

方正证券研究所证券研究报告

完美世界(002624)

公司研究

传媒行业

公司财报点评

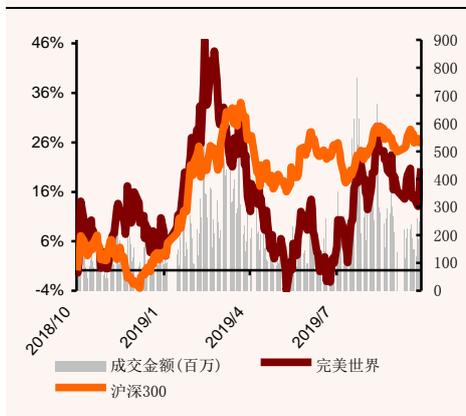
2019.10.27/推荐(维持)

传媒首席：杨仁文  
执业证书编号：S1220514060006  
联席首席：姚蕾  
执业证书编号：S1220516080006

联系人：李舒婕

E-mail lishujie@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《19H1 业绩略超预期上限，手游表现强劲，期待后续产品》2019.08.11  
《剧集项目丰富、助推 18 年收入稳增，19 年游戏新品上线值得期待》2019.02.28  
《完美手游已拿版号，此前已多轮测试，腾讯独代渠道助力，有望带来 19 年业绩弹性》2019.01.24

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：公司公告 2019 年 3 季报，19Q1-Q3 实现营收 58.12 亿元 (YOY+5.43%)、归母净利 14.76 亿元 (YOY+12%)、扣非 14.2 亿元 (YOY+28.47%)、净经营性现金流 8.17 亿元 (YOY+269.26%)；对应 19Q3 营收 21.56 亿元 (YOY+16.77%)、归母净利 4.55 亿元 (YOY-15%)、扣非 4.46 亿元 (YOY+12.13%)、净经营性现金流 6.5 亿元 (YOY+368.9%)。

点评：

1、19Q3 扣非同比增长 12%，新老游戏表现可圈可点，递延收入增加，经营性现金流好转。① 游戏业务，19Q3 《完美世界》手游、《诛仙手游》等新老产品依然贡献可观业绩，《神雕侠侣 2》上线后常居畅销榜前列、但因自研自发产品收入有所递延。影视业务，19Q3 《老酒馆》《山月不知心底事》开播并确认收入，9 月开机《天舞纪》(步非烟小说改编/许凯+吴佳怡主演)。② 19Q1/Q2/Q3 公司实现营收 20.4/16.1/21.6 亿元，归母净利 4.9/5.3/4.6 亿元，扣非 4.6/5.1/4.5 亿元。若剔除院线剥离影响(18 年 8 月起不再并表)，公司 19Q1-Q3 营收同比增长 16%。18Q3 公司处置联营企业祖龙公司部分股权，确认税后非经损益 1.1 亿元，而 19Q3 无此类大额非经收益。19Q1-Q3 公司现金流同比大幅好转，主要为新老游戏表现较好、带来流水增加，且影视剧项目去库存、现金支出减少。③ 从盈利能力看，19Q1-Q3 毛利率同比增加，主要受授权独代手游收入确认为净额法的影响(《完美世界》《云梦四时歌》)，19Q3 销售费率增加主要为《神雕侠侣 2》新上线的推广力度较大、Ti9 比赛费用。④ 截至 19Q3 期末，应收账款 29.75 亿元(较 18 年底增加 51%、主要为新上线的游戏及影视项目带来的应收增加)，无形资产 1.42 亿元(较 18 年底增加 64%、主要为上线游戏的开发支出确认为无形资产)，开发支出 1.66 亿元(较 18 年底增加 100%、主要为游戏开发支出资本化)，应付账款 6.47 亿元(较 18 年底增加 65%、主要为应付市场推广费及应付游戏分成款增加)，其他流动负债(较 18 年底增加 51%、主要为游戏递延收入增加)。

2、19 年以来多款新游表现超预期、后续产品储备丰富；电视剧业务平稳过渡、等待后续项目进展。手游储备：《我的起源》(腾讯独代/11.12 预下载、11.15 不删档不限号上线/预约已过千万)、《梦间集天鹅座》(已有版号)、《新笑傲江湖》(已有版号)、《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等类型，涉及未来科幻、二次元、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等题材，融合开放世界、沙盒等元素；端游储备：《新诛仙世界》(次世代)；主机游戏储备：《完美世界主机版》；端游+主机双平台储备：《Torchlight Frontiers》、《Magic Ascension》等；海外：搭建手游海外发行团队，积极整合全球研运资源；电竞及对外合作：蒸汽平台(Steam 中国)已上线；新技术：积极探索如 AR、VR、人工智能、云计算等前沿技术在游戏中的应用，进一步发挥公司在端游、主机游戏等大屏游戏的研发经验优势。

