

公司深度

完美世界 (002624)

传媒 | 互联网传媒

行业精品化趋势下，优质内容提供商扬帆起航

2019年07月26日

评级 推荐

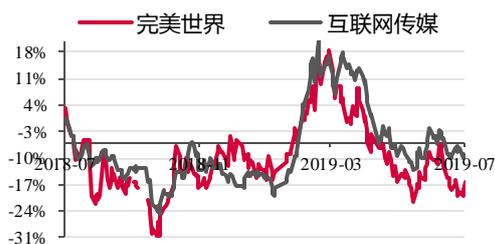
评级变动 维持

合理区间 28.44-31.6元

交易数据

当前价格(元)	24.35
52周价格区间(元)	19.75-36.54
总市值(百万)	32015.94
流通市值(百万)	28783.48
总股本(万股)	131482.31
流通股(万股)	118207.31

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
完美世界	-7.06	-17.26	-16.24
互联网传媒	-5.88	-17.46	-8.28

何晨

执业证书编号: S0530513080001  
hechen@cfzq.com

分析师

0731-84779574

何颖

heyings@cfzq.com

研究助理

0731-89955758

相关报告

- 《完美世界:完美世界(002624.SZ)2018年年报及2019年一季报点评:新游表现优异带动一季度业绩高增长》 2019-05-06
- 《完美世界:完美世界(002624.SZ)2018年业绩快报点评:游戏影视业务发展良好,新品上线有望催化业绩》 2019-02-28
- 《完美世界:完美世界(002624)2018年三季报点评:Q3业绩稳定增长,期待后续精品项目上线》 2018-10-31

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(亿元)	79.30	80.34	84.39	100.01	116.19
净利润(亿元)	15.05	17.06	20.77	24.06	27.29
每股收益(元)	1.14	1.30	1.58	1.83	2.08
每股净资产(元)	6.06	6.42	7.60	8.70	9.96
P/E	20.79	18.33	15.06	13.00	11.46
P/B	3.93	3.71	3.13	2.74	2.39

资料来源:贝格数据,财富证券

投资要点:

- **精品内容生产龙头,业绩稳步成长。**完美世界是优质的游戏、影视内容提供商,自成立以来精品内容层出不穷,带动公司业绩稳步增长,2016-2018年归母净利润复合增速20.96%,2019Q1业绩延续高增长,扣非归母净利润增速高达56.77%。同时公司预计2019年上半年实现归母净利润9.6-10亿元,同增22.78%-27.9%。
- **行业增速放缓、精品化趋势确立。**2018年游戏、手游市场增速放缓至5.3%、15.4%,游戏行业已进入平稳增长阶段,未来增长核心驱动在于优质内容带动用户付费率和ARPU值提升。同时,游戏内容监管趋严和用户审美要求提高均推动行业精品化趋势确立。具备优质内容持续产出能力的企业更容易胜出。
- **战略清晰+IP储备+高研发投入,持续推出精品游戏。**1)坚持“精品化、国际化、年轻化、多元化”战略。产品定位于高品质、长生命周期的精品游戏,增强盈利持续和稳定性,同时加强年轻化、国际化和多元化布局。2)具备丰富的IP储备和强大的IP开发、运营能力。经过多年行业深耕,公司储备了“完美世界”、“诛仙”、“金庸三部曲”等多个知名IP,为产品开发奠定成功基础。3)公司研发实力较强,且重视研发投入,研发团队不断扩大,研发费用率同行业领先。
- **影视业务短期承压。**短期影视行业仍然处于低谷,影视公司经营压力较大,公司盈利亦有所下滑,但综合看完美影视在制作实力、抗风险能力等方面表现优于行业。长期看随着监管稳定、行业达到新的平衡后,公司影视业务有望重回增长。
- **盈利预测与评级。**短期《我的起源》等重磅产品上线有望带来业绩催化,中长期,看好公司研发实力和产品储备带来的增长空间。预计公司2019-2021年归母净利润20.77/24.06/27.29亿元,EPS1.58/1.83/2.08元,当前股价对应2019-2021年PE为15.06/13.00/11.46倍。基于公司自身业绩的增长趋势,并参考同行业估值水平,给予公司2019年18-20倍PE,对应合理价格区间为28.44-31.6元,维持“推荐”评级。
- **风险提示:监管趋严,重点项目延期或表现不及预期等**

## 内容目录

<b>1 精品内容生产龙头，业绩稳步成长</b> .....	<b>4</b>
1.1 老牌游戏、影视制作龙头，持续推出优质产品.....	4
1.2 业绩增长稳健且持续性较强.....	5
<b>2 行业增速放缓、精品化趋势确立，优质内容生产力至关重要</b> .....	<b>7</b>
2.1 行业增长核心驱动在于优质内容带动用户付费率和 ARPU 值提升.....	7
2.2 精品化趋势确立，优质内容持续产出是长期增长的保障.....	9
<b>3 战略清晰+IP 储备+高研发投入，持续推出精品游戏</b> .....	<b>10</b>
3.1 发展思路清晰，坚定“精品化、国际化、年轻化、多元化”战略.....	10
3.2 依托优质 IP 矩阵和高研发投入，持续打造游戏精品.....	12
3.3 2019 年新游储备丰富，加强与腾讯合作.....	13
<b>4 影视业务短期承压，公司表现优于行业</b> .....	<b>14</b>
4.1 影视行业仍处于调整期，完美影视表现优于行业.....	14
4.2 制作实力居前，外延强化上游核心资源.....	15
4.3 2019 年剧集储备丰富，项目稳步推进中.....	17
<b>5 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>19</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：主要游戏产品.....	4
图 3：主要影视作品.....	4
图 4：股权结构及主要参控股公司.....	5
图 5：近四年营收增长情况.....	5
图 6：近四年归母净利润增长情况.....	5
图 7：2018 年各项业务收入结构.....	6
图 8：2018 年各项业务毛利结构.....	6
图 9：盈利能力变化.....	6
图 10：费用率变化.....	6
图 11：ROE（摊薄）稳步提升.....	7
图 12：经营性现金流状况略有变差.....	7
图 13：游戏行业增速放缓.....	7
图 14：手游市场环比增速回暖.....	7
图 15：移动互联网月活跃用户规模增速首次跌破 4%.....	8
图 16：游戏用户红利结束，手游用户增速低于 10%.....	8
图 17：游戏市场主要参与者.....	8
图 18：国内手游市场份额情况.....	8
图 19：2016 年已有接近 3/4 的用户进行了游戏内付费.....	8
图 20：游戏 ARPU 保持稳步增长.....	8
图 21：国产网络游戏版号发放情况.....	9
图 22：2019 年 6 月移动互联网巨头系 APP 用户时长占比.....	10
图 23：端游业务始终维持高毛利水平.....	11
图 24：《诛仙手游》上线三年期间畅销榜排名非常稳定.....	11

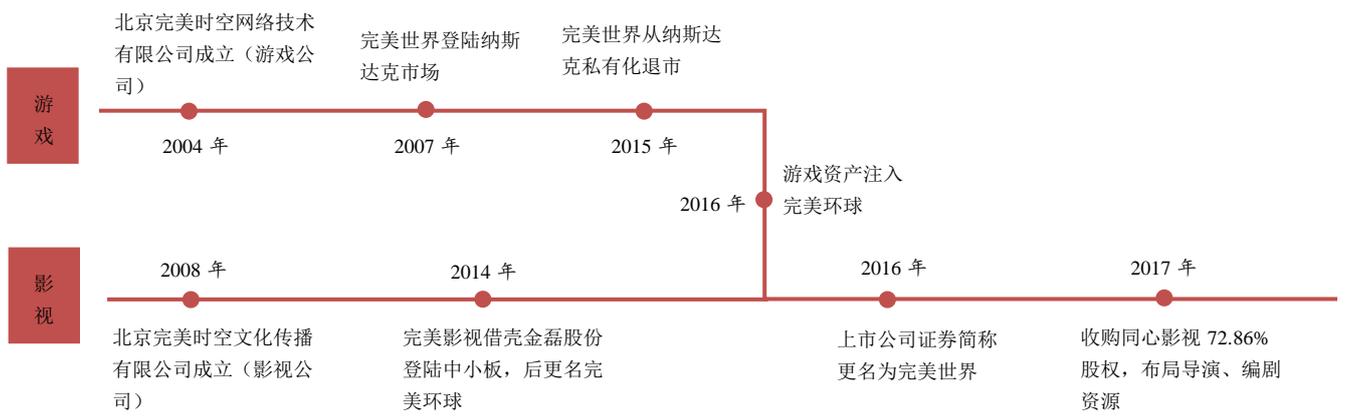
图 25: 完美世界与 Valve 合作共建 Steam 中国 .....	11
图 26: 王俊凯代言《诛仙》手游 .....	12
图 27: NINE PERCENT 代言《武林外传手游》 .....	12
图 28: 研发费用率维持较高水平 .....	13
图 29: 研发人员增加较快 .....	13
图 30: 完美世界研发投入占游戏业务收入比重高于行业水平 .....	13
图 31: 完美影视重组上市时核心导演、制片人持股情况 .....	16
图 32: 影视业务收入增长较快 .....	17
图 33: 电视剧毛利率回归行业正常水平 .....	17
表 1: 完美世界主要游戏产品运营情况 .....	10
表 2: 2019 年自研/代理游戏项目 .....	14
表 3: 部分影视公司 2018 年业绩、2019 年半年度业绩预告情况 .....	15
表 4: 完美影视旗下重点工作室简介 .....	16
表 5: 2019 年电视剧制作发行计划 .....	17
表 6: 五大卫视+三大平台 2019 年春推会中完美世界剧集资源 .....	18
表 7: 完美世界主营业务拆分收入及增速预测, 单位 (亿元) .....	19

