

2018年06月15日

完美世界 (002624.SZ)

游戏业务产品线优势明显,看好未来成长的确定性

■多层次打造一体化游戏研发架构,一超一强外,其他主流游戏厂商短期内难以对公司造成实质威胁。公司在技术自主研发方面处于行业领先地位,拥有完全独立自主的游戏引擎开发能力及强大的服务器程序研发实力,研发资金及人员投入持续领跑 A 股市场。公司的三层梯队式研发架构(项目中心、事业部、孵化中心)一方面实现了业绩保障与创新研发并举,形成现金流的良性循环;一方面增加了公司的抗风险能力,弱化对单一团队的依赖。

同时,我们将目前市场上的主流游戏厂商(TOP3外)分为三类:其中流量驱动型厂商主要通过精细化营销延长产品周期,缺乏精品化能力,长期生存空间有限;单一产品线型公司虽然在研发方面有着悠久传统,但创新意识薄弱,在快速迭代的产业易被新进入者迅速降维打击;而由发行代理转型研运一体公司目前转型效果尚不明确,核心团队仍处于磨合阶段且主要产品仍待市场检验。

■基于公司以 IP 为核心的战略布局及在不同屏幕产品中的成功经验,我们认为公司有望持续在 5G、VR 等技术迭代升级中实现变现力的刚性叠加。公司坚持顶级 IP 长久布局的路线,拥有丰富的国内外 IP 资源储备及强大的 IP 资源开发及运营实力,先后打造了“完美世界”、“梦间集”等自主 IP,“诛仙”、“武林外传”、“笑傲江湖”等授权 IP;储备了“星际迷航”、“火炬之光”、“Magic The Gathering”等海外知名 IP。同时公司积极布局下一代 VR 游戏,2016 年推出《深海迷航》VR 版获得市场高度认可(受限于市场认知度及设备普及度较低,目前 VR 游戏变现能力较弱)。我们认为基于公司在 PC 端、主机端、移动手机端等不同屏幕间产品转换的丰富经验,加之公司为下一代 VR 游戏充分的技术储备,公司有望在游戏行业变革中持续占据有利地位。

■流量红利消退背景下,阿里、京东、硬核联盟等传统流量巨头直接切入游戏发行业务,公司有望受益于优质 CP 的议价能力提升。2018 年游戏买量成本持续走高,5 月平均 CPA 成本为 87.5 元,在买量成本不断推高且获取用户难度增加的双重趋势下,我们认为流量红利时代已近尾声。公司采用营销为主+买量为辅策略,营销手段主要包括口碑营销、效果营销、内容营销,以及泛娱乐(电竞+影视+动漫)联动效应,可最大限度实现收益最大化。随着阿里、万达、360、爱奇艺等流量巨头纷纷切入游戏发行领域,公司作为拥有批量精品 CP 的 TOP3 厂商,将是新晋发行商的优先选择项,因而存在较大的溢价空间。

■与 Valve 再度携手,在中国大陆地区建立、运营及推广 Steam 中国。公司近日与 Valve Corporation 签署授权协议建立 Steam 中国,基于公司

公司深度分析

证券研究报告

新型建材及非金属新材料

投资评级 **买入-A**

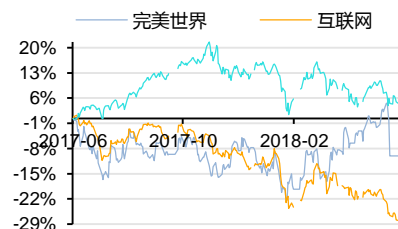
维持评级

6 个月目标价: **44.2 元**
股价(2018-06-01) **32.47 元**

交易数据

总市值(百万元)	42,688.37
流通市值(百万元)	15,142.40
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	28.08/37.78 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.24	12.26	-14.7
绝对收益	-9.35	2.86	-11.19

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

完美世界: 完美世界一季报点评: 持续关注 2018 年重磅新游及优质影视项目/焦娟	2018-04-27
完美世界: 深化平台机制, 关注下半年重磅新游上线/焦娟	2018-04-01
完美世界: 游戏业务驱动公司营收高速增长/焦娟	2017-08-23
完美世界: 一季报点评: 游戏业绩稳定, 下半年值得期待/焦娟	2017-04-30
完美世界: 关注端改手、电竞预期下的价值提升/焦娟	2017-04-11

与 Valve 长期的合作关系(公司为 Valve 旗下游戏《DOTA 2》及《CS:GO》的中国区独家代理商)以及 Steam 平台的玩家基础(全球用户数近 3 亿,中国区活跃玩家数近 4000 万,根据我们测算 2017 年中国区销售净额约为 16 亿元),我们认为本次合作将助力公司游戏在产品、渠道、流量的多维拓展: 1) 打造 Steam 中国标准化合法平台,为全球游戏厂商提供与中国玩家提供高效的发行平台; 2) 深度切入全球顶级游戏厂商产品的研发、发行和运营等主要环节,为在 Steam 中国平台发行的产品提供多层次增值服务; 3) 吸纳 Steam 平台优质产品 IP,为公司端转手等各类游戏产品线持续造血; 4) 聚集 4000 万中国最核心游戏玩家资源,快速弥补公司流量短板。

■未来 2-3 年公司产品线在品质、品类、用户期待度以及与发行等方面占较大优势。公司主要产品亮点有 2018 年已经得到市场验证的《烈火如歌》、《武林外传》,市场期待度爆棚的二次元女性向游戏《梦间集天鹅座》,由腾讯独代的《云梦四时歌》及《完美世界手游》,大 IP 系列手游《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》等,国内首款自由沙盒游戏《我的起源》(即《ReEvolve》,已在 2018 年 E3 展会发布),以及多款优质主机游戏,预计都将为公司财报带来较大贡献。通过对公司近 2-3 年的 50 余部新游及影视作品的全面梳理,结合与 A 股市场上其他主流厂商的产品线对比,我们认为目前公司产品线质量处于行业顶尖位置。

■投资建议: 游戏板块,公司作为国内 TOP3 游戏 CP 厂商,研发运营及创新能力被持续验证,本次公司与 Valve 合作的 Steam 中国有望与公司游戏业务高效协同并开拓增量市场,夯实公司行业领先地位; 影视板块,公司制作实力与作品数量同步提升,持续为公司贡献稳定收益,同时公司游戏及影视业务的丰富项目储备带来强业绩弹性,我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 19.51 亿元、23.01 亿元、26.26 亿元(暂不考虑 steam 中国对公司业绩影响),对应 EPS 分别为 1.48 元、1.75 元、2.00 元。公司作为 A 股游戏龙头标的,给予 30X 估值,对应 6 个月目标价 44.2 元,维持“买入-A”评级。

■风险提示: 新游上线表现低于预期; 传统游戏流水低于预期; 影视项目进度低于预期; 政策监管趋严。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	6,158.8	7,929.8	9,647.4	11,668.5	13,652.2
净利润	1,166.3	1,504.7	1,950.8	2,300.6	2,626.4
每股收益(元)	0.89	1.14	1.48	1.75	2.00
每股净资产(元)	5.49	6.06	6.95	8.79	10.47

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	36.6	28.4	21.9	18.6	16.3
市净率(倍)	5.9	5.4	4.7	3.7	3.1
净利润率	18.9%	19.0%	20.2%	19.7%	19.2%
净资产收益率	16.2%	18.9%	21.3%	19.9%	19.1%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%
ROIC	86.4%	23.5%	36.5%	27.3%	53.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 完美游戏：研发驱动模式下持续打造精品 IP	5
1.1. 研发实力不可复制，三层梯队式结构助力产品与人才的双线成长.....	5
1.1.1. A 股龙头游戏 CP 厂商，研发基因深入企业文化.....	5
1.1.1.1. 国内首个 3D 游戏引擎开发商.....	5
1.1.1.2. 研发投入持续领跑 A 股市场.....	6
1.1.2. 三层梯队式结构，业绩长虹与产品创新并举.....	7
1.1.3. 核心成员长期稳定，分层激励模式高效运作.....	7
1.2. 以 IP 为核心，在技术迭代中实现变现力的刚性叠加.....	8
1.2.1. 游戏设备及玩法跟随软硬件的技术迭代不断演进.....	8
1.2.2. 主机+端游+手游，构建公司核心产品矩阵.....	9
1.2.3. 公司 VR 技术储备充分，静待次世代风口.....	10
1.2.4. 电竞+影视+动漫，深挖泛娱乐联动效应.....	10
1.3. 流量红利消退背景下，公司有望受益于优质 CP 的议价能力提升.....	11
1.3.1. 买量打法性价比大幅降低，头部游戏吸金能力强大.....	11
1.3.2. 公司坚持营销为主+买量为辅策略，获取收益最大化.....	12
1.3.3. 流量公司切入游戏发行，优质 CP 议价能力提升.....	14
1.4. 携手 V 社打造 Steam 中国，强势拓宽产品+渠道+流量资源.....	14
1.4.1. 全球顶级游戏厂商及最具玩家影响力的游戏社交平台.....	14
1.4.2. Steam 中国与公司原有业务有效协同并开拓增量市场.....	15
2. 完美影视：导演中心制下持续输出稳定利润	16
2.1. 从制作出发，保障作品质量并保持较高的利润率.....	16
2.2. 作为 IP 孵化中心，积极探索网生内容及头部综艺.....	17
3. 全生命周期下看完美产品线布局	18
3.1. 2018-2020 年计划上线的游戏作品梳理.....	18
3.2. 2018-2019 年预计确认收入的影视作品梳理.....	18
4. 投资建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