**3、盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 20.66/23.98/26.52 亿元，对应当前 PE 分别为 19/17/15X。维持“推荐”评级。

**风险提示：**游戏及影视行业政策风险，竞争程度加剧，老产品生命周期不及预期，新产品上线进度及市场表现不及预期，用户获取成本及 IP 价格进一步上涨，核心人才流失，玩家偏好改变，新技术变革不及预期，公司治理/商誉/解禁减持风险，市场风格切换等。

#### 盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8033.77	7635.00	8971.11	9824.06
(+/-) (%)	1.31	-4.96	17.50	9.51
净利润	1706.10	2065.75	2397.68	2651.55
(+/-) (%)	13.38	21.08	16.07	10.59
EPS(元)	1.32	1.49	1.73	1.91
P/E	21.10	19.32	16.65	15.05

数据来源：wind 方正证券研究所

### 事件:

公司公告 2019 年 3 季报, 19Q1-Q3 实现营收 58.12 亿元(YOY+5.43%)、归母净利 14.76 亿元(YOY+12%)、扣非 14.2 亿元(YOY+28.47%)、净经营性现金流 8.17 亿元(YOY+269.26%); 对应 19Q3 营收 21.56 亿元(YOY+16.77%)、归母净利 4.55 亿元(YOY-15%)、扣非 4.46 亿元(YOY+12.13%)、净经营性现金流 6.5 亿元(YOY+368.9%)。

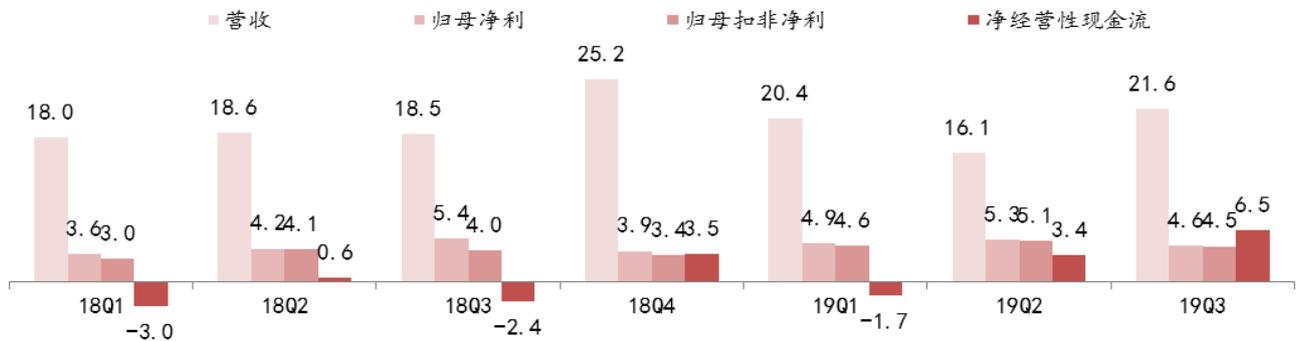
### 点评:

**1、19Q3 扣非同比增长 12%，新老游戏表现可圈可点，递延收入增加，经营性现金流好转。**

① 游戏业务, 19Q3 《完美世界》手游、《诛仙手游》等新老产品依然贡献可观业绩, 《神雕侠侣 2》上线后常居畅销榜前列、但因自研自发产品收入有所递延。影视业务, 19Q3 《老酒馆》《山月不知心底事》开播并确认收入, 9 月开机《天舞纪》(步非烟小说改编/许凯+吴佳怡主演)等。

② 19Q1/Q2/Q3 公司实现营收 20.4/16.1/21.6 亿元, 归母净利 4.9/5.3/4.6 亿元, 扣非 4.6/5.1/4.5 亿元。剔除院线剥离影响(18 年 8 月起不再并表), 19Q1-Q3 营收同比增长 16%。18Q3 处置联营企业祖龙公司部分股权, 确认税后非经损益 1.1 亿元, 而 19Q3 无此类大额非经收益。19Q1-Q3 公司现金流同比大幅好转, 主要为新老游戏表现较好、带来流水增加, 且影视剧项目去库存、现金支出减少。

图表1: 18Q1-19Q3 季度业绩



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表2: 18Q1-19Q3 盈利能力

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
ROE	4.4%	5.0%	6.4%	4.7%	5.6%	5.9%	4.9%
毛利率	61.3%	57.9%	59.7%	47.5%	68.1%	69.2%	60.8%
净利率	21.7%	22.3%	30.7%	15.3%	23.8%	32.6%	20.8%
销售费率	9.3%	15.0%	14.0%	7.0%	9.0%	10.0%	22.3%
管理费率	30.6%	22.9%	8.6%	8.8%	7.6%	9.9%	6.3%
研发费率			15.3%	18.9%	22.4%	15.8%	13.6%
财务费率	3.4%	0.8%	2.2%	2.0%	2.5%	2.3%	1.3%
所得税率	6.8%	-0.8%	17.0%	3.7%	15.6%	-3.9%	4.1%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

③ 从盈利能力看, 19Q1-Q3 毛利率同比增加, 主要受授权独代手游收入确认为净额法的影响(《完美世界》《云梦四时歌》), 19Q3 销售费率增加主要为《神雕侠侣2》新上线的推广力度较大、Ti9 比赛费用。

④ 截至 19Q3 期末, 应收账款 29.75 亿元(较 18 年底增加 51%、主要为新上线的游戏及影视项目带来的应收增加), 无形资产 1.42 亿元(较 18 年底增加 64%、主要为上线游戏的开发支出确认为无形资产), 开发支出 1.66 亿元(较 18 年底增加 100%、主要为游戏开发支出资本化), 应付账款 6.47 亿元(较 18 年底增加 65%、主要为应付市场推广费及应付游戏分成款增加), 其他流动负债(较 18 年底增加 51%、主要为游戏递延收入增加)。

图表3: 18Q4-19Q3 资产负债重要项

单位: 亿元	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
货币资金	42.29	46.87	44.46	41.38
应收票据及应收账款	19.64	25.34	27.13	30.40
预付款项	7.90	8.16	8.15	8.12
存货	21.42	20.89	23.08	23.00
无形资产	0.87	0.77	1.03	1.42
开发支出			1.11	1.66
商誉	9.32	9.70	9.71	9.71
短期借款	12.70	11.39	11.67	8.02
应付票据及应付账款	3.93	3.19	3.87	6.47
预收款项	4.09	5.00	4.85	5.64
其他流动负债	9.31	8.07	11.04	14.10
长期借款	7.94	7.79	3.67	3.58
其他非流动负债(主要为基金 负债类合伙人出资)	19.17	19.15	19.16	19.15

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2、19 年以来多款新游表现超预期、后续产品储备丰富; 电视剧业务平稳过渡、等待后续项目进展。

据七麦数据, 《新诛仙》: 2016.9.2 上线, iOS 游戏畅销榜 2019 年平均排名 42、最高 19、最新 29; 《完美世界》: 2019.3.6 上线, iOS 游戏畅销榜 2019 年平均排名 8、最高 1、最新 14; 《神雕侠侣2》: 2019.7.26 上线, iOS 游戏畅销榜 2019 年平均排名 12、最高 5、最新 17。

图表4: 《新诛仙》iOS 畅销表现



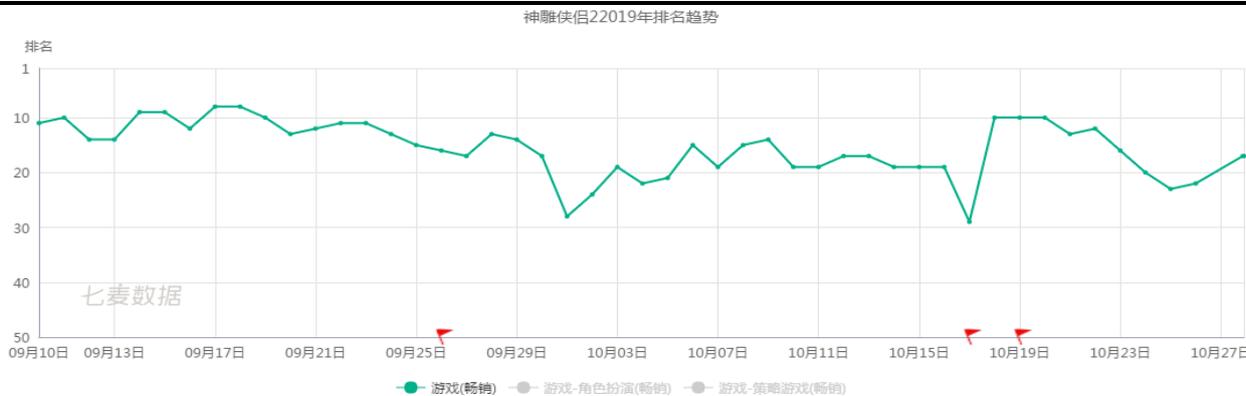
资料来源: 七麦数据, 方正证券研究所

图表5: 《完美世界》iOS 畅销表现



资料来源: 七麦数据, 方正证券研究所

图表6: 《神雕侠侣2》iOS 畅销表现



资料来源: 七麦数据, 方正证券研究所

**手游储备:**《我的起源》(腾讯独代/11.12预下载、11.15不删档不限号上线/预约已过千万)、《梦间集天鹅座》(已有版号)、《新笑傲江湖》(已有版号)、《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等, 涵盖MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等类型, 涉及未来科幻、二次元、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等题材, 融合开放世界、沙盒等元素; **端游储备:**《新诛仙世界》(次世代); **主机游戏储备:**《完美世界主机版》; **端游+主机双平台储备:**《Torchlight Frontiers》、《Magic Ascension》等;

**海外:** 搭建手游海外发行团队, 积极整合全球研运资源; **电竞及对外合作:** 蒸汽平台(Steam中国)已上线; **新技术:** 积极探索如AR、VR、人工智能、云计算等前沿技术在游戏中的应用, 进一步发挥公司在端游、主机游戏等大屏游戏的研发经验优势。

**3、盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为20.7/24.0/26.5亿元, 对应当前PE分别为19/17/15X., 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 游戏及影视行业政策风险, 竞争程度加剧, 老产品生命周期不及预期, 新产品上线进度及市场表现不及预期, 用户获取成本及IP价格进一步上涨, 核心人才流失, 玩家偏好改变, 新技术变革不及预期, 公司治理/商誉/解禁减持风险, 市场风格切换等。

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	10783.28	12631.04	15253.73	18016.25	<b>营业总收入</b>	8033.77	7635.00	8971.11	9824.06
现金	4228.91	5973.72	8324.66	11155.70	营业成本	3549.95	2699.30	3277.55	3568.66
应收账款	1964.39	2300.96	2334.95	2287.79	营业税金及附加	43.46	45.81	53.83	58.94
其它应收款	114.41	125.51	147.47	161.49	营业费用	880.39	671.88	773.31	835.04
预付账款	789.74	674.83	819.39	892.16	管理费用	704.21	610.80	717.69	785.92
存货	2141.80	1996.74	2065.30	1955.43	财务费用	167.83	35.47	9.30	-25.97
其他	1544.02	1559.29	1561.97	1563.67	资产减值损失	10.39	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	5195.00	5294.86	5425.17	5544.34	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3452.24	3602.24	3802.24	3982.24	投资净收益	464.55	150.00	200.00	180.00
固定资产	362.34	312.61	262.13	210.91	<b>营业利润</b>	1892.28	2347.44	2724.64	3013.12
无形资产	1064.97	1064.55	1045.34	1035.74	营业外收入	30.87	0.00	0.00	0.00
其他	315.45	315.45	315.45	315.45	营业外支出	7.40	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	15978.28	17925.90	20678.91	23560.60	<b>利润总额</b>	1915.74	2347.44	2724.64	3013.12
<b>流动负债</b>	3921.30	3756.23	4057.05	4226.94	所得税	156.36	234.74	272.46	301.31
短期借款	1270.02	1270.02	1270.02	1270.02	<b>净利润</b>	1759.39	2112.70	2452.18	2711.81
应付账款	393.09	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	53.28	46.95	54.49	60.26
其他	2258.18	2486.20	2787.03	2956.91	<b>归属母公司净利润</b>	1706.10	2065.75	2397.68	2651.55
<b>非流动负债</b>	2748.08	2748.08	2748.08	2748.08	EBITDA	1609.13	2336.05	2618.62	2882.98
长期借款	793.75	793.75	793.75	793.75	EPS (元)	1.32	1.49	1.73	1.91
其他	1954.33	1954.33	1954.33	1954.33					
<b>负债合计</b>	6669.38	6504.30	6805.13	6975.01	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	869.77	916.72	971.21	1031.47	<b>成长能力</b>				
股本	1386.49	1386.49	1386.49	1386.49	营业收入	0.01	-0.05	0.17	0.10
资本公积	2908.17	2908.17	2908.17	2908.17	营业利润	0.19	0.24	0.16	0.11
留存收益	4588.90	6654.65	9052.34	11703.88	归属母公司净利润	0.13	0.21	0.16	0.11
归属母公司股东权益	8439.14	10504.88	12902.57	15554.11	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	15978.28	17925.90	20678.91	23560.60	毛利率	0.56	0.65	0.63	0.64
					净利率	0.21	0.27	0.27	0.27
					ROE	0.20	0.20	0.19	0.17
					ROIC	0.36	0.51	0.59	0.71
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.42	0.36	0.33	0.30
					净负债比率	0.24	0.20	0.16	0.13
					流动比率	2.75	3.36	3.76	4.26
					速动比率	2.20	2.83	3.25	3.80
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.45	0.46	0.44
					应收账款周转率	4.51	3.58	3.87	4.25
					应付账款周转率	18.21	21.30	25.02	23.92
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.32	1.49	1.73	1.91
					每股经营现金	-0.10	1.47	1.91	2.28
					每股净资产	6.53	8.13	9.98	12.03
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.10	19.32	16.65	15.05
					P/B	4.27	3.54	2.88	2.39
					EV/EBITDA	22.65	12.71	10.44	8.50

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com