

# 完美世界(002624)

## —18 年产品大年，开启与腾讯合作

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 35.62 元

### 投资要点:

行业层面上看, 1) 游戏行业人口红利见顶, 付费率和 ARPU 值的提升是未来增长的主驱动力。游戏出海、手游新人群孕育机会。同时国内手游市场中, 买量成本激增, 腾讯市占率进一步提升, 研发实力逐渐成为二线游戏厂商核心竞争壁垒。2) 影视行业, 视频网站的竞争格局促使内容涨价趋势短期内不会逆转, 精品内容制作方长期受益。

公司层面, 中长期看 1) 公司是老牌端游大厂, 研发实力与美术实力卓越, 在腾讯网易外的第二梯队中以研发见长, 构建了公司核心竞争壁垒, 手游市占率稳步提升, 发行上 18 年首次和腾讯开启合作, 优秀产品影响力进一步放大, 分享腾讯体系庞大流量红利。2) 公司在战略层面上积极推进年轻化战略, 自研端游、手游推进年轻化迭代, 同时积极布局二次元等新领域, 未来可期。

短期看, 公司 18 年进入产品大年, 不管是游戏还是影视业务项目储备都极为丰富, 业绩增长确定性强。手游业务上, 确定性较强是公司端转手的三款游戏, 分别是《武林外传》、《完美世界国际版》以及《笑傲江湖》。其中《完美世界国际版》将有腾讯独代。另外, 二次元及女性向方面, 推出《轮回决》、《云梦四是歌》(腾讯独代)、《梦间集天鹅座》, 武侠 IP 方面《神雕侠侣 2》、《射雕三部曲》将在今年推出。产品矩阵非常丰富。端游方面, 电竞类代理产品《DOTA2》《CS GO》等流水稳步提升, 新产品如端游《边缘计划》《新诛仙世界》陆续上线。影视方面, 去年仅确认了四部电视剧, 而进入 2018 年, 已经拍完、进入后期制作或者已经开拍的项目达到了 17 个, 均有望在 2018 年确认收入, 量价齐升。

我们预计公司 2018/2019/2020 年实现归母净利润 18.90 亿元/26.12 亿元/30.47 亿元。对应 PE 为 25/18/15, 给予“增持”评级。

风险提示: 新产品上线进度不及预期, 新产品流水不如预期, 老游戏产品出现大幅度下滑

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,159	7,930	9177	12776	15668
营业收入增长率	445%	29%	16%	39%	23%
净利润(百万元)	1,166	1,505	1890	2612	3047
净利润增长率	304%	29%	26%	38%	17%
EPS(元)	0.96	1.14	1.44	1.99	2.32
ROE	16.2%	18.9%	19.8%	21.5%	20.0%
P/E	37.1	31.2	24.77	17.93	15.37

发布时间: 2018 年 05 月 21 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	36.74 / 28.08
上证指数/深圳成指	3213.84/10765.35
50 日均成交额(百万元)	172.67
市净率(倍)	5.65
股息率	0.48%

### 基础数据

流通股(百万股)	466.35
总股本(百万股)	1314.70
流通市值(百万元)	16611.41
总市值(百万元)	46829.69
每股净资产(元)	6.30
资产负债率	43.34%

### 股东信息

大股东名称	完美世界控股集团有限公司
持股比例	35.06%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

- 《国元证券公司研究-公司点评: 完美世界(002624) 2017 年业绩增长稳定, 期待 2018 年游戏及影视大作》2018-4-2
- 《国元证券公司研究-公司点评: 完美世界(002624) 双轮继续驱动, 业绩符合预期》2017-8-24
- 《国元证券公司研究-公司点评: 完美世界(002624) “游戏+影视” 双轴驱动, 期待业绩爆发》2017-3-17

### 联系方式

研究员: 李典  
 执业证书编号: S0020516080001  
 电话: 021-51097188-1866  
 电邮: lidian@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号  
 安徽国际金融中心 A 座国元证券  
 (230000)

# 目 录

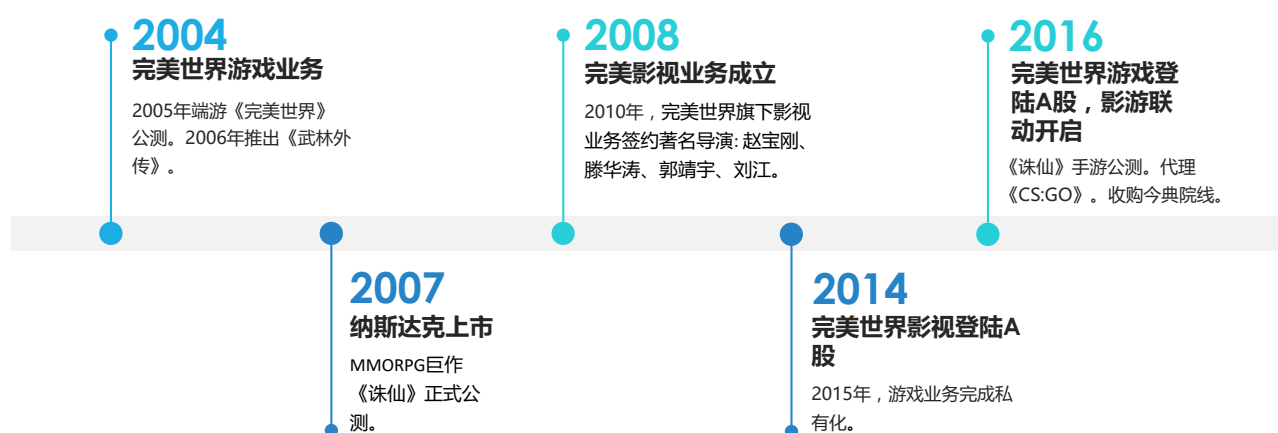
第一部分 老牌游戏厂商，泛娱乐生态圈逐渐完善 .....	4
第二部分 财务分析：业绩增长稳定，期间费用率持续下降.....	6
第二部分 行业分析 .....	10
2.1 游戏行业：手游景气度依然较高，细分市场值得关注.....	10
第四部分 游戏业务：多点开花，2018 年迎来产品大年 .....	16
4.1 研发实力一流，构建核心壁垒，比肩网易.....	17
4.2 将年轻化提升到战略高度，未来可期.....	20
4.3 端游：老端游年轻化运营，电竞产品看点十足 .....	21
4.3 手游：18 年迎来产品大年，端转手确定性高，开启和腾讯的首次合作.....	24
4.4 主机/单机/VR 游戏长线布局，积累研发经验 .....	27
第五部分 影视业务：电视剧行业第一梯队，18 年项目大年 .....	29
第六部分 盈利预测 .....	30
<b>图表 1：公司历史沿革</b> .....	4
<b>图表 2：集团业务分布</b> .....	4
<b>图表 3：公司股权结构</b> .....	5
<b>图表 4：公司营收及同比增长情况</b> .....	6
<b>图表 5：公司归母净利润及同比增长情况</b> .....	6
<b>图表 6：游戏及影视业务增长情况</b> .....	6
<b>图表 7：营业收入结构</b> .....	6
<b>图表 8：毛利率变化情况</b> .....	6
<b>图表 9：净利润率变化情况</b> .....	7
<b>图表 10：销售费用率、财务费用率及管理费用率变动情况</b> .....	7
<b>图表 11：电视剧业务毛利率</b> .....	8
<b>图表 12：游戏业务细分毛利率情况</b> .....	8
<b>图表 13：公司存货变动情况</b> .....	8
<b>图表 14：中国游戏市场实际销售收入</b> .....	10
<b>图表 15：游戏用户规模</b> .....	10
<b>图表 16：游戏行业人均付费值</b> .....	10
<b>图表 17：游戏产业结构占比情况</b> .....	10
<b>图表 18：手游行业销售收入及增速</b> .....	11
<b>图表 19：手游付费用户占比情况</b> .....	11
<b>图表 20：手游付费率</b> .....	11
<b>图表 21：手游行业人均付费额</b> .....	11
<b>图表 22：2017 手游市场格局</b> .....	11
<b>图表 23：腾讯 2018UP 大会发布代理手游项目</b> .....	12
<b>图表 24：腾讯 2018UP 大会发布自研手游项目</b> .....	12
<b>图表 25：二次元用户情况</b> .....	12
<b>图表 26：女性用户规模及增长情况</b> .....	13

图表 27: 女性玩家付费分布情况 .....	13
图表 28: 端游用户规模情况 .....	14
图表 29: 端游销售收入及增速情况 .....	14
图表 30: 电竞游戏用户玩电竞游戏的频次 .....	14
图表 31: 电竞游戏用户平均每天玩电竞游戏的时长 .....	14
图表 32: 2017 完美世界游戏收入结构 .....	16
图表 33: 游戏业务毛利率情况 .....	16
图表 34: 2016H1-2017H2 各类型游戏营收增长情况 .....	16
图表 35: 游戏业务毛利情况 .....	16
图表 36: 《诛仙》端游原画 .....	18
图表 37: 主要游戏产商研发费用占营收比重 (2016) .....	18
图表 38: 2017 年 1-10 月各类移动游戏用户年龄分布 .....	20
图表 39: 《诛仙手游》云梦川实景截图 .....	20
图表 40: 中国电竞上游三足鼎立格局 .....	22
图表 41: Ti 联赛奖金情况 .....	23
图表 42: DOTA2 及 CS GO 年收入情况 (百万/美金) .....	23
图表 43: 手游业务收入及增速 .....	24
图表 44: 手游市占率 .....	24
图表 45: 《诛仙手游》海报 .....	25
图表 46: 《梦间集》游戏截图 .....	26
图表 47: 《梦间集》CV .....	26

## 第一部分 老牌游戏厂商，泛娱乐生态圈逐渐完善

公司成立于 2004 年，是国内起步较早的游戏厂商之一。2005、2006、2007 年公司分别推出 3 大爆款端游《完美世界》《武林外传》和《诛仙》。作为中国游戏届早期公认的七大厂商成员，公司于 2007 年在美国纳斯达克成功上市，成为中概游戏股的标杆之一，次年公司成功开启影视业务，布局影游联动。2014 年公司旗下完美影视成功借壳金磊股份，登陆 A 股市场，并改名完美环球。2015 年完美世界完成私有化并拆除 VIE 结构，2016 年完美世界作价 120 亿回归 A 股，并承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 7.55、9.88、11.98 亿元。

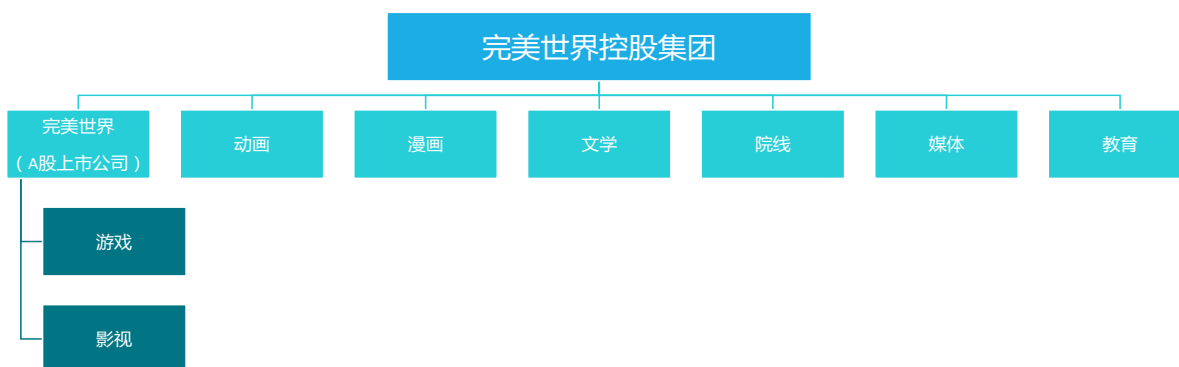
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

除了上市公司体系内的影视和游戏板块，完美世界控股集团还将产业链延伸到了动画、漫画、文学、媒体、教育以及院线板块。**文学上**，旗下拥有纵横中文网、熊猫看书、百度书城等，日用户量总计突破 1400 万，总页面浏览量达 3.5 亿。作品数量突破 20 万，是国内顶尖的原创小说创作平台和数字内容阅读平台。**媒体方面**，集团旗下星游传媒是国内最大的游戏媒体及玩家社区集团之一，目前已涵盖 MMO 精品、电竞、主机、手游、DOSPY 等媒体渠道，平台每日访问量达 2 亿 8 千万，注册用户超过 2 亿。**教育上**，公司包括幼儿教育和青年教育两大领域。幼儿教育方面，洪恩教育曾开发《开天辟地》《万事无忧》《洪恩 Teddy 学英语》等软件。青年教育方面，目前主要为全球青年领袖实验室和像素种籽数字&艺术教育基地。未来随着上市公司体外业务的逐渐成熟，有进一步注入上市公司的可能。

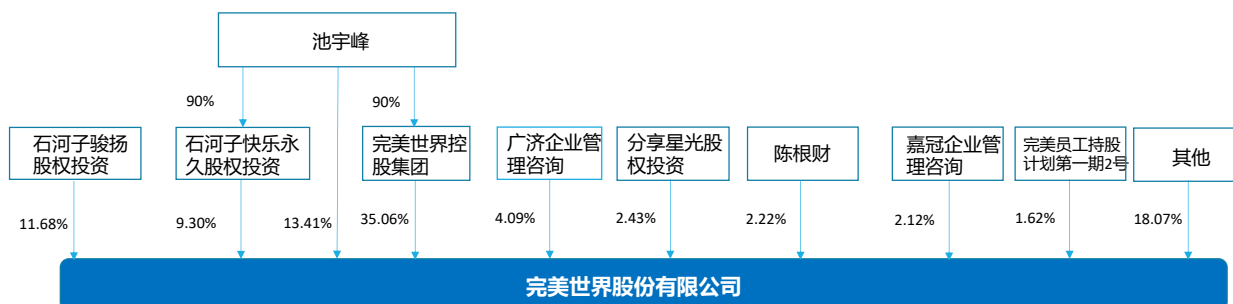
图表 2：集团业务分布



资料来源：互联网，国元证券研究中心

创始人董事长池宇峰及其一直行动人合计持股比例达 57.77%，股权集中度较高。其中广济和嘉冠分别是公司高管以及影视业务中的核心导演和制作人团队的持股平台，深度绑定核心管理及业务人员。

图表 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

目前，公司限售股占比达 64.53%，还有 3 次较大规模解禁，分别是 2018 年 12 月、2019 年 4 月，以及 2019 年 6 月。

表 1：公司解禁情况

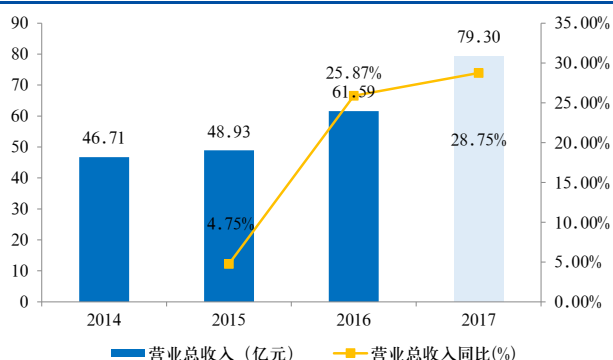
	本次解禁股数（万股）	占总股本比例	股份类型	涉及股东
2019/6/17	21,246.35	16.16%	定向增发	池宇峰、完美二号及三号资管计划（员工持股计划）、招商财富资管计划
2019/4/29	61,443.93	46.74%	定向增发	完美数字科技、石河子骏扬股权投资合伙企业
2018/12/19	2,144.86	1.63%	定向增发	嘉冠、广济

数据来源：WIND,国元证券研究中心

## 第二部分 财务分析：业绩增长稳定，期间费用率持续下降

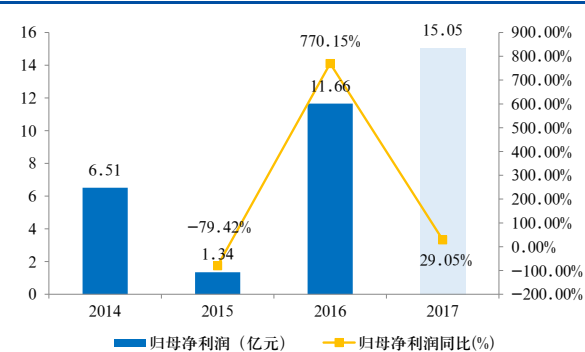
营业收入保持稳定增长，2017 年公司营业收入 79.30 亿元，同比增长 28.75%，14-17 年复合增长率为 19.29%。2017 年归属母公司净利润 15.05 亿元，同比增长 29.05%。其中游戏子公司净利润 13.3 亿，影视子公司 4.2 亿。净利润 14-17 年复合增长率 32.21%。

图表 4：公司营收及同比增长情况



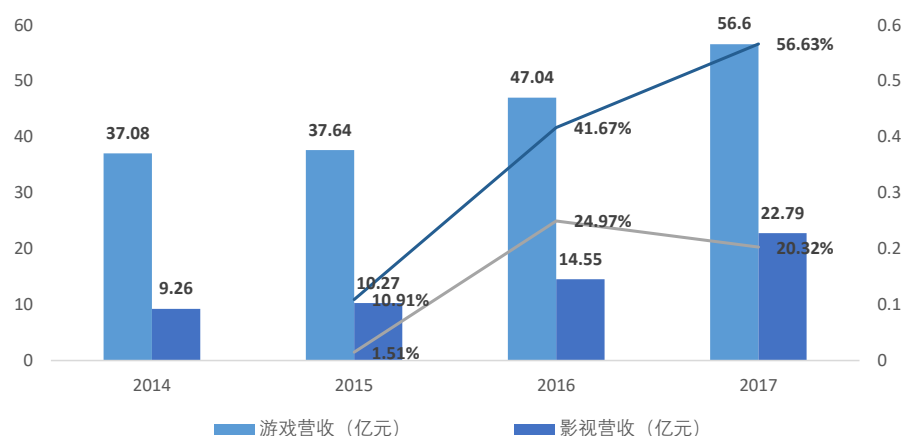
资料来源：WIND, 国元证券研究中心

图表 5：公司归母净利润及同比增长情况



资料来源：WIND, 国元证券研究中心

图表 6：游戏及影视业务增长情况

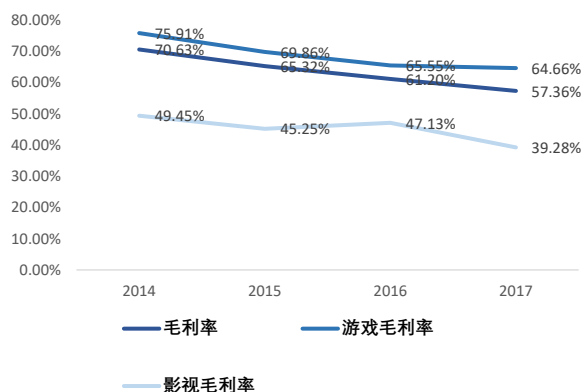
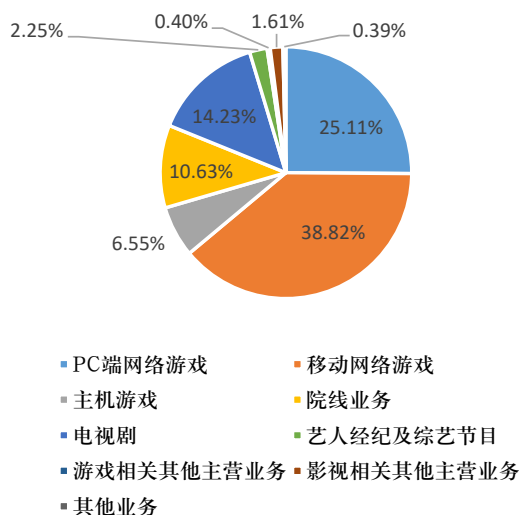


资料来源：WIND, 国元证券研究中心

从收入结构上来看，游戏业务占比 71.25%，影视业务占比 28.75%。分产品看，移动游戏比重最高，占整体营收 38.82%，其次是端游占比 25.12%，电视剧业务占比 14.23%。分地区看，境外业务比重 15.55%。

图表 7：营业收入结构

图表 8：毛利率变化情况



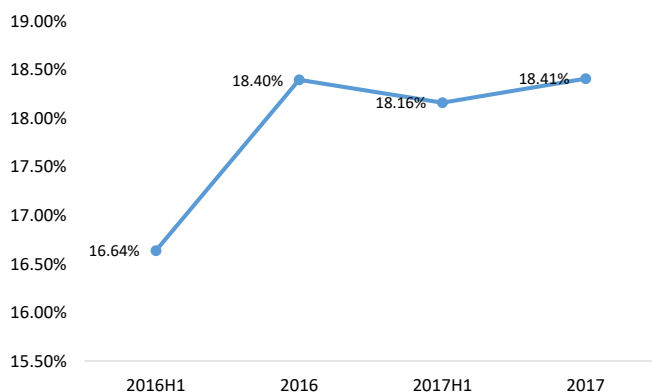
资料来源: WIND, 国元证券研究中心

资料来源: WIND, 国元证券研究中心

整体来看,公司毛利率呈微降趋势,主要是由于业务结构变化所致。一是低毛利率的院线业务并表,拉低了整体影视板块的毛利率。二是由于游戏业务中,手游业务比重不断增加,手游毛利率相较于端游毛利率较低。预计2018年随着院线业务的剥离,影视业务毛利率有望回升。

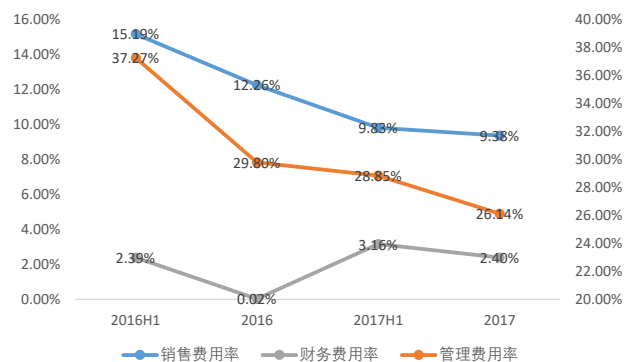
从净利润变化来看,公司净利润率稳中有升,2017年净利润率达18.41%。另一方面管理费用率、销售费用率均呈现了下降趋势,2017年均下降3pct,未来净利润率有望进一步提升。

图表9: 净利润率变化情况



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

图表10: 销售费用率、财务费用率及管理费用率变动情况



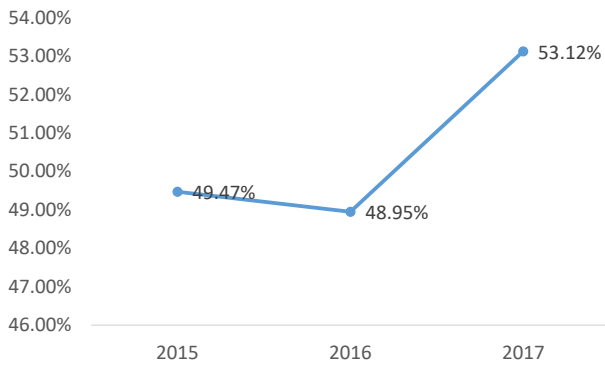
资料来源: WIND, 国元证券研究中心

拆分游戏业务毛利率变化情况,端游毛利率最高,17年达75.76%,但随着电竞游戏产品比重增加,毛利率微降。手游业务毛利稳中升,17年为59.13%。主机游戏毛利率较为稳定。整体看,游戏业务毛利率呈现下降趋势,主要是由于游戏业务结构的变化,游戏业务向行业景气度更高的细分行业倾斜,手游业务及代理电竞业务游戏收入比重不断增加。

