

移动游戏市场持续向好, 爆款带动业绩上升

投资要点

- **事件:**中国权威游戏研究机构伽马数据11月8日发布三季度移动游戏市场数据。2017年第三季度移动游戏市场销售收入为305.3亿元,同比增长42.3%、环比增长6.6%。同时报告指出,三季度新游整体表现较为出色,其中公司研发的《射雕英雄传》手游月流水突破2亿,参股23.5%的祖龙娱乐研发的《九州天空城3D》流水达到3亿。
- **移动游戏市场持续向好, 爆款带动业绩上升。**2017前三季度公司实现营业收入55.2亿元,同比增长56.0%,实现归母净利润10.8亿元,同比增长50.3%。业绩上升的主要原因是《诛仙》、《射雕英雄传》等游戏的良好表现,以及并表今典院线等三家公司。其中《射雕英雄传》手游三季度月流水突破2亿,自7月2日上线以来,在iOS中国畅销榜上一直维持在较为靠前的位置,并且在上线后的一个月时间内基本上保持在畅销榜前十。16年8月上线的《诛仙》一直保持在iOS中国畅销榜30-50名,进入17年在8月9日更新资料片《云梦川》后一度攀升至畅销榜第三名。公司代理的世界三大电竞之一的《CS: GO》于9月正式以游戏免费、皮肤收费的模式上线,预计电竞布局的全面铺开将会助力公司业务实现长足增长。此外,公司参股23.5%的祖龙娱乐研发的《九州天空城3D》流水达到3亿,并长期位列iOS中国畅销榜前十。
- **院线、电影推动增长, 电视剧下半年陆续确认收入, 后续产品储备丰富。**在院线业务方面,公司新增院线业务板块,上半年收入3.9亿元。在电影业务方面,上半年上线的《非凡任务》取得了较好的成绩,最终票房约1.6亿,同时与环球影业相关合作也在持续贡献收入,未来公司还将参投《机器之血》、《解码者》、《影》、《当小七遇上加菲》四个电影项目。在电视剧业务方面,上半年出现了较大幅度的下滑,而自三季度起,电视剧业务将陆续确认收入,预计该板块收入下降的情况将会扭转,此外一季报中公布大部分剧目均已开机。
- **利润率逐步回升, 盈利能力持续增长。**在利润率方面,由于去年末完成对今典院线等三家公司的收购,并入低利润率的院线资产,因此今年利润率较去年有一定程度下降,而2017三季度这种情况发生了反转,前三季度毛利率为57.4%,较2017H1的56.0%上升1.4个百分点。净利率为18.8%,较2017H1的18.1%上升0.7个百分点,较2017Q1的16.8%上升2个百分点,公司盈利能力持续增长。在费用率方面,公司控制适当,2017前三季度期间费用率为41.5%,较2017H1下降0.3个百分点。

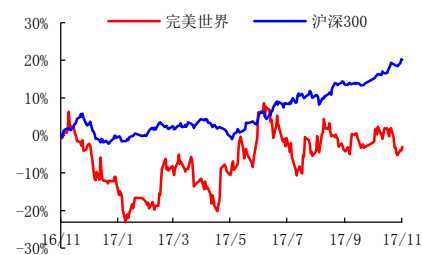
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6158.83	8066.77	10102.49	12660.09
增长率	445.33%	30.98%	25.24%	25.32%
归属母公司净利润(百万元)	1166.31	1507.36	1850.90	2277.47
增长率	304.34%	29.24%	22.79%	23.05%
每股收益EPS(元)	0.89	1.15	1.41	1.73
净资产收益率ROE	13.41%	15.13%	16.51%	17.36%
PE	37	29	23	19
PB	5.98	5.09	4.30	3.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

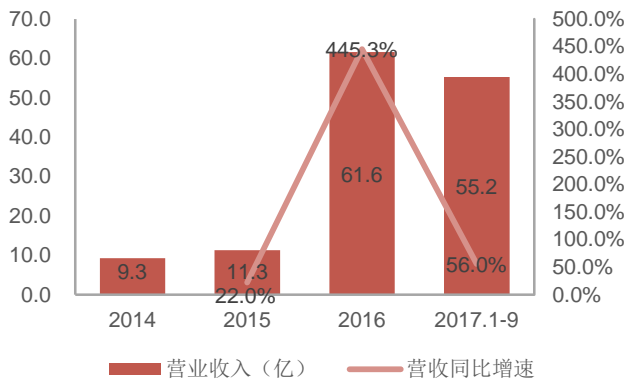
总股本(亿股)	13.15
流通A股(亿股)	3.36
52周内股价区间(元)	26.1-36.74
总市值(亿元)	431.22
总资产(亿元)	166.45
每股净资产(元)	5.77

相关研究

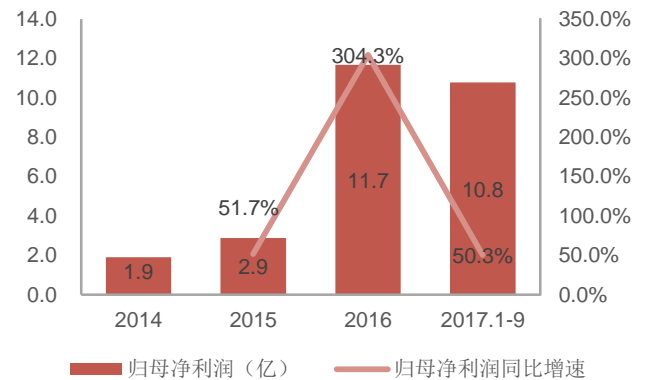
- **四季度迎来放量期,爆款产品推动业绩继续上升。**依据公司发布的全年业绩指引,归母净利润为 14-16 亿,同比增长 20.04%-37.18%。进入四季度《射雕英雄传》、《诛仙》等爆款游戏将持续贡献收入,公司电视剧业务也将继续确认此前的收入。从单季度预告来看,扣除半业绩的四季度单季归母净利润预计为 3.2-5.2 亿元,区间中值较第三季度的 3.85 亿明显上升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15 元、1.41 元、1.73 元,归母净利润 15.1 亿元、18.5 亿元、22.8 亿元。可比公司 PE 均值为 28 倍,但考虑到公司未来在游戏业务方面,尤其是主机业务方面的潜力,以及公司集影视、游戏于一身的龙头优势,给予完美世界 33 倍估值,预计 2017 年市值为 512.4 亿元,现有总股本 13.15 亿,对应股价为 37.89 元。首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 监管政策变化风险;替代游戏风险;业务成本上升风险。

公司财务情况简介:

公司为分步借壳上市,2014年公司影视板块通过置换资产与发行股份的方式借壳登陆A股,2016年公司游戏板块通过发行股份加募集配套的方式并入上市公司。2014-2017Q3分别实现营业收入9.3/11.3/61.6/55.2亿元,同比增速分别为22.0%/445.3%/56.0%。分别实现归母净利润1.9/2.9/11.7/10.8亿元,增速分别为51.7%/304.3%/50.3%。

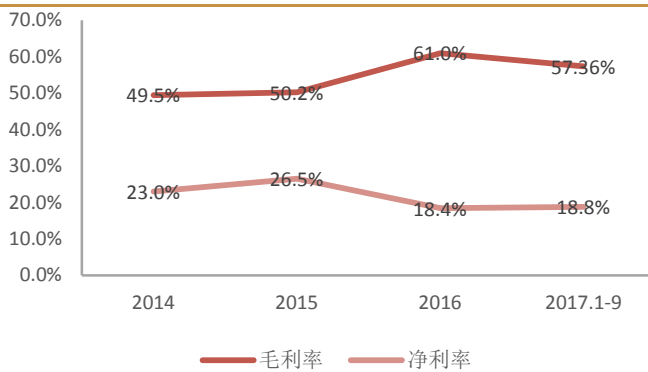
图 1: 2014-2017Q3 营业收入情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

