

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

## 电视剧业务增长迅猛, 游戏业务回暖可期

——完美世界(002624)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2018-08-21)

发布日期: 2018年08月21日

收盘价(元)	23.51
一年内最高/最低(元)	38.10/21.16
沪深300指数	3326.65
市净率(倍)	3.77
流通市值(亿元)	106.51

事件: 8月21日, 公司公布18年上半年报告。

#### 投资要点:

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	6.50
每股经营现金流(元)	-0.18
毛利率(%)	59.58
净资产收益率-摊薄(%)	9.15
资产负债率(%)	45.10
总股本/流通股(万股)	131479.97/46644.83
B股/H股(万股)	0/0

- **业绩符合预期。**公司18年上半年实现营业收入36.67亿元, 同比增长2.20%; 归母净利润7.82亿元, 同比上升16.46%; 扣非后归母净利润7.07亿元, 同比上升16.76%; 基本每股收益为0.59元。经测算, 公司Q2实现营业收入18.64亿元, 同比上升11.11%; 净利润4.22亿元, 同比上升21.92%; 扣非后净利润4.11亿元, 同比上升29.15%。预计前三季度净利润变动区间为11.90亿元-12.90亿元, 同比增加10.37%-19.64%。

- **游戏业务营收下滑, 多款游戏项目正在研发中。**公司18年H1游戏业务营业收入26.63亿元, 同比下降13.26%; 毛利率为67.31%, 比去年同期上升6个百分点。PC游戏业务受益于《诛仙》、《完美世界国际版》和《DOTA2》的良好市场表现, 营业收入同比上升20.06%至11.59亿元。手游与主机游戏业务则均出现了不同程度的下滑, 其中手游业务营业收入大幅下降31.43%至12.12亿元, 我们认为手游业务同比下滑的主要原因是17年同期基数较大, 虽然18年重磅产品《武林外传手游》市场表现良好, 但上线时间较晚, 对18年上半年业绩贡献有限。公司目前正在积极研发《完美世界手游》、《云梦四时歌》、《梦间集天鹅座》、《神雕侠侣2》、《新笑傲江湖》、《我的起源》等多款覆盖MMORPG、二次元、沙盒、SLG等类型的手游项目, 加上《武林外传手游》将持续贡献利润, 预计公司下半年移动游戏业务有望回暖。

#### 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

- 1 《完美世界(002624)公司点评报告: 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》 2018-06-22
- 2 《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
- 3 《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

- **影视业务增长迅猛, 电视剧业务成为主要贡献力量。**公司18年H1影视业务营业收入10.04亿元, 同比上升93.85%; 毛利率为39.08%, 较17年同期大幅上升14.46个百分点。其中电视剧业务收入为4.68亿元, 同比增幅高达1971.85%, 主要原因是公司推出的《利刃出击》、《烈火如歌》、《忽而今夏》、《归去来》、《走火》、《最美的青春》和《香蜜沉沉烬如霜》等电视剧在电视台与网络平台播放情况良好, 在品类的丰富性与单剧的市场表现上均远超17年同期。电影方面, 公司推出的网大《灵魂摆渡·黄泉》分账票房突破4500万元, 播放量近2亿, 参与投资的《侏罗纪世界2》全球票房突破12亿元。

- **背靠腾讯游戏发行资源有望为公司产品快速带来流量。**在目前流量逐渐向头部发行平台集中与买量成本居高不下的市场环境下, 公司与腾讯建立合作关系, 通过与优质流量平台强强联合的方式, 将《完美世界手游》与《云梦四时歌》作为与腾讯首次合作的两款重磅产品, 有望获取腾讯庞大的流量资源, 为公司游戏产品带来良好的业绩增量。

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真： 021-50587779  
地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼  
邮编： 200122

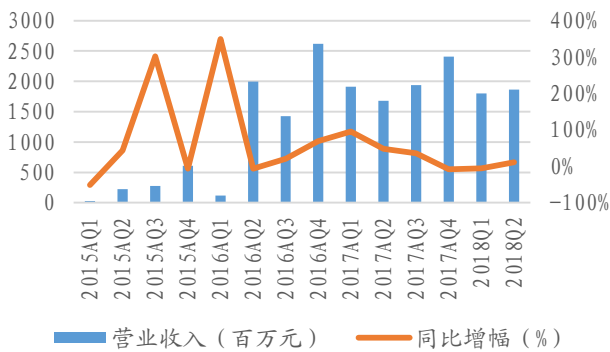
- **陆续推出增持与回购计划，显示公司管理层信心。**基于对公司稳健发展的信心和投资价值的认可，公司此前陆续推出核心管理团队增持计划以及回购公司股份计划。截止至 7 月 24 日，累计增持金额达到 5871.3 万元，尚未达到 1 亿元的最低增持金额目标；截止至 8 月 7 日，公司通过集中竞价方式回购公司股份 74.97 万股，成交金额接近 2000 万元，距离 5-10 亿元的回购资金总额目标仍有较大空间，后续公司将继续实施管理层增持与股份回购计划。
- **投资评级与盈利预测：**受游戏版号暂停审批影响，公司近期股价出现较大幅度波动。虽然公司游戏业务出现下滑，但影视业务增长态势良好，公司整体经营业绩并未出现大幅下降的情况，叠加政策利空影响已经被释放，因此维持公司“增持”投资评级。但考虑到游戏行业整体增幅下行，公司此项业务经营业绩下降，因此我们相应下调了公司的盈利预测。预计公司 18-19 年 EPS 分别为 1.37 元/1.50 元，按 8 月 21 日 23.51 元计算，对应 PE 分别为 17.2 倍与 15.7 倍。

