



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2019-05-09

公司点评报告

买入/维持

完美世界 (002624)

目标价: 40.97

昨收盘: 27.20

传媒—游戏

## 2018 年影视业务高速增长，2019 年游戏业务将带来弹性

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1314.80/487.44
总市值/流通(亿元)	357.63/132.58
12 个月最高/最低(元)	38.10/19.75

### 相关研究报告:

游戏行业专题报告之一——中美游戏市场概览

游戏行业专题报告之四——美股三大游戏公司复盘报告

完美世界深度报告——公司多元化业务开创未来“完美世界”

完美世界 2018 年 3 季报点评

游戏行业前瞻性报告之一——云游戏

证券分析师: 倪爽

电话: 010-88321715

E-MAIL: nis@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030005

证券分析师: 戚志圣

电话: 021-61375783

E-MAIL: qizsh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100002

**事件:** 公司近日发布 2018 年年报和 2019 年 1 季报, 公司 2018 年全年实现营业收入 80.34 亿元, 同比增长 1.31%, 归母净利润 17.06 亿元, 同比增长 13.38%, EPS 为 1.30 元。公司 2019 年 1 季度实现营业收入 20.42 亿元, 同比增长 13.26%, 归母净利润 4.86 亿元, 同比增长 34.95%, EPS 为 0.37 元。

**影视业务支撑公司 2018 年业绩增长, 2019 年将进入平稳期。** 2018 年是公司影视业务爆发的一年, 仅电视剧业务就取得了 55% 的高速增长。在不计入院线业务的情况下, 公司影视业务整体增速高达 48.7%。相比于 2018 年的高速增长, 2019 年以及未来两年公司影视业务将步入平稳期, 我们预计公司电视剧业务未来两年将维持 3%-5% 的增长。

**2018 年游戏业务受政策影响较大, 2019 年将为公司提供弹性。** 由于 2018 年 4 月以来游戏版号暂停, 公司 2018 年全年仅仅推出了《轮回诀》、《烈火如歌》以及《武林外传》三款产品。公司 2019 年将有《完美世界手游》、《云梦四时歌》和《我的起源》等重磅产品推出。T19 联赛的举办也将助力公司 STEAM 中国的搭建, 云游戏+Switch 等新平台的引入有利于公司的精品化游戏推广。

**公司股票回购计划将会继续实施, 货币资金余额较 2018 年 3 季度有较大增长。** 截至 2019 年 5 月 7 日, 公司累计回购股份 18,168,593 股, 占公司总股本的 1.38%。回购总金额为 448,546,742 元。公司 2019 年 1 季报资产负债表上货币资金余额为 46.87 亿元, 环比增加 10.83%, 减去公司短期+长期借款, 尚余 27.68 亿元。

由于受到游戏行业政策的影响, 公司 2018 年 EPS 略低于我们前次的预测, 我们预测公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.636 元、1.907 元和 2.198 元, 对应的 PE 为 16.63 倍、14.26 倍和 12.37 倍。考虑到公司的龙头地位, 给予公司“买入”的评级, 根据 FCFE 模型, 公司两年目标价为 40.97。

风险提示: 文化产业系统性风险

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8033.77	9363.50	11267.00	13873.12
(+/-%)	1.31%	16.55%	20.33%	23.13%
净利润(百万元)	1706.10	2150.94	2507.84	2890.42
(+/-%)	13.38%	26.07%	16.59%	15.26%
摊薄每股收益(元)	1.298	1.636	1.907	2.198
市盈率(PE)	20.96	16.63	14.26	12.37

资料来源: Wind, 太平洋证券

## 一、事件：公司发布 2018 年年报和 2019 年一季报

公司公布 2018 年年报，公司 2018 年全年营业收入为 80.34 亿元，同比增长 1.31%，归属于上市公司股东的净利润 17.06 亿元，同比增长 13.38%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 14.47 亿元，同比增长 3.54%。基本每股收益 1.30 元。公司 2019 年第一季度营业收入为 20.42 亿元，同比增长 13.26%，归属于上市公司股东的净利润 4.86 亿元，同比增长 34.95%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4.63 亿元，同比增长 56.77%。基本每股收益 0.37 元。

## 二、影视业务支撑公司 2018 年业绩增长，2019 年将进入平稳期

2018 年，公司全年实现收入 80.34 亿元，较上年同比增长了 1.31%。增幅大幅小于 2017 年 28.76% 的收入增长，主要原因是公司于 7 月底完成了院线业务的剥离，院线业务收入将不再计入公司报表。同时，公司游戏业务受到政策影响较大，收入相对于 2017 年下降了 4.1%。

2018 年是公司影视业务爆发的一年，仅电视剧业务就取得了 55% 的高速增长。在不计入院线业务的情况下，公司影视业务整体增速高达 48.7%。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》、《趁我们还年轻》等精品电视剧、网剧相继播出，获得了市场的广泛认可。其中《归去来》入选国家广电总局公布的纪念改革开放四十周年第一批电视剧推荐参考剧目，网络播放量点击破百亿，受到广电总局、光明日报等机构及媒体的高度认可，喜获包括中美电视节金天使奖、华鼎奖等在内的二十余个奖项。《香蜜沉沉烬如霜》获得收视率、网络播放量双榜第一，网播量突破 150 亿，为近年来豆瓣评分最高的古装神话剧，充分实现了“跨圈层爆燃”，成为口碑、收视率和网络播放量齐飞的精品大剧，荣获牛耳奖、微博年度热剧、艺恩最具价值剧集等多个大奖。

2019 年为建国 90 周年，影视行业将是主旋律大年，公司旗下拥有 6-7 部制作完成/正在制作的主旋律电视剧。此外，公司尚有《西夏死书》等原本预计将于 2018 年发行的电视剧推迟到 2019 年发行。2019 年 1 季度公司成功发行了由赵宝刚导演执导的《青春斗》。相比于 2018 年的高速增长，2019 年以及未来两年公司影视业务将步入平稳期，我们预计公司电视剧业务未来两年将维持 3%-5% 的增长。

## 三、2018 年游戏业务受政策影响较大，2019 年将为公司带来弹性

由于 2018 年 4 月以来游戏版号暂停，2018 年后三个季度发行的游戏产品均为 2018 年 3 月份以前已经获得版号的新游戏，对游戏行业的整体冲击明显。公司 2018 年全年轻仅推出了《轮回决》、《烈火如歌》以及《武林外传》三款产品，且均集中在 1-4 月。随着国内版号在 2018 年的最后一

个工作日恢复审批之后，共有 13 个批次、1029 款游戏获得版号，影响国内游戏行业整整 8 个月的政策风险正式解除。棋牌类游戏、换皮类游戏将是未来游戏版号审批制度的严管区域。公司原本预定将于 2018 年发行的重磅产品《完美世界手游》也因为版号的原因被迫推迟到了 2019 年 3 月正式发行。

公司制作并授权腾讯发行运营的《完美世界手游》上线首月就取得了 8 亿流水的梦幻成绩，大大超过了市场预期。目前游戏的日流水依然能保持在 2000 万左右，并没有出现大幅度的下滑。此外，公司授权腾讯发行的另外两款重量级游戏《云梦四时歌》和《我的起源》也将于 2019 年正式发行。其中《云梦四时歌》定档于 5 月 21 日，而《我的起源》定档于暑期。公司自研自发的《梦间集天鹅座》、《新神魔大陆》、《新笑傲江湖》等也预计将于 2019 年正式发行。

2018 年，4 个新的游戏研发团队加入公司，公司研发人员达到了 2,823 人，增长 10.14%。新团队旗下有 ARPG 类游戏、开放世界类 RPG 游戏、SLG 类游戏以及 Lowpoly 风格卡牌类游戏等多种品类的游戏正在研发，预计将于 2020 年-2021 年正式发行。新品类游戏的研发和发行将丰富公司的游戏产品矩阵。

PC 游戏和主机游戏方面，老牌端游《诛仙》和《完美世界》依然能提供稳定的现金流，由次世代引擎打造的《新诛仙世界》也正在研发中。公司 2018 年推出的《Subnautica（深海迷航）》受到海内外的广泛认可，荣获时代周刊评选的 2018 年度十佳游戏第四名。2019 年 1 月，公司正式推出了《非常英雄（Unruly Heroes）》这款多平台横版过关游戏，更加丰富了公司的游戏产品矩阵。此外，《完美世界》主机版、端游及主机双平台游戏《DON'T EVEN THINK》、《Torchlight II》、《Magic The Gathering》等项目也正在积极研发中。

#### 四、Ti9 联赛助力 Steam 中国

DOTA2 国际邀请赛，The International DOTA2 Championships，简称 Ti，创立于 2011 年，是全球性的电子竞技赛事，每年一届，由 Valve Corporation 主办。2018 年，在加拿大举办的 Ti8 联赛，总奖金超过 2500 万美元，创造了电竞赛事最高奖金记录。而在赛事观看人数方面，Ti8 联赛最高在线观看人数达到了创纪录的 1496 万。2019 年，公司将协助 Valve Corporation 在上海举办《DOTA2》2019 年国际邀请赛（Ti9），这也是 Ti 系列赛事首次在中国举办。这一电竞顶级赛事落地中国，不仅将推动《DOTA2》在中国市场的进一步发展，也将为公司积累更多举办、运营世界级电竞比赛的经验。Ti9 联赛的成功举办也将助力公司 Steam 中国平台的正式上线。

#### 五、云游戏+Switch 等新平台的引入有利于公司的精品化游戏推广

近两年来，海内外互联网巨头、游戏巨头、科技公司均纷纷布局云游戏。云游戏的本质是通过视频流传输技术使图形处理与数据运算能力相对有限的轻端设备（thin client）能运行高品质

游戏。视频流传输是一种游戏服务，它利用宽带连接、大型服务器集群，加密和压缩来将游戏内容流式传输到用户的设备。在此场景下，游戏并不在玩家游戏终端运行，而是在云端服务器中存储，执行和呈现，并由云端服务器将游戏场景渲染为视频音频流，视频结果通过互联网直接流式传输到消费者的游戏终端。用户无需下载或安装实际游戏即可玩游戏，游戏内容不存储在用户的硬盘上，并且游戏代码执行主要发生在服务器群集上。用户的游戏终端无需拥有强大的图形运算与数据处理能力，仅需拥有基本的流媒体播放能力与获取玩家输入指令并发送给云端服务器的能力即可。2019年2月，腾讯联合英特尔正式宣布了云游戏平台“腾讯即玩”。这也标志着中国互联网游戏公司正式进军云游戏领域，未来1-2年内，云游戏平台将会正式推出。在云游戏时代，公司可以选择和腾讯或者其它云游戏平台进行深度合作，也可以尝试搭建自己的云游戏平台。公司产品的辐射范围将会获得较大的提升。

2019年4月，广东省文化和旅游厅发布《2019年第一季度广东省游戏游艺设备内容审核通过机型机种目录》的公示，根据公示名单显示：腾讯科技（深圳）有限公司代理的Nintendo Switch游戏机《新超级马力欧兄弟U豪华版（体验版）》在列，这意味着腾讯已经拿下Switch代理权，并已经通过审批。Switch是任天堂于2017年3月首发的新一代游戏主机，其最大的特点是采用家用机掌机一体化设计、具备移动便携和家用两种特性，支持1920\*1080电视输出和1280\*720掌上输出。目前Switch主机广泛支持被游戏开发者采用的虚幻4和Unity游戏引擎，这为广大的中国开发商登陆Switch平台提供了很大的便利性。作为中国游戏市场的荒漠，主机游戏却是欧美游戏市场的皇冠，任天堂的Switch平台的主要游戏均来自于任天堂旗下的第一方游戏工作室研发，且由于其卡通化的画风，相对于Sony、微软等第一方游戏更容易通过中国政府的审批。加上2019年年底，任天堂将推出《精灵宝可梦》的正统续作，可以预计Switch主机将在中国国内取得不错的销量。这也为拥有研发主机游戏实力的厂商提供了新的优质平台可供其选择。

## 六、 公司股票回购计划继续实施，货币资金余额有较大增长。

截至2019年5月7日，公司累计回购股份18,168,593股，占公司总股本的1.38%。最高成交价29.97元/股，最低成交价19.94元/股，回购总金额为448,546,742元。公司回购计划的剩余额度为51,453,258元-551,453,258元，以公司当前股价27.20元/股计算，约为1,891,664股-20,274,017股，占公司总股本的0.14%-1.54%，占公司流通股本的0.38%-4.16%。

公司2019年1季报资产负债表上货币资金余额为46.87亿元，环比增加10.83%，减去公司短期+长期借款，尚余27.68亿元。

## 七、 投资建议

作为国内技术实力领先的游戏研发商以及精品影视节目制作方，完美世界在未来将继续拓宽

自己的产品类型，坚持精品化和多元化的核心战略。由于受到游戏行业政策的影响，公司 2018 年 EPS 略低于我们此前的预测，我们预测公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.636 元、1.907 元和 2.198 元，对应的 PE 为 16.63 倍、14.26 倍和 12.37 倍。考虑到公司的龙头地位，给予公司“买入”的评级，根据 FCFE 模型，公司两年目标价为 40.97。

## 八、风险提示

文化产业系统性风险

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2564.34	3813.78	5194.10	5113.10	7577.77	营业收入	7929.82	8033.77	9363.50	11267.00	13873.12
应收和预付款项	2669.87	2868.54	3299.94	4241.21	5194.89	营业成本	3381.23	3549.95	3517.58	4489.35	5853.57
存货	1575.57	2141.80	1541.68	3159.40	2970.23	营业税金及附加	63.77	43.46	50.65	60.95	75.05
其他流动资产	2753.94	1537.52	1537.52	1537.52	1537.52	销售费用	743.51	880.39	1017.48	1224.32	1507.51
流动资产合计						管理费用	2072.87	2117.32	2574.96	2929.42	3468.28
长期股权投资	1482.08	1559.23	1559.23	1559.23	1559.23	财务费用	190.09	167.83	-25.64	-66.26	-90.10
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	137.17	10.39	0.00	0.00	0.00
固定资产	490.68	362.34	286.92	211.51	136.10	投资收益	183.18	464.55	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	2154.56	1018.99	921.25	886.44	886.44	营业利润	1524.36	1728.97	2228.47	2629.23	3058.82
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	124.49	186.77	186.77	186.77	186.77
其他非流动资产	2000.05	1974.01	1964.81	1955.62	1946.42	利润总额	1648.85	1915.74	2415.24	2816.00	3245.59
资产总计	15691.09	15276.21	16305.45	18664.03	21808.61	所得税	188.94	156.36	197.12	229.83	264.89
短期借款	617.90	1270.02	0.00	0.00	0.00	净利润	1459.91	1759.39	2218.12	2586.17	2980.69
应付和预收款项	1368.19	1054.80	1417.72	1518.66	2061.18	少数股东损益	-44.80	53.28	67.18	78.32	90.27
长期借款	500.00	793.75	793.75	793.75	793.75	归母股东净利润	1504.71	1706.10	2150.94	2507.84	2890.42
其他负债	4418.27	2848.74	2848.74	2848.74	2848.74						
负债合计	6904.36	5967.31	5060.20	5161.14	5703.67	<b>预测指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1386.39	1386.49	1386.49	1386.49	1386.49	毛利率	57.36%	55.81%	62.43%	60.15%	57.81%
资本公积	3557.31	2491.41	2491.41	2491.41	2491.41	销售净利率	18.41%	21.90%	23.69%	22.95%	21.49%
留存收益	3020.46	4561.23	6430.40	8609.72	11121.50	销售收入增长率	28.76%	1.31%	16.55%	20.33%	23.13%
归母公司股东权益	7964.17	8439.14	10308.30	12487.62	14999.40	EBIT 增长率	27.74%	16.62%	14.44%	15.07%	14.75%
少数股东权益	822.56	869.77	936.94	1015.27	1105.54	净利润增长率	28.84%	20.51%	26.07%	16.59%	15.26%
股东权益合计	8786.73	9308.90	11245.25	13502.89	16104.93	ROE	18.89%	20.22%	20.87%	20.08%	19.27%
负债和股东权益	15691.09	15276.21	16305.45	18664.03	21808.61	ROA	11.42%	13.67%	14.66%	14.74%	14.47%
						ROIC	19.19%	30.88%	35.22%	46.67%	36.84%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS (X)	1.144	1.298	1.636	1.907	2.198
经营性现金流	852.10	-135.32	2735.83	10.64	2582.58	PE (X)	23.77	20.96	16.63	14.26	12.37
投资性现金流	1714.94	2975.85	171.53	171.53	171.53	PB (X)	4.49	4.24	3.47	2.86	2.38
融资性现金流	-1450.97	-1952.27	-1527.04	-263.16	-289.44	PS (X)	4.51	4.45	3.82	3.17	2.58
现金增加额	1079.28	915.06	1380.32	-81.00	2464.67	EV/EBITDA (X)	17.09	15.53	12.61	11.37	9.34

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyin@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。