

完美的一年，内生增长强劲，龙头价值凸显



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——完美世界 (002624)

核心观点

❖ 移动游戏市场研发型企业优势渐显

未来大中型游戏厂商，将通过持续抢占小公司的份额，继续保持高内生增长，主要是由于两方面影响，一方面为大、中型游戏厂商有能力做到研运一体，持续提高游戏体验以及分成比例；另一方面为移动游戏重度化以及买量成本上升，研发、销售门槛持续抬升，以营销策略为主的研发实力一般的小公司生存空间将进一步被挤压。

❖ 公司为娱乐产业龙头，短期有业绩，长期有亮点

公司为娱乐产业龙头，在游戏、影视市场份额都始终处于第一梯队，短期来看重点作品有条不紊推进，长期来看公司持续落子电竞、泛娱乐，长期亦有保障。

❖ 首次覆盖给予完美世界「增持」的投资评级

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 82.5、112.4 以及 129.9 亿元，同比增速分别为 34.0%、36.1% 以及 15.6%，净利润分别为 14.8、19.2 以及 22.0 亿元，EPS 分别为 1.11、1.46 以及 1.67 元/股，对应 PE 分别为 29.1、22.2、19.3 倍。

首次覆盖给予完美世界「增持」的投资评级，基于

- 1、公司受益于手游行业集中度逐渐提高，将通过强劲的游戏研发能力以及 2018 年手游产品爆发提升市场占有率；
- 2、公司为电视剧龙头，受益于新媒体以及传统电视对优质内容的强烈需求，行业龙头竞争优势突出；
- 3、泛娱乐布局完整，公司已布局游戏、电视剧、电影、综艺、院线等业务，未来有望实现全产业链融合协同。

❖ 风险提示：产品推进不达预期；行业竞争加剧；系统性风险。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	6159	8253	11235	12985
+/-%	25.9%	34.0%	36.1%	15.6%
净利润(百万)	1166	1457	1916	2198
+/-%	767.5%	24.9%	31.5%	14.7%
EPS(元)	0.89	1.11	1.46	1.67
PE	36.4	29.1	22.2	19.3

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	文化产业/传媒
报告时间	2018/1/28
前收盘价	32.30 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资评级与估值

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 82.5、112.4 以及 129.9 亿元，同比增速分别为 34.0%、36.1%以及 15.6%，净利润分别为 14.8、19.2 以及 22.0 亿元，EPS 分别为 1.11、1.46 以及 1.67 元/股，对应 PE 分别为 29.1、22.2、19.3 倍。

首次覆盖给予完美世界「增持」的投资评级，基于

- 1、公司受益于手游行业集中度逐渐提高，将通过强劲的游戏研发能力以及 2018 年手游产品爆发提升市场占有率；
- 2、公司为电视剧龙头，受益于新媒体以及传统电视对优质内容的强烈需求，行业龙头竞争优势突出；
- 3、泛娱乐布局完整，公司已布局游戏、电视剧、电影、综艺、院线等业务，未来有望实现全产业链融合协同。

关键假设点

公司重点产品如期上线、销售

有别于大众的认识

市场担心公司受到项目制商业模式影响业绩，我们认为公司为娱乐产业龙头，在游戏、影视市场份额都始终处于第一梯队，短期来看重点作品有条不紊推进，长期来看公司持续落子电竞、泛娱乐，长期亦有保障。

公司目标明确、执行力强，短期有业绩，长期有看点，未来将受益于娱乐产业集中度提高以及市场予以龙头所带来的估值中枢提升。

股价表现催化剂

公司重点项目落地

核心假设风险

重点项目推进速度低于预期

正文目录

移动时代人口红利结束.....	7
移动游戏市场研发型企业优势渐显	8
移动游戏行业的供给侧改革	9
苹果取消畅销榜印证游戏品质提升趋势	10
买量成本快速上升，研发型企业优势尽显.....	11
腾讯网易之外，哪些品类值得深究.....	13
老产品霸榜，头部产品地位不再巩固	13
端游转手游红利仍在.....	13
二次元游戏受到认可.....	15
完美世界——游戏研发为核心资产的娱乐消费龙头	17
优秀的研发体系保障游戏业务,18年为产品爆发期.....	18
端游依然保持稳定，布局电竞点亮未来	19
布局电竞点亮未来	19
电视剧龙头持续产出优质内容	20
电影产业集中度提升，公司电影业务稳步推进	22
收购今典院线，打造线下入口.....	26
综艺节目制作实力雄厚.....	26
投资建议	28
风险提示	28
盈利预测	29

图表目录

图 1 :	从终端上看已几乎饱和.....	7
图 2 :	移动 APP 使用时间越来越长.....	7
图 3 :	重度游戏比例逐渐提升.....	7
图 4 :	用户选择 APP 比较集中.....	7
图 1 :	移动游戏仍高速增长.....	8
图 2 :	游戏行业结构占比.....	8
图 3 :	人口红利已基本用尽.....	8
图 4 :	2017 年 ARPU 值同比增长.....	8
图 5 :	腾讯、网易市场份额已占 77.8%.....	9
图 6 :	网易腾讯大量侵占增量市场.....	9
图 7 :	大中型企业不断扩大市场份额.....	9
图 8 :	移动游戏研发格局被大中型企业占领.....	9
图 9 :	移动游戏重度化.....	10
图 10 :	移动游戏研发商竞争压力加大.....	10
图 11 :	底部标签大改.....	10
图 12 :	游戏标签界面.....	10
图 13 :	弓箭手大作战.....	11
图 14 :	真实的玩家评论.....	11
图 15 :	买量产品大幅增加.....	12
图 16 :	只有极少数游戏新增用户达到 100 万以上.....	12
图 17 :	平均单款产品获取用户难度增加.....	12

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 18 :	头部移动游戏地位不再巩固.....	13
图 19 :	中国移动游戏 ARPU 仍有较大提升空间 (2016 年)	14
图 20 :	端游转手游是目前主流.....	14
图 21 :	端游转手游是目前主流.....	14
图 22 :	2000 年以来畅销端游改手游情况.....	14
图 23 :	二次元移动游戏市场规模已达 160 亿元.....	15
图 24 :	二次元游戏流水表现优秀.....	15
图 25 :	二次元用户达到 3 亿人.....	16
图 26 :	二次元用户付费习惯良好.....	16
图 27 :	二次元用户消费粘性高.....	16
图 28 :	二次元用户付费习惯良好.....	16
图 29 :	网络广告为主要驱动力.....	17
图 30 :	2016 年网络广告市场份额为 68%.....	17
图 31 :	互联网广告为快速增长.....	17
图 32 :	2017 年 80% 广告主互联网营销预算同比增加.....	17
图 33 :	完美世界研发薪酬显著高于其他公司.....	18
图 34 :	2016 年完美世界研发市场份额为 3.2%.....	18
图 35 :	2018 年完美世界手游进程表.....	19
图 36 :	CS : GO 进入中国的时机或许刚好.....	20
图 37 :	网剧制作成本门槛迅速抬升.....	20
图 38 :	网剧集中度逐渐提高.....	20

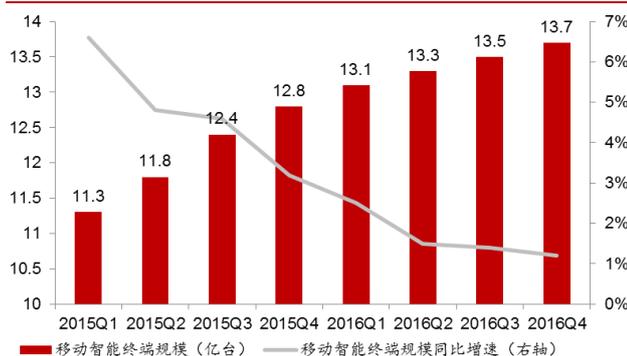
图 39 :	中国电视剧主要成本在于人力.....	21
图 40 :	美国电视剧主要成本在于拍摄.....	21
图 41 :	各大视频网站内容支出大幅提升.....	21
图 42 :	完美为电视剧第一梯队.....	22
图 43 :	2017 年 1-11 月电影票房同比增长 22.5%	22
图 44 :	银幕数下滑趋势明显.....	22
图 45 :	单荧幕产出持续下降.....	23
图 46 :	国产电影票房集中度持续提升.....	23
图 47 :	影院集中度整体变化不大.....	23
图 48 :	集中度在持续提升	23
图 49 :	线上发行只剩两家巨头以及百度糯米.....	24
图 50 :	国庆档口碑优秀	24
图 51 :	环球影业 2018-2020 片单.....	25
图 52 :	今典预测净利润	26
图 53 :	环球影业 2018-2020 片单.....	26
图 54 :	游戏行业可比公司估值比较.....	28