**风险提示：政策监管趋严；新游项目上线进度不达预期；游戏项目表现不及预期；影视项目表现不及预期；系统性风险。**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6158.8	7929.8	8607.8	9927.4	11242.8
增长比率	445.3%	28.8%	8.5%	15.3%	13.3%
净利润(百万元)	1166.3	1504.7	1796.3	1970.9	2431.1
增长比率	304.3%	29.0%	19.4%	9.7%	23.4%
每股收益(元)	0.89	1.14	1.37	1.50	1.85
市盈率(倍)	26.5	20.5	17.2	15.7	12.7

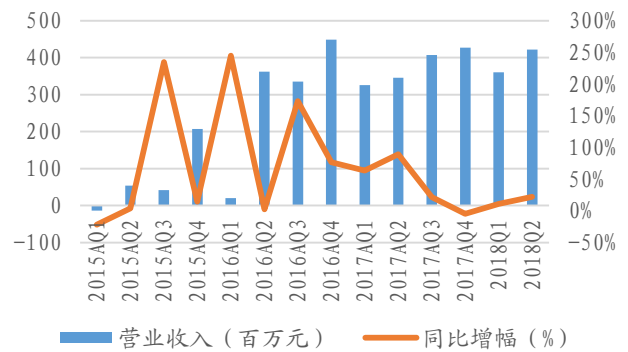
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 15-18 公司单季度营业收入与同比增幅



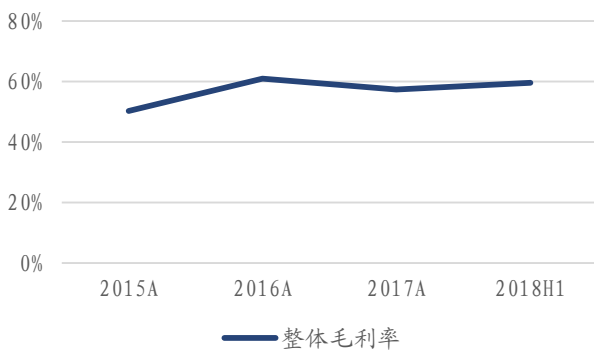
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 15-18 公司单季度净利润与同比增幅



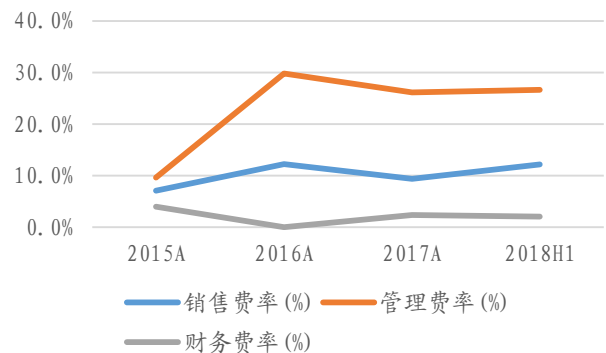
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 15-18 公司业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 15-18 公司三项费率变动情况



资料来源: 公司公告, 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
<b>营业收入</b>	<b>6158.8</b>	<b>7929.8</b>	<b>8607.8</b>	<b>9927.4</b>	<b>11242.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,404.3	3,381.2	3,479.3	4,085.1	4,581.4	营业收入增长率	445.3%	28.8%	8.5%	15.3%	13.3%
营业税费	53.6	63.8	70.1	82.3	91.7	营业利润增长率	266.4%	32.3%	20.9%	9.2%	24.3%
销售费用	755.3	743.5	933.1	1,074.1	1,071.4	净利润增长率	304.3%	29.0%	19.4%	9.7%	23.4%
管理费用	1,835.6	2,072.9	2,298.3	2,680.4	3,035.5	EBITDA 增长率	267.6%	38.4%	13.9%	5.0%	20.2%
财务费用	1.2	190.1	62.2	58.7	39.1	EBIT 增长率	222.9%	42.6%	15.7%	8.8%	22.7%
资产减值损失	100.2	137.2	62.9	100.1	100.0	NOPLAT 增长率	247.2%	56.8%	11.5%	8.8%	22.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	477.9%	-17.2%	-0.1%	25.5%	-9.8%
投资和汇兑收益	192.4	183.2	220.1	252.8	285.7	净资产增长率	635.9%	4.0%	11.9%	21.2%	16.7%
<b>营业利润</b>	<b>1,201.0</b>	<b>1,589.4</b>	<b>1,922.1</b>	<b>2,099.4</b>	<b>2,609.1</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	154.9	59.4	90.4	77.2	81.5	毛利率	61.0%	57.4%	59.6%	58.9%	59.3%
<b>利润总额</b>	<b>1,356.0</b>	<b>1,648.9</b>	<b>2,012.5</b>	<b>2,176.6</b>	<b>2,690.6</b>	营业利润率	19.5%	20.0%	22.3%	21.1%	23.2%
减: 所得税	222.8	188.9	230.6	249.4	308.3	净利润率	18.9%	19.0%	20.9%	19.9%	21.6%
<b>净利润</b>	<b>1166.3</b>	<b>1504.7</b>	<b>1796.3</b>	<b>1970.9</b>	<b>2431.1</b>	EBITDA/营业收入	22.5%	24.2%	25.4%	23.1%	24.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	19.5%	21.6%	23.1%	21.7%	23.6%
货币资金	2,097.1	3,236.4	3,791.4	3,854.8	6,872.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	16	23	18	11	6
应收帐款	2,020.3	1,751.2	2,258.3	2,365.8	2,907.7	<b>流动营业资本周转天数</b>	177	202	150	159	156
应收票据	-	67.1	18.8	24.5	39.9	流动资产周转天数	401	487	429	414	448
预付帐款	483.3	851.6	1,209.1	1,210.5	1,503.0	应收帐款周转天数	82	86	84	84	84
存货	496.0	1,575.6	1,001.4	1,501.4	1,305.5	存货周转天数	25	47	54	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	676	616	625
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	233	227	212
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
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%	19.9%	17.7%	18.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	8.8%	11.3%	10.6%	11.4%
固定资产	525.9	478.6	363.5	248.5	133.4	ROIC	86.4%	23.5%	31.6%	34.4%	33.6%
在建工程	0.6	12.1	12.1	12.1	12.1	<b>费用率</b>					
无形资产	132.5	114.4	24.9	-	-	销售费用率	12.3%	9.4%	10.8%	10.8%	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%	26.7%	27.0%	27.0%
<b>资产总额</b>	<b>16,297.5</b>	<b>16,584.9</b>	<b>15,749.4</b>	<b>18,200.2</b>	<b>20,815.7</b>	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%	38.3%	38.4%	36.9%
应付帐款	1,141.1	839.3	1,663.1	1,275.0	1,904.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	48.1%	47.0%	37.6%	34.5%	33.2%
其他流动负债	2,641.1	3,758.2	2,219.5	3,103.3	2,992.0	负债权益比	92.8%	88.7%	60.1%	52.7%	49.6%
长期借款	2,032.6	500.0	-	-	-	流动比率	2.65	1.96	2.65	2.87	3.15
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	2.39	2.53	2.88
<b>负债总额</b>	<b>7,844.7</b>	<b>7,798.2</b>	<b>5,913.9</b>	<b>6,279.5</b>	<b>6,901.1</b>	利息保障倍数	979.16	9.02	31.90	36.78	67.73
<b>少数股东权益</b>	<b>1,238.4</b>	<b>822.6</b>	<b>808.8</b>	<b>765.9</b>	<b>718.1</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,386.4	1,386.4	1,314.8	1,314.8	1,314.8	DPS(元)	0.09	0.18	0.14	0.18	0.24
留存收益	5,880.5	6,663.6	7,711.8	9,840.1	11,881.7	分红比率	10.6%	15.7%	10.5%	12.2%	12.8%
<b>股东权益</b>	<b>8,452.7</b>	<b>8,786.7</b>	<b>9,835.4</b>	<b>11,920.7</b>	<b>13,914.6</b>	股息收益率	0.4%	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	1,133.1	1,459.9	1,796.3	1,970.9	2,431.1	EPS(元)	0.89	1.14	1.37	1.50	1.85
加: 折旧和摊销	206.6	280.2	204.5	140.0	115.1	BVPS(元)	5.49	6.06	6.87	8.48	10.04
资产减值准备	100.2	137.2	-	-	-	PE(X)	26.5	20.5	17.2	15.7	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	3.9	3.4	2.8	2.3
财务费用	84.1	291.6	62.2	58.7	39.1	P/FCF	-10.4	13.4	49.1	118.6	9.3
投资收益	-192.4	-183.2	-220.1	-252.8	-285.7	P/S	5.0	3.9	3.6	3.1	2.7
少数股东损益	-33.2	-44.8	-14.4	-43.7	-48.8	EV/EBITDA	23.1	15.7	12.5	11.6	8.7
营运资金的变动	-2,304.2	2,367.3	-86.1	-1,467.7	615.0	CAGR(%)	19.4%	17.7%	81.3%	19.4%	17.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,154.9</b>	<b>804.4</b>	<b>1,742.4</b>	<b>405.3</b>	<b>2,865.8</b>	PEG	1.4	1.2	0.2	0.8	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-8,610.6</b>	<b>1,714.9</b>	<b>780.4</b>	<b>-145.6</b>	<b>364.4</b>	ROIC/WACC	8.2	2.2	3.0	3.3	3.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>8,162.0</b>	<b>-1,451.0</b>	<b>-1,967.9</b>	<b>-196.3</b>	<b>-212.1</b>	REP	0.6	2.4	1.7	1.2	1.2

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。