

分析师: 刘冉  
 执业证书编号: S0730516010001  
 liuran@ccnew.com 021-50588666-8036  
 研究助理: 乔琪  
 qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

## 新游表现良好带动 18 年 H1 业绩增长, 增发股票用于影视项目投资

——完美世界(002624)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

#### 市场数据(2018-06-01)

收盘价(元)	32.47
一年内最高/最低(元)	38.10/27.56
沪深300指数	3770.59
市净率(倍)	5.36
流通市值(亿元)	151.42

#### 基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	6.30
每股经营现金流(元)	-0.23
毛利率(%)	61.32
净资产收益率-摊薄(%)	4.35
资产负债率(%)	43.34
总股本/流通股(万股)	131470.2/46635.06
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

- 《完美世界(002624)年报点评: 游戏与影视齐飞, 全新战略布局下业绩增长可期》 2018-04-02
- 《完美世界(002624)公司点评报告: 17 年业绩实现高速增长, 游戏与影视业务发展强劲》 2018-02-05

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018年06月04日

**事件:** 6月3日, 公司发布18年半年度业绩预告修正公告, 上调净利润变动区间。6月4日, 公司公告称拟筹划非公开发行股票并停牌。

#### 投资要点:

- **上调公司业绩预告区间。**公司发布18年半年度业绩预告修正公告, 将净利润变动区间由此前在第一季度公告中公布的6.75亿元-7.65亿元上调至7.2亿元-8.3亿元, 同比增长7.25%-23.63%。
- **业绩修正主要原因系公司新上线游戏《烈火如歌》、《轮回诀》和《武林外传手游》表现良好, 预计将增加公司收入和利润。**公司二季度新上线游戏中, 《烈火如歌》作为与嘉行传媒合作的影游联动产品, 除电视剧在网络平台热播外, 游戏则是由公司王牌团队打造, 市场表现不俗。《武林外传手游》6月1日正式公测, 开服4小时登顶iOS排行榜首, 10小时用户数破百万, 流水破千万。根据App Annie统计, 截止至6月3日, 《武林外传手游》依然维持在iOS App Store畅销榜第一, 免费榜第二的位置。
- **影视业务表现同样较好。**近期热播的电视剧《归去来》作为王牌大剧, 播出后反馈非常好, 根据艺恩数据统计的6月2日单日播放量排行榜来看, 《归去来》以2.6亿次播放量排名第一, 远超第二名《如果, 爱》1.1亿次的播放量。此外近期和腾讯合作的网剧《忽而今夏》市场反响不错。目前公司影视业务方面有接近二十个制作团队, 打造数量丰富、品类各异的作品, 包括《走火》《绝代双骄》《不婚女王》《艳势番之新青年》《香蜜沉沉烬如霜》《半生缘》《壮志高飞》《西夏死书》等在不同领域的优秀产品都会陆续推出。电影方面进展也非常好, 和环球影业合作的电影《侏罗纪世界2》将于6月15日公映, 此外与威秀合作的张艺谋执导的《影》作为一部众望所归的影片, 将在暑期档推出。
- **公司拟筹划非公开发行股票用于影视项目投资。**公司目前聚拢了多个优秀影视制作团队, 多款影视剧项目正在推进中, 后续筹备中的影视片单品类多样、数量丰富。在内容精品化的市场环境下, 优质影视剧的制作周期拉长, 制作成本加大, 需要较大资金投入。为了补充影视内容制作业务发展所需的运营资金, 公司拟通过非公开发行股票方式募集资金。本次非公开发行的股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定, 且不超过2,500万股, 以截至2018年5月31日公司总股本1,314,786,517股测算, 本次非公开发行股票数量上限未超过本次发行前公司总股本的20%, 本次发行不会导致公司控制权发生变化。通

过此次非公开发行股票募集资金方式募集总额不超过 10 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于影视剧项目投资。

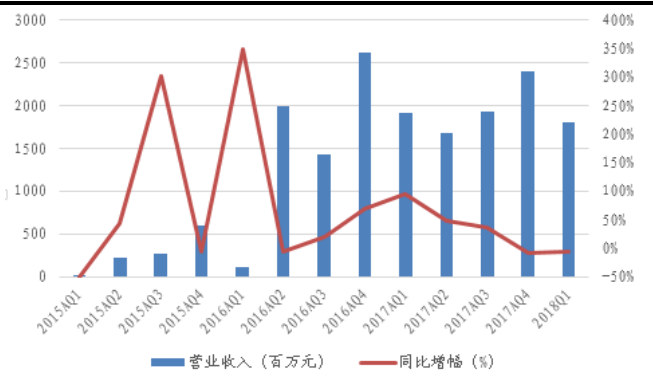
- **与腾讯强强联合，获取顶级流量资源。**在目前流量逐渐向头部平台集中与买量发行成本持续提高的大环境下，公司与腾讯建立合作关系，通过与优质流量平台强强联合的方式，将《完美世界手游》与《云梦四时歌》作为与腾讯首次合作的两款重磅产品，有望获取腾讯顶级的发行资源，目前项目正在按计划推行，进展顺利。
- **“端转手” IP 战略打法值得期待。**公司以端游业务起家，积累了众多优质 IP，2016 年推出的《诛仙手游》至今保持着较强的生命力，为公司贡献稳定的流水，验证了公司在端转手方面的转化效果。今年公司的手游作品《武林外传》、《完美世界》和《笑傲江湖》等在端游时代都积累了大量用户和粉丝。“端转手”的 IP 战略打法以及良好的游戏品质均使得公司游戏产品市场表现值得期待。
- **“两条腿走路”的国际化战略布局。**公司的国际化布局主要分为两方面，一方面是推动中国本土游戏走出去，比如手游《倚天屠龙记》《射雕英雄传》等都在东南亚等海外地区取得了不错的成绩；另一方面，公司在欧美组建了自己的研发团队，正在打造基于包括《Torchlight》、《Magic》等优质 IP 在内的多款大作，这些产品基本都是 PC+主机双平台，有望延续公司在海外主机游戏市场的优势。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.46/1.72/2.00 元（暂不考虑非公开发行股票因素产生的影响），按 2018 年 6 月 1 日收盘价 32.47 元，对应 PE 分别约为 22.2/18.9/16.3 倍。当前公司估值相对于行业水平处于较低位置，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**政策监管趋严；影视游戏项目表现不及预期；影视游戏项目项目上线进度不及预期；核心研发团队人才流失。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6158.8	7929.8	8970.2	10345.3	11716.1
增长比率	445.3%	28.8%	13.1%	15.3%	13.3%
净利润(百万元)	1166.3	1504.7	1923.6	2261.6	2626.9
增长比率	304.3%	29.0%	27.8%	17.6%	16.2%
每股收益(元)	0.89	1.14	1.46	1.72	2.00
市盈率(倍)	36.6	28.4	22.2	18.9	16.3

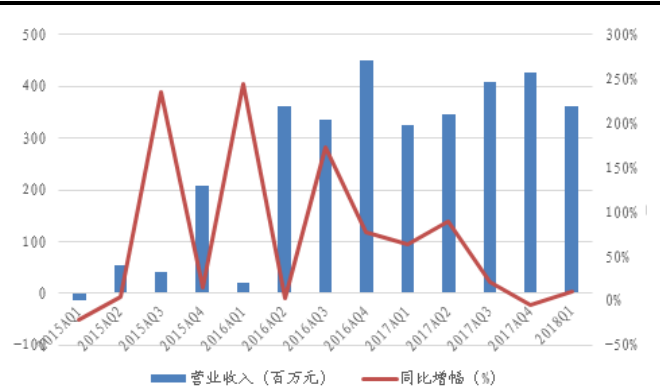
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2015-2018Q1 公司单季度营收及增速



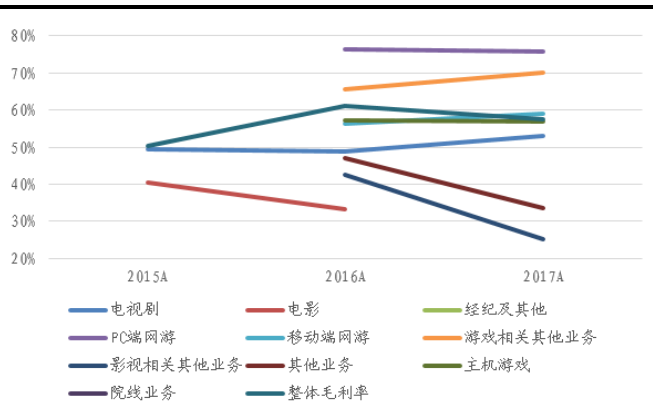
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2015-2018Q1 公司单季度净利润及增速