公司电视剧毛利率2017年较2016年提升了4.17%,体现了公司电视剧业务强劲的盈利能力。

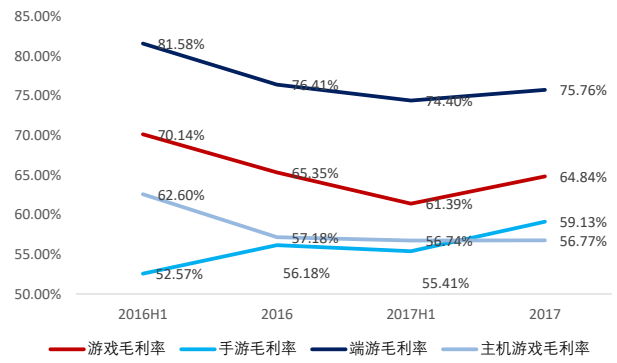


图表 11: 电视剧业务毛利率



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

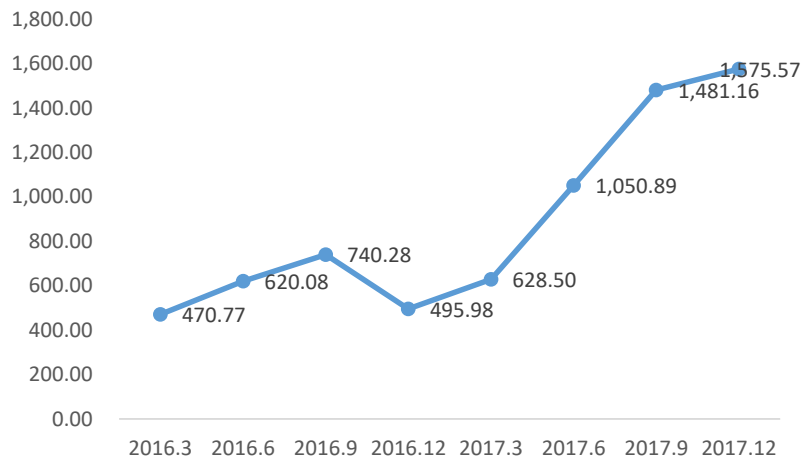
图表 12: 游戏业务细分毛利率情况



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

存货大幅度上升, 2017 年同比增加 217.67%, 达到 15.76 亿的规模, 主要是由于公司影视业务规模扩大, 所参与影视剧项目大幅增加所致。细分来看, 公司库存主要包括: 原材料、在产品 and 库存商品三个项目。原材料是公司未来储备的剧本或者 IP 等, 在产品是制作中的影视作品的成本, 主要是主投主控的项目, 库存商品是已经制作完成拿到证之后的商品, 也主要是公司主投主控的项目。细分来看, 主要是由于公司库存中在产品大幅度增长 289.62% 所致。虽然对比 2017 年确认收入的影视项目, 当前主投主控的影视作品整体投资比例较 2017 年有所下降, 但整体来看 2018 影视剧业务体量将比 2017 有大幅度的增加。另外公司所涉及影视剧项目大多具有预售, 库存压力较小。

图表 13: 公司存货变动情况



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

资产负债率来看, 公司整体资产负债率为 47.02%, 其中游戏业务资产负债率为 55.99%, 影视业务资产负债率 45.67%, 院线部分资产负债率为 43.81%。资产负债率较高。负债主要由其他非流动负债、其他流动负债、一年内到期的非流动负债组成。其中占比最大的其他非流动负债, 主要是公司投资美国环球影业所成立基金中优先级负债, 共计 20 亿。流动负债中, 占比最高的其他流动负债主要是公司游戏玩家充值所致的递延收入, 递延收入本身无现金流出压力, 在以后运营中结转。另外, 2017 年年报中, 公司账面货币资金 32 亿, 占总资产比重为 19.51%。总体来看偿债风险可控。



表 2：公司负债情况及资产负债率

负债	2016年6月	2016年12月	2017年6月	2017年12月
一年内到期的非流动负债	181.60	109.03	358.24	1,105.60
占总资产比重	1.52%	0.67%	2.16%	6.67%
长期借款	749.59	2,032.62	1,285.45	500.00
占总资产比重	6.27%	12.47%	7.74%	3.01%
其他流动负债	1,010.02	1,633.02	1,410.79	1,278.01
占总资产比重	8.45%	10.02%	8.50%	7.71%
其他非流动负债	39.00	1,552.05	2,043.38	2,034.66
占总资产比重	0.33%	9.52%	12.31%	12.27%
负债	4,309.18	7,844.75	7,809.99	7,798.17
资产	11,951.90	16,297.49	16,602.85	16,584.90
资产负债率	36.05%	48.13%	47.04%	47.02%

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

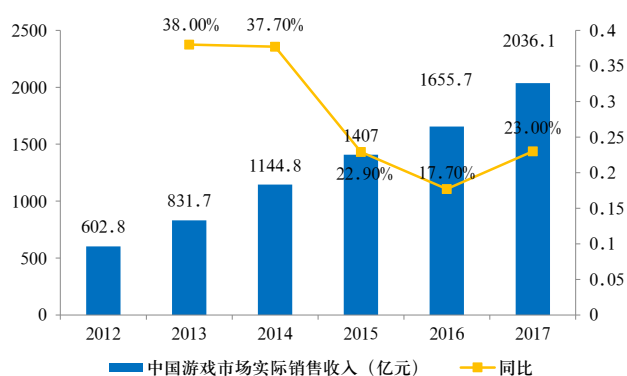
截止 2017 年末公司商誉总计 20.40 亿元，占净资产比重为 23.22%，较为合理。其中北京时代今典影视文化有限公司、完美世界院线有限公司、北京完美世界电影放映有限公司三家公司合计商誉占比较大，约 9 亿元。2018 年公司已将这部分院线资产进行了剥离，进一步降低公司的经营风险。

## 第二部分 行业分析

### 2.1 游戏行业：手游景气度依然较高，细分市场值得关注

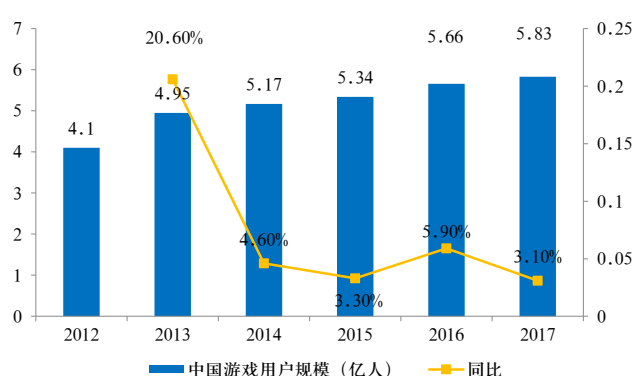
中国游戏用户数整体保持平稳，实际销售收入依旧保持较高增速，行业主要驱动力来自于人均付费值的提高。2014-2017年中国游戏用户规模一般维持5%上下增速，相比于13年的20%，游戏用户人口红利已经见顶。但行业实际销售收入在人均付费值的驱动下依旧在2014-2017年维持在21.16%的复合增长率。随着国内游戏质量的提高和新游戏品类的涌现以及国民收入水平的提高，中国游戏用户人均付费值增长喜人，2017年同比增长19.39%。

图表 14：中国游戏市场实际销售收入



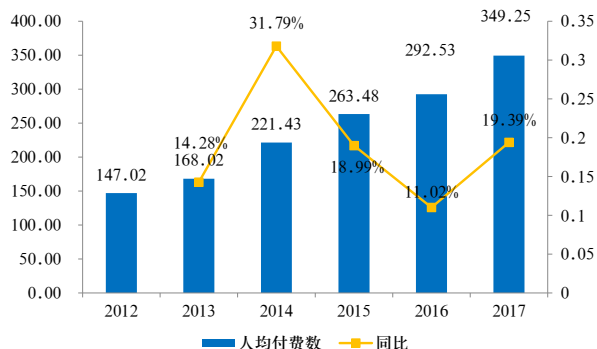
资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

图表 15：游戏用户规模



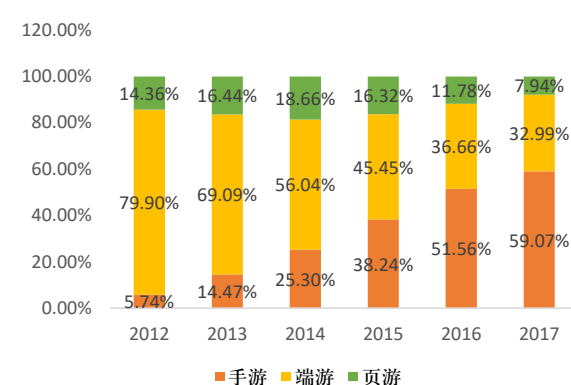
资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

图表 16：游戏行业人均付费值



资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

图表 17：游戏产业结构占比情况



资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

未来行业主驱动力将来自于人均付费额的不断提升。目前我国游戏行业人均付费额在47.25美金元，而对比美国市场和日本市场，人均游戏付费额分别是我国的三倍和四倍，随着居民可支配收入的不断增长和国民财富的累积，以及年轻游戏群体的崛起，未来游戏产业依然具有3~4倍的增长空间。

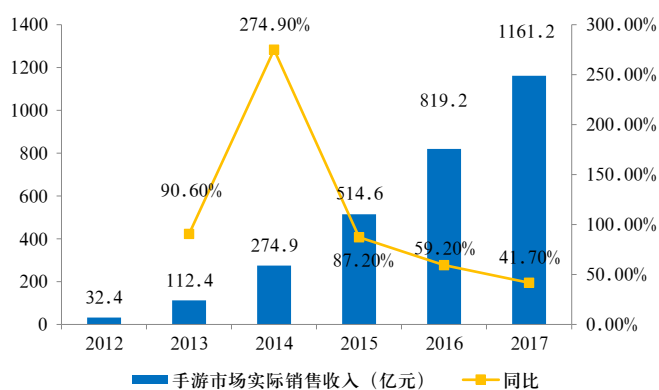
**表 3：中国、美国、日本 2017 年人均游戏付费额**

	中国	美国	日本
游戏市场规模 (亿 美元)	275.47	250.6	125.46
游戏人口 (亿 人)	5.83	1.6	0.68
人均付费额 (美元)	47.25	156.63	184.50

资料来源: Newzoo、国元证券研究中心

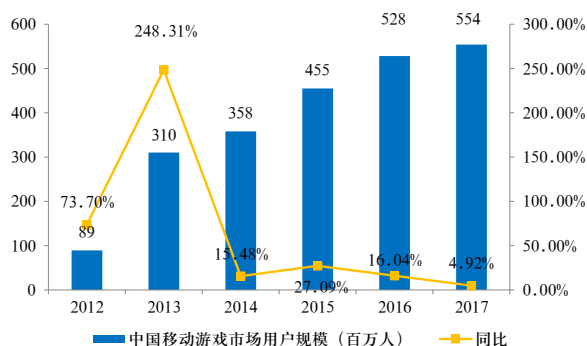
**手游增长 41.7%，占比进一步扩大。**17 手游占游戏行业比重进一步提高至 59.07%，整体营收突破 1161 亿，同比增长 41.7%，依然保持了较高的景气度，远高于行业平均的 19.39%。手游付费率进一步提升，2017 年上半年手游付费率已达 70.37%。同时手游人均付费额增长迅速，同比增长 35.10%，至 2017 年的 209.60 元。

**图表 18：手游行业销售收入及增速**



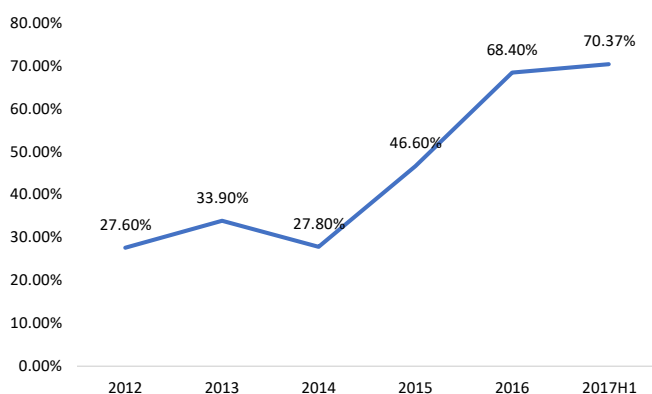
资料来源: 伽马数据, 国元证券研究中心

**图表 19：手游付费用户占比情况**



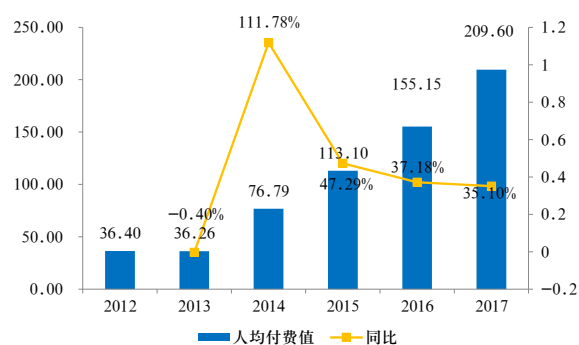
资料来源: 伽马数据, 国元证券研究中心

**图表 20：手游付费率**



资料来源: 伽马数据, 国元证券研究中心

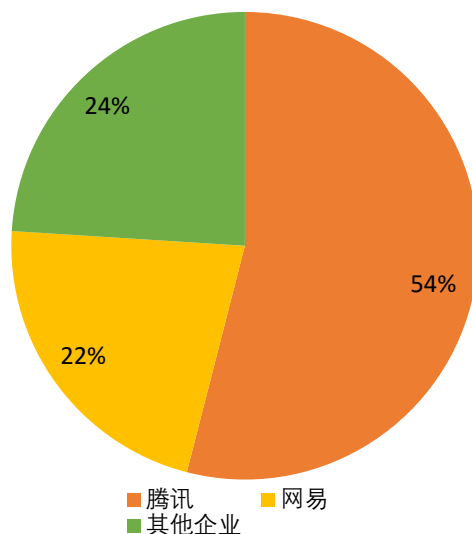
**图表 21：手游行业人均付费额**



资料来源: 伽马数据, 国元证券研究中心

**腾讯和网易占据了市场的绝大部分市场份额，呈现两超多强的格局。**17 年腾讯+网易的手游市占率达到 76%。其中腾讯手游市占率为 54%，网易手游市占率达 22%。手游行业“两超多强”的格局，短时间不会有大的变化，在 MOBA 及“吃鸡”类手游头部产品被两大厂长期把持的前提下，我们认为二线游戏龙头产商在细分垂直市场和海外市场有更多追赶的机会。

**图表 22：2017 手游市场格局**



资料来源：互联网，公司公告，国元证券研究中心

在手游领域，腾讯在流量上具有绝对的垄断地位，但在研发上，很难做到一家独大。在腾讯超过 50% 的市占率上，除其自研手游外，其代理的优秀研发商的产品也占据重要地位。根据腾讯 2018UP 大会的手游项目来看，代理手游和自研手游各占半壁江山。未来，研发实强，有 IP 基础的优秀研发商，将更能分享了腾讯巨大的流量红利。

图表 23：腾讯 2018UP 大会发布代理手游项目

图表 24：腾讯 2018UP 大会发布自研手游项目

代理手游				
游戏名	类型	IP	开发团队	上线时间
传奇世界3D手游	MMORPG	有	盛大游戏	5月不删档
完美世界手游	MMORPG	有	完美世界	今年内
电击文库：零境交错	卡牌	有	91Act	未知
云梦四时歌	卡牌	无	完美世界	未知
侍魂：胧月传说	动作	有	乐道互动	5月首测
猎人	动作	有	蓝图游戏	未知
红警OL	SLG	有	有爱互娱	未知
云裳羽衣	3D换装	无	西山居	暑期
暗黑之书	ARPG	无	银汉投资公司	未知

资料来源：游戏葡萄，国元证券研究中心

自研手游				
游戏名	类型	IP	开发团队	上线时间
狐妖小红娘	MMORPG	有	北极光工作室群	秋天
斗破苍穹：斗帝之路	疑似MMORPG	有	天美J2工作室	暑期
自由幻想	MMORPG	有	光子工作室群	正在删档测试
雪鹰领主	MMORPG	有	北极光工作室群	5月先锋测试
圣斗士星矢	卡牌	有	腾讯	今年内
火影忍者OL	卡牌	有	魔方工作室群	未知
一起来捉妖	AR捉妖	无	腾讯	5月上旬成都测试
王牌捉妖师	AR捉妖	无	光子欢乐游戏工作室	未知
一人之下	动作	有	魔方工作室群	今年内

资料来源：游戏葡萄，国元证券研究中心

中短期上二线产商在手游新人群上依旧存在机会。2016 年国内核心二次元用户规模达 8000 万人，泛二次元用户规模达 2.3 亿人。二次元总体用户量将突破 3 亿。到 2020 年，二次元产业整体将迎来 6000 亿元的市场规模。以包括动画、漫画、游戏和轻小说（也即 ACGN）等为主要产品的多个二次元行业迎来了高速发展期，二次元市场呈现出巨大的发展潜力。根据伽马数据测算，2016 年二次元移动游戏市场规模为 110.3 亿元，17 预计将达到 159.8 亿元的规模，增幅将达到 45%。二次元用户数目前还处于稳定增长期，人口红利以及付费值上还有很大的提升空间。

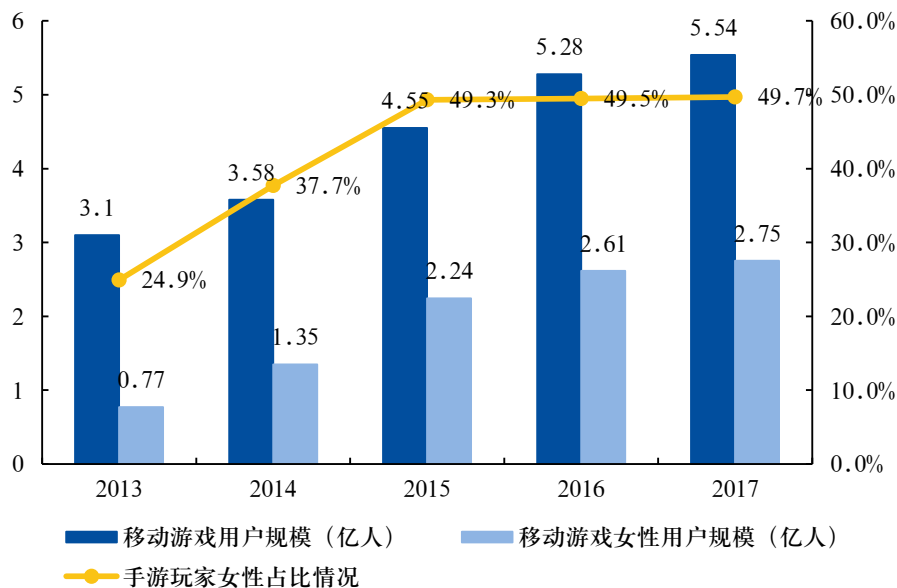
图表 25：二次元用户情况



资料来源：中投顾问，国元证券研究中心

女性向游戏是我们看好的另一个细分市场。Talkingdata、伽马数据显示，2012~2017年中国手游用户数从9000万增长至5.54亿，其中女性用户占比从24.9%上升至49.7%，比例进一步提高，已经占到半壁江山。我们预计女性用户规模超过2.7亿，5年复合增速高达64%，贡献手游市场2014~2017年手游新用户84%增量。女性用户已经成为了游戏市场不可忽视的一股重要力量，但国内此领域游戏产品长期处于相对空缺状态。从付费能力上看，女性玩家也不容小觑，2018年初的《恋与制作人》上线首月流水接近5000万，1月流水更是达到3个亿，证明了女性玩家的“氪金能力”。

图表 26：女性用户规模及增长情况

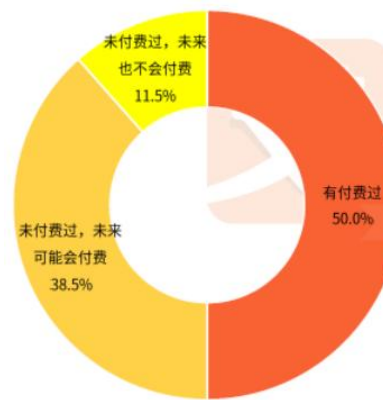


资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

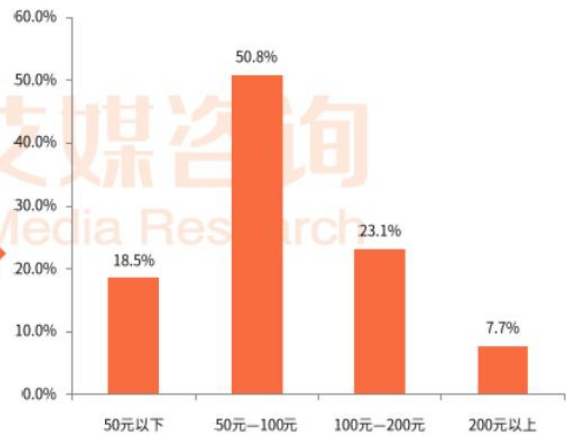
图表 27：女性玩家付费分布情况

## 女性向手游氪金高

2017中国女性向手游玩家付费情况分布



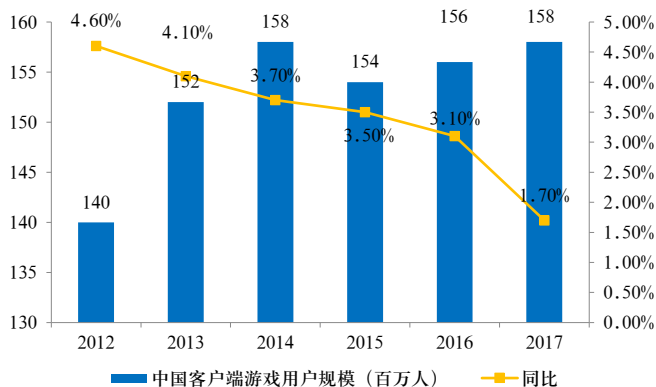
2017中国女性向手游玩家累计付费金额分布



资料来源：国元证券研究中心

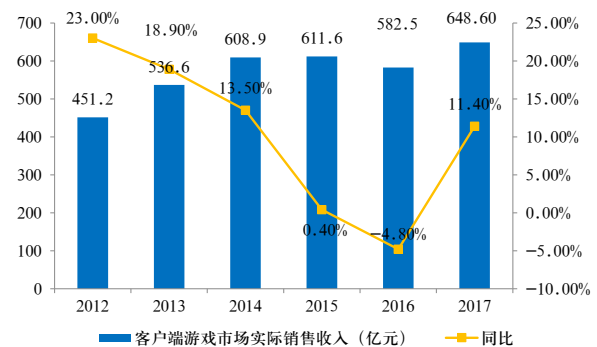
**端游市场增速出现反转。**端游市场是游戏行业的第二大细分，2017年端游市场出现了整体回暖的趋势。实现销售额648.60亿元，同比增长11.4%。

图表 28：端游用户规模情况



资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

图表 29：端游销售收入及增速情况

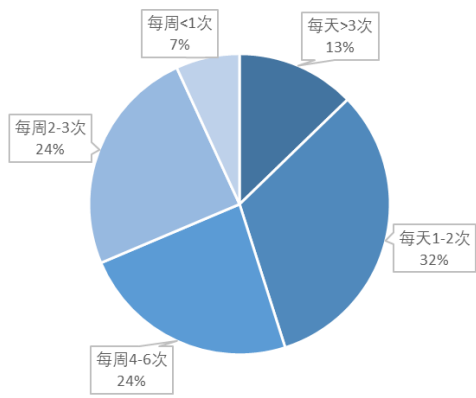


资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

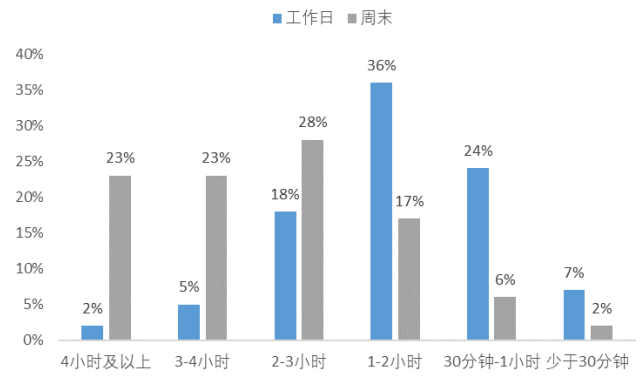
我们认为，端游回暖的主要原因有：一、玩家对于端游市场的需求仍存在，端游在沉浸感、操控性和游戏体验更加淋漓尽致，是手游所无法替代的，特别是年轻人对于游戏体验要求不断提高的情况下，端游竞争优势依然很强。另一方面，受到下游电子竞技和游戏直播的驱动。电子竞技未来人群空间和盈利空间巨大。根据艾瑞咨询预测，2018年电子竞技直播观众数将达到1.8个亿，同比增长20%。在对电竞爱好者的调研中，88%表示常看电竞比赛，即使不玩游戏，观看行为也能让他们增加一定的游戏粘性。目前相关电竞赛事运营最为成功两大代表分别是《英雄联盟》和《DOTA2》，这两款游戏用户粘性（玩游戏的频次和在线时长）也随着电竞的普及而增高。同时游戏直播用户数也在逐年增加，显然观看游戏直播能够增加用户玩游戏的意愿，因此游戏直播行业的发展也将长期助力端游增长。

图表 30：电竞游戏用户玩电竞游戏的频次

图表 31：电竞游戏用户平均每天玩电竞游戏的时长



资料来源：针大数据系统、国元证券研究中心



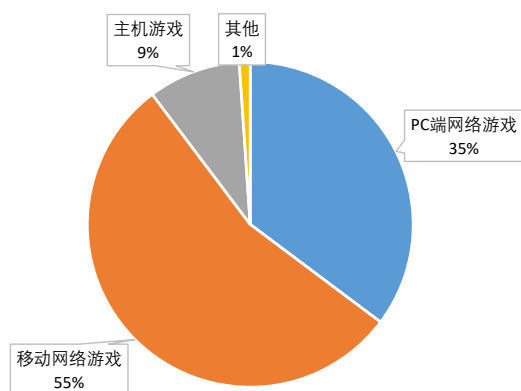
资料来源：秒针大数据系统、国元证券研究中心



## 第四部分 游戏业务：多点开花，2018 年迎来产品大年

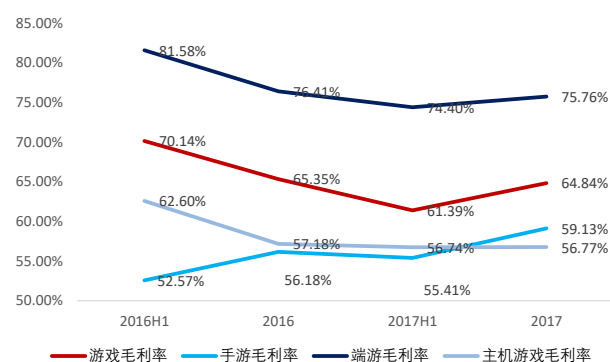
完美世界早在 2005 就凭借同名端游的火爆在业内站稳脚跟，跻身国内手游大厂行列，2013 年转型手游，同时公司在主机游戏、VR 游戏、单机游戏等领域也有很深的涉猎。2005 年到 2013 年，公司主要专注于 MMORPG 领域的数款端游，推出《完美世界》《诛仙》《武林外传》《神雕侠侣》等重磅端游。13 年起公司转型手游，16 年《诛仙手游》等手游产品的火爆使得公司手游营收首度超越端游。根据 2017 年年报，手游在游戏营收中占比达 54.49%，同比增长 42.85%。

图表 32：2017 完美世界游戏收入结构



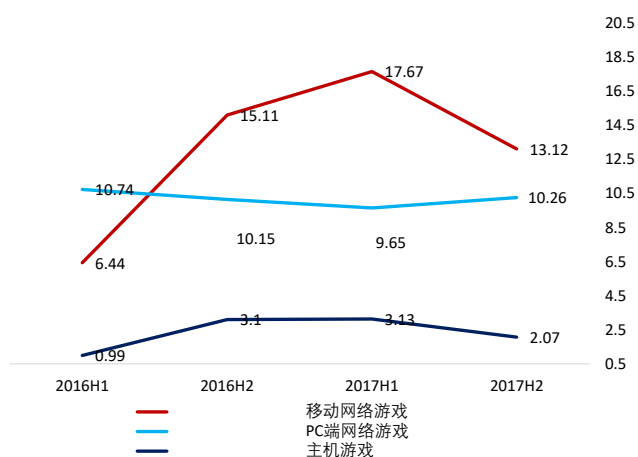
资料来源：wind, 国元证券研究中心

图表 33：游戏业务毛利率情况



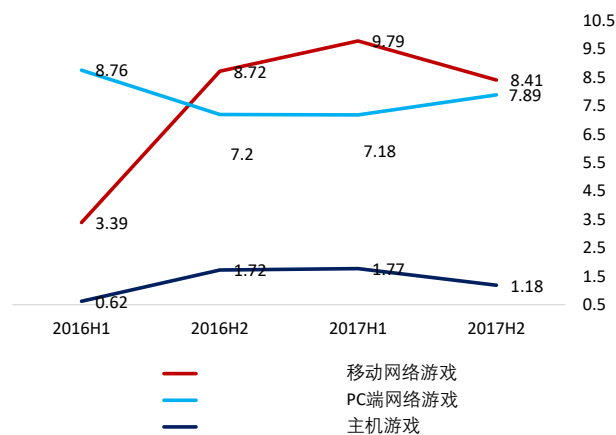
资料来源：wind, 国元证券研究中心

图表 34：2016H1-2017H2 各类型游戏营收增长情况



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图表 35：游戏业务毛利情况



资料来源：wind, 国元证券研究中心

## 4.1 研发实力一流，构建核心壁垒，比肩网易

公司早在端游时代就以研发实力著称，公司首款端游产品《完美世界》是中国网游史上里程碑式的作品。在 2005 年，国产网游的主流玩法还是 2D 俯视视角，《完美世界》就以自研引擎 Angelica 3D 首创了飞行系统和形象自定义系统。该端游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，无须等待场景的变化，同时允许玩家定制个性化的虚拟内容和角色，精准支持玩家调节身体的每一个细节，具有开创性的意义。

在游戏引擎开发方面，完美世界多个自主研发的图形引擎，可分别适用于移动网络游戏、PC 端游戏和主机游戏等游戏开发。如完美世界自主研发的 Angelica 3D 游戏引擎、Cube 引擎、Raider 引擎、Eparch 2D 引擎和 ERA 等，相关引擎多项指标达到国际一流，在全国乃至全球同行业处于领先地位。截至 2016 年初，公司在引擎端已经有六款自研引擎，同时在研次时代图形引擎，涉及两方面：一是结合公司本身美术的优势，在研发具有更复杂渲染能力游戏引擎，开发即时光影、延迟渲染、动态光照、全局光照等技术，实现柔体、布料等画面元素的渲染，有助于公司在国内复杂场景渲染上取得竞争优势；二是公司将研制跨平台游戏引擎，从 PC 端与电视端的共同开发发展到移动终端、PC 端与电视端的三重结合，考虑到公司在端游、手游、主机游戏等领域均有涉及，这一引擎有助于提高公司整体研发效率，实现同一 IP 的跨平台开发。

表 4：公司自研引擎

序号	引擎名称	技术功能
1	Angelica3D 游戏引擎	Angelica 是一款跨平台的 3D 图形引擎，支持开发任何类型的游戏，拥有完整的工具链和开发流程，在此引擎基础上开了十数款成功的游戏，是国内最成熟的游戏引擎之一。
2	Cube 2.5D 游戏引擎	Cube 2.5D 游戏引擎，能生成高清的 3D 背景、游戏道具和人物，且与 3D 游戏相比，基于 Cube 引擎开发的游戏对硬件的要求较低。Cube2.5 D 引擎采用角度锁定技术，通过在游戏场景中避免天空和远距离物体降低了成像的技术难度。
3	Echoles3D 游戏引擎	Echoles 设计为高效快速地渲染大批量静态和动态三维对象而生。为了保证各个开发人员之间独立工作，本系统采用高内聚、低耦合的模块化设计原则，将各模块的关联性降到最低。Echoles 核心引擎只提供最基础的渲染和管理架构，提供底层 API，设计抽象，易用性和扩展性强。
4	ERA 游戏引擎	ERA 是完美世界自主研发的跨平台游戏引擎。全新的渲染构架，基于次世代物理渲染的概念（Physically based rendering），打造最丰富的材质表现力。静态光照动态光照，混合处理，节省计算量的同时，可以大幅降低发热。引擎为大规模同屏优化，可应对数百人同屏，千人进行逻辑更新的国战级别的压力。

5	ARK3D 游戏引擎	Ark 引擎是完美世界开发的一款跨平台三维引擎，目标平台为 PC 和 Console 平台。Ark 引擎的在提供一流画面的同时，给玩家带来流畅的操作和充分的画面感，针对 Console 平台进行了特殊优化。
6	EPARCH 2D 游戏引擎	针对 PC 平台的二维游戏引擎，针对依然数目广大的二维游戏用户群体，完美世界开发了 Eparch2D 游戏引擎，在二维游戏中引入了维技术，画面表现力更强，并充分利用了硬件性能。