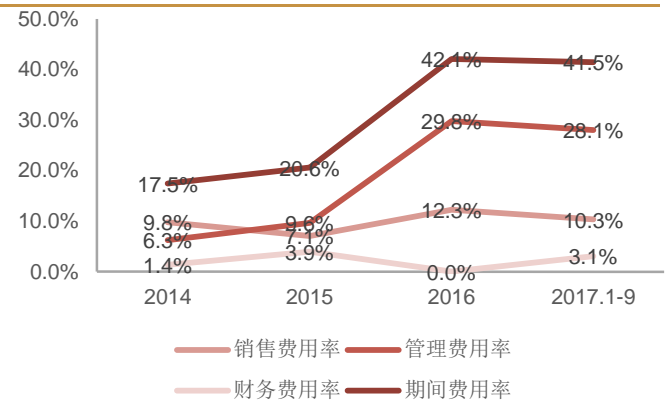
图 2: 2014-2017Q3 归母净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在毛利率方面,由于2016年完成高毛利率的游戏板块上市,因此毛利率有所上升,而去年年末完成对今典院线、今典影城以及今典文化三家低毛利率公司的并购,又使得毛利率有一定程度的下降。在期间费用方面,销售费用率自2016年并入游戏资产后增长较快,但近一年均维持在41%左右。

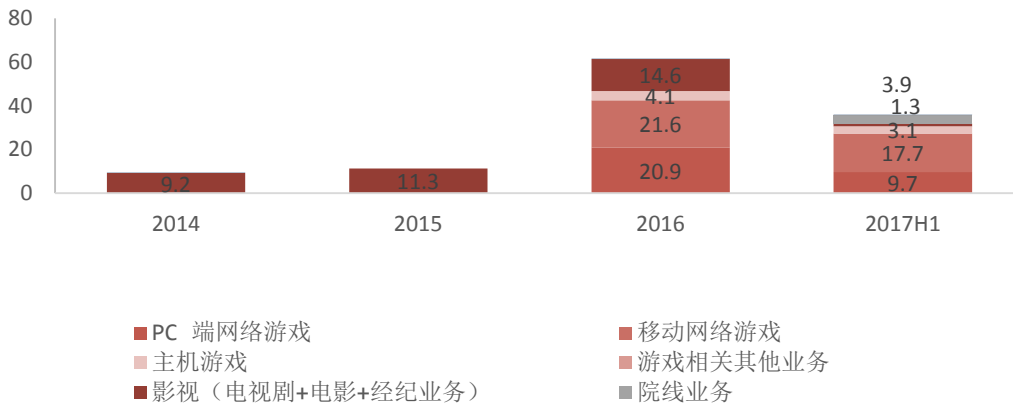
图 3: 2014-2017Q3 毛利率&净利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 2014-2017Q3 期间费用


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在分项目营收方面,2015-2017H1电视剧业务分别实现营收9.2/11.0/0.2亿元,同比增速分别为23.3%/19.3%/-85.9%;电影业务分别实现营收1.0/0.4/0.6亿元,同比增速分别为50.9%/-62.5%/46.7%;经纪及其他业务分别实现营收1.0/3.1/0.4亿元,同比增速分别为-4.3%/207.9%/-32.7%。游戏相关业务为2016年并入上市公司,2016-2017H1手游分别实现营收21.5/17.7亿元,同比增速分别为45.4%/174.4%;端游分别实现营收20.9/9.7亿元,同比增速分别为3.3%/-10.2%;主机游戏分别实现营收4.1/3.1亿元,同比增速分别为115.3%/215.1%;游戏板块占总营收比分别为76%与85%。

图 5: 2015-2017Q3 公司主营业务构成情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

关键假设:

假设 1: 在移动游戏方面, 2017 前三季度移动游戏市场规模同比增长 47.1%, 但随着人口红利的消退, 增速已经连续三年下滑, 预计未来 3 年移动游戏行业增速将继续递减。公司作为移动游戏行业龙头企业, 预计增速变化与行业相似。

