

2019年05月04日

完美世界 (002624.SZ)

公司快报

传媒 | 互联网 III

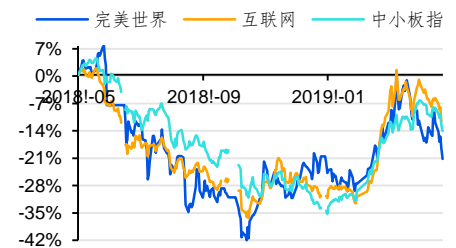
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2019-04-30) **28.26 元**

交易数据

总市值(百万元)	36,314.77
流通市值(百万元)	13,463.02
总股本(百万股)	1,314.80
流通股本(百万股)	487.44
12个月价格区间	0.00/38.10 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.81	-18.1	-8.53
绝对收益	-12.04	3.83	-20.61

分析师

付宇婕
 SAC 执业证书编号: S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

分析师

宋怡萱
 SAC 执业证书编号: S0910518070002
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

完美世界: 2019Q1 业绩预告点评: 影游项目储备丰富, 业绩确定估值低位 2019-04-01
 完美世界: Q3 业务稳中有进, 影游双轮后续值得期待 2018-10-29

完美世界: 影视口碑收入双丰收, 游戏静待 H2 复苏, 双轮驱动滚滚前行——2018H1 点评 2018-08-21

完美世界: 股份回购凸显信心, 影游双轮驱动迎来收获 2018-07-17

完美世界: 合资设立 STEAM 中国, 强强联合 PC 平台化建设加速 2018-06-12

影游项目储备丰富, 业绩确定估值低位

投资要点

事件: 4月29日晚公司披露2018年年报及2019年一季报。2018年利润分配方案: 公司拟以未来实施分配方案时股权登记日的股份总数扣除公司已回购股份后的总股本为基数, 向全体股东每10股派发现金红利1.80元(含税), 分红比例38.10%。

◆ **《完美世界》手游上线、毛利率提升带动2019Q1业绩增速超预告上限:** 2018年实现营业收入80.34亿元(+1.31%), 归母净利润17.06亿元(+13.38%), 扣非后的归母净利润14.47亿元(+3.54%), 2018年受游戏行业阶段性版号政策影响, 游戏业务收入同比下滑, 公司2018年收入低个位数增长。

2019年Q1公司实现营业收入20.42亿元(+13.26%), 剔除院线业务影响后, 游戏及影视业务收入实际同比增长32.8%, 归母净利润4.86亿元(+34.95%), 扣非后的归母净利润4.63亿元(+56.77%), 《完美世界》手游上线、毛利率提升使得公司一季度业绩增速超预告上限。

◆ **手游: 核心产品表现亮眼, 后续储备丰富:** 报告期内公司推出的《轮回诀》《烈火如歌》手游及《武林外传手游》等新的游戏产品表现良好; 《诛仙手游》等经典游戏延续稳定表现。公司端转手大作《完美世界》手游2019年3月6日上线, 发布首月过半时间位居iOS畅销榜榜首, 我们预测首月流水有望超过15亿; 未来预计将推出《神雕侠侣2》《新神魔大陆》《云梦四时歌》《梦间集天鹅座》《新笑傲江湖》《我的起源》等数款涵盖MMORPG、回合制、二次元、沙盒、SLG、ARPG、开放世界等多种类型和题材的新游戏。同时公司加速推动手游出海业务, 2019年3月已与Google达成战略合作。2018年手游收入27.11亿元(-11.94%), 毛利率63.18%, 同比上升4.05个百分点。

◆ **端游及主机游戏老牌储备优质:** 经典端游产品《诛仙》《完美世界国际版》持续贡献稳定收入; 报告期内公司推出的端游及主机双平台游戏《Subnautica(深海迷航)》受玩家广泛欢迎; 由法国团队研发的西游题材2D横版动作冒险游戏《非常英雄(Unruly Heroes)》于2019年1月在Steam、Xbox、Switch等PC、主机平台发售。**储备产品:** 《Don't Even Think》(主机平台测试中); 旗舰IP“诛仙”、“完美世界”新产品研发中; 欧美团队2款知名IP主机游戏研发中。2018年公司端游收入21.96亿元(+10.28%), 毛利率73.67%, 同比下降2个百分点; 主机游戏4.63亿元(-10.99%), 毛利率58.83%, 同比上升2.06个百分点。

◆ **具备核心研发和运营能力, 云游戏时代有望产出更多爆款产品:** 云游戏通过云端服务器进行运算, 突破设备限制, 降低用户进入成本, 给予用户更好的游戏体验。设备门槛的降低意味着玩家可更便捷地体验高质量游戏, 因此具备核心研发能力的大厂受益。公司和steam平台全面合作, 有望在平台上进行前端调试, 加固云游戏属性, 公司正在探索5G时代云游戏实现的路径, 为云游戏时代的到来做好准备。

◆ **影视项目储备丰富, 有望取得高增长:** 2018年公司影视业务实现收入26.13亿元(+14.62%), 北京完美世界影视传媒有限责任公司净利润3.28亿元, 影视板块

净利率约 12.55%。电视剧方面，公司 2018 年播出的剧有：《利刃出击》《烈火如歌》《忽而今夏》《归去来》《走火》《最美的青春》《香蜜沉沉烬如霜》《娘道》《苏茉儿传奇》《黄土高天》；2019 年已播出的剧：《小女花不弃》《青春斗》《趁我们还年轻》，另有丰富的项目储备。2018 年公司电视剧业务收入 17.49 亿元（+55.01%），毛利率 34.40%，同比下降 18.72 个百分点。电影方面，网络大电影《灵魂摆渡·黄泉》《河盗》以及院线电影《影》取得良好口碑，《影》取得 6.28 亿票房。

◆ **投资建议：**我们重复去年底以来的逻辑，建议积极关注 Q1 能保证稳定增长的游戏龙头，当前完美世界作为游戏+影视大白马，其估值显著低估，我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.66、1.93、2.31 元，对应当前股价 PE 分别为 17.0/14.6/12.2x，维持买入-A 投资评级。

◆ **风险提示：**游戏业务流水不达预期的风险；游戏政策波动的风险；游戏运营成本提升的风险；电视剧收入确认时间不达预期的风险

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7,929.8	8,033.8	10,618.2	12,441.4	14,624.1
同比增长(%)	28.8%	1.3%	32.2%	17.2%	17.5%
营业利润(百万元)	1,589.4	1,892.3	2,376.0	2,991.7	3,602.9
同比增长(%)	32.3%	19.1%	25.6%	25.9%	20.4%
净利润(百万元)	1,504.7	1,706.1	2,181.5	2,534.5	3,039.1
同比增长(%)	29.0%	13.4%	27.9%	16.2%	19.9%
每股收益(元)	1.14	1.30	1.66	1.93	2.31
PE	24.7	21.8	17.0	14.7	12.2
PB	4.7	4.4	3.4	2.8	2.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,929.8	8,033.8	10,618.2	12,441.4	14,624.1	年增长率					
减:营业成本	3,381.2	3,549.9	4,746.5	5,592.6	6,474.7	营业收入增长率	28.8%	1.3%	32.2%	17.2%	17.5%
营业税费	63.8	43.5	57.0	63.4	71.4	营业利润增长率	32.3%	19.1%	25.6%	25.9%	20.4%
销售费用	743.5	880.4	1,134.3	1,371.0	1,665.6	净利润增长率	29.0%	13.4%	27.9%	16.2%	19.9%
管理费用	2,072.9	704.2	2,164.4	2,302.9	2,727.5	EBITDA 增长率	38.4%	78.6%	-19.7%	22.3%	19.1%
财务费用	190.1	167.8	239.5	190.0	186.9	EBIT 增长率	42.6%	93.1%	-21.0%	21.6%	19.1%
资产减值损失	137.2	10.4	102.5	120.0	110.0	NOPLAT 增长率	56.8%	20.1%	25.2%	12.2%	19.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.2%	-12.1%	28.8%	24.0%	15.0%
投资和汇兑收益	183.2	464.5	202.0	190.3	214.9	净资产增长率	4.0%	5.9%	26.3%	20.2%	20.0%
营业利润	1,589.4	1,892.3	2,376.0	2,991.7	3,602.9	盈利能力					
加:营业外净收支	59.4	23.5	54.0	103.0	108.0	毛利率	57.4%	55.8%	55.3%	55.0%	55.7%
利润总额	1,648.9	1,915.7	2,430.0	3,094.7	3,710.9	营业利润率	20.0%	23.6%	22.4%	24.0%	24.6%
减:所得税	188.9	156.4	229.2	508.5	609.7	净利润率	19.0%	21.2%	20.5%	20.4%	20.8%
净利润	1,504.7	1,706.1	2,181.5	2,534.5	3,039.1	EBITDA/营业收入	24.2%	42.7%	25.9%	27.1%	27.4%
						EBIT/营业收入	21.6%	41.2%	24.6%	25.6%	25.9%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	47.0%	41.7%	34.3%	31.5%	26.0%
货币资金	3,236.4	4,228.9	3,524.2	4,509.0	5,975.0	负债权益比	88.7%	71.6%	52.2%	46.0%	35.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.96	2.75	3.01	3.47	4.79
应收帐款	1,751.2	1,964.4	2,813.8	2,715.7	3,783.9	速动比率	1.66	2.20	2.62	3.11	4.37
应收票据	67.1	-	59.0	10.1	71.1	利息保障倍数	9.02	19.72	10.92	16.75	20.28
预付帐款	851.6	789.7	325.7	1,016.6	458.2	营运能力					
存货	1,575.6	2,141.8	1,582.2	1,553.5	1,438.8	固定资产周转天数	23	19	10	6	4
其他流动资产	2,764.5	1,658.4	4,003.0	5,006.0	5,008.0	流动营业资本周转天数	202	166	152	168	173
可供出售金融资产	1,755.4	1,893.0	1,898.0	1,950.0	1,998.0	流动资产周转天数	487	471	391	392	388
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	86	83	81	80	80
长期股权投资	1,482.1	1,559.2	2,231.2	2,516.6	2,952.1	存货周转天数	47	83	63	45	37
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	746	730	574	557	536
固定资产	478.6	362.3	250.4	178.5	105.9	投资资本周转天数	279	234	190	204	207
在建工程	12.1	-	-	-	-	费用率					
无形资产	114.4	86.8	131.2	143.6	107.0	销售费用率	9.4%	11.0%	10.7%	11.0%	11.4%
其他非流动资产	2,496.1	1,293.6	1,076.8	1,031.9	1,017.9	管理费用率	26.1%	8.8%	20.4%	18.5%	18.7%
资产总额	16,584.9	15,978.3	17,895.5	20,631.5	22,916.0	财务费用率	2.4%	2.1%	2.3%	1.5%	1.3%
短期债务	617.9	1,270.0	-	-	-	三费/营业收入	37.9%	21.8%	33.3%	31.1%	31.3%
应付帐款	839.3	645.4	936.8	1,859.5	1,377.8	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	18.9%	20.2%	20.1%	19.2%	19.0%
其他流动负债	3,758.2	2,005.9	3,155.3	2,405.4	2,119.6	ROA	8.8%	11.0%	12.3%	12.5%	13.5%
长期借款	500.0	793.7	-	-	-	ROIC	23.5%	34.0%	48.5%	42.2%	40.6%
其他非流动负债	2,082.8	1,954.3	2,043.0	2,234.0	2,456.0	分红指标					
负债总额	7,798.2	6,669.4	6,135.0	6,498.9	5,953.4	DPS(元)	0.18	0.19	0.17	0.20	0.24
少数股东权益	822.6	869.8	889.1	940.9	1,002.9	分红比率	15.7%	14.6%	10.5%	10.5%	10.5%
股本	1,386.4	1,386.5	1,314.8	1,314.8	1,314.8	股息收益率	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%
留存收益	6,663.6	7,497.1	9,556.5	11,876.9	14,644.9						
股东权益	8,786.7	9,308.9	11,760.4	14,132.5	16,962.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.14	1.30	1.66	1.93	2.31
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	6.06	6.42	8.27	10.03	12.14
净利润	1,459.9	1,759.4	2,181.5	2,534.5	3,039.1	PE(X)	24.7	21.8	17.0	14.7	12.2
加:折旧和摊销	280.2	166.5	137.6	184.4	219.9	PB(X)	4.7	4.4	3.4	2.8	2.3
资产减值准备	137.2	10.4	-	-	-	P/FCF	16.1	16.7	-42.0	33.1	22.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	4.7	4.6	3.5	3.0	2.5
财务费用	291.6	242.9	239.5	190.0	186.9	EV/EBITDA	19.1	10.4	11.8	9.4	7.5
投资损失	-183.2	-464.5	-202.0	-190.3	-214.9	CAGR(%)	21.0%	20.8%	24.8%	21.0%	20.8%
少数股东损益	-44.8	53.3	19.4	51.7	62.0	PEG	1.2	1.0	0.7	0.7	0.6
营运资金的变动	2,367.3	-1,363.4	-1,153.9	-1,200.1	-747.0	ROIC/WACC	2.2	3.3	4.6	4.1	3.9
经营活动产生现金流量	804.4	-130.0	1,222.1	1,570.3	2,546.0						
投资活动产生现金流量	1,714.9	2,975.8	-279.0	-280.0	-421.3						
融资活动产生现金流量	-1,451.0	-1,952.3	-1,647.7	-305.5	-658.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com