完美世界(002624)/传媒

一季度业绩增速达预告上限，新品盈利能力凸显

评级：买入(维持)

市场价格：26.90

分析师：康雅雯
执业证书编号：S0740515080001
电话：021-20315097
Email：kangyw@r.qlzq.com.cn
分析师：朱骏楠
执业证书编号：S0740517080007
Email：zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1314.80
流通股本(百万股)	487.44
市价(元)	26.90
市值(百万元)	35368.11
流通市值(百万元)	13112.06

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 【中泰传媒】完美世界（002624.SZ）：业绩快报符合预期，游戏迎产品大年

2 【中泰传媒】完美世界（002624）三季报点评：业绩维持稳定增长，期待四季度新作上线

3 【中泰传媒】完美世界（002624）中报点评：业绩符合预期，影视业务表现出色，移动游戏业务下半年有望企稳回升

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,930	8,034	8,231	9,079	10,005
增长率 yoy%	28.76%	1.31%	2.46%	10.30%	10.20%
净利润	1,505	1,706	2,151	2,450	2,679
增长率 yoy%	29.01%	13.38%	26.09%	13.89%	9.34%
每股收益（元）	1.14	1.30	1.64	1.86	2.04
每股现金流量	0.61	-0.10	3.98	-0.55	3.83
净资产收益率	18.89%	20.22%	19.72%	18.43%	16.94%
P/E	23.50	20.73	16.44	14.43	13.20
PEG	1.17	1.28	0.71	0.72	0.81
P/B	4.44	4.19	3.24	2.66	2.24

备注：

投资要点

- **事件：**完美世界发布 2018 年年报和 2019 一季报，**2019 年一季报利润增速达预告上限，扣非净利润同比大幅增长。**
- 2018 年公司实现营收 80.34 亿，同比增长 1.31%，归母净利润 17.06 亿，同比增长 13.38%，扣非后归母净利润 14.47 亿，同比增长 3.54%，EPS 为 1.3 元/股。
- 2019 一季度公司实现营收 20.42 亿，同比增长 13.26%，环比下滑 19%(受影视确认周期影响，四季度影视确认收入一般较多)，归母净利润 4.86 亿，同比增长 34.95%，环比增长 24.9%，扣非后归母净利润 4.63 亿，同比增长 56.77%，环比增长 35.38%，EPS 为 0.35 元/股。

- **游戏业务方面：端游同比增长 10.3%，移动端一季度《完美世界》手游表现优异，后续新品储备丰富。**
- 2018 年公司游戏业务收入合计为 53.89 亿，同比下滑 4.1%。分拆来看，端游收入达到 21.96 亿（YoY+10.3%），在端游市场规模整体下滑的背景下表现非常不错，增长主要来自于《深海迷航》的优异表现以及传统端游持续稳定的贡献；手游收入为 27.1 亿，同比下滑 12%，下滑主要是由于 1）存量游戏流水的自然下滑，2）《烈火如歌》手游为净收入确认，3）版号审批的暂停导致公司下半年大量新产品无法上线，我们预计今年随着版号审批的放开，移动端收入增速将会有明显提升；主机游戏收入为 4.63 亿，同比下滑 10.9%，这块的下滑主要原因是由于 18 年公司在主机端并未推出新产品，《无冬之夜 OL》收入自然下滑，预计 19 年公司储备的《DON'T EVEN THINK》、《Torchlight II》等有望上线贡献新的增量。
- 2019Q1 公司游戏业务增量主要来自于《完美世界》手游，我们预计 3 月流水贡献在 8 亿左右，是 19 年腾讯独代发行的首个爆款产品，持续占据 iOS 畅销榜 TOP3，后续 5 月有望上线公司研发腾讯独代的另一款二次元手游《云梦四时歌》，我们预计公司移动端游戏毛利率水平将会有明显的提升。
- 目前公司储备的游戏产品包括 15 款移动游戏、5 款 PC 和主机游戏、4 款独立游戏，品类涵盖 MMORPG、二次元、女性向、沙盒、漫游联动、 ARPG、 SLG、 Roguelike、开放世界、卡牌类等多种游戏类型和题材，同时公司也与 Google 签订合作协议，加大海外游戏市场布局力度。

- **影视业务方面：电视剧收入同比大幅增长，毛利率下滑。**

- 公司 2018 年电视剧业务收入为 17.49 亿，同比增长 55.1%，在行业经历政策、资本等多重打击背景下，实现收入高速增长。毛利率端有所下滑，2018 年公司电视剧业务毛利率为 34.4%，较 17 年下降近 19 个百分点。从公司目前储备的电视剧情况来看，已经制作完成的电视剧有 9 部，后期制作中的电视剧有 10 部，另有 3 部剧在拍摄中，还有 14 部筹备中的剧目，数量上看较去年有所增长，我们预计 2019 年公司电视剧业务仍将维持相对稳定。
- 院线业务成功剥离，艺人经纪与综艺业务预计维持稳定。公司与 2018 年 7 月正式剥离了完美院线业务，2018 年公司院线收入为 5.07 亿，19 年上半年影视业务在收入端同比会有一定影响。

- **三费方面：基本维持稳定，财务费用率明显下降。**
- 2018 年公司期间费用率为 39.4%，较 2017 年略有提升，19 年期间费用率为 41.48%，较去年同期略有下降。
- 从销售费用率来看，2018 年公司的销售费用率为 10.96%，2019 年一季度为 9%，基本维持稳定；管理费用率方面，18 年公司管理费用率为 26.36%，较 17 年也基本持平，19 年一季度管理费用率为 29.95%，较去年一季度也基本持平；财务费用率方面，18 年和 19 年一季度明显均明显有所降低。

- **2019 一季度毛利率、净利率明显提升，重点产品盈利能力凸显。**2019 年一季度公司的整体毛利率为 68.11%，较去年一季度增加近 7 个百分点，净利率为 23.82%，较去年同期也增加近 2 个百分点，公司《完美世界》手游以及《青春斗》电视剧的盈利能力较为突出，在去年同期有《深海迷航》端游贡献较高收入的基础上，仍获得明显提升。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2019-2020 年实现营业收入分别为 82.31 亿元、90.79 亿元，分别同比增长 2.46%、10.30%；实现归属母公司的净利润分别为 21.51 亿元、24.50 亿元，分别同比增长 26.09%、13.89%。对应 EPS 分别为 1.64 元、1.86 元，2018xPE 为 16 倍。公司当前公司影视、游戏业务开展有条不紊且内容储备丰富，估值合理，建议投资者积极关注，维持“买入”评级！

- **风险提示：**1）产品延期上线风险； 2）人才流失风险；3）政策监管风险。

图表 1：完美世界财务报表及盈利预测

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**7,930**	**8,034**	**8,231**	**9,079**	**10,005**
增长率	28.8%	1.3%	2.5%	10.3%	10.2%
营业成本	-3,381	-3,550	-2,778	-3,102	-3,502
% 销售收入	42.6%	44.2%	33.8%	34.2%	35.0%
毛利	4,549	4,484	5,453	5,978	6,504
% 销售收入	57.4%	55.8%	66.2%	65.8%	65.0%
营业税金及附加	-64	-43	-49	-54	-60
% 销售收入	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-744	-880	-905	-953	-1,051
% 销售收入	9.4%	11.0%	11.0%	10.5%	10.5%
管理费用	-2,073	-704	-2,058	-2,361	-2,401
% 销售收入	26.1%	8.8%	25.0%	26.0%	24.0%
息税前利润（EBIT）	1,668	2,856	2,441	2,609	2,992
% 销售收入	21.0%	35.5%	29.6%	28.7%	29.9%
财务费用	-190	-168	-150	-130	-140
% 销售收入	2.4%	2.1%	1.8%	1.4%	1.4%
资产减值损失	137	10	24	17	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	183	465	150	300	200
% 税前利润	11.6%	14.7%	6.1%	10.7%	6.5%
营业利润	1,524	3,142	2,417	2,762	3,031
营业利润率	19.2%	39.1%	29.4%	30.4%	30.3%
营业外收支	59	23	48	45	38
税前利润	**1,584**	**3,166**	**2,465**	**2,807**	**3,069**
利润率	20.0%	39.4%	29.9%	30.9%	30.7%
所得税	-189	-156	-246	-281	-307
所得税率	11.9%	4.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,460	1,759	2,218	2,527	2,762
少数股东损益	-45	53	67	77	84
归属于母公司的净利润	**1,505**	**1,706**	**2,151**	**2,450**	**2,679**
净利率	19.0%	21.2%	26.1%	27.0%	26.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,460	1,759	2,218	2,527	2,762
加：折旧和摊销	280	166	171	185	145
资产减值准备	137	10	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	292	243	150	130	140
投资收益	-183	-465	-150	-300	-200
少数股东损益	-45	53	67	77	84
营运资金的变动	2,367	-1,080	2,846	-3,271	2,192
经营活动现金净流	**804**	**-130**	**5,235**	**-729**	**5,040**
固定资本投资	36	491	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**1,715**	**2,976**	**118**	**268**	**178**
股利分配	-223	-223	-54	-64	-163
其他	-1,227	-1,729	-1,841	-130	-140
筹资活动现金净流	**-1,451**	**-1,952**	**-1,895**	**-194**	**-303**
现金净流量	**1,068**	**894**	**3,457**	**-656**	**4,915**

资产负债表（人民币百万元）

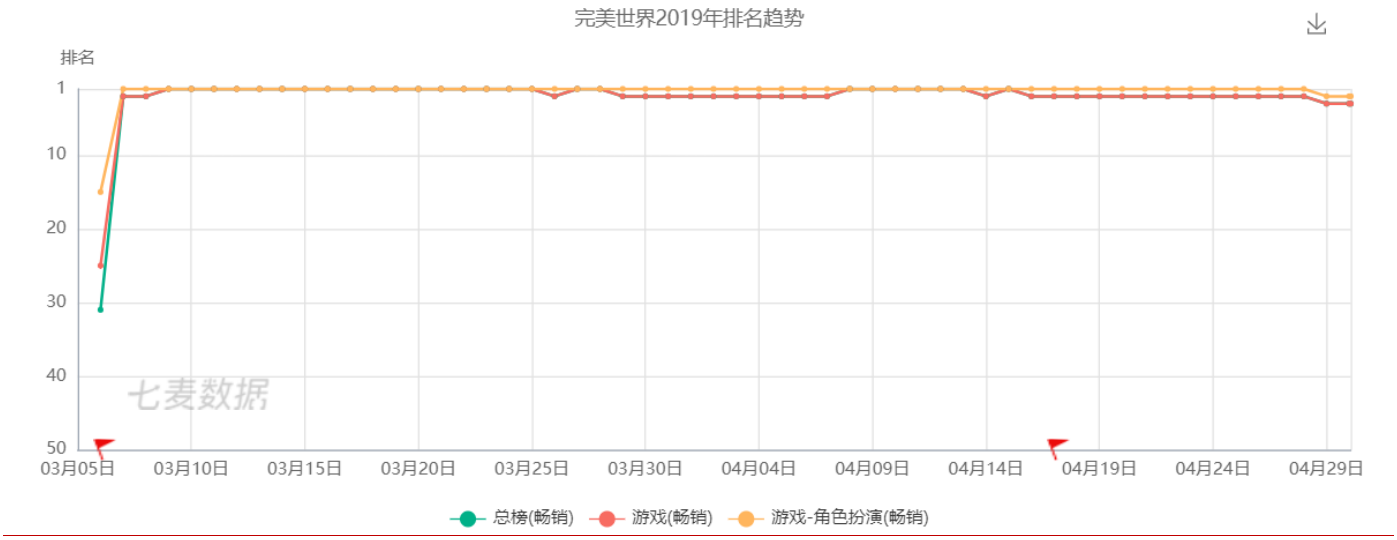
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,236	4,229	7,686	7,030	11,945
应收款项	1,818	1,964	1,911	2,364	2,347
存货	1,576	2,142	767	2,480	1,187
其他流动资产	3,616	2,448	2,153	2,598	2,338
流动资产	10,246	10,783	12,518	14,472	17,817
% 总资产	61.8%	67.5%	71.3%	74.8%	79.0%
长期投资	3,237	3,452	3,452	3,452	3,452
固定资产	479	0	-110	-223	-338
% 总资产	2.9%	0.0%	-0.6%	-1.2%	-1.5%
无形资产	114	87	29	-41	-69
非流动资产	6,339	5,195	5,041	4,873	4,735
% 总资产	38.2%	32.5%	28.7%	25.2%	21.0%
资产总计	**16,585**	**15,978**	**17,559**	**19,345**	**22,552**
短期借款	618	1,270	0	0	0
应付款项	1,368	409	1,517	840	1,448
其他流动负债	3,229	2,242	2,242	2,242	2,242
流动负债	5,215	3,921	3,759	3,082	3,690
长期贷款	500	794	0	0	0
其他长期负债	2,083	1,954	1,954	1,954	1,954
负债	**7,798**	**6,669**	**5,713**	**5,036**	**5,644**
普通股股东权益	7,964	8,439	10,909	13,295	15,811
少数股东权益	823	870	937	1,013	1,097
负债股东权益合计	**16,585**	**15,978**	**17,559**	**19,345**	**22,552**

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	1.14	1.30	1.64	1.86	2.04
每股净资产(元)	6.06	6.42	8.30	10.11	12.03
每股经营现金净流(元)	0.61	-0.10	3.98	-0.55	3.83
每股股利(元)	0.17	0.17	0.04	0.05	0.12
回报率					
净资产收益率	18.89%	20.22%	19.72%	18.43%	16.94%
总资产收益率	8.80%	11.01%	12.63%	13.06%	12.25%
投入资本收益率	23.45%	34.01%	51.03%	166.99%	60.82%
增长率					
营业总收入增长率	28.76%	1.31%	2.46%	10.30%	10.20%
EBIT增长率	42.60%	93.06%	-22.45%	12.68%	9.64%
净利润增长率	29.01%	13.38%	26.09%	13.89%	9.34%
总资产增长率	1.76%	-3.66%	9.89%	10.17%	16.58%
资产管理能力					
应收账款周转天数	85.6	83.2	83.2	83.2	83.2
存货周转天数	47.0	83.3	63.6	64.4	66.0
应付账款周转天数	64.7	24.8	44.8	57.5	39.8
固定资产周转天数	22.8	10.7	-2.4	-6.6	-10.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-22.82%	-60.39%	-59.35%	-83.48%	-68.54%
EBIT利息保障倍数	9.0	19.7	17.1	22.2	22.7
资产负债率	47.02%	41.74%	32.54%	26.03%	25.03%

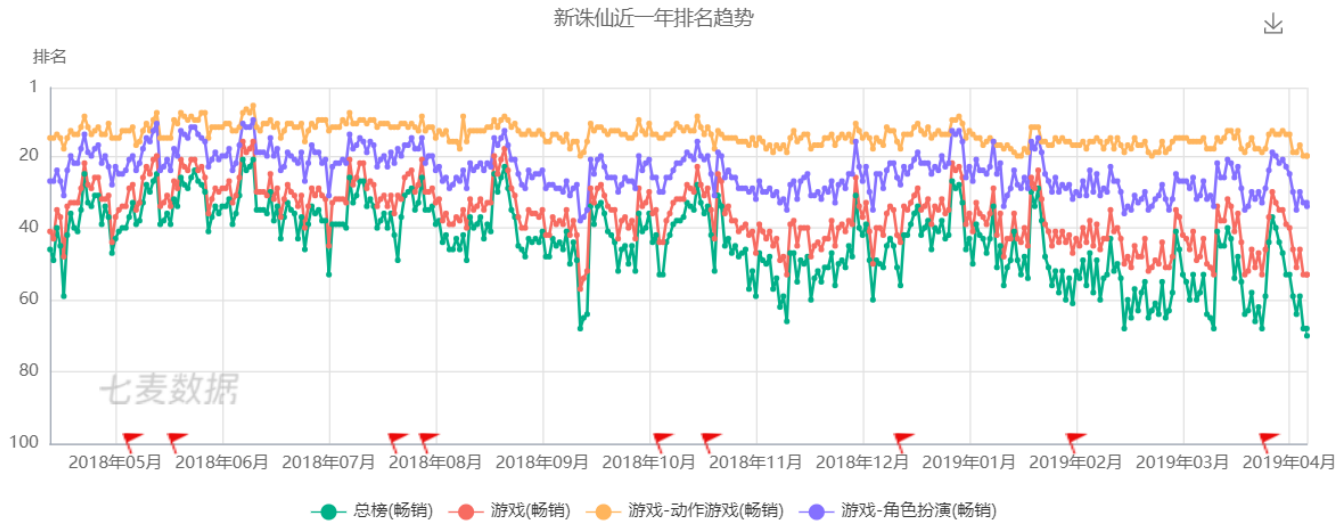
来源：中泰证券研究所

图表 2：《完美世界》手游 iOS 畅销榜排名情况



来源：七麦科技，中泰证券研究所

图表 3：《诛仙手游》近一年 iOS 畅销榜排名情况



来源：七麦科技，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。