## 1 精品内容生产龙头，业绩稳步成长

### 1.1 老牌游戏、影视制作龙头，持续推出优质产品

完美世界是完美世界控股集团旗下上市公司，业务涵盖完美世界游戏和完美世界影视两部分。影视资产于 2014 年借壳金磊股份登陆中小板，游戏资产 2007 年登陆纳斯达克，2015 年私有化退市，次年重组注入完美环球，并更名为完美世界，自此上市公司形成游戏、影视双主业运行的业务框架。

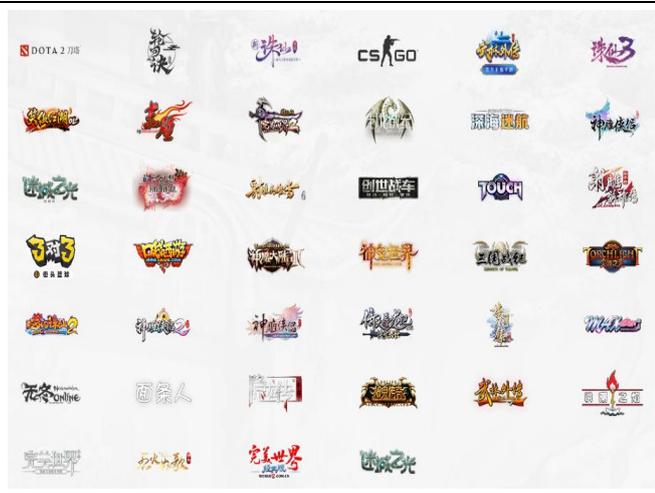
图 1：公司发展历程



资料来源：wind，财富证券

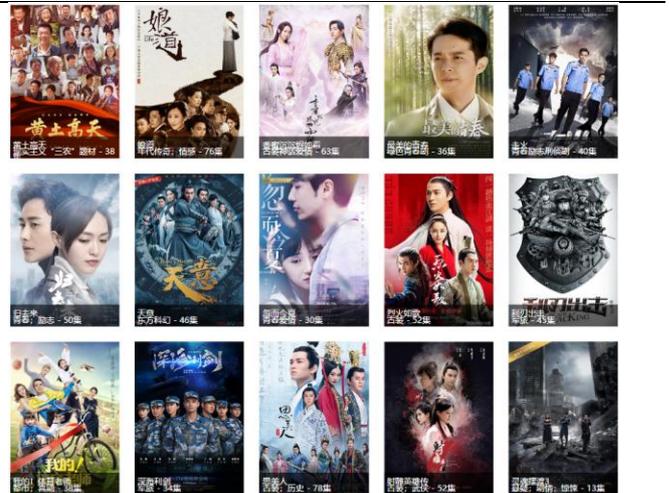
无论在游戏还是影视领域，公司均具备较强的制作能力，优质产品层出不穷。游戏方面，公司是国内老牌研发厂商，研发能力居前，先后推出《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》、《神雕侠侣》等端、手游，以及《无冬 OL》、《深海迷航》等主机和 VR 游戏，并代理了《DOTA2》、《CS:GO》等知名电竞游戏。影视方面，业务覆盖电视剧、电影、综艺、艺人经纪等领域，公司拥有五大导演核心制作团队以及孵化的工作室和创作团队，影视代表作品包括《婚姻保卫战》、《北京青年》、《咱们结婚吧》、《香蜜沉沉烬如霜》、《归去来》、《忽而今夏》等优秀电视剧。

图 2：主要游戏产品



资料来源：公司官网，财富证券

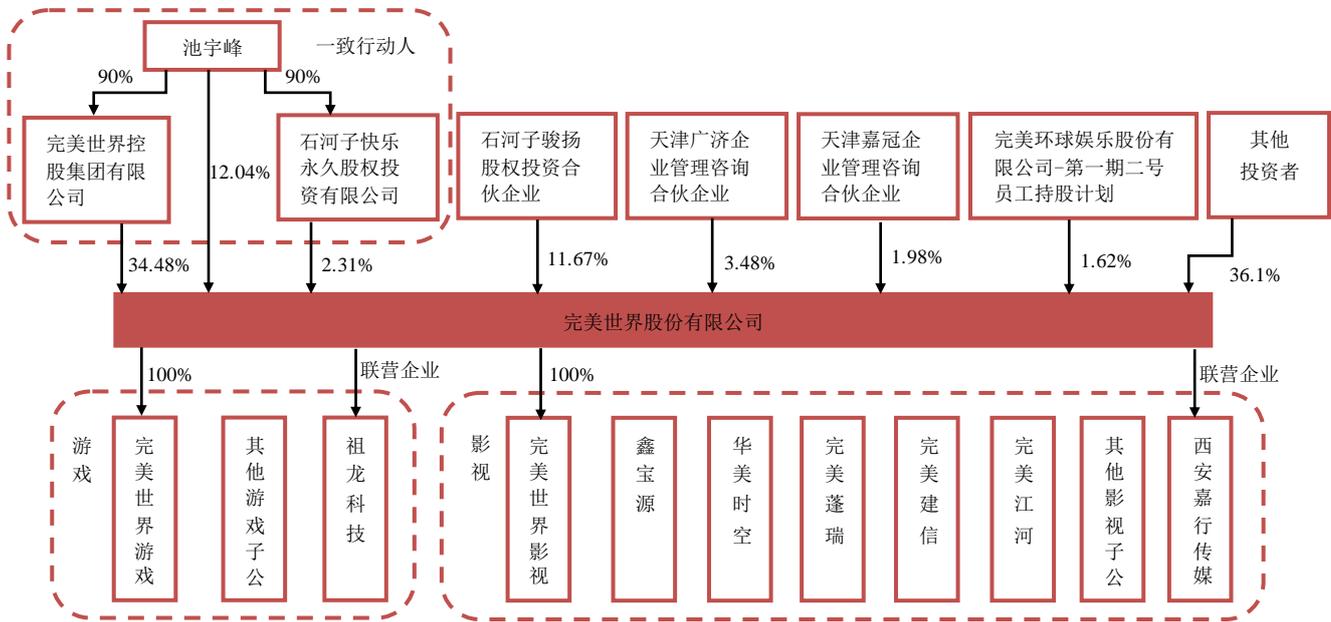
图 3：主要影视作品



资料来源：公司官网，财富证券

公司控股股东是完美世界控股集团有限公司,实际控制人为池宇峰,合计持有 45.15% 的股份,持股较为集中。其他前十股东中,石河子骏扬和天津嘉冠合伙企业为管理层持股平台,天津广济合伙企业为导演持股平台,深度绑定核心业务团队,股权结构较优。

图 4: 股权结构及主要参控股公司



资料来源: wind, 财富证券

## 1.2 业绩增长稳健且持续性较强

**业绩保持稳健增长。**自转型影视、游戏双主业以来,公司业绩稳步提升,归母净利润从 2016 年的 11.66 亿元增长至 2018 年的 17.06 亿元,复合增速 20.96%。2019Q1 业绩延续高增长,实现营收 20.42 亿元,同增 13.26%,实现归母净利润 4.86 亿元,同增 34.95%。收入增速低于利润增速的主要原因是院线业务于 2018Q3 剥离出表,影响 19Q1 收入来源,若剔除院线业务,19Q1 收入增速达 32.8%。2019H2 院线业务的影响将完全消除。此外公司预计 2019 年上半年实现归母净利润 9.6-10 亿元,同增 22.78%-27.9%,对应 Q2 单季度业绩增速为 12.32%-21.80%。业绩较快增长主要得益于公司 19Q1 上线的《完美世界》、《云梦四时歌》两款手游表现突出。Q2 单季度增速环比有所下降,主要由于影视业务方面,电视剧项目确认减少产生拖累所致。

图 5: 近四年营收增长情况



资料来源: wind, 财富证券

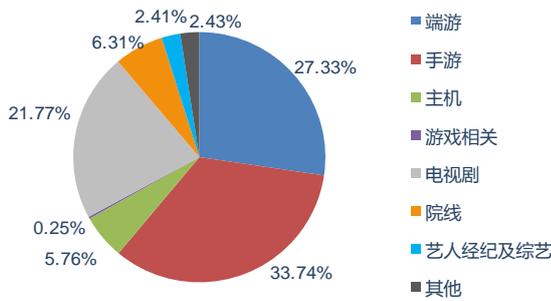
图 6: 近四年归母净利润增长情况



资料来源: wind, 财富证券

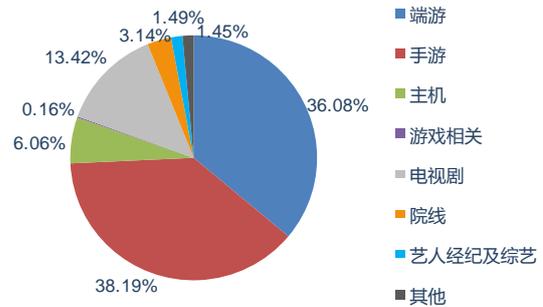
游戏业务收入占比接近七成、毛利占比达八成，贡献核心业绩。公司游戏业务包括端游、手游和主机游戏，2018年游戏业务收入为53.9亿元，收入占比达67.08%；影视业务包括电视剧、电影、艺人经纪及综艺等，2018年影视业务收入为26.45亿元，收入占比32.92%。院线业务剥离后，游戏业务收入占比将更高。从毛利角度来看，游戏业务盈利能力强，毛利率水平远高于影视业务，2018年游戏业务毛利为36.1亿元，毛利占比达80.49%，是公司业绩的核心来源。

图 7：2018 年各项业务收入结构



资料来源：wind，财富证券

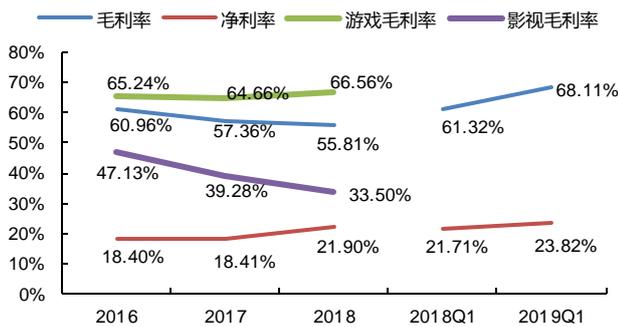
图 8：2018 年各项业务毛利结构



资料来源：wind，财富证券

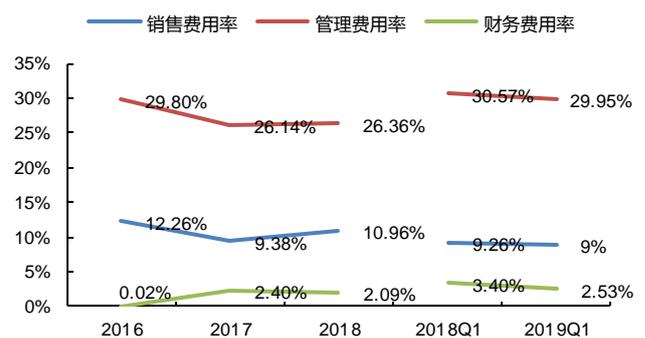
费用率有所下降，净利率提升较快。公司盈利水平持续提高，2018年净利率为21.9%，较2016年提高3.5pct。毛利率方面，游戏毛利率稳定在65%左右，且有向上趋势；影视业务毛利率受行业调整、监管趋严以及公司电视剧制作团队结构变化等因素影响下滑较明显，进而拖累综合毛利率下滑。19Q1毛利率回升至68.11%，主要系单季度新游上线带动高毛利游戏业务占比提升，全年来看，毛利率大概率逐步回落趋稳。费用率基本稳定，变化不大。

图 9：盈利能力变化



资料来源：wind，财富证券

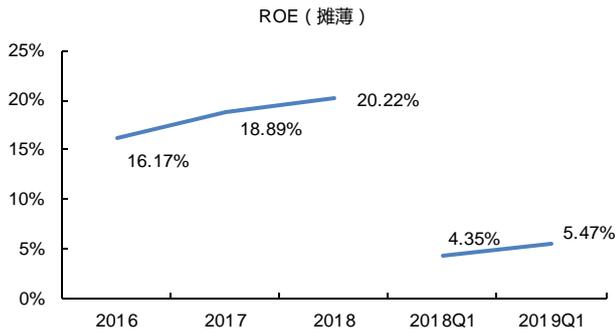
图 10：费用率变化



资料来源：wind，财富证券

ROE 稳步提升，现金流状况有所变差。近年来，公司 ROE（摊薄）水平逐年向上，2018 年达 20.22%，较 2016 年提高 4.05pct，ROE 提升的主要原因系净利率稳步增加。现金流状况有所变差，2018 年经营性现金流净额受应收账款回款变慢（主要是电视剧回款）、游戏版号暂停导致新游上线延迟等因素影响转负。

图 11: ROE (摊薄) 稳步提升



资料来源: wind, 财富证券

图 12: 经营性现金流状况略有变差



资料来源: wind, 财富证券

## 2 行业增速放缓、精品化趋势确立, 优质内容生产力至关重要

### 2.1 行业增长核心驱动在于优质内容带动用户付费率和 ARPU 值提升

游戏行业增速放缓, 市场集中度进一步提升。过去十年中国游戏行业快速发展, 市场规模扩大了 10 倍, 由 2008 年的 186 亿元增长至 2018 年的 2144 亿元, 复合增速达 27.72%。目前游戏行业增速已经放缓, 2018 年游戏行业增速为 5.3%, 同比下降 12.3pct, 手游行业增速 15.4%, 同比下降 26.3pct。2019Q1 手游市场有所回暖, 增速为 18.25%, 全年看, 在版号重启、新品陆续上线的带动下, 增速有望继续向上, 但是难以回到高增长时代。

此外, 游戏市场正加速向头部集中。目前手游市场腾讯网易两家独大, 稳居第一梯队, 第二梯队参与者包括完美世界、三七互娱、世纪华通、巨人网络、吉比特、游族网络等, 这些公司大致可分为两类, 以研发为主的游戏 CP 厂商和以买量为主的游戏发行厂商。近几年腾网两家手游市场份额持续提升, 2018 年份额合计达 79.36%, 同比提升近 4pct。

图 13: 游戏行业增速放缓



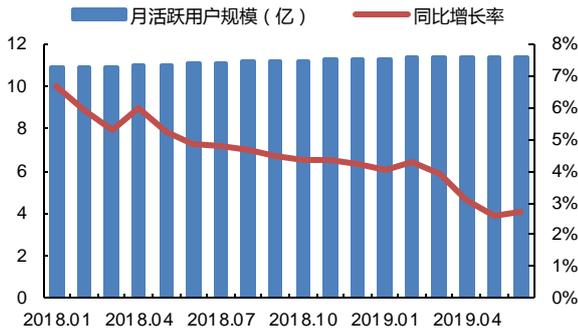
资料来源: GPC&CNG, 财富证券

图 14: 手游市场环比增速回暖



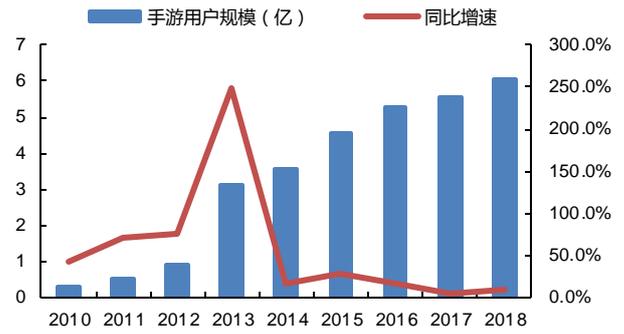
资料来源: GPC&CNG, 财富证券

图 15: 移动互联网月活跃用户规模增速首次跌破 3%



资料来源: QuestMobile, 财富证券

图 16: 游戏用户红利结束, 手游用户增速低于 10%



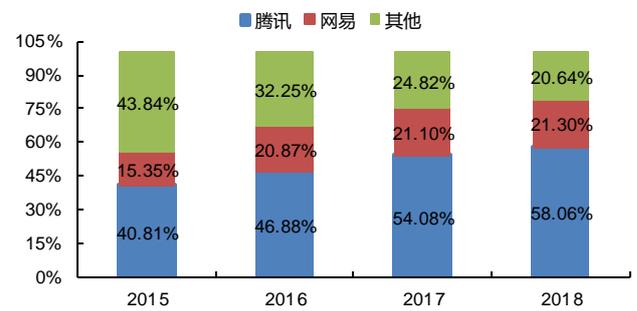
资料来源: GPC&CNG, 财富证券

图 17: 游戏市场主要参与者



资料来源: 财富证券

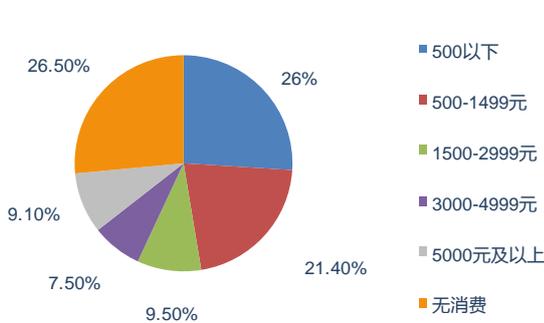
图 18: 国内手游市场份额情况



资料来源: GPC&CNG, 公司公告, 财富证券

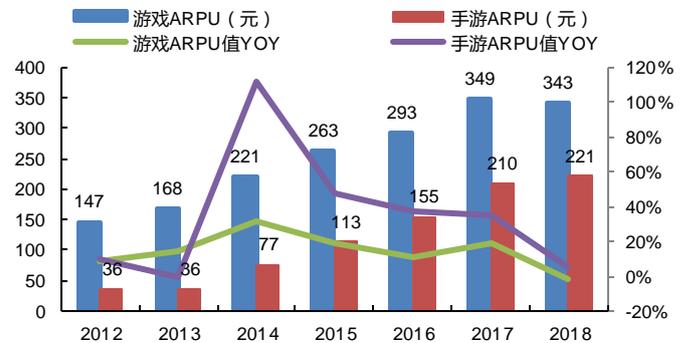
未来增长核心驱动在于优质内容带动用户付费率和 ARPU 值提升。伴随人均可支配收入稳步增加, 国内互联网用户付费习惯逐步建立, 游戏用户付费率和 ARPU 逐年提升。手游较 PC 端游戏更好地满足用户碎片时间娱乐需求, 支付方式也更便捷, 使得手游付费率提升较快。2016 年, 已有接近 3/4 的用户在游戏内进行了付费, 消费金额超过 1500 元的用户占比达到 26.1%。此外, 手游 ARPU 值保持逐年稳步增长, 2018 年平均每用户贡献收入约 221 元, 同比增长 5.64%。未来行业增长核心驱动在于优质内容带动用户付费率和 ARPU 值提升。

图 19: 2016 年已有接近 3/4 的用户进行了游戏内付费



资料来源: 《2016 年中国游戏产业报告》, 财富证券

图 20: 游戏 ARPU 保持稳步增长



资料来源: GPC&CNG, 财富证券

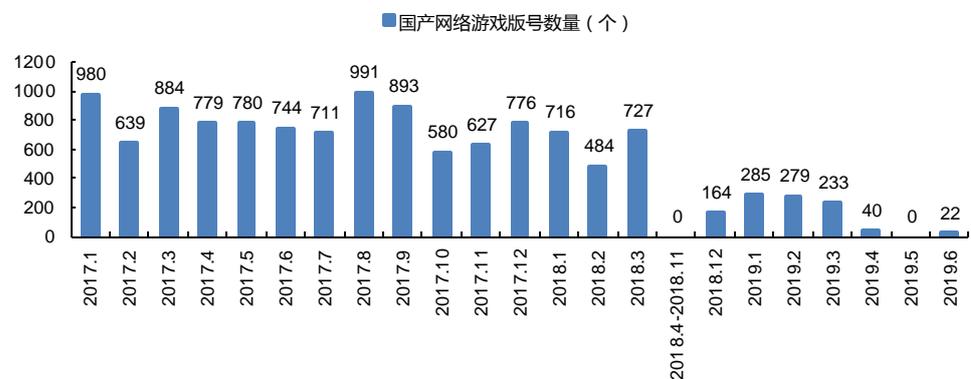
## 2.2 精品化趋势确立，优质内容持续产出是长期增长的保障

游戏内容监管成为常态，行业供给侧改革加速。2018年8月，八部委联合发布防控青少年近视方案，其中提到要加强游戏版号总量控制、适龄提示和未成年使用时长限制。2018年游戏产业年会上，中宣部相关领导进一步强调要加快推进游戏行业供给侧改革，主动控制产品数量过快增长，聚焦提高产品品质，而监管部门在游戏版号审批监管过程中，将实施宏观、精准调控。

目前监管部门的导向在新的版号发放过程中已有所体现。自2018年12月28日游戏版号重发以来，至今共发放1023个国产游戏版号和99个进口游戏版号。对比2017年单季度发放2000多个版号来看，改革后版号发放数量明显减少。同时由于过去近一年来版号停发导致手游市场产品荒较为严重，直至19Q2多款大体量大制作新游上线，这一现象才得到缓解。除了数量限制之外，对于游戏内容的监管也在加强。去年底中宣部成立网络游戏道德委员会，主要针对存在较大争议或可能引发道德风险的游戏作品（包括上线后的游戏）进行评议，评议意见作为审批管理的重要参考。

总体看，版号总量调控及游戏内容审批趋严，均有利于推动行业供给侧改革，未来对游戏内容的监管将成为常态。游戏审核标准提高，精品游戏过审概率更大，低质量产品则加速出清。

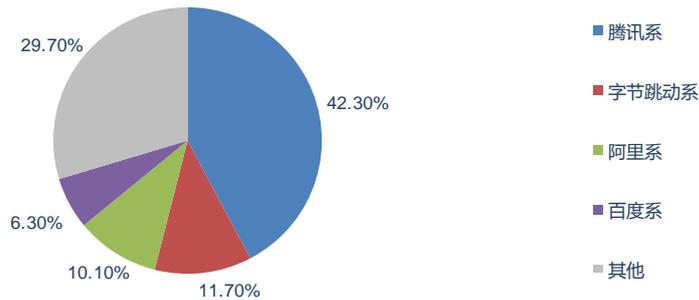
图 21：国产网络游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版广电总局，财富证券

用户审美体验要求提高，广告买量效果减弱，倒逼企业重视内容制作。互联网渠道流量分布集中，BATT 系产品占据了超过 70% 的用户时长，这为手游产品集中买量推广提供了良好的环境，2017 年买量投入高达 300 亿元。但随着流量红利见顶，买量成本快速上升并大幅推高营销费用，同时由于买量产品同质化严重且广告素材缺乏新意，导致用户产生审美疲劳，买量效果逐渐变差。2018 年平均每月买量游戏数量为 4199 款，但平均月激活率（激活/点击）仅 0.69%。与此同时，用户审美和要求逐步提高，真正的优质内容即便不做大量费用推广，也可以通过社交链条来传播，例如去年火爆市场的《恋与制作人》、《旅行青蛙》等游戏，在没有进行大量广告宣传推广的情况下，均进入 IOS 免费榜和畅销榜前列。市场的这种变化进一步体现内容品质的重要性，进而倒逼游企重视产品内容创新和品质提升。

图 22：2019 年 6 月移动互联网巨头系 APP 用户时长占比



资料来源：QuestMobile，财富证券

行业精品化趋势已经确立，关注游企持续产出优质内容的能力。随着移动互联网渗透率显著提升，流量红利见顶，行业由爆发式增长进入平稳增长阶段，现阶段一味追求数量规模、轻视产品品质、单纯依赖渠道、流量的粗放发展方式难以为继；同时政策监管趋严导致供给端开始收缩、用户需求随着大众审美体验提高而更为严格，行业精品化趋势已然确立。优质内容在画面品质、玩法、付费点设计等方面具有优势，可吸引更多用户进行深度付费，进而提高游戏整体付费率和单用户收入。对企业而言，研发能力和制作水平是核心竞争力，只有持续生产优质内容才能确保长期稳定增长。

### 3 战略清晰+IP 储备+高研发投入，持续推出精品游戏

#### 3.1 发展思路清晰，坚定“精品化、国际化、年轻化、多元化”战略

公司作为老牌的游戏研发厂商，自成立以来秉承精品化和国际化发展战略，并在十多年的发展过程中，不断丰富战略内涵。截至目前，公司已形成“精品化、国际化、年轻化、多元化”的发展战略。

坚持精品化战略，产品定位长线运营。精品化方面，在市场竞争激烈的内容制作领域，公司始终坚持“精品大作、精准定位、精细化管理”的精品化策略，产品定位于高品质、长生命周期的精品游戏。端游方面，推出《完美世界国际版》、《武林外传》、《诛仙》、等多款自研经典产品；手游方面，顺应市场变化，推出多款由经典端游 IP 改编成手游的大作，包括《诛仙手游》、《完美世界》手游等；主机游戏方面，《无冬 OL》、《深海迷航》等持续受到海内外主机玩家欢迎。得益于精品打磨和长线运营，公司目前主要端游产品平均生命周期超过 9 年，持续贡献稳定盈利。

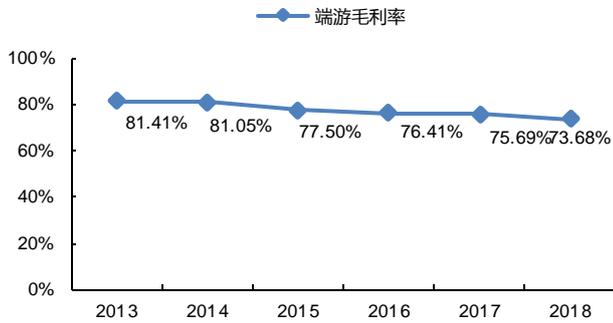
表 1：完美世界主要游戏产品运营情况

游戏名称	游戏类型	运营模式	运营周期
诛仙	端游	自主研发和运营	2007 年 5 月至今
完美世界国际版	端游	自主研发和运营	2006 年 12 月至今
DOTA2	端游	独家代理运营	2013 年 12 月至今
笑傲江湖 OL	端游	自主研发和运营	2013 年 6 月至今
神魔大陆	端游	自主研发和运营	2010 年 10 月至今
武林外传	端游	自主研发和运营	2006 年 9 月至今

神雕侠侣	端游	自主研发和运营	2012年9月至今
诛仙手游	手游	自主研发和运营	2016年8月至今

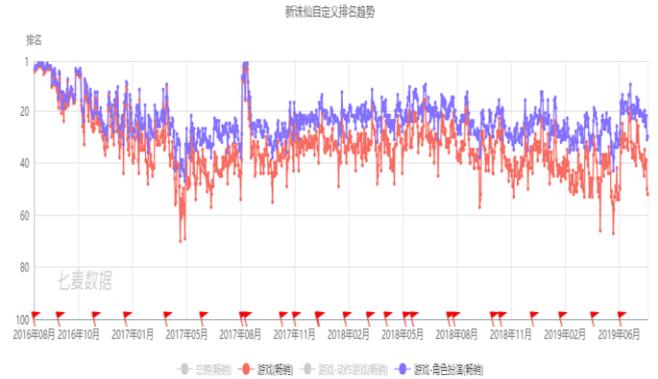
资料来源：公司官网，财富证券

图 23：端游业务始终维持高毛利水平



资料来源：wind，财富证券

图 24：《诛仙手游》上线三年期间畅销榜排名非常稳定



资料来源：七麦数据，财富证券

**坚持国际化战略，加快出海步伐。**公司一贯秉承“全球制作、全球发行、全球伙伴”的国际化战略。游戏产品已出口到 100 多个国家和地区，在荷兰、美国、日本、新加坡、马来西亚等国家运营多家子公司。研发方面，公司游戏团队遍布海内外，积累了对于不同地域用户的偏好、文化与消费习惯的深刻认知，从产品研发之初，即充分考虑全球游戏市场情况及玩家喜好等因素，致力于打造面向全球玩家的优秀产品；发行运营方面，公司与多家游戏运营平台保持着长期良好的合作关系，获得《DOTA2》、《CS:GO》等精品大作在中国大陆的独家运营代理权，2018 年与 valve 进一步合作，共同建立 Steam 中国。2019 年 3 月，公司宣布与 Google 战略合作，借助 Google 广泛覆盖全球的、智能化的营销解决方案及技术优势，加速推进手游业务出海。预计未来海外游戏收入有较大提升空间。

图 25：完美世界与 Valve 合作共建 Steam 中国

**完美世界**  
PERFECT WORLD



资料来源：完美世界游戏官方微信公众号，财富证券

**坚持年轻化战略，顺应行业趋势。**随着年轻用户逐渐成为游戏市场主流消费群体，公司前瞻性地提出“年轻化”战略，启用全新品牌形象，计划从产品研发、IP 培养与引进、内容升级、产品制作、运营策略、娱乐体验变革等多维度推进年轻化布局。一方面，

布局细分市场，开发二次元、女性向、沙盒、电竞、休闲类等适合不同领域年轻需求的新产品，例如公司近年推出的女性向手游《梦间集》系列、《烈火如歌》、《轮回决》、《云梦四时歌》等均获得良好口碑；另一方面，注重 VR、人工智能等新技术在游戏中的融合以及社交、互动新玩法在游戏中的应用，2018 年推出端游、主机双平台 VR 游戏《深海迷航》，反响不俗。此外，公司加大对自身经典游戏的年轻化改造，包括增加创新玩法、增强游戏社交属性、启用年轻的游戏代言人等，以此扩大用户圈层，获取更多年轻用户。

图 26：王俊凯代言《诛仙》手游



资料来源：公司官网，财富证券

图 27：NINE PERCENT 代言《武林外传手游》



资料来源：公司官网，财富证券

### 3.2 依托优质 IP 矩阵和高研发投入，持续打造游戏精品

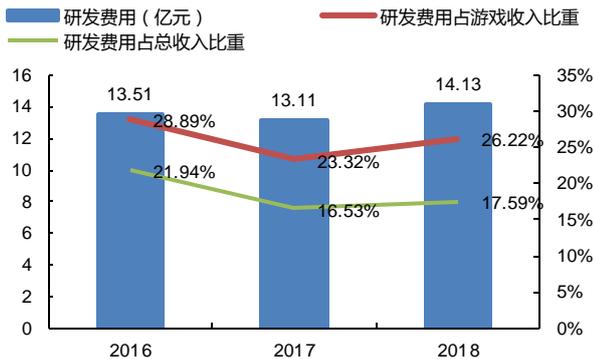
公司具备丰富的 IP 储备和强大的 IP 开发、运营能力。公司 IP 储备主要来自于原创游戏 IP、影视 IP 和外购优质 IP 资源。国内市场上，公司储备了“笑傲江湖”、“诛仙”、“神雕侠侣”和“射雕英雄传”等多个武侠题材的知名 IP；海外市场上，公司也积极网罗了“星际迷航”、“无冬之夜”、“圣斗士星矢”等优质 IP 资源。

公司擅于长线运营 IP，经过多年行业深耕，其经典游戏 IP 已积累广泛的用户基础。并在 IP 改编成游戏的过程中，充分挖掘 IP 题材中的热门人物或情节，成功实现用户资源的导入。根据《诛仙》IP 改编的端游和手游上线多年仍保持较为稳定的收入；根据经典端游 IP 改编的《完美世界手游》2019 年 3 月全平台上线后取得双榜第一的好成绩，首月流水突破 10 亿元，上线至今，仍稳定在 IOS 畅销榜 top10。多款 IP 改编游戏的成功充分验证了公司强大的 IP 开发和运营能力。同时，公司已发布“大 IP 战略”，将以完美世界知名的三大 IP《完美世界》《诛仙》《梦间集》为基础，进行全产业链开发，形成较为系统的完美世界 IP 生态圈。

研发实力较强，高研发投入是优质内容持续输出的保障。完美世界作为研发型游企，研发实力积累深厚，游戏核心高管绝大多数为资深研发人员出身，拥有十多年的游戏行业经验。公司旗下拥有数个研发项目组和工作室，分布在海内外多个国家和地区，海外方面，在美国、欧洲、东南亚、韩国等地建立全资子公司，收购了日本游戏运营公司 C&C Media、美国 Runic Games、Cryptic Studios、Unknown Worlds Entertainment 研发工作室以及法国公司 Magic Design Studio。公司具备多品类高质量游戏产品的能力。

近几年来公司研发团队持续扩张，2018 年研发人员达 2823 人，占员工总数比重为 65.65%，即使在 2018 年游戏行业面临困境的情况下，公司研发人员依然保持 10% 的增长。同时，公司研发费用率维持较高水平，由于公司主营业务还包括了影视业务，若单纯考虑研发投入占游戏收入的比重，2018 年研发费用率高达 26.22%，远超出 A 股绝大多数游戏公司水平。且公司逐步缩减委外研发费用支出，加大对自研项目的投入，进一步增强对产品质量的整体把控。总体看，公司的研发积淀以及持续的高研发投入是长期稳定增长的有力保证。

图 28：研发费用率维持较高水平



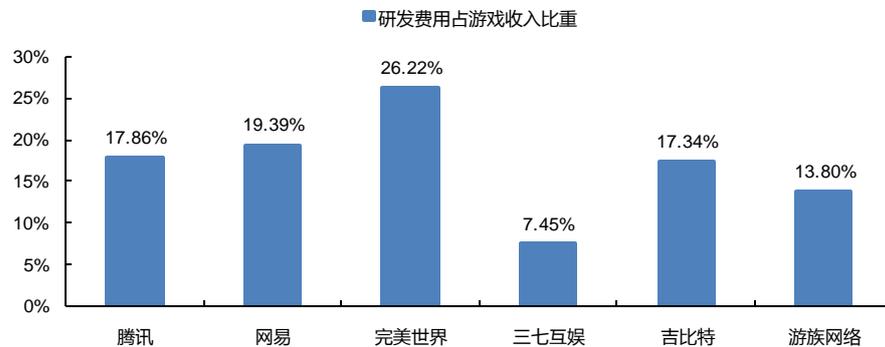
资料来源：wind，财富证券

图 29：研发人员增加较快



资料来源：wind，财富证券

图 30：完美世界研发投入占游戏业务收入比重高于行业水平



资料来源：wind，财富证券

### 3.3 2019 年新游储备丰富，加强与腾讯合作

**多元化、细分领域布局，产品储备充足。**公司在立足既有优势的基础上，不断加大细分领域布局，从擅长的 MMORPG 品类向二次元、女性向、战术竞技、沙盒、Roguelike、SLG、卡牌、开放世界等扩充，进一步丰富产品类型。同时，深入发掘同一 IP 多产品联动项目，例如，针对经典 IP《诛仙》、《完美世界》，公司已研发端游、主机、手游多平台版本游戏，充分挖掘 IP 价值。

自 2018 年以来，公司开始加大与腾讯的合作，借助腾讯强大的流量优势和发行能力，增强产品的赚钱效应。公司 2019H1 上线的《完美世界》手游和《云梦四时歌》均由腾讯

代理，表现不俗。后续《我的起源》也确定由腾讯独家代理，预计于8月21日全平台上线。《我的起源》是一款以生存创造、复苏世界文明为主题，支持万人同服在线的沙盒MMO手游，目前微信和QQ预约量合计达222.3万人，产品上线后的表现值得期待。

公司2019年产品线储备丰富，测试和正在研发中的游戏超过20款，除了《我的起源》外，另一款国民IP手游《神雕侠侣2》近期也已获得版号，预计将于7月26日全平台上线，众多新品上线有望带动游戏业务收入继续稳步向上。

表2：2019年自研/代理游戏项目

序号	游戏名称	游戏类型	游戏进度
1	完美世界	手游/MMORPG	3月6日上线
2	云梦四时歌	手游/新唐风卡牌	5月21日上线
3	DON'T EVEN THINK	端游+主机/大逃杀	7月10日北美PS4上线
4	神雕侠侣2	手游/MMORPG	预计7月26日上线
5	我的起源	手游/沙盒MMO	预计8月21日上线
6	新笑傲江湖手游	手游/MMO	无版号，7月11日开启首测
7	Torchlight II	端游+主机/ARPG	主机版预计9月3日上线
8	新神魔大陆	手游/MMORPG	测试中
9	奈奥格之影	手游/Roguelike	6月19日删档封测
10	新诛仙世界	端游	研发中
11	Magic The Gathering	端游+主机/卡牌	研发中
12	完美世界主机版	主机游戏	研发中
13	梦间集天鹅座	手游/女性向	研发中
14	梦间集 X DMM	手游/女性向	研发中
15	梦间集2	手游/女性向	研发中
16	Lowpoly 风格卡牌产品	手游	研发中
17	ARPG 产品	手游	研发中
18	新梦幻诛仙	手游	研发中
19	战神遗迹	手游	研发中
20	开放世界类 MMORPG 产品	手游	研发中
21	非常英雄	手游	研发中
22	面条人	独立游戏	已获得版号
23	赦免者	独立游戏	已获得版号
24	隐龙传	独立游戏	已获得版号
25	洪潮之焰	独立游戏	已获得版号

资料来源：wind，游戏茶馆，财富证券

## 4 影视业务短期承压，公司表现优于行业

### 4.1 影视行业仍处于调整期，完美影视表现优于行业

2019年对于影视行业来说依然是艰难的一年。政策方面，2019年上半年对内容的监管依然较为严格，尤其是针对注水剧、宫斗剧、翻拍剧等问题会始终保持高压，目前古装剧积压率超过60%。此外今年政策变化频繁，多部电视剧、电影存在定档后临时撤档，

播出后又下架的情况。监管的变化导致行业的不确定性快速上升。过去，影视项目获得发行许可证或转移母带后，制片方即可与平台签订销售合同并确认收入，并在播出后收回销售尾款；而现在大多是排播确定或临近上线才能确认。对制片方而言，项目制作到最终销售的周期拉长，承担的风险和不确定性明显增加。

行业方面，下游视频平台的发展逻辑由过去烧钱争夺市场份额转变为寻求内容更稳定的输出和用户更高的留存。且平台有了盈利的诉求，通过加大自制和降低版权采购价格来优化内容成本，导致版权价格出现较大幅度下降。但对上游制片方而言，演员限薪带来的成本端下降是一个缓慢的过程，过去高成本制作的项目还在消化中，新项目成本虽然得到有效控制，但最终反映到报表上仍需要一段时间，因此目前影视剧公司毛利率下滑较为明显，这一点从2019年上半年影视公司半年度业绩预告中也可以得到验证。

表 3：部分影视公司 2018 年业绩、2019 年半年度业绩预告情况

公司	2018 年营收 (亿元)	2018 年营收 YOY	2018 年归母净利润 (亿元)	2018 年归母净利润 YOY	2018 年影视毛利率	2019H1 业绩预告
完美世界	80.34	1.31%	17.06	13.38%	33.5%	9.6~10 亿元, 22.78%~27.9%
华策影视	57.97	10.52%	2.11	-66.71%	25.92%	-0.6~-0.55 亿元, -120.74%~-119.01%
慈文传媒	14.35	-13.84%	-10.94	-367.93%	1.7%	0.75~0.95 亿元, -61.15%~-50.79%
欢瑞世纪	13.28	-15.23%	3.25	-23.09%	58.66%	0.15~0.2 亿元, -70%~-60%
唐德影视	3.72	-68.52%	-9.27	-581.55%	8.69%	-0.78~-0.73 亿元,-180.45%~-186%
光线传媒	14.92	-19.09%	13.73	68.47%	32.26%	0.85~1.05 亿元, -95.02%~-95.97%

资料来源: wind, 财富证券

短期影视行业仍然处于低谷，影视公司面临较大经营压力。与其他公司相比，完美在制作能力和抗风险能力等方面具有优势。一方面，完美出品的电视剧大多为现实主义题材，尤其是2019年监管政策变化频繁的背景下，公司进一步增加献礼剧数量。而内容则一贯注重思想性、艺术性和观赏性相统一，符合监管引导和市场需求，因此剧集本身的风险相对会低一些；另一方面，在融资趋紧、项目回款周期变长的情况下，许多小公司资金周转困难，新项目难以开展。完美世界账上现金充足，截至2019Q1末，货币资金为46.87亿元，公司项目推进整体较为顺利。从长期看，观众对优质内容需求长期存在且较稳定，核心在于供给端的变化，本轮监管和行业变化有利于推动影视行业供给侧改革，加速行业低质产能出清，利好真正具备精品制作能力的优质企业。

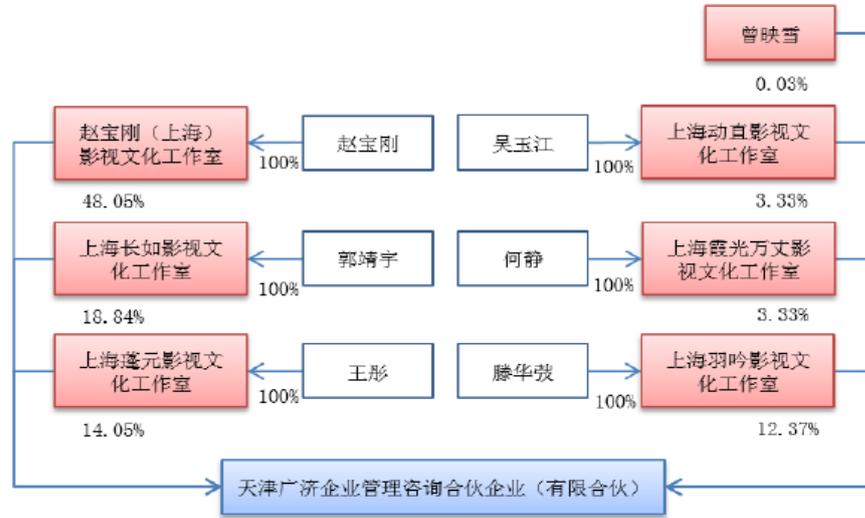
#### 4.2 制作实力居前，外延强化上游核心资源

公司影视制作水平行业领先，业务经营稳扎稳打，虽然没有超级爆款作品，但剧集整体质量较高，这主要得益于公司十分重视导演、制片人、编剧等影视制作的核心要素。

绑定五大导演，孵化、扩充年轻团队。完美世界影视制作以导演、制片人中心。目前公司拥有鑫宝源、完美建信、完美蓬瑞、华美时空、完美江河五大工作室，分别对应赵宝刚、郭靖宇、刘江、滕华涛、吴玉江&何静等业内知名导演和制片人，并与其建立紧密、排他的长期合作关系。同时公司通过间接持股等方式深度绑定上述核心人员，前十名股东中天津广济合伙企业为导演持股平台，持股比例为3.48%。

除了绑定知名导演外，公司还主动吸纳、扩充年轻团队，夯实制作能力，建立有层次的制作团队体系，新团队制作了《香蜜沉沉烬如霜》、《忽而今夏》（豆瓣评分高达 8.2 分）等热门作品。整体看公司制作实力进一步增强。

图 31：完美影视重组上市时核心导演、制片人持股情况



资料来源：完美影视借壳重组说明书，财富证券

表 4：完美影视旗下重点工作室简介

工作室名称	主创人员	代表作品
鑫宝源	赵宝刚、丁芯	《婚姻保卫战》、《北京青年》、《深海利剑》、《青春斗》等
完美蓬瑞	刘江	《咱们结婚吧》、《咱们相爱吧》、《归去来》等
完美建信	郭靖宇	《大秧歌》、《娘道》、《勇敢的心》、《灵魂摆渡》系列等
华美时空	滕华骅	《浮沉》、《我的！体育老师》等
江河	吴玉江&何静	《神犬小七》系列、《麻辣女兵》等
青春你好	梁振华团队	《思美人》、《冰与火的青春》、《天意》等
新团队	-	《香蜜沉沉烬如霜》、《忽而今夏》等

资料来源：公司官网，财富证券

**外延并购扩充编剧和演员资源，进一步增强制作实力。** 1) 2017 年 5 月，公司通过并购基金购买同心影视 72.86% 的股权，同心影视的核心资产为其持有的青春你好 70% 股权。青春你好主要依托著名编剧梁振华博士领衔的剧本创作团队，开展制作多种类型的电视剧，其剧本原创及剧本改编实力受到业界广泛认可。同时交易对方承诺青春你好 2017 年至 2020 年扣非净利润分别不低于 1.2、1.2、1.3、1.4 亿元。2) 2017 年 3 月，公司通过并购基金投资嘉行传媒 10% 股权，嘉行传媒是一家以艺人经纪、影视剧制作为主要业务的影视公司，尤其在艺人经纪领域优势显著，公司拥有成熟的艺人培养体系，旗下拥有杨幂、迪丽热巴、张彬彬、张云龙等丰富艺人资源。

公司围绕产业链上游核心资源进行一系列布局，可有效扩充编剧和演员资源，显著增强公司剧本开发实力。同时公司可通过参投青春你好和嘉行传媒制作的优质项目来降低影视剧投资风险。

### 4.3 2019 年剧集储备丰富，项目稳步推进中

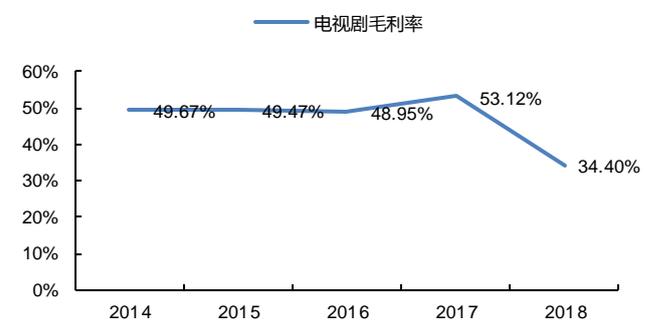
影视业务保持较快增长，毛利率回归行业正常水平。近年来公司影视业务发展较快，佳作频出，推出了多部像《香蜜沉沉烬如霜》、《忽而今夏》、《归去来》这样的精品剧，带动电视剧销售收入快速增长，尤其是 2018 年，公司电视剧作品迎来量质齐升，电视剧业务收入增速达 55.01%。毛利率方面，2018 年以前电视剧业务毛利率始终维持 50% 左右的高毛利水平，2018 年下降至 34.4%，主要原因是过去公司电视剧项目由名导操刀，且投资比例较高，因此毛利相对较高，而 2018 年公司多个确认收入的项目由新兴年轻团队制作，拉低了整体毛利水平；此外影视版权价格整体下降也有一定影响。预计未来公司电视剧业务毛利率将保持行业水平。

图 32：影视业务收入增长较快



资料来源：wind，财富证券

图 33：电视剧毛利率回归行业正常水平



资料来源：wind，财富证券

**2019 年电视剧储备丰富。**根据完美影视公众号数据显示，2019 年 3 月，公司携 30 部精品剧集亮相春交会，其中包含了《燃烧》、《极限飞行：试飞英雄》、《第十团》等多部献礼建国 70 周年的主旋律作品。从项目进度来看，包括《老酒馆》、《鳄鱼与牙签鸟》等在内的 10 部剧处于后期制作过程中，有望于 2019 年确认收入；包括《冰糖炖雪梨》在内的 3 部剧正在拍摄中，年内有望获得发行许可证；公司还有十多部剧正在筹备，预计下半年开拍，后续项目储备较为丰富；此外，包括《不婚女王》等在内的 8 部剧已完成制作进入首轮或二轮发行，预计将于 2019 年播出。整理 2019 年几大电视台和视频平台春季招商剧目，完美世界有 10 多部剧在待播名单中。

表 5：2019 年电视剧制作发行计划

序号	剧名	制作进度	出品方
1	不婚女王	完成制作、首轮发行	银润传媒、华美时空、完美影视等
2	壮志高飞	完成制作、二轮发行	寰亚传媒、完美影视等
3	半生缘	完成制作、二轮发行	懿合文化、完美影视等
4	山月不知心底事	完成制作、首轮发行	霍尔果斯悦凯影视
5	我的健身教练	完成制作、首轮发行	紫千传媒、四川文采、东阳源佳
6	幸福的理由	完成制作、首轮发行	青春你好传媒、海润影视等
7	爱在星空下	完成制作、首轮发行	青春你好传媒、完美世界影视等
8	西夏死书	完成制作	完美影视、优酷、曼龙奕海
9	巨匠（筑梦情缘）	完成制作、已播出	嘉行传媒、曼荼罗影视传媒

10	江山故人	后期制作	喀什飞宝、完美影视等
11	新一年又一年	后期制作	海润影视
12	蓝盔	后期制作	陕西文化产业投资
13	河山	后期制作	北京瑞鑫盛凯影视
14	碧海丹心	后期制作	
15	燃烧	后期制作	
16	鳄鱼与牙签岛	后期制作、已获得发行许可	
17	霍元甲	后期制作、已获得发行许可	爱奇艺、完美影视等
18	义无反顾	后期制作	
19	老酒馆	后期制作	
20	暴风眼	拍摄中	
21	家有仙妻	拍摄中	
22	冰糖炖雪梨	拍摄中	
23	全世界最好的你	筹备中、预计 2019H1 开拍	
24	怪你过份美丽	筹备中、预计 2019H1 开拍	
25	天舞纪	筹备中、预计 2019H2 开拍	
26	谜图 1936	筹备中、预计 2019H2 开拍	
27	我在天堂等你	筹备中、预计 2019H2 开拍	
28	第十团	筹备中、预计 2019H2 开拍	
29	最美的乡村	筹备中、预计 2019H2 开拍	
30	陆小凤	筹备中、预计 2019H2 开拍	
31	猎头局中局	筹备中、预计 2019H2 开拍	
32	极限飞行：试飞英雄	筹备中、预计 2019H2 开拍	
33	我不结婚的理由	筹备中、预计 2019H2 开拍	
34	他知道风从哪个方向来	筹备中、预计 2019H2 开拍	
35	小军嫂	筹备中、预计 2019H2 开拍	
36	心理大师	筹备中、预计 2019H2 开拍	

资料来源：公司年报，财富证券

表 6：五大卫视+三大平台 2019 年春推会中完美世界剧集资源

剧名	主演	题材	拟播放平台
半生缘	刘嘉玲、蒋欣、郑元畅	近代情感	北京卫视、江苏卫视、爱奇艺
霍元甲	赵文卓、毛林林、释小龙	近代传奇	北京卫视、爱奇艺
老酒馆	陈宝国、秦海璐、	近代传奇	北京卫视、
江山故人	章子怡、周一围	古代传奇	浙江卫视、
爱在星空下	贾乃亮、陈意涵	当代都市	浙江卫视
绝代双骄	胡一天、陈哲远	古代武侠	爱奇艺
七月与安生	沈月、陈都灵	当代都市	爱奇艺、
壮志高飞	陈乔恩、郑凯	当代励志	爱奇艺、
不婚女王	佟丽娅、张亮	当代都市	爱奇艺、
勇敢的心 2	杨志刚、张子健	近代革命	爱奇艺
小娘惹	肖燕、寇家瑞	近代传奇	爱奇艺、

资料来源：搜狐网，财富证券

## 5 盈利预测与投资评级

完美世界主营为游戏、影视双主业结构，游戏业务贡献了约 70% 的收入和 80% 的毛利，是业绩的重要来源。我们认为公司未来盈利增长点主要来自于：1) 公司目前储备了多款端游、手游、主机游戏产品，新游戏陆续上线，将带动游戏业务收入和利润保持较快增长；2) 影视制作短期承压，盈利有所下滑，但长期随着监管稳定、行业达到新的平衡后，公司影视业务有望重回增长。

在进行盈利预测前，我们做出以下假设：

1) 游戏：假定公司主力端游产品流水保持稳定，可持续贡献稳定盈利；主力手游产品经历流水高峰后回归至较好的稳态水平；公司新产品包括次时代端游大作《新诛仙世界》、沙盒 MMO 手游《我的起源》、女性向手游《梦间集天鹅座》等能如期上线且表现良好。我们预计在新品带动下，公司游戏业务有望保持较快增长。

2) 影视：影视业务以电视剧制作为主，由于今年影视行业不确定性加大，且公司 2018 年电视剧销售收入基数较高，预计 2019 年电视剧业务同比有所下滑；艺人经纪业务短期亦受到不利影响，另外公司 2018 年已经剥离院线业务，因此 2019 年整体影视业务将有较大幅度下滑。但未来随着监管缓和、行业格局稳定，公司影视业务将重回增长。

3) 假定端游、主机游戏业务毛利率保持平稳，手游业务毛利率短期受《完美世界》手游表现优异影响有明显提升，长期看亦保持稳定水平；影视毛利率 2018 年已有较大幅度下滑，后续整体保持稳中略降。

表 7：完美世界主营业务拆分收入及增速预测，单位（亿元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
游戏业务	53.89	66.33	79.46	92.89
yoy	-4.06%	23.09%	19.80%	16.90%
端游	21.96	22.51	23.63	24.82
yoy	10.28%	2.50%	5.00%	5.00%
手游	27.11	38.50	49.47	60.60
yoy	-11.94%	42.00%	28.50%	22.50%
主机游戏	4.63	5.12	6.14	7.24
yoy	-10.99%	10.50%	20.00%	18.00%
其他游戏相关	0.2	0.21	0.22	0.23
yoy	-38.29%	5%	5%	5%
影视业务	26.13	17.72	20.21	22.96
yoy	14.62%	-32.17%	14.04%	13.61%
电视剧	17.49	14.87	17.10	19.66
yoy	55.01%	-15.00%	15%	15%
院线	5.07	0	0	0
yoy	-39.87%	-100%	-	-
艺人经纪及综艺节目	1.94	1.65	1.85	1.99
yoy	8.58%	-15.00%	12.00%	8.00%
其他影视相关	1.62	1.21	1.27	1.31

yoy	26.72%	-25.40%	5.00%	3.00%
其他业务	0.33	0.33	0.33	0.33
yoy	7.25%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	80.34	84.39	100.00	116.18
yoy	1.31%	5.04%	18.51%	16.18%

资料来源：财富证券

综合来看，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 84.39/100.00/116.18 亿元，归母净利润 20.77/24.06/27.29 亿元，对应 EPS 分别为 1.58/1.83/2.08 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 15.06/13.00/11.46 倍。公司作为领先的游戏研发商和影视制作方，精品内容生产能力较强，研发储备十分充足，短期重磅产品上线带来业绩催化，中长期，精品化、国际化、年轻化战略将进一步巩固公司产品竞争力。基于公司自身业绩的增长趋势，并参考同行业估值水平，给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应合理价格区间为 28.44-31.6 元，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

**行业监管进一步趋严。**游戏和影视行业均面临较严的政策监管，公司游戏和影视作品在过审、发行等方面存在一定不确定性。

**重点新游延期或表现低预期。**公司游戏业务贡献核心业绩，新游则贡献主要增量业绩，若新游上线延期或上线后表现低预期，则对业绩有一定不利影响。

**精品剧项目推进不及预期。**电视剧项目受剧本、导演、演员、资金等多方面因素影响，存在单个项目进度不及预期导致收入增长放慢的风险。

**质押集中到期对资金需求较大的风险。**目前公司大股东和实际控制人质押比例较高，且下半年和明年上半年有多笔质押到期，资金需求较大，存在减持的压力。

财务预测摘要

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>79.30</b>	<b>80.34</b>	<b>84.39</b>	<b>100.01</b>	<b>116.19</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	33.81	35.50	30.13	36.20	42.41	营业收入增长率	28.8%	1.3%	5.0%	18.5%	16.2%
营业税费	0.64	0.43	0.46	0.54	0.63	营业利润增长率	32.3%	19.1%	25.6%	17.5%	14.2%
销售费用	7.44	8.80	8.02	9.30	11.04	净利润增长率	29.0%	13.4%	21.7%	15.8%	13.4%
管理费用	20.73	7.04	22.02	26.10	30.32	EBITDA 增长率	38.4%	78.6%	-21.9%	15.6%	11.6%
财务费用	1.90	1.68	1.80	1.85	1.90	EBIT 增长率	42.6%	93.1%	-22.8%	16.4%	13.5%
资产减值损失	1.37	0.10	0.20	0.20	0.20	NOPLAT 增长率	56.8%	20.1%	19.6%	15.0%	12.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.2%	-12.1%	5.5%	-13.9%	31.8%
投资和汇兑收益	1.83	4.65	2.00	2.10	2.20	净资产增长率	4.0%	5.9%	17.4%	13.9%	14.0%
<b>营业利润</b>	<b>15.89</b>	<b>18.92</b>	<b>23.76</b>	<b>27.91</b>	<b>31.89</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.59	0.23	0.43	0.45	0.45	毛利率	57.4%	55.8%	64.3%	63.8%	63.5%
<b>利润总额</b>	<b>16.49</b>	<b>19.16</b>	<b>24.19</b>	<b>28.36</b>	<b>32.34</b>	营业利润率	20.0%	23.6%	28.2%	27.9%	27.4%
减:所得税	1.89	1.56	2.78	3.56	4.20	净利润率	19.0%	21.2%	24.6%	24.1%	23.5%
<b>净利润</b>	<b>15.05</b>	<b>17.06</b>	<b>20.77</b>	<b>24.06</b>	<b>27.29</b>	EBITDA/营业收入	24.2%	42.7%	31.7%	31.0%	29.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	21.6%	41.2%	30.3%	29.8%	29.1%
货币资金	32.36	42.29	40.57	63.94	65.05	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	23	19	14	9	5
应收帐款	17.51	19.64	19.57	27.19	26.83	<b>流动营业资本周转天数</b>	202	166	173	143	138
应收票据	0.67	-	0.48	0.27	0.56	流动资产周转天数	487	471	484	462	448
预付帐款	8.52	7.90	3.12	11.64	5.83	应收帐款周转天数	86	83	84	84	84
存货	15.76	21.42	20.18	7.93	27.31	存货周转天数	47	83	89	51	55
其他流动资产	27.64	16.58	35.12	26.45	26.05	总资产周转天数	746	730	700	636	596
可供出售金融资产	17.55	18.93	18.26	18.25	18.48	投资资本周转天数	279	234	214	173	160
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	14.82	15.59	15.59	15.59	15.59	ROE	18.9%	20.2%	20.8%	21.0%	20.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	11.0%	12.7%	13.4%	14.1%
固定资产	4.79	3.62	2.84	2.05	1.27	ROIC	23.5%	34.0%	46.3%	50.4%	66.1%
在建工程	0.12	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	1.14	0.87	0.43	-	-	销售费用率	9.4%	11.0%	9.5%	9.3%	9.5%
其他非流动资产	24.96	12.94	12.02	12.08	12.04	管理费用率	26.1%	8.8%	26.1%	26.1%	26.1%
<b>资产总额</b>	<b>165.85</b>	<b>159.78</b>	<b>168.16</b>	<b>185.40</b>	<b>199.01</b>	财务费用率	2.4%	2.1%	2.1%	1.8%	1.6%
短期债务	6.18	12.70	-	-	-	三费/营业收入	37.9%	21.8%	37.7%	37.2%	37.2%
应付帐款	8.39	3.93	12.34	9.12	10.37	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	47.0%	41.7%	35.0%	32.9%	28.7%
其他流动负债	37.58	22.58	27.81	32.16	27.43	负债权益比	88.7%	71.6%	53.9%	49.0%	40.3%
长期借款	5.00	7.94	-	-	-	流动比率	1.96	2.75	2.96	3.33	4.01
其他非流动负债	20.83	19.54	18.75	19.71	19.34	速动比率	1.66	2.20	2.46	3.14	3.29
<b>负债总额</b>	<b>77.98</b>	<b>66.69</b>	<b>58.91</b>	<b>60.98</b>	<b>57.14</b>	利息保障倍数	9.02	19.72	14.20	16.09	17.78
少数股东权益	<b>8.23</b>	<b>8.70</b>	<b>9.34</b>	<b>10.08</b>	<b>10.93</b>	<b>分红指标</b>					
股本	13.86	13.86	13.15	13.15	13.15	DPS(元)	0.18	0.19	0.63	0.73	0.83
留存收益	66.64	74.97	86.76	101.18	117.79	分红比率	15.7%	14.6%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>股东权益</b>	<b>87.87</b>	<b>93.09</b>	<b>109.25</b>	<b>124.42</b>	<b>141.87</b>	股息收益率	0.8%	0.8%	2.7%	3.1%	3.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	14.60	17.59	20.77	24.06	27.29	EPS(元)	1.14	1.30	1.58	1.83	2.08
加:折旧和摊销	2.80	1.66	1.23	1.21	0.79	BVPS(元)	6.06	6.42	7.60	8.70	9.96
资产减值准备	1.37	0.10	-	-	-	PE(X)	20.79	18.33	15.06	13.00	11.46
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.93	3.71	3.13	2.74	2.39
财务费用	2.92	2.43	1.80	1.85	1.90	P/FCF	13.59	14.09	212.09	9.72	28.03
投资收益	-1.83	-4.65	-2.00	-2.10	-2.20	P/S	3.94	3.89	3.71	3.13	2.69
少数股东损益	-0.45	0.53	0.64	0.74	0.84	EV/EBITDA	15.92	8.58	9.87	7.84	6.95
营运资金的变动	23.67	-11.11	-3.01	5.88	-14.87	CAGR(%)	19.3%	16.9%	23.6%	19.3%	16.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>8.04</b>	<b>-1.30</b>	<b>19.42</b>	<b>31.65</b>	<b>13.75</b>	PEG	1.08	1.08	0.64	0.67	0.68
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>17.15</b>	<b>29.76</b>	<b>2.49</b>	<b>2.23</b>	<b>1.95</b>	ROIC/WACC	2.23	3.23	4.39	4.79	6.28
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-14.51</b>	<b>-19.52</b>	<b>-23.64</b>	<b>-10.50</b>	<b>-14.59</b>	REP	2.47	1.87	1.17	1.14	0.65

资料来源: 贝格数据, 财富证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438