移动时代人口红利结束

据 TalkingData 数据显示，截至 2016 年 12 月，中国移动智能终端规模为 13.7 亿台，同比增速为 1.2%，人口红利结束，充分激活现有存量流量成为目前移动互联网主要任务。

从移动游戏来看，据 QuestMobile 数据显示 2016 年 6 月开始，移动游戏行业 MAU 整体呈现下降趋势，由最高峰的 8 亿下降至 2017 年 6 月份的 6.3 亿，仅在寒暑假期间用户规模出现反弹。值得注意的是，用户规模虽然下降，但重度游戏用户的占比持续上升，由 2016 年 6 月的 27% 上升至 2017 年 6 月的 37%。存量竞争在移动游戏行业中体现的尤为明显，重度游戏主要具有强联网性、用户粘性高、耗时较长等特点，抢占用户大量时间的同时培育用户习惯，76.7% 的用户仅选择一款重度游戏使用。

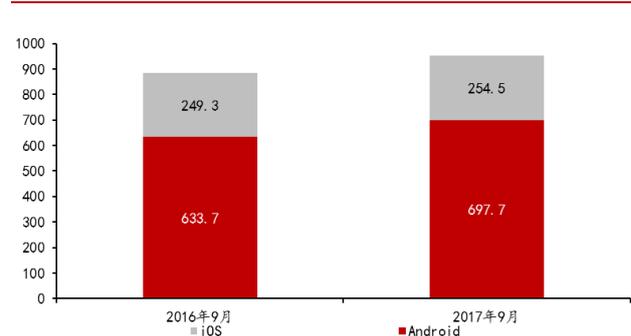
图 1：从终端上看已几乎饱和



资料来源：TalkingData，川财证券研究所

注：包括智能手机、平板电脑、智能手表等

图 2：移动 App 使用时间越来越长



资料来源：QuestMobile，川财证券研究所

图 3：重度游戏比例逐渐提升

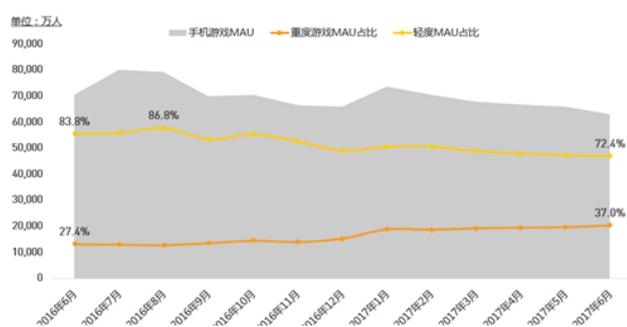
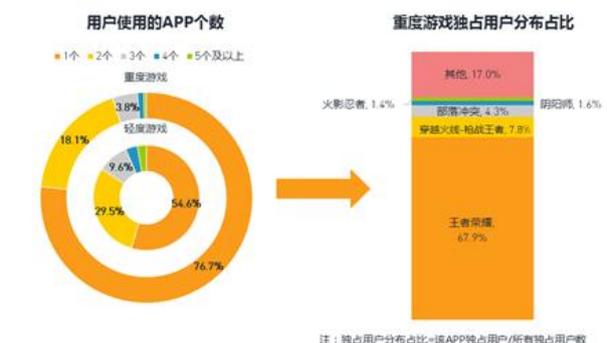


图 4：用户选择 APP 比较集中



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

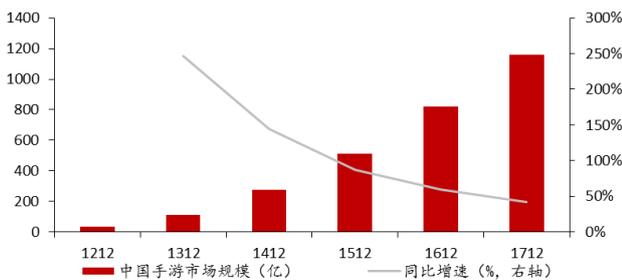
资料来源: QuestMobile, 川财证券研究所

资料来源: QuestMobile, 川财证券研究所

移动游戏市场研发型企业优势渐显

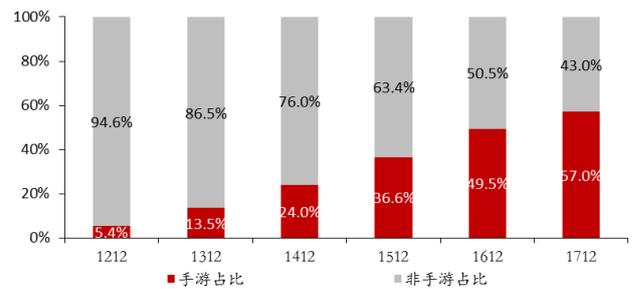
据 GPC、CNG&IDC 数据显示, 2017 年中国移动游戏市场规模 1161 亿元, 同比增长 42%, 仍保持持续高速。2017 年移动游戏市场保持高速增长主要是由于 2017 年出现大量大制作、大营销、大 IP 的产品, 使得用户付费习惯以及 ARPU 值进一步提升, 2017 年 ARPU 同比增长 35%, 2017 年代表作有腾讯的《王者荣耀》、网易的《阴阳师》、《荒野求生》等作品。

图 1: 移动游戏仍高速增长



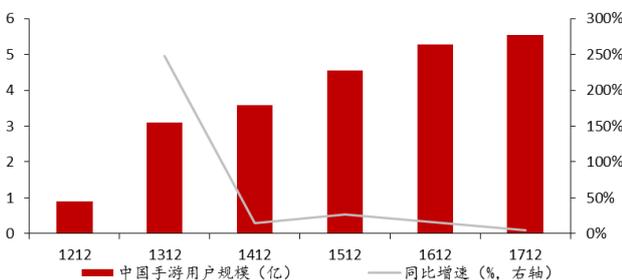
资料来源: GPC、CNG&IDC, 川财证券研究所

图 2: 游戏行业结构占比



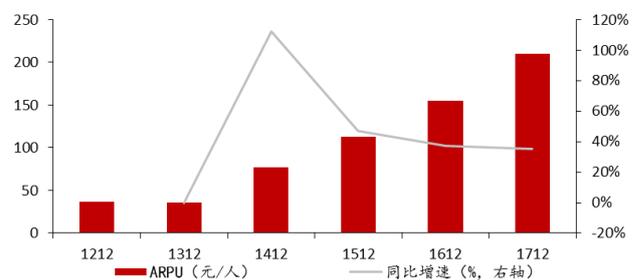
资料来源: GPC、CNG&IDC, 川财证券研究所

图 3: 人口红利已基本用尽



资料来源: GPC、CNG&IDC, 川财证券研究所

图 4: 2017 年 ARPU 值同比增长

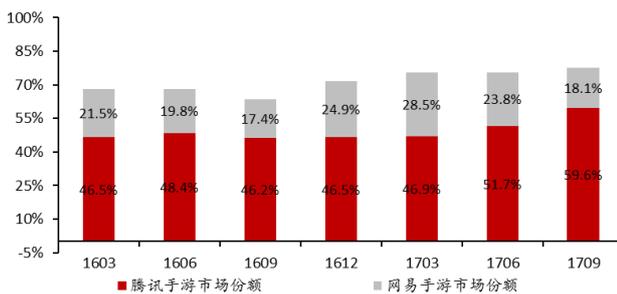


资料来源: GPC、CNG&IDC, 川财证券研究所

移动游戏行业的供给侧改革

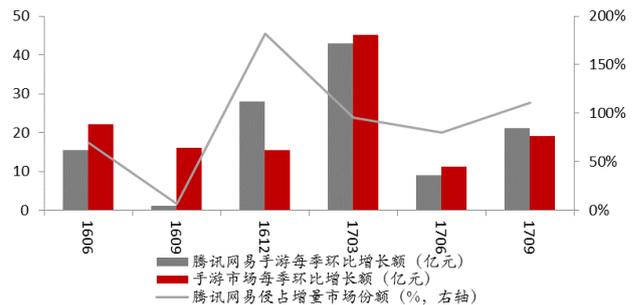
移动游戏行业早已是巨头统治的市场，据公司公告及 GPC、CNG&IDC 数据显示，腾讯、网易两大巨头近两年市场份额快速提升，截止 2017 年三季度已占到整体移动游戏市场 77.8%，同时由 A 股上市公司为主组成的“第二梯队”也在持续提升着市场份额，但值得注意的是 2016 年之前，腾讯网易在增量市场上没有占有较多增量市场空间，而进入 2017 年后腾讯、网易的新增收入几乎都是增量市场空间。我们认为未来大中型游戏厂商，将通过持续抢占小公司的份额，继续保持高内生增长，主要是由于两方面影响，一方面为大、中型游戏厂商有能力做到研运一体，持续提高游戏体验以及分成比例；另一方面为移动游戏重度化以及买量成本上升，研发、销售门槛持续抬升，以营销策略为主的研发实力一般的小公司生存空间将进一步被挤压。

