

完美世界(002624)/传媒
影视减值影响业绩，游戏业务高增长
评级：买入(维持)

市场价格：45.71

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)	1292.70
流通股本(百万股)	1159.95
市价(元)	45.71
市值(百万元)	59089.22
流通市值(百万元)	53021.22

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) 中报点评：手游业务表现优异
- 2 【中泰传媒】完美世界(002624) 跟踪点评：一季度业绩增速达预告上限，新品盈利能力凸显
- 3 【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

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	7,757	9,565	10,952
增长率 yoy%	28.76%	1.31%	-3.45%	23.32%	14.50%
净利润	1,505	1,706	1,496	2,387	2,725
增长率 yoy%	29.01%	13.38%	-12.29%	59.49%	14.20%
每股收益(元)	1.16	1.32	1.16	1.85	2.11
每股现金流量	0.62	-0.10	2.91	-0.52	3.99
净资产收益率	18.89%	20.22%	14.57%	18.95%	17.98%
P/E	39.27	34.63	39.48	24.76	21.68
PEG	2.07	2.05	14.05	1.30	1.28
P/B	7.42	7.00	5.75	4.69	3.90

备注：

投资要点

- **事件：**完美世界发布 2019 年业绩预告，报告期内预计实现归母净利润（14.5 亿~15.5 亿），同比下滑（9.15%~15.01%）。
- **游戏业务表现出色，影视业务存货减值+商誉减值影响全年业绩。**
 - **游戏业务：**报告期预计实现净利润 18.5 亿~19.2 亿，同比增长 35.22%~40.33%，2019 年上线的《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》、《我的起源》、《新笑傲江湖》等游戏表现出色，推动游戏业务快速增长。
 - **影视业务：**受到行业竞争格局变化及监管趋严影响，公司预计需计提 3.5~4 亿的存货跌价准备。商誉方面预计需计提影视子公司天津同心影视（青春你好）商誉减值 3.5~3.8 亿，但由于相关协议约定，同心影视需做出相关业绩补偿，因此公司 2019 年非经常性损益预计为 4 亿，同比去年 2.5 9 亿有较大幅度增加。结合以上商誉与存货减值情况，公司预计 2019 年全年影视业务亏损 3 亿~3.6 亿，我们以此推算，公司 2019 年影视实际实现业务利润应在 4000~5000 万左右。
- **减轻影视包袱，2020Q1 游戏业务有望继续稳定增长：**
- **资产负债表、现金流量表改善：**
 - 公司存量影视项目中包括《半生缘》、《勇敢的心 2》、《西夏死书》、《霍元甲》、《壮志高飞》等均为 2017 年下半年~2018 年上半年开拍，当时处于影视泡沫高峰期，目前市场情况下看成本错配明显，计提部分存货减值后，公司资产负债表质量有望获得改善，同时随着积压的电视剧项目陆续开播，公司应收账款回收有望加快，在项目投资额度与成本双降的情况下，公司报表端预计将获得明显改善。
- **游戏业务有望继续良好表现，2020Q1 业绩增速值得期待：**
 - 公司 12 月份上线的《新笑傲江湖》表现出色，但由于递延确认机制，我们预计收入将大部分体现在 2020Q1，而费用则在 2019 年确认，因此 2020Q1 公司游戏业务有望继续保持同比高增长。整体业绩增长方面，考虑到去年同期影视剧《青春斗》的高基数影响，预计增速会略低于游戏业务增长。
- **盈利预测及投资建议：**考虑公司减值影响，我们下调 2019 年业绩预期，由于减值为一次性影响，我们维持公司 2020 年增长预期，预计公司 2019-2020 年

实现营业收入分别为 77.57 亿元、95.65 亿元，分别同比增长-3.45%、23.32%；实现归属母公司的净利润分别为 14.96 亿元、23.87 亿元，分别同比增长-12.29%、59.49%。对应 EPS 分别为 1.16 元、1.85 元，现价对应 2020xPE 为 25 倍。公司游戏业务增长迅速，项目储备丰富，估值合理，建议投资者积极关注，继续维持“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)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,930	8,034	7,757	9,565	10,952	货币资金	3,236	4,229	6,225	5,476	10,507
增长率	28.8%	1.3%	-3.5%	23.3%	14.5%	应收款项	1,818	2,079	1,684	2,956	2,357
营业成本	-3,381	-3,550	-2,864	-3,263	-3,724	存货	1,576	2,142	857	2,559	1,340
%销售收入	42.6%	44.2%	36.9%	34.1%	34.0%	其他流动资产	3,616	2,334	2,079	2,518	2,292
毛利	4,549	4,484	4,892	6,303	7,229	流动资产	10,246	10,783	10,845	13,509	16,496
%销售收入	57.4%	55.8%	63.1%	65.9%	66.0%	%总资产	61.8%	67.5%	68.0%	73.0%	77.0%
营业税金及附加	-64	-43	-66	-81	-93	长期投资	3,237	3,452	3,452	3,452	3,452
%销售收入	0.8%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	479	362	311	258	202
营业费用	-744	-880	-970	-1,196	-1,314	%总资产	2.9%	2.3%	2.0%	1.4%	0.9%
%销售收入	9.4%	11.0%	12.5%	12.5%	12.0%	无形资产	114	87	29	-41	-69
管理费用	-2,073	-704	-2,017	-2,391	-2,629	非流动资产	6,339	5,195	5,101	4,992	4,914
%销售收入	26.1%	8.8%	26.0%	25.0%	24.0%	%总资产	38.2%	32.5%	32.0%	27.0%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	1,668	2,856	1,840	2,634	3,193	资产总计	16,585	15,978	15,946	18,501	21,409
%销售收入	21.0%	35.5%	23.7%	27.5%	29.2%	短期借款	618	1,270	0	0	0
财务费用	-190	-168	-150	-130	-140	应付款项	1,368	1,055	1,208	1,364	1,628
%销售收入	2.4%	2.1%	1.9%	1.4%	1.3%	其他流动负债	3,229	1,596	1,596	1,596	1,596
资产减值损失	137	10	500	66	283	流动负债	5,215	3,921	2,805	2,961	3,224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	500	794	0	0	0
投资收益	183	465	150	150	200	其他长期负债	2,083	1,954	1,954	1,954	1,954
%税前利润	11.6%	14.7%	8.9%	5.6%	6.5%	负债	7,798	6,669	4,759	4,915	5,178
营业利润	1,524	3,142	1,340	2,588	2,970	普通股股东权益	7,964	8,439	10,270	12,595	15,155
营业利润率	19.2%	39.1%	17.3%	27.1%	27.1%	少数股东权益	823	870	917	991	1,076
营业外收支	59	23	340	91	91	负债股东权益合计	16,585	15,978	15,946	18,501	21,409
税前利润	1,584	3,166	1,680	2,680	3,060						
利润率	20.0%	39.4%	21.7%	28.0%	27.9%						
所得税	-189	-156	-137	-219	-250						
所得税率	11.9%	4.9%	8.2%	8.2%	8.2%						
净利润	1,460	1,759	1,543	2,461	2,811						
少数股东损益	-45	53	47	75	85						
归属于母公司的净利润	1,505	1,706	1,496	2,387	2,725						
净利率	19.0%	21.2%	19.3%	24.9%	24.9%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,460	1,759	1,543	2,461	2,811	每股指标					
加:折旧和摊销	280	166	111	126	86	每股收益(元)	1.16	1.32	1.16	1.85	2.11
资产减值准备	137	10	0	0	0	每股净资产(元)	6.16	6.53	7.95	9.74	11.72
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.62	-0.10	2.91	-0.52	3.99
财务费用	292	243	150	130	140	每股股利(元)	0.17	0.17	0.03	0.05	0.13
投资收益	-183	-465	-150	-150	-200	回报率					
少数股东损益	-45	53	47	75	85	净资产收益率	18.89%	20.22%	14.57%	18.95%	17.98%
营运资金的变动	2,367	-1,249	2,103	-3,242	2,323	总资产收益率	8.80%	11.01%	9.68%	13.30%	13.13%
经营活动现金净流	804	-130	3,758	-675	5,160	投入资本收益率	23.45%	34.01%	27.99%	91.70%	48.51%
固定资本投资	36	128	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	1,715	2,976	118	118	178	营业总收入增长率	28.76%	1.31%	-3.45%	23.32%	14.50%
股利分配	-223	-223	-38	-62	-166	EBIT增长率	42.60%	93.06%	-54.98%	82.42%	14.39%
其他	-1,227	-1,729	-1,841	-130	-140	净利润增长率	29.01%	13.38%	-12.29%	59.49%	14.20%
筹资活动现金净流	-1,451	-1,952	-1,879	-192	-306	总资产增长率	1.76%	-3.66%	-0.20%	16.02%	15.72%
现金净流量	1,068	894	1,996	-750	5,032	资产管理能力					
						应收账款周转天数	85.6	85.8	85.8	85.8	85.8
						存货周转天数	47.0	83.3	69.6	64.3	64.1
						应付账款周转天数	64.7	44.7	54.7	49.7	52.2
						固定资产周转天数	22.8	18.8	15.6	10.7	7.6
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-22.82%	-44.71%	-48.95%	-77.34%	-57.86%
						EBIT利息保障倍数	9.0	19.7	9.9	20.9	22.2
						资产负债率	47.02%	41.74%	29.84%	26.57%	24.19%

来源: 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。