

2018年06月12日

完美世界 (002624.SZ)

公司快报

合资设立 STEAM 中国，强强联合 PC 平台化建设加速

传媒 | 互联网 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-06-11)

32.47 元

交易数据

总市值 (百万元)	42,688.37
流通市值 (百万元)	15,142.40
总股本 (百万股)	1,314.70
流通股本 (百万股)	466.35
12 个月价格区间	27.56/38.10 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.18	7.59	-13.67
绝对收益	-9.17	-1.13	-9.17

分析师

付宇婕

 SAC 执业证书编号: S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

相关报告

 完美世界：积水成渊生潜龙 宝剑磨砺铸完美
 2018-05-26

 完美世界：一季报符合预期，双轮驱动实力凸显
 2018-04-25

 完美世界：2017 双轮驱动效果凸显，2018 迎来影游收获季节
 2018-04-02

 完美世界：拟向大股东出售院线资产，夯实主业优化现金流
 2018-01-29

 完美世界：三季报业绩喜人 影游双擎驱动延伸
 2017-10-30

投资要点

◆ 事件：

◆ 2018 年 6 月 11 日，完美世界全资子公司完美世界征奇、完美世界游戏与 Valve Corporation 签署授权协议，建立 Steam 中国。Steam 中国是在中国大陆地区运营的 Steam。完美世界与 Valve 公司将共同推进 Steam 中国，积极促成 Steam 中国的上线、推广及游戏产品的引进。

◆ 具体合作内容包括：

- 1、完美世界在中国大陆地区建立、运营及推广 Steam 中国。
- 2、Valve 公司为 Steam 中国的上线及运营提供软件授权及相关技术支持，同时授权完美世界在 Steam 中国的推广中使用其商标及相关宣传资料。
- 3、完美世界负责将 Steam 海外游戏产品引进至 Steam 中国并进行本地化等相关工作，同时负责推荐及支持中国游戏产品在 Steam 中国的发行及运营。

◆ 点评：

◆ Steam 拥有端游巨大影响力。Valve 公司旗下的 Steam 是目前全球最大的 PC 端综合性数字发行平台之一，玩家可以在该平台购买、下载、讨论、上传和分享游戏和其他游戏相关产品。迄今为止，Steam 为全球玩家提供了超过 2 万款来自不同国家和地区游戏公司的优秀游戏产品，包括 MOBA 经典《DOTA2》、FPS《CS:GO》、吃鸡游戏《PUBG:绝地求生》，截止 2018 年 1 月，STEAM 平台在中国活跃用户超过 4000 万人，在全球范围内聚集了大量用户。

◆ 解决技术延迟，符合监管要求。由于 STEAM 服务器设立在海外，中国玩家在使用 STEAM 时经常出现卡顿等问题，需要加载游戏加速器解决，通过与 Steam 合资设立中国子公司，有利于解决境内的技术延迟等问题。同时，由于 Steam 平台的游戏未经文化部、新闻出版总署批复，因此合资设立 Steam 中国，正版引进游戏并获得版号，也符合当前监管的要求。

◆ 母公司 Valve 公司与完美早有渊源。Valve Corporation 成立于 1996 年，总部位于美国华盛顿州，是全球著名的游戏开发商，其开发的游戏代表作品有《半条命 (Half-Life)》、《反恐精英:全球攻势 (CS:GO)》、《刀塔 (DOTA 2)》等。其中，完美世界下子公司为《DOTA 2》和《CS:GO》的中国区独家代理商。

◆ 强强联合 PC 平台化建设加速。公司 PC 端业务通过独代《DOTA2》、《CS: GO》积累了全球化产品端游运营的深刻经验。本次合作符合公司一贯秉承的“全球制作、全球发行、全球伙伴”的国际化发展战略，通过全球资源整合，拓展自身的全球化

版图，提升公司的核心竞争力和品牌影响力。

- ◆ **引入全球知名端游储备，建立端游运营护城河。**得益于公司的全球化发展战略，公司本次与 Valve 公司再度合作，进一步巩固了完美世界与世界知名游戏厂商的全球伙伴关系。通过搭建 Steam 中国，公司引入全球优秀游戏，在坚持优质内容制作的基础上进一步完善公司游戏产业链的布局。
- ◆ **投资建议：**我们看好公司在游戏与影视的双轮驱动能力，公告上调 18 年中报业绩至 7.2-8.3 亿元，YoY7.25%-23.63%，对应 18Q2 净利润为 3.5-4.7 亿，YoY4.0%-35.8%。较原中报业绩预告 6.75-7.65 亿元有显著提升，考虑到公司拟发行不超过 10 亿元定增但尚未出台的定增预案，我们暂不调整公司盈利预测。我们预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.40、1.74、2.07 元，净资产收益率分别为 18.7%/19.1%/18.8%，对应当前股价估值分别为 24.2/19.5/16.4 X，维持买入 -A 建议。
- ◆ **风险提示：**游戏发行不达预期的风险，影视剧拍摄进度不达预期的风险，影视剧销售不达预期的风险，游戏流水不达预期的风险，政策风险，市场变动的风险

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	6,158.8	7,929.8	8,735.8	10,585.2	12,495.1
同比增长(%)	445.3%	28.8%	10.2%	21.2%	18.0%
营业利润(百万元)	1,201.0	1,589.4	2,152.0	2,685.4	3,214.9
同比增长(%)	266.4%	32.3%	35.4%	24.8%	19.7%
净利润(百万元)	1,166.3	1,504.7	1,842.7	2,283.6	2,721.4
同比增长(%)	304.3%	29.0%	22.5%	23.9%	19.2%
每股收益(元)	0.89	1.14	1.40	1.74	2.07
PE	38.2	29.6	24.2	19.5	16.4
PB	6.2	5.6	4.5	3.7	3.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,158.8	7,929.8	8,735.8	10,585.2	12,495.1	年增长率					
减:营业成本	2,404.3	3,381.2	3,450.5	4,202.4	4,867.1	营业收入增长率	445.3%	28.8%	10.2%	21.2%	18.0%
营业税费	53.6	63.8	68.9	79.2	89.5	营业利润增长率	266.4%	32.3%	35.4%	24.8%	19.7%
销售费用	755.3	743.5	788.1	985.1	1,201.9	净利润增长率	304.3%	29.0%	22.5%	23.9%	19.2%
管理费用	1,835.6	2,072.9	2,155.7	2,651.6	3,181.9	EBITDA 增长率	267.6%	38.4%	32.9%	21.7%	18.0%
财务费用	1.2	190.1	220.0	190.0	183.9	EBIT 增长率	222.9%	42.6%	38.4%	21.2%	18.2%
资产减值损失	100.2	137.2	102.5	120.0	110.0	NOPLAT 增长率	247.2%	56.8%	25.8%	21.2%	18.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	477.9%	-17.2%	9.9%	-6.8%	10.8%
投资和汇兑收益	192.4	183.2	202.0	328.5	353.9	净资产增长率	635.9%	4.0%	22.1%	20.0%	19.7%
营业利润	1,201.0	1,589.4	2,152.0	2,685.4	3,214.9	盈利能力					
加:营业外净收支	154.9	59.4	98.0	103.0	108.0	毛利率	61.0%	57.4%	60.5%	60.3%	61.0%
利润总额	1,356.0	1,648.9	2,250.0	2,788.4	3,322.9	营业利润率	19.5%	20.0%	24.6%	25.4%	25.7%
减:所得税	222.8	188.9	369.7	458.1	545.9	净利润率	18.9%	19.0%	21.1%	21.6%	21.8%
净利润	1,166.3	1,504.7	1,842.7	2,283.6	2,721.4	EBITDA/营业收入	22.5%	24.2%	29.2%	29.3%	29.3%
						EBIT/营业收入	19.5%	21.6%	27.2%	27.2%	27.2%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	48.1%	47.0%	37.8%	32.2%	32.0%
货币资金	2,097.1	3,236.4	2,641.1	5,365.5	7,498.0	负债权益比	92.8%	88.7%	60.7%	47.6%	47.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.65	1.96	2.33	3.10	3.21
应收帐款	2,020.3	1,751.2	2,179.9	2,524.6	3,028.8	速动比率	2.54	1.66	2.07	3.03	2.93
应收票据	-	67.1	24.3	34.5	34.9	利息保障倍数	979.16	9.02	10.78	15.13	18.48
预付帐款	483.3	851.6	405.4	603.1	505.5	营运能力					
存货	496.0	1,575.6	1,150.2	250.6	1,371.7	固定资产周转天数	16	23	17	9	5
其他流动资产	6,111.7	2,764.5	4,003.3	3,264.1	3,016.1	流动营业资本周转天数	177	202	150	120	103
可供出售金融资产	1,829.7	1,755.4	1,898.0	1,950.0	1,998.0	流动资产周转天数	401	487	426	382	396
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	82	86	81	80	80
长期股权投资	868.3	1,482.1	2,154.1	2,441.0	2,874.2	存货周转天数	25	47	56	24	23
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	565	746	697	616	600
固定资产	525.9	478.6	332.8	225.7	115.9	投资资本周转天数	230	279	241	201	173
在建工程	0.6	12.1	11.5	9.2	8.3	费用率					
无形资产	132.5	114.4	149.6	152.8	107.0	销售费用率	12.3%	9.4%	9.0%	9.3%	9.6%
其他非流动资产	1,732.2	2,496.1	2,295.6	2,177.1	2,122.1	管理费用率	29.8%	26.1%	24.7%	25.0%	25.5%
资产总额	16,297.5	16,584.9	17,245.7	18,998.2	22,680.6	财务费用率	0.0%	2.4%	2.5%	1.8%	1.5%
短期债务	440.7	617.9	-	-	-	三费/营业收入	42.1%	37.9%	36.2%	36.2%	36.6%
应付帐款	1,141.1	839.3	1,844.5	1,424.1	2,361.4	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	18.9%	18.7%	19.1%	18.8%
其他流动负债	2,641.1	3,758.2	2,625.9	2,465.3	2,449.2	ROA	7.0%	8.8%	10.9%	12.3%	12.2%
长期借款	2,032.6	500.0	-	-	-	ROIC	86.4%	23.5%	35.6%	39.3%	49.8%
其他非流动负债	1,589.2	2,082.8	2,043.0	2,234.0	2,456.0	分红指标					
负债总额	7,844.7	7,798.2	6,513.4	6,123.4	7,266.6	DPS(元)	0.09	0.18	0.15	0.18	0.22
少数股东权益	1,238.4	822.6	860.2	906.8	962.3	分红比率	10.6%	15.7%	10.5%	10.5%	10.5%
股本	1,386.4	1,386.4	1,314.7	1,314.7	1,314.7	股息收益率	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%
留存收益	5,880.5	6,663.6	8,557.5	10,653.3	13,136.9						
股东权益	8,452.7	8,786.7	10,732.3	12,874.8	15,414.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.1	1,459.9	1,842.7	2,283.6	2,721.4	EPS(元)	0.89	1.14	1.40	1.74	2.07
加:折旧和摊销	206.6	280.2	181.2	231.1	267.2	BVPS(元)	5.49	6.06	7.51	9.10	10.99
资产减值准备	100.2	137.2	-	-	-	PE(X)	38.2	29.6	24.2	19.5	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	5.6	4.5	3.7	3.1
财务费用	84.1	291.6	220.0	190.0	183.9	P/FCF	-15.0	19.4	-98.2	16.0	19.7
投资损失	-192.4	-183.2	-202.0	-328.5	-353.9	P/S	7.2	5.6	5.1	4.2	3.6
少数股东损益	-33.2	-44.8	37.6	46.6	55.5	EV/EBITDA	33.5	23.2	16.0	12.3	9.9
营运资金的变动	-2,304.2	2,367.3	-355.8	753.0	-203.4	CAGR(%)	27.2%	23.9%	84.6%	27.2%	23.9%
经营活动产生现金流量	1,154.9	804.4	1,723.8	3,175.8	2,670.7	PEG	1.4	1.2	0.3	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-8,610.6	1,714.9	-416.9	-161.2	-268.0	ROIC/WACC	8.3	2.2	3.4	3.8	4.8
融资活动产生现金流量	8,162.0	-1,451.0	-1,902.2	-290.3	-270.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

分析师声明

付宇娣声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com