

# 完美世界 (002624)

证券研究报告

2018年05月05日

## 核心业务高增长，18年着力精品化、多元化、年轻化

完美世界 2017 年实现营收 79.30 亿元，同比增长 28.76%，归属于上市公司股东净利润 15.05 亿元，同比增长 29.01%。18Q1 实现营收 18.03 亿，同比下降 5.63%，归属于上市公司股东净利润 3.6 亿，同比增长 10.65%，扣非后净利润 2.95 亿，同比增长 3.01%。17 年若剔除院线带来的商誉减值 1.02 亿，核心业务净利润将达到 16 亿，同比增速超过 37%，充分体现公司游戏影视核心业务优质性。18Q1 新游和影视有限及去年同期游戏高基数情况下，业绩符合预期。

公司财务健康，毛利率提升，费用率控制较好。17 年公司整体毛利率 57.36%，同比下降 3.6pct，主要受到院线业务毛利率 (21.66%) 影响；18Q1 毛利率 61.3%，同比提升 5.3pct，主要由于《Subnautica》确认收入，毛利率相对游戏整体更高。17 年公司销售费用同比下降 1.57%，销售费用率同比下降 2.9pct；管理费用同比增长 12.93%，管理费用率同比下降 3.7pct；财务费用 1.90 亿，同比增长主要由于支付基金优先级合伙人固定收益。

游戏影视两大核心业务稳健前行。游戏业务板块，17 年公司游戏营收同比增长 20.13%，整体毛利率 39.28%，同比略降 0.58pct，手游受益《诛仙》高流水递延及当年稳健表现，手游业务收入占游戏收入由 16 年 45.8% 提升至 54.49%。影视业务板块，17 年公司电视剧项目数量不多但保持了较好盈利能力，毛利率达到 53%。

完美世界在 18 年更加注重精品化、年轻化、多元化及多板块联动，储备游戏、影视项目数量和质量上均有较大提升。游戏方面，公司 3 月发布新游戏品牌战略，将全面推进年轻化布局，围绕“诛仙”、“梦间集”、“完美世界”等 IP 进行多产品打造，IP 矩阵将逐步显现，公司储备游戏项目达 25 款。影视方面，公司电视剧储备项目达 33 部，其中已有 2 部作品完成制作，9 部在后期制作中，6 部在拍摄中，完成制作及后期制作作品在 18 年将大概率确认收入，同时不排除更多拍摄及筹备作品确认。

18 年上半年公司预计实现净利润 6.75-7.65 亿元，同比增长 0.54%-13.95%，从项目确认周期看，完美世界 18 年业绩将呈现前低后高趋势，Q3-Q4 有望迎来项目集中确认。

投资建议：完美世界为我们长期看好的 A 股稀缺游戏影视综合娱乐龙头，公司手握经典 IP 以及多年游戏运营经验，同时能够真正在体内实现影游联动，结合集团旗下资产，具备成为 IP 运营平台类公司潜质。公司在 17 年年报及 18 年 3 月游戏发布会上公布的影游储备丰富，同时公司在 18 年腾讯 UP 大会上发布《云梦四时歌》《完美世界手游》两款手游将与腾讯合作，有望带来流水提升，我们基于公司 18-19 年新项目储备和以及与腾讯的合作，预计公司 18-20 年净利润分别为 19.0 亿元/23.7 亿元/28.9 亿元，同比增长 26.6%/24.4%/22.0%，对应 PE 分别为 25.5x/20.5x/16.8x，维持买入评级。

风险提示：游戏影视上线进度延期，游戏流水不达预期，行业监管风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,158.83	7,929.82	9,157.24	11,164.70	13,040.47
增长率(%)	445.33	28.76	15.48	21.92	16.80
EBITDA(百万元)	1,388.28	1,920.87	2,402.80	2,906.36	3,419.70
净利润(百万元)	1,166.31	1,504.71	1,904.19	2,369.25	2,888.49
增长率(%)	304.34	29.01	26.55	24.42	21.92
EPS(元/股)	0.89	1.14	1.37	1.71	2.08
市盈率(P/E)	39.68	30.76	25.63	20.60	16.90
市净率(P/B)	6.41	5.81	4.98	4.09	3.36
市销率(P/S)	7.51	5.84	5.33	4.37	3.74
EV/EBITDA	29.39	22.90	19.73	14.35	13.15

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	35.20 元
目标价格	42.90 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,314.70
流通 A 股股本(百万股)	466.35
A 股总市值(百万元)	46,277.51
流通 A 股市值(百万元)	16,415.54
每股净资产(元)	6.30
资产负债率(%)	43.34
一年内最高/最低(元)	37.42/27.56

### 作者

文浩 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《完美世界-公司点评:转让院线长期利好核心业务，18 年影游项目丰富具备业绩支撑》 2018-01-29
- 2 《完美世界-季报点评:优质内生性增长不断验证，影视储备及大 IP 游戏为明年亮点》 2017-10-29

