

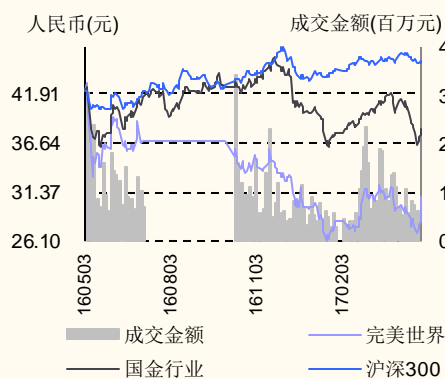
市场价格(人民币): 30.82元

目标价格(人民币): 37.60元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	308.94
总市值(百万元)	40,518.20
年内股价最高最低(元)	43.10/26.10
沪深300指数	3439.75
深证成指	10234.65



泛娱乐产业全面布局, 龙头价值突显

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.591	0.887	1.147	1.400	1.654
每股净资产(元)	1.83	5.20	6.16	7.28	8.72
每股经营性现金流(元)	0.35	0.83	1.25	1.12	1.32
市盈率(倍)	35.56	33.58	24.97	20.45	17.31
行业优化市盈率(倍)	61.74	68.82	72.02	72.02	72.02
净利润增长率(%)	51.66%	304.34%	29.25%	22.11%	18.12%
净资产收益率(%)	28.12%	16.17%	17.65%	18.23%	17.98%
总股本(百万股)	487.71	1,314.67	1,314.67	1,314.67	1,314.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **手游方面, 公司成功发行多款重量级游戏, 未来将加大对于手游投入提升市场份额。**2016年, 公司发行的《倚天屠龙记》、《诛仙手游》、《火炬之光》、《最终幻想》等均受到了广大玩家的一致好评。诛仙手游, 上线前两个月预计流水在4~5亿左右, 17年1季度预计平均流水在1.8亿左右, 全年来看流水仍将保持稳定。目前, 《完美世界国际版》手游、《武林外传》手游、《笑傲江湖》手游等正在研发过程中; 同时, 公司还将在持续发挥MMORPG类游戏优势的基础上, 积极布局移动游戏细分市场, 涵盖二次元、动漫、影视题材, 以及战棋、格斗、SLG、军事、卡牌类等多种游戏类型的项目正处于研发过程中, 如《梦间集》、《三国无双》等。
- **端游精品持续运营, 借助《DOTA 2》、《CS:GO》重点发力电竞领域。**目前公司重点端游《DOTA 2》、《完美世界国际版》、《诛仙》、《笑傲江湖》等保持稳定的流水和玩家活跃度, 我们预计《DOTA2》、《诛仙》年收入超过4亿; 《完美世界国际版》收入超过3亿。2017年, 公司获得了国际电竞游戏大作《CS:GO(反恐精英:全球攻势)》在中国大陆的独家运营代理权。同时, 公司代理发行的DIY类休闲竞技端游《Crossout(创世战车)》也将在2017年上线。《CS:GO》国服已经于4月18日开始首测, 公司将通过《DOTA 2》、《CS:GO》、《创世战车》打造电竞嘉年华, 将电竞游戏用户群体扩大, 形成梯队式的电竞体系。根据监测Steam数据的第三方网站GitHyp公布的调查报告显示: 按照最高在线人数统计, 《DOTA2》和《CS:GO》是在Steam平台分列前两名的游戏。《CS:GO》的上线将进一步加强公司在端游领域的市场份额。
- **影视方面, 布局“内容+渠道”, 完善产业版图。**影视剧制作方面公司和众多业内知名编剧、导演保持良好的合作关系, 包括赵宝刚、滕华弢、刘江、郭靖宇等。2016年, 公司出品的影视剧《神犬小七》第二季、《麻辣变形计》先后在湖南卫视暑期档热播, 取得同时段收视率第一的好成绩; 《灵魂摆渡》在爱奇艺播出首日即点击量破亿; 《射雕英雄传》在东方卫视热播, 获得口碑、收视率双丰收; 2017年, 《思美人》、《娘道》、《我的! 体育老师》即将上映; 《深海利剑》、《神犬小七》第三季等项目也按计划推进中。渠道方面, 公司先后收购了今典院线、今典影院、金华时代等院线及影院资产, 初步完成影院渠道布局。通过对今典的收购, 公司获得了优质的院线和影院资源, 包括旗下拥有217家影院的院线资源, 其中86家为自营影院。未

常兆亮 分析师 SAC 执业编号: S1130517010002
(8621)60935529
changzhaoliang@gjzq.com.cn

石晨曦 联系人
(8621)61038200
shichenxi@gjzq.com.cn

来，公司还将加码高端影院的布局，进一步完善渠道端，形成“内容+渠道”的泛娱乐平台布局。

投资建议和估值

- 我们预计，公司 2016E、2017E、2018E 收入为 83.40 亿、102.44 亿、121.53 亿；归母净利润分别为 15.07 亿、18.41 亿、21.74 亿；对应 EPS 分别为 1.147 元、1.400 元、1.654 元。按照行业内可比公司给予公司 33X17PE，目标价 37.6 元，给予“买入”评级。

风险

- 游戏不能按时上线或影视档期问题；行业增速放缓。

内容目录

游戏、影视产业龙头，打造泛娱乐平台.....	4
发展历程—整合游戏、影视资产，搭建大文化平台.....	4
公司主业保持稳定增长，毛利率位于行业前列.....	5
深耕游戏领域，打造精品游戏实力雄厚.....	6
老牌游戏厂商，研发实力保证游戏品质.....	6
发力手游、电竞，精品大作蓄势待发.....	7
影视业务布局“内容+渠道”，平台化发展.....	10
影视内容：优秀团队确保头部内容产出.....	10
院线：渠道联结内容，协同创造更大价值.....	12
盈利预测与估值.....	12
风险提示.....	12

图表目录

图表 1：公司发展历程重要事件.....	4
图表 2：完美影视业绩（归母扣非净利润，单位：万元）.....	4
图表 3：完成增发后主要股东及其一致行动人持股比例.....	5
图表 4：公司股权关系图.....	5
图表 5：公司营收和净利（调整后）.....	6
图表 6：公司营收结构.....	6
图表 7：公司营收结构细分.....	6
图表 8：历年毛利率（电视剧/电影业务）.....	6
图表 9：DOTA 2.....	7
图表 10：CS:GO.....	7
图表 11：2016 年全球电竞奖金排行榜.....	8
图表 12：Steam 平台游戏按最高在线人数排名.....	8
图表 13：诛仙手游.....	9
图表 14：《诛仙手游》ios 中国区游戏畅销排名情况.....	9
图表 15：公司 2017 年自研/代理游戏项目.....	10
图表 16：公司 2017 年电视剧投资计划.....	11
图表 17：公司 2017 年电影投资计划.....	11
图表 18：公司 2017 年电影投资计划.....	12
图表 19：今典自营影院经营数据.....	12
图表 20：公司盈利预测（单位：百万）.....	13
图表 21：可比公司估值.....	13

游戏、影视产业龙头，打造泛娱乐平台

发展历程—整合游戏、影视资产，搭建大文化平台

- 公司于 2014 年 12 月 19 日通过重大资产重组登陆深圳证券交易所中小板，于 2016 年 4 月 28 日成功收购大股东旗下游戏资产上海完美世界网络技术有限公司。至此，公司拥有北京完美影视传媒有限责任公司和上海完美世界网络技术有限公司两大全资子公司，公司业务涵盖影视剧制作、发行、营销等相关业务和网络游戏开发、发行和运营等相关业务。2016 年 7 月，公司更名为完美世界股份有限公司。2016 年 9 月，公司拟收购今典集团旗下今典院线、今典影城以及金典文化，收购核心为今典影城所拥有的 86 家影院，完成了渠道与内容的融合。

图表 1：公司发展历程重要事件



来源：公司公告 国金证券研究所

- 完美影视一直坚持精品电视剧路线，其电视剧、电影及经纪人业务为其主要业务收入源。完美影视具有优秀的创意及制作团队，成功创作多部优秀作品，在电视剧方面有《北京青年》、《神犬奇兵》《勇敢的心》《冰与火的青春》《麻辣变形计》等，在电影方面有《咱们结婚吧》《失恋 33 天》等，完美影视还曾创作网络剧《灵魂摆渡》以及参与投资大型真人秀《极限挑战》节目，均取得较高的收视率。

完美影视 2014 年、2015 年、2016 年承诺业绩为，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 17,500 万元、24,000 万元、30,000 万元；实际发生数为 18,822.14 万元、25,674.01 万元、32,829.53 万元；完成率分别达到 107.60%、106.98%、109.43%。

图表 2：完美影视业绩（归母扣非净利润，单位：万元）

	2014 年	2015 年	2016 年
承诺业绩	17,500	24,000	30,000
实际业绩	18,822.14	25,674.01	32,829.53
完成率	107.60%	106.98%	109.43%

来源：公司公告 国金证券研究所

- 完美世界是中国领先的网络游戏开发商、发行商和运营商。自成立之日起，公司从客户端游戏领域出发，先后涉足网页游戏、移动网络游戏和电视游戏，推出了《完美世界》、《武林外传》、《完美世界国际版》、《诛仙》、《神魔大陆》、《神雕侠侣》、《笑傲江湖 OL》、《无冬 online》等客户端网络游戏，《Touch》等网页游戏，《神雕侠侣》移动版、《神魔大陆》移动版、《魔力宝贝》、《射雕英雄传》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》等移动网络游

