

2019年08月10日

完美世界 (002624.SZ)

## 半年报业绩符合预期, 长期产品线优势凸显

事件:

公司公告 19 年半年报, 报告期内, 公司实现收入、归母净利润、经营性现金流净额分别为 36.56 亿、10.20 亿、1.67 亿, 分别同比增长 -0.29%、30.50%、169.34% (上年同期经营性现金流净额-2.41 亿)。

点评:

■公司收入结构略有变化, 游戏及影视业务分别占比 78.70%、21.30%, 游戏业务占比有所提升。游戏业务收入共计 28.78 亿元, 同比增长 8.06%, 其中: 1) 移动游戏营收同增 39.42%, 主要来自新游《完美世界手游》的出色表现及老游《诛仙手游》的稳定贡献; 2) PC 端游营收同减 15%, 主要原因为上年同期《深海迷航》收入基数较高 (根据 steam 官方销量数据推算总收入过亿), 剔除该影响后, 我们判断随着电竞赛事及 IP 手游的高热度,《Dota2》、《CS: GO》、《完美世界端游》、《诛仙端游》等主力产品表现持续强劲。影视业务收入共计 7.78 亿元, 同比下降 22.42%, 主要系 2018 年公司转让院线业务所致; 剔除院线业务影响后, 本期影视业务收入同比增长 32.25%, 主要业绩贡献来自《青春斗》、《趁我们还年轻》、《筑梦情缘》等精品电视剧。

利润率方面, 19 上半年公司游戏业务毛利率提升 6.04pct 至 73.35%, 主要系公司重点产品《完美世界手游》采用净额法确认收入 (与腾讯分成后) 带动利润率上行。影视业务毛利率提升 11.86pct 至 50.95%, 主要系赵宝刚导演的《青春斗》作为头部剧利润率相对较高; 同时, 受主旋律题材剧目毛利率相对较低影响, 我们预判下半年影视业务毛利率将逐步趋稳。

现金流方面, 19 上半年公司经营性现金流有一定程度改善: 1) 影视业务方面, 新剧播出带来大额资金回笼, 同时投拍新剧带来现金流出相对较少; 2) 游戏业务方面, 由于腾讯分成款存在结账周期, 故现金回流速度有一定滞后 (收入及对应利润实时确认)。

■半年报更新了我们对公司的认知与判断。1) 长线精品游戏优势凸显, 多品类矩阵逐步成型。目前公司主力游戏产品中有三款 (《完美世界手游》、《神雕侠侣 2》、《诛仙》) 占据 iOS 畅销榜排名 TOP40, 在可比厂商中名列前茅, 且全部为自有或独家授权 IP, 具备长线系列化 IP 价值。此外, 根据半年报披露,《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等重磅新品已经进入研发关键时期, 涵盖 MMORPG、回合制、

## 公司快报

证券研究报告

新型建材及非金属新材料

投资评级 **买入-A**

维持评级

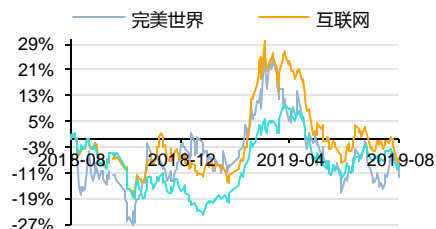
6 个月目标价: **32.58 元**

股价 (2019-08-09) **24.24 元**

交易数据

总市值 (百万元)	31,335.00
流通市值 (百万元)	28,117.14
总股本 (百万股)	1,292.70
流通股本 (百万股)	1,159.95
12 个月价格区间	20.30/35.25 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.07	-7.06	-5.27
绝对收益	0.58	-10.21	-9.52

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

完美世界: 一季度业绩达预告上限, 重点关注沙盒、二次元等新品类布局进展/焦娟	2019-04-30
完美世界: 业绩稳健, 与环球影业合作片单首次确认收益/焦娟	2018-10-28
完美世界: 拟大比例回购, 坚定看好公司长线发展逻辑/焦娟	2018-07-16
完美世界: 游戏业务产品线优势明显, 看好未来成长的确性/焦娟	2018-06-15

ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等多种类型，涉及未来科幻、二次元、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材。

2) 影视剧项目数量及质量均稳定在较高水准，并得到相关政府部门的高度认可。其中《归去来》、《最美的青春》、《黄土高天》、《老酒馆》、《圆明园》、《河山》、《新一年又一年》、《碧海丹心》、《燃烧》、《第十团》入选“2018-2022 百部重点电视剧选题片单”；《老酒馆》、《山月不知心底事》、《河山》、《新一年又一年》、《碧海丹心》、《燃烧》、《蓝盔特战队》入选“庆祝新中国成立 70 周年国家广播电视总局优秀剧目展播”名单。

■ 下半年新产品丰富，重点关注《神雕侠侣 2》、《我的起源》超预期可能，有望为公司带来一定业绩弹性。1) 7 月 26 日上线的《神雕侠侣 2》最高至 iOS 畅销榜第 6 位，前两周平均排名在 10 名左右，我们判断首月流水过亿确定性高，若趋势持续可能带动公司全年业绩预期提升。2) 《我的起源》（腾讯独代，App store 显示 9 月中旬上线）在此前小范围邀请测试口碑惊艳，获 TapTap 9.1 分高分评价，其创造性的融合沙盒及 MMO 玩法，一方面降低玩家进入门槛、一方面增强玩家沉浸感，有望成为这一细分新品类的标志性产品。此外，《梦间集天鹅座》、《新笑傲江湖》等高完成度产品预计也将在年内逐步推出。

■ 投资建议：游戏板块，公司研发运营及创新能力被持续验证，与 Valve 合作的 Steam 中国有望与公司游戏业务高效协同并打通产业链下游渠道，夯实公司行业领先地位；影视板块，公司制作实力与产品数量稳定，持续为公司贡献收益，同时公司游戏及影视业务的丰富项目储备带来强业绩弹性，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 20.83 亿元、23.79 亿元、27.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.58 元、1.81 元、2.09 元，我们给予 20 年 18X 估值，对应 6 个月目标价 32.58 元，维持“买入-A”评级。

■ 风险提示：新游上线节奏低于预期、游戏行业监管趋严、海外地区业务拓展回报不达预期、影视项目收入确认不达预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	7,929.8	8,033.8	8,441.9	9,961.4	11,754.5
净利润	1,504.7	1,706.1	2,082.5	2,379.1	2,751.3
每股收益(元)	1.16	1.32	1.58	1.81	2.09
每股净资产(元)	6.16	6.53	8.03	9.59	11.42
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	20.8	18.4	15.3	13.4	11.6
市净率(倍)	3.9	3.7	3.0	2.5	2.1
净利润率	19.0%	21.2%	24.7%	23.9%	23.4%
净资产收益率	18.9%	20.2%	19.7%	18.9%	18.3%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
ROIC	23.5%	34.0%	44.8%	75.9%	41.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 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
<b>营业收入</b>	7,929.8	8,033.8	8,441.9	9,961.4	11,754.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,381.2	3,549.9	3,318.5	4,233.6	5,025.0	营业收入增长率	28.8%	1.3%	5.1%	18.0%	18.0%
营业税费	63.8	43.5	73.4	88.5	101.8	营业利润增长率	32.3%	19.1%	24.3%	15.8%	17.4%
销售费用	743.5	880.4	1,008.0	1,232.2	1,514.0	净利润增长率	29.0%	13.4%	22.1%	14.2%	15.6%
管理费用	2,072.9	704.2	1,567.7	1,546.5	1,808.7	EBITDA 增长率	38.4%	78.6%	-22.9%	15.1%	15.4%
财务费用	190.1	167.8	168.8	199.2	235.1	EBIT 增长率	42.6%	93.1%	-23.8%	15.9%	17.4%
资产减值损失	137.2	10.4	82.6	76.7	66.6	NOPLAT 增长率	56.8%	20.1%	15.7%	14.9%	17.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.2%	-12.1%	-32.2%	114.2%	-45.2%
投资和汇兑收益	183.2	464.5	130.0	139.3	194.6	净资产增长率	4.0%	5.9%	22.6%	17.9%	18.0%
<b>营业利润</b>	1,589.4	1,892.3	2,352.9	2,723.9	3,197.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	59.4	23.5	23.3	31.4	26.0	毛利率	57.4%	55.8%	60.7%	57.5%	57.3%
<b>利润总额</b>	1,648.9	1,915.7	2,376.2	2,755.3	3,224.0	营业利润率	20.0%	23.6%	27.9%	27.3%	27.2%
减:所得税	188.9	156.4	314.1	384.3	457.0	净利润率	19.0%	21.2%	24.7%	23.9%	23.4%
<b>净利润</b>	1,504.7	1,706.1	2,082.5	2,379.1	2,751.3	EBITDA/营业收入	24.2%	42.7%	31.3%	30.6%	29.9%
						EBIT/营业收入	21.6%	41.2%	29.9%	29.3%	29.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	23	19	14	9	5
货币资金	3,236.4	4,228.9	6,384.6	4,744.9	10,153.2	流动营业资本周转天数	202	166	134	158	147
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	487	471	492	488	489
应收账款	1,751.2	2,078.8	1,884.1	2,836.8	2,727.3	应收帐款周转天数	86	86	84	85	85
应收票据	67.1	-	48.0	26.7	57.7	存货周转天数	47	83	47	59	64
预付帐款	851.6	789.7	423.6	1,302.0	767.6	总资产周转天数	746	730	708	663	635
存货	1,575.6	2,141.8	80.9	3,206.7	969.9	投资资本周转天数	279	234	175	188	168
其他流动资产	2,764.5	1,544.0	3,473.4	2,594.0	2,537.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,755.4	1,893.0	1,826.0	1,824.8	1,848.0	ROE	18.9%	20.2%	19.7%	18.9%	18.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	11.0%	12.0%	12.2%	12.6%
长期股权投资	1,482.1	1,559.2	1,559.2	1,559.2	1,559.2	ROIC	23.5%	34.0%	44.8%	75.9%	41.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	478.6	362.3	283.8	205.3	126.8	销售费用率	9.4%	11.0%	11.9%	12.4%	12.9%
在建工程	12.1	-	-	-	-	管理费用率	26.1%	8.8%	18.6%	15.5%	15.4%
无形资产	114.4	86.8	42.6	-	-	财务费用率	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	2,496.1	1,293.6	1,201.7	1,207.6	1,203.8	三费/营业收入	37.9%	21.8%	32.5%	29.9%	30.3%
<b>资产总额</b>	16,584.9	15,978.3	17,208.0	19,508.0	21,950.6	<b>偿债能力</b>					
短期债务	617.9	1,270.0	-	-	-	资产负债率	47.0%	41.7%	33.7%	31.0%	27.7%
应付帐款	839.3	645.4	1,226.0	986.5	1,534.0	负债权益比	88.7%	71.6%	50.8%	45.0%	38.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.96	2.75	3.13	3.60	4.15
其他流动负债	3,758.2	2,005.9	2,697.2	3,099.4	2,611.1	速动比率	1.66	2.20	3.11	2.82	3.92
长期借款	500.0	793.7	-	-	-	利息保障倍数	9.02	19.72	14.94	14.67	14.60
其他非流动负债	2,082.8	1,954.3	1,875.4	1,970.8	1,933.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	7,798.2	6,669.4	5,798.7	6,056.8	6,078.6	DPS(元)	0.17	0.18	0.20	0.25	0.28
少数股东权益	822.6	869.8	849.4	841.2	856.9	分红比率	14.9%	13.7%	12.8%	13.8%	13.4%
股本	1,386.4	1,314.7	1,314.7	1,314.7	1,314.7	股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
留存收益	6,663.6	7,497.1	9,245.3	11,295.3	13,700.4						
<b>股东权益</b>	8,786.7	9,308.9	11,409.3	13,451.2	15,872.0						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	1,459.9	1,759.4	2,082.5	2,379.1	2,751.3	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	280.2	166.5	122.7	121.1	78.5	EPS(元)	1.16	1.32	1.58	1.81	2.09
资产减值准备	137.2	10.4	-	-	-	BVPS(元)	6.16	6.53	8.03	9.59	11.42
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	20.8	18.4	15.3	13.4	11.6
财务费用	291.6	242.9	168.8	199.2	235.1	PB(X)	3.9	3.7	3.0	2.5	2.1
投资损失	-183.2	-464.5	-130.0	-139.3	-194.6	P/FCF	13.6	14.1	16.0	-24.3	5.5
少数股东损益	-44.8	53.3	-20.4	-8.1	15.6	P/S	4.0	3.9	3.8	3.2	2.7
营运资金的变动	2,367.3	-1,249.0	1,542.4	-3,914.5	3,134.8	EV/EBITDA	22.9	9.6	9.3	8.7	5.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	804.4	-130.0	3,766.1	-1,362.4	6,020.7	CAGR(%)	17.5%	16.3%	22.1%	17.5%	16.3%
<b>投资活动产生现金流量</b>	1,714.9	2,975.8	179.0	152.5	169.5	PEG	1.2	1.1	0.7	0.8	0.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,451.0	-1,952.3	-1,789.5	-429.7	-782.0	ROIC/WACC	2.2	3.2	4.2	7.2	3.9
						REP	3.6	2.1	1.7	0.5	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034