

## 递延收入两年新高 未来成长确定性强

### ——完美世界 (002624.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

#### ◆事件:

公司发布 2019 年三季度报。19Q1-Q3, 公司实现营业收入 58.12 亿元, 同比增长 5.43%; 归母净利润 14.76 亿元, 同比增长 12.00%; 扣非归母净利润 14.20 亿元, 同比增长 28.47%; 符合此前业绩预告及市场预期。

#### ◆点评:

**18 年同期不可比因素较多造成收入与净利润的高基数。**1) 公司 18 年转让院线业务, 从 8 月起不再纳入合并范围; 剔除院线业务影响后公司 19 年前三季度营收同比增长 16.1%; 2) 18Q3 公司处置祖龙科技部分股权确认税后非经损益 1.1 亿元, 以及环球影业片单投资确认投资收益; 19Q3 无此类项目影响, 去年高基数导致本年增速偏低。

**Q3 公司毛利率有所下滑, 销售费用率上升, 现金流显著改善, 递延收入创两年新高。**1) Q3 毛利率环比下降 8.4pct 至 60.8%, 主要由于确认《老酒馆》《山月》影视收入毛利率较低, 及《神雕 2》自主发行总额法确认收入毛利率较代理发行低; 2) 销售费用率环比上升 12.3pct, 主要由于 Q3《神雕 2》推广、《诛仙手游》周年庆及 TI9 推广费支出较多; 3) 研发费用率近两季度出现下滑, 主要由于 Q2 起部分研发支出开始资本化处理; 4) 公司前三季度经营流量净额 8.2 亿元, 同比大幅增长, 得益于游戏业务流水增加及影视业务现金支出减少; 5) 截至 19Q3 末, 公司其他流动负债达 14.1 亿元, 创 17Q4 以来新高, 主要系游戏的递延收入增加。

**公司游戏管线坚实, 明年增长确定性较高。**1) 19Q4《新笑傲江湖》《我的起源》《梦间集天鹅座》均已拿到版号蓄势待发; 公司对经典 IP 的年轻化重制, 以及新 IP 的重点打造渐成气候; 2) 20 年《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》值得期待, 18 年引进的头部团队作品进入释放期; 公司影视业务利润已领先行业恢复, 充裕产能将有力支持影视业务成长。

#### ◆对盈利预测、投资评级和估值的修正:

公司三季度符合预期, 现金流改善与递延收入新高确认成长动力。维持公司 19-21 年净利润预测 22.3、26.5、32.2 亿元, EPS1.72、2.05、2.49 元, 现价对应 17/14/12x PE, 维持“买入”评级。

#### ◆风险提示: 行业增速放缓风险、人才流失风险、政策变动风险

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,930	8,034	8,824	10,737	12,677
营业收入增长率	28.76%	1.31%	9.84%	21.69%	18.06%
净利润 (百万元)	1,505	1,706	2,229	2,652	3,219
净利润增长率	29.01%	13.38%	30.64%	18.98%	21.41%
EPS (元)	1.09	1.23	1.72	2.05	2.49
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.89%	20.22%	21.39%	20.80%	20.66%
P/E	27	23	17	14	12
P/B	5.0	4.7	3.8	3.1	2.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 28 日

## 买入 (维持)

当前价: 28.79 元

#### 分析师

孔蓉 (执业证书编号: S0930517120002)

021-52523837

[kongrong@ebsec.com](mailto:kongrong@ebsec.com)

#### 联系人

乐济铭

021-52523797

[lejiming@ebsec.com](mailto:lejiming@ebsec.com)

#### 市场数据

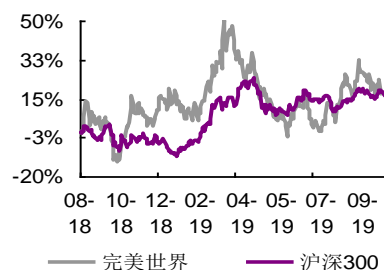
总股本(亿股): 12.93

总市值(亿元): 372.17

一年最低/最高(元): 22.43/36.27

近 3 月换手率: 47.37%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.31	17.99	1.99
绝对	3.76	18.98	24.78

资料来源: Wind

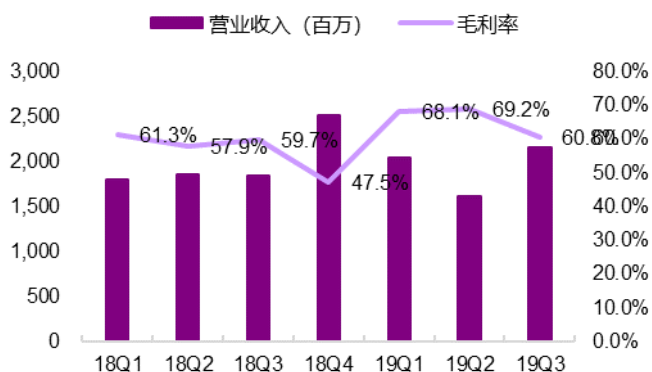
#### 相关研报

深厚底蕴铸就影游平台 坚实管线驱动估值提升——完美世界 (002624.SZ) 投资价值分析报告

.....2019-10-19

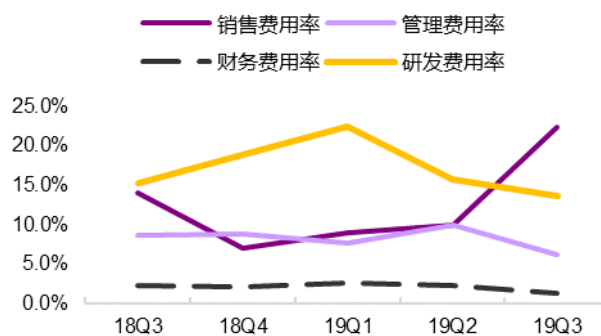
## 1、附录

图 1：公司单季度收入及毛利率情况



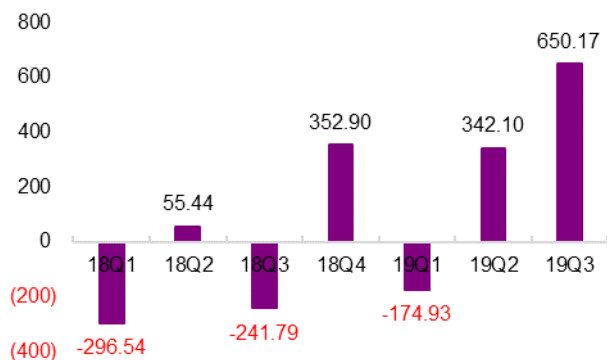
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：18Q3-19Q3 公司费用率情况



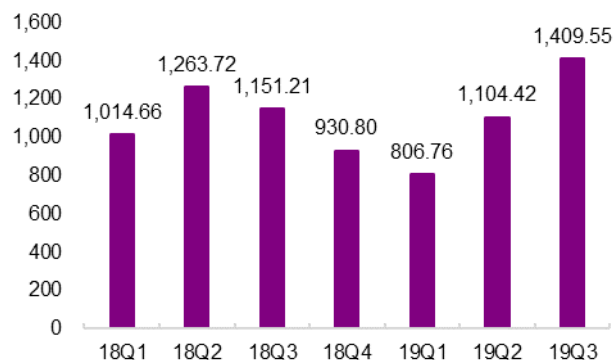
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司单季度经营活动现金流量净额情况（单位：百万元）

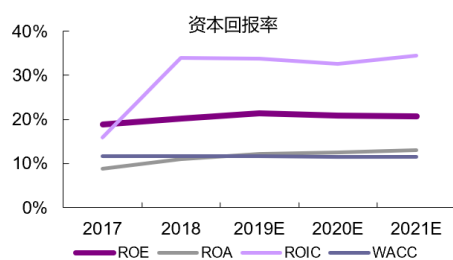
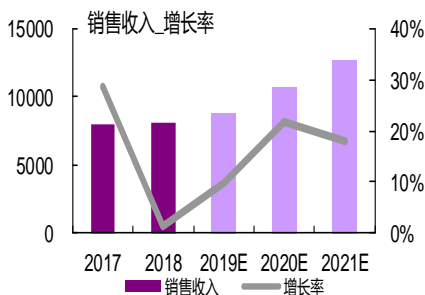
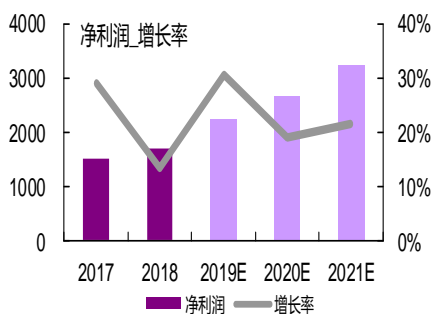
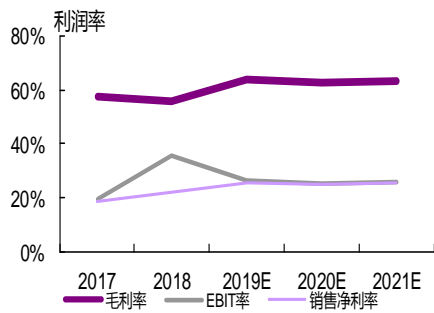


资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司其他流动负债情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>7,930</b>	<b>8,034</b>	<b>8,824</b>	<b>10,737</b>	<b>12,677</b>
营业成本	3,381	3,550	3,166	3,998	4,633
折旧和摊销	280	166	180	217	254
营业税费	64	43	48	58	69
销售费用	744	880	873	1,041	1,203
管理费用	2,073	704	2,386	2,923	3,467
财务费用	190	168	38	-69	-102
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	183	465	200	200	200
<b>营业利润</b>	<b>1,589</b>	<b>1,892</b>	<b>2,505</b>	<b>2,967</b>	<b>3,589</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,649</b>	<b>1,916</b>	<b>2,536</b>	<b>3,006</b>	<b>3,636</b>
少数股东损益	-45	53	53	53	53
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,505</b>	<b>1,706</b>	<b>2,229</b>	<b>2,652</b>	<b>3,219</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>16,585</b>	<b>15,978</b>	<b>18,637</b>	<b>21,773</b>	<b>25,267</b>
流动资产	10,246	10,783	13,583	16,459	19,587
货币资金	3,236	4,229	8,414	10,731	13,491
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,594	1,964	1,908	2,221	2,502
应收票据	67	0	0	0	0
其他应收款	157	114	142	173	204
存货	1,576	2,142	948	997	924
可供出售投资	1,755	1,893	1,893	2,000	2,250
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,482	1,559	1,579	1,599	1,619
固定资产	479	362	369	402	417
无形资产	114	87	159	218	264
<b>总负债</b>	<b>7,798</b>	<b>6,669</b>	<b>7,296</b>	<b>8,050</b>	<b>8,656</b>
无息负债	5,575	4,606	4,902	5,357	5,662
有息负债	2,224	2,064	2,394	2,694	2,994
<b>股东权益</b>	<b>8,787</b>	<b>9,309</b>	<b>11,341</b>	<b>13,723</b>	<b>16,612</b>
股本	1,386	1,386	1,386	1,386	1,386
公积金	3,685	3,059	3,282	3,548	3,601
未分配利润	2,979	4,438	6,194	8,257	11,039
少数股东权益	823	870	923	976	1,030

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>804</b>	<b>-130</b>	<b>4,263</b>	<b>2,548</b>	<b>3,163</b>
净利润	1,505	1,706	2,229	2,652	3,219
折旧摊销	280	166	180	217	254
净营运资金增加	-1,035	437	-1,287	1,061	1,032
其他	54	-2,440	3,141	-1,382	-1,342
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>1,715</b>	<b>2,976</b>	<b>-120</b>	<b>-277</b>	<b>-420</b>
净资本支出	-188	-96	-300	-350	-350
长期投资变化	1,482	1,559	-20	-20	-20
其他资产变化	421	1,512	200	93	-50
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,451</b>	<b>-1,952</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>18</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-359	-160	330	300	300
无息负债变化	312	-969	296	455	305
<b>净现金流</b>	<b>1,032</b>	<b>920</b>	<b>4,185</b>	<b>2,316</b>	<b>2,761</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	28.76%	1.31%	9.84%	21.69%	18.06%
净利润增长率	29.01%	13.38%	30.64%	18.98%	21.41%
EBITDA 增长率	48.91%	66.26%	-16.20%	15.48%	21.49%
EBIT 增长率	51.63%	85.82%	-17.64%	15.11%	21.85%
<b>估值指标</b>					
PE	27	23	17	14	12
PB	5	5	4	3	3
EV/EBITDA	23	13	15	12	10
EV/EBIT	27	14	16	13	10
EV/NOPLAT	30	15	17	15	11
EV/Sales	5	5	4	3	3
EV/IC	5	5	6	5	4
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	57.36%	55.81%	64.12%	62.77%	63.46%
EBITDA 率	22.84%	37.49%	28.60%	27.14%	27.93%
EBIT 率	19.31%	35.42%	26.56%	25.13%	25.93%
税前净利润率	20.79%	23.85%	28.74%	27.99%	28.68%
税后净利润率 (归属母公司)	18.98%	21.24%	25.26%	24.70%	25.40%
ROA	8.80%	11.01%	12.24%	12.42%	12.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.89%	20.22%	21.39%	20.80%	20.66%
经营性 ROIC	15.95%	33.90%	33.69%	32.57%	34.47%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.96	2.75	3.20	3.50	3.91
速动比率	1.66	2.20	2.97	3.29	3.73
归属母公司权益/有息债务	3.58	4.09	4.35	4.73	5.20
有形资产/有息债务	6.29	7.09	7.31	7.64	8.03
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.09	1.23	1.72	2.05	2.49
每股红利	0.17	0.18	0.23	0.28	0.33
每股经营现金流	0.58	-0.09	3.07	1.84	2.28
每股自由现金流(FCFF)	1.89	1.63	2.37	0.90	1.33
每股净资产	5.74	6.09	7.51	9.19	11.24
每股销售收入	5.72	5.79	6.36	7.74	9.14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