

# 完美世界 (002624)

证券研究报告

2018年10月29日

## 18Q3 季报点评：存量项目驱动稳健增长，四季度影游储备丰富，静待监管落地

完美世界披露 18 年三季报,18Q1-Q3 实现营收 55.13 亿元,同比下降 0.20%,归母净利润 13.17 亿元,同比增长 22.18%,扣非后净利润 11.05 亿元,同比增长 10.28%,其中非经常性损益合计 2.12 亿元(包含非流动资产处置损益 1.8 亿),业绩整体符合预期。其中 18Q3 单季度实现营收 18.46 亿元,同比下降 4.65%,归母净利润 5.36 亿元,同比增长 31.62%,扣非后净利润 3.98 亿元,同比增长 0.39%。2018 年全年公司预计实现净利润 16.5 亿-19.5 亿,同比增长 9.66%-29.59%。

18Q1-Q3 整体毛利率 59.63%稳中有升,费用控制得当;经营性净现金由于影视剧投入为负,但公司账上货币资金(26.3 亿元)和其他流动资产(17.4 亿元)充沛,现金储备上具备优势。公司毛利率稳中有升,18Q1-Q3 整体毛利率 59.63%,同比上升 2.27pct,一方面 18Q1 端游业绩占比相对提升,端游毛利率相对其他业务更高,18Q2 上线的手游《烈火如歌》为第三方发行,公司仅确认分成后净收入,也带来游戏板块毛利率提升;另一方面低毛利率的院线资产剥离也会带来影视毛利率提升。

分业务看,已上线游戏表现稳健,主要贡献三季度业绩,递延收入 11.5 亿仍具备持续业绩支持力;电视剧项目三季度确认有限,更多储备有望在四季度确认。游戏方面,由于版号审批暂停,公司 Q3 未上线新游戏,但已上线游戏表现稳健,公司 18Q3 其他流动负债(递延收入)11.5 亿元,反应出公司已有项目表现稳健扎实,具备持续业绩支持力。影视方面,公司 Q3 确认新剧为《最美的青春》体量有限;播出剧目表现优秀,公司出品《香蜜沉沉烬如霜》《娘道》均为同期卫视电视剧收视冠军。

Q4 影视游戏储备项目丰富,游戏上线等待版号放开,电视剧主要关注制作及卫视销售进展。根据中报披露项目,及后续进展,公司 Q4 储备游戏包括《完美世界手游》《梦间集天鹅座》《失落的神域》《神雕侠侣 2》,上线时间等待版号放开进度;主机游戏包括《非常英雄》《Don't Even Think》(原《FARSIDE》,PC+主机)等。Q4 储备电视剧有包括《半生缘》《西夏死书》等项目。

投资建议:完美世界前期由于版号审核暂缓影响,引发市场对于公司游戏上线进度和业绩担忧,引发股价波动,从公司自身质地和储备看,我们依然持续看好公司作为 A 股综合影视游戏龙头的优质基本面和成长性。

由于游戏版号发放在 Q4 推进概率大,我们维持公司 18-20 年净利润 18.7 亿/23.7 亿/28.8 亿,同比增长 24.3%/26.5%/21.8%,对应 PE17.2x/13.6x/11.2x。公司当前主要压制因素为行业监管,同时公司回购也能够在季报后继续进行,在市场波动下不必过于担忧,建议密切关注版号放开进度及对后续游戏业绩释放时间的影响,维持买入评级。

风险提示:游戏影视上线延期,游戏流水不达预期,行业监管趋严

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,158.83	7,929.82	8,461.14	9,987.94	11,737.71
增长率(%)	445.33	28.76	6.70	18.04	17.52
EBITDA(百万元)	1,388.28	1,920.87	2,224.01	2,787.07	3,354.16
净利润(百万元)	1,166.31	1,504.71	1,870.71	2,365.61	2,881.56
增长率(%)	304.34	29.01	24.32	26.46	21.81
EPS(元/股)	0.89	1.14	1.35	1.71	2.08
市盈率(P/E)	26.21	20.32	17.23	13.63	11.19
市净率(P/B)	4.24	3.84	3.36	2.75	2.17
市销率(P/S)	4.96	3.85	3.81	3.23	2.75
EV/EBITDA	29.39	22.90	13.26	9.68	7.60

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	23.25 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,314.80
流通 A 股股本(百万股)	466.45
A 股总市值(百万元)	30,569.09
流通 A 股市值(百万元)	10,844.92
每股净资产(元)	6.19
资产负债率(%)	41.16
一年内最高/最低(元)	38.10/19.75

### 作者

文浩 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《完美世界-半年报点评:16.5%稳健增长符合预期,储备及递延蓄力后续业绩》 2018-08-23
- 2 《完美世界-公司点评:披露回购报告书,关注首个可回购窗口期,《我的起源》手游合作腾讯再显研发实力》 2018-08-06
- 3 《完美世界-公司点评:5-10 亿回购注入强心剂,回购增持双管齐下显示信心与诚意》 2018-07-15

## 内容目录

1. 2018 年三季度财务数据.....	3
2. 投资建议和风险提示.....	6

## 图表目录

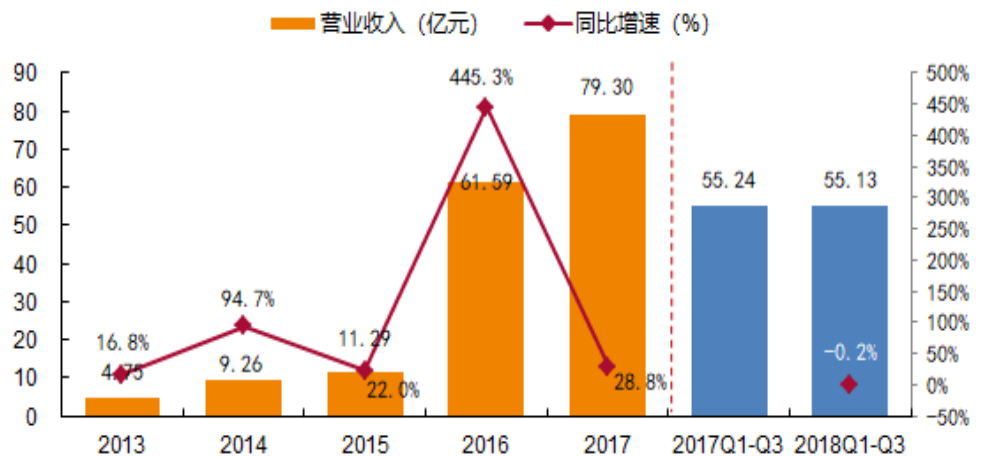
图 1: 完美世界 2013-2017 年, 2017Q1~Q3-2018Q1~Q3 营业收入及增速 .....	3
图 2: 完美世界 2013-2017 年, 2017Q1~Q3-2018Q1~Q3 归母净利润及增速 .....	3
图 3: 完美世界 2017Q1-2018Q3 单季度营业收入及同比增速 .....	4
图 4: 完美世界 2017Q1-2018Q3 单季度归母净利润及同比增速 .....	4
图 5: 完美世界 2013-2017 年, 2017Q1~Q3-2018Q1~Q3 毛利率 .....	4
图 6: 完美世界 2017Q1-2018Q3 单季度毛利率 .....	5
图 7: 完美世界 2013-2017 年, 2017Q1~Q3-2018Q1~Q3 三项费用率 .....	5
图 8: 完美世界 2017Q1-2018Q3 单季度三项费用率 .....	6

## 1. 2018 年三季度报财务数据

完美世界披露 18 年三季度报，18Q1-Q3 实现营收 55.13 亿元，同比下降 0.20%，归母净利润 13.17 亿元，同比增长 22.18%，扣非后净利润 11.05 亿元，同比增长 10.28%，其中非经常性损益合计 2.12 亿元（包含非流动资产处置损益 1.8 亿），业绩整体符合预期。

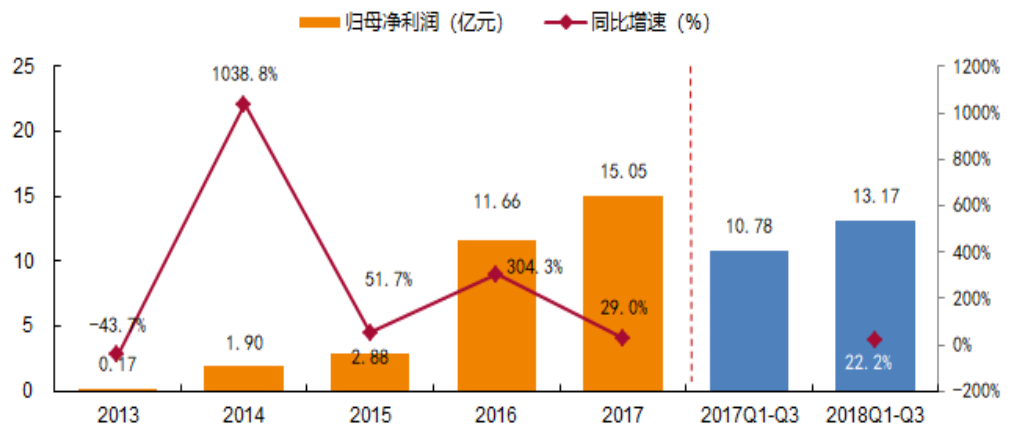
2018 年全年公司预计实现净利润 16.5 亿-19.5 亿，同比增长 9.66%-29.59%，指引中线值为 18 亿。

图 1：完美世界 2013-2017 年，2017Q1-Q3-2018Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

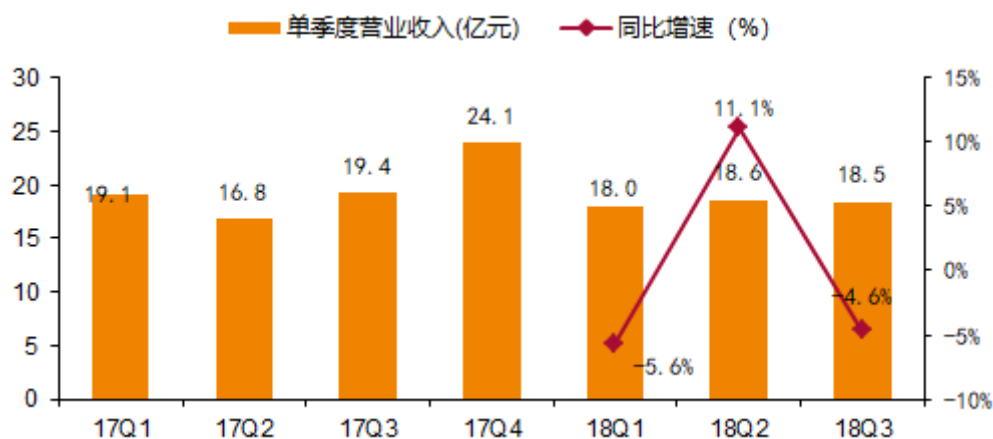
图 2：完美世界 2013-2017 年，2017Q1-Q3-2018Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

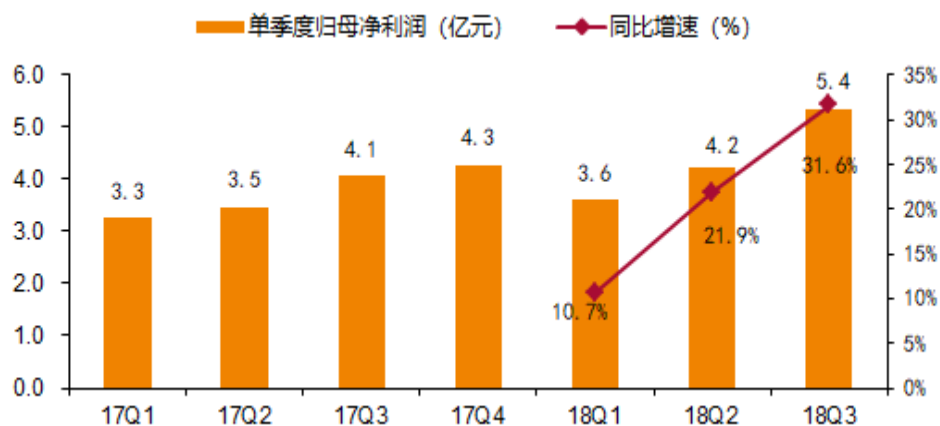
其中 18Q3 单季度实现营收 18.46 亿元，同比下降 4.6%，归母净利润 5.36 亿元，同比增长 31.62%，扣非后净利润 3.98 亿元，同比增长 0.39%。营收同比下降主要由于公司 7 月完成院线资产处置，不再并表所致。从单季度利润拆分看，经营层面游戏业务主要贡献业绩，影视体量较小；18Q3 单季度投资收益 3.17 亿元（去年同期 3828 万），其中处置祖龙少量股权收益带来较大增厚（税后净利润影响 1 亿左右）。

图 3：完美世界 2017Q1-2018Q3 单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

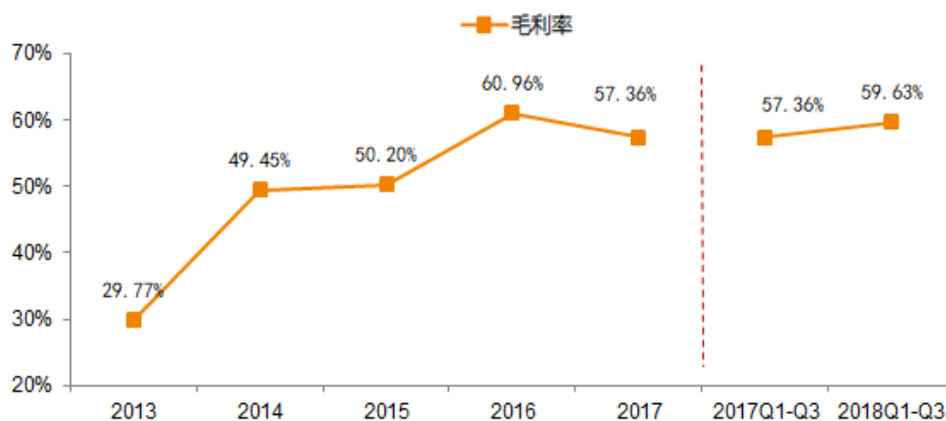
图 4：完美世界 2017Q1-2018Q3 单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

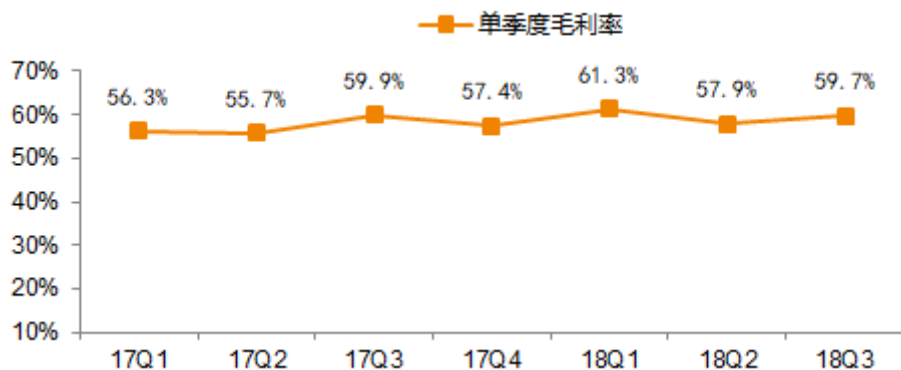
公司毛利率稳中有升，18Q1-Q3 整体毛利率 59.63%，同比上升 2.27pct，一方面 18Q1 毛利率的端游业绩占比相对提升，手游《烈火如歌》为第三方发行，公司仅确认分成后净收入，带来游戏板块毛利率提升；另一方面低毛利率的院线资产剥离也会带来影视毛利率提升；单季度看，18Q3 毛利率 59.7%，同比 17Q3 基本持平，相比 18Q2 提升，由于项目上线周期影响，毛利率季度间正常波动。

图 5：完美世界 2013-2017 年，2017Q1-Q3-2018Q1-Q3 毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：完美世界 2017Q1-2018Q3 单季度毛利率



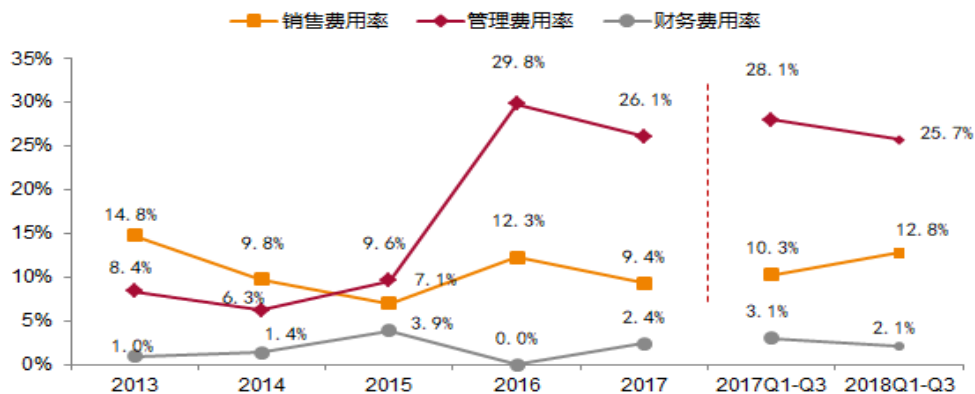
资料来源：公司公告、天风证券研究所

三项费用上（研发费用加回至管理费用），18Q1-Q3 公司销售费用 7.05 亿元，同比增长 23.38%，销售费用率 12.8%，同比提升 2.44pct；

根据最新会计准则，从 18Q3 起研发费用将单列，不再列入管理费用项，为了方便进行财务数据对比，我们将研发费用加回，18Q1-Q3 公司管理费用（加回研发费用）14.2 亿元，同比下降 8.5%，其中研发费用 9.37 亿，同比下降 4.03%。

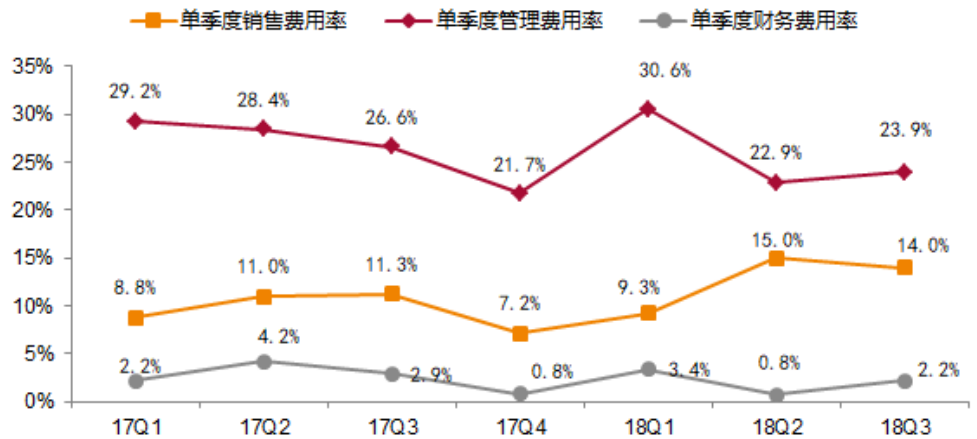
18Q1-Q3 财务费用 1.16 亿，同比下降 31.46%，财务费用率 2.1%，同比下降 0.96pct，财务费用减少主要为汇兑损益变动影响所致。

图 7：完美世界 2013-2017 年，2017Q1-Q3-2018Q1-Q3 三项费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：完美世界 2017Q1-2018Q3 单季度三项费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 投资建议和风险提示

**投资建议：**完美世界前期由于版号审核暂缓影响，引发市场对于公司游戏上线进度和业绩担忧，引发股价波动，从公司自身质地和储备看，我们依然持续看好公司作为 A 股综合影视游戏龙头的优质基本面和成长性。

由于游戏版号发放在 Q4 推进概率大，我们维持公司 18-20 年净利润 18.7 亿/23.7 亿/28.8 亿，同比增长 24.3%/26.5%/22.0%，对应 PE17.2x/13.6x/11.2x。公司当前主要压制因素为行业监管，同时公司回购也能够在季报后继续进行，在市场波动下不必过于担忧，建议密切关注版号放开进度及对后续游戏业绩释放时间的影响，维持买入评级。

**风险提示：**游戏影视上线延期，游戏流水不达预期，行业监管趋严

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,097.11	3,236.42	4,230.57	6,991.55	9,038.03
应收账款	2,020.26	1,751.15	2,009.35	2,429.73	2,787.03
预付账款	483.28	851.65	544.14	1,037.10	847.43
存货	495.98	1,575.57	2,412.41	2,105.44	3,278.94
其他	6,111.72	2,831.53	2,811.45	2,834.80	2,837.29
<b>流动资产合计</b>	<b>11,208.35</b>	<b>10,246.32</b>	<b>12,007.93</b>	<b>15,398.62</b>	<b>18,788.72</b>
长期股权投资	868.27	1,482.08	1,482.08	1,482.08	1,482.08
固定资产	525.92	478.60	452.30	426.00	399.71
在建工程	0.60	12.08	12.08	12.08	12.08
无形资产	132.47	114.37	24.91	0.00	0.00
其他	3,561.88	4,251.47	4,020.72	3,973.45	3,936.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,089.14</b>	<b>6,338.59</b>	<b>5,992.08</b>	<b>5,893.61</b>	<b>5,829.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,297.49</b>	<b>16,584.90</b>	<b>18,000.01</b>	<b>21,292.23</b>	<b>24,618.71</b>
短期借款	440.71	617.90	996.13	1,369.49	1,784.59
应付账款	1,141.15	839.28	687.73	1,248.25	1,058.35
其他	2,641.06	3,758.22	3,494.28	3,880.04	3,685.50
<b>流动负债合计</b>	<b>4,222.92</b>	<b>5,215.40</b>	<b>5,178.14</b>	<b>6,497.78</b>	<b>6,528.44</b>
长期借款	2,032.62	500.00	500.00	270.37	270.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,589.21	2,082.77	1,835.99	1,835.99	1,918.25
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,621.83</b>	<b>2,582.77</b>	<b>2,335.99</b>	<b>2,106.36</b>	<b>2,188.62</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,844.75</b>	<b>7,798.17</b>	<b>7,514.13</b>	<b>8,604.14</b>	<b>8,717.06</b>
少数股东权益	1,238.44	822.56	880.42	953.58	1,042.70
股本	1,386.37	1,386.39	1,386.49	1,386.49	1,386.49
资本公积	4,162.14	3,557.31	3,429.03	3,429.03	3,960.06
留存收益	5,880.46	6,663.61	8,218.97	10,348.01	13,472.45
其他	(4,214.66)	(3,643.15)	(3,429.03)	(3,429.03)	(3,960.06)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,452.74</b>	<b>8,786.73</b>	<b>10,485.88</b>	<b>12,688.09</b>	<b>15,901.65</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16,297.49</b>	<b>16,584.90</b>	<b>18,000.01</b>	<b>21,292.23</b>	<b>24,618.71</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.15	1,459.91	1,870.71	2,365.61	2,881.56
折旧摊销	206.65	280.25	115.76	51.20	26.30
财务费用	84.13	291.64	121.72	136.80	126.94
投资损失	(192.40)	(183.18)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(2,304.23)	2,367.34	(1,327.32)	363.84	(1,617.49)
其它	2,227.61	(3,411.57)	57.86	73.16	89.12
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,154.90</b>	<b>804.38</b>	<b>688.71</b>	<b>2,840.61</b>	<b>1,356.43</b>
资本支出	1,040.71	916.65	246.78	(0.00)	(82.26)
长期投资	452.43	613.81	0.00	0.00	0.00
其他	(10,103.74)	184.48	31.57	150.00	241.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8,610.60)</b>	<b>1,714.94</b>	<b>278.35</b>	<b>150.00</b>	<b>159.01</b>
债权融资	2,582.36	2,223.50	2,601.73	2,745.46	3,160.55
股权融资	4,911.57	(828.22)	(164.06)	(136.80)	404.09
其他	668.08	(2,846.25)	(2,410.57)	(2,838.29)	(3,033.61)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>8,162.00</b>	<b>(1,450.97)</b>	<b>27.09</b>	<b>(229.63)</b>	<b>531.04</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>706.31</b>	<b>1,068.35</b>	<b>994.15</b>	<b>2,760.98</b>	<b>2,046.48</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>6,158.83</b>	<b>7,929.82</b>	<b>8,461.14</b>	<b>9,987.94</b>	<b>11,737.71</b>
营业成本	2,404.28	3,381.23	3,589.18	4,066.06	4,845.94
营业税金及附加	53.57	63.77	67.69	79.90	93.90
营业费用	755.35	743.51	795.35	928.88	1,056.39
管理费用	1,835.58	2,072.87	2,030.67	2,297.23	2,523.61
财务费用	1.23	190.09	121.72	136.80	126.94
资产减值损失	100.18	137.17	20.00	30.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	192.40	183.18	150.00	150.00	150.00
其他	(384.81)	(431.45)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,201.05</b>	<b>1,589.45</b>	<b>1,986.54</b>	<b>2,599.07</b>	<b>3,200.93</b>
营业外收入	156.94	72.05	192.60	160.00	160.00
营业外支出	2.00	12.64	4.88	6.51	8.01
<b>利润总额</b>	<b>1,355.98</b>	<b>1,648.85</b>	<b>2,174.26</b>	<b>2,752.56</b>	<b>3,352.92</b>
所得税	222.83	188.94	245.69	313.79	382.23
<b>净利润</b>	<b>1,133.15</b>	<b>1,459.91</b>	<b>1,928.57</b>	<b>2,438.77</b>	<b>2,970.68</b>
少数股东损益	(33.17)	(44.80)	57.86	73.16	89.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,166.31</b>	<b>1,504.71</b>	<b>1,870.71</b>	<b>2,365.61</b>	<b>2,881.56</b>
每股收益(元)	0.89	1.14	1.35	1.71	2.08

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	445.33%	28.76%	6.70%	18.04%	17.52%
营业利润	266.40%	32.34%	24.98%	30.83%	23.16%
归属于母公司净利润	304.34%	29.01%	24.32%	26.46%	21.81%
<b>获利能力</b>					
毛利率	60.96%	57.36%	57.58%	59.29%	58.71%
净利率	18.94%	18.98%	22.11%	23.68%	24.55%
ROE	16.17%	18.89%	19.48%	20.16%	19.39%
ROIC	86.42%	23.45%	33.62%	35.39%	45.49%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.13%	47.02%	41.75%	40.41%	35.41%
净负债率	-4.51%	36.02%	22.30%	5.37%	-7.12%
流动比率	2.65	1.96	2.32	2.37	2.88
速动比率	2.54	1.66	1.85	2.05	2.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.39	4.21	4.50	4.50	4.50
存货周转率	14.66	7.66	4.24	4.42	4.36
总资产周转率	0.64	0.48	0.49	0.51	0.51
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.89	1.14	1.35	1.71	2.08
每股经营现金流	0.88	0.61	0.52	2.16	1.03
每股净资产	5.49	6.06	6.93	8.46	10.72
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.21	20.32	17.23	13.63	11.19
市净率	4.24	3.84	3.36	2.75	2.17
EV/EBITDA	29.39	22.90	13.26	9.68	7.60
EV/EBIT	33.94	25.66	13.98	9.86	7.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com