图 5：腾讯、网易市场份额已占 77.8%



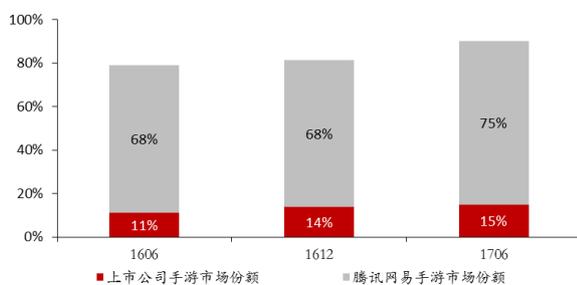
资料来源：公司资料，GPC、CNG&IDC，川财证券研究所

图 6：网易腾讯大量侵占增量市场



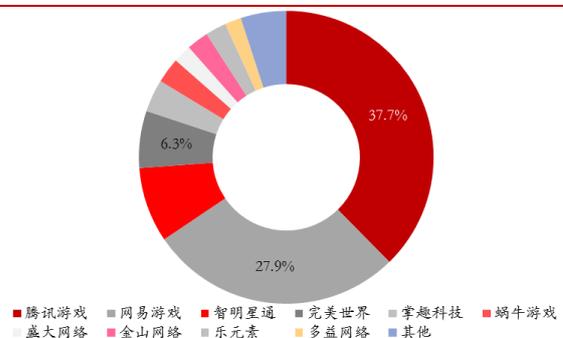
资料来源：公司资料，GPC、CNG&IDC，川财证券研究所

图 7：大中型企业不断扩大市场份额



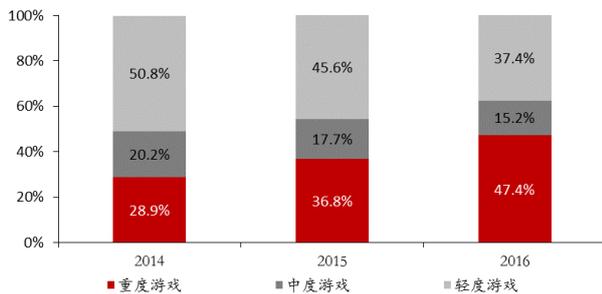
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 8：移动游戏研发格局被大中型企业占领



资料来源：易观智库，川财证券研究所

图 9：移动游戏重度化



资料来源: TalkingData, 川财证券研究所

图 10：移动游戏研发商竞争压力加大



资料来源: TalkingData, 川财证券研究所

苹果取消畅销榜印证游戏品质提升趋势

苹果 ios11 对 AppStore 进行大规模改版。将原有 tab 中精品推荐、类别、排行榜、搜索、更新条目更改为今天、游戏、App、更新和搜索。同时，新版 ios 系统将取消畅销榜。“游戏”标签将单独设立：此标签内容由资深游戏玩家精心编选，让你尽情挥洒对游戏的热情。“游戏”标签中，保留“付费排行”和“免费排行”，并且将资源位留给优质单款游戏推荐和精选专题推荐。

图 11：底部标签大改



图 12：游戏标签界面



资料来源: App store, 川财证券研究所

资料来源: App store, 川财证券研究所

我们认为这是苹果自我改革的一步,用以提高公信力以及弥补社交缺陷。一方面是当前优秀产品越来越多且排行榜固化严重,用户难以从 App store 中获取有价值的信息,为提高公信力而做出的自我改革;另一方面,优质游戏玩家越来越多,未来能够有大量追求游戏体验或者品质的玩家被聚合进入苹果社区,参照 TapTap 以及 Game center 的发展形式,预计苹果想要搭建一个有规模的游戏社区,弥补苹果在社交方面的不足。

我们通过借鉴 TapTap 商业模式认为受益于游戏编辑推荐体系,苹果游戏推荐将偏向三大方向:1、独立游戏;2、主流大厂精品游戏;3、细分市场游戏,同时印证游戏品质提升趋势。

通过研究被苹果以及 TapTap 共同推荐的游戏案例,围绕美术、创新玩法、与手机的适配性(如 3d-touch 功能、极度适合一只手玩)寻找被推荐产品共性。我们认为:1、玩法创新、游戏性至关重要;2、画面相比玩法以及游戏性来说重要性显得一般;3、与手机的适配性能极大的增强游戏性。

图 13: 弓箭手大作战



资料来源: App store, 川财证券研究所

图 14: 真实的玩家评论



资料来源: TapTap, 川财证券研究所

买量成本快速上升, 研发型企业优势尽显

据热云数据显示,投放效果广告的产品数量逐月增加,到了 12 月份有将近 5000 款产品买量,买量市场竞争激烈,主流的广告平台中传奇类产品和某些重度类型游戏 iOS 单用户 CPA 成本甚至超过了 300 人民币。而 2017 年单款游戏产品全年获取用户超过 100 万激活以上的产品只占有所有产品的 0.90%,

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

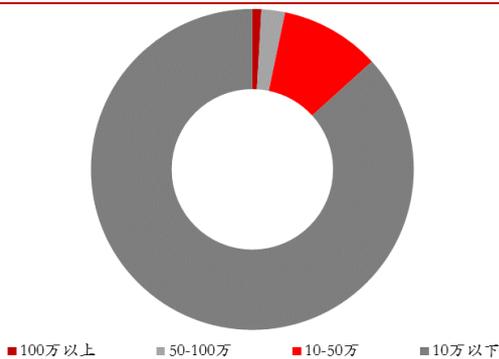
86.72%的游戏全年新增用户没有超过 10 万设备，很多买量产品在尝试买量后发现 ROI 较差后停止买量或控制买量投入，而单产品平均每月获取新用户也一直在下降，通过买量获取新用户越来越难，发行商均在存量市场竞争，1 月份平均单款产品能获得超过 1 万新增，到了 12 月份单款产品获取新用户的数据则下降到了 6500。

图 15：买量产品大幅增加



资料来源：热云数据，川财证券研究所

图 16：只有极少数游戏新增用户达到 100 万以上



资料来源：热云数据，川财证券研究所

图 17：平均单款产品获取用户难度增加



资料来源：热云数据，川财证券研究所

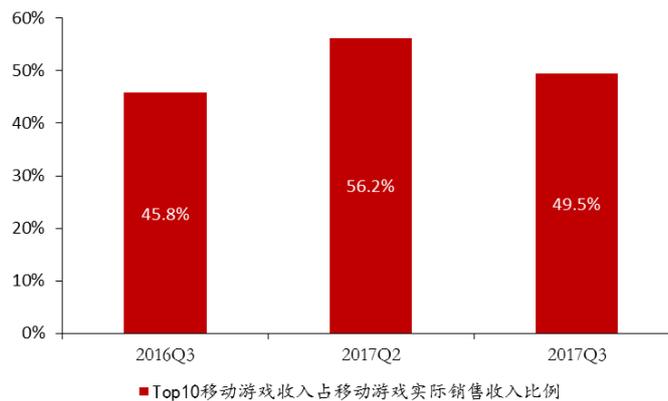
腾讯网易之外，哪些品类值得深究

腾讯网易截止目前仅占整体市场的 77.8%，仍然有约 200 亿的市场空间值得争取，并且游戏产业的文化创意属性将带来爆款的可能性，所以移动游戏依然值得期待。我们从三个角度思考，认为目前移动游戏市场仍有较大机会。

老产品霸榜，头部产品地位不再巩固

第三季度，前十收入榜中老产品占据了主要位置，除第二季度上线的三款“次新游”外，其他游戏推出时间均达到了 1 年以上，最长的《梦幻西游》推出时间已达到两年半。由于老产品收入整体趋于稳定的趋势，前十产品收入未能出现大幅增长，头部产品综合占整体市场收入比例较第二季度有所下降，新游戏产品将有机会进入头部市场。

图 18：头部移动游戏地位不再巩固

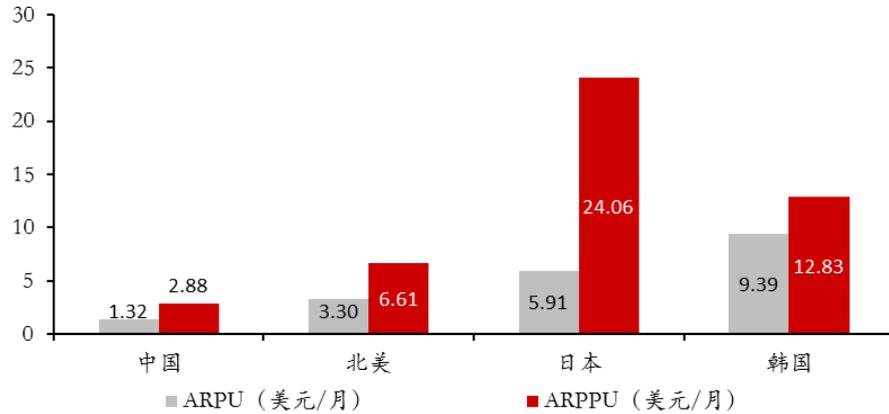


资料来源：伽玛游戏，川财证券研究所

端游转手游红利仍在

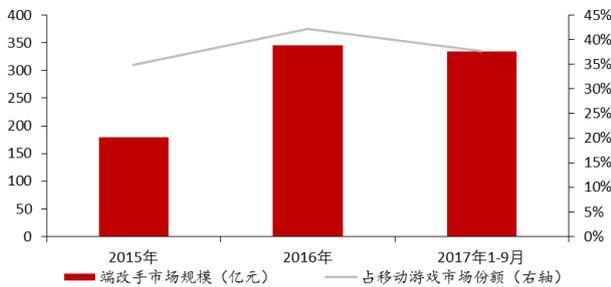
从目前顶级游戏产品来看，大部分是端游转手游项目，端游转手游目前仍然是整个移动游戏市场的重点，主要是由于两方面因素使得端游转手游具有较高可行性，一方面为人口红利逐渐消失后的存量用户消费升级趋势，当前移动游戏用户 ARPU 值约为 150 元/年，低于国内端游用户 ARPU 值约为 350 元/年，也低于国际平均水平，而通过把端游用户导入手游中即会有新增的端游转手游用户也会提升整体 ARPU 值，另一方面为端游时代的那些成功的端游，拥有着巨大的口碑效应，无论是《传奇》、《梦幻西游》、《诛仙》等均是中國端游历史代表作品。

图 19：中国移动游戏 ARPU 仍有较大提升空间（2016 年）



资料来源：CNG，川财证券研究所

图 20：端游转手游是目前主流



资料来源：伽玛数据，川财证券研究所

图 21：端游转手游是目前主流



资料来源：伽玛数据，川财证券研究所

图 22：2000 年以来畅销端游改手游情况

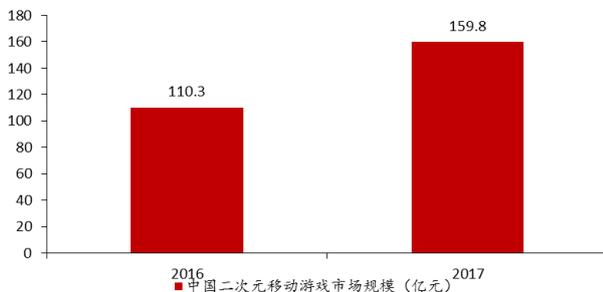
端游	中国端游发行时间	手游	中国手游发行时间	研发商	代理商
石器时代	1999		尚未发行	鹿游网络	腾讯
魔力宝贝	2002		尚未发行		腾讯
奇迹MU	2002	奇迹MU: 觉醒	尚未发行	天马时空	腾讯
泡泡堂	2003		尚未发行	Nexon	腾讯
完美世界	2005		尚未发行	完美世界	
DNF	2005		尚未发行	腾讯	腾讯
武林外传	2006		尚未发行	完美世界	
笑傲江湖	2013		尚未发行	完美世界	
天龙八部	2007	天龙八部手游	2017.5	畅游	腾讯
天堂2	2003	天堂2: 血盟	2017.3	蜗牛游戏	
龙之谷	2009	龙之谷	2017.3	盛大网络、欢乐互娱	腾讯
大唐无双	2012	大唐无双	2017.1	网易	
镇魔曲	2015	镇魔曲	2017.1	网易	
剑侠情缘	2003	剑侠情缘	2016.9	西山居	
劲舞团	2005	劲舞团	2016.9	网易、久游、凌游	网易
诛仙	2007	诛仙	2016.8	完美世界	
天下贰	2009	天下贰	2016.6	网易	
倩女幽魂	2012		2016.5	网易	
问道	2006	问道	2016.4	吉比特	雷霆网络
街头篮球	2007	街头篮球	2016.12	掌趣科技	腾讯
大话西游2	2002	大话西游	2015.9	网易	
CF	2007	穿越火线: 枪战王者	2015.9	腾讯	腾讯
传奇	2001	热血传奇手机版	2015.8	盛大网络	腾讯
梦幻西游	2001	梦幻西游	2015.3	网易	
征途	2006	征途口袋版	2015	巨人网络	
奇迹MU	2002	全民奇迹	2014.12	天马时空、恺英	恺英
QQ飞车	2008	QQ飞车	2017.1	腾讯	腾讯

资料来源: 百度百科, 公司资料, 川财证券研究所

二次元游戏受到认可

2017年中国二次元移动游戏市场规模约160亿元, 同比增长45%。2016年上线的《阴阳师》、《崩坏3》等产品表现稳定, 2017年新上线的《神无月》等新品营收快速增长, 有力提升二次元产品在游戏市场的表现, 使二次元游戏成为了移动游戏重要的细分领域。

图 23 : 二次元移动游戏市场规模已达 160 亿元



资料来源: 伽玛游戏, 川财证券研究所

图 24 : 二次元游戏流水表现优秀

游戏名称	研发商	发行商	2017年Q3流水 (亿元)
阴阳师	网易	网易	10
火影忍者	腾讯	腾讯	4.2
圣斗士星矢: 集结	乐逗	乐逗	3.7
Fate/Grand Order	TYPE-Moon	bilibili	3.7
崩坏3	米哈游	米哈游	3
神无月	盛大游戏	盛大游戏	1.5 (9月单月流水)
十万个冷笑话番剧版	妙趣横生	蓝港互动	1.4 (8与9月份累计流水)

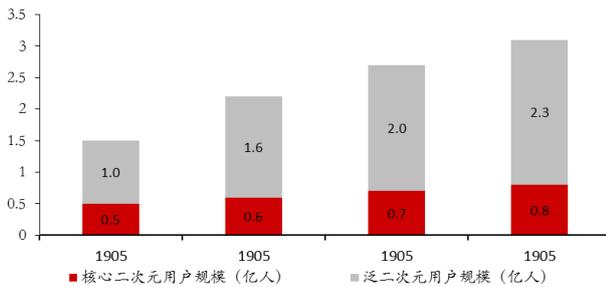
资料来源: 伽玛游戏, 川财证券研究所

据艾瑞数据显示, 2017年中国二次元用户规模拥有3亿用户, 二次元用户拥

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

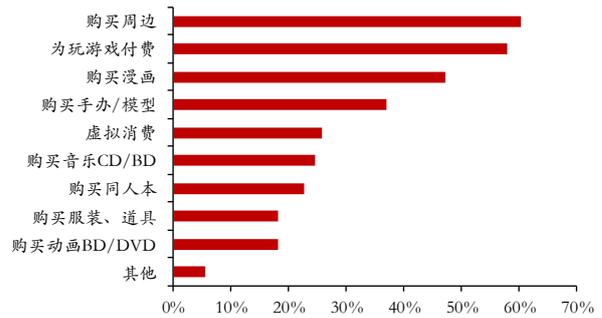
有较好的付费习惯以及较高的付费能力，同时传播效率极高但对作品质量极为挑剔，这对于众多游戏厂商来说是一把双刃剑，既有机会获得大量低成本的活跃用户，又可能因为作品质量问题使得游戏项目失败，我们看好游戏研发强大的厂商在二次元游戏市场获得成功。

图 25：二次元用户达到 3 亿人



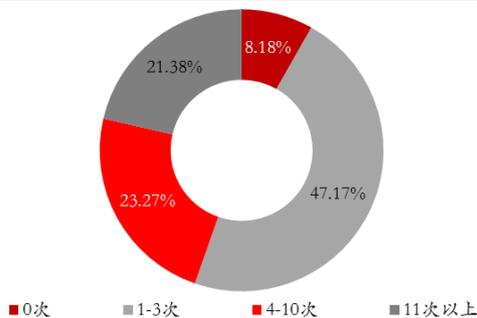
资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 26：二次元用户付费习惯良好



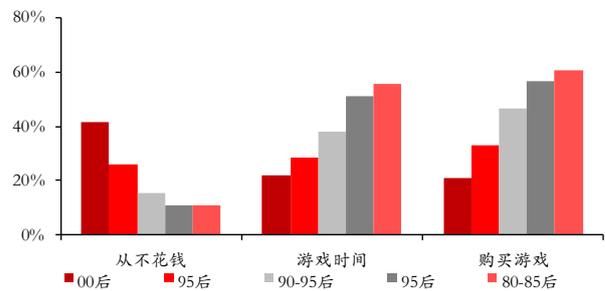
资料来源：36 氪，川财证券研究所

图 27：二次元用户消费粘性高



资料来源：36 氪，川财证券研究所

图 28：二次元用户付费习惯良好

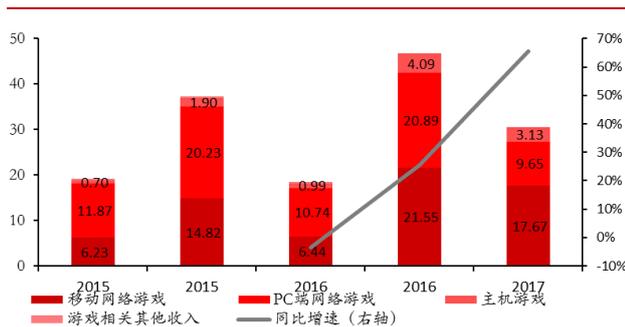


资料来源：36 氪，川财证券研究所

完美世界——游戏研发为核心资产的娱乐消费龙头

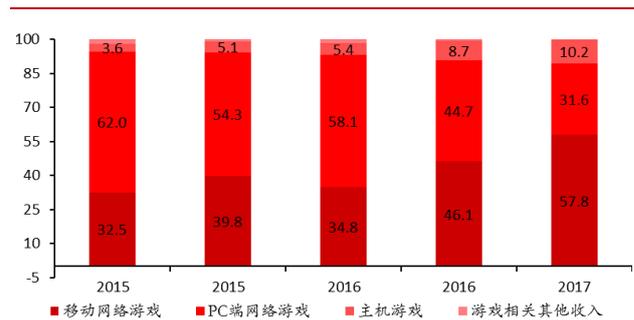
完美世界于2014年12月完成重大资产重组，登陆深圳交易所中小板。2016年4月，完美世界通过收购大股东旗下游戏资产完美世界网络技术有限公司，公司主营业务为网络游戏的研发、发行和运营；电视剧、电影的制作、发行及衍生业务；院线电影发行及影院电影放映业务；综艺娱乐业务；艺人经纪服务及相关服务业务。公司秉承全球化视角及精品化策略，在内生增长的基础上，结合战略合作、资本整合等多种方式进行产业布局多元化升级，国内领先的综合性娱乐航母渐具规模。2016年公司主要收入来自于游戏以及影视，游戏业务游戏收入为47.0亿元，同比增长25%，净利润为8.4亿元，影视业务是公司第二大收入，2016年完美影视收入14.6亿元，同比增长29%，净利润为3.8亿，同比增长31%。

图 29：网络广告为主要驱动力



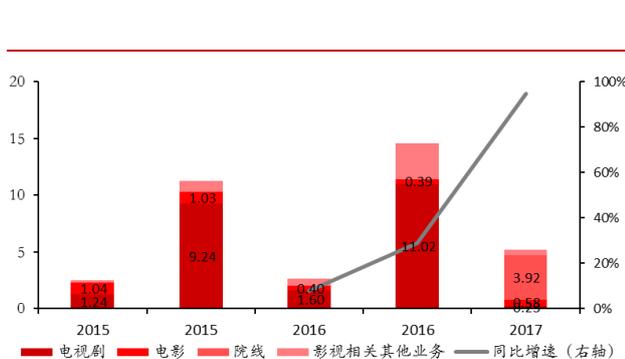
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 30：2016 年网络广告市场份额为 68%



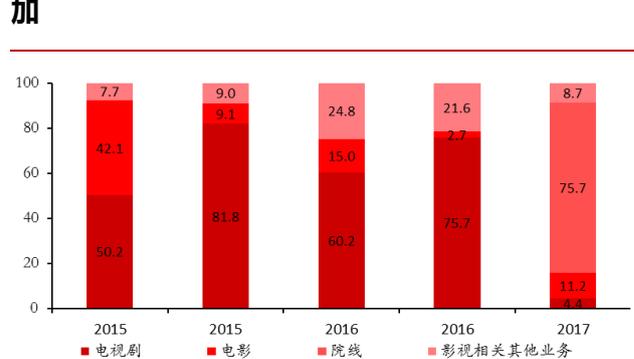
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 31：互联网广告为快速增长



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 32：2017 年 80%广告主互联网营销预算同比增加



资料来源：公司资料，川财证券研究所

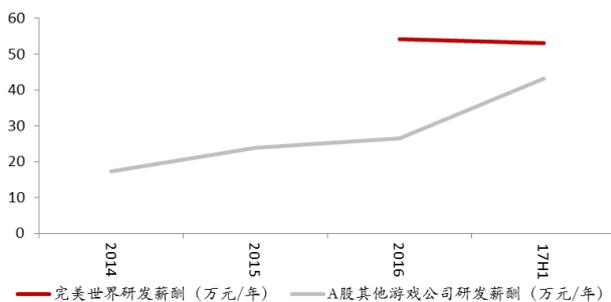
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

优秀的研发体系保障游戏业务, 18 年为产品爆发期

公司自成立以来一直非常重视研发, 截至 2016 年年底公司研发人员数量为 2490 名, 研发费用为 13.5 亿元, 占收入比例为 22%, 2017 年上半年研发费用为 6.6 亿元, 占收入比例为 18%, 研发人员薪酬显著高于其它同类公司。2016 年完美世界在研发商市场的份额为 3.2%, 从完美世界拆分出去的祖龙娱乐(上市公司持股 30%)排名第 10, 二者合计的市场份额仅次于腾讯、网易为 5.3%。

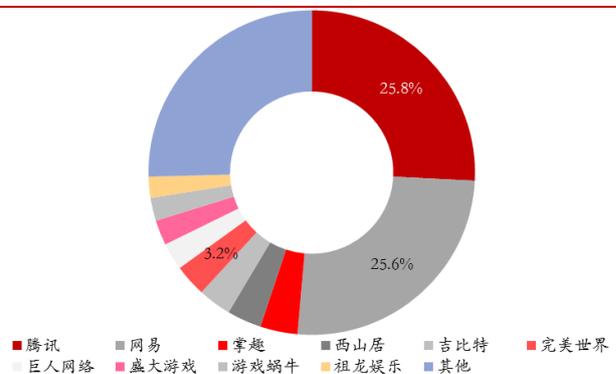
受益于公司优秀的研发能力, 公司能够保证产品数量以及质量都处于行业上游水平, 游戏属于创意类产品, 单个项目预测难度较大, 而产品数量的提高有助于提高业绩稳定性, 在一定产品数量基数下, 精品率在一定时间内是稳定的, 完美世界受益于此一方面能提高业绩稳定性, 另一方面也不会由于业绩大幅波动而带来经营决策大的波动。

图 33：完美世界研发薪酬显著高于其他公司



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 34：2016 年完美世界研发市场份额为 3.2%



资料来源: 伽玛游戏, 川财证券研究所

2018 年完美世界将上线手游 20 款左右, 其中包含武林外传、完美世界以及笑傲江湖等端转手大作, 云梦四时歌、轮回决等二次元作品, 烈火如歌等影游互动产品(电视剧、游戏都为完美团队制作, 在影游协同上有望达到新高度)以及大量小体量手游作品。

图 35：2018 年完美世界手游进程表

时间节点	游戏名称
2018 春节后	《轮回决》、《武林外传》
2018 《云梦》漫画发行后	《云梦》手游上线，具体时间待定
2018 年中	《完美世界》
2018 大约集中在下半年	十几款小体量手游
2018Q3 底Q4 初	《笑傲江湖》
2018 计划研发	《诛仙》手游新资料片

资料来源：川财证券研究所

注：黑色加粗游戏为公司端转手重点产品

端游依然保持稳定，布局电竞点亮未来

2016 年完美世界端游收入为 20.9 亿，同比增长 3.3%，2017 年上半年完美世界端游收入为 9.65 亿，同比下降 10.2%，2016 年端游行业市场规模同比下降 4.8%，2017 年同比增长 11.4%。端游收入端依然保持稳定，足以显示完美世界在游戏研发运营上的成功，《诛仙》、《完美世界国际版》等传统端游大作继续贡献稳定收入，公司也在积极布局经典 IP 的年轻化运营，延伸 IP 的生命周期及影响力。公司在深化《DOTA2》的既有优势的同时，借助《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》及《Crossout（创世战车）》扩大电竞领域的深度布局。《Crossout（创世战车）》、《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》都已进行公测。

布局电竞点亮未来

目前中国主流竞技游戏运营时间都较长，从 Steam 总用户数量占比以及近两周用户数量占比来看，用户逐渐转移至其他电竞游戏，据 SteamSpy 网站统计，截止目前中国 Steam 注册用户约有 3000 万人，其中绝地逃生、Dota2 以及 CS:GO 为前三，分别占中国用户数量的 60%、30% 以及 27%，《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》有望藉此机会深入布局中国电竞市场。

图 36：CS：GO 进入中国的时机或许刚好

游戏名称	守望先锋		
国服游戏运营时间（年）	2		
游戏类型	FPS&MOBA		
国服月活跃用户数（估算值）	100		
游戏定位	大众竞技		
代理商	网易		
代表比赛	守望先锋职业系列赛		
比赛奖金（万美元）	70		
游戏名称	风暴英雄	Dota2	LOL
国服游戏运营时间（年）	3	5	7
游戏类型	MOBA	MOBA	MOBA
国服月活跃用户数（估算值）		200	5000
游戏定位	大众竞技	竞技	竞技
代理商	网易	完美	腾讯
代表比赛	风暴英雄世锦赛	Dota2国际邀请赛	LOL2016全球总决赛
比赛奖金（万美元）	120	2,077	507
游戏名称	CF	CS:GO	绝地求生
国服游戏运营时间（年）	10	0.5	2018年腾讯将代理国服
游戏类型	FPS	FPS	FPS
国服月活跃用户数（估算值）	800		600
游戏定位	大众竞技	竞技	大众竞技
代理商	腾讯	完美	腾讯
代表比赛	CF职业联赛	E-League	
比赛奖金（万美元）	70	140	

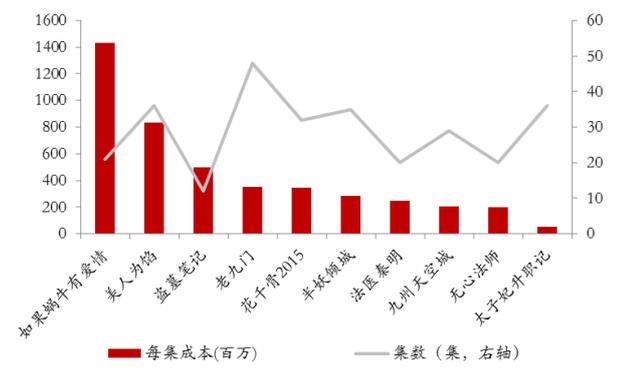
资料来源：公司官网，川财证券研究所

电视剧龙头持续产出优质内容

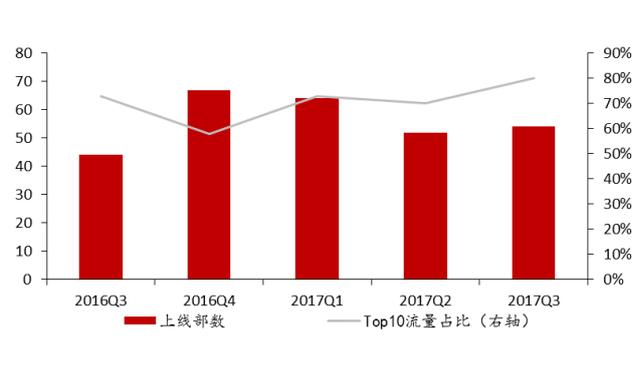
行业集中度不断提高，电视剧门槛不断抬升，以网络剧为例，2017 年网络剧 Top10 流量集中度首次达到 80%，网剧质量和成本已达到传统电视剧大制作水平。2012 年以来视频网站的版权购买支出持续大幅提升，从网站活跃用户数量来看，各大视频网站竞争并未停止，中国电视剧行业精品剧需求将依旧旺盛。我们认为，能够持续生产精品剧的一线制作商具有较高议价力，同时对比国外电视剧制作成本，我们认为在制作方面中国仍有较大成长空间，未来有望持续受益于行业发展。

图 37：网剧制作成本门槛迅速抬升

图 38：网剧集中度逐渐提高

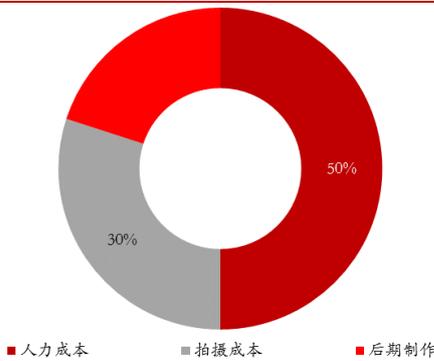


资料来源：艺恩智库，川财证券研究所



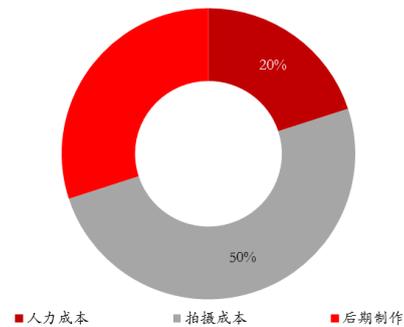
资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

图 39：中国电视剧主要成本在于人力



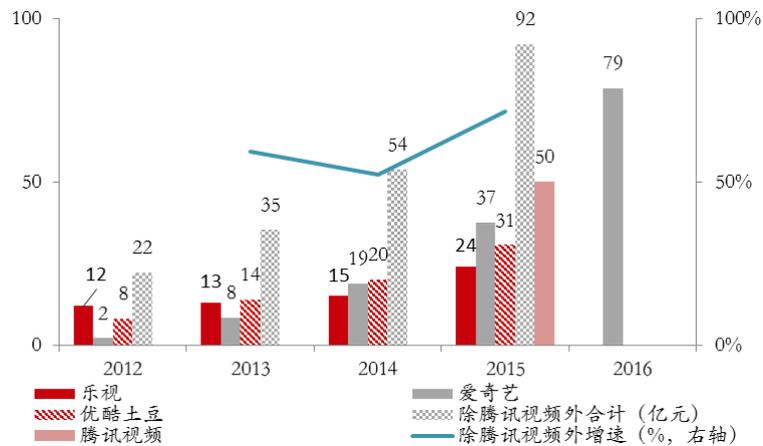
资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

图 40：美国电视剧主要成本在于拍摄



资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

图 41：各大视频网站内容支出大幅提升

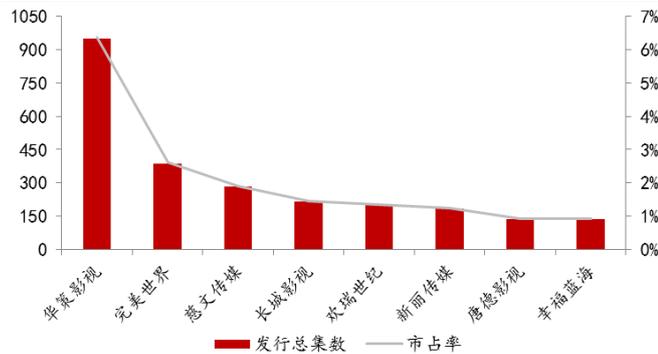


资料来源：公司年报，川财证券研究所，注：腾讯视频数据为互联网资料，2015 年优酷土豆数据为推算

受益于新媒体以及传统电视对优质内容的强烈需求，行业龙头竞争优势突
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

出，业绩增速有望超出行业平均水平，尤其是上市公司有着资金、品牌和融资优势，更加有利于扩大市场份额和竞争优势，2018年处于第一梯队的制作公司将会获得更大优势。完美世界在上市的影视剧公司中排名第二，完美影视市场份额为2.6%。完美影视通过绑定核心导演和制片人，作品质量有保障。目前和完美影视有独家协议的导演和制片人共有6个国内领先的创新型制作团队，包括赵宝刚、滕华弢、刘江等，协议有效期至2019年。代表作包括电视剧《深海利剑》、《男人帮》、《咱们结婚吧》、《北京青年》、《神犬小七》等。

图 42：完美为电视剧第一梯队



资料来源：广电总局，公司资料，川财证券研究所

电影产业集中度提升，公司电影业务稳步推进

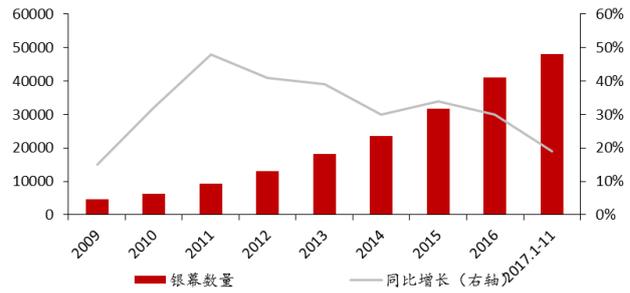
2017年1-11月中国总票房为507.5亿元（包含服务费），同比增速为22.5%。中国电影银幕数量已达到4.8万块稳居全球首位，同比增速为19%，同比增速大幅下滑11个百分点。随着国产电影质量的逐步提高、行业资源的归拢，国产电影质量差距越来越大，2017年国产电影Top10票房占国产电影的74.2%，连续4年持续提升集中度。

图 43：2017年1-11月电影票房同比增长22.5%

图 44：银幕数下滑趋势明显

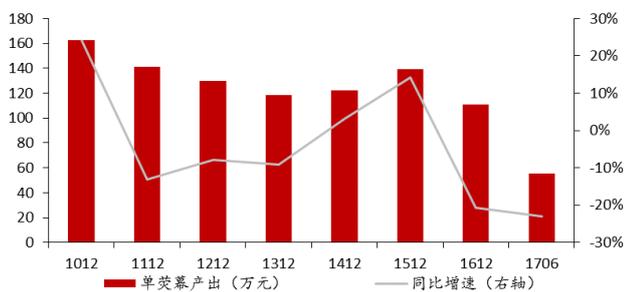


资料来源：广电总局电影局，艺恩，川财证券研究所



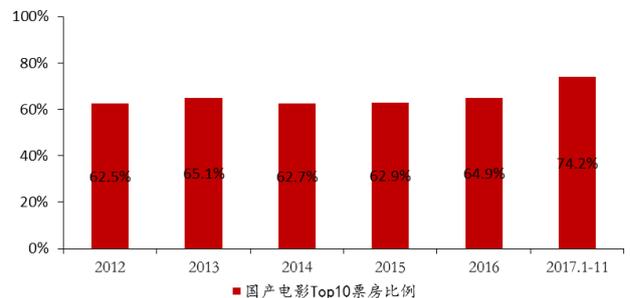
资料来源：中国电影发行放映协会，艺恩，川财证券研究所

图 45：单荧幕产出持续下降



资料来源：广电总局电影局，艺恩，川财证券研究所

图 46：国产电影票房集中度持续提升



资料来源：国家电影资金办，川财证券研究所

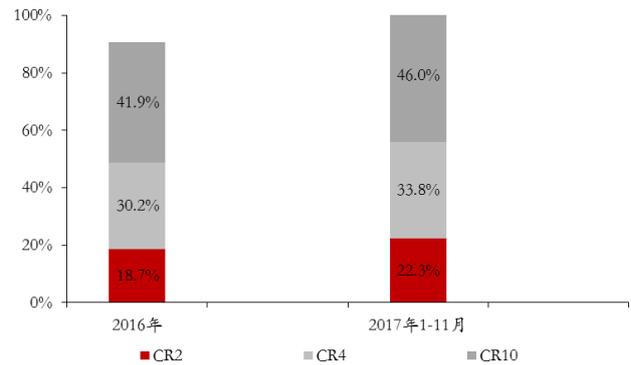
国内院线集中度不断提升。2017年1-11月前十大院线市场份额为46.0%，较2016年集中度提升4.11个百分点，提升最大的为大地影院，主要是由于其并购橙天嘉禾所导致。渠道方面的建设仍在持续进行中，预计未来集中度将进一步提升，主要原因是当前单荧幕产出持续下降，终端扩张投资收益逐渐下降，新建影院已经不再是提升市场占有率的有效途径，而通过整合提高议价能力降低分账成本、扩大本身渠道价值、卖品和广告收入，从而提高影院投资的收益率将是未来国内院线的主要趋势。

图 47：影院集中度整体变化不大

图 48：集中度在持续提升

排名	2016年	2017年1-11月
1	万达电影 13.76%	万达电影 15.08%
2	大地影院 4.90%	大地影院 7.24%
3	横店影视 4.06%	横店影视 4.28%
4	金逸影视 3.92%	星美影院 3.72%
5	中影影院投资 3.55%	中影影院投资 3.46%
6	星美影院 3.40%	金逸影视 3.35%
7	CGV影城投资 2.95%	CGV影城投资 3.19%
8	太平洋影管 1.82%	耀莱影院 2.04%
9	上海电影 1.79%	上海电影 1.87%
10	橙天嘉禾 1.77%	太平洋影管 1.80%

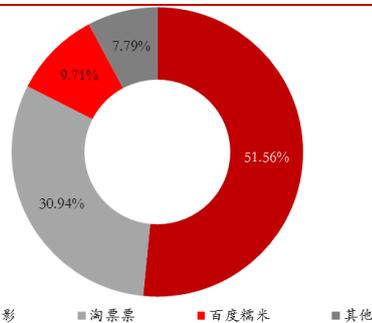
资料来源：艺恩，川财证券研究所



资料来源：国家电影资金办，川财证券研究所

票务平台的强强联合改变发行行业格局。由于在线票务平台能够利用流量入口的定位成为宣发平台、线上发行，长期以来各平台都以大额补贴形式争夺用户，随着用户红利消耗殆尽，行业也进入产业整合阶段，2017年9月猫眼与微影合并成立新猫眼微影，最终使得猫眼市场占有率超50%，淘票票市场占有率约为30%，在线票务市场成为双寡头垄断市场。

图 49：线上发行只剩两家巨头以及百度糯米



资料来源：艺恩，川财证券研究所

看好未来行业将持续以内容升级为主旋律。以2017年国庆档为例，上档电影口碑同比去年皆有大幅提升。国庆档上映的重点影片《追龙》、《羞羞的铁拳》、《英伦对决》、《缝纫机乐队》以及《空天猎》豆瓣评分分别为7.5、7.2、7.2、7.2、6.8分，平均为7.2分，较2016年国庆档影片豆瓣评分大幅提升，2016年国庆档仅有《湄公河行动》豆瓣评分达到8分。

图 50：国庆档口碑优秀

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

排名	影片名称	单周票房 (万元)	累计票房 (万元)	平均票价 (元)	场均人次	口碑指数	上映天数
1	羞羞的铁拳	116020	147057	34	46	8.17	9
2	追龙	30433	39939	33	30	7.66	9
3	英伦对决	29950	44658	38	24	7.52	9
4	缝纫机乐队	17993	25876	33	27	7.71	10
5	空天猎	16590	25285	36	22	6.77	10
6	钢铁飞龙之再见奥特曼	2951	3898	31	13	5.55	8
7	昆塔：反转星球	2861	4398	32	13	7.98	8
8	看不见的客人	2343	16367	35	27	8.76	24
9	猩球崛起3：终极之战	1981	73743	37	22	7.7	24
10	战狼2	1029	567437	36	20	8.51	74

资料来源：中国票房，川财证券研究所

电影行业的风险较高，完美影视在电影方面的策略主要以稳健为主。主要代表作有《非常完美》、《失恋 33 天》、《钢的琴》、《触不可及》等等。2016 年完美影视与环球影业达成合作，完美影视投资 5 亿美元给环球影业旗下的电影，成为电影的出品方之一，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，目前正在按计划持续推进中。2017 年 6 月公司宣布与威秀娱乐集团、WME | IMG 成立完美威秀娱乐集团。完美威秀娱乐集团致力于打造优质的中国本土电影，同时发布的片单包括成龙主演的科幻动作电影《机器之血》，韩庚、凤小岳以及山下智久主演的高科技动作电影《解码者》，张艺谋执导的史诗传奇电影《影》以及真人动画电影《当小七遇上加菲》四个电影项目。与环球影业的合作是公司影视业务迈出国际化的重要一步，而本次与威秀娱乐集团、WME | IMG 的合作，使完美世界影视“国际化泛娱乐”战略进一步升级。

图 51：环球影业 2018-2020 片单

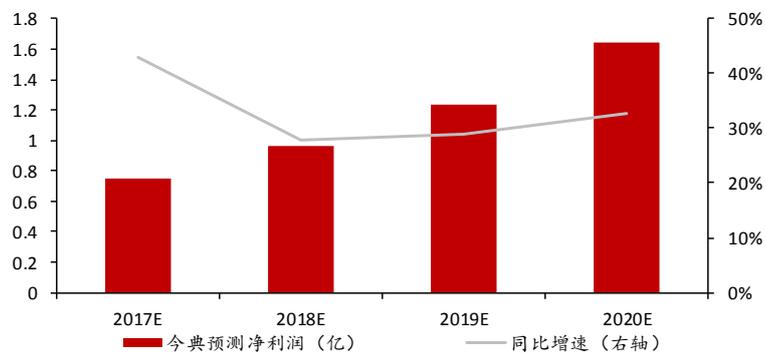
	影片名称	主演
2018年	隐形人	约翰尼·德普
	登月第一人	瑞恩·高斯林 凯尔·钱德勒
	夜校	蒂芬妮·哈迪什 凯文·哈特
	圣诞怪杰	本尼迪克特·康伯巴奇
	疤面煞星	
	掠食城市：致命引擎	罗伯特·席安 海拉·西尔玛
	五十度飞	达科塔·约翰逊 詹米·多南
	环太平洋：雷霆再起	约翰·波耶加斯 斯科特·伊斯特伍德
	侏罗纪世界2	克里斯·帕拉特 布莱丝·达拉斯·霍华德
	维京忍者牛仔	克里斯·帕拉特
2019年	弗兰肯斯坦的新娘	哈维尔·巴登
	小美人鱼	丽贝卡·托马斯
	玻璃先生	詹姆斯·麦卡沃伊 安娜·泰勒-乔伊
	爱宠大机密2	珍妮·斯蕾特
	怪物猎人 范海辛	
	速度与激情9	范·迪塞尔
2020年	魔法坏女巫	史蒂芬·戴德利
	欢乐好声音2	
	小黄人大眼萌2	

资料来源：环球官网，川财证券研究所

收购今典院线，打造线下入口

布局院线和影院，打造泛娱乐中的线下入口。今典院线旗下拥有 217 家影院，其中 86 家为自营影院，院线收入不仅能够与公司影视业务进行协同，另一方面也能够获取用户线下数据，并且能够通过院线播电竞赛事的方向做一些业务互动，提高完美世界集团整体品牌形象。

图 52：今典预测净利润

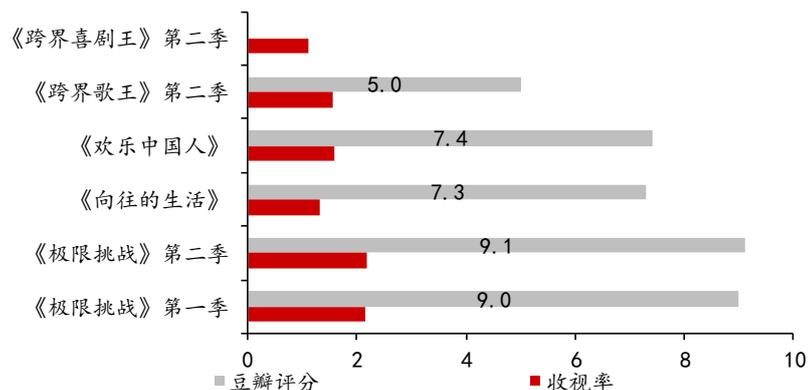


资料来源：公司资料，川财证券研究所

综艺节目制作实力雄厚

完美影视参与投资和制作的综艺节目包括《极限挑战》第一季和第二季、《向往的生活》、《欢乐中国人》、《跨界歌王》第二季和《跨界喜剧王》第二季等，皆拥有良好的口碑及收视率，平均收视率为 1.7，平均豆瓣评分为 7.6。

图 53：环球影业 2018-2020 片单



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

资料来源：百度百科，豆瓣，tvtv，川财证券研究所

投资建议

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 82.5、112.4 以及 129.9 亿元，同比增速分别为 34.0%、36.1% 以及 15.6%，净利润分别为 14.8、19.2 以及 22.0 亿元，EPS 分别为 1.11、1.46 以及 1.67 元/股，对应 PE 分别为 29.1、22.2、19.3 倍。

首次覆盖给予完美世界「增持」的投资评级，基于

- 1、公司受益于手游行业集中度逐渐提高，将通过强劲的游戏研发能力以及 2018 年手游产品爆发提升市场占有率；
- 2、公司为电视剧龙头，受益于新媒体以及传统电视对优质内容的强烈需求，行业龙头竞争优势突出；
- 3、公司在泛娱乐上布局完整，包括电视剧、电影、综艺、院线等，2017 年电视剧《射雕英雄传》和同名手游均取得较好的成绩，2018 年也拥有较好手游产品值得期待，如《烈火如歌》；

图 54：游戏行业可比公司估值比较

日期	2018/1/28	股价	总市值	EPS			PE		
				17E	18E	19E	17E	18E	19E
002624.SZ	完美世界	32.3	424.6	1.14	1.43	1.75	28.4	22.6	18.4
002555.SZ	三七互娱	21.0	450.0	0.78	0.99	1.20	26.8	21.2	17.5
002517.SZ	恺英网络	21.4	306.4	1.08	1.18	1.32	19.7	18.1	16.2
300418.SZ	昆仑万维	24.4	280.5	0.91	1.15	1.38	26.6	21.1	17.6
002174.SZ	游族网络	24.7	219.6	1.42	1.82	2.04	32.3	25.2	22.5
平均值				1.1	1.4	1.6	26.2	21.5	18.8

资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

产品推进不达预期；

行业竞争加剧；

公司整合风险；

系统性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11208	9552	12116	14615	营业收入	6159	8253	11235	12985
现金	2097	5287	6870	8676	营业成本	2404	3915	5208	6171
应收账款	1932	2476	3370	3896	营业税金及附加	54	72	98	113
其他应收款	88	142	194	224	营业费用	755	792	1110	1282
预付账款	483	648	882	1019	管理费用	1836	2139	2886	3206
存货	496	1000	800	800	财务费用	1	133	104	71
其他流动资产	6112	0	0	0	资产减值损失	100	0	0	0
非流动资产	5089	6214	6119	6025	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	868	1507	1507	1507	投资净收益	192	200	200	200
固定资产	526	432	337	243	营业利润	1201	1402	2030	2342
无形资产	132	140	140	140	营业外收入	157	100	100	100
其他非流动资产	3562	4135	4135	4135	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	16297	15766	18235	20639	利润总额	1356	1502	2130	2442
流动负债	4223	2388	2940	3147	所得税	223	45	213	244
短期借款	441	1000	1200	1200	净利润	1133	1457	1917	2198
应付账款	727	974	1326	1533	少数股东损益	-33	0	0	0
其他流动负债	3055	414	414	414	归属母公司净利润	1166	1457	1917	2198
非流动负债	3622	3585	3585	3585	EBITDA	1409	1630	2228	2508
长期借款	2033	2033	2033	2033	EPS (元)	0.89	1.11	1.46	1.67
其他非流动负债	1589	1552	1552	1552					
负债合计	7845	5973	6525	6732					
少数股东权益	1238	1238	1238	1238	主要财务比率				
股本	1315	1315	1315	1315	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	4162	4162	4162	4162	成长能力				
留存收益	1718	3006	4923	7121	营业收入	25.9%	34.0%	36.1%	15.6%
归属母公司股东权益	7214	8483	10400	12598	营业利润	1233.4%	16.8%	44.7%	15.4%
负债和股东权益	16297	15695	18163	20568	归属于母公司净利润	767.5%	24.9%	31.5%	14.7%
					获利能力				
					毛利率(%)	61.0%	52.6%	53.6%	52.5%
					净利率(%)	4.6%	18.9%	17.7%	17.1%
					ROE(%)	16.2%	17.2%	18.4%	17.4%
					ROIC(%)	13.0%	25.2%	29.8%	31.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	48.1%	38.1%	35.9%	32.7%
					净负债比率(%)	32.9%	50.8%	49.5%	48.0%
					流动比率	2.65	4.00	4.12	4.64
					速动比率	2.54	3.58	3.85	4.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.51	0.66	0.67
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	5.22	4.60	4.53	4.32
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	1.11	1.46	1.67
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	3.13	0.98	1.28
					每股净资产(最新摊薄)	5.49	6.45	7.91	9.58
					估值比率				
					P/E	36.4	29.1	22.2	19.3
					P/B	5.89	5.01	4.08	3.37
					EV/EBITDA	29	25	19	17

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1155	4115	1287	1677
净利润	1133	1457	1917	2198
折旧摊销	207	95	95	95
财务费用	1	133	104	71
投资损失	-192	-200	-200	-200
营运资金变动	-101	2661	-628	-486
其他经营现金流	107	-31	0	0
投资活动现金流	-8611	-1121	200	200
资本支出	168	0	0	0
长期投资	7060	636	0	0
其他投资现金流	-1382	-484	200	200
筹资活动现金流	8162	196	96	-71
短期借款	132	559	200	0
长期借款	1390	0	0	0
普通股增加	755	0	0	0
资本公积增加	4126	0	0	0
其他筹资现金流	1760	-364	-104	-71
现金净增加额	727	3190	1583	1806

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0001