

强烈推荐-A (维持)

完美世界 002624.SZ

目标估值: 41-43 元  
当前股价: 31.3 元  
2017 年 05 月 17 日

完美的世界——精品成就娱乐王国

基础数据

上证综指	3113
总股本(万股)	131467
已上市流通股(万股)	31315
总市值(亿元)	411
流通市值(亿元)	98
每股净资产(MRQ)	5.8
ROE(TTM)	19.4
资产负债率	47.8%
主要股东	完美世界(北京)数字
主要股东持股比例	35.06%

股价表现



相关报告

1、《完美世界(002624)——2017年Q1业绩同比增长63.26%，整合影视+游戏+院线等优质资源，全力打造产业链联动的泛娱乐IP帝国》2017-04-30

顾佳

021-68407977  
gujia@cmschina.com.cn  
S1090513030002

朱璐

zhujun5@cmschina.com.cn  
S1090516080002

王光兵

wanguangbing@cmschina.com.cn  
S1090516080004

公司“游戏+影视”双轮业务驱动，不断坚持“精品化”战略，继手游《诛仙》后，今年下半年有望推出精品端游IP改手作品《射雕英雄传》、《武林外传》、《完美世界国际版》等，值得期待。目前2017年市盈率30倍，看好公司端改手、影游联动战略的发展，维持强烈推荐-A评级！

- “端改手”模式的成功被不断验证，手游研发商头部效应加剧，公司《诛仙》、《神雕侠侣》等端改手作品已获成功，期待下半年新的“端改手”产品推出。基于头部大型端游IP改编的手游更容易成为爆款，如《梦幻西游》、《倩女幽魂》以及完美世界的《诛仙》等。2016年9月至2017年2月IOS中国游戏畅销榜前19名中，基于端游IP改编的游戏达11款。完美世界2013年端改手作品《神雕侠侣》推出后6个月内霸占IOS动作类游戏和角色扮演类游戏Top 10，游戏总排名Top 20。端改手的《诛仙》2016年年中上线，平均月流水近2亿，稳居iOS畅销榜前15位。2017年公司储备的《射雕英雄传》、《武林外传》、《完美世界国际版》等端改手优质项目，有望持续爆发。
- 公司手握大量IP资源，影游联动挖掘多重价值。影视与游戏的跨界融合与联动成为游戏发展的重要方向之一，能放大IP价值，产生“1+1>2”的效益，影游联动大势所趋。游改影的代表如国内《仙剑奇侠传》系列，国外的《魔兽》、《古墓丽影》等；影改游的国内如《花千骨》等。完美世界手握大量IP资源，是国内“影游联动”领域最具资本与实力的公司，其影游联动代表作品有《诛仙》、《射雕英雄传》等，未来期待更多的影游联动产品推出！
- 顺应“内容+渠道”发展趋势，打开未来成长空间。影视剧“内容+渠道”融合型公司的代表如好莱坞6大电影集团、中国的万达；游戏“内容+渠道”融合型的代表型公司如腾讯、网易、任天堂等。这类公司业绩稳定，盈利能力强，内容+渠道相互融合是未来发展趋势。完美世界2016年收购今典院线，获取了优质渠道资源，纵向整合产业链。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。我们预计公司2017-19年净利润分别为14.5亿元、16.9亿元和19.4亿元，对应PE分别为29.9倍、25.6倍和22.4倍，公司作为优质的白马型公司，维持强烈推荐-A评级！

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1129	6159	7869	9044	10394
同比增长	22%	445%	28%	15%	15%
营业利润(百万元)	328	1201	1728	2064	2367
同比增长	23%	266%	44%	19%	15%
净利润(百万元)	288	1166	1450	1692	1937
同比增长	52%	304%	24%	17%	14%
每股收益(元)	0.21	0.84	1.05	1.22	1.40
PE	150.4	37.2	29.9	25.6	22.4
PB	17.1	6.0	6.0	5.5	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司概况：游戏业务回归 A 股，“游戏+影视”协同发展 .....	5
1.1、完美世界游戏回归 A 股 .....	5
1.2、“游戏+影视”双主业发展 .....	5
1.3、掌握核心技术，研发团队强大 .....	6
二、手游精品化趋势下，“端改手”模式已被证明，完美世界优质“端改手”项目助力公司成长 .....	8
2.1、头部手游多由端游 IP 改编而来 .....	8
2.2、端改手模式的成功被不断验证，推动手游研发商头部效应加剧 .....	10
2.3、端游产品：自研精品游戏《诛仙》、《完美世界国际版》等，同时独家代理《DOTA2》和《CS:GO》 .....	11
2.4、手游产品：多款自研精品手游，“端转手”为重要看点 .....	13
2.5、主机游戏：收入占比不大，但快速增长 .....	17
三、公司手握大量 IP 资源，影游联动挖掘多重价值 .....	19
3.1、影游联动模式——IP 价值的多重挖掘 .....	19
3.2、公司手握大量优质 IP，游戏研发和影视制作能力突出，国内“影游联动”最具实力公司 .....	20
3.3、公司影视相关人才储备：制作团队实力雄厚，签约知名艺人 .....	21
3.4、电视剧、电影和综艺坚持精品化战略 .....	22
四、顺应“内容+渠道”发展趋势，打开未来成长空间 .....	27
4.1、“内容+渠道”模式的游戏和影视行业代表腾讯和万达 .....	27
4.2、完美世界收购院线渠道，纵向整合产业链 .....	30
五、财务分析 .....	31
六、盈利预测与估值建议 .....	33
七、风险提示 .....	34

## 图表目录

图 1：2015-16 年完美世界营收按业务板块拆分（单位：百万元） .....	5
图 2：2016 vs. 2015 年完美世界游戏业务拆分（单位：百万元） .....	6
图 3：2016 vs. 2015 年完美世界影视业务拆分（单位：百万元） .....	6
图 4：2016 年 Android 游戏 ARPU 值 .....	9

图 5: 2016 年 IOS 游戏 ARPU 值 .....	9
图 6: 2016 年手游中 IP 手游占比 .....	9
图 7: 2016 年手游 IP 来源分布 .....	9
图 8: 国内手游研发商 (CP) 流水市场份额 (2015 年) .....	10
图 9: 国内手游研发商 (CP) 流水市场份额 (2016 年) .....	10
图 10: 完美世界端游已运营项目流水情况 .....	11
图 11: 《DOTA2》流水情况 .....	12
图 12: 《CS: GO》在 Steam 热销榜排名 .....	13
图 13: 完美世界移动游戏收入和增速 .....	14
图 14: 2016 年 8 月以来《诛仙手游》IOS 平台月下载量与月收益 .....	15
图 15: 《诛仙手游》ios 排名 .....	15
图 16: 2016 年 3 月以来《射雕英雄传 3D》IOS 平台月下载量与月收益 .....	16
图 17: 影游联动的手游在整个手游市场实际销售收入中占比 .....	20
图 18: 完美世界综艺节目代表作 .....	25
图 19: 嘉行传媒主要电视剧 CSM 全国网平均收视率 .....	26
图 20: 腾讯游戏部分代表作品 .....	27
图 21: 万达影视代表作品 .....	28
图 22: 传奇影业代表作品 .....	29
图 23: 完美世界近几年毛利率情况 .....	31
图 24: 完美世界历史 PE Band .....	33
图 25: 完美世界历史 PB Band .....	33
表 1、完美世界自研技术 .....	7
表 2: 16 年 8 月-17 年 2 月 APP ANNIE 全球手游指数 ios 中国前 20 榜单的游戏 .....	9
表 3: 完美世界 2017 年拟自研/代理端游项目 .....	11
表 4: 完美世界 2017 年拟推出的自研手游项目 .....	17
表 5: 2015 年 3-9 月《无冬 OL》月度运营情况 .....	17
表 6: 影游联动项目介绍 .....	19
表 7: 公司旗下 6 家影视制作团队及代表导演、制作人 .....	21
表 8: 公司签约艺人代表 .....	21
表 9: 完美世界电视剧代表作品 .....	22

表 10: 完美世界 2017 年电视剧计划片单 .....	23
表 11: 完美世界电影代表作品.....	24
表 12: 完美世界综艺节目代表作品 .....	25
表 13: 完美世界 2017 年储备综艺节目 .....	25
表 14: 腾讯部分投资并购标的游戏公司及代表作 .....	27
表 15: 万达院线海外收购院线情况（并购当时的数据） .....	29
表 16: 2016 年度完美世界与同业公司财务比率比较.....	31
附: 财务预测表 .....	35

## 一、公司概况：游戏业务回归 A 股，“游戏+影视”协同发展

### 1.1、完美世界游戏回归 A 股

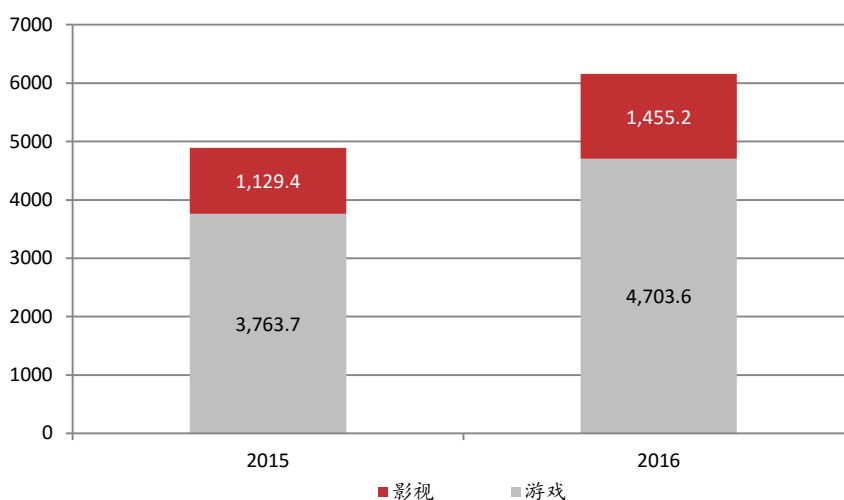
完美世界是国内龙头的文化娱乐产业集团，业务同时面向国内与海外市场，旗下业务主要分为完美世界游戏与完美世界影视两大板块。完美世界游戏成立于 2004 年，2007 年在美国纳斯达克上市（股票代码：PWRD），2015 年 7 月成功完成私有化。而 2008 年成立的完美世界影视，2014 年 12 月在 A 股借壳金磊股份，借壳完成后公司更名为完美环球娱乐股份有限公司（简称完美环球）。2016 年 4 月，完美环球通过发行股份购买资产的方式完成对完美世界游戏的收购，将游戏业务注入上市公司，完美游戏成功回归 A 股。2016 年 7 月，公司股票简称更名为完美世界。

### 1.2、“游戏+影视”双主业发展

2016 年，完美世界实现 61.59 亿元营业收入，同比增长 25.87%，归母净利润为 11.66 亿元，同比增长达 767.54%。

收入端拆分，游戏业务收入 2016 年同比增长 25%至 47.04 亿元，占总收入的 76.4%；影视业务收入 2016 年同比增长 28.9%至 14.55 亿元，占总收入的 23.6%。

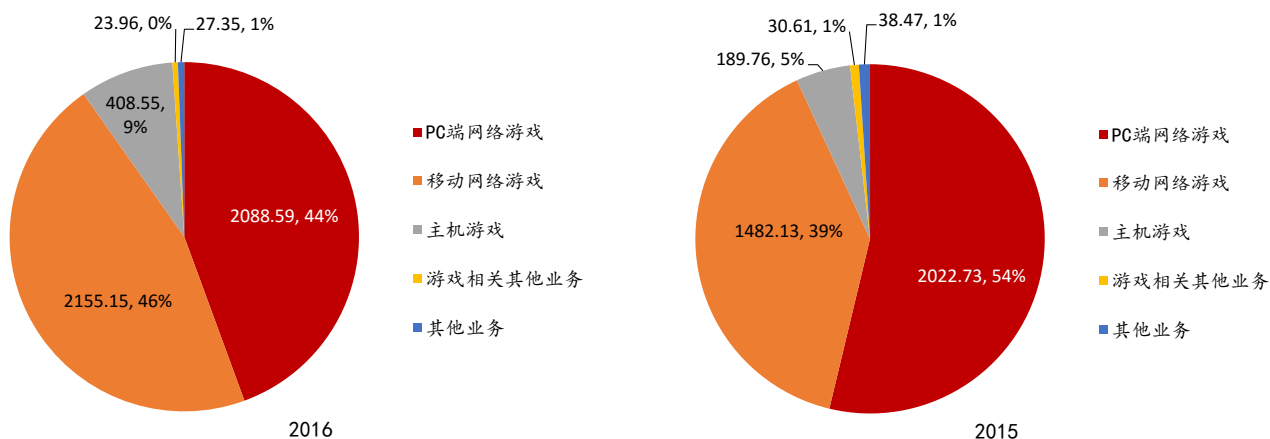
图 1：2015-16 年完美世界营收按业务板块拆分（单位：百万元）



资料来源：公司年报、招商证券

游戏业务中，主要收入来源为手游与端游，其中手游业务收入同比增长 45.4%至 21.55 亿元，占游戏营收比重从 2015 年的 39%上升到 2016 年的 46%；同时期端游营收同比增长 3.3%至 20.89 亿元，占游戏业务收入的比重则从 54%跌至 44%，这是完美游戏首次手游收入超越端游。

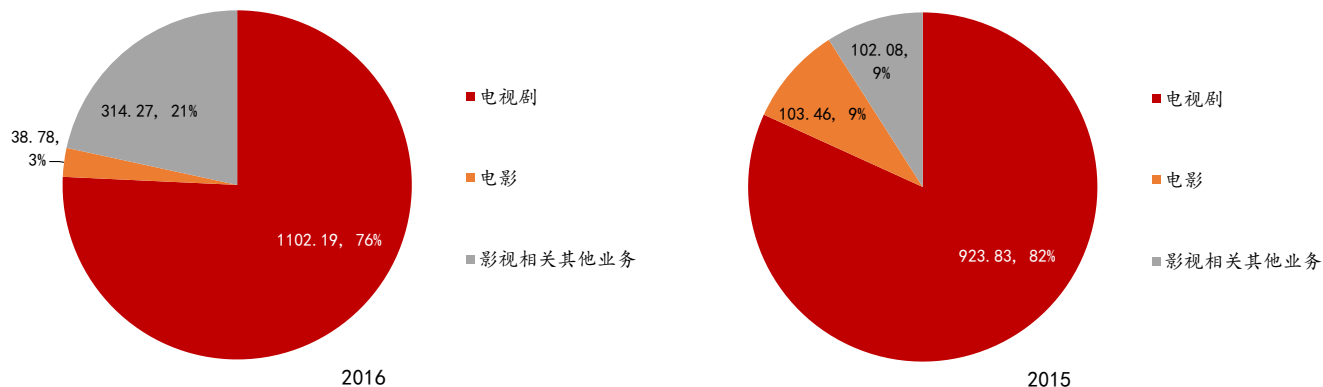
图 2：2016 vs. 2015 年完美世界游戏业务拆分（单位：百万元）



资料来源：公司年报、招商证券

影视业务中，电视剧收入 2016 年同比增长 19.3%至 11.02 亿元，占影视营收的比例从 2015 年的 82%下降至 2016 年的 76%，电视剧仍是其影视板块的主力。电影收入同比下滑 62.5%至 3,878 万元，占影视营收的比例从 2015 年的 9%下降至 3%；影视相关其他业务（包括演唱会投资、音乐剧等）占影视业务收入的比例 2016 年达 21%。

图 3：2016 vs. 2015 年完美世界影视业务拆分（单位：百万元）



资料来源：公司年报、招商证券

### 1.3、掌握核心技术，研发团队强大

拥有高素质团队，具有强大研发能力。公司自成立以来，高度重视研发人才的培养和储备，通过多年的游戏研发和运营，公司已建立起一支高效多产的研发团队，截至 2016 年 12 月 31 日，完美世界总员工数为 5,314 人，其中本科以上学历者 3,130 人，占比 59%；研发人员 2,490 人，占比 47%，核心技术人员的人均行业经验超过 5 年，其中大多数成员拥有多款成功产品的开发经验。公司内部有多个项目组，可以同时并且持续进行多个游戏项目的开发。



表 1、完美世界自研技术

序号	技术名称	功能
1	Angelica3D 游戏引擎	Angelica 是一款跨平台的 3D 图形引擎，支持开发任何类型的游戏，拥有完整的工具链和开发流程，是国内最成熟的游戏引擎之一。
2	Cube2.5D 游戏引擎	Cube2.5D 游戏引擎，能生成高清的 3D 背景、游戏道具和人物，且与游戏相比，基于 Cube 引擎开发的游戏对硬件的要求较低。Cube2.5D 引擎采用角度锁定技术，通过在游戏场景中避免天空和远距离物体降低了成像的技术难度。
3	Echoles3D 游戏引擎	为高效快速地渲染大批量静态和动态三维对象而生；为了保证各个开发人员之间独立工作，本系统采用高内聚、低耦合的模块化设计原则，将各模块的关联性降到最低。Echoles 核心引擎只提供最基本的渲染和管理架构，提供底层 API，设计抽象，易用性和扩展性强。
4	ERA 游戏引擎	ERA 是完美世界自主研发的跨平台游戏引擎，引擎为大规模同屏优化，可应对数百人同屏，千人进行逻辑更新的国战级别的压力。细节品质上能达到国内移动网络游戏的顶级画质。
5	Ark3D 游戏引擎	Ark 引擎是完美世界开发的一款跨平台三维引擎，目标平台为 PC 和 Console 平台。Ark 引擎的在提供一流画面的同时，给玩家带来流畅的操作和充分的画面感，针对 Console 平台进行了特殊优化。
6	EPARCH 2D 游戏引擎	针对 PC 平台的二维游戏引擎，在二维游戏中引入了维技术，画面表现力更强，并充分利用了硬件性能。
7	PWGS 框架	PWGS 是完美世界自主开发的服务器框架，是完美世界应用最多的框架之一，目前已有大约 13 款采用 PWGS 服务器框架的游戏上线运营。PWGS 框架成熟稳定，性能强大，有很高的扩展性。
8	XDB 框架	开创性引入了新的数据访问模式，成为健壮鲁棒的游戏服务器框架。
9	PWSL	PWSL 是完美世界自研的网络底层库，高效高速，易于使用。同时支持多种语言：C/C++、JAVA、C#、Python 等，是可跨平台的网络库。
10	WDB	WDB 是完美世界自研的 NoSQL 数据库系统，针对游戏访问进行了特殊优化，针对游戏开发有很高的性能。
11	ARC 平台	ARC 是完美世界自研的游戏开放式游戏分发平台，包含了账号接入、游戏分发、游戏启动、电竞宣传、充值活动、跨游戏联动等诸多功能。
12	PWAU	PWAU 是完美世界内部使用的账号和付费系统，在多年的使用过程中提供了稳定高效的服务。
13	游戏分布管理系统	完美世界自己内部使用的游戏发布系统，可以随时回退到之前的任一版本，并比对任意两个版本的异同。
14	BI 系统	完美自己的 BI 系统，利用数据挖掘技术从用户行为数据中提炼用户行为模型，可以为完美的运营、开发方向提供指导性的信息，并可以即时发现一些可能的事故。辅助提高游戏营业收入。
15	企业云系统	完美自己的企业云服务器，可以灵活地配服务，在不增加物理服务器的条件下，可以方便的增加虚拟机，开展新业务。
16	Datafriends 游戏数据分析系统	Datafriends 产品秉着为研发、运营等游戏项目相关人员提供行之有效的游戏分析系统为目的，针对不同阶段的游戏运营需求，为游戏开发运营等相关部门提供数据支持。
17	次时代图形引擎	公司正致力于研发具有更复杂渲染能力的游戏引擎，以及移动终端、PC 端和电视端三重结合的跨平台游戏引擎。

资料来源：公司公告，招商证券

## 二、手游精品化趋势下，“端改手”模式已被证明，完美世界优质“端改手”项目助力公司成长

端改手模式的成功被不断验证，手游研发商头部效应加剧，公司《诛仙》、《神雕侠侣》等端改手作品已获成功，期待下半年新的端改手产品推出。基于头部大型端游 IP 改编的手游更容易成为爆款，如《梦幻西游》、《倩女幽魂》以及完美世界的《诛仙》等。2016 年 9 月至 2017 年 2 月 IOS 中国游戏畅销榜前 19 名中，基于端游 IP 改编的游戏达 11 款。完美世界 2013 年端改手作品《神雕侠侣》推出后 6 个月内霸占 iOS 动作类游戏和角色扮演类游戏 Top 10，游戏总排名 Top 20。端改手的爆品《诛仙》2016 年年中上线，平均月流水近 2 亿，稳居 iOS 畅销榜前 15 位。2017 年公司储备的《射雕英雄传》、《武林外传》、《完美世界国际版》等端改手优质项目，有望持续产生爆款。

游戏业务方面，公司在坚持“精品化”战略的基础上，努力打造“端游”+“手游”+“主机游戏”的立体化营业模式，实现全方位、多层次的收入来源。此外，公司还面向全球，继续秉承“全球制作、全球发行、全球伙伴”的战略，实现多方位、多版图布局。

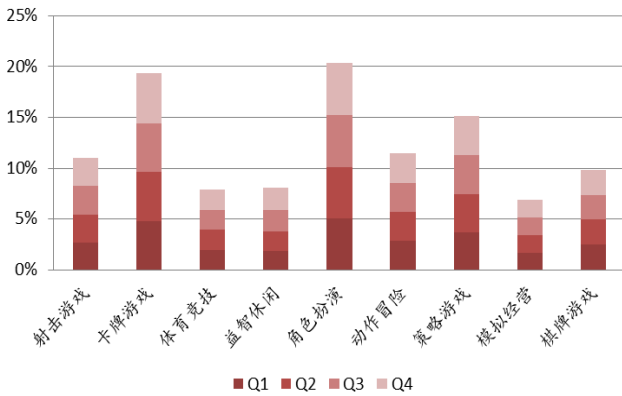
### 2.1、头部手游多由端游 IP 改编而来

从量的角度，在移动互联网用户红利时代逐渐结束的背景下，手游增量用户的获取主要依靠精品化制作带来的口碑传播效应，以及精准化投放带来的低成本用户的获取。而端游 IP 改编手游在用户量上有几大优势：**1、基于情怀，端游 IP 改编的手游会吸引一部分流失的原端游用户。**国内端游兴起于 2000 年前后，以盛大引入的《传奇世界》、网易研发的《大话西游》为代表，吸引了一大批 85-90 年代出生的学生用户。这些用户随着年龄增长，逐渐进入社会，已较难有时间继续 PC 端游，但由于手游时间的碎片化和灵活性，《传奇世界》、《大话西游》、《梦幻西游》等经典端游 IP 改编成手游后，激起了其内心情怀，使这部分用户重新成为该 IP 的手游用户；**2、基于端游 IP 的品牌效应，其改编的手游的推广及用户获取成本比非端游 IP 的手游更低。**随着手游产量的增长和移动互联网用户增速的放缓，手游用户获取成本不断走高，而经典端游 IP 由于其品牌知名度和本身存在大量高粘性用户，其天然在用户获取上成本更低；**3、由于原端游具备长时间运营的经验，基于其 IP 改变的手游往往拥有更长的运营时间，实现更高的用户留存率。**以网易西游系列端游为例，《大话西游》端游自 2001 年推出至今运营超过 15 年，《梦幻西游》自 2006 年推出至今也运营超过 10 年，较长的运营周期所培育的忠实粉丝，以及网易积累的运营经验，使得其基于这两个端游 IP 改变的手游也有望实现相当长时间的生命周期。《梦幻西游》手游版于 2015 年 3 月上线，至今在 IOS 畅销榜排名仍保持在前 3，《大话西游》手游版于 2015 年 9 月上线，至今排名也在前 10。

从价的角度，由端游 IP 改编的手游往往拥有更高的用户付费率和 ARPU 值。首先，由端游 IP 改编的手游往往为 ARPG、MMORPG 或 SLG 等重度游戏，其付费率和 ARPU 值相对大部分非 IP 改编的轻度游戏要更高；其次，该 IP 的端游已经形成了成熟的付费机制，能吸引玩家稳定的付费，在付费点的设置上较非端游 IP 改编的手游更有经验。

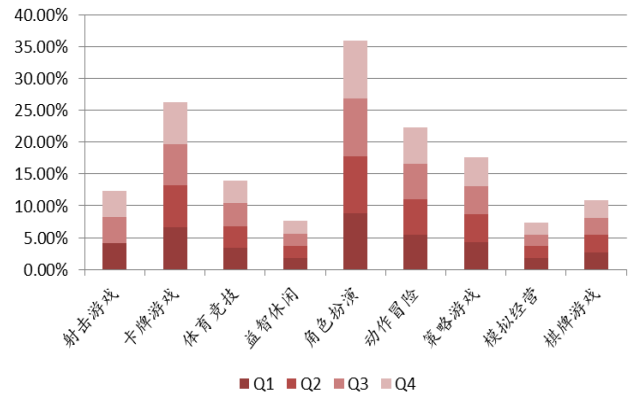


图 4：2016 年 Android 游戏 ARPU 值



资料来源：DataEyes、招商证券

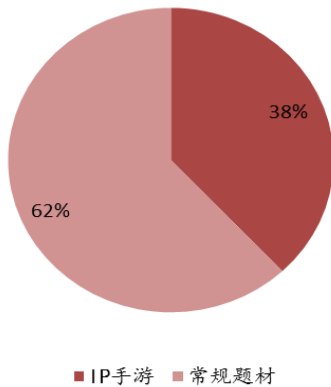
图 5：2016 年 IOS 游戏 ARPU 值



资料来源：DataEyes、招商证券

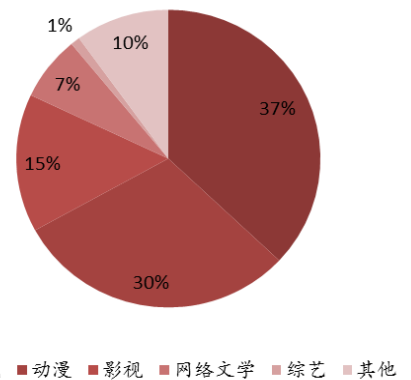
从当前手游产品格局来看，头部游戏中基于端游 IP 改编的占比远远大于所有手游中基于端游 IP 改编的占比，说明基于端游 IP 改编的手游，更容易成为爆款。2016 年所有手游中，基于 IP 改编的占比为 38%，IP 来源中游戏（包括端游和页游）占比为 37%，可以大致推算，所有手游中基于端游 IP 改编的占比不到 14%。但基于 App Annie 的数据，2016 年 9 月至 2017 年 2 月 IOS 中国游戏畅销榜前 19 名中，基于端游 IP 改编的游戏达 11 款，占比高达 58%，远高于 14%。

图 6：2016 年手游中 IP 手游占比



资料来源：DataEyes、招商证券

图 7：2016 年手游 IP 来源分布



资料来源：DataEyes、招商证券

表 2：16 年 8 月-17 年 2 月 APP ANNIE 全球手游指数 ios 中国前 20 榜单的游戏

游戏产品	研发	发行	IP
王者荣耀	腾讯	腾讯	无 IP
阴阳师	网易	网易	无 IP
梦幻西游	网易	网易	端游 IP
倩女幽魂	网易	网易	端游 IP
大话西游	网易	网易	端游 IP
火影忍者	腾讯	腾讯	日漫 IP
梦幻诛仙	祖龙娱乐	腾讯	端游 IP
问道	吉比特	雷霆网络(吉比特)	端游 IP
剑侠情缘	金山	腾讯	端游 IP
征途	巨人	腾讯	端游 IP

永恒纪元	极光网络 (三七互娱)	三七互娱	无 IP
黎明之光	妙趣网络 (天神娱乐)	蓝港互动	端游 IP
天堂 2	蜗牛游戏	蜗牛游戏	端游 IP
诛仙	完美世界	完美世界	端游 IP
仙剑奇侠传	盖娅互娱	盖娅互娱	小说 IP
御剑情缘	祖龙娱乐	紫龙互娱	小说 IP
圣斗士星矢-集结	完美世界	乐逗游戏	日漫 IP
御龙在天	腾讯	腾讯	端游 IP
京门凤月	玩友时代	好玩友	小说 IP

端游 IP 占比: 57.9%

资料来源: App Annie、招商证券

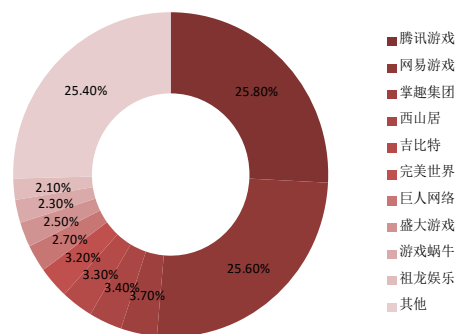
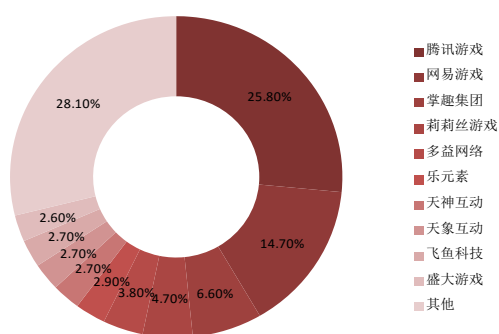
## 2.2、端改手模式的成功被不断验证，推动手游研发商头部效应加剧

从手游研发商格局看，2016 年相比 2015 年，头部效应加剧。2016 年两大龙头腾讯和网易研发的游戏占据手游市场过半流水，进一步挤压了其他手游研发商的市场份额，也从过去腾讯一家独大格局，正式形成 Big2 格局。

腾讯依托其 DAU 高达 8 亿的微信平台 and DAU 超过 6 亿的 QQ 平台，在手游推广分发及运营方面有着得天独厚的渠道优势。但网易在 2016 年的强势崛起主要依靠其出色的精品游戏研发能力，尤其是其基于经典端游 IP 改编的爆款手游《梦幻西游》和《大话西游》，成为网易这几年业绩的重要推动力。

图 8：国内手游研发商（CP）流水市场份额（2015 年）

图 9：国内手游研发商（CP）流水市场份额（2016 年）



资料来源: 伽马数据、招商证券

资料来源: 伽马数据、招商证券

二线游戏公司虽然没有腾讯、网易持续推出爆款的优势，但一些公司往往也能依靠精品研发，通过一、两款爆款实现业绩的大幅增长，冲击既有行业格局，其中基于端游 IP 改编的手游，也被不断验证更有可能成为爆款。例如，吉比特 2016 年凭借自身经典端游 IP《问道》推出《问道》手游，从而跻身手游研发商前 10，并实现 2016 年业绩的大幅增长。除此之外，完美世界 2016 年基于端游 IP 改编的《诛仙》手游也曾一度在 IOS 畅销榜排名前 10。基于端游 IP 改编的手游，不断冲击现有手游市场格局，在 2017 年有望进一步加剧头部效应。

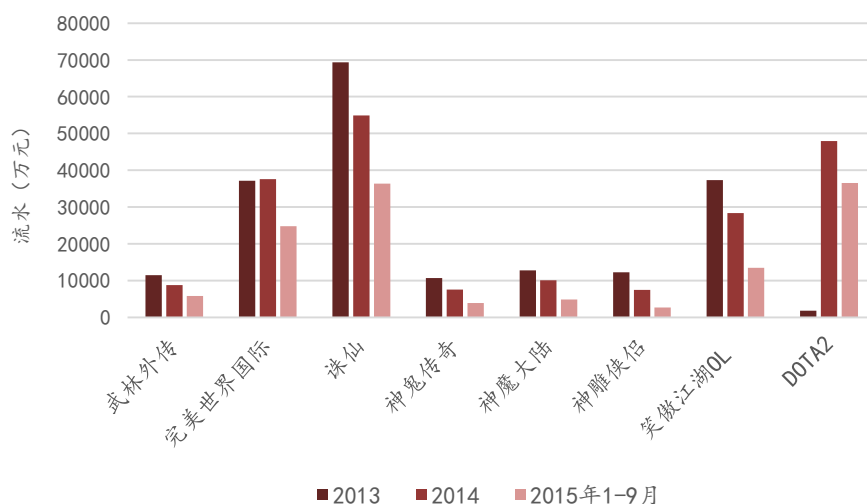
### 2.3、端游产品：自研精品游戏《诛仙》、《完美世界国际版》等，同时独家代理《DOTA2》和《CS:GO》

2016 年完美世界端游收入为 20.89 亿元，同比 2015 年增长 3.3%，但相较 2013-2014 年端游收入水平有将近 30% 的下滑。《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》持续保持稳定的收入和玩家活跃度。

#### ➢ 基于优质 IP 资源，利用核心技术，开发精品端游

完美世界具有强大的研发能力，拥有独自研发的 Angelica 3D 游戏引擎、Cube 引擎以及 Eparch 2D 引擎，独立自主研发《完美世界》、《诛仙》、《赤壁》、《武林外传》、《神鬼传奇》、《神魔大陆》、《圣斗士星矢 Online》、《神雕侠侣》、《笑傲江湖 OL》等 20 余款客户端网络游戏。完美世界推出的客户端游戏《诛仙》至今已上线超 8 年，截至 2015 年 9 月 30 日，该款游戏在大陆地区的累计注册用户数突破 8,858 万人，季度充值额依旧保持在亿元的高水平，持续为公司端游业务贡献稳定利润。

图 10：完美世界端游已运营项目流水情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 3：完美世界 2017 年拟自研/代理端游项目

序号	游戏名称 (暂定)	游戏类型	自研/代理
1	CS:GO (反恐精英：全球攻势)	PC 端游	代理
2	Crossout (创世战车)	PC 端游	代理
3	HOB	PC 端游+主机游戏	自研
4	Subnautica (深海迷航)	PC 端游+主机游戏	自研
5	Torchlight Online	PC 端游+主机游戏	自研

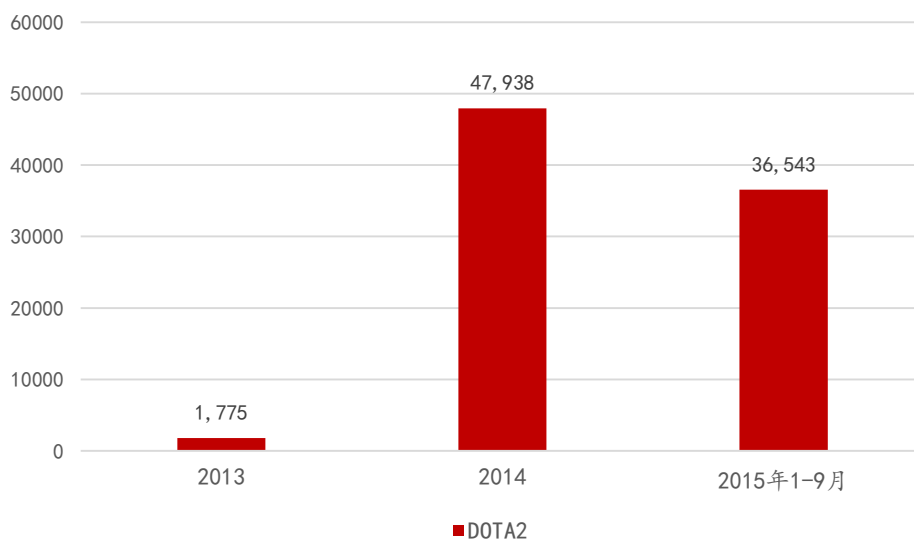
资料来源：公司年报，招商证券

#### ➢ 独代《DOTA2》和《CS: GO》双管齐下，深入布局电竞领域

《DOTA2》由《DOTA》的地图核心制作者 Ice Frog (冰蛙) 联手美国 Valve 公司研发。在国内由完美世界代理，于 2013 年 4 月 28 日开始测试，发布中文名为“刀塔”，是该系列的第二部作品。公司围绕《DOTA2》打造“游戏收费+比赛门票+周边销售+广告营

销”的盈利模式。目前在 Steam 上的玩家数量达 9,908 万，其中，中国用户占比 7.59% 达 752 万人。《DOTA2》在 2013 年流水是 1.77 千万，2014 年流水增加到 4.79 亿，2015 年 1-9 月是 3.65 亿元，预测其在 2016 年的流水是 4 亿元左右。

图 11: 《DOTA2》流水情况







资料来源：公司公告、招商证券

同时，公司在 2016 年获得了国际电竞游戏大作《CS:GO (反恐精英：全球攻势)》在中国大陆的独家运营代理权，深化电竞领域布局，该游戏已在 2017 年 4 月 18 日开始首次国内公开测试。《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。

《CS:GO》由《DOTA2》的研发公司 Valve 与 Hidden Path Entertainment 合作开发，完美世界代理，是一款 FPS 类电子竞技游戏，竞技模式为 5v5 团队作战，是全球最受欢迎的电竞类游戏之一。该游戏已于 2012 年在欧美地区发售。《CS:GO》是 2016 年全球第 2 大 PC 端付费游戏、第 3 大电子竞技游戏，全年实现收入 2.6 亿美元，目前在 Steam 热销榜上排名第 4。其在国内的百度贴吧有 51 万用户关注，累计发帖 1,455 万，可见这款游戏在国内有着相当程度的用户基础。《CS:GO》正式进入国内市场后，受到的关注度大大提升。同时，完美世界围绕《CS:GO》展开了在电竞比赛、直播方面的布局，公司将推出《CS: GO》中国职业联赛和《CS: GO》中国职业联赛两大电竞赛事。虽然竞技游戏盈利能力不高，但竞技游戏生命周期长，且国内竞技游戏市场正在成长中，《CS:GO》将可能为完美世界带来长久而稳定的营收。

图 12: 《CS: GO》在 Steam 热销榜排名

	PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS	2017年3月23...	¥ 98
	H1Z1: King of the Kill	2016年2月18...	¥ 68
	Tom Clancy's The Division™	2016年3月8日	¥ 208 ¥ 104
	Counter-Strike: Global Offensive	2012年8月22...	¥ 48
	Grand Theft Auto V	2015年4月14...	¥ 189

资料来源: Steam, 招商证券

另外, 完美世界还计划 2017 年年内推出其代理发行的俄罗斯赛车+电竞 DIY 类休闲竞技端游《创世战车》(《Crossout》)。

## 2.4、手游产品: 多款自研精品手游, “端转手” 为重要看点

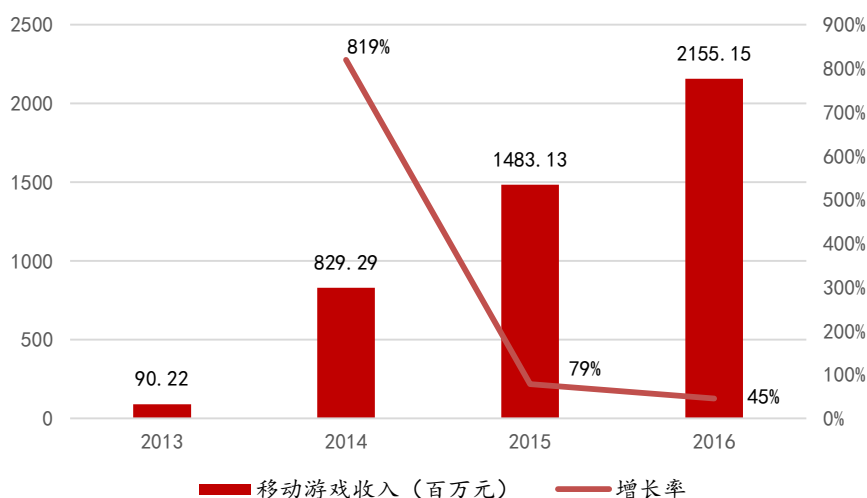
完美世界在手游时代来临之前, 是国内顶尖的端游厂商。其旗下的《完美世界》、《诛仙》等端游曾大获成功, 这也是公司当年出海的一大推动力。来到手游时代, 手游市场急剧增长, 端游市场成长放缓, 公司顺应市场发展大举进军手游领域。

目前公司端游转手游是手游业务发展布局的重要策略之一!

完美世界将原有成功的端游改编为手游, 已取得不少成功案例, 比如《诛仙手游》。端转手考虑的原因: 1) 端游转手游比从无到有研发新游戏难度较低; 2) 端游的原受众就是游戏玩家, 将原有玩家转化到入门门槛更低的手机游戏上障碍较小。作为老牌端游厂商, 完美世界的“端转手”路线将是高效的路线。

2016 年公司手游实现收入 21.55 亿元, 同比增长 45.4%, 收入规模首次超过端游(20.89 亿元), 成为公司占比最大的业务板块。公司 2013 年成功将端游 IP《神雕侠侣》改编成为手游。手游版《神雕侠侣》推出后 6 个月内霸占 iOS 动作类游戏和角色扮演类游戏 Top 10, 游戏总排名 Top 20。基于端游 IP 改编的手游《倚天屠龙记》和《诛仙》2016 年年中上线, 平均月流水分别接近 1 亿和 2 亿, 均稳居 iOS 畅销榜前 15 位, 再次彰显了公司的产品研发和运营能力。

图 13: 完美世界移动游戏收入和增速



资料来源：公司公告、招商证券

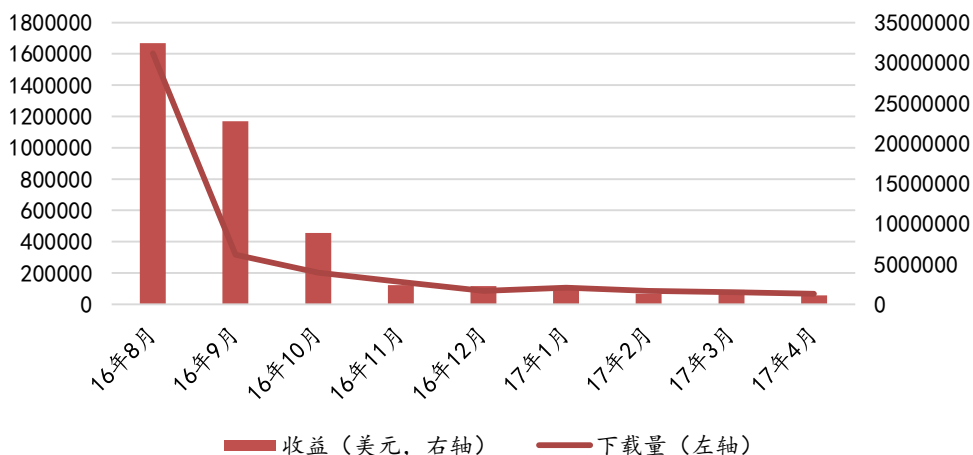
### ➤ 成功推出《诛仙手游》和《射雕英雄传 3D》，手游研发和运营实力初步验证

公司在 2016 年成功发行多款精品手游，包括《射雕英雄传 3D》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》、《火炬之光》、《最终幻想》等，流水整体保持稳健。公司将继续加大对手游产品的延展与扩充，不断提升在移动游戏市场的占有率。端改手作品《诛仙手游》不仅提高了公司在移动游戏市场的份额，也延伸了 IP 热度，反哺了同款 IP 端游作品的持续发展，为公司在端游转移动游戏方面积累了成功经验。在这一成功案例的基础上，公司将持续对精品端游进行移动版改编。

**《诛仙手游》是完美世界目前最亮眼的爆款手游。**由完美世界原有端游《诛仙》而来，而网游《诛仙》则是由著名网络小说《诛仙》改编而来。这是国内运营最成功的 IP 之一，大量小说读者和原端游玩家构成手游的潜在用户基础。加上游戏是 MMORPG 游戏，RPG 类游戏在中国市场一直是最受欢迎的游戏类型。2016 年 8 月 10 日，《诛仙手游》上线，当日便登上 IOS APP Store 免费榜和畅销榜第一的位置。据 PRIORI DATA 数据，该游戏的 IOS 下载量在发行次日达到顶峰，8 月 11 日下载量 35 万，而后下跌，10 月后基本维持在 1000-5000 左右的日下载量。而 8 月份曾达到日收益 334.5 美元的高峰，当月也达到月收入高峰 3,244.2 万美元。2016 年 11 月至 2017 年 4 月，《诛仙手游》IOS 平台平均月收益接近 200 万美金；其中去年 11 月至今年 1 月，单月收益超过 200 万美金，该游戏运营收入情况目前十分稳定。



图 14: 2016 年 8 月以来《诛仙手游》IOS 平台月下载量与月收入



资料来源: Priori Data、招商证券

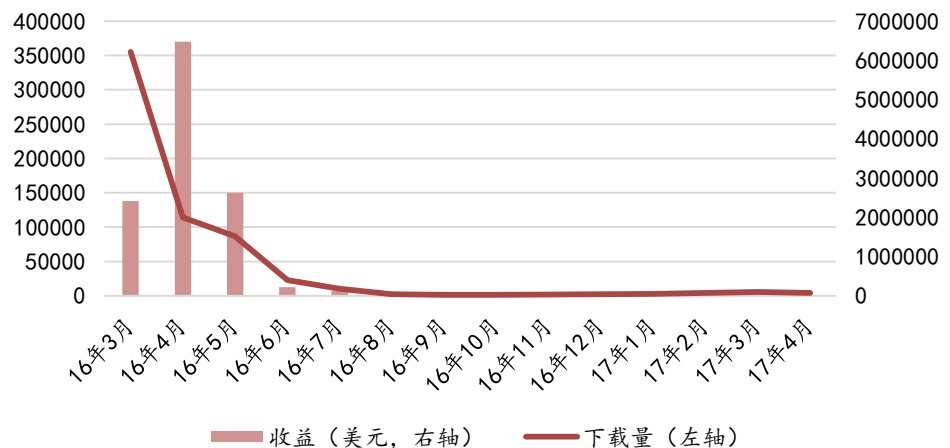
图 15: 《诛仙手游》ios 排名



资料来源: App Annie、招商证券

《射雕英雄传 3D》也是完美世界的热门手游，是公司旗下电视剧《射雕英雄传》的改编游戏，也是公司影游联动的代表作。该游戏发布后，2016 年 4 月 IOS 平台月收入达到 647.6 万美元的高峰，从 2016 年 10 月至今 2017 年 4 月收益维持在 2 万美元左右。

图 16: 2016 年 3 月以来《射雕英雄传 3D》IOS 平台月下载量与月收益



资料来源: Priori Data、招商证券

### ➤ 2017 年即将推出的手游《武林外传》、《射雕英雄传》、《完美世界国际版》等有望贡献业绩弹性

完美世界计划 2017 年上半年推出新的自主研发手游《梦间集》。4 月 20 日已在安卓平台开启首次公开测试。这是一款以金庸武侠题材为背景的 RPG 手游，将金庸武侠小说中的武器拟人化作为角色，背景设定模式来源于日本爆款页游《刀剑乱舞 Online》（页游《刀剑乱舞 Online》已经在国内推出同名手游版本，由游族网络独家代理发行）。该游戏瞄准二次元女性用户群体，这款游戏预计将于 2017 年上半年正式上线 IOS 与安卓双平台。

公司还将在持续发挥 MMORPG 类游戏优势的基础上，积极布局移动游戏细分市场，关注和获取更多丰富类型的用户与二次元和年轻用户，涵盖二次元、动漫、影视题材，以及战棋、格斗、SLG、军事、卡牌类等多种游戏类型的项目正处于研发过程中。

