

2016年03月11日

完美环球 (002624.SZ)

影游为基筑造生态，放眼全球巨擘起航

■完美系管理团队的底蕴、魄力和执行力成就公司丰厚的根基。无论是洪恩教育、完美世界还是完美影视，公司均是在市场出现机会时果断切入产业，并迅速成长为行业一线，充分体现出管理团队战略决策的前瞻性和高效的执行力。而在完美系培育下，所有或已树立品牌、或正蓄势待发的各版块业务都将成为公司整合和协同中不可或缺的元素。

■成熟的游戏和影视业务是当前支持完美文化生态前行最坚实的柱石。完美世界作为国内标杆级游戏企业，基于领先技术推出了《完美世界国际版》《诛仙》等经久不衰的端游，手游、电视游戏、电竞亦有突出成绩。影视公司则稳中求变，电视剧保证精品质量的同时积极面向新兴消费群体，《神犬小七》、网剧《灵魂摆渡》等反响不俗，电影保持“自制+引进”步调的同时，牵手环球影业，进军好莱坞市场。

■完美环球具备全球泛娱乐格局和明晰的方法论，大文化生态建成可期。从各业务板块看，公司都在资源投入上有效平衡当下（IP驱动的影视剧+PC游戏+移动游戏）、中期（全球市场布局+电竞+电视游戏）和未来（文学+动漫），而IP变成了各业务板块成长和互动的催化剂，扮演着真正的联动角色。随着当下的布局完备、中期的持续推进，公司文化矩阵雏形已现，未来有望成为全球大文化生态的领航者。

■投资建议：完美影视2016年承诺业绩不低于3亿元，完美世界2016-2018年承诺业绩分别不低于7.55亿元、9.88亿元、11.98亿元。考虑对富创的投资及好莱坞合作项目，我们预计2016-2017年公司备考净利润为11.5亿元和15亿元；完美环球的格局已超越单纯的影视和游戏公司，考虑IP联动、大量投入性业务和全球化的布局持续跟进，以及大文化生态的逐渐成熟，同时考虑增发后股本摊薄，6个月目标价45.66元，首次给予买入-A评级。

■风险提示：重组事项尚未过会，各板块整合效果不达预期

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	475.4	925.8	1,129.5	6,629.6	8,467.5
净利润	16.7	190.2	288.1	1,150.1	1,502.2
每股收益(元)	0.03	0.39	0.59	0.88	1.14
每股净资产(元)	1.04	1.55	1.85	14.22	15.12

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	992.6	87.2	57.5	38.8	29.7
市净率(倍)	32.7	21.9	18.3	2.4	2.2
净利润率	3.5%	20.5%	25.5%	17.3%	17.7%
净资产收益率	3.3%	25.2%	31.8%	6.2%	7.6%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.4%	0.8%	0.7%
ROIC	4.2%	35.7%	28.4%	642434.3%	9.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

传媒

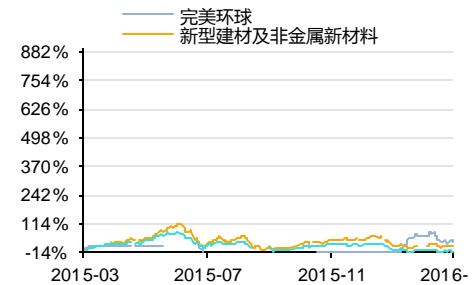
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**45.66元**
股价(2016-03-11) **33.99元**

交易数据

总市值(百万元)	16,577.16
流通市值(百万元)	9,299.74
总股本(百万股)	487.71
流通股本(百万股)	273.60
12个月价格区间	21.03/43.62元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.81	86.13	39.96
绝对收益	-11.85	61.63	34.9

文浩

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514060001
wenhao@essence.com.cn
010-66581627

杨文硕

分析师
SAC 执业证书编号：S1450515090001
yangws@essence.com.cn
010-66581842

张爽

报告联系人
zhangshuang@essence.com.cn
010-66581633

相关报告

内容目录

1. 公司概况：影视先行登陆资本市场，游戏回归开拓完美征程	5
1.1 完美影视先行借壳上市，依托精品影视剧奠基娱乐市场	5
1.2 完美世界拆除 VIE，游戏巨头回归	6
1.3 贯通影游，综合文化娱乐集团崛起在即	7
2. 行业分析：文娱产业迎来黄金时代，影游联动释放发展活力	9
2.1 游戏行业：网游市场具备较大市场空间，移动游戏高速增长将占据主流	9
2.1.1 整体规模：全球网游市场稳步增长，中国有望超越美国排名第一	9
2.1.2 细分市场：端游红利仍然存在，电视游戏破冰萌芽	10
2.2 影视剧行业：文化需求带动产业增长，互联网注入年轻态基因	13
2.2.1 电视剧&网剧：网台联动重焕电视剧活力，网剧逆袭势不可挡	13
2.2.2 电影：2015 年中国电影市场突破 440 亿，年轻群体成为观影主力	15
2.2.3 综艺：户外真人秀进入井喷之年，纯网综艺悄然崛起	16
2.3 影游互动：“花千骨”模式引燃市场，深度联动或成发展趋势	18
3. 完美环球：游戏、影视双擎驱动巨舰完美起航	19
3.1 多次创业成功的管理团队	19
3.2 完美世界：网游巨轮回归致力打造国际化的互动娱乐优质品牌	21
3.2.1 国内网游标杆级企业，研发能力首屈一指	21
3.2.2 产品品类多元，制作水准顶尖	21
3.2.3 扬帆出海，连续 7 年中国网游海外出口市场收入第一	23
3.3 完美环球：热播剧制作领军企业，优质创作资源支撑持续发展	24
3.3.1 管理模式：围绕人才展开业务，多种形式绑定优质资源	24
3.3.2 电视剧&网剧业务：精品热播剧制作领军	26
3.3.3 电影业务：“自有+引进”开拓国内市场，携手环球影业直通好莱坞	28
3.3.4 艺人经纪业务：与影视剧业务协同发展，建立良性循环	29
3.3.5 综艺业务：加盟《极限挑战》，综艺首秀反响不俗	30
3.3.6 资本运作：子公司天津完美传播与盛景嘉成共同出资设立影视投资基金	30
4. 娱乐大生态蓝图初成，动力充足待逐浪争雄	32
4.1 IP 开发、孵化、运营能力突出，多产业协同塑造泛娱乐生态	32
4.2 影游项目储备充沛，配套融资支持发展	33
4.3 员工持股与股权激励并举，大股东参与定增彰显信心	36
5 投资建议	37

图表目录

图 1: 完美影视股权变革历程.....	5
图 2: 完美环球 2011 至-2015 年营收及净利润.....	5
图 3: 完美环球 2011 年-2015 年 H1 收入构成.....	5
图 4: 完美世界 2013-2015 年 1-9 月营业收入和净利润.....	6
图 5: 完美世界 2013-2015 年 1-9 月营业收入构成.....	6
图 6: 完美环球产业布局版图.....	8
图 7: 泛娱乐产业迎来蓬勃发展趋势.....	9
图 8: 全球网游市场规模及增速.....	9
图 9: 2015 年全球游戏收入 TOP10 国家.....	9
图 10: 中国网络游戏市场规模及增速.....	10
图 11: 中国网络游戏细分市场占比情况.....	10
图 12: 中国客户端游戏市场实际销售收入.....	10
图 13: 中国客户端网络游戏用户数.....	10
图 14: 2008-2015 中国移动游戏实际销售收入.....	11
图 15: 2008-2015 中国移动游戏用户规模.....	11
图 16: 2014-2015IOS 前 100 名榜单中的 IP 游戏表现.....	12
图 17: 全球市场不同游戏类别市场份额.....	12
图 18: 我国电视游戏格局.....	13
图 19: 2009-2015 年中国电影票房收入.....	15
图 20: 2009-2015 年度国产故事片票房及占比.....	15
图 21: 2009-2015 年中国电影观影人次.....	15
图 22: 2014 年中国观影人群年龄分布.....	16
图 23: 2014、2015 年卫视综艺节目类型.....	16
图 24: 《花千骨》《琅琊榜》《云中歌》影游互动情况.....	18
图 25: 完美系公司历史沿革.....	19
图 26: 2014-2019 中国幼儿教育市场规模预测 (亿元).....	19
图 27: 全国幼儿园园数统计.....	20
图 28: 全国幼儿园入园人数统计.....	20
图 29: 《诛仙》2013 年-2015 年 9 月运营情况.....	22
图 30: 《魔力宝贝》IOS 下载排名.....	22
图 31: 《神雕侠侣》IOS 下载排名.....	22
图 32: 2014 年中国客户端网络游戏海外市场收入占比.....	24
图 33: 完美世界海外地区游戏收入情况.....	24
图 34: 完美环球业务模式.....	25
图 35: 公司电影、电视剧和艺人经纪三大业务板块协同效应明显.....	29
图 36: 户外真人秀《极限挑战》.....	30
图 37: 2015 年卫视首次出现的综艺节目收视排行.....	30
图 38: 完美环球 IP 储备情况.....	32
图 39: 完美环球 IP 运营案例.....	32

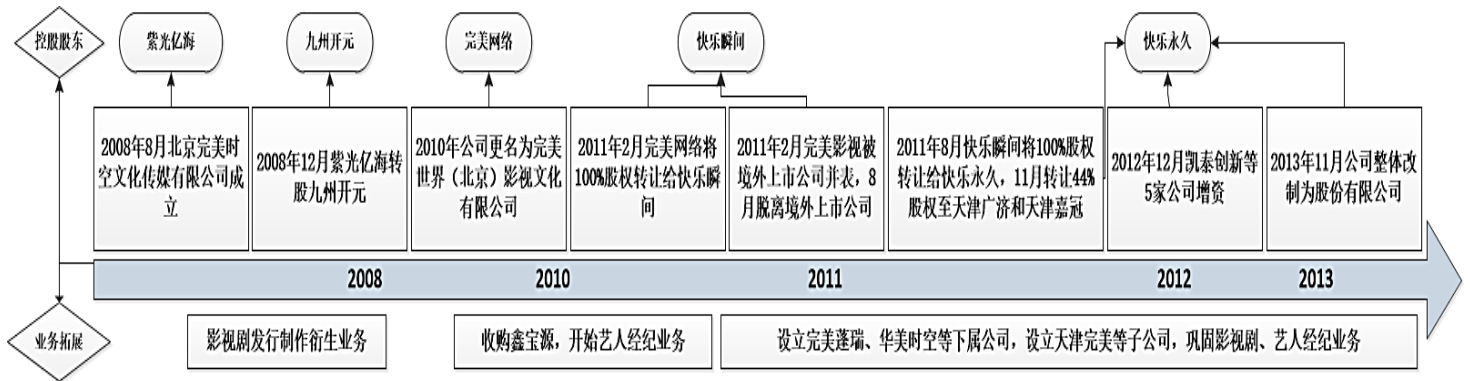
表 1: 收购完美世界 100%股权具体支付方式.....	6
表 2: 本次交易前后公司股权结构变化.....	7
表 3: 运营时间较长的经典 PC 端网游.....	10
表 4: 2015 年热播剧平均收视 TOP10.....	13
表 5: 2015 年热播剧网络点击量 TOP10	14
表 6: 2015 年网剧全网点击量 TOP 排行榜	14
表 7: 2015 年全国电影票房 TOP10	15
表 8: 2015 年卫视综艺节目收视 TOP10	17
表 9: 2015 年热门综艺节目用户分布	17
表 10: 2015 年网络综艺节目播放量 TOP10.....	17
表 11: 洪恩教育主营业务介绍.....	20
表 12: 部分采用自主开发引擎研发的完美世界游戏.....	21
表 13: 完美世界主要游戏产品.....	21
表 14: 完美世界出口游戏列表.....	23
表 15: 完美世界海外拓展方式.....	24
表 16: 完美环球下属子公司.....	25
表 17: 与完美环球建立合作的知名导演、制片人.....	26
表 18: 完美环球近年重要影视剧作品收视情况.....	27
表 19: 完美环球电影作品.....	28
表 20: 完美环球海外影视项目情况.....	28
表 21: 2015 年环球影业在中国市场的表现.....	29
表 22: 完美环球签约艺人情况.....	29
表 23: 影视投资基金具体内容.....	30
表 24: 投资基金设立方案.....	31
表 25: 完美环球 2015 年电视剧投资计划.....	33
表 26: 完美环球 2015 年电影投资计划.....	33
表 27: 完美世界在研游戏.....	34
表 28: 完美环球本次募集配套资金用途.....	34
表 29: 完美环球预计投资的影视剧项目.....	35
表 30: 本次配套融资认购情况.....	36
表 31: 股权激励对象名单.....	36
表 32: 公司绩效考核目标.....	37

1. 公司概况：影视先行登陆资本市场，游戏回归开拓完美征程

1.1 完美影视先行借壳上市，依托精品影视剧奠基娱乐市场

完美影视成立于2008年，最初为北京完美时空文化传播有限公司。2009年完美影视成为完美网络的控股子公司，并作为完美网络子公司被境外上市公司完美游戏并表。2011年完美影视脱离境外上市公司体系。成立以来，公司主营业务一直为影视文化投资、制作及发行，2010年收购鑫宝源后拓展艺人经纪。完美影视作为母公司提供资金、项目、剧本制作等，然后通过旗下子公司鑫宝源、完美建信、完美蓬瑞等影视文化子公司开展具体业务。

图 1：完美影视股权变革历程



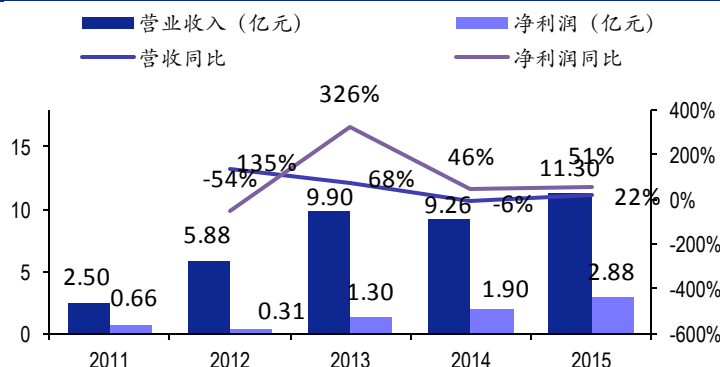
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2014年，完美影视以作价 27.26 亿元借壳金磊股份登陆资本市场，并于 2015 年 5 月正式更名完美环球，成功踏出完美娱乐巨舰的第一步征程。公司承诺 2014 年-2016 年扣非净利润分别不低于 1.75 亿元、2.4 亿元、3 亿元。

完美环球业务稳健扎实，坚持精品路线，电视剧作品《大秧歌》、《神犬小七》、《勇敢的心》、《青年医生》、《老有所依》等都取得了较好的项目收益和社会关注度。在电影投资制作方面，投资制作影片《咱们结婚吧》《失恋 33 天》等取得不俗票房，同时拓展境外影片合作，发行美国大片《分歧者》系列等。此外公司积极尝试综艺节目，2015 年联合东方卫视推出的《极限挑战》成为综艺黑马，深受好评。

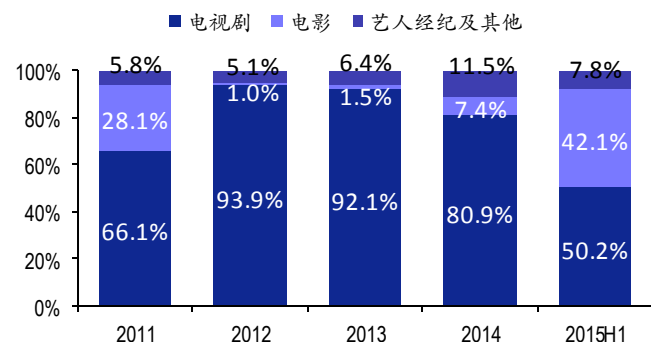
得益于优秀电视剧作品及频出的电影佳作，完美环球近年营业收入及归属母公司利润保持了强劲增长，根据公司业绩快报，2015 年公司实现营业收入 11.3 亿元，同比增长 22.01%，归属于上市公司股东净利润 2.88 亿元，同比增长 51.47%。

图 2：完美环球 2011 年-2015 年营收及净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：完美环球 2011 年-2015 年 H1 营业收入构成



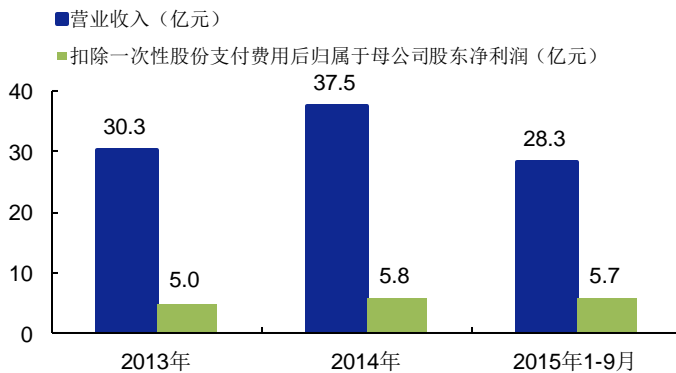
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2 完美世界拆除VIE，游戏巨头回归

完美世界前身完美时空于2004年成立，2007年在美国纳斯达克上市，2015年7月公司完成私有化交易，从纳斯达克退市。完美世界是国内顶尖的网络游戏研发、发行和运营商之一，业务全面具备全球化视野，端游代表作《完美世界国际版》《诛仙》经久不衰，手游作品《神雕侠侣》《魔力宝贝》等均曾登顶IOS下载排行榜；公司还积极开拓新的业务领域，利用代理的热门游戏《Dota2》进军电竞，在国内电视游戏萌芽期领先国内企业布局，推出《无冬OL》Xbox版在欧美国家深受好评。

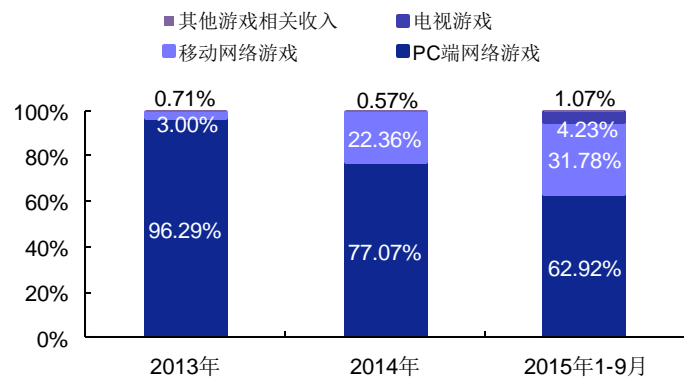
完美世界业绩稳健，2014年完美世界实现营业收入37.5亿元，归属于母公司所有者净利润4.6亿元，扣除一次性股份支付费用后净利润5.8亿元，2015年前三季度实现营业收入28.3亿元，扣除一次性股份支付费用后净利润5.7亿元。

图 4：完美世界 2013 年-2015 年前三季度营业收入和净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：完美世界 2013 年-2015 年前三季度营业收入构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2016年1月，完美环球公告拟作价120亿元收购完美世界100%股权，完美世界2016年度-2018年度承诺扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于7.55亿元、9.88亿元、11.98亿元，对应PE分别为15.9x、12.1x和10.0x。

根据本次交易方案，完美环球拟向完美数字科技、石河子骏扬发行股份购买其持有的完美世界100%的股权，发行股份购买资产的发行价格初步确定19.53元/股，发行A股股票数量合计为6.14亿股。

表 1：收购完美世界 100% 股权具体支付方式

交易对方	持有标的公司股权比例	股份对价金额 (万元)	发股数量 (股)
完美数字科技	75.02%	900,225.06	460,944,729
石河子骏扬	24.98%	299,774.94	153,494,594
合计	100.00%	1,200,000.00	614,439,323

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

同时，公司拟向池宇峰、员工持股计划（认购配套融资方式）（一）、员工持股计划（认购配套融资方式）（二）及招商财富-招商银行-完美1号专项资管计划非公开发行股票募集配套资金不超过50亿元。配套募集资金拟用于影视剧投资项目、游戏的研发运营与代理项目、多端游戏智能发行平台、偿还银行贷款及补充流动资金。

完美环球目前总股本为 4.88 亿股，本次交易完成后公司总股本将增至 13.14 亿股。

表 2：本次交易前后公司股权结构变化

股东名称	本次交易之前		本次交易完成后 (募集配套资金前)		本次交易完成后 (募集配套资金后)	
	持股数量 (万股)	持股比 例 (%)	持股数量 (万股)	持股比 例 (%)	持股数量 (万股)	持股比 例 (%)
快乐永久	12,222.47	25.06	12,222.47	11.09%	12,222.47	9.30%
天津广济	6,111.24	12.53	6,111.24	5.54%	6,111.24	4.65%
分享星光	4,456.24	9.14	4,456.24	4.04%	4,456.24	3.39%
陈连庆	3,603.66	7.39	3,603.66	3.27%	3,603.66	2.74%
天津嘉冠	3,490.29	7.16	3,490.29	3.17%	3,490.29	2.66%
陈根财	3,375.00	6.92	3,375.00	3.06%	3,375.00	2.57%
浙江创新	1,783.79	3.66	1,783.79	1.62%	1,783.79	1.36%
凯泰成长	1,336.23	2.74	1,336.23	1.21%	1,336.23	1.02%
凯泰创新	1,114.06	2.28	1,114.06	1.01%	1,114.06	0.85%
姚锦海	843.75	1.73	843.75	0.77%	843.75	0.64%
完美数字科技	-	-	46,094.47	41.82%	46,094.47	35.07%
石河子骏扬	-	-	15,349.46	13.93%	15,349.46	11.68%
池宇峰	-	-	-	-	17,614.60	13.40%
员工持股计划 (认购配套融 资方式) (一)	-	-	-	-	848.9	0.65%
员工持股计 划 (认购配 套融资方式) (二)	-	-	-	-	2,122.24	1.61%
招商财富-招 商银行-完美 1号专项资 管计划	-	-	-	-	63667	0.48%
其他股东	10,433.97	21.39	10,433.97	9.47%	1043397	7.94%
合计	48,770.70	100%	110,214.63	100%	131,437.04	100%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

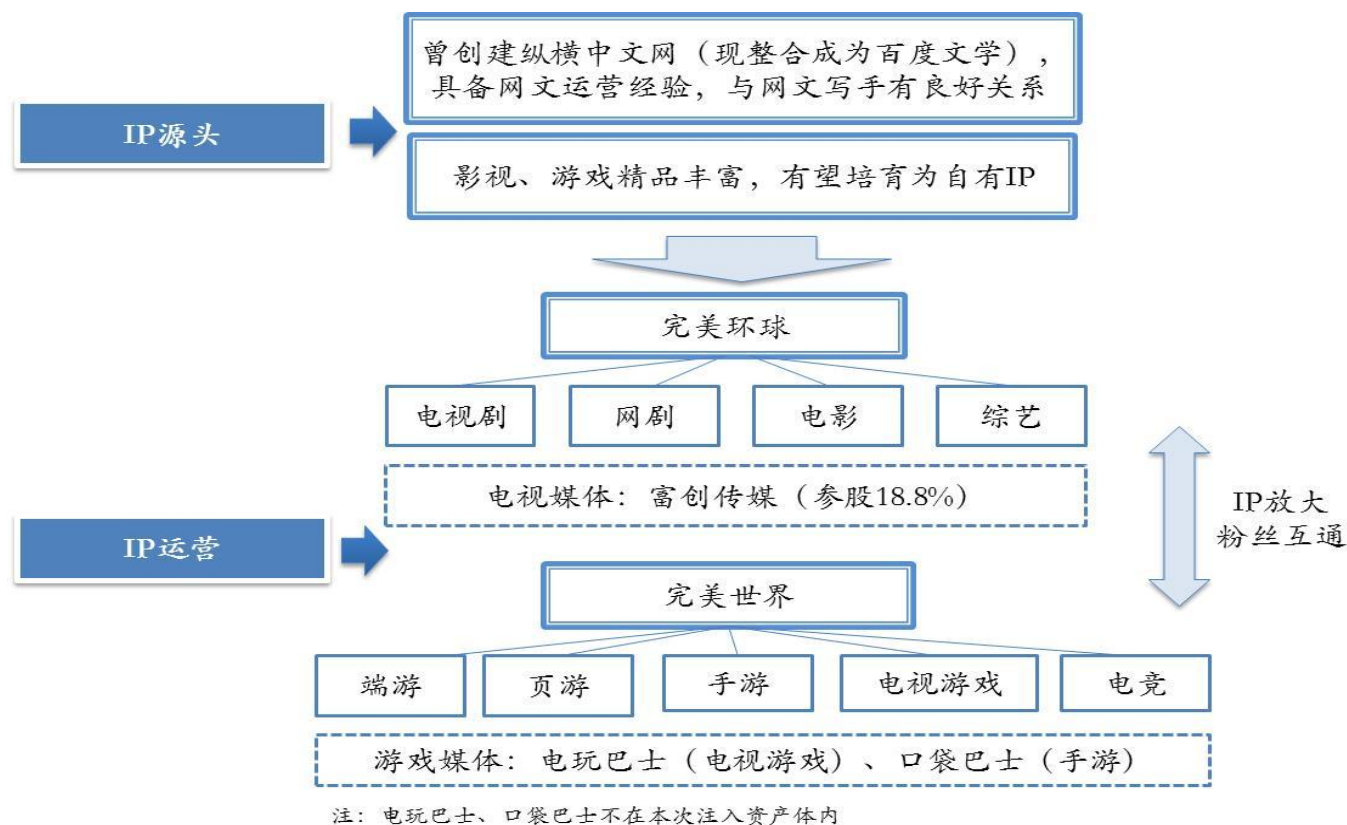
1.3 贯通影游，综合文化娱乐集团崛起在即

完美世界注入后，完美环球实现体系内的 IP 资源共享，贯通影视及游戏产业链，打造围绕优质内容的综合文化娱乐集团。

在 IP 源头方面，完美世界曾创办纵横中文网，拥有丰富的网文 IP 运营经验，并且与众多网文作家均保持良好的合作关系，文学 IP 获取渠道丰富；同时完美影视作品、游戏作品制作精良、口碑上乘、具备较好的粉丝基础，未来有潜力培育成为自有 IP。

在 IP 运营方面，完美环球在精品电视剧领域深耕多年，并于近年发力网剧、电影、艺人经纪、综艺节目，能够在价值放大层面有效利用多种形式扩大 IP 影响力，完美世界强大的游戏研发和推广能力则能进一步内容传播再放大影响力，并产生更好地经济价值。

图 6：完美环球产业布局版图

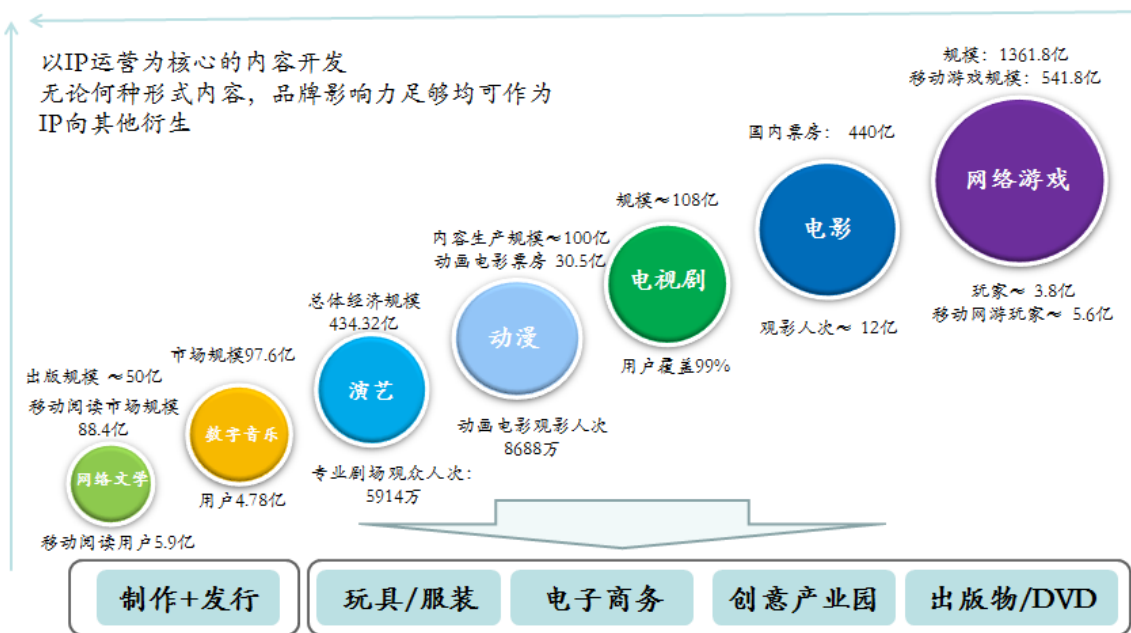


资料来源：安信证券研究中心根据公司公告绘制

2.行业分析：文娱产业迎来黄金时代，影游联动释放发展活力

随着“互联网+”的不断延伸，以及生而娱乐的年轻一代崛起，文娱产业在2015年继续风生水起。电视剧、电影、网游、动漫、文学等各种娱乐形式不再以孤立的形式存在，而是以IP为轴，基于优质内容共生，形成互联互动的泛娱乐生态链条，从而实现粉丝导流以及内容价值的多次放大。其中，影视剧作为将优质内容生动化展示给观众的最佳形式，在泛娱乐生态中一直处于中坚地位，而游戏则凭借强大的变现能力成为生态链实现商业价值的关键一环，因而二者联动也成为了泛娱乐市场的必然趋势，也使得影视剧及游戏行业在自身稳步发展的同时，也在协同中释放出新的活力。

图7：泛娱乐产业迎来蓬勃发展趋势



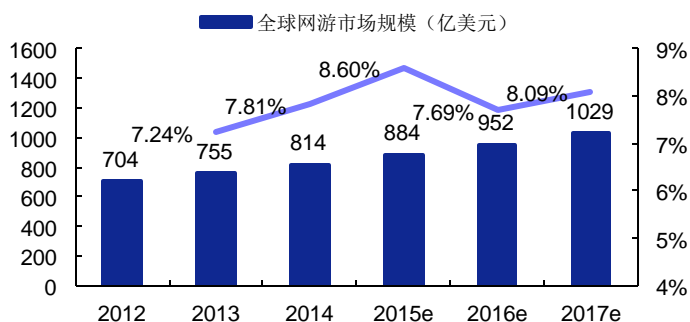
资料来源：安信证券研究中心根据互联网公开资料绘制

2.1 游戏行业：网游市场具备较大市场空间，移动游戏高速增长将占据主流

2.1.1 整体规模：全球网游市场稳步增长，中国有望超越美国排名第一

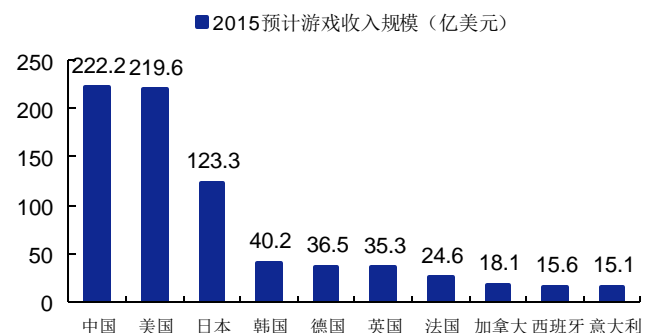
根据 Newzoo 预测数据，2015 年全球网络游戏市场规模将达到 884 亿美元，同比增长 9%。过去五年全球网游基本稳定在 8% 左右。相比于发展时间长，商业模式较为成熟的欧美市场，新兴游戏市场发展速度更快，2015 年中国游戏收入有望超越美国排名全球第一。

图8：全球网游市场规模及增速



资料来源：Newzoo, 安信证券研究中心

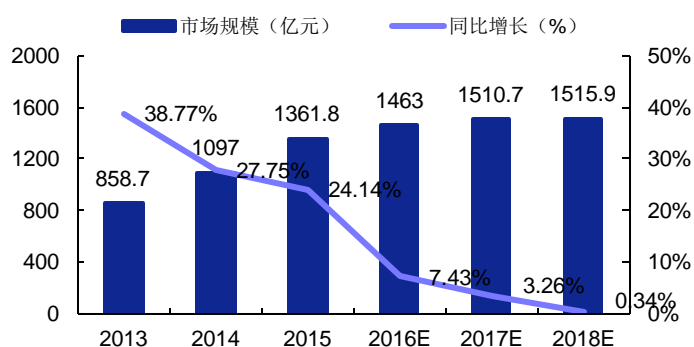
图9：2015年全球游戏收入TOP10国家



资料来源：Newzoo, 安信证券研究中心

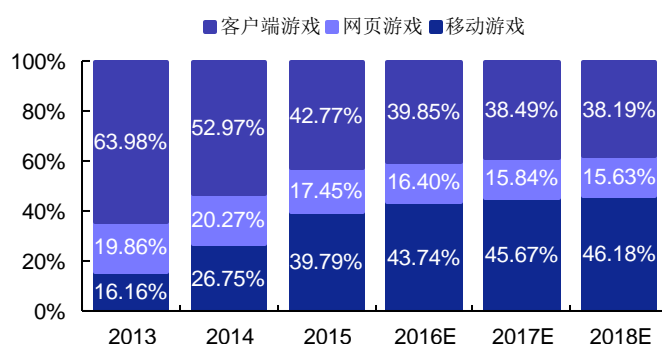
作为发展最为快速的新兴游戏市场之一，2015 年中国网游市场规模达到 1361.8 亿元，同比增长 24.41%，预期 2016-2018 年将逐渐趋于稳定。细分市场看，2015 年端游仍然占据最主要地位，市场规模占比 42.77%，移动游戏则增长速度最快，2016 年有望赶超端游成为占比最高的细分市场。

图 10：中国网络游戏市场规模及增速



资料来源：易观智库，安信证券研究中心

图 11：中国网络游戏细分市场占比情况



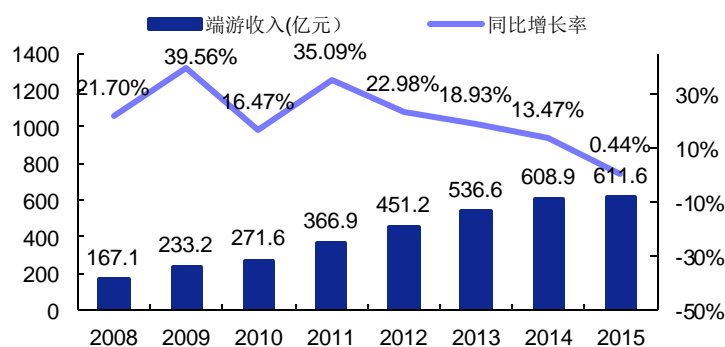
资料来源：易观智库，安信证券研究中心

2.1.2 细分市场：端游红利仍然存在，电视游戏破冰萌芽

● 端游

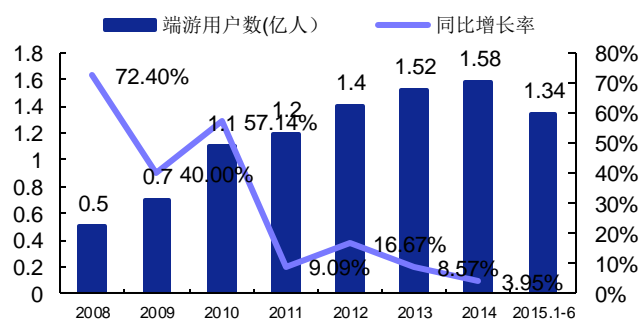
我国端游经历多年发展，已处于产业成熟期，2015 年 1-6 月，我国端游市场实际销售收入为 267.1 亿元，同比增长 4.46%，增速趋于稳定。同期端游游戏用户数量 1.34 亿人，同比增长 3.5%。

图 12：中国客户端游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC, IDC, CNG, 安信证券研究中心

图 13：中国客户端网络游戏用户数



资料来源：GPC, IDC, CNG, 安信证券研究中心

虽然端游市场增速已放缓，但端游用户群体稳定，用户留存率及付费率高，且精品的端游产品往往具备较长的运营周期，对于具备精品研发能力的端游厂商而言，端游仍是获取收益的重要市场。

表 3：运营时间较长的经典 PC 端网游

序号	游戏名称	发行时间	游戏类别	开发商	运营商	简介
1	石器时代	2000 年 12 月	MMORPG/回合制	日本 JSS	金山、胜思、陶朱	《石器时代》是一代人的记忆，几经周折代理换了三次，仍有忠实用户一直支持着这款游戏继续走下去。

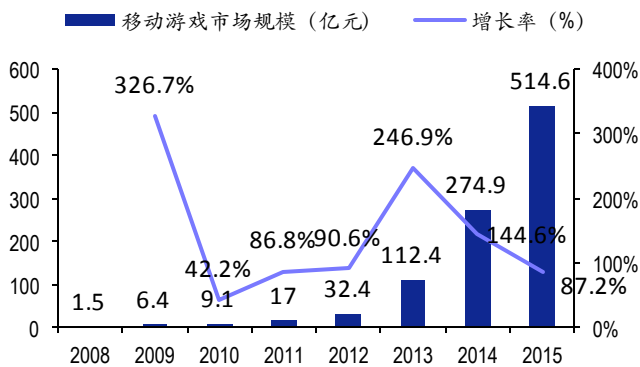
2	热血传奇	2001年7月	角色扮演/即时战斗	韩国 WEMADE Entertainment	盛大	《传奇》在 RPG 的历史上还是具有里程碑的意义，有很多玩家是通过玩这款游戏，才开始游戏生涯。
3	大话西游 2	2002年8月	MMORPG/回合制	网易	网易	《大话西游 2》是国产游戏的典范，在线人数不断的创下新高，2011 年曾达到 119 万在线。
4	剑侠情缘网络版	2003年12月	2D/角色扮演/武侠游戏	金山西山居	金山	剑侠情缘是西山居制作的中国第一款武侠类 RPG 游戏，在国内游戏历史上具有重要地位。
5	梦幻西游	2003年12月	MMORPG/回合制	网易	网易	《梦幻西游》是中国网游史上最富生命力的长青树之一，正式运营多年依旧生龙活虎创造着新的在线纪录。
6	冒险岛	2004年7月	横版卷轴/休闲	韩国 WIZET 和 NEXON	盛大	《冒险岛》是款趣味很强的休闲游戏韩国开发商现在还在不断进行着更新。
7	天堂 II	2004年8月	3D MMORPG 即时战斗	韩国 NCSOFT	腾讯	《天堂 II》是较早的 3D 网游，除了已停运的《精灵》，天堂 II 是寿命最长的 3D 网游。
8	魔兽世界	2005年4月	3D/角色扮演/奇幻游戏	暴雪	网易	《魔兽世界》对网游的发展具有划时代的意义，经久不衰，并且每年更新一次资料片，保持游戏的新鲜感。
9	征途	2005年8月	2D/角色扮演/武侠游戏	巨人网络	巨人网络	《征途》的成功离不开史玉柱的超高端营销手段，同时他也一直推出新的玩法，例如“发工资”模式。
10	完美世界国际版	2006年12月	MMORPG/3D/即时战斗	完美世界	完美世界	《完美世界国际版》是由完美世界开发的一款 3D MMORPG 游戏,完美大陆的真三维自由飞翔在中国网游历史上是第一次。

资料来源：17173，互联网公开资料，安信证券研究中心

● 手游

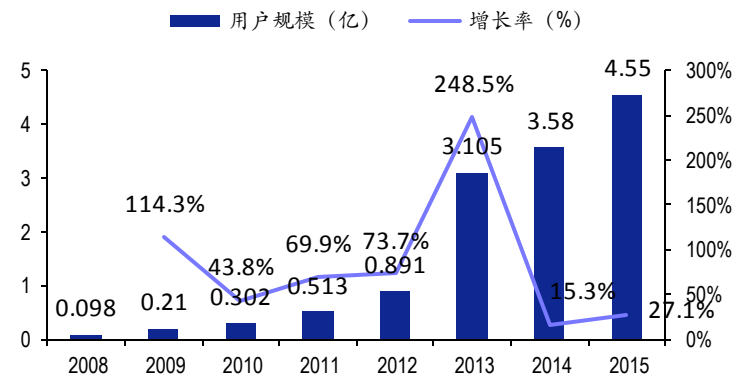
随着移动互联网渗透率的提高和智能手机的普及，以及端游、页游巨头的纷纷入场，中国移动游戏市场在经历了 2009-2011 年的探索期，2012-2013 年的启动期后，从 2014 年起进入高速发展时期。2015 年我国移动游戏实际销售收入为 514.6 亿元，同比增长 87.2%。相对于端游和页游，移动游戏轻便、容易上手且能够充分利用碎片时间，用户更容易养成在移动终端玩游戏的习惯。2015 年我国移动游戏用户规模达到 4.55 亿人次，同比增长 27.1%，增速相对 2014 年有所增长，移动游戏获取新用户能力增强。我国移动游戏作为市场规模和用户规模均增长最快的细分市场，未来预期仍有较大的市场空间。

图 14：2008-2015 中国移动游戏实际销售收入



资料来源：GPC, IDC, CNG, 安信证券研究中心

图 15：2008-2015 中国移动游戏用户规模



资料来源：GPC, IDC, CNG, 安信证券研究中心

移动游戏市场红利吸引众多厂商纷纷入场，我国手游市场容纳新游戏空间也逐渐趋于饱和，游戏厂商需要在众多产品中让自己的项目吸引眼球，而 IP 改编便是能够助力突出重围的工具之一。从 2014 年起，IP 便成为与手游密不可分的关键词，小说、电视剧、电影、动漫、其他游戏产品均可作为手游的 IP 源头，基于前期的粉丝积累，能够使得手游作品发行之初即可获得关注。根据腾讯统计数据，2015 年前三季度 IOS 前 100 名榜单中，IP 游戏在畅销榜占据 49 席，收入占比前 100 款游戏的 59.3%，相比于 2014 年表现更佳，其中端游 IP 作品更加优质。

图 16：2014-2015IOS 前 100 名榜单中的 IP 游戏表现

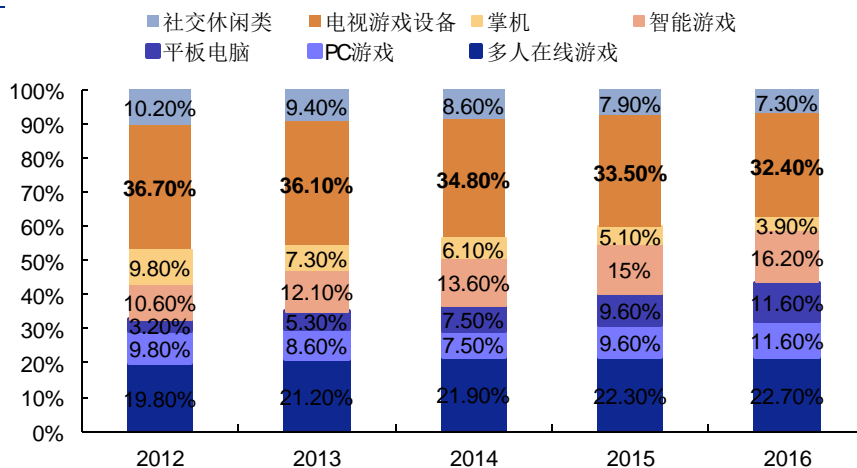
	IP 游戏款数	改编手游前已存在的 IP 作品形态										
		动漫	文学	电影	电视	综艺	体育	端游	页游	其他游戏	公共	
畅销榜	2015 年 1-9 月	49	9	7	1	3	0	1	14	7	6	14
	2014 年全年	42	6	3	1	1	0	2	8	7	5	12
下载榜	2015 年 1-9 月	30	5	3	4	1	0	2	9	5	2	5
	2014 年全年	24	2	0	5	0	1	2	2	5	5	3

资料来源：腾讯，安信证券研究中心

● 电视游戏

从全球游戏市场看，电视游戏是世界主流游戏类别，虽受到 PC 游戏和移动游戏冲击，全球电视游戏设备从 2012 年到 2016 年份额有小幅下降，但依然占据 30% 以上的最大市场份额。根据 Newzoo 预测，2015 年电视游戏将在美国市场上占据 45% 的市场份额。

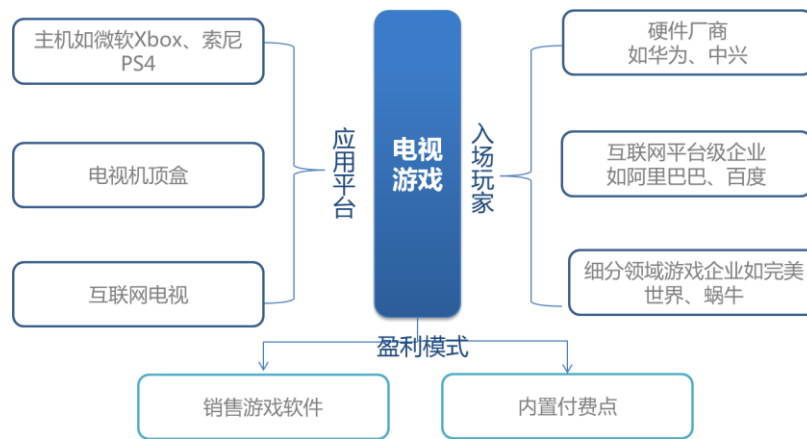
图 17：全球市场不同游戏类别市场份额



资料来源：Newzoo, 安信证券研究中心

受到政策影响，我国电视游戏刚刚处于起步状态。随着政策的宽松，2014 年起获得解禁的中国电视游戏市场逐步释放出发展动能，以微软 Xbox、索尼 PS4 等为代表的海外主机设备陆续进驻中国市场，华为、中兴、小霸王等硬件厂商以及完美世界、蜗牛、英佩游戏等内容研发商也开启布局电视游戏的步伐。

图 18：我国电视游戏格局



资料来源：中国游戏产业报告，安信证券研究中心

建立在巨大的人口红利基础上，我国电视游戏用户增长潜力巨大，且商业模式尚处探索阶段，市场格局有待建立，大量资源、资金将向电视游戏聚集。根据 GPC\CNG\IDC 统计数据，2015 年上半年通过审核的主机游戏达到 25 款，2014 年全年仅有 10 款，而 2015 年全年我国电视游戏市场实际销售收入达到 2.2 亿元。未来电视游戏有望成为游戏领域新的突破点。

2.2 影视剧行业：文化需求带动产业增长，互联网注入年轻态基因

2.2.1 电视剧&网剧：网台联动重焕电视剧活力，网剧逆袭势不可挡

2015 年“一剧两星”的实行加速了电视剧市场的调整，2015 年上半年电视剧产量共 159 部，同比下降 14%，电视剧产量继续收窄。但与此同时，网络平台渗透率的提高，网生一代观众的崛起都为在破旧立新道路上的电视剧带来了新面貌

2015 年国产电视类型丰富、制作精良，《武媚娘传奇》《半月传》等顶级配置大剧、《琅琊榜》《伪装者》等有口皆碑的良心制作、《花千骨》《何以笙箫默》等 IP 改编作品层出不穷，精品剧依然对观众有强大的吸引力。

表 4：2015 年热播剧平均收视 TOP10

排名	剧目	平均收视
1	《武媚娘传奇》	3.03%
2	《半月传》	2.09%
3	《花千骨》	1.98%
4	《锦绣缘华丽冒险》	1.88%
5	《伪装者》	1.83%
6	《活色生香》	1.73%
7	《神犬小七》	1.66%
8	《妻子的谎言》	1.54%
9	《老农民》	1.53%
10	《偏偏喜欢你》	1.48%

资料来源：腾讯娱乐，安信证券研究中心

注：CSM50 收视率截至 2015 年 12 月 27 日，《半月传》抓取前 16 集在双平台上播出的电视剧取收视率最高值。《半月传》全剧东方卫视 CSM50 平均收视率 2.867%，单集最高 4.177%，北京卫视 CSM50 平均收视率 2.809%，单集最高 4.125%

新媒体对于电视剧的影响力不断增强，网络平台则成为电视剧不可或缺的一“星”。一方面大剧产生带动了电视剧网络点击量的不断增长，另一方面，网台联动也越发成为电视剧扩大覆盖面的重要渠道。2014 年仅有《古剑奇谭》一部作品网络点播量破 50 亿，2015 年网络

播放量 TOP10 的电视剧作品网络播放量均超过 50 亿，其中《花千骨》播放量 201.35 亿次，2015 年底播出的跨年大戏《半月传》收官后全网播放量则高达 208 亿次。

表 5：2015 年热播剧网络点击量 TOP10

排名	剧目	网络播放量 (亿次)
1	《花千骨》	201.35
2	《武媚娘传奇》	112.81
3	《琅琊榜》	97.21
4	《何以笙箫默》	81.27
5	《云中歌》	76.81
6	《克拉恋人》	74.77
7	《虎妈猫爸》	61.26
8	《大秧歌》	57.65
9	《伪装者》	52.12
10	《千金女贼》	51.03

资料来源：腾讯娱乐，安信证券研究中心

注：《半月传》横跨 2015/16 年，尚未计入 2015 榜单。

相比于力求突破瓶颈的电视剧，2014 年真正开始起步的网络剧产业则经历着井喷式的增长。2015 年全网共上线网剧作品 379 部，同比 2014 年的 205 部同比增长 85%，其中共 9 部网剧播放量突破 10 亿次，51 部网剧播放量过亿，全年网剧累计播放量达 229 亿次。2015 年底上线，2016 年 1 月播映完结的《太子妃升职记》则以单日最高过两亿、完结时总计超过 24 亿的播放量刷新网剧播放记录。

表 6：2015 年网剧全网点击量 TOP 排行榜

名次	2015 年 TOP10	点击量(亿次)	播放平台	制作方	集数
1	盗墓笔记	28.12	爱奇艺	欢瑞世纪	12
2	花千骨 2015	15.68	爱奇艺	慈文、视骊	32
3	暗黑者 2	14.28	腾讯	慈文、视骊	51
4	屌丝男士第四季	11.7	搜狐视频	搜狐视频	8
5	他来了请闭眼	11.5	搜狐视频	搜狐视频、SMG 尚世影业、山影、正午阳光	22/24
6	灵魂摆渡 2	10.82	爱奇艺	完美建信	20
7	执念师	10.8	PPTV、搜狐视频	聚力传媒、慈文、视骊、金狐文化	20
8	校花的贴身高手	10.52	爱奇艺	世像文化、沃影传媒	24
9	无心法师	10.5	搜狐视频	搜狐视频、唐人	20
10	蜀山战纪 (全四季)	8.6	爱奇艺	稻草熊影业	40

资料来源：娱乐资本论，安信证券研究中心

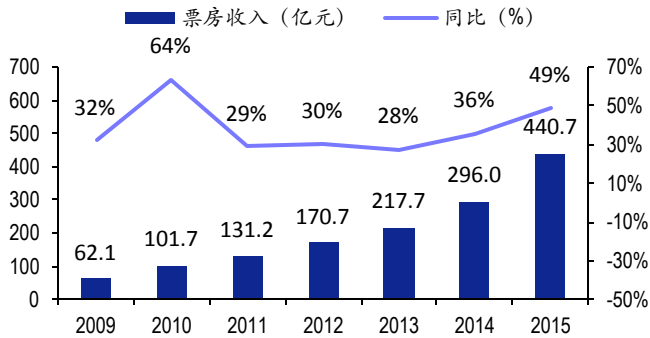
注：《太子妃升职记》横跨 2015/16 年，尚未计入 2015 榜单。

在大 IP、大制作网剧不断涌现，内容创意加速迸发的市场下，网络剧正在完成从屌丝的华丽逆袭，除节节攀升的播放量和关注度外，网剧也在逐渐尝试对电视台进行反向输出。2015 年《他来了，请闭眼》成为首部网剧反向输出电视台的作品，《蜀山战纪》则在爱奇艺播放完结后登陆安徽卫视播出，根据娱乐资本论的数据，2016 年还确定有《重生之名流巨星》《妈阁是座城》等会反向输出电视台。

2.2.2 电影：2015 年中国电影市场突破 440 亿，年轻群体成为观影主力

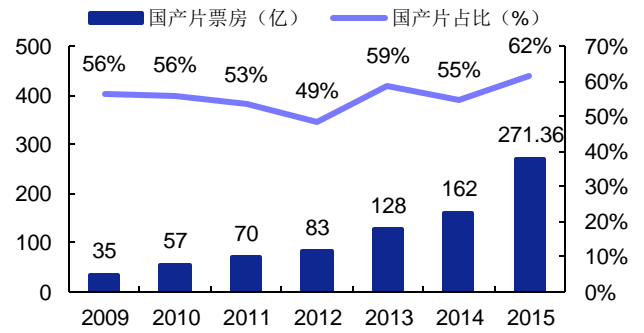
2015 年中国电影总票房以 440.69 亿完美收官，同比增长 48.7%。其中国产故事片产量 686 部，票房 271.36 亿元，占比总票房 61.58%，票房贡献率创近年来新高。2015 年全年观影人为 12.6 亿，同比增长 51.08%。

图 19：2009-2015 年中国电影票房收入



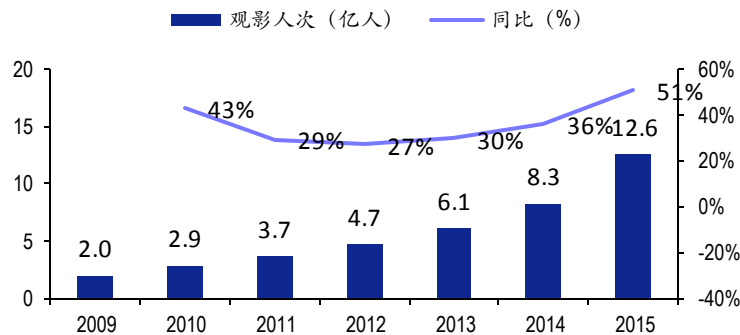
资料来源：艺恩咨询，安信证券研究中心

图 20：2009-2015 年度国产故事片票房及占比



资料来源：艺恩咨询，安信证券研究中心

图 21：2009-2015 年中国电影观影人次



资料来源：艺恩咨询，安信证券研究中心

2015 年国产电影类型更具多元性，奇幻、喜剧、青春、动漫、文艺全面开花，《捉妖记》《港囧》《寻龙诀》《夏洛特烦恼》《大圣归来》等商业价值和口碑兼具的优秀作品不断涌现。2015 年全国票房 TOP10 影片中，国产电影占据了 7 席，国产电影在探索与进步中正获得观众的不断认可。

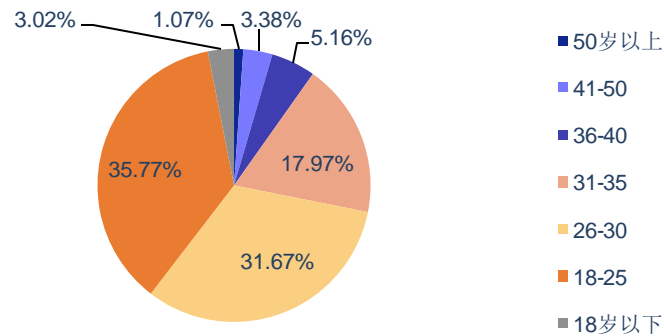
表 7：2015 年全国电影票房 TOP10

排序	影片名称	票房 (亿元)	观影人次 (万)	观影场次 (万场)
1	捉妖记	24.39	6560	157.38
2	速度与激情 7	24.27	6244	147.88
3	港囧	16.13	4909	122.08
4	复仇者联盟 2：奥创纪元	14.64	3659	128.24
5	夏洛特烦恼	14.41	4475	132.31
6	侏罗纪世界	14.21	3710	113.31
7	寻龙诀	13.69	3764	83.09
8	煎饼侠	11.60	3550	90.21
9	澳门风云 2	9.74	2484	68.01
10	西游记之大圣归来	9.56	2758	80.25

资料来源：微信公众号“电影票房”，安信证券研究中心

在观影人群上，中国电影市场呈现年轻化的趋势。根据易观智库统计数据，2014 年我国观影人群 85 后占比超过 70%，18-25 岁的 90 后则占比高达 38.79%。

图 22：2014 年中国观影人群年龄分布



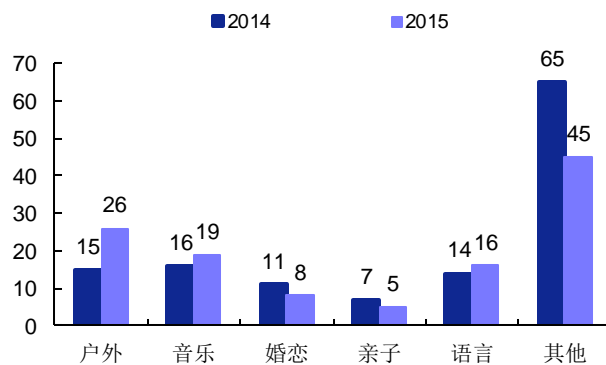
资料来源：易观智库，安信证券研究中心

2.2.3 综艺：户外真人秀进入井喷之年，纯网综艺悄然崛起

受益于 2009 年出台的“制播分离”政策，国内综艺节目市场进入快速发展期，而随着《中国好声音》、《爸爸去哪儿》、《奔跑吧，兄弟》等现象级节目出现，国产综艺呈现出前所未有的高速扩张。经过前两年的野蛮生长，国产综艺继续在提升质量稳定数量中继续探索发展道路，2015 年共有 215 档综艺节目面世，相对 2014 年的 303 档有所下降，其中 2015 年卫视综艺节目为 119 档，同比 2014 年下降 8%。

在节目类型上，户外、音乐、语音类节目均相比去年有所增长，户外类节目增幅最高，达到 70%。

图 23：2014、2015 年卫视综艺节目类型



资料来源：艾漫数据，安信证券研究中心

在强大的卫视平台驱动下，2015 年浙江卫视凭借《奔跑吧兄弟》和《中国好声音》超越湖南卫视一举夺得卫视综艺节目收视前三，TOP10 中有 4 档节目上榜，成为最大的赢家。湖南卫视、东方卫视、江苏卫视则分别占据了剩余 6 席。跑男系列、好声音系列等综 N 代仍是领跑者，新节目《极限挑战》《挑战者联盟》则凭借火爆的户外题材、优良的节目制作和强大明星阵容挺进前十。

表 8: 2015 年卫视综艺节目收视 TOP10

排名	综艺节目	播放平台	平均收视率
1	《奔跑吧兄弟 2》	浙江卫视	4.75%
2	《中国好声音 4》	浙江卫视	4.45%
3	《奔跑吧兄弟 3》	浙江卫视	4.18%
4	《我是歌手 3》	湖南卫视	2.48%
5	《爸爸去哪儿 3》	湖南卫视	2.26%
6	《笑傲江湖 2》	东方卫视	2.20%
7	《快乐大本营》	湖南卫视	2.20%
8	《极限挑战》	东方卫视	2.15%
9	《挑战者联盟》	浙江卫视	2.12%
10	《最强大脑 2》	江苏卫视	2.10%

资料来源: 艾漫数据, 安信证券研究中心

收视人群方面, 女性观众是绝对的主力观众, 男性观众相对音乐及语言类节目; 而从年龄分布看, **90 后观众已经成为主要的综艺收视人群, 户外真人秀观众中 90 后高达 70% 左右**。如何制作符合年轻人兴趣的节目成为综艺制作者需要考量的重要因素。

表 9: 2015 年热门综艺节目用户分布

综艺节目	女	男	90 后
《奔跑吧兄弟 2》	76.10%	23.90%	67.00%
《中国好声音 4》	58.50%	41.50%	61.80%
《奔跑吧兄弟 3》	77.00%	23.00%	67.30%
《我是歌手 3》	66.70%	33.30%	62.50%
《爸爸去哪儿 3》	78.20%	21.80%	68.10%
《笑傲江湖 2》	55.40%	44.60%	49.60%
《极限挑战》	82.30%	17.70%	71.90%
《挑战者联盟》	73.90%	26.10%	67.00%
《偶像来了》	77.00%	23.00%	68.50%
《最强大脑 2》	66.80%	33.20%	59.00%

资料来源: 艾漫数据, 安信证券研究中心

在一线卫视综艺争相竞逐时, 纯网综艺悄然崛起, **2015 年网络自制综艺共 96 部, 相比去年增长了 104%, 共 6 档节目网络播放量超过 5 亿**。节目制作成本也逐步向电视综艺靠拢, 例如《我们 15 个》《我去上学啦》均为亿元级投入, 《奇葩说 2》《十周嫁出去》也超过 5000 万制作成本。

表 10: 2015 年网络综艺节目播放量 TOP10

排名	节目	播出平台	播放量 (亿)
1	《我们 15 个》	腾讯	12.5
2	《歌手是谁》	优酷	9.3
3	《完美假期》	芒果	6.9
4	《奇葩说 2》	爱奇艺	6.4
5	《偶滴歌神啊 1》	爱奇艺	5.3
6	《你正常吗 2》	腾讯	5
7	《大牌驾到》	腾讯	4.2
8	《笑霸来了》	爱奇艺	3.2
9	《爱上超模 1》	爱奇艺	3.2
10	《晓松奇谈》	爱奇艺	3.1

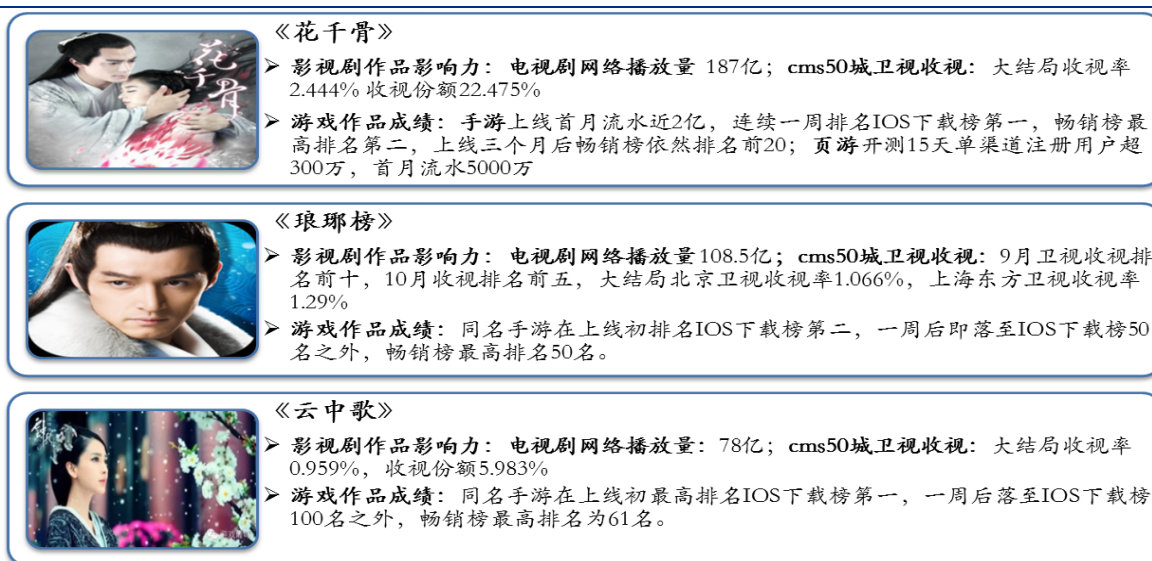
资料来源: 艾漫数据, 安信证券研究中心

2.3 影游互动：“花千骨”模式引燃市场，深度联动或成发展趋势

《花千骨》的成功带动了影游互动的火热，电影、电视剧知名 IP 对于网络游戏用户有非常大的吸引和营销作用，用户识别度越高，越容易提升玩家代入感，并精准覆盖受众玩家，对游戏前期用户导入的效果非常明显；游戏则能够对影视剧 IP 进行二度宣发，实现影视和游戏的粉丝互通，在对 IP 的不断曝光中巩固粉丝基础。

在影游互动的市场大潮下，各大热门影视剧改编的手游作品纷纷上线，但成功作品却只有少数。《花千骨》同名手游在上线后 IOS 下载榜连续一周排名第一，畅销榜最高排名第二，在上线三个月后畅销榜依然排名前 20；而同样改编自畅销小说、电视剧深受好评的《琅琊榜》游戏影响力相对有限，同名手游在上线一周后即落至 IOS 下载榜 50 名之外，畅销榜最高排名也仅为 50 名；《云中歌》电视剧作品收视相对欠佳，游戏作品也很快排名至 100 名之后。

图 24：《花千骨》《琅琊榜》《云中歌》影游互动情况



资料来源：App Annie，互联网公开资料，安信证券研究中心

市场的检验表明单纯的“影游同期上线”仅是触及影游互动的外壳，难以获得持久的生命力。在内容层面上，影视剧和游戏内容深度协同，在情节、人设、画风、玩法等方面风格一致；在宣发层面上，影视、游戏制作方乃至影视播映渠道都需要大力支持，充分利用传统媒体、新媒体等宣发渠道增强曝光。

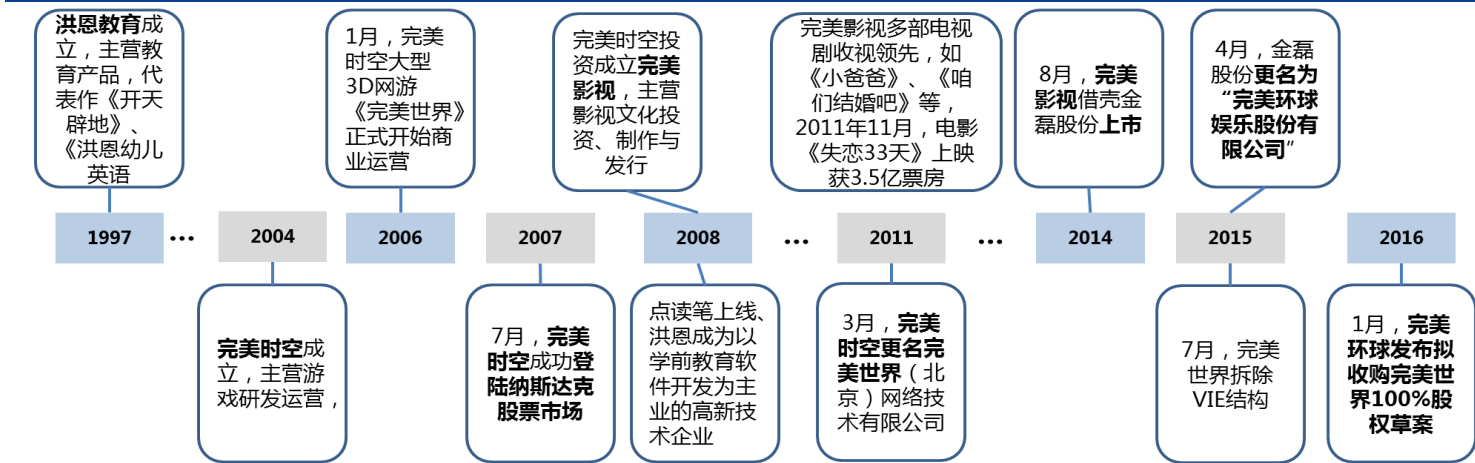
2016 年影游互动预计将继续保持热度，年初即有贺岁档影游互动作品《功夫熊猫 3》《西游记之三打白骨精》拉开序幕。随着 IP 在泛娱乐领域价值的突显，未来预计有更多的影游制作方加入到影游互动的大军中，而在产品集中爆发、模式尚未成熟的形式下，能够对影游资源进行深度把控，从产品源头即进行协同效应考量的精品联动项目则更有望脱颖而出。

3.完美环球：游戏、影视双擎驱动巨舰完美起航

3.1 多次创业成功的管理团队

洪恩教育、完美世界与完美环球（原名完美影视）的实际控制人均为池宇峰，其中洪恩教育成立于1997年，主营教育产品；完美世界（原名完美时空）成立于2004年3月，主营网络游戏研发及运营，2007年7月登陆美国纳斯达克股票市场，2015年完成私有化退市；完美影视由完美世界于2008年8月投资成立，主营影视文化投资、制作及发行，2014年8月借壳金磊股份上市，2015年4月更名为完美环球。

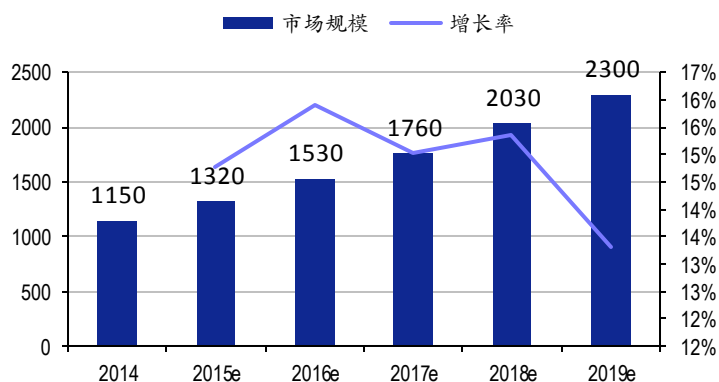
图 25：完美系公司历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

洪恩教育创立于1996年，主营业务为学前教育电子产品研发，主要经营点读笔、纸质有声读物、多媒体光盘、益智玩教具的研发生产和销售，这些电子教育产品现广泛应用于幼儿培训机构以及家庭教育当中。洪恩教育在研发儿童教育电子产品基础上，还致力于打造儿童专业教育机构，包括儿童美语村、儿童美语学校、国际幼儿园、日托中心和机器人学校，这一细分市场也处于蓬勃发展阶段。

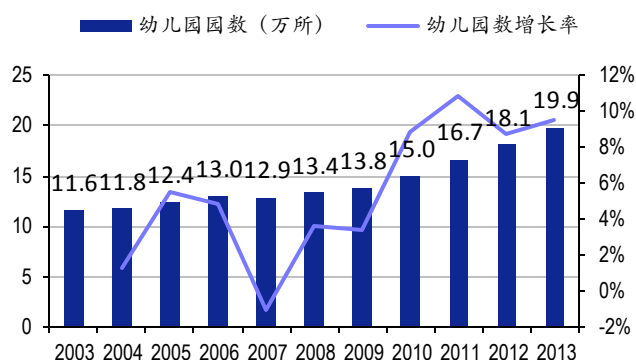
图 26：2014-2019 中国幼儿教育市场规模预测（亿元）



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

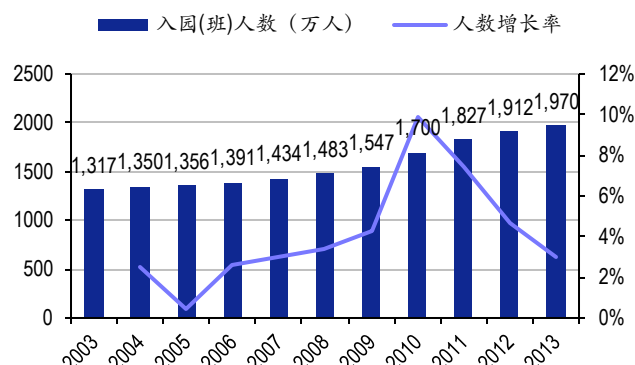
2013年我国幼儿园园数达19.9万所，同比增长3%，入园幼儿数达到1970万人，同比增长9.5%，幼儿进入教育机构参与学前培训规模不断增大，未来幼儿专业化教育前景广阔。

图 27: 全国幼儿园园数统计



资料来源: wind,安信证券研究中心

图 28: 全国幼儿园入园人数统计



资料来源: wind,安信证券研究中心

经过多年的发展,洪恩教育现已成为一家以学前教育软件研发为主业的高新技术企业,致力于服务于中国儿童快乐成长,主要经营点读笔笔、纸质有声读物、多媒体光盘、益智玩具的研发生产和销售。

表 11: 洪恩教育主营业务介绍

公司业务	业务分类	业务简介
教育产品	有声互动整体课程	“有声互动整体课程”是课程主导中心以先进的国内外儿童教育理论为基础,吸纳国家重点课题研究成果,对应幼儿教育五大领域精耕细作,涵盖幼儿英语、早期阅读、数学逻辑、思维训练、探索科学、音乐、美术七大学科的幼儿园特色课程。
	洪恩·学习型玩具区角	学习型玩具区角是“家园社-鸿恩家园同教整体解决方案”三大体系之一,以开放与对话为基本特征,提供具有探究性与引导性的操作材料,为幼儿探索环境、表达自我创造了游戏与学习功能兼备的互动式区角。
	洪恩多媒体交互教学中心	多媒体交互教学中心引入先进的信息技术,通过一流的点读笔、触摸一体机和平板电脑、可反复使用的探索材料等硬件,加上精心设计的软件课程资源,将为幼儿园和培训机构提供先进的信息化教学环境。
	洪恩教育幼教衍生品系列	包括以央视明星 Bolobloo 和他的朋友们为主角的手偶、玩偶、精灵套装;让孩子在动手实践和自主游戏中享受创作乐趣的纸艺和涂鸦工具等 DIY 系列;还有款式时尚、材质环保的书包、亲子拉杆箱、雨伞等系列幼儿用品以及便于幼儿园进行环境创设使用的环境创设大礼包、教学挂袋等。
教育机构	洪恩儿童美语村	致力于用金牌儿童生活美语内容和主题情景体验学习方式覆盖健康、语言、社会、科学、艺术 5 大领域,把儿童学科教育、品格教育以及家庭教育融合在一起,注重养成儿童动手动脑的专注力,培养儿童分析和解决问题的自信力。
	儿童美语学校	是由洪恩教育创建的国际性儿童美语教育品牌,致力于为全球母语为非英语国家的 3~12 岁儿童提供最优质的美语培训课程及教学服务,注重培养儿童各项能力的发展,以实现中国儿童素质的全面提升为使命。
	洪恩国际幼儿园	洪恩国际幼儿园为孩子创造优质的教育环境,尽最大能力地开发每个儿童的潜能,提升中国下一代儿童的国际移动力,服务于中国儿童快乐成长。
	洪恩日托中心	将秉承洪恩教育的理念,用更专业化、国际化的视野全方位打造智商、情商、创造力与社交能力突出的未来儿童,尽最大的能力开发每个儿童的潜能。
	洪恩儿童机器人学校	洪恩儿童机器人课程通过主题情景、任务引入,激发孩子探索欲望和参与活动的动机,以拼插积木、教育机器人套装或零部件为操作材料,以激发孩子探索欲望、培养创造性思维、提升孩子综合素质(能力)为目标的操类科技课程。

资料来源: 公司官网,安信证券研究中心

3.2 完美世界：网游巨轮回归致力打造国际化的互动娱乐优质品牌

3.2.1 国内网游标杆级企业，研发能力首屈一指

完美世界是最早涉足游戏研发的中国网络游戏公司之一，其成名之作《完美世界》采用的 Angelica3D 是历时三年时间自主研发的引擎。完美世界在引擎研发、3D 建模与渲染等核心技术拥有独特优势，使得其游戏研发具有天生的优良基因。

表 12：部分采用自主开发引擎研发的完美世界游戏

自主开发的引擎	应用的游戏
Angelica3D	《完美世界国际版》《诛仙》《武林外传》
Cube 2.5D	《神鬼世界》
EPARCH	《梦幻诛仙》
ARK	《射雕英雄传》

资料来源：公司官网、公开资料收集、安信证券研究中心

2014 年，公司将研发团队分拆、重组，形成相互独立的研发实体。重组之后的研发结构有助于“加快游戏开发进度，确保游戏设计更加灵活，可根据市场趋势做出快速反应”，最终提升游戏开发效率。各工作室都拥有着丰富的研发经验，都出品过热门、红极一时的代表作品。

3.2.2 产品品类多元，制作水准顶尖

完美世界建立起多元化的产品战略，业务覆盖端游、页游、移动游戏、电视游戏以及电竞产业。公司 2004 年成立之初从端游起家，推出《诛仙》、《完美世界》等现象级网游大作；2012 年，公司开始布局网页游；开发了《欧洲崛起》、《Touch》页游版、《冰火破坏神》等热门页游产品；随着智能设备的兴起，2013 年完美世界开始拓展手游业务，5 月发布了其首款移动网络游戏《完美世界楚汉传奇卡牌版》。而在家庭大屏互娱场景兴起之时，完美世界抢先布局电视游戏，2014 年首款电视游戏作品《无冬 OL》Xbox 版成为微软电视游戏设备入华后首发阵容中唯一一款第三方游戏，2015 年，《无冬 OL》Xbox 版面向全世界发布。

目前完美世界正在运营 23 款端游、27 款移动游戏、4 款页游以及 2 款电视游戏。其中下表 16 款游戏为公司目前主要运营的产品，收入合计占 2014 年以及 2015 年 1-9 月总收入的 80% 以上。

表 13：完美世界主要游戏产品

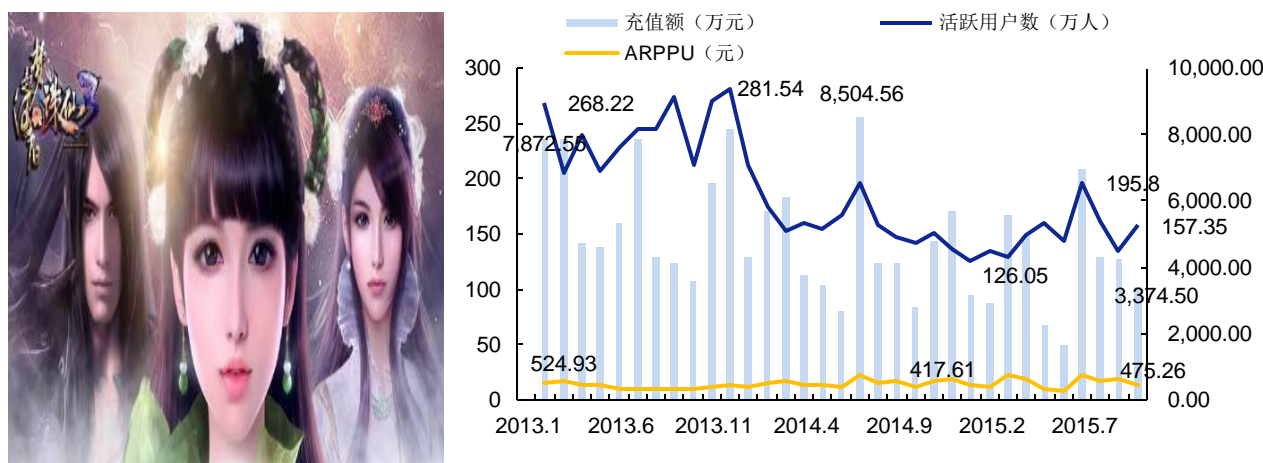
游戏名称	游戏类型	取得方式	盈利模式	运营期间	运营模式	主要合作平台
诛仙	端游	自主研发	FTP	2007 年 5 月至今	自主运营	--
完美世界国际版	端游	自主研发	FTP	2006 年 12 月至今	自主运营	--
DOTA2	端游	代理	FTP	2013 年 12 月至今	独家代理运营	--
笑傲江湖 OL	端游	自主研发	FTP	2013 年 6 月至今	自主运营	--
神魔大陆	端游	自主研发	FTP	2010 年 10 月至今	自主运营	--
武林外传	端游	自主研发	FTP	2006 年 9 月至今	自主运营	--
Touch	页游	自主研发	FTP	2013 年 3 月至今	自营及联运	4399、YY game、360 游戏中心、爱奇艺游戏中心
圣斗士星矢 Online	端游	自主研发	FTP	2013 年 4 月至今	自主运营	--
神鬼传奇	端游	自主研发	FTP	2009 年 4 月至今	自主运营	--
神雕侠侣	端游	自主研发	FTP	2012 年 9 月至今	自主运营	--
神雕侠侣	手游	自主研发	FTP	2013 年 8 月至今	联运	苹果 APP STORE、小米互娱、爱奇艺游戏中心、iTools
神魔大陆	手游	自主研发	FTP	2014 年 6 月至今	联运	苹果 APP STORE、360 游戏中心、当乐、PP 助手、小米互娱、91 平台

魔力宝贝	手游	自主研发	FTP	2014年7月至今	联运	苹果 APP STORE、360 游戏中心、UC 九游、iTools、百度系列平台、同步推、小米互娱、快用、PP 助手
Star Trek Online (星际迷航OL)	端游	自主研发	FTP	2010年2月至今	自主运营	--
无冬 online	端游	自主研发	FTP	2013年4月至今	自主运营	--
无冬 OL Xbox 版	电视游戏	自主研发	FTP	2015年3月至今	联合运营	Xbox Game Store

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

完美世界多年来在保持高产出的同时也保持高质量。端游产品《诛仙》曾获得包括 2010-2012 年金翎奖“玩家最喜爱的网络游戏”、2010-2011 年游戏风云榜“十大最受欢迎网络游戏”等多项大奖,《完美世界国际版》曾获 2011 年 17173 风云榜“中国年度最受欢迎网络游戏”等,产品获得殊荣的同时也凭借精良制作保持着较长的生命周期,《诛仙》和《完美世界国际版》两款游戏运营已超过 8 年,2015 年前三季度仍分别为公司带来超过 3 亿元收入。

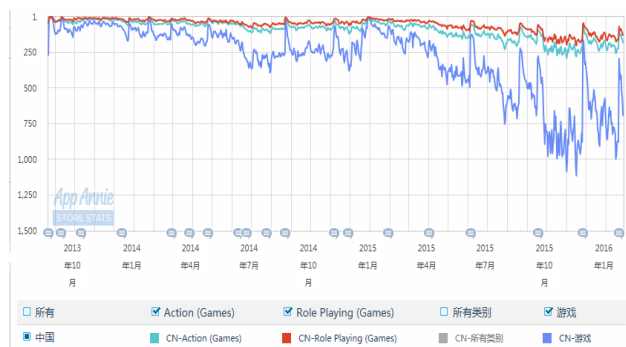
图 29:《诛仙》2013 年-2015 年 9 月运营情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

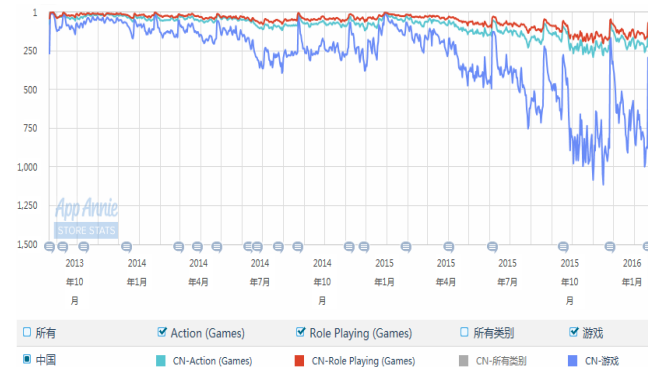
手游方面，公司的《神雕侠侣》、《神魔大陆》、《魔力宝贝》和《圣斗士星矢》4 款明星游戏先后在 IOS 平台上荣登游戏类产品榜首，其中《神雕侠侣》、《魔力宝贝》均在 2014 年实现了季度过亿的充值收入。

图 30:《魔力宝贝》IOS 下载排名



资料来源：App Annie,安信证券研究中心

图 31:《神雕侠侣》IOS 下载排名



资料来源：App Annie,安信证券研究中心

电视游戏《无冬 OL》则成为了电视游戏道具收费模式的开拓者，Xbox 版上线至今，欧美地区的累计充值已经超过 3,000 万美元。

除游戏产品运营外，完美世界 2013 年起还积极开拓**电竞市场**，利用代理的热门游戏《DOTA2》举办了一系列电竞赛事，包括 2014 年 DOTA2 次级职业联赛、2015 年 DOTA2 亚洲邀请赛、2015 年 TI5 中国区预选赛、2015 年联想杯 DOTA2 完美世界高校联赛、2015 年 DOTA2 辉夜杯赛等电子竞技比赛等。

作为游戏行业的先行者，完美世界已经开始研发“可穿戴”、“体感”等类型的游戏，未来有望在 AR/VR 游戏领域继续开拓疆土。

3.2.3 扬帆出海，连续 7 年中国网游海外出口市场收入第一

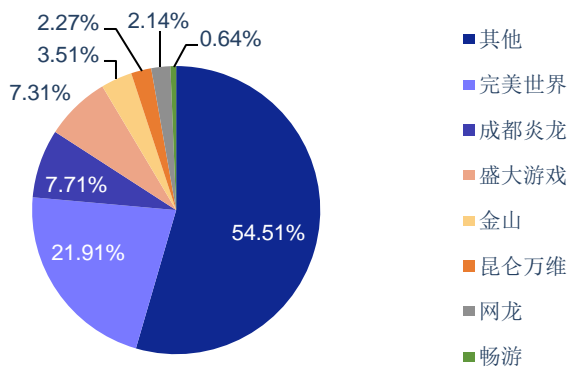
完美世界定位于全球化企业，从 2006 年开始，完美世界就不断将其旗下优秀的网络游戏推介到海外，游戏产品出口至欧美、日本、韩国、东南亚等 100 多个国家和地区，根据《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》数据，完美世界 2007 年起连续 7 年在中国网游海外出口市场收入中排名第一，同时公司披露的收购草案显示，完美世界境外收入基本维持在 20% 以上。

表 14：完美世界出口游戏列表

游戏	平台	类型	部分出口地区或者运营方式	商业化时间
完美世界国际版	端游	3D MMORPG	在马来西亚、新加坡、北美、日本、欧洲通过子公司自主运营，其他地区为授权代理	2006 年 11 月
武林外传	端游	3D MMORPG	北美、日本通过子公司自主运营，其他地区为授权代理	2006 年 9 月
诛仙	端游	3D MMORPG	马来西亚、新加坡、北美、日本通过子公司自主运营，其他地区为授权代理	2007 年 5 月
赤壁	端游	3D MMORPG	马来西亚、新加坡、北美、日本通过子公司自主运营，其他地区为授权代理	2008 年 1 月
热舞派对	端游	3D 休闲类	马来西亚、新加坡等地	2009 年 4 月
神鬼传奇	端游	2.5D MMORPG	北美、韩国通过子公司自主运营，其他地区为授权代理	2009 年 9 月
神魔大陆	端游	3D MMORPG	北美、欧洲、日本、韩国通过子公司自主运营，其他地区为授权代理	2010 年 10 月
神鬼世界	端游	3D MMORPG	日本、北美、欧洲、东南亚通过子公司自主运营，其他地区为授权代理	2011 年 3 月
圣斗士星矢 OL	端游	3D 动漫 MMORPG	授权代理	2013 年 10 月
笑傲江湖 OL	端游	3D 武侠 MMORPG	日本、马来西亚、新加坡、泰国、北美、欧洲、韩国通过子公司自主运营，其他地区为授权代理	2013 年 12 月
神雕侠侣	手游	2D 回合制 MMORPG	授权代理	2014 年
梦幻诛仙	端游	2D 回合制 MMORPG	授权代理	2010 年 7 月
降龙之剑	端游	2D 及时制 MMORPG	授权代理	2011 年 11 月
口袋西游	端游	3D MMORPG	授权代理	2009 年 9 月
战·三国	页游	2D 回合制	东南亚地区	2013 年 1 月
完美世界楚汉传奇	页游	3D 战略	东南亚地区	2013 年 4 月

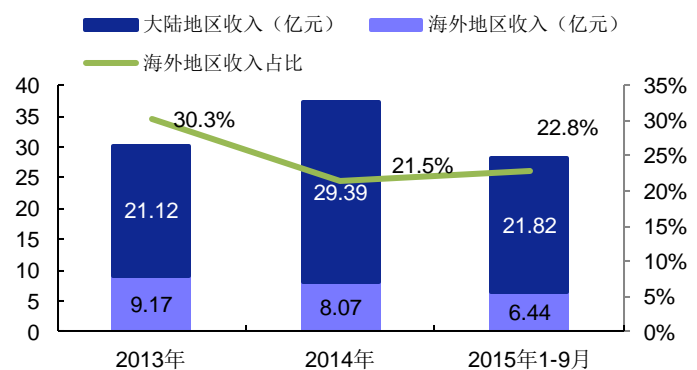
资料来源：《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》、安信证券研究中心

图 32：2014 年中国客户端网络游戏海外市场收入占比



资料来源：GPC,CNG,安信证券研究中心

图 33：完美世界海外地区游戏收入情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

完美世界不断整合全球优质资源。由于完美世界拥有较强纵深的游戏矩阵，在向海外拓展的过程中，具备了硬实力。加之推广手段丰富，使得海外拓展之路十分顺畅。其中之一就是完美世界采用了三种不同的方式实现海外拓展，包括了自建子公司、收购海外公司，以及收购游戏开发商或者研发团队。

表 15：完美世界海外拓展方式

拓展方式	目的	动作
自建子公司	用于运营	2008 年 4 月成立美国全资子公司 Perfect World Entertainment Inc
		2010 年初建立欧洲全资子公司
		2011 年建立韩国子公司
		2012 年建立马来西亚子公司
收购公司	用于运营	2010 年 4 月收购日本 C&C Media Co. Ltd. 为全资子公司
收购该游戏开发商或研发团队	增强研发实力	2008 年全资收购台湾游戏开发商昱泉开曼
		2010 年 5 月获得美国游戏工作室 Runic Games, Inc. 的多数股权；
		2011 年 8 月收购了美国著名网络游戏公司 Cryptic Studios 100% 股权
		2011 年 8 月、2013 年 2 月分别收购美国游戏工作室 UnknownWorld Entertainment 共计 60% 股权

资料来源：《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》、安信证券研究中心

3.3 完美环球：热播剧制作领军企业，优质创作资源支撑持续发展

3.3.1 管理模式：围绕人才展开业务，多种形式绑定优质资源

完美环球业务以人才为核心展开，通过股权合作、利润提成等与导演制片人密切合作，实现影视剧创意内容来源和制作发行保障，通过旗下艺人经纪公司签约演员，为影视剧拍摄及综艺节目提供演艺人员，同时电视剧、电影产品内容互通，创造良好的协同效应。

图 34：完美环球业务模式



资料来源：安信证券研究中心根据公开资料整理绘制

完美环球旗下多个公司均为知名导演或编剧创建，其中导演赵宝刚及其配偶丁芯共持有鑫宝源 45% 股权，鑫宝源发行的电视剧有《我的青春谁做主》、《新恋爱时代》、《老米家的婚事》、《北京青年》、《婚姻保卫战》等，旗下签约演员有孙红雷、任重等；完美建信由郭靖宇导演创办，作品有《大秧歌》《勇敢的心》、《红娘子》、《铁梨花》、《打狗棍》、等；完美蓬瑞由刘江导演创办，以总经理（导演）刘江、副总（制片）王彤、王维明、杨戈为核心团队。公司作品有《媳妇的美好时代》、《黎明之前》、《誓言今生》、《乱世三义》、《咱们结婚吧》等。

表 16：完美环球下属子公司

企业名称	法定代表人	成立年份	公司持股比例	最终股权转让年份
北京鑫宝源影视投资有限公司	丁芯	1998	完美时空持股 55%	2010
上海宝宏影视文化传媒有限公司	丁芯	2009	完美时空持股 55%	2010
北京完美建信影视文化有限公司	郭靖宇	2011	完美有限持股 100%	2013
承德完美建信影视文化有限公司	郭靖宇	2014	完美建信持股 100%	
北京完美蓬瑞影视文化有限公司	刘江	2010	完美有限持股 100%	2013
北京华美时空文化传播有限公司	滕华骅	2010	完美有限持股 100%	2013
天津霆羽堂文化传播有限公司	滕华骅	2014	华美时空持股 100%	
天津完美世界影视文化有限公司	黄永红	2012	完美有限持股 100%	
香港完美世界影视文化有限公司	黄永红	2012	天津完美出资 100% 设立	
天津超导影视文化有限公司	包世宏	2012	完美有限出资 100% 设立	
天津完美文化传播有限公司	黄永红	2014	完美环球出资 100% 设立	

注：丁芯为赵宝刚配偶，赵宝刚、丁芯共持有鑫宝源 45% 股权，赵宝刚工作室、丁芯共持有上海宝宏 45% 股权

资料来源：公司公告。安信证券研究中心；

目前公司与著名导演制片人赵宝刚/丁芯、滕华骅、郭靖宇、刘江、何静/吴玉江、钱雁秋等均建立了密切的合作关系，成为公司影视剧业务发展的重要支柱。

表 17: 与完美环球建立合作的知名导演、制片人

姓名	职务	创作身份	代表作品	获奖情况
赵宝刚	鑫宝源艺术总监	导演	《奋斗》、《夜幕下的哈尔滨》、 《我的青春谁做主》、《婚姻保卫战》、 《男人帮》、《北京青年》、《老有所依》、 《青年医生》	2012 年亚洲偶像盛典-亚洲偶像金牌伯乐荣誉获得者 2013 年第八届全国德艺双馨电视艺术工作者 2013 年第 29 届飞天奖-优秀导演奖 2012 首届中国电视剧导演工作委员会表彰-2012 年度优秀导演 2012 年华鼎奖最受欢迎导演 2011 年中国广播电视协会导演协会“中国电视剧辉煌 30 年最具影响力导演” 2010 年首届大学生电视节最佳电视剧导演 2009 年中共北京市委宣传部和北京市广播电影电视局十佳优秀电视工作者称号 2004 年获第十四届北京电视春燕奖电视剧优秀导演奖 2003 年中国电视艺术家协会评为中国电视金鹰突出成就奖 2003 年获第三届中国电视艺术“双十佳”十佳导演奖
滕华骅	华美时空总经理	导演	《王贵与安娜》、《蜗居》、《裸婚时代》、 《浮沉》、《双面胶》、《时尚女编辑》、 电影《失恋 33 天》、《等风来》	2010-12 年度北京市广播影视奖-创优先进个人 2012 年首届中国电视剧导演工作委员会表彰奖-2009 年度优秀导演 2012 首届中国电视剧导演工作委员会表彰奖-2011 年度优秀导演 第十五届上海国际电视节白玉兰奖最佳导演奖
刘江	完美蓬瑞总经理	导演	电影《即日起程》、《黎明之前》、 《媳妇的美好时代》、《誓言今生》、 《乱世三义》《咱们结婚吧》	2010-12 年度北京市广播影视奖-创优先进个人 2012 年首届中国电视剧导演工作委员会表彰奖-2009 年度优秀导演 2012 首届中国电视剧导演工作委员会表彰奖-2011 年度优秀导演 第十五届上海国际电视节白玉兰奖最佳导演奖
钱雁秋	完美环球钱雁秋工作室负责人	导演、编剧、演员	《神探狄仁杰 1、2、3》、《苏东坡断案》、 《神探包青天》、《大漠枪神》、《平原烽火》、 《大宋奇案狸猫换太子》	
丁芯	鑫宝源总经理	出品人、制片人、发行人	《建国大业》、《建党伟业》、《夜幕下的哈尔滨》、 《我的青春谁做主》、《家，N 次方》、 《婚姻保卫战》、《男人帮》、《北京青年》、 《老有所依》	在纪念中国电视艺术五十周年华诞庆典活动中，被推选为全国优秀电视剧出品人在第七届中国电视制作业优秀出品人评选活动中荣获优秀出品人称号 2008 年度获得北京市广播影视奖“节目创优先进个人” 2009 年度获得北京市广播影视奖“节目创优先进个人” 2010 年获得澳门国际电视节“优秀电视制片人” 2010 年获得中国广播电视协会“全国十佳电视出品人” 2011 乐视影视盛典-年度电视剧金牌制作人
何静	江河工作室总监	制片人	《我是特种兵》、《绿茵小子》、《军中红舞鞋》、 《麻辣女兵》、《神犬奇兵》、《神犬小七》	
吴玉江	江河工作室总监	制片人、剧本监制	电影《非常完美》、《麻辣女兵》、《神犬奇兵》和 《女王驾到之麻辣女王》等	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3.2 电视剧&网剧业务：精品热播剧制作领军

电视剧业务是完美环球目前最核心的业务单元。公司目前电视剧生产已经形成了年产超过 500 集的生产规模，其中绝大部分为制作精良的精品热播剧。《神犬小七》、《大秧歌》、《老有所依》、《家，N 次方》、《北京青年》、《陆贞传奇》、《打狗棍》等多部电视剧进入中央电视台、湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视、北京卫视及上海东方卫视等各大平台后，年度收视屡居前三名，其中《神犬小七》、《勇敢的心》、《咱们结婚吧》、《陆贞传奇》、《北京青年》等电视剧在省级卫视收视率排名同时段第一名，网络上点击率也名列前茅。

2014年，公司出品的三部展现中国时代特征、社会风貌和中国人情感世界的作品《老有所依》、《北京青年》、《失恋三十天》作为国礼，在国家主席出访拉美期间，赠与巴西、阿根廷两国的元首政要。

表 18：完美环球近年重要影视剧作品收视情况

首播年份	剧目	导演	播出频道	版权情况	CSM35/50 中心城市组平均收视率	省级卫视同时段收视率排名	收视情况
2015 年	《神犬小七》	潘镜丞	湖南卫视	——	1.765	1	2015 年暑期档电视剧收视排名第一
	《冰与火的青春》	王小列	湖南卫视	——	1.414	-	2015 年暑期档电视剧收视排名第二
2014 年	《勇敢的心》	刘礴、郭靖宇、柏杉	山东卫视	——	1.394	1	
			江苏卫视		1.344	2	
			北京卫视		1.114	4	
			天津卫视		1.251	3	
2013 年	《老有所依》	赵宝刚	天津卫视	独家享有完整版权	0.9623	5	
			上海东方卫视		0.6842	7	
			北京卫视		1.1144	2	
			浙江卫视		0.9912	4	
			安徽卫视（非黄金档）		0.5247	3	
《咱们结婚吧》	刘江	湖南卫视	按约定比例享有 50% 版权	2.0621	1	湖南卫视年度收视排名第 2 位；优酷、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视、土豆七家播出该剧的视频网站发布的总点击量累计超过 49 亿	
		中央电视台综合频道		3.077	-		
2012 年	《北京青年》	赵宝刚，王迎	北京电视台	独家享有完整版权	0.967	5	
			上海东方卫视		0.9301	6	
			天津卫视		1.2075	1	天津卫视年度收视第 1 名；央视索福瑞开播 18 天内同时段共 11 天收视冠军，四家卫视曾一度 3 天连续霸占收视榜前四，5 天收视率集体破 1
			浙江卫视		1.1471	2	
			安徽卫视（非黄金档）		0.2137	4	
2011 年	《男人帮》	赵宝刚，王雷	北京卫视	按约定比例享有 100% 版权	0.5199	7	
			上海东方卫视		0.5469	7	
			天津卫视		0.6651	5	
			浙江卫视		0.9529	2	
			安徽卫视（非黄金档）		0.2165	5	
《倾世皇妃》	梁辛全、林峰	湖南卫视	按约定比例享有 30% 版权	1.7526	1	优酷 8 天点击量过亿，17 天超过 3 亿，破优酷当时最快破亿、破 3 亿记录	

资料来源：公司公告，微博 ID “我为电视星狂”，tvtv.hk，安信证券研究中心

注：2014 及 2015 年播出剧目采用 csm50 城卫视收视率，2011-2013 年播出剧目采用 csm35 城卫视收视率

公司电视剧单集销售价格也大多高于同期同类型电视剧市场平均水平，**60%以上电视剧单集销售价格超过 200 万元/集，《楚汉传奇》等 40%剧目超过 300 万元/集，《小爸爸》等 4 部作品则突破 400 万元/集。**随着“一剧四星”时代的结束，公司一贯坚持的精品剧战略在“一剧两星”的政策下将有利于公司抢占更多的市场份额。

2014 年起，公司试水网络剧市场，网剧作品《灵魂摆渡》上线后大获成功，以 12 亿网络播

放量居于 2014 年网剧播放量排行榜第六名，**2015 年《灵魂摆渡 2》上线后播放量再度突破 10 亿并进入年度 TOP10。**

3.3.3 电影业务：“自有+引进”开拓国内市场，携手环球影业直通好莱坞

完美环球电影业务处于稳步发展阶段，每年投拍或引进发行 1-2 部电影作品。公司制发的电影作品数量虽少，却不乏票房与口碑兼备之作。2011 年公司制作的《失恋 33 天》堪称国产小成本电影的里程碑之作，以不足千万的投资收获 3.5 亿元票房，成为 2011 年度电影市场上最大的票房黑马，在第 15 届华表奖斩获“优秀故事片奖”、在第 31 届百花奖获得“优秀故事片”奖。

表 19：完美环球电影作品

公映年份	电影名称	类型	导演	主演	版权情况	累计票房 (亿元)
2015	《咱们结婚吧》	爱情/喜剧	刘江	高圆圆, 姜武, 陈意涵, 郑恺	--	2.84
2015	《刺者为王》	爱情/喜剧/都市	落落	舒淇、彭于晏、潘虹、郝蕾	--	0.61
2014	《触不可及》	爱情	赵宝刚	桂纶镁, 孙红雷, 方中信, 徐静蕾	--	0.77
2013	《等风来》	励志	张猛	倪妮, 井柏然	按投资比例享有 55% 版权	0.80
2011	《失恋 33 天》	爱情/喜剧/文艺	滕华弢	白百合, 文章	按投资比例享有 50% 版权	3.50
2011	《钢的琴》	喜剧/剧情	滕华弢	王千源, 秦海璐	按投资比例享有 63.64% 版权	0.07
2011	《建党伟业》	历史	韩三平、黄建新	刘烨, 冯远征, 张嘉译	按约定比例享有 2% 收益	4.12
2009	《非常完美》	爱情/喜剧	章子怡	章子怡, 范冰冰, 何润东	按约定比例享有 75% 收益	1.00
2009	《建国大业》	历史	韩三平、黄建新	唐国强, 张国立, 许晴, 刘劲	按约定比例享有 5% 收益	4.30

资料来源：公司公告、艺恩咨询、安信证券研究中心

近年来，完美环球一直重视拓展海外市场。**2012 年以来，完美环球共引进 5 部海外影片，国内累计票房超过 4 亿元。**过去的海外项目为公司提供了一定的海外运作经验，与一部分全球知名影视公司建立了良好稳定的合作关系。

表 20：完美环球海外影视项目情况

时间	相关影视剧作品	项目形式	影片发行方	项目实施情况
2012 年	灵魂战车 2	引进 (批片)	哥伦比亚电影公司	国内票房 5,827 万元
2013 年	背水一战	引进 (普通分账片)	狮门影业	国内票房 4,892 万元
2014 年	安德的游戏	引进 (普通分账片)	狮门影业	国内票房 13,791 万元
2014 年	分歧者：异类觉醒	引进 (批片)	狮门影业	国内票房 7,642 万元
2015 年	分歧者 2：绝地反击	引进 (批片)	狮门影业	国内票房 1.08 亿元

资料来源：公司公告、互联网公开资料、安信证券研究中心

2016 年 2 月，公司参与出资设立的重庆盛影一号的子基金 100% 控股的海外下属公司完美环球投资与美国环球影业签订了附生效条件的片单投资及战略合作协议，**完美环球投资将出资 2.5 亿美金，并配套银行循环贷款，参与环球影业未来 5 年电影项目投资份额的 25% 左右，数量不少于 50 部。**与大部分单片合作不同，完美环球投资将按投资比例获得每部影片的全球权益，包括票房分账，音像收入，电视、多媒体渠道发行收入，衍生品授权收入等。

环球影业成立已逾百年，是好莱坞历史最悠久的电影公司之一，制作并发行了大量脍炙人口的电影如《侏罗纪公园》系列、《速度与激情》系列、《回到未来》系列、《大白鲨》、《阿波罗 13 号》、《美丽心灵》等。与环球影业的牵手，标志着完美将成为国内首家与好莱坞六大制片公司签订长期合作协议的公司，体现出完美环球的大战略格局和执行力，同时全权益和系统性的合作也为公司提供了更广阔的发行变现空间和减低单片波动风险。

表 21: 2015 年环球影业在中国市场的表现

排名	片名	内地票房 (元)	内地上映时间	全球票房 (美元)	内地票房占比
1	《速度与激情 7》	24.27 亿	4 月 12 日	15.15 亿	24.96%
2	《侏罗纪世界》	14.2 亿	6 月 10 日	16.69 亿	13.26%
3	《小黄人大眼萌》	4.36 亿	9 月 13 日	11.57 亿	5.87%
4	《第七子: 降魔之战》	1.73 亿	1 月 16 日	1.14 亿	23.64%
5	《绝命海拔》	1.02 亿	11 月 3 日	2.02 亿	7.87%
6	《坚不可摧》	0.37 亿	1 月 30 日	1.63 亿	3.54%

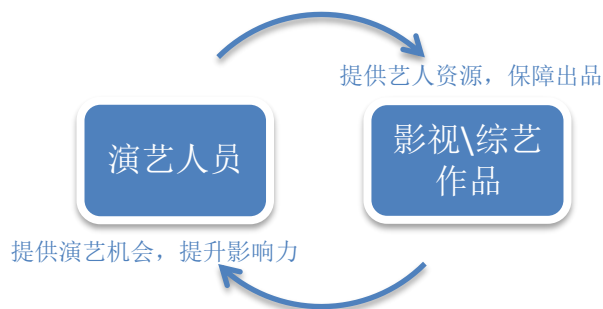
资料来源: 微信公众号“银幕穿越者”, 安信证券研究中心

3.3.4 艺人经纪业务: 与影视剧业务协同发展, 建立良性循环

公司于 2010 年收购鑫宝源后开始开展艺人经纪业务, 因其在影视剧领域强大的影响力和家喻户晓的作品, 已培养并拥有了多名优秀艺人, 并在不断提高艺人的品牌价值。公司与艺人签订了排他性的艺人经纪合同, 在艺人薪酬上涨的情况下有助于控制影视剧制作成本, 保持高毛利率。目前公司旗下签约艺人有以**孙红雷**、**陈小艺**为代表的著名演员, 也包括**任重**、**张铎**等一批优秀青年演员。

公司不断完善艺人培养机制, 强化业务优势。积极开拓人才的挖掘、培养、包装及商业开发机制, 增加人才储备, 并在内部各子公司、工作室的业务间进行协同合作, 强化公司在该领域的人才优势。公司将电影、电视剧和艺人经纪三大业务板块在公司统一的平台下高效整合, 充分发挥其协同效应。公司每年投资拍摄丰富的优质影视剧作品, 为公司代理的演艺人员提供宝贵的演艺机会, 能助其迅速提升知名度和演艺实力; 同时稀缺的优质艺人也为公司精品剧的出品提供了保证。

图 35: 公司电影、电视剧和艺人经纪三大业务板块协同效应明显



资料来源: 安信证券研究中心

表 22: 完美环球签约艺人情况

子公司	签约艺人	代表作品	主要成就
鑫宝源	任重	《婚姻保卫战》、《家的 N 次方》、《AA 制生活》、《北京青年》	2013 年“北京电视剧之夜”“观众喜爱的最具潜质男演员”、2012 年视网《第三届乐视影视盛典》年度电视剧最受欢迎内地男演员
	王子文	《家, N 次方》、《男人帮》、《一九四二》、《唐山大地震》、	2010BQ 红人榜年度风尚新人、2011MSN 时尚夜风尚潜力明星大奖
	张铎	《青年医生》、《我的青春谁做主》、《老有所依》	2013 第 4 届乐视盛典年度电视剧卓越男演员
江河工作室	刘倩文	《麻辣女兵》、《神犬奇兵》	/
	王洋	《麻辣女兵》、《神犬奇兵》、《相约银川·梦开始的地方》	/
	王煜	《麻辣女兵》、《神犬奇兵》	/

完美建信	杨紫	《大秧歌》、《如次出山》、《家有儿女》、《孝庄秘史》、《大宅门》、《女生日记》、《家有儿女》	2013年《守株人》获得金凤凰电影奖最佳新人奖
	杨志刚	《大秧歌》、《铁梨花》、《将·军》、《红娘子》、《火蓝刀锋》、《打狗棍》、《勇敢的心》	奇艺 2011 年度最具潜力演员
	于毅	《男才女貌》、《唐琅探案》、《开天辟地》、《笑红颜》、《心术》、《打狗棍》、《勇敢的心》 网络剧《灵魂摆渡》	“第十一届佐临奖最佳男演员”
	吴连生	《林海雪原》、《乔家大院》、《有泪尽情流》、《一针见血》、《末路天堂》、《我的团长我的团》、《铁梨花》、《大秦帝国》、《打狗棍》	“第五届中国话剧金狮奖个人表演奖”，“上海白玉兰奖个人表演奖”

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.3.5 综艺业务：加盟《极限挑战》，综艺首秀反响不俗

2015 年完美环球进行了综艺节目的首次尝试，旗下鑫宝源参与投资的户外真人秀节目《极限挑战》于 2015 年 6 月每周日晚登陆上海东方卫视，节目播出后以饱满、烧脑的游戏任务、富有张力的嘉宾阵容广受好评，获得了超过 2% 的收视率，成为年度综艺黑马。

借势综艺热度，鑫宝源又参与联合出品《极限挑战》大电影，并于 2016 年 1 月 15 日上映，在综艺电影和综艺真人秀上多点开花。在积累了综艺制作经验后，完美环球未来有望利用旗下演艺资源和精品制作能力在综艺领域进行更多尝试。

图 36：户外真人秀《极限挑战》



资料来源：互联网公开资料，安信证券研究中心

图 37：2015 年卫视首次出现的综艺节目收视排行

排名	节目	播出平台	类型	平均收视
1	《极限挑战》	东方卫视	户外	2.15%
2	《挑战者联盟》	浙江卫视	户外	2.12%
3	《偶像来了》	湖南卫视	户外	2.02%
4	《奇妙的朋友》	湖南卫视	户外	1.72%
5	《我看你有戏》	浙江卫视	语言	1.45%
6	《传承者》	北京卫视	其他	1.38%
7	《为她而战》	江苏卫视	其他	1.35%
8	《欢乐喜剧人》	东方卫视	语言	1.28%
9	《一路上有你》	浙江卫视	户外	1.24%
10	《燃烧吧少年》	浙江卫视	音乐	1.21%

资料来源：腾讯，安信证券研究中心

3.3.6 资本运作：子公司天津完美传播与盛景嘉成共同出资设立影视投资基金

2015 年 6 月 30 日，公司公告子公司天津完美传播与北京盛景嘉成投资管理有限公司共同设立影视投资基金，第一期基金总规模拟 15 亿元，并可根据需要增加。其中，由盛景嘉成所管理母基金、天津完美传播分别出资 3.75 亿元，其余资金由双方合作募集。

完美环球将充分利用专业基金模式广泛连接的独特优势，紧紧围绕影视文化传媒行业进行影视制作投资及纵向产业链投资。

表 23：影视投资基金具体内容

协议条款	具体内容
投资范围	主要围绕影视制作及影视行业产业链进行包括直接股权(含债转股)、项目投资等方式进行投资与收购。
基金规模	每年募集一支基金，滚动迭代发展。其中，第一期基金总规模拟 15 亿元，并可根据需要增加。其中，由盛景嘉成所管理母基金、天津完美传播分别出资 3.75 亿元，其余资金由双方合作募集。 首期到位资金为承诺出资的 30%，首期资金到位后即可开始投资。在首期出资后半年内分两期将其余认缴资金分两期出资到位。

基金存续期	基金合伙企业存续期原则上为 5+2 年,即可在第 5 年末基金清盘;如果有项目仍未退出,可延长 2 年。 影视类项目的本金及收益可以循环投资一次,其余股权投资类项目的本金及收益原则上不进行循环投资。
基金结构	天津完美传播和盛景嘉成所出资和募集资金分列为两家有限合伙基金投资两个方向,同时设立两家平行管理公司分别负责两家基金资产的管理运作,即重庆完美盛景影视投资管理公司与重庆完美盛景股权投资管理公司。

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

为高效运作,投资基金将分设两家有限合伙基金。

表 24: 投资基金设立方案

基金	影视投资基金	股权投资基金
基金规模	不高于总基金募集资金的五分之四,不低于总基金募集资金的三分之二	不高于总基金募集资金的三分之一,不低于总基金募集资金的五分之一
投资范围	影视制作领域的境内外投资,包括但不限于影片制作、发行等一系列活动及境外影视制作类公司的股权收购	主要负责影视上下游产业链相关公司的 VC、PE 类股权投资、并购
基金管理人	天津完美传播和盛景嘉成将出资 1000 万元设立重庆完美盛景影视管理公司担任基金管理人	天津完美传播和盛景嘉成将出资 500 万元设立重庆完美盛景股权投资管理公司担任基金管理人

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

2016 年 2 月,公司公告已设立重庆盛影一号,总规模为 4.52 亿元,同时发起规模不低于 15 亿元的子基金。子基金 100%控股的海外下属公司完美环球投资与美国环球影业签订了附生效条件的片单投资及战略合作协议。

4.娱乐大生态蓝图初成，动力充足待逐浪争雄

4.1 IP 开发、孵化、运营能力突出，多产业协同塑造泛娱乐生态

完美环球完成影视、游戏整合后，将具备 IP 开发、孵化、运营的全产业链运作能力，通过业态协同合作打造泛娱乐大生态。

首先，完美环球 IP 储备有保障。不同于单纯依靠对外购买 IP 版权的商业模式，完美环球及完美世界在精选优质 IP 进行储备的同时，其自身影视、游戏作品均有望通过后续培育成长为优质 IP 源头。比如完美世界自主开发的优质端游产品拥有完整的世界观、精美的人物设计和紧凑的剧情，加以端游生命周期较长，游戏玩家对于产品更容易产生情感联系，能够形成坚实的粉丝基础。完美世界根据端游《神魔大陆》改编的同名手游作品已获成功，后续公司顶级作品“完美世界”“诛仙”“神魔大陆”“无冬”等均具备潜力成为 IP 源头，进行电影、电视剧、手游、衍生品的全面开发。

图 38：完美环球 IP 储备情况

影视剧IP储备	
电视剧	神犬系列（自有IP）、天子门户、绝代双骄、陆小凤、趁我们还年轻、山月不知心底事、麻辣变形计、猎头局中局、天舞纪
电影	活着再见、我的朋友陈白露小姐、天舞纪、西夏死书、次元高校 海外IP：分歧者4
网剧	灵魂摆渡系列（自有IP）、陆小凤、西夏死书、次元高校、墨者天机
游戏IP储备	
游戏	完美世界（自有IP）、神魔大陆（自有IP）、诛仙、神雕侠侣、笑傲江湖、射雕英雄传、大主宰、倚天屠龙记、遮天 海外IP：圣斗士星矢、魔力宝贝、无冬之夜、神鬼传奇、最终幻想

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

此外，完美环球和完美世界不仅在影视、游戏方面具有出众的制作能力，而且对 IP 运营具备经验，已有众多成功先例。完美环球在投资制作的电影《失恋 33 天》成功卖座后推出同名电视剧；公司根据年度热剧《咱们结婚吧》改编的电影于 2015 年 4 月 2 日上映，票房累计达 2.84 亿元。

图 39：完美环球 IP 运营案例



资料来源：互联网公开资料，安信证券研究中心

完美世界众多改编自经典 IP 均获得成功，端游 IP 改编作品《诛仙》《笑傲江湖 OL》《神雕侠侣》《武林外传》《圣斗士星矢 online》运营均超过 3 年，依然为公司带来可观收入，手游 IP 改编作品《神雕侠侣》《魔力宝贝》也都实现季度充值过亿。

2016 年完美环球围绕 IP 的多业务协同生态有望获得更有力的展现，其中完美环球将联手华策影视出品的超级 IP 剧《射雕英雄传》将是公司影游融合模式下的重要项目，《射雕英雄传》影视、游戏同期启动，打造影游互动新典范，主要演员或将成为同名游戏代言人，影视剧、游戏、服饰、剧情的植入等环节都将协同展开。

4.2 影游项目储备丰沛，配套融资支持发展

完美环球及完美世界后续均具有丰富的储备项目，能够充分保障后续发展。

在影视剧领域，完美环球将进一步优化作品结构，将在每年约 500 集的产量基础上，继续贯彻公司一直以来的“精品剧”路线，通过加大投资比例，从而达到投资收益的提升。在电影投资方面，**公司将继续保持精品投资，扩建营销发行团队。**

表 25：完美环球 2015 年电视剧投资计划

序号	电视剧名称（暂定名）	预计集数
1	婚迷	40
2	我们可以相爱吗	40
3	美国历险记	50
4	黑金行动	40
5	麻辣变形记之女保镖	28
6	神探宋慈	40
7	小后妈	36
8	女王乔安	36
9	心如海	50
10	天子门户	60
11	神犬小七(二)	40
12	极品一家人	40
13	完美太太计划	40
14	苏东坡断案传奇	50
15	勇敢的心 2	70
16	靓妈逆袭成功记	45
17	霍元甲	50
18	抗联传奇	40
19	办公室的故事	40

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 26：完美环球 2015 年电影投资计划

序号	电影名称（暂定名）	类型	导演	编剧	演员	备注
1	剩者为王	剧情/爱情	落落	落落	彭于晏、舒淇	2015 年已上映
2	神犬小七	都市/情感/时尚	罗永康	/	/	2015 年上半年开拍
3	埃及密码	/	/	/	/	2015 年上半年开拍
4	上海堡垒	/	/	/	/	2015 年下半年开拍
5	未来我是你的老婆	/	/	/	/	2015 年下半年开拍

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在游戏领域，完美世界已拥有在研项目 25 款，包括 15 款手游、5 款端游、4 款电视游戏及 1 款页游。

表 27：完美世界在研游戏

序号	游戏名称	游戏类型	状态	预计上线时间
1	射雕英雄传	手游	研发中	2016 年第 1 季度
2	大主宰	手游	研发中	2016 年第 2 季度
3	火炬之光	手游	研发中	2016 年第 2 季度
4	倚天屠龙记	手游	研发中	2016 年第 2 季度
5	HEX	端游	研发中	2016 年第 2 季度
6	世界大战	手游	研发中	2016 年第 2 季度
7	最终兵器	端游	研发中	2016 年第 2 季度
8	遮天	手游	研发中	2016 年第 3 季度
9	最终幻想	手游	研发中	2016 年第 3 季度
10	神鬼传奇 3D	手游	研发中	2016 年第 3 季度
11	无冬 Xbox	电视游戏	研发中	2016 年第 3 季度
12	梦幻诛仙卡牌	手游	研发中	2016 年第 3 季度
13	封神	手游	研发中	2016 年第 3 季度
14	Airmech	端游	研发中	2016 年第 3 季度
15	星际战甲 PS4	电视游戏	研发中	2016 年第 3 季度
16	最终幻想	页游	研发中	2016 年第 3 季度
17	三国无双	手游	研发中	待定
18	完美国际	手游	研发中	待定
19	最终兵器	电视游戏	研发中	待定
20	名称待定	电视游戏	研发中	待定
21	圣战	手游	研发中	待定
22	黑暗之门	手游	研发中	待定
23	火炬之光卡牌	手游	研发中	待定
24	名称待定	端游	研发中	待定
25	名称待定	端游	研发中	待定

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本次拟收购完美世界交易中，公司将募集配套资金合计不超过 50 亿元，其中 16 亿元用于影视剧项目投资，12 亿元投向游戏研发与运营代理。

表 28：完美环球本次募集配套资金用途

序号	项目名称	投入金额 (万元)
1	影视剧投资项目	160,000
2	游戏的研发运营与代理项目	120,000
3	多端游戏智能发行平台	80,000
4	偿还银行贷款	80,000
5	补充流动资金	60,000
合计		500,000

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

完美环球影视剧计划投资项目丰富，不乏 IP 改编剧《绝代双骄》、《山月不知心底事》、《陈白露》、电影、电视剧、网剧联动作品《陆小凤》《天舞纪》等。

表 29: 完美环球预计投资的影视剧项目

序号	类型	投资项目名称	状态	项目内容介绍	投资金额
1	电视剧	《天子门户》	剧本创作中	天津盐商盛洪来商场沉浮及抗日救国的故事, 预计 2016 年底开机, 2017 年年末播出	预计总投资 2 亿, 上市公司投资 1 亿元, 占比 50%
2	电视剧	《绝代双骄》	改编中	根据古龙《绝代双骄》改编, 预计 2017 年年初开机, 2017 年年末播出	预计总投资 1.5 亿, 上市公司投资 7,500 万, 占比 50%
3	电视剧/网剧	《陆小凤》1-5	改编中	根据古龙《陆小凤传奇》改编, 预计 2017 年年初开机《陆小凤传奇》1, 2018 年年初播出; 2018 年开发《陆小凤传奇》2-3; 2019 年开发《陆小凤传奇》4-5	预计总投资 3 亿, 上市公司投资 3 亿, 占比 100%
4	电视剧	《趁我们还年轻》	剧本修改中	北京 81 中 01 级高三 4 班同学樊书臣、史唯聪、纪绚丽、李泱泱之间的爱情和友情, 预计 2016 年下半年开拍, 2017 年播出	预计总投资 8,000 万, 上市公司投资 6,400 万, 占比 80%
5	电视剧	《山月不知心底事》	剧本修改中	根据辛夷坞《山月不知心底事》改编, 讲述了向远、叶昀、叶霁泽、叶灵四人之间的爱情故事。预计 2016 年下半年开机, 2017 年下半年播出	预计总投资 1 亿元, 上市公司投资 4,000 万, 占比 40%
6	电视剧	《麻辣变形计 (第三季)》	剧本创作中	延续湖南卫视《变形计》和 2016 年即将播出的《麻辣变形计 (第一季)》的 IP, 为都市青春励志剧, 预计 2017 年下半年开机, 2018 年年初播出	预计总投资 5,000 万, 上市公司投资 5,000 万, 占比 100%
7	电视剧	《猎头局中局》	剧本创作中	主人公萧东楼在猎头行业的职场故事, 预计 2016 年上半年开机, 2017 年上半年播出	预计总投资 6,000 万, 上市公司投资 6,000 万, 占比 100%
8	电视剧	《嗨! 妙探》	剧本创作中	原创作品, 预计 2016 年年底开拍, 2017 年年末播出	预计总投资 9,000 万, 上市公司投资 7,200 万, 占比 80%
9	电视剧	《完美计划》	剧本创作中	原创作品, 预计 2017 年开机, 2018 年播出	预计总投资 1 亿, 上市公司投资 1 亿, 占比 100%
10	电视剧	《完美太太计划》	剧本创作中	精品偶像剧, 预计 2018 年开机, 2019 年播出	预计总投资 1 亿, 上市公司投资 1 亿, 占比 100%
11	电影	《活着再见》三部曲	剧本创作中	根据邵雪城《活着再见》改编, 讲述特种兵秦川在金三角的执行特殊任务的故事, 预计 2017 年开始陆续开机	预计总投资 3.6 亿, 上市公司投资 1.8 亿, 占比 50%
12	电影	《陈白露》	剧本改编中	根据海棠《我的朋友陈白露小姐》改编, 讲述权贵二代的生活, 预计 2017 年下半年开机, 2018 年下半年上映	预计总投资 6,000 万, 上市公司投资 3,000 万, 占比 50%
13	电影	《分歧者 4》	购买洽谈中	以“分歧者”系列的男主角老四的视角来拍的一部合集, 预计 2017 年下半年在大陆地区上映	预计总投资 150 万美金, 上市公司投资 150 万美金, 占比 100%
14	电影、电视剧	《天舞纪》	剧本创作中	讲述摩云书院弟子李玄的成长记的奇幻题材电视剧, 预计 2016 年年底开拍, 2017 年年末播出	电影预计总投资 1 亿, 上市公司投资 5,000 万, 占比 50%; 电视剧预计总投资 2 亿, 上市公司投资 1.4 亿, 占比 70%;
15	电影、网剧	《西夏死书》三部曲	剧本创作中	关于西夏王朝的探险故事, 预计 2017 年年初陆续开机	电影预计总投资 4.5 亿, 上市公司投资 2.25 亿, 占比 50%; 网剧预计总投资 1 亿, 上市公司投资 5,000 万, 占比 50%

16	电影、网剧	《次元高校》	剧本创作中	高校中不同次元空间的故事，预计 2017 年下半年开机，2018 年上映	预计电影总投资 1 亿，上市公司投资 8,000 万，占比 80%；网剧预计总投资 3,000 万，上市公司投资 2,400 万，占比 80%
17	电影、网剧	《墨者天机》	剧本创作中	墨家学说故事，预计 2018 年开机，2019 年上映	预计总投资 1 亿，上市公司投资 8,000 万，占比 80%；网剧预计总投资 3,000 万，上市公司投资 2,400 万，占比 80%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.3 员工持股与股权激励并举，大股东参与定增彰显信心

本次重大重组事项配套融资中，公司员工持股计长城完美二号和长城完美三号参与定增，其中长城完美二号计划拟筹集资金总额上限为 2 亿元，参与员工总人数不超过 140 人，长城完美三号拟筹集资金总额上限为 5 亿元，参与员工总人数不超过 500 人，二者存续期均为 42 个月。

公司大股东池宇峰本次也参与认购定增 41.5 亿元，一方面有利于控股权的巩固，另一方面也彰显出大股东对公司发展的信心。

表 30：本次配套融资认购情况

序号	认购方	募集资金金额 (万元)	发行股份数量 (股)
1	池宇峰	415,000.00	176,146,010
2	员工持股计划(认购配套融资方式)(一)	20,000.00	8,488,964
3	员工持股计划(认购配套融资方式)(二)	50,000.00	21,222,410
4	招商财富-招商银行-完美 1 号专项资管计划	15,000.00	6,366,723
合计		500,000.00	212,224,107

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

此外，公司股权激励与员工持股并举，充分调动管理层及骨干人员的积极性。2015 年 7 月 6 日，公司公告股权激励计划，拟向公司的核心经营管理人员、业务骨干人员等 134 人象定向发行股票，行权价格为 29.14 元/股，行权的有效期为 10 年。

表 31：股权激励对象名单

职务	姓名	人数	期权份数 (万份)	占本次授予期 权总数的比例 (%)	占公司总 股本比例 (%)
董事、副总经理、财务总监	曾映雪	1	9.00	5.45	0.02
副总经理	王贵君	1	9.00	5.45	0.02
业务骨干人员	—	132	147.00	89.1	0.3
合计		134	165.00	100.00	0.34

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 32：公司绩效考核目标

行权期	业绩指标
第一个行权期	2015 年度公司经审计净利润不低于 2.4 亿元人民币
第二个行权期	2016 年度公司经审计净利润不低于 3.0 亿元人民币
第三个行权期	2017 年度公司经审计净利润不低于 3.6 亿元人民币
第四个行权期	2018 年度公司经审计净利润不低于 4.2 亿元人民币

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5 投资建议

完美影视 2016 年承诺业绩不低于 3 亿元，完美世界 2016-2018 年承诺业绩分别不低于 7.55 亿元、9.88 亿元、11.98 亿元。考虑对富创的投资及好莱坞合作项目，我们预计 2016-2017 年公司备考净利润为 11.5 亿元和 15 亿元；完美环球的格局已超越单纯的影视和游戏公司，考虑 IP 联动、大量投入性业务和全球化的布局持续跟进，以及大文化生态的逐渐成熟，同时考虑增发后股本摊薄，6 个月目标价 45.66 元，首次给予买入-A 评级。

风险提示：重组事项尚未过会，各板块整合效果不达预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	475.4	925.8	1,129.5	6,629.6	8,467.5	成长性					
减:营业成本	333.9	467.9	572.7	2,347.9	3,118.5	营业收入增长率	16.8%	94.7%	22.0%	486.9%	27.7%
营业税费	2.1	10.0	7.5	48.3	69.7	营业利润增长率	-39.6%	1557.5%	22.7%	366.2%	31.6%
销售费用	70.3	90.8	124.3	888.4	1,143.1	净利润增长率	-43.7%	1038.8%	51.5%	299.2%	30.6%
管理费用	40.1	58.0	114.1	1,458.5	1,820.5	EBITDA 增长率	-3.7%	639.9%	17.4%	475.9%	22.4%
财务费用	4.6	12.8	-1.1	382.5	335.3	EBIT 增长率	-19.6%	1253.9%	16.7%	485.2%	22.8%
资产减值损失	9.3	20.9	13.6	14.6	16.4	NOPLAT 增长率	-17.3%	951.5%	22.9%	462.7%	22.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.1%	54.4%	-100.0%	8484175	-22.2%
投资和汇兑收益	0.9	1.0	28.2	33.8	40.6	净资产增长率	3.4%	59.4%	19.7%	1840.0%	6.5%
营业利润	16.1	266.3	326.7	1,523.2	2,004.7	利润率					
加:营业外净收支	1.5	21.6	56.8	49.6	49.7	毛利率	29.8%	49.5%	49.3%	64.6%	63.2%
利润总额	17.5	287.9	383.5	1,572.8	2,054.3	营业利润率	3.4%	28.8%	28.9%	23.0%	23.7%
减:所得税	0.8	74.7	84.4	393.2	513.6	净利润率	3.5%	20.5%	25.5%	17.3%	17.7%
净利润	16.7	190.2	288.1	1,150.1	1,502.2	EBITDA/营业收入	8.1%	31.0%	29.8%	29.2%	28.0%
						EBIT/营业收入	4.3%	30.2%	28.8%	28.7%	27.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	163	62	3	8	12
						流动营业资本周转天数	128	195	117	167	176
						流动资产周转天数	281	369	457	711	713
						应收账款周转天数	119	169	139	142	150
						存货周转天数	75	110	73	55	64
						总资产周转天数	561	468	488	1,057	1,250
						投资资本周转天数	397	286	142	513	713
						投资回报率					
						ROE	3.3%	25.2%	31.8%	6.2%	7.6%
						ROA	2.2%	12.9%	21.1%	3.1%	7.2%
						ROIC	4.2%	35.7%	28.4%	642434.	9.3%
						费用率					
						销售费用率	14.8%	9.8%	11.0%	13.4%	13.5%
						管理费用率	8.4%	6.3%	10.1%	22.0%	21.5%
						财务费用率	1.0%	1.4%	-0.1%	5.8%	4.0%
						三费/营业收入	24.2%	17.5%	21.0%	41.2%	39.0%
						偿债能力					
						资产负债率	33.1%	50.9%	31.7%	49.9%	6.1%
						负债权益比	49.5%	103.5%	46.4%	99.6%	6.5%
						流动比率	1.46	2.72	2.98	13.70	6.69
						速动比率	0.98	1.93	2.97	12.58	5.95
						利息保障倍数	4.53	21.73	-308.77	4.98	6.98
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.04	0.14	0.27	0.25
						分红比率	59.9%	10.3%	23.4%	31.2%	21.6%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.4%	0.8%	0.7%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.03	0.39	0.59	0.88	1.14
						BVPS(元)	1.04	1.55	1.85	14.22	15.12
						PE(X)	992.6	87.2	57.5	38.8	29.7
						PB(X)	32.7	21.9	18.3	2.4	2.2
						P/FCF	-207.3	114.0	20.2	-53.3	-4.0
						P/S	34.9	17.9	14.7	6.7	5.3
						EV/EBITDA	39.0	29.9	46.6	23.1	16.6
						CAGR(%)	313.4%	93.3%	116.1%	313.4%	93.3%
						PEG	3.2	0.9	0.5	0.1	0.3
						ROIC/WACC	0.3	2.2	10,875.3	0.7	1.1
						REP	8.1	4.4	6.5	3.3	2.4
						现金流量表					
						净利润	16.7	213.2	288.1	1,150.1	1,502.2
						加:折旧和摊销	18.1	14.1	10.9	32.4	32.4
						资产减值准备	9.3	20.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	5.6	15.4	-1.1	382.5	335.3
						投资损失	-0.9	-1.0	-28.2	-33.8	-40.6
						少数股东损益	-	23.0	11.1	29.5	38.5
						营运资金的变动	-26.6	-498.4	957.0	-6,342.6	4,200.2
						经营活动产生现金流量	9.1	-227.6	1,237.8	-4,781.9	6,068.0
						投资活动产生现金流量	-85.0	-30.6	4.7	-12,537.8	-1.0
						融资活动产生现金流量	5.7	196.2	-530.4	33,151.5	-17,539.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

文浩、杨文硕声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034