

《完美世界》手游表现亮眼，带动一季度盈利能力提升

——完美世界(002624)年报点评

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

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2019-05-06)

发布日期: 2019年05月07日

收盘价(元)	27.28
一年内最高/最低(元)	38.10/19.75
沪深300指数	3684.62
市净率(倍)	4.25
流通市值(亿元)	132.97

基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	6.76
每股经营现金流(元)	-0.13
毛利率(%)	68.11
净资产收益率-摊薄(%)	5.47
资产负债率(%)	39.38
总股本/流通股(万股)	131479.97/48743.73
B股/H股(万股)	0/0

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)季报点评: 前三季度业绩略超预期, 仍需密切关注政策影响》
2018-10-31
- 2 《完美世界(002624)中报点评: 电视剧业务增长迅猛, 游戏业务回暖可期》
2018-08-21
- 3 《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

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

事件: 公司发布2018年年度报告以及2019年第一季度报告。

2018年公司实现营业收入80.34亿元, 同比增加1.31%; 归属上市公司股东净利润17.06亿元, 同比增加13.38%; 扣除非经常性损益后净利润14.47亿元, 同比增加3.54%; 经营活动产生现金流净额-1.30亿元; 基本每股收益1.30元; 每10股派发现金红利1.80元(含税)。

2019年第一季度公司实现营业收入20.42亿元, 同比增加13.26%; 归属上市公司股东净利润4.86亿元, 同比增加34.95%; 扣除非经常性损益后净利润4.63亿元, 同比增加56.77%; 经营活动产生现金流净额-1.75亿元。

投资要点:

- 端游逆势实现增长, 《完美世界》手游实现霸榜。公司游戏业务收入54.21亿元, 同比下降4.13%, 其中PC端游收入21.96亿元, 同比上升10.28%, 营业收入占比为27.34%, 比17年上升2.23个百分点; 手游收入27.10亿元, 同比下降11.94%, 占营业收入比为33.74%, 比17年下降5.08个百分点。

在公司端游产品方面, 长线游戏产品《完美世界国际版》、《诛仙》等仍在持续贡献收入, 2018年由公司推出的端游+主机双平台游戏《Subnautica(深海迷航)》广受好评, 其国区版本销售量达到25万套, 国外游戏媒体评分约9分, 游戏销售平台Steam好评率94%。同时公司围绕顶级IP《诛仙》打造的端游大作《新诛仙世界》也在积极研发进程中。公司在2018年端游行业市场规模下降趋势下逆势实现良好增长。

手游方面, 公司在18年推出的《轮回诀》、《烈火如歌》以及《武林外传手游》等产品表现良好。2018年手游业务收入下滑主要受版号事件影响, 游戏产品上线进度未达到预期。在版号恢复后, 《完美世界》手游获发版号并于3月正式上线, 次日位居IOS畅销榜第二, 第四日荣登唱响榜榜首, 发布首月过半时间位于IOS畅销榜榜首。预计《完美世界》手游是支撑2019年第一季度公司业绩大幅增长的主要力量。公司在立足核心MMORPG类型的基础上, 探索细分游戏市场的可能性, 丰富自身产品矩阵, 预计将有《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》等数款覆盖MMORPG、回合制、二次元、沙盒、SLG、ARPG、开放世界等多种类型和题材的游戏产品陆续推出。

