

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

完美世界 (002624.SZ): STEAM 落地激活公司平台属性 多重因素促进业绩增长

——调研简报

2018年7月5日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

王丽丽

执业证书编号: S1380116110015

联系电话: 010-88300857

邮箱: wanglili@gkzq.com.cn

公司评级

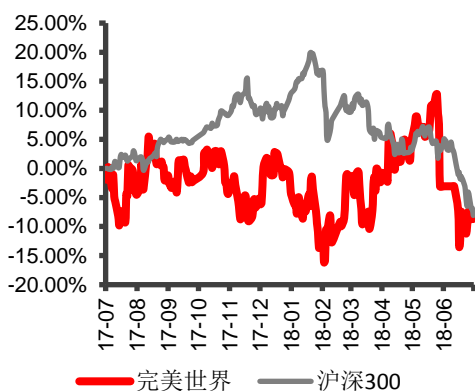
当前价格 (7/5): 30.59

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

公司基本数据

总股本 (亿股):	13.15
流通股本 (亿股):	4.66
流通 A 股市值 (亿元):	143
每股净资产 (元):	6.30
资产负债率 (%):	43.34

完美世界近一年股价走势



内容提要:

完美世界作为A股市场最大的影游综合体, 6月下旬公司公布将与Valve合作建立Steam中国, 基本面进一步优化。近期我们对公司进行了调研, 形成主要投资观点如下:

- **STEAM借完美落地中国 激活公司平台属性。**在Steam中国建成后, 完美世界一方面将以此为入口激活自身平台属性, 增强渠道建设, 另一方面将通过引进海外游戏以及扩大玩家增量等方式实现资源变现, 同时品牌影响力提升也有利于公司触及海外顶级制作团队, 提高海外及国内端游代理数量, 并有望展开基于IP或公司层面的多种合作。我们按现有玩家体量及消费粗略测算STEAM中国年收入预计在4亿左右, 贡献利润将在1亿元左右。
- **新游表现超预期提振业绩, 全年游戏板块确定性较强。**6月初公司3DMMOPRG手游《武林外传》上线后市场反馈热烈, 首周充值流水超200万, 全月流水超2亿元(通常流水过亿被认为是游戏成功标志)。下半年公司还将推出由腾讯独家代理的自研手游《云梦四时歌》和《完美世界手游》。腾讯优质的流量渠道预计将显著增强游戏的变现能力。总体来看, 公司在游戏业务上布局清晰, 移动游戏、端游和主机游戏三架马车并驾齐驱。2018年游戏品类和数量相比2017年更加丰富, 新作推出后获得了口碑及收入双丰收。我们认为公司游戏板块具有较强确定性, 全年将保持稳定增长。
- **影视业务稳扎稳打, 合作环球强化品牌影响力。**近期公映的《侏罗纪公园2》上映20天, 国内累计票房已达到15.78亿元, 北美上映两周蝉联票房榜榜首, 全球累计票房9.32亿美元。完美世界将按25%投资比例参与环球影片的全球票房和衍生品分成。近年来环球影业多部影片获得奥斯卡各项殊荣, 为公司提升全球化的品牌影响力奠定了坚实基础。2018年是公司影视剧大年, 电影电视剧及综艺板块多元化发展, 全年收入贡献有望继续提升。
- **核心高管拟增持股份, 坚定公司长期发展信心。**核心管理团队及部分导演制作人拟于未来6个月内在二级市场以集中竞价方式增持公司股份, 增持金额合计不低于1亿元。大股东持续增持公司股份, 体现出对公司发展的坚定信心。
- **风险提示:**新游戏市场反应不及预期, 影视产品销售不及预期, IP储备与市场热点相悖, 公司业绩低于预期, 相关政策变动风险, 国内外二级市场系统性风险。

近期我们对完美世界股份有限公司（以下简称完美世界或公司）进行了调研，就公司2018年业绩和未来经营计划进行了交流，会议纪要整理如下，供投资者参考。

1、公司基本情况

1.1 公司主营业务

完美世界是国内领先的内容制作公司，其主营业务包括网络游戏的研发、发行和运营；电视剧、电影的制作、发行及衍生业务；综艺娱乐业务；艺人经纪服务及相关业务。

网络游戏主要分为端游、移动游戏、主机游戏三大分支。公司经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》等持续贡献稳定收入；围绕“诛仙”、“完美世界”两大主力IP实施的年轻化战略布局也已初见成效。

影视业务上，公司与环球影业的合作已经步入第三个年头，片单投资及战略合作处于良性推进中。上半年公司推出多部口碑收视双赢电视剧，如《归去来》、《忽而今夏》等；与此同时，艺人经纪业务也在不断促进影视业务发展。

1.2 公司业绩情况

2017年，公司实现营业收入792,981.5万元，归母净利润150,471万元，分别同比上涨28.76%和29.01%；基本每股收益1.14元，相比2016年增加18.75%。游戏业务产品毛利率64.66%，同比下降0.58个百分点；影视业务产品毛利率39.27%，同比下降7.85个百分点。

上半年新游上线明显拉升业绩，公司于6月初调高上半年业绩预期。调整后，预计2018年上半年归母净利润7.2-8.3亿元，同比增长7.25-23.63%。

2、投资观点

2.1 STEAM 借完美落地中国 激活公司平台属性

6月12日，公司公告将与Valve合作建立Steam中国。Steam作为Valve公司旗下全球最大的PC端综合性数字发行平台，2017年收入高达43亿美元。根据Steamspy的数据统计，steam平台目前的游戏数量超过2.1万个，全球账户数量2.91亿个，年增长27%。

截至2017年底，中国玩家数量已经达到全球第一。然而单用户游戏消费量却远小于美国用户，具有较大的增长空间。完美世界将在Valve的技术支持下，完成STEAM的本地化和合规化。目前STEAM上中国活跃用户3500万左右，仅占整个端游用户的20%。在Steam中国建成后，完美世界一方面将以此为入口激活自身平台属性，增强渠道建设，另一方面将通过引进海外游戏以及扩大玩家增量等方式实现资源变现，同时品牌影响力提升也有利于公司触及海外顶级制作团队，提高海外及国内

端游代理数量，并有望展开基于 IP 或公司层面的多种合作。我们按现有玩家体量及消费粗略测算，STEAM 中国年收入预计在 4 亿左右，贡献利润将在 1 亿元左右。

2.2 新游表现超预期提振业绩，全年游戏板块确定性较强

6 月初公司 3DMMOPRG 手游《武林外传》正式公测。上线后市场反馈热烈，开服 4 小时即登顶 IOS 排行榜冠军。首周充值流水超 200 万，全月流水超 2 亿元（通常流水过亿被认为是游戏成功标志）。公司以偶像练习生代言形象切合年轻化战略吸引新玩家，而《武林外传》IP 的传承性对早期端游用户转化进一步提升了市场接纳度，二者共同作用促成了该游戏的成功。除此之外，根据伽马数据的测算，公司另一款与阿里合作同品类手游《烈火如歌》上线当月流水也突破亿元。

在公司早期经典端游《诛仙》、《完美世界国际版》和《DOTA2》等持续贡献稳定收入的基础上，手游新作不断推陈出新。电竞、二次元、女性向、战术竞技类等多品类，细分市场布局将对公司业绩产生更多积极影响。下半年公司还将推出由腾讯代理发行的自研手游《云梦四时歌》和《完美世界手游》。腾讯优质的流量渠道将有助于增强游戏的变现能力。

总体来看，公司在游戏业务上布局清晰，移动游戏、端游和主机游戏三架马车并驾齐驱。2018 年游戏品类和数量相比 2017 年更加丰富，新作推出后获得了口碑及收入双丰收。我们认为公司游戏板块具有较强确定性，全年将保持稳定增长。

2.3 影视业务稳扎稳打，合作环球强化品牌影响力

公司自 2016 年与环球影业合作三年来，片单投资及战略安排持续有序推进。近期公映的《侏罗纪公园 2》上映 20 天，国内累计票房已达到 15.78 亿元，北美上映两周蝉联票房榜榜首，全球累计票房 9.32 亿美元。完美世界将按 25% 投资比例参与环球影片的全球票房和衍生品分成。近年来环球影业多部影片获得奥斯卡各项殊荣，为公司提升全球化的品牌影响力奠定了坚实基础。

2018 年，公司电影电视剧片单极为丰富。上半年播出的《归来去》、《烈火如歌》、《忽而今夏》等电视剧获得了收视口碑双丰。公司制作中的《半生缘》、《香蜜沉沉烬如霜》、《壮志高飞》等 10 余部电视剧作品将陆续与观众见面。公司参与出品的张艺谋执导的武侠动作史诗电影《影》也已进入后期制作，有望于国庆档上映。此外，公司参投的《向往的生活 2》以及《极限挑战 4》等综艺节目收视率良好，多元化发展相得益彰。

公司影视业务作为游戏业务的重要补充，近年呈发力态势，收入占比有所提升。同时，丰富的片单资源有利于摊薄公司影视剧投资风险，影视产品账龄稳健，成本可控，全年收入贡献有望继续提升。

2.4 核心高管拟增持股份,坚定公司长期发展信心

6月下旬,公司发布公告,其核心管理团队以及部分导演制作人拟于未来6个月内在二级市场以集中竞价方式增持公司股份,增持金额合计不低于1亿元。大股东持续增持公司股份,体现出对公司发展的坚定信心。

作为A股市场最大的影游综合体,公司业务布局相对合理。在顺应消费升级和挖掘新用户方面,公司提出的年轻化、全球化的发展战略取得了较明显成效。经过多年沉淀,公司在游戏、影视两大领域积累了丰富的资源和经验。短期看,公司储备了十余款手游、数款端游及主机游戏;另外还有30多部电视剧。充沛的产品线将有利于保障公司全年业绩实现。从中长期来看,STEAM中国的平台属性有利于公司更好的聚合资源,完善产业链布局,增长空间可期。

4、风险提示

新游戏市场反应不及预期,影视产品销售不及预期,IP储备与市场热点相悖,公司业绩低于预期,相关政策变动风险,国内外二级市场系统性风险。

资产负债表(百万元)				利润表(百万元)			
	2017A	2016A	2015A		2017A	2016A	2015A
流动资产	10,246.32	11,208.35	2,498.22	营业收入	7,929.82	6,158.83	1129.37
固定资产	478.6	525.92	7.81	同比(%)	28.76	25.87	21.99
长期股权投资	1482.08	868.27	415.84	营业成本	6,588.64	5150.19	826.97
资产总计	16,584.90	16,297.49	3,030.76	营业利润	1,589.45	1201.05	327.79
同比(%)	1.76	230.65	84.07	同比(%)	31.42	1233.38	23.09
流动负债	5,215.40	4,222.92	1238.8	利润总额	1,648.85	1355.98	384.79
非流动负债	2,582.77	3621.83	643.29	同比(%)	21.6	508.18	33.65
负债合计	7,798.17	7,844.75	1882.08	净利润	1,459.91	1133.15	299.11
同比(%)	-0.59	316.81	124.73	归属母公司股东的净利润	1,504.71	1166.31	288.45
股东权益	8,786.73	8,452.74	1148.68	同比(%)	29.01	767.54	51.66
归属母公司股东的权益	7,964.17	7,214.31	1025.75	非经常性损益	107.21	378.42	42.15
同比(%)	10.39	545.62	35.74	扣非后归属母公司股东的净利润	1397.5	787.89	246.3
资本公积金	3,557.31	4162.14	23.27	同比(%)	77.37	219.9	30.85
盈余公积金	127.74	106.21	12	研发费用	1,311.31	1351.27	
未分配利润	2,978.56	1612.1	430.56	EBIT	1,661.68	1021.68	346.9
				EBITDA	1,941.92	1228.33	357.67

现金流量表(百万元)				其他指标			
	2017A	2016A	2015A		2017A	2016A	2015A
销售商品提供劳务收到的现金	8,514.68	6,334.45	1139.17	ROE(摊薄)(%)	18.89	16.17	28.12
经营活动现金净流量	804.38	1154.9	198.34	ROE(加权)(%)	19.57	26.73	32.05
购建固定无形资产支付的现金	193.85	168.44	2.22	扣非后 ROE(摊薄)(%)	17.55	10.92	24.01
投资支付的现金	2,267.19	7256.62	763.34	销售毛利率(%)	57.36	60.96	50.2
投资活动现金净流量	1,714.94	-8610.6	-510.3	销售净利率(%)	18.41	18.4	26.48
吸收投资收到的现金	3.00	6013.67	56	EBIT Margin	22.59	22.77	37.5
取得借款收到的现金	622.85	2,828.63	1372.07	EBITDA Margin(%)	26.12	26.12	38.45
筹资活动现金净流量	-1,450.97	8162	923.02	资产负债率(%)	47.02	48.13	62.1
现金净增加额	1031.56	726.59	611.06	资产周转率(倍)	0.48	0.64	0.48
期末现金余额	2,931.46	1899.91	842.14	销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	107.38	102.85	100.87
折旧与摊销	280.25	206.65	10.77				

注：表中估值指标均以当年最后一个交易日收盘价和总股本进行计算。

资料来源：Wind，国开证券研究部

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

王丽丽，CFA，毕业于中央财经大学，管理学学士，曾任标普道琼斯指数高级分析师，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层