

日期: 2018年08月22日

行业: 传媒



分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理: 胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

## 基本数据 (截止 2018 年 8 月 21 日)

报告日股价 (元)	23.51
12mth A 股价格区间 (元)	21.16/38.10
总股本 (百万股)	1314.80
无限售 A 股/总股本	35.48%
流通市值 (亿元)	109.66
每股净资产 (元)	6.50

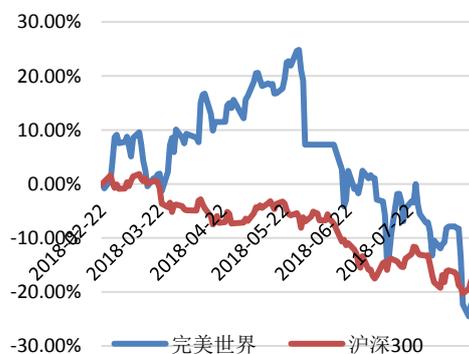
## 主要股东 (2018H1)

完美世界控股集团有限公司	35.06%
池宇峰	13.41%
石河子市骏扬股权投资合伙企业(有限合伙)	11.67%
深圳市恒泰稳增投资合伙企业(有限合伙)	6.99%

## 收入结构 (2018H1)

游戏	72.23%
电视剧	12.76%
院线	11.32%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期: 2017 年 3 月 22 日

## 业绩符合预期, 影视业务高速增长

## ■ 公司动态事项

- 1、完美世界公布了2018年半年报, 上半年公司实现营收 36.67 亿, 同比增长 2.20%, 实现归母净利润 7.82 亿, 同比增长 16.46%, 扣非后归母净利润 7.07 亿, 同比增长 16.76%。
- 2、公司公布了2018Q3业绩预告, 预计前三季度实现归母净利润 11.9-12.9亿元, 同比增长10.37%-19.64%。对应Q3净利润4.08-5.08 亿元, 同比增长0.31-24.90%。

## ■ 事项点评

## 上半年业绩符合预期, 电视剧业务成为业绩增长主力

公司上半年影视业务收入近乎翻番, 主要是因为公司电视剧业务在上半年确认了多部头部大剧的首轮收入, 而去年同期公司电视剧业务收入基数较低所致; 公司游戏业务上半年表现相对平淡, 主要是移动端老游戏流水出现一定幅度下滑所致。

## 游戏业务: 手握多款重磅游戏, 三季度手游流水有望环比回升

公司 2018H1 游戏业务实现收入 26.63 亿元, 同比减少 13.26%。游戏业务毛利率 67.31%, 较去年同期增长 6.22 个百分点。

## PC 端: 新游《深海迷航》为最大看点。公司上半年 PC 端游业务实现

收入 11.59 亿元, 同比增长 20.06%。在端游行业规模出现萎缩的大背景下, 公司 PC 游戏业务实现逆势增长一方面是因为《Dota2》、《诛仙》等头部游戏表现相对稳定, 另一方面则是因为公司上半年新推出的《深海迷航》大受全球玩家欢迎, 位列上半年 Steam 全球游戏畅销榜 Top20, 该游戏在预售阶段就创下接近 200 万套的销量。公司海外业务收入较去年同期增长 2.22 亿元, 同比增长 34%, 我们认为, 这一增量大多来自于《深海迷航》。

## 移动端: 三季度手游流水有望回升。公司移动游戏上半年实现收入

12.12 亿元, 同比减少 31.43%。收入下滑主要是因为老游戏流水的自然下滑以及新游上线时间相对较晚所致。我们预计公司三季度手游流水将出现一定程度回升, 公司新游《武林外传》于 6 月初上线, 上线当日即登顶 iOS 免费榜, 也获得了硬核联盟全方面的推广资源。参考畅销榜排名, 我们认为该款游戏的月流水维持在 1 亿元以上, 有望成为公司暨《诛仙》之后的又一大畅销作品。公司资产负债表递延收入项目较一季度增加了 2.49 亿元, 从侧面佐证了公司《武林外传》等新游近期有着不俗的表现。公司 Q2 推出的另一款表现较好的新游《烈

火如歌手游》交由阿里游戏代理发行，代理模式下收入确认存在一定递延，同时游戏以净额法确认收入，导致上半年确认收入相对较少，但对毛利率拉升明显。下半年，公司在研新产品较多，同时，公司加强了与腾讯的合作，多款新作品均选择交由腾讯代理发行，包括端改手 MMO《完美世界》、国风 RPG《云梦四时歌》以及沙盒玩法的《我的起源》。与腾讯的合作有望稳定公司新游的首发推广成本，在流量获取成本较高的当下是个不错的选择。《完美世界》等游戏计划于今年年底上线，未来流水值得期待，但对公司今年业绩的贡献比较有限。

整体来说，公司上半年 PC 端收入增长的主力《深海迷航》符合单机游戏的特征，销量多集中于首发时，下半年对业绩的贡献相对有限；下半年，众多新手游计划上线时间较晚，收入增量将依赖于《武林外传》等近期上线新游，这块增量或许能够覆盖老游戏流水的下滑部分，但全年游戏业务收入的增长仍存在一定压力。我们认为，公司游戏业务的发力期将推迟到 2019 年。

#### 影视业务： 喜迎影视业务大年，电视剧口碑播放量双丰收

公司 2018H1 影视业务实现收入 10.04 亿元，同比增长 93.85%。影视业务毛利率 39.08%，较去年同期增长 14.46%。

电视剧：该业务实现收入 4.68 亿元，同比增长 1971.85%。毛利率亦大幅增长 20 个百分点至 40.34%。公司电视剧收入及毛利率大幅增长主要是由于上半年确认了多部头部电视剧的首轮收入，包括《烈火如歌》（上半年网剧播放量冠军，累计播放超 80 亿次）、《忽如今夏》（上半年电视剧豆瓣口碑评分榜榜首）、《归去来》（双台收视率破 1、网络播放量超 98 亿）等。公司 2018 年还将持续推出多部精品剧作，包括近期热点《香蜜沉沉烬如霜》（8 月首播、同期省级卫视黄金档收视冠军、网络播放量超 50 亿）。公司存货项目较去年底提升超过 5 亿，主要是处于拍摄阶段的作品账面价值大幅增加。

电影：收入 0.50 亿，主要是网络大电影《灵魂摆渡-黄泉》贡献，该片分账票房已突破 4500 万元，累计播放量近 2 亿次，是上半年最受欢迎的网络大电影之一。另外，由张艺谋导演，公司旗下控股子公司作为出品方之一的电影《影》已经定档国庆档，是公司下半年电影业务的主要看点之一。

#### 三费控制稳定，仅销售费用有所上升

公司三费控制合理，销售、管理、财务费用率分别为 12.2%、26.7% 和 2.1%，较去年同期分别增长 2.4pct、-2.2pct、-1.1pct，销售费用增长主要是二季度游戏推广力度加强，管理费用下降主要是职工薪酬及委托开发费下降，财务费用减少主要受益于人民币贬值带来的汇兑损益。

#### ■ 盈利预测与估值

我们认为，公司 2018 年游戏业务增长略显乏力，院线业务确定于 7 月底剥离造成收入端有所下滑，而影视业务的高产出保证了公司利润增长。小幅下调公司 2018-2020 年归母净利润至 17.96 亿元、22.84 亿元和 26.74 亿元，对应每股 EPS 分别为 1.37 元、1.74 元和 2.03 元，PE 为 17.21、13.53、11.56 倍。维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

游戏流水下滑过快；电影票房不及预期；游戏及影视产品上线时间延后；行业竞争进一步加剧；监管趋严

### ■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7929.82	8611.16	9799.03	11434.80
年增长率	28.76%	8.59%	13.79%	16.69%
归母净利润	1504.71	1795.88	2284.20	2673.73
年增长率	29.01%	19.35%	27.19%	17.05%
每股收益（元）	1.14	1.37	1.74	2.03
PE	20.62	17.21	13.53	11.56

资料来源：Wind 上海证券研究所

## 附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,564.34	3,444.46	4,994.02	6,127.23
应收和预付款项	2,669.87	2,882.13	3,330.41	3,916.90
存货	1,575.57	1,610.59	1,772.52	1,696.93
其他流动资产	2,753.94	2,753.94	2,753.94	2,753.94
流动资产合计	9,563.72	10,691.13	12,850.88	14,495.00
长期股权投资	1,482.08	1,592.08	1,692.08	1,782.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	490.68	468.87	446.46	421.55
无形资产和开发支出	2,154.56	2,149.75	2,146.48	2,155.48
其他非流动资产	2,000.05	1,885.49	1,770.93	1,770.93
非流动资产合计	6,127.37	6,096.19	6,055.94	6,130.03
<b>资产总计</b>	<b>15,691.09</b>	<b>16,787.32</b>	<b>18,906.82</b>	<b>20,625.03</b>
短期借款	617.90	901.25	0.00	0.00
应付和预收款项	1,368.19	544.37	1,483.39	764.86
长期借款	500.00	500.00	500.00	500.00
其他负债	4,418.27	4,418.27	4,418.27	4,418.27
<b>负债合计</b>	<b>6,904.36</b>	<b>6,363.89</b>	<b>6,401.66</b>	<b>5,683.14</b>
股本	1,386.39	1,386.39	1,386.39	1,386.39
资本公积	3,557.31	3,557.31	3,557.31	3,557.31
留存收益	3,020.46	4,672.24	6,773.14	9,232.31
少数股东权益	822.56	807.49	788.32	765.88
<b>股东权益合计</b>	<b>8,786.73</b>	<b>10,423.43</b>	<b>12,505.16</b>	<b>14,941.90</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,691.09</b>	<b>16,787.32</b>	<b>18,906.82</b>	<b>20,625.03</b>

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	852.10	873.34	2,716.49	1,341.13
投资活动现金流	1,714.94	(97.13)	(77.13)	(27.13)
融资活动现金流	(1,450.97)	103.91	(1,089.81)	(180.80)
<b>净现金流</b>	<b>1,079.28</b>	<b>880.12</b>	<b>1,549.56</b>	<b>1,133.21</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>7,929.82</b>	<b>8,611.16</b>	<b>9,799.03</b>	<b>11,434.80</b>
营业成本	3,381.23	3,504.78	3,721.42	4,336.81
营业税金及附加	63.77	69.25	78.80	91.95
营业费用	743.51	947.23	1,077.89	1,257.83
管理费用	2,072.87	2,164.85	2,463.48	2,874.71
财务费用	190.09	87.15	64.23	35.06
资产减值损失	137.17	20.00	20.00	20.00
投资收益	183.18	110.00	100.00	90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,589.45</b>	<b>1,927.91</b>	<b>2,473.21</b>	<b>2,908.44</b>
营业外收支净额	59.41	59.41	59.41	59.41
<b>利润总额</b>	<b>1,648.85</b>	<b>1,987.31</b>	<b>2,532.62</b>	<b>2,967.85</b>
所得税	188.94	206.50	267.59	316.56
净利润	1,459.91	1,780.81	2,265.03	2,651.29
少数股东损益	(44.80)	(15.07)	(19.17)	(22.44)
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,504.71</b>	<b>1,795.88</b>	<b>2,284.20</b>	<b>2,673.73</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	28.76%	8.59%	13.79%	16.69%
EBIT 增长率	23.10%	17.18%	25.47%	15.61%
净利润增长率	29.01%	26.32%	27.19%	17.05%
毛利率	57.36%	59.30%	62.02%	62.07%
EBIT/总收入	23.10%	17.18%	25.47%	15.61%
净利润率	24.41%	26.32%	27.19%	17.05%
资产负债率	44.00%	37.91%	33.86%	27.55%
流动比率	2.19	2.79	3.32	4.60
净资产收益率(ROE)	18.26%	18.68%	19.50%	18.86%
存货周转率	2.15	2.18	2.10	2.56
应收账款周转率	4.77	3.84	4.45	3.83

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。