

完美世界 (002624.SZ) 买入 (维持评级)

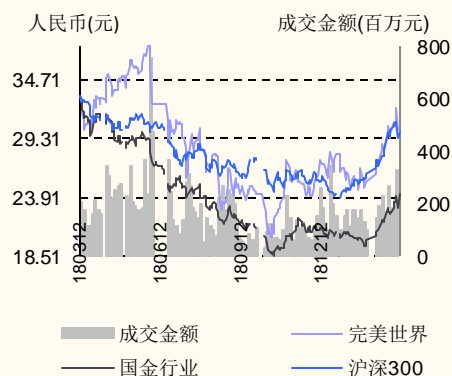
公司点评

市场价格 (人民币): 33.22 元

目标价格 (人民币): 38.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	487.44
总市值 (百万元)	39,706.95
年内股价最高最低 (元)	37.78/20.30
沪深 300 指数	3729.96
中小板综	9715.10



相关报告

1. 《完美世界》获得版号，信仰测试开启，我的起源定义国产沙盒》，2019.1.30
2. 《左手腾讯，右手 Valve，“内容为王”时代左右逢源的...》，2018.7.22

裴培

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

《完美世界》首月流水预计超 6 亿 2019 年流水可达 20-30 亿

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	1.441	1.822	2.210
每股净资产 (元)	5.20	5.74	6.85	8.39	10.28
每股经营性现金流 (元)	0.86	0.56	0.47	1.63	2.03
市盈率 (倍)	33.58	30.56	20.05	15.86	13.07
净利润增长率 (%)	304.34%	23.43%	31.59%	26.46%	21.30%
净资产收益率 (%)	16.17%	18.08%	19.95%	20.60%	20.38%

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 2019 年 3 月 6 日,《完美世界》手游全平台公测,上线首日即冲到 App Store 免费榜第一、畅销榜第 25。3 月 7 日,《完美世界》畅销榜排名跃升至第二,3 月 9 日,《完美世界》超过《王者荣耀》,位居畅销榜首位。我们认为,《完美世界》是去年 7 月以来,首周表现最好的 MMO 手游。
- 《完美世界》手游改编自同名端游,后者于 2005 年底公测,是中国 3D MMORPG 的标杆产品。经过十余年的发展,《完美世界》已成为当之无愧的顶级端游 IP,在改编成手游后,天然具备强大的引流能力和市场关注度。这款手游对端游还原度较高、画面唯美,特色飞行系统广受好评。
- 从用户来看,《完美世界》端游发布时间较早,其受众年龄偏长,有一定的经济基础,在情怀攻势下,付费意愿和付费潜力都比较高。当然,如果手游要做成“常青树”,必须尽可能多地吸引下一代年轻玩家“入坑”。
- 从运营端看,一方面,《完美世界》由腾讯独家代理发行,可以充分利用腾讯强大的导量和运营能力;另一方面,《完美世界》档期绝佳,正处于手游行业 MMO 大作青黄不接的时期,成功避免被同级别大作分流。
- 基于以上判断,我们预计《完美世界》首月流水在 6 亿以上,全年流水约 20-30 亿;根据腾讯与顶尖内容方合作的先例,完美世界可能得到总流水的 30%左右。要判断长期的具体流水,有两个时间点非常重要:第一是游戏上线后的次周末,第二是游戏上线满一个月以后。