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

另外完美的游戏美工实力非常雄厚，其产品原画优美，栩栩如生，拥有极强的表现力，在业内有口皆碑。

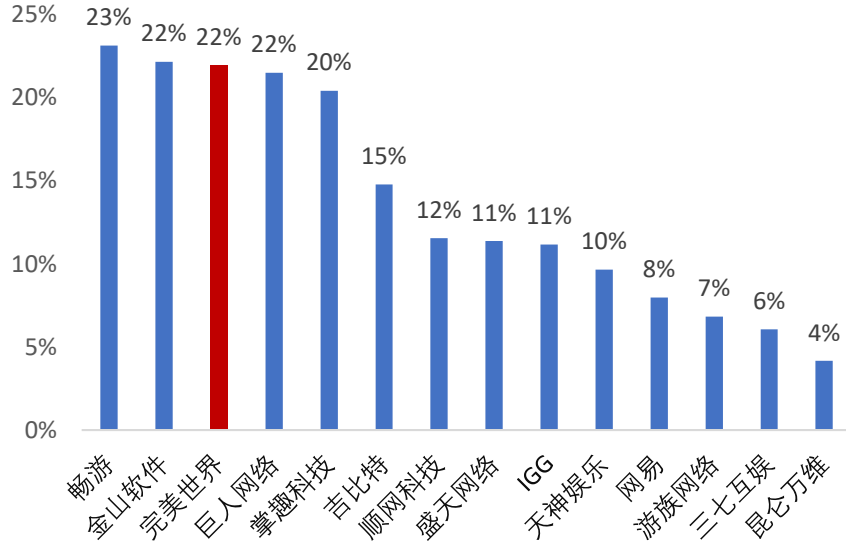
图表 36：《诛仙》端游原画



资料来源：52pk、国元证券研究中心

公司非常注重研发的投入，其研发人员数量、研发费用投入都在 A 股游戏上市公司中位列第一，帮助公司不断巩固在产品研发上的优势，从而持续构建了公司在研发上的核心竞争力。

图表 37：主要游戏产商研发费用占营收比重（2016）



资料来源：国元证券研究中心

表 5：公司研发费用、研发人员数量、研发资本化比例与同行业比较

公司	研发费用（百万）	研发资本化	研发人员数量
002624.SZ 完美世界	1351.27	0%	2490
300315.SZ 掌趣科技	378.95	37%	1152
603444.SH 吉比特	193.04	0%	200
002555.SZ 三七互娱	317.67	2%	1004
002174.SZ 游族网络	172.86	18%	830
NTES.O 网易	4371.43	0%	5900

数据来源：wind,国元证券研究中心

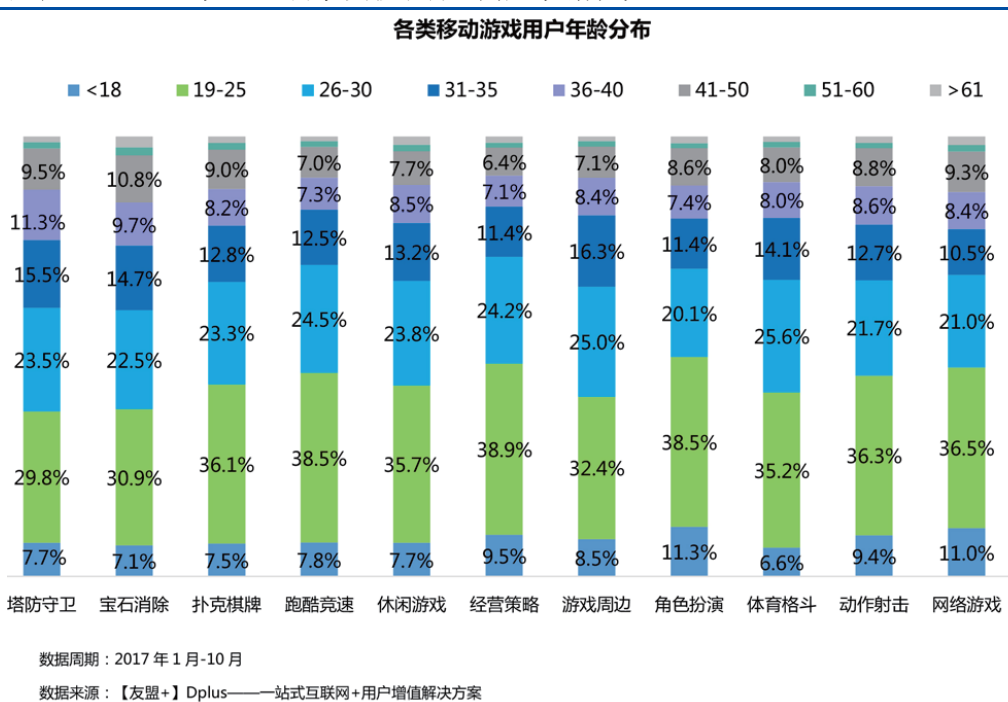
除了电竞类产品，公司核心的端游、手游产品基本都以自研为主，贡献了公司绝大部分流水，同时产品类型非常丰富，除了传统的 MMORPG 外还涉及卡牌、二次元、女性向、MOBA、等多个类型。

## 4.2 将年轻化提升到战略高度，未来可期

在3月底公司召开的发布会上，我们可以看到公司将“年轻化”提到战略高度。而从近期公司的产品和打法上也不难看出，在巩固传统MMORPG的优势外，公司非常注重对于年轻用户的培养，和年轻用户多样化需求的满足，将核心用户群体向下进行延伸。

《2017全球移动游戏产业白皮书》数据显示，各类游戏中30岁以下年轻用户均是核心玩家，占比均超过60%，其中19-25岁用户再各类型游戏中的占比均是最高的，是移动游戏第一大用户群，00后与90后正在稳步成长。

图表 38：2017年1-10月各类移动游戏用户年龄分布



资料来源：友盟，国元证券研究中心

在传统公司核心端游和MMORPG手游上，不断的推进年轻化迭代，以诛仙手游为例，2017年下半年公司对诛仙手游进行了大版本更新，推出由郑爽代言的《诛仙手游》“云梦川”版本，很快精美的画面和新鲜的剧情使《诛仙手游》再度进入畅销榜前十，并且取得了不错的留存数据，用户年龄结构也向年轻化倾斜。诛仙玩家平均年龄从30岁降到25岁，女性玩家占比也有了优化，从20%及提高了40%，流水提升30%。

图表 39：《诛仙手游》云梦川实景截图





资料来源：互联网，国元证券研究中心

公司非常注重年轻用户的培养，在玩法上，付费点设计等方面，充分考虑当下年轻人的喜好，同时进一步针对年轻用户多元化的偏好及新兴的文化热点，将游戏品类拓展到女性向、电竞、格斗、沙盒、SLG、卡牌类等细分领域，以期覆盖更多细分市场。

### 4.3 端游：老端游年轻化运营，电竞产品看点十足

公司以端游起家，曾出品过《诛仙》《完美世界》《武林外传》等多款 MMORPG 爆款，不少自研端游流水表现极佳，同时公司十分注重游戏产品精品化长线运营，不断的通过新版本、新资料片的迭代，延续生命周期，多款端游已运营超过 10 年，拥有良好的粉丝基础。自研端游方面，目前贡献流水最高的产品是《诛仙》和《完美世界国际版》，两款游戏 17 年的流水在 4 亿和 3 亿级别。

表 6：公司在运自研端游

客户端游戏	游戏类型	题材	模式	公测/代理时间	周期(年)
诛仙	MMORPG	东方玄幻	自研自运	2007 年 5 月	10.93
完美世界国际版	MMORPG	东方玄幻	自研自运	2006 年 12 月	11.34
笑傲江湖 OL	MMORPG	东方武侠	自研自运	2013 年 6 月	4.84
武林外传	MMORPG	喜剧网游	自研自运	2009 年 6 月	8.84
神魔大陆 2	MMORPG	玄幻	自研自运	2014 年 6 月	3.84
梦幻诛仙 2	MMORPG	东方玄幻	自研自运	2012 年 10 月	5.50
赤壁	MMORPG	东方玄幻	自研自运	2008 年 1 月	10.25
蜀山缥缈录	MMORPG	东方武侠	自研自运	2016 年 6 月	1.83
神鬼传奇	MMORPG	玄幻	自研自运	2009 年 4 月	9.01
圣斗士星矢 OL	MMORPG	玄幻	自研自运	2013 年 4 月	5.00
完美世界	MMORPG	玄幻	自研自运	2005 年	3.00
神鬼世界	MMORPG	玄幻	自研自运	2010 年 11 月	7.42
热舞派对 MAX	音乐类	交友	自研自运	2008 年 5 月	9.92

神雕侠侣	MMORPG	东方玄幻	自研自运	2012年9月	5.58
口袋西游	MMORPG	玄幻/动画暗黑	自研自运	2008年	10.00

数据来源：公司官网，国元证券研究中心整理

完美世界在端游上的另一大突出优势在于其代理了多款国际大作，其中《DOTA2》《CS:GO》等均出自 Valve 之手，都是在国际范围内有巨大影响力的电竞作品。《DOTA2》是 MOBA 游戏的第一个王者级作品《DOTA》的续作，人气极高，目前全世界范围内已经销售了约 1.19 亿套，以最近两周玩家游戏时长计算的话在 Steam 平台上排名第二，仅次于《绝地求生：大逃杀》。而《CS: GO》全球范围内则已经卖出约 3800 万套，以最近两周玩家游戏时长计算的话在 Steam 平台上排名第三。

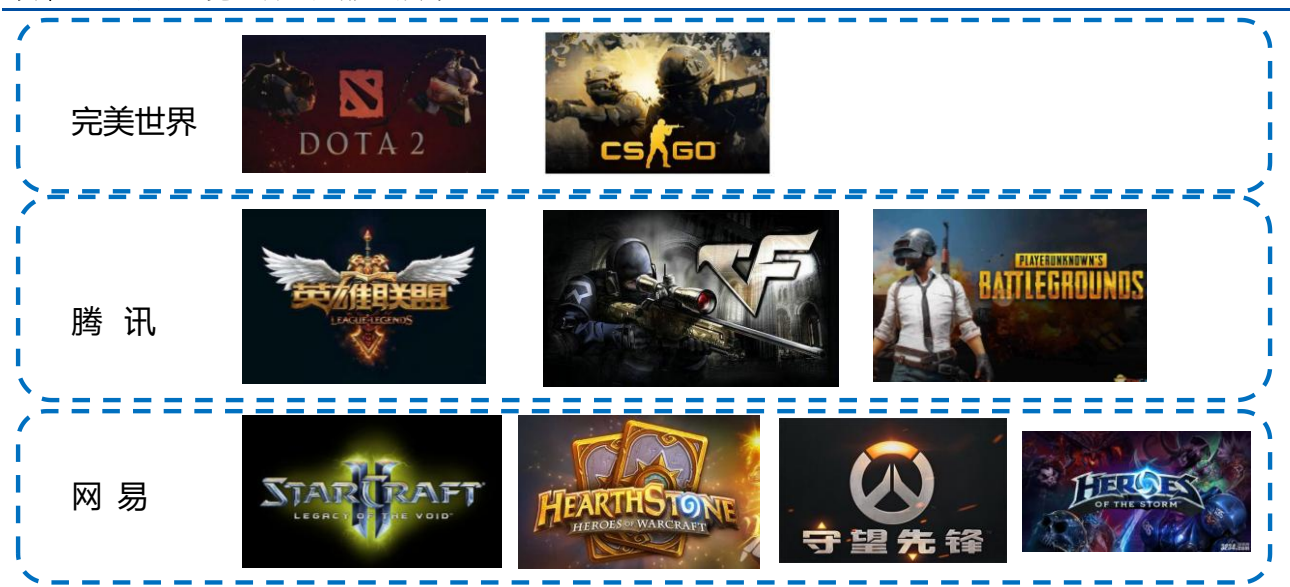
表 7：STEAM 游戏排名（按 Playtime）

RANK	GAME	OWNERS	PLAYERS
1	PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS	25,539,311 ± 155,339	19,268,987 ± 135,831
2	Dota 2	118,761,713 ± 299,716	9,626,161 ± 96,977
3	Counter-Strike: Global Offensive	37,967,723 ± 186,866	9,826,137 ± 97,959
4	Grand Theft Auto V	8,863,755 ± 93,131	1,810,975 ± 42,401
5	Tom Clancy's Rainbow Six Siege	3,681,839 ± 60,343	1,545,383 ± 39,180
6	Team Fortress 2	43,927,416 ± 199,677	1,719,320 ± 41,318
7	Rocket League	6,558,049 ± 80,298	1,383,163 ± 37,072
8	Warframe	20,018,895 ± 138,339	997,534 ± 31,495
9	PAYDAY 2	16,224,830 ± 125,040	897,286 ± 29,874
10	Garry's Mod	14,608,101 ± 118,848	1,091,012 ± 32,935

数据来源：STEAM SPY, 国元证券研究中心

目前国内电竞产业链最上游的游戏代理这块，顶级赛事基本被完美、腾讯和网易这三家占据，已经形成了完美世界+腾讯+网易三足鼎立的格局。

图表 40：中国电竞上游三足鼎立格局



资料来源：互联网，国元证券研究中心

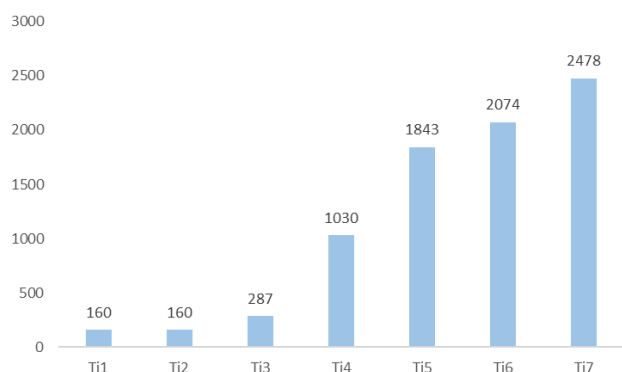
从赛事奖金的角度来看，《DOTA2》和《CS GO》分别以 2017 年 3798 万美金和 1896



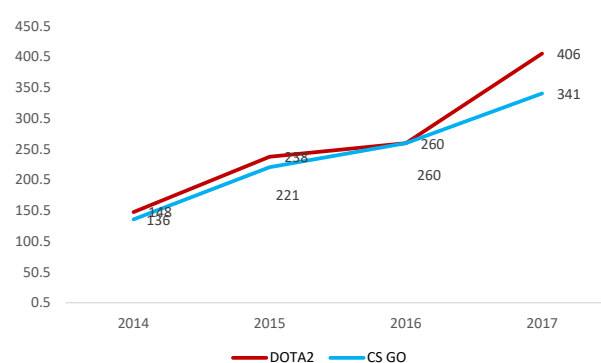
万美金位列所有电竞项目总奖金排行的第一位和第二位。排名第三的是英雄联盟年度总奖金金额 1147 万美金。其中《DOTA2》的代表性电竞比赛 Ti 系列赛冠军奖金池逐年水涨船高，2017 年 Ti7 的奖金池超过 2400 万美元，是世界范围内奖金最丰厚的电竞比赛。

从收入的角度看，2017 年免费端游收入排行榜中，《DOTA2》以 4.06 亿美金位列第五，《CS:GO》以 3.41 亿美金位列 2017 年全球付费 pc 游戏收入排行榜的第三位。公司代理的 DOTA2，2013 年 4 月国服首测，14 至 17 年，贡献流水稳步攀升，2017 年 DOTA2 对公司的流水贡献在 5 亿元级别，我们预计未来 DOTA2 流水贡献将继续稳步增长。

图表 41: Ti 联赛奖金情况



图表 42: DOTA2 及 CS GO 年收入情况 (百万/美金)



资料来源: DOTA2 官网、国元证券研究中心

资料来源: Superdata、国元证券研究中心

表 8: DOTA2 流水表现

2014	2015	2016	2017
预计全年超 3 亿,			
1.63 亿	1-9 月 2.61 亿	4 亿级别	5 亿级别

资料来源: Superdata、公司调研、国元证券研究中心

《CS GO》则是公司 17 年 9 月开始运营，运营时间较短，且受同类型端游《绝地求生》的短期影响，目前流水贡献相对《DOTA2》来说还相对较小，但基于对于《DOTA2》多年运营的经验，以及《CS GO》作为顶级国际顶尖电竞大作实力，我们预计《CS GO》的流水贡献将会稳步攀升，若保守估计，到达稳定运营后，若按中国《CS: GO》收入占全球《CS: GO》收入 10% 计算，该款电竞产品将会为完美贡献 2 亿多的流水。此外公司还代理了一款俄罗斯研发社 Gaijin Entertainment 研发的 DIY 载具端游《创世战车》(Crossout)，为未来在新品类上布局做好准备。

我们认为电竞将长期保持一定景气度，拥有两款电竞大 IP 和细分电竞储备的完美有望持续受益。

表 9: 公司主要电竞端游产品

电竞端游	游戏类型	题材	是否自研
CS:GO	FPS	警匪对战	独家代理 (研发: V 社)

DOTA2	MOBA	玄幻	独家代理 (研发: V 社)
创世战车	DIY 载具对战	军武	独家代理 (研发: Gaijin Entertainment)

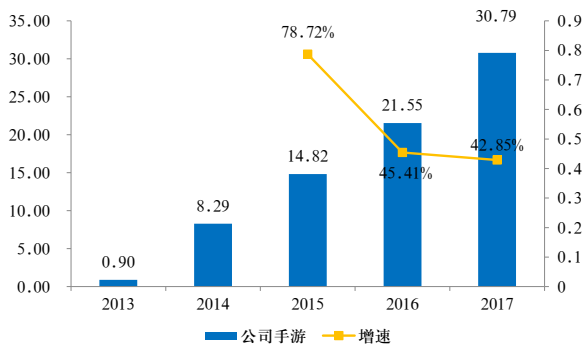
资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

新游戏方面, 2018 年公司将会推出一款淘沙类 FPS 端游《边缘计划》, 利用虚幻 4 引擎打造真实的战术竞技打战场, 拟真的射击体验和对战氛围, 全图载具均可驾驶及修复, 新增多种创新实战型道具。另外, 公司核心 IP “诛仙” 的新版端游作品《新诛仙世界》正在研发, 将采用 UE4 新引擎打造, 同时开发移动端游戏版本并开放美术权限, 实现多端互通。

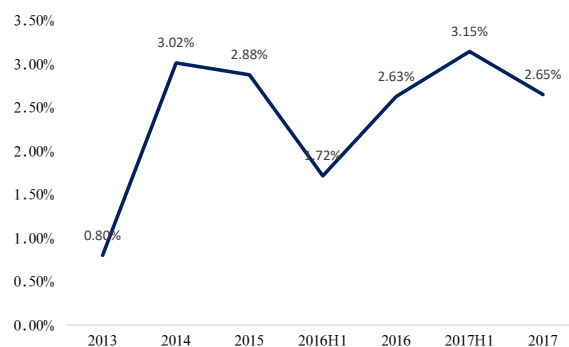
### 4.3 手游: 18 年迎来产品大年, 端转手确定性高, 开启和腾讯的首次合作

2013 年公司将业务拓展到了移动游戏领域, 2013 年五月发布了首款手游产品《完美世界楚汉传奇卡牌版》, 随后推出了《神雕侠侣》、《神魔大陆》、《诛仙》、《梦间集》等优秀手游产品, 公司的手游市占率稳步提升至 3% 左右, 在除腾讯、网易外的二线游戏厂商中排名靠前。

图表 43: 手游业务收入及增速



图表 44: 手游市占率



资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

表 10: 公司已推出部分手游项目

手游	游戏类型	题材	是否自研	时间	运营情况	IP	备注:
神雕侠侣手游	MMORPG	东方武侠	是	2013 年 8 月	在运	端转手	
神魔大陆	MMORPG	玄幻	是	2014 年 6 月	在运	端转手	
魔力宝贝	MMORPG	玄幻	是	2014 年 7 月	2017 年 12 月停运	端转手	
TOUCH 舞动全	MUG	交友	是	2014 年 9 月	在运	页转手	

城				月			
射雕英雄传 3D	MMORPG	东方武侠	是	2015 年 12 月	在运	端转手	
倚天屠龙记	MMORPG	东方武侠	是	2016 年 7 月	在运	端转手	
诛仙手游	MMORPG	东方玄幻	是	2016 年 8 月	在运	端转手	
青云志	MMORPG	东方武侠	是	2016 年 9 月	在运	影游联动	欢瑞游戏、芒果互娱三方联合发行
遮天 3D	MMORPG	东方玄幻 / 仙侠	是	2016 年 10 月	在运	网络文学 IP	
最终幻想: 觉醒	ACT	玄幻	是	2016 年 12 月	在运	电视游戏 IP	
火炬之光	MMORPG	玄幻	是	2017 年 1 月	在运	单机游戏 IP	
西游伏妖篇	MMORPG	东方玄幻	是	2017 年 1 月	在运	影游联动 IP	
射雕英雄传手游	MMORPG	东方武侠	是	2017 年 7 月	在运	影游联动 IP	与万达联合发行
梦间集	RPG	二次元 / 女性向	是	2017 年 7 月		原创 IP	
烈火如歌	MMORPG	东方玄幻	是	2018 年 4 月 18 日开启公测		影游联动 IP	阿里游戏独代
轮回决	卡牌 RPG	二次元	是	2018 年 4 月 26 日公测		原创 IP	
武林外传官方手游	MMORPG			封测结束		端转手	

资料来源: 公司公告, 互联网, 国元证券研究中心

公司手游产品中, 以 MMORPG 见长, 同时作为老牌端游大厂储备的丰富的端游 IP。其中, 公司最为成功的一款手游产品是 2016 年 8 月推出的端转手大作《诛仙手游》。推出首日《诛仙手游》便登上 IOS 免费榜第一, 畅销榜第二。首月流水更是达到了 4.6 亿元。

图表 45: 《诛仙手游》海报



资料来源：互联网，国元证券研究中心

**切入女性向与二次元领域，原创 IP 逐渐成长。**从 17 18 年已发布和即将发布的产品来看，除了巩固传统优势外，公司将重心切入到了二次元和女性向领域，而我们认为公司在美术和研发上优势，将帮助公司在更加注重画风和美感的二次元及女性向领域取得成绩。2017 年，7 月公司推出唯美女性向二次元手游《梦间集》，作为一款原创 IP 上线即获得苹果大图推荐，最高排名 iOS 下载榜第四，并且获 iOS “7 月最佳游戏” 荣誉。《梦间集》的美术和画风非常符合女性审美观，在主要角色的设计上非常多元，满足二次元玩家对于游戏人设的需求，同时考虑到女性玩家一般相对轻度的特点，《梦间集》采用了“棋盘式”的战斗方式，别具一格。此外作品融入了日本的“刀剑”元素，结合了金庸小说的武侠背景，在世界观上做到了宏大但不失异域风情。目前《梦间集》已经俘获了一批核心二次元玩家，是公司在二次元领域的一次成功尝试。该 IP 与《诛仙》《完美世界》一起构建成为完美世界三大核心 IP 生态圈。18 年公司将推出《梦间集》1.5 版本，《梦间集·天鹅座》手游，主打美食和恋爱，同时和《全职高手》进行互动，推出《梦间集》小说和漫画，立体打造《梦间集》这一原创二次元 IP。除了《梦间集》以外，从 2018 年公司还将推出的二次元游戏包括《轮回决》和《云梦四时歌》。

图表 46：《梦间集》游戏截图



资料来源：互联网，国元证券研究中心

图表 47：《梦间集》CV



资料来源：互联网，国元证券研究中心



18 年产品大年，产品矩阵丰富，并首次和腾讯开启合作，手游业务有望爆发支撑公司业绩。今年公司首次和腾讯展开合作，在腾讯 2018 年发布的 8 款代理手游中，公司占有两个席位，和腾讯的合作将极大补充公司的发行端，并将基于公司优秀研发能力的手游产品的影响力最大程度的放大。17 年是公司产品的小年，上线的主要产品为《火炬之光》《西游伏妖篇》《射雕英雄传手游》和《梦间集》，而 2018 年公司手游产品非常丰富，全年预计上线的新游戏达到了 14 款之多，主要产品基本会从 Q2 开始陆续上线，为公司手游板块贡献增量流水 (1) 首先在业绩确定性强的端转手项目上有三款大作，分别是《武林外传》《完美世界》《笑傲江湖》。其中《武林外传》手游封测结束，有望五月上旬上线，《完美世界国际版》手游由腾讯独家代理，预计在 2018 年 Q3 上线，《笑傲江湖》预计 2018 年 Q4 上线。考虑这三款手游均基于公司运营多年的端游爆款，因此业绩确定性较强。(2) 在经典武侠 IP 领域上，公司具有多年的研发运营经验，成功推出过《神雕侠侣手游》等产品，该产品上线快 5 年的时间，月流水仍然超过的千万，今年公司将推出《神雕侠侣 2》以及《射雕三部曲》。(3) 原创 IP 及影游联动项目上，4 月上旬上线《轮回诀》《烈火如歌》，暑期档的《云梦四时歌》《梦间集-天鹅座》等，其中《轮回诀》《云梦四时歌》《梦间集-天鹅座》均是原创 IP，类型分别是二次元和女性向。其中《云梦四时歌》将由腾讯独代。(4) 在新领域上，公司 2018 年还将推出包括沙盘、SLG 等新产品。

表 11：公司 2018 游戏项目计划

	名称	类型	预计上线时间	备注：
端转手	武林外传	MMORPG	封测结束	
	完美世界	MMORPG	预计 18Q3,保守 10 月份前	腾讯独代
	笑傲江湖	MMORPG	预计 18Q4	
经典武侠 IP	神雕侠侣 2	3D 回合制		
	射雕三部曲	MOBA		
原创 IP 及影游联动	梦间集天鹅座	乙女	暑期档	
	轮回诀	回合制策略卡牌	2018 年 4 月 26 日公测	
	烈火如歌	MMORPG	2018 年 4 月 18 开启公测	阿里游戏独代
	云梦四时歌	二次元回合制卡牌	暑期档	腾讯独代
	失落的神域	西方魔幻 MMORPG	2018 年 Q2	
新领域	我的起源	沙盘	2018Q2-Q3	
	时代的崛起	SLG		
	迷雾中的阴影	克鲁苏题材 RPG	2018Q2-Q3	
	奥域：王国崛起	SLG	2018Q2	

资料来源：公司公告，互联网，国元证券研究中心

#### 4.4 主机/单机/VR 游戏长线布局，积累研发经验

主机游戏方面由于国家直到 2014 年才放开政策上的限制，加上此时手游已经崛起，国内玩家迅速从 PC 端因此长期以来市场份额也相对不大。然而对标海外，主流高端 3A 游戏大多为单机/主机游戏，如《巫师》系列、《侠盗猎车手》系列，这些 3A 游戏公认代表着世界游戏制作的最高水平。此外主机游戏在世界游戏市场整体占比一直稳定在 30% 左右。2013 年，公司便开始涉足电视游戏领域，是国内最早参与到主机市场的网游厂商，并通过并购一些列海外优秀游戏团队，如 Cryptic Studio、Runic Games、Unknown

Worlds Entertainment，积累了大量的在主机、VR 领域的研发经验。

表 12：已上线主机和单机游戏项目

主机游戏	游戏类型	题材
HOB	ACT	冒险
3 对 3 街头篮球	休闲	体育
三国战纪	ACT	历史
无冬之夜 OL	ARPG	玄幻
单机游戏	游戏类型	题材
隐龙传	ACT	冒险
深海迷航 (Subnautica)	沙盒	冒险
面条人	解密	冒险
迷城之光 (HOB 中文版)	ACT	冒险
洪潮之焰	ACT	冒险
御天降魔传	ACT	东方玄幻
VR 游戏	游戏类型	题材
深海迷航 (Subnautica)	沙盒	冒险

资料来源：公司公告，互联网，国元证券研究中心

表 13：2018 年主机与单机游戏项目

名称	类型
深海迷航	主机游戏
完美世界主机版	主机游戏
非常英雄	PC 端游+主机游戏
Torchlight Online	PC 端游+主机游戏
Magic The Gathering	PC 端游+主机游戏

资料来源：公司公告，互联网，国元证券研究中心

## 第五部分 影视业务：电视剧行业第一梯队，18年项目大年

完美影视成立于2008年，目前完美世界影视业务涵盖精品内容、艺人经纪、综艺娱乐、影游联动、国际业务和投资等领域。

**电视剧板块：**完美世界影视目前拥有鑫宝源、华美时空、完美蓬瑞、完美建信、江河工作室五大核心制作团队以及孵化的工作室和创作团队。并通入股嘉行，收购青春你好，强化了艺人、编剧等方面的资源。

2017年，影视板块实现营业收入22.79亿元，同比增长57%，其中电视剧业务11.28亿元，同比增长2.36%。我们根据A股上市公司电视剧业务毛利进行排名（由于各家电视剧收入统计口径的差别，部分采取全额确认，部分采取净额确认，故采取毛利方式排名），公司以5.99亿元的毛利，排名第二，仅次于华策影视，在电视剧行业位于第一梯队。

2017年公司电视剧项目仅确认了4部，2018年公司电视剧业务储备非常丰富，根据公司公布的电视剧项目计划，18年完成制作、后期中、拍摄中和筹划中的项目共33个，其中17个项目有望在18年确认收入。其中有望确认收入的17个项目中，主投主控的4部，分别为《爱在星空下》、《最美的青春》、《忽而今夏》、《走火》。同时也涵盖了《帝凰业》、《艳势番之新青年》、《香蜜沉沉烬如霜》等大剧。

表 13：公司电视剧 2018 年计划

项目名称	制作进度	预计开拍日期	投资比例
《爱在星空下》	完成制作		主投主控
《幸福的理由》	完成制作		-
《西夏死书》	后期制作中		50%左右
《勇敢的心 2》	后期制作中		50%左右
《最美的青春》	后期制作中		主投主控
《忽而今夏》	后期制作中		主投主控
《趁我们还年轻》	后期制作中		50%左右
《香蜜沉沉烬如霜》	后期制作中		50%左右
《走火》	后期制作中		主投主控
《壮志高飞》	后期制作中		
《半生缘》	后期制作中		
《帝凰业》	拍摄中		
《不婚女王》	拍摄中		
《绝代双骄》	拍摄中		50%左右
《山月不知心底事》	拍摄中		
《艳势番之新青年》	拍摄中		50%左右
《一号文件》	拍摄中		
《蓝盔》	筹备中	2018 上半年	
《家有仙妻》	筹备中	2018 上半年	



《烈火神盾》	筹备中	2018 上半年	
《他知道风从哪个方向来》	筹备中	2018 上半年	主投主控
《七月与安生》	筹备中	2018 上半年	
《青春斗》	筹备中	2018 上半年	
《猎头局中局》	筹备中	2018 上半年	
《妙探先生》	筹备中	2018 上半年	
《惊天动地》	筹备中	2018 上半年	
《我的 AI 男友》	筹备中	2018 上半年	
《霍元甲》	筹备中	2018 上半年	
《野火春风斗古城》	筹备中	2018 上半年	
《网络罪案调查组》	筹备中	2018 上半年	
《青年特工》	筹备中	2018 上半年	
《方根书简》	筹备中	2018 上半年	
《心理大师》	筹备中	2018 上半年	

资料来源：公司公告，互联网，国元证券研究中心

## 第六部分 盈利预测与风险提示

我们预计公司 2018/2019/2020 年 实现营业收入 91.77 亿元/127.76 亿元/156.68 亿元，实现归母净利润 18.90 亿元/26.12 亿元/30.47 亿元。对应 PE 为 25/18/15，给予“增持”评级。

**风险提示：新产品上线进度不及预期，新产品流水不如预期，老游戏产品出现大幅度下滑**

### 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	10246	13594	17229	21182
现金	44	6511	8115	10741
应收账款	1594	1845	2569	3150
其他应收款	157	181	252	310
预付账款	852	948	1319	1657
存货	1576	1266	2102	2427
其他流动资产	6024	2842	2873	2897
<b>非流动资产</b>	6339	5280	5301	5331
长期投资	1482	1601	1729	1867
固定资产	479	378	273	166
无形资产	114	114	114	114
其他非流动资产	4264	3188	3184	3183
<b>资产总计</b>	16585	18874	22530	26513
<b>流动负债</b>	5215	6002	7116	8121
短期借款	618	618	618	618
应付账款	489	544	758	952
其他流动负债	4108	4840	5741	6551
<b>非流动负债</b>	2583	2502	2432	2363
长期借款	500	429	357	286
其他非流动负债	2083	2073	2075	2077
<b>负债合计</b>	7798	8504	9548	10484
少数股东权益	823	823	823	823
股本	1386	1315	1315	1315
资本公积	3557	3557	3557	3557
留存收益	3106	4675	7287	10334
归属母公司股东权益	7964	9547	12159	15206
<b>负债和股东权益</b>	16585	18874	22530	26513

### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	804	2706	1808	2840
净利润	1460	1890	2612	3047
折旧摊销	280	107	108	108
财务费用	190	190	190	190
投资损失	-183	-186	-185	-186
营运资金变动	-1122	691	-988	-378
其他经营现金流	179	14	71	58
<b>投资活动现金流</b>	1715	1138	57	47
资本支出	194	0	0	0
长期投资	2523	119	128	138
其他投资现金流	4432	1256	185	186
<b>筹资活动现金流</b>	-1451	-568	-262	-261
短期借款	177	0	0	0
长期借款	-1533	-71	-71	-71
普通股增加	0	-72	0	0
资本公积增加	-605	0	0	0
其他筹资现金流	509	-425	-190	-190
<b>现金净增加额</b>	1032	3275	1603	2626

### 利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	7930	9177	12776	15668
营业成本	3381	3763	5238	6580
营业税金及附加	64	77	105	130
营业费用	744	860	1198	1469
管理费用	2073	2386	3322	4074
财务费用	190	190	190	190
资产减值损失	137	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	183	186	185	186
<b>营业利润</b>	1589	2087	2909	3410
营业外收入	72	97	89	92
营业外支出	13	9	10	10
<b>利润总额</b>	1649	2176	2987	3492
所得税	189	285	375	445
<b>净利润</b>	1460	1890	2612	3047
少数股东损益	-45	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1505	1890	2612	3047
EBITDA	2060	2384	3206	3709
EPS (元)	1.09	1.44	1.99	2.32

### 主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.8%	15.7%	39.2%	22.6%
营业利润	31.4%	31.3%	39.3%	17.3%
归属于母公司净利润	29.0%	25.6%	38.2%	16.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	57.4%	59.0%	59.0%	58.0%
净利率(%)	19.0%	20.6%	20.4%	19.4%
ROE(%)	18.9%	19.8%	21.5%	20.0%
ROIC(%)	23.8%	41.9%	49.0%	54.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	47.0%	45.1%	42.4%	39.5%
净负债比率(%)	28.51%	25.31%	21.79%	19.17%
流动比率	1.96	2.26	2.42	2.61
速动比率	1.66	2.05	2.13	2.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.52	0.62	0.64
应收账款周转率	4	5	5	5
应付账款周转率	5.56	7.28	8.04	7.70
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.44	1.99	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	2.06	1.37	2.16
每股净资产(最新摊薄)	6.06	7.26	9.25	11.57
<b>估值比率</b>				
P/E	31.12	24.77	17.93	15.37
P/B	5.88	4.91	3.85	3.08
EV/EBITDA	21	18	14	12

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)