

建立 Steam 中国，远期续航能力有望提升 买入（维持）

2018 年 06 月 18 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 肖文瀚

xiaowh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7,929.8	10,042.2	12,050.6	13,858.2
同比（%）	28.8%	26.6%	20.0%	15.0%
净利润（百万元）	1,504.7	2,025.5	2,512.2	2,908.4
同比（%）	29.0%	34.6%	24.0%	15.8%
每股收益（元/股）	1.14	1.54	1.91	2.21
P/E（倍）	28.2	21.1	17.0	14.7

事件：公司 2018 年 6 月 4 日停牌筹划非公开发行股票事项，6 月 11 日与 Valve 公司签署授权协议建立 Steam 中国，积极促成 Steam 中国的上线、推广及游戏产品的引进。6 月 16 日公司公告终止筹划非公开发行股票事项，将于明日（6 月 19 日）正式复牌。

投资要点

■ **踏准中国区 PC 玩家的付费趋势，公司与 Valve 的合作再上一台阶，利好业务的稳定发展：**Valve 旗下的 Steam 平台是目前全球最大的 PC 端综合性数字发行平台之一，聚集了全球超过 2 万款游戏产品，发展态势强劲。近年来 Steam 中国区玩家的数量持续上升，根据 SteamSpy 数据，2018 年初 Steam 中国区的玩家数量突破 4000 万。公司与 Valve 继《DOTA2》与《CS:GO》后，合作再上一个台阶，我们认为建立 Steam 中国将利好游戏代理发行业务的稳定发展，有效增强公司的平台属性。我们预计 Steam 中国将在 2019 年逐步推进落实。

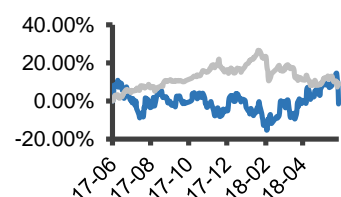
■ **远期续航能力有望得到提升，期待未来更多的协同：**公司拥有全球领先的游戏产品研发实力，一方面利用公司储备的优质端游 IP 实现端转手，另一方面在打造新 IP 上同样不遗余力，近期上线的《轮回诀》、《武林外传》的良好表现均体现了公司自研自发的实力。同时与腾讯两款大作《云梦四时歌》、《完美世界手游》的合作预计将充分夯实公司今年业绩。在拿下 Steam 中国的代理权后，全球范围海量的优质端游产品将通过 Steam 中国平台输入国内。未来端游产品 IP 与手游研发的协同值得期待，远期公司产品续航能力有望得到加强。

■ **产品多平台布局，产品国际化与海外产品输入同步推进：**公司此前通过《射雕英雄传》、《诛仙》、《倚天屠龙记》等产品在东南亚等地区取得不俗成绩。同时公司在欧美组建研发团队，拥有《火炬之光》、《无冬之夜》、《万智牌》等面向全球的优质 IP，在 PC 平台、主机平台、移动端等多个平台上持续布局，未来自研产品走向国际化与优秀海外产品的输入同步推进，业务线与产品矩阵得到加强。

■ **盈利预测与投资评级：**公司建立 Steam 中国将利好长远发展，一方面踏准国内 PC 玩家付费的趋势，另一方面将提升公司业务远期续航能力，有望在未来实现更多的协同。我们维持对公司的中长期看好，预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 1.54/1.91/2.21 元，对应当前股价 PE 为 21/17/15 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**现有产品运营数据下滑过快，新产品上线延期风险，新产品上线表现不及预期，合作进展不及预期，影视项目收入低于预期。

股价走势



完美世界 沪深300

市场数据

收盘价(元)	32.47
一年最低/最高价	27.43/38.10
市净率(倍)	5.15
流通 A 股市值(百万元)	15142.40

基础数据

每股净资产(元)	6.30
资产负债率(%)	43.34
总股本(百万股)	1314.70
流通 A 股(百万股)	466.35

相关研究

- 1、《完美世界：上调业绩预告区间，手游新品再证研运实力》2018-06-03
- 2、《完美世界：一季报业绩符合预期，关注新品表现以及后续重磅产品》2018-04-22
- 3、《完美世界：精品化、多元化布局，新品矩阵打造全新看点》2018-03-30
- 4、《完美世界：专注“游戏+影视”双擎，推动玩家结构年轻化》2018-01-31

完美世界三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10,246.3	12,167.1	15,587.8	19,380.2	营业收入	7,929.8	10,042.2	12,050.6	13,858.2
现金	3,236.4	4,495.4	6,755.7	10,059.2	减:营业成本	3,381.2	3,803.4	4,564.1	5,248.7
应收账款	2,680.4	4,163.1	4,036.5	5,393.0	营业税金及附加	63.8	88.3	103.6	119.1
存货	1,575.6	754.6	2,041.6	1,174.1	营业费用	743.5	903.8	1,165.5	1,340.3
其他流动资产	2,753.9	2,753.9	2,753.9	2,753.9	管理费用	2,072.9	3,102.2	3,585.4	4,123.2
非流动资产	6,338.6	5,851.7	5,738.8	6,085.8	财务费用	190.1	-14.2	-47.8	-70.4
长期股权投资	1,482.1	1,636.3	1,827.3	2,050.5	资产减值损失	137.2	165.6	214.2	246.4
固定资产	478.6	260.1	137.1	261.8	加:投资净收益	183.2	154.2	191.0	223.2
在建工程	12.1	10.1	9.1	8.1	其他收益	59.4	278.3	326.3	375.3
无形资产	2,154.6	2,059.8	1,994.5	1,994.5	营业利润	1,589.5	2,147.2	2,656.6	3,074.0
其他非流动资产	2,211.3	1,885.5	1,770.9	1,770.9	加:营业外净收支	59.4	278.3	326.3	375.3
资产总计	16,584.9	18,018.9	21,326.6	25,466.1	利润总额	1,648.9	2,425.4	2,982.9	3,449.3
流动负债	5,215.4	2,484.0	3,520.0	5,029.2	减:所得税费用	188.9	433.1	509.6	585.6
短期借款	617.9	-	-	-	少数股东损益	-44.8	-33.1	-38.8	-44.7
应付账款	2,213.9	2,484.0	3,520.0	5,029.2	归属母公司净利润	1,504.7	2,025.5	2,512.2	2,908.4
其他流动负债	4,449.4	4,418.3	4,418.3	4,418.3	EBIT	1,726.1	2,391.2	2,885.1	3,288.9
非流动负债	7,798.2	7,402.3	8,438.3	9,947.5	EBITDA	2,006.4	2,705.4	3,174.8	3,418.8
长期借款	500.0	500.0	500.0	500.0	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	4,449.4	4,418.3	4,418.3	4,418.3	每股收益(元)	1.14	1.54	1.91	2.21
负债合计	7,798.2	7,402.3	8,438.3	9,947.5	每股净资产(元)	6.06	7.47	9.23	11.27
少数股东权益	822.6	789.4	750.6	705.9	发行在外股份(百万股)	1,314.7	1,314.7	1,314.7	1,314.7
归属母公司股东权益	7,964.2	9,827.1	12,137.7	14,812.7	ROIC(%)	19.2%	30.7%	42.8%	48.5%
负债和股东权益	16,584.9	18,018.9	21,326.6	25,466.1	ROE(%)	18.3%	20.6%	20.7%	19.6%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	57.4%	62.1%	62.1%	62.1%
经营活动现金流	804.4	2,502.1	2,297.3	3,569.3	销售净利率(%)	17.8%	19.8%	20.5%	20.7%
投资活动现金流	1,714.9	175.2	66.8	-192.8	资产负债率(%)	47.0%	41.1%	39.6%	39.1%
筹资活动现金流	-1,451.0	-746.2	-103.8	-73.0	收入增长率(%)	28.8%	26.6%	20.0%	15.0%
现金净增加额	1,031.6	1,931.1	2,260.3	3,303.4	净利润增长率(%)	29.0%	34.6%	24.0%	15.8%
折旧和摊销	280.2	314.2	289.7	129.8	P/E	28.2	21.1	17.0	14.7
资本开支	-288.1	50.0	200.0	500.0	P/B	5.4	4.3	3.5	2.9
营运资本变动	-2,792.4	-422.4	144.4	-1,002.1	EV/EBITDA	21.3	14.8	11.9	10.1

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

