血》, 韩庚、凤小岳以及山下智久主演的高科技动作电影《解码者》, 张艺谋执导的史诗传奇电影《影》以及真人动画电影《当小七遇上加菲》四个电影项目, 并且与环球影业的合作, 是公司影视业务迈出国际化的重要一步。公司手握游戏和影视大量 IP 资源, 努力延伸 IP 的生命周期及影响力, 并且顺应“内容+渠道”的发展趋势, 打开未来的成长空间。
- **完善多板块联动产业链, 全面布局国际化泛娱乐。**公司目前已经构成精品内容、院线影城、艺人经纪、综艺娱乐、影游联动、国际业务和投资等七大领域的矩阵式布局。公司近年来持续打造多板块联动项目, 如, 与嘉行传媒合作的《烈火如歌》正在稳步推进中; 原创萌宠 IP《神犬小七》的衍生开发已涉及网文、手游、音乐剧等多个类型衍生产品, 并向院线电影、网剧、综艺等方向拓展。公司还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, 进一步提升院线和影城的综合竞争能力和后续发展能力。公司与美国环球影业的片单投资及战略合作按计划推进中; 2017 年 6 月, 公司宣布与威秀娱乐集团、WME|IMG 成立完美威秀娱乐集团, 不仅致力于本土电影的制作和发行, 也着眼于投资电影产业的全球市场, 参与国际电影的发行等业务, 是“国际化泛娱乐”战略的进一步升级。公司以 IP 为核心, 通过全方位、多版图的全球资源整合, 最大程度地挖掘产品的经济价值, 形成“一链万融”的泛娱乐生态体系。
- **盈利预测和投资评级:**公司半年报业绩亮眼, 考虑到公司产业链的延伸及业务规模的不断扩大, 游戏和影视两大主业均处于健康向上状态, 基本形成多元化的游戏业务格局, 并将泛娱乐推向国际化视野中, 我们预计公司 2017 年到 2019 年的每股收益为 1.08 元、1.30 元、1.61 元, 对应 PE 为 31、26、21 倍, 我们给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 游戏政策监管风险; 影视业务波动; 市场竞争加剧风险。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	2498	11208	12752	14643	16982	营业收入	1129	6159	9111	11099	13722
货币资金	1098	2097	2350	3375	4577	营业成本	562	2404	4266	5305	6646
应收账款	678	1932	2858	3482	4304	营业税金及附加	9	54	79	97	119
其他应收款	110	88	131	159	197	营业费用	80	755	1002	1165	1372
预付款项	93	483	483	483	483	管理费用	109	1836	2278	2719	3293
存货	344	496	880	1094	1371	财务费用	45	1	34	14	3
其他流动资产	169	6050	6050	6050	6050	资产减值损失	22.89	100.18	100.18	100.18	100.18
非流动资产合计	533	5089	3155	3082	3011	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	416	868	868	868	868	投资净收益	25.39	192.40	192.40	192.40	192.40
固定资产	7.81	525.92	479.14	431.75	384.36	营业利润	328	1201	1544	1891	2380
无形资产	3	132	119	107	97	营业外收入	57.00	156.94	156.94	156.94	156.94
其他非流动资产	16	27	0	0	0	营业外支出	0.01	2.00	2.00	2.00	2.00
资产总计	3031	16297	15908	17725	19993	利润总额	385	1356	1699	2045	2535
流动负债合计	1239	4223	2690	3000	3400	所得税	86	223	279	336	417
短期借款	309	441	0	0	0	净利润	299	1133	1420	1709	2118
应付账款	18	727	1272	1582	1982	少数股东损益	11	-33	0	0	0
预收款项	51	163	163	163	163	归属母公司净利	288	1166	1420	1709	2118
一年内到期的非	213	109	109	109	109	EBITDA	379	1417	1639	1964	2441
非流动负债合计	643	3622	3585	3585	3585	EPS (元)	0.59	0.96	1.08	1.30	1.61
长期借款	643	2033	2033	2033	2033	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1882	7845	6274	6584	6984	成长能力					
少数股东权益	123	1238	1238	1238	1238	营业收入增长	21.99%	445.33%	47.93%	21.82%	23.64%
实收资本(或股	559	1386	1315	1315	1315	营业利润增长	23.09%	266.40%	28.59%	22.41%	25.90%
资本公积	23	4162	4162	4162	4162	归属于母公司净	21.76%	20.37%	21.76%	20.37%	23.93%
未分配利润	431	1612	2722	4059	5715	获利能力					
归属母公司股东	1026	7214	8447	9955	11823	毛利率(%)	50.20%	60.96%	53.18%	52.20%	51.56%
负债和所有者权	3031	16297	15908	17725	19993	净利率(%)	26.48%	18.40%	15.59%	15.40%	15.44%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	9.52%	7.16%	8.93%	9.64%	10.60%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	28.12%	16.17%	16.81%	17.17%	17.92%
经营活动现金流	198	1155	-1038	1149	1363	偿债能力					
净利润	299	1133	1420	1709	2118	资产负债率(%)	62%	48%	39%	37%	35%
折旧摊销	6.57	215.03	0.00	47.39	47.39	流动比率	2.02	2.65	4.74	4.88	5.00
财务费用	45	1	34	14	3	速动比率	1.74	2.54	4.41	4.52	4.59
应付帐款的变化	0	0	-926	-623	-823	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.48	0.64	0.57	0.66	0.73
投资活动现金流	-510	-8611	2011	92	92	应收账款周转率	2	5	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	37.63	16.53	9.11	7.78	7.70
长期股权投资减	0	0	1884	0	0	每股指标(元)					
投资收益	25	192	192	192	192	每股收益(最新摊	0.59	0.96	1.08	1.30	1.61
筹资活动现金流	923	8162	-719	-216	-253	每股净现金流(最	1.09	0.51	0.19	0.78	0.91
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	1.83	5.20	6.43	7.57	8.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	827	-72	0	0	P/E	57.39	35.27	31.35	26.04	21.01
资本公积增加	1	4139	0	0	0	P/B	18.47	6.51	5.27	4.47	3.77
现金净增加额	611	706	253	1025	1202	EV/EBITDA	50.17	33.46	27.04	22.04	17.24

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注教育、游戏、传媒等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。