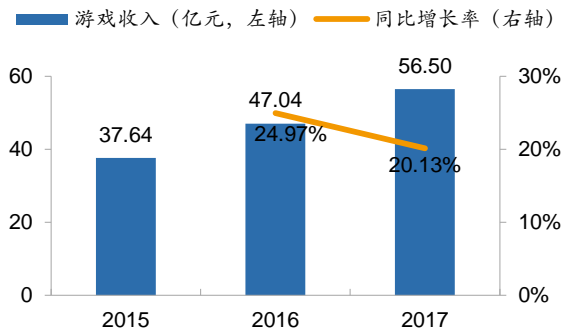
图 1: 2015-2017 年游戏业务收入及同比增速.....	5
图 2: 2015-2017 年游戏业务毛利率.....	5
图 3: 公司研发部门三层梯队式架构.....	7
图 4: 公司游戏项目研发组织架构.....	8
图 5: 2G-5G 时代游戏设备演进.....	8
图 6: 游戏玩法创新代表作品.....	8
图 7: App Store 畅销游戏排行 (2018/06/11).....	10
图 8: 《深海迷航》游戏界面.....	10
图 9: 《深海迷航》评分界面.....	10
图 10: 《诛仙——御剑行》漫画封面.....	11
图 11: 《云梦四时歌》游戏界面.....	11
图 12: 2017 年每月买量产品数量趋势.....	12

图 13: 2017 年买量产品全年获取新增用户分布图	12
图 14: 2017 年中国 IOS 手游消费额排行榜	12
图 15: 2017 年中国手游买量排行榜	12
图 16: 《梦间集天鹅座》游戏海报	13
图 17: 《我的起源》游戏海报	13
图 18: 王俊凯代言《诛仙 3》	13
图 19: NINE PERCENT 代言《武林外传手游》	13
图 20: 《诛仙》“妙趣迷藏”六一限时玩法	13
图 21: 《烈火如歌》内置美颜相机界面	13
图 22: Valve 核心游戏数据	14
图 23: 2017 年 Steam 销售额 TOP10 游戏	14
图 24: 2012-2017 年 steam 同时在线玩家 (百万人次)	15
图 25: 2015-2017 年影视业务收入及同比增速	16
图 26: 2015-2017 年影视业务毛利率 (剔除院线业务)	16
图 27: 2018.6.4-6.10 《归去来》全国 52 城收视率排行	17
图 28: 《神犬小七》系列电视剧	17
图 29: 《灵魂摆渡》系列网剧及网络大电影	17
表 1: 公司游戏研发核心技术	5
表 2: 中国自主研发游戏引擎历史沿革	6
表 3: 表 3: 2017 年 A 股研发投入 TOP10 游戏公司	6
表 4: 2015-2017 年公司研发人员与研发投入	7
表 5: 公司部分 IP 生态开发状况	9
表 6: 公司影视业务核心创作成员	16
表 7: 预计 2018-2020 年上线的游戏产品	错误!未定义书签。
表 8: 预计 2018 年确认收入影视作品	错误!未定义书签。
表 9: 预计 2019-2020 确认收入影视作品	错误!未定义书签。

1. 完美游戏：研发驱动模式下持续打造精品 IP

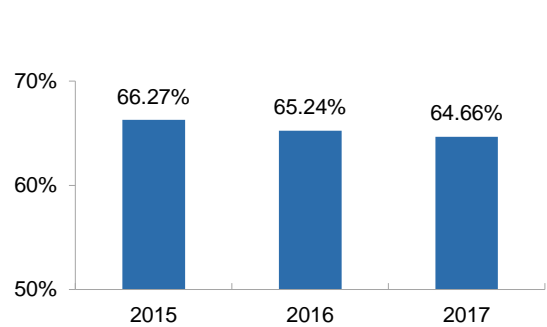
公司游戏业务始于 2004 年，旗下经典端游《完美世界》开启了中国 3D 游戏新纪元，随后公司陆续推出《诛仙》、《武林外传》等作品，并于 2007 年登陆纳斯达克。2015 年，完美世界游戏完成私有化并在 2016 年装入 A 股“完美环球”（后简称更改为“完美世界”）。2015-2017 年，公司游戏业务收入快速增长，2017 年游戏业务实现收入 56.50 亿元，同比增长 20.13%。

图 1：2015-2017 年游戏业务收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2015-2017 年游戏业务毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.1. 研发实力不可复制，三层梯队式结构助力产品与人才的双线成长

1.1.1. A 股龙头游戏 CP 厂商，研发基因深入企业文化

1.1.1.1. 国内首个 3D 游戏引擎开发商

公司在技术自主研发方面处于行业领先地位，拥有完全独立自主的游戏引擎开发能力及强大的服务器程序研发实力。引擎层面，公司自主研发游戏引擎包括 Angelica3D、Cube 2.5D、Echoles3D、ERA 等，处于国内顶尖水平，广泛应用于公司自研产品及合作运营产品；服务器层面，公司在服务器程序开发方面具有丰富的经验和长期的技术积累，拥有三个不同的服务器程序框架，可适用于回合式、卡牌式等多种不同的游戏类型，同时覆盖了轻度、中度及重度游戏，是国内领先的自研服务器程序系统框架。

从产品角度而言，公司经典端游《完美世界》是国内首款采用自主引擎的 3D 游戏，此后公司陆续推出了《诛仙》、《诛仙 2》、《武林外传》、《射雕英雄传》、《笑傲江湖》、《无冬 OL》等成功作品，研发基因逐步深入骨髓。对比国内其他主流游戏厂商，西山居首款 3D 作品《剑网三》及网易首款 3D 作品《天下贰》均在 2009 年推出，且并非采用自主引擎，印证了公司在研发领域的行业地位。

表 1：公司游戏研发核心技术

核心技术名称	技术功能	来源
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。	自研
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。Cube2.5D 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。	自研
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本的渲染和管理架构，提供底层 API，设计抽象，易用性和扩展性强。	自研
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。	自研
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。	自研

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三维技术，画面表现力更强，并充分利用了硬件性能。 自研

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：中国自主研发游戏引擎历史沿革

时间	适用类型	引擎名称	研发公司	代表作品
2000	2D	风魂	网易	《梦幻西游》
2000	2D	Gamebox	大宇	《大富翁 4》、《仙剑 2》
2005	3D	Angelica	完美世界	《完美世界》、《诛仙》
2005	2D、2.5D、3D	Overmax	目标软件	《秦殇》、《天骄》
2005	2D、2.5D、3D	NeoX	网易	《大话西游》、《镇魔曲》
2012	3D	黑火	畅游	《轩辕剑七》
2013	3D	Messiah	网易	《荒野行动》、《楚留香》

资料来源：公司调研，安信证券研究中心

1.1.1.2. 研发投入持续领跑 A 股市场

研发资金及人员投入方面，公司一直是 A 股领跑者，并与第二名拉开了较大差距。2017 年公司研发投入 13.11 亿元，占营业收入 16.54%（第二名智明星通 1-9 月 6.57 亿元、占比 21.99%，第三名巨人网络 6.29 亿元、占比 21.63%）；公司研发人员数量为 2563 人，占总员工比例 51.62%（智明星通 420 人、占比 84.34%，巨人网络 1661 人、占比 42.40%）。

2017 年 A 股 31 家游戏上市公司共产生研发支出 70.49 亿元，同增 24.92%；研发支出占营业收入比例为 9.96%，同增 1.31 个百分点。综合而言，在 2017 年 A 股游戏公司研发投入总体大幅增加的 trend 下，公司研发投入占总营收比例仍远高于行业平均水平，且公司研发人员占比也长期保持在较高比例。

同时，我们将目前市场上的主流游戏厂商（TOP3 外）分为三类：**流量驱动型**，**单一产品线型**，**发行代理转研运一体型**。其中流量驱动型厂商主要通过精细化营销延长产品周期，缺乏精品化能力，长期生存空间有限；单一产品线型公司虽然在研发方面有着悠久传统，但创新意识薄弱，在快速迭代的游戏产业易被新进入者迅速降维打击；而由发行代理转型研运一体的公司目前转型效果尚不明确，核心团队仍处于磨合阶段且主要产品仍待市场检验。综合而言，公司作为研发驱动型厂商的代表，短期内其他主流游戏厂商难以对公司造成实质威胁。

表 3：2017 年 A 股研发投入 TOP10 游戏公司

证券代码	公司名称	研发支出(亿元)		同比增速
		2016	2017	
002624.SZ	完美世界	13.51	13.11	-2.96%
600373.SH	中文传媒（智明星通）	6.14	9.55	55.69%
002558.SZ	巨人网络	5.00	6.29	25.85%
300315.SZ	掌趣科技	3.79	4.51	19.02%
002555.SZ	三七互娱	3.18	4.39	38.22%
600633.SH	浙数文化	3.76	4.16	10.61%
002354.SZ	天神娱乐	1.62	4.00	147.78%
002174.SZ	游族网络	1.73	3.21	85.64%
300418.SZ	昆仑万维	1.01	2.83	179.94%
603444.SH	吉比特	1.93	2.44	26.38%

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 4: 2015-2017 年公司研发人员与研发投入

	2015	2016	2017
研发人员数量 (人)	2487	2490	2563
研发人员数量占比	62.88%	46.85%	51.62%
研发投入金额 (亿元)	11.40	13.51	13.11
研发投入占营业收入比例	23.30%	21.94%	16.54%

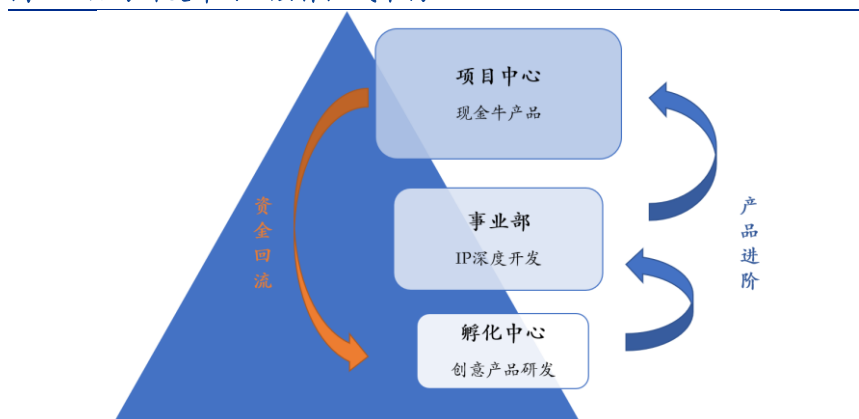
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.1.2. 三层梯队式结构, 业绩长虹与产品创新并举

目前公司研发部门采用三层架构, **第一梯队为项目中心**, 主要由运作多年的成熟团队构成, 包括《完美世界》、《诛仙》等端游 IP 及其他经典 MMO 产品项目团队; **第二梯队为事业部**, 主要由出过单款成功产品的次成熟团队构成, 例如《梦间集》产品团队; **第三梯队为孵化中心**, 主要由新产品细分领域小团队构成, 人员相对较少。

通过上述三层梯队式架构, 公司 1) **实现业绩保障与创新研发并举, 形成现金流的良性循环**, 其中业绩部分主要由第一、第二梯队承担, 创新研发部分主要由第三梯队承担; 2) **形成有效的激励体系, 即梯队之间的进阶**, 如《梦间集》产品首先出自于孵化中心, 在产品获得市场认可后纳入第二梯队, 开始下一阶段的 IP 深度开发; 3) **弱化对单一团队的依赖提升公司抗风险能力**, 通过多梯队及对应梯队多项目的体系化开发模式, 为公司产品矩阵奠定基础。

图 3: 公司研发部门三层梯队式架构



资料来源: 安信证券研究中心

1.1.3. 核心成员长期稳定, 分层激励模式高效运作

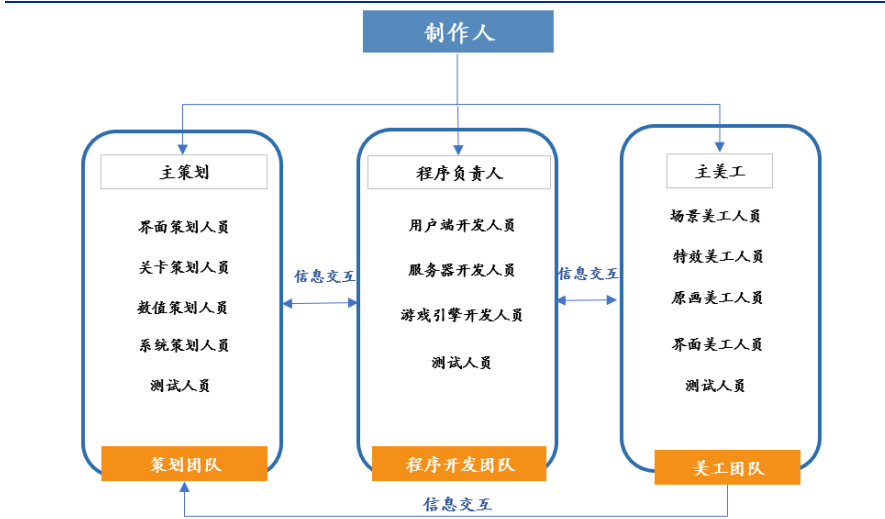
高效激励, 针对不同层级团队制定科学考核模式。在市面上通行的项目奖金、股权激励之外, 公司根据不同梯队特征设置相应的考核标准。例如成熟产品如 MMO 类游戏采用流水、利润等硬性考核标准; 新细分市场研发团队上线前采用应用商店 (苹果、硬核) 推荐位获取资格, 上线后采用留存率等运营层面的考核指标。此外, 随着 IP 收益的成熟, 公司给予核心成员稳定高额的流水分成奖励, 有效提高团队稳定性。

团队协作, 提高产品完成度。游戏产品的研发步骤相较于多数互联网产品更为复杂, 主要包括策划、程序开发、美工等流程, 每个环节下又有一系列子环节。基于游戏开发的复杂程度, 其产品的完成度与各流程均高度相关, 即最终质量取决于团队整体的平均水平, 一旦某个环节出现短板则可能使产品质量大打折扣。公司的规模化效应可为不同产品合理配适人员, 平衡项目各环节的研发水平, 保障产品质量的稳定输出。

平台优势, 提供充分的个人晋升机会。在公司现有的多层级、多项目的平台基础上, 赋予了

员工丰富的选择空间及成长机会，员工可随着产品的进化完成自身职业道路的进化。同时，公司以研发为核心的企业文化相较于研运一体企业而言，对高技术研发人才而言具有更强的吸引力，助力公司持续站在技术创新的前沿。

图 4：公司游戏项目研发组织架构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

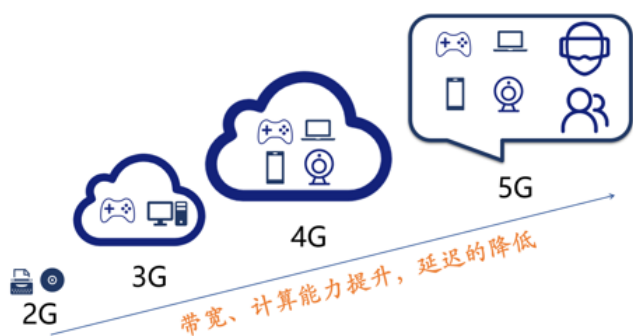
1.2. 以 IP 为核心，在技术迭代中实现变现力的刚性叠加

1.2.1. 游戏设备及玩法跟随软硬件的技术迭代不断演进

伴随着近十年间带宽、存储器、计算能力大幅提升，游戏同步完成了从街头游戏机、主机、端游、手游的屏幕切换，以及从遥控、键盘、触屏的玩法创新。与此同时，每一次技术变革中都诞生了诸多经典游戏，例如上世纪九十年代的《俄罗斯方块》、《贪吃蛇》；触屏手机时代的《愤怒的小鸟》、《水果忍者》、《神庙跑酷》；4G 时代的 MOBA/MMO 游戏、VR/AR 游戏。

5G 时代的新爆款游戏值得期待。按照 3GPP 规划，2018 年 6 月份将发布 SA 独立组网方案，标志着业界公认的 5G 目标方案落地，包括游戏在内的 5G 时代应用或将加速进入实质性开发应用阶段。由于 5G 具有的高速率、大容量、低延迟等特征，我们认为游戏类应用将充分受益，例如交互性能提升可满足更多玩家实时在线需求；终端功耗降低可配适更多元化的游戏设备；物联网打通可帮助 AR/VR 游戏实现更精准定位。

图 5：2G-5G 时代游戏设备演进



资料来源：安信证券研究中心

图 6：游戏玩法创新代表作品



资料来源：各游戏官网，安信证券研究中心

1.2.2. 主机+端游+手游，构建公司核心产品矩阵

公司崛起于端游，且目前端游业务发展稳健。2006 年公司推出首款大型多人在线全三维网络游戏《完美世界》，此后独立自主研发了《武林外传》、《诛仙》、《赤壁》、《神鬼传奇》、《神魔大陆》、《神雕侠侣》、《笑傲江湖 OL》、《圣斗士星矢 Online》等多款客户端网络游戏，并主要采用独立运营模式进行经营，积累了丰富的端游开发及运营经验。公司经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》（代理）等持续贡献稳定收入，2015-2017 年公司分别实现端游业务收入 20.23、20.89、19.91 亿元。

积极发挥端转手优势，手游业务发展迅速。公司近年来相继成功实现《诛仙》、《新射雕英雄传》、《武林外传》等端游向手游转型，其中《诛仙》全年始终保持过亿流水，长年稳定在 IOS 畅销榜前列。同时，公司自研手游《梦间集》表现出色，连续三周获得苹果精品推荐；《轮回诀》2018 年 4 月 19 日 iOS 上线首日登榜前三；精品手游《火炬之光》、《神雕侠侣手游》、《射雕英雄传手游》等均呈现出良好收益。2015-2017 年公司分别实现移动游戏业务收入 14.82、21.55、30.79 亿元。

切入主机游戏领域，抢占细分市场。公司 13 年涉足主机游戏领域，14 年与微软公司合作首款主机游戏作品《无冬 OL》Xbox 版，15 年面向全世界发布该产品，并率先采用道具收费制。2015-2017 年公司分别实现主机游戏收入 1.90、4.09、5.20 亿元（主要收入来源海外），在国内主机游戏厂商中保持领先地位。同时，目前公司有数款在研的主机游戏，包括《Subnautica（深海迷航）》PS4 版本（XBOX 版本已经推出，销量突破 200 万套）、《非常英雄》、《Torchlight Online》、《Magic The Gathering》等。

表 5：公司部分 IP 生态开发状况

游戏 IP	授权内容	授权性质	IP 开发状况
诛仙	全平台游戏改编权	全球范围内独占授权	端游：2007 年 4 月推出同名网游； 手游：2016 年推出同名手游公测。
武林外传	网络游戏产品	-	端游：2006 年 9 月推出的世界首款“喜剧网游”《武林外传》，2009 年 7 月，完美世界推出改编版同名 Q 版 3D 武侠网游； 手游：2018 年推出同名手游《武林外传》。
笑傲江湖	全平台游戏改编权授权	中国大陆独家 中国大陆以外非独家	端游：2013 年改编 3D 武侠网络游戏《笑傲江湖 online》； 手游：2017 年推出同名手游。
圣斗士星矢	PC 端游戏研发及运营授权	中国大陆、台湾独家授权	2014 年完美世界旗下百战工作室开发的《圣斗士星矢手游》正式推出，是首款官方正版授权 2D 策略动漫卡牌手游，由原著作者车田正美老师严格监修，延续动漫世界观。
完美世界	自研原创 IP	-	端游：2005 年首次上线经典版，2006 年推出国际版 手游：预计 2018 年暑期上线 主机游戏：预计 2019-2020 年上线。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2018 年 6 月 1 日上线的《武林外传》手游成绩突出。《武林外传》端游于 2006 年 9 月发布，是公司推出的世界首款喜剧网游，先后荣获 2006 年金翎奖三奖、2007 年度十大最受欢迎的网络游戏等荣誉。早在端游阶段，“武林外传”就已经积累了大量粉丝基础，此次移动端移植是继端游之后 IP 的又一次大规模爆发。《武林外传》手游上线前获得硬核联盟超明星产品的推荐，上线后 4 小时登顶 iOS 免费版和全部游戏免费榜第一名，10 小时用户破百万，流水破千万，且上线十天持续占据 App Store 榜单前三名。基于公司端转手的经验和强大的 IP 资源储备，我们预计 2018 年下半年将上线的手游《完美世界》、《笑傲江湖》都将取得不错的成绩。

图 7: App Store 畅销游戏排行 (2018/06/11)

类别	游戏	
付费	免费	畅销排行
1	王者荣耀 游戏 ★★★★★ (6,071,089)	获取 App 内购买
2	梦幻西游 游戏 ★★★★☆ (20,405)	获取 App 内购买
3	武林外传 游戏 ★★★★★ (7,451)	获取 App 内购买

资料来源: App Store, 安信证券研究中心

1.2.3. 公司 VR 技术储备充分, 静待次世代风口

VR 游戏受限于设备性能及普及程度, 变现能力仍有较大提升空间。根据易观智库预测, 2018 年全球 VR 游戏市场规模迅速增长, 增速达 115.95%。2025 年全球 VR 游戏市场规模将超过百亿大关。目前 VR 设备性能有待提高, 存在的主要问题有: 1) VR 游戏舒适度较差, 游戏用户会发生因游戏画面效果、帧数、体质等问题导致 VR 游戏体验者与画面不能完美同步所带来的眩晕感; 2) 硬件方面对于近视玩家等特殊用户的外设工业设计有待提高; 3) 小游戏厂商的 VR 游戏设计粗糙, 游戏体验差导致难以盈利。此外, VR 硬件设备数量决定了 VR 游戏市场的上限。根据 IDC 统计, 2017 年全球 AR/VR 头显销量达到约 836 万, 预计 2018 年 VR/AR 头显销量增至 1240 万部, 未来 5 年的销量年平均增长率将达到 52.5%, 2022 年的销量将达到 6890 万部。

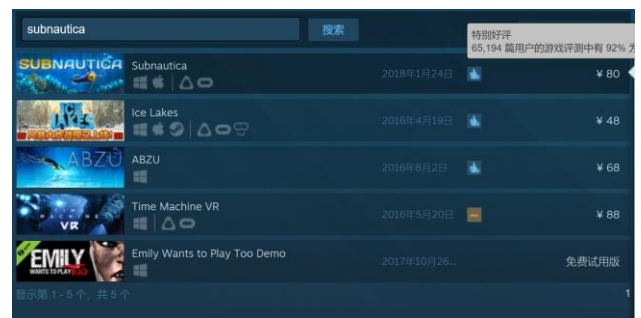
随着 5G 时代来临, 公司有望在下一风口 VR/AR 游戏中占据优势。2016 年公司推出首款 VR 游戏《深海迷航》(《subnautica》), 在全球范围内发售, 并获得全球玩家的认可, 《深海迷航》(《subnautica》) 在 Steam 网站的 65194 篇 (截至 2018 年 6 月 6 日) 用户游戏评测中好评率高达 92%。由于目前的 VR 技术发展仍处于早期阶段, 市场认知度、设备普及度和体验度都与成熟市场相距甚远, 因此 VR 游戏目前的变现能力较弱。基于公司拥有在 PC 端、移动手机端等不同屏幕间产品转换的丰富经验, 加之公司为下一代 VR 游戏充分的技术储备, 我们认为公司有望在游戏变革的下一个风口——VR/AR 游戏中占据有利地位, 实现变现力的刚性叠加。

图 8: 《深海迷航》游戏界面



资料来源: Steam

图 9: 《深海迷航》评分界面



资料来源: Steam

1.2.4. 电竞+影视+动漫, 深挖泛娱乐联动效应

在传统端游业务稳定发展的基础上，构建多层次、立体化电竞生态圈。公司拥有《DOTA2》、《CS:GO》在中国大陆的独家代理权，并利用该游戏参与举办多场大型电竞赛事，包括DOTA2 次级职业联赛、DOTA2 亚洲邀请赛等。目前公司在电竞厂商中居于领先地位，位居中国移动电竞研发商及中国电竞赛事运营商 TOP4。

2017 年公司独代的端游大作《Crossout (创世战车)》及《CS:GO (反恐精英：全球攻势)》相继公测，有望助力公司端游业务新的增长点，进一步提升该游戏的市场占有率。根据 Steamspy 数据，2015 年国际服 CS:GO 中国活跃用户高达 700 万人，预计有相当一部分用户将转向国服。同时，公司主办的 CS:GO 亚洲邀请赛 (CAC) 将于 6 月 14 日—6 月 18 日在中国上海举行，目前已邀请 NaVi、NiP、Heroic、EnVyUs 及 VP，MVP 为 CAS 冠军直接晋级 CAC。

公司影视产品线丰富，是少见的在体制内实现影游深度联动的企业。2017 年初公司储备经典 IP 制作的电视剧《射雕英雄传》在东方卫视及爱奇艺热播，播出期间占据电视剧收视率前两位，爱奇艺播放量超过 42.5 亿次。电视剧同名 IP 手游《射雕英雄传》于 17 年 6-7 月推出，随后《射雕英雄传 3D》于 2018 年 3 月 10 日上线后摘得 App Store 付费榜冠军，并在 3 月 17 日全平台公测首日强势杀入 App Store 畅销榜 20 名。2018 年年初公司与嘉行传媒联合制作的电视剧《烈火如歌》热播，同名国风亲密社交 MMO 手游《烈火如歌》接力电视剧热播话题表现强势，首月流水过亿。

