增持 ——维持

完美世界（002624） 证券研究报告/公司研究/公司动态

日期：2018 年 11 月 01 日
行业：传媒

投资收益增厚当期利润，关注重点影游项目进展

分析师： 滕文飞
Tel： 021-53686151
E-mail： tengwenfei@shzq.com
SAC 证书编号：S0870510120025
研究助理：胡纯青
Tel： 021-53686150
E-mail： huchunqing@shzq.com
SAC 证书编号：S0870116120003

基本数据（截止 2018 年 10 月 31 日）

报告日股价（元）	24.42
12mth A 股价格区间（元）	19.75/38.10
总股本（百万股）	1314.80
无限售 A 股/总股本	35.48%
流通市值（亿元）	113.91
每股净资产（元）	6.19

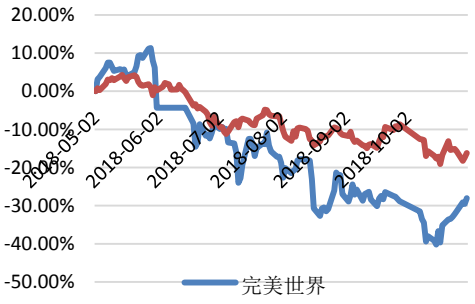
主要股东（2018Q3）

完美世界控股集团有限公司	35.06%
池宇峰	13.41%
石河子市骏扬股权投资合伙企业(有限合伙)	11.67%
深圳市恒泰稳增投资合伙企业（有限合伙）	6.99%

收入结构（2018H1）

游戏	72.23%
电视剧	12.76%
院线	11.32%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期：2017 年 3 月 22 日

■ 公司动态事项

1、完美世界公布了2018年三季报，上半年公司实现营收 55.13 亿，同比减少 0.20%，实现归母净利润 13.17 亿，同比增长 22.18%，扣非后归母净利润 11.05 亿，同比增长 10.28%。

2、公司公布了2018年全年业绩预告，预计实现归母净利润16.5-19.5亿元，同比增长9.66%-29.59%。对应Q4净利润3.33-6.33亿元，同比增长-21.83%-48.60%。

■ 事项点评

Q3 单季度利润增长 31.62%，超业绩预告区间上限

公司三季度实际净利润5.36亿元，同比增长31.62%，超过此前预告的业绩区间上限，净利润高速增长主要是因为公司三季度确认了投资收益3.17亿元，同比增长728.15%。投资收益高速增长主要是由于公司对美国环球影业的片单投资收益开始逐步确认（包括《侏罗纪世界2》等影片的投资收益）以及处置少量祖龙娱乐股权所致。处置祖龙娱乐部分股权对公司当季净利润的影响幅度预计在1亿元左右。（Q3单季度公司非流动资产处置损益增长了1.48亿元，叠加所得税影响）

三季度收入环比小幅下降， 期间费用率保持稳定

公司 2018Q3 单季度收入 18.46 亿元，环比小幅下滑 0.97%。从游戏业务看，公司游戏递延收入较 Q2 下滑 8.87%至 11.51 亿元，下滑幅度不大。考虑到公司 Q3 无重磅新游上线，反映公司的一系列老游戏收入可持续性相对较强。影视业务方面，Q3 公司播出的《香蜜沉沉烬如霜》、《娘道》等剧均取得了同期卫视电视剧收视冠军，公司较强的精品电视剧制作能力再次得到市场验证。公司 Q3 当季度仅确认了《最美的青春》等剧的收入，收入确认节奏影响了当季度收入的增长。公司 Q3 综合毛利率 59.74%，环比增长 1.84pct。期间费用率整体维持稳定，销售、管理、财务费用率环比分别变动-1pct、+1pct、+1.4pct。

关注 Q4 影视剧收入确认进度及与腾讯合作游戏的上线进度

公司影视剧项目储备丰富，Q3 公司存货 23.8 亿元，较上半年环比增长 13.88%，为近年来新高，存货增加表明公司在拍电视剧项目进一步增加，影视业务持续拓展。公司 Q3 预收账款 6.23 亿元，环比增加 40.43%。预收账款增速高于存货说明公司影片销售情况良好，整体议价能力有所提升。根据公司此前公布的影视剧拍摄进展情况，四季度

或有包括《西夏死书》、《半生缘》、《绝代双骄》在内的多部剧作确认收入。公司游戏业务近期值得关注的作品主要是与腾讯合作的两款游戏:《完美世界手游》(已开启技术测试)、《云梦四时歌》(已获得版号),借助腾讯的流量优势，新游上线后预计将为公司游戏业务提供可观增量。

■ 盈利预测与估值

我们认为，公司游戏业务受版号暂停影响，未来业绩增长短期内存在一定的不确定性；低毛利率的院线业务剥离造成公司收入有所下滑，但对利润端影响不大；而公司影视业务的高产出保证了公司未来一段时间内业绩的持续增长。预计公司 2018-2020 年归母净利润为 17.96 亿元、22.84 亿元和 26.74 亿元，对应每股 EPS 分别为 1.37 元、1.74 元和 2.03 元，PE 为 17.88、14.06、12.01 倍。**维持“增持”评级。**

■ 风险提示

游戏流水下滑过快；电影票房不及预期；游戏及影视产品上线时间延后；行业竞争进一步加剧；监管趋严

■ **数据预测与估值：（按最新股本摊薄）**

至 12 月 31 日(￥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7929.82	8611.16	9799.03	11434.80
年增长率	28.76%	8.59%	13.79%	16.69%
归母净利润	1504.71	1795.88	2284.20	2673.73
年增长率	29.01%	19.35%	27.19%	17.05%
每股收益（元）	1.14	1.37	1.74	2.03
PE	21.42	17.88	14.06	12.01

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,564.34	3,444.46	4,994.02	6,127.23
应收和预付款项	2,669.87	2,882.13	3,330.41	3,916.90
存货	1,575.57	1,610.59	1,772.52	1,696.93
其他流动资产	2,753.94	2,753.94	2,753.94	2,753.94
流动资产合计	9,563.72	10,691.13	12,850.88	14,495.00
长期股权投资	1,482.08	1,592.08	1,692.08	1,782.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	490.68	468.87	446.46	421.55
无形资产和开发支出	2,154.56	2,149.75	2,146.48	2,155.48
其他非流动资产	2,000.05	1,885.49	1,770.93	1,770.93
非流动资产合计	6,127.37	6,096.19	6,055.94	6,130.03
资产总计	15,691.09	16,787.32	18,906.82	20,625.03
短期借款	617.90	901.25	0.00	0.00
应付和预收款项	1,368.19	544.37	1,483.39	764.86
长期借款	500.00	500.00	500.00	500.00
其他负债	4,418.27	4,418.27	4,418.27	4,418.27
负债合计	6,904.36	6,363.89	6,401.66	5,683.14
股本	1,386.39	1,386.39	1,386.39	1,386.39
资本公积	3,557.31	3,557.31	3,557.31	3,557.31
留存收益	3,020.46	4,672.24	6,773.14	9,232.31
少数股东权益	822.56	807.49	788.32	765.88
股东权益合计	8,786.73	10,423.43	12,505.16	14,941.90
负债和股东权益总计	15,691.09	16,787.32	18,906.82	20,625.03

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	852.10	873.34	2,716.49	1,341.13
投资活动现金流	1,714.94	(97.13)	(77.13)	(27.13)
融资活动现金流	(1,450.97)	103.91	(1,089.81)	(180.80)
净现金流	1,079.28	880.12	1,549.56	1,133.21

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,929.82	8,611.16	9,799.03	11,434.80
营业成本	3,381.23	3,504.78	3,721.42	4,336.81
营业税金及附加	63.77	69.25	78.80	91.95
营业费用	743.51	947.23	1,077.89	1,257.83
管理费用	2,072.87	2,164.85	2,463.48	2,874.71
财务费用	190.09	87.15	64.23	35.06
资产减值损失	137.17	20.00	20.00	20.00
投资收益	183.18	110.00	100.00	90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,589.45	1,927.91	2,473.21	2,908.44
营业外收支净额	59.41	59.41	59.41	59.41
利润总额	1,648.85	1,987.31	2,532.62	2,967.85
所得税	188.94	206.50	267.59	316.56
净利润	1,459.91	1,780.81	2,265.03	2,651.29
少数股东损益	(44.80)	(15.07)	(19.17)	(22.44)
归属母公司股东净利润	1,504.71	1,795.88	2,284.20	2,673.73

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	28.76%	8.59%	13.79%	16.69%
EBIT 增长率	23.10%	17.18%	25.47%	15.61%
净利润增长率	29.01%	26.32%	27.19%	17.05%
毛利率	57.36%	59.30%	62.02%	62.07%
EBIT/总收入	23.10%	17.18%	25.47%	15.61%
净利润率	24.41%	26.32%	27.19%	17.05%
资产负债率	44.00%	37.91%	33.86%	27.55%
流动比率	2.19	2.79	3.32	4.60
净资产收益率（ROE）	18.26%	18.68%	19.50%	18.86%
存货周转率	2.15	2.18	2.10	2.56
应收账款周转率	4.77	3.84	4.45	3.83

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。