戏，以及《无冬 OL》Xbox 版等电视游戏产品，并代理了《DOTA2》等国际知名游戏产品。

完美世界游戏 2016 年、2017 年、2018 年承诺业绩为，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 75,500 万元、98,800 万元、119,800 万元。2016 年实际发生数为 83,533.15 万元，完成率为 110.64%。

图表 3：完美世界游戏（归母扣非净利润，单位：万元）

	2016 年	2017 年	2018 年
承诺业绩	75,500	98,800	119,800
实际业绩	83,533.15	-	-
完成率	110.64%	-	-

来源：公司公告 国金证券研究所

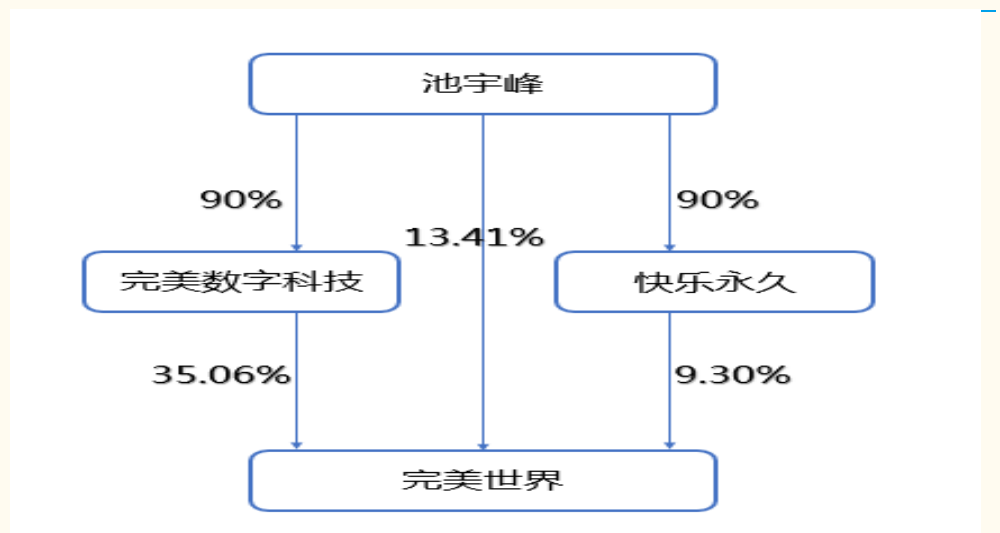
- 公司股权结构集中,大股东及其一致行动人持股比例较高。截至 2016 年 12 月 31 日,公司实际控制人池宇峰及其一致行动人快乐永久、完美数字科技分别持有公司 176,344,734 股、122,224,703 股, 460,944,729 股股份, 分别占公司总股本的 13.41%、9.30%、35.06%。三者合计持有公司 759,514,166 股股份, 占公司总股本的 57.77%。

图表 3：完成增发后主要股东及其一致行动人持股比例

序号	股东及其一致行动人	持股合计数额	持股比例 (%)
1	池宇峰	176,344,734	13.41%
2	快乐永久	122,224,703	9.30%
3	完美数字科技	460,944,729	35.06%

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 4：公司股权关系图

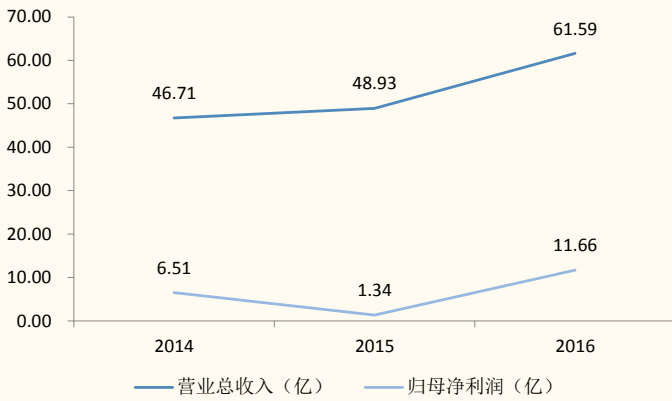


来源：公司公告 国金证券研究所

公司主业保持稳定增长，毛利率位于行业前列

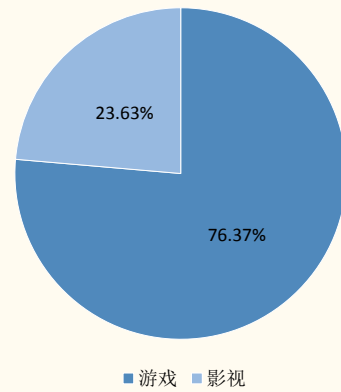
- 2016 年公司实现营业收入 61.59 亿，同比增长 25.87%；公司游戏业务实现收入 47.04 亿元，较上年同比增长 24.97%；影视业务实现收入 14.55 亿元，较上年同比增长 28.85%。2016 年实现归母净利润 11.66 亿元，同比增长 767.54%。同时公司电视剧业务、游戏业务毛利率也均位于行业前列。