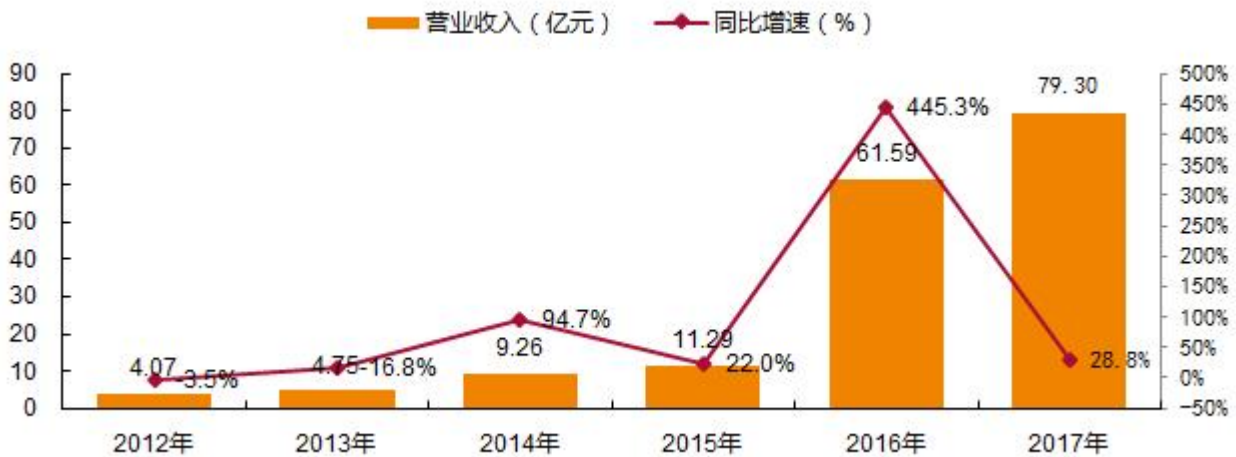
## 1. 财报解读

完美世界 2017 年实现营收 79.30 亿元，同比增长 28.76%，归属于上市公司股东净利润 15.05 亿元，同比增长 29.01%。子公司完美影视实现净利润 4.19 亿元，游戏子公司实现净利润 13.32 亿元（扣非后 13.9 亿，业绩承诺 9.88 亿），差额来自计提院线资产减值及支付基金优先级合伙人的利息支出。若剔除院线带来的商誉减值 1.02 亿，核心业务净利润将达到 16 亿，同比增速超过 37%，充分体现公司游戏影视核心业务优质性。

完美世界 18Q1 实现营收 18.03 亿，同比下降 5.63%，归属于上市公司股东净利润 3.6 亿，同比增长 10.65%，扣非后净利润 2.95 亿，同比增长 3.01%。17Q1 由于《诛仙手游》高流水递延带来游戏高基数，在 18Q1 新游和影视有限情况下，业绩符合预期。

2018 年 1-6 月，公司预计实现净利润 6.75 亿-7.65 亿元，同比增长 0.54%-13.95%，对应 18Q2 净利润 3.15 亿-4.05 亿元，同比下降 9%-同比增长 17%。

图 1：完美世界 2012-2017 年营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

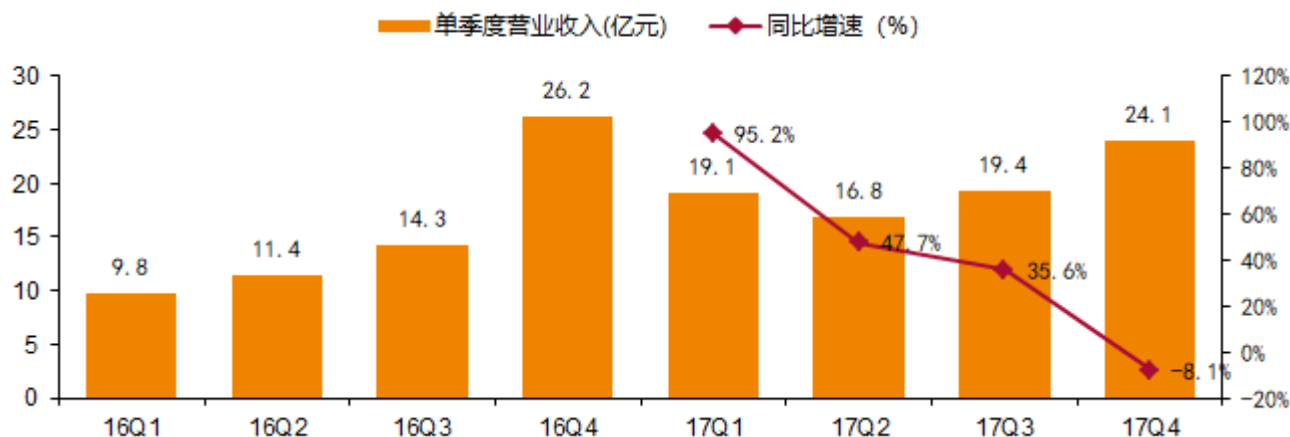
图 2：完美世界 2012-2017 年净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

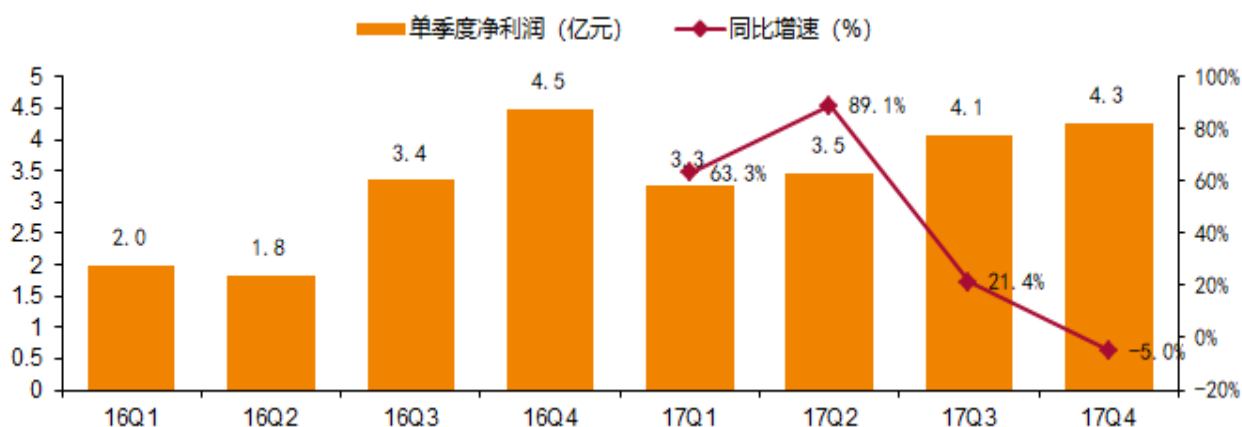
分季度看，2017 年各季度分别实现营收 19.1 亿元、16.8 亿元、19.4 亿元和 24.1 亿元，各季度分别实现净利润 3.3 亿元、3.5 亿元、4.1 亿元和 4.3 亿元。

图 3：完美世界 16Q1-17Q4 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：完美世界 16Q1-17Q4 净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：完美世界 2012-2017 年毛利率



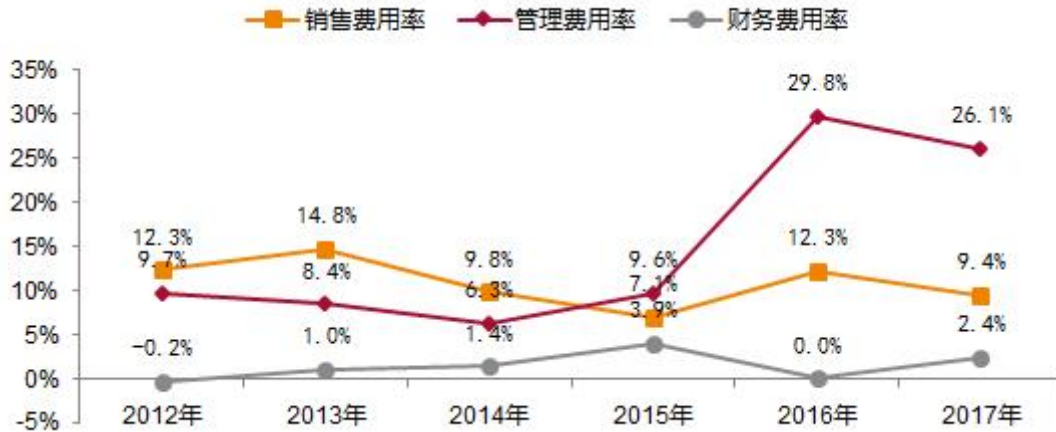
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年公司销售费用 7.44 亿，同比下降 1.57%，销售费用率 9.4%，同比下降 2.9pct；管理费用 20.73 亿，同比增长 12.93%，管理费用率 26.1%，同比下降 3.7pct；财务费用 1.90 亿，同比增长 15381.48%，财务费用率 2.4%。其中财务费用增长幅度较大，主要由于本期支付

基金优先级合伙人的固定收益增加所致，同时管理费用增长，主要由于上年末合并院线业务及本期职工薪酬的增加所致。

18Q1 公司毛利率 61.3%，同比提升 5.3pct，相对 2017 年度提升 3.96pct，我们认为毛利率提升主要由于《Subnautica 深海迷航》为端游产品，毛利率相对游戏整体更高，而 17Q1《诛仙手游》带来手游占比较高。三项费用方面，公司销售费用和管理费用分别为 1.76 亿、5.5 亿元，数值分别同比下降 0.5%、1.4%，财务费用 6121 万元，同比增长 44.6%，主要为本期利息收入减少以及汇兑损益变动影响所致。

图 6：完美世界 2012-2017 年三项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**基于 17 年年度数据，进行分业务板块具体分析：**

**游戏业务板块**，手游及主机游戏为亮点，手游继续受益《诛仙》收入高增长，端游同比下降，主机游戏继续保持高增速，手游业务收入占游戏收入由 2016 年 45.8%提升至 54.49%。

**收入方面**，2017 年公司游戏业务营业收入 56.50 亿元（同比增长 20.13%），其中：

**端游收入 19.91 亿元（同比下降 4.65%）**，主要贡献来自《诛仙》完美世界国际版《DOTA2》，电竞品方面《Crossout（创世战车）》及《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》相继公测，协同《DOTA2》构建多层次、立体化电竞生态圈，成为公司端游业务新的增长点；

**手游收入 30.79 亿元（同比增长 42.85%）**，主要作品为《诛仙手游》、《火炬之光》、《最终幻想》、《倚天屠龙记》等，其中《诛仙手游》为业绩贡献主力，下半年作品《射雕英雄传 2》《梦间集》已经上线，有效提升了公司在移动游戏市场的份额及口碑，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；

**主机游戏收入 5.20 亿元（同比增长 27.19%）**，主要作品《无冬 OL》《星际迷航》，继续高速增长，报告期内，公司推出了《HOB》等主机游戏产品，同时数款基于知名 IP 或自创 IP 的主机游戏正在研发中；

**毛利率方面**，公司游戏业务整体毛利率 64.66%，同比下降 0.58pct，其中端游略有下降（75.69%，同比下降 0.72pct），主要影响因素为 DOTA2 收入占比提升，由于分成，其毛利率低于其他传统端游；手游毛利率提升（59.13%，同比增长 2.95pct），主机游戏小幅下降（56.77%，同比下降 0.41pct）。

2017 年公司研发投入金额 13.11 亿元，占营收 16.54%。



影视业务板块,《深海利剑》《神犬小七》第三季、《归去来》《天意》等精品影视剧提升公司业绩。

**收入方面**, 2017 年公司影视业务营业收入 22.79 亿元 (同比增长 56.64%), 高同比主要来自院线新增并表。电视剧收入 11.28 亿元 (同比增长 2.36%), 公司出品了《深海利剑》《神犬小七》第三季、《归去来》《天意》等精品影视剧, 其中,《深海利剑》作为国内首部以潜艇兵为题材的电视剧, 献礼建军 90 周年, 在北京卫视、浙江卫视暑期档热播, 获得业内外一致好评。院线收入 8.43 亿元 (同比增长 1634.84%, 并表因素, 18 年将剥离), 影视相关其他业务 1.28 亿元 (同比下降 13.36%); 艺人经纪及综艺节目收入 1.79 亿元 (同比增长 13.77%), 公司参与投资制作了《向往的生活》《欢乐中国人》《跨界歌王 2》等综艺节目, 赢得了良好的口碑及收视率。

**毛利率方面**, 影视整体毛利率下降 (39.28%, 同比下降 7.85pct), 电视剧 (53.12%, 同比增长 4.17pct)、院线业务毛利率上升 (21.66%, 同比增长 11.06pct), 艺人经纪及综艺节目毛利率上升 (44.41%, 同比增长 9.00pct), 影视相关其他业务毛利率下降(25.12%, 同比下降 32.87pct)。

## 2. 17 年业务发展: 以内生增长为根基, 以外延拓展为辅助, 打造国内领先的娱乐综合体

2017 年, 公司依托端游大 IP 转手游的优势, 积极布局细分市场游戏, 从核心优势的 MMORPG 品类向多元化的游戏类型拓展, 并深入发掘同一 IP 多产品联动项目; 借助与环球影业的良好合作, 公司不断推动影视业务的国际化发展, 获取多元化的收益和全球市场份额; 与威秀娱乐集团、WME|IMG 在电影方面达成战略合作, 进一步深化泛娱乐布局

### 2.1. 影视板块

公司坚持精品内容的深耕细作, 聚合行业优质资源, 在电视剧、网剧、电影及综艺节目等方面持续发力, 拓宽影视业务娱乐矩阵。

**1) 电视剧方面:** 公司出品了《深海利剑》《神犬小七》第三季、《归去来》《天意》等精品影视剧。其中,《深海利剑》作为国内首部以潜艇兵为题材的电视剧, 献礼建军 90 周年, 在北京卫视、浙江卫视暑期档热播, 获得业内外一致好评;《神犬小七》第三季、《归去来》《天意》不久也将与观众见面;