假设 2: 在 pc 端游方面, 2017 上半年端游市场同比增长 13.7%。公司今年新上线《CS: GO》与《创世战车》, 传统电竞项目《DOTA2》发挥稳定, 但考虑到同为射击游戏的《绝地求生》对《CS: GO》潜在的替代效用, 我们认为公司全年 pc 端游收入或许略低于行业。

假设 3: 在主机游戏方面, 上半年公司同比增长 215%, 远高于行业的 51.7% 增速, 因此我们认为全年公司在主机游戏上的收入至少不低于行业水平。

假设 4: 在电影业务方面, 电影行业 2017 全年票房预计 500-550 之间, 增速约为 10%。而公司由于《非凡任务》的良好发挥以及环球影业相关合作, 上半年已经实现 5847.4 万元的收入, 约为该板块去年全年收入的 1.5 倍, 因此今年电影板块的收入增速将显著高于行业平均。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
pc 端游	收入	2088.6	2088.6	2193.0	2412.3
	yoy		0%	5%	10%
	毛利率	76.4%	75.0%	75.0%	75.0%
移动游戏	收入	2155.2	3232.7	4687.5	6328.1
	yoy		50%	45%	35%
	毛利率	56.2%	56.2%	56.2%	56.2%
主机游戏	收入	408.5	612.8	919.2	1378.8
	yoy		50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	57.2%	57.2%	57.2%	57.2%

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
游戏相关其他收入	收入	24.0	26.4	29.0	31.9
	yoy		10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	65.5%	25.0%	25.0%	25.0%
电视剧	收入	1102.2	1102.2	1157.3	1273.0
	yoy	19.3%	0.0%	5.0%	10.0%
	毛利率	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%
电影	收入	38.8	60.0	78.0	93.6
	yoy	-62.5%	54.7%	30.0%	20.0%
	毛利率	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%
经纪及其他	收入	314.3	314.0	345.4	379.9
	yoy	207.9%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	42.5%	43.0%	43.0%	43.0%
院线业务	收入		600.0	660.0	726.0
	yoy			10%	10%
	毛利率		18.0%	18.0%	18.0%
其它	收入	27.4	30.1	33.1	36.4
	yoy		10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	46.9%	47.0%	47.0%	47.0%
合计	营业收入	6158.8	8066.8	10102.5	12660.1
	yoy	445.3%	31.0%	25.2%	25.3%
	毛利率	61.0%	56.5%	56.3%	56.3%

数据来源: 公司公告, 西南证券

公司估值:

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15 元、1.41 元、1.73 元, 归母净利润 15.1 亿元、18.5 亿元、22.8 亿元。可比公司 PE 均值为 28 倍, 但考虑到公司未来在游戏业务方面, 尤其是主机业务方面的潜力, 以及公司集影视、游戏于一身的龙头优势, 给予完美世界 33 倍估值, 预计 2017 年市值为 512.4 亿元, 现有总股本 13.15 亿, 对应股价为 37.89 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002174.SZ	游族网络	25.19	0.95	1.30	1.61	26.63	19.34	15.61
002624.SZ	三七互娱	33.65	0.79	0.98	1.18	29.60	23.82	19.84
均值						28.12	21.58	17.73

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6158.83	8066.77	10102.49	12660.09	净利润	1133.15	1462.36	1850.90	2277.47
营业成本	2404.28	3509.32	4414.55	5531.88	折旧与摊销	206.65	188.26	188.26	188.26
营业税金及附加	53.57	67.44	85.60	106.80	财务费用	1.23	112.96	122.08	129.26
销售费用	755.35	830.88	1040.56	1303.99	资产减值损失	100.18	70.00	0.00	0.00
管理费用	1835.58	2266.76	2838.80	3557.48	经营营运资本变动	-4862.72	-1338.51	-1679.03	-2127.79
财务费用	1.23	112.96	122.08	129.26	其他	4576.41	-270.00	-200.00	-200.00
资产减值损失	100.18	70.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1154.90	225.06	282.21	267.20
投资收益	192.40	200.00	200.00	200.00	资本支出	-1861.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6749.22	254.06	200.00	200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8610.60	254.06	200.00	200.00
营业利润	1201.05	1409.41	1800.89	2230.68	短期借款	131.89	209.29	0.00	0.00
其他非经营损益	154.93	64.00	64.00	64.00	长期借款	1389.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	1355.98	1473.41	1864.89	2294.68	股权融资	4894.16	0.00	0.00	0.00
所得税	222.83	11.05	13.99	17.21	支付股利	-29.26	-233.26	-301.47	-370.18
净利润	1133.15	1462.36	1850.90	2277.47	其他	1775.45	-241.15	-122.08	-129.26
少数股东损益	-33.17	-45.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	8162.00	-265.12	-423.56	-499.44
归属母公司股东净利润	1166.31	1507.36	1850.90	2277.47	现金流量净额	726.59	214.00	58.66	-32.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2097.11	2311.11	2369.77	2337.53	成长能力				
应收和预付款项	2503.55	3351.53	4201.26	5264.82	销售收入增长率	445.33%	30.98%	25.24%	25.32%
存货	495.98	724.91	912.45	1143.92	营业利润增长率	266.40%	17.35%	27.78%	23.87%
其他流动资产	6111.72	7934.25	9936.52	12452.11	净利润增长率	278.84%	29.05%	26.57%	23.05%
长期股权投资	868.27	868.27	868.27	868.27	EBITDA 增长率	267.80%	21.41%	23.42%	20.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	526.52	433.49	340.45	247.41	毛利率	60.96%	56.50%	56.30%	56.30%
无形资产和开发支出	1528.72	1449.60	1370.49	1291.37	三费率	42.09%	39.80%	39.61%	39.42%
其他非流动资产	2165.62	2149.52	2133.42	2117.31	净利率	18.40%	18.13%	18.32%	17.99%
资产总计	16297.49	19222.67	22132.62	25722.74	ROE	13.41%	15.13%	16.51%	17.36%
短期借款	440.71	650.00	650.00	650.00	ROA	6.95%	7.61%	8.36%	8.85%
应付和预收款项	1621.20	2293.07	2880.99	3610.22	ROIC	26.83%	20.68%	21.59%	21.69%
长期借款	2032.62	2032.62	2032.62	2032.62	EBITDA/销售收入	22.88%	21.21%	20.90%	20.13%
其他负债	3750.22	4584.31	5356.90	6310.50	营运能力				
负债合计	7844.75	9559.99	10920.51	12603.34	总资产周转率	0.64	0.45	0.49	0.53
股本	1314.69	1314.69	1314.69	1314.69	固定资产周转率	23.08	16.83	26.15	43.16
资本公积	4162.14	4162.14	4162.14	4162.14	应收账款周转率	4.72	3.62	3.55	3.55
留存收益	1718.31	2992.40	4541.84	6449.13	存货周转率	5.71	5.73	5.38	5.37
归属母公司股东权益	7214.31	8469.24	10018.67	11925.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.85%	—	—	—
少数股东权益	1238.44	1193.44	1193.44	1193.44	资本结构				
股东权益合计	8452.74	9662.67	11212.11	13119.40	资产负债率	48.13%	49.73%	49.34%	49.00%
负债和股东权益合计	16297.49	19222.67	22132.62	25722.74	带息债务/总负债	31.53%	28.06%	24.56%	21.28%
					流动比率	2.65	2.41	2.39	2.36
					速动比率	2.54	2.29	2.26	2.23
					股利支付率	2.51%	15.47%	16.29%	16.25%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1408.92	1710.63	2111.23	2548.20	每股收益	0.89	1.15	1.41	1.73
PE	36.97	28.61	23.30	18.93	每股净资产	5.49	6.44	7.62	9.07
PB	5.98	5.09	4.30	3.62	每股经营现金	0.88	0.17	0.21	0.20
PS	7.00	5.35	4.27	3.41	每股股利	0.02	0.18	0.23	0.28
EV/EBITDA	29.53	24.25	19.62	16.27					
股息率	0.07%	0.54%	0.70%	0.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn