

完美世界 (002624) 公司深度报告

完美世界：收购今典院线，加速“影视+游戏”双擎布局

买入（首次）

2016年10月9日

首席证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0860514040001

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 唐思思

执业资格证书号码：S1220116020111

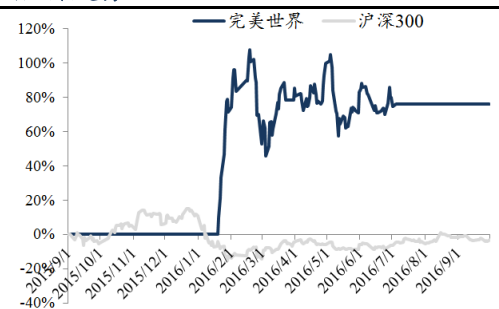
tangss@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1129	5273	6245	7271
同比(%)	21.99%	364.90%	18.43%	16.43%
净利润(百万元)	288	1128	1426	1707
同比(%)	51.66%	290.99%	26.40%	19.76%
毛利率(%)	50.20%	66.30%	67.18%	68.16%
ROE(%)	28.12%	38.78%	32.89%	28.26%
每股收益(元)	0.52	0.86	1.08	1.30
P/E	168.54	43.11	34.10	28.47

投资要点

- **收购今典集团旗下三家公司，院线资源注入上市公司。**此次收购将打通公司电影业务上下游产业链，补强渠道短板，形成电影业务垂直一体化经营优势，从以影视和网络游戏为核心的娱乐内容提供商，转向涵盖内容、渠道和衍生业务的娱乐集团。
- **影游双双发力，推进全球化布局，实现深度联动。**游戏方面，公司研发的《完美世界》、《诛仙》、《神雕侠侣》等均取得不错的成绩。影视方面，公司的游戏和影视业务合并，使得“影游互动”实现内在的、源头上的协同；与美国环球影业达成战略合作，参投环球影业未来5年的电影项目。此外，公司参投制作的《思美人》、《射雕英雄传》等IP改编大剧即将播出，未来出爆款可能性极大。
- **连续资本运作，布局泛娱乐领域。**(1)定增收购完美世界游戏，将游戏业务和影视业务合并；(2)现金收购今典集团旗下三家公司，获取影院渠道；(3)设立投资并购基金，寻求泛娱乐领域优质资产。公司通过“并购+布局投资基金”卡位产业资源，由影游领域延伸至泛娱乐各个领域。
- **买入评级：**我们认为，完美世界影游业务实力强劲，受益于游戏或影视爆款的可能性较高：预期16/17/18净利润分别为11.28亿元、14.26亿元、17.07亿元，采取可比公司估值法予以17年44倍PE，对应目标市值627.44亿元，对应目标价47.72元，首次覆盖，予以买入评级。
- **风险提示：**影视业务收入不及预期；游戏推广不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.98
一年最低价/最高价	21.03/47.00
市净率(倍)	7.56
流通A股市值(亿元)	102.93

基础数据

每股净资产(元)	4.89
资产负债率(%)	36.05
总股本(百万股)	1314.61
流通A股(百万股)	278.35

相关研究

目录

1. 公司运作：连续外延收购，布局泛娱乐领域.....	4
1.1. 收购完美世界游戏，游戏业务注入上市公司.....	4
1.2. 股权结构调整，实质控制人不变.....	5
2. 发力渠道业务，院线资源注入上市公司.....	5
2.1. 电影票房增长空间仍在，带动院线及影院行业发展.....	6
2.2. 今典院线票房规模居前，社区影院是其优势所在.....	8
2.3. 今典文化提供配套服务，增加新利润增长点.....	9
2.4. “内容+渠道”深度融合，战略协同助推影游联动.....	10
3. IP 储备：优质作品储备丰富，控股集团收购百度文学	10
3.1. 影游资源充足，衍生价值高.....	11
3.2. 完美数字科技控股百度文学，为上市公司获取优质网文资源提供便利.....	11
4. IP 运营：影游格局形成，实现深度联动.....	12
4.1. 影视业务：多领域拓展，全球化布局.....	12
4.1.1. 作品定位精品路线，不同形式间相互协同.....	12
4.1.2. 绑定优秀人才，制作实力强劲.....	13
4.1.3. 与环球影业达成合作，国际格局再加码.....	14
4.2. 游戏业务：类型多元化，布局电竞/VR 新领域.....	15
4.2.1. 覆盖多类型游戏，IP 改编游戏成绩突出.....	15
4.2.2. 研发技术领先，侧重移动重度游戏.....	17
4.2.3. 多种方式并行运营，联运营收增长迅速.....	18
4.2.4. 电竞赛事刺激游戏热度，拓宽盈利模式.....	19
4.3. 以 IP 为轴心，进行影游深度联动.....	20

图表目录

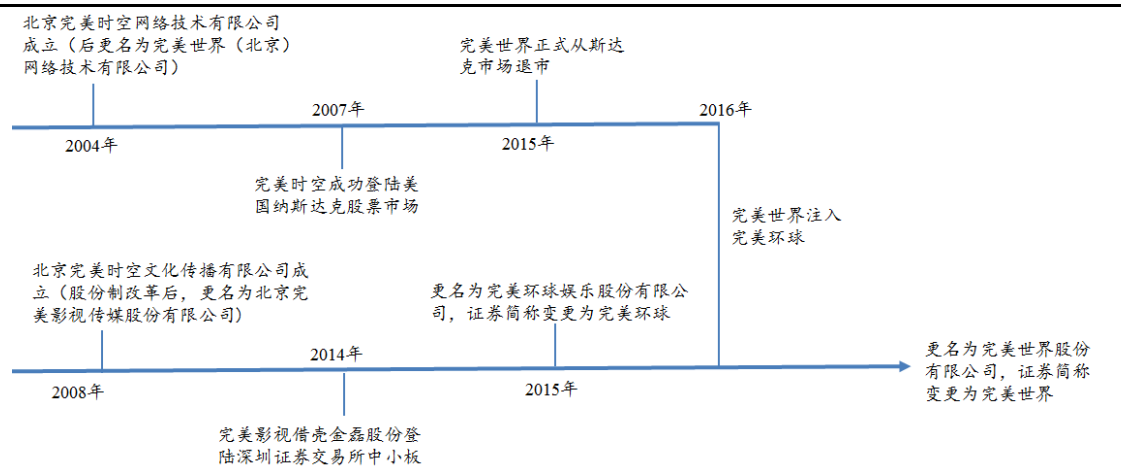
图表 1: 上市公司发展历程.....	4
图表 2: 发行股份购买资产的具体情况.....	4
图表 3: 募集资金投资项目.....	5
图表 4: 完美世界的股权控制关系.....	5
图表 5: 待资产重组完成后交易标的资产情况.....	6
图表 6: 交易标的构成不可分割的业务主体.....	6
图表 7: 历年中国电影票房收入.....	7
图表 8: 中国影片数量仍和北美有较大差距.....	7
图表 9: 中国观影需求仍具增长空间.....	7
图表 10: 历年中国影院数量.....	7
图表 11: 历年中国荧幕数量.....	7
图表 12: 今典院线 2013-2015 年票房收入复合增长率高达 41%	8
图表 13: 2015 年及 2016 年一季度全国院线排名.....	8
图表 14: 二三线城市逐渐成为票房主力.....	9
图表 15: 标的公司各产品营业收入 (万元)	10
图表 16: 标的公司各产品营业收入占比.....	10
图表 17: 公司将同标的公司形成业务协同优势.....	10
图表 18: 百度文学名家名作代表.....	11
图表 19: 影视业务营业收入 (万元)	12
图表 20: 影视业务毛利 (万元)	12
图表 21: 部分获奖作品.....	13
图表 22: 与公司签约的制作人员.....	13
图表 23: 公司签约艺人代表.....	14
图表 24: 环球影业重要系列电影.....	15
图表 25: 截至 2015 年 9 月主要游戏产品流水充值情况 (万元)	16
图表 26: 《倚天屠龙记》App Store 畅销排名.....	16
图表 27: 《诛仙手游》App Store 畅销排名	17
图表 28: 项目组开发游戏成本.....	17
图表 29: 各类游戏产品的营业收入 (万元)	18
图表 30: 各类游戏产品的营收结构.....	18
图表 31: 移动网络游戏的营业收入 (万元)	18
图表 32: 移动网络游戏的利润 (万元)	18
图表 33: 各类型游戏的主要运营模式.....	19
图表 34: 各运营模式下的营业收入 (万元)	19
图表 35: 各运营模式下的营收结构.....	19
图表 36: 《DOTA2》月度运营数据	20
图表 37: 公司 IP 改编影视作品计划表.....	21
图表 38: 公司 IP 改编游戏产品计划表.....	21
图表 39: 《射雕英雄传 3D》App Store 畅销排名.....	22