**2) 电影方面:** 公司出品的《非凡任务》已上映并取得了 1.47 亿分账票房 (剔除服务费); 关注儿童性侵题材的电影《嘉年华》聚焦社会现实, 荣获第 74 届威尼斯国际电影节金狮奖提名及第 54 届金马奖最佳导演奖; 公司与环球影业 (Universal Pictures) 合作, 参与投资和出品的三部影片《至暗时刻》《魅影缝匠》《维多利亚与阿卜杜勒》, 在第 90 届奥斯卡共获得包括最佳影片、最佳导演、最佳男主角等 9 项大奖的 14 个提名, 刷新了中国影视公司在历届奥斯卡获得大奖提名的数量之最; 借助与环球影业的良好合作, 公司不断推动影视业务的国际化发展, 获取多元化的收益和全球市场份额; 2017 年 6 月, 公司与威秀娱乐集团、WME | IMG 成立完美威秀娱乐集团, 完美威秀娱乐集团致力于打造具有国际水准的中国本土电影。

**3) 综艺方面:** 报告期内公司参与投资制作了《向往的生活》《欢乐中国人》《跨界歌王 2》等综艺节目, 赢得了良好的口碑及收视率。

**4) 艺人经纪业务方面:** 近年来影视行业的快速发展, 直接推动了艺人经纪业务的不断成长。公司依托自身的制作平台及管理优势, 坚持艺人经纪与影视娱乐内容生产和运营协同发展, 持续发展艺人经纪业务。

## 2.2. 游戏板块

平台化机制建设进一步深化，年轻化布局效果初现，新 IP 孵化首试成功，端游、移动游戏、主机游戏三驾马车多元化发展。

1) **端游方面**：经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》等持续贡献稳定收入，公司也在积极布局“诛仙”、“完美世界”两大主力 IP 的年轻化运营，充分发掘年轻用户的特点和需求，基于更大的用户群体放大 IP 的影响力。电竞品类方面，《Crossout (创世战车)》《CS:GO (反恐精英：全球攻势)》相继公测，协同《DOTA2》构建多层次、立体化电竞生态圈，成为公司端游业务新的增长点。

2) **移动游戏方面**：《诛仙手游》、《火炬之光》、《神雕侠侣》、《最终幻想》等持续受到玩家欢迎，同时报告期内公司推出了多款精品游戏，如《射雕英雄传 2》手游、《梦间集》等，有效提升了公司在移动游戏市场的份额及口碑。

3) **主机游戏方面**：公司借助《无冬 OL》、《星际迷航》主机版积累的先发优势，不断深化主机游戏领域的布局。

4) **VR 游戏方面**：注重 VR、人工智能等新技术在游戏中的融合以及社交、互动新玩法在游戏中的应用。

## 3. 18 年影游储备丰沛，着力精品化、多元化、年轻化

2018 年，公司将继续秉承“精品大作、精准定位、精细化管理”的精品化策略，持续发力精品内容；将在产品研发、IP 创造、内容升级、游戏体验的变革、泛游戏产业链发展等各个领域加大年轻化的布局与发展；进一步巩固核心优势，布局细分市场；借助自身多业务板块的优势，积极推进 IP 一体化开发及运营，从源头上实现不同业务产品间的交互，打造泛娱乐联动的良性循环；秉承“全球制作、全球发行、全球伙伴”的国际化战略，进一步拓展外延合作。未来公司将进一步加大在内容制作领域的布局，巩固自身在优质内容生产方面的领先地位。

### 3.1. 影视板块经营计划

**电视剧业务发展计划**：2018 年公司预计投资的影视作品涉及了知名网络小说改编、都市、军旅、近代传奇、武侠、悬疑、古装、玄幻、青春等多种类型及题材，以全方位满足不同观众的需求。同时，公司积极响应五部委联合下发的《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》，创作重大革命和历史题材、现实题材、农村题材等指导剧目，发挥示范引领作用，促进优秀电视剧“走出去”。《神犬小七》第三季、《归去来》、《天意》不久将与观众见面；此外，包括《爱在星空下》、《幸福的理由》、《西夏死书》、《勇敢的心 2》、《最美的青春》、《忽而今夏》、《趁我们还年轻》、《香蜜沉沉烬如霜》、《走火》、《壮志高飞》、《半生缘》在内的多部影视剧已完成制作或在后期制作过程中。

表 1：2018 年电视剧投资计划

序号	投资项目名称	制作进度（截至报告日）	预计开拍日期
1	爱在星空下	完成制作	
2	幸福的理由	完成制作	
3	西夏死书	后期制作中	
4	勇敢的心 2	后期制作中	
5	最美的青春	后期制作中	
6	忽而今夏	后期制作中	
7	趁我们还年轻	后期制作中	
8	香蜜沉沉烬如霜	后期制作中	

9	走火	后期制作中	
10	壮志高飞	后期制作中	
11	半生缘	后期制作中	
12	帝凰业	拍摄中	
13	不婚女王	拍摄中	
14	绝代双骄	拍摄中	
15	山月不知心底事	拍摄中	
16	艳势番之新青年	拍摄中	
17	一号文件	拍摄中	
18	蓝盔	筹备中	2018 年上半年
19	家有仙妻	筹备中	2018 年上半年
20	烈火神盾	筹备中	2018 年上半年
21	他知道风从哪个方向来	筹备中	2018 年上半年
22	七月与安生	筹备中	2018 年上半年
23	青春斗	筹备中	2018 年上半年
24	猎头局中局	筹备中	2018 年下半年
25	妙探先生	筹备中	2018 年下半年
26	惊天动地	筹备中	2018 年下半年
27	我的 AI 男友	筹备中	2018 年下半年
28	霍元甲	筹备中	2018 年下半年
29	野火春风斗古城	筹备中	2018 年下半年
30	网络罪案调查组	筹备中	2018 年下半年
31	青年特工	筹备中	2018 年下半年
32	方根书简	筹备中	2018 年下半年
33	心理大师	筹备中	2018 年下半年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：以上的投资计划是目前的初步规划，公司经营层可能根据市场变化、剧本进度、主创档期等因素对项目进行增加、减少、替换和调整

**电影业务发展规划：**2018 年公司将继续立足自身制作优势，引入国内外优质资源，合作打造具有国际水准的中国本土电影。同时，公司与环球影业的片单投资及战略合作按计划有序推进。院线电影之外，网络大电影目前已经形成了一定规模的市场。2018 年 2 月 1 日，公司打造的经典 IP “灵魂摆渡” 系列首部网络大电影——《灵魂摆渡·黄泉》正式上线爱奇艺电影频道，上线 27 天分账收益破 3000 万元，成为分账收益史上最快突破 3000 万元的网络电影。2018 年，公司将继续布局网络大电影，推动电影业务的多元化发展。公司与威秀娱乐集团、WME | IMG 成立的完美威秀娱乐集团制作的高科技动作电影《解码者》及张艺谋执导的史诗传奇电影《影》均在后期制作过程中。

表 2：2018 年电影投资计划

序号	电影名称（暂定名）	制作进度
1	父子	完成制作
2	妈阁是座城	后期制作中
3	影	后期制作中
4	解码者	后期制作中
5	催眠裁决	拍摄中
6	当小七遇到加菲	筹备中
7	格斗少年	筹备中
8	河盗（网络大电影）	筹备中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：以上的投资计划是目前的初步规划，公司经营层可能根据市场变化、剧本进度、主创档期等因素对项目进行增加、减少、替换和调整。

**综艺业务发展计划：**公司将秉承“精品”、“创新”的整体战略，运用自主开发、项目合作、跨境合作等多种方式，进一步拓展公司综艺栏目业务。

表 3：2018 年综艺投资计划

序号	项目名称	制作进度
1	欢乐中国人 2	正在播出
2	极限挑战 4	筹备中
3	向往的生活 2	筹备中
4	无限歌谣季	筹备中
5	你的故事我的歌	筹备中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 游戏板块经营计划

公司将坚持“全球制作、全球发行、全球伙伴”的国际化战略，继续推动端游、移动游戏、主机游戏三驾马车多元化发展。在品牌年轻化大战略下，公司将全面推进年轻化布局，在产品研发、IP 创造、内容升级、游戏体验的变革等各个领域加大年轻化的发展与创新，发掘用户的文化属性与需求，从核心优势的 MMORPG 品类拓展到更多细分市场。

表 4：2018 年电视剧投资计划

序号	游戏名称（暂定）	游戏类型	自研/代理
1	边缘计划	PC 端游	自研
2	新诛仙世界	PC 端游	自研
3	深海迷航	主机游戏	自研
4	完美世界主机版	主机游戏	自研
5	非常英雄	PC 端游+主机游戏	自研
6	Torchlight Online	PC 端游+主机游戏	自研
7	Magic The Gathering	PC 端游+主机游戏	自研
8	烈火如歌	移动游戏	自研
9	轮回诀	移动游戏	自研
10	武林外传官方手游	移动游戏	自研
11	云梦四时歌	移动游戏	自研
12	梦间集天鹅座	移动游戏	自研
13	完美世界手游	移动游戏	自研
14	神雕侠侣 2	移动游戏	自研
15	新笑傲江湖手游	移动游戏	自研
16	我的起源	移动游戏	自研
17	失落的神域	移动游戏	自研
18	时代的崛起 (Rise of Ages)	移动游戏	自研
19	梦魇 (Nightmare)	移动游戏	自研
20	奥域：王国崛起	移动游戏	自研
21	射雕三部曲	移动游戏	自研
22	面条人	独立游戏	代理



23	赦免者	独立游戏	代理
24	隐龙传	独立游戏	代理
25	洪潮之焰	独立游戏	代理

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**端游方面：**公司积极推动“诛仙”、“完美世界”两大主力 IP 的年轻运营，通过系列化产品的推出，在巩固老玩家的同时吸引新玩家，发掘端游市场潜力，基于更大的用户群体放大 IP 的影响力。此外，公司旗下海外研发团队基于知名 IP 及自创 IP 发力 PC 端及主机双平台游戏，助力公司端游业务及主机游戏业务的持续稳健发展。

**移动游戏方面：**公司的王牌产品《诛仙手游》的成功印证了公司对精品端游进行移动版改编的实力。2018 年，公司将依托端游大 IP 转手游的优势，积极布局细分市场游戏，从核心优势的 MMORPG 品类向多元化的游戏类型拓展，并深入发掘同一 IP 多产品联动项目。目前，公司有数款移动游戏正在研发过程中，涵盖 MMORPG、二次元、女性向、漫游联动、影游联动、沙盒、SLG、卡牌类等多种游戏类型和题材。公司将继续加大对移动游戏产品的延展与扩充，不断提升公司在移动游戏市场的占有率。精品手游大作《轮回诀》、《武林外传》等已开放测试，公司与嘉行传媒合作的影游联动项目《烈火如歌》也在按计划推进中。

**主机游戏方面：**基于《无冬 OL》主机版取得的先发优势，公司在主机游戏方面将继续发力，目前公司有数款在研的主机游戏，包括《Subnautica（深海迷航）》的 PS4 版本（XBOX 版本已经推出）、《非常英雄》、《Torchtlight Online》、《Magic》等。

**独立游戏方面：**公司凭借强大的资源整合能力，配合丰富的海外游戏引进经验，代理了数款中小型独立游戏佳作，力图为玩家带来更多耳目一新的游戏体验。

#### 4. 投资建议

**投资建议：**完美世界为我们长期看好的 A 股稀缺游戏影视综合娱乐龙头，公司手握经典 IP 以及多年游戏运营经验，同时能够真正在体内实现影游联动，结合集团旗下资产，具备成为 IP 运营平台类公司潜质。公司在 17 年年报及 18 年 3 月游戏发布会上公布的影游储备丰富，同时公司在 18 年腾讯 UP 大会上发布《云梦四时歌》《完美世界手游》两款手游将与腾讯合作，有望带来流水提升，我们基于公司 18-19 年新项目储备以及与腾讯的合作，预计公司 18-20 年净利润分别为 19.0 亿元/23.7 亿元/28.9 亿元，同比增长 26.6%/24.4%/22.0%，对应 PE 分别为 25.5x/20.5x/16.8x，维持买入评级。

**风险提示：**游戏影视上线进度延期，游戏流水不达预期，行业监管风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,097.11	3,236.42	3,662.90	10,048.23	6,520.24
应收账款	2,020.26	1,751.15	5,130.25	513.07	6,078.38
预付账款	483.28	851.65	267.55	1,179.41	662.15
存货	495.98	1,575.57	1,426.96	1,303.32	2,844.79
其他	6,111.72	2,831.53	3,043.59	4,007.82	3,313.79
<b>流动资产合计</b>	<b>11,208.35</b>	<b>10,246.32</b>	<b>13,531.24</b>	<b>17,051.85</b>	<b>19,419.34</b>
长期股权投资	868.27	1,482.08	1,482.08	1,482.08	1,482.08
固定资产	525.92	478.60	452.30	426.00	399.71
在建工程	0.60	12.08	12.08	12.08	12.08
无形资产	132.47	114.37	24.91	0.00	0.00
其他	3,561.88	4,251.47	4,232.96	4,218.41	4,165.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,089.14</b>	<b>6,338.59</b>	<b>6,204.32</b>	<b>6,138.57</b>	<b>6,059.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,297.49</b>	<b>16,584.90</b>	<b>19,735.56</b>	<b>23,190.41</b>	<b>25,479.02</b>
短期借款	440.71	617.90	1,453.86	1,777.52	2,024.38
应付账款	1,141.15	839.28	2,483.85	1,904.35	2,109.02
其他	2,641.06	3,758.22	2,221.96	3,129.09	3,061.16
<b>流动负债合计</b>	<b>4,222.92</b>	<b>5,215.40</b>	<b>6,159.66</b>	<b>6,810.96</b>	<b>7,194.56</b>
长期借款	2,032.62	500.00	1,661.90	1,851.96	1,053.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,589.21	2,082.77	1,224.14	1,632.04	1,646.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,621.83</b>	<b>2,582.77</b>	<b>2,886.04</b>	<b>3,484.00</b>	<b>2,700.03</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,844.75</b>	<b>7,798.17</b>	<b>9,045.70</b>	<b>10,294.96</b>	<b>9,894.59</b>
少数股东权益	1,238.44	822.56	881.45	954.73	1,044.06
股本	1,386.37	1,386.39	1,386.39	1,386.39	1,386.39
资本公积	4,162.14	3,557.31	3,601.93	3,601.93	3,601.93
留存收益	5,880.46	6,663.61	8,422.01	10,554.33	13,153.97
其他	(4,214.66)	(3,643.15)	(3,601.93)	(3,601.93)	(3,601.93)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,452.74</b>	<b>8,786.73</b>	<b>10,689.86</b>	<b>12,895.45</b>	<b>15,584.43</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16,297.49</b>	<b>16,584.90</b>	<b>19,735.56</b>	<b>23,190.41</b>	<b>25,479.02</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.15	1,459.91	1,904.19	2,369.25	2,888.49
折旧摊销	206.65	280.25	115.76	51.20	26.30
财务费用	84.13	291.64	146.45	174.25	109.53
投资损失	(192.40)	(183.18)	(180.00)	(190.00)	(200.00)
营运资金变动	(2,304.23)	2,367.34	(2,897.82)	3,533.14	(5,853.38)
其它	2,227.61	(3,411.57)	58.89	73.28	89.33
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,154.90</b>	<b>804.38</b>	<b>(852.53)</b>	<b>6,011.11</b>	<b>(2,939.73)</b>
资本支出	1,040.71	916.65	858.64	(407.90)	(14.28)
长期投资	452.43	613.81	0.00	0.00	0.00
其他	(10,103.74)	184.48	(741.52)	592.06	224.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8,610.60)</b>	<b>1,714.94</b>	<b>117.11</b>	<b>184.16</b>	<b>209.98</b>
债权融资	2,582.36	2,223.50	3,591.79	4,193.03	3,793.16
股权融资	4,911.57	(828.22)	(15.97)	(174.24)	(109.52)
其他	668.08	(2,846.25)	(2,413.92)	(3,828.73)	(4,481.89)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>8,162.00</b>	<b>(1,450.97)</b>	<b>1,161.90</b>	<b>190.06</b>	<b>(798.24)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>706.31</b>	<b>1,068.35</b>	<b>426.48</b>	<b>6,385.33</b>	<b>(3,527.99)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>6,158.83</b>	<b>7,929.82</b>	<b>9,157.24</b>	<b>11,164.70</b>	<b>13,040.47</b>
营业成本	2,404.28	3,381.23	3,788.75	4,668.05	5,523.71
营业税金及附加	53.57	63.77	79.67	97.13	113.45
营业费用	755.35	743.51	842.47	1,004.82	1,160.60
管理费用	1,835.58	2,072.87	2,289.31	2,679.53	2,999.31
财务费用	1.23	190.09	146.45	174.25	109.53
资产减值损失	100.18	137.17	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	192.40	183.18	180.00	190.00	200.00
其他	(384.81)	(431.45)	(360.00)	(380.00)	(400.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,201.05</b>	<b>1,589.45</b>	<b>2,140.60</b>	<b>2,680.91</b>	<b>3,283.88</b>
营业外收入	156.94	72.05	70.00	70.00	70.00
营业外支出	2.00	12.64	4.88	6.51	8.01
<b>利润总额</b>	<b>1,355.98</b>	<b>1,648.85</b>	<b>2,205.72</b>	<b>2,744.41</b>	<b>3,345.87</b>
所得税	222.83	188.94	242.63	301.88	368.05
<b>净利润</b>	<b>1,133.15</b>	<b>1,459.91</b>	<b>1,963.09</b>	<b>2,442.52</b>	<b>2,977.82</b>
少数股东损益	(33.17)	(44.80)	58.89	73.28	89.33
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,166.31</b>	<b>1,504.71</b>	<b>1,904.19</b>	<b>2,369.25</b>	<b>2,888.49</b>
每股收益(元)	0.89	1.14	1.37	1.71	2.08

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	445.33%	28.76%	15.48%	21.92%	16.80%
营业利润	266.40%	32.34%	34.68%	25.24%	22.49%
归属于母公司净利润	304.34%	29.01%	26.55%	24.42%	21.92%
<b>获利能力</b>					
毛利率	60.96%	57.36%	58.63%	58.19%	57.64%
净利率	18.94%	18.98%	20.79%	21.22%	22.15%
ROE	16.17%	18.89%	19.41%	19.84%	19.87%
ROIC	86.42%	23.45%	36.59%	30.22%	62.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.13%	47.02%	45.83%	44.39%	38.83%
净负债率	-4.51%	36.02%	21.87%	13.89%	-25.32%
流动比率	2.65	1.96	2.20	2.50	2.70
速动比率	2.54	1.66	1.97	2.31	2.30
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.39	4.21	2.66	3.96	3.96
存货周转率	14.66	7.66	6.10	8.18	6.29
总资产周转率	0.64	0.48	0.50	0.52	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.89	1.14	1.37	1.71	2.08
每股经营现金流	0.88	0.61	-0.65	4.57	-2.24
每股净资产	5.49	6.06	7.07	8.61	10.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.68	30.76	25.63	20.60	16.90
市净率	6.41	5.81	4.98	4.09	3.36
EV/EBITDA	29.39	22.90	19.73	14.35	13.15
EV/EBIT	33.94	25.66	20.73	14.60	13.25

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com