完美世界（002624）

业绩符合预期，关注 Q4 重点新游上线

买入（维持）

2019 年 10 月 27 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 李赛
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,034	8,492	9,627	10,534
同比（%）	1.3%	5.7%	13.4%	9.4%
归母净利润（百万元）	1,706	2,125	2,455	2,713
同比（%）	13.4%	24.5%	15.5%	10.5%
每股收益（元/股）	1.32	1.64	1.90	2.10
P/E（倍）	21.81	17.52	15.16	13.72

投资要点

- **事件：**2019 年前三季度公司实现营业收入 58.12 亿元，同比增加 5.43%，实现归母净利润 14.76 亿元，同比增加 12%，归母扣非净利润 14.20 亿元，同比增加 28.47%，其中 Q3 实现营业收入 21.56 亿元，同比增加 16.77%，实现归母净利润 4.55 亿元，同比下降 15%，实现归母扣非净利润 4.47 亿元，同比增加 12.13%。
- **业绩符合预期，位于预告中上水平。**公司前三季度收入同比增长 5.43%，低增速主要由于去年 8 月份剥离院线业务的影响和新游收入确认口径不同，剔除院线业务影响前三季度收入同比增长 16.10%，2019H1 推出的《完美世界》手游、《云梦四时歌》采取代理模式，收入仅确认分成收入，授权运营模式下的收入及成本金额都较低。公司前三季度毛利率为 65.7%，同比+6pct，毛利为 38.18 亿元，同比增长 16%；总期间费用率 41.3%（同比+0.6pct.），其中销售费用率 14.2%（同比+1.4pct.），管理费用率 7.7%（同比-1pct.），研发费用率 17.3%（同比+0.3pct.），财务费用率 2.0%（同比-0.1%pct）。Q3 期间费用率 43.5%，（同比+3.4pct.），其中销售费用率 22.3%（同比+8.3pct.），主要由于新游推广买量增加，管理费用率 6.3%（同比-2.4%pct.），研发费用率 13.6%（同比-1.7pct.），财务费用率 1.3%同比（-0.9pct.）。公司前三季度净利润 14.76 亿元，同比增长 12%，扣非净利润为 14.20 亿元，同比增长 28.47%，两者差距主要由于去年 Q3 处置祖龙股权和投资美国环球片单的投资收益较多。前三季度公司经营性活动产生的现金流净额为 8.17 亿元，相比去年同期-4.83 亿元，改善明显，主要系本期游戏流水增加及影视剧业务进入平稳发展期带来的现金支出减少所致。
- **Q3 头部游戏排名稳定，关注 Q4《我的起源》等新游大作上线，影视库存逐步消化，播放排期正常后预计将迎来利润释放。**Q3《完美世界》排名略有下滑，但仍维持相对高位，iOS 游戏畅销榜近三个月排名在 5-25 名之间，9 月 10 日上线的《神雕侠侣 2》iOS 游戏畅销榜排名维持在 8-28 名之间。预计 Q4 公司将上线《我的起源》（沙盒进化 MMO，腾讯 6 星产品，11.12 开启预下载，11.15 开启不限号不删档测试，当前超 1300 万预约）、《梦间集天鹅座》（已有版号）、《新笑傲江湖》（已有版号）等新款手游大作，另外在研项目丰富，手游有《战神遗迹》《幻塔》等，主机游戏有《完美世界主机板》《火炬之光》等。影视方面，Q3 公司播出《老酒馆》《山月不知心底事》两部剧集并确认收入，受之前剧集排期进度影响，公司存货压力增加，播出正常定档后库存压力将逐渐释放。公司影视剧团队稳定，长期看有望持续推出精品剧集，贡献利润增量。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 84.9 亿元、96.3 亿元、105.3 亿元，归母净利润分别为 21.3 亿元、24.6 亿元、27.2 亿元，EPS 分别为 1.64 元、1.90 元、2.10 元，对应当前股价 PE 分别为 18、15、14X，公司产品矩阵逐步完善，自研能力有望持续得到验证，看好公司发展前景，维持“买入”评级。
- **风险提示：**游戏上线节奏不及预期；头部产品流水持续下滑；监管风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	28.79
一年最低/最高价	22.43/36.27
市净率(倍)	3.90
流通 A 股市值(百万元)	33394.95

基础数据

每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	40.14
总股本(百万股)	1292.70
流通 A 股(百万股)	1159.95

相关研究

1、《完美世界（002624）：2019H1 业绩略超预告上限，多品类、多题材产品矩阵逐步完善》 2019-08-11

2、《完美世界（002624）：《完美世界》带动业绩略超预告上限，19 年影游储备充足整装待发》 2019-05-06

3、《完美世界（002624）：影游双管齐下，一季报预告表现良好，全年项目储备仍丰富》 2019-03-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

完美世界三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**10,783**	**12,921**	**14,515**	**17,232**
现金	4,229	6,552	6,607	9,871
应收账款	1,964	1,797	2,467	2,199
存货	2,142	1,732	2,729	2,111
其他流动资产	2,448	2,840	2,712	3,051
非流动资产	**5,195**	**5,272**	**5,440**	**5,585**
长期股权投资	1,559	1,727	1,917	2,095
固定资产	362	317	299	267
在建工程	0	16	21	20
无形资产	87	37	41	38
其他非流动资产	3,187	3,176	3,162	3,164
资产总计	**15,978**	**18,193**	**19,955**	**22,817**
流动负债	**3,921**	**4,737**	**4,423**	**4,958**
短期借款	1,270	1,270	1,270	1,270
应付账款	393	526	533	616
其他流动负债	2,258	2,941	2,621	3,072
非流动负债	**2,748**	**2,363**	**2,151**	**1,949**
长期借款	794	409	197	-5
其他非流动负债	1,954	1,954	1,954	1,954
负债合计	**6,669**	**7,100**	**6,574**	**6,907**
少数股东权益	870	873	856	852
归属母公司股东权益	8,439	10,220	12,525	15,058
负债和股东权益	**15,978**	**18,193**	**19,955**	**22,817**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-130	2,895	446	3,654
投资活动现金流	2,976	119	102	56
筹资活动现金流	-1,952	-691	-493	-446
现金净增加额	920	2,323	55	3,264
折旧和摊销	166	144	113	122
资本开支	141	-90	-22	-33
营运资本变动	-1,725	842	-1,853	1,082

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**8,034**	**8,492**	**9,627**	**10,534**
减:营业成本	3,550	3,699	4,260	4,622
营业税金及附加	43	63	71	75
营业费用	880	849	963	1,032
管理费用	704	1,681	1,872	2,054
财务费用	168	122	130	65
资产减值损失	10	0	0	0
加:投资净收益	465	340	383	323
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**1,892**	**2,417**	**2,713**	**3,009**
加:营业外净收支	23	74	78	59
利润总额	**1,916**	**2,491**	**2,791**	**3,068**
减:所得税费用	156	363	353	359
少数股东损益	53	3	-17	-4
归属母公司净利润	**1,706**	**2,125**	**2,455**	**2,713**
EBIT	1,918	2,426	2,681	2,901
EBITDA	2,085	2,570	2,794	3,023

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	1.32	1.64	1.90	2.10
每股净资产(元)	6.53	7.91	9.69	11.65
发行在外股份(百万股)	1315	1293	1293	1293
ROIC(%)	14.2%	14.8%	14.6%	13.9%
ROE(%)	18.9%	19.2%	18.2%	17.0%
毛利率(%)	55.8%	56.4%	55.7%	56.1%
销售净利率(%)	21.2%	25.0%	25.5%	25.8%
资产负债率(%)	41.7%	39.0%	32.9%	30.3%
收入增长率(%)	1.3%	5.7%	13.4%	9.4%
净利润增长率(%)	13.4%	24.5%	15.5%	10.5%
P/E	21.81	17.52	15.16	13.72
P/B	4.41	3.64	2.97	2.47
EV/EBITDA	18.16	13.74	12.54	10.44

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn