

评级: 买入(维持)

市场价格:

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 朱骏楠

执业证书编号: S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1314.7020
流通股本(百万股)	466.3056
市价(元)	29.00
市值(百万元)	38126.3581
流通市值(百万元)	13524.1672

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【中泰传媒】完美世界(002624)跟踪点评: 新游戏表现超预期, 年轻化战略持续推进
- 2 【中泰传媒】完美世界(002624)一季报点评: Q1 业绩符合预期, 期待 Q2 新游戏表现
- 3 【中泰传媒】完美世界(002624)跟踪点评: 转让院线业务, 聚焦核心主业

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,159	7,930	8,233	9,359	10,763
增长率 yoy%	445.33%	28.76%	3.82%	13.68%	15.00%
净利润	1,166	1,505	1,912	2,408	2,871
增长率 yoy%	304.34%	29.01%	27.05%	25.96%	19.21%
每股收益(元)	0.89	1.14	1.45	1.83	2.18
每股现金流量	0.88	0.61	2.38	0.74	2.82
净资产收益率	16.17%	18.89%	19.42%	19.76%	19.22%
P/E	32.69	25.34	19.94	15.83	13.28
PEG	1.20	1.05	0.71	0.58	0.55
P/B	5.28	4.79	3.87	3.13	2.55

备注:

投资要点

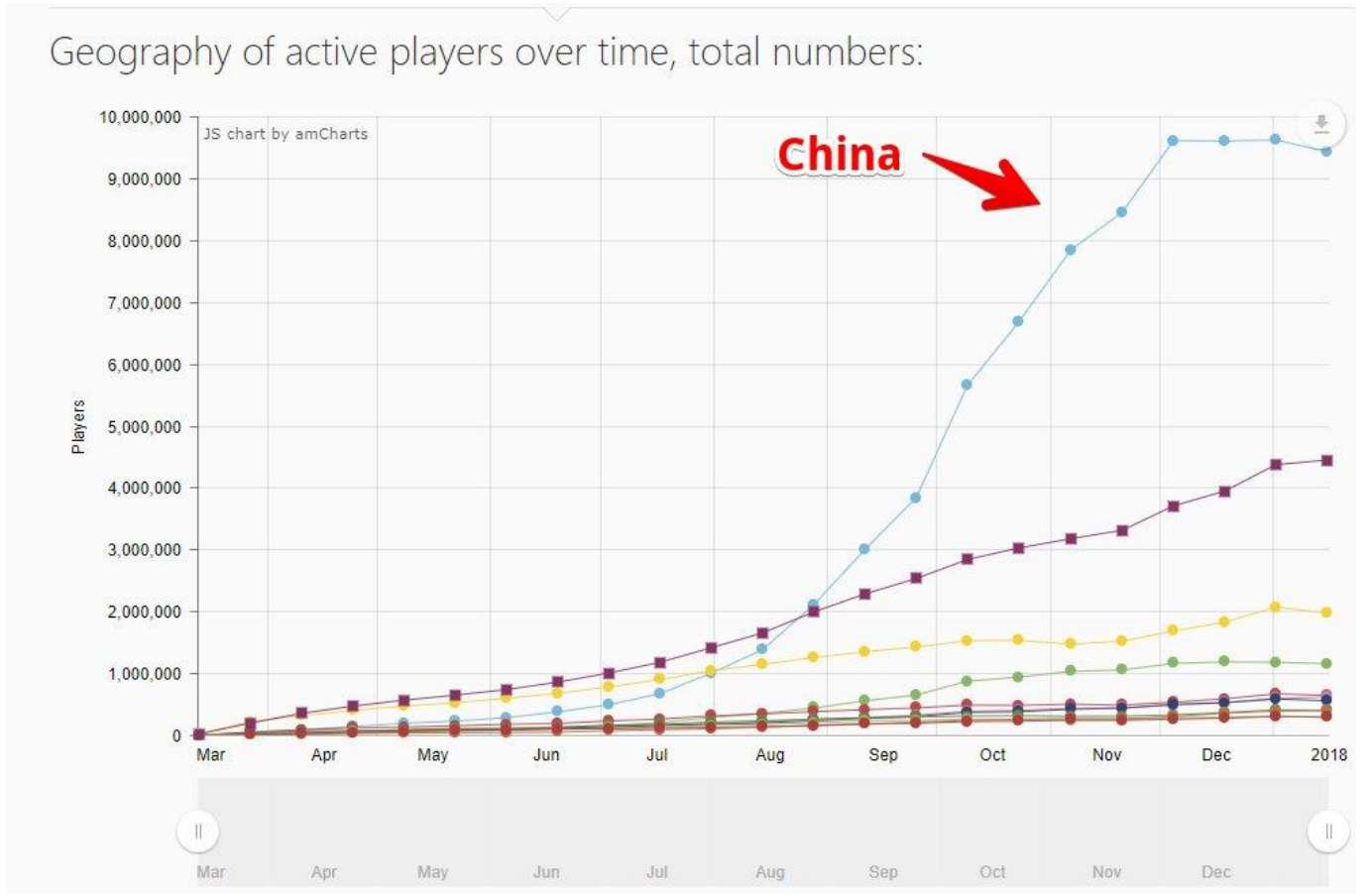
■ 事件:

- 1) 完美世界与 VALVE 公司签署授权协议建立 STEAM 中国;
 - 2) 公司部分董事、高级管理人员、导演制片人及核心管理团队计划 6 个月内在二级市场以集中竞价方式直接或间接增持公司股份, 合计不低于 1 亿元, 增持计划不设定价格区间。
- **Steam 平台在国内拥有大量用户。** Valve 公司是全球著名的游戏开发商, 其开发的游戏代表作品有《Half-Life》、《CS:GO》、《DOTA2》等(公司已经代理《CS:GO》、《DOTA2》), 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。根据 SteamSpy 公布数据显示, 2017 年 Steam 全球收入预计达到 43 亿美元, 较 2016 年增加 8 亿美元, 而这还并未考虑 DLC 的销售以及应用内购买收入等。平台拥有超过 21000 款游戏, 其中 7696 款是在 2017 年上线。其中《绝地求生》(PlayerUnknown's Battlegrounds) 最为火爆, 2017 年全年销售额达到 6 亿美元, 2800 万用户付费下载, 截止到 2018 年 1 月底, 《绝地求生》在中国区有超过 900 万的活跃用户, 占全球活跃用户比超过 50%。
 - **完美世界运营 Steam 中国, 降低国内进入门槛。** 有望吸引更多新用户加入 Steam 平台, 搭建起连接国内外优质游戏的桥梁, 引入全球优质游戏内容, 推荐及支持中国游戏产品在 Steam 中国的发行及运营, 进一步完善公司在游戏产业链上的布局。
 - **管理层增持彰显信心。** 公司计划在 6 个月内通过二级市场以集中竞价方式直接或间接增持公司股份不低于 1 亿元, 同时本次增持计划参与者承诺在实施增持计划期间及增持完成后 6 个月内不减持公司股份, 彰显出管理层对于公司未来持续稳健发展的信心。
 - **新游戏上线表现超预期, 后续多款大作待上线。** 超级 IP 手游《武林外传手游》6 月 1 日正式上线公开测试, 首日就达到 iOS 游戏榜和全榜单双榜下载第一, 预计首日流水超千万, 上线 20 日排名始终维持 iOS 游戏畅销榜前 7。公司 2018 年下半年计划推出的手游产品包括《梦间集-天鹅座》、《云梦四时歌》(腾讯独代)、《完美世界手游》(腾讯独代) 等, 特别是顶级 IP 手游《完美世界手游》与腾讯的合作, 有望通过 IP 自身的号召力和腾讯强大的流量导入能力, 实现用户和流水的快速增长, 有望大幅提升公司业绩。
 - **影视内容储备丰富, 超过 11 部已经完成制作或进入后期制作阶段, 有望在**

2018 年实现收入确认。

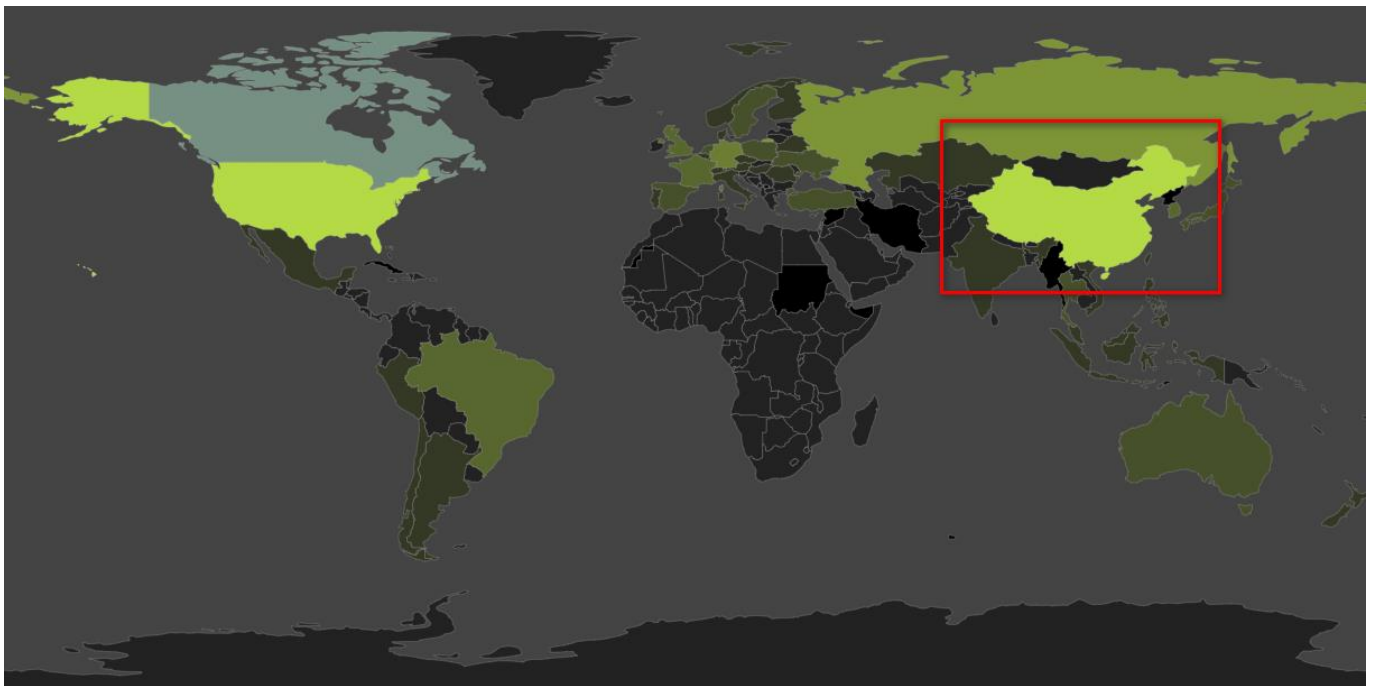
- **盈利预测及估值:** 预计公司 2018-2019 年实现营业收入分别为 82.33 亿元、93.59 亿元, 分别同比增长 3.82%、13.68%; 实现归属母公司的净利润分别为 19.12 亿元、24.08 亿元, 分别同比增长 27.05%、25.96%。对应 EPS 分别为 1.45 元、1.83 元, 2018xPE 为 20 倍。公司影视、游戏项目储备丰富, 业绩持续稳定高增长, 维持“买入”评级!
- **风险提示:** 1) 产品延期上线风险; 2) 人才流失风险; 3) 政策监管风险。

图表 1: 全球《绝地求生》活跃玩家数量统计



来源: SteamSpy, 中泰证券研究所

图表 2: Steam 全球流量图 (最近 7 天)



来源: Steam 官网, 中泰证券研究所

图表 3: 完美世界财务报表及估值

损益表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	6,159	7,930	8,233	9,359	10,763
增长率	445.3%	28.8%	3.8%	13.7%	15.0%
营业成本	-2,404	-3,381	-3,335	-3,735	-4,305
% 销售收入	39.0%	42.6%	40.5%	39.9%	40.0%
毛利	3,755	4,549	4,898	5,624	6,458
% 销售收入	61.0%	57.4%	59.5%	60.1%	60.0%
营业税金及附加	-54	-64	-49	-48	-55
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-755	-744	-757	-796	-915
% 销售收入	12.3%	9.4%	9.2%	8.5%	8.5%
管理费用	-1,836	-2,073	-1,836	-1,965	-2,153
% 销售收入	29.8%	26.1%	22.3%	21.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	1,110	1,668	2,255	2,815	3,335
% 销售收入	18.0%	21.0%	27.4%	30.1%	31.0%
财务费用	-1	-190	-223	-189	-206
% 销售收入	0.0%	2.4%	2.7%	2.0%	1.9%
资产减值损失	100	137	119	128	123
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	192	183	220	202	211
% 税前利润	14.2%	11.6%	9.9%	7.2%	6.4%
营业利润	1,201	1,524	2,133	2,700	3,217
营业利润率	19.5%	19.2%	25.9%	28.8%	29.9%
营业外收支	155	59	88	98	83
税前利润	1,356	1,584	2,221	2,798	3,300
利润率	22.0%	20.0%	27.0%	29.9%	30.7%
所得税	-223	-189	-367	-462	-515
所得税率	16.4%	11.9%	16.5%	16.5%	15.6%
净利润	1,133	1,460	1,855	2,336	2,785
少数股东损益	-33	-45	-57	-72	-85
归属于母公司的净利润	1,166	1,505	1,912	2,408	2,871
净利率	18.9%	19.0%	23.2%	25.7%	26.7%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133	1,460	1,855	2,336	2,785
加: 折旧和摊销	207	280	193	145	122
资产减值准备	100	137	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	84	292	223	189	206
投资收益	-192	-183	-220	-202	-211
少数股东损益	-33	-45	-57	-72	-85
营运资金的变动	-2,304	2,367	1,085	-1,490	801
经营活动现金净流	1,155	804	3,135	978	3,704
固定资本投资	-519	36	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-8,611	1,715	178	160	179
股利分配	-117	-117	-48	-63	-123
其他	8,279	-1,334	-1,327	-189	-206
筹资活动现金净流	8,162	-1,451	-1,375	-252	-329
现金净流量	706	1,068	1,939	886	3,554

资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,097	3,236	5,175	6,061	9,615
应收款项	2,020	1,818	2,167	2,363	2,846
存货	496	1,576	468	1,821	817
其他流动资产	6,595	3,616	3,229	3,774	3,455
流动资产	11,208	10,246	11,039	14,019	16,732
% 总资产	68.8%	61.8%	64.4%	70.3%	74.4%
长期投资	2,698	3,237	3,237	3,237	3,237
固定资产	526	479	391	301	209
% 总资产	3.2%	2.9%	2.3%	1.5%	0.9%
无形资产	132	114	21	-22	-40
非流动资产	5,089	6,339	6,101	5,911	5,765
% 总资产	31.2%	38.2%	35.6%	29.7%	25.6%
资产总计	16,297	16,585	17,140	19,931	22,498
短期借款	441	618	0	0	0
应付款项	1,304	1,368	1,220	1,737	1,643
其他流动负债	2,478	3,229	3,229	3,229	3,229
流动负债	4,223	5,215	4,449	4,967	4,872
长期贷款	2,033	500	0	0	0
其他长期负债	1,589	2,083	2,083	2,083	2,083
负债	7,845	7,798	6,532	7,049	6,955
普通股股东权益	7,214	7,964	9,842	12,187	14,935
少数股东权益	1,238	823	766	694	608
负债股东权益合计	16,297	16,585	17,140	19,931	22,498

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.89	1.14	1.45	1.83	2.18
每股净资产 (元)	5.49	6.06	7.49	9.27	11.36
每股经营现金净流 (元)	0.88	0.61	2.38	0.74	2.82
每股股利 (元)	0.09	0.09	0.04	0.05	0.09
回报率					
净资产收益率	16.17%	18.89%	19.42%	19.76%	19.22%
总资产收益率	6.95%	8.80%	10.82%	11.72%	12.38%
投入资本收益率	86.42%	23.45%	35.37%	54.66%	49.06%
增长率					
营业总收入增长率	445.33%	28.76%	3.82%	13.68%	15.00%
EBIT增长率	222.93%	42.60%	37.45%	22.60%	18.47%
净利润增长率	304.34%	29.01%	27.05%	25.96%	19.21%
总资产增长率	437.74%	1.76%	3.35%	16.28%	12.88%
资产管理能力					
应收账款周转天数	82.1	85.6	85.6	85.6	85.6
存货周转天数	24.6	47.0	44.7	44.0	44.1
应付账款周转天数	55.8	64.7	60.3	62.5	61.4
固定资产周转天数	15.6	22.8	19.0	13.3	8.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-7.74%	-33.59%	-46.72%	-66.06%	-57.57%
EBIT利息保障倍数	979.2	9.0	10.6	15.3	16.6
资产负债率	48.13%	47.02%	38.11%	35.37%	30.91%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。