

分析师: 刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281
 研究助理: 乔琪
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

业绩符合预期, 老游戏流水良好, 关注新游上线进度

——完美世界(002624)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2019-10-28)

收盘价(元)	28.78
一年内最高/最低(元)	36.54/22.60
沪深300指数	3926.59
市净率(倍)	4.41
流通市值(亿元)	333.83

基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	7.38
每股经营现金流(元)	0.63
毛利率(%)	65.68
净资产收益率_摊薄(%)	15.47
资产负债率(%)	40.14
总股本/流通股(万股)	129269.96/115994.97
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

- 《完美世界(002624)中报点评: 精品手游带动手游业务增长超预期, 电竞、云游戏布局为未来筑基》 2019-08-12
- 《完美世界(002624)年报点评: 《完美世界》手游表现亮眼, 带动一季度盈利能力提升》 2019-05-07
- 《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

联系人: 李琳琳
 电话: 021-50586983
 传真: 021-50587779

发布日期: 2019年10月29日

事件: 公司发布2019年三季度报告。2019年前三季度公司实现营业收入58.12亿元, 同比增加5.43%; 净利润14.76亿元, 同比增加12%; 扣除非经常性损益后净利润14.20亿元, 同比增加28.47%; 基本每股收益1.14元。

其中第三季度单季度实现营业收入21.56亿元, 同比增加16.77%; 净利润4.55亿元, 同比减少15%; 扣除非经常性损益后净利润4.47亿元, 同比增加12.13%。

投资要点:

- **游戏产品表现好, 储备丰富, Q3确认两部电视剧收入。**公司上半年推出重磅手游《完美世界》, 上线后App Store畅销榜排名长期维持在前五, 后有所下滑, 基本维持在30名以内, Q3上线的《神雕侠侣2》排名也维持在20名之内。公司后续还有诸多产品储备, 其中11月15日预计上线《我的起源》(TapTap预约人数超过42万), 《梦间集天鹅座》以及《新笑傲江湖》已经获得版号。此外还有许多项目正在研发或测试中: 包括《战神遗迹》、《幻塔》、《完美世界主机板》、《火炬之光》等多个覆盖不同题材、玩法的游戏产品。

在公司影视业务方面, 2019年年初至今, 公司出品的《小女花不弃》、《青春斗》、《趁我们还年轻》、《筑梦情缘》、《神犬小七》第三季、《七月与安生》等电视剧、网剧相继实现播出, Q3《老酒馆》、《山月不知心底事》也实现开播并确认了相关收入。

- **合并范围变更以及头部游戏改为授权第三方代理运营模式导致营业成本下降。**公司在前三季度营业收入同比增加5.43%的同时, 营业成本反而出现下降, 主要系2018年公司将旗下院线业务转让, 导致2019年合并范围发生变更。剔除院线业务影响后, 公司游戏及影视业务收入同比增长16.10%。同时公司上半年推出的手游《完美世界》以及《云梦四时歌》均采用授权第三方代理发行及运营的方式, 公司按照玩家充值总额一定比例收取分成款并确认收入, 收入和成本金额都相对较低。受以上因素影响, 公司2019上半年营业成本19.95亿元, 同比下降10.37%。
- **18Q3处置股权收益, 单季度净利润同比下滑。**18年Q3公司处置了祖龙(天津)科技股份有限公司少量股权确认了税后非经常性损益1.1亿元, 2019Q3无大额非经常性损益, 因此单季度净利润出现同比下滑, 但扣除非经常性损益后单季度净利润增加12.13%。
- **经营性现金流明显改善。**公司前三季度经营活动产生现金流净额为

地址： 上海浦东新区世纪大道1600号18楼
邮编： 200122

8.17亿元，2018年同期为-4.83亿元；经营性现金流大幅改善，主要原因是新上线的游戏以及老游戏市场表现良好带来的流水增加以及影视剧业务进入平稳发展期带来的现金支出减少。

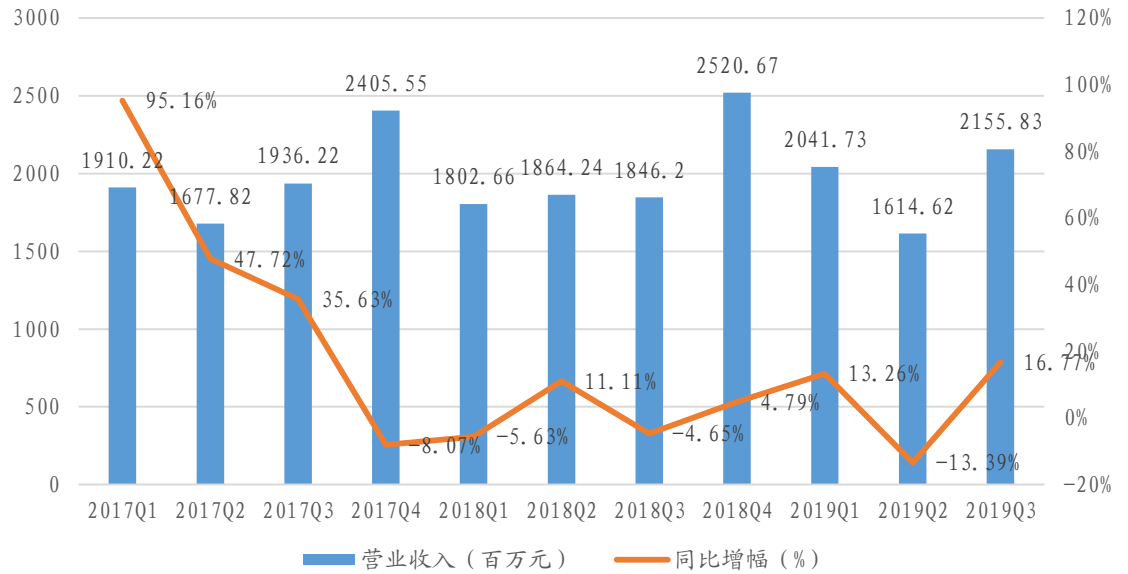
- **销售费用大幅上升，主要费用率小幅上升。**公司前三季度销售费用8.26亿元，同比增加17.21%，其中Q3单季度同比增加86.28%，销售费用大幅增加的主要原因是Q3新上线了《神雕侠侣2》导致营销推广支出大幅上升，Q1-Q3销售费用率为14.21%，比2018年全年提高了3.25个百分点；管理费用率为7.72%，比2018年全面下降了1.05个百分点；主要费用率合计为41.26%，与2018年全年相比增加了1.86个百分点。
- **投资评级与盈利预测：**公司是国内头部的游戏厂商，业务全面覆盖手游、端游以及主机游戏，不仅拥有手机游戏的研发能力，还拥有大屏游戏的研发能力，中长期看好公司在云游戏方面的发展潜力。预计2019-2020年EPS为1.57元/1.84元。按照10月28日收盘价28.78元，对应PE为18.4倍与15.6倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：政策监管风险；游戏项目市场表现不及预期；新游上线进度不及预期；行业发展不及预期

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,930	8,034	8,486	9,796	10,874
增长比率(%)	28.8	1.3	5.6	15.4	11.0
净利润(百万元)	1,505	1,706	2,024	2,384	2,692
增长比率(%)	29.0	13.4	18.6	17.8	12.9
每股收益(元)	1.16	1.32	1.57	1.84	2.08
市盈率(倍)	24.7	21.8	18.4	15.6	13.8

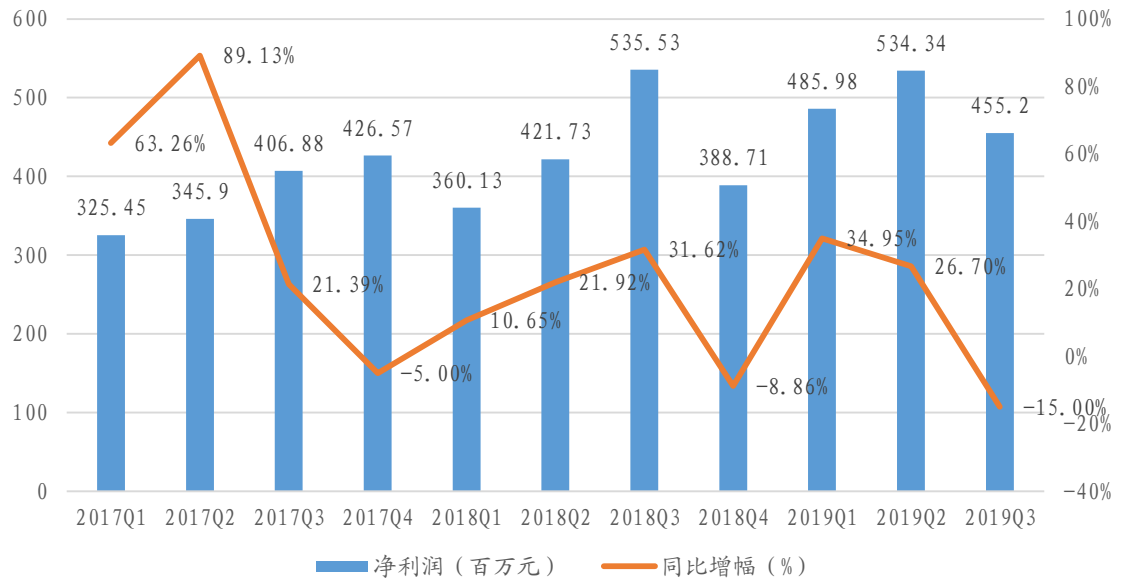
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司单季度营业收入与同比增幅



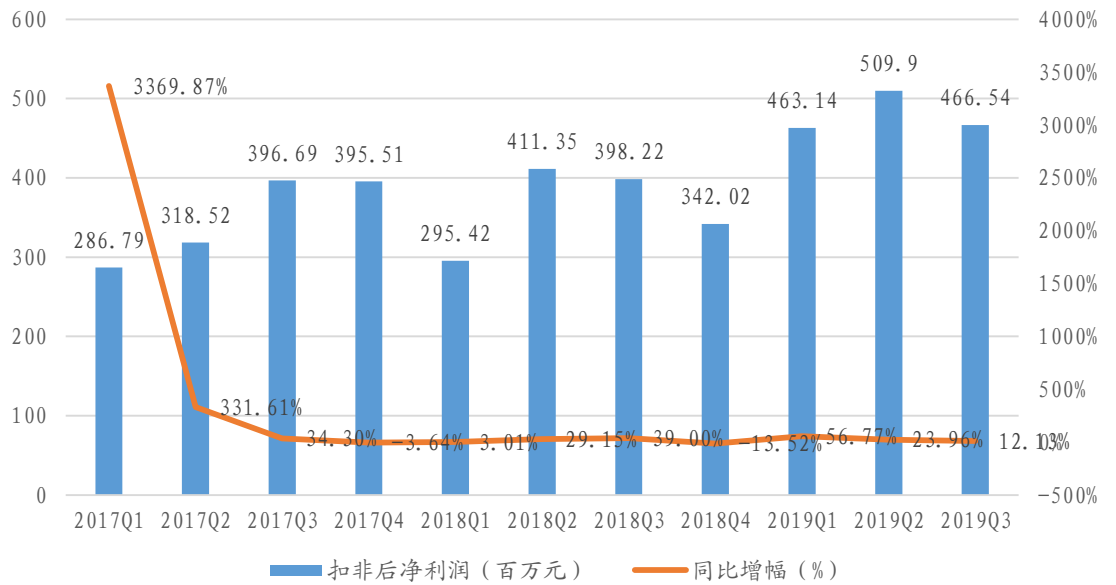
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 公司单季度净利润与同比增幅



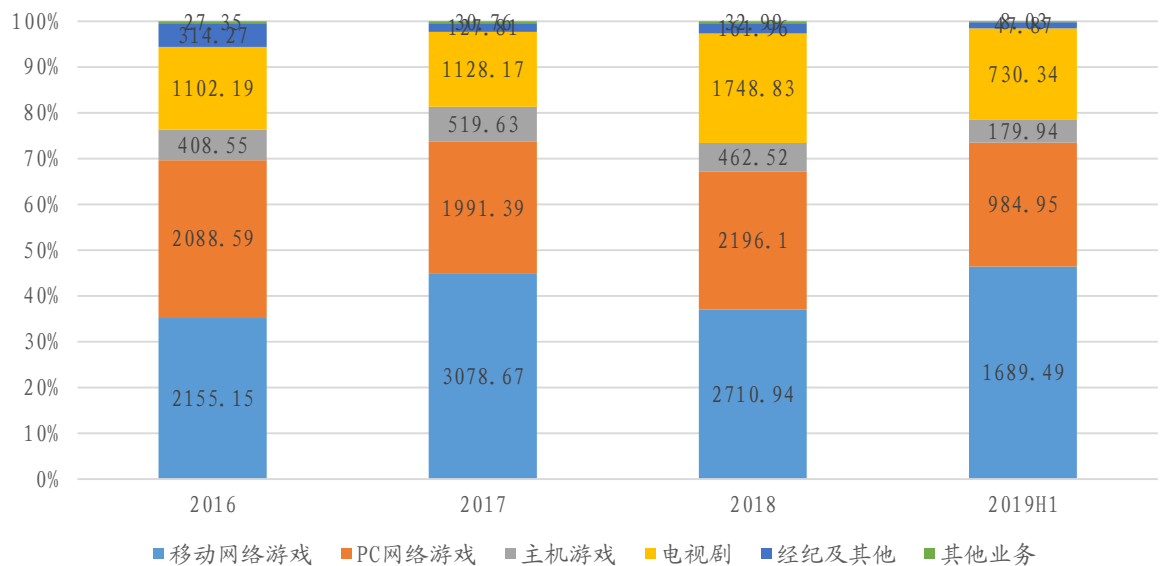
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 公司单季度扣除非经常性损益后净利润与同比增幅



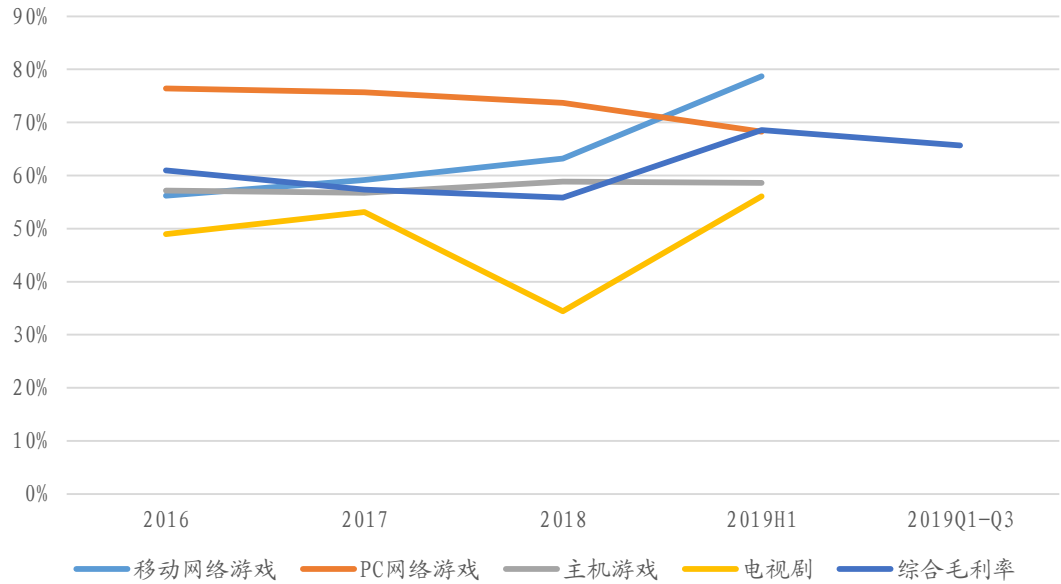
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 公司营业收入占比



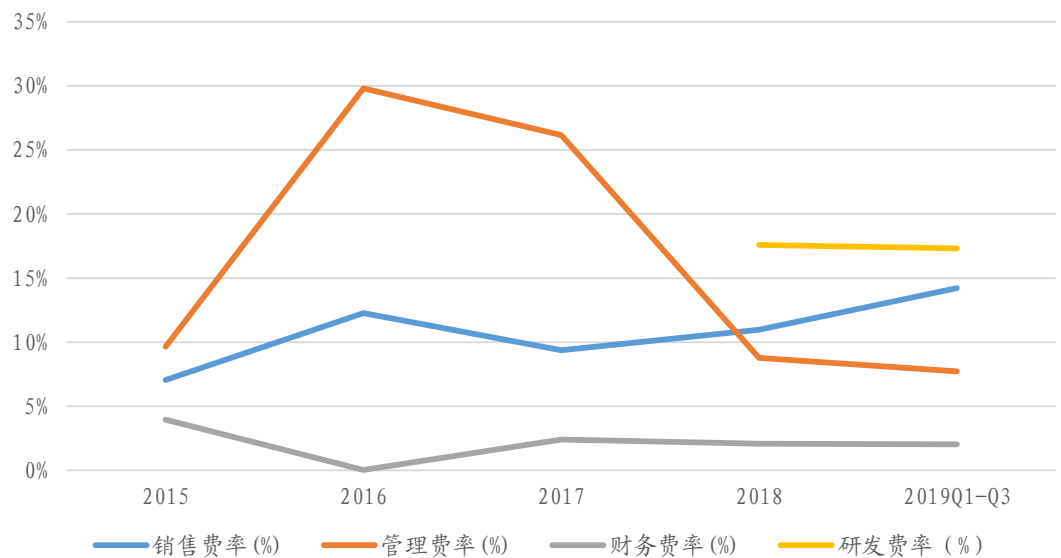
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 公司主要业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 6: 公司主要费用率



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

资产负债表 (百万元)

会计年度	TRUE	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10246	10783	12194	14121	16281
现金	3236	4229	6857	5887	10066
应收票据及应收账款	1662	1964	1871	2554	2359
其他应收款	167	121	175	170	212
预付账款	852	790	829	1082	1023
存货	1576	2142	519	2621	768
其他流动资产	2754	1538	1943	1808	1853
非流动资产	6339	5195	5667	5740	6025
长期投资	1482	1559	1914	2225	2545
固定资产	479	362	329	330	311
无形资产	114	87	4	-6	4
其他非流动资产	4264	3187	3420	3190	3165
资产总计	16585	15978	17861	19861	22306
流动负债	5215	3921	4151	4268	4422
短期借款	618	1270	1053	1125	1101
应付票据及应付账款	489	393	477	449	586
其他流动负债	4108	2258	2621	2694	2734
非流动负债	2583	2748	2685	2381	2203
长期借款	500	794	688	399	215
其他非流动负债	2083	1954	1997	1983	1988
负债合计	7798	6669	6837	6650	6625
少数股东权益	823	870	811	776	746
股本	1386	1386	1386	1386	1386
资本公积	3557	2908	2908	2908	2908
留存收益	3106	4589	6299	8332	10616
归属母公司股东权益	7964	8439	10214	12436	14936
负债和股东权益	16585	15978	17861	19861	22306

现金流量表 (百万元)

会计年度	TRUE	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	804	-130	3583	-507	4789
净利润	1460	1759	1965	2349	2662
折旧摊销	280	166	145	77	20
财务费用	190	168	98	89	56
投资损失	-183	-465	-129	-145	-134
营运资金变动	-1122	-1725	1493	-2853	2197
其他经营现金流	179	-34	11	-24	-12
投资活动现金流	1715	2976	-496	17	-159
资本支出	194	141	190	-262	-27
长期投资	2523	1355	-355	-322	-320
其他投资现金流	4432	4471	-661	-567	-506
筹资活动现金流	-1451	-1952	-459	-481	-451
短期借款	177	652	-217	72	-24
长期借款	-1533	294	-105	-290	-183
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-605	-649	0	0	0
其他筹资现金流	509	-2249	-136	-263	-244
现金净增加额	1032	920	2628	-970	4179

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7930	8034	8486	9796	10874
营业成本	3381	3550	3141	3470	3831
营业税金及附加	64	43	90	80	88
营业费用	744	880	1103	1176	1305
管理费用	762	704	679	882	979
研发费用	1311	1413	1528	1763	1957
财务费用	190	168	98	89	56
资产减值损失	137	10	17	20	22
其他收益	69	130	150	150	150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	183	465	129	145	134
资产处置收益	-1	34	15	15	15
营业利润	1593	1892	2124	2627	2936
营业外收入	69	31	20	20	20
营业外支出	13	7	8	7	9
利润总额	1649	1916	2136	2639	2947
所得税	189	156	171	291	285
净利润	1460	1759	1965	2349	2662
少数股东损益	-45	53	-59	-35	-30
归属母公司净利润	1505	1706	2024	2384	2692
EBITDA	1902	2085	2209	2609	2805
EPS (元)	1.16	1.32	1.57	1.84	2.08

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	28.8	1.3	5.6	15.4	11.0
营业利润 (%)	31.7	18.8	12.2	23.7	11.8
归属母公司净利润 (%)	29.0	13.4	18.6	17.8	12.9
获利能力					
毛利率 (%)	57.4	55.8	63.0	64.6	64.8
净利率 (%)	19.0	21.2	23.9	24.3	24.8
ROE (%)	16.6	18.9	17.8	17.8	17.0
ROIC	11.7	14.2	13.5	14.0	13.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.0	41.7	38.3	33.5	29.7
净负债比率 (%)	11.8	-2.5	-27.0	-16.9	-42.2
流动比率	2.0	2.7	2.9	3.3	3.7
速动比率	1.0	1.6	2.1	2.0	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	5.6	8.0	7.2	7.5	7.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.16	1.32	1.57	1.84	2.08
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	-0.10	2.77	-0.39	3.70
每股净资产 (最新摊薄)	6.16	6.53	7.90	9.62	11.55
估值比率					
P/E	24.7	21.8	18.4	15.6	13.8
P/B	4.7	4.4	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	22.0	19.4	17.1	14.7	12.1

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。