根据 IP 特型布局动漫细分市场，《云梦四时歌》有望实现漫游联动。2017 年公司自创 IP《梦间集》打开了核心二次元女性细分市场，在此基础上公司致力于研发“梦间集”系列化产品，逐步拓深 IP 影响力，陆续推出《梦间集》小说（白泽老师执笔，2018 年 5 月将在起点女性频道连载）、漫画（2018 年 6 月在腾讯连载）、动画（联手日本 Staron 株式会社共同制作，预计 2019 年上映）等系列作品。此外，公司爆款游戏《诛仙》推出漫画《诛仙——御剑行》，于 2018 年 6 月开始在腾讯动漫连载；与腾讯游戏联手开发的《云梦四时歌》计划在 Q3 同步上线动漫与游戏，有望实现漫游联动。

图 10:《诛仙——御剑行》漫画封面



图 11:《云梦四时歌》游戏界面



1.3. 流量红利消退背景下，公司有望受益于优质 CP 的议价能力提升

1.3.1. 买量打法性价比大幅降低，头部游戏吸金能力强大

买量行业成本不断抬升，获取用户难度增大。2017 年共有近 5000 款产品买量，投放效果广告的产品数量逐月增加，其中传奇类产品及部分重度类型游戏 IOS 的单用户 CPA 成本超过 300 元（由于 IOS 发行特点，买量是获取 IOS 用户的首选方式）。安卓的单用户 CPA 成本同

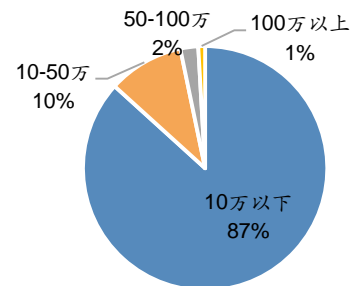
样大幅增长，2014 年安卓用户的单个买量成本平均价格在 2-3 块；到 2017 年年底，安卓单个买量成本均价已飙升到 30 块。根据热云数据最新统计，2018 年 5 月买量游戏平均 CPA 成本为 87.5 元。此外，2017 年仅有 0.9% 的游戏通过买量方式获得 100 万以上的新增用户，86.72% 的游戏仅获得 10 万以下的新增用户。在买量成本不断推高且获取用户难度增加的双重趋势下，我们认为流量红利时代已近尾声。

图 12: 2017 年每月买量产品数量趋势



资料来源: 热云数据

图 13: 2017 年买量产品全年获取新增用户分布图



资料来源: 热云数据, 安信证券研究中心

头部 CP 吸金能力强大，但真正的爆款无法通过买量产生。以手游市场为例，2017 年手游消费额 TOP3 分别为《王者荣耀》(GameLook 测算全年流水约 300 亿元)、《梦幻西游》、《倩女幽魂》。同时我们对比 2017 年中国手游买量榜单与消费额榜单，二者几乎没有产品重合，验证了流量驱动的局限性，即真正的爆款产品无法通过纯流量驱动产生。

图 14: 2017 年中国 IOS 手游消费额排行榜

排名	APP
1	《王者荣耀》
2	《梦幻西游》
3	《倩女幽魂》
4	《阴阳师》
5	《天龙八部》
6	《大话西游》
7	《龙之谷》
8	《剑侠情缘》
9	《魂斗罗: 归来》
10	《热血江湖》

资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

图 15: 2017 年中国手游买量排行榜

月份	第一	第二	第三
1月	《永恒纪元HD》	《我在大清当皇帝》	《丧尸之战》
2月	《永恒纪元HD》	《我在大清当皇帝》	《丧尸之战》
3月	《永恒纪元HD》	《我在大清当皇帝》	《阿瓦隆之王》
4月	《永恒纪元HD》	《阿瓦隆之王》	《勇者大作战》
5月	《仙剑奇侠传幻璃镜》	《神话永恒》	《勇者大作战》
6月	《胡莱三国2》	《楚乔传》	《永恒纪元HD》
7月	《我在大清当皇帝》	《葫芦娃》	《胡莱三国2》
8月	《豪门足球风云》	《校花的贴身高手》	《我在大清当皇帝》
9月	《葫芦娃》	《叫我万岁爷》	《永恒纪元HD》
10月	《叫我万岁爷》	《大天使之剑H5》	《葫芦娃》
11月	《大天使之剑H5》	《妖精的尾巴》	《永恒纪元HD》
12月	《恋与制作人》	《大天使之剑H5》	《校花的贴身高手》

资料来源: 热云数据, 安信证券研究中心

1.3.2. 公司坚持营销为主+买量为辅策略，获取收益最大化

2015 年以来中国中国游戏用户规模及移动智能终端设备规模增速开始同步放缓，获客成本及获客难度随之大幅上升，广告买量已成为多数厂商的防御性行为。在游戏市场流量红利消退的大背景下，公司坚持营销为主+买量为辅策略，营销手段主要包括口碑营销、效果营销、内容营销，以及上文中的泛娱乐（电竞+影视+动漫）联动效应。

口碑营销，以产品品质为出发点。公司作为典型的研发驱动性厂商，多年来爆款游戏频出，例如 2017 年推出的自研产品《梦间集》表现惊喜，其游戏品质在二次元与女性用户中获得良好口碑，多次获得苹果精品推荐。2018 年，公司围绕《梦间集》IP 进行深入开发，计划于 Q3 推出《梦间集天鹅座》(公司顶级研发团队携手《梦间集》原班画师及 CV 共同打造的乙女向恋爱经营手游，TAPTAP 评分 9.5)。此外，公司计划于 2019-2020 年推出中国首款自由沙盒游戏《我的起源》(即《ReEvolve》，已在 2018 年 E3 展会发布，TAPTAP 评分 9.5)。

图 16:《梦间集天鹅座》游戏海报



资料来源: TAPTAP, 安信证券研究中心

图 17:《我的起源》游戏海报



资料来源: 公司官网

效果营销, 以年轻化为主打方向。公司积极推进端转手 IP 的年轻化转型, 2017 年推出了《诛仙手游》的《云梦川》版本, 利用郑爽作为代言人, 推出朵一这一新角色; 2018 年《诛仙 3》启用王俊凯为代言人, 《武林外传》启用偶像练习生 NINE PERCENT 为代言人, 同时公司在年轻人聚集的媒体如抖音、微博上推出多维互动, 充分传达了年轻的品牌形象。2018 年 6 月 1 日, 《武林外传》手游上线 4 个小时即登顶 IOS 免费版与全部游戏免费榜第一名, 开服 10 小时用户破百万、流水破千万 (公司公开电话会议公布数据), 并获得硬核联盟超明星产品推荐。

图 18: 王俊凯代言《诛仙 3》



资料来源: 公司官网

图 19: NINE PERCENT 代言《武林外传手游》



资料来源: 公司官网

内容营销, 以创新性玩法为卖点。公司在产品中不断加入新鲜玩法及潮流元素形成内容营销, 例如《诛仙》手游的浮生绘卷、宠物联姻、妙趣迷藏 (六一限时玩法, 以躲藏者与寻人者为角色, 各自拥有变身、隐身、地听、探测等技能), 《武林外传》手游中的全民尬舞 (与 NINE PERCENT 专属游戏形象), 《烈火如歌》手游中的立体捏脸 (对脸型、眉毛、眼睛、鼻子、嘴巴及发型等六大部分进行定制、化妆、滤镜)、美颜自拍、游戏内朋友圈、双人萌动交互玩法等全新功能。

图 20:《诛仙》“妙趣迷藏”六一限时玩法



资料来源:《诛仙》游戏官网

图 21:《烈火如歌》内置美颜相机界面



资料来源:《烈火如歌》游戏官网

1.3.3. 流量公司切入游戏发行，优质 CP 议价能力提升

阿里、万达、360、硬核联盟等流量巨头切入游戏发行领域，积极寻求与一线精品 CP 合作。现阶段游戏是中国泛娱乐领域中商业价值最高的产业（2017 年游戏市场销售收入突破 2000 亿元，占泛娱乐产业四成收入）。同时，游戏产品具备覆盖用户范围广、产品生命周期长等特质，在泛娱乐产业发展整合过程中，游戏产业正在成为核心，阿里、万达、360 等流量巨头近年纷纷切入游戏发行领域，并与公司达成良好合作，例如阿里游戏与公司合作打造《烈火如歌》、万达院线游戏与公司合作打造《新射雕英雄传》。我们认为在当前游戏行业一超一强格局下，公司作为拥有批量精品 CP 的 TOP3 厂商，将是新晋发行商的优先选择项，因而存在较大的溢价空间。

与腾讯强强合作，分成比例居于行业较高水平。UP2018 腾讯新文创生态大会上，公司宣布 2018 年将与腾讯游戏联手开发新 IP《云梦四时歌》及经典端游《完美世界》同名 IP《完美世界手游》（完美世界游戏主持研发、腾讯游戏代理发行）。其中唯美唐风 3DRPG 手游《云梦四时歌》以二次元方式囊括唐代人文风俗、奇闻异事，描绘华丽的盛唐画卷，是完美世界与腾讯游戏合作的首款游戏；《完美世界》手游则从端游 IP 改编而来，通过年轻化战略，进一步扩大市场影响力。根据调研信息，公司本次与腾讯合作的分成比例高于行业平均水平，验证了优质 CP 的议价能力。

1.4. 携手 V 社打造 Steam 中国，强势拓宽产品+渠道+流量资源

根据公司公告，2018 年 6 月 11 日，公司与 Valve Corporation 签署授权协议建立 Steam 中国，Valve 主要负责为 Steam 中国的上线及运营提供软件授权及技术支持，并授权公司在 Steam 中国的推广中使用其商标及相关宣传资料；公司主要负责将 Steam 海外游戏产品引进至 Steam 中国并进行本地化等相关工作，同时负责推荐及支持中国游戏产品在 Steam 中国的发行及运营。

1.4.1. 全球顶级游戏厂商及最具玩家影响力的游戏社交平台

Valve Corporation 成立于 1996 年，总部位于美国华盛顿，是全球著名的游戏开发商，被中国游戏玩家冠以“V 社”之名，其开发的游戏代表作品有《半条命 (Half-Life)》、《反恐精英：全球攻势 (CS:GO)》、《刀塔 (DOTA 2)》等。Steam 平台于 2002 年上线，最初仅作为《CS:GO》的交易、更新及反作弊平台，随后逐步发展为全球最大的 PC 端综合性数字发行平台之一，玩家可以在该平台购买、下载、讨论、上传、分享游戏及其他游戏相关产品。根据 steamspy 数据，截至 2018 年 1 月，Steam 全球用户数近 3 亿人，总产品数超过 2 万款；中国区活跃用户数达 4000 万人次（全球第一），平均两周游戏时长近 31 小时（全球第一），人均拥有游戏 11.25 款（全球第五）。

图 22: Valve 核心游戏数据

GAME	RELEASE DATE	PRICE	SCORE RANK (USERSCORE / METASCORE)	OWNERS
Dota 2	Jul 9, 2013	Free	66% (87%/90%)	100,000,000 .. 200,000,000
Team Fortress 2	Oct 10, 2007	Free	86% (93%/92%)	20,000,000 .. 50,000,000
Counter-Strike: Global Offensive	Aug 21, 2012	\$14.99	69% (88%/83%)	20,000,000 .. 50,000,000
Half-Life 2	Nov 16, 2004	\$9.99	95% (96%/96%)	10,000,000 .. 20,000,000
Portal 2	Apr 18, 2011	\$19.99	99% (98%/95%)	10,000,000 .. 20,000,000

资料来源: Steamspy

图 23: 2017 年 Steam 销售额 TOP10 游戏

排名	游戏名称	销售额
1	绝地求生: 大逃杀 -	6 亿美元
2	反恐精英: 全球攻势 -	1.2 亿美元
3	侠盗猎车 5	8300 万美元
4	使命召唤: 二战	4100 万美元
5	文明 6	3900 万美元
6	巫师 3: 狂猎	3800 万美元
7	神界: 原罪 2	3700 万美元
8	幽灵行动: 荒野	3300 万美元
9	全面战争: 战锤 2	3200 万美元
10	中土: 暗影战争	3100 万美元

资料来源: Steamspy, 安信证券研究中心

2017年6月13日，Steam推出直接发行政策（Steam Direct），所有开发者缴纳100美元用于人工审核即可在Steam上发行游戏，且当其产品销售额达到1000美元后可退回原缴纳的100美元。随着直接发行功能的开放，Steam上线新游数量、游戏销量、同时在线玩家数均实现快速增长。根据Steamspy数据，2017年Steam新上线游戏7642款，游戏总销量5.3亿份，同时在线玩家峰值达1769万人次。根据Steamspy及公司公开数据，2015-2017年Steam总收入分别为35亿美元、35亿美元、43亿美元（不含DCL及内购）；同时我们测算2017年中国区销售净额（30%分成后）约为16亿元。

图 24：2012-2017 年 steam 同时在线玩家（百万人次）



资料来源：游民星空

1.4.2. Steam 中国与公司原有业务有效协同并开拓增量市场

基于公司与 Valve 长期的合作关系（公司为 Valve 旗下游戏《DOTA 2》及《CS:GO》的中国区独家代理商，双方已有 7 年合作历史）以及 Steam 平台的全球玩家基础，我们认为本次合作将与公司原有业务形成有效协同并开拓增量市场：

1) 打造 Steam 中国标准化合法平台，为全球游戏厂商提供与中国玩家提供高速高效的发行平台。“Steam 中国”最基本服务为 Steam 国际版的标准化服务，即通过集合中国法律法规以及国内玩家偏好，实现平台本地化，从而能够与 V 社在游戏发行环节的获得收入分成。目前 Steam 平台中的大多数游戏并未在中国文旅部官方备案，随着监管驱严以及 Steam 国际版平台玩家日益增多，公司可为平台上的海外游戏提供备案、版号等基础增值服务，满足合规性及合法性要求；同时，借助公司国内服务器及配套解决方案的搭建，国内玩家可以享受更加稳定、流畅的产品体验。

2) 深度切入全球顶级游戏厂商产品的研发、运营等主要环节，为在 Steam 中国平台发行的产品提供多层次增值服务。借助于公司多年积累的海外游戏研发、运营及代理经验，公司可进一步为海外游戏提供汉化服务、一站式合作运营服务，包括为海外游戏提供玩法、角色等中国特色的文化元素（成熟模式如 DOTA 2），从而实现与 CP 研发厂商的部分分成收入。

3) 吸纳 Steam 优质产品，为公司游戏产品线持续造血。公司现有 IP 的端转手进程已经过半，一方面公司积极开发《梦间集》等新的原创 IP，另一方面公司可在 Steam 平台的 2 万余款端游中持续挖掘优质作品，通过授权等方式将其转换为不同屏幕产品。

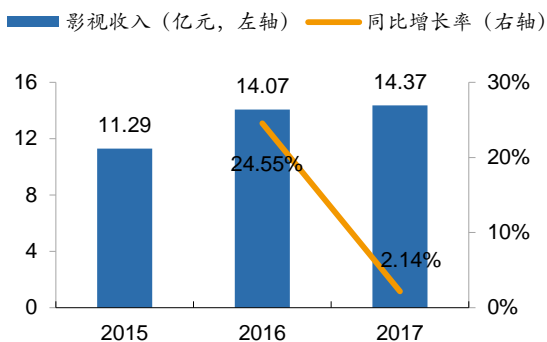
4) 聚集 4000 万中国最核心游戏玩家资源，快速弥补公司流量短板。Steam 平台集中了大量拥有强付费能力的重度端游玩家，公司承接的这部分玩家资源是最具商业价值的核心用户，基于这部分用户数据及流量，公司可逐步进行用户习惯深度挖掘及流量变现。

2. 完美影视：导演中心制下持续输出稳定利润

公司影视业务始于 2009 年投资电影《非常完美》，随后公司切入电视剧制作业务，绑定赵宝刚、滕华弢、刘江、江河工作室 5 大导演团队，陆续推出了《男人帮》、《小爸爸》、《咱们结婚吧》等精品剧目，及《钢的琴》、《失恋 33 天》、《嘉年华》等高口碑电影。2015 年开始，公司通过内生外延不断加强制作实力，逐步扩充至近 20 个工作室规模，作品数量及内容趋于丰富，从每年 2-3 部作品体量扩大至 7-8 部（2018 年有望继续扩大至 10 部以上），2015-2017 年公司影视板块实现营业收入（剔除院线）11.29 亿元、14.07 亿元、14.37 亿元。

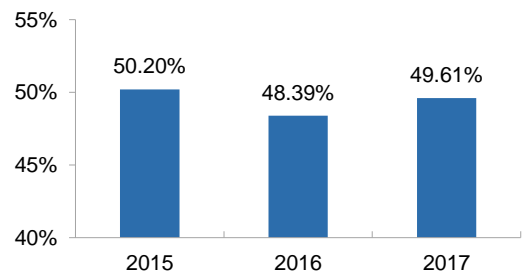
毛利率方面，公司毛利率长期保持在 50% 左右，由于公司采用净额确认法（即参投项目以对应的投资比例确认收入），故毛利率与总额法公司毛利率并不完全可比（例如华策影视 2017 年毛利率为 26.57%），但剔除口径影响后，公司利润率水平仍处于行业较高水平（唐德影视 2017 年毛利率 47.52%、慈文传媒 44.85%）。

图 25：2015-2017 年影视业务收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：2015-2017 年影视业务毛利率（剔除院线业务）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.1. 从制作出发，保障作品质量并保持较高的利润率

导演中心制下创作水平及作品质量得到有效保障。公司与赵宝刚、滕华弢、刘江、郭靖宇等著名导演，丁芯、何静、吴玉江等知名制片人达成长期合作，新锐编剧张海帆、孙允亭、张弘毅等也相继加盟公司，同时公司内部还在积极孕育刘宁、苗萌、李峥等新晋制片人。

表 6：公司影视业务核心创作成员

姓名	职务	创作身份	代表作品	获奖情况
赵宝刚	鑫宝源艺术总监	导演	电视剧《奋斗》、《夜幕下的哈尔滨》、《我的青春谁做主》、《婚姻保卫战》、《男人帮》、《北京青年》、《老有所依》等	2003 年中国电视家协会评为中国电视金鹰突出成就奖；2004 年第十四届北京电视春燕奖电视剧优秀导演奖；2010 年首届大学生电视节最佳电视剧导演；2012 年亚洲偶像盛典-亚洲偶像金牌伯乐荣誉获得者；2012 年华鼎奖最受欢迎导演；2013 年第八届全国德艺双馨电视艺术工作者；2013 年第 29 届飞天奖-优秀导演奖；2012 首届中国电视剧导演工作委员会表彰-2012 年度优秀导演；
滕华弢	华美时空总经理	导演	电视剧《王贵与安娜》、《蜗居》、《裸婚时代》、《浮沉》、《双面胶》、《时尚女编辑》；电影《失恋 33 天》、《等风来》等	2010-12 年度北京市广播影视奖-创优先进个人；2012 年首届中国电视剧导演工作委员会表彰奖-2009 年度优秀导演；2012 首届中国电视剧导演工作委员会表彰奖-2011 年度优秀导演；第十五届上海国际电影节白玉兰奖最佳导演奖。
刘江	完美蓬瑞总经理	导演	电影《黎明之前》、《媳妇的美好时代》、《乱世三义》、《非诚勿扰》、《咱们结婚吧》等	2010 年度国剧盛典年度特别贡献奖；2011 年中国电视剧产业二十周年群英盛典行业突出贡献人物导演；2011 年东方影视盛典-年度最具突破电视剧导演；2012 年北京电视剧辉煌 30 年优秀导演；2012 娱乐大典年度最受关注电视剧导演；2014 年“白玉兰奖”最佳导演。
郭靖宇	完美建信总经理	导演	电视剧《龙虎人生》、《兄弟如手足》、《高纬度战栗》、《追》、《美丽人生》、《秘密图纸》、《铁梨花》等	2010 年度北京电视台特别贡献奖；2011 年获得广电总局联合四大委员会授予的“二十年以来对中国电视剧事业做出突出贡献导演”荣誉称号；2011 年度盛典-年度最佳电视剧导演；2012 年度新锐导演东方影视盛典-电视剧年度最具突破导演。

丁蕊	鑫宝源总经理	出品人、	电影《建国大业》、《建党伟业》；	2008 年度获得北京市广播电视奖“节目创优先进个人”；2009 年度
		制片人、	电视剧《我的青春谁做主》、	获得北京市广播电视奖“节目创优先进个人”；2010 年获得澳门国际
		发行人	《家, N 次方》、《男人帮》、《北京青年》、《老有所依》等	电视节“优秀电视制片人”；2010 年获得中国广播电视协会“全国十佳电视出品人”；2011 乐视影视盛典-年度电视剧金牌制作人。

资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

启用实力演员及新人演员，合理控制演员片酬成本。1) 在资深导演项目中，公司以相对较低的价格启用实力演员保证较高的利润率水平，例如 2018 年播出的精品大剧《归去来》(刘江导演公司主投主控，播出期间卫视收视率、网台总播放量双榜第一)在启用知名演员唐嫣、罗晋的同时仍然保证了 50% 以上的高毛利率(已在 2017 年确认收入)；2) 在新晋导演项目中，公司积极启用前期吸纳、培养新生代艺人(公司 2010 年切入艺人经纪业务，旗下签约有 60 余名艺人，并先后培养出于毅、王子文等多名青年演员)，有效控制了演员成本。

图 27: 2018.6.4-6.10 《归去来》全国 52 城收视率排行

52城6月4日—6月10日1930-2400电视剧 4+				
排序	剧名	频道	收视率%	市场份额%
1	归去来	上海东方卫视	1.178	4.591
2	归去来	北京卫视	0.929	3.630
3	爱国者	江苏卫视	0.916	3.510
4	如果爱	湖南卫视	0.787	3.079
5	誓言	江苏卫视	0.733	2.864

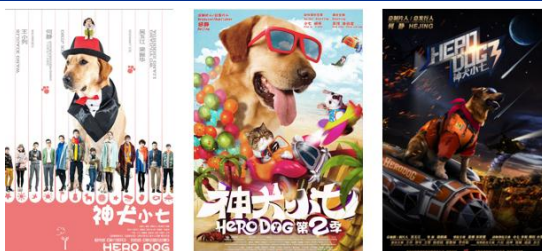
资料来源：卫视这些事儿

2.2. 作为 IP 孵化中心，积极探索网生内容及头部综艺

原创 IP 《神犬小七》、《灵魂摆渡》系列获市场高度认可。2014 年开始，公司陆续推出网台剧《神犬小七》1-3 部，纯网剧《灵魂摆渡》1-3 部及网络大电影，其中由江河工作室打造《神犬小七》2-3 部在湖北卫视独播，并获得全国网、52 城网、酷云关注度三网第一的好成绩；与爱奇艺联合出品的《灵魂摆渡》系列成为纯网剧新标杆，2018 年 2 月上线的番外电影《灵魂摆渡·黄泉》成为国内首部分账收入超 4000 万的网络大电影。

参投《极限挑战》、《向往的生活》、《影》等优质综艺及电影项目。相较于风险相对较低的电视剧项目，公司综艺、电影等项目多采用参投形式。2018 年公司预计确认收入的综艺项目主要包括头部综艺《极限挑战 4》延续了前三季优秀表现，引起观众极大的讨论热情(2018.6.4-6.10 期间 52 城收视率 1.197%，市场份额 5.187%)，《向往的生活 2》取得深夜档收视率超 2% 的好成绩(2018.6.4-6.10 期间 52 城收视率 0.968%，市场份额 6.512%，数据来源自“卫视这些事儿”)等项目。电影方面，2018 年计划上映的《解码者》及张艺谋执导的电影《影》两部作品均已完成后期制作。

图 28: 《神犬小七》系列电视剧



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 29: 《灵魂摆渡》系列网剧及网络大电影



资料来源：爱奇艺，安信证券研究中心

3. 全生命周期下看完美产品线布局

3.1. 2018-2020 年计划上线的游戏作品梳理

表 7: 预计 2018-2020 年上线的游戏产品

自研/代理	序号	游戏名称 (暂定)	游戏类型	计划上线时间
自研	1	边缘计划	PC 端游	2018 年暑期
	2	非常英雄	PC 端游+主机游戏	2018 年暑期
	3	Torchlight Online	PC 端游+主机游戏	2019 年
	4	Magic The Gathering	PC 端游+主机游戏	2019 年
	5	新诛仙世界	PC 端游	2019-2020 年
	6	深海迷航 PS4	主机游戏	2018 年
	7	完美世界主机版	主机游戏	2019-2020 年
	8	云梦四时歌	移动游戏	2018 年暑期
	9	梦间集天鹅座	移动游戏	2018 年暑期
	10	完美世界手游	移动游戏	2018 年 Q4
	11	神雕侠侣 2	移动游戏	2018 年 Q4
	12	新笑傲江湖手游	移动游戏	2018 年 Q4
	13	失落的神域	移动游戏	2018 年 Q4
	14	射雕三部曲	移动游戏 (MOBA)	2018 年 Q4
	15	梦魇 (Nightmare)	移动游戏	2018 年 Q4
	16	奥域: 王国崛起	移动游戏 (SLG)	待定
	17	时代的崛起 (Rise of Ages)	移动游戏 (SLG)	待定
	18	我的起源	移动游戏 (沙盒)	待定
代理	19	面条人	独立游戏	
	20	赦免者	独立游戏	
	21	隐龙传	独立游戏	
	22	洪潮之焰	独立游戏	

资料来源: 公司公告, 公司调研, 安信证券研究中心

3.2. 2018-2019 年预计确认收入的影视作品梳理

表 8: 预计 2018 年确认收入影视作品

类型	序号	项目名称	主要演员	制作进展	预计收入确认时间	(预计) 集数
电视剧	1	忽而今夏	白宇、卜冠今	播出中	2018 年 Q2	30
	2	走火	于毅、周放	播出中	2018 年 Q2	30
	3	爱在星空下	贾乃亮、陈意涵	已完成	2018 年 Q2/Q3	45
	4	幸福的理由	钟汉良、乔振宇、陈燃	已完成	2018 年 Q2/Q3	55
	5	西夏死书	汪东城、贾青	已完成	2018 年 Q2/Q3	45
	6	香蜜沉沉烬如霜	杨紫、邓伦	已完成	2018 年 Q2/Q3	60
	7	勇敢的心 2	寇世勋、杨志刚	后期中	2018 年内	60
	8	最美的青春	何雨虹、刘智扬	后期中	2018 年内	70
	9	趁我们还年轻	张云龙、乔欣	后期中	2018 年内	40
	10	壮志高飞	陈乔恩、郑凯	后期中	2018 年内	50
	11	半生缘	刘嘉玲、蒋欣、郑元畅	后期中	2018 年内	30
	12	不婚女王	佟丽娅、张亮	后期中	2018 年内	30
	13	绝代双骄	胡一天、梁婧娴、罗嘉良	拍摄中	2018/2019 年	30
	14	山月不知心底事	宋茜、欧豪	拍摄中	2018/2019 年	45
	15	艳势番之新青年	易烊千玺、黄子韬	拍摄中	2018/2019 年	60
综艺	16	极限挑战 4	黄渤、孙红雷、黄磊、罗志祥、张艺兴	播出中	2018 年内	-
	17	向往的生活 2	何炅、王俊凯、黄磊	播出中	2018 年内	-
	18	无限歌谣季	薛之谦、岳云鹏、李荣浩	播出中	2018 年内	-
电影	19	影	邓超、孙俪、郑恺、关晓彤、吴磊	已完成	2018 年 Q3	-

20	解码者	韩庚、山下智久、岳小凤	已完成	2018年Q3	-
21	河盗	(网络大电影)	拍摄中	2018年内	-

资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

表 9：预计 2019-2020 确认收入影视作品

类型	序号	项目名称	制作进度	(拟) 开机时间
电视剧	1	七月与安生	拍摄中	2018.5
	2	蓝盔	筹备中	2018年下半年
	3	家有仙妻	筹备中	2018年下半年
	4	烈火神盾	筹备中	2018年下半年
	5	他知道风从哪个方向来	筹备中	2018年下半年
	6	青春斗	筹备中	2018年下半年
	7	猎头局中局	筹备中	2018年下半年
	8	妙探先生	筹备中	2018年下半年
	9	惊天动地	筹备中	2018年下半年
	10	我的AI男友	筹备中	2018年下半年
	11	霍元甲	筹备中	2019年
	12	野火春风斗古城	筹备中	2019年
	13	网络罪案调查组	筹备中	2019年
	14	青年特工	筹备中	2019年
	15	方根书简	筹备中	2019年
	综艺	16	心理大师	筹备中
17		你的故事我的歌	筹备中	-
电影	18	催眠裁决	拍摄中	2018.3
	19	当小七遇到加菲	筹备中	-
	20	格斗少年	筹备中	-

资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

4. 投资建议

游戏板块，公司作为国内 TOP3 游戏 CP 厂商，研发运营及创新能力被持续验证，本次公司与 Valve 合作的 Steam 中国有望与公司游戏业务高效协同并开拓增量市场，夯实公司行业领先地位；影视板块，公司制作实力与作品数量同步提升，持续为公司贡献稳定收益，同时公司游戏及影视业务的丰富项目储备带来强业绩弹性，我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 19.51 亿元、23.01 亿元、26.26 亿元（暂不考虑 steam 中国对公司业绩影响），对应 EPS 分别为 1.48 元、1.75 元、2.00 元。公司作为 A 股游戏龙头标的，给予 30X 估值，对应 6 个月目标价 44.2 元，维持“买入-A”评级。

5. 风险提示

新游上线表现低于预期；传统游戏流水低于预期；影视项目进度低于预期；政策监管趋严。

财务报表预测和估值数据汇总

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	9,647.4	11,668.5	13,652.2	成长性					
减:营业成本	2,404.3	3,381.2	3,869.6	4,765.4	5,694.3	营业收入增长率	445.3%	28.8%	21.7%	21.0%	17.0%
营业税费	53.6	63.8	83.9	98.9	114.8	营业利润增长率	266.4%	32.3%	38.1%	16.3%	15.6%
销售费用	755.3	743.5	1,007.2	1,193.7	1,297.0	净利润增长率	304.3%	29.0%	29.6%	17.9%	14.2%
管理费用	1,835.6	2,072.9	2,411.9	2,917.1	3,413.0	EBITDA 增长率	267.6%	38.4%	35.0%	12.8%	14.1%
财务费用	1.2	190.1	192.9	233.4	273.0	EBIT 增长率	222.9%	42.6%	39.3%	16.6%	15.7%
资产减值损失	100.2	137.2	86.7	108.0	110.6	NOPLAT 增长率	247.2%	56.8%	28.8%	16.6%	15.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	477.9%	-17.2%	55.9%	-40.4%	112.7%
投资和汇兑收益	192.4	183.2	200.0	200.0	200.0	净资产增长率	635.9%	4.0%	13.2%	23.8%	17.5%
营业利润	1,201.0	1,589.4	2,195.2	2,551.9	2,949.4	利润率					
加:营业外净收支	154.9	59.4	81.4	94.6	78.5	毛利率	61.0%	57.4%	59.9%	59.2%	58.3%
利润总额	1,356.0	1,648.9	2,276.6	2,646.5	3,027.9	营业利润率	19.5%	20.0%	22.8%	21.9%	21.6%
减:所得税	222.8	188.9	341.5	397.0	454.2	净利润率	18.9%	19.0%	20.2%	19.7%	19.2%
净利润	1,166.3	1,504.7	1,950.8	2,300.6	2,626.4	EBITDA/营业收入	22.5%	24.2%	26.9%	25.1%	24.4%
						EBIT/营业收入	19.5%	21.6%	24.8%	23.9%	23.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	16	23	16	9	5
						流动资产周转天数	177	202	177	139	158
						流动资产周转天数	401	487	398	378	389
						应收账款周转天数	82	86	135	101	107
						存货周转天数	25	47	57	43	50
						总资产周转天数	565	746	618	548	533
						投资资本周转天数	230	279	266	213	213
						投资回报率					
						ROE	16.2%	18.9%	21.3%	19.9%	19.1%
						ROA	7.0%	8.8%	11.7%	11.8%	12.0%
						ROIC	86.4%	23.5%	36.5%	27.3%	53.0%
						费用率					
						销售费用率	12.3%	9.4%	10.4%	10.2%	9.5%
						管理费用率	29.8%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%
						财务费用率	0.0%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
						三费/营业收入	42.1%	37.9%	37.4%	37.2%	36.5%
						偿债能力					
						资产负债率	48.1%	47.0%	39.8%	35.2%	32.5%
						负债权益比	92.8%	88.7%	66.0%	54.3%	48.2%
						流动比率	2.65	1.96	2.08	2.65	3.02
						速动比率	2.54	1.66	1.80	2.39	2.55
						利息保障倍数	979.16	9.02	12.38	11.94	11.80
						分红指标					
						DPS(元)	0.09	0.17	0.17	0.21	0.26
						分红比率	10.0%	14.9%	11.7%	12.2%	12.9%
						股息收益率	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.1	1,459.9	1,950.8	2,300.6	2,626.4	EPS(元)	0.89	1.14	1.48	1.75	2.00
加:折旧和摊销	206.6	280.2	204.5	140.0	115.1	BVPS(元)	5.49	6.06	6.95	8.79	10.47
资产减值准备	100.2	137.2	-	-	-	PE(X)	36.6	28.4	21.9	18.6	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	5.4	4.7	3.7	3.1
财务费用	84.1	291.6	192.9	233.4	273.0	P/FCF	-14.4	18.5	-17.9	8.0	-14.0
投资损失	-192.4	-183.2	-200.0	-200.0	-200.0	P/S	6.9	5.4	4.4	3.7	3.1
少数股东损益	-33.2	-44.8	-15.7	-51.0	-52.7	EV/EBITDA	29.4	21.7	16.3	12.4	12.0
营运资金的变动	-2,304.2	2,367.3	-3,149.9	3,415.6	-5,889.6	CAGR(%)	25.7%	20.8%	86.3%	25.7%	20.8%
经营活动产生现金流量	1,154.9	804.4	-1,017.3	5,838.5	-3,127.8	PEG	1.4	1.4	0.3	0.7	0.8
投资活动产生现金流量	-8,610.6	1,714.9	742.1	-204.2	288.8	ROIC/WACC	8.2	2.2	3.5	2.6	5.0
融资活动产生现金流量	8,162.0	-1,451.0	-2,189.4	-552.6	-539.1	REP	0.7	3.4	1.4	2.7	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅		
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔		
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦		wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034