1. 公司运作：连续外延收购，布局泛娱乐领域

2004 年，完美世界成立，后成为国内最大的数字游戏公司之一；2006 年，第一款原创游戏《完美世界》上市；2007 年，完美世界登陆纳斯达克；2008 年，成立完美影视；2014 年，完美影视借壳金磊股份登录深圳证券交易所中小板；2015 年，完美世界完成私有化；2016 年，完美世界注入完美环球。

2016 年 7 月 26 日，上市公司名称变更为“完美世界股份有限公司”，公司证券简称由“完美环球”变更为“完美世界”（002624）。

图表 1：上市公司发展历程



资料来源：百度百科，东吴证券研究所

1.1. 收购完美世界游戏，游戏业务注入上市公司

2016 年 1 月，公司公告拟向完美世界（北京）数字科技有限公司和石河子市骏扬股权投资合伙企业（有限合伙）非公开发行股份，购买上海完美世界网络技术有限公司（以下简称“完美世界游戏”）100% 股权；同时募集配套资金不超过 50 亿元，用于影视、游戏等项目。完美数字科技为上市公司实际控制人池宇峰先生控制的企业，本次交易构成关联交易。

2016 年 4 月 20 日，公司完成对完美世界游戏 100% 股权的收购，交易对价 120 亿元，发行价格为 19.53 元。2016 年 4 月 28 日，发行股份购买资产部分新增股份上市。2016 年 6 月 16 日，发行股份募集配套资金部分新增股份上市。

图表 2：发行股份购买资产的具体情况

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，东吴证券研究所

图表3：募集资金投资项目

项目名称	投入金额（万元）
影视剧投资项目	145,000
游戏的研发运营与代理项目	100,000
多端游戏智能发行平台	70,000
偿还银行贷款	80,000
补充流动资金	60,000
院线及影院收购项目	65,000
合计	500,000

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

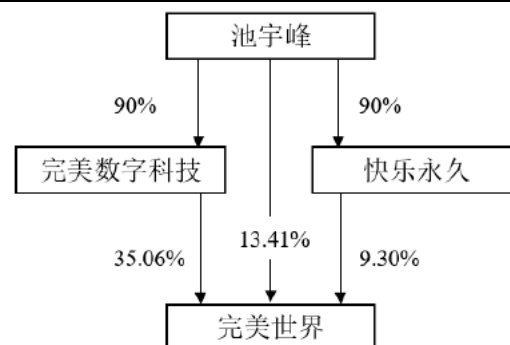
完美世界游戏承诺 2016 年度、2017 年度及 2018 年度实现的净利润分别不低于 75,500 万元、98,800 万元、119,800 万元。

上市公司实现影视与游戏产业的整合，公司的影视和游戏作品将有机会实现 IP 资源的共享，将两条产业链的源头合二为一，形成以 IP 资源为核心的多样化产业结构。

1.2. 股权结构调整，实质控制人不变

截至 2016 年 9 月 14 日，快乐永久、完美数字科技和池宇峰分别持有公司 122,224,703 股、460,944,729 股、176,344,734 股股份，分别占公司总股本的 9.30%、35.06%、13.41%。快乐永久、完美数字科技和池宇峰构成一致行动人，因此三者为公司的控股股东，合计持有公司 759,514,166 股股份，占公司总股本的比例为 57.77%。池宇峰直接及间接控制完美世界 57.77% 的股份，为本公司的实际控制人。

图表 4：完美世界的股权控制关系



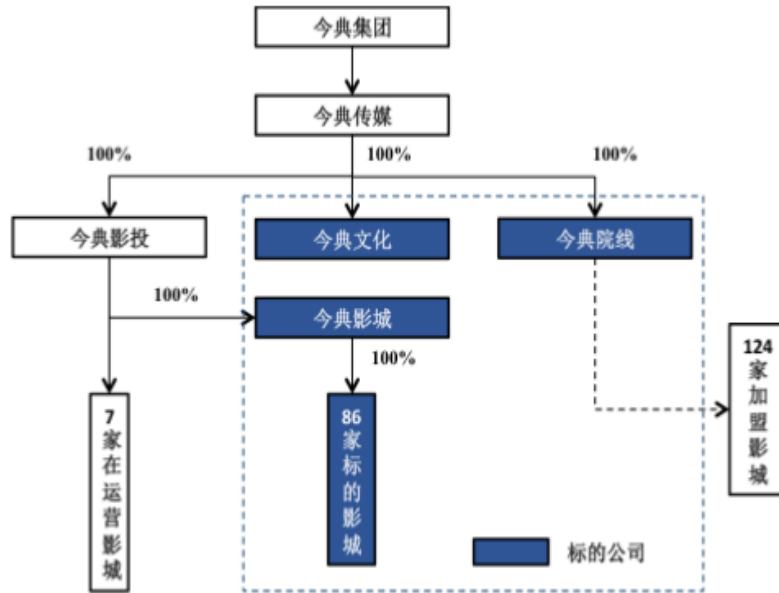
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 发力渠道业务，院线资源注入上市公司

2016 年 9 月 13 日晚间，公司公告拟以现金 13.53 亿元收购今典集团旗下今典院线、今典影城以及今典文化 100% 股权、交易对方及其关联实体对标的公司及其控制的下属公司持有的目标债权。为此，公司拟将 2016 年 4 月募投项目“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”的投资金额，由总计 36 亿元人民币变更为总计 29.5

亿元人民币，将变更的募集资金 6.5 亿元用于此次收购，收购所需的剩余现金则将通过银行借款筹措。

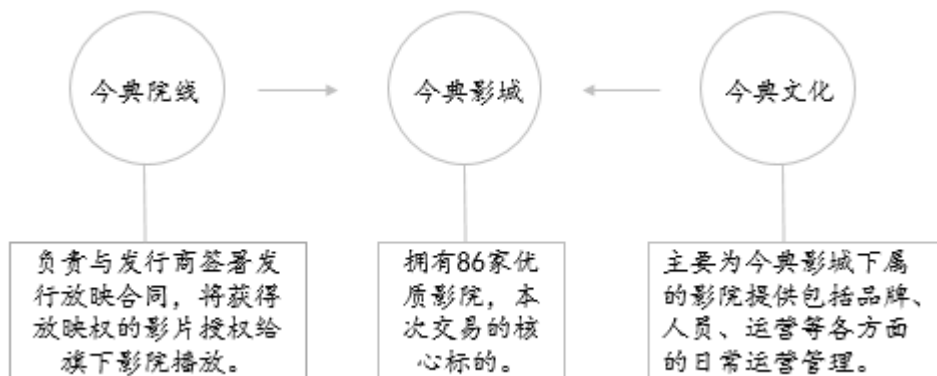
图表 5：待资产重组完成后交易标的资产情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

此次收购的三家公司业务各有分工，又互相支持，今典院线已打造全国布局，今典影城旗下则拥有 86 家全资标的影院。

图表 6：交易标的构成不可分割的业务主体

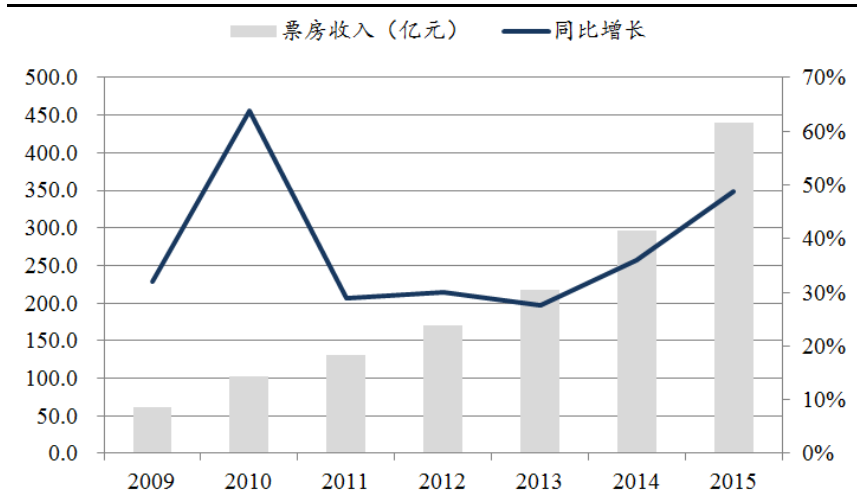


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 电影票房增长空间仍在，带动院线及影院行业发展

在我国，票房仍是院线及影院收入的主要来源，近几年我国和全球电影市场的蓬勃发展，为院线和影院行业的发展提供了良好的机遇。2016 年一季度，我国票房同比增长 50.9%，达到了 144.9 亿元，作为传统旺季的 2 月，单月票房收入达到 68.8 亿元，单月超过美国成为了全球电影市场的最大的票房市场。