传真： 021-50587779

地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编： 200122

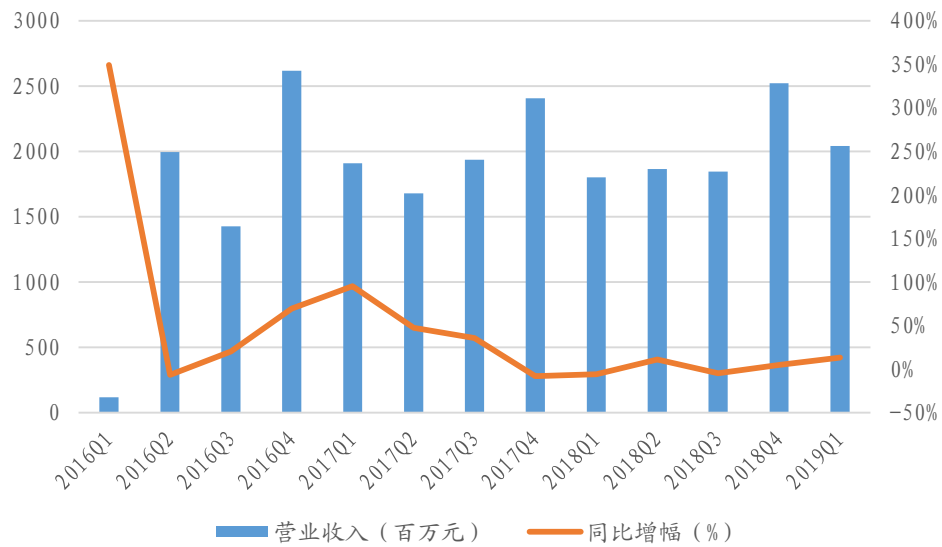
- **电视剧业务收入增长较快。**公司影视业务收入 26.13 亿元，同比增长 14.62%。其中电视剧业务营业收入 17.49 亿元，同比增长 55.01%。公司出品的《利刃出击》、《烈火如歌》、《忽而今夏》、《归去来》、《走火》、《最美的青春》、《香蜜沉沉烬如霜》、《娘道》、《苏茉儿传奇》、《黄土高天》、《小女花不弃》、《青春斗》、《趁我们还年轻》等电视剧在收视率、网络播放量、评分等方面均处于行业头部位置。
- **2019 年第一季度毛利率明显提升。**2019 年公司第一季度毛利率为 68.11%，比 18 年提升近 12.3 个百分点，净利率为 23.82%，比 18 年提升 2.58 个百分点，我们认为主要是《完美世界》手游的优异表现为公司提供较强的盈利能力。
- **公司主要费用率整体较为稳定。**2018 年公司主要费用率为 39.40%，比 17 年提升 1.49 个百分点；2019 年第一季度费用率为 41.48%，较 18 年提升 2.08 个百分点，比 18 年第一季度下降 1.75 个百分点。其中研发费用率增长较快，2019 年第一季度研发费用率为 22.37%，比 18 年提高了近 5 个百分点，扣除研发费用率后的其余费用率基本维持稳定。
- **与 Google 达成出海战略合作，与 Valve 合作有序推进。**公司在 2019 年 3 月宣布与谷歌达成战略合作，借助谷歌在全球广泛的智能化营销解决方案以及技术优势达成升级出海战略的目的。同时公司与 Valve 公司的合作也在有序推进与深化之中，其中包括了 Steam 中国项目的落地以及 2019 年即将首次在国内举办的《DOTA2》国际邀请赛（Ti9）。
- **投资建议与盈利预测：**公司拥有较强的研发能力、强大的 IP 阵容以及经营长线游戏的能力，老游戏产品能够稳定贡献流水，新游戏上线后市场表现不俗，《完美世界》手游于 3 月上线后长期实现霸榜，《云梦四时歌》也将于 5 月中下旬上线，预计降为公司提供业绩支撑。影视方面公司打造的多部电视剧均能保持在市场头部位置，业务增长迅速，后续还将有陆续有电视剧不断上线。由于公司剥离了院线业务，因此对公司 2019 年营业收入与利润产生一定影响，不考虑投资收益以及营业外收支的影响下，我们预计公司 2019 年与 2020 年 EPS 为 1.53 元/1.77 元，按 2019 年 5 月 6 日收盘价 27.28 元，对应 PE 为 17.8 倍与 15.4 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：行业监管趋严；新游产品上线进度以及市场表现不及预期；行业竞争加剧

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7929.8	8033.8	8717.3	9739.7	10823.5
增长比率	28.8%	1.3%	8.5%	11.7%	11.1%
净利润(百万元)	1504.7	1706.1	2018.1	2333.5	2377.0
增长比率	29.0%	13.4%	18.3%	15.6%	1.9%
每股收益(元)	1.14	1.30	1.53	1.77	1.81
市盈率(倍)	23.8	21.0	17.8	15.4	15.1

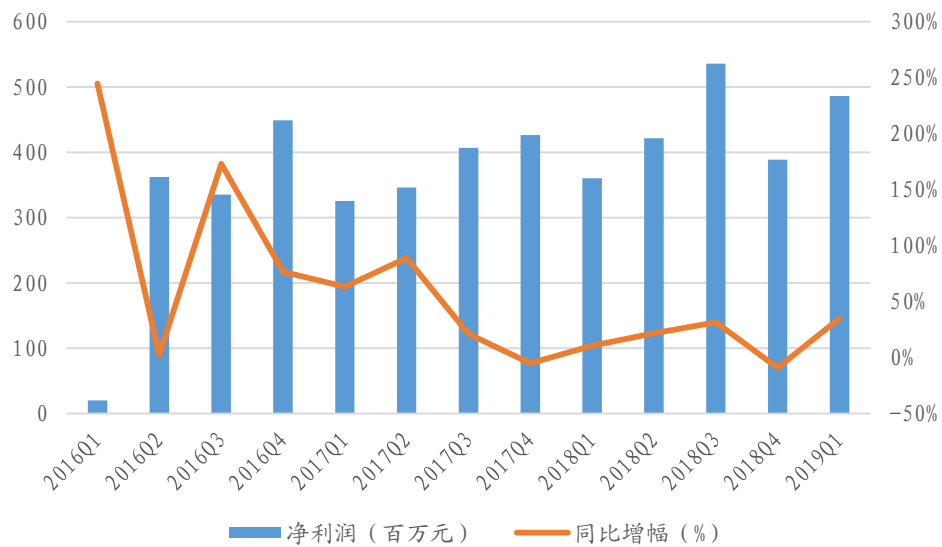
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1：2016-2019Q1 公司单季度营业收入与同比变动



