

完美世界 (002624.SZ)

深度分析

积水成渊生潜龙 宝剑磨砺铸完美

传媒 | 游戏、影视

 投资评级 **买入-A(维持)**

投资要点

 股价(2018-05-24) **37.15 元**

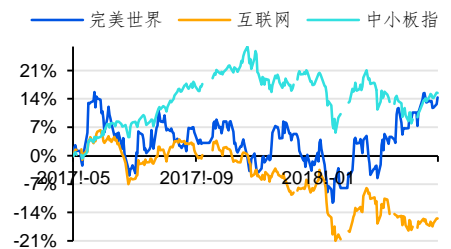
◆ **公司最重要的战略品质：**对于长期趋势的谋定后动，积水成渊的战略眼光，基层自生态执行能力，对于核心人才分享收益的能力。

交易数据

总市值(百万元)	47,539.62
流通市值(百万元)	16,863.24
总股本(百万股)	1,314.70
流通股本(百万股)	466.35
12个月价格区间	27.56/37.42 元

◆ **游戏：“IP+重研发”护身，端转手、电竞、主机多点开花。**1) IP 储量丰富，有《完美世界》、《神魔大陆》等自主端游 IP，以及《诛仙》、《笑傲江湖》等授权 IP，此外，公司研发投入高，开发能力强；2) 端转手大 IP《诛仙》手游 2016 年上线，首月流水 4.6 亿，次月流水 3 个亿，验证“端转手”逻辑。2017 年《诛仙》资料片再次赢得高流水，期待 2018 年，《完美世界国际版》、《武林外传》、《笑傲江湖》三款“端转手”大作，贡献大量业绩。3) 独家代理《DOTA2》和《CS:GO》两大世界级端游竞技游戏，深入布局电竞产业链，国服版稳定后，有望贡献持续流水；4) 进军海外主机游戏市场，明后年将有三款主机游戏上线，业绩有望大幅提升。

一年股价表现



资料来源：贝格数据

◆ **游戏多品类+细分化+年轻化布局，高品质研发能力布局网状纵深化。**2018 年，公司当前储备的在研游戏包括 2 款 PC 端游、2 款主机游戏、3 款 PC 端游+主机游戏，18 款移动游戏，2018 年游戏网状纵深化。公司将坚持“全球制作、全球发行、全球伙伴”的国际化战略，继续推动端游、移动游戏、主机游戏三驾马车多元化发展。在品牌年轻化大战略下，公司将全面推进年轻化布局，从核心优势的 MMORPG 品类拓展到更多细分市场。精品手游大作《轮回诀》已上线，《武林外传》等已开放删档内测，将在 6 月 1 日全平台公测，公司与嘉行传媒合作的影游联动项目《烈火如歌》也已于 3 月上线。

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.11	17.38	-6.72
绝对收益	7.19	19.49	7.82

◆ **影视：内生外延并进，内容渠道双布局，形成了影视全产业链。**1) 公司原拥有五大王牌制作团队，目前已经有近 20 家制作团队，涵盖不同类型，打造电视剧精品剧，2018 年 pipeline 丰富，量价齐升助推业绩；2) 电影“渠道、内容”双发力，横向出资 5 亿美元，参与环球影业未来 5 年电影项目投资份额的 25%，数量不少于 50 部电影；3) 以投资为驱动力，入股嘉行传媒、新片场等优质影视网络剧公司，与威秀成立完美威秀 JV 公司，加强影视战略合作。

分析师

付宇娣
 SAC 执业证书编号：S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

◆ **电视剧迎来收获季节。**公司包括《爱在星空下》、《幸福的理由》、《西夏死书》、《勇敢的心 2》、《最美的青春》、《忽而今夏》、《趁我们还年轻》、《香蜜沉沉烬如霜》、《走火》、《壮志高飞》、《半生缘》在内的多部影视剧已完成制作或在后期制作过程中。公司 2018 年项目储备超 30 个，其中半数有望在 2018 年确认，将迎来收获的季节。

相关报告

- 完美世界：一季报符合预期，双轮驱动实力凸显 2018-04-25
- 完美世界：2017 双轮驱动效果凸显，2018 迎来影游收获季节 2018-04-02
- 完美世界：拟向大股东出售院线资产，夯实主业优化现金流 2018-01-29
- 完美世界：三季报业绩喜人 影游双擎驱动延伸 2017-10-30

◆ **未来：影游综合体+体外集团资产协同，有望打造完美的泛娱乐生态圈。**公司作为国内游戏和影视行业的龙头，拥有实力雄厚的内容制作能力和丰富的 IP 资源储备，控股集团旗下还拥有文学、动漫、媒体等优质资产，有望通过优质 IP 进行多元化协同开发，打造“超链接”的泛娱乐帝国。积水成渊生潜龙 宝剑磨砺铸完美。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.40、1.74、2.07 元，净资产收益率分别为 18.7%/19.1%/18.8%，对应当前股价估值分别为 24.2/19.5/16.4X，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**游戏业务发行日期不达预期的风险；游戏业务流水不达预期的风险；游戏政策波动的风险；游戏运营成本持续提升的风险；电视剧收入确认时间不达预期的风险；电影票房不达预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	6,158.8	7,929.8	8,735.8	10,585.2	12,495.1
同比增长(%)	445.3%	28.8%	10.2%	21.2%	18.0%
营业利润(百万元)	1,201.0	1,589.4	2,152.0	2,685.4	3,214.9
同比增长(%)	266.4%	32.3%	35.4%	24.8%	19.7%
净利润(百万元)	1,166.3	1,504.7	1,842.7	2,283.6	2,721.4
同比增长(%)	304.3%	29.0%	22.5%	23.9%	19.2%
每股收益(元)	0.89	1.14	1.40	1.74	2.07
PE	38.2	29.6	24.2	19.5	16.4
PB	6.2	5.6	4.5	3.7	3.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、与市场的分歧.....	6
二、公司概况：影游双引擎，协同发展.....	7
（一）集团大文娱圈渐成，有望与公司形成协同效应.....	7
（二）影游双轮驱动，完美世界回归 A 股.....	8
1、影视和游戏业务，分别于 2014 年和 2016 年上市整合.....	8
2、实际控制人持股比例高，核心团队稳定.....	9
（三）财务数据：手游最为亮眼，年轻化运营开拓新市场.....	9
三、游戏市场增速放缓，寻找行业核心驱动因素.....	14
（一）手游市场增速亮眼，量价双维度驱动行业增长.....	14
1、游戏市场增速放缓，手游成主要引擎.....	14
2、增量维度：国内低渗透率群体潜在空间大，海外市场待进一步挖掘.....	15
3、提价维度：精品打磨+精细运营，成为提升用户付费水平的关键.....	16
（二）端游：增速放缓，受益电竞+吃鸡东风，端游厂商加速布局.....	17
（三）行业集中度加强，马太效应进一步加强，抱团取暖格局出现.....	19
四、游戏：“IP+技术”护城，端转手、电竞、主机多点开花.....	20
（一）游戏品牌年轻化大 IP 化，全产业链开发形成生态圈.....	20
（二）端游：生命周期持久，借力电竞东风获新增长.....	23
（三）独代两大国际竞技游戏，深入布局电竞领域.....	24
（四）手游：“端手+影游”联动，“端转游”优势领先.....	26
（五）布局主机游戏、VR 游戏等细分新领域.....	29
五、电视剧行业：网台联播成常态，精品内容受追捧.....	29
（一）电视剧行业提质减量，视频渠道成重中之重.....	29
（二）网络视频播放新平台崛起，精品剧版权价格持续攀升.....	30
六、影视：内生外延，内容渠道双布局，形成影视全产业链.....	32
（一）影视制作能力雄厚，量价齐升助推业绩.....	32
（二）电影“内容+渠道”双拓展：横向联合海外资源，集团院线渠道提供线下资源.....	33
（三）涉足精品综艺，台网联动收视高.....	35
（四）以投资为驱动力，加强影视深度合作.....	36
七、盈利预测与估值.....	38
1、游戏业务.....	38
2、影视业务.....	38
3、估值及投资建议.....	38
八、风险提示.....	39

图表目录

图 1：完美世界集团的泛娱乐产业矩阵.....	7
图 2：完美世界回归 A 股历程.....	8
图 3：重组完成后前五大股东占 77.41%股份.....	9
图 4：公司近三年营业收入及可比增速.....	10
图 5：2014-2017 归母净利润及可比增速.....	10

图 6: 游戏增速稳健, 影视持续高增长.....	10
图 7: 2008-2018E 游戏市场销售收入及增速.....	14
图 8: 2011-2017 移动游戏、网页游戏、客户端游戏占比.....	14
图 9: 游戏用户规模及增速.....	15
图 10: 网络游戏 ARPU 值及增速.....	15
图 11: 2012-2018 年中国移动游戏用户、游戏总用户、移动互联网用户规模 (含预测).....	15
图 12: 2016 年中国游戏用户性别结构.....	16
图 13: 2011-2018 年国内自研网络游戏 (亿美元) (含预测).....	16
图 14: 2013-2018 年 ARPPU 及增速、付费率 (含预测).....	17
图 15: 2017Q3 中国移动游戏各游戏类型付费率.....	17
图 16: 2017Q1 中国移动游戏各游戏类型 ARPU 值.....	17
图 17: 2011-2018 年中国端游市场规模 (含预测).....	18
图 18: 2017 年客户端电竞游戏规模及市场占有率.....	18
图 19: 2014-2018 年中国电竞游戏市场规模 (含预测).....	18
图 20: 2014-2018 年中国电竞用户规模 (含预测).....	18
图 21: 2015-2017 年客户端电竞游戏和移动电竞游戏市场规模 (亿元).....	19
图 22: 2018Q1 年腾讯、网易游戏市占率合计近 80%左右.....	20
图 23: Top 50 游戏中腾讯网易收入占比 (内圈 2017Q1, 外圈 2018Q1).....	20
图 24: 完美世界 IP 源头分布及制作团队.....	21
图 25: 完美世界游戏研发投入占营业收入比例高于同业.....	23
图 26: 《DOTA2》、《CS:GO》位列近两周玩家人数排行榜前三名.....	24
图 27: 2017 年完美世界举办的部分《DOTA2》重要赛事.....	25
图 28: 2017 年底完美世界将举办的《CS:GO》赛事.....	25
图 29: 《诛仙手游》上线以来 IOS 畅销榜排名.....	27
图 30: 《武林外传官方手游》有望于 6 月 1 日全平台公测.....	28
图 31: 2012-2016 年获得发行许可证的电视剧数量及年每部平均集数.....	29
图 32: 2013-2018 年中国网络视频市场规模及增速 (含预测).....	30
图 33: 2013-2018 年中国网络视频行业收入构成 (含预测).....	30
图 34: 电视剧贡献全网 50%流量.....	31
图 35: 嘉行传媒热播剧《三生三世十里桃花》剧照.....	36
图 36: 嘉行传媒实现 2017 年收入 4.78 亿元.....	36
图 37: 完美世界收购青春你好路径图.....	37
图 38: 青春你好电视剧代表作品.....	37
表 1: 收购完美世界世界股权方案及业绩承诺.....	9
表 2: 2016 年中国电竞厂商排名 TOP5.....	19
表 3: 公司 2018 年游戏储备.....	22
表 4: 完美世界运营中的 19 款端游.....	23
表 5: 2016 年全球前五大免费 PC 游戏收入.....	24
表 6: 2016 年全球前五大电竞游戏赛事总奖金.....	25
表 7: 2016 年中国电竞厂商排名 TOP5.....	26
表 8: 完美世界自研“端转手”移动游戏.....	26
表 9: 完美世界“影游联动”移动游戏.....	27
表 10: 公司 2018 年移动游戏储备.....	28

表 11: 2013-2018 年网络视频平台用户规模、付费用户规模、用户付费规模及增速 (含预测)	30
表 12: 截至 2017 年末电视剧网络播放排行前十名	31
表 13: 2011-2017 年剧王级作品版权价格一览 (万/集)	32
表 14: 完美世界制作的部分优秀网台剧	32
表 15: 完美世界部分核心影视制作团队	33
表 17: 完美世界参投/发行的部分优秀电影	33
表 17: 公司 2018 年度电视剧储备 (截止 2018 年 3 月 31 日)	34
表 18: 公司 2018 年度电影储备 (截止 2018 年 3 月 31 日)	35
表 19: 完美世界 2017 年综艺节目投资成果	35
表 20: 完美世界 2018 年综艺节目计划 (截止 2018 年 5 月 10 日)	36
表 21: 新片场系列融资表	37

一、与市场的分歧

市场最大的担心：游戏业务的可持续性，过去 IP 的“吃老本”，影视产品的可持续性，公司核心人才的稳定性。

我们的看法：

1、游戏业务运营长线能力极强，持续完成深度迭代。

手游方面，端游 IP《诛仙》手游 2016 年上线，首月流水 4.6 亿，验证“端转手”逻辑。2017 年《诛仙》资料片再次赢得高流水，在 3 月更新后仍然稳定在游戏畅销榜前 40，显示出旺盛持久的生命力。公司早年发行的当前公司已经进行 IP 系列化的一系列操作，有效拉长产品的运营周期，持续性极强。目前公司除射雕、诛仙、神雕侠侣等老 IP 外，其他体量更小、更老产品仍在持续贡献月流水。

端游方面，端游方面，经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》等持续贡献稳定收入，公司还将深入吃鸡玩法，自研具有最先进的物理引擎和渲染技术的战术竞技游戏《边缘计划》。

2、基层“自生态”孵化项目，新 IP 蓄势待发。公司通过自上而下的战略+自下而上的基层打法，有效培育了《梦间集》、《云梦四时歌》等二次元新世代 IP 项目，通过 IP 的迭代，公司也在积极布局“诛仙”、“完美世界”两大主力 IP 的年轻化运营，充分发掘年轻用户的特点和需求，基于更大的用户群体放大 IP 的影响力。

3、强强联合，与腾讯合作。Q1 手游行业同比增长仅有 12.5%，而腾讯作为市占率最大的双寡头的一极，录得 28% 同比增长，腾讯的流量入口优势+游戏运营优势愈发明显，而公司端转手重磅产品《完美世界国际版》、古风二次元大作《云梦四时歌》均由腾讯独代，公司游戏业务进入新纪元，更开放、更年轻。

4、影视产品：多点开花，庞大冰山才露尖尖角。公司计划电视剧项目储备超过 30 个，正在拍摄项目超过 10 个，由于注重现实主义题材+中低成本 IP 的使用，2017 年公司的电视剧毛利率超 50%，高于同类公司。由于公司拥有强现金流的游戏业务做后盾，以及与顶级核心导演、编剧的深度绑定，公司的影视产品质、量均进入开花结果期，庞大冰山才露尖尖角。

4、谋定而后动、着眼于全局与未来的战略眼光。无论是进军主机游戏市场，还是以优势兵力投入高技术的端游品类研发，公司从未放弃对于 10 年后愿景的接近与追求，这是由于公司具有谋定而后动、着眼于全局与未来的战略眼光。

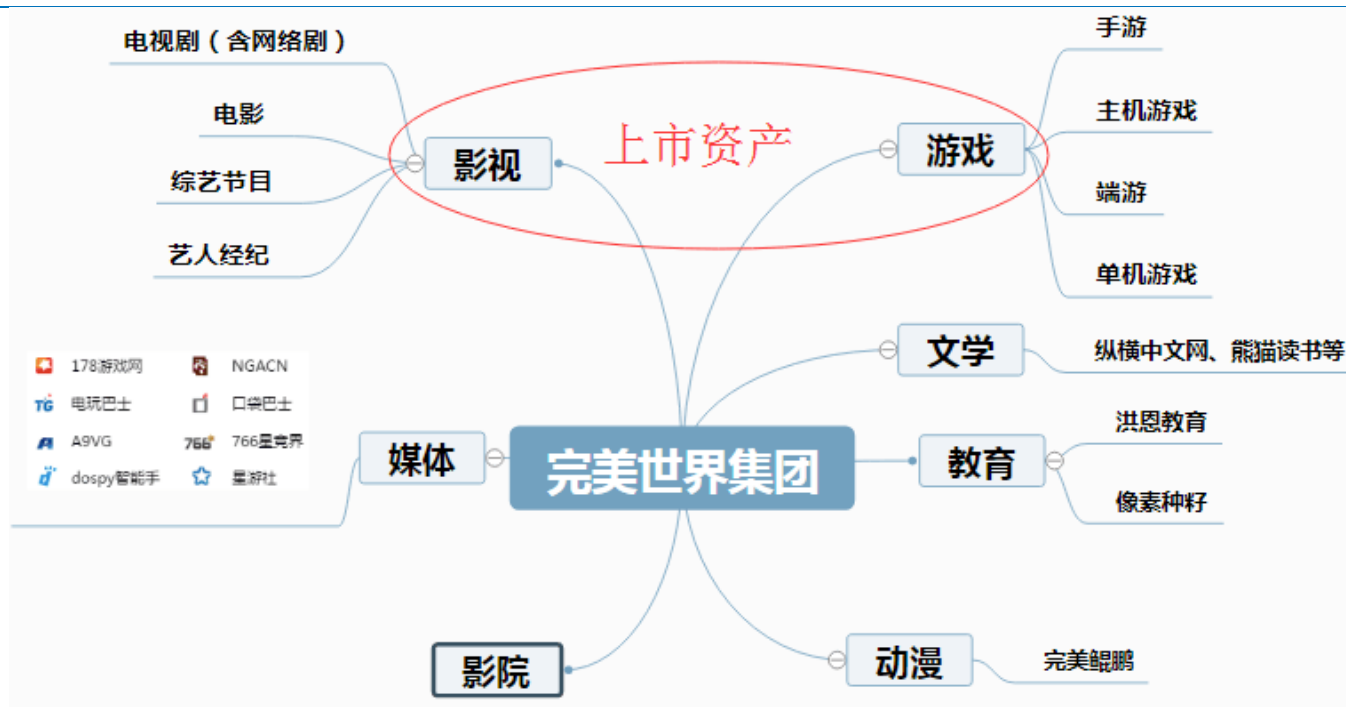
我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.40、1.74、2.07 元，净资产收益率分别为 18.7%/19.1%/18.8%，对应当前股价估值分别为 24.2/19.5/16.4X，给予买入-A 建议。

二、公司概况：影游双引擎，协同发展

（一）集团大文娱圈渐成，有望与公司形成协同效应

完美世界集团以影视和游戏为核心，打造了集文学、动画、漫画、教育、媒体、周边等为一体的综合娱乐产业链。集团以洪恩教育起家，在游戏领域壮大后，逐步进行多元化布局，加速影视、电视剧等内容结合，并促进上市公司与集团文学、动漫等其他资源业务的协同融合，打造面向全球的泛娱乐帝国。

图 1：完美世界集团的泛娱乐产业矩阵



资料来源：公司官网；华金证券研究所

- 1) **完美游戏**：老牌游戏商，从端游起家，先后进入网页游戏、手游、主机游戏、VR 游戏等领域，并代理了国际知名电竞产品，游戏出口和端转手游方面表现亮眼。
- 2) **完美影视**：国内领先的影视文化投资、制作及发行机构之一，主营业务涵盖电视剧、电影、综艺节目、网络剧、艺人经纪等板块。投资拍摄了《失恋 33 天》、《咱们结婚吧》等人气影片，影视总体年产电视剧近 500 集，热播电视剧播出占黄金时段逾 10%，还积极与海外影视巨头联手，增强自身实力。

海外收获进入殿堂级。2018 年 3 月 4 日，第 90 届美国奥斯卡金像奖颁奖礼在洛杉矶举行，完美世界影视参与投资和出品的《至暗时刻》、《魅影缝匠》、《维多利亚与阿卜杜勒》等三部影片入围提名奖，最终《至暗时刻》荣获最佳男主角、最佳化妆及发型设计；《魅影缝匠》荣获最佳服装设计。成功将奥斯卡小金人收入囊中，标志着完美世界影视在国际探索方面取得又一突破，为中国文化产业出海、中国影视公司进入好莱坞核心圈子提供了可借鉴的实践。

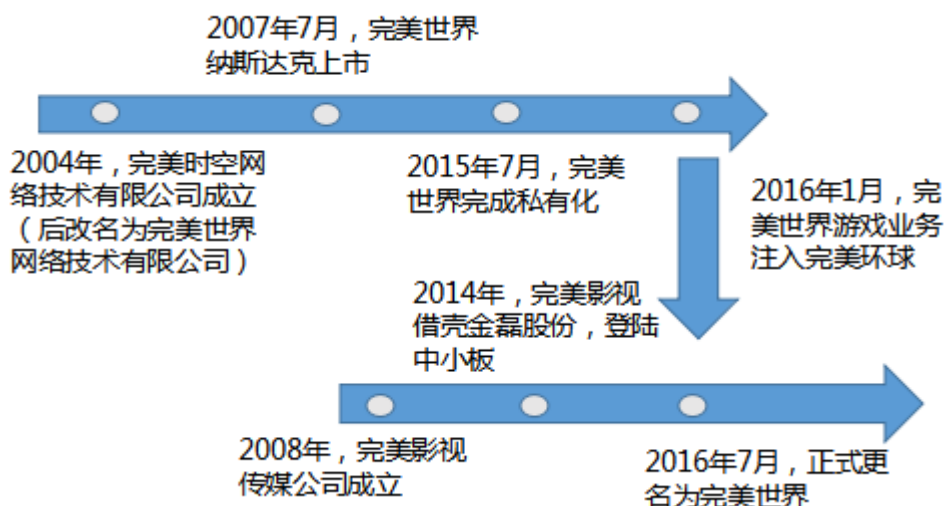
- 3) **完美文学**：2016年7月，10亿收购百度文学，实现控股，旗下拥有纵横中文网（中国第二大网络文学平台）、熊猫看书、百度书城等产品。纵横文学在优质版权占有率、网站浏览量和移动客户端用户量等方面，均处于市场前三地位，书库存量超过16万部，日独立IP超过260万，PV超过6000万，是国内一流的中文原创文学类专业网站。
- 4) **完美动漫、动画**：漫画方面，2009年3月上线的纵横动漫是国内领先的互联网原创动漫平台，推出了数千余部国产原创漫画，包括《塔希里亚故事集》《鬼王》《风荷传说》等，IP版权量、质皆优。动画方面，完美鲲鹏拥有国际化3D动画制作团队，致力于打造优质的IP内容及衍生品。
- 5) **完美媒体**：集团旗下星游传媒是一家综合性游戏媒体，旗下拥有178游戏网、电玩巴士、A9VG等八个网站社区，业务涵盖游戏资讯、精英玩家社区、电子竞技平台、玩家大数据等，平台日访问量达2亿8千万，注册用户超过2亿。
- 6) **完美教育**：主要包括幼儿教育和青年教育两大领域。其中，洪恩教育是中国儿童教育品牌领导者，受到海内外众多幼儿园的使用。青年教育方面，设立像素种籽数字艺术教育基地，培养游戏、动漫、影视等数字艺术领域等高端人才。

（二）影游双轮驱动，完美世界回归A股

1、影视和游戏业务，分别于2014年和2016年上市整合

完美世界集团通过两次重大资产重组，分别将影视和游戏两块优质资产，整合到上市公司业务中，影游联动战略初现。2014年12月，完美环球影视借壳金磊股份，登陆A股市场，更名为完美环球。2007年登陆纳斯达克的完美世界网络科技有限公司（主营游戏业务），于2015年退市完成私有化。2016年年初，完美环球通过发行股份购买资产的方式，将完美世界游戏业务注入上市公司，中国最大的影游综合体正式诞生，完美环球也于2016年7月26日，股票简称改名为完美世界。

图2：完美世界回归A股历程



资料来源：公司公告；华金证券研究所

完美环球影视业务 2014 年借壳金磊股份，率先登录 A 股市场。2014 年 12 月，完美环球 100% 股份作价 27.26 亿，置出资产作价 5.22 亿，差额部分以 7.66 元/股的价格由金磊股份向完美环球影视股东发行 2.88 亿股购买。借壳完成后，上市公司控股股东为快乐永久（池宇峰持股 90%），实际控制人变为池宇峰，其通过快乐永久间接持有上市公司 25.06% 的股份。

2016 年 1 月，完美环球通过发行股份购买资产，以 120 亿完成对完美世界游戏的收购。完美世界于 2015 年 7 月完成私有化之后，完美环球于 2016 年 1 月，收购完美世界 100% 股权，并以定价方式向池宇峰、员工持股计划及招商财富-招商银行-完美 1 号专项资管计划非公开发行股票募集配套资金，募集金额不超过 50 亿元，发行 2.12 亿股，价格为 23.56 元/股。

表 1：收购完美世界世界股权方案及业绩承诺

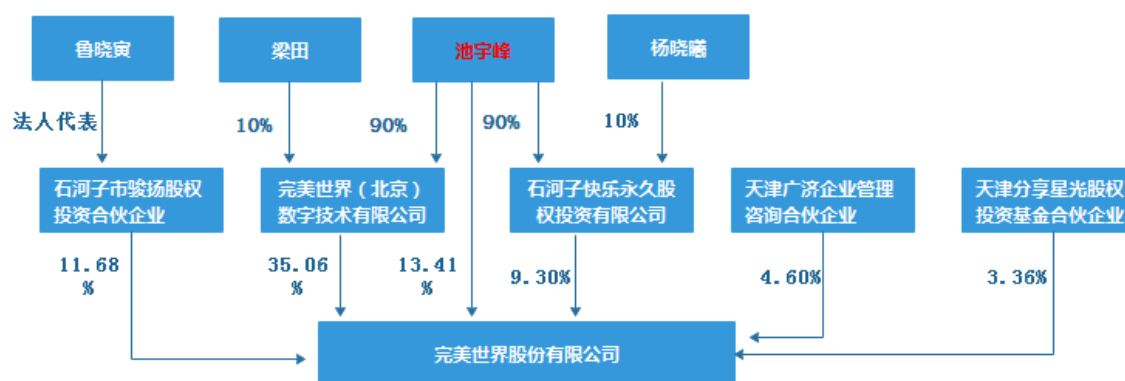
收购标的	100% 股权价格 (亿元)	预计募集配套 资金 (亿元)	发行股价数量 (亿股)	发行价格	2016 年承诺 净利润(亿元)	2017 年承诺 净利润(亿元)	2018 年承诺 净利润(亿元)
完美世界	120	50	2.12	23.56 元/股	7.55	9.88	11.98

资料来源：公司公告；华金证券研究所

2、实际控制人持股比例高，核心团队稳定

重组完成后，实际控制人未变，推出二级持股平台，稳定核心团队。第二次资产重组完成后，公司更名为完美世界，股权结构调整影响不大，实际控制人仍为池宇峰，直接和间接持股 53.33%，股权相对集中。公司于 2015 年 7 月实施股权激励计划，鼓励公司核心管理和业务人员，共计 134 人，期权 165 万份，价格为 29.14 元/股。此外，另外，公司股东一石河子市骏和天津广济分别为公司核心高管和名导编剧的二级持股平台，深度绑定核心人才，增强核心团队稳定性。

图 3：重组完成后前五大股东占 77.41% 股份



资料来源：公司公告；华金证券研究所

(三) 财务数据：手游最为亮眼，年轻化运营开拓新市场

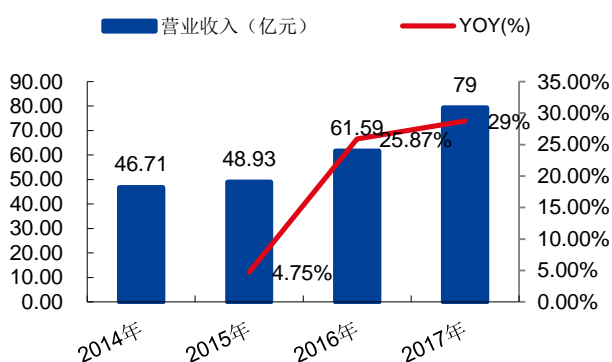
影游双引擎驱动，业绩大幅增长。公司在 2018 年 3 月 29 日晚发布上市公司 2017 年度报告，2017 年公司实现营收 79.30 亿元，同比增长 28.76%，归母净利润 15.05 亿元，同比增长 29.01%。

归母扣非净利润 13.97 亿元，同比增长 77.37%。基本每股收益 1.14 元，同比增长 18.75%，略高于业绩快报（1.13 元），基本符合我们的预期。

18Q1 营收符合预期，公司 4 月 21 日公布一季度业绩：公司 2018Q1 完成营业收入 18.03 亿元，YoY-5.63%，归母净利润 3.6 亿元，YoY10.65%，扣非净利润 2.95 亿元，YoY3.01%。基本每股收益 0.27 元，YoY8%。公司预计 2018 年 1~6 月实现归母净利润区间为 6.75 亿-7.65 亿，YoY0.54%~13.95%。单季度来看，Q2 的净利润区间为 3.15 亿-4.05 亿元，YoY-8.97%-17.05%。

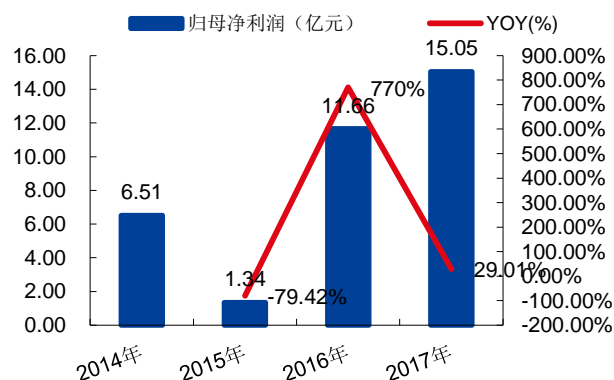
游戏 Q1 无大作贡献，Q2 开始密集收获。公司在 4 月 18 日上线影游联动项目 MMORPG《烈火如歌》，截止 2018 年 5 月 10 日，在 ios 游戏畅销榜上排名 34 位，4 月 19 日上线 ARPG《轮回诀》，目前在游戏畅销榜排名 36 位，《诛仙》在 3 月更新后仍然稳定在游戏畅销榜前 40，显示出旺盛持久的生命力，公司将在 Q2 迎来游戏流水的密集收获。根据公司官网，公司将在 5 月 24 日发布全新版本《诛仙·灵之契约》，并将于 6 月 1 日全平台公测《武林外传手游》。

图 4：公司近三年营业收入及可比增速



资料来源：公司公告；华金证券研究所

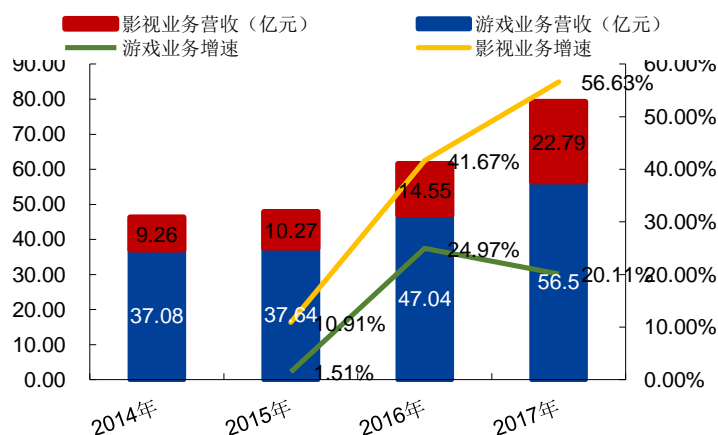
图 5：2014-2017 归母净利润及可比增速



资料来源：公司公告；华金证券研究所

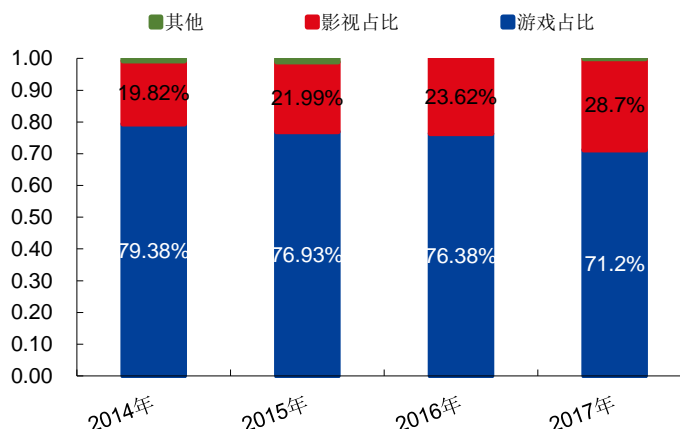
游戏收入持续稳健，影视业务板块占比逐年提升。分业务版块来看，2017 年，游戏业务实现收入 56.50 亿元，YoY20.13%。影视业务实现收入 22.79 亿元，YoY56.64%。游戏业务占比 71.2%，影视业务占比 28.7%，影视业务占比份额提升，双轮驱动效果真正凸显。

