

## 传媒

2019年10月28日

## 完美世界 (002624)

——3Q19 业绩符合预期，后续增长确定性强

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2019年10月25日

收盘价(元)	28.79
一年内最高/最低(元)	36.54/22.6
市净率	3.9
息率(分红/股价)	0.63
流通A股市值(百万元)	33395
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	7.38
资产负债率%	40.14
总股本/流通A股(百万)	1293/1160
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《完美世界(002624)深度：中期增长确定性强、估值提升空间大的游戏研发龙头》  
2019/10/14

《完美世界(002624)点评：1H19 业绩超市场预期，精品手游将持续带动增长》  
2019/08/12

## 证券分析师

林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
袁伟嘉 A0230519080013  
yuanwj@swsresearch.com

## 联系人

袁伟嘉  
(8621)23297818×转  
yuanwj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 完美世界19年前三季度实现营业收入58.12亿元，同比增长5.43%；实现归母净利润14.76亿元，同比增长12.00%；实现扣非净利润14.20亿元，同比增长28.47%。其中Q3单季度实现营收21.56亿元(yoy+16.77%)、归母净利润4.55亿元(yoy-15.00%)、扣非归母净利润4.47亿元(yoy+12.13%)。前三季度归母净利润位于业绩预告中值偏上，符合市场预期。

## 投资要点：

- 3Q19 游戏景气度延续，影视环比有所改善。**游戏业务方面，腾讯独代的《完美世界》手游流水相较上半年有所下滑，但依然保持月均2-3亿水准(符合预期)；7月底上线的《神雕侠侣2》表现超预期，三季度保持iOS游戏畅销榜10名左右，我们预计其月均流水2亿。影视业务方面，公司下半年影视内容以主旋律题材为主，大项目较少。公司参投的《老酒馆》《山月不知心底事》三季度实现收入确认，相比Q2有所改善。回顾3Q18，游戏版号暂停无新品上线、电视剧业务收入确认较少，而大额投资收益使得表观业绩基数较高，我们认为3Q19游戏和电视剧核心业务在经营上实际取得较高增长。Q3单季度毛利率环比下降8.3pct至60.77%，主要因为《神雕2》为自主发行，按总额法确认收入。
- 新品发行带动Q3销售费用率提升，现金流明显改善，递延收入显著增加。**公司Q3单季度销售费率22.33%(yoy+8.33pct)，增量主要由于Q3上线的《神雕2》买量推广、《诛仙》手游周年庆，以及代垫Ti9推广费用所致。Q3管理费率6.25%(yoy-2.37pct)有所降低、研发费率13.61%(yoy-1.69pct)基本平稳。公司前三季度经营现金流净额8.17亿元，同比增长269.26%，其中Q3单季度经营现金流净额6.50亿元，高于当期净利润，主要由于核心游戏回款以及影视投入减少所致。《神雕2》带动递延收入(其他流动负债口径)Q3环比增加3.05亿，有望为Q4业绩增长形成较强支撑。
- 年底至明年重点游戏储备丰富，影视期待边际改善。**4Q19《我的起源》《笑傲江湖手游》《梦间集天鹅座》有望上线，其中《我的起源》11月15日上线，预约量已超1300万。中期看18年新引进的资深团队将进入产能释放期，明年《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》等新作能见度较高，业绩确定性较强。影视板块预计年底至明年剧集排期相对常态化，且艺人限薪后电视剧公司有望优化生产要素配置提升内容质量，期待年底至明年边际改善。
- 维持盈利预测，维持“买入”评级。**我们预计公司19-21实现营收80.4/101.4/118.6亿元，实现归母净利润20.9/24.7/27.9亿元，对应EPS1.62/1.91/2.15元，对应PE18/15/13倍。公司短期有核心产品上线、公司新一轮回购等催化剂；中期看游戏储备丰富，产品线能见度和确定性较高；长期看蒸汽平台有望发挥平台优势，结合公司突出的研发能力，享受云游戏红利。影视业务占比较低且基本面触底，后续有望边际改善。维持“买入”评级。
- 风险提示：**监管政策边际变化风险，游戏项目延期/表现不及预期风险，资产减值风险。

## 财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	8,034	5,812	8,040	10,143	11,859
同比增长率(%)	1.3	5.4	0.1	26.1	16.9
归母净利润(百万元)	1,706	1,476	2,088	2,468	2,786
同比增长率(%)	13.4	12.0	22.4	18.2	12.9
每股收益(元/股)	1.30	1.14	1.62	1.91	2.15
毛利率(%)	55.8	65.7	61.0	60.6	60.0
ROE(%)	20.2	15.5	19.7	18.8	17.4
市盈率	22		18	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,930	8,034	8,040	10,143	11,859
其中: 营业收入	7,930	8,034	8,040	10,143	11,859
减: 营业成本	3,381	3,550	3,136	3,996	4,744
减: 税金及附加	64	43	43	55	64
主营业务利润	4,485	4,440	4,861	6,092	7,051
减: 销售费用	744	880	724	964	1,127
减: 管理费用	762	704	655	822	961
减: 研发费用	1,311	1,413	1,407	1,732	2,043
减: 财务费用	190	168	90	124	113
经营性利润	1,478	1,275	1,985	2,450	2,807
减: 资产减值损失	137	10	8	2	0
减: 信用减值损失	0	0	27	36	27
加: 投资收益及其他	183	465	200	200	200
营业利润	1,593	1,892	2,313	2,776	3,145
加: 营业外净收入	56	23	76	52	51
利润总额	1,649	1,916	2,389	2,828	3,195
减: 所得税	189	156	236	283	323
净利润	1,460	1,759	2,153	2,545	2,873
少数股东损益	-45	53	65	77	87
归属于母公司所有者的净利润	1,505	1,706	2,088	2,468	2,786
全面摊薄总股本	1,386	1,386	1,293	1,293	1,293
每股收益 (元)	1.14	1.30	1.62	1.91	2.15

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。