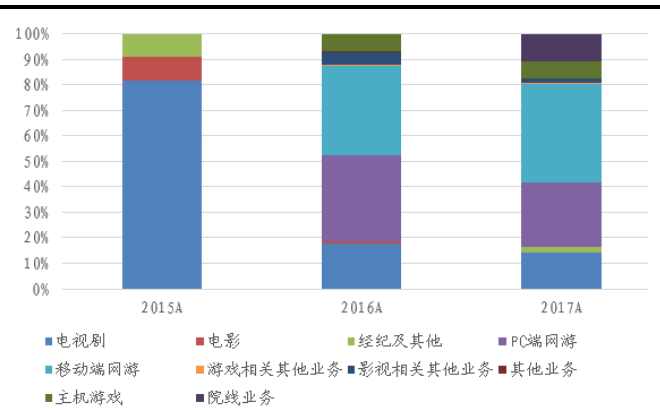
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2015-2017 主营业务毛利率



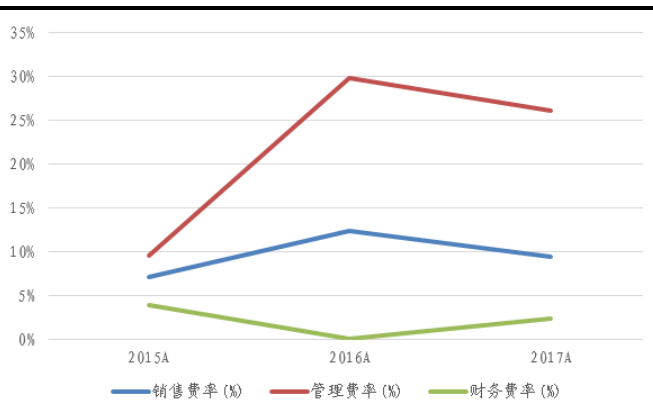
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2015-2017 公司营收占比



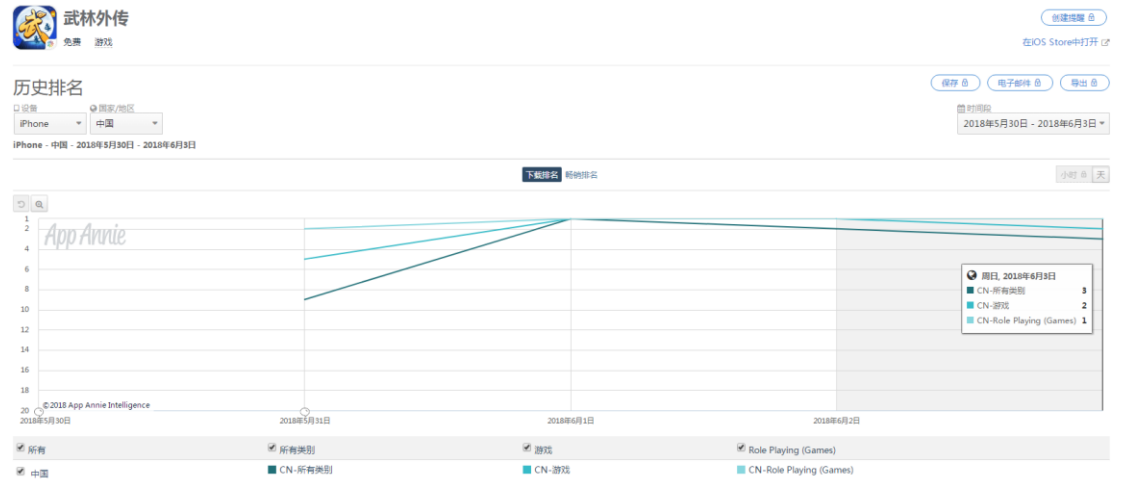
资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2015-2017 公司主要费率



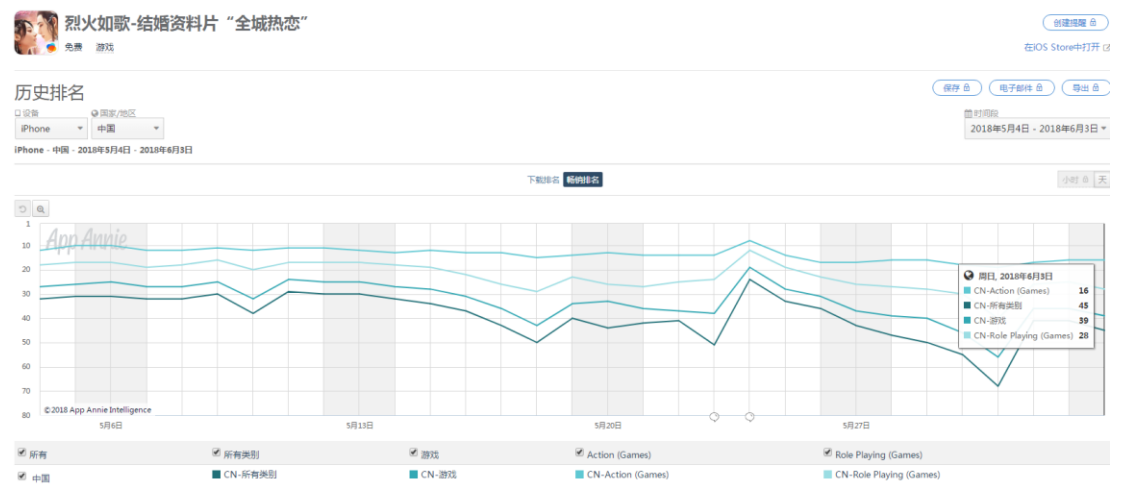
资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 《武林外传手游》排名变化情况 (截止至 2018 年 6 月 3 日)



资料来源: APP Annie, 中原证券

图 7: 《烈火如歌》排名变化情况 (截止至 2018 年 6 月 3 日)



资料来源: APP Annie, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>6158.8</b>	<b>7929.8</b>	<b>8970.2</b>	<b>10345.3</b>	<b>11716.1</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,404.3	3,381.2	3,712.8	4,257.1	4,774.3	营业收入增长率	445.3%	28.8%	13.1%	15.3%	13.3%
营业税费	53.6	63.8	73.0	85.8	95.6	营业利润增长率	266.4%	32.3%	33.8%	15.5%	17.6%
销售费用	755.3	743.5	852.2	988.0	1,116.5	净利润增长率	304.3%	29.0%	27.8%	17.6%	16.2%
管理费用	1,835.6	2,072.9	2,300.0	2,652.5	2,987.6	EBITDA 增长率	267.6%	38.4%	24.6%	10.9%	14.6%
财务费用	1.2	190.1	62.2	58.7	39.1	EBIT 增长率	222.9%	42.6%	27.7%	14.9%	16.4%
资产减值损失	100.2	137.2	62.9	100.1	100.0	NOPLAT 增长率	247.2%	56.8%	19.6%	16.5%	15.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	477.9%	-17.2%	5.0%	18.8%	-4.8%
投资和汇兑收益	192.4	183.2	219.8	252.8	285.7	净资产增长率	635.9%	4.0%	13.2%	23.5%	17.6%
<b>营业利润</b>	<b>1,201.0</b>	<b>1,589.4</b>	<b>2,127.0</b>	<b>2,455.9</b>	<b>2,888.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	154.9	59.4	90.4	77.2	81.5	毛利率	61.0%	57.4%	58.6%	58.9%	59.3%
<b>利润总额</b>	<b>1,356.0</b>	<b>1,648.9</b>	<b>2,217.5</b>	<b>2,533.1</b>	<b>2,970.1</b>	营业利润率	19.5%	20.0%	23.7%	23.7%	24.7%
减: 所得税	222.8	188.9	309.3	321.7	395.9	净利润率	18.9%	19.0%	21.4%	21.9%	22.4%
<b>净利润</b>	<b>1166.3</b>	<b>1504.7</b>	<b>1923.6</b>	<b>2261.6</b>	<b>2626.9</b>	EBITDA/营业收入	22.5%	24.2%	26.7%	25.7%	26.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	19.5%	21.6%	24.4%	24.3%	25.0%
货币资金	2,097.1	3,236.4	3,620.1	4,248.6	7,083.0	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	16	23	17	11	6
应收帐款	2,020.3	1,751.2	2,427.1	2,391.7	3,103.9	<b>流动营业资本周转天数</b>	177	202	150	157	154
应收票据	-	67.1	19.6	25.5	41.5	流动资产周转天数	401	487	418	409	446
预付帐款	483.3	851.6	1,347.3	1,174.0	1,653.7	应收帐款周转天数	82	86	84	84	84
存货	496.0	1,575.6	1,174.4	1,433.8	1,491.2	存货周转天数	25	47	55	45	45
其他流动资产	6,111.7	2,764.5	2,009.4	3,610.5	2,794.8	总资产周转天数	565	746	655	602	616
可供出售金融资产	1,829.7	1,755.4	1,195.0	1,593.4	1,514.6	投资资本周转天数	230	279	229	222	208
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	868.3	1,482.1	1,482.1	1,482.1	1,482.1	ROE	16.2%	18.9%	21.0%	19.6%	19.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	8.8%	11.9%	11.9%	11.9%
固定资产	525.9	478.6	363.5	248.5	133.4	ROIC	86.4%	23.5%	33.9%	37.6%	36.6%
在建工程	0.6	12.1	12.1	12.1	12.1	<b>费用率</b>					
无形资产	132.5	114.4	24.9	-	-	销售费用率	12.3%	9.4%	9.5%	9.6%	9.5%
其他非流动资产	1,732.2	2,496.1	2,383.4	2,296.7	2,249.7	管理费用率	29.8%	26.1%	25.6%	25.6%	25.5%
<b>资产总额</b>	<b>16,297.5</b>	<b>16,584.9</b>	<b>16,058.9</b>	<b>18,517.0</b>	<b>21,559.9</b>	财务费用率	0.0%	2.4%	0.7%	0.6%	0.3%
短期债务	440.7	617.9	-	-	-	三费/营业收入	42.1%	37.9%	35.8%	35.8%	35.4%
应付帐款	1,141.1	839.3	1,831.0	1,230.8	2,082.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	48.1%	47.0%	38.1%	33.7%	33.0%
其他流动负债	2,641.1	3,758.2	2,248.2	3,102.6	3,029.6	负债权益比	92.8%	88.7%	61.4%	50.8%	49.3%
长期借款	2,032.6	500.0	-	-	-	流动比率	2.65	1.96	2.60	2.97	3.16
其他非流动负债	1,589.2	2,082.8	2,031.4	1,901.1	2,005.1	速动比率	2.54	1.66	2.31	2.64	2.87
<b>负债总额</b>	<b>7,844.7</b>	<b>7,798.2</b>	<b>6,110.6</b>	<b>6,234.6</b>	<b>7,116.7</b>	利息保障倍数	979.16	9.02	35.20	42.86	74.88
<b>少数股东权益</b>	<b>1,238.4</b>	<b>822.6</b>	<b>807.9</b>	<b>758.5</b>	<b>707.0</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,386.4	1,386.4	1,314.7	1,314.7	1,314.7	DPS(元)	0.09	0.18	0.15	0.21	0.26
留存收益	5,880.5	6,663.6	7,825.7	10,209.2	12,421.5	分红比率	10.6%	15.7%	10.5%	12.2%	12.8%
<b>股东权益</b>	<b>8,452.7</b>	<b>8,786.7</b>	<b>9,948.3</b>	<b>12,282.4</b>	<b>14,443.2</b>	股息收益率	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	1,133.1	1,459.9	1,923.6	2,261.6	2,626.9	EPS(元)	0.89	1.14	1.46	1.72	2.00
加: 折旧和摊销	206.6	280.2	204.5	140.0	115.1	BVPS(元)	5.49	6.06	6.95	8.77	10.45
资产减值准备	100.2	137.2	-	-	-	PE(X)	36.6	28.4	22.2	18.9	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	5.4	4.7	3.7	3.1
财务费用	84.1	291.6	62.2	58.7	39.1	P/FCF	-14.4	18.5	90.3	49.2	13.4
投资收益	-192.4	-183.2	-219.8	-252.8	-285.7	P/S	6.9	5.4	4.8	4.1	3.6
少数股东损益	-33.2	-44.8	-15.5	-50.2	-52.7	EV/EBITDA	32.1	22.2	16.5	14.4	11.7
营运资金的变动	-2,304.2	2,367.3	-370.2	-1,151.4	264.3	CAGR(%)	25.0%	20.8%	85.5%	25.0%	20.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,154.9</b>	<b>804.4</b>	<b>1,584.8</b>	<b>1,005.8</b>	<b>2,707.0</b>	PEG	1.5	1.4	0.3	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-8,610.6	1,714.9	780.2	-145.6	364.4	ROIC/WACC	8.2	2.2	3.2	3.6	3.5
融资活动产生现金流量	8,162.0	-1,451.0	-1,981.3	-231.8	-237.1	REP	0.8	3.4	2.1	1.5	1.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。