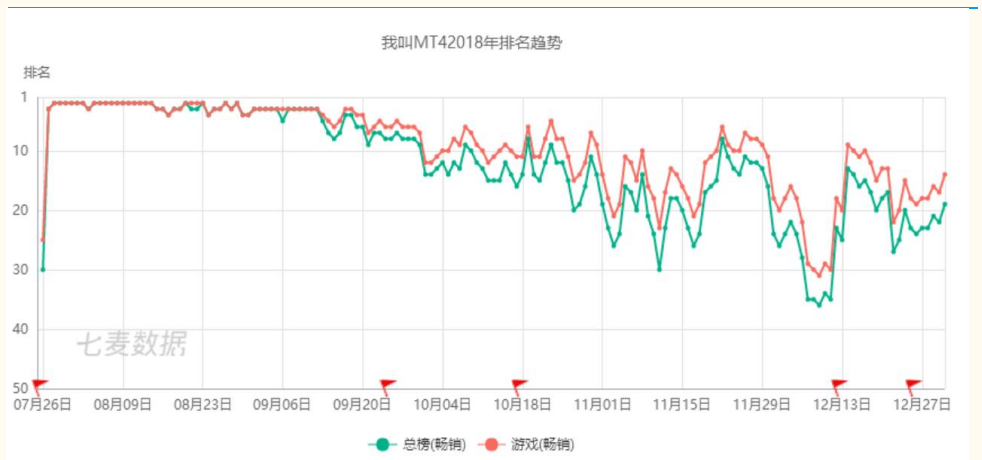
投资建议

- 端转手是经过市场验证的变现效率最高的手游商业模式,在市场上绝大部分端游 IP 都已被改编成手游的情况下,《完美世界》手游兼具天时地利人和,其公测后的亮眼表现,将助推完美世界 2019 年的游戏业务实现大幅增长。
- 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:游戏流水不达预期,生命周期缩短,玩家审美疲劳,监管风险。

如何判断一款手游的月度流水?

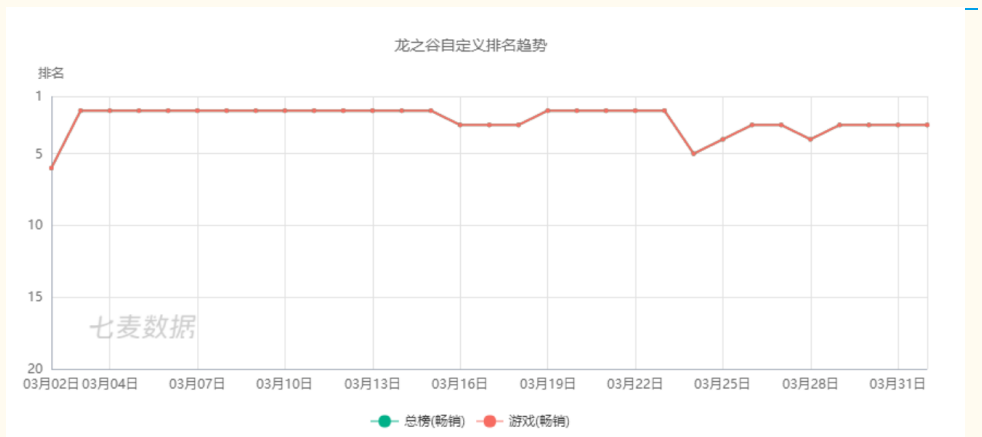
- 我们可以参考同类游戏以及 App Store 榜单上一些排名状况接近的游戏来预测《完美世界》的流水。由于 IP 改编手游边际效用递减以及玩家审美疲劳，与一两年前相比，位于榜单相同位置的游戏，不管是生命周期还是流水量级都有一定程度的下降。当然，“吃鸡”游戏上线以来持续吸走其他游戏的用户时间，也对新游戏产生了一定的副作用。
- 2016 年，完美世界旗下《诛仙》首月在 App Store 畅销榜约一半时间在 TOP5，一半时间在 TOP15 徘徊，首月流水约 4 亿元。2017 年 3 月《龙之谷》上线后，在 App Store 畅销榜第二大概维持了一个月，官方数据显示首月流水 9.7 亿。2018 年 7 月《我叫 MT4》上线后，同样在 App Store 畅销榜第二大概维持了一个月，伽马数据预测《我叫 MT4》首月流水 10 亿，但据我们了解，其首月流水约 6 亿-7 亿。2018 年 11 月，《火影忍者 OL-忍者新世代》公测，首月大约 20 天在 TOP5 以内，其中约 10 天 TOP3，其余时间都在 TOP10 以内，首月流水约 3 亿-4 亿。

图表 1:《我叫 MT4》App Store 排名



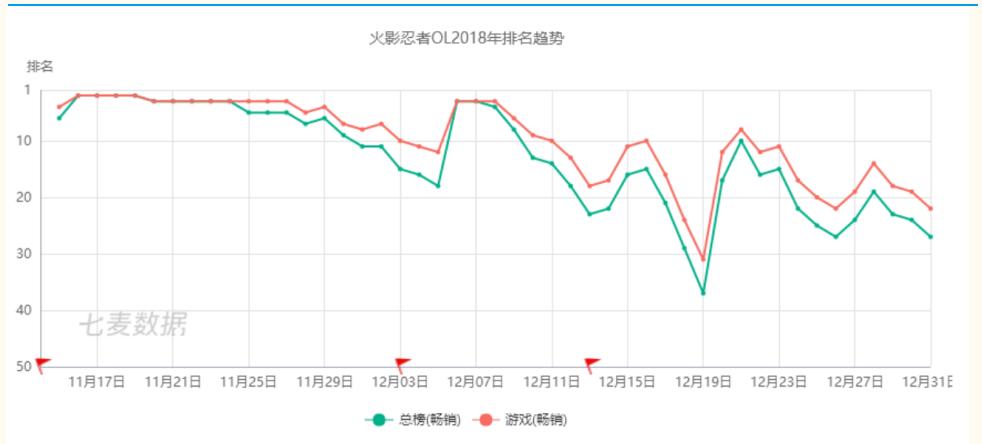
来源：七麦数据，国金证券研究所

图表 2:《龙之谷》App Store 排名



来源：七麦数据，国金证券研究所

图表 3: 《火影忍者OL-忍者新世代》App Store 排名



来源：七麦数据，国金证券研究所

图表 4: 《诛仙》App Store 排名



来源：七麦数据，国金证券研究所

- 3月7日,《完美世界》位居 App Store 畅销榜第二,3月9日,《完美世界》超过《王者荣耀》,位居畅销榜首位。截止目前,《完美世界》仍居于首位,我们预计3月《完美世界》将稳定在 TOP3。综合上述信息,我们判断《完美世界》首月流水将超过6亿。

如何判断一款手游的长期流水?

- 手游产品的生命周期,与游戏类型息息相关。一般而言,MMORPG 的生命周期要短于 SLG 和电竞游戏,因为前者是典型的“内容消耗型”游戏,除非不停地推出新内容(包括资料片、大型版本升级等),否则玩家会随着时间自然流失。从端游时代以来,能够成为“常青树”的 MMORPG,总共也仅有寥寥十几款。在手游时代,一般而言,MMORPG 能在畅销榜前十名停留 3-6 个月就很不错了,停留 6-12 个月的已经很罕见。
- 由于 MMO 手游付费点前置,一般情况下,上线首月即是最高流水,此后在会在一个比较长的时间内维持巅峰流水 1/3-1/2 的水平。《完美世界》作为一款典型的端转手 MMO 产品,大概率将按照这样的发展路径自然衰减,基于此,我们预计《完美世界》全年流水在 20-30 亿元。按照腾讯与合作伙伴的历史记录,我们估计完美世界能分得 30% 左右。
- 对于投资者而言,有两个时间节点非常重要:第一是《完美世界》上线后的第二个周末(3月16日前后);第二是上线满一个月以后。一般而言,“端转手”新游戏上线满一个星期后,端游核心玩家已经被吸引得差不多了,接下来要考验吸引新玩家的能力,以及老玩家的留存率。满一个月后,

初期游戏内容和导流效果均被消耗大半，进入“长跑”阶段，考验的是内容储备和运营能力。在腾讯独家代理的“端转手”MMORPG中，既有《热血传奇》《剑侠情缘》这样生命周期持续两年以上的“常青树”，也有《奇迹：觉醒》《魔力宝贝》这样排名下滑很快的“一波流”产品。《完美世界》能在畅销榜前列停留多久？答案要等到4月初揭晓。

《完美世界》首周表现为什么如此强劲？

- 虽然早在内测阶段，市场就对《完美世界》手游寄予厚望，但是它的首周表现仍然超出预期——自从2018年7月《我叫MT4》上线以来，腾讯发行的MMORPG还从未在畅销榜取得如此亮眼的表现。我们认为，除了游戏产品本身之外，还有两个因素非常重要：腾讯的手游新品发行节奏，以及《完美世界》上线前的大规模宣传推广。
- 2018年12月以来，腾讯就没有发行过手游大作。在寒假期间，腾讯也仅仅上线了《闹闹天宫》等几款隶属于“极光计划”的中小成本游戏。《完美世界》算是打破了腾讯长达三个月的“手游新品真空期”，在上线初期必然得到腾讯流量和运营资源的巨大倾斜。
- 我们观察到，在《完美世界》手游上线前，不仅各大买量渠道、应用商店均出现了许多宣传推广，就连线下的生活圈广告（楼宇、交通站点等）也有不少推广。如此有力的宣传攻势，加上《完美世界》自身的IP知名度，在初期吸引玩家方面肯定是加分项。

风险提示

- 《完美世界》目前的TAPTAP评分与同级别大作相比偏低，玩家反映游戏氪金点过多，对游戏内生态平衡产生了负面影响。
- 腾讯独家代理的手游，往往在前几个星期集中大幅度导流，后续导流效果一般，可能会影响生命周期。
- 整个手游行业，玩家审美疲劳的趋势都比较明显，可能导致2019年大部分手游产品的生命周期流水比以前缩短。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,129	6,159	7,930	8,675	10,375	12,177	货币资金	1,098	2,097	3,236	2,120	3,183	4,754
增长率		445.3%	28.8%	9.4%	19.6%	17.4%	应收款项	790	2,020	1,818	3,036	3,631	4,262
主营业务成本	-562	-2,404	-3,381	-3,551	-4,114	-4,776	存货	344	496	1,576	2,432	2,818	3,271
%销售收入	49.8%	39.0%	42.6%	40.9%	39.7%	39.2%	其他流动资产	266	6,595	3,616	2,796	3,142	3,536
毛利	567	3,755	4,549	5,124	6,262	7,401	流动资产	2,498	11,208	10,246	10,385	12,774	15,823
%销售收入	50.2%	61.0%	57.4%	59.1%	60.3%	60.8%	%总资产	82.4%	68.8%	61.8%	58.6%	62.8%	67.2%
营业税金及附加	-9	-54	-64	-69	-83	-97	长期投资	416	2,698	3,237	3,249	3,248	3,248
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	8	527	491	657	923	1,128
营业费用	-80	-755	-744	-807	-965	-1,120	%总资产	0.3%	3.2%	3.0%	3.7%	4.5%	4.8%
%销售收入	7.1%	12.3%	9.4%	9.3%	9.3%	9.2%	无形资产	58	1,690	2,384	3,183	3,129	3,088
管理费用	-109	-1,836	-2,073	-2,221	-2,646	-3,069	非流动资产	533	5,089	6,339	7,327	7,551	7,726
%销售收入	9.6%	29.8%	26.1%	25.6%	25.5%	25.2%	%总资产	17.6%	31.2%	38.2%	41.4%	37.2%	32.8%
息税前利润 (EBIT)	370	1,110	1,668	2,027	2,568	3,114	资产总计	3,031	16,297	16,585	17,712	20,325	23,549
%销售收入	32.7%	18.0%	21.0%	23.4%	24.7%	25.6%	短期借款	522	550	1,724	1,298	1,370	1,433
财务费用	-45	-1	-190	-99	-103	-85	应付款项	564	1,304	1,368	1,336	1,572	1,833
%销售收入	3.9%	0.0%	2.4%	1.1%	1.0%	0.7%	其他流动负债	153	2,369	2,124	2,168	2,324	2,576
资产减值损失	-23	-100	-137	-21	-4	-4	流动负债	1,239	4,223	5,215	4,803	5,266	5,842
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	643	2,033	500	500	500	501
投资收益	25	192	183	201	222	233	其他长期负债	0	1,589	2,083	2,083	2,086	2,090
%税前利润	6.6%	14.2%	11.6%	9.3%	8.0%	7.0%	负债	1,882	7,845	7,798	7,385	7,852	8,433
营业利润	328	1,201	1,524	2,109	2,682	3,258	普通股股东权益	1,026	7,214	7,964	9,496	11,628	14,258
%营业收入	29.0%	19.5%	19.2%	24.3%	25.8%	26.8%	少数股东权益	123	1,238	823	831	845	859
营业外收支	57	155	59	65	72	79	负债股东权益合计	3,031	16,297	16,585	17,712	20,325	23,549
税前利润	385	1,356	1,584	2,174	2,754	3,337	比率分析						
利润率	34.1%	22.0%	20.0%	25.1%	26.5%	27.4%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-86	-223	-189	-272	-344	-417	每股指标						
所得税率	22.3%	16.4%	11.9%	12.5%	12.5%	12.5%	每股收益	0.591	0.887	1.095	1.441	1.822	2.210
净利润	299	1,133	1,395	1,902	2,410	2,920	每股净资产	1.834	5.204	5.745	6.849	8.388	10.284
少数股东损益	11	-33	-45	8	14	14	每股经营现金净流	0.345	0.863	0.556	0.465	1.629	2.033
归属于母公司的净利润	288	1,166	1,440	1,894	2,396	2,906	每股股利	0.040	0.060	0.170	0.180	0.200	0.210
净利率	25.5%	18.9%	18.2%	21.8%	23.1%	23.9%	回报率						
							净资产收益率	28.12%	16.17%	18.08%	19.95%	20.60%	20.38%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.52%	7.16%	8.68%	10.70%	11.79%	12.34%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	投入资本收益率	12.42%	8.38%	13.31%	14.59%	15.62%	15.94%
净利润	299	1,133	1,460	1,902	2,410	2,920	增长率						
少数股东损益	11	-33	-45	8	14	14	主营业务收入增长率	21.99%	445.33%	28.76%	9.40%	19.60%	17.36%
非现金支出	28	286	344	169	185	222	EBIT增长率	23.68%	200.18%	50.30%	21.52%	26.66%	21.28%
非经营收益	-9	-185	48	-197	-221	-237	净利润增长率	51.66%	304.34%	23.43%	31.59%	26.46%	21.30%
营运资金变动	-126	-100	-1,121	-1,262	-231	-232	总资产增长率	84.07%	437.74%	1.76%	6.79%	14.76%	15.86%
经营活动现金净流	193	1,134	731	611	2,142	2,673	资产管理能力						
资本开支	-2	-156	-188	-1,049	-321	-302	应收账款周转天数	221.7	77.3	81.2	90.0	90.0	90.0
投资	-531	-8,461	1,800	-12	0	0	存货周转天数	258.3	63.8	111.8	250.0	250.0	250.0
其他	23	6	103	869	222	233	应付账款周转天数	19.5	56.6	65.6	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-510	-8,611	1,715	-191	-100	-70	固定资产周转天数	2.5	31.2	22.0	22.9	21.5	18.4
股权募资	56	6,014	3	-346	0	0	偿债能力						
债权募资	1,208	1,020	-467	-428	72	64	净负债/股东权益	5.85%	5.74%	-11.53%	-3.12%	-10.53%	-18.65%
其他	-341	1,148	-1,023	-94	-343	-359	EBIT利息保障倍数	8.3	904.0	8.8	20.5	24.8	36.7
筹资活动现金净流	923	8,182	-1,488	-868	-272	-295	资产负债率	62.10%	48.13%	47.02%	41.70%	38.63%	35.81%
现金净流量	606	706	958	-448	1,771	2,309							

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4	12	17	20	33
增持	1	3	10	11	22
中性	0	0	2	3	7
减持	0	0	0	0	1
评分	1.20	1.20	1.48	1.50	1.62

来源：贝格数据

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。

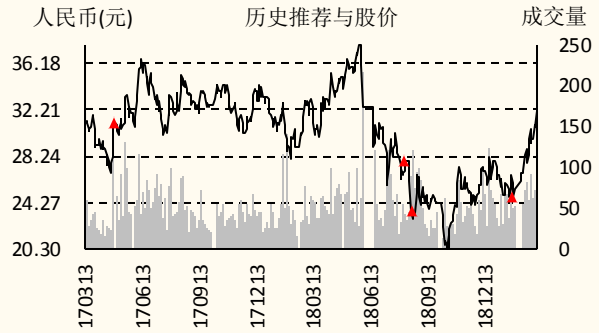
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
3	2018-08-09	买入	26.99	38.50~38.50
4	2018-08-21	买入	22.84	38.50~38.50
5	2019-01-30	买入	25.30	N/A

来源：国金证券研究所



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