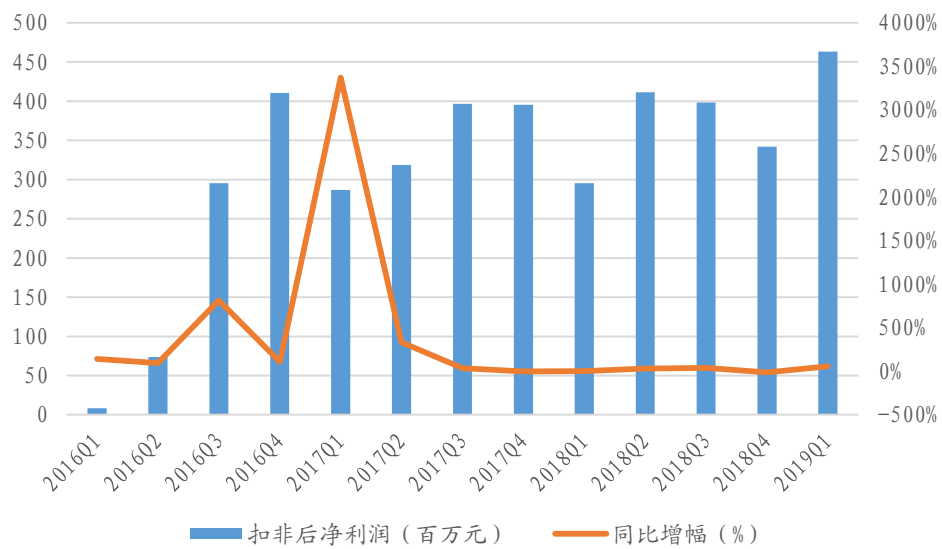
资料来源：公司公告，中原证券

图 2：2016-2019Q1 公司单季度净利润与同比变动



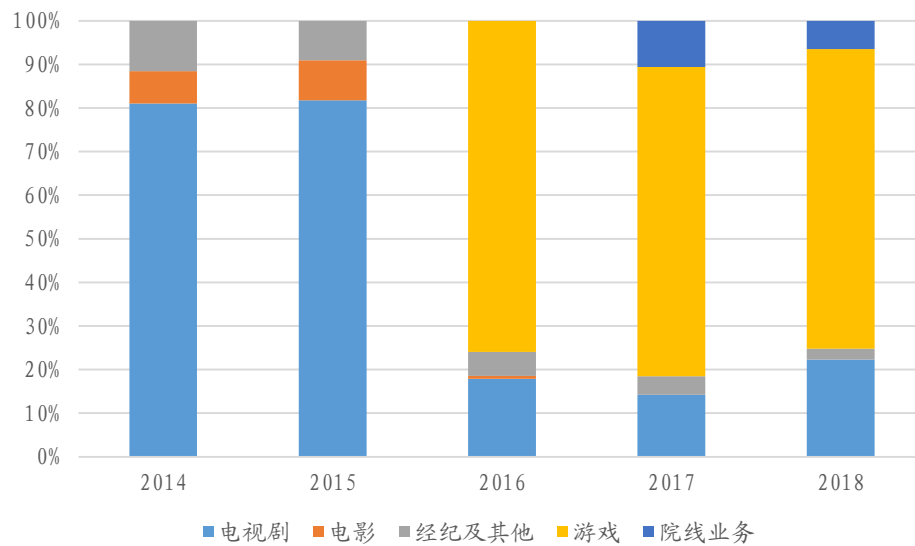
资料来源：公司公告，中原证券

图 3: 2016-2019Q1 公司单季度扣除非经常性损益后净利润与同比变动



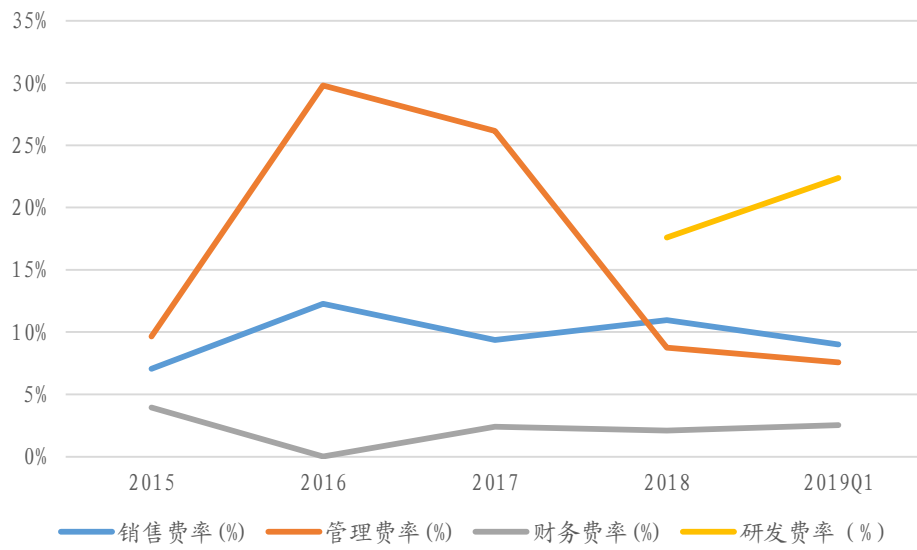
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2014-2018 公司分业务收入占比



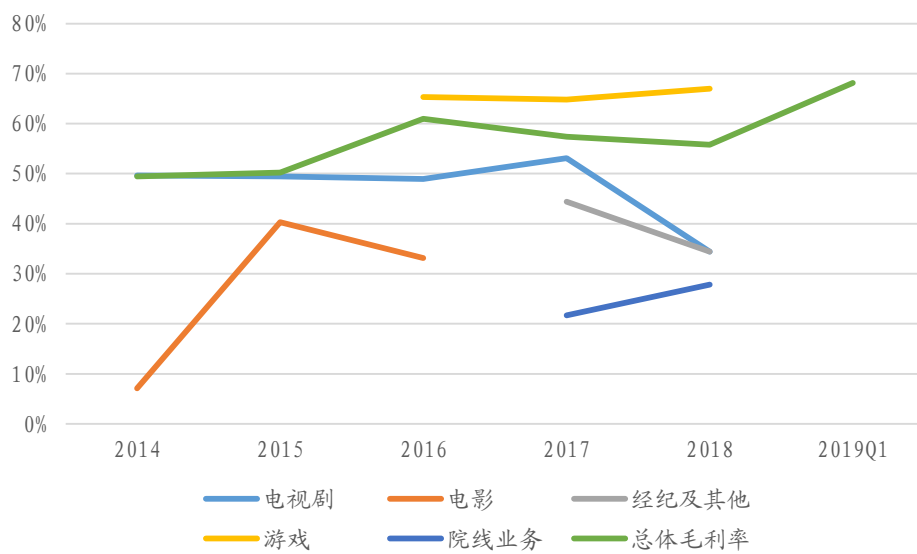
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5：2014-2019Q1 公司费用率变动情况



资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2014-2019Q1 公司毛利率变动情况



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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7929.8	8033.8	8717.3	9739.7	10823.5	成长性					
减: 营业成本	3,381.2	3,549.9	3,288.7	3,681.6	4,382.5	营业收入增长率	28.8%	1.3%	8.5%	11.7%	11.1%
营业税费	63.8	43.5	52.3	58.4	64.9	营业利润增长率	32.3%	19.1%	15.0%	16.4%	2.8%
销售费用	743.5	880.4	958.9	974.0	1,028.2	净利润增长率	29.0%	13.4%	18.3%	15.6%	1.9%
管理费用	2,072.9	704.2	2,179.3	2,434.9	2,705.9	EBITDA 增长率	38.4%	78.6%	-31.2%	14.9%	0.3%
财务费用	190.1	167.8	62.2	58.7	39.1	EBIT 增长率	42.6%	93.1%	-32.4%	15.8%	2.0%
资产减值损失	137.2	10.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	56.8%	20.1%	8.6%	15.8%	2.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.2%	-12.1%	-25.7%	46.8%	-28.9%
投资和汇兑收益	183.2	464.5	-	-	-	净资产增长率	4.0%	5.9%	21.8%	17.5%	15.6%
营业利润	1,589.4	1,892.3	2,175.9	2,532.1	2,602.9	利润率					
加: 营业外净收支	59.4	23.5	-	-	-	毛利率	57.4%	55.8%	62.3%	62.2%	59.5%
利润总额	1,648.9	1,915.7	2,175.9	2,532.1	2,602.9	营业利润率	20.0%	23.6%	25.0%	26.0%	24.0%
减: 所得税	188.9	156.4	177.6	206.6	212.4	净利润率	19.0%	21.2%	23.2%	24.0%	22.0%
净利润	1504.7	1706.1	2018.1	2333.5	2377.0	EBITDA/营业收入	24.2%	42.7%	27.1%	27.8%	25.1%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	21.6%	41.2%	25.7%	26.6%	24.4%
货币资金	3,236.4	4,228.9	6,628.7	6,595.1	10,058.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	23	19	13	9	6
应收帐款	1,751.2	1,964.4	2,124.4	2,443.9	2,609.2	流动营业资本周转天数	202	166	139	139	130
应收票据	67.1	-	73.3	8.6	82.2	流动资产周转天数	487	471	476	489	518
预付帐款	851.6	789.7	1,158.1	1,022.4	1,573.2	应收帐款周转天数	86	83	84	84	84
存货	1,575.6	2,141.8	294.0	1,961.5	723.5	存货周转天数	47	83	50	42	45
其他流动资产	2,764.5	1,658.4	2,009.4	2,144.1	1,937.3	总资产周转天数	746	730	686	669	677
可供出售金融资产	1,755.4	1,893.0	1,826.0	1,824.8	1,848.0	投资资本周转天数	279	234	176	166	152
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,482.1	1,559.2	1,559.2	1,559.2	1,559.2	ROE	18.9%	20.2%	19.2%	18.7%	16.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	11.0%	11.6%	12.3%	11.0%
固定资产	478.6	362.3	283.8	205.3	126.8	ROIC	23.5%	34.0%	42.0%	65.5%	45.5%
在建工程	12.1	-	-	-	-	费用率					
无形资产	114.4	86.8	42.6	-	-	销售费用率	9.4%	11.0%	11.0%	10.0%	9.5%
其他非流动资产	2,496.1	1,293.6	1,233.8	1,218.3	1,218.0	管理费用率	26.1%	8.8%	25.0%	25.0%	25.0%
资产总额	16,584.9	15,978.3	17,233.4	18,983.3	21,736.3	财务费用率	2.4%	2.1%	0.7%	0.6%	0.4%
短期债务	617.9	1,270.0	-	-	-	三费/营业收入	37.9%	21.8%	36.7%	35.6%	34.9%
应付帐款	839.3	393.1	1,512.8	620.8	1,825.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	47.0%	41.7%	34.2%	29.8%	29.2%
其他流动负债	3,758.2	2,258.2	2,350.0	3,017.6	2,511.8	负债权益比	88.7%	71.6%	52.0%	42.5%	41.2%
长期借款	500.0	793.7	-	-	-	流动比率	1.96	2.75	3.18	3.90	3.92
其他非流动负债	2,082.8	1,954.3	2,031.4	2,022.8	2,002.9	速动比率	1.66	2.20	3.10	3.36	3.75
负债总额	7,798.2	6,669.4	5,894.2	5,661.2	6,340.6	利息保障倍数	9.02	19.72	35.98	44.16	67.57
少数股东权益	822.6	869.8	851.0	843.1	856.4	分红指标					
股本	1,386.4	1,386.5	1,314.8	1,314.8	1,314.8	DPS(元)	0.18	0.19	0.21	0.26	0.26
留存收益	6,663.6	7,497.1	9,173.4	11,164.1	13,224.5	分红比率	15.7%	14.6%	13.6%	14.6%	14.3%
股东权益	8,786.7	9,308.9	11,339.2	13,322.1	15,395.7	股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,459.9	1,759.4	2,018.1	2,333.5	2,377.0	EPS(元)	1.14	1.30	1.53	1.77	1.81
加: 折旧和摊销	280.2	166.5	122.7	121.1	78.5	BVPS(元)	6.06	6.42	7.98	9.49	11.06
资产减值准备	137.2	10.4	-	-	-	PE(X)	23.8	21.0	17.8	15.4	15.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	4.3	3.4	2.9	2.5
财务费用	291.6	242.9	62.2	58.7	39.1	P/FCF	15.6	16.2	15.9	119.5	9.5
投资收益	-183.2	-464.5	-	-	-	P/S	4.5	4.5	4.1	3.7	3.3
少数股东损益	-44.8	53.3	-19.8	-8.0	13.5	EV/EBITDA	18.4	10.0	12.3	10.6	9.2
营运资金的变动	2,367.3	-1,111.2	1,192.6	-1,806.8	1,463.7	CAGR(%)	16.8%	10.8%	20.8%	16.8%	10.8%
经营活动产生现金流量	804.4	-130.0	3,375.9	698.5	3,971.8	PEG	1.4	2.0	0.9	0.9	1.4
投资活动产生现金流量	1,714.9	2,975.8	67.0	1.2	-23.1	ROIC/WACC	2.2	3.2	4.0	6.2	4.3
融资活动产生现金流量	-1,451.0	-1,952.3	-1,043.0	-733.4	-484.9	REP	2.9	2.2	2.0	0.9	1.5

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。