



买入 **26%↑**
目标价格：人民币 42.00

002624.CH

价格：人民币 33.46

目标价格基础：24 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	13.7	8.7	2.5	12.9
相对深证成指	5.4	12.8	2.1	4.3

发行股数(百万)	1,315
流通股(%)	26
流通股市值(人民币 百万)	11,336
3 个月日均交易额(人民币 百万)	112
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
完美世界控股集团有限公司	35

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

完美世界

乘游戏产业东风，文娱航母扬帆启航

完美世界是我国最大的影视游戏综合集团之一，公司先后成立游戏、影视两大业务板块，于 2014 年借壳金磊股份在 A 股上市。作为国内最早的互联网娱乐公司之一，完美世界见证了国内互联网娱乐的发展变迁。我们对该股给予买入的首次评级，目标价格 42.00 元。

支撑评级的要点

- **国内移动游戏市场整体增长迅猛。**2014 年至 2016 年，国内移动游戏市场始终保持着超过 80% 的增长速度，未来三年仍将保持 20% 左右的增速，未来游戏行业将呈现集中化的发展趋势，作为行业龙头，完美世界有望获得超行业平均水平的发展增速。
- **强大的研发能力是公司竞争力的保证。**公司是国内最早进行自主研发的游戏公司，拥有大量的经典端游 IP，完美顺应当下“端转移动”的游戏改编趋势。公司目前已逐渐将这些端游如《诛仙》、《完美世界》、《武林外传》等以手游版形式推向市场。公司也是国内少数布局主机游戏的公司之一，目前国内主机游戏市场相比全球游戏市场同期水平体现出广阔的发展空间，未来主机游戏业务将为公司带来新的盈利增长亮点。
- **发展电子竞技，提升品牌效应。**公司是国内少有在电子竞技领域进行深度布局的游戏公司之一，公司拥有 DOTA2 和 CS:GO 两大世界级电竞品牌的中国独家代理权。电子竞技的布局将为公司吸引大量深度游戏爱好者，为公司的所开发的移动端手游导流，获得更广泛的受众群体。
- **影视剧方面，公司坚持走精品影视剧路线，**与众多国内知名导演开展战略合作，推出多部爆款影视剧；同时公司开展广泛的国际化合作，推进中国影视剧国际化进程。此外，公司善于开展“影游联动”，结合自身影视及游戏制作能力，扩大产品商业变现能力。

评级面临的主要风险

- 业绩不达预期，游戏及影视业务政策发生变化。

估值

- 预计公司 2017-2019 年营业总收入分别为 87.6 亿元、100.7 亿元和 116.5 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 14.9 亿元、19.4 亿元和 23.6 亿元，基本每股收益分别为 1.13 元、1.48 元和 1.80 元，对应市盈率分别为 30、23 和 19 倍。我们给予该股**买入**的首次评级，目标价格 42.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,129	6,159	8,244	10,002	12,291
变动(%)	22	445	34	21	23
净利润(人民币 百万)	288	1,166	1,492	1,848	2,262
全面摊薄每股收益(人民币)	0.516	0.841	1.135	1.405	1.721
变动(%)	51.7	63.2	34.9	23.8	22.5
全面摊薄市盈率(倍)	65.5	40.1	29.8	24.0	19.6
价格/每股现金流量(倍)	95.2	40.5	12.3	58.5	19.0
每股现金流量(人民币)	0.35	0.83	2.75	0.58	1.78
企业价值/息税折旧前利润(倍)	125.6	37.4	27.0	21.0	16.2
每股股息(人民币)	0.052	0.084	0.113	0.141	0.172
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,129	6,159	8,244	10,002	12,291
销售成本	(571)	(2,458)	(3,292)	(3,861)	(4,927)
经营费用	(206)	(2,505)	(3,378)	(4,147)	(4,919)
息税折旧前利润	352	1,196	1,573	1,994	2,444
折旧及摊销	(5)	(186)	(125)	(153)	(181)
经营利润 (息税前利润)	347	1,010	1,448	1,840	2,263
净利息收入/(费用)	(45)	(1)	(19)	50	107
其他收益/(损失)	82	347	297	247	247
税前利润	385	1,356	1,726	2,137	2,617
所得税	(86)	(223)	(276)	(342)	(419)
少数股东权益	(11)	33	42	53	64
净利润	288	1,166	1,492	1,848	2,262
核心净利润	301	1,192	1,516	1,863	2,278
每股收益 (人民币)	0.516	0.841	1.135	1.405	1.721
核心每股收益 (人民币)	0.538	0.860	1.153	1.417	1.733
每股股息 (人民币)	0.052	0.084	0.113	0.141	0.172
收入增长(%)	22	445	34	21	23
息税前利润增长(%)	25	191	43	27	23
息税折旧前利润增长(%)	23	240	32	27	23
每股收益增长(%)	52	63	35	24	22
核心每股收益增长(%)	54	60	34	23	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	385	1,356	1,726	2,137	2,617
折旧与摊销	5	186	125	153	181
净利息费用	45	1	19	(50)	(107)
运营资本变动	(27)	43	311	(950)	472
税金	(75)	(256)	(276)	(342)	(419)
其他经营现金流	(134)	(176)	1,716	(190)	(403)
经营活动产生的现金流	198	1,155	3,621	759	2,341
购买固定资产净值	(2)	(29)	164	147	147
投资减少/增加	(390)	(1,603)	(1,082)	150	150
其他投资现金流	(119)	(6,979)	(348)	(295)	(295)
投资活动产生的现金流	(510)	(8,611)	(1,266)	3	3
净增权益	(29)	(117)	(149)	(185)	(226)
净增债务	800	1,417	(630)	0	0
支付股息	29	117	149	185	226
其他融资现金流	123	6,745	(171)	(135)	(119)
融资活动产生的现金流	923	8,162	(801)	(135)	(119)
现金变动	611	706	1,554	627	2,225
期初现金	251	1,098	2,097	3,651	4,278
公司自由现金流	(312)	(7,456)	2,355	762	2,344
权益自由现金流	532	(6,037)	1,744	712	2,237

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,271	8,209	7,301	7,928	10,153
应收帐款	790	2,020	1,965	2,870	3,027
库存	344	496	613	686	973
其他流动资产	93	483	307	619	555
流动资产总计	2,498	11,208	10,186	12,103	14,707
固定资产	8	527	563	572	553
无形资产	3	132	134	119	104
其他长期资产	467	1,043	1,622	1,622	1,622
长期资产总计	477	1,702	2,319	2,313	2,279
总资产	3,031	16,297	16,621	18,498	21,034
应付帐款	18	727	91	752	513
短期债务	309	441	418	418	418
其他流动负债	912	3,055	3,034	2,641	3,444
流动负债总计	1,239	4,223	3,544	3,811	4,375
长期借款	643	2,033	1,285	1,285	1,285
其他长期负债	0	1,589	2,041	2,041	2,041
股本	559	1,386	1,315	1,315	1,315
储备	466	5,880	7,240	8,903	10,939
股东权益	1,025	7,267	8,554	10,217	12,253
少数股东权益	123	1,238	1,196	1,143	1,079
总负债及权益	3,031	16,297	16,621	18,498	21,034
每股帐面价值 (人民币)	1.83	5.24	6.51	7.77	9.32
每股有形资产 (人民币)	1.83	5.15	6.40	7.68	9.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.26)	0.27	(1.48)	(1.96)	(3.65)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	31.2	19.4	19.1	19.9	19.9
息税前利润率(%)	30.7	16.4	17.6	18.4	18.4
税前利润率(%)	34.1	22.0	20.9	21.4	21.3
净利率(%)	25.5	18.9	18.1	18.5	18.4
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.7	2.9	3.2	3.4
利息覆盖率(倍)	7.8	822.5	75.6	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	4.4	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	2.5	2.7	3.0	3.1
估值					
市盈率(倍)	65.5	40.1	29.8	24.0	19.6
核心业务市盈率(倍)	62.7	39.3	29.3	23.8	19.5
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	74.9	49.9	37.0	29.8	24.0
市净率(倍)	18.5	6.4	5.2	4.3	3.6
价格/现金流(倍)	95.2	40.5	12.3	58.5	19.0
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	125.6	37.4	27.0	21.0	16.2
周转率					
存货周转天数	254.4	62.4	61.4	61.4	61.4
应收帐款周转天数	245.5	83.3	88.2	88.2	87.6
应付帐款周转天数	9.7	22.1	18.1	15.4	18.8
回报率					
股息支付率(%)	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	32.4	28.1	18.9	19.7	20.1
资产收益率(%)	11.5	8.7	7.4	8.8	9.6
已运用资本收益率(%)	4.4	4.5	3.3	3.8	4.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测