

业绩增长稳健 Q4 新游备受关注

——完美世界 (002624.SZ)

传媒/互联网传媒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 2019 年三季度报, 前三季度实现营收 58.12 亿元 (YOY+5.43%), 归母净利润 14.76 亿元 (YOY+12%), 归母扣非净利 14.20 亿元 (YOY+28.47%)。Q3 单季度实现营业收入 21.56 亿元 (YOY+16.77%), 归母净利润 4.55 亿元 (YOY+15%), 扣非归母净利润 4.47 亿元 (YOY+12.13%)。

投资摘要:

公司实际营收、净利润表现比披露数据更亮眼, 主要是因为:

- 公司在 2018 年 8 月将院线业务进行剥离, 今年财务数据中已不包含院线的收入贡献;
- 《完美世界》手游版、《云梦四时歌》由腾讯独代使得分成收入相比此前自研游戏全额流水确认收入有所减少, 但同时成本端也同步减少, 对毛利润影响不大, 毛利率有所提高;
- 2018 年 Q3 确认投资收益 3.17 亿元, 其中包括处置祖龙股权确认投资收益 1.1 亿元。而今年前三季度投资收益确认较少。

剔除院线影响后, 公司影视及游戏营收同比增长 16.10%。前三季度公司毛利率、净利率分别为 65.68%、25.14%, 同比分别提升 6.05pct 和 0.23pct。净利率提升较小, 一方面是去年同期确认投资收益更多, 此外今年三季度新上线《神雕侠侣 2》推广费用较多也有影响。今年前三季度销售费用率 14.2%, 同比增加 1.4pct, 管理费用率 25.02%, 同比下降 0.72pct, 财务费用率 2.03%, 同比下滑 0.08pct。我们预计先期投放的销售费用将在未来逐渐产生收入, 截至 9 月 30 日, 其他流动负债 14.10 亿元, 比中报数据增长 27.72%, 这一科目基本是体现已充值但未确认的递延收入。

前三季度游戏业务表现可持续, 四季度《我的起源》备受市场关注。今年重磅作品《完美世界》手游自 3 月上线以来, 表现稳定贡献高流水, 近 3 个月内 IOS 畅销榜仍能保持在 10-20 名之间。作为今年内第三款与腾讯合作的产品, 《我的起源》将于 11 月 15 日开启不删档测试, 这款游戏受到腾讯内部与市场的高度关注, 首先目前官网预约人数已达 1580 万人。此外, 《梦间集天鹅座》、《新笑傲江湖》也均获得版号, 未来公司游戏业务收入的确定性也有所保证。

今年上线播出作品有望创新高。三季度公司出品的《老酒馆》与《山月不知心底事》播出上线, 今年来已上线 9 部影视剧并确认收入。公司目前已经制作完成的作品包括《不婚女王》、《壮志高飞》、《半生缘》等, 预计今年上线作品数将超过 2018 年的 11 部并创新高。

投资策略: 我们预计完美世界 2019-2021 年营业收入分别为 84、102、122 亿元, 毛利率分别为 65.21%、65.74%、65.70%, 净利润分别为 22.3、27.8、33.5 亿元, 对应 EPS 分别为 1.74 元、2.16 元、2.60 元。对应 PE 为 16.6X、13.3X、11.1X。维持“买入”评级。

风险提示: 游戏、影视项目开发进度不及预期; 行业政策严控超预期; 海外竞争格局变化; 应收账款计提坏账风险。

评级

买入 (维持)

2019 年 11 月 06 日

曹旭特

分析师

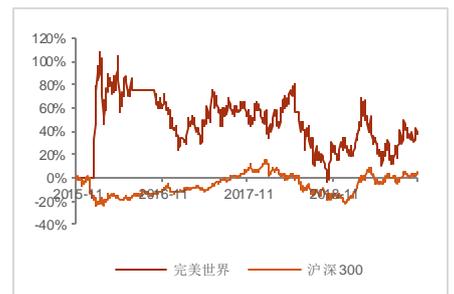
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2019.11.05

总市值/流通市值 (亿元)	371.26/333.14
总股本 (万股)	129,269.96
资产负债率 (%)	40.14
每股净资产 (元)	7.38
收盘价 (元)	28.72
一年内最低价/最高价 (元)	22.6/36.54

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《完美世界公司深度研究: 游目骋怀 追风逐影》2019-08-14
- 2、《完美世界半年报点评: 业绩超预期上限 手游业务有望持续贡献弹性》2019-08-13

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,929.82	8,033.77	8,391.85	10,180.89	12,188.29
增长率 (%)	28.76%	1.31%	4.46%	21.32%	19.72%
归母净利润(百万)	1,459.91	1,759.39	2,235.43	2,785.50	3,350.34
增长率 (%)	28.84%	20.51%	27.06%	24.61%	20.28%
净资产收益率 (%)	18.89%	20.22%	21.51%	22.38%	22.46%
每股收益(元)	1.14	1.30	1.74	2.16	2.60
PE	21.26	18.65	13.95	11.21	9.32
PB	4.22	3.98	3.00	2.51	2.09

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
主营收入(百万元)	1802.66	1864.24	1846.2	2520.67	2041.73	1614.62	2155.83
增长率 (%)	-5.63%	11.11%	-4.65%	4.79%	13.26%	-13.39%	16.77%
毛利率 (%)	61.32%	57.90%	59.74%	47.45%	68.11%	69.17%	60.77%
期间费用率 (%)	43.22%	38.64%	40.13%	36.70%	41.48%	37.94%	43.53%
净利润(百万元)	391.34	415.51	566.41	386.12	486.35	526.01	449.11
增长率 (%)	23.20%	24.38%	47.53%	-9.00%	24.28%	26.59%	-20.71%
每股盈利(季度, 元)	0.27	0.32	0.41	0.30	0.37	0.41	0.35
资产负债率 (%)	43.34%	45.10%	41.16%	41.74%	39.38%	40.01%	40.14%
净资产收益率 (%)	4.29%	4.43%	6.29%	4.15%	5.01%	5.29%	4.32%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
营业收入	7930	8034	8392	10181	12188	流动资产合计	10246	10783	12270	14484	17200		
营业成本	3381	3550	2919	3488	4181	货币资金	3236	4229	4241	6215	7186		
营业税金及附加	64	43	50	61	73	应收账款	1594	1964	3219	3347	4341		
营业费用	744	880	755	916	1097	其他应收款	157	114	120	145	174		
管理费用	2073	704	671	784	914	预付款项	852	790	790	790	790		
研发费用	190	168	110	125	140	存货	1576	2142	2399	2486	3208		
财务费用	137.17	10.39	60.00	60.00	60.00	其他流动资产	2754	1538	1502	1502	1502		
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	6339	5195	4295	4288	4282		
公允价值变动收益	183.18	464.55	100.00	100.00	100.00	长期股权投资	1482	1559	700	720	740		
投资净收益	1589	1892	2415	3014	3629	固定资产	478.60	362.34	333.37	304.04	274.52		
营业利润	72.05	30.87	20.00	20.00	20.00	无形资产	114	87	87	87	87		
营业外收入	12.64	7.40	1.00	1.00	1.00	商誉	16	35	0	0	0		
营业外支出	1649	1916	2434	3033	3648	其他非流动资产	16585	15978	16565	18773	21482		
利润总额	189	156	199	248	298	资产总计	5215	3921	2524	2706	2959		
所得税	1460	1759	2235	2785	3350	流动负债合计	618	1270	0	0	0		
净利润	-45	53	-10	-10	-10	短期借款	489	393	368	410	509		
少数股东损益	1505	1706	2245	2795	3360	应付账款	529	409	409	409	409		
归属母公司净利润	2004	2216	2559	3173	3804	预收款项	1106	0	0	0	0		
EBITDA	1.14	1.30	1.74	2.16	2.60	一年内到期的非流动负债	2583	2748	2770	2752	2751		
EPS (元)	7930	8034	8392	10181	12188	非流动负债合计	500	794	794	794	794		
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	应付债券	7798	6669	5294	5459	5710		
成长能力						负债合计	823	870	860	850	840		
营业收入增长	28.76%	1.31%	4.46%	21.32%	19.72%	少数股东权益	1386	1386	1293	1293	1293		
营业利润增长	32.34%	19.05%	27.63%	24.80%	20.41%	实收资本(或股本)	3557	2908	2908	2908	2908		
归属于母公司净利润增长	29.01%	13.38%	31.61%	24.50%	20.21%	资本公积	2979	4438	5892	7699	9874		
获利能力						未分配利润	7964	8439	10439	12492	14960		
毛利率(%)	57.36%	55.81%	65.21%	65.74%	65.70%	归属母公司股东权益合计	16585	15978	16565	18773	21482		
净利率(%)	18.41%	21.90%	26.64%	27.36%	27.49%	负债和所有者权益	10246	10783	12270	14484	17200		
总资产净利润(%)	9.07%	10.68%	13.56%	14.89%	15.64%	现金流量表							
ROE(%)	18.89%	20.22%	21.51%	22.38%	22.46%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
偿债能力						经营活动现金流	804	-130	726	2850	1997		
资产负债率(%)	47%	42%	32%	29%	27%	净利润	1460	1759	2235	2785	3350		
流动比率	1.96	2.75	4.86	5.35	5.81	折旧摊销	224.24	155.82	32.97	33.33	33.51		
速动比率	1.66	2.20	3.91	4.43	4.73	财务费用	190	168	110	125	140		
营运能力						应付帐款减少	338	-370	-1254	-128	-994		
总资产周转率	0.48	0.49	0.52	0.58	0.61	预收帐款增加	366	-119	0	0	0		
应收账款周转率	4	5	3	3	3	投资活动现金流	1715	2976	928	7	7		
应付账款周转率	13.04	18.21	22.06	26.18	26.52	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
每股指标(元)						长期股权投资减少	-485	-215	859	-20	-20		
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.30	1.74	2.16	2.60	投资收益	183	465	100	100	100		
每股净现金流(最新摊薄)	0.77	0.64	0.01	1.53	0.75	筹资活动现金流	-1451	-1952	-1642	-883	-1033		
每股净资产(最新摊薄)	5.74	6.09	8.08	9.66	11.57	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0		
P/E	21.26	18.65	13.95	11.21	9.32	普通股增加	0	0	-94	0	0		
P/B	4.22	3.98	3.00	2.51	2.09	资本公积增加	-605	-649	0	0	0		
EV/EBITDA	16.27	14.19	10.90	8.17	6.56	现金净增加额	1068	894	12	1974	971		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上