2017 年下半年还有端游转手游的《完美世界国际版》、《武林外传》，IP 改编手游的《射雕英雄传》、《笑傲江湖》，以及日本著名格斗游戏《三国无双》的授权改编手游即将上市，有望贡献 2017 年业绩弹性。

《完美世界国际版》和《武林外传》手游是完美世界自主开发的同名端游的手游版本。《完美世界》是公司旗下非常著名的端游 IP，拥有大量忠实玩家。手游版本的玩法与端游版本基本相同，不仅延续了端游的世界观，更将端游的丰富玩法与体验重现在手机平台上，比如保留了著名的全地图自由飞行特色。这与《诛仙手游》的做法是相同的。《武林外传》来自于同名 2006 年热播的同名情景喜剧，这款同名的端游表现也比较亮眼。

《射雕英雄传》和《笑傲江湖》手游是精品 IP 的手游版本。《射雕英雄传》是金庸电视剧正版授权青春武侠 MMO 手游，由完美世界和万达院线游戏联合发行，以原著和新版电视剧为背景，在剧情、场景、人设、配音等多角度完美还原原著，并由青春“靖蓉”组合杨旭文、李一桐倾情代言。《射雕英雄传手游》采用了传统的虚拟摇杆+按键操作模式，并且在传统操作的基础上，在按键的布局、UI 设计上进行优化改进，更加符合手游玩家操作习惯。游戏中，玩家触摸手机左半屏的任意地方，将激活虚拟摇杆，此时转动摇杆，即可操作人物进行移动及方位变化，点击右下角的动作区域，玩家可分别进行普通攻击、闪避、招式及绝技的释放。《笑傲江湖》是金庸武侠 IP 改编，在华人世界有广泛

的影响力，手游版本已完成文化部备案。

表 4：完美世界 2017 年拟推出的自研手游项目

序号	游戏名称 (暂定)	游戏类型
1	完美世纪国际版	移动游戏
2	武林外传	移动游戏
3	笑傲江湖	移动游戏
4	射雕英雄传 3D	移动游戏
5	梦间集	移动游戏
6	三国无双	移动游戏
7	神鬼传奇 3D	移动游戏
8	策略卡牌游戏 (名称待定)	移动游戏
9	休闲竞技类游戏 (名称待定)	移动游戏
10	卡牌 ARPG (名称待定)	移动游戏
11	二次元卡牌游戏 (名称待定)	移动游戏
12	MMORPG (名称待定)	移动游戏

资料来源：公司年报，招商证券

## 2.5、主机游戏：收入占比不大，但快速增长

公司 2016 年主机游戏业务收入为 4.09 亿 (占总收入的 6.6%)，同比增长 115%，主要因公司 2016 年 7 月推出了《无冬 OL》的 PS4 版本。《无冬 OL》Xbox 版大获成功，持续受到海内外主机玩家的欢迎，未来《无冬 OL》PS4 版本在满足更多玩家需求的同时，将有望为公司带来了更大收益。

《无冬 OL》是一款大型多人在线角色扮演的大型 3D 奇幻网游，立足于龙与地下城(D&D)设定，受到海外市场欢迎。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 Never winter 城市。

表 5：2015 年 3-9 月《无冬 OL》月度运营情况

月份	总用户数 (万)	活跃用户数 (万)	付费用户数 (万)	ARPPU (美元)	充值额 (万美元)	消费额 (万美元)	充值消费比
2015 年 3 月	10.61	10.61	0.35	33.86	11.76	3.44	29.26%
2015 年 4 月	129.59	128.52	17.28	72.87	1259.40	1199.86	95.27%
2015 年 5 月	153.96	65.77	8.28	90.17	726.54	726.54	97.31%
2015 年 6 月	167.11	40.07	3.42	94.06	321.28	305.10	94.96%
2015 年 7 月	182.69	34.76	3.01	117.36	353.51	339.68	96.09%
2015 年 8 月	191.48	26.58	2.32	103.59	240.42	230.24	95.76%
2015 年 9 月	197.76	23.20	2.60	112.69	292.99	286.23	97.69%

资料来源：公司公告，招商证券

2017 年完美世界还有《HOB》、《Subnautica》、《Torchlight Online》等主机游戏正在研发中。《HOB》是曾经开发了《火炬之光 (Torchlight)》的完美控股的游戏工作室 Runic Games 所开发的一款悬疑冒险游戏，该作最大的特色是不会有文本与对话，叙事将通过玩家的解谜和冒险，与星球的互动来体现，暂定将于 Steam 与 PS4 平

台发布。《Torchlight Online》也是 Runic Games 的作品，是前作《火炬之光 I/II》的客户端网游版本，开发团队表示这款游戏将会有与单机版本同等畅快的战斗体验，暂定为游戏免费道具收费的运营方式。深海冒险探索游戏《Subnautica（深海迷航）》是完美首款应用 VR 技术的游戏，2016 年已在海外作为 VR 设备 Oculus Rift 上市后的首批游戏发售，完美世界 CEO 萧泓表示预计将于 2017 年引入中国，这款作品将成为完美世界布局 VR 游戏市场的探路石。由于国内主机市场刚刚萌芽，这些大型主机游戏主要面向海外市场，公司在主机游戏端发展潜力不可忽视，我们预计 2017 年公司主机游戏收入仍将保持快速增长。

### 三、公司手握大量 IP 资源，影游联动挖掘多重价值

影视与游戏的跨界融合与联动成为游戏发展的重要方向之一，能放大 IP 价值，产生“1+1>2”的效益，影游联动大势所趋。游改影的代表如国内《仙剑奇侠传》系列，国外的《魔兽》、《古墓丽影》等；影改游的国内如《花千骨》等。完美世界手握大量 IP 资源，是国内“影游联动”领域最具资本与实力的公司，其影游联动代表作品有《诛仙》、《射雕英雄传》等，未来期待更多的影游联动产品推出！

#### 3.1、影游联动模式——IP 价值的多重挖掘

我国国内影视行业市场规模巨大，影视与游戏的跨界融合与联动成为游戏发展的重要方向之一，能放大 IP 价值，直接创造收入来源。游戏为电影奠定受众基础，影视提升游戏的品牌价值。一款优质 IP，不仅可以通过影视和游戏两条产业链攫取多重价值，还可以借助影视、游戏的品牌和粉丝互动，产生“1+1>2”的效益。游戏借影视播放热度、明星、剧情，降低游戏运营成本，打破 IP 困局，增加用户边际收益。游戏互动、技术优势还能给影视创作注入新鲜血液，丰富想象力，提升影视制作水平。两者融合，可以使 IP 和创意得到最大解放及延伸。2015 年 6 月开播的由霍建华、赵丽颖主演的《花千骨》全年平均收视率超过了 2%，同月发布了同名手游，根据公开数据显示，《花千骨》安卓版本在发布一周 DAU 破百万，iOS 版本在上线后四天内就上升至畅销榜第四的位置，月流水破两亿。《蜀山战记》、《九州天空城》、《老九门》等影视剧都推出了同名手游产品，影游联动大势所趋。

表 6：影游联动项目介绍

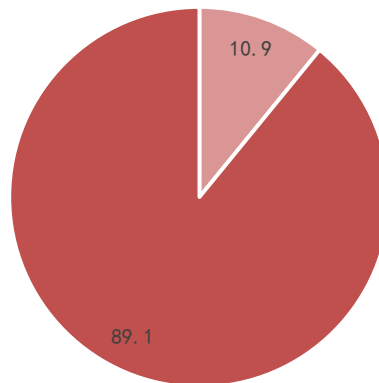
项目名称	手游开发方	手游发行方	页游开发方	页游发行方
蜀山战记	蓝港互动	蓝港互动/爱奇艺	爱奇艺	爱奇艺
武神赵子龙	天象互动	天象互动	盖娅互娱	盖娅互娱
老九门	米乐游戏	小米互娱/南派泛娱		
青丘狐传说	祖龙	紫龙互娱		
盗墓笔记	米乐游戏	小米互娱/南派泛娱	游族网络	
诛仙	完美世界	完美世界		
微微一笑很倾城	北京大神圈	北京大神圈		
三生三世十里桃花	百文游戏	百文游戏/阿里影业		

资料来源：招商证券

影游联动一般分为两类：(1) 游戏改编影视的，如国内《仙剑奇侠传》系列，国外的《魔兽》、《古墓丽影》、《生化危机》等，其中《魔兽》在国内取得了 14.72 亿票房；《生化危机：终章》在国内也取得了超过 10 亿的票房。(2) 影视改编游戏的，国内如《神雕侠侣》、《花千骨》等。相对于影视作品改编成游戏产品，游戏改编成影视成功率更高，影视作品的播放周期相对较短，影视 IP 的作用主要是初期吸量，后续还是需要考验游戏的核心玩法和内容。

2016 年，影游联动手游市场实际销售收入 89.2 亿，占手游市场总销售收入的 10.9%。影游联动的手游作品数量也明显增多，预计超过数十款，其中有多款最高月流水破亿。

图 17：影游联动的手游在整个手游市场实际销售收入中占比



■ “影游融合”移动游戏市场实际销售收入占移动游戏市场总收入比例 (%)

资料来源：百度指数、招商证券

### 3.2、公司手握大量优质 IP，游戏研发和影视制作能力突出，国内“影游联动”最具实力公司

完美世界手握大量 IP 资源，囊括文学、影视和游戏各领域，公司的影视与游戏业务板块都相当成熟，这使其成为国内在“影游联动”领域最具资本与实力的公司。完美世界的影游联动代表作品有《诛仙》、《射雕英雄传 3D》等。2017 年 3 月完美世界宣布其将以 5 亿资金入股嘉行传媒，结合双方资源，公司在影视 IP 方面的储备将更为强大。

我们认为，真正成功的影游联动是有行业进入门槛和作品高质量要求的。目前国内各厂商已经进行了不少影视联动同名游戏的尝试，然而暂时只有少数的像完美世界一样的龙头公司取得成功。原因可能是因为影游联动在受众、题材和生命周期三方面都有壁垒。

1) 受众方面：国内影视作品和游戏面向所面向的受众并非高度重合，影视剧的受众中多数并非重度玩家，影视播放和明星带来的热度能将一部分观众带向联动的手机游戏。对于影视剧粉丝来说，游戏画面与内容如果不能较大程度地还原和贴合影视剧，他们会失去兴趣。如果不能留存受众，培养用户习惯，则联动游戏难以持久。

2) 题材方面：国产影视中的仙侠、玄幻、神话、武侠等古装偶像剧题材相对来说比较适合改编为 RPG 为主的游戏。容易改编的同时也带来了同质化严重的问题。而联动影视的手游大多质量普通，游戏自身缺乏亮点，无法在竞争激烈的同类产品中脱颖而出。

3) 生命周期方面：手机游戏的发展已经走向精品化方向，一款成功的手机游戏主要增长驱动力来自于生命周期的延长和 ARPU 的增高。多数影游联动的手游质量普通，不足以支撑起长久的增长。而影视热度的周期低于优秀游戏所期望的生命周期，影视播放期过后，话题热度下降，游戏无法再依靠其带动，必须有自己的增长驱动。如果无法做到高质量的游戏，则无法维持长久的生命力。

成功的影游联动公司需要在影视和游戏两方面更为深度地整合。完美世界自己经营影视和游戏的双主业，对于影视剧情在游戏中的深度开发有先天的深入理解优势，同时优秀



的游戏研发团队能一定程度上保证游戏的优秀品质和长期持久的运营。

完美世界影游联动的代表作品有《诛仙》、《射雕英雄传 3D》等，2017 年及之后预期还会推出影游联动产品《射雕英雄传》、《笑傲江湖》和《武林外传》（《武林外传》主要是端改手逻辑，也有 IP 改编逻辑）等，继续打造影游联动爆款产品！

### 3.3、公司影视相关人才储备：制作团队实力雄厚，签约知名艺人

公司旗下共有 6 个国内领先的创新型制作团队，分别由完美世界公司高管层创建或由完美世界吸引加盟。制作团队行业经验丰富，拥有优秀 IP 制作及运营的能力，目前拥有赵宝刚、钱雁秋、郭靖宇、滕华骅、刘江等重量级导演和制片人，代表作包括电视剧《男人帮》、《咱们结婚吧》、《北京青年》、《神犬小七》，电影《失恋 33 天》，网络剧《灵魂摆渡》和综艺节目《极限挑战》等。

表 7：公司旗下 6 家影视制作团队及代表导演、制作人

制作团队	创立/加盟时间	姓名	职务	创作身份	主要代表作	主要获奖情况
北京鑫宝源影视投资有限公司	1998 年	赵宝刚	鑫宝源艺术总监	导演	《奋斗》《我的青春谁做主》 《落地，请开手机》《男人帮》 《北京青年》《老有所依》 《婚姻保卫战》	2012 年华鼎奖最佳导演 2013 年第 29 届飞天奖优秀导演奖 2014 年第 27 届金鹰奖最佳导演奖
北京华美时空文化传播有限公司	2010 年	滕华骅	华美时空总经理	导演	《裸婚时代》《蜗居》《二胎时代》 《剩者为王》《失恋 33 天》 《王贵与安娜》	2009 年第 15 届上海电视节白玉兰奖最佳导演奖
北京完美蓬瑞影视文化有限公司	2011 年	刘江	完美蓬瑞总经理	导演	《咱们结婚吧》《媳妇的美好时代》 《咱们相爱吧》《黎明之前》	2011 年第 28 届电视剧飞天奖优秀导演奖 2014 年第 20 届上海电视节白玉兰奖最佳导演奖 2014 年第 27 届中国电视金鹰奖最佳导演奖
北京完美建信影视文化有限公司	2011 年	郭靖宇	完美建信总经理	导演	《红娘子》《铁梨花》《勇敢的心》 《射雕英雄传》	2017 年第 11 届电视制片业“十佳电视剧编剧”奖
江河工作室	2011 年	何静 吴玉江	江河工作室总监	制片人	《神犬小七》《麻辣变形计》 《我是特种兵》《麻辣女兵》	制片作品《麻辣女兵》获得 2012 湖南广播电视台卫视频道电视剧年度收视金奖。
钱雁秋工作室	2014 年	钱雁秋	钱雁秋工作室负责人	导演、编剧、演员	《神探狄仁杰》系列《英雄》 《飞虎神鹰》《大漠枪神》 《石敢当之雄峙天东》	

资料来源：公司网站，招商证券

同时，公司凭借自身的制作平台及管理优势，建立艺人经纪业务，旗下鑫宝源、完美蓬瑞、完美建信和江河工作室四个子公司与工作室经营艺人经纪业务，签约艺人共 61 人，比较知名的艺人如杜江、王子文、明道等。

表 8：公司签约艺人代表

签约艺人代表	主要代表作	获奖情况
--------	-------	------

杜江	《青年医生》《罗曼蒂克消亡史》《高跟鞋先生》《北京遇上西雅图》	2016 年网易时尚跨界盛典年度最具魅力男明星大奖
王子文	《欢乐颂》《男人帮》《如果蜗牛有爱情》《追凶者也》	2016 年第 19 届华鼎奖中国百强电视剧全国观众最喜爱的影视明星
明道	《天国的嫁衣》《咱们相爱吧》《最亲最爱的人》《咱们结婚吧》	2009 年澳门国际电影节“最佳男配角奖” 2010 年台湾金马奖“最佳男主角奖”提名
王阳	《我的功夫女友》《宫锁珠帘》《青年医生》	2014 年国剧盛典演艺青年偶像奖
张佳宁	《温州一家人》《媳妇的美好时代》《轩辕剑之汉之云》 《如懿传》《海上牧云记》	2013 年乐视盛典年度电视剧卓越女演员奖 2013 年江苏电视剧颁奖礼 最受观众喜爱女演员奖
刘智扬	《我们的法兰西岁月》《射雕英雄传》《灵魂摆渡》	2014 年第一届“骨朵杯”网络剧最受欢迎男演员
王奎荣	《闯关东》《射雕英雄传》《大秧歌》	2009 年第 12 届中国电影表演学会金凤凰奖 2016 年第 19 届华鼎奖中国百强电视剧最佳男配角
张少华	《我的丑娘》《勇敢的心》《大宅门》	2005 年第 11 届上海电视节最佳女演员奖 2015 年国剧盛典终身成就演员

资料来源：公司网站，招商证券

### 3.4、电视剧、电影和综艺坚持精品化战略

► **电视剧方面：延续“精品化”战略，继续丰富影视产品题材。**公司年产电视剧 600 集左右，参与创作及发行的电视剧代表作 70 余部，热播剧占各电视台黄金时段逾 10%，网络点击率名列前茅，收获专业奖项 100 多个。题材涉及军事、玄幻、武侠、青春、都市等多种类型，代表作包括《婚姻保卫战》、《咱们结婚吧》、《陆贞传奇》、《北京青年》、《奋斗》、《男人帮》、《小爸爸》、《老有所依》、《打狗棍》、《神犬小七》系列等。2017 年初上映的电视剧《射雕英雄传》在东方卫视播出，赢得不错的口碑与收视。据 CSM52 城收视数据，《射雕》电视收视率最高曾达到 0.683%，收视份额 4.213%，爱奇艺总播放量 44.3 亿次。

公司同时打造网台联动、先网后台或网络独家等多种合作模式的精品剧作。2014 年起，公司与爱奇艺共同推出首部网络剧《灵魂摆渡》系列三部曲，点击量已超过 48 亿次。网剧《麻辣变形计》也颇受市场欢迎。

完美世界坚持“以内容为核心”，开发能在影视业务各方面产生协同效应的作品，在产业链上做最大化的延伸。江河工作室出品的原创萌宠 IP《神犬小七》的衍生开发已涉及网文、手游、儿童音乐剧、漫画等几十个类衍生产品，并向院线电影、网剧、实体书、电商等方向拓展；筹备灵魂摆渡网络大电影，由此实现产品间的协同发展和对内容的多元变现，均摊 IP 成本，最大化优质 IP 可持续性利用和转化增长。

表 9：完美世界电视剧代表作品

电视剧、网剧作品	类型	获奖情况
射雕英雄传	古装、武侠	2017 年中国电视剧品质盛典-年度新锐剧星：杨旭文、李一桐
灵魂摆渡	悬疑、剧情、惊悚	2014 年第五届紫勋奖中国最佳网络自制剧 2015 年网络剧研究报告发布会 2014 年最佳网络剧奖
神犬小七	都市、情感、时尚	2015 第 11 届中美电影节优秀中国电视剧金天使奖

老有所依	都市、爱情、家庭	2015 年第 30 届飞天奖优秀电视剧奖
咱们结婚吧	都市、爱情	2014 年第 20 届上海电视节-白玉兰奖电视剧银奖
娘道	年代剧	
思美人	历史传奇	2015 年优秀电视剧剧本扶持引导项目
勇敢的心	年代、传奇、战争	
小爸爸	都市、情感	
北京青年	都市、情感、励志	2012 年第三届乐视影视盛典“年度最具影响力电视剧”
家，N 次方	家庭伦理、青春偶像	2011 年第六届华鼎奖中国百强电视剧颁奖典礼十佳电视剧
陆贞传奇	古装、爱情	2013 年第五届国剧盛典十佳电视剧第九名

资料来源：公开资料整理、招商证券

完美世界 2017 年计划中投资筹拍 23 部电视剧，其中《利刃出击》、《整容液》已经拍摄完成，进入后期制作，《神犬小七（第三季）》、《深海利剑》正在拍摄，另有 7 部电视剧计划上半年开拍，12 部计划下半年开拍。计划中的电视剧包含了军事主旋律、悬疑、科幻、古装偶像、都市情感、玄幻和年代剧等各种类型与题材，其中不仅有过去成功的系列剧续集、国内 IP 改编，还有韩国漫画 IP 改编的网剧，种类丰富，覆盖面广泛。结合公司影游联动的路线，或许可以带来可观收益。

而《深海利剑》由曾执导《编辑部的故事》《永不瞑目》《婚姻保卫战》等大量佳作的著名导演赵宝刚执导，可望获得成功。

表 10：完美世界 2017 年电视剧计划片单

电视剧、网剧作品	类型	项目进度
深海利剑	军事题材	拍摄中
利刃出击	现代军旅	后期制作中
整容液	科幻、悬疑	后期制作中
归去来	情感、励志	预计 2017 年上半年开拍
神犬小七（第三季）	都市、情感、时尚	拍摄中
勇敢的心 2	年代、传奇、战争	预计 2017 年上半年开拍
烈火神盾	军事题材	预计 2017 年上半年开拍
香蜜沉沉烬如霜	神话、历史	预计 2017 年上半年开拍
西夏死书（第一季）	当代	预计 2017 年上半年开拍
忽而今夏	当代都市	预计 2017 年上半年开拍
趁我们还年轻	当代都市	预计 2017 年上半年开拍
山月不知心底事	都市情感	预计 2017 年下半年开拍
和笨蛋一起谈恋爱	情感	预计 2017 年下半年开拍

绝代双骄	古装、武侠	预计 2017 年下半年开拍
功勋树	当代农村	预计 2017 年下半年开拍
神犬小七 (第四季)	都市、情感、时尚	预计 2017 年下半年开拍
猎头局中局	当代都市	预计 2017 年下半年开拍
大宗师之海上风云	年代	预计 2017 年下半年开拍
天蝎		预计 2017 年下半年开拍
妙探先生	近代传奇	预计 2017 年下半年开拍
天舞纪	东方奇幻	预计 2017 年下半年开拍
心理大师	悬疑、剧情	预计 2017 年下半年开拍
半生缘	年代	预计 2017 年下半年开拍

资料来源：公开资料整理、招商证券

- **电影方面：**公司投资的电影《钢琴》曾获得东京国际电影节最佳男演员、华表奖优秀故事片，金马奖 7 项提名等大量荣誉，而同年的《失恋三十天》，投资成本不足千万，却斩获了 3.5 亿票房，成为国产小成本电影的一个里程碑，也开创了电影市场的“光棍节档”。其他代表作包括《非常完美》、《等风来》等。同时引进海外优质电影，如《谍影重重》、《极速风流》、《安德的游戏》、《分歧者》等。

2017 年完美世界电影投资计划共包含 6 部电影，其中《非凡任务》已经上映，累计票房 1.55 亿元，另有三部已进入后期制作，《灵魂摆渡网络大电影》与《上海堡垒》正在筹备中。《灵魂摆渡网络大电影》是公司原有影视 IP 改编电影之作，同名网络剧前三季线上总播放量 48.2 亿，改编电影预期可有大量观众基础。《上海堡垒》是网络上小有名气的科幻小说 IP 首次改编，具有一定票房潜力。

表 11：完美世界电影代表作品

电影作品	类型	获奖情况
钢琴	搞笑、剧情	2011 年第 14 届电影华表奖优秀故事片等 2010 年第 23 届东京国际电影节“最佳男演员奖” 2011 年第 28 届迈阿密国际电影节“最佳国际电影奖”
触不可及	爱情	2015 年 11 月 3 日，获得第十一届中美电影节“金天使奖”
失恋 33 天	都市、爱情	2012 年第 31 届大众电影百花奖优秀故事片、最佳男女主角 2012 年第 49 届金马奖最佳改编剧本
等风来	都市、爱情	
非常完美	爱情、喜剧	第 07 届广州大学生电影节组委会特别奖
非凡任务	动作缉毒警匪片	

资料来源：公开资料，招商证券

- **综艺方面：**2015~16 年，完美世界影视运用自主开发、项目合作、跨境合作等多种方式，投资的几档综艺节目，如《极限挑战》第一季与第二季、《跨界歌王》等，深受欢迎



迎，内容与质量获得了高度评价，影响广泛。以《极限挑战》为例，该综艺第一季最高收视率达到 2.9%，收视份额 8.73%，第二季最高收视率达 2.969%，收视份额 9.6%，成绩优异。

2017 年，完美世界影视参与的投资制作的综艺节目《向往的生活》、《欢乐中国人》正在播出，其中《欢乐中国人》开播不久便取得收视破三，全网收视第一的佳绩。在湖南卫视播出的《向往的生活》目前最高收视率达 1.778%，收视份额 5.348%，多期取得全国综艺节目收视率第一的好成绩。而筹备中的《跨界歌王 2》、《跨界喜剧王 2》是公司过去投资的优秀综艺节目的续集，节目首期表现上佳，续集有望延续高收视与高播放量。

表 12：完美世界综艺节目代表作品

综艺节目	类型	上映时间	播出平台	参与嘉宾信息
极限挑战第一季	大型励志体验真人秀	2015 年	上海东方卫视、GTV 八大综合台；爱奇艺、优酷、土豆、腾讯视频、搜狐视频、PPTV、乐视、风行网	孙红雷；黄渤；黄磊；罗志祥；王迅；张艺兴
极限挑战第二季	大型励志体验真人秀	2016 年	上海东方卫视；优酷、土豆	黄渤；孙红雷；黄磊；罗志祥；王迅；张艺兴
跨界歌王	大型明星跨界音乐真人秀	2016 年	北京卫视；爱奇艺、腾讯视频、优酷、土豆、华数	刘涛、秦海璐、王子文、胡杏儿等
跨界喜剧王	中国首档原创明星跨界喜剧竞技秀	2016 年	北京卫视；腾讯视频、爱奇艺、搜狐视频、乐视、PPTV	小沈阳、费玉清、孙楠、周晓鸥、张亮等
向往的生活	大型生活服务纪实节目	2017 年	湖南卫视；芒果 TV	黄磊；何炅；刘宪华
欢乐中国人	大型合家欢真人秀	2017 年	CCTV1；央视网、腾讯视频	高博；撒贝宁；刘涛；刘仪伟

资料来源：公开资料，招商证券

图 18：完美世界综艺节目代表作



资料来源：公开资料整理、招商证券

表 13：完美世界 2017 年储备综艺节目

综艺节目	类型	项目进度
跨界歌王 2	大型明星跨界音乐真人秀	筹备中
跨界喜剧王 2	明星跨界喜剧竞技秀	筹备中

资料来源：公开资料，招商证券

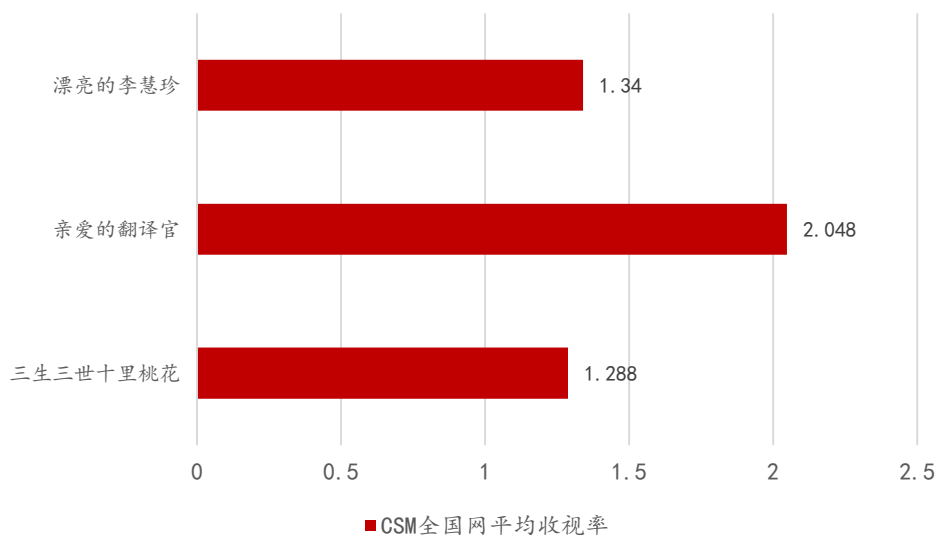
### ➤ 入股嘉行传媒，加强艺人经纪与影视制作业务布局

2017年3月，公司宣布入股嘉行传媒，交易完成后将持股10%。嘉行传媒定位“年轻市场”，由杨幂及其经纪人曾嘉、赵若尧共同成立，挖掘签约潜力艺人，主营艺人经纪和影视制作、发行及营销。2015年嘉行传媒的净利润超过8000万，同比增长4000%。2016年的预计营业收入约3-3.2亿元，同比增长超过110%；净利润1.1-1.2亿元，同比增长34%-46%。2017年3月，嘉行传媒迅速借壳、登陆布局新三板，估值15亿。

嘉行传媒目前旗下签约艺人包括杨幂、刘恺威、迪丽热巴、张彬彬、张云龙等20多人，其中15名艺人已有作品播出。代表作包括电影《我是证人》《怦然星动》，电视剧爆款《三生三世十里桃花》、《亲爱的翻译官》、《漂亮的李慧珍》等。

完美世界入股嘉行传媒是其深化影视布局、推进泛娱乐战略的又一举措，意图进一步扩大自身的影视业务版图，布局年轻化市场，共同推进影游泛娱乐融合的战略。目前，双方正计划共同进行《烈火如歌》等一系列作品的影视制作和游戏开发。

图 19：嘉行传媒主要电视剧 CSM 全国网平均收视率



资料来源：CSM、招商证券



## 四、顺应“内容+渠道”发展趋势，打开未来成长空间

影视剧“内容+渠道”融合型公司的代表如好莱坞 6 大电影集团、中国的万达；游戏内容+渠道融合型的代表型公司如腾讯、网易、任天堂等。这类公司业绩稳定，盈利能力强，内容+渠道相互融合是未来发展趋势。完美世界 2016 年收购了今典院线，获取了优质渠道资源，纵向整合产业链。期待公司“内容+渠道”的布局助力成长。

### 4.1、“内容+渠道”模式的游戏和影视行业代表腾讯和万达

#### 1、腾讯——内容与渠道相得益彰，强者恒强

内容方面：腾讯游戏的崛起从 2007 年代理韩国游戏《地下城与勇士》与《穿越火线》开始，到 2011 年代理《英雄联盟》决定其行业地位。其中，《英雄联盟》在 MOBA 领域也占据了超过 65% 的玩家，并已经成为了世界电竞赛事的主要项目。目前腾讯的品类已经扩充至 14 款，涵盖跑酷、棋牌、RPG、卡牌、体育竞技、桌游、动作、塔防、消除、经营养成、飞行射击、SLG、休闲、益智、FPS。代表作包括《王者荣耀》，《天堂》，《梦幻诛仙》，《天天跑酷》，《QQ 幻想》等，其中《王者荣耀》日活跃用户峰值超 8000 万。

图 20：腾讯游戏部分代表作品



资料来源：公司公告，招商证券

腾讯整合资源的同时注重重度游戏的研发，2015 年推出“精品 2.0”战略，着力于重度游戏产品的精品化调优，代表作是《王者荣耀》。在研发团队上，腾讯先后收购了 Riot 和 Supercell，又投资拥有研发实力的西山居、Playdots、动视暴雪等游戏制作公司。2006-2016 年，腾讯发起 34 起游戏领域的投资并购，总共花费 178 亿人民币的资金，其中 PC 游戏领域涉及 16 家，移动游戏领域涉及 15 家。

表 14：腾讯部分投资并购标的游戏公司及代表作

公司名称	代表作
RIOT	《英雄联盟》
SUPERCCELL	《部落冲突》、《卡通农场》、《海岛奇兵》、《皇室战争》等
西山居	《剑侠情缘》、《剑侠情缘网络版叁》、《月影传说》

动视暴雪	《魔兽争霸》、《星际争霸》、《暗黑破坏神》、《魔兽世界》、《守望先锋》等系列作品
乐逗游戏	《水果忍者》、《神庙逃亡》系列、《地铁跑酷》、《纪念碑谷》

资料来源：公开资料，招商证券

渠道方面：腾讯游戏拥有绝佳的渠道优势，借助腾讯集团早期研发的 QQ、微信、应用宝等流量入口和渠道，通过这些日活跃用户数以亿计的平台，腾讯游戏能以较低的游戏营销和产品推广成本，聚拢了一批重度用户。渠道带来的丰厚的人口红利，能够直接反馈到移动游戏带来的效益上，进一步夯实腾讯游戏在行业的龙头地位。

腾讯的内容与渠道相得益彰，2016 年腾讯手游收入 382 亿，占据游戏行业近半的市场份额。另外，腾讯推出的腾讯云和 TGP 游戏平台（现更名为 WeGame 游戏平台），开放渠道和运维服务，其中 WeGame 作为腾讯旗下的游戏整合销售平台，面向全球提供服务。通过开放渠道，腾讯吸引了大量优质的 CP，而这些 CP 则会将其优质产品交予腾讯代理，渠道优势便反哺了腾讯游戏的内容端。

## 2. 万达院线：自有放映渠道，集团层面向内容延伸

万达院线背靠母公司万达集团，围绕渠道优势，向产业链上下游延伸发展，在文化娱乐板块持续布局，集团层面形成了内容制作、发行、放映到影院营销、衍生品等全产业链的大型娱乐集团。

内容方面：集团层面成立、并购了多家影视内容制作公司，包括万达影视、传奇影业和青岛东方影都。1) 万达影视成立于 2009 年，是中国领先的民营电影制作公司。万达影视与业内众多知名导演、编剧、监制、演员及多个影视工作室建立了良好的合作关系，代表作品包括《寻龙诀》、《唐人街探案》、《滚蛋吧！肿瘤君》、《北京爱情故事》、《催眠大师》、《警察故事 2013》、《火锅英雄》、《夏洛特烦恼》、《煎饼侠》等。2015 年万达影视投资影片票房总计 61.5 亿元，约占国产片票房份额 23%，位列国内民营电影制作公司第一。

图 21：万达影视代表作品



资料来源：公司公告，招商证券



2) 传奇影业是一家美国独立电影制片公司，以电影开发、制作及共同投资为主营业务，同时兼有电视剧开发、制作及发行业务及少量其他业务（数字网络及数据分析业务、真人秀节目制作、动漫产品制作等）。传奇影业自成立以来参与投资的主要电影产品包括《侏罗纪世界》、《盗梦空间》、《星际穿越》、《哥斯拉》、《环太平洋》、《史前一万年》、《德古拉元年》等，以及《蝙蝠侠：黑暗骑士崛起》、《蝙蝠侠：黑暗骑士》、《蝙蝠侠：侠影之谜》等“蝙蝠侠”系列电影，《超人：钢铁之躯》、《超人归来》等“超人”系列电影，《宿醉》、《宿醉2》、《宿醉3》等“宿醉”系列电影，《诸神之战》、《诸神之怒》等“诸神”系列电影。3) 青岛东方影都是万达集团在青岛投资 500 亿元建设的全球投资规模最大的影视产业基地，项目占地 376 万平方米、总建筑面积 540 万平方米，包括影视产业园、电影博物馆、影视会展中心等多个项目，将打造影视拍摄、影视制作、影视会展、影视旅游综合功能的全产业链。

图 22：传奇影业代表作品



资料来源：公司公告，招商证券

渠道方面：万达院线国内行业市占率第一，2016 年约占 13.4%。集团层面除了万达院线，还收购了 AMC 和 Hoyts 等企业。AMC 在收购 Carmike 后目前是美国排名第一大的院线，也是全球最大的院线。最 Hoyts 是澳大利亚的第二大院线，也是澳大利亚和新西兰地区最大的电影广告渠道运营商，同时还提供商场和加油站的户外广告渠道运营业务。

发行业务包括五洲发行，万达影视的联营企业五洲发行亦是国内电影发行领域的优秀企业，2015 年五洲发行所发行影片票房总计 67.5 亿元，发行电影 16 部，排在中国电影和上海电影之后，位列民营电影发行公司首位。

表 15：万达院线海外收购院线情况（并购当时的数据）

	国家	影院	银幕
AMC	美国	364	5028 (包括 IMAX 银幕 120 块, 3D 银幕 2170 块)
Hoyts	澳大利亚	42	424
	新西兰	10	

资料来源：公司网站，招商证券

截止 2016 年 12 月 31 日，万达院线共拥有影院 401 家、3564 块银幕，其中国内影院 348 家，3127 块银幕，境外影院 53 家，437 块银幕。

万达院线拟更名万达电影，未来内容制作业务有望并入上市公司内，“内容+渠道”的结合将使公司爆发更大的生命力，成为大型文化娱乐传媒集团。

## 4.2、完美世界收购院线渠道，纵向整合产业链

完美世界于 2016 年底成立了院线公司和影院管理公司，主要从事院线经营及影院经营，具体包括院线的发行、影院的开发、投资、建设、影院放映以及卖品销售、广告发布等衍生业务。

公司 2016 年收购了今典院线，今典影院、金华时代等院线及影院资产，完美世界控股的 96 家影院分布东北、华东、华南、西南地区 20 个省份及直辖市，2016 年上半年，此次收购的 86 家标的影院票房收入总计达到 2.27 亿元。通过获取优质的渠道资源，纵向整合产业链，完美将进一步强化业务板块之间的联动效应，将自身的 IP 资源储备与渠道资源相结合，为消费者提供多方位的泛娱乐化服务。

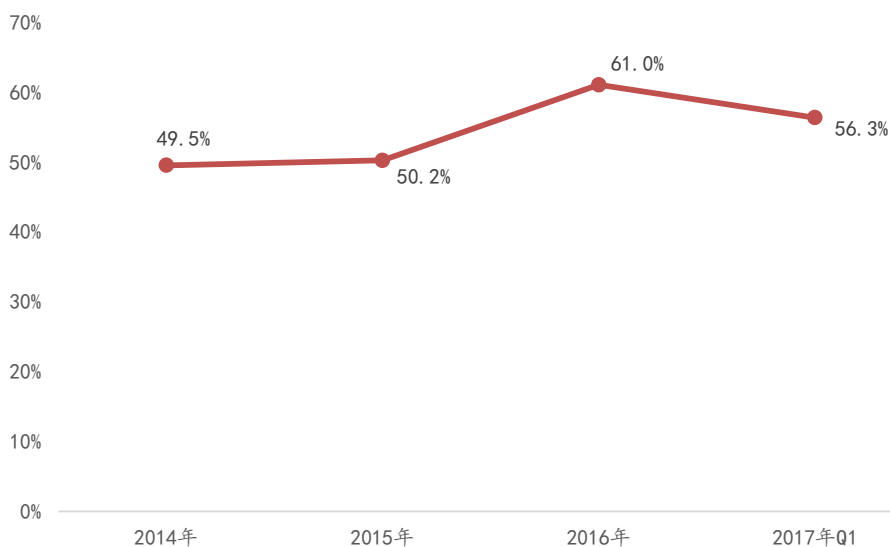
## 五、财务分析

公司 2016 年全年营业收入 61.59 亿元，同比增长 25.87%；归属于上市公司股东的净利润 11.66 亿元，同比上升 767.54%。

2017 年 Q1 实现营业收入 19.1 亿元，同比增长 95.16%，主要系 2016 年推出的《诛仙手游》、《火炬之光》、《最终幻想》、《倚天屠龙记》等精品手游、《无冬 OL》PS4 版等主机游戏以及院线并入带来的收入增加所致。实现归属于上市公司股东的净利润 3.25 亿元，同比增长 63.26%；并预计 2017 年上半年实现属于上市公司股东的净利润 6.3-6.9 亿元，同比增长 64.82%~80.52%，主要是公司手游业务持续发力带来的业绩贡献。

近 3 年来看，公司毛利率处在稳步上升中，主要是公司游戏毛利率高于影视剧毛利率，2017 年 Q1 毛利率有所相对主要是公司移动端游戏毛利率相对较低，2016 年公司移动端游戏毛利率为 56.18%，PC 端游戏毛利率达到了 76.41%，公司移动端游戏收入占比提升导致了公司整体毛利率下滑。

图 23：完美世界近几年毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

在与同行业公司的对比中，完美世界的盈利能力、资产周转能力和每股收益率都高于行业平均水平，尤其 ROE 极高。

表 16：2016 年度完美世界与同业公司财务比率比较

证券简称	ROE (%)	ROA (%)	销售毛利率	营业利润率 (%)	销售净利率	资产负债率	总资产周转率(次)
完美世界	28.31	14.51	60.62	19.50	18.56	48.13	0.63
游族网络	24	16.24	47.27	20.87	23.76	42.17	0.66
昆仑万维	18.23	12.18	52.91	22.99	22.53	49.56	0.47
中南传媒	14.93	10.32	40.76	16.56	17.21	28.57	0.63
三七互娱	26.47	24.04	62.80	22.20	23.32	25.95	0.95
文投控股	14.19	11.92	42.55	32.97	27.70	38.04	0.34
万达院线	14.02	11.03	30.33	13.86	12.64	45.57	0.63

乐视网	7.84	0.85	16.37	-1.54	-1.02	67.48	0.89
江苏有线	6.98	3.97	35.38	17.17	19.87	31.36	0.21
东方财富	6.80	2.88	71.94	28.38	30.98	52.45	0.09
平均	19.05	12.91	46.98	20.14	21.17	40.10	0.59

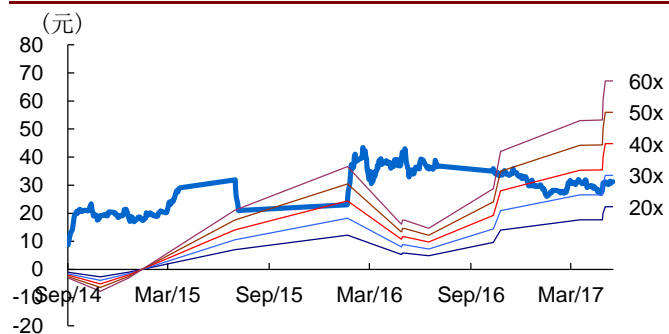
资料来源：Wind、招商证券



## 六、盈利预测与估值建议

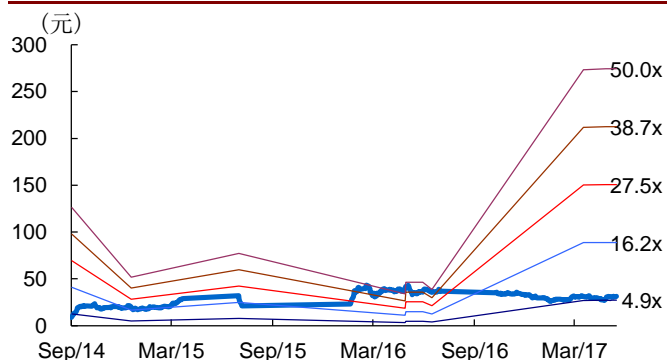
我们预计公司 2017-19 年净利润分别为 14.5 亿元、16.9 亿元和 19.4 亿元，对应 PE 分别为 29.9 倍、25.6 倍和 22.4 倍，公司作为优质的白马型公司，影游联动协同发展，维持强烈推荐-A 评级！

图 24：完美世界历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 25：完美世界历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 七、风险提示

- 1) 游戏研发周期具有不确定性，上线计划可能未能如期进展；新研发上市的手机游戏市场反应未知，竞争激烈，可能表现不如预期；
- 2) 端游市场仍然呈现下滑趋势，国内电子竞技市场仍然有限，而竞争激烈，《CS:GO》可能表现不佳；
- 3) 影视作品的出品可能会面临监管方面审查不通过的风险，将可能导致无法如预期上限，甚至无法上线。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2498	11208	11627	13851	15922
现金	1098	2097	642	602	690
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	0	0	0	0
应收款项	678	1932	1932	2638	3032
其它应收款	110	88	113	130	149
存货	344	496	496	763	879
其他	266	6595	8445	9718	11171
<b>非流动资产</b>	533	5089	5044	4599	4640
长期股权投资	416	868	868	868	868
固定资产	8	526	526	119	191
无形资产	3	132	119	107	97
其他	106	3562	3530	3505	3484
<b>资产总计</b>	<b>3031</b>	<b>16297</b>	<b>16671</b>	<b>18451</b>	<b>20561</b>
<b>流动负债</b>	1239	4223	4612	5635	6316
短期借款	309	441	139	601	690
应付账款	18	727	957	1118	1289
预收账款	51	163	214	250	289
其他	861	2892	3302	3665	4049
<b>长期负债</b>	643	3622	3622	3622	3622
长期借款	643	2033	2033	2033	2033
其他	0	1589	1589	1589	1589
<b>负债合计</b>	<b>1882</b>	<b>7845</b>	<b>8234</b>	<b>9257</b>	<b>9938</b>
股本	559	1386	1386	1386	1386
资本公积金	24	4110	4110	4110	4110
留存收益	443	1718	3126	4384	5813
少数股东权益	123	1238	1238	1238	1238
归属于母公司所有者权益	1026	7214	7199	7956	9385
<b>负债及权益合计</b>	<b>3031</b>	<b>16298</b>	<b>16671</b>	<b>18451</b>	<b>20562</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	198	1155	(1046)	(85)	487
净利润	288	1166	1450	1692	1937
折旧摊销	11	207	128	44	59
财务费用	45	84	132	132	132
投资收益	(25)	(192)	(275)	(250)	(250)
营运资金变动	(103)	(15)	(2569)	(1762)	(1420)
其它	(18)	(95)	88	59	30
<b>投资活动现金流</b>	(510)	(8611)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(2)	(168)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(508)	(8442)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	923	8162	(309)	146	(300)
借款变动	1221	1785	(411)	462	89
普通股增加	0	827	0	0	0
资本公积增加	1	4086	0	0	0
股利分配	(280)	(280)	(42)	(435)	(508)
其他	(19)	1744	143	118	118
<b>现金净增加额</b>	<b>611</b>	<b>706</b>	<b>(1456)</b>	<b>(39)</b>	<b>87</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1129	6159	7869	9044	10394
营业成本	562	2404	3165	3698	4262
营业税金及附加	9	54	68	79	90
营业费用	80	755	905	995	1143
管理费用	109	1836	2046	2306	2651
财务费用	45	1	132	132	132
资产减值损失	23	100	100	20	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	25	192	275	250	250
<b>营业利润</b>	328	1201	1728	2064	2367
营业外收入	57	157	0	0	0
营业外支出	0	2	0	30	30
<b>利润总额</b>	385	1356	1728	2034	2337
所得税	86	223	278	342	400
<b>净利润</b>	299	1133	1450	1692	1937
少数股东损益	11	(33)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	288	1166	1450	1692	1937
<b>EPS (元)</b>	0.21	0.84	1.05	1.22	1.40

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	22%	445%	28%	15%	15%
营业利润	23%	266%	44%	19%	15%
净利润	52%	304%	24%	17%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.2%	61.0%	59.8%	59.1%	59.0%
净利率	25.5%	18.9%	18.4%	18.7%	18.6%
ROE	11.3%	16.2%	20.1%	21.3%	20.6%
ROIC	12.3%	8.8%	14.2%	15.0%	15.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.1%	48.1%	49.4%	50.2%	48.3%
净负债比率	38.4%	15.8%	13.0%	14.3%	13.2%
流动比率	2.0	2.7	2.5	2.5	2.5
速动比率	1.7	2.5	2.4	2.3	2.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.4	5.7	6.4	5.9	5.2
应收帐款周转率	1.6	4.7	4.1	4.0	3.7
应付帐款周转率	18.7	6.5	3.8	3.6	3.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.21	0.84	1.05	1.22	1.40
每股经营现金	0.35	0.83	-0.75	-0.06	0.35
每股净资产	1.83	5.20	5.19	5.74	6.77
每股股利	0.50	0.03	0.31	0.37	0.42
<b>估值比率</b>					
PE	150.4	37.2	29.9	25.6	22.4
PB	17.1	6.0	6.0	5.5	4.6
EV/EBITDA	50.0	15.6	9.5	8.4	7.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。

朱珺，招商证券研发中心传媒行业分析师。清华大学会计硕士，2014年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。

王光兵，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。