

完美世界(002624)/文化传媒

高成长性的低估值泛娱乐龙头

评级: 买入(维持)

市场价格: 29.14

目标价格: 36.60

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人: 朱骏楠

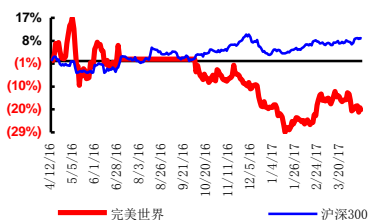
电话:

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,315
流通股本(百万股)	313
市价(元)	29.14
市值(百万元)	38,310
流通市值(百万元)	9,125

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 【中泰传媒】完美环球(002624)深度报告: 影游联动, 打造泛娱乐产业新航母

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4893.07	6158.83	8677.70	10383.77	12089.51
增长率 yoy%	428.53%	25.87%	40.90%	19.66%	16.43%
净利润	134	1166	1602	2086	2528
增长率 yoy%	-29.31%	767.54%	37.38%	30.22%	21.15%
每股收益(元)	0.24	0.89	1.22	1.59	1.92
每股现金流量	1.51	0.88	1.11	1.51	1.72
净资产收益率	29.13%	16.17%	18.07%	19.04%	18.75%
P/E	87.51	33.58	23.91	18.36	15.16
PEG	—	0.04	0.64	0.61	0.72
P/B	25.49	5.43	4.32	3.50	2.84
备注:					

投资要点

- **游戏业务: 端游、手游、主机游戏同步发力**
- **主机游戏: 增长潜力不可忽视。**根据 Newzoo 发布的 2016 全球游戏市场报告预测数据显示, 2016 年全球游戏市场规模为 996 亿美元, 主机游戏市场规模将达到 290 亿美元, 占全球总游戏市场规模的 29.1%, 占据全球游戏市场份额第一。完美世界目前在研 3 款主机游戏, 包括 HOB、深海迷航、Torchlight Online, 主攻海外市场, 新上线游戏叠加《无冬 OL》的不俗表现, 公司在主机游戏端发展潜力不可忽视。
- **客户端游戏: CS:GO+DOTA2 抢占电竞内容入口, 端游业务新亮点。**公司拥有全球三大电竞项目 (LOL、DOTA2、CS:GO) 其中两项的国内运营权, 把握电竞内容源头, 有望充分受益于国内电竞市场的快速发展, 同时端游业务收入也有望在接下来 2-3 年重拾增势。
- **移动游戏: 《诛仙》流水稳定, 新游戏在数量、品类上均有保证。**公司目前在研的手游数量达到 12 个, 其中《射雕英雄传 3D》有望在近期推出, 搭配电视剧进行影游联动, 后续包括《三国无双》、《梦间集》、《武林外传》、《神鬼传奇 3D》等也有望在 Q2-Q3 逐步上线, 《完美世界》手游预计在年底推出。产品数量、品类有保证, 同时拥有 IP 加持, 我们认为公司手游业务完全可以保持稳定且高速增长, 若出现爆款, 则业绩弹性将更大。
- **影视业务: 年轻化、IP 化转型, 进一步拓展院线渠道**
- **电视剧:** 公司一直秉承精品化路线, 与国内一线导演赵宝刚、郭靖宇、刘江等有深入的合作。从最新的电视剧拍摄计划来看, IP 化、年轻化趋势较为明显, 作品涉及知名网络小说改编、军事、玄幻、武侠、青春、都市等多种类型及题材, 同时公司 5 亿投资嘉行传媒, 加强艺人经纪业务, 继续完善产业链上游。
- **布局院线终端, 现有影城逐步进入稳定盈利期。**公司 2016 年收购包括今典院线在内的一部分影城, 布局院线终端。今典院线旗下大部分影城目前正处于向上良性发展的通道, 逐步进入盈利期, 2016 年并入上市公司的净利润已经达到 1800 万左右 (2 个月)。随着近 3-5 年新建影城逐步进入运营稳定期, 院线渠道贡献的业绩将不断提升。
- **营收拆分:**
- **递延收入大幅增长, 2016 年底超过 16 亿。**公司递延收入确认标准: 客户端游戏、主机游戏充值平均在 180 天内确认收入, 手机游戏充值平均在 90 天内确认收入, 结转收入后的充值金额即为递延收入。2016Q3 单季度游戏递延收入明显提升, 由于大幅增长的递延收入, 使得 2016Q4 单季度游戏营收达到 17.04

亿（此为测算值），同比增长达到 75.67%。以此推算，我们认为公司 2017 年一季度游戏业务业绩仍将保持高速增长，同时可密切关注公司 2017 年一季度递延收入情况，若继续保持较高水平，则会在半年报中体现较多收入。

- **游戏业务营收：**我们预计公司 2017 年端游业务收入将达到 21.18 亿，主机游戏业务收入 7 亿，移动游戏业务收入 33 亿，三项游戏业务总收入 61.18 亿，同比增长 31.5%。
- **影视业务营收：**我们预计公司 2017 年电视剧业务收入将达到 14.88 亿，电影业务收入 5429 万，经纪业务及其他业务收入 9.93 亿，影视业务总收入 25.35 亿，同比增长 71%。
- **盈利预测与估值：**
- 上调公司盈利预测，预计公司 2017-2019 年实现营业收入分别为 86.78 亿元、103.84 亿元和 120.90 亿元，分别同比增长了 40.9%、19.7%和 16.4%；实现归属母公司的净利润分别为 16.02 亿元、20.86 亿元和 25.28 亿元，分别同比增长了 37.38%、30.22%和 21.15%。对应摊薄后 EPS 分别为 1.22 元、1.59 元和 1.92 元。
- 公司作为 A 股影游联动第一龙头，IP 价值在公司体内将被最大化开发，同时公司拥有丰富海外合作、投资经验，致力于打造全球化的泛娱乐企业。给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 36.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 游戏、影视内容上线进度不达预期；2) 人才流失；3) 板块估值中枢下移风险。

## 内容目录

端游、手游、主机游戏同步发力 .....	- 5 -
主机游戏：不可忽视的增长潜力，2016 年收入同比增长 115% .....	- 5 -
客户端游戏：CS:GO+DOTA2 抢占电竞内容入口，推动端游业务焕发新春-	6 -
移动游戏：《诛仙》流水稳定，新品数量、品类均有保证 .....	- 9 -
影视业务年轻化，进一步拓展院线渠道 .....	- 10 -
影视剧业务 IP 化、年轻化转型.....	- 10 -
布局院线终端，现有影城逐步进入稳定盈利期.....	- 11 -
公司营收拆分测算 .....	- 12 -
递延收入大幅增长，2016 年底超过 16 亿.....	- 12 -
游戏：预计 2017 年收入 59 亿，同比增长 27.2% .....	- 12 -
影视：预计 2017 年收入 25.35 亿，同比增长 71% .....	- 13 -
盈利预测与估值.....	- 14 -
目标价 36.6 元，维持买入评级.....	- 14 -
风险提示.....	- 15 -

## 图表目录

图表 1：完美世界各季度主机游戏收入.....	- 5 -
图表 2：NEWZOO 预测 2016 全球游戏市场规模及各个终端占比情况.....	- 5 -
图表 3：完美世界端游收入及增速 .....	- 6 -
图表 4：测算 DOTA2 收入及占比营收情况 .....	- 6 -
图表 5：Steam 热销榜中 CS:GO 高居第四.....	- 6 -
图表 6：CS:GO 全球各地区玩家占比情况 .....	- 7 -
图表 7：DOTA2 全球各地区玩家占比情况 .....	- 8 -
图表 8：CS:GO Twitch 近三个月观看人次情况.....	- 8 -
图表 9：DOTA2 Twitch 近三个月观看人次情况 .....	- 9 -
图表 10：完美世界手游收入及增速 .....	- 10 -
图表 11：移动游戏收入占比公司游戏营收比例 .....	- 10 -
图表 12：《诛仙》手游流水情况.....	- 10 -
图表 13：完美世界电视剧业务收入及增速 .....	- 11 -
图表 14：完美世界电视剧业务毛利率情况 .....	- 11 -
图表 15：完美世界影视 2017 年计划拍摄制作影视剧.....	- 11 -
图表 16：完美世界各季度递延收入与游戏收入对比.....	- 12 -
图表 17：公司 2017-18 年主要游戏业务收入预测（百万元） .....	- 13 -
图表 18：公司 PC 游戏、主机游戏、移动游戏上线运营时间一览.....	- 13 -

图表 19: 公司 2017-18 年影视业务收入预测 (百万元) .....	- 14 -
图表 20: 完美世界 2017 年电影投资计划 .....	- 14 -
图表 21: 完美世界 2017 年综艺投资计划 .....	- 14 -
图表 22: 可比公司估值比较 (截止到 2017 年 4 月 12 日收盘价) .....	- 15 -
图表 23: 完美世界财务报表及估值 .....	- 16 -

## 端游、手游、主机游戏同步发力

### 主机游戏：不可忽视的增长潜力，2016 年收入同比增长 115%

- 公司 2016 年主机游戏业务收入为 4.09 亿，同比增长 115%，主要原因是公司在 2016 年 7 月推出了《无冬 OL》的 PS4 版本。
- 介绍《无冬 OL》：是一款大型多人在线角色扮演的网游，免费开放，但是有付费商城，由完美世界旗下 Cryptic Studios 子公司开发，该游戏 2013 年 6 月 20 日登陆 PC 平台，2015 年 3 月 31 日登陆 Xbox One 平台，2016 年 7 月 19 日登陆 PlayStation 4 平台，2017 年 3 月 21 日登录 PSN 港服，该游戏故事背景基于《地下城与龙》的被遗忘的 Neverwinter 城市。

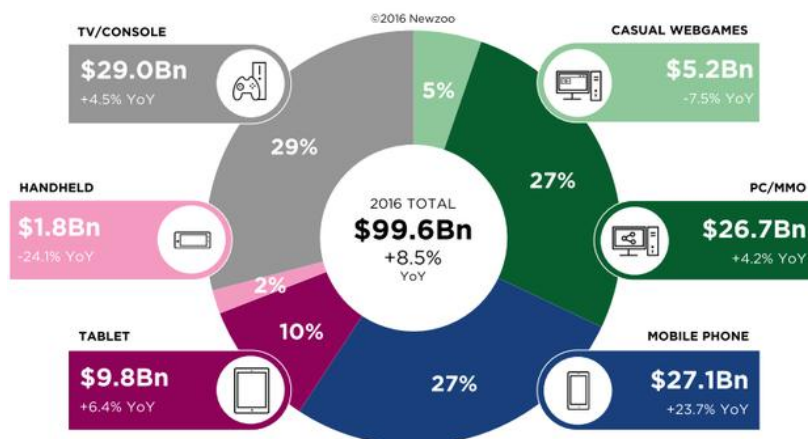
图表 1：完美世界各季度主机游戏收入

	2015Q 2	2015Q 3	2015Q 4	2016Q 1	2016Q 2	2016Q 3	2016Q 4
主机游戏收入（百万元）	69.67	118.2	189.76	50.00	99.16	170.00	408.55
单季度收入（百万元）		48.53	71.56	50.00	49.16	70.84	238.55

来源：公司公告，中泰证券研究所（注：标红文字为预测值）

- 主机游戏在全球游戏市场中份额占据第一。根据 Newzoo 发布的 2016 全球游戏市场报告预测数据显示，2016 年全球游戏市场规模为 996 亿美元，主机游戏市场规模将达到 290 亿美元，占全球总游戏市场规模的 29.1%，而移动游戏全球市场份额占比为 27.2%，主机游戏仍占据全球游戏市场份额第一的位置。

图表 2：NEWZOO 预测 2016 全球游戏市场规模及各个终端占比情况



来源：Newzoo，中泰证券研究所

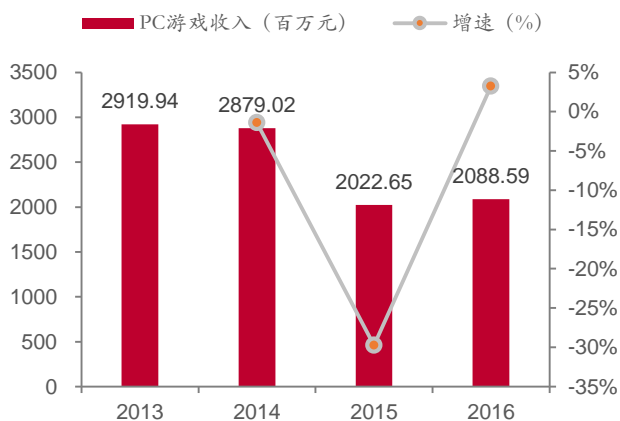
- 公司目前在研 3 款主机游戏，包括 HOB、深海迷航、Torchtlight Online。新上线游戏叠加《无冬 OL》的不俗表现，公司在主机游戏端发展潜力不可忽视。同时需要指出的是，公司主机游戏及端游的平均递延周期在 180 天左右，因此《无冬 OL》在 2016 年贡献收入只是一部分，部分收入进入了递延收入项目，因此这块收入将体现在一季报以及后续的公司

业绩报告中。我们预计 2017 年公司主机游戏收入仍将保持快速增长。

**客户端游戏：CS:GO+DOTA2 抢占电竞内容入口，推动端游业务焕发新春**

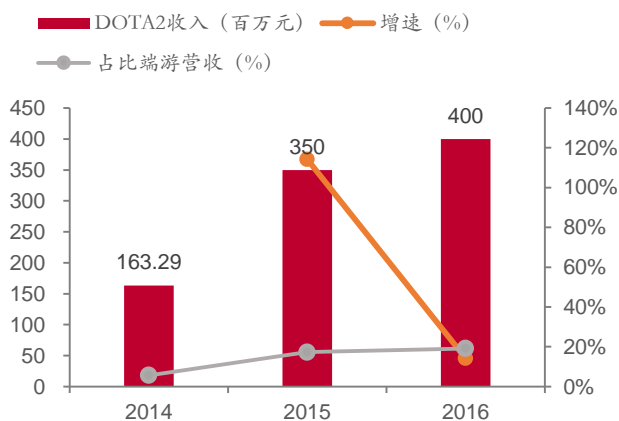
- 2016 年完美世界端游收入为 2088.59 亿，同比增长 3%，与 2015 年收入水平基本持平，但相较 2013-2014 年端游收入的水平，有将近 30% 的下滑。其中，《诛仙》、《完美世界国际版》、《笑傲江湖 OL》等流水仍基本维持平稳状态，《Dota2》游戏收入根据我们测算，预计实现 4 亿左右收入，占比公司端游收入从 2014 年的 5.67% 增长到 2016 年的接近 20%。

**图表 3：完美世界端游收入及增速**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：测算 DOTA2 收入及占比营收情况**



来源：公司公告，中泰证券研究所（2015、2016 DOTA2 收入为预测值）

- CS:GO 即将在 4 月 18 日开启国服首测，《CS:GO》国服将实现中国电信、中国联通、中国移动三网同服，同时国际服玩家们的库存、段位等用户数据，也将会在国服共享，老玩家可以继续游戏生涯。根据 Steam 官方的热销排行榜来看，CS:GO 也是高居第四位，在全球拥有大量忠实玩家。

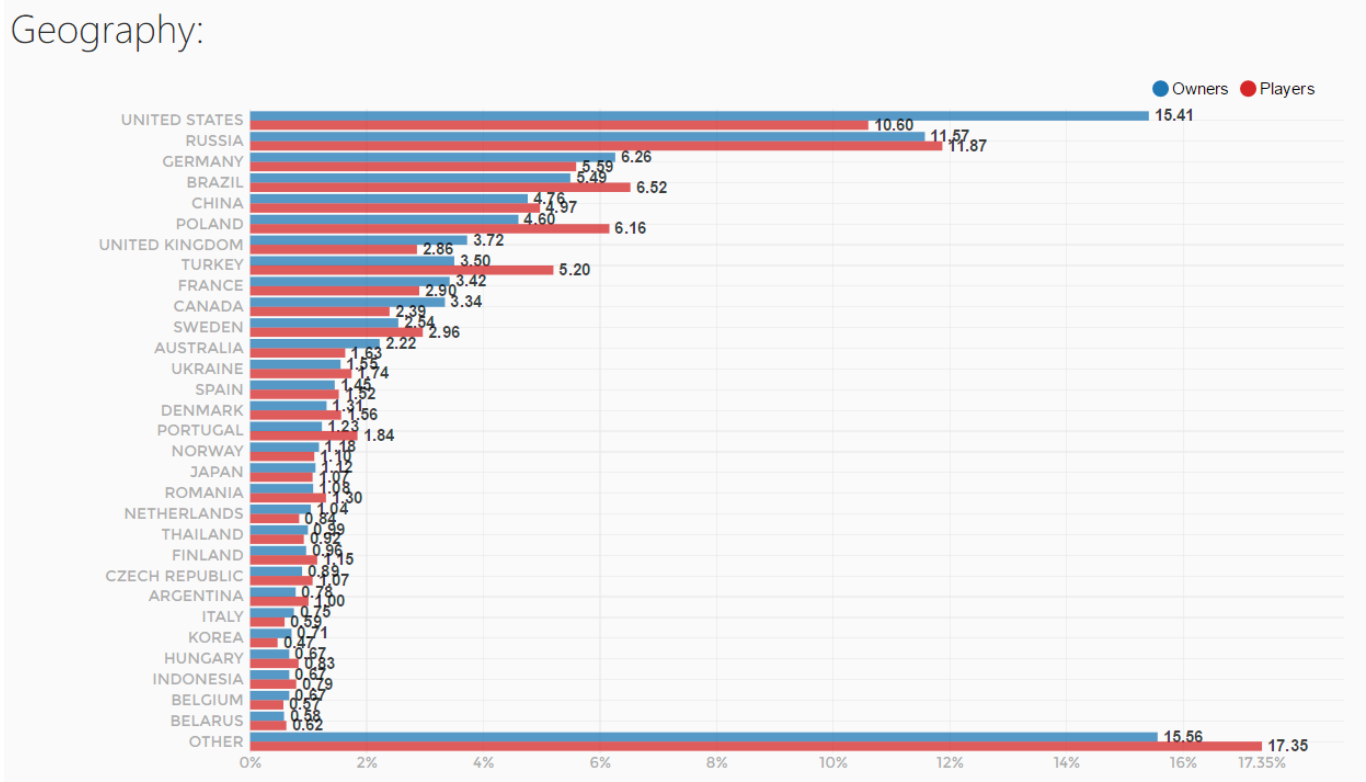
**图表 5：Steam 热销榜中 CS:GO 高居第四**

	H1Z1: King of the Kill	2016年2月18日	¥ 68
	PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS	2017年3月23日	¥ 98
	Bayonetta	2017年4月11日	¥ 100
	Counter-Strike: Global Offensive	2012年8月22日	¥ 48
	Dishonored 2	2016年11月12日	¥ 199 ¥ 99 (-50%)

来源：Steam，中泰证券研究所

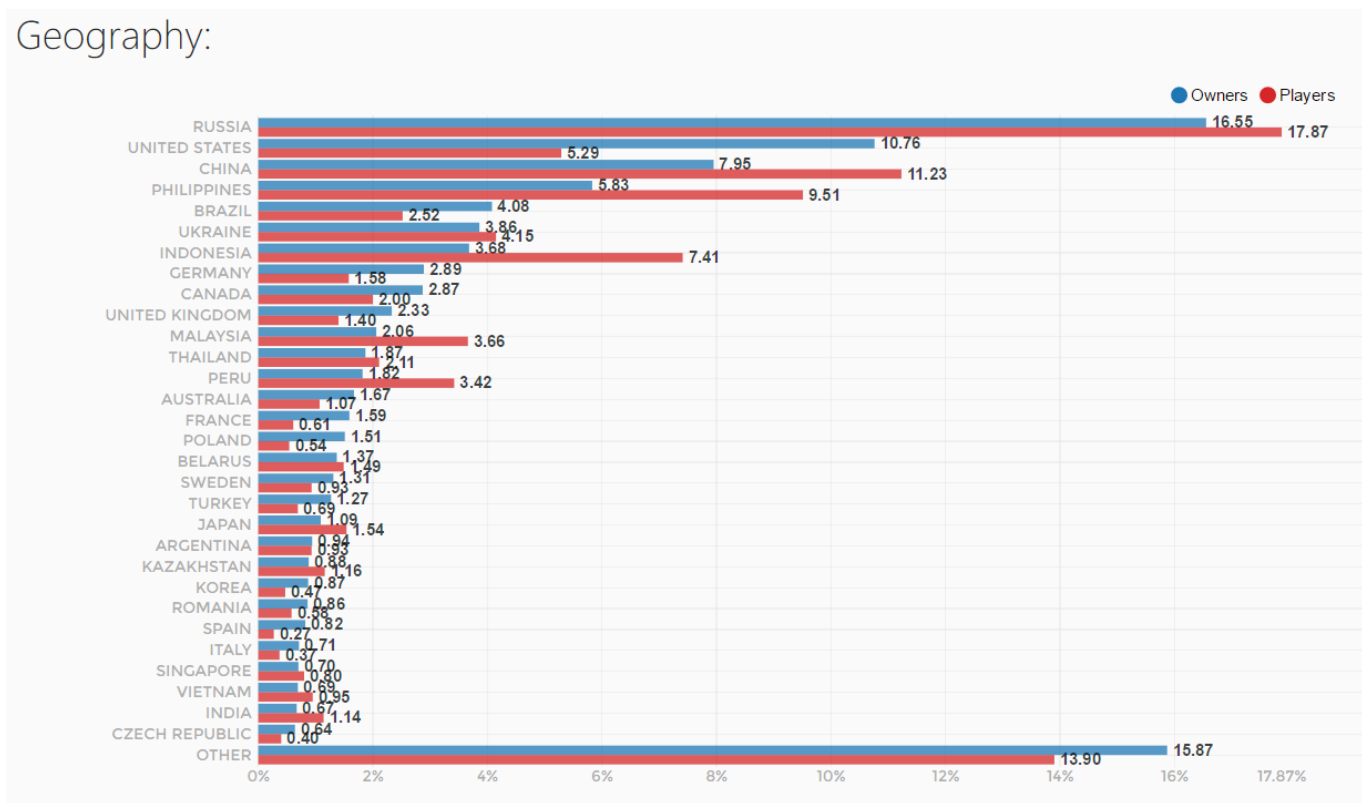
- **CS:GO 与 DOTA2 对比:**
- **CS:GO:** 目前在 Steam 上购买正版游戏的用户超过 2832 万，其中中国用户占比达到 4.76%，达到 134.8 万人。从 twitch 近三个月观看人次来看，峰值达到 111 万，基本维持在 20 万人次。百度贴吧关注度来看，《CG:GO》吧关注用户共 47 万人次，累计发帖 1381 万。
- **DOTA2:** 目前在 Steam 上的玩家数量为 9908 万，其中中国用户占比达到 7.59%，达到 752 万人。从 twitch 近三个月观看人次来看，峰值达到 33 万，基本维持在 14 万人次。百度贴吧关注度来看，《Dota2》吧关注用户共 358 万人次，累计发帖 1 亿。
- **对比结果:** 全球范围来看，CS:GO 玩家数量少于 DOTA2，但观众数量明显高于 DOTA2，从国内来看，由于此前并未开通 CS:GO 国服，玩家需要通过全球服务器进行匹配，因此限制了一部分需求，CS:GO 用户数量少于 DOTA2，但作为全球奖金第二的电竞赛事，易上手+高观赏性的特性将有望带动国内 CS:GO 玩家的快速增长。

图表 6: CS:GO 全球各地区玩家占比情况



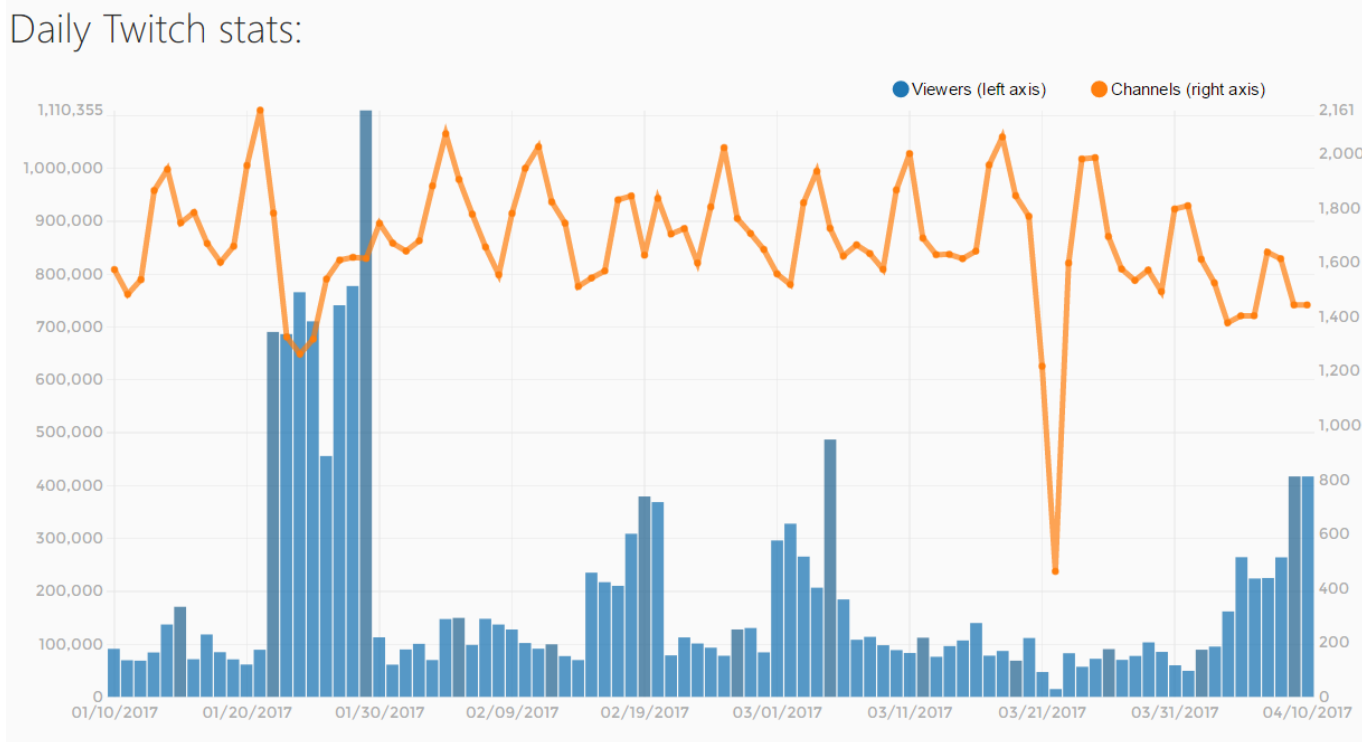
来源: Steam, 中泰证券研究所

图表 7: DOTA2 全球各地区玩家占比情况



来源: Steam, 中泰证券研究所

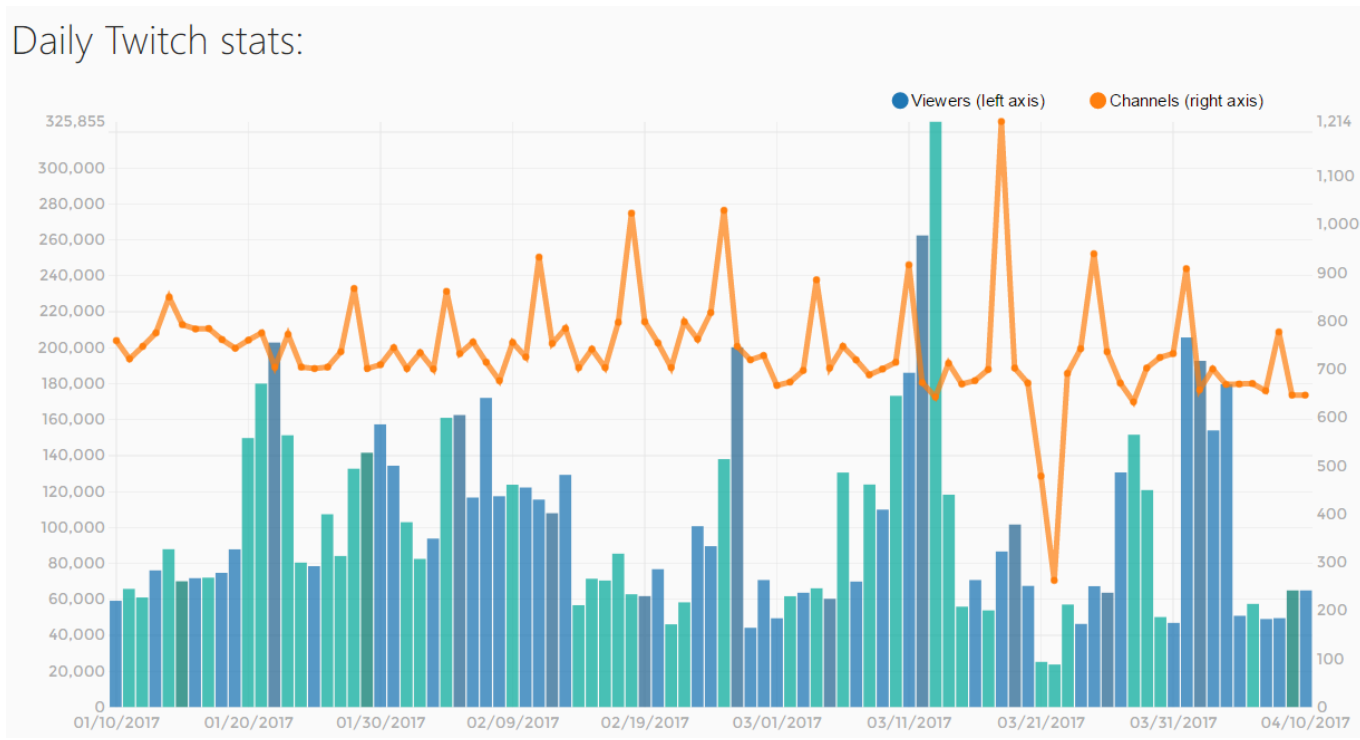
图表 8: CS:GO Twitch 近三个月观看人次情况



来源: Steam, 中泰证券研究所



图表 9: DOTA2 Twitch 近三个月观看人次情况



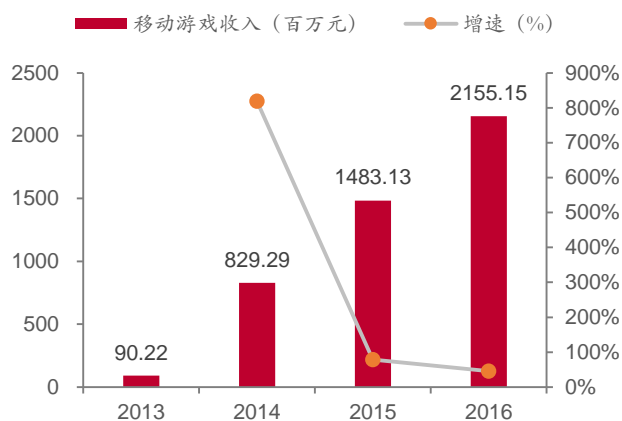
来源: Steam, 中泰证券研究所

- 完美世界手握全球三大电竞项目 (LOL、DOTA2、CS:GO) 其中两项的国内运营权, 把握电竞内容源头, 将有望充分受益于国内电竞市场的快速发展。按照 DOTA2 上线后第一完整年份的表现推测, 我们预计 2017 年 CS:GO 将有望为完美世界提供超过 1 亿的营收, 而 DOTA2 仍保持稳定增长, 加之公司计划推出的《创世战车》新端游, 公司端游业务收入有望在接下来 2-3 年重拾增势。

**移动游戏:《诛仙》流水稳定, 新品数量、品类均有保证**

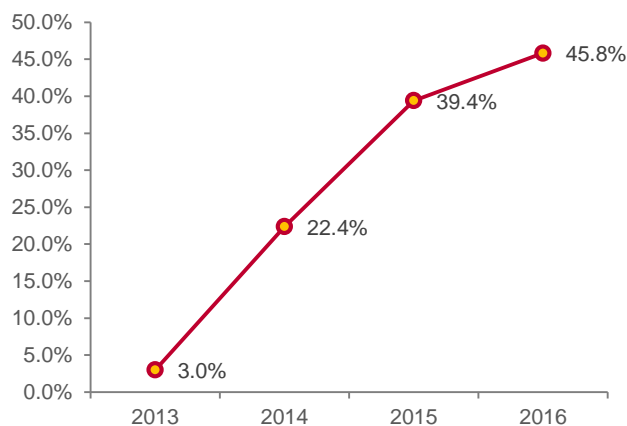
- 完美世界 2013 年开始推出手游产品, 营收从 2013 年的 90.22 亿元增长到 2016 年的 21.55 亿元, 移动游戏在公司整体游戏营收中的占比也快速提升, 从 2013 年的 3% 增长到 2016 年的 45.8%, 我们预计 2017 年移动游戏收入占比总体游戏收入将超过 50%。
- 公司目前拥有 20 多个研发团队, 研发人员超过 2000 人, 在新品移动游戏研发推出的数量上有十足保证。公司 2016 年报披露目前在研的手游数量达到 12 个, 其中《射雕英雄传 3D》有望在近期推出, 搭配电视剧进行影游联动, 后续包括《三国无双》、《梦间集》、《武林外传》、《神鬼传奇 3D》等也有望在 Q2-Q3 逐步上线, 《完美世界》手游预计在年底推出。产品数量有保证, 同时拥有 IP 加持, 我们认为公司手游业务完全可以保持稳定且高速增长, 若出现爆款, 则业绩弹性将更大。

图表 10: 完美世界手游收入及增速



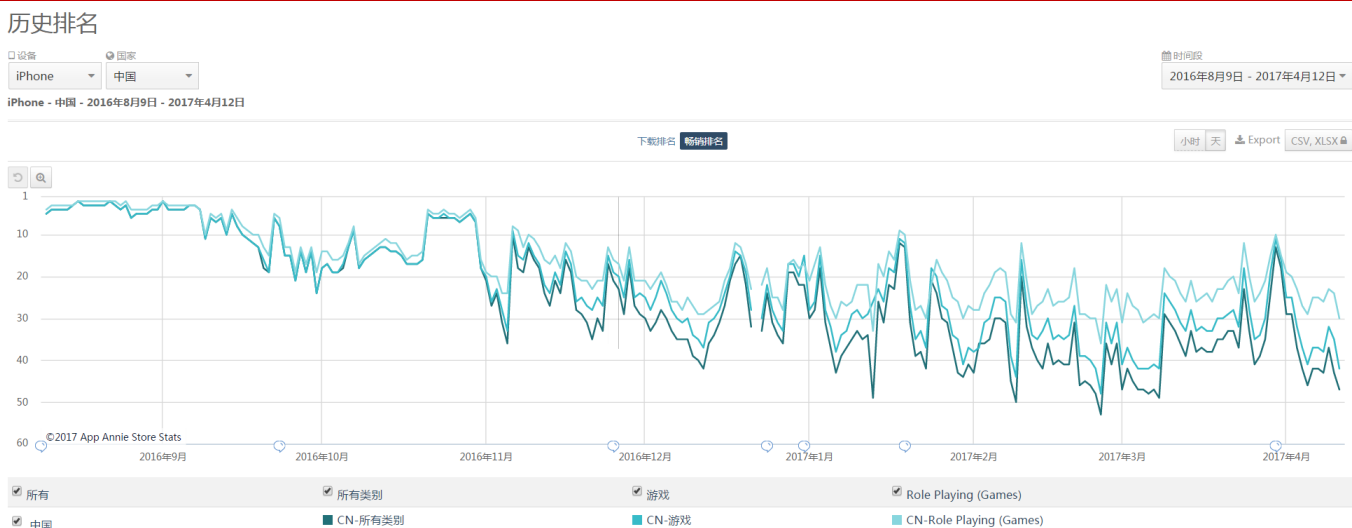
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 移动游戏收入占比公司游戏营收比例



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 《诛仙》手游流水情况

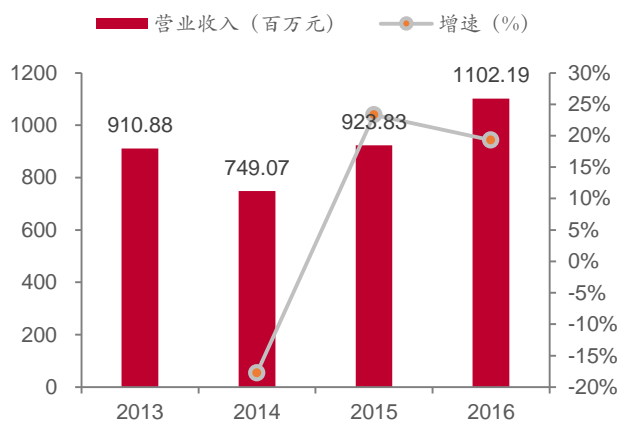


来源: appannie, 中泰证券研究所

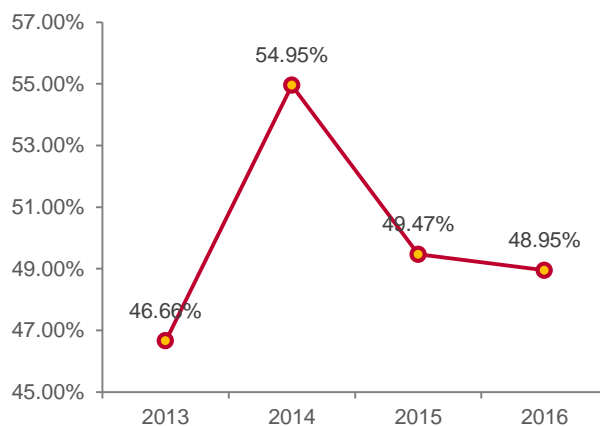
## 影视业务年轻化, 进一步拓展院线渠道

### 影视剧业务 IP 化、年轻化转型

- 完美世界影视剧一直秉承精品化路线, 与国内一线导演赵宝刚、郭靖宇、刘江等有深入的合作。2016 年拍摄播出了包括《神犬小七 (第二季)》、《射雕英雄传》、《麻辣变形记》、《灵魂摆渡 3》等, 确认收入还有包括《我的! 体育老师》、《娘道》、《思美人》等电视剧, 与湖南、东方等一线卫视均有紧密合作。
- 公司电视剧业务始终保持较高的毛利率, 营收近两年也实现稳步增长。公司电视剧业务毛利率基本维持在 50% 左右, 收入方面 2016 年突破 10 亿, 达到 11.02 亿元, 同比增速 19.3%。

**图表 13：完美世界电视剧业务收入及增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 14：完美世界电视剧业务毛利率情况**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从公司最新的电视剧拍摄计划来看，IP 化、年轻化趋势较为明显，作品涉及知名网络小说改编、军事、玄幻、武侠、青春、都市等多种类型及题材。其中包括改编自漫画的 IP 《整容液》、《神犬小七》《勇敢的心》系列、主旋律题材《深海利剑》、都市年轻剧《归去来》、小说 IP 改编《香蜜沉沉烬如霜》《忽而今夏》、经典电视剧翻拍《绝代双骄》等等。

**图表 15：完美世界影视 2017 年计划拍摄制作影视剧**

序号	投资项目名称	制作进度	预计开拍日期	序号	投资项目名称	制作进度	预计开拍日期
1	利刃出击	后期制作		12	山月不知心底事	筹备中	2017年下半年
2	整容液	后期制作		13	跟笨蛋一起谈恋爱	筹备中	2017年下半年
3	神犬小七（第三季）	拍摄中		14	绝代双骄	筹备中	2017年下半年
4	深海利剑	拍摄中		15	功勋树	筹备中	2017年下半年
5	烈火神盾	筹备中	2017年上半年	16	神犬小七（第四季）	筹备中	2017年下半年
6	香蜜沉沉烬如霜	筹备中	2017年上半年	17	猎头局中局	筹备中	2017年下半年
7	忽而今夏	筹备中	2017年上半年	18	大宗师之海上风云	筹备中	2017年下半年
8	趁我们还年轻	筹备中	2017年上半年	19	天蝎	筹备中	2017年下半年
9	勇敢的心2	筹备中	2017年上半年	20	妙探先生	筹备中	2017年下半年
10	西夏死书（第一季）	筹备中	2017年上半年	21	天舞纪	筹备中	2017年下半年
11	归去来	筹备中	2017年上半年	22	心理大师	筹备中	2017年下半年
				23	半生缘	筹备中	2017年下半年

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 布局院线终端，现有影城逐步进入稳定盈利期

- 完美世界 2016 年收购今典院线，同时在浙江收购了包括金华时代国际影城、温岭市新时代乐购影城、台州新时代环球影城、杭州铂金影院、仙居县新时代影城，不断拓展在院线终端布局，搭配公司在内容端优势，未来有望实现充分线上线下互动。
- 影院的培育期一般是 3-5 年。收购的今典院线共包含 86 家标的影院，开业 3 年以内的影院数量为 10 家，开业 3-5 年的影院数量为 70 家，开业 5 年以上的影院数量为 6 家。由于今典部分影院处于培育期，尚未盈利

或刚进入盈利期，目前这些影院正处于向上良性发展的通道中。2014年，今典影院共亏损 2204.50 万元，2015 年扭亏为盈，实现利润 1363.93 万元，2016 年 11 月开始并入上市公司的净利润已经达到 1800 万左右。随着新建影城逐步进入运营稳定期，院线渠道贡献的业绩将不断提升。

## 公司营收拆分测算

### 递延收入大幅增长，2016 年底超过 16 亿

- **公司递延收入确认标准：**客户端游戏、主机游戏充值平均在 180 天内确认收入，手机游戏充值平均在 90 天内确认收入，结转收入后的充值金额即为递延收入。
- **递延收入产生的原因：**递延收入是暂时未确认的收益，是权责发生制在收益确认上的运用，是用户充值未消费或消费非消耗性物品时公司通过递延的方式后续逐步确认的收益。
- 我们通过现有公开数据模拟出公司 2015Q2-2016Q4 单季度递延收入和游戏营收情况：
- 根据公司公告数据及我们预测（标红数字为预测值），2015 年公司递延收入基本保持稳定，单季度递延收入在 8.5 亿左右，2016 年 Q2 开始，递延收入呈现明显上升态势，2016Q3 达到 15.18 亿，同比增长 74.88%，2016Q4 更是提升到 16.33 亿，同比增长 98.4%。
- **增长背后的原因：**
- 公司于 2016 年 3 月推出《射雕英雄传 3D》手游，流水达到千万级，2016 年 5 月公司推出《倚天屠龙记》手游，首月流水即突破 1 亿，因此公司 2016Q2 递延收入明显提升，2016 年 7-8 月，公司推出《无冬 OL》PS4 版本以及王牌 IP 手游《诛仙》（首月流水根据 CNG 报告接近 4 亿），因此 2016Q3 递延收入大幅提升。趋势在 2016Q4 继续维持，达到 16.33 亿，期间公司还推出了包括《大主宰》、《最终幻想》、《遮天 3D》等手游。
- **递延收入和公司游戏收入情况对比：**
- 公司 2016Q3 单季度游戏递延收入有明显提升，使得 2016Q4 单季度游戏营收达到 17.04 亿（测算值），同比增长达到 75.67%。以此推算，我们认为公司 2017 年一季度游戏业务业绩仍将保持高速增长，同时可密切关注公司 2017 年一季报递延收入情况，若继续保持较高水平，则会在半年报中体现较多收入。

图表 16：完美世界各季度递延收入与游戏收入对比

	2015Q 2	2015Q 3	2015Q 4	2016Q 1	2016Q 2	2016Q 3	2016Q 4
递延收入（百万元）	830	868.45	823.47	820.00	1010.02	1518.23	1633.02
游戏收入（百万元）	1913.37	2794.2	3763.7	920.00	1848.31	3000.00	4703.6
单季度游戏收入（百万元）		880.83	969.5	920.00	928.31	1151.69	1703.6

来源：公司公告，中泰证券研究所（注：标红文字为预测值）

游戏：预计 2017 年收入 61.18 亿，同比增长 31.5%

- 完美世界游戏业务主要分为 PC 游戏、主机游戏及移动游戏。其中 PC

游戏收入目前主要是以《诛仙》、《完美世界》、《DOTA2》、《笑傲江湖OL》等游戏贡献，主机游戏主要以《无冬OL》的收入为主，移动游戏这块公司是2013年开始切入，目前收入贡献较大的游戏为《诛仙》、《倚天屠龙记》、《神雕侠侣》、《最终幻想》、《火炬之光》等游戏。2017年有望贡献增量的新游戏重点关注《CS:GO》、《创世战车》、《射雕英雄传3D》、《武林外传》、《三国无双》以及《梦间集》等。

- 我们预计公司2017年端游业务收入将达到21.18亿，主机游戏业务收入7亿，移动游戏业务收入33亿，三项游戏业务总收入61.18亿，同比增长31.5%。

图表 17: 公司 2017-18 年主要游戏业务收入预测 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
端、页游收入	2898.46	2857.95	2022.65	2088.59	2118.00	2250.60
主机游戏收入	0.00	0.00	189.76	408.55	700.00	900.00
手游收入	90.22	829.29	1483.13	2155.00	3300.00	4470.00
游戏收入合计	2988.68	3687.24	3695.54	4652.14	6118.00	7620.60
增速 (%)		23.4%	0.2%	25.9%	31.5%	24.6%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 公司 PC 游戏、主机游戏、移动游戏上线运营时间一览

主要手游产品	运营时间	端、页游产品	运营时间
神雕侠侣	2013.8	武林外传	2006.9
神魔大陆	2014.6	完美世界国际版	2006.12
魔力宝贝	2014.7	诛仙	2007.5
笑傲江湖	2015.1	神雕侠侣	2009.4
射雕英雄传3D	2016.3	神魔大陆	2010.1
倚天屠龙记	2016.5	星际迷航OL	2010.2
诛仙	2016.8	Touch	2013.3
大主宰	2016.08	圣斗士星矢OL	2013.4
遮天3D	2016.11	神鬼传奇	2013.4
最终幻想	2016.12	笑傲江湖OL	2013.6
火炬之光	2017.1	DOTA2	2013.12
西游伏妖	2017.2	ARM ECH	2015.10
射雕2	2017	蜀山缥缈录(祖龙代理)	2016.6
神鬼传奇3D	2017	CSGO	2017.6
三国无双	2017	创世战车	2017
笑傲江湖	2017	端游、主机游戏	运营时间
武林外传	2017	无冬OL	2013.6
梦间集	2017	Subnautica	2017
完美世界	2017	HOB	2017
		Torchlight Online	2017

来源: 公司公告, 公司官网, 中泰证券研究所 (注: 日期加红为 2017 年有望上线游戏)

影视: 预计 2017 年收入 25.35 亿, 同比增长 71%

- 完美世界影视业务主要以电视剧、电影、综艺、艺人经纪以及院线影院业务为主。其中电视剧业务是公司一直以来影视的收入的核心, 电影业

务公司收入一直不是很稳定，这和电影行业极大的不确定性有关，经纪业务方面公司拥有一批资助培养的艺人，同时公司 5 亿入股嘉行传媒，继续在艺人培养这一块加大投入。院线影院这块业务目前公司统一计算到艺人经纪及其他这个分项下面，未来公司仍将在院线渠道这一块加大投入，但不是盲目扩张。

- 我们预计公司 2017 年电视剧业务收入将达到 14.88 亿，电影业务收入 5429 万，经纪业务及其他业务收入 9.93 亿，三项游戏业务总收入 25.35 亿，同比增长 71%。

图表 19：公司 2017-18 年影视业务收入预测（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
电视剧收入	910.88	749.07	923.83	1102.19	1487.50	1636.25
电影收入	14.63	68.56	103.46	38.78	54.29	70.04
经纪业务及其他	63.48	106.64	140.56	341.62	992.75	1030.47
影视收入合计	988.99	924.27	1167.85	1482.59	2534.54	2736.76
增速（%）		-6.5%	26.4%	27.0%	71.0%	8.0%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 20：完美世界 2017 年电影投资计划

序号	电影名称	制作进度
1	非凡任务	制作完成
2	水上嘉年华	后期制作
3	爱的红围巾	后期制作
4	江村·父子	后期制作
5	灵魂摆渡网络大电影	筹备中
6	上海堡垒	筹备中

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 21：完美世界 2017 年综艺投资计划

序号	项目名称	制作进度
1	向往的生活	正在播出
2	欢乐中国人	正在播出
3	跨界歌王 2	筹备中
4	跨界喜剧王 2	筹备中

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

目标价 36.6 元，维持买入评级

- 核心点：
- 1) 游戏业务：2017 年全年新产品数量有保证，《武林外传》、《射雕英雄传》、《三国无双》等大 IP 移动游戏有望提供业绩弹性，主机游戏保持高速增长，《CS:GO》、《创世战车》将有望成为公司端游业务收入新增量，同时《完美世界》、《笑傲江湖》等游戏有效保证 2018 年业绩增长。另一方面，公司投资祖龙娱乐 30% 份额，祖龙旗下《梦幻诛仙》、《权利与荣耀》等移动游戏，《蜀山缥缈录》端游等将保证 2017 年增长，预计将为公司贡献 1.5-2 亿投资收益。
- 2) 影视业务：实现年轻化转型，加码艺人经纪，拓宽院线渠道，实现影视内容和渠道之间的衔接，在保证持续推出精品内容的前提下，提高内容丰富度。2017 年我们预计包括《归去来》、《深海利剑》、《神犬小七 3》、《烈火如歌》、《勇敢的心 2》等电视剧，《向往的生活》、《跨界歌王

2》等综艺，以及院线影院业务，将支持公司在营收上稳定提升。

■ **盈利预测：**

- 上调公司盈利预测，预计公司 2017-2019 年实现营业收入分别为 86.78 亿元、103.84 亿元和 120.90 亿元，分别同比增长了 40.9%、19.7%和 16.4%；实现归属母公司的净利润分别为 16.02 亿元、20.86 亿元和 25.28 亿元，分别同比增长了 37.38%、30.22%和 21.15%。对应摊薄后 EPS 分别为 1.22 元、1.59 元和 1.92 元。

**图表 22：可比公司估值比较（截止到 2017 年 4 月 12 日收盘价）**

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
002354.SZ	天神娱乐	2.92	196.43	67.25	2.10	3.44	4.28	32	20	16
300315.SZ	掌趣科技	27.71	244.95	8.84	0.29	0.39	0.00	31	22	--
002517.SZ	恺英网络	7.18	221.71	30.90	1.00	1.30	1.67	31	24	18
002555.SZ	三七互娱	20.85	416.13	19.96	0.51	0.81	0.98	39	25	20
002174.SZ	游族网络	8.61	244.44	28.38	0.69	1.05	1.42	41	27	20
300113.SZ	顺网科技	6.87	179.86	26.18	0.76	0.99	1.29	34	26	20
300031.SZ	宝通科技	3.97	76.06	19.17	0.46	0.75	0.98	42	25	20
300299.SZ	富春股份	3.80	88.50	23.29	0.38	0.88	0.99	61	26	24
603444.SH	吉比特	0.71	193.68	272.14	7.82	10.32	12.06	35	26	23
300418.SZ	昆仑万维	11.59	244.11	21.06	0.61	0.77	0.97	35	27	22
603258.SH	电魂网络	2.40	117.79	49.08	0.99	1.10	1.18	50	45	42
300533.SZ	冰川网络	1.00	90.04	90.04	1.51	1.94	2.75	60	46	33
平均PE								41	28	23
300133.SZ	华策影视	17.47	187.76	10.75	0.37	0.47	0.58	29	23	18
300251.SZ	光线传媒	29.34	264.90	9.03	0.25	0.31	0.38	36	30	24
300027.SZ	华谊兄弟	27.86	270.77	9.72	0.29	0.39	0.46	34	25	21
002502.SZ	骅威文化	8.60	94.58	11.00	0.35	0.44	0.53	31	25	21
300426.SZ	唐德影视	4.00	100.44	25.11	0.50	0.93	1.26	51	27	20
002343.SZ	慈文传媒	3.15	118.88	37.80	0.92	1.34	1.70	41	28	22
300291.SZ	华录百纳	8.12	160.87	19.80	0.46	0.62	0.76	43	32	26
000892.SZ	欢瑞世纪	9.81	115.27	11.75	0.26	0.38	0.48	45	31	25
000802.SZ	北京文化	7.26	134.36	18.50	0.86	0.44	0.54	22	42	34
300336.SZ	新文化	5.38	84.99	15.81	0.49	0.72	0.86	32	22	18
平均PE								36	28	23
002624.SZ	完美世界	13.15	383.10	29.14	0.89	1.22	1.59	33	24	18

来源：Wind，中泰证券研究所

- 根据公司当前股价，对应 2017-2018 年 PE 分别为 24 倍和 18 倍。我们选取涉足 A 股市场涉足影视以及游戏的相关公司与完美世界进行估值比较。根据 Wind 一致预期，影视相关个股 2017-2018 年对应平均估值分别为 28 倍和 23 倍 PE，游戏相关个股 2017-2018 年对应平均估值分别为 28 倍和 23 倍 PE。
- 公司作为 A 股影游联动龙头，IP 价值在公司体内将被最大化开发，同时公司拥有丰富海外合作、投资经验，致力于打造全球化的泛娱乐企业。我们给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 36.6 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 游戏、影视内容上线进度不达预期。由于游戏、影视内容均属于项

自制，有较多不确定性，存在进度不达预期风险。

- **2) 人才流失风险。**公司涉及业务，人才是核心的资源，是保持和提升公司竞争力的关键要素。因此相关人员的稳定性，将直接影响公司的发展和业绩。若不能很好地控制人才流失的风险，则会对上市公司的经营和业务发展造成不利影响。
- **3) 板块估值中枢下移风险。**公司所在游戏、影视板块的整体估值中枢存在下移风险。

**图表 23：完美世界财务报表及估值**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>926</b>	<b>4,893</b>	<b>6,159</b>	<b>8,678</b>	<b>10,384</b>	<b>12,090</b>	货币资金	251	1,098	2,097	1,560	3,529	5,964
增长率	-6.49%	428.5%	25.9%	40.9%	19.7%	16.4%	应收款项	729	790	2,020	2,185	2,528	2,977
营业成本	-468	-1,812	-2,404	-3,992	-4,811	-5,667	存货	452	351	496	729	873	1,025
% 销售收入	50.5%	37.0%	39.0%	46.0%	46.3%	46.9%	其他流动资产	117	541	6,595	6,914	7,079	7,251
毛利	458	3,081	3,755	4,685	5,573	6,423	流动资产	1,549	2,779	11,208	11,389	14,009	17,217
% 销售收入	49.5%	63.0%	61.0%	54.0%	53.7%	53.1%	% 总资产	94.1%	65.1%	68.8%	69.3%	73.6%	78.2%
营业税金及附加	-10	-99	-54	-77	-93	-108	长期投资	0	635	2,698	2,698	2,698	2,698
% 销售收入	1.1%	2.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	16	380	527	617	617	394
营业费用	-91	-636	-755	-937	-1,121	-1,215	% 总资产	1.0%	8.9%	3.2%	3.76%	3.2%	1.8%
% 销售收入	9.8%	13.0%	12.3%	10.8%	10.8%	10.1%	无形资产	72	363	1,690	1,553	1,546	1,529
管理费用	-58	-2,313	-1,836	-2,057	-2,201	-2,418	非流动资产	97	1,493	5,089	5,043	5,035	4,795
% 销售收入	6.3%	47.3%	29.8%	23.7%	21.2%	20.0%	% 总资产	5.9%	34.9%	31.2%	30.7%	26.4%	21.8%
息税前利润 (EBIT)	299	32	1,110	1,614	2,156	2,682	<b>资产总计</b>	<b>1,646</b>	<b>4,273</b>	<b>16,297</b>	<b>16,430</b>	<b>19,044</b>	<b>22,013</b>
% 销售收入	32.3%	0.7%	18.0%	18.6%	20.8%	22.2%	短期借款	98	522	550	109	109	109
财务费用	-13	-34	-1	-18	11	-18	应付款项	331	1,221	1,304	1,541	1,837	2,136
% 销售收入	1.4%	0.7%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.1%	其他流动负债	141	1,199	2,369	2,638	2,892	3,087
资产减值损失	-21	-32	-100	-101	-110	-121	流动负债	569	2,942	4,223	4,287	4,838	5,332
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	267	643	2,033	2,033	2,033	2,033
投资收益	1	124	192	220	250	240	其他长期负债	1	54	1,590	37	38	38
% 税前利润	0.4%	55.8%	14.2%	11.7%	10.1%	8.2%	<b>负债</b>	<b>837</b>	<b>3,639</b>	<b>7,846</b>	<b>6,356</b>	<b>6,908</b>	<b>7,402</b>
营业利润	266	90	1,201	1,716	2,308	2,783	<b>普通股股东权益</b>	<b>756</b>	<b>461</b>	<b>7,213</b>	<b>8,869</b>	<b>10,956</b>	<b>13,483</b>
营业利润率	28.8%	1.8%	19.5%	19.8%	22.2%	23.0%	少数股东权益	53	172	1,238	1,205	1,180	1,127
营业外收支	22	133	155	160	159	159	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,646</b>	<b>4,273</b>	<b>16,297</b>	<b>16,430</b>	<b>19,044</b>	<b>22,013</b>
税前利润	<b>288</b>	<b>223</b>	<b>1,356</b>	<b>1,876</b>	<b>2,466</b>	<b>2,943</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	31.1%	4.6%	22.0%	21.6%	23.8%	24.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-75	-149	-223	-308	-404	-468	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.0%	66.8%	16.4%	16.4%	16.4%	15.9%	每股收益 (元)	0.340	0.240	0.887	1.219	1.587	1.923
净利润	213	74	1,133	1,568	2,062	2,475	每股净资产 (元)	1.351	0.825	5.487	6.746	8.333	10.256
少数股东损益	23	-60	-33	-34	-25	-53	每股经营现金净流 (元)	-0.407	1.507	0.878	1.108	1.508	1.718
归属于母公司的净利润	<b>190</b>	<b>134</b>	<b>1,166</b>	<b>1,602</b>	<b>2,086</b>	<b>2,528</b>	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	20.5%	2.7%	18.9%	18.5%	20.1%	20.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	25.17%	29.13%	16.17%	18.07%	19.04%	18.75%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	11.55%	3.15%	7.16%	9.75%	10.96%	11.48%
净利润	213	74	1,133	1,568	2,062	2,475	投入资本收益率	23.95%	14.30%	14.78%	16.88%	22.29%	27.75%
少数股东损益	23	-60	-33	-34	-25	-53	<b>增长率</b>						
非现金支出	35	259	307	408	365	397	营业总收入增长率	-6.49%	428.53%	25.87%	40.90%	19.66%	16.43%
非经营收益	25	-134	-185	-308	-344	-334	EBIT增长率	10.74%	-89.22%	3343.85%	45.42%	33.59%	24.38%
营运资金变动	-500	644	-100	-212	-101	-279	净利润增长率	46.29%	-29.31%	767.54%	37.38%	30.22%	21.15%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-205</b>	<b>783</b>	<b>1,122</b>	<b>1,423</b>	<b>1,958</b>	<b>2,206</b>	总资产增长率	33.59%	159.50%	281.45%	0.82%	15.90%	15.59%
资本开支	31	288	156	202	199	-1	<b>资产管理能力</b>						
投资	7	-653	-8,461	0	0	0	应收账款周转天数	226.6	51.2	77.3	86.4	83.4	84.4
其他	-7	462	6	220	250	240	存货周转天数	277.3	80.8	64.3	65.0	65.0	65.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-31</b>	<b>-479</b>	<b>-8,611</b>	<b>19</b>	<b>51</b>	<b>242</b>	应付账款周转天数	20.6	23.7	69.9	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	857	6,014	0	0	0	固定资产周转天数	6.5	14.7	26.8	24.0	21.7	15.2
债权募资	198	1,208	1,020	-1,993	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-2	-1,776	1,148	-19	-65	-65	净负债/股东权益	14.15%	10.60%	5.75%	5.77%	-11.42%	-26.15%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>196</b>	<b>289</b>	<b>8,182</b>	<b>-2,013</b>	<b>-65</b>	<b>-65</b>	EBIT利息保障倍数	23.3	0.9	904.0	90.4	-191.0	152.6
<b>现金净流量</b>	<b>-39</b>	<b>592</b>	<b>693</b>	<b>-571</b>	<b>1,944</b>	<b>2,382</b>	资产负债率	50.87%	85.17%	48.14%	38.69%	36.28%	33.63%

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。