

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

与 Valve 合作共同建立 Steam 中国, 高管增持彰显对公司经营稳健发展信心

——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(2018-06-21)

收盘价(元)	29.36
一年内最高/最低(元)	38.10/27.56
沪深300指数	3592.97
市净率(倍)	4.85
流通市值(亿元)	136.92

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)公司点评报告: 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》 2018-06-04
- 《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

事件: 1) 公司发布公告称与 Valve 公司签署协议建立 Steam 中国。2) 公司发布公告称部分董事、高管、导演制片人及核心管理团队拟在未来六个月增持公司股份, 拟增持金额不低于 1 亿元。

投资要点:

- **与 Valve 公司共同建立 Steam 中国。**Steam 是目前全球最大的 PC 端游戏数字分发平台之一, 已为全球近 3 亿玩家提供了超过两万款开发商提供的游戏产品。根据 SteamSpy 在统计的 17 年 Steam 平台部分数据来看, 17 年 Steam 销售总收入为 43 亿美元, 其中仅《绝地求生: 大逃杀》收入就高达 6 亿美元。截止至 17 年底, Steam 平台中国活跃用户数量达 3500 万。并以 19.48% 的活跃玩家数量占比超过第二名美国近 5 个百分点。此次 Steam 中国项目的建立也被 CCTV, 人民日报等主流媒体先后关注并进行报道, 认为此次合作“为中国文创引进来走出去增添新平台”、“中国游戏出海有了新通道”。
- **完美世界与 Valve 合作已久。**早在 2012 年, 完美世界就与 Valve 达成合作, 曾成功代理 Valve 旗下《DOTA2》和《CS:GO》两款游戏产品。在与 Valve 的技术对接与平台搭建方面具备较为丰富的合作经验。Steam 中国建立后, 作为主要运营推广力量的完美世界将会在未来 Steam 中国平台游戏的销售上享有更高的分成和更强的议价能力。
- **高管增持公司股票, 彰显信心。**公司部分董事、高级管理人员、导演制片人及核心管理团队基于对公司持续稳健发展的信心及公司投资价值的高度认可, 拟自 6 月 20 日起未来 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, 增持金额不低于 1 亿元, 同时承诺在实施增持计划与增持完成后 6 个月内不减持公司股份。
- **变更募集资金投资项目, 继续深化影视剧投资。**公司在 6 月初拟筹划通过非公开发行股票的方式筹措约 10 亿元资金用于影视项目投资。后经管理层多次沟通与反复论证, 决定终止非公开发行股票事宜, 改为其他方式为影视剧筹措资金。目前公司拟调整 16 年募集资金投资项目。将原“游戏的研发运营与代理项目”投资金额由 10 亿元人民币变更为 7 亿元人民币, 原“多端游戏智能发行平台”投资金额由 5 亿元人民币变更为 0.8 亿元人民币, 共计变更募集资金 7.2 亿元, 占 2016 年募集资金总额的 14.4%, 变更的募集资金 7.2 亿元人民币将全部用于影视剧投资项目, 并配合适量银行贷款, 在满足影视剧项目资金需求的同时进一步提高募集资金使用效率。
- **公司新上线游戏《烈火如歌》、《轮回诀》和《武林外传手游》表现**

地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编： 200122

良好。根据 APP ANNIE 统计，公司二季度新上线游戏中，影游联动产品《烈火如歌》上线已 2 个月，目前仍能排在游戏畅销榜前 50 位置，《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，目前同样排在游戏畅销榜前十位置。

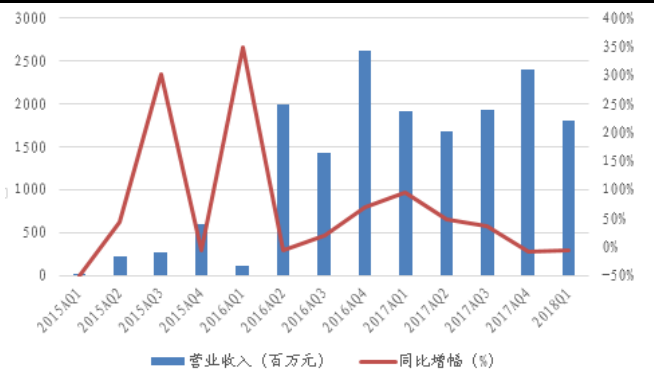
- **影视业务表现同样优异。**刚刚播放完毕的电视剧《归去来》作为公司近期王牌大剧，播出后市场反响较好，根据艺恩数据统计的 6 月 21 日统计的播放量半年榜来看，《归去来》以 82.88 亿次的播放量排名第三，从 30 日榜来看以 67.19 亿次播放量排名第一。根据猫眼专业版 APP 统计，公司与环球影业合作的电影《侏罗纪世界 2》已于 6 月 15 日公映，截止至 6 月 21 日票房达到 11.01 亿元，未来几日院线排片量仍暂居第一，预计仍存在一定的票房空间。目前公司影视业务方面有接近二十个制作团队，打造数量丰富、品类各异的作品，包括《走火》《绝代双骄》《不婚女王》《艳势番之新青年》《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。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。
- **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，按 2018 年 6 月 21 日收盘价 29.36 元，对应 PE 分别约为 20.1/17.1/14.7 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)	33.1	25.7	20.1	17.1	14.7

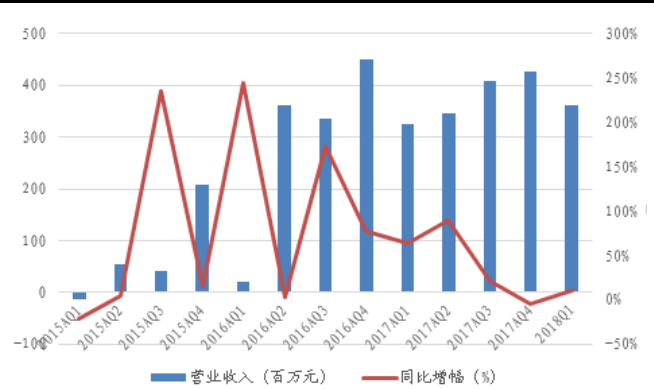
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2015-2018Q1 公司单季度营收及增速



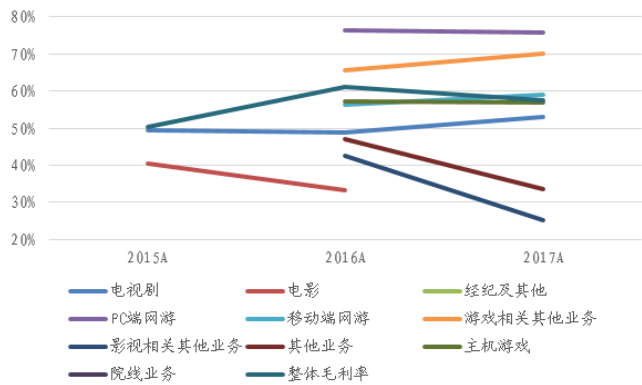
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2015-2018Q1 公司单季度净利润及增速



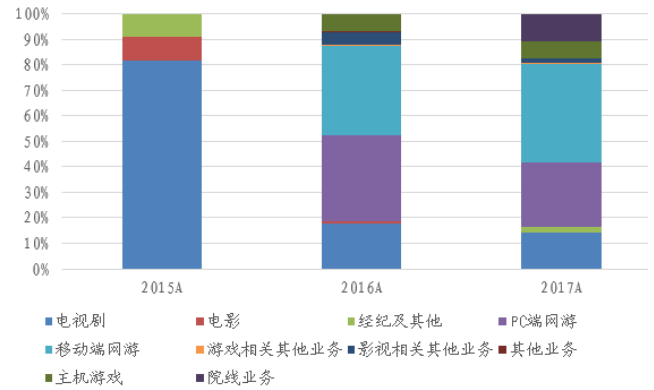
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2015-2017 主营业务毛利率



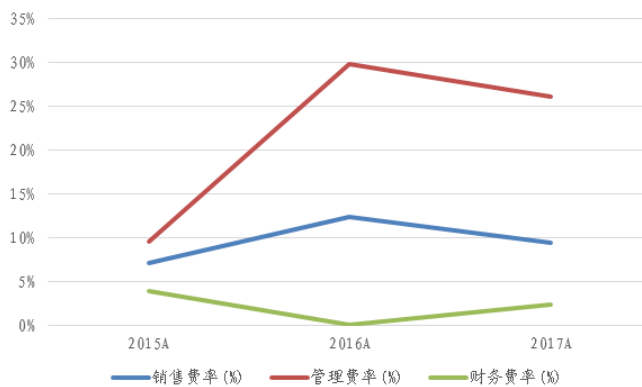
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2015-2017 公司营收占比



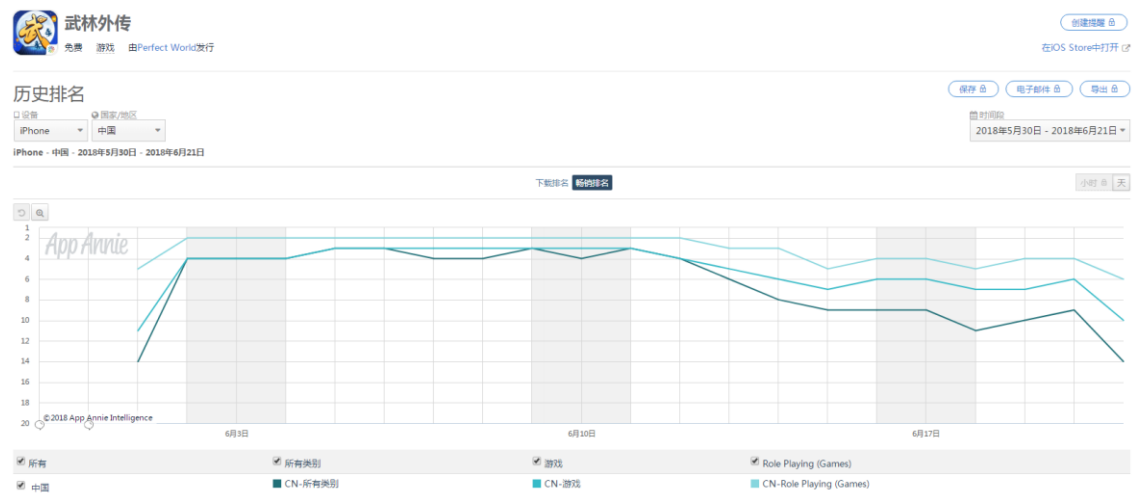
资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2015-2017 公司主要费率



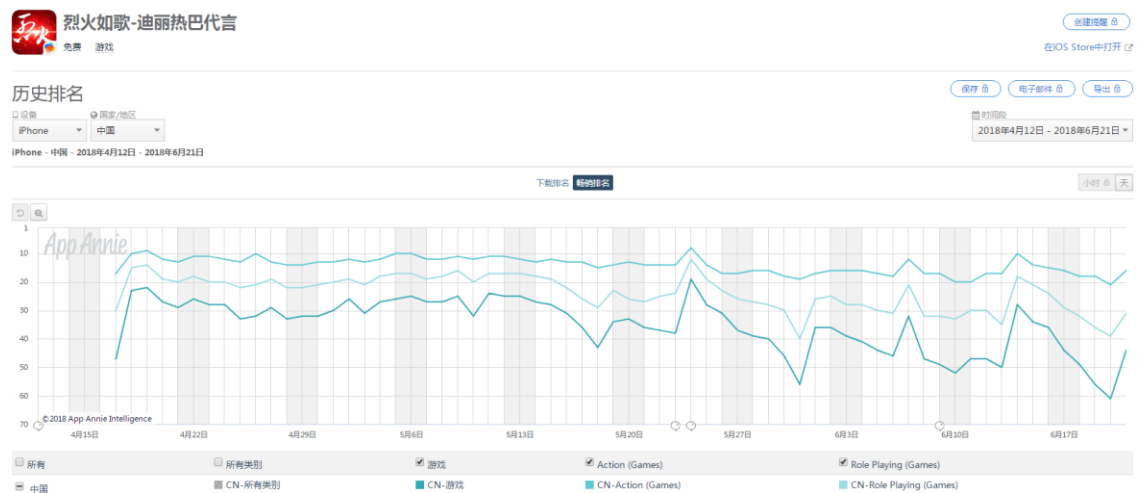
资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 《武林外传手游》排名变化情况 (截止至 2018 年 6 月 21 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 21 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
营业收入	6158.8	7929.8	8970.2	10345.3	11716.1	成长性					
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%
营业利润	1,201.0	1,589.4	2,127.0	2,455.9	2,888.6	利润率					
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%
利润总额	1,356.0	1,648.9	2,217.5	2,533.1	2,970.1	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%
净利润	1166.3	1504.7	1923.6	2261.6	2626.9	EBITDA/营业收入	22.5%	24.2%	26.7%	25.7%	26.0%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	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	运营效率					
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	流动营业资本周转天数	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	-	-	-	-	-	投资回报率					
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	费用率					
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%
资产总额	16,297.5	16,584.9	16,058.9	18,517.0	21,559.9	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	偿债能力					
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
负债总额	7,844.7	7,798.2	6,110.6	6,234.6	7,116.7	利息保障倍数	979.16	9.02	35.20	42.86	74.88
少数股东权益	1,238.4	822.6	807.9	758.5	707.0	分红指标					
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%
股东权益	8,452.7	8,786.7	9,948.3	12,282.4	14,443.2	股息收益率	0.3%	0.6%	0.5%	0.7%	0.9%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
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)	33.1	25.7	20.1	17.1	14.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	4.8	4.2	3.3	2.8
财务费用	84.1	291.6	62.2	58.7	39.1	P/FCF	-13.0	16.8	81.7	44.5	12.2
投资收益	-192.4	-183.2	-219.8	-252.8	-285.7	P/S	6.3	4.9	4.3	3.7	3.3
少数股东损益	-33.2	-44.8	-15.5	-50.2	-52.7	EV/EBITDA	29.0	19.9	14.7	12.8	10.3
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%
经营活动产生现金流量	1,154.9	804.4	1,584.8	1,005.8	2,707.0	PEG	1.3	1.2	0.2	0.7	0.7
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	0.7	3.1	1.9	1.4	1.4

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。