

日期: 2018年04月02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 2018 年 3 月 30 日)

| | |
|-------------------|-------------|
| 报告日股价 (元) | 33.48 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 26.90/37.42 |
| 总股本 (百万股) | 1314.70 |
| 无限售 A 股/总股本 | 35.47% |
| 流通市值 (亿元) | 156.13 |
| 每股净资产 (元) | 6.06 |

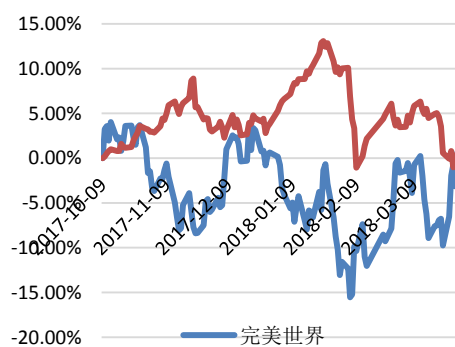
主要股东 (2017Y)

| | |
|----------------------|--------|
| 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 (2017Y)

| | |
|-----|--------|
| 游戏 | 70.89% |
| 院线 | 10.63% |
| 电视剧 | 14.23% |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期: 2017 年 3 月 22 日

18 年有望成为影视及游戏产品大年

■ 公司动态事项

- 1、完美世界公布了2017年年报, 2017年公司实现营收 79.30 亿, 同比增长 28.76%, 实现归母净利润 15.05 亿, 同比增长 29.01%, 扣非后归母净利润 13.98 亿, 同比增长 77.37%。公司公布2017年分红预案, 拟10派1.7元。
- 2、公司公布了2018Q1业绩预告, 预计2018Q1实现归母净利润 3.43-3.76亿元, 同比增长5.39%-15.53%。

■ 事项点评

收入、利润稳健增长, 剥离院线业务

公司2017年收入、利润齐头并进, 扣非后净利润实现同比大幅增长。业绩增量主要来源于主力手游《诛仙》全年贡献利润(16年下半年上线)以及确认了《深海利剑》等多部电视剧的收入。公司2017年综合毛利率57.36%, 较上一年度减少3.60pct。毛利下滑主要是院线业务毛利较低所致。由于公司院线业务发展不及预期, 公司将此业务进行剥离, 并于2017年确认了对应的商誉减值1.02亿元。剥离院线业务后将部分影响2018年的营收增长, 同时公司毛利将回升。

游戏业务: 老产品收益稳健, 18 年或将迎来“端改手”又一小高潮

公司 2017 年游戏业务实现收入 56.50 亿元, 同比增长 20.13%, 占总营收比例的 71.3%。游戏业务毛利率 64.84%, 较上一年度基本持平。按照游戏的细分类型来看, 公司手游业务实现收入 30.79 亿元, 同比增长 42.85%; 端游业务实现收入 19.91 亿元, 同比小幅减少 4.65%; 主机游戏业务实现收入 5.20 亿元, 同比增长 27.19%。总的来说, 公司 17 年游戏业务主要依托于老游戏的稳健经营, 而新游戏虽然数量不多, 但也提供了一定的业绩增量, 如手游《梦间集》、主机游戏《HOB》在今年均表现良好。展望未来, 我们认为 18 年将是公司的产品大年。公司计划在 18 年同时推进 25 款新游戏的研发/发行工作, 其中包括 7 款自研 PC/主机游戏, 14 款自研手游以及代理 4 款独立游戏, 产品覆盖“端改手”、“女性向”、“二次元”、“影游联动”、“沙盒游戏”等多种类型。“端改手”是公司 18 年游戏业务的主线之一, 公司计划推行《武林外传》、《完美世界国际版》、《笑傲江湖》等多款端游 IP 手游上线, 其中,《武林外传》已处于测试优化阶段, TapTap 评分 9.2 分, 预计 Q2 上线, 有望成为公司手游板块又一收入主力。而公司将自研 IP《梦间集》系列化, 同样有望进一步拓展女性用户市场空间。

影视业务：影片储备丰富，即将进入兑现期

公司 2017 年影视业务实现收入 22.80 亿元，同比增长 56.64%，收入占总营收比例的 28.75%。影视业务毛利率 39.3%，小幅下滑 7.8pct，主要受毛利较低的院线业务拖累。我们注意到，2017 年底公司存货项较 17 年初大幅增长 218.07%，其中，在产品（制作中的影视剧、电影）同比增长 289.62%，公司影视剧项目储备丰富。而根据公司影视剧的制作进度来看，公司储备的 33 部电视剧项目中有 2 部已完成制作，9 部处于后期制作中，6 部在拍；8 部电影投资项目中有 1 部已完成制作，3 部后期制作中，1 部在拍。这些作品中有相当一部分有望在 2018 年上映并确认收益，公司 2018 年影视业务收入有望大幅超过 2017 年水平。而公司投资的几部电影有望为以电视剧为主的影视业务带来更好的业绩弹性，其中由张艺谋执导的《影》定档暑期档，影片使用了中国水墨画的独特画风，同时又集结了邓超、孙俪、郑恺等重量级演员，票房有望超预期，较值得期待。

销售及管理费用率降低，财务费用率增长

公司三费控制合理，销售、管理、财务费用率分别为 9.38%、26.14% 和 2.40%，销售、管理费用率较去年同期分别降低 2.88pct、3.66pct，财务费用率增长 2.38pct，财务费用增长较快主要系支付基金优先级合伙人的固定收益增加所致。

■ 盈利预测与估值

我们认为，2018 年对于公司来说，无论是游戏业务还是影视业务都有望迎来丰收的一年。公司项目储备丰富，未来影视、游戏双主业有望实现持续稳健增长。预计公司 2018-2020 年归属于母公司股东净利润分别为 18.74 亿元、23.03 亿元和 26.93 亿元，每股 EPS 分别为 1.43 元、1.75 元和 2.05 元，对应 PE 为 23.48、19.12、16.34 倍。维持“增持”评级。

■ 风险提示

游戏流水不及预期；影片票房不及预期；游戏及影视产品上线时间延后；行业竞争进一步加剧

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

| 至 12 月 31 日（¥.百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 7929.82 | 9053.97 | 10442.60 | 12066.74 |
| 增长率 | 28.76% | 14.18% | 15.34% | 15.55% |
| 归母净利润 | 1504.71 | 1874.31 | 2302.66 | 2693.40 |
| 增长率 | 29.01% | 24.56% | 22.85% | 16.97% |
| 每股收益（元） | 1.14 | 1.43 | 1.75 | 2.05 |
| PE | 29.37 | 23.48 | 19.12 | 16.34 |

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 |
| 负债和股东权益总计 | 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 |

数据来源：WIND 上海证券研究所

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) |
| 归属母公司股东净利润 | 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 | 5.36 | 4.37 | 3.59 |
| EV/EBITDA | 29.39 | 28.88 | 23.11 | 18.71 |
| PE | 37.93 | 30.17 | 25.51 | 21.05 |
| PB | 6.13 | 5.43 | 4.60 | 3.88 |

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±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±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。