

分析师: 刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50588666-8036
 研究助理: 乔琪
 qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

前三季度业绩略超预期, 仍需密切关注政策影响

——完美世界(002624)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

市场数据(2018-10-30)

发布日期: 2018年10月31日

收盘价(元)	23.92
一年内最高/最低(元)	38.10/19.75
沪深300指数	3110.26
市净率(倍)	3.95
流通市值(亿元)	111.57

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	6.19
每股经营现金流(元)	-0.37
毛利率(%)	59.63
净资产收益率-摊薄(%)	16.20
资产负债率(%)	41.16
总股本/流通股(万股)	131479.97/46644.83
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《完美世界(002624)中报点评: 电视剧业务增长迅猛, 游戏业务回暖可期》 2018-08-21
- 《完美世界(002624)公司点评报告: 与Valve合作共同建立Steam中国, 高管增持彰显对公司经营稳健发展信心》 2018-06-22
- 《完美世界(002624)公司点评报告: 新游表现良好带动18年H1业绩增长, 增发股票用于影视项目投资》 2018-06-04

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

事件: 公司发布18年第三季度报告。

投资要点:

- **前三季度营业收入小幅下滑, 全年利润增幅值得期待。**公司第三季度实现营业收入18.46亿元, 同比下降4.65%; 净利润5.36亿元, 同比增加31.62%; 扣非后净利润3.98亿元, 同比增加0.39%; 前三季度合计实现营业收入55.13亿元, 同比下降0.20%; 净利润13.17亿元, 同比增加22.18%, 略超中报预计的12.9亿元利润变动区间上限; 扣非后净利润11.05亿元, 同比增加10.28%。预计全年净利润为16.5亿元-19.5亿元, 同比增加9.66%-29.59%。
- **处置院线导致营业收入减少, 投资收益带动单季度利润增加。**公司前三季度营业收入较17年同期有小幅下滑, 主要原因是公司在18年处置旗下院线业务导致相应收入下降。同时公司处置祖龙(天津)科技有限公司少量股权和美国环球影业片单确认了约3.17亿元的投资收益, 远高于17年同期, 带动第三季度净利润大幅上升。
- **毛利率稳中有升, 费用控制能力稳定。**公司前三季度毛利率为59.63%, 与17年同期相比提升了2.27个百分点。我们认为主要原因是将18年公司毛利率较低的院线业务(17年该业务毛利率为21.66%)剥离后带动了整体毛利率的提升。前三季度公司主要费率控制能力良好, 三项费率合计为40.60%, 较17年前三季度下降0.88个百分点。其中财务费用同比大幅下降31.45%, 主要原因是汇兑损益变动。
- **第三季度未上线新游戏, 已上线游戏市场表现稳定。**公司第三季度并未上线新游戏, 目前公司仍依靠前期上线的《武林外传手游》、《诛仙》、《烈火如歌》等游戏持续为公司贡献业绩。从公司其他流动负债情况看, 公司第三季度递延收入为11.51亿元, 虽然较期初的12.78亿元下降了近10%, 但考虑到公司第三季度没有上线新游戏, 可见公司目前已上线的游戏业绩依然稳定。面临国内市场严监管的环境下, 公司在10月陆续推出了《倚天屠龙记》国际版和《射雕英雄传3D》全球版, 意在发力海外市场。
- **已上市影视项目表现良好。**公司第三季度存货23.80亿元, 较期初增加51.05%, 主要原因是公司影视业务持续发展, 投资拍摄的影视剧增加。公司出品的《烈火如歌》位居18年上半年网剧播放量首; 《香蜜沉沉烬如霜》在全国网、52城和35城省级卫视黄金档收视率均排名第一。预计Q4仍将有多部影视剧确认收入。
- **股份回购稳步推进中。**公司于8月6日发布以集中竞价交易方式回购

传真： 021-50587779
地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编： 200122

公司股份的回购报告书：拟在 12 个月内回购不高于 10 亿元，不低于 5 亿元人民币比的股份。截止至 9 月 30 日，公司已经通过集中竞价方式累计回购股份近 1376 万股，交易总金额 3.46 亿元，增持均价为 25.16 元，增持金额接近回购计划下限。

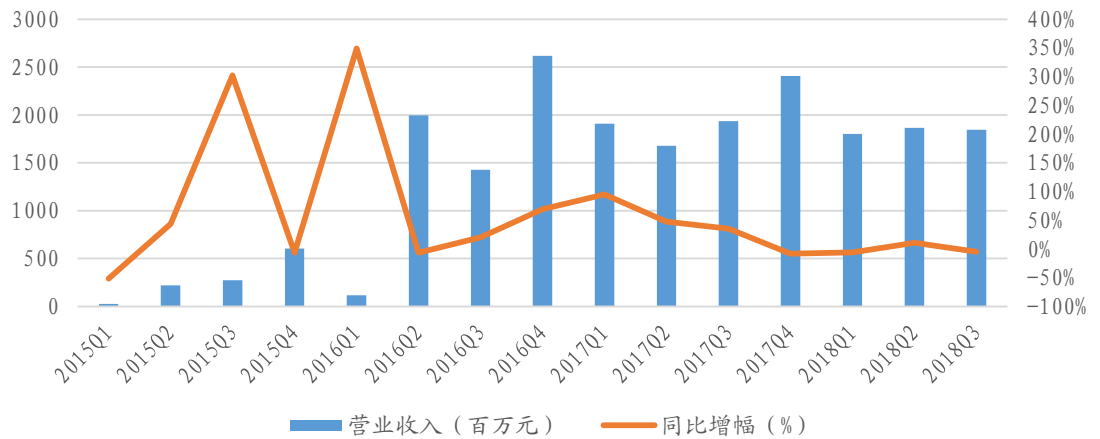
- **投资评级与盈利预测：**受剥离院线业务影响，公司营业收入出现小幅下滑，预计该影响将延续至全年水平，但公司盈利能力和费用控制能力也稳中有升。目前公司储备手游项目《梦间集·天鹅座》、《完美世界手游》、《神雕侠侣 2》等也正在有序测试中，预计在未来将为公司提供业绩增量，已上线的游戏项目也在积极释放业绩。同时公司影视业务也正在顺利推进中，已播出的剧目市场反应良好。考虑到公司各项业务的稳步运营以及行业的龙头地位，维持公司“增持”投资评级。目前压制公司股票价格的最大因素仍然是政策的不确定性，建议积极关注监管政策的变化，如果版号审批的停滞时间超出市场预期，对于公司未来的业绩可能造成一定程度影响，因此我们相应下调了公司的盈利预测，预计公司 18/19 年 EPS 为 1.35/1.51 元，按 10 月 30 日收盘价 23.92 元，对应 PE 分别为 17.7 倍和 15.9 倍。

风险提示：政策监管趋严；版号审批停滞超预期；游戏与影视项目市场表现不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6158.8	7929.8	7915.1	8589.0	9666.2
增长比率	445.3%	28.8%	-0.2%	8.5%	12.5%
净利润(百万元)	1166.3	1504.7	1780.5	1981.3	2279.9
增长比率	304.3%	29.0%	18.3%	11.3%	15.1%
每股收益(元)	0.89	1.14	1.35	1.51	1.73
市盈率(倍)	27.0	20.9	17.7	15.9	13.8

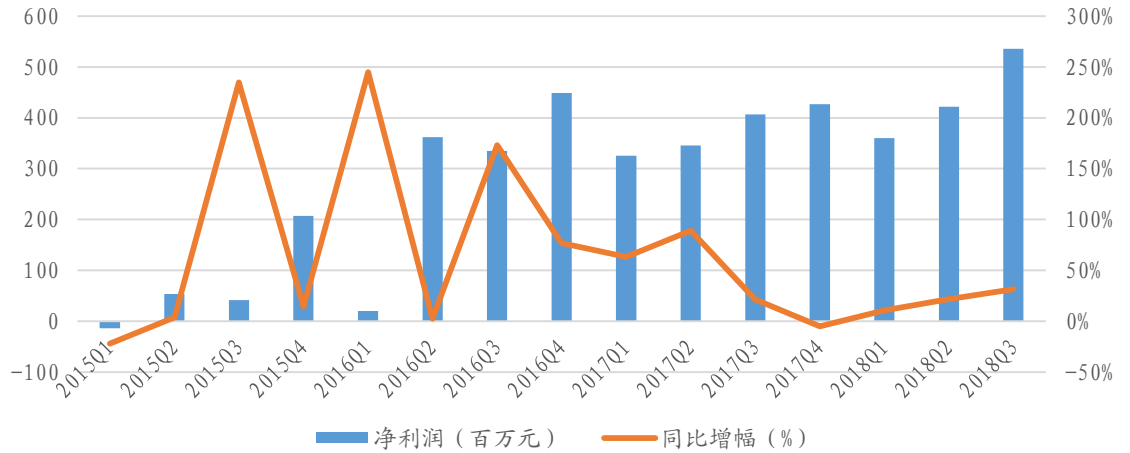
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 15-18Q3 公司单季度营业收入与增幅



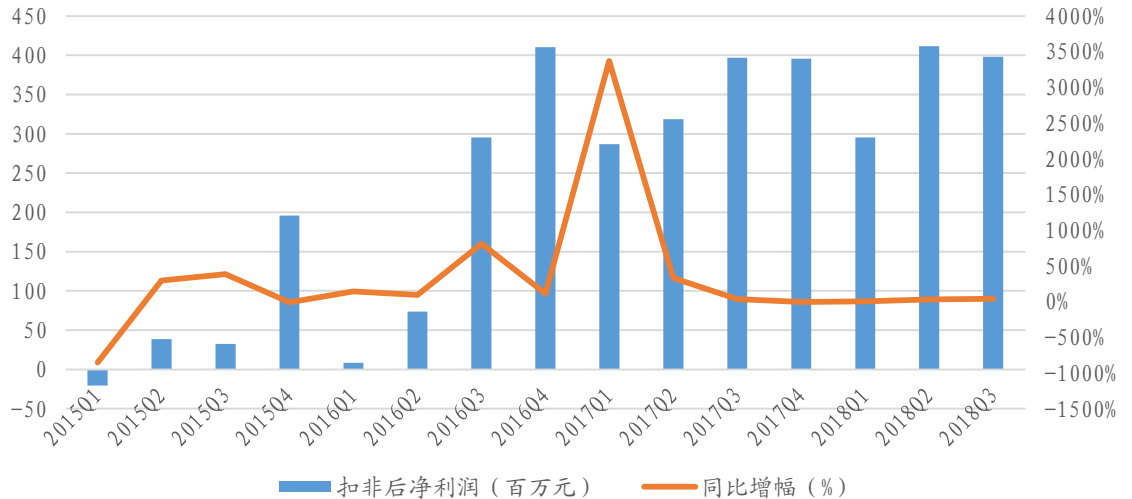
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 15-18Q3 公司单季度净利润与增幅



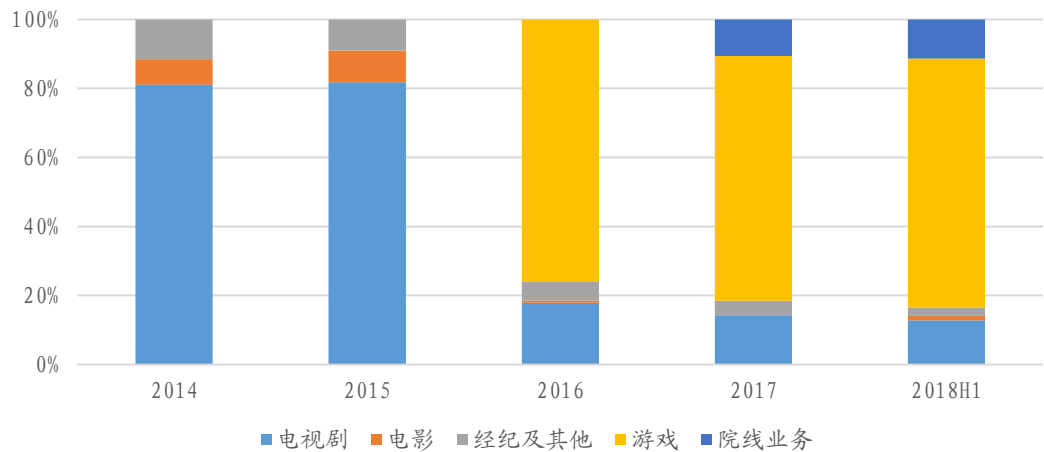
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 15-18Q3 公司单季度净利润与增幅



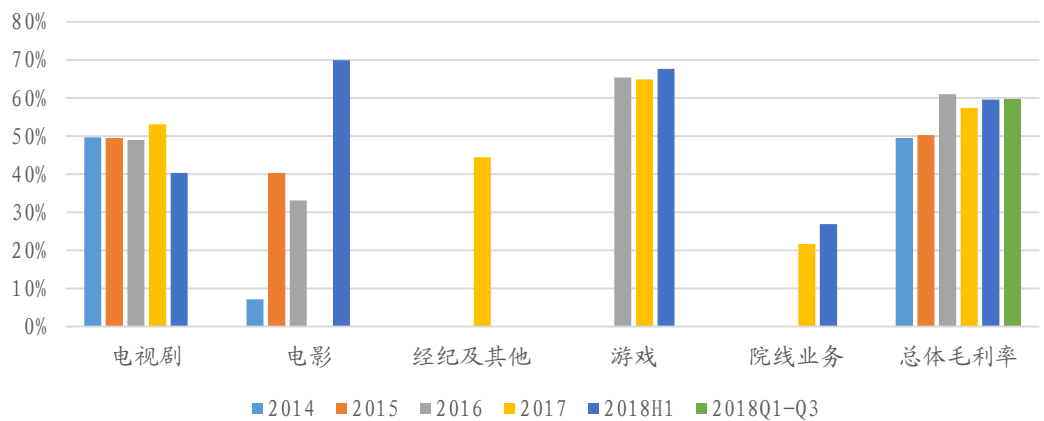
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 14-18H1 公司业务收入占比



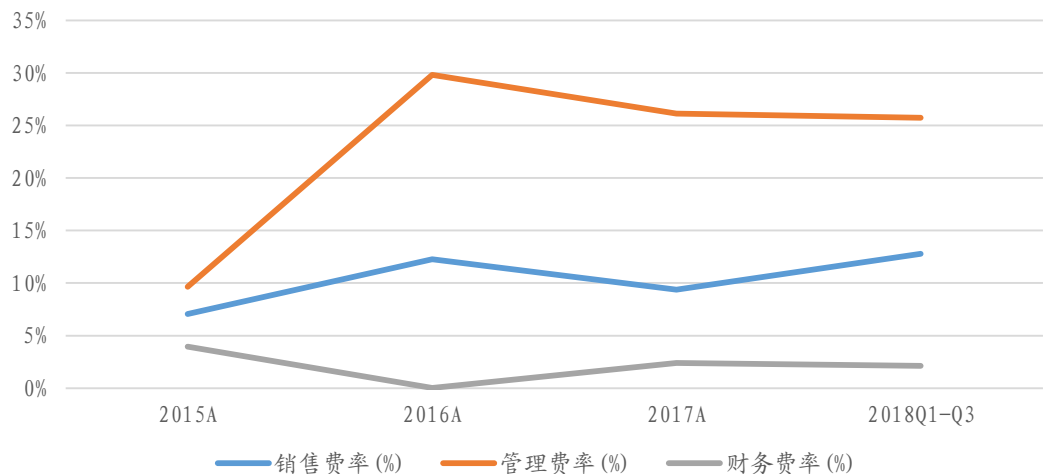
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 14-18Q3 公司业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 6: 14-18Q3 公司业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6158.8	7929.8	7915.1	8589.0	9666.2	成长性					
减: 营业成本	2,404.3	3,381.2	3,208.8	3,353.8	3,768.6	营业收入增长率	445.3%	28.8%	-0.2%	8.5%	12.5%
营业税费	53.6	63.8	64.4	71.2	78.9	营业利润增长率	266.4%	32.3%	21.6%	10.0%	15.8%
销售费用	755.3	743.5	949.8	858.9	921.2	净利润增长率	304.3%	29.0%	18.3%	11.3%	15.1%
管理费用	1,835.6	2,072.9	2,034.2	2,207.4	2,484.2	EBITDA 增长率	267.6%	38.4%	14.5%	5.7%	12.5%
财务费用	1.2	190.1	62.2	58.7	39.1	EBIT 增长率	222.9%	42.6%	16.4%	9.5%	14.4%
资产减值损失	100.2	137.2	62.9	62.9	62.9	NOPLAT 增长率	247.2%	56.8%	12.1%	9.5%	14.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	477.9%	-17.2%	-7.9%	27.1%	-12.4%
投资和汇兑收益	192.4	183.2	400.0	150.0	150.0	净资产增长率	635.9%	4.0%	11.8%	21.3%	15.7%
营业利润	1,201.0	1,589.4	1,932.8	2,126.1	2,461.3	利润率					
加: 营业外净收支	154.9	59.4	62.0	62.0	62.0	毛利率	61.0%	57.4%	59.5%	61.0%	61.0%
利润总额	1,356.0	1,648.9	1,994.8	2,188.1	2,523.3	营业利润率	19.5%	20.0%	24.4%	24.8%	25.5%
减: 所得税	222.8	188.9	228.6	250.8	289.2	净利润率	18.9%	19.0%	22.5%	23.1%	23.6%
净利润	1166.3	1504.7	1780.5	1981.3	2279.9	EBITDA/营业收入	22.5%	24.2%	27.8%	27.1%	27.1%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	19.5%	21.6%	25.2%	25.4%	25.9%
货币资金	2,097.1	3,236.4	4,212.5	4,309.1	7,320.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	16	23	19	13	7
应收帐款	2,020.3	1,751.2	1,935.6	2,065.0	2,469.0	流动营业资本周转天数	177	202	153	165	162
应收票据	-	67.1	17.3	20.2	35.2	流动资产周转天数	401	487	461	466	506
预付帐款	483.3	851.6	1,048.9	937.5	1,294.6	应收帐款周转天数	82	86	84	84	84
存货	496.0	1,575.6	801.1	1,253.7	1,055.3	存货周转天数	25	47	54	43	43
其他流动资产	6,111.7	2,764.5	2,009.4	3,610.5	2,794.8	总资产周转天数	565	746	729	698	711
可供出售金融资产	1,829.7	1,755.4	1,195.0	1,593.4	1,514.6	投资资本周转天数	230	279	243	244	228
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	868.3	1,482.1	1,482.1	1,482.1	1,482.1	ROE	16.2%	18.9%	19.8%	17.8%	17.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	8.8%	11.4%	10.9%	11.0%
固定资产	525.9	478.6	363.5	248.5	133.4	ROIC	86.4%	23.5%	31.8%	37.8%	34.0%
在建工程	0.6	12.1	12.1	12.1	12.1	费用率					
无形资产	132.5	114.4	24.9	-	-	销售费用率	12.3%	9.4%	12.0%	10.0%	9.5%
其他非流动资产	1,732.2	2,496.1	2,383.4	2,296.7	2,249.7	管理费用率	29.8%	26.1%	25.7%	25.7%	25.7%
资产总额	16,297.5	16,584.9	15,485.8	17,828.7	20,361.2	财务费用率	0.0%	2.4%	0.8%	0.7%	0.4%
短期债务	440.7	617.9	-	-	-	三费/营业收入	42.1%	37.9%	38.5%	36.4%	35.6%
应付帐款	1,141.1	839.3	1,468.5	943.5	1,671.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	48.1%	47.0%	36.6%	33.2%	32.3%
其他流动负债	2,641.1	3,758.2	2,164.5	3,068.5	2,904.1	负债权益比	92.8%	88.7%	57.7%	49.6%	47.8%
长期借款	2,032.6	500.0	-	-	-	流动比率	2.65	1.96	2.76	3.04	3.27
其他非流动负债	1,589.2	2,082.8	2,031.4	1,901.1	2,005.1	速动比率	2.54	1.66	2.54	2.73	3.04
负债总额	7,844.7	7,798.2	5,664.5	5,913.2	6,580.6	利息保障倍数	979.16	9.02	32.07	37.24	63.95
少数股东权益	1,238.4	822.6	809.0	765.8	721.0	分红指标					
股本	1,386.4	1,386.4	1,314.8	1,314.8	1,314.8	DPS(元)	0.09	0.18	0.14	0.18	0.22
留存收益	5,880.5	6,663.6	7,697.6	9,835.0	11,744.8	分红比率	10.6%	15.7%	10.5%	12.2%	12.8%
股东权益	8,452.7	8,786.7	9,821.3	11,915.6	13,780.6	股息收益率	0.4%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.1	1,459.9	1,780.5	1,981.3	2,279.9	EPS(元)	0.89	1.14	1.35	1.51	1.73
加: 折旧和摊销	206.6	280.2	204.5	140.0	115.1	BVPS(元)	5.49	6.06	6.85	8.48	9.93
资产减值准备	100.2	137.2	-	-	-	PE(X)	27.0	20.9	17.7	15.9	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.9	3.5	2.8	2.4
财务费用	84.1	291.6	62.2	58.7	39.1	P/FCF	-10.6	13.7	30.0	106.5	9.5
投资收益	-192.4	-183.2	-400.0	-150.0	-150.0	P/S	5.1	4.0	4.0	3.7	3.3
少数股东损益	-33.2	-44.8	-14.3	-43.9	-45.8	EV/EBITDA	23.5	16.0	12.5	11.5	9.2
营运资金的变动	-2,304.2	2,367.3	349.1	-1,443.5	737.2	CAGR(%)	19.6%	15.2%	80.7%	19.6%	15.2%
经营活动产生现金流量	1,154.9	804.4	1,982.0	542.5	2,975.5	PEG	1.4	1.4	0.2	0.8	0.9
投资活动产生现金流量	-8,610.6	1,714.9	960.3	-248.3	228.8	ROIC/WACC	8.2	2.2	3.0	3.6	3.2
融资活动产生现金流量	8,162.0	-1,451.0	-1,966.3	-197.6	-192.9	REP	0.6	2.5	1.8	1.2	1.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。