

完美世界(002624)

三季度报符合预期，四季度电视剧业务迎收入确认高峰

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 23.92 元

事件:

完美世界发布 2018 年三季度报告。前三季度实现营业收入 55.13 亿元，同比下滑 0.20%，归母净利润 13.17 亿，同比增长 22.18%。

点评要点:

1、三季度基本符合预期。公司前三季度实现营业收入 55.13 亿元，同比下滑 0.20%。营业收入下滑的主要原因是由于公司报告期内处置院线资产所致（2017 年全年院线业务贡献营业收入 8.43 亿，毛利 1.83 亿）。归母净利润 13.17 亿，同比增长 22.18%。公司业绩预告全年实现归母净利润 16.5 亿至 19.5 亿，同比增长 9.66%至 29.59%。符合我们的预期。

2、Q4 迎来电视剧业务确认高峰。Q3 确认剧集较少，主要是《最美的青春》的收入确认，Q4 将会迎来影视剧确认的高峰，增长确定性较强。同时从电视剧储备情况看，Q3 公司存货增长 51.05%，业务依然扩产能和投入周期当中。整体行业来看，目前电视剧行业在开拍数量特别是大剧开拍数量上短期之内出现了较大幅度的萎缩，大量的尾部企业在资金趋紧，税收压力加大的大背景下被迫出清淘汰。此轮扩产周期有望帮助公司快速提升在电视剧业务上的市占率，形成更大的规模和品牌效应，从而为后期议价能力的提升奠定基础。

3、游戏业务，重点关注版号政策走向。Q3 公司基本没有新手游上线。但公司游戏的长线化运营能力提升，以及部分产品的海外发行对冲了游戏新发受阻的部分影响。单看游戏业务我们认为短期核心还是关注版号重启的政策进度。目前看，新闻出版署“三定”方案（定职责、定机构、定编制）已经落地，重启进度完成实质性的一步。

4、投资建议：公司是国内精品游戏研发商中的翘楚，起步于端游，在腾讯网易外的第二梯队中以研发见长，构建了公司核心竞争壁垒。我们认为公司将极大的受益于产品为王的时代的到来。短期受版号政策影响，游戏业务增长承压，但长期向好趋势不改。另外公司在电视剧制作领域稳居前列并逐步开启扩产周期，今年推出了多部口碑和收视齐飞的爆款，精品制作能力持续被验证，在行业产能下滑的情况下，市占率有望进一步提升，从而形成规模和品牌效应。我们预计 2018/2019/2020 实现归母净利润 17.84 亿元、22.48 亿元、26.97 亿元，对应 PE 为 19/15/13，维持“增持”评级。

5、风险提示：版号重启进展不及预期、重点产品流水大幅度下滑、影视业务回款难度加大

发布时间：2018 年 10 月 31 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	37.78 / 20.3
上证指数/深圳成指	2568.05/7375.23
50 日均成交额(百万元)	99.07
市净率(倍)	3.87
股息率	0.00%

基础数据

流通股(百万股)	466.45
总股本(百万股)	1314.80
流通市值(百万元)	11157.44
总市值(百万元)	31450.01
每股净资产(元)	6.19
资产负债率	41.16%

股东信息

大股东名称	完美世界控股集团有限公司
持股比例	35.06%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《完美世界(002624) 2018 半年报点评——影视业务表现亮眼，手游关注新产品上线进度》
2018-8-21

《完美世界(002624)——与 VALVE 达成合作，建立 STEAM 中国》2018-6-12

《完美世界(002624) 深度报告——18 年产品大年，开启与腾讯合作》2018-5-22

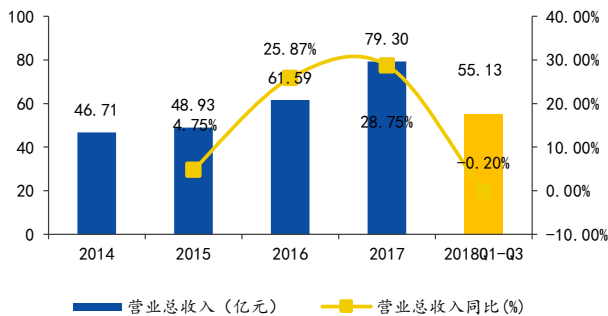
联系方式

研究员：李典
执业证书编号：S0020516080001
电话：021-51097188-1866
电邮：lidian@gyzq.com.cn
地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号
安徽国际金融中心 A 座国元证券
(230000)

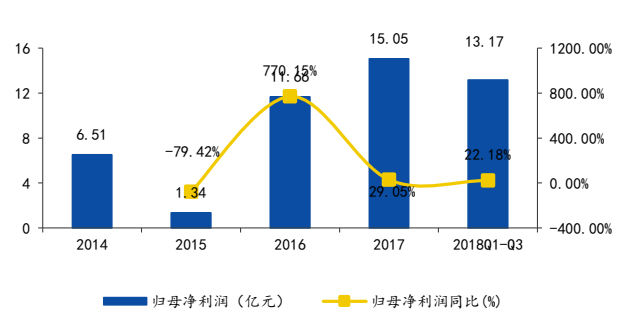
正文：

1、财务表现：2018年三季度，公司实现营业收入18.46亿元，同比下滑4.65%，前三季度实现营业收入55.13亿元，同比下滑0.20%。营业收入下滑的主要原因是由于公司报告期内处置院线资产所致（2017年全年院线业务贡献营业收入8.43亿，毛利1.83亿）。净利润方面，三季度实现归母净利润5.36亿，同比增长31.62%，前三季度实现归母净利润13.17亿，同比增长22.18%，前三季度归属母公司扣非后净利润11.05亿元，同比增长10.28%。公司预告全年实现归母净利润16.5亿至19.5亿，同比增长9.66%至29.59%。符合我们的预期。

图表 1：公司营收及同比增长情况



图表 2：公司归母净利润及同比增长情况

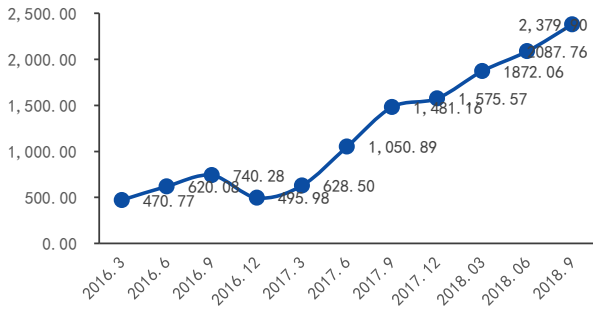


资料来源：WIND，国元证券研究中心

资料来源：WIND，国元证券研究中心

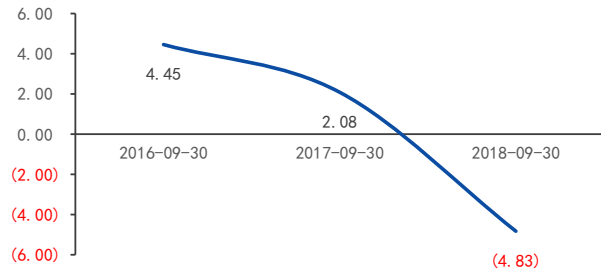
2、影视业务。电视剧方面 Q3 确认剧集较少，主要是《最美的青春》的收入确认。而大量的剧有望在 Q4 进行确认，包括《艳势番之新青年》、《绝代双骄》、《趁我们还年轻》、《西夏死书》、《壮志高飞》、《七月与安生》等，Q4 将会迎来影视剧确认的高峰，电视剧业务收入增长确定性较强。同时从电视剧储备情况看，Q3 公司存货增长 51.05%，业务依然扩产能和投入周期当中。整体行业来看，目前电视剧行业在开拍数量特别是大剧开拍数量上短期之内出现了较大幅度的萎缩，大量的尾部企业在资金趋紧，税收压力加大的大背景下被迫出清淘汰。上游优质内容特别是头部内容的稀缺性正在增加，行业集中度有望进一步提升。而完美世界在团队和资金上均有比较强的优势，新老团队的作品均得到了市场验证，此轮扩产周期有望帮助公司快速提升在电视剧业务上的市占率，形成更大的规模和品牌效应，从而为后期议价能力的提升奠定基础。从影视剧的预收情况来看，2018 年中报披露的预收款项中，3.53 亿为影视剧销售款，占电视剧收入比重为 75%，整体看预收情况较好，库存压力不大。而从经营性现金流的情况来看，2018 年伴随着电视剧板块产能的扩大，整体经营活动产生现金流净额下降较快，主要是由于影视剧业务回款周期相对较长，现金流情况相比游戏业务较差，2018Q1-Q3 公司经营活动现金流净额为-4.83 亿，较去年同期减少 6.91 亿，我们认为随着短期电视剧产能情况稳定后，有望在现金流情况有望在明后年得到改善。

图表 3: 存货变动情况 (百万元)



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

图表 4: 经营活动产生现金流量净额 (亿元)



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

3、游戏业务:受制于版号停发的影响, Q3 公司基本没有新手游上线。从版号储备情况来看并不乐观, 大的项目中仅《云梦四是歌》有版号。但公司游戏的长线化运营能力提升, 以及部分业务产品的海外发行对冲了部分游戏新发受阻的影响。上线超过两年的《诛仙》手游目前依然维持了 1 亿以上的月流水, 另外 Q2 上线的多款手游表现相对较为稳定。我们从递延收入来看, 前三季度游戏递延收入 11.51 亿, 受版号冲击有限。对于公司来说, 近期最大的看点依然集中于腾讯独代的《完美世界手游》上, 这款产品不论是从玩家期待度、IP 基础以及研发水准多个维度评判都可称作 S 级别的大作, 但受制于版号影响, 上线进度被拖慢。单看游戏业务我们认为短期核心还是关注版号重启的政策进度。目前看, 新闻出版署“三定”方案(定职责、定机构、定编制)已经落地, 重启进度完成实质性的第一步。

4、风险提示: 版号重启进展不及预期、重点产品流水大幅度下滑、影视业务回款难度加大

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	10246	13523	17320	20767
现金	44	5756	8788	11287
应收账款	1594	1775	2054	2549
其他应收款	157	174	202	251
预付账款	852	912	1004	1245
存货	1576	2067	2422	2562
其他流动资产	6024	2839	2851	2872
非流动资产	6339	5280	5301	5331
长期投资	1482	1601	1729	1867
固定资产	479	378	273	166
无形资产	114	114	114	114
其他非流动资产	4264	3188	3184	3183
资产总计	16585	18803	22620	26097
流动负债	5215	5958	6764	7685
短期借款	618	618	618	618
应付账款	489	524	577	716
其他流动负债	4108	4817	5570	6351
非流动负债	2583	2502	2432	2363
长期借款	500	429	357	286
其他非流动负债	2083	2073	2075	2077
负债合计	7798	8460	9196	10048
少数股东权益	823	831	841	854
股本	1386	1386	1386	1386
资本公积	3557	3557	3557	3557
留存收益	3106	4568	6816	9514
归属母公司股东权益	7964	9512	11760	14458
负债和股东权益	16585	18803	21797	25359

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	804	1837	3250	2776
净利润	1460	1792	2258	2710
折旧摊销	280	107	108	108
财务费用	190	150	204	254
投资损失	-183	-188	-185	-187
营运资金变动	-1122	-33	838	-159
其他经营现金流	179	8	27	50
投资活动现金流	1715	1139	57	48
资本支出	194	0	0	0
长期投资	2523	119	128	138
其他投资现金流	4432	1258	185	187
筹资活动现金流	-1451	-456	-276	-325
短期借款	177	0	0	0
长期借款	-1533	-71	-71	-71
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-605	0	0	0
其他筹资现金流	509	-385	-205	-254
现金净增加额	1032	2519	3032	2500

利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7930	8827	10217	12679
营业成本	3381	3619	3984	4945
营业税金及附加	64	74	84	105
营业费用	744	955	1032	1326
管理费用	2073	2207	2554	3170
财务费用	190	150	204	254
资产减值损失	137	7	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	183	188	185	187
营业利润	1589	2003	2524	3046
营业外收入	72	72	72	72
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	1649	2062	2583	3106
所得税	189	271	325	396
净利润	1460	1792	2258	2710
少数股东损益	-45	8	10	12
归属母公司净利润	1505	1784	2248	2697
EBITDA	2060	2260	2836	3408
EPS (元)	1.09	1.29	1.62	1.95

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	28.8%	11.3%	15.7%	24.1%
营业利润	31.4%	26.0%	26.0%	20.7%
归属于母公司净利润	29.0%	18.5%	26.0%	20.0%
获利能力				
毛利率(%)	57.4%	59.0%	61.0%	61.0%
净利率(%)	19.0%	20.2%	22.0%	21.3%
ROE(%)	18.9%	18.8%	19.1%	18.7%
ROIC(%)	23.8%	34.3%	53.2%	64.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.0%	45.0%	42.2%	39.6%
净负债比率(%)	28.51%	25.44%	22.63%	20.00%
流动比率	1.96	2.27	2.56	2.70
速动比率	1.66	1.92	2.32	2.46
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.50	0.49	0.52
应收账款周转率	4	5	5	5
应付账款周转率	5.56	7.15	7.24	7.65
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.29	1.62	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.32	2.34	2.00
每股净资产(最新摊薄)	5.74	6.86	8.48	10.43
估值比率				
P/E	22.50	18.98	15.06	12.55
P/B	4.25	3.56	2.88	2.34
EV/EBITDA	14	13	10	8

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188