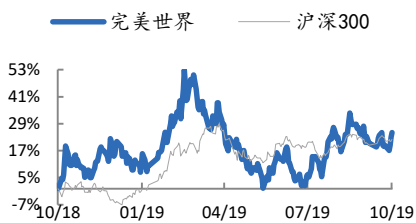


投资评级：增持

 当前价格(元): 28.78
合理价格区间(元): 34.00~40.80

证券分析师
雷涛

 资格编号: S0120518060001
电话: 021-68761616-6307
邮箱: leitao@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.8	-0.9	17.7
相对涨幅 (%)	0.1	-2.9	16.5

资料来源: 德邦研究所

相关研究

《完美世界-002624.SZ: 宁静致远, 以精品铸就业绩口碑双“完美”》
2019.06.27

《完美世界-002624.SZ: 2019 半年报业绩超预期上沿, 手游发力显著》
2019.08.12

三季度符合预期,《我的起源》千万预约再造爆款完美世界(002624.SZ)

投资要点:

- 公司发布 2019 年三季度报。**公司发布 2019 年三季度报, 实现营业收入 58.12 亿元, 同比增长 5.43%; 实现归属于上市公司股东的净利润 14.76 亿元, 同比增长 12.00%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 14.20 亿元, 同比增长 28.47%; 基本每股收益为 1.14 元, 加权平均净资产收益率为 16.23%; 实现经营性活动现金流净额 8.17 亿元, 较去年同期的-4.83 亿元显著改善。
- 手游业务精品连连,“完美”“神雕”后波澜再起,《我的起源》千万预约爆款可期。**上半年, 公司重点推出了《完美世界》、《云梦四时歌》等重磅手游并授权腾讯发行及运营, 依托第三方的平台优势, 手游业务业绩的大幅提升。第三季度, 公司重点推出《神雕侠侣 2》, 该作品入围 IOS 游戏畅销榜前十强近一个月, 目前仍保持在前二十强水平。11 月中旬, 公司与腾讯合作的第三款年度重磅手游《我的起源》即将发行。目前,《我的起源》的官网预约人数已达 1392 万, TapTap 预约人数也已达 421 万, 上线前的火爆程度甚至超过《完美世界》手游。我们认为该作品有望成为公司今年手游业务的最大增长点。另外, 公司计划于年内推出的《梦间集 2》和《新笑傲江湖》均已获批版号。行业方面, 根据伽马数据显示, 前三季度中国移动游戏市场实际销售收入同比增长 20%, 环比增长 4.1%, 手游依然是中国游戏市场的优质赛道, 手游业务作为公司的核心业务也将继续为公司业绩增长提供动力。
- 秉承电子竞技之东风, 于云游戏时代大有可为。**根据伽马数据显示, 前三季度国内电子竞技游戏市场实际销售收入同比增长 20%, 环比增长 4.8%, 用户规模同比增长 10%, 环比增长 1.1%。电竞产业受到国家相关部门的充分重视和规范引导, 稳步发展的趋势已经形成。公司与 Valve 公司深度友好合作, 代理的《DOTA2》和《CS:GO》均为国际级电竞产品, 将持续受益于电子竞技体育化、全民化和生态化的良性发展。同时, 公司积极探索诸如 AR、VR、人工智能、云计算等前沿技术在游戏中的应用。我们认为公司于 PC 端游、主机游戏等大屏精品游戏中积累的研发优势, 将在 5G 云游戏时代为公司提供更为广阔的市场空间。
- 投资建议。**基于公司网络游戏业务尤其是手游业务的快速增长、影视相关业务缓慢增长的假设, 我们维持对公司的盈利预测, 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.70、2.10 和 2.57 元, 当前股价对应 2019-2021 年市盈率分别为 17、14 和 11 倍。我们维持公司 2019 年的合理价格区间 34.00-40.80 元, 维持“增持”评级。
- 风险提示。**监管政策收紧风险, 行业增速放缓风险, 存货减值风险, 股权质押风险。

股票数据

总股本(百万)	1,314.82
流通 A 股(百万)	1,314.82
52 周内股价区间(元)	35.25-23.05
总市值(百万)	37,853.76
总资产(百万)	17,359.51
每股净资产(元)	7.38

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7930	8034	9097	10873	12944
(+/-) YoY (%)	28.8	1.3	13.2	19.5	19.0
净利润(百万元)	1505	1706	2200	2712	3328
(+/-) YoY (%)	29.0	13.4	29.0	23.2	22.7
全面摊薄 EPS (元)	1.16	1.32	1.70	2.10	2.57
毛利率 (%)	57.4	55.8	60.8	62.1	63.1
净资产收益率 (%)	18.9	20.2	22.8	22.6	22.3

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	8034	9097	10873	12944
每股收益	1.32	1.70	2.10	2.57	营业成本	3550	3562	4126	4774
每股净资产	6.53	7.46	9.29	11.56	毛利率%	55.8	60.8	62.1	63.1
每股经营现金流	-0.10	1.70	1.68	2.16	营业税金及附加	43	57	65	79
每股股利	0.00	0.22	0.26	0.29	营业税金率%	0.5	0.6	0.6	0.6
价值评估 (倍)					营业费用	880	949	1153	1365
P/E	21.10	16.91	13.72	11.18	营业费用率%	11.0	10.4	10.6	10.5
P/B	4.27	3.86	3.10	2.49	管理费用	704	823	973	1163
P/S	4.97	4.30	3.60	3.02	管理费用率%	8.8	9.0	9.0	9.0
EV/EBITDA	22.65	15.42	11.82	8.87	研发费用	1413	1568	1887	2241
股息率%	0.0	0.8	0.9	1.0	研发费用率%	17.6	17.2	17.4	17.3
盈利能力指标 (%)					EBIT	1443	2138	2669	3322
毛利率	55.8	60.8	62.1	63.1	财务费用	168	52	16	-17
净利润率	21.2	24.2	24.9	25.7	财务费用率%	2.1	0.6	0.1	-0.1
净资产收益率	20.2	22.8	22.6	22.3	资产减值损失	10	0	0	0
资产回报率	10.7	12.9	14.0	14.6	投资收益	465	238	286	343
投资回报率	25.2	35.6	39.9	45.0	营业利润	1892	2473	3095	3847
盈利增长 (%)					营业外收支	23	48	47	53
营业收入增长率	1.3	13.2	19.5	19.0	利润总额	1916	2521	3142	3900
EBIT 增长率	-13.5	48.2	24.8	24.5	EBITDA	1609	2323	2869	3541
净利润增长率	13.4	29.0	23.2	22.7	所得税	156	252	346	468
偿债能力指标					有效所得税率%	8.2	10.0	11.0	12.0
资产负债率%	41.7	38.0	32.6	29.4	少数股东损益	53	69	85	104
流动比率	2.7	3.0	3.6	4.0	归属母公司所有者净利润	1706	2200	2712	3328
速动比率	2.0	2.2	2.7	3.1					
现金比率	1.1	1.2	1.6	2.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	4229	4813	6232	8676
应收帐款周转天数	82.4	85.0	85.0	85.0	应收款项	1964	2118	2532	3014
存货周转天数	191.1	240.0	230.0	220.0	存货	2142	2342	2600	2877
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	其它流动资产	2448	2524	2674	2864
固定资产周转率	19.1	27.7	41.9	68.1	流动资产合计	10783	11797	14038	17431
					长期股权投资	1559	1722	1802	1882
					固定资产	362	294	225	155
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	87	83	89	102
					非流动资产合计	5195	5286	5303	5327
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	15978	17083	19341	22758
净利润	1706	2200	2712	3328	短期借款	1270	924	557	600
少数股东损益	53	69	85	104	应付账款	393	509	564	662
非现金支出	177	185	201	219	预收账款	409	511	592	712
非经营收益	-325	-203	-278	-357	其它流动负债	1849	2005	2147	2370
营运资金变动	-1741	-57	-544	-508	流动负债合计	3921	3949	3860	4344
经营活动现金流	-130	2195	2175	2786	长期借款	794	594	494	394
资产	-96	-51	-76	-94	其它长期负债	1954	1954	1954	1954
投资	2789	-163	-80	-80	非流动负债合计	2748	2548	2448	2348
其他	282	238	286	343	负债总计	6669	6497	6308	6692
投资活动现金流	2976	24	130	169	实收资本	1386	1359	1359	1359
债权募资	-215	-346	-367	-57	普通股股东权益	8439	9648	12010	14938
股权募资	2	-692	0	0	少数股东权益	870	938	1023	1127
其他	-1740	-597	-519	-455	负债和所有者权益合计	15978	17083	19341	22758
融资活动现金流	-1952	-1635	-885	-512					
现金净流量	894	584	1419	2443					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。