图表 5：公司营收和净利（调整后）



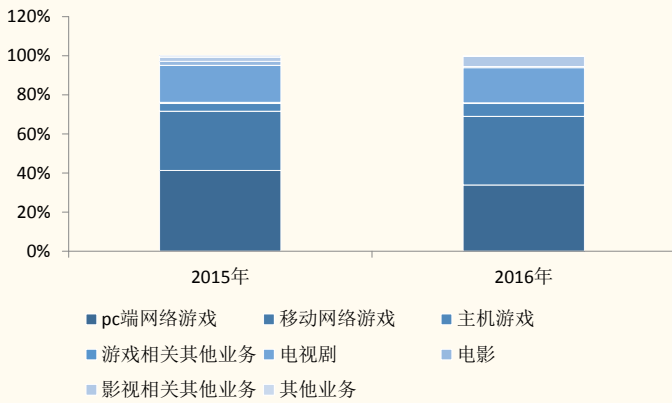
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 6：公司营收结构



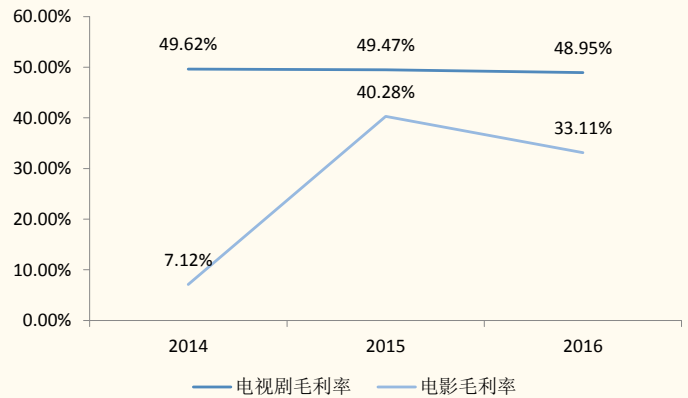
来源：公司公告 国金证券研究所

图表 7：公司营收结构细分



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 8：历年毛利率（电视剧/电影业务）



来源：公司公告 国金证券研究所

深耕游戏领域，打造精品游戏实力雄厚

老牌游戏厂商，研发实力保证游戏品质

- **端游研发实力强，同时拥有《DOTA2》中国区独家代理权。**完美世界成立之初，主要致力于客户端网络游戏的开发和运营。2006年，公司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。此后，完美世界自主研发了《武林外传》、《诛仙》、《赤壁》、《神鬼传奇》、《神魔大陆》、《神雕侠侣》、《笑傲江湖 OL》、《圣斗士星矢 Online》等 21 款客户端网络游戏，并主要采用独立运营模式进行经营，积累了丰富的端游开发及运营经验。完美世界自主研发的产品《完美世界》获得了中国游戏产业年会“2012 年度中国十大最受欢迎网络游戏”和“2012 年度中国十大最受欢迎原创网络游戏”两项殊荣，并已在中国大陆、台湾、欧洲、北美、日本和东南亚等多个国家和地区成功运营。在客户端游戏代理业务方面，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。
- **拓展版图，涉及游戏领域广泛。**完美世界从端游研发开始，拓展版图到页游、移动游戏、主机游戏等领域。
- **2012 年，公司开始将业务拓广至网页游戏。**同年，完美世界发布了网页游戏《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。完美世界自研产品《Touch》等已成功在多个海外市场发行并运营。

- 2013 年，公司将业务拓展至在移动网络游戏领域，同年 5 月，完美世界发布了其首款移动网络游戏《完美世界楚汉传奇卡牌版》。公司开展手游业务第二年便占据了较高的市场地位，《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。2016 年成功发行的游戏《射雕英雄传》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》、《火炬之光》、《最终幻想》等均受到了广大玩家的一致好评。
- 公司在 2013 年开始涉足电视游戏领域。2014 年，完美世界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。2015 年，《无冬 OL》Xbox 版面向全世界发布，该产品依托于微软研发的 Xbox 平台，在欧美各类网络游戏范围内率先采用了道具收费制，完美世界也成为了电视游戏道具收费模式的开拓者；目前《无冬》也上线了 PS4 平台，PS4 保有量为 Xbox 的两倍左右，完美又开拓了新的主机游戏市场。
- 完美世界在自研技术实力雄厚，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。在游戏引擎开发方面，完美世界拥有多个自主研发的图形引擎，可分别适用于移动网络游戏、PC 端游戏和主机游戏的开发，为玩家提供良好的体验和视觉表现。同时，完美世界在服务器程序开发方面具有丰富的经验和长期的技术积累。公司拥有三个不同的服务器程序框架，可适用于回合式、卡牌式等多种不同的游戏类型，同时覆盖了轻度、中度和重度游戏，是国内领先的自研服务器程序系统框架。完美世界的引擎与服务器框架开发技术可大幅提升用户的娱乐体验，提升其产品行业中的竞争地位。

发力手游、电竞，精品大作蓄势待发

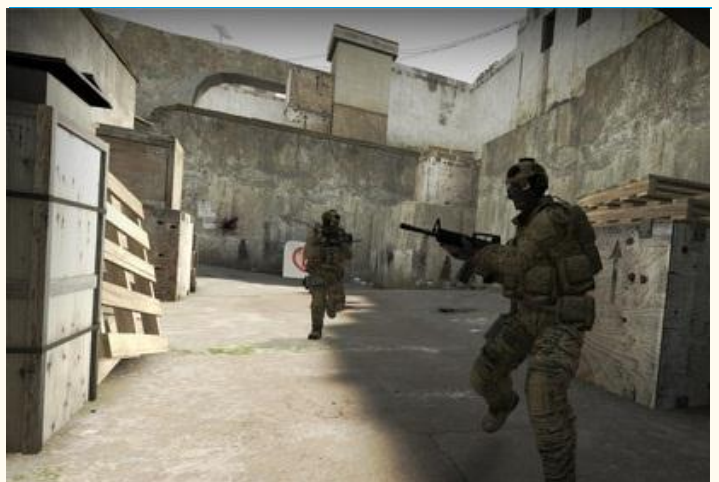
- 端游精品持续运营，借助《DOTA 2》、《CS:GO》重点发力电竞领域。目前公司重点端游《DOTA 2》、《完美世界国际版》、《诛仙》、《笑傲江湖》等保持稳定的流水和玩家活跃度，我们预计《DOTA2》、《诛仙》年收入超过 4 亿；《完美世界国际版》收入超过 3 亿。2017 年，公司获得了国际电竞游戏大作《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》在中国大陆的独家运营代理权。同时，公司代理发行的 DIY 类休闲竞技端游《Crossout（创世战车）》也将在 2017 上线。《CS:GO》国服已经于 4 月 18 日开始首测，公司将通过《DOTA 2》、《CS:GO》、《创世战车》打造电竞嘉年华，将电竞游戏用户群体扩大，形成梯队式的电竞体系。

图表 9: DOTA2



来源：互联网 国金证券研究所

图表 10: CS:GO



来源：互联网 国金证券研究所

《DOTA 2》和《CS:GO》均为全球范围内重量级的电竞游戏。据 Esportsearnings 发布的 2016 年电竞总奖金池的报表显示，2016 年电竞总

奖金池为 9200 万美元，约合 6.4 亿元。其中 DOTA2 以 3645 万美元居首，CS:GO 以 1719 万美元超过英雄联盟的 1022 万美元位居第二。

图表 11：2016 年全球电竞奖金排行榜

Top Games of 2016			
1. Dota 2	\$36,451,051.07	753 Players	116 Tournaments
2. Counter-Strike: Global Offensive	\$17,190,802.43	4343 Players	843 Tournaments
3. League of Legends	\$10,223,067.30	1277 Players	116 Tournaments
4. Heroes of the Storm	\$4,610,149.10	381 Players	57 Tournaments
5. Call of Duty: Black Ops III	\$3,749,030.66	322 Players	47 Tournaments
6. Hearthstone: Heroes of WarCraft	\$3,300,740.20	482 Players	106 Tournaments
7. StarCraft II	\$3,138,006.70	387 Players	609 Tournaments
8. Halo 5: Guardians	\$3,097,974.23	166 Players	28 Tournaments
9. Overwatch	\$1,906,256.49	930 Players	223 Tournaments
10. Smite	\$1,592,692.04	302 Players	18 Tournaments

来源：国金证券研究所

另外，根据监测 Steam 数据的第三方网站 GitHyp 公布的调查报告显示：按照最高在线人数统计，《DOTA2》和《CS:GO》是在 Steam 平台分列前两名的游戏。《CS:GO》的上线将进一步加强公司在端游领域的市场份额。

图表 12：Steam 平台游戏按最高在线人数排名

名称	最高在线人数
《Dota2》	1,286,617
《反恐精英：全球攻势》（CS:GO）	845,806
《无人深空》（No Man's Sky）	212,321
《XCOM 2》	132,834
《黑暗之魂 3》（Dark Souls III）	129,922

来源：GitHyp 国金证券研究所

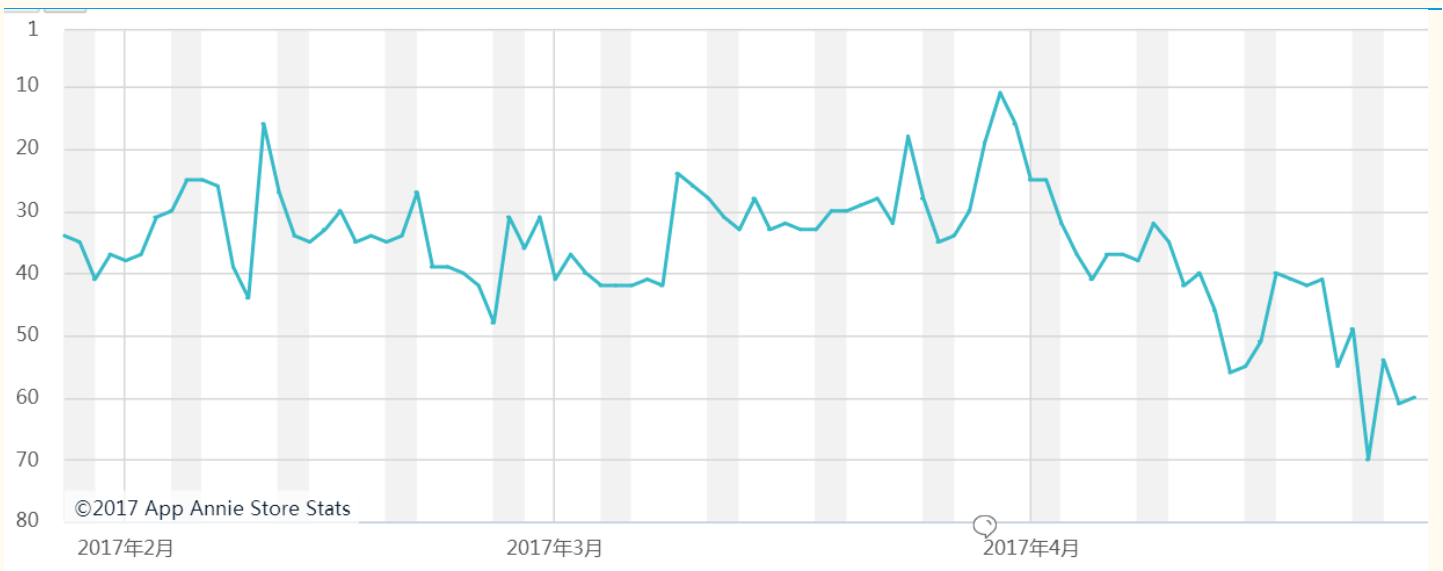
- 手游方面，公司成功发行多款精品游戏，未来将加大对于手游投入提升市场份额。2016 年，公司发行的《倚天屠龙记》、《诛仙手游》、《火炬之光》、《最终幻想》等均受到了广大玩家的一致好评。公司基于现有精品端游成功推出移动游戏《诛仙手游》，不仅提高了公司在移动游戏市场的份额，也延伸了 IP 热度，反哺了同款 IP 端游作品的持续发展，为公司在端游转移动游戏方面积累了成功经验。《诛仙手游》，上线前两个月预计流水在 4~5 亿左右，17 年 1 季度预计平均流水在 1.8 亿左右，全年来看流水仍将保持稳定。

图表 13: 诛仙手游



来源: 互联网 国金证券研究所

图表 14: 《诛仙手游》ios 中国区游戏畅销排名情况



来源: APP Annie 国金证券研究所

公司拥有丰富的 IP 储备、雄厚的制作实力以及良好的影游联动能力。目前,《完美世界国际版》手游、《武林外传》手游、《笑傲江湖》手游等正在研发过程中。影游联动方面,多个影游联动项目正在积极推进中。其中,公司制作的电视剧《射雕英雄传》于 2017 年初在东方卫视及爱奇艺热播,受到观众一致好评,电视剧同 IP 手游《射雕英雄传 3D》也已进入研发后期。同时,公司还将在持续发挥 MMORPG 类游戏优势的基础上,积极布局移动游戏细分市场,涵盖二次元、动漫、影视题材,以及战棋、格斗、SLG、军事、卡牌类等多种游戏类型的项目正处于研发过程中,如《梦间集》、《三国无双》等。

- 主机游戏方面,基于《无冬 OL》主机版大获成功的先发优势,公司在主机游戏方面将继续发力,目前公司有数款在研的主机游戏,包括《HOB》、《Subnautica (深海迷航)》、《Torclight Online》等。公司在北美拥有几百人的制作团队,先发优势明显。

图表 15：公司 2017 年自研/代理游戏项目

序号	游戏名称（暂定）	游戏类型	自研/代理
1	CS: GO（反恐精英：全球攻势）	PC 端游	代理
2	Crossout（创世战车）	PC 端游	代理
3	完美世界国际版	移动游戏	自研
4	武林外传	移动游戏	自研
5	笑傲江湖	移动游戏	自研
6	射雕英雄传 3D	移动游戏	自研
7	梦间集	移动游戏	自研
8	三国无双	移动游戏	自研
9	神鬼传奇 3D	移动游戏	自研
10	策略卡牌游戏（名称待定）	移动游戏	自研
11	休闲竞技游戏（名称待定）	移动游戏	自研
12	卡牌 ARPG 游戏（名称待定）	移动游戏	自研
13	二次元卡牌游戏（名称待定）	移动游戏	自研
14	MMOARPG（名称待定）	移动游戏	自研
15	HOB	PC 端游——主机游戏	自研
16	Subnautica(深海迷航)	PC 端游——主机游戏	自研
17	Torchlight Online	PC 端游——主机游戏	自研

来源：公司公告 国金证券研究所

影视业务布局“内容+渠道”，平台化发展

影视内容：优秀团队确保头部内容产出

- 公司与众多知名导演、编剧、演员建立了良好的合作关系，保证精品内容的产出。完美影视自 2010 年开始与知名导演建立了紧密、排他的合作关系，并引入部分导演通过间接持股方式成为公司股东；与公司有良好合作关系的导演包括赵宝刚、滕华弢、刘江、郭靖宇等。
- 电视剧方面，公司保证精品，获得收视和口碑双赢。2016 年，公司出品了《神犬小七》第二季、《你好，乔安》、《麻辣变形计》、《射雕英雄传》、《思美人》、《娘道》、《我的！体育老师》、《灵魂摆渡》等精品电视剧、网剧。其中，《神犬小七》第二季、《麻辣变形计》先后在湖南卫视暑期档热播，取得同时段收视率第一的好成绩；《灵魂摆渡》在爱奇艺播出首日即点击量破亿；《射雕英雄传》在东方卫视热播，获得口碑、收视率双丰收；《思美人》、《娘道》、《我的！体育老师》也将上映；《深海利剑》、《神犬小七》第三季等项目也按计划推进中。

图表 16: 公司 2017 年电视剧投资计划

序号	投资项目名称	制作进度	预计开拍日期
1	利刃出击	后期制作	
2	整容液	后期制作	
3	神犬小七 (第三季)	拍摄中	
4	深海利剑	拍摄中	
5	烈火神盾	筹备中	2017 年上半年
6	香蜜沉沉烬如霜	筹备中	2017 年上半年
7	忽而今夏	筹备中	2017 年上半年
8	趁我们还年轻	筹备中	2017 年上半年
9	勇敢的心 2	筹备中	2017 年上半年
10	西夏死书 (第一季)	筹备中	2017 年上半年
11	归去来	筹备中	2017 年上半年
12	山月不知心底事	筹备中	2017 年下半年
13	跟笨蛋一起谈恋爱	筹备中	2017 年下半年
14	绝代双骄	筹备中	2017 年下半年
15	功勋树	筹备中	2017 年下半年
16	神犬小七 (第四季)	筹备中	2017 年下半年
17	猎头局中局	筹备中	2017 年下半年
18	大宗师之海上风云	筹备中	2017 年下半年
19	天蝎	筹备中	2017 年下半年
20	妙探先生	筹备中	2017 年下半年
21	天舞纪	筹备中	2017 年下半年
22	心理大师	筹备中	2017 年下半年
23	半生缘	筹备中	2017 年下半年

来源: 公司公告 国金证券研究所

- **电影方面, 公司采取较为稳健的策略, 保证品质和收益。**2016 年公司推出了电影《极限挑战》, 并引进了《分歧者 3: 忠诚世界》。此外, 公司投资制作的《非凡任务》于 2017 年 3 月 31 日上映, 获得 1.56 亿票房。

图表 17: 公司 2017 年电影投资计划

序号	电影名称 (暂定名)	制作进度
1	非凡任务	制作完成
2	水上嘉年华	后期制作
3	爱的红围巾	后期制作
4	江村·父子	后期制作
5	灵魂摆渡网络大电影	筹备中
6	上海堡垒	筹备中

来源: 公司公告 国金证券研究所

- **综艺方面, 公司有良好的明星资源和制作实力。**2016 年, 公司参与投资制作了《极限挑战 2》、《跨界歌王》、《跨界喜剧王》等综艺节目, 均取得了较高的收视率, 受到了观众的好评。同时, 公司参与投资制作的《向往的生活》、《欢乐中国人》也于 2017 年初开播, 赢得了良好的口碑及收视率。

