

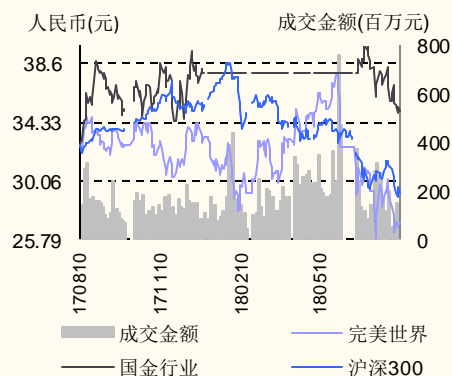
完美世界 (002624.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 26.99 元
 目标价格 (人民币): 38.50-38.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	466.35
总市值 (百万元)	35,483.81
年内股价最高最低 (元)	37.78/25.79
沪深 300 指数	3314.51
中小板综	8708.85



相关报告

1. 《左手腾讯, 右手 Valve, “内容为王”时代左右逢源的游戏王者...》, 2018.7.22

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
 peipei@gjzq.com.cn

《完美世界》手游内测开启, 好戏还在后头

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.887	1.095	1.442	1.844	2.238
每股净资产 (元)	5.20	5.74	7.10	8.66	10.58
每股经营性现金流 (元)	0.86	0.56	1.70	2.08	2.55
市盈率 (倍)	33.58	30.56	20.03	15.67	12.91
净利润增长率 (%)	304.34%	23.43%	31.72%	27.86%	21.37%
净资产收益率 (%)	16.17%	18.08%	19.26%	20.20%	20.06%

来源: 公司年报、国金证券研究所

公司事件

- 2018年8月9日上午11时, 腾讯独家代理的《完美世界》手游开启“寻梦内测”, 这次是面向2500名玩家的安卓删档内测。我们在第一时间获取了内测资格, 并对该游戏进行了全面、深入的评测。
- 我们认为, 本次内测的产品成熟度尚可, 核心玩法、成长机制、世界观等方面都比较健全, 对原版端游的还原度比较高。在人设上, 除了流行的捏脸, 还可以对角色全身进行定制, 大幅提高了自由度。
- 在画面上, 本次测试版可谓无功无过, 美术设计合格、符合大众审美, 但是没有特别的亮点。我们预计接下来的版本优化会以画面为主。当然, 目前只针对安卓部分机型展开测试, 可能无法发挥出全部画质。
- 通过首日测试, 我们认为《完美世界》手游的付费深度充足, 在早期能够吸引大量玩家付费。由于测试时间尚短, 暂时无法判断长线运营的潜力, 不过鉴于原版端游的IP热度, 成为月度、季度级别的爆款希望很大。

投资建议

- 6月27日, 《完美世界》手游就公布了全部内测名单, 但是此后迟迟未展开内测, 引发了一些投资者的担忧。现在, 寻梦内测终于展开, 而且产品完成度不错, 大幅度降低了该产品延期上线的风险。
- 今年腾讯发行的端游移植 MMORPG 均取得了不错的市场表现: 《奇迹: 觉醒》《魔力宝贝》一度雄踞畅销榜第一, 《自由幻想》《我叫 MT4》进入畅销榜前三。我们认为, 《完美世界》有望达到这几部游戏的水平。
- 完美世界的 2019 年游戏产品线非常饱满: 沙盒 RPG 《我的起源》、武侠 MMORPG 《笑傲江湖》都有望上线, 端游《新诛仙世界》也在开发之中。在端游 IP 纷纷移植手游之后, 公司产生新 IP 的能力仍然强大。
- 虽然《完美世界》由腾讯发行, 但是公司也有较强的话语权, 两家合作比较融洽。只要产品本身过关, 出现大幅度延期的风险不大。
- 基于 21 倍 2019 年 P/E (1.0 倍 2019-21 年 P/E/G), 维持“买入”评级和 38.50 元目标价。这一估值水平高于 A 股游戏行业的平均值。
- 风险因素: 游戏延期或不达预期风险, 监管风险, 海外市场风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,129	6,159	7,930	8,675	10,375	12,177
增长率		445.3%	28.8%	9.4%	19.6%	17.4%
主营业务成本	-562	-2,404	-3,381	-3,551	-4,114	-4,776
%销售收入	49.8%	39.0%	42.6%	40.9%	39.7%	39.2%
毛利	567	3,755	4,549	5,124	6,262	7,401
%销售收入	50.2%	61.0%	57.4%	59.1%	60.3%	60.8%
营业税金及附加	-9	-54	-64	-69	-83	-97
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-80	-755	-744	-807	-965	-1,120
%销售收入	7.1%	12.3%	9.4%	9.3%	9.3%	9.2%
管理费用	-109	-1,836	-2,073	-2,221	-2,646	-3,069
%销售收入	9.6%	29.8%	26.1%	25.6%	25.5%	25.2%
息税前利润 (EBIT)	370	1,110	1,668	2,027	2,568	3,114
%销售收入	32.7%	18.0%	21.0%	23.4%	24.7%	25.6%
财务费用	-45	-1	-190	-99	-71	-43
%销售收入	3.9%	0.0%	2.4%	1.1%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-23	-100	-137	-19	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	25	192	183	201	222	233
%税前利润	6.6%	14.2%	11.6%	9.3%	8.0%	6.9%
营业利润	328	1,201	1,524	2,111	2,715	3,300
营业利润率	29.0%	19.5%	19.2%	24.3%	26.2%	27.1%
营业外收支	57	155	59	65	72	79
税前利润	385	1,356	1,584	2,176	2,787	3,379
利润率	34.1%	22.0%	20.0%	25.1%	26.9%	27.7%
所得税	-86	-223	-189	-272	-348	-422
所得税率	22.3%	16.4%	11.9%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	299	1,133	1,395	1,904	2,439	2,957
少数股东损益	11	-33	-45	8	14	14
归属于母公司的净利润	288	1,166	1,440	1,896	2,425	2,943
净利率	25.5%	18.9%	18.2%	21.9%	23.4%	24.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	299	1,133	1,460	1,904	2,439	2,957
少数股东损益	11	-33	-45	8	14	14
非现金支出	28	286	344	166	184	222
非经营收益	-9	-185	48	-197	-221	-237
营运资金变动	-126	-100	-1,121	365	336	408
经营活动现金净流	193	1,134	731	2,239	2,738	3,350
资本开支	-2	-156	-188	-181	-321	-302
投资	-531	-8,461	1,800	-12	0	0
其他	23	6	103	201	222	233
投资活动现金净流	-510	-8,611	1,715	9	-100	-70
股权募资	56	6,014	3	0	0	0
债权募资	1,208	1,020	-467	-428	72	64
其他	-341	1,148	-1,023	-94	-343	-359
筹资活动现金净流	923	8,182	-1,488	-522	-272	-295
现金净流量	606	706	958	1,726	2,366	2,985

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,098	2,097	3,236	4,294	5,953	8,200
应收款项	790	2,020	1,818	2,168	2,593	3,043
存货	344	496	1,576	1,557	1,803	2,094
其他流动资产	266	6,595	3,616	3,582	3,671	3,768
流动资产	2,498	11,208	10,246	11,601	14,019	17,105
%总资产	82.4%	68.8%	61.8%	64.2%	67.7%	71.4%
长期投资	416	2,698	3,237	3,249	3,248	3,248
固定资产	8	527	491	657	923	1,128
%总资产	0.3%	3.2%	3.0%	3.6%	4.5%	4.7%
无形资产	58	1,690	2,384	2,314	2,261	2,219
非流动资产	533	5,089	6,339	6,459	6,683	6,858
%总资产	17.6%	31.2%	38.2%	35.8%	32.3%	28.6%
资产总计	3,031	16,297	16,585	18,060	20,702	23,963
短期借款	522	550	1,724	1,298	1,370	1,433
应付款项	564	1,304	1,368	1,336	1,572	1,833
其他流动负债	153	2,369	2,124	2,168	2,324	2,576
流动负债	1,239	4,223	5,215	4,803	5,266	5,842
长期贷款	643	2,033	500	500	500	501
其他长期负债	0	1,589	2,083	2,083	2,086	2,090
负债	1,882	7,845	7,798	7,385	7,852	8,433
普通股股东权益	1,026	7,214	7,964	9,844	12,005	14,672
少数股东权益	123	1,238	823	831	845	859
负债股东权益合计	3,031	16,297	16,585	18,060	20,702	23,963

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.591	0.887	1.095	1.442	1.844	2.238
每股净资产	1.834	5.204	5.745	7.100	8.659	10.583
每股经营现金净流	0.345	0.863	0.556	1.703	2.082	2.548
每股股利	0.040	0.060	0.170	0.180	0.200	0.210
回报率						
净资产收益率	28.12%	16.17%	18.08%	19.26%	20.20%	20.06%
总资产收益率	9.52%	7.16%	8.68%	10.50%	11.71%	12.28%
投入资本收益率	12.42%	8.38%	13.31%	14.18%	15.23%	15.57%
增长率						
主营业务收入增长率	21.99%	445.33%	28.76%	9.40%	19.60%	17.36%
EBIT增长率	23.68%	200.18%	50.30%	21.52%	26.66%	21.28%
净利润增长率	51.66%	304.34%	23.43%	31.72%	27.86%	21.37%
总资产增长率	84.07%	437.74%	1.76%	8.89%	14.63%	15.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	221.7	77.3	81.2	81.2	81.2	81.2
存货周转天数	258.3	63.8	111.8	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	19.5	56.6	65.6	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	2.5	31.2	22.0	22.9	21.5	18.4
偿债能力						
净负债/股东权益	5.85%	5.74%	-11.53%	-23.38%	-31.77%	-40.35%
EBIT利息保障倍数	8.3	904.0	8.8	20.5	36.3	72.0
资产负债率	62.10%	48.13%	47.02%	40.89%	37.93%	35.19%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-02	买入	30.82	37.60~37.60
2	2018-07-22	买入	28.89	38.50~38.50

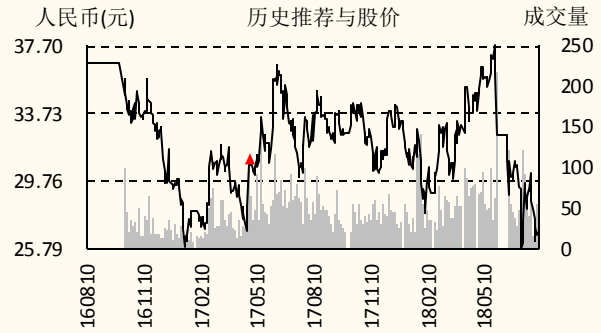
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH