Q3 单季业绩符合预期，投资收益维持业绩增长

2018 年 10 月 29 日

	肖明亮(分析师)	叶锟（研究助理）
电话：	020-88832290	020-88836101
邮箱：	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310517070001	A1310117040003

强烈推荐（维持）

现价：	24.05
目标价：	28.16
股价空间：	**17%**

传媒行业

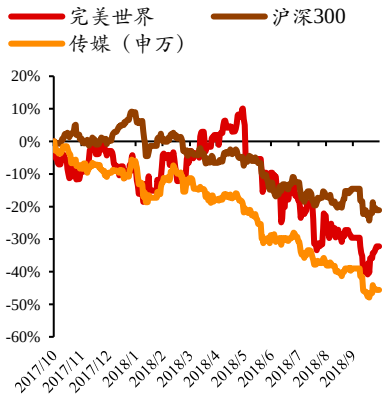
事件：

公司公布 2018 年三季度业绩报告，前三季度实现营业收入 55.13 亿元，同比减少 0.20%；归母净利润 13.17 亿元，同比增长 22.18%；扣非归母净利润 11.04 亿，同比增长 10.28%。

核心观点：

- **第三季度业绩符合预期，投资收益贡献主要增长** 公司第三季度营收 18.46 亿，同比减少 4.65%，主要是由于院线业务 7 月份剥离，报告期内无优质剧确认收入。 第三季度归母净利 5.36 亿，同比增长 31.62%；归母扣非利润 3.98 亿，同比增长 0.39%，非经常性损益主要是政府补贴和处置祖龙少量股权、美国环球影业片单投资收益。同时，公司其他应收款项为 7.95 亿，同比增长 375.69%，主要是处置院线业务的股权转让款。存货为 23.79 亿，同比增长 60.68%，主要是由于今年影视剧项目储备丰富。**我们认为，由于今年受到游戏版号限制和影视行业严监管的影响，行业整体市场规模增速下滑，公司依靠上半年的优质游戏、影视项目持续维持业绩稳定增长。**
- **全年指引低于预期，新游戏上线和影视收入确认不确定** 预计公司全年归母扣非净利区间在 12.79 亿-15.79 亿之间，同比增长-2%-16.5%，业绩指引略低于市场预期。主要由于今年游戏版号受限，公司主要的端转手 IP 作品《完美世界》上线日期仍有待确定。公司今年上半年上线的手游《武林外传手游》自上线以来长期维持月流水过亿，老游戏《诛仙》通过迭代吸引新玩家，表现维持稳定。而电视剧方面，今年主要作品《半生缘》《西夏史书》《壮志高飞》《绝代双骄》等有望四季度确认收入。公司今年主要作品《香蜜沉沉烬如霜》、《归去来》等优质剧播放量均过百亿，彰显公司优质的制作能力。**我们认为，虽然行业严监管是重要的压制因素，但是长期来看，公司凭借自身的优质影视、游戏制作能力有望维持业绩发展。**
- **公司用自有资金持续回购，彰显管理层信心** 公司 7 月份公布回购预案，表示用不超过 10 亿不低于 5 亿资金在 12 个月内通过集合竞价方式回购公司股份。预计回购不低于 2777 万股，占公司发行股本 2.11%。截至 9 月底，已经完成 1376 万股回购，占公司总股本 1.05%。**我们认为，对于短期的不利因素无需过于担忧，公司持续回购彰显了管理层对公司未来信心。**
- **盈利预测与估值：**由于公司游戏上线、影视项目确认时间不确定，对公司业绩和目标价进行下调。我们预计公司 2018-2020 年归母净利至 16.88、18.82 以及 22.72 亿元，对应 EPS 分别为 1.28/1.43/1.73 元，对应当前股价 17.92、16.07 以及 13.32 倍 PE。给予公司 2018 年 22 倍 PE，目标价元 28.16/股；维持**强烈推荐**评级。
- **风险提示：**影视游戏行业监管趋严，项目上线不及预期。

股价走势



股价表现

涨跌（%）	1M	3M	6M
完美世界	-3.77	-17.26	-33.53
沪深 300	-7.71	-9.71	-15.52
传媒(申万)	-10.75	-21.48	-33.79

基本资料

总市值（亿元）	305.69
总股本（亿股）	13.15
流通股比例	35.48%
资产负债率	41.16%
大股东	完美世界控股集团有限公司
大股东持股比例	35.06%

相关报告

联系人：陆韵如
邮箱：luyr@gzgzhs.com.cn

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7929.82	8978.57	10790.57	12816.67
同比(%)	28.76%	13.23%	20.18%	18.78%
归属母公司净利润	1504.71	1688.82	1882.57	2272.10
同比(%)	29.01%	12.24%	11.47%	20.69%
毛利率(%)	57.36%	54.14%	53.83%	51.51%
ROE(%)	17.46%	15.54%	12.40%	12.30%
每股收益(元)	1.14	1.28	1.43	1.73
P/E	22.16	18.73	16.80	13.92
P/B	4.14	2.61	1.91	1.69
EV/EBITDA	4.47	14.28	11.35	8.72

附录：公司财务预测表

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	10246	11698	16269	18373
现金	3236	3796	8321	11177
应收账款	1594	1594	1594	1594
其它应收款	157	300	100	100
预付账款	852	667	760	714
存货	1576	2300	1500	1500
其他	2832	3039	3994	3288
非流动资产	6339	5489	5806	5591
长期投资	1482	1482	1482	1482
固定资产	479	436	398	359
无形资产	114	84	44	-17
其他	4264	3487	3882	3767
资产总计	16585	17186	22074	23964
流动负债	5215	2510	2534	2293
短期借款	618	5	10	10
应付账款	489	50	60	60
其他	4108	2455	2464	2223
非流动负债	2583	1724	2132	2146
长期借款	500	500	500	500
其他	2083	1224	1632	1646
负债合计	7798	4234	4666	4439
少数股东权益	823	822	821	820
股本	1386	1315	1315	1315
资本公积	3557	6257	8956	8956
留存收益	3106	4559	6317	8434
归属母公司股东权益	8050	12131	16588	18705
负债和股东权益	16585	17186	22074	23964

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	771	-1117	2262	2675
净利润	1460	1689	1883	2272
折旧摊销	280	174	210	219
财务费用	190	45	-12	-67
投资损失	-183	-136	-150	-157
营运资金变动	-1122	-2313	-73	393
其它	146	-575	405	15
投资活动现金流	1715	571	-417	118
资本支出	-194	-40	-70	-55
长期投资	-2523	560	-398	79
其他	4432	51	51	94
筹资活动现金流	-1451	1105	2679	63
短期借款	177	-613	5	0
长期借款	-1533	0	0	0
普通股本增加	0	-71	0	0
资本公积金增加	-605	2699	2699	0
其他	509	-910	-25	63
现金净增加额	1035	560	4524	2856

利润表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7930	8979	10791	12817
营业成本	3381	4118	4982	6215
营业税金及附加	64	73	89	105
营业费用	744	898	1079	1282
管理费用	2073	2065	2651	2820
财务费用	190	45	-12	-67
资产减值损失	137	70	83	98
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	183	136	150	157
营业利润	1589	1846	2068	2522
营业外收入	72	98	99	94
营业外支出	13	4	5	6
利润总额	1649	1940	2163	2611
所得税	189	252	281	339
净利润	1460	1688	1882	2271
少数股东损益	-45	-1	-1	-1
归属母公司净利润	1505	1689	1883	2272
EBITDA	1942	2159	2361	2763
EPS（摊薄）	1.14	1.28	1.43	1.73

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	28.8%	13.2%	20.2%	18.8%
营业利润增长率	32.3%	16.2%	12.0%	21.9%
归属于母公司净利润增长率	29.0%	12.2%	11.5%	20.7%
获利能力				
毛利率	57.4%	54.1%	53.8%	51.5%
净利率	18.4%	18.8%	17.4%	17.7%
ROE	17.5%	15.5%	12.4%	12.3%
ROIC	12.0%	12.1%	9.7%	10.3%
偿债能力				
资产负债率	47.0%	24.6%	21.1%	18.5%
净负债比率	28.51%	23.17%	23.01%	27.60%
流动比率	1.96	4.66	6.42	8.01
速动比率	1.66	3.74	5.83	7.36
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.53	0.55	0.56
应收账款周转率	4.50	5.63	6.77	8.04
应付账款周转率	5.56	15.27	90.58	103.58
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.28	1.43	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	-0.85	1.72	2.03
每股净资产(最新摊薄)	5.81	9.23	12.61	14.22
估值比率				
P/E	22.16	18.73	16.80	13.92
P/B	4.14	2.61	1.91	1.69
EV/EBITDA	4.47	14.28	11.35	8.72

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。