图表 7: 历年中国电影票房收入



资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

据艺恩咨询的研究, 2013 年开始, 中国每单位观影人次可供影片数量低于美国, 中国电影供需指数基本逐年下降 (供需指数=影片数/观影人次*1 亿, 反映电影市场的供给和需求相对关系), 中国影片数量供给上仍和北美有较大差距, 中国观影需求仍具增长空间。

图表 8: 中国影片数量仍和北美有较大差距



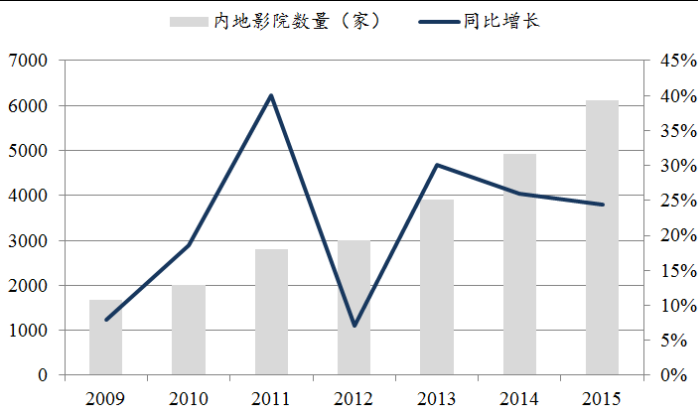
资料来源: 艺恩咨询, 东吴证券研究所

图表 9: 中国观影需求仍具增长空间



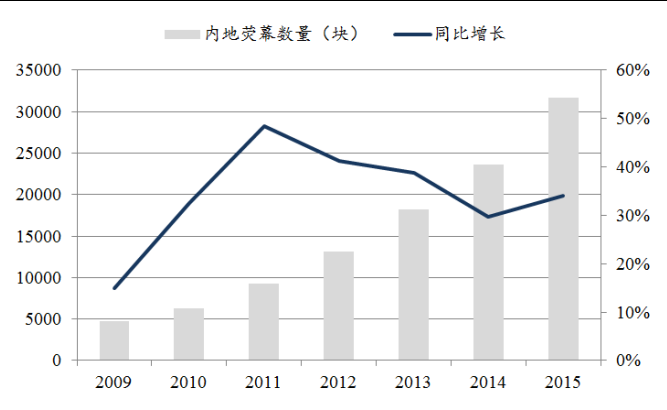
资料来源: 艺恩咨询, 东吴证券研究所

图表 10: 历年中国影院数量



资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

图表 11: 历年中国荧幕数量

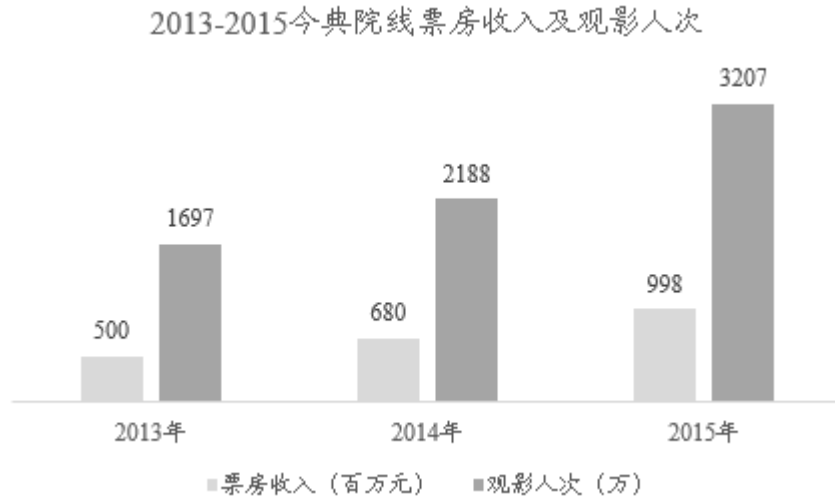


资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

2.2. 今典院线票房规模居前，社区影院是其优势所在

根据猫眼实时数据，截至 2016 年 9 月 23 日，今典院线 2016 年票房收入 8.1 亿，在全国城市 48 条城市院线中排名为第 13 位，比 2015 年全年排名上升两位。今典院线在 2013-2015 年票房收入复合增长率高达 41%，发展势头十分强劲。

图表 12: 今典院线 2013-2015 年票房收入复合增长率高达 41%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 13: 2015 年及 2016 年一季度全国院线排名

2015 年		2016 年一季度	
排名	院线	排名	院线
1	万达院线	1	万达院线
2	中影星美	2	大地院线
3	大地院线	3	中影星美
4	上海联合院线	4	上海联合院线
5	中影南方新干线	5	中影南方新干线
6	广州金逸珠江	6	广州金逸珠江
7	中影数字院线	7	中影数字院线
8	横店院线	8	横店院线
9	浙江时代	9	浙江时代
10	江苏幸福蓝海院线	10	华夏联合
11	四川太平洋	11	江苏幸福蓝海院线
12	华夏联合	12	四川太平洋
13	北京新影联	13	时代华夏今典
14	保利万和	14	北京新影联
15	时代华夏今典	15	保利万和

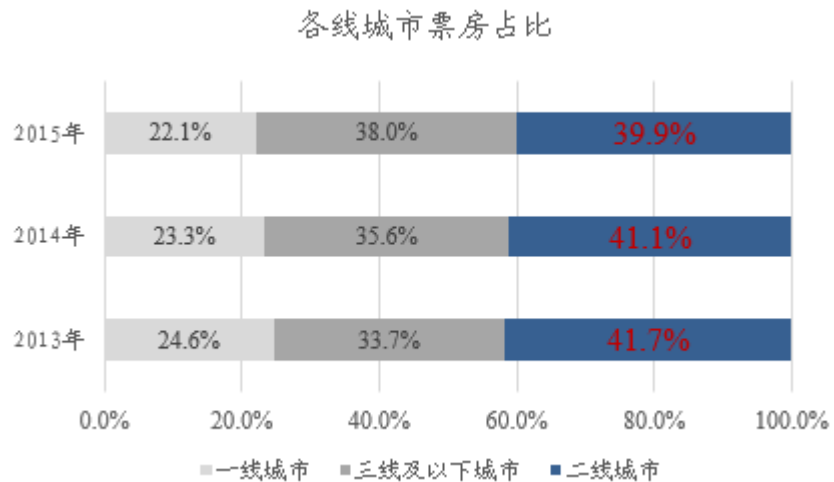
资料来源：中商情报网，东吴证券研究所

今典院线具有独特的业务优势，重点开拓影院市场中的细分领域社区影院市场，是国内社区影院的标杆企业。截至 2016 年 6 月 30 日，今

典院线旗下共 217 家可统计票房的自营和加盟影院，地理分布东北、华东、华南、西南等地区 20 个省份及直辖市，覆盖全国 62 个城市及自治州。本次收购的 86 家标的影院分布涵盖北京、上海、深圳等一线城市，青岛、厦门、济南等二线城市，包头、襄阳、大理等三线城市。

社区影院是院线未来拓张趋势，前景巨大。位于一线城市中心商圈的影院，因地价、租金等高企而运营成本较高，社区影院是指位于大型社区生活圈中的影院，场地相对较小，但是运营成本更低，也更能够满足观众方便快捷的观影需求。从 2013 年-2015 年间各线城市电影票房占比来看，一线城市份额在逐年降低，三线城市及以下份额在逐年上升，而二线城市总能保持在 40% 左右的电影票房贡献度。

图表 14：二三线城市逐渐成为票房主力



资料来源：2015 腾讯娱乐白皮书，东吴证券研究所

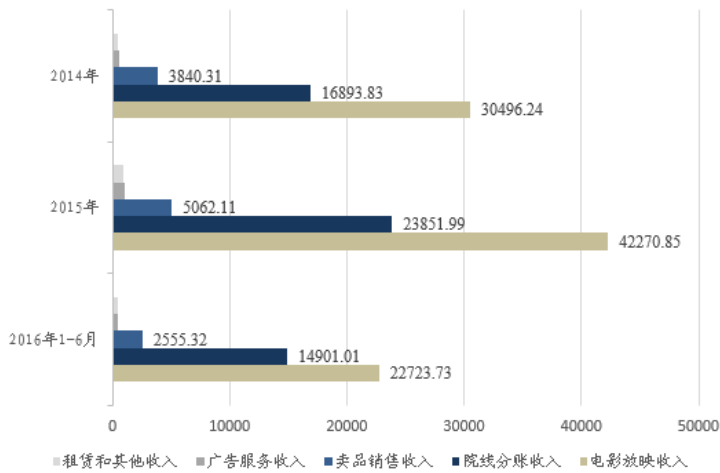
今典院线旗下自营 86 家影院，分布兼顾一线城市与二三线城市，其中在一二线城市的有 30 家，三四线城市影院合计 56 家。

2.3. 今典文化提供配套服务，增加新利润增长点

今典文化负责衍生品采购,包括餐饮、电影衍生品等产品。随着我国院线、影院的不断发展，餐饮、电影卖品及相关增值服务逐渐介入院线及影院的经营中，一方面可以为观众带来更好的观影体验，对观影人群形成一定的粘性，带动观影人次的提升，另一方面，该部分的产品与服务也能够成为未来院线及影院的利润增长点。

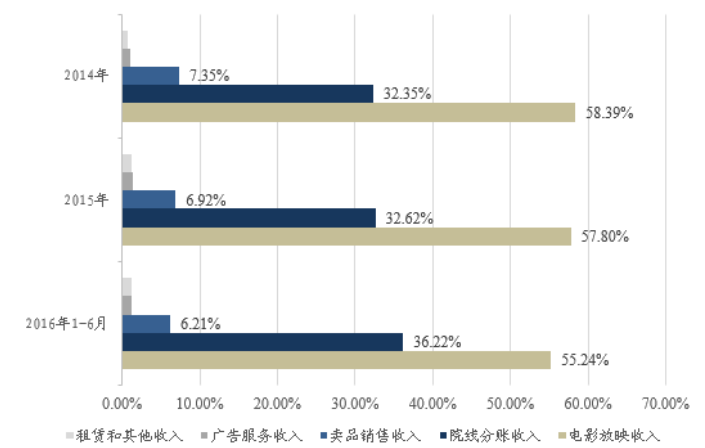
今典院线及影院并入后，公司将在原有的电影票房收入及电影版权收入基础上，获得电影制作分账收入+院线分账收入+影院分账收入+衍生品销售+电影广告收入。

图表 15: 标的公司各产品营业收入 (万元)



资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

图表 16: 标的公司各产品营业收入占比



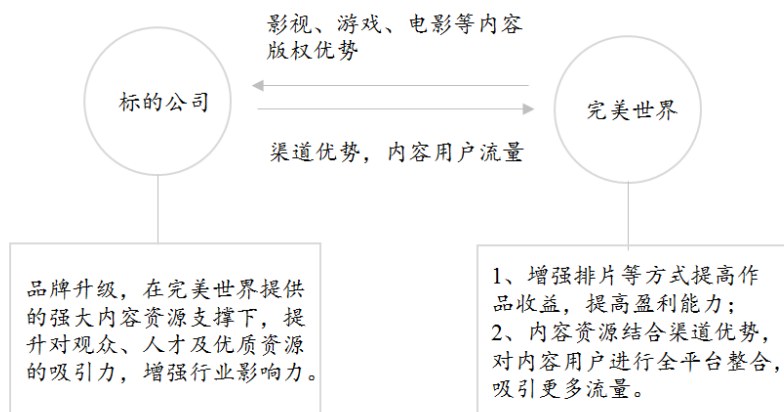
资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

2.4. “内容+渠道”深度融合, 战略协同助推影游联动

上市公司原主业为精品电视剧、电影的创作及艺人经纪业务, 在国内影视行业处于龙头地位, 在收购完美世界后, 公司将业务版图扩宽至网络游戏的研究、发行和运营, 成为国内领先的影游联动公司。根据万达院线做过的研究, 电影受众中 15-35 岁的年龄层占了 70-80%, 这也是游戏玩家的主力军。通过今典院线, 公司可以将游戏精准投放到与电影受众高度重合的游戏主力军, 充分连接公司游戏与电影两大主营业务。

通过本次并购, 今典集团优质的院线和影院资源纳入上市公司, 将打通公司电影业务上下游产业链, 补强渠道短板, 形成电影业务垂直一体化经营优势, 从以影视和网络游戏为核心的娱乐内容提供商, 转向涵盖内容、渠道和衍生业务的娱乐集团。

图表 17: 公司将同标的公司形成业务协同优势



资料来源: 东吴证券研究所

3. IP 储备: 优质作品储备丰富, 控股集团收购百度文学

3.1. 影游资源充足，衍生价值高

公司同时具备了强大的影视和游戏双领域 IP 创作和挖掘能力，经过多年的积累，储备了丰富的 IP 资源。

影视业务方面，近几年公司创作并拍摄了电视剧《男人帮》、《咱们结婚吧》、《北京青年》、《老有所依》、《神犬小七》系列、《麻辣变形记》、《大秧歌》，电影《失恋 33 天》、《钢琴》、《咱们结婚吧》，网络剧《灵魂摆渡》系列和综艺节目《极限挑战》、《跨界歌王》等优秀作品，其中有大量作品可在电影、电视剧、游戏、舞台剧等领域进行再创作，可以实现不同途径的变现，IP 衍生价值高。

游戏业务方面，公司原创打造了如“完美世界”、“神魔大陆”等多款知名 IP。此外，在国内市场上，公司挖掘了“笑傲江湖”、“诛仙”、“神雕侠侣”、“倚天屠龙记”和“射雕英雄传”等多个武侠玄幻题材的知名 IP；在海外市场上，公司也积极网罗了“星际迷航”、“无冬之夜”、“火炬之光”、“魔力宝贝”、“最终幻想”等优质 IP。

3.2. 完美数字科技控股百度文学，为上市公司获取优质网文资源提供便利

2016 年 7 月，完美数字科技正式宣布与百度旗下文学业务展开合作，对百度文学注资并实现控股。虽然目前百度文学的 IP 资源并未注入上市公司，但由于上市公司和百度文学均被完美数字科技控股，具有利益一致性，此次控股为上市公司在 IP 获取上提供了便利。

一方面，百度文学目前包括纵横中文网、91 熊猫看书、百度书城等子品牌，拥有大量优秀作者资源，积累了大批优质文学 IP。另一方面，公司在 IP 运营方面以“影游联动”的思路成功运营了一批优质 IP，拥有成熟的商业模式和丰富的经验。优质 IP 储备加上成熟的 IP 运营，加大未来出爆款的可能性。

名家名作：百度文学以“纵横中文网”为核心，拥有包括萧鼎、烟雨江南、萧潜、梦入神机、烽火戏诸侯、方想、无罪、更俗、流浪的蛤蟆、柳下挥、静官、郭怒、乱世狂刀等众多网文大神，签约作者超过 1 万，注册作者超过 40 万，书库作品超过 16 万。

图表18：百度文学名家名作代表

作者	代表作
梦入神机	《圣王》《星河大帝》
烽火戏诸侯	《老子是癞蛤蟆》《雪中悍刀行》
柳下挥	《天才医生》《火爆天王》
萧鼎	《诛仙》《诛仙2》
方想	《修真世界》《不败战神》
无罪	《仙魔变》《冰火破坏神》
郭怒	《场边上帝》《DOTA2之电竞之王》

静官 《兽血沸腾》《兽血沸腾2》

资料来源：百度文学，东吴证券研究所

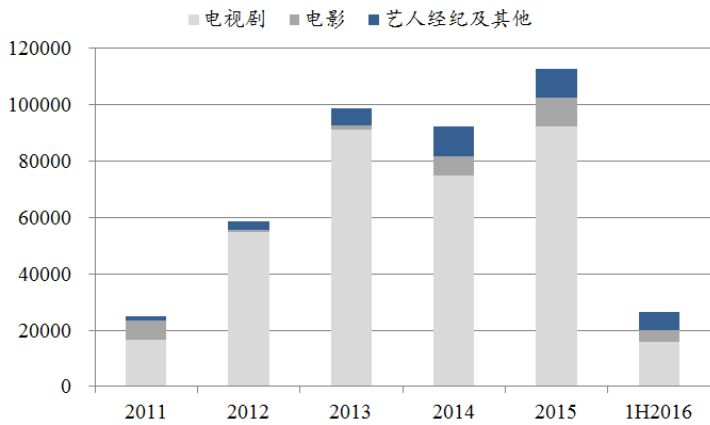
IP 改编效果显著：2015 年，根据百度文学纵横中文网大神柳下挥作品《终极教师》改编拍摄的《终极教师》第一、二季网剧相继在各大视频网站上线，全网播放总点击量超 2 亿，在“2015 百度沸点”上获得了“2015 年度百度十大热搜电视剧”的出色成绩。

4. IP 运营：影游格局形成，实现深度联动

4.1. 影视业务：多领域拓展，全球化布局

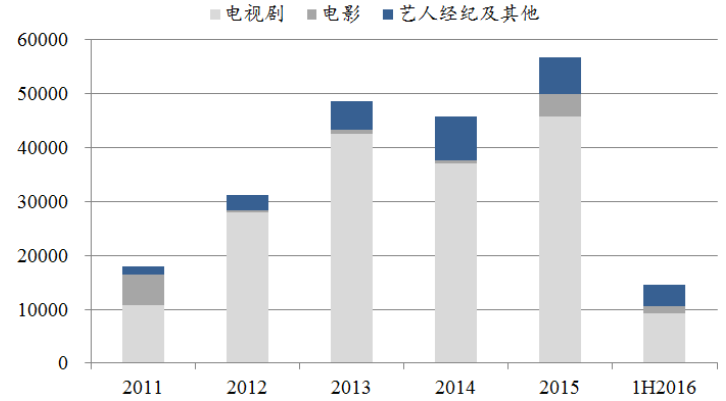
在影视业务方面，公司持续稳定发展电视剧业务，大力发展电影业务，积极拓展综艺栏目业务，适时发展艺人经纪、商务植入及其他业务，逐步完善公司产业链条。

图表 19：影视业务营业收入（万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 20：影视业务毛利（万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.1.1. 作品定位精品路线，不同形式间相互协同

电视剧：《老有所依》、《家，N 次方》、《北京青年》、《咱们结婚吧》、《陆贞传奇》、《打狗棍》、《麻辣女兵》、《倾世皇妃》、《青年医生》、《勇敢的心》、《神犬小七》、《大秧歌》、《麻辣变形计》等电视剧进入播出频道年度收视前三名，其中不乏排名同时段第一名，同时网络点击率也名列前茅。

电影：投资拍摄、出品了《钢琴》、《咱们结婚吧》、《等风来》、《触不可及》、《剩者为王》等影片，引进了《安德的游戏》、《灵魂战车》、《背水一战》、《Insurgent》系列等海外优质大片，取得了较好的票房收入和口碑。《失恋 33 天》以 890 万的小成本投资赚得 3.2 亿票房，成为小成本电影营销范例。

电影与电视剧作品的协同：在 2011 年出品的电影《失恋 33 天》取得了 3.2 亿票房后，公司在 2012 年利用影片题材拍摄了同名电视剧《失恋 33 天》并获得较高评价；公司 2013 年的热门电视剧《咱们结婚吧》

于 2015 年搬上大银幕，获得了 2.84 亿的票房。

网剧：出品网络剧《灵魂摆渡》系列，点击量累计超过 10 亿，占据网剧播放榜单前十。

综艺：参与投资制作了《极限挑战》系列、《跨界歌王》、《跨界喜剧王》等综艺节目，都取得了不错的口碑和收视率。

图表 21：部分获奖作品

作品	获奖情况
《北京青年》	2013 年第 29 届飞天奖长篇电视剧一等奖
《咱们结婚吧》	第二十届上海电视节白玉兰奖之电视剧银奖
《媳妇的美好时代》	第十二届精神文明建设“五个一工程”优秀电视剧奖
《老有所依》	第 29 届中国电视剧飞天奖长篇电视剧二等奖
《钢的琴》	2010 年东京国际电影节最佳男演员奖， 迈阿密国际电影节最佳国际电影奖等数十个奖

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.1.2. 绑定优秀人才，制作实力强劲

与导演的合作：公司自 2010 年开始与一些知名导演签署了独家排他性服务协议，并引入部分导演通过间接持股方式成为公司股东，具有长期性和稳定性。公司目前吸引并绑定了包括赵宝刚、滕华涛、郭靖宇、刘江、何静/吴玉江、钱雁秋等优秀导演和制片人团队。

图表 22：与公司签约的制作人员

姓名	职务	创作身份	代表作品（部分）	获奖情况（部分）
赵宝刚	鑫宝源艺术总监	导演	《奋斗》、《我的青春谁做主》、《婚姻保卫战》、《男人帮》、《北京青年》、《老有所依》	2013 年第 29 届飞天奖-优秀导演奖 2012 年华鼎奖最受欢迎导演
滕华涛	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》、电影《失恋 33 天》	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	《黎明之前》、《媳妇的美好时代》、《咱们结婚吧》	2014 年“白玉兰奖”最佳导演 2010 年度国剧盛典年度特别贡献奖
郭靖宇	完美建信总经理	导演	《铁梨花》、《打狗棍》	2011 年获得广电总局联合四大委员会授予的“二十年以来对中国电视剧事业做出突出贡献导演”荣誉称号
钱雁秋	完美影视钱雁秋工作室负责人	导演 编剧 演员	《神探狄仁杰 1、2、3》、《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》、《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》	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

何静	江河工作室 总监	制片人	《我是特种兵》、《麻辣女兵》
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》

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

与演员的合作：采取按剧选聘、一剧一签的合作模式。同时，子公司主要从事艺人经纪业务，针对某一部作品进行演员选聘的时候，在同等条件下优先考虑公司签约代理的艺人。

图表 23：公司签约艺人代表

所属公司	代表艺人
鑫宝源	王子文、姚笛、任重、张铎、杜江、张俪、陈小艺
完美建信	杨紫、杨志刚、黑子、史可

资料来源：完美世界影视官网，东吴证券研究所

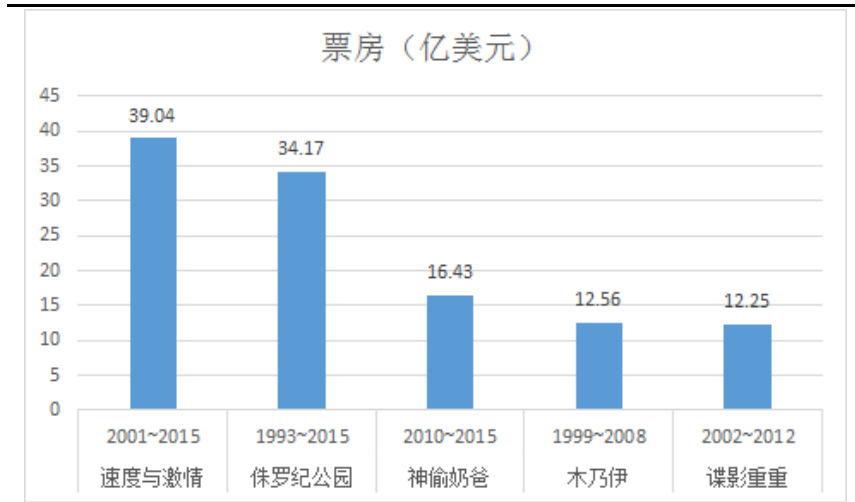
4.1.3. 与环球影业达成合作，国际格局再加码

设立影视投资基金：下属公司津完美文化传播有限公司与北京盛景嘉成投资管理有限公司共同出资设立影视投资基金。第一期基金总规模拟 15 亿元，并可根据需要增加。其中，天津完美传播总计出资 3.75 亿元。公司通过该影视投资基金的子基金控股完美环球投资股份有限公司，拥有 100% 的股权。

与美国环球影业展开合作：2016 年 1 月，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。协议规定：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。完美环球投资按投资比例获得每部影片的全球收益，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。

开辟国际电影市场，分享全球市场收益：此次合作不仅为公司的影视业务在海外市场的拓展，创造了更多的机遇，而且为公司在影视业务上分享更大的收益，创造更多的利润创造了条件。环球作为好莱坞八大影业公司之一实力非凡，与斯皮尔伯格、卢卡斯等著名导演保持长期合作，拥有如“侏罗纪公园”“速度与激情”“回到未来”等原创热门 IP，制作及发行了大量经典电影。

图表 24：环球影业重要系列电影



资料来源：好奇心日报，东吴证券研究所

4.2. 游戏业务：类型多元化，布局电竞/VR 新领域

公司的游戏业务涵盖了 PC 网络游戏（客户端游戏、网页游戏）、移动网络游戏和电视游戏。此外，公司还积极布局电子竞技领域，并涉足 VR 游戏市场。

4.2.1. 覆盖多类型游戏，IP 改编游戏成绩突出

公司以客户端网络游戏的开发和运营为起点。2006 年，完美世界游戏的首款大型多人在线全三维网络游戏《完美世界》正式进入商业化运营。2012 年完美世界获得了全球精品游戏大作《DOTA2》中国大陆地区的独家运营代理权。

2012 年，公司开始将业务拓广至网页游戏。同年，完美世界游戏发布了网页游戏《欧洲崛起》，另外也自主研发并运营了《Touch》、《冰火破坏神》等网页游戏。

2013 年，公司将业务拓展至移动网络游戏。同年 5 月，完美世界游戏发布了其首款移动网络游戏《完美世界楚汉传奇卡牌版》。截至 2016 年 3 月，完美世界游戏已自主研发并运营了 12 款移动网络游戏，同时代理了近 14 款手游，并将 8 款游戏向海外出口发行。《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》均已在 2014 年实现了季度充值收入过亿。

2013 年，公司开始涉足电视游戏领域。2014 年，完美世界游戏与微软公司达成战略合作，其首款电视游戏作品《无冬 OL》Xbox 版成为了微软电视游戏设备 Xbox One 正式入华后首发阵容中唯一一款第三方游戏产品。欧美市场上的首个道具收费制电视游戏《无冬 OL》Xbox 版于 2015 年 3 月上线。2016 年 7 月 19 日，公司又推出了 PS4 版本。截至 2016 年 8 月底，《无冬 OL》累计充值已超过 1600 万美元。

收入中占比较高的游戏产品很多是基于知名 IP 开发的，拥有广泛的用户群体，不仅可以迅速实现营收，而且用户对于 IP 的忠诚度比一般游戏更高，可以延长游戏的生命周期。完美世界游戏推出的客户端游戏《诛仙》至今已上线超过 8 年，季度充值依然维持在亿元的规模；而移动网络游戏《神雕侠侣》至今上线时间已超过 2 年，季度充值仍接近亿元。

图表25：截至2015年9月主要游戏产品流水充值情况（万元）

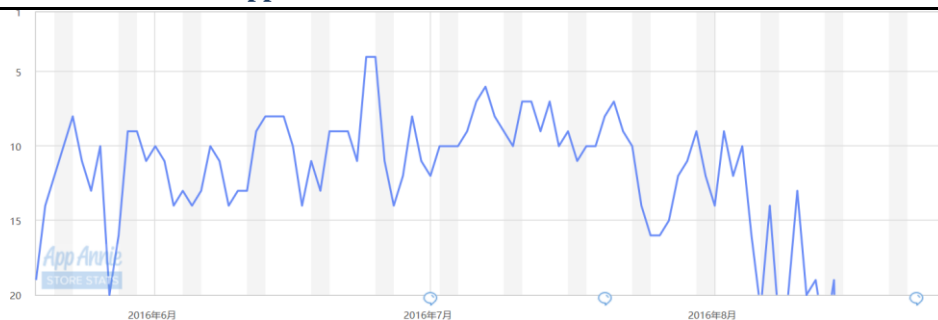
游戏名称	游戏类型	上线时间	运营周期 (年)	2013年	2014年	2015年 1-9月
诛仙	端游	2007年5月	8.33	69,312	54,927	36,340
完美国际国际版	端游	2006年12月	8.75	37,121	37,593	24,780
笑傲江湖OL	端游	2013年6月	2.25	37,328	28,336	13,424
神魔大陆	端游	2010年10月	4.92	12,755	10,076	4,843
圣斗士星矢online	端游	2013年4月	2.42	18,246	11,945	3,786
武林外传	端游	2006年9月	9.00	11,418	8,730	5,825
神鬼传奇	端游	2009年4月	6.42	10,637	7,553	3,892
神雕侠侣	端游	2012年9月	3.00	12,275	7,434	2,666
DOTA2	端游	2013年12月	1.75	1,775	23,554	32,901
神雕侠侣	手游	2013年8月	2.08	14,577	47,938	36,543
魔力宝贝	手游	2014年7月	1.17	-	28,882	22,595
神魔大陆	手游	2014年6月	1.25	-	13,670	10,820
无冬OL	电视游戏	2015年3月 (全球)	0.50	-	-	3,226万 美元

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司研发的 MMORPG 手游《倚天屠龙记》邀请了诸多领域的明星人物鼎力支持。其中，音频怪物为游戏拍了一支 MV，武侠小说巨匠温瑞安为游戏作词一首，历史达人汗青为游戏打造了真实比例的屠龙刀和倚天剑，而作为代言人的张雨绮，以周芷若与张无忌的霸气扮相将游戏送上了众多平台的话题榜首。

《倚天屠龙记》于 2016 年 5 月 18 日全平台正式上线，自 5 月 19 日在苹果 App Store 免费运营至 8 月 26 日的 100 天内，《倚天屠龙记》有 37 天位列 TOP10，85 天位列 TOP20，显示出了较高的受欢迎度和较强的稳定性。

图表 26：《倚天屠龙记》App Store 畅销排名

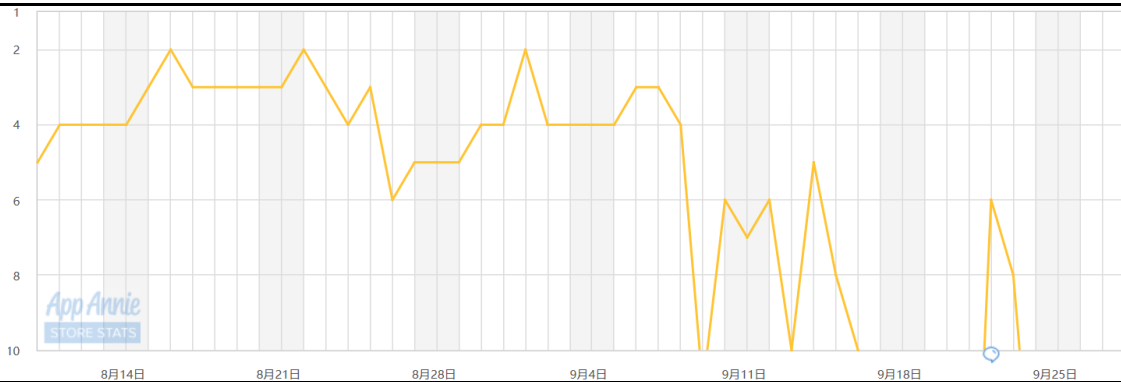


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

《诛仙手游》于 2016 年 8 月 10 日全平台正式公测，由任贤齐、王子文出演的《诛仙手游》电影“时光诛仙”也同步首映。截止今年年底，全年流水预期 11 亿。

《诛仙手游》首发即连续两周位列苹果 App Store 畅销榜 TOP5，截至 9 月 25 日，《诛仙手游》上线的 47 天内，一直位列 TOP20，表现出顶级 IP 强大的粉丝基础。

图表 27: 《诛仙手游》App Store 畅销排名



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2.2. 研发技术领先，侧重移动重度游戏

公司拥有完全独立自主的游戏引擎开发能力和强大的服务器程序研发实力，在游戏产品创意上有实质性的突破。由自研引擎 Angelica 3D 开发的经典之作《完美世界》首创了飞行系统和形象自定义系统，允许角色自由地飞行，并在连续不断变化的地形和环境中无缝地移动，而不必像在许多其他的网络游戏一样等待场景的变化。同样地，其多端 3D 音乐舞蹈类游戏《TOUCH 舞动全城》通过自定义形象、情侣合舞等多种玩法增强了持续可玩性，还采用了精雕细琢的人物及场景设定，具有惊人的画面表现力。同时，该游戏独有 TOUCH 模式和泡泡模式等创新玩法，极大程度上增强了游戏的趣味性，成为了音乐舞蹈类游戏中极富创意的经典产品。

公司的研发工作采用项目组制的模式。各个产品项目组的职责包括游戏产品的开发和上线后的版本更新，在制作人的协调和把控下，策划、程序开发和美工团队分别开展其研发工作。

图表 28: 项目组开发游戏成本

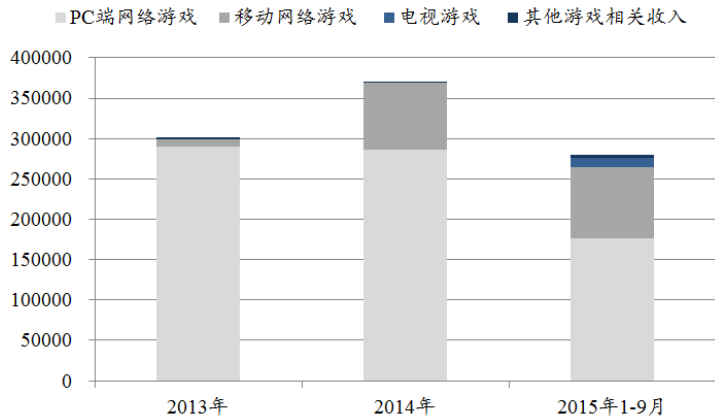
项目	重度游戏	轻度游戏
开发期	12-18个月	6-12个月
成本费用	3,000-6,000万元	1,500-3,000万元
技术团队	80-120人	50-80人

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来，公司 PC 端游戏的收入比例不断下降，但依旧占据主导地位。移动网络游戏的收入比例增长迅速，电视游戏的收入也成为新的利润增

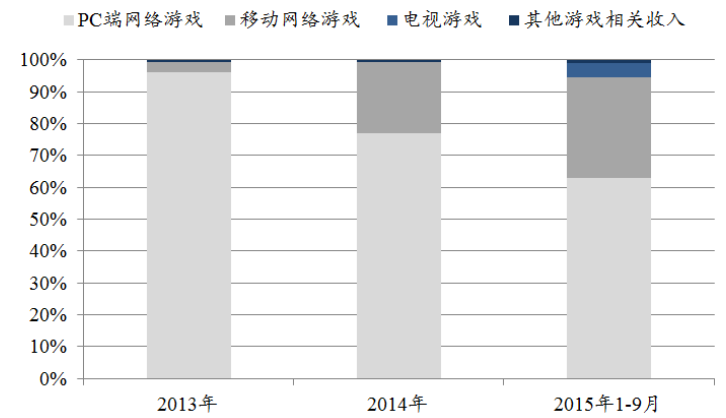
长点。

图表 29：各类游戏产品的营业收入（万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 30：各类游戏产品的营收结构

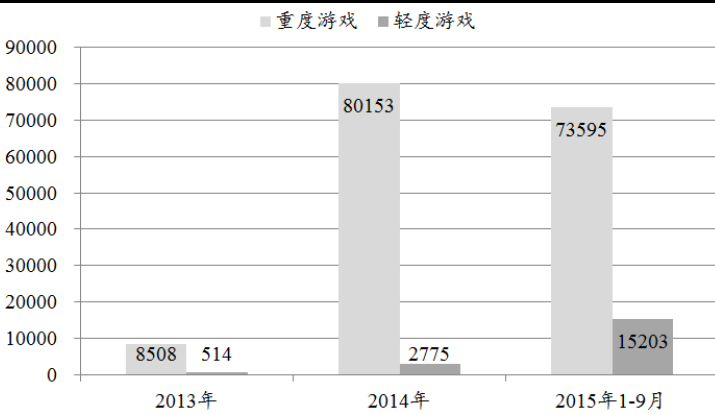


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

一方面，公司在客户端游戏领域具有十余年的开发经验，并且自主研发了 ERA 等移动游戏引擎，能够高效地开发出用户体验卓越的精品重度移动网络游戏。另一方面，重度游戏用户粘性较强，生命周期相对较长，持续付费能力较强。

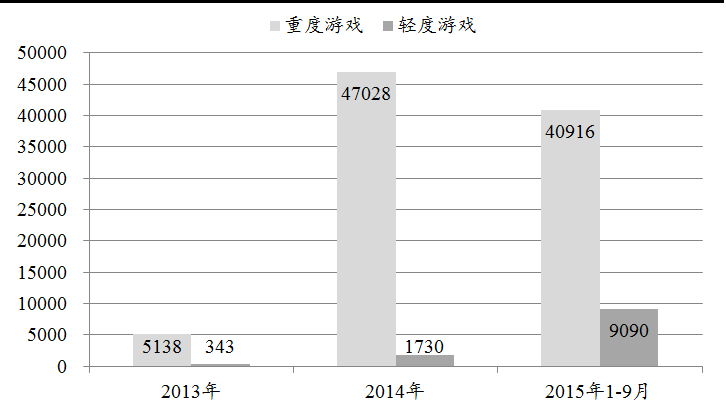
截至 2015 年 9 月 30 日，完美世界共运营移动网络游戏 27 款，其中重度游戏 7 款、轻度游戏 20 款，而重度移动网络游戏在移动网络游戏中的收入占比至少在 80% 以上，盈利能力远大于轻度游戏。

图表 31：移动网络游戏的营业收入（万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 32：移动网络游戏的利润（万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

基于完美世界技术经验优势与重度移动网络游戏的经济效益，未来，完美世界将以移动网络游戏的重度游戏研发为主。目前，完美世界在研的 25 款游戏中，5 款端游，1 款页游，15 款手游，4 款电视游戏。15 款游戏中重度游戏为 13 款，轻度游戏为 2 款。

4.2.3. 多种方式并行运营，联运营收增长迅速

在自主运营模式下，公司全面负责自主研发游戏产品的推广、客户服务、技术支持和维护等工作并提供代理游戏的运营服务。当需要进行

付费时，玩家通过支付渠道直接付费给公司。

在联合运营模式下，公司与苹果 AppStore、腾讯、应用宝等游戏平台类公司共同运营游戏，公司只需要负责版本更新、技术支持和维护，提供部分客户服务。

公司一方面在国内进行海外优质游戏产品的代理运营，另一方面也将自研产品对海外授权，让海外公司代理运营。代理商以版权金或预付款的形式获得产品的代理权，在发行商所获资质的平台上发行，由代理商负责游戏的发行推广、游戏运营收入的结算，而游戏研发商主要负责提供游戏产品、相关的软件及技术支持。

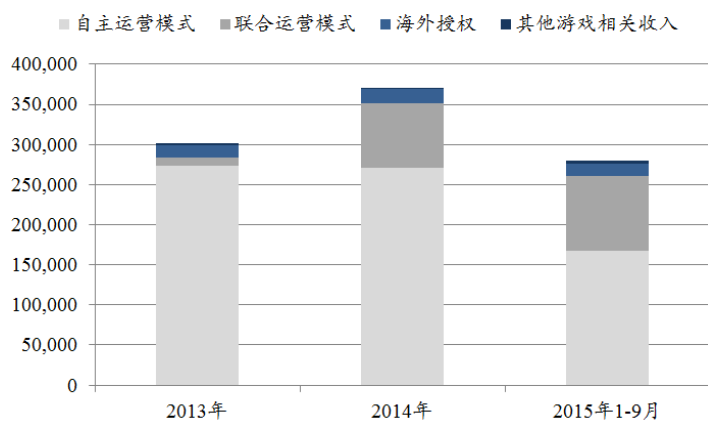
图表 33: 各类型游戏的主要运营模式

游戏类型	国内市场	重点国外市场	其他海外市场
客户端游戏	自主运营； 对海外优质产品进行代理运营	海外子公司自主运营	将自研产品对外授权，让其他公司代理运营
网页游戏	联合运营； 对海外优质产品进行代理运营	海外子公司联合运营	同上
移动游戏	联合运营； 对海外优质产品进行代理运营	同上	同上
电视游戏	联合运营	同上	同上

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

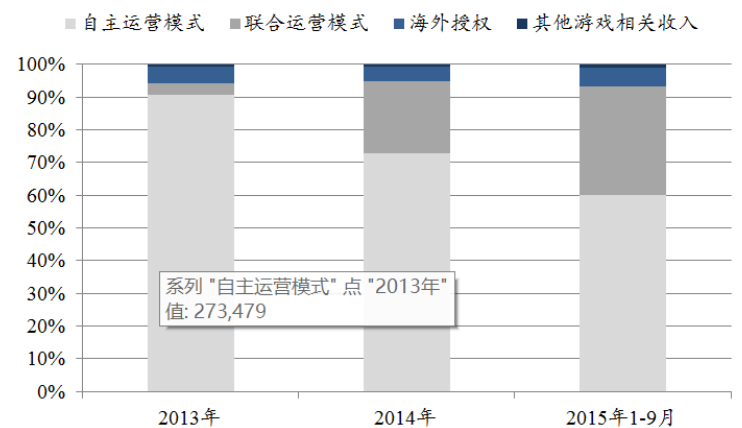
近年来，自主运营的收入比例逐渐下降，但依旧占主导地位。移动网络游戏多采取联运模式，由于公司移动网络游戏收入比例的增加，公司联运模式下的营业收入增长迅速。

图表 34: 各运营模式下的营业收入 (万元)



资料来源：文化部，东吴证券研究所

图表 35: 各运营模式下的营收结构



资料来源：天下网盟，东吴证券研究所

4.2.4. 电竞赛事刺激游戏热度，拓宽盈利模式

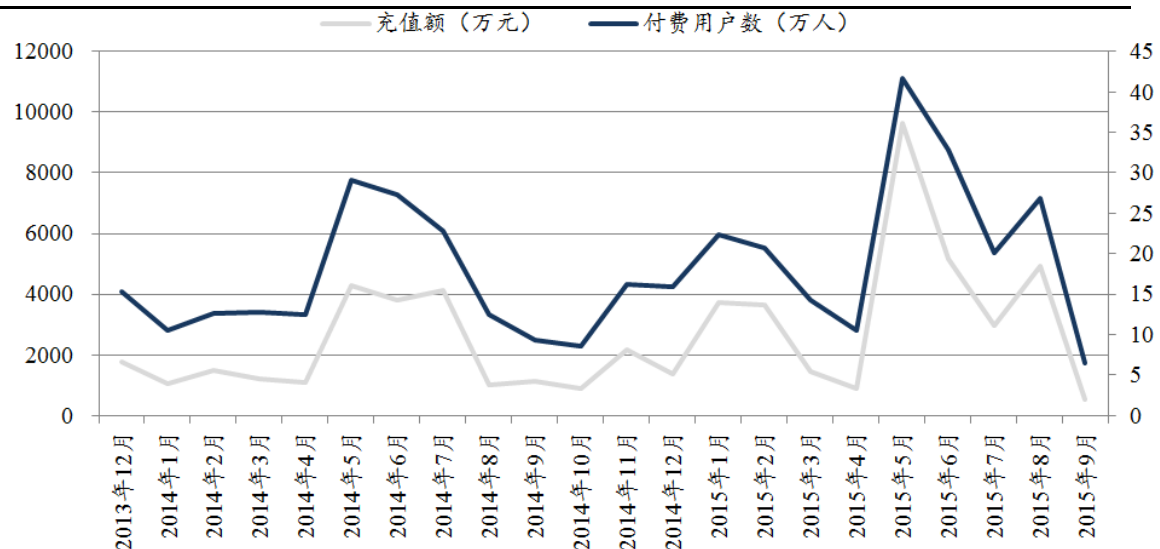
自 2013 年起，完美世界积极布局电竞板块，利用其热门 MOBA 类游戏《DOTA2》参与举办了 DOTA2 的相关赛事，之后又取得了国际电竞游戏大作 CS:GO 在中国大陆地区的代理权。

以《DOTA2》为例，其运营指标随赛事活动的时间安排表现出了一定波动，通常赛事活动期间玩家付费意愿比较强烈，付费用户数、充值额等运营指标大幅提高，赛事活动过后相关运营指标会短暂下滑到谷底，之后回归至正常水平。

2014 年 5 月至 7 月，付费用户数和充值额显著高于该年度其他月份，其主要原因为：2014 年 5 月，TI 中国区预选赛开幕，吸引了大量用户登录游戏进行观战并体验对战，“DOTA2 商城”的 2014 年国际邀请赛互动指南也随之上线，大幅刺激了用户的付费意愿。

2015 年 5 月至 8 月，付费用户数和充值额大幅升高，其主要原因为：2015 年 5 月 TI5 中国预选赛开幕，TI5 互动指南随之上架，通过让用户充值付费获得积分，提升互动指南等级，从而获得更多奖励的方式，极大的刺激了用户的充值消费欲望。与此同时，项目组配合互动指南开展的国服欢庆祭活动也对付费意愿的提升起到了一定作用。

图表 36: 《DOTA2》月度运营数据



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司以电竞赛事的模式运作《Dota2》，盈利模式不单纯是传统游戏的盈利模式，未来盈利模式将包含几个方面：1) 游戏付费，会越来越流行，付费用户数量也会越来越多；2) 赛事观看，观赏性非常强；3) 围绕观众和粉丝的周边产品销售；4) 联赛化，明星效应和广告经纪价值也会是一部分收入来源。

此外，公司开始涉足 VR 领域，首款 VR 游戏《深海迷航》已经作为 Oculus Rift 2016 年 3 月 28 日上市后的首批游戏，在全球范围内发售。

4.3. 以 IP 为轴心，进行影游深度联动

公司无论是在游戏还是影视上都有丰富的 IP 储备，以优质 IP 为核心，将构建 IP 一体化的运作体系。

图表37: 公司IP改编影视作品计划表

类型	投资项目名称	计划投资金额 (万元)	IP
电视剧/网剧	《陆小凤》1-5	30,000	根据古龙《陆小凤传奇》改编
电影	《活着再见》三部曲	18,000	根据邵雪城《活着再见》改编
电视剧	《绝代双骄》	7,500	根据古龙《绝代双骄》改编
电视剧	《麻辣变形计 (第三季)》	5,000	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
电视剧	《山月不知心底事》	4,000	根据辛夷坞《山月不知心底事》改编
电影	《陈白露》	3,000	根据海棠《我的朋友陈白露小姐》改编

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表38: 公司IP改编游戏产品计划表

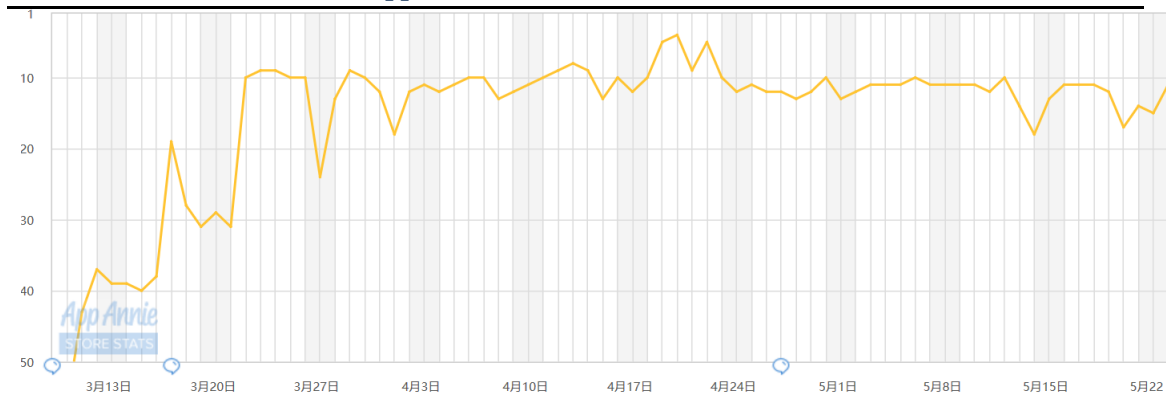
游戏名称	IP	(预计) 上线时间
射雕英雄传	改编金庸小说	2016年3月17日
倚天屠龙记	改编金庸小说	2016年5月18日
大主宰	改编自天蚕土豆的玄幻网络小说	2016年7月21日
诛仙手游	改编自热门端游《诛仙》	2016年8月10日
遮天	改编自辰东的仙侠网络小说	2016年10月13日
最终幻想	改编自日本Square发行的《最终幻想》	2016年第3季度
神鬼传奇3D	改编自同名电影	2016年第3季度
三国无双	三国IP	待定

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2015年11月, 公司联合华策影视公布《射雕英雄传3D》手游与《射雕英雄传》影视剧两个项目间将开展战略合作计划, 国内首例“游戏影视产品同期启动”的项目, 不仅仅在推广层面, 在制作层面也会进行合作, 对进行“射雕英雄传”IP深度开发。

电视剧由蒋家骏执导, 郭靖宇监制, 于2016年3月10日开机, 8月26日杀青。手游由完美世界射雕端游核心团队打造, 3月17日在苹果App Store免费运营以来, 长居畅销榜TOP20, 并多次冲上TOP10。

图表 39: 《射雕英雄传 3D》App Store 畅销排名



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

目前业界的“影游联动”更多的是游戏公司取得影视作品的游戏改编权，是两家公司的业务合作，游戏、影视在联动上都是先游戏、后影视，或者先影视、后游戏。

公司将游戏和影视业务合体，使得“影游互动”不再是两家公司业务层面的合作，而是一家公司内在的、源头上的协同。因此，影视与游戏可以实现产品层面与推广层面上的联动。产品层面，影视与游戏在设计时就会围绕 IP 去考虑如何联动，同时，影视与游戏可以联合推广，扩大推广面及推广效果。

附：完美世界三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2498	5009	6888	9129	营业收入	1129	5273	6245	7271
现金	1098	1363	2661	4309	营业成本	562	1777	2049	2315
应收款项	678	1533	1815	2114	营业税金及附加	9	40	48	56
存货	344	868	1001	1131	营业费用	80	682	812	945
其他	378	1245	1411	1575	管理费用	109	1582	1811	2109
非流动资产	533	3002	2951	2879	财务费用	45	40	32	27
长期股权投资	416	683	683	683	投资净收益	25	86	86	86
固定资产	8	347	339	331	其他	21	4	0	0
无形资产	3	136	238	316	营业利润	328	1234	1579	1905
其他	106	1836	1691	1549	营业外净收支	57	72	72	72
资产总计	3031	8011	9839	12008	利润总额	385	1306	1651	1977
流动负债	1239	3890	4233	4625	所得税费用	86	131	166	199
短期借款	309	0	0	0	少数股东损益	11	47	59	71
应付账款	18	291	337	381	归属母公司净利润	288	1128	1426	1707
其他	912	3599	3896	4244	EBIT	370	1,188	1,525	1,846
非流动负债	643	682	682	682	EBITDA	381	1,379	1,743	2,085
长期借款	643	643	643	643					
其他	0	39	39	39	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1882	4572	4915	5306	每股收益(元)	0.52	0.86	1.08	1.30
少数股东权益	123	531	590	660	每股净资产(元)	1.83	2.21	3.30	4.60
					发行在外股份(百万股)	559	1314	1314	1314
归属母公司股东权益	1026	2909	4334	6042	ROIC(%)	35.91%	377.10%	291.80%	276.93%
负债和股东权益总计	3031	8011	9839	12008	ROE(%)	28.12%	38.78%	32.89%	28.26%
					毛利率(%)	50.20%	66.30%	67.18%	68.16%
现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT Margin(%)	32.74%	22.53%	24.42%	25.39%
经营活动现金流	198	2035	1308	1658	销售净利率(%)	25.54%	21.39%	22.83%	23.48%
投资活动现金流	-510	-2042	-10	-10	资产负债率(%)	62.10%	57.07%	49.96%	44.19%
筹资活动现金流	923	272	0	0	收入增长率(%)	21.99%	366.90%	18.43%	16.43%
现金净增加额	611	265	1298	1648	净利润增长率(%)	51.66%	290.99%	26.40%	19.76%
折旧和摊销	11	191	219	239	P/E	168.54	43.11	34.10	28.47
资本开支	-2	-108	-96	-96	P/B	47.39	16.71	11.22	8.05
营运资本变动	-126	927	-238	-201	EV/EBITDA	36.06	11.55	9.40	9.23
企业自由现金流	584	1085	1367	1691					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>