



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实\*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001  
(8610) 6622 9343  
shi.kuang@bocichina.com

\*冯秀娟为本报重要贡献者

# 完美环球：“内生+外延” 打造全球化泛娱乐文化集团

## 事件：

2016年2月1日，完美环球(002624.CH/人民币 36.60, 未有评级)举办了投资者交流会，完美董事长池宇峰、完美世界 CEO 萧泓、董秘闫新广、完美世界高级副总裁王薇薇、CFO 曾映雪等公司高管出席了会议。

## 一、完美的里程碑

- 2004年——完美世界成立
- 2006年——完美世界同名游戏《完美世界》上市
- 2007年7月——登陆纳斯达克
- 2008年——成立完美影视
- 2014年——完美环球借壳金磊股份上市
- 2015年——完美世界完成私有化
- 2016年——完美世界拟注入完美环球

## 二、完美环球文化产业矩阵

### 1. 影视矩阵：电视剧、电影、综艺节目、艺人经纪、商务广告

#### 1) 影视板块-完美环球-电视剧

- 核心亮点：
- 年产约 500 集，热播电视剧播出占到黄金时段 10%+；净利润保持每年 20-30% 的快速增长；
- 核心制作团队稳定性强（赵宝刚、滕华涛、郭靖宇、刘江、何静/吴玉江、钱雁秋等），签订独家排他协议（上市后持续 4 年）；
- 公司实力雄厚，有极强的聚集效应，可以吸引更多演艺人员和新晋制作团队的加入；
- 平台对外开放，对市场上的精品制作公司将以投资的形式参与；
- 未来，电视剧业务将保持稳定增长，但相对比例会逐年减少。
- 经典作品：
- 国礼：《老有所依》、《北京青年》、《失恋 33 天》（电影）
- 经典作品：《男人帮》、《咱们结婚吧》、《打狗棍》、《麻辣女兵》等

- 网络剧：《灵魂摆渡》系列点击量超过 12 亿
- 2016 年作品：《射雕英雄传》、《咱们相爱吧》、《思美人》、《神犬小七 2》、《苏乞儿传奇》等

## 2) 影视板块-完美环球-电影

### ■ 核心亮点：

- 自投、自制、自发行低成本，符合当下年轻人喜爱题材的电影，每年 2-3 部；
- 引进海外高品质大片，积累海外片方资源，锻炼公司发行团队；
- 成立影视投资基金，第一期 15 亿元，用于投资海内外影视剧项目，以海外电影为主；
- 近几年电影业务占比增加，2016 年电影业务将迎来快速增长，公司在电影业务方面将投入更多的精力。

### ■ 经典作品：

- 自制电影：《失恋 33 天》、《钢的琴》、《等风来》、《咱们结婚吧》、《非常完美》；
- P 片：《安德的游戏》、《灵魂战车》、《背水一战》、《分歧者》系列等。

## 2. 游戏矩阵：端游、手游、电视游戏及其他业务

游戏板块-完美世界：PC 网游（63%）+移动游戏（32%）+主机游戏（4%）

### ■ 核心亮点：

- 行业龙头：全球化游戏研发及运营企业，中国最具实力的互联网娱乐公司之一。
- 产品多元化：截至 2015 年 9 月 30 日，共有 23 款客户端游戏、27 款移动网络游戏、4 款网页游戏和 2 款电视游戏运营；
- IP 储备丰富：储备并成功开发“笑傲江湖”、“诛仙”、“神雕侠侣”和“射雕英雄传”、“星际迷航”、“无冬之夜”、“圣斗士星矢”的优质 IP 资源；
- 技术领先：拥有中国最早的自主研发 3D 游戏引擎；
- 全球化：游戏产品海外出口一百多个国家和地区，在欧洲、北美、日本、韩国、东南亚设立二十多个子公司和分公司。
- 2016 年亮点：
  - PC 游戏稳定发展：PC 游戏作为公司一直以来的优秀业务，将持续保持稳定发展；公司已经建立独立的电子竞技平台，电子竞技游戏将实现较快增长；
  - 手游爆发：2016 年公司在研手游项目 15 款，其中手游不乏《射雕英雄传》、《大主宰》、《火炬之光》、《最终幻想》等力作；
  - 电视游戏持续贡献利润：随着公司首创电视游戏道具付费模式被广泛认可和国内主机的解禁，公司电视游戏板块将迎来更快速的发展。

### 三、完美资本运作：服务公司业务多元化、国际化打造面向全球的综合泛娱乐文化产业集团

#### ■ 3.75 亿元投资富创传媒 18.8% 股权

- 富创传媒：专注营销服务、品牌广告服务
- 业绩情况：2014 年收入 13.59 亿元，归属于母公司净利润 1.05 亿元
- 契合点：影视剧商务广告植入、演艺经纪、综艺节目广告收入

#### ■ 投入 3.75 亿元成立影视投资基金（孵化器）

- 基金规模：第一期 15 亿元，根据需要增加
- 影视项目投资+股权投资
- 意义：通过不断地投资与收购，高效完善公司的产品线和业务线

#### ■ 收购完美世界 100% 股权，配套融资 50 亿元

- 完美世界作价 120 亿元，发行 6.1 亿股，定价 19.53 元/股
- 配套融资 50 亿元，用于影视、游戏项目投资，发行不超过 2.1 亿股，定价 23.56 元/股
- 业绩承诺：2016 年/17 年/18 年分别 7.55 亿元/9.88 亿元/11.98 亿元
- 意义：打造面向全球的综合泛娱乐产业集团的重要战略布局，泛娱乐航母从此起航。

### 四、影游优势-强强联合

#### 1) 影游优势-IP 联动和再开发

影视 IP：天子门户、绝代双骄、陆小凤、西夏死书、天舞纪、山月不知心底事

游戏 IP：完美世界、诛仙、射雕英雄传、神雕侠侣、倚天屠龙记、大主宰

- 影视：成功开发《咱们结婚吧》、《失恋 33 天》、《神犬小七》、《灵魂摆渡》等原创 IP；
- 游戏：成功开发《完美世界》、《诛仙》等 IP，成功运营《武林外传》、《笑傲江湖》、《神雕侠侣》等知名 IP；
- 搭建“泛文化娱乐产业”的综合性原创开发平台，原创影视盒游戏 IP 均可进行再开发，形成影视与游戏一体化的系列产品，建立起全球协同机制下的 IP 资源立体化孵化与开发体系。

#### 2) 影游优势-影游联动新模式

- 探索真正的影游联动模式，而非简单的将其理解为影视作品和游戏作品同时上线；
- 在完成此次重组后，将推动影游联动模式的孵化和标准化机制的建立；
- 影视和游戏业务同属于一个实际控制人，在企业文化传承和对产品精品化追求等方面同出一脉，将充分利用两家公司在产品设计和推广方面的默契，完美演绎 IP 的全产业链开发，充分挖掘粉丝经济的力量。

### 3) 影游优势-全球化战略的全面落地

- 完美世界的游戏产品已出口到 100 多个国家和地区，在荷兰、美国、日本、新加坡、马来西亚等国家运营多家子公司。具有多年产品全球化运营和团队全球化管理的的能力；
- 完美环球管理团队本身具有国际化视野，大部分管理层有海外经历和跨国公司/海外上市公司管理经验；
- 完美世界和完美环球管理团队将共同推动完美环球全球化战略的全面落地，包括影视全球化和游戏全球化的共同实现

### 4) 影游优势-互联网基因的深度渗透

- 将用互联网思维冲击传统的影视行业，比如在影视剧制作、推广等各个方面；
- 将更多的运用互联网思维运作影游联动项目，更贴近用户和年轻受众，并以影游为核心，衍生出更多的与互联网相关、年轻群体偏爱的业务。

## 五、完美未来

### 1.完美战略：全球化+泛娱乐

### 2.实现手段：

- 1) 内生：技术研发+内容生产+运营推广
- 2) 外延：投资+并购+基金孵化

## Q&A:

**Q: 公司名字中的“完美”“环球”是如何理解的？完美环球跟 A 股其他公司相比的竞争优势？**

A: “环球”是希望在中国做好的产品之外，在全球也做一番事业。据我们的经验，在全球的竞争反而没那么激烈；另外，想把企业做大，在人才运用方面看的要更远。

我对全球化企业的解读是把全球各国最擅长的地方集合起来。例如，中国人勤奋，硅谷有好的创意，法国人在艺术上很强（已经在法国建立工作室），韩国人在时尚，日本在动漫 IP 方面，德国在技术严谨性方面都有特长。这是我认为的全球化理念，即在全球猎取人才。

我们的优势：1) 我们有事业心，想做成全球化企业；2) 我们能力足够。全球化经营的重要一点是职业化，不能太感性，随意。我们团队有很强的职业化意识和背景，因而可以驾驭全球化视野。3) 全球市场确实很大。东方不亮西方亮。可以平滑不同国家市场的波动。

**Q: 报告书中提到未来发力游戏及动漫，动漫和游戏有相通，公司在动漫的规划？**

A: 中国很多行业都距离世界标准差很远，在任何方面创业都可以成功，关键能否在现有基础上做的更好。在动漫行业，我们直接用全球的人才，希望可以在现有国内动漫水平上提升至接近全球的水平。

**Q: 公司要实现全球化国际化, 在影视、游戏生产、输出方面有哪些具体指标?**

A: 电影不敢说, 游戏方面在过去几年 30% 以上收入来源海外, 这个目标已经 3-4 年前完成了。现在的目标是 40%-50% 来源于大陆以外的市场。

**Q: 人才方面, 15 年起顶尖的国内公司都瞄准全球, 人才吸引方面, 如何吸引到国际化、年轻化的人才?**

A: 国际化: 我们确实很注重国际化人才, 几年前就开始布局。美国有 500 名员工中, 华人只有一二十人, 未来继续重视国际化人才。

年轻化: 网络剧、电影方面都需要年轻化人才加入, 目前有一波更年轻的观众来袭, 喜欢的影片被排片到最大, 原有的观众虽然在, 但已经抢不到场次了。劣币驱除良币, 年轻观众是主流。但国产影片要实现国际化, 不能只是屌丝影片, 还要有真正高质量的影片。我们的电视剧业务已经数一数二, 希望电影也能数一数二, 并在欧美能够位居前列。

**Q: IP 协同, 影游联动, 协同方面是否有了思考?**

A: 影游各有 IP, 之前不多是因为关联交易很多。未来影游方面的协同会很多, 因为关联交易问题将不再存在。公司现在开始开发 IP, 会几个部门一起开会, 将网剧、电视剧、电影、游戏、动漫一起, 未来会产生联动 IP。

**Q: 资本方面的选择, 为什么把完美世界合并而非独立上市?**

A: 完美世界确实可以独立上市也可以借壳, 但我们选择装进的原因是想做大, 我们有一个国际化的梦想。想倾尽全力看把这个规模做到多大。我们会充分利用市场的相对高 PE, 加上公司原生发展以及全球的创意产业, 构造一张大 IP 网。装入虽然牺牲个人短线利益, 但能换来集体的壮大。

**Q: 个人认为公司游戏仅次于网易, 公司是如何保持产品能力的?**

A: 完美很注重员工成长, 在员工培养、培训、试错方面远高于其他公司。公司的培训机制很好, 每人每周必须参加一次培训, 所以在人才吸引方面有优势。

**Q: 影视问题, 完美未来在电影制作中如何提升能力?**

A: 价值观很重要, 目前很多影片价值观不对, 缺乏工业化体系。创作一部电影要先搭起架构, 再往里面填内容。只有一个观点被大家充分辩论过, 才能屏蔽一些绝对的错误。因此, 中国电影体系需要搭建像好莱坞那样以辩论机制为基础的工业机制。

公司未来会做一些奇幻大片, 以前没太参与是因为在等待, 国内电影市场还不成熟, 国内市场还不能接纳中国版的《蜘蛛侠》, 而当前这种趋势在好转。此外, 公司会积极参与好莱坞影片投资, 并注重在全球构建自己的信誉。

**Q: 国内 IP 龙头公司例如华谊、光线、奥飞等市值多在 500 亿, 现在龙头公司遇到市值瓶颈。完美整合影视、游戏等龙头板块后, 在 A 股作为龙头公司在后续发展上是否有市值、发展的瓶颈?**

A: 很多公司原来是一方面业务, 通过后来购买其他业务实现多元化。但实际上, 买进来的业务是很难融合到一起的。而我们属于真正有原生能力, 自主研发影视、游戏等业务, 我们希望是原有基础上做到水乳交融的效果。

**Q: 国内公司国际化方面的时间点选择如何判断?**

A: 中国目前越来越全球化,国际化的时点越来越好,但时间点不是关键,关键是谁来做,怎么做。游戏公司曾经很多国内的都出去过,但几乎都退回来了。要看真正有国际化的心还是只是为了赚钱,是否能够拥抱本土资源。

**Q: 教育软件,未来在教育方面是否有布局?**

A: 站在上市公司角度来看,还没有这方面的具体设计,但是一切都有可能。从完美整个体系,教育板块会发展的很好,只是暂时没有计划。

**Q: 游戏层面,15年注意到一个现象即端游系的崛起,端游IP取得好流水以及端游公司网易依靠内容竞争力在市场取得成功。那么如何看端游公司在手游行业的发展?公司在游戏规划方面的目标?**

A: 大IP一旦出手游,很可能会是爆款,我们看好端游IP在手游的发展。

端游产品在去年取得很好成绩,核心有2个:1)整个行业趋于成熟,用户真正喜欢的还是精品,真正的有吸引力产品的生命周期会更长;2)好IP的力量。端游能够做出好产品的重要原因是拥有好IP。

我们的优势:1)我们有足够的基因可以做精品;2)我们的所有储备造就了很强的IP创造能力。

**Q: VR代表下一个新终端形式的崛起,公司在VR方面有无影视、游戏开发计划?**

A: VR会是潜力,但不会那么快,VR至少两三年才能实现更好的应用,现在的不能真正体现VR真实魅力。我们技术上已经准备很充分,但要进一步生产内容,要等硬件的完善。当VR开始普及时,我们可以随时跟上趋势。

**Q: 公司电竞方面的业务规划、盈利模式?**

A: 电竞盈利模式将不是单纯游戏的方式,其衍生盈利模式主要有4种:1)游戏模式,谁玩谁付钱;2)与观看有关的模式,除了玩的乐趣外,还具备观赏性。观看、转播等方式在未来有望成为重要收入来源;3)围绕观众、粉丝的盈利模式,比如围绕英雄人物设计的周边产品。粉丝带来的周边商品售卖将是重要的商业模式。4)围绕真正年赛化,打造明星效应,带来的经纪、广告等收入。

**Q: 影游互动方面,诛仙和射雕的进展?**

A: 《诛仙》在夏天会有个电视剧在湖南台播出;诛仙的游戏会联动。

《射雕》也在选秀过程中,今年年底最迟后年会播出电视剧,游戏会在今年上线。

**Q: 完美的战略可概括为:全球化的产业运营+本土化的资本运营。如果两者出现矛盾时,如何协同?比如想收购但融不到资的矛盾,加大研发打造精品和追求业绩增长的矛盾等。**

A: 1.收购但融不到资的情况基本不存在。1)每次增发池总本人都是最大的认购方,企业在不断内生+收购导致利润迅速升高,在整体环境没有太大变化时,股价一定上升的,因此敢于做增发。2)影视投资基金第一期基金规模为15亿,预计未来每季度都会有一只基金用于股权融资的配合,因此资金很宽裕。

2.精品和业绩的矛盾,一定要选的话,公司会选择精品。公司注重的是长远发展,只有把精品做好才能在长线的情况下,获得更多的收入。

**Q: 完美有大量的产品矩阵, 从97年教育、04年pc游戏, 11年影视, 公司战略领先半步, 但执行力达到90分以上。当前怎么看布局?**

A: 一般行业都具备5-7年的商业周期, 如果不在5-7年推出新东西, 就会落后。公司从来没有停止过尝试, 并且在擅长的领域做尝试。

**Q: 平台属性有多重要?**

A: 平台很重要, 产品弱于平台, 但平台弱于IP。我们对平台有很多愿望, 影视、游戏都需要平台的支撑, 未来2-3年有几块平台属性的业务会出现。

**Q: 关于入股百度文学方面, 公司怎么利用这一资源与影视、游戏产生协同?**

A: 这个事件目前还没有到公布的时候。我们在游戏IP反过来造文学IP方面做出了成功案例。影视、游戏、文学是可以联动IP、互相输出的, 这个圈越大, 产生协同的概率也越大。影游联动从长远来看, 文学作品很重要。很多电影、电视剧都产生于文学作品。我们已经开始策划很多项目, 会规划什么样的文学容易做出影视、游戏。在作品创作之前, 会一起开个会来讨论, 这样就容易做出能够转化成影视、游戏的文学作品。

**Q: 市场变化很快, 完美未来在战略上是否会更快更机动?**

A: 我们会更快更机动, 原先在美国上市时, PE只有4-10倍, 国内资本市场是支持国内公司去国际市场发展, 我们会充分利用历史机遇。

**Q: IP大于平台, 但用户永远最大, 但游戏公司的业态对用户似乎是弱连接, 怎么看这个问题?**

A: 弱连接只是表面现象, BAT强连接是因为他们提供的服务产品都是通用的, 粘性很高。而游戏用户群并不是通用的, 而是特定的。我们与用户互动是很多的, 每年会组织与充值最高的用户见面。未来随着产品布局的增加(影视、游戏), 并推出通用型产品时, 这些用户自然就会成为平台上的用户。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371