图 6：游戏增速稳健，影视持续高增长



资料来源：公司公告；华金证券研究所

图 7：影视业务占提升，双轮驱动效果凸显



资料来源：公司公告；华金证券研究所

2017 年游戏营收实现 56.21 亿元，其中，移动网络游戏实现营业收入 30.78 亿元，YoY43%，QoQ74%，PC 端网络游戏实现营业收入 19.91 亿元，YoY-5%，QoQ106%，主机游戏实现营业收入 5.19 亿元，YoY27%，QoQ66%。

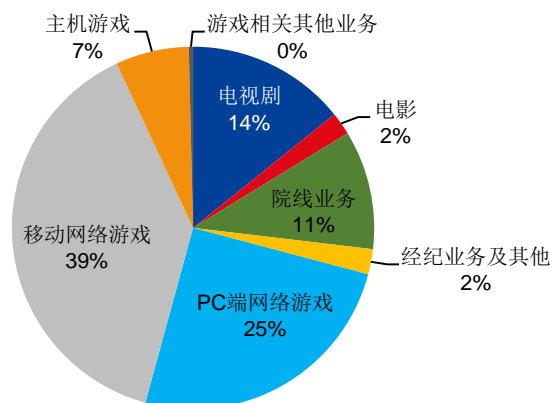
三大 IP 年轻化运营。端游方面，经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》等持续贡献稳定收入，公司也在积极布局“诛仙”、“完美世界”两大主力 IP 的年轻化运营，充分发挥年轻用户的特点和需求，基于更大的用户群体放大 IP 的影响力。电竞品类方面，报告期内《Crossout（创世战车）》及《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》相继公测，协同《DOTA2》构建多层次、立体化电竞生态圈，成为公司端游业务新的增长点。

手游生命力持续优质。移动游戏方面，《诛仙手游》、《火炬之光》、《神雕侠侣》、《最终幻想》等持续受到玩家欢迎，新游如《射雕英雄传 2》手游、《梦间集》等，有效提升了公司在移动游戏市场的份额及口碑。其中公司的王牌产品《诛仙手游》于 2017 年 8 月发布周年庆大版本资料片，顶级流量的年轻代言人的使用，再次刷新了《诛仙》IP，在游戏内容年轻化、运营推广方式年轻化、玩家结构年轻化、品牌 IP 年轻化等多个维度开拓了新的思路 and 方向，《诛仙手游》的新增用户、流水、女性玩家占比、玩家平均年龄等各项运营指标均取得不错表现，为公司年轻化战略转型打开了良好开局。

《梦间集》开拓二次元细分市场。据公司年报描述，公司依托端游大 IP 转手游的优势，积极布局细分市场游戏，从核心优势的 MMORPG 品类向多元化的游戏类型拓展，并深入发掘同一 IP 多产品联动项目。公司自创 IP、自主研发的首款二次元游戏《梦间集》就是这一战略布局下的力作。《梦间集》成功打开了核心二次元女性向细分市场，多次获得苹果精品推荐。在此基础上，公司致力于研发“梦间集”系列化产品，并打造动画、漫画等周边衍生市场，逐步将“梦间集”的 IP 影响力拓深、扩大。

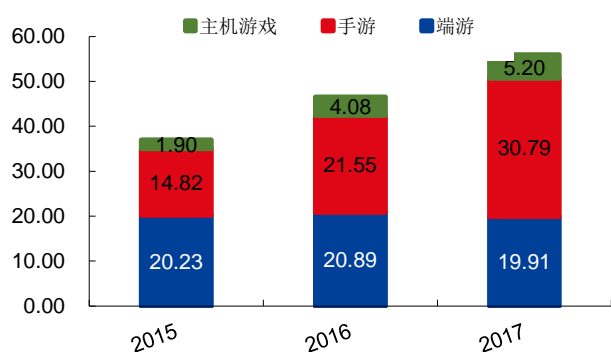
主机游戏布局进一步深化。主机游戏方面，公司借助《无冬 OL》、《星际迷航》主机版积累的先发优势，不断深化主机游戏领域的布局。报告期内，公司推出了《HOB》等主机游戏产品，同时数款基于知名 IP 或自创 IP 的主机游戏正在研发中。

图 8：2017 各业务营收占比



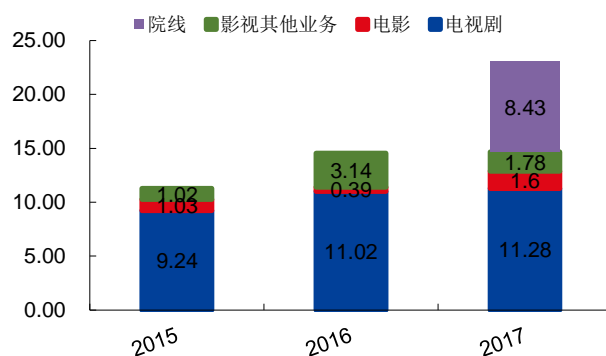
资料来源：公司公告；华金证券研究所

图 9：2015-2017 主要游戏业务营收（亿元）



资料来源：公司公告；华金证券研究所

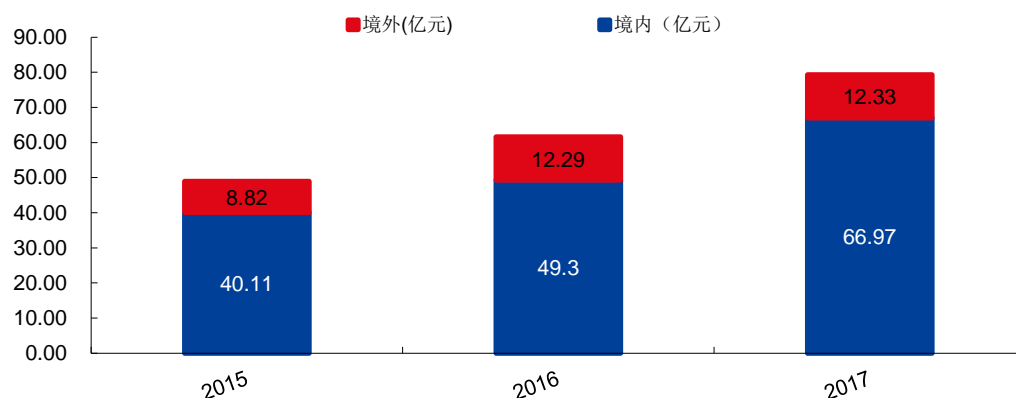
图 10：2015-2017 各影视业务营收（亿元）



资料来源：公司公告；华金证券研究所

全球化战略布局，海外营收持续增长。 作为中国最早进行海外运营的网络游戏公司，公司一直秉持着“全球制作、全球发行”核心战略，在荷兰、美国、日本、新加坡、马来西亚等国家运营多家子公司，收购海外优质研发团队 5 个，游戏出口至海外 100 多个国家。近年借助《无冬 OL》及《星际迷航》主机版的大获成功，继续研制爆款游戏，开拓海外主机市场。公司 2017 上半年，境外营收 6.53 亿元，较上年同期增长 41.28%，全年海外营收 12.33 亿元，与上一年度基本持平。

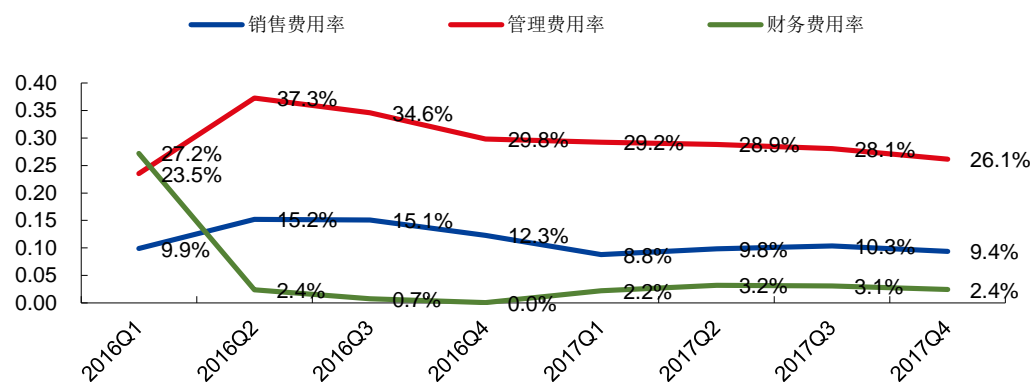
图 11: 2015-2017 海内外收入



资料来源: 公司公告; 华金证券研究所

公司销售费用率、管理费用率稳中有降, 财务费用率略有上升。2017 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 9.4%/26.1%/2.4%, 较 2016 年 12.3%/29.8%/0.0%, 分别变化 -2.9pct/-3.7pct/2.4pct, 在 2017 年游戏买量成本上升、影视项目投入成本加大的行业背景下显示出超强的管理能力。

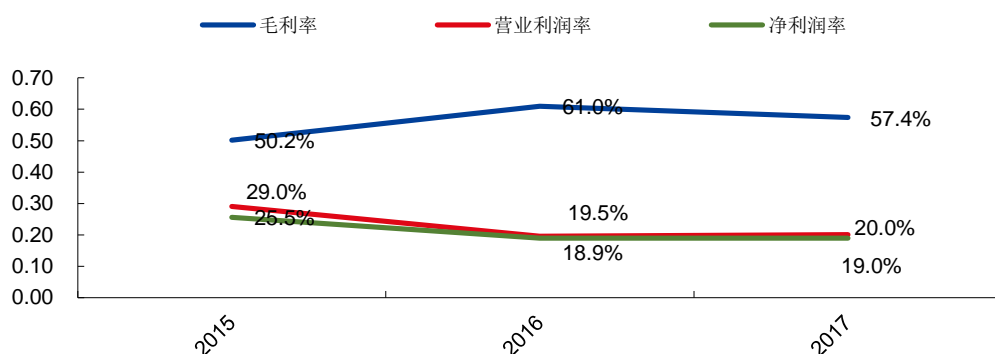
图 12: 2015-2017 毛利率和净利率



资料来源: 公司公告; 华金证券研究所

公司全年毛利率略有下滑, 净利率保持稳定。2017 年毛利率 57.4%, 较 2016 年 61.0% 下降 3.7pct。净利率 19%, 与上年度 18.9% 持平微升。毛利率下降的原因, 主要是手游占比提升, 而手游毛利率相对 PC 较低。

图 13: 公司毛利率、营业利润率、净利率情况



资料来源: Wind; 华金证券研究所

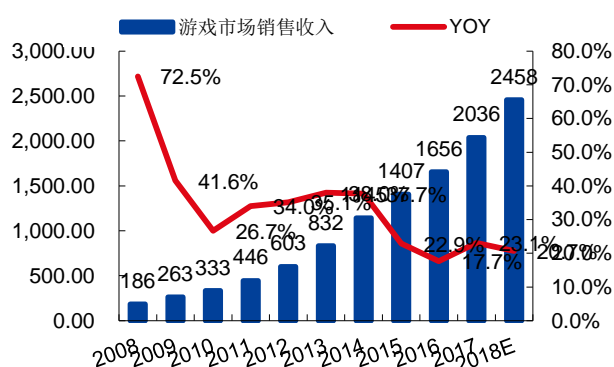
三、游戏市场增速放缓，寻找行业核心驱动因素

(一) 手游市场增速亮眼，量价双维度驱动行业增长

1、游戏市场增速放缓，手游成主要引擎

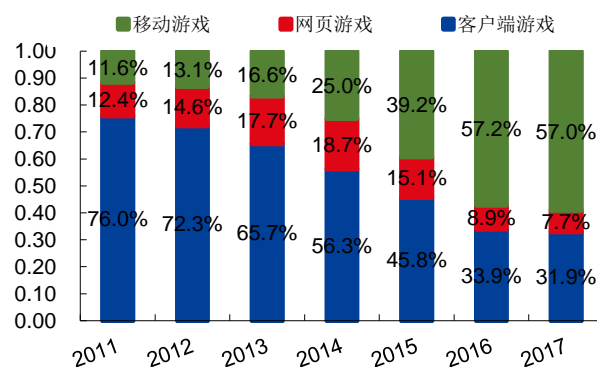
流量红利日渐枯竭，正逐渐由存量市场转变为增量市场。2017 年，中国网络游戏市场规模达到 2036 亿元 (YoY+23.1%)，硬件、用户红利减缓，预计低增长状态在未来几年将会持续。其中，端游规模 648.6 亿，YoY+11.3%，移动游戏规模 1161.2 亿，YoY+40%，移动游戏继续高比重超过端游规模，成为游戏市场主要增长动力。但移动游戏市场经过 13-15 年的快速增长，正逐渐由增量市场转变为存量市场，市场竞争日趋激烈，预计未来三年增速将进一步放缓。

图 7: 2008-2018E 游戏市场销售收入及增速



资料来源: GPC;CNG, 华金证券研究所

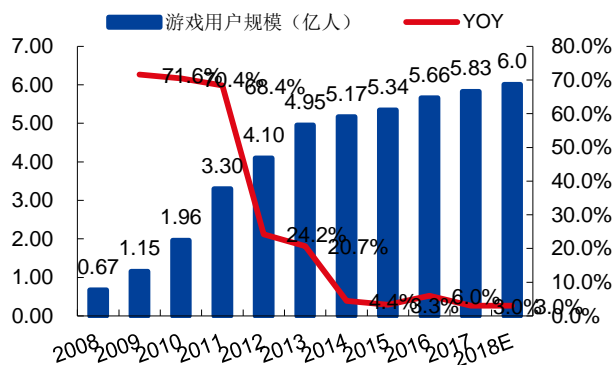
图 8: 2011-2017 移动游戏、网页游戏、客户端游戏占比



资料来源: GPC;CNG, 华金证券研究所

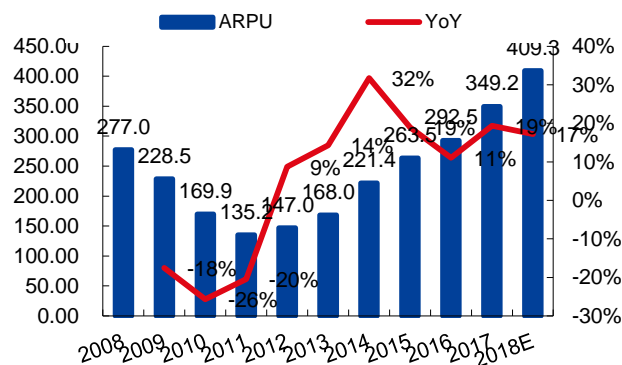
增量来自于 ARPU 值增长而非用户数增长。我们根据游戏收入=用户数*单用户付费金额 (Average Revenue Per User) 来进行拆解，从用户及 ARPU 值数据情况来看，用户红利增速减缓，主要来自于，2017 年网络游戏用户为 5.83 亿人，YoY+3.0%，而单用户付费金额增速在 2017 年增速为 19%，ARPU 值为 349.2 元。

图 9：游戏用户规模及增速



资料来源：GPC;CNG, 华金证券研究所

图 10：网络游戏 ARPU 值及增速

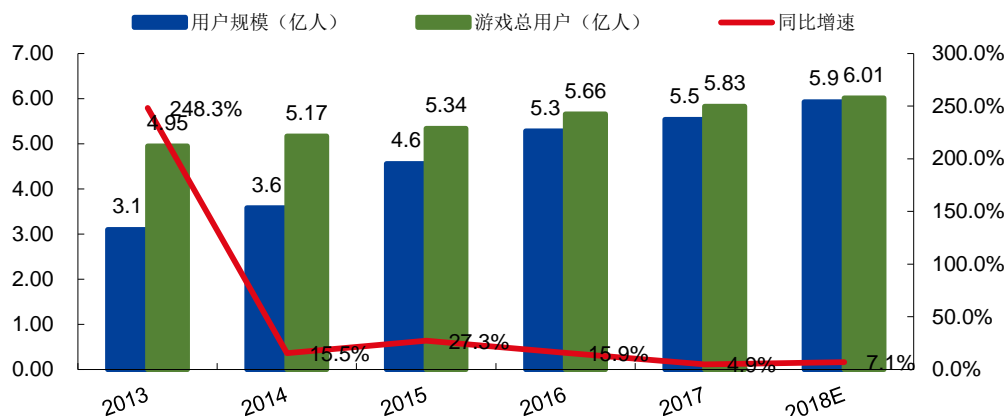


资料来源：GPC;CNG, 华金证券研究所

2、增量维度：国内低渗透率群体潜在空间大，海外市场待进一步挖掘

手游用户规模增长有限，未来空间主要是存量逻辑。2017 年国内移动游戏用户 5.54 亿人，增速下降至 4.9%，用户规模增速放缓，人口红利渐消退。同期国内游戏用户总数为 5.66 亿人，手游渗透率占 97.87%，未来手游增量市场，将主要从国内移动网民玩家低渗透率和海外市场挖掘。

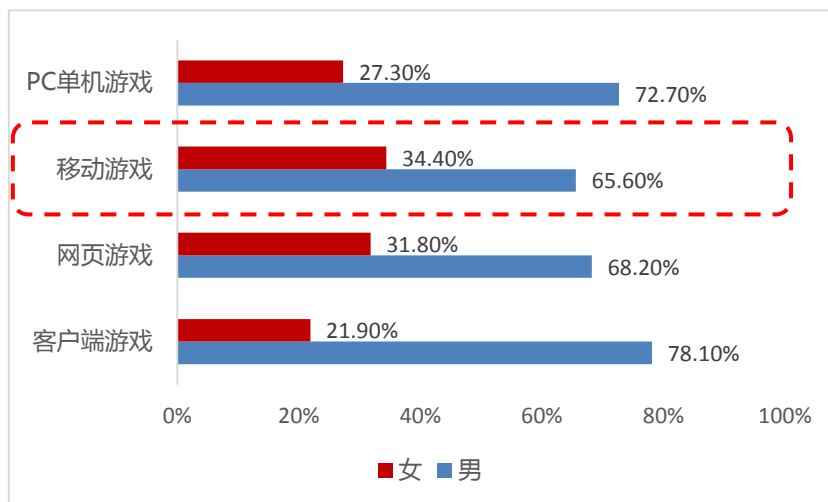
图 11：2012-2018 年中国移动游戏用户、游戏总用户、移动互联网用户规模（含预测）



资料来源：DataEye; 易观; 工信部, 华金证券研究所

国内方面，低渗透率群体（女性、低龄等）增长空间大。2016 年，中国游戏用户性别构成比例呈“三七”分布的特点，男性用户 65.6%，女性用户 34.4%。2017 年上半年，王者荣耀、球球大作战等产品吸引了众多女性玩家，移动游戏男、女性用户比例有所收缩，分别为 56.65% 和 43.35%。该现象和端游大多重度游戏结合起来看，操作简便，玩法较休闲，画风卡通可爱更容易吸引大量女性玩家。从年龄结构而言，目前，根据 iResearch 的预测，00 后人口总数为 1.47 亿，0.52 亿（占比 35.9%）有玩移动游戏的习惯，占移动游戏用户比重接近 10%，游戏玩家年轻化成为趋势。

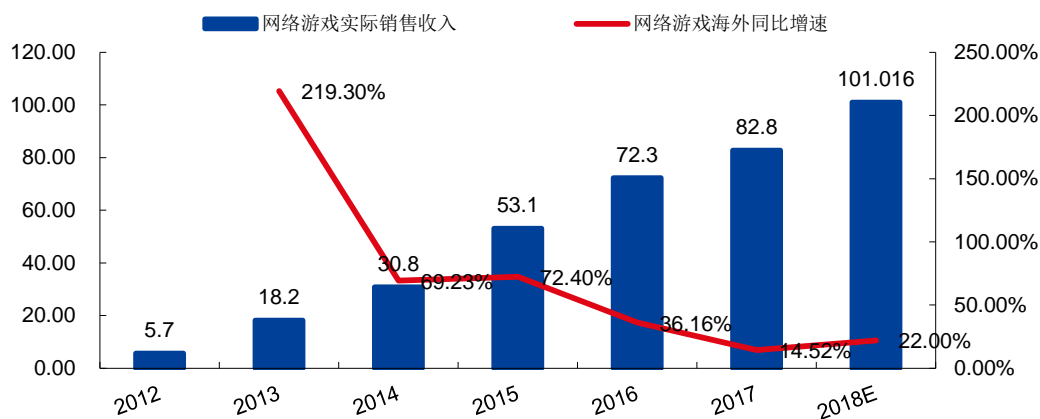
图 12: 2016 年中国游戏用户性别结构



资料来源: GPC; 华金证券研究所

游戏出海规模攀升, 手游成为主力军。伴随国内人口红利的消失和两大巨头垄断性强等背景下, 游戏出海成为拓展市场的良策之一。伽马数据、游戏工委数据显示, 2017 年, 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达 82.8 亿美元, 同比增长 14.5%。我们预测未来两年移动游戏在海外游戏中将占据七成以上的份额, 达到百亿美元规模, 实现手游的二次爆发。

图 13: 2011-2018 年国内自研网络游戏 (亿美元) (含预测)



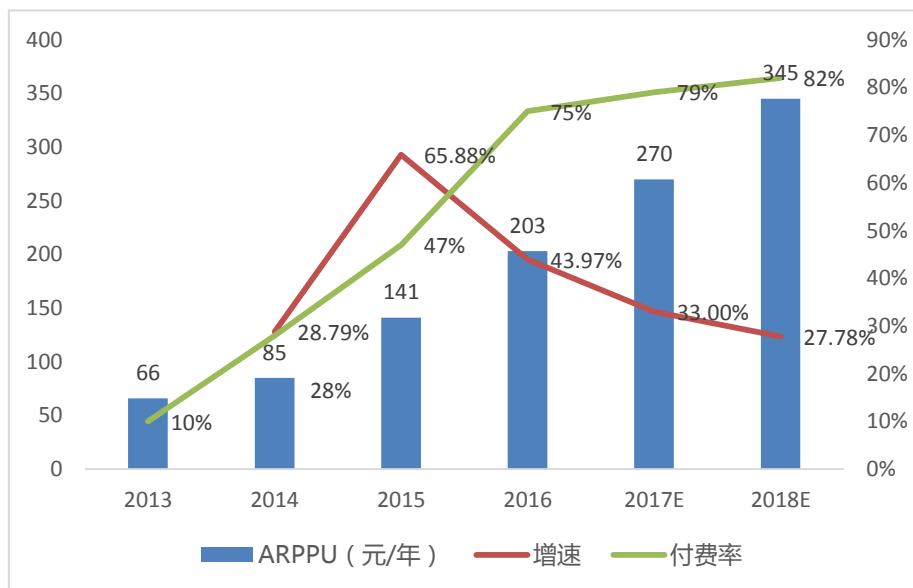
资料来源: CNG; 华金证券研究所

3、提价维度: 精品打磨+精细运营, 成为提升用户付费水平的关键

提价方面, 提升用户付费水平, 延长生命周期, 将成为手游行业核心驱动力。2017 年, 移动游戏付费率显著增长, 达到 80% (YoY+33%), ARPPU (付费用户平均收益) 达到 203 元/年 (YoY+43.97%), 同期端游 ARPU 值为 410 元。根据“游戏收入=DAU (日活跃人数)*R (付费率)*ARPPU (付费用户平均收益)*LT (生命周期)”, 我们认为在用户规模增长放缓和付费率突破 75% 压力较大的背景下, 驱动行业发展的核心因素将是通过研发运营高品质、长生命周期、满足

不同类型玩家需求的多元化精品游戏，来有效提升用户 ARPPU、手游生命周期，而作为 ARPPU 较高、LT 较长的“IP 改编+重度化游戏”将成为打磨精品的关键。

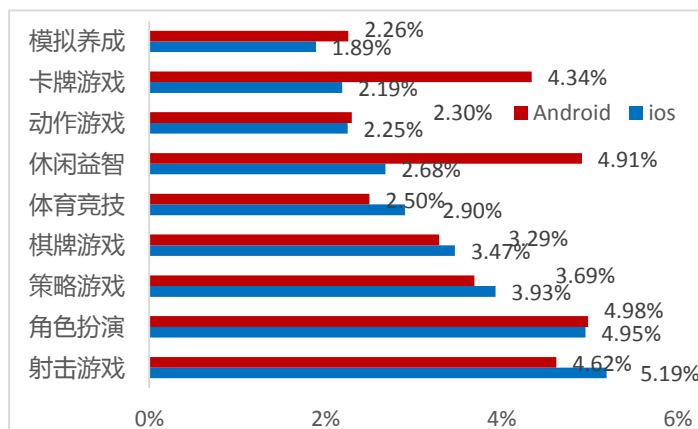
图 14：2013-2018 年 ARPPU 及增速、付费率（含预测）



资料来源：CNG；华金证券研究所

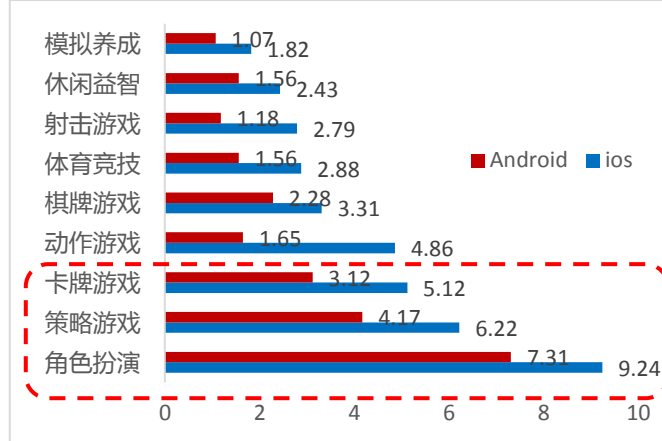
重度化游戏付费率、ARPU 值更高。从渠道端来看，不管是 Android 游戏还是 IOS 游戏，重度化游戏（RPG、SLG、STG 等）付费率、ARPU 值显然高于模拟经营、休闲益智类等轻度化游戏。从 2017 年上半年的前十位排名中，MMORPG 类游戏占据七款，随着越来越多的端游 IP 被改编为手游，MMO 手游在不断增加，经典端游 IP 改编的 MMORPG 成为了手游的主要霸榜类型。此外，SLG 用户忠诚度高，长期 ARPU 值高，游戏大厂仍在 SLG 品类进行布局。

图 15：2017Q3 中国移动游戏各游戏类型付费率



资料来源：DataEye；华金证券研究所

图 16：2017Q1 中国移动游戏各游戏类型 ARPU 值



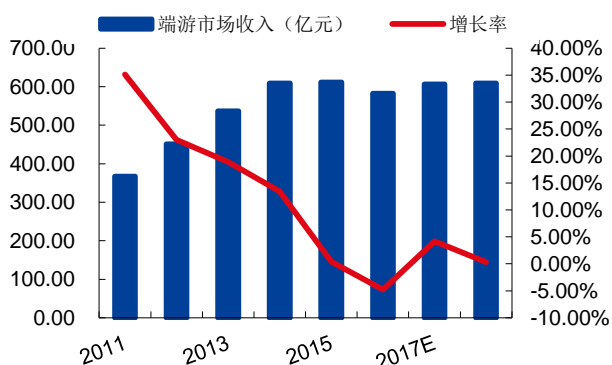
资料来源：DataEye；华金证券研究所

（二）端游：增速放缓，受益电竞+吃鸡东风，端游厂商加速布局

电竞热度持续提升，带动端游用户回流。根据伽马数据的统计，2017 年中国客户端游戏销售收入达到 648.6 亿元，同比增长 11.4%，用户规模达到 1.58 亿人，同比增长 1.7%。端游在 2017

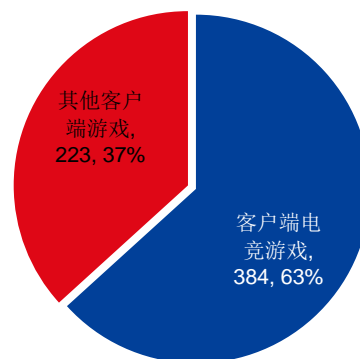
年超预期复苏，一方面是电竞的刺激，另一方面是“吃鸡”等新玩法的带动。2017年，中国电子游戏竞技市场实际销售收入达到730.5亿元，同比增长44.8%，其中客户端电子竞技游戏市场实际销售收入达到384.0亿元，同比增长15.2%，占客户端游戏比重为63%，移动电子竞技市场实际销售收入达到346.5亿元，同比增长102.2%。

图 17：2011-2018 年中国端游市场规模（含预测）



资料来源：游戏工委；易观智库；华金证券研究所

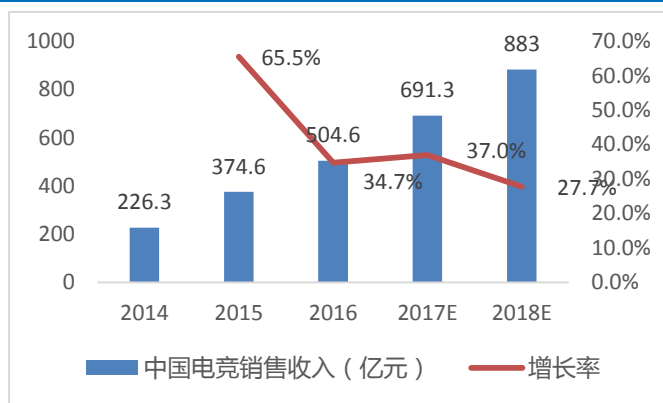
图 18：2017 年客户端电竞游戏规模及市场占有率



资料来源：游戏工委；易观智库；华金证券研究所

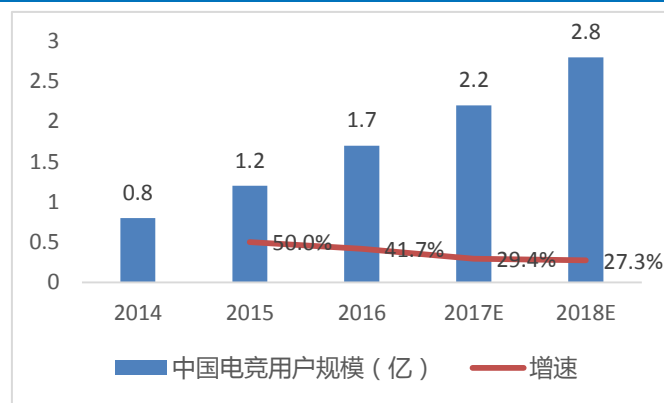
电竞产业发展势头强劲，端游大厂纷纷布局。全球电竞产业处于高速增长阶段，2017年全球电子竞技市场收入463亿美元，北美在电竞方面收入占据首位（38%），中国有15%左右贡献，总计504.6亿元市场规模，增速34.7%，用户规模1.7亿，2017年预计将以27%左右增速，达到691亿市场规模，2.2亿用户积累。端游大厂纷纷布局电竞领域，腾讯独家代理《LOL》、《DNF》，网易旗下《魔兽世界》《炉石传说》，完美世界独代《DOTA2》、《CS:GO》在中国的运营权等。游戏大厂对于MOBA、FPS等经典竞技类型的布局，除了吸引到相关受众之外，也为整个端游市场的长期发展提供了内容支撑。

图 19：2014-2018 年中国电竞游戏市场规模（含预测）



资料来源：Newzoo、艾瑞；金证券研究所

图 20：2014-2018 年中国电竞用户规模（含预测）



资料来源：游戏工委，华金证券研究所

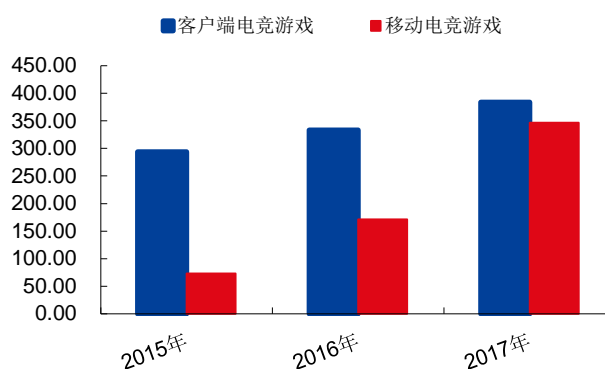
PC端电竞规模增长稳定，移动电竞增长迅猛，但未来仍存在不确定性。2016年，随着《王者荣耀》引领了移动MOBA热潮、《球球大作战》开启了休闲竞技的概念，移动电子竞技游戏收入接近200亿元，同比增长187.1%。但与客户端电竞相比，移动电竞产品快速更迭，缺乏核心用户的累积，同时奖金数目不高，未来依然存在不确定性。未来电竞用户整体规模增长的主要推动因素如下：除MOBA外其他类型的电竞游戏用户人数增长；大量移动电竞游戏带来的移动电竞用户。

表 2: 2016 年中国电竞厂商排名 TOP5

排名	PC 电竞赛事研发商 TOP10	移动电竞赛事研发商 TOP10	电竞赛事运营 TOP10
1	腾讯游戏	腾讯游戏	腾讯游戏
2	网易游戏	英雄互娱	英雄互娱
3	完美世界	网易游戏	网易游戏
4	聚众游戏	完美世界	完美世界
5	盛大游戏	掌趣集团	WCA

资料来源: 易观智库; 华金证券研究所

图 21: 2015-2017 年客户端电竞游戏和移动电竞游戏市场规模 (亿元)



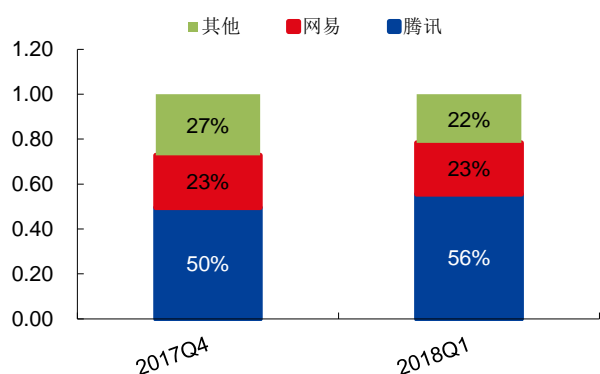
资料来源: 易观智库, 游戏工委&伽马数据; 华金证券研究所

“吃鸡”游戏唤起端游新生命力。根据 mobdata 的数据, 在 2017 年 3 月 23 日上架 Steam 后, 仅 3 个月《绝地求生》(Playerunknown's Battlegrounds) 的同时在线人数便超越《CS:GO》; 上架 5 个月后超越《Dota2》并突破历史记录。已长时间保持 Steam 平台同时在线人数 TOP1, 并于 2017 年 12 月 9 日获 2017 TGA 最佳多人游戏奖。截止 2018 年据 SteamSpy 统计, 该游戏的 2100 万销量当中, 至少有 1000 万以上都来自中国地区。

(三) 行业集中度加强, 马太效应进一步加强, 抱团取暖格局出现

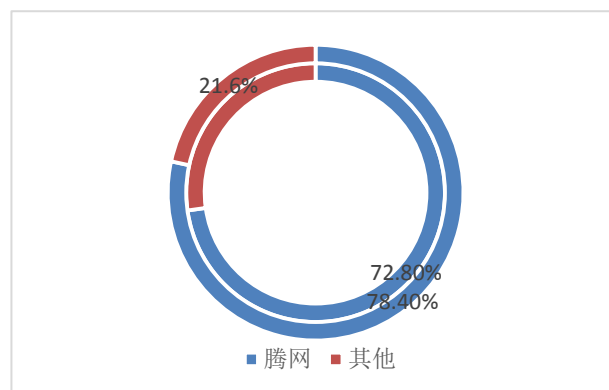
网腾双寡头霸据七成市场, 头部产品效应进一步凸显。中国游戏市场上, 腾讯依托微信、QQ 社交平台, 在渠道推广和运营方面, 具有绝对优势, 网易则凭借精品游戏研发能力, 打造了《梦幻西游》、《阴阳师》《荒野行动》等爆款游戏, 游戏工委数据显示, 2018Q1 腾讯游戏市占率 56%, 网易市占率 23%, 两者合计近 80%。从游戏产品收入来看, 2017 年上半年排名前十的移动游戏占据总收入的 54.9% (YoY+2%), 头部效应明显。

图 22: 2018Q1 年腾讯、网易游戏市占率合计近 80%左右



资料来源: 游戏工委, 华金证券研究所

图 23: Top 50 游戏中腾讯网易收入占比(内圈 2017Q1, 外圈 2018Q1)



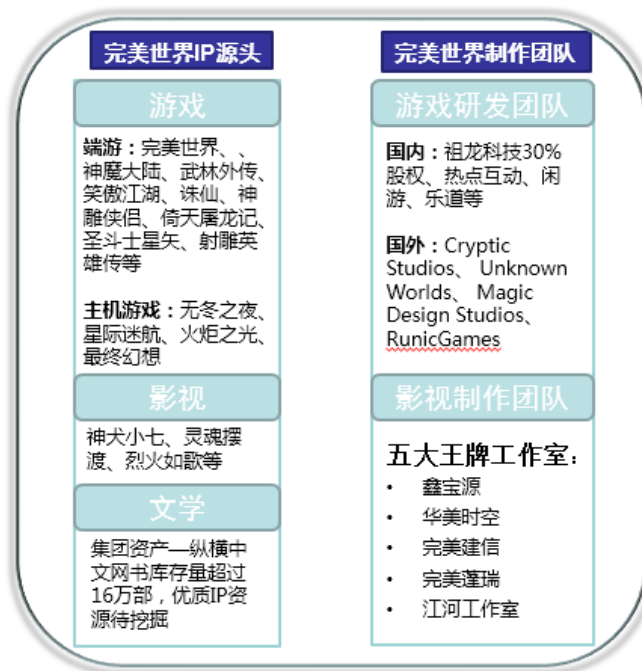
资料来源: 游戏工委, 华金证券研究所

四、游戏：“IP+技术”护城，端转手、电竞、主机多点开花

(一) 游戏品牌年轻化大 IP 化，全产业链开发形成生态圈。

IP 储备丰富, 公司 IP 输出源头主要包括三个方面。**游戏业务层面**, 既自研打造了完美世界、神魔大陆等端游 IP, 也储备并研发了诛仙、武林外传、火炬之光、星际迷航等国内外知名 IP 资源的端游及主机游戏。**影视业务层面**, 完美影视拥有一大批原创及引进的优质影视内容 IP, 如《香蜜沉沉烬如霜》、《烈火如歌》、《绝代双骄》等, 传播力和影响力广泛、有深度, 此外, 伴随着公司与环球影业的投资合作, 未来有望获取更多海外优质 IP, 以优秀 IP 资源为核心进行影游协作开发, 实现 IP 价值挖掘最大化。**集团层面上**, 2016 年 7 月完美世界对百度文学注资 10 亿, 实现控股, 旗下主力文学原创平台—纵横中文网、拥有梦入神机、烟雨江南、烽火戏诸侯等一众网络文学名人, 书库存量超过 16 万部, 日独立 IP 超过 260 万, PV 超过 6000 万。未来公司将在文学业务、版权 IP 业务、影游投资开发等进行深度合作, 超链接彼此, 实现转化开发, 潜力无限。

图 24：完美世界 IP 源头分布及制作团队



资料来源：公司公告；公司公告；华金证券研究所

3月27日，完美世界股份有限公司举行游戏品牌战略发布会，正式发布旗下游戏业务全新品牌战略及产品规划。未来完美世界游戏将立足品牌“年轻化”战略，以旗下核心大IP为纽带，贯穿整个游戏生态链，形成更加完善的游戏新格局，进而为年轻群体提供满足他们各自文化娱乐需求的精品游戏，在新品牌战略发布之后，公司还发布了“大IP战略”实际上是以完美世界知名的三大IP《完美世界》《诛仙》《梦间集》为基础，对这三大IP进行泛娱乐式的全产业链开发，进而旁及其他IP的开发和运营，进而形成较为系统的完美世界IP生态圈。

多品类+细分化+年轻化布局，高品质研发能力布局网状纵深化。公司称，公司将坚持“全球制作、全球发行、全球伙伴”的国际化战略，继续推动端游、移动游戏、主机游戏三驾马车多元化发展。在品牌年轻化大战略下，公司将全面推进年轻化布局，在产品研发、IP创造、内容升级、游戏体验的变革等各个领域加大年轻化的发展与创新，发掘用户的文化属性与需求，从核心优势的MMORPG品类拓展到更多细分市场。精品手游大作《轮回诀》、《武林外传》等已开放测试，公司与嘉行传媒合作的影游联动项目《烈火如歌》也已在3月上线。

年轻化+核心IP泛娱乐经营，端游方兴未艾。客户端游戏方面，公司积极推动“诛仙”、“完美世界”两大主力IP的年轻化运营，通过系列化产品的推出，在巩固老玩家的同时吸引新玩家，发掘端游市场潜力，基于更大的用户群体放大IP的影响力。此外，公司旗下海外研发团队基于知名IP自创IP发力PC端及主机双平台游戏，助力公司端游业务及主机游戏业务的持续稳健发展。

端转手继续发力，平台型人才建设出现网络式效果。移动游戏方面，公司的王牌产品《诛仙手游》的成功印证了公司对精品端游进行移动版改编的实力。2018年，公司将依托端游大IP转手游的优势，积极布局细分市场游戏，从核心优势的MMORPG品类向多元化的游戏类型拓展，并深入发掘同一IP多产品联动项目。目前，公司有数款移动游戏正在研发过程中，涵盖MMORPG、

二次元、女性向、漫游联动、影游联动、沙盒、SLG、卡牌类等多种游戏类型和题材。公司将继续加大对移动游戏产品的延展与扩充，不断提升公司在移动游戏市场的占有率。

主机游戏继续领跑国内团队。主机游戏方面，基于《无冬 OL》主机版取得的先发优势，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《Subnautica(深海迷航)》的 PS4 版本（XBOX 版本已经推出）、《非常英雄》、《Torchlight Online》、《Magic》等。

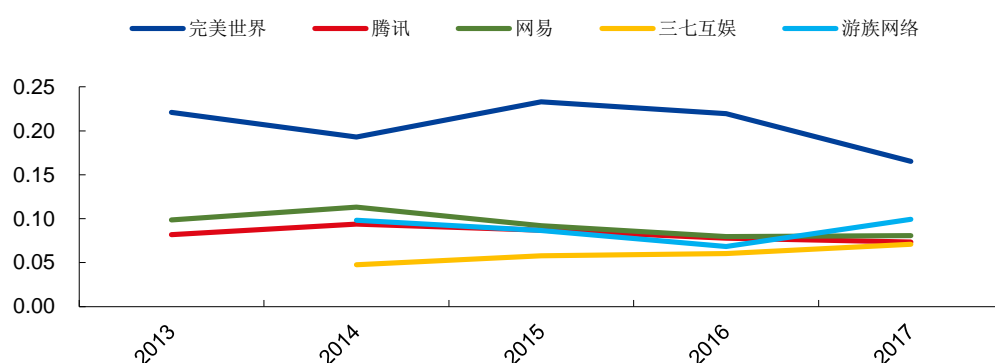
表 3：公司 2018 年游戏储备

游戏名称	游戏类型	自研/代理
边缘计划	PC 端游	自研
新诛仙世界	PC 端游	自研
深海迷航	主机游戏	自研
完美世界主机板	主机游戏	自研
非常英雄	PC 端游+主机游戏	自研
Torchlight Online	PC 端游+主机游戏	自研
Magic The Gathering	PC 端游+主机游戏	自研
烈火如歌	移动游戏	自研
轮回诀	移动游戏	自研
武林外传官方手游	移动游戏	自研
云梦四时歌	移动游戏	自研
梦间集天鹅座	移动游戏	自研
完美世界手游	移动游戏	自研
神雕侠侣	移动游戏	自研
新笑傲江湖手游	移动游戏	自研
我的起源	移动游戏	自研
失落的神域	移动游戏	自研
时代的崛起	移动游戏	自研
梦魇	移动游戏	自研
奥域：王国崛起	移动游戏	自研
射雕三部曲	移动游戏	自研
面条人	移动游戏	代理
赦免者	移动游戏	代理
隐龙传	移动游戏	代理
洪潮之焰	移动游戏	代理

资料来源：公司公告，华金证券研究所

研发团队实力强劲，且具有较强的 IP 开发运营能力。公司拥有强大的自研团队及 3D 游戏引擎等多项核心技术，IP 打造及开发能力显著。完美世界游戏团队主要分为项目中心制、工作室制和孵化中心三个层次，国外还有 4、5 个主机游戏团队等。据易观智库的数据，完美世界在今年第一季度位列国内移动游戏研发商实力第三名，公司拥有“祖龙”这一精品游戏研发商 23.49% 股份，热点工作室、以及国外 Cryptic Studios、Unknown Worlds 等知名游戏开发团队。截止 2017 年底，公司研发人员 2643 人，占总员工的 51.62%，研发投入 13.11 亿元，核心技术人均行业从业 5 年以上，且大多具有开发成功产品的经验。完美世界研发投入处于行业顶层，凸显管理层对于研发的重视程度。

图 25：完美世界游戏研发投入占营业收入比例高于同业



资料来源：公司公告；华金证券研究所

(二) 端游：生命周期持久，借力电竞东风获新增长

核心端游+运营能力强，生命周期持久，四款经典人气 MMORPG 端游贡献大。端游作为公司成立至今的核心及优势业务，在端游市场增速放缓的背景下，公司积极进行核心经典 IP 端游的年轻化改造，着重开发 MMORPG 重度游戏，增强游戏社群粘性，延长 IP 生命力。其中，《诛仙》端游系列累计用户数过亿，先后出口至海外数十个国家及地区，持续贡献收入。根据测算，端游的稳定增长主要得益于 4 款精品游戏，分别是自研端游《完美世界》、《诛仙》、《笑傲江湖》和代理端游《DOTA2》四款游戏收入稳定，一直处于较高的水平，可见核心精品端游稳定可持续的高流水能力。

表 4：完美世界运营中的 19 款端游

序号	游戏名称	研发/代理	运营期	类型
1	武林外传	研发	2006 年 9 月至今	MMORPG
2	完美世界	研发	2006 年 12 月至今	MMORPG
3	完美世界国际版	研发	2006 年 12 月至今	MMORPG
4	诛仙	研发	2007 年 5 月至今	MMORPG
5	赤壁	研发	2008 年 1 月至今	SLG
6	口袋西游	研发	2008 年	RPG
7	神鬼传奇	研发	2009 年 4 月至今	MMORPG
8	热舞派对 II	研发	2009 年 9 月	舞蹈休闲
9	神鬼世界	研发	2010 年 12 月	MMO-APRG
10	梦幻诛仙 2	研发	2012 年 3 月 30 日	RPG
11	神雕侠侣 OL	研发	2012 年 9 月至今	MMORPG
12	圣斗士星矢 Online	研发	2013 年 4 月至今	MMORPG
13	笑傲江湖 OL	研发	2013 年 6 月至今	MMORPG
14	神魔大陆	研发	2013 年 11 月至今	MMORPG
15	DOTA2	代理	2013 年 12 月至今	RPG
16	御天降魔传	代理	2015 年 8 月	单机 ACT
17	蜀山缥缈录	代理	2016 年 6 月公测	MMORPG
18	HEX	代理	2016 年 11 月	卡牌类

序号	游戏名称	研发/代理	运营期	类型
19	创世战车	代理	2016年12月至今	DIY 载具对战

资料来源：公司官网；华金证券研究所

另外，公司积极布局端游电竞产品，在《DOTA2》的基础上，2017年，公司还拿到了《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》在国内的独家运营代理权，以及代理发行休闲竞技端游《Crossout（创世战车）》。2017年，公司端游营收19.19亿元，同比下降4.65%，相较于2017年上半年，公司端游收入稳中有进。

（三）独代两大国际竞技游戏，深入布局电竞领域

深化《DOTA2》既有优势的同时，加码《CS:GO》，有望成为新的利润贡献点。《DOTA2》和《CS:GO》由美国Valve公司研发，前者是一款MOBA类5V5竞技游戏，后者是FPS射击类竞技游戏，两款游戏拥有超高人气，长居Steam平台在线玩家人数及时长前三位，其中，《DOTA2》日同时在线人数峰值达到120多万，MAU过千万。在2016年全球前五大免费PC游戏收入排行中，《DOTA2》以2.6亿美元，位列第五，《CS:GO》则以2.5亿在付费游戏排行榜上位居第二名。完美世界于2012年获得了《DOTA2》在国内的独家运营代理权，2013年4月开始测试。《DOTA2》玩家粘性高，流水稳定，此外，完美世界围绕《DOTA2》展开了数场大型竞技比赛，从中收取门票及广告费用等多项衍生收入，2016年《DOTA2》贡献了4亿左右营收。

图 26：《DOTA2》、《CS:GO》位列近两周玩家人数排行榜前三名

#	GAME	RELEASE DATE	PRICE	SCORE RANK (USERSCORE / METASCORE)	OWNERS	PLAYERS
1	PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS	Mar 23, 2017	\$29.99	13% (56%)	19,882,996 ±129,519	15,399,375 ±114,539
2	Dota 2	Jul 9, 2013	Free	68% (88%/90%)	117,185,153 ±279,148	10,124,106 ±93,398
3	Counter-Strike: Global Offensive	Aug 21, 2012	\$14.99	71% (89%/83%)	36,232,577 ±171,701	10,016,635 ±92,911
4	Team Fortress 2	Oct 10, 2007	Free	86% (93%/92%)	43,745,629 ±187,058	2,053,680 ±42,425
5	Warframe	Mar 25, 2013	Free	77% (91%/68%)	19,343,111 ±127,824	1,390,215 ±34,930

资料来源：Steamspy；华金证券研究所

表 5：2016 年全球前五大免费 PC 游戏收入

排名	游戏名	2016年1-11月收入（亿美元）	游戏类型	开发商	发行商
1	《英雄联盟》	17	MOBA	Riot Games	腾讯运营
2	《地下城勇士》	11	ARPG	韩国 Neople 公司	三星电子，腾讯游戏
3	《穿越火线》	11	FPS	韩国 Smile Gate	Neowiz, Gamera, 腾讯游戏
4	《坦克世界》	4	TPS	Wargaming	空中网

排名	游戏名	2016年1-11月收入(亿美元)	游戏类型	开发商	发行商
5	《DOTA2》	2.6	MOBA	Valve	完美世界、Valve

资料来源: Superdate; 华金证券研究所

拥有超高人气，两大电竞游戏赛事总奖金居前两位。据 Esportsearnings 统计，2016 年电竞总奖金池为 9200 万美元，其中，《DOTA2》和《CS:GO》总奖金以 3645 万美元和 1719 万美元，分别位居排名前两位，其中，《CS:GO》的赛事数量和参赛人数都位列世界第一。2016 年 8 月《DOTA2》在美国西雅图举行的 TI6 比赛，吸引了全球 5 亿人的关注

表 6: 2016 年全球前五大电竞游戏赛事总奖金

排名	游戏名	总奖金(万美元)	参赛人数	赛事场数
1	《DOTA2》	3645	753	116
2	《CS:GO》	1719	4343	843
3	《英雄联盟》	1022	1277	116
4	《风暴英雄》	461	381	57
5	《使命召唤》	375	322	47

资料来源: Esportsearnings; 华金证券研究所

手握两大电竞游戏，举办数场竞技赛事，已跻身 2016 年中国电竞厂商前五位，电竞业务有望蓬勃兴起。围绕《DOTA2》，完美世界近三年已组织了 TI 中国区预选赛、《DOTA2》亚洲邀请赛等电竞赛事十多场。既能带来新的盈利增长点，也有望导流吸引新用户，提升公司知名度。随着《CS:GO》国服公测，完美世界的官方精品赛事也将正式开启。

图 27: 2017 年完美世界举办的部分《DOTA2》重要赛事

<p>2017完美大师赛</p>  <p>举办地点: 中国上海 总奖金池: 30万美金 冠军队伍: 待定</p>	<p>2017国际邀请赛</p>  <p>举办地点: 美国西雅图 总奖金池: 2478万美元 冠军队伍: Liquid</p>
<p>拯救者杯高校联赛</p>  <p>举办地点: 中国上海 总奖金池: 20万人民币 冠军队伍: 午时已到战队</p>	<p>2017亚洲邀请赛</p>  <p>举办地点: 中国上海 总奖金池: 62万美元 冠军队伍: iG</p>

资料来源: 公司官网; 华金证券研究所

图 28: 2017 年底完美世界将举办的《CS:GO》赛事

 <p>中国CS:GO挑战者杯</p>
 <p>CSGO传奇系列赛</p>

资料来源: 公司官网; 华金证券研究所

表 7：2016 年中国电竞厂商排名 TOP5

	PC 电竞赛事研发商 TOP5	移动电竞赛事研发商 TOP5	电竞赛事运营 TOP5
1	腾讯游戏	腾讯游戏	腾讯游戏
2	网易游戏	英雄互娱	英雄互娱
3	完美世界	网易游戏	网易游戏
4	聚众游戏	完美世界	完美世界
5	盛大游戏	掌趣集团	WCA

资料来源：易观智库；华金证券研究所

《CS:GO》国服版采用“免费+引流”双轨制，有望点燃国内玩家热情。《CS:GO》此次国服采用“双轨制”游戏运营规则，玩家既可通过实名认证来免费进入《CS:GO》国服并获取优先账户资格，也可通过花费 8800 点（88 元）来获取《CS:GO》国服资格。一方面，采取“芝麻信用”、蚂蚁金服合作进行实时认证，人工实名认证制的机制，有利于打击外挂行为，优化玩家体验，净化游戏公平环境，另一方面，免费门槛有望吸引更多玩家，丰厚游戏盈利。9 月 15 日，国服公测上线第一天，点亮中国活动人数超过百万人。《CS:GO》作为一款比《DOTA2》比肩的电竞游戏，根据《DOTA2》以往的流水情况，我们预测《CS:GO》国服稳定后，将给完美世界带来与《DOTA2》比肩的 4-6 亿的收益。

（四）手游：“端手+影游”联动，“端转游”优势领先

公司“端转手”顺利推进，手游收入增速迅猛。随着移动游戏市场的火热，公司进行经典端游 IP 的手游改造，加强“端手联动”，鉴于经典 IP 端游用户量庞大，端转手自带流量，有利于节约宣发成本，提高转换效率。公司多个头部“端转游”产品由端游 IP 改编而来。2013 年完美世界推出的手游《神雕侠侣》引爆了重度 MMO 手游市场，流水远超其同名端游。

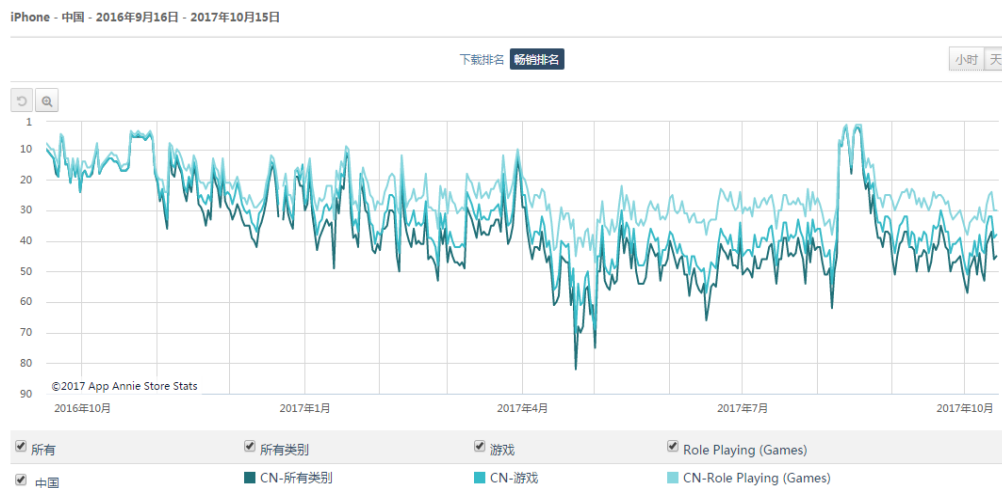
表 8：完美世界自研“端转手”移动游戏

序号	游戏名称	运营期	类型
1	神雕侠侣	2013 年 8 月至今	MMORPG
2	神魔大陆	2014 年 6 月至今	MMORPG
3	魔力宝贝	2014 年 9 月至今	MMORPG
4	射雕英雄传	2015 年 12 月至今	MMORPG
5	倚天屠龙记	2016 年 5 月至今	MMORPG
6	神鬼传奇	2016 年 5 月至今	MMORPG
7	诛仙	2016 年 8 月至今	MMORPG
8	最终幻想.觉醒	2016 年 12 月至今	MMORPG
9	火炬之光	2017 年 1 月至今	ARPG
10	射雕英雄传 3D	2017 年 6 月至今	MMORPG
11	真三国无双激斗版	公测	ACT
12	武林外传	即将公测	MMORPG
13	笑傲江湖	研发中	MMORPG
14	完美世界国际版	研发中	MMORPG

资料来源：公司官网；公司公告；华金证券研究所

16年《诛仙》手游得到了市场验证。2016年8月10日上线，这也推动了完美世界在8月份全球IOS收入中位列第八位，上线首月长居IOS畅销排行榜前5，今年7月发布全新版本“云梦川”后，IOS畅销排名一度回升至前五，后期有所下降，但仍居前30之列。《诛仙手游》全新版本灵之契约即将于5月24日正式上线。

图 29:《诛仙手游》上线以来 IOS 畅销榜排名



资料来源: App Annie; 华金证券研究所

影游联动，紧抓时效性，同期互惠互哺。公司在影游联动上拥有丰富经验，早在2006年《武林外传》火爆播出后，当年9月推出首款3D喜剧同名网游。2016年9月，在《青云志》电视剧热播期间，推出公司手游影游联动开山之作，采用影游联动战略，电视剧主演担任手游代言人，采用明星原声配音，通过IP将影游深度捆绑。2017年7月2日，《射雕英雄传2》公测首日流水超450万，上线一个月长居IOS畅销榜前十，三季度月流水突破2亿。此外，完美世界与嘉行传媒合作的由小说IP改编的《烈火如歌》影游联动均已上线。

表 9: 完美世界“影游联动”移动游戏

序号	游戏名称	运营期	类型
1	青云志	2016年9月至今	MMORPG
2	西游伏妖篇	2017年1月至今	MMORPG
3	射雕英雄传2	2017年7月至今	3DRPG
4	烈火如歌	2018年3月至今	MMORPG

资料来源: 公司公告; 华金证券研究所

多元化精品手游自研中，布局手游细分市场。公司在延续MMORPG类游戏优势的基础上，针对年轻用户多元化的偏好及新兴的文化热点，积极布局手游细分市场，涵盖二次元、动漫、影视题材，以及战棋、格斗、沙盒、SLG、卡牌等多种游戏类型正在研发中。《梦间集》是一款战棋策略类游戏，将二次元手游的意境推向了新的高度，游戏公测首月新增用户超过500万，平均日活跃用户超过150万，公测开启后连续三周登上App Store精品推荐。

三款“端转手”大作，有望引爆今年业绩。2018年公司预计将新上线10款手游，其中，包括经典IP端游《完美世界》、《武林外传》、《笑傲江湖》三款“端转手”游戏，凭借大IP改编及端游庞大用户积累，预计三款手游有望爆发，贡献业绩。尤其是《完美世界》，端游时代与《诛

仙》端游收入一直排名前列，与《云梦四时歌》一道，获得腾讯独代，预计该端游改编后流水将达到《诛仙》手游同等级别，我们保守预测，预计改编上线后，首月流水有望达到2亿流水，《完美世界》向今年贡献的总流水有望超过5亿元。此外，两款影游联动，也受到瞩目。

图 30:《武林外传官方手游》有望于 6 月 1 日全平台公测



资料来源：完美世界官网，华金证券研究所

表 10: 公司 2018 年移动游戏储备

游戏名称	游戏类型	自研/代理
烈火如歌	移动游戏	自研
轮回决	移动游戏	自研
武林外传官方手游	移动游戏	自研
云梦四时歌	移动游戏	自研
梦间集天鹅座	移动游戏	自研
完美世界手游	移动游戏	自研
神雕侠侣	移动游戏	自研
新笑傲江湖手游	移动游戏	自研
我的起源	移动游戏	自研
失落的神域	移动游戏	自研
时代的崛起	移动游戏	自研
梦魇	移动游戏	自研
奥域：王国崛起	移动游戏	自研
射雕三部曲	移动游戏	自研
面条人	移动游戏	代理
赦免者	移动游戏	代理
隐龙传	移动游戏	代理
洪潮之焰	移动游戏	代理

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（五）布局主机游戏、VR 游戏等细分新领域

主机游戏增长快速，业绩值得期待。2016 及 2017 年，完美世界主机游戏收入分别为 4.09 亿和 5.20 亿元，同比增长 115.30% 和 27.20%。公司基于《无冬 OL》主机版取得的先发优势，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《Subnautica(深海迷航)》的 PS4 版本（XBOX 版本已经推出）、《非常英雄》、《Torchlight Online》、《Magic》等。2016、2017 年，公司主机游戏收入为 4.09、5.20 亿元，总同比增长分别为 115.3% 和 27.2%。

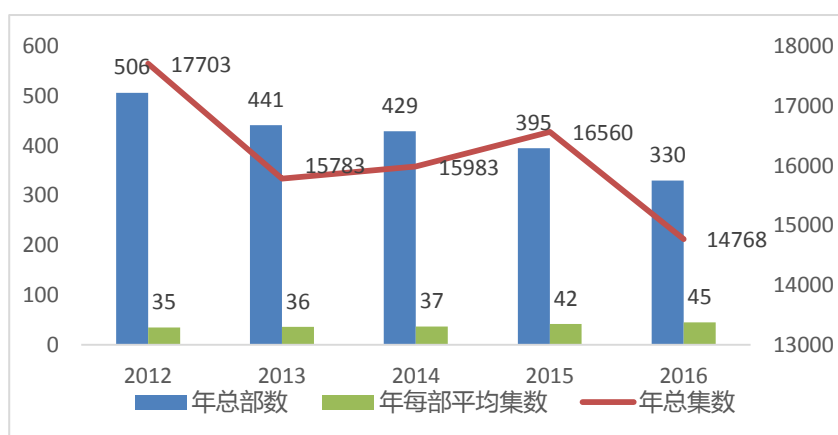
主机游戏继续领跑国内团队。主机游戏方面，基于《无冬 OL》主机版取得的先发优势，公司在主机游戏方面将继续发力，完美世界的北美团队研发的《深海迷航》将在下半年发布，此外，由完美世界法国团队西游 IP 《非常英雄》将在今年 7 月登陆全平台。使用虚幻 4 引擎研发的战术竞技类游戏《边缘计划》则将成为当下大火的战术竞技品类中有力竞争者。我们持续看好公司在主机、Wegame、高品质强引擎端游的持续开发能力，认为这是公司战略长远的集中体现，有望在下一个虚拟技术进阶的区间抢到下一张门票。

五、电视剧行业：网台联播成常态，精品内容受追捧

（一）电视剧行业提质减量，视频渠道成重中之重

电视剧产能过剩，提升剧目质量和与网络视频网站合作成为出路。公开数据显示，每年近五年电视剧产量 3 万集左右，而仅有约 1.5 万集能获得发行许可证，1/2 电视剧无法播出，电视剧行业产能过剩明显。此外，近五年电视剧发行量持续下降，电视剧播出容量渐饱和，仅从近两年看，2016 年电视剧产量 330 部，较 2015 年 395 部下降 16.5%，总集数 14768 集，较 2015 年下降 10.8%，但年平均集数，受软性广告的需求，越来越长，从 2015 年的 42 集增至 45 集。主要系 2015 年卫视“一剧两星”取代 2010 年“4+X”政策，欲通过限制单部剧集的首播平台而减少总播出量。相关政策下，卫视购买成本增加，要求制作公司推出更多精品来抢滩市场，制作方在发行压力下，与网络视频平台的合作也在增多，电视剧网台联播成为常态。

图 31：2012-2016 年获得发行许可证的电视剧数量及年每部平均集数



资料来源：广电总局；华金证券研究所

（二）网络视频播放新平台崛起，精品剧版权价格持续攀升

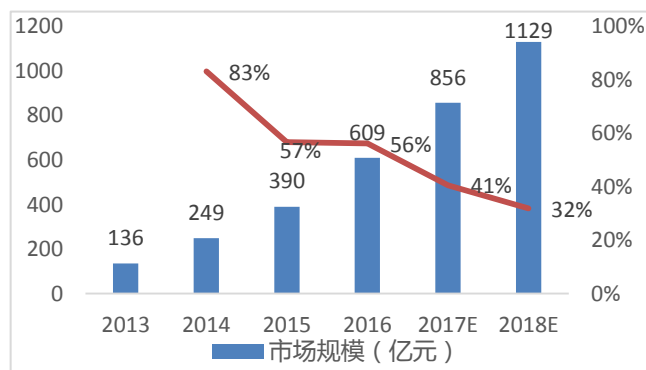
网络视频平台以及视频付费崛起，预计2018年将达到千亿市场规模，付费用户突破1亿人。随着互联网络和移动设备的普及，用户观看习惯和平台发生改变。2016年网络视频用户达到5.45亿人，付费用户7400万人，付费率从5.7%增至13.8%，实现爆发式增长，同比增速高达160%，市场规模609亿元，同比增长56%。网络视频行业营收结构中用户付费（主要是视频增值服务）2016年已经占据15.5%的比例，广告收入占比降至53.4%，预计未来这一趋势将延续，2017年付费用户有望突破1亿人，市场规模达到862亿。

表 11：2013-2018 年网络视频平台用户规模、付费用户规模、用户付费规模及增速（含预测）

	网络视频用户规模（亿人）	付费率	付费用户规模（亿人）	同比增速	用户付费规模（亿元）	同比增速
2013	4.28	1%	0.04		6.9	
2014	4.33	1.80%	0.08	93%	13.9	101.4%
2015	5.04	5.70%	0.29	264%	50.4	262.6%
2016	5.45	13.80%	0.75	160%	96.2	90.9%
2017E	5.75	17.60%	1	33%	142.1	47.7%
2018E	5.92	22.20%	1.31	30%	189.7	33.5%

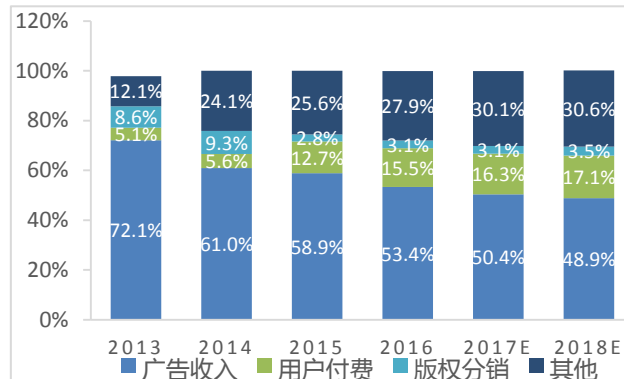
资料来源：艾瑞；华金证券研究所

图 32：2013-2018 年中国网络视频市场规模及增速（含预测）



资料来源：艾瑞；华金证券研究所

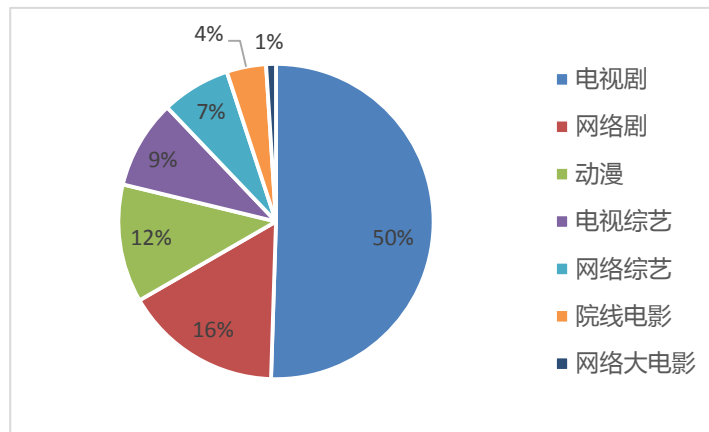
图 33：2013-2018 年中国网络视频行业收入构成（含预测）



资料来源：艾瑞；华金证券研究所

优质电视剧引流和培养用户习惯显著，网台联动播放成趋势，IP 加身占比大。根据艺恩公布的全网点击量数据，电视剧贡献了50%的流量，优质头部剧吸引流量能力极强，成为培养用户付费行为的关键引爆点。2017年至今前十大电视剧网络剧播放量都超过了100亿，前五大播放量占前三十位的67%，仅《楚乔传》贡献了462亿播放量，少数头部内容贡献多数流量，头部效应明显。前十位电视剧，播放渠道都采用卫视和网络同步播放，8部改编自小说。

图 34：电视剧贡献全网 50%流量



资料来源：艺恩（统计数据时间：2017.11.10-2017.11.16）；华金证券研究所

表 12：截至 2017 年末电视剧网络播放排行前十名

排名	电视剧	播放量(亿次)	是否有 IP	版权费(亿)	导演	主演	播放卫视	网络播放平台	集数
1	《楚乔传》	462.4	小说改编	5.86	吴锦源	赵丽颖、林更新、邓伦	湖南卫视	爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、搜狐视频、乐视视频、优酷视频	67 集
2	《三生三世十里桃花》	389	同名小说改编		林玉芬	杨幂、赵又廷、迪丽热巴	东方卫视、浙江卫视	优酷、腾讯视频、乐视、搜狐视频、pptv 聚力、爱奇艺	58 集
3	《人民的名义》	253.7	——		李路执导、周梅森编剧	陆毅、张丰毅、吴刚	湖南卫视	PPTV、芒果 TV、搜狐视频、腾讯视频、优酷、爱奇艺	55 集
4	《择天记》	220.6	同名小说改编	700 万元/集	钟澍佳	鹿晗、古力娜扎	湖南卫视	爱奇艺、芒果 TV、腾讯视频、优酷等	56 集
5	《孤芳不自赏》	180.5	同名小说改编		鞠觉亮	钟汉良、杨颖、唐嫣、罗晋、吴建豪	湖南卫视	乐视视频	62 集
6	《锦绣未央》	170.4	同名小说改编		李慧珠	刘涛、蒋欣、王子文、杨紫	北京卫视、东方卫视	爱奇艺、腾讯视频、优酷、土豆	54 集
7	《欢乐颂 2》	167.8	——		简川訦、张开宙	靳东、马伊琍、袁泉	东方卫视、浙江卫视	腾讯视频、爱奇艺、搜狐视频、乐视视频	55 集
8	《我的前半生》	158.5	同名小说改编		沈严	孙俪、陈晓、何润东	东方卫视、北京卫视	爱奇艺、腾讯视频、优酷	42 集
9	《那年花开月正圆》	128.1	同名小说改编		丁黑	刘诗诗、陈伟霆	东方卫视、江苏卫视	腾讯视频	74 集
10	《醉玲珑》	111.3	同名小说改编		林玉芬、梁胜权		东方卫视	优酷、腾讯视频和爱奇艺	56 集

资料来源：各大视频网站，华金证券研究所

精品剧供不应求，版权售价持续攀升。伴随网络视频平台的崛起及卫视竞争的白热化，头部内容供不应求，加上精致的内容制作，总是能赢得电视台和网络视频渠道的追捧，版权价格水涨船高。2006 年电视剧网络版权价格仅为千元级别，2009 年为后逐步上升至 30 万/集，2012 年

后突破百万，目前头部剧的网络版权已经达到了 800-1000 万/集，是 2012 年价格的 10 倍，比 2014 年也上升了 3-5 倍。从 2011 年《甄嬛传》单集 121 万版权费（卫视 95 万+网络视频 26 万），至 2017 年最贵的 IP 改编电视剧《如懿传》，单集 1500 万元的高价（卫视 600 万+腾讯视频 900 万）头部剧版权费已经翻了数倍。

表 13：2011-2017 年剧王级作品版权价格一览（万/集）

播出时间	电视剧名称	电视台首播版权价	网络版权价
2017	《如懿传》	600	900
2016	《诛仙青云志》	500	——
2015	《琅琊榜》	300	300
2014	《武媚娘传奇》	250	——
2012	《北京爱情故事》	——	100
2011	《甄嬛传》	95	26

资料来源：艺恩网；华金证券研究所

六、影视：内生外延，内容渠道双布局，形成影视全产业链

（一）影视制作能力雄厚，量价齐升助推业绩

深耕电视行业（含网剧）多年，优秀作品众多。完美影视成立于 2008 年，是中国领先的影视文化投资、制作及发行机构。公司践行精品剧制作，参与投资和创作的电视剧 80 多部，影视总体年产电视剧近 400 集，热播电视剧播出占黄金时段逾 10%，收获专业奖项 70 余个，题材涉及都市、青春、军事、武侠等各个题材，其中多部优秀电视剧，实现收视率和口碑双丰收，如 13 年《咱们结婚吧》、《陆贞传奇》、14 年网络剧《灵魂摆渡》 第三季总流量接近 50 亿、15 年《神犬小七》、16 年《麻辣变形计》等。

表 14：完美世界制作的部分优秀网台剧

序号	名称	播出时间	类型	平均收视率（CSM52 城）	网站播放量（亿次）
1	婚姻保卫战	2010	都市	1.92%	单日点击量破亿
2	麻辣女兵	2012	军旅	3.04%	6
3	陆贞传奇	2013	古装青春	1.94%	10.97
4	咱们结婚吧	2013	爱情	2.08%	28.95
5	神犬奇兵	2014	青春	1.50%	22.03
6	冰与火的青春	2015	都市青春	1.41%	25.56
7	神犬小七系列	2015、2016	都市青春	1.76%	合计 20.62 亿
8	麻辣变形计	2016	都市	1.14%	15.79
9	灵魂摆渡系列	2014-2016	悬疑/都市	——	合计 49.84 亿次

资料来源：tvtv.hk；CSM 媒介研究；华金证券研究所

知名创作班底与公司体系绑定，影视制作能力有保障。完美世界影视旗下拥有赵宝刚、滕华涛、刘江、郭靖宇等知名导演、何静、吴玉江、丁芯等制片人为核心的五大制作团队，通过共同设立工作室、持股平台、排他协议等方式，将名导编剧与公司绑定的同时，给予有效的市场激励机制。此外，公司积极引进和孵化平台主创团队及演艺人员。2017 年中在上海国际电影节发布的 38 部精品剧内容，仅五大制作团队就带来 22 部头部作品，此外，旗下完美海岸、允亭工作

室、刘宁工作室、完美远方等十几家影视子公司/工作室也将逐渐发挥各自内容产出的能力，推出 16 部作品，实力雄厚的团队制作能力，为精品内容保驾护航。

表 15：完美世界部分核心影视制作团队

序号	工作室名称	姓名	职务	创作团队身份	成立/加盟时间	代表作品
1	鑫宝源	赵宝刚	艺术总监	导演	1988	《奋斗》《婚姻保卫战》《我的青春谁做主》 《男人帮》《北京青年》
2	华美时空	滕华涛	总经理	导演	2010	《失恋 33 天》《裸婚时代》《沉浮》《双面胶》
3	完美建信	郭靖宇	总经理	导演	2011	《灵魂摆渡》系列、《勇敢的心》《美丽人生》《射雕英雄传》
4	完美蓬瑞	刘江	总经理	导演	2011	《媳妇的美好时代》《咱们结婚吧》《咱们相爱吧》《归去来》
5	江河工作室	吴玉江、何静	负责人	制片人	2011	《我是特种兵》《麻辣女兵》《神犬小七》 《麻辣变形计》

资料来源：公司官网；华金证券研究所

团队成风格化体系化建设。公司旗下除赵宝刚、丁芯、滕华涛、刘江、郭靖宇、何静、吴玉江等知名导演及制作人外，还储备和培养了多个不同风格的制作团队，可针对不同的市场需求，创作题材丰富类型多元的优质作品。

（二）电影“内容+渠道”双拓展：横向联合海外资源，集团院线渠道提供线下资源

“投资拍摄+代理发行”，多屏互动，联动打造。公司自 2011 年开展电影业务后，以投资拍摄国产片和代理发行海外优质影片为主，投资打造出票房 3.5 亿的《失恋三十天》、4.46 亿的《谍影重重 5》、《钢的琴》等极具口碑和票房的电影作品。此外，公司善于利用自身 IP 资源、电视剧（含网络剧）优势，实现联动打造，如将的《失恋 33 天》改编成电视剧，热播电视剧《咱们结婚吧》改编为电影，网剧《灵魂摆渡》搬上大荧幕等，多平台延伸 IP 生命力，挖掘 IP 价值。

表 16：完美世界参投/发行的部分优秀电影

电影名称	导演	上映时间	内地票房（亿）	豆瓣评分	参与方式	所获奖项
非凡任务	麦兆辉；潘耀明	2017.3	1.53	6.4	参与投资	
谍影重重 5	保罗·格林格拉斯	2016.8	4.46	7.3	引进发行	
咱们结婚吧	刘江	2015.4	2.84	6.1	参与投资	
分歧者系列	罗伯特·斯文特	2014-2016	合计 3.09 亿	6.1	引进发行	
安德的游戏	加文·胡德	2014.1	1.39	6.9	引进发行	
触不可及	赵宝刚	2014.4	0.77	5.3	投资 50%	2015 年第十一届中美电影节“金天使奖”
等风来	滕华涛	2013.12	0.8	5.6	投资 55%	
失恋 33 天	滕华涛	2011.11	3.5	7.3	投资 50%	2012 年第 31 届大众电影百花奖优秀故事片、最佳男女主角

电影名称	导演	上映时间	内地票房 (亿)	豆瓣评分	参与方式	所获奖项
钢的琴	张猛	2011.7	0.07	8.3	投资 63.64%	2011 年金马奖最佳剧情片提名、东京电影节最佳影片提名

资料来源：公司官网；艺恩网；华金证券研究所

2018 年片单丰富，公司电视剧迎来收获季节。公司包括《爱在星空下》、《幸福的理由》、《西夏死书》、《勇敢的心 2》、《最美的青春》、《忽而今夏》、《趁我们还年轻》、《香蜜沉沉烬如霜》、《走火》、《壮志高飞》、《半生缘》在内的多部影视剧已完成制作或在后期制作过程中。公司 2018 年项目储备的制作项目超 30 个，将迎来收获的季节。

表 17：公司 2018 年度电视剧储备（截止 2018 年 3 月 31 日）

项目名称	制作进度	预计开拍日期
爱在星空下	完成制作	
幸福的理由	完成制作	
西夏死书		后期制作中
勇敢的心 2		后期制作中
最美的青春		后期制作中
忽而今夏		后期制作中
趁我们还年轻		后期制作中
香蜜沉沉烬如霜		后期制作中
走火		后期制作中
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	
山月不知心底事	拍摄中	
艳势番之新青年	拍摄中	
一号文件	拍摄中	
蓝盔	筹备中	2018 年上半年
家有仙妻	筹备中	2018 年上半年
烈火神盾	筹备中	2018 年上半年
他知道风从哪个方向来	筹备中	2018 年上半年
七月与安生	筹备中	2018 年上半年
青春斗	筹备中	2018 年下半年
猎头局中局	筹备中	2018 年下半年
妙探先生	筹备中	2018 年下半年
惊天动地	筹备中	2018 年下半年
我的 AI 男友	筹备中	2018 年下半年
霍元甲	筹备中	2018 年下半年
野火春风斗古城	筹备中	2018 年下半年
网络罪案调查组	筹备中	2018 年下半年
青年特工	筹备中	2018 年下半年
方根书简	筹备中	2018 年下半年
心理大师	筹备中	2018 年下半年

资料来源：公司年报，华金证券研究所

电影项目院线+网大多元化齐头并进。电影业务方面,2018 年公司将继续立足自身制作优势,引入国内外优质资源,合作打造具有国际水准的中国本土电影。同时,公司与环球影业的片单投资及战略合作按计划有序推进。院线电影之外,网络大电影目前已经形成了一定规模的市场。公司称,2018 年 2 月 1 日,公司打造的经典 IP “灵魂摆渡”系列首部网络大电影——《灵魂摆渡·黄泉》正式上线爱奇艺电影频道,上线 27 天分账收益破 3000 万元,成为分账收益史上最快突破 3000 万元的网络电影。2018 年,公司将继续布局网络大电影,推动电影业务的多元化发展。

表 18: 公司 2018 年度电影储备 (截止 2018 年 3 月 31 日)

电影名称	制作进度
父子	完成制作
妈阁是座城	后期制作中
影	后期制作中
解码者	后期制作中
催眠裁决	拍摄中
当小七遇到加菲	筹备中
格斗少年	筹备中
河盗 (网络大电影)	筹备中

资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

(三) 涉足精品综艺, 台网联动收视高

投资制作精品综艺节目, 口碑与收视率双丰收。2015 年, 公司投资制作了《极限挑战》, 在东方卫视播出后收获平均收视率 2.198%, 位列同时段综艺节目收视第一, 网络点击量高达 10 亿以上, 豆瓣评分 8.9 分。之后公司进一步拓展投资制作了《跨界歌王》《向往的生活》《欢乐中国人》等高品质的综艺节目, 收视率和口碑均取得不俗的成绩。其中,《向往的生活》首播创近一年来湖南卫视综艺节目收视率新高,《欢乐中国人》春节期间收视率一度破三,《跨界歌王 2》在同时段节目中排名第一, 收视峰值 2.59%。

表 19: 完美世界 2017 年综艺节目投资成果

综艺节目名称	类型	播出时间	主要嘉宾	播出平台	收视率
向往的生活	大型生活服务纪实节目	2017.01-02	何炅、黄磊、刘宪华、赵丽颖	电视: 湖南卫视; 网络: 芒果 TV	平均收视率 1.707%, 收视份额 5%,
欢乐中国人	大型合家欢真人秀	2017.01-07	刘涛、撒贝宁、高博、刘仪伟	电视: CCTV1; 网络: 腾讯视频、央视网	首播全国网收视率达 1.6%
跨界歌王 2	大型明星跨界音乐真人秀	2017.04-07	周冬雨、姚晨、陈建斌、张继科、谢娜、王珞丹	电视: 北京卫视; 网络: 爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV	首播 CSM35 收视率 1.89%
跨界喜剧王 2	中国首档原创明星跨界喜剧竞技秀	2017.07-10	邓紫棋、黄子佼、薛之谦、杨宗纬、关晓彤、费玉清	电视: 北京卫视; 网络: 爱奇艺	CMS52 收视率 1.193%, 收视份额 3.586%

资料来源: 公司公告; CMS 媒介研究; 华金证券研究所

表 20：完美世界 2018 年综艺节目计划（截止 2018 年 5 月 10 日）

序号	项目名称	制作进度
1	欢乐中国人 2	正在播出
2	极限挑战 4	正在播出
3	向往的生活 2	正在播出
4	无限歌谣季	筹备中
5	你的故事我的歌	筹备中

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）以投资为驱动力，加强影视深度合作

投资影视各细分业务，业务互补，优势叠加。2016 年 8 月，曾任高盛投资银行董事总经理，春华资本的创始合伙人的廉洁，任完美世界影视董事长兼 CEO，稳步推进完美世界影视投资并购活动。仅今年以来，完美世界在影视方面总投资金额高达几十亿，其中重点标的包括，5 亿投资嘉行传媒、1.47 亿领投新片场 D 轮融资、投资《战狼》系列出品方春秋时代，7.07 亿元间接收购青春你好 51% 股权，涵盖 IP 孵化、内容制作、艺人经纪、网络剧、短视频等领域。

入股嘉行传媒，看好影视制作能力和艺人经纪能力。2017 年 3 月，完美世界通过旗下基金，出资 5 亿元入股嘉行传媒，取得嘉行传媒 10% 股份，双方将从 IP 孵化、内容制作、艺人经纪，影游联动等多方面开展深入合作。嘉行传媒以艺人经纪为核心、影视制为载体，代表作如 17 年上半年收视冠军《三生三世十里桃花》、《亲爱的翻译官》、《漂亮的李慧珍》等现象级电视剧，重点打造出杨幂、刘恺威、迪丽热巴、张彬彬等 20 名艺人，坚持“年轻化、精品化、网络化”的定位，与完美世界的泛娱乐发展战略十分契合。

营收、净利润稳步大幅增长。3 月 28 日，嘉行传媒发布 2017 年年度报告，2017 年实现营业收入 477,880,384.44 元，同比增长 43.43%。净利润 193,828,219.07 元，较上年同期增长 49.91%。

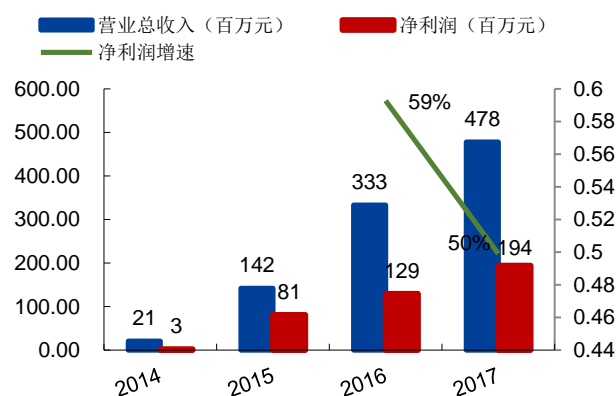
影游联动，有效互补。公司与嘉行传媒联合推出的影游联动项目《烈火如歌》在 4 月 18 日全平台首发，截止 2018 年 5 月 10 日，在 ios 畅销榜中排名 30 位。

图 35：嘉行传媒热播剧《三生三世十里桃花》剧照



资料来源：公司官网；华金证券研究所

图 36：嘉行传媒实现 2017 年收入 4.78 亿元



资料来源：公司公告；华金证券研究所

领投国内网大、短视频领域新片场，布局影视新媒体业务。2017年8月，完美世界影视通过旗下基金1.47亿领投新片场D轮融资，此前，新片场投资方包括阿里巴巴、红杉资本等。新片场成立于2012年，主营业务包括网络大电影、短视频等影视产品的制作和发行。代表作包括《痞子兵王》《四平青年》等网络大电影以及《魔力美食》《小情书》等短视频。从成立至今，新片场社区中的认证创作人已经超过60万人，原创作品超过180万部，2016年，新片场出品发行网络电影107部。2015年和2016年分别实现营收746.40万元和7299.13万元，近2年复合增长率达475.15%。通过此项合作，完美世界可借助新片场诸多短视频品牌号、庞大的流量矩阵，对影视内容提供极为有效的宣传推广，持续发力短视频、网络大电影等新媒体形式。

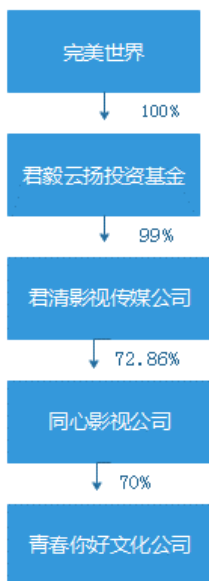
表 21：新片场系列融资表

融资时间	轮次	融资金额	投资方
2012年8月	天使	数百万元	九合创投
2014年初	A	1000万元	阿里巴巴
2015年9月	B	3600万元	中瑞、红杉资本
2016年6月	C	7000万元	天山资本、红杉资本
2017年8月	D	1.47亿	完美世界、孚惠资本、永桐资本

资料来源：公司公告，IT桔子，华金证券研究所

纳入青春你好编剧创作团队，增强IP原创和改编能力。2017年上半年，公司通过旗下并购基金以7.07亿元的价格收购同心影视72.86%股权，从而间接拥有青春你好51%的股权。青春你好是以著名编剧梁振华为核心的公司，本质上是一个编剧为主，衍生出电视剧投资制作、艺人经纪等业务的影视公司，该创作团队参与主创的作品包括《春天里》《思美人》《冰与火的青春》《神犬小七》等。根据股转协议，梁振华以后自行开发的剧本，青春你好有权要求独家合作，未经青春你好书面同意，其不能私自与第三方开展合作。业绩方面，青春你好承诺2017年至2020年，扣非后净利润分别不低于人民币1.2亿元、1.3亿元、1.4亿元。

图 37：完美世界收购青春你好路径图



资料来源：公司公告；华金证券研究所

图 38：青春你好电视剧代表作品



资料来源：青春你好官网；华金证券研究所

成立完美威秀集团，国际化更近一城。2017年6月，完美世界影视、威秀娱乐集团、WME | IMG 中国三家公司，宣布共同成立完美威秀娱乐集团。完美威秀娱乐集团致力于打造具有国际水准的中国本土电影，《机器之血》在2017年12月在国内上映，录得3.05亿元票房。高科技动作电影《解码者》及张艺谋执导的史诗传奇电影《影》均在后期制作过程中。

七、盈利预测与估值

1、游戏业务

关键假设：我们认为手游行业尽管进入增速平缓期，优质内容的作用将进一步凸显。

手游。行业整体手游增速在今年更进一步趋于放缓，同时以腾网代表的大厂抢占市场更为激烈。Q1行业同比增速为12.5%，考虑到下半年较多游戏大作的上线以及ARPU值的持续提升，我们预测行业增速约35%左右，考虑到公司既有手游的旺盛生命力，此外《轮回诀》、《烈火如歌》已上线，更多品类端转手《完美世界》、《笑傲江湖》《武林外传》储备，二次元《梦间集天鹅座》《云梦四时歌》以及沙盒类、SLG品类多点开花，中性偏保守预估公司手游业务有望实现营收40.33亿元，YoY31%。

端游。去年公司端游同比-4.65%，基本符合我们-4%的预期。由于年末吃鸡游戏的带动，端游复苏趋势确定，我们认为端游行业增速有望回升，提升端游投入、进入吃鸡预估公司端游业务有望实现营收20.91亿元，YoY5%。

主机游戏。公司主机游戏持续发力，我们预测公司2018/19年主机游戏收入同比增长28%/40%，营收6.65/9.31亿元。

2、影视业务

关键假设：我们认为内容行业迎来最好时代，成长性和影响力均有望实现超预期突破，“超级内容”时代来临，三寡头平台对精品视频内容的需求进一步凸显，我们预测视频内容（在线视频+电视台视频）内容行业在2022年有望突破2000亿。

影视业务。考虑到公司电视剧业务的多点齐开并蒂绽放，我们预测公司在电视剧业务上的营收有望得到突破，电视剧业务收入同比上升30%，电视剧收入14.66亿元。由于公司未披露2017年度电影行业营收状况，我们暂不预测电影行业营收状况。

艺人经纪及综艺业务。我们预测公司2018-2020年艺人经纪及综艺业务增速分别为30%/30%/30%，收入为2.32/3.02/3.92亿元。

3、估值及投资建议。

我们公司预测2018年至2020年每股收益分别为1.40、1.74、2.07元，净资产收益率分别为18.7%/19.1%/18.8%，对应当前股价估值分别为24.2/19.5/16.4X，给予买入-A建议。

八、风险提示

游戏业务发行日期不达预期的风险；游戏业务流水不达预期的风险；游戏政策波动的风险；游戏运营成本持续提升的风险；电视剧收入确认时间不达预期的风险；电影票房不达预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,158.8	7,929.8	8,735.8	10,585.2	12,495.1	年增长率					
减: 营业成本	2,404.3	3,381.2	3,450.5	4,202.4	4,867.1	营业收入增长率	445.3%	28.8%	10.2%	21.2%	18.0%
营业税费	53.6	63.8	68.9	79.2	89.5	营业利润增长率	266.4%	32.3%	35.4%	24.8%	19.7%
销售费用	755.3	743.5	788.1	985.1	1,201.9	净利润增长率	304.3%	29.0%	22.5%	23.9%	19.2%
管理费用	1,835.6	2,072.9	2,155.7	2,651.6	3,181.9	EBITDA 增长率	267.6%	38.4%	32.9%	21.7%	18.0%
财务费用	1.2	190.1	220.0	190.0	183.9	EBIT 增长率	222.9%	42.6%	38.4%	21.2%	18.2%
资产减值损失	100.2	137.2	102.5	120.0	110.0	NOPLAT 增长率	247.2%	56.8%	25.8%	21.2%	18.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	477.9%	-17.2%	9.9%	-6.8%	10.8%
投资和汇兑收益	192.4	183.2	202.0	328.5	353.9	净资产增长率	635.9%	4.0%	22.1%	20.0%	19.7%
营业利润	1,201.0	1,589.4	2,152.0	2,685.4	3,214.9	盈利能力					
加: 营业外净收支	154.9	59.4	98.0	103.0	108.0	毛利率	61.0%	57.4%	60.5%	60.3%	61.0%
利润总额	1,356.0	1,648.9	2,250.0	2,788.4	3,322.9	营业利润率	19.5%	20.0%	24.6%	25.4%	25.7%
减: 所得税	222.8	188.9	369.7	458.1	545.9	净利润率	18.9%	19.0%	21.1%	21.6%	21.8%
净利润	1,166.3	1,504.7	1,842.7	2,283.6	2,721.4	EBITDA/营业收入	22.5%	24.2%	29.2%	29.3%	29.3%
						EBIT/营业收入	19.5%	21.6%	27.2%	27.2%	27.2%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	48.1%	47.0%	37.8%	32.2%	32.0%
货币资金	2,097.1	3,236.4	2,641.1	5,365.5	7,498.0	负权益比	92.8%	88.7%	60.7%	47.6%	47.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.65	1.96	2.33	3.10	3.21
应收帐款	2,020.3	1,751.2	2,179.9	2,524.6	3,028.8	速动比率	2.54	1.66	2.07	3.03	2.93
应收票据	-	67.1	24.3	34.5	34.9	利息保障倍数	979.16	9.02	10.78	15.13	18.48
预付帐款	483.3	851.6	405.4	603.1	505.5	营运能力					
存货	496.0	1,575.6	1,150.2	250.6	1,371.7	固定资产周转天数	16	23	17	9	5
其他流动资产	6,111.7	2,764.5	4,003.3	3,264.1	3,016.1	流动营业资本周转天数	177	202	150	120	103
可供出售金融资产	1,829.7	1,755.4	1,898.0	1,950.0	1,998.0	流动资产周转天数	401	487	426	382	396
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	82	86	81	80	80
长期股权投资	868.3	1,482.1	2,154.1	2,441.0	2,874.2	存货周转天数	25	47	56	24	23
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	565	746	697	616	600
固定资产	525.9	478.6	332.8	225.7	115.9	投资资本周转天数	230	279	241	201	173
在建工程	0.6	12.1	11.5	9.2	8.3	费用率					
无形资产	132.5	114.4	149.6	152.8	107.0	销售费用率	12.3%	9.4%	9.0%	9.3%	9.6%
其他非流动资产	1,732.2	2,496.1	2,295.6	2,177.1	2,122.1	管理费用率	29.8%	26.1%	24.7%	25.0%	25.5%
资产总额	16,297.5	16,584.9	17,245.7	18,998.2	22,680.6	财务费用率	0.0%	2.4%	2.5%	1.8%	1.5%
短期债务	440.7	617.9	-	-	-	三费/营业收入	42.1%	37.9%	36.2%	36.2%	36.6%
应付帐款	1,141.1	839.3	1,844.5	1,424.1	2,361.4	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	18.9%	18.7%	19.1%	18.8%
其他流动负债	2,641.1	3,758.2	2,625.9	2,465.3	2,449.2	ROA	7.0%	8.8%	10.9%	12.3%	12.2%
长期借款	2,032.6	500.0	-	-	-	ROIC	86.4%	23.5%	35.6%	39.3%	49.8%
其他非流动负债	1,589.2	2,082.8	2,043.0	2,234.0	2,456.0	分红指标					
负债总额	7,844.7	7,798.2	6,513.4	6,123.4	7,266.6	DPS(元)	0.09	0.18	0.15	0.18	0.22
少数股东权益	1,238.4	822.6	860.2	906.8	962.3	分红比率	10.6%	15.7%	10.5%	10.5%	10.5%
股本	1,386.4	1,386.4	1,314.7	1,314.7	1,314.7	股息收益率	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%
留存收益	5,880.5	6,663.6	8,557.5	10,653.3	13,136.9						
股东权益	8,452.7	8,786.7	10,732.3	12,874.8	15,414.0						

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.1	1,459.9	1,842.7	2,283.6	2,721.4
加: 折旧和摊销	206.6	280.2	181.2	231.1	267.2
资产减值准备	100.2	137.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	84.1	291.6	220.0	190.0	183.9
投资损失	-192.4	-183.2	-202.0	-328.5	-353.9
少数股东损益	-33.2	-44.8	37.6	46.6	55.5
营运资金的变动	-2,304.2	2,367.3	-355.8	753.0	-203.4
经营活动产生现金流量	1,154.9	804.4	1,723.8	3,175.8	2,670.7
投资活动产生现金流量	-8,610.6	1,714.9	-416.9	-161.2	-268.0
融资活动产生现金流量	8,162.0	-1,451.0	-1,902.2	-290.3	-270.2

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.89	1.14	1.40	1.74	2.07
BVPS(元)	5.49	6.06	7.51	9.10	10.99
PE(X)	38.2	29.6	24.2	19.5	16.4
PB(X)	6.2	5.6	4.5	3.7	3.1
P/FCF	-15.0	19.4	-98.2	16.0	19.7
P/S	7.2	5.6	5.1	4.2	3.6
EV/EBITDA	33.5	23.2	16.0	12.3	9.9
CAGR(%)	27.2%	23.9%	84.6%	27.2%	23.9%
PEG	1.4	1.2	0.3	0.7	0.7
ROIC/WACC	8.3	2.2	3.4	3.8	4.8

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn