

完美世界 (002624.SZ)

公司快报

2019H1 业绩超预告上限，后续产品储备丰富增长可期

传媒 | 互联网 III

投资评级

买入-A(维持)

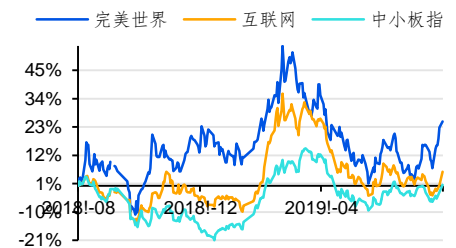
股价(2019-08-19)

28.34 元

交易数据

总市值(百万元)	36,635.06
流通市值(百万元)	32,872.92
总股本(百万股)	1,292.70
流通股本(百万股)	1,159.95
12个月价格区间	19.75/36.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	15.8	3.01	17.68
绝对收益	19.63	8.32	21.45

分析师

 付宇婕
 SAC 执业证书编号: S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

分析师

 宋怡萱
 SAC 执业证书编号: S0910518070002
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

完美世界：影游项目储备丰富，业绩确定估值低位 2019-05-05

完美世界：2019Q1 业绩预告点评：影游项目储备丰富，业绩确定估值低位 2019-04-01

完美世界：Q3 业务稳中有进，影游双轮后续值得期待 2018-10-29

完美世界：影视口碑收入双丰收，游戏静待H2 复苏，双轮驱动滚滚前行——2018H1 点评 2018-08-21

完美世界：股份回购凸显信心，影游双轮驱动迎来收获 2018-07-17

投资要点

◆ **院线业务剥离、游戏发行模式变动导致收入略降，业绩同比增长 30.5%**：2019 年 H1 公司实现营业收入 36.56 亿元 (-0.29%)，归母净利润 10.20 亿元 (+30.5%)；2019Q2 公司实现营业收入 16.15 亿元 (-13.39%)，归母净利润 5.34 亿元 (+26.7%)。2019H1 营收略降一方面由于上年同期主营包括院线业务，而此部分业务已于 2018H2 从上市公司剥离；另外，公司 2019H1 推出的主要产品《完美世界》手游、《云梦四时歌》由腾讯独代，公司按照分成款确认收入，相比自主运营及联合运营模式收入金额较低。

盈利水平方面，2019H1 公司整体毛利率提升 9 个百分点至 68.58%，游戏业务毛利率 73.35%，同比提升 6 个百分点，主要来源于手游毛利率的提升(17 个百分点)；影视业务毛利率 50.94%，同比提升 11.86 个百分点；经营性现金净流量 1.67 亿，同比由负转正，主要系公司业绩增长及影视项目投资款同比减少。

◆ **游戏：精品游戏表现优秀，后续产品储备丰富**：2019 年上半年公司游戏业务实现营收 28.78 亿元 (+8.06%)，**端游**：经典端游持续贡献稳定收入，端游大作《新诛仙世界》正在积极研发中；**手游**：2019 年公司陆续推出《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》等精品游戏，储备项目《我的起源》《梦间集天鹅座》《新神魔大陆》《新笑傲江湖》《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》等手游，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等多种类型；**主机**：《非常英雄 (Unruly Heroes)》于 2019 年 1 月推出，《DON'T EVEN THINK》2019 年 7 月与北美 PS4 用户见面；**端游及主机双平台游戏**：《遗迹：灰烬重生 (Remnant:From the Ashes)》预计将于近期上线，此外，《完美世界》主机版，端游+主机双平台游戏《Torchlight Frontiers》、《Magic Ascension》正在积极研发。**电竞及海外合作**：公司持续深化电竞领域布局，同时公司积极推进 Steam 中国的落地。

◆ **影视：主旋律作品储备丰富**：2019H1 实现收入 7.79 亿元 (-22.42%)，主要系公司 2018H2 转让院线业务所致，剔除院线业务影响后，本期影视业务同比增长 32.25%，2019H1 公司出品的《小女花不弃》《青春斗》《趁我们还年轻》《筑梦情缘》《神犬小七》第三季、《七月与安生》等精品电视剧、网剧相继播出，赢得了良好的收益及市场口碑。公司投资拍摄多部正能量主旋律剧集，其中《老酒馆》《山月不知心底事》《河山》《新一年又一年》等多部电视剧入选“庆祝新中国成立 70 周年国家广播电视总局优秀剧目展播”名单。

◆ **投资建议**：公司具备核心研发能力，精品游戏储备丰富，将进一步受益于“5G+云游戏”积极进展；影视剧投资多部主旋律作品，业绩确定性高，我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.70、1.93 和 2.23 元，8 月 19 日收盘价对应 PE 依

次为 16.7x、14.7x、12.7x，维持公司买入-A 评级，建议积极关注。

◆ **风险提示：**游戏业务流水不达预期的风险；游戏政策波动的风险；游戏运营成本提升的风险；电视剧收入确认时间不达预期的风险

财务数据与估值

会计年度	TRUE	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7,929.8	8,033.8	8,688.4	10,352.1	12,173.9
同比增长(%)	28.8%	1.3%	8.1%	19.1%	17.6%
营业利润(百万元)	1,589.4	1,892.3	2,394.7	2,947.1	3,418.0
同比增长(%)	32.3%	19.1%	26.6%	23.1%	16.0%
净利润(百万元)	1,504.7	1,706.1	2,198.3	2,498.0	2,887.7
同比增长(%)	29.0%	13.4%	28.8%	13.6%	15.6%
每股收益(元)	1.16	1.32	1.70	1.93	2.23
PE	24.3	21.5	16.7	14.7	12.7
PB	4.6	4.3	3.4	2.8	2.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	TRUE	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,929.8	8,033.8	8,688.4	10,352.1	12,173.9	年增长率					
减:营业成本	3,381.2	3,549.9	2,840.0	4,541.4	5,592.0	营业收入增长率	28.8%	1.3%	8.1%	19.1%	17.6%
营业税费	63.8	43.5	50.8	64.3	72.4	营业利润增长率	32.3%	19.1%	26.6%	23.1%	16.0%
销售费用	743.5	880.4	1,009.3	1,389.9	1,688.5	净利润增长率	29.0%	13.4%	28.8%	13.6%	15.6%
管理费用	2,072.9	704.2	2,255.8	1,445.5	1,479.8	EBITDA 增长率	38.4%	78.6%	-19.3%	19.7%	15.1%
财务费用	190.1	167.8	237.3	184.1	178.2	EBIT 增长率	42.6%	93.1%	-20.5%	19.0%	14.8%
资产减值损失	137.2	10.4	102.5	120.0	110.0	NOPLAT 增长率	56.8%	20.1%	26.0%	9.8%	14.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.2%	-12.1%	-7.7%	8.4%	-4.2%
投资和汇兑收益	183.2	464.5	202.0	340.3	364.9	净资产增长率	4.0%	5.9%	26.3%	19.9%	19.1%
营业利润	1,589.4	1,892.3	2,394.7	2,947.1	3,418.0	盈利能力					
加:营业外净收支	59.4	23.5	54.0	103.0	108.0	毛利率	57.4%	55.8%	67.3%	56.1%	54.1%
利润总额	1,648.9	1,915.7	2,448.7	3,050.1	3,526.0	营业利润率	20.0%	23.6%	27.6%	28.5%	28.1%
减:所得税	188.9	156.4	230.9	501.1	579.3	净利润率	19.0%	21.2%	25.3%	24.1%	23.7%
净利润	1,504.7	1,706.1	2,198.3	2,498.0	2,887.7	EBITDA/营业收入	24.2%	42.7%	31.9%	32.0%	31.3%
						EBIT/营业收入	21.6%	41.2%	30.3%	30.2%	29.5%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	47.0%	41.7%	35.3%	31.1%	29.8%
货币资金	3,236.4	4,228.9	5,301.5	7,385.0	10,086.4	负债权益比	88.7%	71.6%	54.6%	45.0%	42.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.96	2.75	2.88	3.55	3.80
应收帐款	1,751.2	1,964.4	1,945.4	2,655.5	2,755.1	速动比率	1.66	2.20	2.66	3.42	3.52
应收票据	67.1	-	48.3	9.2	58.4	利息保障倍数	9.02	19.72	11.09	17.00	20.18
预付帐款	851.6	789.7	333.7	756.2	517.5	营运能力					
存货	1,575.6	2,141.8	946.7	567.1	1,296.9	固定资产周转天数	23	19	13	7	4
其他流动资产	2,764.5	1,658.4	4,003.0	3,246.0	3,010.0	流动营业资本周转天数	202	166	149	120	102
可供出售金融资产	1,755.4	1,893.0	1,898.0	1,950.0	1,998.0	流动资产周转天数	487	471	484	473	478
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	86	83	81	80	80
长期股权投资	1,482.1	1,559.2	2,231.2	2,516.6	2,952.1	存货周转天数	47	83	64	26	28
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	746	730	707	671	656
固定资产	478.6	362.3	250.4	178.5	105.9	投资资本周转天数	279	234	195	164	142
在建工程	12.1	-	-	-	-	费用率					
无形资产	114.4	86.8	131.2	143.6	107.0	销售费用率	9.4%	11.0%	11.6%	13.4%	13.9%
其他非流动资产	2,496.1	1,293.6	1,076.8	1,031.9	1,017.9	管理费用率	26.1%	8.8%	26.0%	14.0%	12.2%
资产总额	16,584.9	15,978.3	18,166.2	20,439.7	23,905.2	财务费用率	2.4%	2.1%	2.7%	1.8%	1.5%
短期债务	617.9	1,270.0	-	-	-	三费/营业收入	37.9%	21.8%	40.3%	29.2%	27.5%
应付帐款	839.3	393.1	1,815.8	1,716.4	2,633.0	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	18.9%	20.2%	20.2%	19.0%	18.3%
其他流动负债	3,758.2	2,258.2	2,553.8	2,397.1	2,032.6	ROA	8.8%	11.0%	12.2%	12.5%	12.3%
长期借款	500.0	793.7	-	-	-	ROIC	23.5%	34.0%	48.8%	58.0%	61.4%
其他非流动负债	2,082.8	1,954.3	2,043.0	2,234.0	2,456.0	分红指标					
负债总额	7,798.2	6,669.4	6,412.7	6,347.5	7,121.5	DPS(元)	0.18	0.19	0.18	0.20	0.23
少数股东权益	822.6	869.8	889.3	940.3	999.2	分红比率	15.7%	14.6%	10.5%	10.5%	10.5%
股本	1,386.4	1,386.5	1,292.7	1,292.7	1,292.7	股息收益率	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%
留存收益	6,663.6	7,497.1	9,571.5	11,859.2	14,491.8						
股东权益	8,786.7	9,308.9	11,753.5	14,092.2	16,783.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.16	1.32	1.70	1.93	2.23
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	6.16	6.53	8.40	10.17	12.21
净利润	1,459.9	1,759.4	2,198.3	2,498.0	2,887.7	PE(X)	24.3	21.5	16.7	14.7	12.7
加:折旧和摊销	280.2	166.5	137.6	184.4	219.9	PB(X)	4.6	4.3	3.4	2.8	2.3
资产减值准备	137.2	10.4	-	-	-	P/FCF	15.9	16.5	40.0	16.5	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	4.6	4.6	4.2	3.5	3.0
财务费用	291.6	242.9	237.3	184.1	178.2	EV/EBITDA	19.2	10.4	10.9	8.6	6.7
投资损失	-183.2	-464.5	-202.0	-340.3	-364.9	CAGR(%)	20.4%	18.8%	25.1%	20.4%	18.8%
少数股东损益	-44.8	53.3	19.5	51.0	58.9	PEG	1.2	1.1	0.7	0.7	0.7
营运资金的变动	2,367.3	-1,111.2	630.3	-68.0	627.0	ROIC/WACC	2.2	3.3	4.7	5.6	5.9
经营活动产生现金流量	804.4	-130.0	3,021.0	2,509.3	3,606.8						
投资活动产生现金流量	1,714.9	2,975.8	-279.0	-130.0	-271.3						
融资活动产生现金流量	-1,451.0	-1,952.3	-1,669.4	-295.8	-634.1						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn