

完美环球 (002624. SZ)

影游联动，打造泛娱乐产业新航母

评级：**买入**

前次：

目标价 (元)：

45.1

分析师

联系人

康雅雯

朱骏楠

S0740515080001

021-20315157

021-20315097

zhuqn@r.qlzq.com.cn

kangyw@r.qlzq.com.cn

2016年03月31日

基本状况

总股本(百万股)	488
流通股本(百万股)	274
市价(元)	38.92
市值(百万元)	18,982
流通市值(百万元)	10,649

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	990.09	925.78	1,093.00	5,915.70	7,124.50
营业收入增速	143.21%	-6.49%	18.06%	441.23%	20.43%
净利润增长率	338.60%	46.29%	39.82%	303.87%	27.05%
摊薄每股收益 (元)	0.39	0.34	0.55	0.82	1.04
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	18.25	50.88	38.57	25.74	20.26
PEG	0.05	1.10	0.97	0.08	0.75
每股净资产 (元)	1.80	1.35	2.06	14.51	15.55
每股现金流量	0.62	-0.41	0.83	1.04	1.11
净资产收益率	21.87%	25.17%	26.51%	5.63%	6.68%
市净率	3.99	12.81	10.23	1.45	1.35
总股本 (百万股)	330.00	559.40	487.71	1,314.37	1,314.37

备注：市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 完美世界资产注入，游戏巨头回归。**完美环球向完美数字科技、石河子骏扬发行股份购买其持有的完美世界 100% 的股权，交易对价为 120 亿元，发行价格为 19.53 元/股，发行股票数量总计为 6.14 亿股。
- 非公开发行 50 亿，优化财务结构，投资影视、游戏产业，同时大股东大比例认购彰显信心，同步推进员工持股，激励到位。**公司大股东池宇峰先生认购 1.76 亿股，认购金额 41.5 亿元，占比此次增发金额的 83%。7 亿元配套融资用于实施员工持股（覆盖影视、游戏两大部门），激励到位。
- 影视业务：绑定优秀导演、编剧以及制片人，走精品化路线。**完美环球影视业务主要分为四大板块：电视剧、电影、艺人经纪、综艺栏目，4 年复合增长率高达 38.6%，旗下拥有包括赵宝刚在内的一批优秀导演，推出了一系列脍炙人口的精品电视剧、电影，业界拥有良好口碑，综艺方面拥有高人气节目《极限挑战》，网剧投拍有《灵魂摆渡》系列。同时公司出资 2.5 亿美金，参与环球影业未来 5 年不少于 50 部的电影项目，拓展全球范围内的电影业务，进一步完善公司矩阵式产业布局。
- 游戏业务：着力开发重度移动游戏，全球化布局。**完美世界发迹于端游，目前实现游戏业务全覆盖（端游+页游+手游+电视游戏+VR 游戏），推出了包括《诛仙》、《完美世界》等超高人气客户端游戏，至今仍贡献稳定现金流。2013 年开始切入移动游戏与电视游戏，推出了包括《神雕侠侣》移动版、《射雕》等移动网游以及《无冬 OL》Xbox 版电视游戏产品，并且成为全球知名电竞游戏《DOTA2》的国内独家代理商，近日又推出了首款 VR 单机游戏《深海迷航》。同时公司游戏海外业务已经覆盖超过 100 多个国家，连续 8 年实现自主研发客户端网游海外市场销售收入第一。
- 拥有强大 IP 挖掘、孵化、改编、转化能力。**公司具有全球化的 IP 资源挖掘团队，网罗了诸多优质的 IP

资源。国内 IP 资源储存有“射雕英雄传”、“倚天屠龙记”、“大主宰”、“陆小凤”系列、“遮天”等；海外 IP 资源包括日本知名 IP “最终幻想”、“圣斗士星矢”，全球知名的“侏罗纪公园”IP，“无冬之夜”等。搭配公司强大 IP 孵化、改编、转化能力，可将 IP 进行多层次开发，实现价值最大化。

■ **我们推荐完美环球三大核心逻辑在于：**

- 1) 影视业务国内龙头之一，拥有丰富 IP 储备，深度绑定优质导演、编剧、制片人，业界口碑良好，同时在 2016-17 年拥有《思美人》、《娘道》等多部大剧上映，收入增长有保证；
- 2) 游戏业务注入，完美世界作为国内游戏巨头之一，开发、运营了包括《诛仙》、《完美世界》等在内的高人气端游，国内自研客户端游戏海外销售额连续 8 年第一。2013 年向手游发力，《射雕》、《大主宰》、《倚天屠龙记》等大 IP 游戏将会在今年陆续上线，贡献业绩增量；
- 3) 影游联动+泛娱乐拓展。入股媒体营销服务企业富创传媒，成立影视基金，公司以影视、游戏两大优势领域为基础，未来有望在内容和渠道两端持续发力，向上逐步向文学、动漫等内容端延伸（大股东曾创建纵横中文网，与旗下作家关系良好），向下进军公司相对薄弱的渠道端，形成内容+渠道的全产业链布局，打造泛娱乐产业新航母。

■ 预计公司 2015-2017 年实现的收入分别为 10.93 亿元、59.16 亿元和 71.25 亿元，分别同比增长了 18.06%、441.23%和 20.43%；实现归属母公司的净利润分别为 2.66 亿元、10.74 亿元和 13.65 亿元，分别同比增长了 39.82%、303.87%和 20.43%。对应摊薄后 EPS 分别为 0.55 元、0.82 元和 1.04 元。公司作为影游联动龙头享有较高估值溢价，对应 2016 年 55 倍 PE，目标价 45.1 元，首次覆盖，给与“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 内容更新换代不达预期风险；2) 人才流失风险；3) 市场整体风险偏好下移风险。

内容目录

游戏巨头回归，大股东增持，激励到位	- 5 -
完美世界资产注入，游戏巨头回归	- 5 -
非公开发行 50 亿，大股东大比例认购彰显信心	- 6 -
股权激励+员工持股，激励到位	- 7 -
影视业务：绑定优秀导演、编剧，走精品路线	- 8 -
利润稳定高增长，4 年复合增长率达 38.6%	- 8 -
深度绑定优秀导演、编剧、制片人	- 9 -
精品主导，电视剧、电影、综艺、网剧齐开花	- 10 -
游戏业务：着力开发重度移动游戏，全球化布局	- 13 -
端游稳增长，手游发力中重度市场，重视长线运营	- 13 -
卡位电视游戏、电子竞技、VR 游戏，未来增长新亮点	- 15 -
海外针对性布局，全球发展有序推进	- 16 -
IP 为核心，影游联动，丰富渠道，构建泛娱乐航母	- 18 -
IP 储备多元化，涵盖国内外优质资源	- 18 -
强大 IP 运营能力，最大化 IP 价值	- 18 -
影游联动，泛娱乐产业新航母扬帆起航	- 19 -
盈利预测与估值	- 20 -
核心假设	- 20 -
盈利预测结果	- 21 -
首次覆盖，目标价 45.1 元，予以买入评级	- 21 -
风险提示	- 22 -

图表目录

图表 1：交易对象基本情况	- 5 -
图表 2：完美世界营业收入及扣除股份支付费用后净利润情况	- 5 -
图表 3：完美世界拆除 VIE 后股权结构	- 5 -
图表 4：2015 年 Q3 上市网络游戏企业营收规模 TOP15	- 6 -
图表 5：定增募集资金认购方基本情况	- 6 -
图表 6：交易完成前、后上市公司股权结构变化	- 7 -
图表 7：激励对象人员名单及分配情况	- 7 -
图表 8：授予的股票期权各年度公司绩效考核目标	- 7 -
图表 9：两次员工持股计划基本情况	- 8 -
图表 10：2011-15 年完美影视收入及其增速（亿元）	- 8 -
图表 11：2011-15 年完美影视净利润及增速（亿元）	- 8 -
图表 12：2011-14 完美影视各板块收入情况	- 9 -
图表 13：2011-14 完美影视各板块占比收入情况	- 9 -

图表 14: 完美影视的毛利率显著高于行业平均水平.....	- 9 -
图表 15: 与公司签订合约的导演、演员、制片人的基本情况.....	- 10 -
图表 16: 《灵魂摆渡 2》2015 网络播放 7.68 亿.....	- 11 -
图表 17: 现象级综艺极限挑战与跑男收视对比.....	- 11 -
图表 18: 公司 2010 年以来推出的部分精品电视剧一览.....	- 11 -
图表 19: 公司推出的优质电影一览.....	- 12 -
图表 20: 公司目前计划投资拍摄的影视剧及其投资金额.....	- 12 -
图表 21: 公司定增 16 亿计划未来用于投资的影视剧项目.....	- 13 -
图表 22: 《最终兵器》官网截图展示.....	- 14 -
图表 23: 《HEX》游戏海报展示.....	- 14 -
图表 24: 完美世界客户端游戏运营时间统计.....	- 14 -
图表 25: 《诛仙》活跃用户数及 ARPPU 值.....	- 14 -
图表 26: 《完美世界国际版》活跃用户数及 ARPPU.....	- 14 -
图表 27: 2016 年预计上线手游计划.....	- 15 -
图表 28: 《无冬 OL XBOX》(全球, 不含中国大陆) 活跃用户数及 ARPU 值.....	- 16 -
图表 29: 《无冬 OL XBOX》相关游戏海报展示.....	- 16 -
图表 30: 《DOTA2》2015 上海特锦赛.....	- 16 -
图表 31: 《DOTA2》上线以来活跃用户数稳中有升.....	- 16 -
图表 32: 完美世界海外拓展历程.....	- 17 -
图表 33: 国内自主研发网络游戏海外销售收入及增长率(亿美元).....	- 18 -
图表 34: 2014 年自主研发客户端网络游戏市场收入份额占比情况.....	- 18 -
图表 35: 完美世界 2008-2014 年国内及海外游戏销售收入情况.....	- 18 -
图表 36: 公司打通 IP 实现二次开发案例.....	- 19 -
图表 37: 定增募集资金相关投向.....	- 19 -
图表 38: 完美世界注入后公司内容搭配渠道的泛娱乐全产业链布局.....	- 20 -
图表 39: 完美环球电视剧业务营收及增速预测.....	- 20 -
图表 40: 完美环球电影业务营收及增速预测.....	- 20 -
图表 41: 完美环球艺人经纪及其他营收及增速预测.....	- 21 -
图表 42: 完美环球游戏业务收入及增速.....	- 21 -
图表 43: 可比公司估值比较(截止到 2016 年 3 月 31 日收盘价).....	- 22 -
图表 44: 完美环球三张报表.....	- 23 -

游戏巨头回归，大股东增持，激励到位

完美世界资产注入，游戏巨头回归

- 完美环球向完美数字科技、石河子骏扬发行股份购买其持有的完美世界100%的股权，交易对价为120亿元，发行价格为19.53元/股，发行股票数量总计为6.14亿股。完美世界原由纳斯达克上市公司Perfect World通过VIE协议实现控制，2015年7月28日，Perfect World完成私有化交易并从纳斯达克退市，相关VIE协议解除。

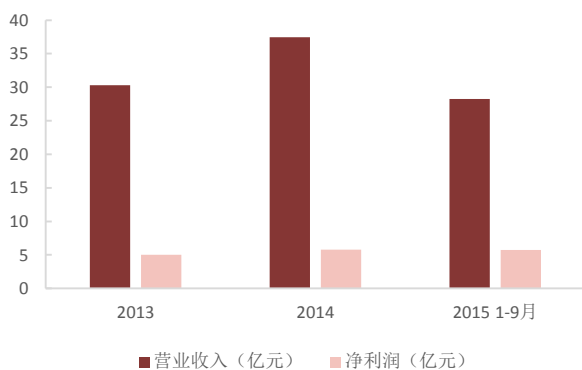
图表 1：交易对象基本情况

交易对象	持有标的公司股权比例	股份对价金额（万元）	发股数量（万股）
完美数字科技	75.02%	900225.06	46094.4729
石河子骏扬	24.98%	299774.94	15349.4594
合计	100.00%	1200000.00	61443.9323

来源：公司公告，中泰证券研究所

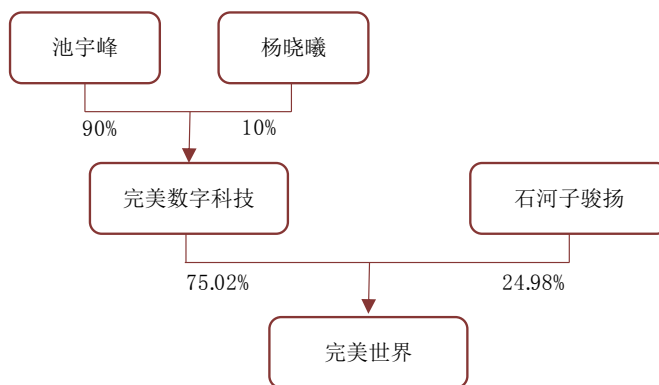
- 端游+页游+手游+电视游戏+VR 游戏，完美世界游戏业务实现全覆盖。公司发迹于端游，推出了包括《诛仙》、《完美世界》、《完美世界国际版》等超高人气客户端游戏，后涉足《Touch》等网页游戏，2013年开始切入移动游戏与电视游戏，推出了包括《神雕侠侣》移动版、《神魔大陆》移动版、《魔力宝贝》等移动网络游戏，以及《无冬 OL》Xbox 版等电视游戏产品，并且成为了全球知名电竞游戏《DOTA2》的国内独家代理商，近日又推出了首款 VR 单机游戏《深海迷航》。

图表 2：完美世界营业收入及扣除股份支付费用后净利润情况



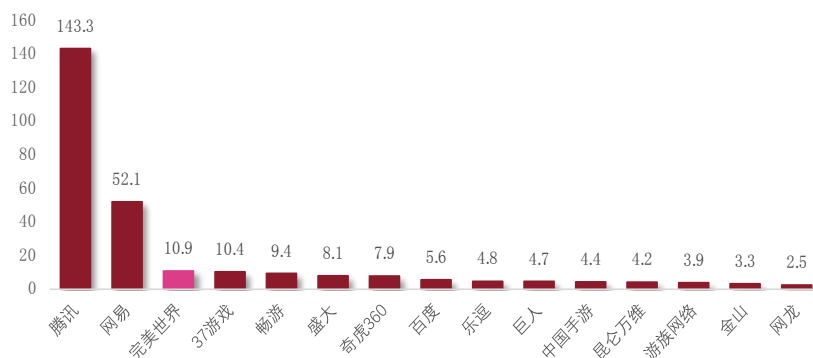
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：完美世界拆除 VIE 后股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：2015 年 Q3 上市网络游戏企业营收规模 TOP15



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

非公开发行 50 亿，大股东大比例认购彰显信心

- 完美环球公告拟以定增方式募集资金，向池宇峰、员工持股计划（长城完美二号）（一）、员工持股计划（长城完美三号）（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，募集金额不超过 50 亿元。按照发行价格 23.56 元/股计算，本次重组配套融资拟发行股份数量不超过 212,224,107 股。其中公司大股东池宇峰先生拟认购 1.76 亿股，认购金额 41.5 亿元，占比此次增发金额的 83%，大比例认购彰显大股东对于公司未来发展的良好预期与信心。

图表 5：定增募集资金认购方基本情况

序号	认购方	募集资金金额 (万元)	发行股份数量 (股)
1	池宇峰	415000	176146010
2	员工持股计划（一）	20000	8488964
3	员工持股计划（二）	50000	21222410
4	招商财富-招商银行-完美 1 号	15000	6366723
合计		500000	212224107

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 本次交易完成后，在不考虑配套募资发行股份的情况下，池宇峰持有完美环球 52.91% 的股份，考虑配套募集资金发行股份且配套融资金额募集的情况下公司大股东池宇峰占比将达到 57.77%，直接持股比例为 13.4%，通过完美数字科技以及快乐永久分别间接持股 35.1% 和 9.3%。

图表 6：交易完成前、后上市公司股权结构变化

股东情况	本次交易完成前		本次交易完成后		本次交易完成后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	(募集配套资金前)		(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 (%)
完美数字科技 (池宇峰持股 90%)	-	-	46094.47	41.82%	46094.47	35.07%
池宇峰	-	-	-	-	17614.60	13.40%
石河子骏扬	-	-	15349.46	13.93%	15349.46	11.68%
快乐永久 (池宇峰持股 90%)	12222.47	25.06%	12222.47	11.09%	12222.47	9.30%
天津广济	6111.24	12.53%	6111.24	5.54%	6111.24	4.65%
分享星光	4456.24	9.14%	4456.24	4.04%	4456.24	3.39%
员工持股计划(一)	-	-	-	-	848.90	0.65%
员工持股计划(二)	-	-	-	-	2122.24	1.61%
其他股东	25980.75	53.27%	25980.75	23.58%	26617.42	20.25%
合计	48770.70	100%	110214.63	100%	131437.04	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

股权激励+员工持股，激励到位

- 完美环球自借壳上市以来实施一次股权激励和两次员工持股计划，分别面向核心业务骨干以及普通员工，激励到位。
- **股权激励**：完美环球于 2015 年 7 月公告实施股权激励计划，共涉及 134 人，包括公司核心经营管理人员及业务骨干人员，期权行权价格为 29.14 元/股，分 4 次行权（每次 25%）。

图表 7：激励对象人员名单及分配情况

职务	姓名	人数	期权份数 (万份)	占本次授予期权总数比例 (%)	占公司总股本比例 (%)
董事、副总经理、财务总监	曾映雪	1	9	5.45	0.02
副总经理	王贵君	1	9	5.45	0.02
业务骨干人员	——	132	147	89.1	0.3
合计	134	134	165	100	0.34

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：授予的股票期权各年度公司绩效考核目标

行权期	业绩指标
第一行权期	2015 年度公司经审计净利润不低于 2.4 亿元
第二行权期	2016 年度公司经审计净利润不低于 3.0 亿元
第三行权期	2017 年度公司经审计净利润不低于 3.6 亿元
第四行权期	2018 年度公司经审计净利润不低于 4.2 亿元

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **员工持股：**
- 公司于 2016 年 1 月 7 日公告实施员工持股计划，以 23.56 元/股，分别通过长城完美二、三号定向资产管理计划实现对上市公司员工（合计不超过 140 人）以及完美世界员工（合计不超过 500 人）的持股计划。其中长城二号拟发行股票金额为 2 亿元，所能认购的标的股票数量约为 848.8964 万股，长城三号拟发行股票金额为 5 亿元，所能认购的标的股票数量约为 2122.241 万股。锁定期均为 36 个月。

图表 9：两次员工持股计划基本情况

时间	产品	涉及人数	发行金额 (亿元)	持股价格 (元/股)	股票数量 (万股)	锁定期 (月)
2016.01	长城完美二号定向资产管理计划	不超过 140 人	2	23.56	848.8964	36
2016.01	长城完美三号定向资产管理计划	不超过 500 人	5	23.56	2122.241	36

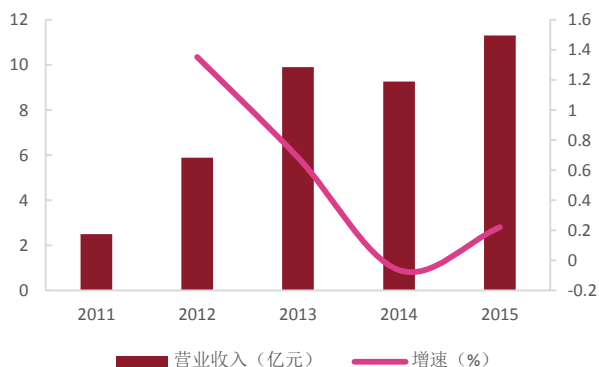
来源：公司公告，中泰证券研究所

影视业务：绑定优秀导演、编剧，走精品路线

利润稳定高增长，4 年复合增长率达 38.6%

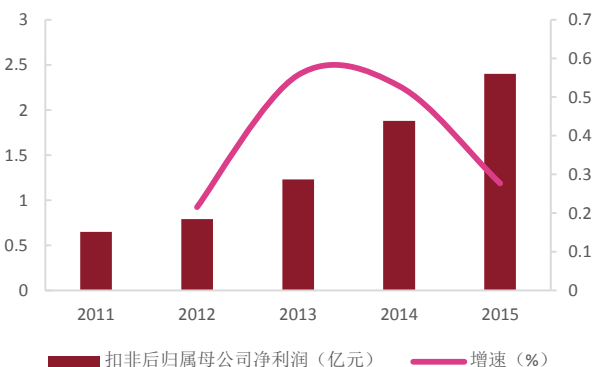
- 完美影视业务主要分为四大板块：电视剧（开发/制作/营销发行）、电影（开发/制作/营销发行）、艺人经纪、综艺栏目，4 年复合增长率高达 38.6%，电影板块占比逐步提升。完美影视业务增长迅速，影片质量不断提升，业务收入呈高速增长趋势，电视剧、电影每年制作 500 集以上，2011-2014 年实现扣非后归属母公司净利润 0.65 亿元、0.790 亿元、1.23 亿元、1.88 亿元，2015 年承诺 2.4 亿元，4 年复合增长率高达 38.6%。

图表 10：2011-15 年完美影视收入及其增速（亿元）



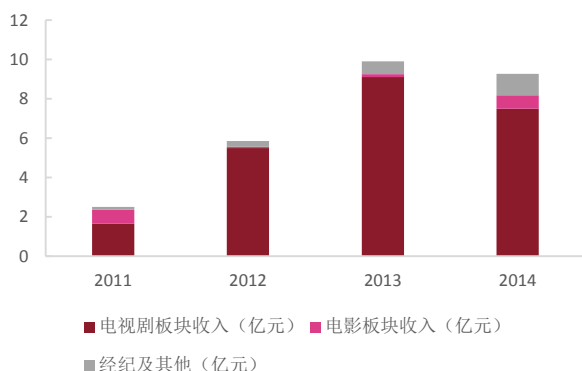
来源：公司公告，中泰证券研究所（2015 年数据来自业绩快报）

图表 11：2011-15 年完美影视净利润及增速（亿元）



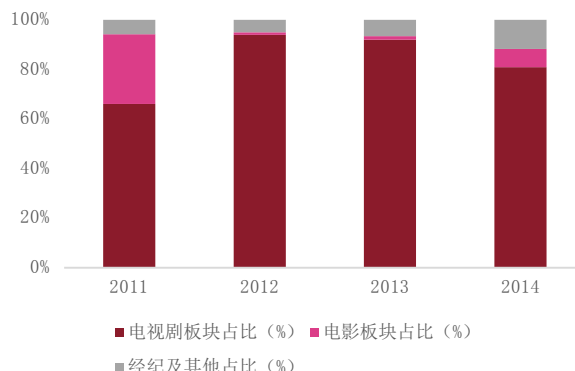
来源：公司公告，中泰证券研究所（2015 年数据根据业绩承诺）

图表 12：2011-14 完美影视各板块收入情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：2011-14 完美影视各板块占比收入情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 完美影视业务毛利显著高于行业平均水平。**根据统计的数据显示，完美影视业务毛利率接近 50%，较行业平均水平高出许多，主要得益于公司的内部机制顺畅、组织结构合理以及成本控制得当，且公司制作定位精品剧，单部剧盈利能力较强。

图表 14：完美影视的毛利率显著高于行业平均水平

毛利率 (%)	2011	2012	2013	2014
星美联合	-	54.29	42.27	56.45
慈文传媒	43.82	39.65	46.37	43.89
华录百纳	51.91	44.38	46.54	31.15
唐□影视	49.08	51.08	40.45	46.71
华策影视	61.49	53.92	45.92	40.43
新文化	36.94	41.73	40.29	35.89
平均值	48.65	47.51	43.64	42.42
完美环球	71.81	53.48	49.24	49.45

来源：公司公告，重组报告，中泰证券研究所（慈文传媒数据为电视剧业务毛利）

深度绑定优秀导演、编剧、制片人

- 完美影视与赵宝刚（《永不瞑目》、《触不可及》、《我的青春谁做主》等）、滕华弢（《王贵与安娜》、《失恋 33 天》、《等风来》等）、刘江（《咱们结婚吧》）、郭靖宇（《勇敢的心》、《打狗棍》、《射雕英雄传》）、钱雁秋（《神探狄仁杰》系列）等知名导演以及与丁芯、何静等制片人均签订了独家排他性的服务协议，同时通过成立合资公司的形式，让优秀的导演、演员、制片人共享公司成长带来的收益，机制给予导演、制片人较大自由发挥空间且激励到位。**

图表 15：与公司签订合约的导演、演员、制片人的基本情况

导演	协议主要内容	合作期限	服务性质	报酬或股权
赵宝刚	赵宝刚及其与公司共同成立的公司独家服务期限内，每年至少亲自策划、编辑、执导一部电视剧，该电视剧应同时满足以下条件：1) 内容不少于 30 集；2) 完美影视或其下属公司拥有该电视剧 70% 以上的投资权益	2010/7/23-2015/12/31, 若上市则顺延至上市后 48 个月	独家排他性服务协议	间接股权 + 市场化薪酬
滕华骥	滕华骥及其与公司共同成立的公司承诺平均每三年完成至少两部自主开发的电视剧或电影项目，完美影视在其中的投资比例不低于 50%	2013/8/23-2017/10/23, 若上市则顺延至上市之日起 48 个月	独家排他性服务协议	间接股权 + 市场化薪酬
刘江	刘江及其与公司共同成立的公司，独家合作期限内，承诺平均每三年完成至少两部自主开发的电视剧或电影项目，完美影视在其中的投资比例不低 50%	2013/8/26-2017/10/23, 若上市则顺延至上市之日起 48 个月	独家排他性服务协议	间接股权 + 市场化薪酬
郭靖宇	郭靖宇及其与公司共同成立的公司承诺平均每三年完成至少两部自主开发的电视剧或电影项目，完美影视在其中的投资比例不低于 50%	2013/8/23-2017/10/23, 若上市则顺延至上市之日起 48 个月	独家排他性服务协议	间接股权 + 市场化薪酬
文章	文章及其与公司共同成立的公司、工作室每年完成至少一部电视剧或电影独立完成作品，完美影视在其中的投资比例不低于 50%。	2013/9/3-2015/3/5, 若上市则顺延至上市之日起 48 个月	独家排他性服务协议	市场化薪酬
钱雁秋	钱雁秋及其与公司共同成立的公司、工作室承诺平均每三年完成至少两部自主开发电视剧项目，完美影视在其中的投资比例不低于 50%	2014/3/1-2018/2/28, 若上市则顺延至上市之日起 48 个月	独家排他性服务协议	市场化薪酬
制片人	协议主要内容	合作期限	服务性质	报酬或股权
丁芯	在独家服务期限内，每年至少完成一部不少于 30 集的电视剧在至少 3 个地市台或省级卫视电视台，或者中央电视台的晚间黄金时段首轮播出的发行	2010/7/23-2015/12/31 若上市则顺延至上市后 48 个月	独家排他性服务协议	市场化薪酬
何静/吴玉江	2012 年 1 月 1 日起每年度完成不少于一部电视剧独立完成作品	2011/6/24-2018/6/24, 若上市，则在甲方上市后 48 个月内，乙方不得终止与甲方的独家合作关系	独家排他性服务协议	间接股权 + 市场化薪酬
马策	承诺平均每三年完成至少两部自主开发的电视剧或电影项目，完美影视在其中的投资比例不低于 50%	2014/1/1-2017/12/31, 若上市则顺延至上市之日起 48 个月	独家排他性服务协议	市场化薪酬

来源：公司公告，中泰证券研究所

精品主导，电视剧、电影、综艺、网剧齐开花

- 完美环球影视、综艺内容定位精品。公司在电视剧领域一直以来贯彻“精

品剧”路线，通过加大投资比例，从而达到投资收益的不断提升。电影方面，公司出品的《等风来》、《失恋 33 天》、《钢琴》均获得较好口碑。综艺节目在东方卫视播出的《极限挑战》收视占据同时段第一，平均收视率破 2%，最高收视破 3。网剧方面，公司出品的《灵魂摆渡》系列占据网剧播放榜单前十，《灵魂摆渡 2》上线 67 小时点击量破亿，拥有超高人气。

图表 16: 《灵魂摆渡 2》2015 网络播放 7.68 亿

2015 网络剧	网络播放 (亿)	IP 类型
盗墓笔记	28	悬疑、冒险
花千骨番外	15.2	穿越、言情
暗黑者 2	12.25	悬疑、犯罪
屌丝男士 4	11.23	喜剧
无心法师	10.12	民国、玄幻
校花的贴身高手	9.56	言情
灵魂摆渡 2	7.68	惊悚、恐怖
他来了，请闭眼	6.9	悬疑、爱情
名侦探狄仁杰	6.28	悬疑、喜剧
心理罪	5.67	悬疑、犯罪

来源：腾讯白皮书，中泰证券研究所

图表 17: 现象级综艺极限挑战与跑男收视对比

期数	奔跑吧兄弟第一季			极限挑战第一季		
	CSM 50 城市网收视情况			CSM 50 城市网收视情况		
	收视率 (%)	排名	收视份额 (%)	收视率 (%)	排名	收视份额 (%)
1	1.132	3	3.92	1.191	2	4.55
2	1.808	1	5.95	1.65	1	5.26
3	2.18	1	7.25	1.854	1	6.21
4	2.14	1	6.678	2.217	1	6.83
5	2.489	1	8.036	2.379	1	7.9
6	2.21	1	7.09	2.742	1	9.242
7	2.234	1	7.81	2.57	1	8.75
8	2.489	1	7.73	2.718	1	8.535

来源：CSM，中泰证券研究所

图表 18: 公司 2010 年以来推出的部分精品电视剧一览

序号	电视剧名称	集数	版权情况	发行时间
1	神犬小七	38	-	2015
2	冰与火的青春	48	-	2015
3	大秧歌	79	-	2015
4	英雄祭	40	按投资比例享有 50% 版权	2014
5	青年医生	50	独家享有完整版权	2014
6	勇敢的心	76	二轮、三轮卫视及地面播映权	2014
7	和平的全盛时代	32	按投资比例享有 50% 版权	2014
8	我的宝贝	32	按投资比例享有 80% 版权	2014
9	神犬奇兵	34	按投资比例享有 85% 版权	2014
10	爱情最美丽	41	按约定享有 20% 净收益	2013
11	一代枭雄	44	按投资比例享有 10% 版权	2013
12	咱们结婚吧	50	按投资比例享有 50% 版权	2013
13	老有所依	41	独家享有完整版权	2013
14	打狗棍	70	独家享有完整版权	2013
15	小爸爸	33	按投资比例享有 80% 版权	2013
16	失恋 33 天	28	按约定享有 5 年内 55% 的版权，自获得发行许可证之日起满五年后享有完整版权	2013
17	麻辣女兵	38	按投资比例享有 90% 版权	2012
18	北京青年	36	独家享有完整版权	2012
19	浮沉	30	按投资比例享有 25% 收益权	2012
20	倾世皇妃	42	按投资比例享有 30% 版权	2011

21	男人帮	30	按投资比例享有 100%版权	2011
----	-----	----	----------------	------

来源：公司年报，公司官网，中泰证券研究所

图表 19：公司推出的优质电影一览

序号	电影名称	版权情况	发行时间
1	等风来	按投资比例享有 55%版权	2013
2	失恋 33 天	按投资比例享有 50%版权	2011
3	钢琴	按投资比例享有 63.64%版权	2010
4	触不可及	按投资比例享有 50%版权	2014

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 定增丰富公司内容储备、强化内容制作能力。**公司最新的发行股份收购完美世界并募集配套资金方案中，计划募集 50 亿，其中 16 亿用于影视剧投资，包括有《天子门户》、《绝代双骄》、《陆小凤》、《麻辣变形计》等电视剧，其余 20 亿用于游戏方面的投资，14 亿补充流动资金及偿还银行贷款。

图表 20：公司目前计划投资拍摄的影视剧及其投资金额

序号	类型	投资项目名称	投资金额 (万元)
1	电视剧	《娘道》	11200
2	电视剧	《思美人》	11161
3	电视剧	《春雨落长河》	10000
4	电视剧	《他知道风从哪个方向来》	9600
5	电视剧	《小后妈》	6160
6	电视剧	《射雕英雄传》	6000
7	电视剧	《麻辣变形计 (第二季)》	5000
8	电影	《我的远距离爱情》	5000
9	电视剧	《清魅叶兰赋》	4800
10	电视剧	《大宗师之海上风云》	3500
11	电视剧	《神犬小七 (第二季)》	3289
12	电视剧	《天蝎》	2800
13	网剧	《灵魂摆渡 4》	2400
14	电视剧	《爱情的开关》	2080
15	电影	《灵魂摆渡》	2000
16	电影	《上海堡垒》	1800
17	其他	-	5000
合计			91790

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 21：公司定增 16 亿计划未来用于投资的影视剧项目

序号	类型	投资项目名称	状态	投资金额
1	电视剧	《天子门户》	剧本创作中	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	预计总投资 1.5 亿，上市公司投资 7500 万，占比 50%
3	电视剧/网剧	《陆小凤》1-5	改编中	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	预计总投资 8000 万，上市公司投资 6400 万，占比 80%
5	电视剧	《山月不知心底事》	剧本修改中	预计总投资 1 亿元，上市公司投资 4000 万，占比 40%
6	电视剧	《麻辣变形计（第三季）》	剧本创作中	预计总投资 5000 万，上市公司投资 5000 万，占比 100%
7	电视剧	《猎头局中局》	剧本创作中	预计总投资 6000 万，上市公司投资 6000 万，占比 100%
8	电视剧	《嗨！妙探》	剧本创作中	预计总投资 9000 万，上市公司投资 7200 万，占比 80%
9	电视剧	《完美计划》	剧本创作中	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	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	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	预计总投资 6000 万，上市公司投资 3000 万，占比 50%
13	电影	《分歧者 4》	购买洽谈中	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	电影预计总投资 1 亿，上市公司投资 5000 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	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 5000 万，占比 50%
16	电影、网剧	《次元高校》	剧本创作中	预计电影总投资 1 亿，上市公司投资 8000 万，占比 80%；网剧预计总投资 3000 万，上市公司投资 2400 万，占比 80%
17	电影、网剧	《墨者天机》	剧本创作中	预计总投资 1 亿，上市公司投资 8000 万，占比 80%；网剧预计总投资 3000 万，上市公司投资 2400 万，占比 80%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 成立影视基金，拓展影视产业布局。**完美环球下属公司天津完美传播与北京盛景嘉成共同出资设立影视投资基金，第一期基金总规模 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，投资基金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，通过不断地投资与收购，在高效完善公司的产品线和业务线的基础上，运用平台价值和资本力量将完美环球打造一个以影视、娱乐和互联网构筑的综合性集团。

游戏业务：着力开发重度移动游戏，全球化布局

端游稳增长，手游发力中重度市场，重视长线运营

- 客户端游戏稳定增长，仍是公司现金流主要来源：**目前完美世界运营的客户端游戏多已上线较长时间。截至 2016 年 2 月底，《武林外传》、《完美世界国际版》和《诛仙》等经典产品均已运营 8 年以上，目前，大多

数客户端网络游戏处于稳定期，能够为企业提供持续稳定的收入，预计未来仍能为持续带来持续的收入。同时 2016 年完美预计将能上线 4-5 款新游，包括《最终兵器》、《HEX》、《Airmech》等，其中最终兵器为竞技类 MMORPG 游戏，受关注度较高。

图表 22: 《最终兵器》官网截图展示


来源:《最终兵器》官网, 中泰证券研究所

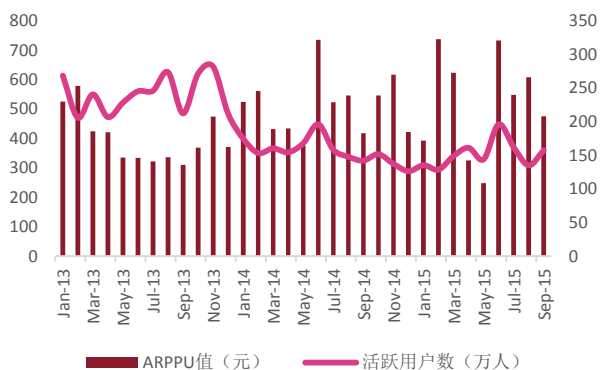
图表 23: 《HEX》游戏海报展示


来源: 网络资料, 中泰证券研究所

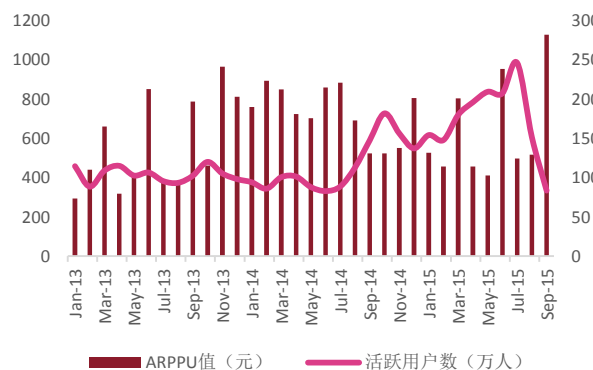
图表 24: 完美世界客户端游戏运营时间统计

游戏名称	截至 2016 年 2 月底已运营周期 (年)
诛仙	8.76
完美世界国际版	9.18
笑傲江湖 OL	2.67
神魔大陆	5.34
武林外传	9.42
圣斗士星矢 Online	2.84
神鬼传奇	6.84
神雕侠侣	3.42
Star Trek Online	6

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 《诛仙》活跃用户数及 ARPPU 值


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 26: 《完美世界国际版》活跃用户数及 ARPPU 值


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ **重点发力重度移动端游戏,2016 年有望实现较大突破:在移动游戏领域,**

完美世界自 2013 年起开拓该业务，目前有 4 款主要产品，分别为《神雕侠侣》、《神魔大陆》、《魔力宝贝》，以及刚上线的《射雕英雄传》。完美世界推出的《神雕侠侣》手游版，上线时间已超过 2 年，仍在产生较为稳定的流水。目前，完美世界正积极研发偏重度移动网络游戏，其 24 款在研产品中移动网络游戏占比达到 60%，将从 2016 二季度年起陆续上线。因此，随着未来优质移动网络游戏的上线，完美世界在该领域的业绩增长将高度可期，其持续盈利能力的稳定性也将得以保障。

图表 27：2016 年预计上线手游计划

游戏名称	状态	预计上线时间	实际运营情况
大主宰	研发中	2016 年第 2 季度	删档测试
火炬之光	研发中	2016 年第 2 季度	删档测试
倚天屠龙记	研发中	2016 年第 2 季度	封测
世界大战	研发中	2016 年第 2 季度	封测
遮天	研发中	2016 年第 3 季度	开发阶段收尾
最终幻想	研发中	2016 年第 3 季度	封测
鬼神传奇 3D	研发中	2016 年第 3 季度	研发中
梦幻诛仙卡牌	研发中	2016 年第 3 季度	研发中
封神	研发中	2016 年第 3 季度	研发中
三国无双	研发中	待定	研发中
完美国际	研发中	待定	研发中
圣战	研发中	待定	研发中
黑暗之门	研发中	待定	研发中
火炬之光卡牌	研发中	待定	研发中

来源：公司公告，中泰证券研究所

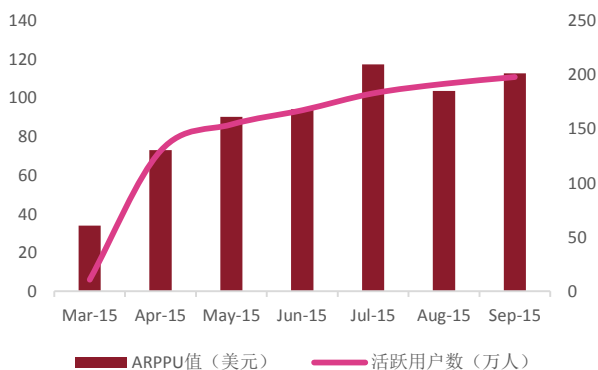
卡位电视游戏、电子竞技、VR 游戏，未来增长新亮点

- 当前电视游戏在国内政策刚刚放开，处于发展起步阶段，相对于北美电视游戏发展仍有巨大差距，公司作为率先切入电视游戏产业的开发商将拥有明显先发优势。同时公司早在 2013 年便独家代理全球热门电子竞技游戏《Dota2》，积累了丰富运营经验，电子竞技目前在我国正处于高速发展轨道中，资本涌入推高赛事奖金带来用户增量，目前我国电竞产业规模已超过 200 亿元。公司未来有望立足于线上产品，打通线下的赛事及表演业务，充分享受电视游戏、电子竞技、VR 行业未来高速发展红利。
- 电视游戏：**完美世界于 2014 年推出了其依托于微软 Xbox 平台的首款电视游戏作品《无冬 OL》Xbox 版，随后其代理游戏《星际战甲》登陆索尼 PS4 平台，成功抢占了我国市场的先机，成为了我国电视游戏市场的前驱者。同时，完美世界利用道具收费模式上的开发和运作经验，在欧美电视游戏市场率先采用了道具收费制，并得到了欧美玩家的认可，成为了欧美市场电视游戏道具收费模式的开拓者。完美世界在电视游戏市场上占据了明显的先发优势，积累了丰富的研发及发行经验，2016 年计划有《无冬 PS4》、《星际战甲 Xbox》、《最终兵器》等游戏陆续上线，值

得期待。

- **VR 游戏：**首款 VR 游戏《深海迷航》于 3 月 28 日正式全球发售，该游戏为海洋探险类单机游戏，搭载 Oculus Rift，已在 Steam 平台售卖 60 万套，实现收入一百万美元以上。

图表 28:《无冬 OL XBOX》(全球,不含中国大陆) 活跃用户数及 ARPUU 值



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29:《无冬 OL XBOX》相关游戏海报展示



来源：公司官网，中泰证券研究所

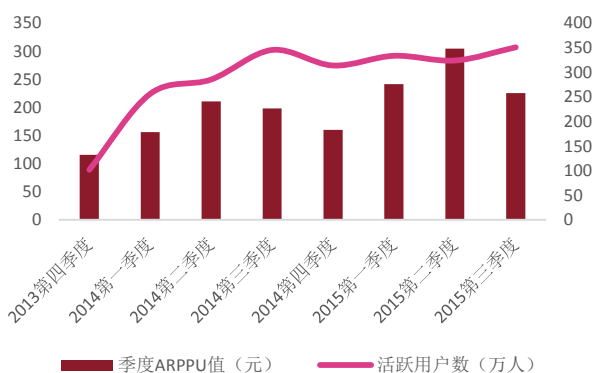
- **电子竞技：**2013 年 12 月，完美世界取得全球热门电竞产品《DOTA2》中国地区独家代理权，《DOTA2》是美国 Valve 公司研发的多人联机对抗竞技游戏，目前全球用户突破 1000 万，国内接近 100 万人。2016 年，完美世界将借助国内电竞市场的发展，积极扩展电竞业务，致力于带给中国玩家顶级电子竞技游戏体验的同时，打造从高校、业余、半职业最终到职业的一流赛事体系，以电子体育竞技形式开展的线下活动将进一步保障用户的高粘性。
- 2013 年完美世界成功举办 DOTA2 超级联赛 (DSL)，2014 年举办 2014 国际邀请赛中国区预选赛、DOTA2 次级职业联赛 (DSPL)，2015 年举办 DOTA2 亚洲邀请赛、2015 国际邀请赛中国区预选赛以及正在进行的 DOTA2 全国高校联赛和 DOTA2 辉夜杯以及 DOTA2 上海特锦赛。

图表 30:《DOTA2》2015 上海特锦赛



来源：网络资料，中泰证券研究所

图表 31:《DOTA2》上线以来活跃用户数稳中有升



来源：公司公告，中泰证券研究所

海外针对性布局，全球发展有序推进

- 完美世界在北美、欧洲和日本设有全资子公司自主运营游戏，旗下游戏已授权至亚洲、澳洲、拉丁美洲、俄罗斯及其它俄语地区等多个国家和地区的主要游戏运营商，游戏出口至世界 100 多个国家和地区，为全球用户提供优质的互联网娱乐服务。
- **完美世界在全球开展有针对性布局：**1) 对于规模大、增长快且较为开放的北美市场，公司选择采取自主运营的策略，通过并购以及设立分支机构的方式主导海外运营，快速进行拓展。同时自主运营还可以更好控制游戏发行节奏，提高运营质量；2) 对于规模大，但竞争激烈，产品饱和度较严重的日韩台湾等市场，公司采取从授权过渡开始，通过合作的方式进行市场渗透，进行合资共同推广；3) 对于文化接近、产品接受程度高的东南亚市场，完美世界则更多采取授权代理方式迅速占领市场；4) 对于南美、俄罗斯等新兴市场，完美世界也积极进行拓展，试图开拓更大的发展空间。2013 年完美世界游戏便已经覆盖超过 100 多个国家，除了非洲以外都在覆盖范围内。

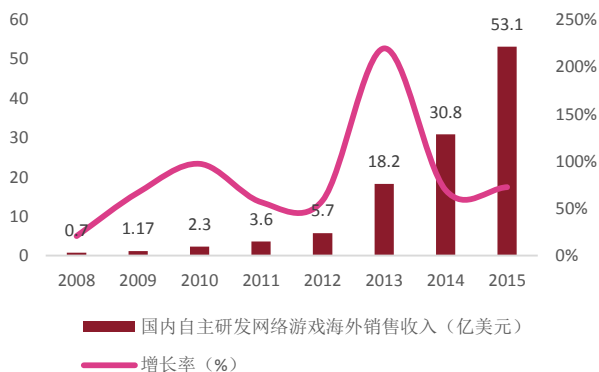
图表 32：完美世界海外拓展历程

时间	事件
2007 年	2007 年 7 月 7 日 PWRD 在美国纳斯达克成功上市
2008 年	2008 年 4 月成立美国子公司 Perfect World Entertainment Inc.
2010 年	2008 年 12 月全资收购显泉开曼
2010 年	2010 年 1 月建立欧洲子公司
2010 年	2010 年 3 月收购日本网络游戏运营商 C&C Media Co.,Ltd. 并成立日本子公司
2011 年	2011 年 5 月，完美世界以 3500 万欧元收购北美著名研发团队 Cryptic Studios，从而获取星际迷航 OL、无冬之夜 OL 等顶级大作版权及技术资源
2012 年	完美世界在马来西亚设立子公司
2012 年	完美世界在韩国设立子公司
2012 年	完美世界正式发布 PWIE 海外进口平台
2013 年	完美世界与越南网络游戏发行商和数码服务提供商 VGG Entertainment JSC 签订协议。
2014 年	完美世界与 Prodigy Infinitel 公司签订协议，开拓印尼移动游戏市场

来源：网络资料整理，公司官网，中泰证券研究所

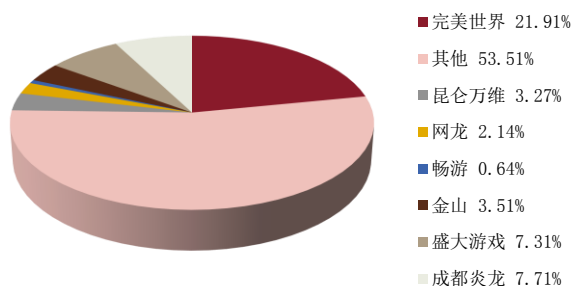
- **完美世界在自主研发客户端网络游戏海外市场销售收入中，连续 8 年排名第一。**根据《2014 年中国游戏产业海外市场报告》数据显示，完美世界占据国内自主研发客户端网络游戏海外市场销售收入总和的 21.9%，这已经是完美世界连续 8 年排名第一。同时 2015 年中国音数协游戏公会、伽马数据发布的《2015 年中国游戏产业报告》最新数据显示，2015 年我国自主研发网络游戏海外销售收入同比增长 72.4%，达到 53.1 亿美元，而这一数据 7 年前仅为 0.7 亿美元。随着国内游戏公司海外扩张脚步不断加快以及包括东南亚在内的海外市场逐渐崛起，海外市场仍有巨大提升空间。

图表 33: 国内自主研发网络游戏海外销售收入及增长率 (亿美元)



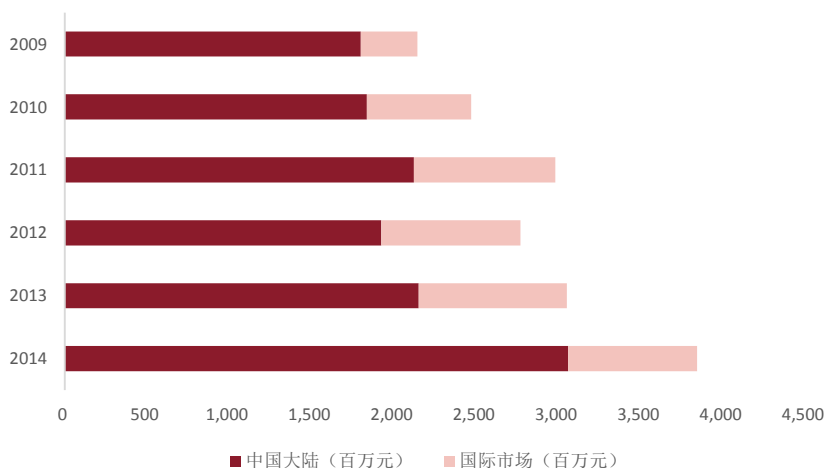
来源: GPC IDC and CNG, 中泰证券研究所

图表 34: 2014 年自主研发客户端网络游戏市场收入份额占比情况



来源: GPC and CNG, 中泰证券研究所

图表 35: 完美世界 2008-2014 年国内及海外游戏销售收入情况



来源: 完美世界年报, 中泰证券研究所

IP 为核心, 影游联动, 丰富渠道, 构建泛娱乐航母

IP 储备多元化, 涵盖国内外优质资源

- 公司拥有丰富的 IP 储备, 同时具有全球化的 IP 资源挖掘团队。在购买了国内一批优质武侠、玄幻、仙侠 IP 的同时, 网罗了诸多优质的国际 IP 资源。国内资源包括查良鏞的“射雕英雄传”、“神雕侠侣”、“笑傲江湖”及“倚天屠龙记”, 张戡先生的“诛仙系列”, 以及“大主宰”、“陆小凤”系列、“遮天”等; 海外 IP 资源包括日本知名 IP “最终幻想”、“圣斗士星矢”, 全球知名的“侏罗纪公园”IP, “无冬之夜”等。

强大 IP 运营能力, 最大化 IP 价值

- 1) 完美影视: 拥有包括赵宝刚在内的一些列优秀的导演、编剧以及制片人, 同时和文章、孙红雷等一线演员建立起良好关系, 拥有运作、串联电视剧、电影以及综艺 IP 的强大能力, 实现 IP 的二次开发, 最大化

IP 价值。例如将《失恋 33 天》成功从小说打造为 3.5 亿票房电影，而后又改编成电视剧，将现象级综艺节目《极限挑战》成功打造成中国第一步拥有剧情的综艺改编大电影。

- **2) 完美世界：**将包括《诛仙》、《射雕》、《无冬》等诸多优质的 IP 重新改编、打磨，凭借其扎实的技术基础，在端游、页游、手游、电视游戏等领域实现 IP 多次开发，成功实现了用户资源的导入。

图表 36：公司打通 IP 实现二次开发案例

	失恋33天	极限挑战	射雕英雄传	最终兵器	完美国际	神鬼传奇 3D
电影	✓	✓				
电视剧	✓		✓			
综艺		✓				
端游			✓	✓	✓	✓
页游						
手游			✓		✓	✓
电视游戏				✓		

来源：公司公告，中泰证券研究所

影游联动，泛娱乐产业新航母扬帆起航

- 完美环球本次定增配套募集资金拟其中 36 亿元用于影视剧投资、游戏的研发运营与代理等项目，发挥公司影游联动协同效应。8 亿元用于偿还银行贷款，6 亿元用于补充流动资金，增强重组后上市公司持续经营能力。

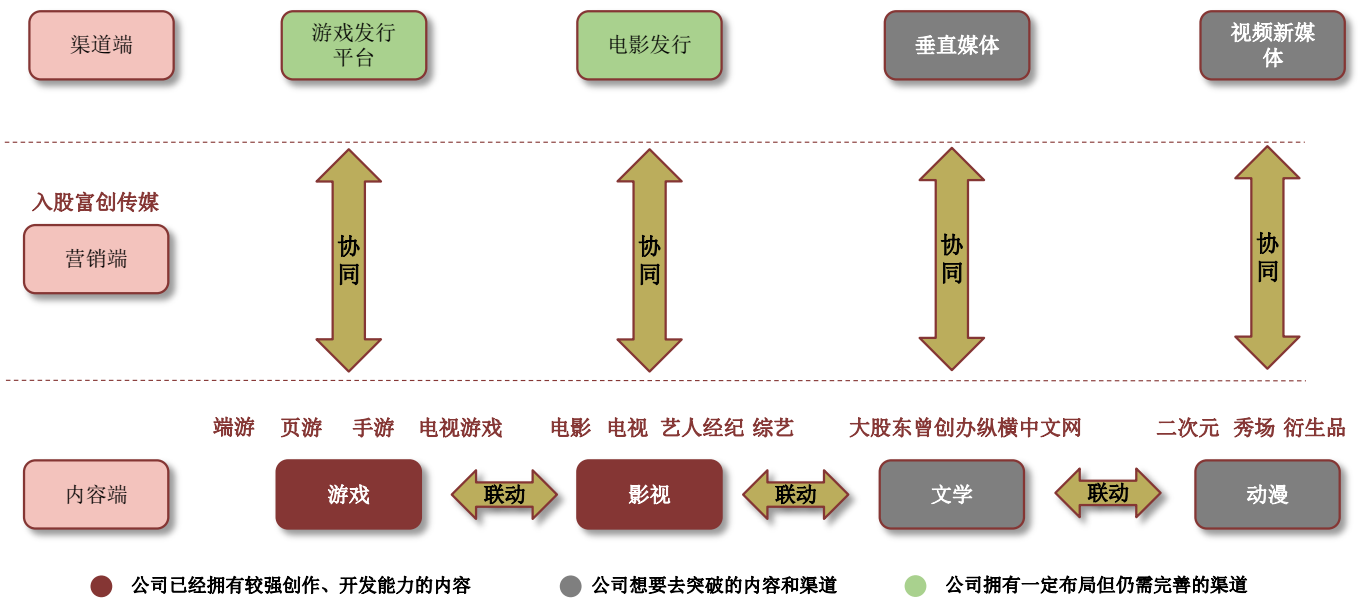
图表 37：定增募集资金相关投向

序号	项目名称	投入金额 (万元)
1	影视剧投资	160000
2	游戏的研发与代理项目	120000
3	多端游戏智能发行平台	80000
4	偿还银行贷款	80000
5	补充流动资金	60000
合计		500000

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 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，并合作开发环球影业旗下优质 IP。搭配完美世界优秀的游戏开发能力，在公司体系内实现影游联动，最大化 IP 价值。
- **泛娱乐全产业链布局初显端倪。**公司以影视、游戏两大优势领域为基础，逐步向文学、动漫等内容端延伸（大股东曾创建纵横中文网，与旗下作家关系良好），同时致力于进军公司相对薄弱的渠道端，形成内容+渠道的全产业链布局。

图表 38：完美世界注入后公司内容搭配渠道的泛娱乐全产业链布局



来源：中泰证券研究所

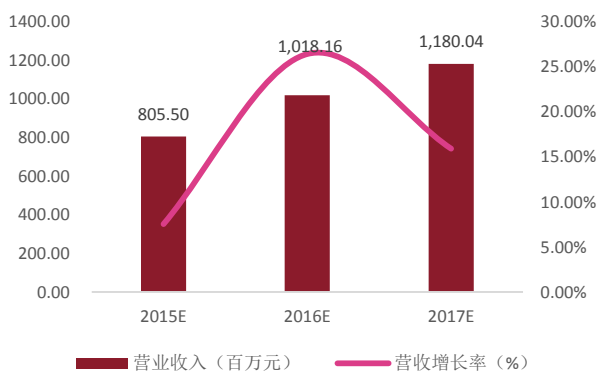
盈利预测与估值

核心假设

■ 盈利预测假设：

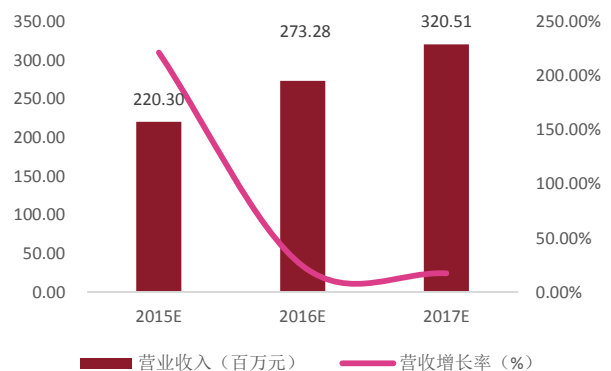
- 假设一：影视方面，公司拍摄计划开展顺利，包括《娘道》、《思美人》、《灵魂摆渡》等在内的精品电视剧、网剧能如其上映，同时与环球影业的合作能更加深入，逐步开拓海外市场。
- 假设二：游戏方面，PC 端游保持贡献稳定现金流，移动端游戏迎来高增长，《射雕》、《大主宰》、《倚天屠龙记》等大 IP 游戏表现突出，移动端游戏占比公司收入稳步提升。
- 假设三：完美世界注入上市公司体内后，各部门协同效应显现，影游联动，IP 二次开发开展顺利。

图表 39：完美环球电视剧业务营收及增速预测



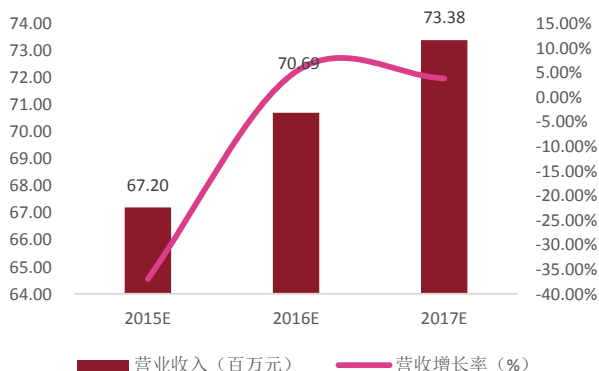
来源：中泰证券研究所

图表 40：完美环球电影业务营收及增速预测



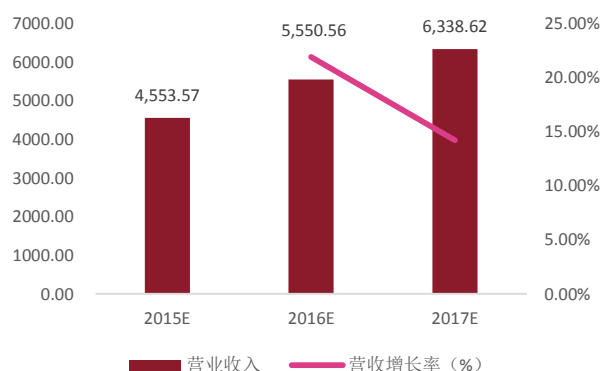
来源：中泰证券研究所

图表 41：完美环球艺人经纪及其他营收及增速预测



来源：中泰证券研究所

图表 42：完美环球游戏业务收入及增速



来源：中泰证券研究所

盈利预测结果

- 根据我们的核心假设，并入完美世界资产，公司 2015-2017 年预计实现的收入分别为 10.93 亿元、59.16 亿元和 71.25 亿元，分别同比增长了 18.1%、441.2%和 20.4%；实现归属母公司的净利润分别为 2.66 亿元、10.74 亿元和 13.65 亿元，分别同比增长了 39.82%、303.87%和 27.05%。对应摊薄后 EPS 分别为 0.55 元、0.82 亿元和 1.04 元。

首次覆盖，目标价 45.1 元，予以买入评级

- 根据公司当前股价，对应 2016-2017 年 PE 分别为 44 倍和 36 倍。我们选取涉足 A 股市场涉足影视以及游戏的相关公司（奥飞动漫、美盛文化、皇氏集团、昆仑万维、三七互娱、掌趣科技）与完美环球进行估值比较。根据 Wind 一致预期，影视相关个股 2016-2017 年对应平均估值分别为 48 倍和 37 倍 PE，游戏相关个股 2016-2017 年对应平均估值分别为 51 倍和 41 倍 PE。

图表 43: 可比公司估值比较 (截止到 2016 年 3 月 31 日收盘价)

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
影视相关										
300133.SZ	华策影视	10.92	290.38	26.60	0.46	0.63	0.83	57.54	42.22	32.15
300251.SZ	光线传媒	14.67	338.10	23.05	0.31	0.44	0.61	74.55	52.82	37.94
300027.SZ	华谊兄弟	13.92	389.13	27.96	0.78	0.90	1.12	35.87	30.96	24.95
002502.SZ	骅威股份	4.30	117.84	27.41	0.33	0.76	0.97	83.11	35.86	28.23
300426.SZ	唐德影视	1.60	103.97	64.98	0.70	1.59	2.18	93.24	40.93	29.83
002343.SZ	慈文传媒	3.15	152.51	48.49	0.64	0.96	1.23	75.52	50.58	39.51
300291.SZ	华录百纳	7.09	184.15	25.99	0.47	0.63	0.81	55.56	41.28	32.25
000892.SZ	星美联合	4.14	70.44	17.02	0.17	0.25	0.30	97.70	69.05	57.50
000802.SZ	北京文化	3.89	105.16	27.06	0.17	0.37	0.47	157.51	72.70	57.85
300336.SZ	新文化	5.38	203.19	37.80	0.64	0.78	0.96	59.49	48.38	39.55
平均PE								79.01	48.48	37.98
游戏相关										
600576.SH	万家文化	6.35	136.01	21.42	0.04	0.3	0.34	535.5	71	63
002354.SZ	天神娱乐	2.92	230.95	79.07	1.80	2.42	3.00	43.85	32.68	26.39
002555.SZ	三七互娱	10.42	378.29	36.29	0.46	0.74	0.90	79.31	49.27	40.17
002517.SZ	恺英网络	6.77	314.04	46.40	1.05	1.35	1.66	44.24	34.33	27.87
300031.SZ	宝通科技	3.00	72.57	24.19	0.25	0.57	0.80	98.73	42.22	30.19
300418.SZ	昆仑万维	11.27	397.57	35.27	0.38	0.53	0.67	91.75	66.94	52.29
300113.SZ	顺网科技	2.92	259.38	88.70	0.92	1.47	1.99	96.67	60.20	44.47
002174.SZ	游族网络	2.87	337.00	117.38	1.60	2.23	2.69	73.16	52.68	43.66
平均PE								132.90	51.22	41.00
002624.SZ	完美环球	4.88	189.82	38.92	0.59	0.85	1.04	65.97	45.72	37.42

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 我们推荐完美环球在三大核心逻辑在于: 1) 影视业务国内龙头之一, 拥有丰富 IP 储备, 深度绑定优质导演、编剧、制片人, 业界口碑良好, 同时在 2016-17 年拥有多部大剧上映, 收入增长有保证; 2) 游戏业务注入, 完美世界作为国内游戏巨头之一, 国内自研客户端游戏海外销售额连续 8 年第一, 开发了包括《诛仙》、《完美世界》等在内的高人气端游。2013 年向手游端发力, 《射雕》、《大主宰》、《倚天屠龙记》等大 IP 游戏将会在今年陆续上线; 3) 影游联动+泛娱乐拓展, 入股媒体营销服务企业富创传媒, 成立影视基金, 公司以影视、游戏两大优势领域为基础, 未来有望在内容和渠道两端持续发力, 向上逐步向文学、动漫等内容端延伸 (大股东曾创建纵横中文网, 与旗下作家关系良好), 向下进军公司相对薄弱的渠道端, 形成内容+渠道的全产业链布局, 打造泛娱乐产业新航母。
- 作为 A 股影游联动第一龙头, IP 价值在公司体内将被最大化开发, 同时公司拥有丰富海外合作、投资经验, 致力于打造全球化的泛娱乐企业。作为影游联动龙头享有较高估值溢价, 对应 2016 年 55 倍 PE, 给予公司目标价 45.1 元, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

风险提示

- 1) 内容更新换代不达预期风险。由于公司发迹于端游, 在手游领域属于后期切入, 存在经验不足, 内容制作不符合市场风格, 市场份额下降的风险。

- **2) 人才流失风险。**公司涉及业务，人才是核心的资源，是保持和提升公司竞争力的关键要素。因此相关人员的稳定性，将直接影响公司的发展和业绩。若不能很好地控制人才流失的风险，则会对上市公司的经营和业务发展造成不利影响。
- **3) 市场整体风险偏好下移风险。**现阶段，A股市场震荡加剧，分歧较大，风险偏好有不断下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 44：完美环球三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	407	990	926	1,063	5,959	7,175	货币资金	102	323	251	603	18,274	19,988
增长率	-3.55%	143.2%	-6.5%	14.9%	460.4%	20.4%	应收款项	196	468	729	646	1,401	1,601
营业成本	-282	-503	-468	-524	-1,912	-2,196	存货	84	259	452	285	445	525
% 销售收入	69.2%	50.8%	50.5%	49.3%	32.1%	30.6%	其他流动资产	14	74	117	223	239	264
毛利	125	487	458	539	4,047	4,979	流动资产	395	1,125	1,549	1,756	20,359	22,378
% 销售收入	30.8%	49.2%	49.5%	50.7%	67.9%	69.4%	% 总资产	54.7%	91.3%	94.1%	97.6%	96.5%	97.8%
营业税金及附加	-2	-11	-10	-11	-185	-230	长期投资	19	0	0	0	71	71
% 销售收入	0.5%	1.1%	1.1%	1.0%	3.1%	3.2%	固定资产	241	18	16	21	373	316
营业费用	-50	-74	-91	-124	-816	-976	% 总资产	33.3%	1.5%	1.0%	1.2%	1.8%	1.4%
% 销售收入	12.3%	7.5%	9.8%	11.7%	13.7%	13.6%	无形资产	64	69	72	14	287	115
管理费用	-39	-132	-58	-67	-1,704	-2,030	非流动资产	327	108	97	44	740	511
% 销售收入	9.7%	13.3%	6.3%	6.3%	28.6%	28.3%	% 总资产	45.3%	8.7%	5.9%	2.4%	3.5%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	34	270	299	337	1,341	1,743	资产总计	722	1,233	1,646	1,800	21,099	22,889
% 销售收入	8.3%	27.3%	32.3%	31.7%	22.5%	24.3%	短期借款	84	157	98	10	10	10
财务费用	1	-11	-13	-15	-13	-13	应付款项	129	259	331	338	1,152	1,351
% 销售收入	-0.2%	1.1%	1.4%	1.4%	0.2%	0.2%	其他流动负债	12	178	141	112	405	488
资产减值损失	-11	-12	-21	-3	-3	-2	流动负债	225	595	569	460	1,566	1,850
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	10	267	267	267	267
投资收益	2	0	1	6	100	102	其他长期负债	6	1	1	1	1	1
% 税前利润	6.3%	0.0%	0.4%	1.7%	6.7%	5.4%	负债	231	606	837	728	1,834	2,118
营业利润	27	247	266	325	1,426	1,830	普通股股东权益	491	594	756	996	19,070	20,436
营业利润率	6.5%	24.9%	28.8%	30.6%	23.9%	25.5%	少数股东权益	0	33	53	76	195	335
营业外收支	5	11	22	31	67	55	负债股东权益合计	722	1,233	1,646	1,800	21,099	22,889
税前利润	32	258	288	356	1,493	1,885	比率分析						
利润率	7.9%	26.0%	31.1%	33.5%	25.1%	26.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-2	-66	-75	-74	-300	-379	每股指标						
所得税率	7.3%	25.6%	26.0%	20.8%	20.1%	20.1%	每股收益 (元)	0.148	0.394	0.340	0.531	0.818	1.039
净利润	30	192	213	282	1,193	1,506	每股净资产 (元)	2.454	1.801	1.351	2.043	14.509	15.548
少数股东损益	0	62	23	23	118	140	每股经营现金净流 (元)	0.073	0.622	-0.407	0.853	1.029	1.108
归属于母公司的净利润	30	130	190	259	1,075	1,366	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.040	0.040	0.000	0.000
净利率	7.3%	13.1%	20.5%	24.4%	18.0%	19.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.04%	21.87%	25.17%	26.01%	5.64%	6.68%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	4.10%	10.54%	11.55%	14.39%	5.09%	5.97%
净利润	30	192	213	282	1,193	1,506	投入资本收益率	6.91%	42.45%	23.95%	35.71%	89.45%	140.58%
少数股东损益	0	0	0	23	118	140	增长率						
非现金支出	23	30	35	7	120	115	营业总收入增长率	-3.55%	143.21%	-6.49%	14.86%	460.40%	20.40%
非经营收益	0	-4	25	-22	-155	-144	EBIT增长率	-48.00%	698.45%	10.74%	12.81%	297.65%	29.93%
营运资金变动	-38	-12	-500	149	193	-21	净利润增长率	-45.28%	338.60%	46.29%	36.23%	314.90%	27.07%
经营活动现金净流	15	205	-228	439	1,470	1,596	总资产增长率	3.04%	70.78%	33.48%	9.29%	1072.51%	8.48%
资本开支	123	6	31	-77	678	-169	资产管理能力						
投资	-6	-45	7	0	-71	0	应收账款周转天数	128.8	111.6	226.6	172.0	69.0	63.2
其他	-2	0	-7	6	100	102	存货周转天数	108.7	124.7	277.3	198.3	85.0	87.2
投资活动现金净流	-131	-51	-31	83	-648	271	应付账款周转天数	145.1	48.8	20.6	20.6	48.0	48.0
股权募资	0	215	0	0	17,000	0	固定资产周转天数	111.7	26.6	6.5	6.3	10.0	14.1
债权募资	-8	31	198	-88	0	0	偿债能力						
其他	-31	-282	-2	-59	-33	-13	净负债/股东权益	-3.64%	-24.77%	14.15%	-30.33%	-93.42%	-94.89%
筹资活动现金净流	-39	-37	196	-148	16,968	-13	EBIT利息保障倍数	-36.7	24.1	23.3	22.5	102.4	133.1
现金净流量	-156	117	-62	375	17,790	1,854	资产负债率	32.04%	49.12%	50.87%	40.43%	8.69%	9.25%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。