图表 18：公司 2017 年电影投资计划

序号	项目名称	制作进度
1	向往的生活	正在播出
2	欢乐中国人	正在播出
3	跨界歌王 2	筹备中
4	跨界喜剧王 2	筹备中

来源：公司公告 国金证券研究所

院线：渠道联结内容，协同创造更大价值

- 院线方面，公司先后收购了今典院线、今典影院、金华时代等院线及影院资产，初步完成影院渠道布局。通过对今典的收购，公司获得了优质的院线和影院资源，包括旗下拥有 217 家影院的院线资源，其中 86 家为自营影院。2013-2015 年，今典院线的票房收入分别为 5.00 亿元、6.80 亿元、9.98 亿元，复合增长率达 41.28%；观影人次分别为 1,697 万人次、2,188 万人次、3,207 万人次，复合增长率达 37.47%。2015 年，今典院线全年票房收入占全国城市院线票房的 2.27%，在全国城市 48 条城市院线中排名为第 15 位。公司未来将加强在渠道端的布局，增加高端影院的数量，增强影院渠道的竞争力。

图表 19：今典自营影院经营数据

项目	影院数 (家)	放映厅数 (个)	座位数	票房收入 (万元)	上座率	观影人数 (万人)
2016 年 1-6 月	86	441	56,062	22,723.73	17.09%	794.69
2015 年度	85	437	55,606	42,270.85	16.76%	1,440.86
2014 年度	80	405	52,062	30,496.24	14.19%	1,032.85

来源：公司公告 国金证券研究所

盈利预测与估值

- 按照公司的主营业务，分别对公司游戏业务和影视业务进行营收预测。
 游戏业务方面，2017E、2018E、2019E，公司端游营收分别为 25 亿、28.75 亿、31.63 亿；手游业务营收分别为 29 亿、37.7 亿、45.24 亿；主机游戏业务的营收为 5 亿、7 亿、10.5 亿；游戏业务整体收入为 59 亿、73.45 亿、87.37 亿。
 影视业务方面，2017E、2018E、2019E，公司电视剧业务营收为 19 亿、22.8 亿、27.36 亿；电影业务营收为 4000 万、4400 万、4840 万；院线业务营收为 5 亿、5.75 亿、6.33 亿；影视业务整体收入为 24.4 亿、28.99 亿、34.17 亿。
- 我们预计，公司 2016E、2017E、2018E 收入为 83.40 亿、102.44 亿、121.53 亿；归母净利润分别为 15.07 亿、18.41 亿、21.74 亿；对应 EPS 分别为 1.147 元、1.400 元、1.654 元。按照行业内可比公司给予公司 33X17PE，目标价 37.6 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 游戏不能按时上线或影视档期问题；行业增速放缓。

图表 20: 公司盈利预测 (单位: 百万)

	2017E	2018E	2019E
游戏业务			
端游营收	2500	2875	3162.5
端游毛利率	77%	77%	77%
手游营收	2900	3770	4524
手游毛利率	58%	58%	58%
主机游戏营收	500	700	1050
主机游戏毛利率	57%	57%	57%
销售收入	5900	7345	8736.5
销售成本	2008	2545.65	3078.955
销售毛利	3892	4799.35	5657.545
销售毛利率	65.97%	65.34%	64.76%
影视业务			
电视剧营收	1900	2280	2736
电视剧毛利率	49%	49%	49%
电影营收	40	44	48.4
电影毛利率	30%	30%	30%
院线营收	500	575	632.5
院线毛利率	20%	20%	20%
销售收入	2440	2899	3416.9
销售成本	1397	1653.6	1935.24
销售毛利	1043	1245.4	1481.66
销售毛利率	43%	43%	43%
销售总收入	8340	10244	12153.4
销售总成本	3405	4199.25	5014.195
毛利	4935	6044.75	7139.205
平均毛利率	59.17%	59.01%	58.74%

来源: 国金证券研究所

图表 21: 可比公司估值

证券简称	市盈率 PE		
	TTM	17E	18E
完美世界	27.53	27.37	22.17
万达院线	44.96	32.30	25.00
三七互娱	36.49	27.98	23.25
中国电影	42.77	29.14	23.59
文投控股	61.13	--	--
游族网络	37.48	28.33	20.99
昆仑万维	40.61	26.12	20.95
光线传媒	35.45	28.60	23.27
掌趣科技	54.54	--	--
恺英网络	30.15	25.27	20.05
吉比特	29.59	27.91	23.97
华策影视	37.41	26.94	21.43

慈文传媒	39.68	27.62	21.71
上海电影	48.25	36.28	29.02
电魂网络	47.18	40.56	37.64
唐德影视	55.06	27.37	19.65
冰川网络	69.11	50.10	35.35
幸福蓝海	63.53	--	--

来源：wind 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	4	6
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.14

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD