

完美世界 (002624.SZ) 买入 (首次评级)

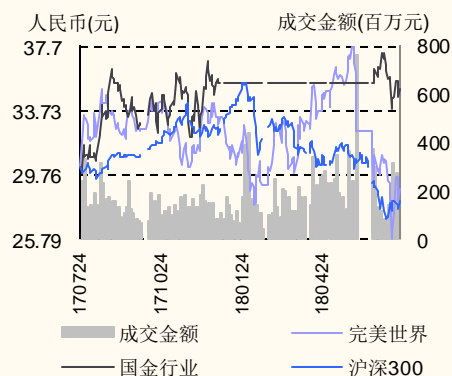
公司深度研究

市场价格 (人民币): 28.89 元

目标价格 (人民币): 38.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	466.35
总市值 (百万元)	37,981.74
年内股价最高最低 (元)	37.78/25.79
沪深 300 指数	3492.89
中小板综	9429.19



左手腾讯，右手 Valve

“内容为王”时代左右逢源的游戏王者

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.887	1.095	1.442	1.844	2.238
每股净资产 (元)	5.20	5.74	7.09	8.64	10.55
每股经营性现金流 (元)	0.82	0.53	1.61	1.97	2.42
市盈率 (倍)	32.57	26.38	20.03	15.67	12.91
营业收入增长率 (%)	445.33%	28.76%	9.40%	19.60%	17.36%
净利润增长率 (%)	304.34%	23.43%	31.72%	27.85%	21.36%
净资产收益率 (%)	16.17%	18.08%	19.29%	20.24%	20.11%

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **手游行业切换至“内容为王”，完美世界迎来春天：**随着流量红利的耗尽、玩家成熟度的提升，中国手游市场正式进入“内容为王”的时代。完美世界从端游时代就以自研能力强、内容质量高著称，不但拥有大量经典 IP，还拥有主机平台的强大创新团队，实现了“全平台、全品类”覆盖。在买量时代，完美不是最强的；在内容时代，完美迎来了真正的春天。
- **“完美 + 腾讯”是各取所需的强强合作：**2018 年，腾讯的手游发行市场几乎形成一家独大之势。我们认为，腾讯虽有流量优势，但是在 RPG、卡牌领域缺乏优质产品，而且能够利用数据、为合作伙伴赋能。腾讯代理的《完美世界》手游有望成为年度爆款，而《云梦四时歌》将是意义深远的探索。
- **Steam 中国的战略意义大于短期意义：**完美世界宣布代理 Valve 旗下的 Steam 中国游戏发行平台。我们预计，这一举动在 1-2 年内业绩贡献有限，但是有利于强化品牌形象、加强与国内外独立开发商合作、获得市场数据。
- **影视业务坚持精品路线、平稳发展：**在剥离院线业务后，我们预计公司影视业务将坚持精品化、稳健发展的道路。视频平台的内容投入仍在高速增长，公司电视剧业务将持续受益，电影、综艺也不缺乏优势产品。

投资建议

- 2018-19 年是完美世界手游上线的高潮期，而且主机、端游团队还在培植新 IP、新玩法。递延收入是游戏公司业绩的“蓄水池”，而完美世界的递延收入比例高于大部分同行。公司已公布 2018 年上半年业绩预告，归母净利润预计同比增长 7.3-26.3%。我们预计 2018-20 年公司游戏收入复合增速为 21.2%，总收入复合增速为 15.3%，归母净利润复合增速为 26.6%
- 基于 21 倍 2019 年 P/E (1.0 倍 2019-21 年 P/E/G)，赋予完美世界“买入”评级和 38.50 元目标价。这一估值水平高于 A 股游戏行业的平均值，因为我们认为公司增长的可持续性和确定性都高于同行平均水平。

风险因素：游戏延期或不达预期风险，监管风险，海外市场风险。

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

内容目录

手游市场的逻辑由“流量红利”切换至“内容为王”	5
玩家自主性增强，市场营销效用减弱	5
腾讯在发行环节“一家独大”的局面日益稳固	7
垂直细分市场：女性向、泛休闲、二次元	9
完美世界的血液中浸透着“研发”与“创新”的基因	13
全平台、全品类覆盖的强大产品研发体系	13
端游+主机：是收入来源，更是创新的发源地	14
庞大的研发投入是出品新爆款游戏的基础	16
完美与腾讯的战略合作：强强联合，各取所需	18
为什么完美要让腾讯独家代理旗舰游戏？	18
《完美世界》爆款概率很大，《云梦四时歌》探索性较强	19
“完美+腾讯”的战略合作在长期将如何发展？	21
运营 Steam 中国区：长期意义大于短期影响	23
Steam 商业模式解构：全球性的 PC 游戏分发渠道	23
Steam 中国：玩家众多，价格低廉，重在战略价值	25
与 Valve 的合作是完美在电竞市场发展的基础	26
完美世界影视业务：储备丰富，增长稳定	28
近年来公司影视业务增长稳定	28
顶级团队打造，项目储备丰富	29
影游联动：不是灵丹妙药，也不一定是“伪命题”	31
财务预测与估值	33
公司业绩回顾	33
整体业绩预测	33
估值	36
风险提示	37

图表目录

图表 1：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）	5
图表 2：中国移动游戏用户规模（亿人）	5
图表 3：手游买量推广的发展历程	6
图表 4：2017 年，买量游戏数量攀升了一倍多	6
图表 5：2017 年，买量游戏激活率下降了 90%	6
图表 6：2018 年一季度买量投放前 20 名游戏一览	7
图表 7：2018 年一季度《青蛙旅行》百度指数远超任何买量游戏	7
图表 8：重点游戏厂商 iOS 排名比较（腾讯代理 v.s 公司发行）	8
图表 9：腾讯微信与手机 QQ 游戏导流入口	9
图表 10：《恋与制作人》月流水估算（亿元）	9

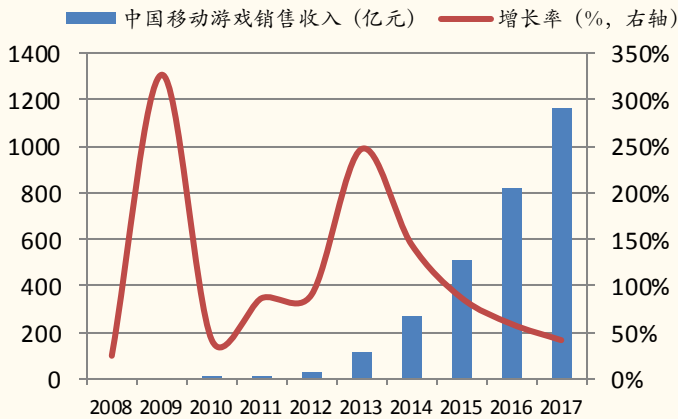
图表 11: 2018 年一季度主要游戏微博话题讨论 (万条)	9
图表 12: 中国女性游戏市场规模及增速	10
图表 13: 2017 年以来典型的“休闲”或“类休闲”手游产品	11
图表 14: 2017 年《球球大作战》赛事布局情况	11
图表 15: 硬核二次元、国风二次元和女性向二次元游戏代表作	12
图表 16: 完美世界旗下主力游戏汇总	13
图表 17: 完美世界旗舰游戏产品一览	14
图表 18: 从《绝地求生》到《堡垒之夜》, PC 和主机是游戏创新的源泉	15
图表 19: 网易的“次世代 RPG 计划”以 PC 为出发点	15
图表 20: 《无冬 OL》PS4 港服道具售价	16
图表 21: 《HOB》PS4 港服售价	16
图表 22: 完美世界 2015~2017 研发投入及占比	17
图表 23: 完美世界 2015~2017 研发人员数量及占比	17
图表 24: A 股主流游戏公司的研发费用率对比	17
图表 25: 2018 年 7 月 12 日 iOS 游戏畅销榜前 20 名中的腾讯游戏	18
图表 26: 2018 年 7 月微信预约量最大的 10 款腾讯游戏	19
图表 27: 端游《完美世界》国际版	19
图表 28: 《天龙八部》和《奇迹觉醒》上线前 90 天的畅销榜排名	20
图表 29: 泛二次元卡牌 RPG《云梦四时歌》	21
图表 30: 《完美世界》手游宣布腾讯代理之后的大事记	21
图表 31: 2017 年腾讯全球合作伙伴大会反复强调“内容, 内容, 内容”	22
图表 32: Steam 的发展历程	23
图表 33: 2004-2017 年 Steam 平台推出新游数量	24
图表 34: 2012-2018 年 1 月 Steam 平台峰值用户数	24
图表 35: 2014-2017 年 Steam 平台销售收入(美元)	25
图表 36: Steam 平台用户占比	25
图表 37: Steam 平台 2017 年末两周活跃用户占比	25
图表 38: 主要国家 Steam 平台活跃用户数监测	26
图表 39: 2018 年二季度全球电竞游戏观看时间排名 (百万小时)	27
图表 40: 2018 年中国用户最希望观看的电竞赛事品类	27
图表 41: 公司影视业务收入、毛利及增速 (百万元)	28
图表 42: 爱奇艺内容采购成本 (亿元)	28
图表 43: 完美世界旗下主要影视工作室	29
图表 44: 完美世界出品网剧大作《忽而今夏》	30
图表 45: 完美世界出品电影、网大、综艺作品	30
图表 46: 2018 年完美世界主要影视节目出品计划	31
图表 47: 《花千骨》至今仍是影游联动的巅峰之作	32
图表 48: 《微微一笑很倾城》可谓影游联动的无心插柳之作	32
图表 49: 2013-2018Q1 营业收入及增速	33

图表 50: 2013~2018Q1 扣非净利润及增速(调整后).....	33
图表 51: 2017 年各项业务收入占比.....	33
图表 52: 2017 年各项业务毛利占比.....	33
图表 53: 2008-2017 年网易递延收入与游戏业务收入增长的关系.....	34
图表 54: 游戏公司递延收入占游戏收入比例比较.....	34
图表 55: 完美世界主要财务数据预测.....	35
图表 56: 完美世界动态 P/E 波动范围.....	36
图表 57: 完美世界与同业估值对比.....	36

手游市场的逻辑由“流量红利”切换至“内容为王”

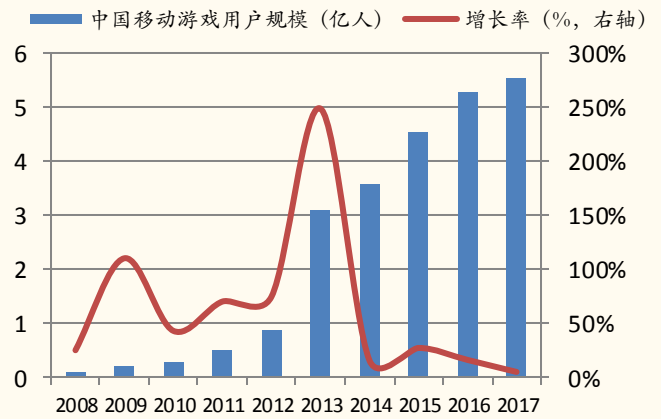
- 自从 2010 年以来，中国手游行业经历了 8 年的高速增长。2017 年，中国手游市场收入达到 1161 亿元，同比增长 41.7%；与此同时，手游用户总数达到 5.54 亿人，同比只增长了 4.9%。而且，从 2015 年以来，中国手游用户数量的增速就在不断下滑。换句话说，中国手游行业的“流量红利”或“人口红利”时代已经结束了。

图表 1：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）



来源：《2017 中国游戏产业报告》，国金证券研究所

图表 2：中国移动游戏用户规模（亿人）



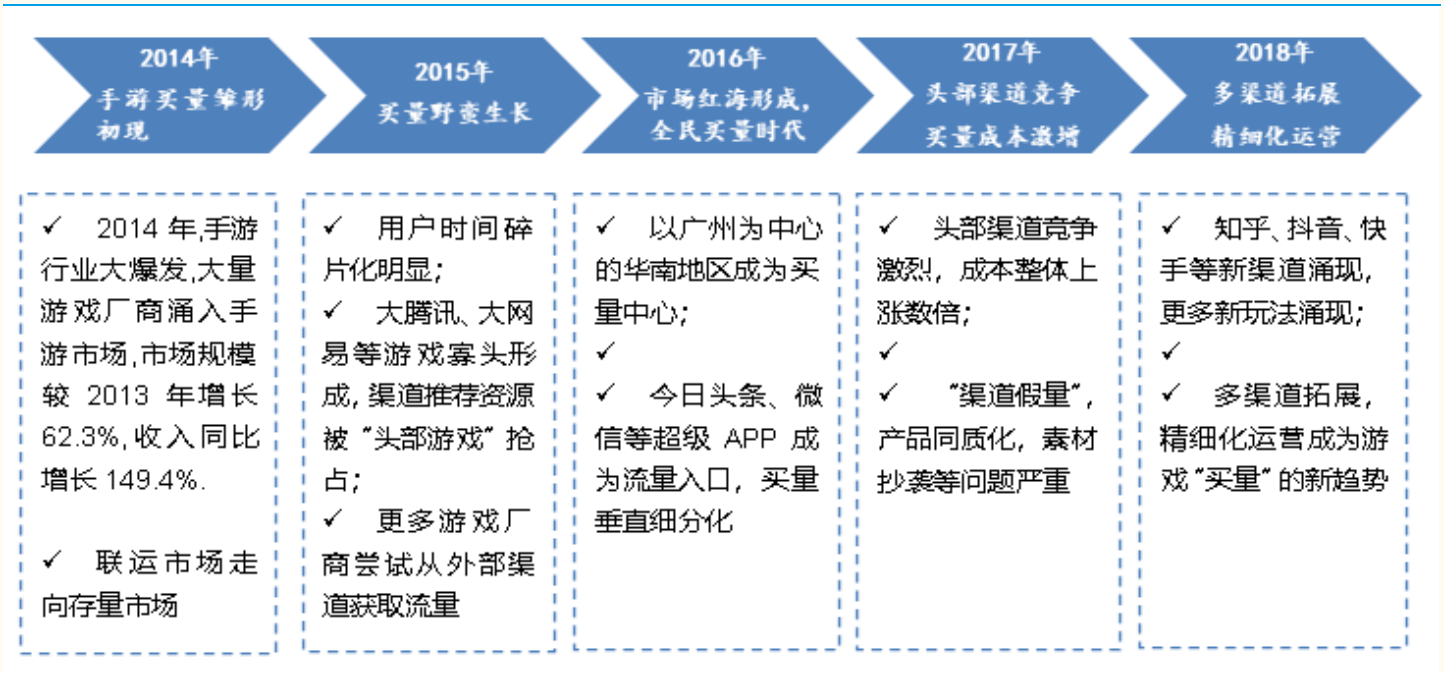
来源：《2017 中国游戏产业报告》，国金证券研究所

- 2014 年以来，中国手游市场经历了两个发展阶段：第一个是“端游转手游”阶段，领军企业为网易；第二个是“移动电竞”阶段，领军企业为腾讯。我们认为，如今的手游市场进入了第三个发展阶段，本阶段有三个特点：第一是玩家的自主性和辨别力越来越高，“市场推广为王”让位于“内容为王”；第二是腾讯在发行领域呈现“一家独大”的局面，优质内容开发商纷纷与腾讯结成战略联盟；第三是垂直细分市场不断分化，女性向、二次元、泛休闲等垂直品类的变现能力正在不断提高。

玩家自主性增强，市场营销效用减弱

- 在手游行业发展的早期，由于流量增长很快、流量来源多元，主流游戏产品对流量的争夺尚未进入白热化阶段。然而，随着“流量红利”的结束，优质流量日益稀缺，而且大部分都被少数“超级 App”圈占。于是，手游行业进入了“市场推广为王”的时代，买量成为手游推广的主要方式。2017 年，中国手游行业的买量投入高达 300 亿元；但是，买量模式的退潮恰恰也是从 2017 年开始的。
- 首先，大部分产品的买量预算集中在今日头条、腾讯广点通、百度推广等“头部买量渠道”，导致这些渠道的买量成本飙升；腰部渠道、长尾渠道的买量成本相对较低，但是“假流量”层出不穷。其次，买量产品的同质化日益严重，同一时间可能有数百款挂机类、重度 PK 类游戏进行买量投放，甚至美术素材都是互相抄袭，玩家产生了严重的审美疲劳。最后，玩家的成熟度在不断提升，受到买量广告的影响不断降低，更倾向于通过口碑、专业媒体、社交圈子等选择游戏。

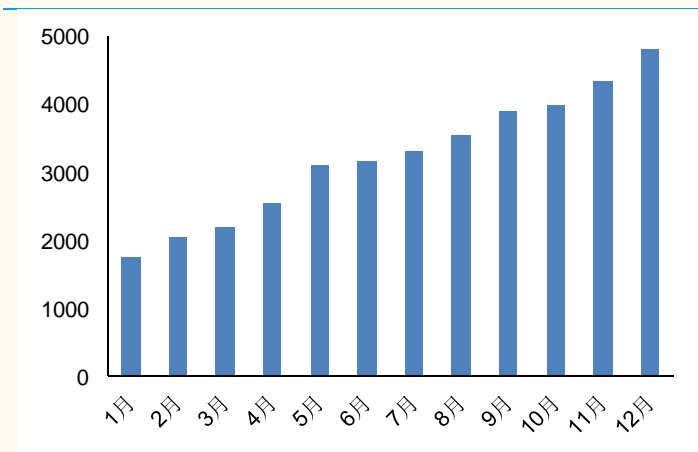
图表 3：手游买量推广的发展历程



来源：App Growing, 国金证券研究所

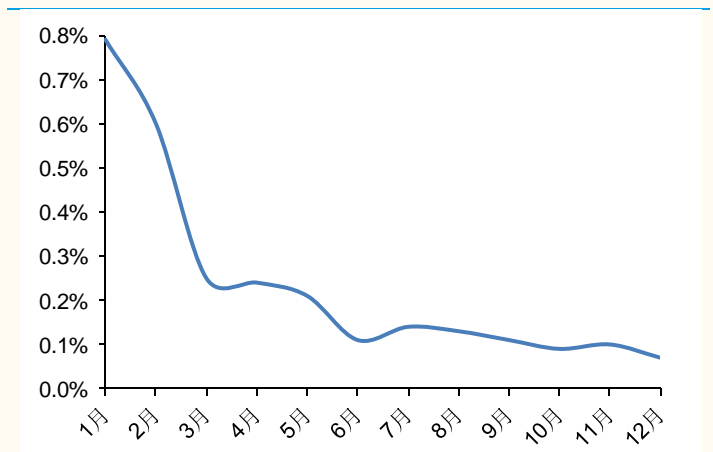
- 根据热云数据的统计,2017年全年累计有7855款产品投放广告,总共产生了2.9亿次的有效游戏激活,到12月份有近5000款产品买量,竞争非常激烈。在主流广告平台,传奇类产品和某些重度类游戏一个iOS用户的CPD(下载成本)甚至超过了300人民币。与不断攀升的买量数相对应的是持续下滑的激活数:2017年1月买量游戏平均激活率为0.79%,12月仅为0.07%,一年之内下降了近90%。

图表 4：2017年，买量游戏数量攀升了一倍多



来源：热云数据, 国金证券研究所

图表 5：2017年，买量游戏激活率下降了90%



来源：热云数据, 国金证券研究所

- 事实上,最近几个季度上线的爆款游戏,往往不以买量为主要推广方式。2018年一季度,全国买量投放前20名的游戏当中,只有《天使纪元》《楚留香》进入过iOS畅销榜前10,《熹妃Q传》《放置奇兵》进入过畅销榜前20。还有一些游戏只在线上初期进行集中买量,例如《恋与制作人》是2017年12月的全国买量投放第一名,此后就大幅度削减了买量预算。对于主流游戏厂商而言,买量正在变得得不偿失。

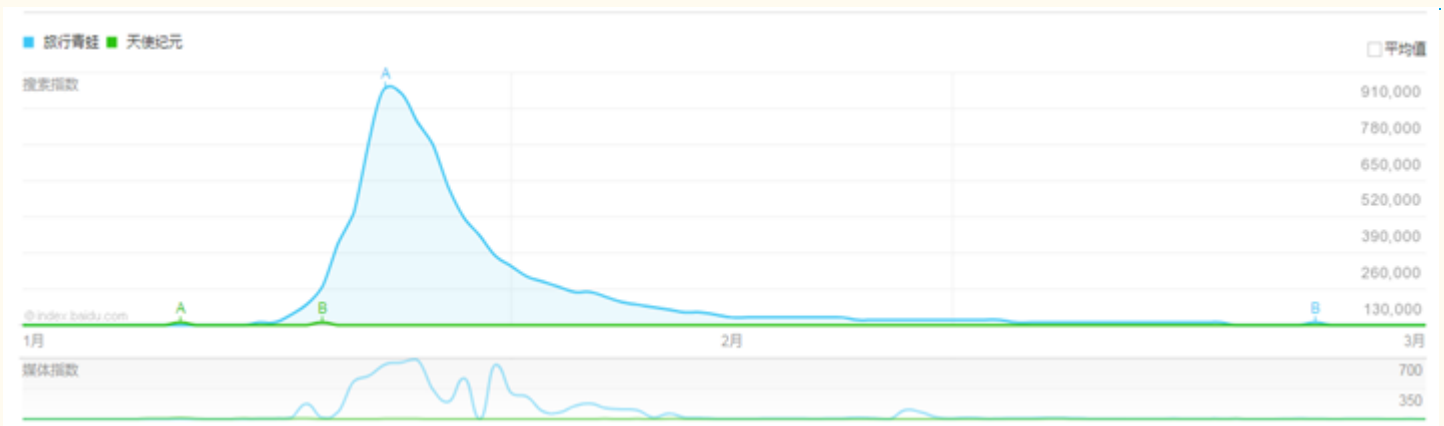
图表 6：2018 年一季度买量投放前 20 名游戏一览



来源：App Growing, 国金证券研究所

- 与此同时，随着用户自主性和辨别能力的提高，越来越多的游戏可以通过“话题营销”“社交传播”获得市场热度。2018 年初大热的《旅行青蛙》就是典型的非买量游戏。该游戏由日本 Hit Point 公司推出，在日本本土市场并未获得广泛关注，但是却在国内市场一夜爆火，这款连中文翻译都没有的游戏一度冲上国内 App Store 免费区的第一名。
- 通过百度指数我们可以从侧面了解到用户主动搜索或尝试下载的趋势，在“社交传播”和“话题营销”的影响下，2018 年 1 月~3 月间，《旅行青蛙》的百度指数远高于《天使纪元》等主力买量产品。简而言之，只要产品质量好、有话题性，玩家会去主动寻找、下载安装。

图表 7：2018 年一季度《青蛙旅行》百度指数远超任何买量游戏



来源：百度，国金证券研究所

腾讯在发行环节“一家独大”的局面日益稳固

- 2017 年，手游行业呈现“腾讯网易争霸”的局面，两家总共占据了全国手游发行市场份额的 70%左右。进入 2018 年，网易由于缺乏新的爆款产品，市场份额有所下降，手游发行进入了“腾讯一家独大”的时代。年初至今，腾讯一直占据着 iOS 游戏类畅销榜前 10 名中的至少 4 个席位，某些时段甚至占据了 7 个席位；除了以《王者荣耀》为代表的移动电竞游戏，腾讯在 MMORPG、ARPG、SLG 等品类也取得了优势地位。对于优质内容开发商而言，与腾讯结盟几乎成为了必然的选择。
- 我们对盛大、三七、掌趣三家主流游戏厂商的旗舰产品进行统计，发现“腾讯代理产品”的畅销榜排名在大部分情况下都高于“自主发行产品”。

例如，掌趣科技研发、腾讯代理的 MMORPG 《奇迹：觉醒》曾一度登上畅销榜第 1，并在前三名停留了一个多月；掌趣科技自主发行的《大掌门 2》的最好战绩也只是畅销榜第 7。将产品交给腾讯代理，虽然会导致大部分流水被腾讯分走，但是也会带来更高的总流水、更低的流量成本。

- 为什么腾讯能够在持续扩大在发行端的优势地位？首先，腾讯拥有微信、手机 QQ 两大手游发行平台，潜在用户群和导流效率都远远高于任何竞争对手。其次，腾讯积累了丰富的用户数据，能够根据用户画像在测试阶段对游戏进行调节，增加其成功率。再次，腾讯秉承着“精品战略”，每年发行的手游（包括自研和代理）只有 30-40 款，一般在内测中获得五星级以上评分的产品才能登上微信，确保了游戏质量。

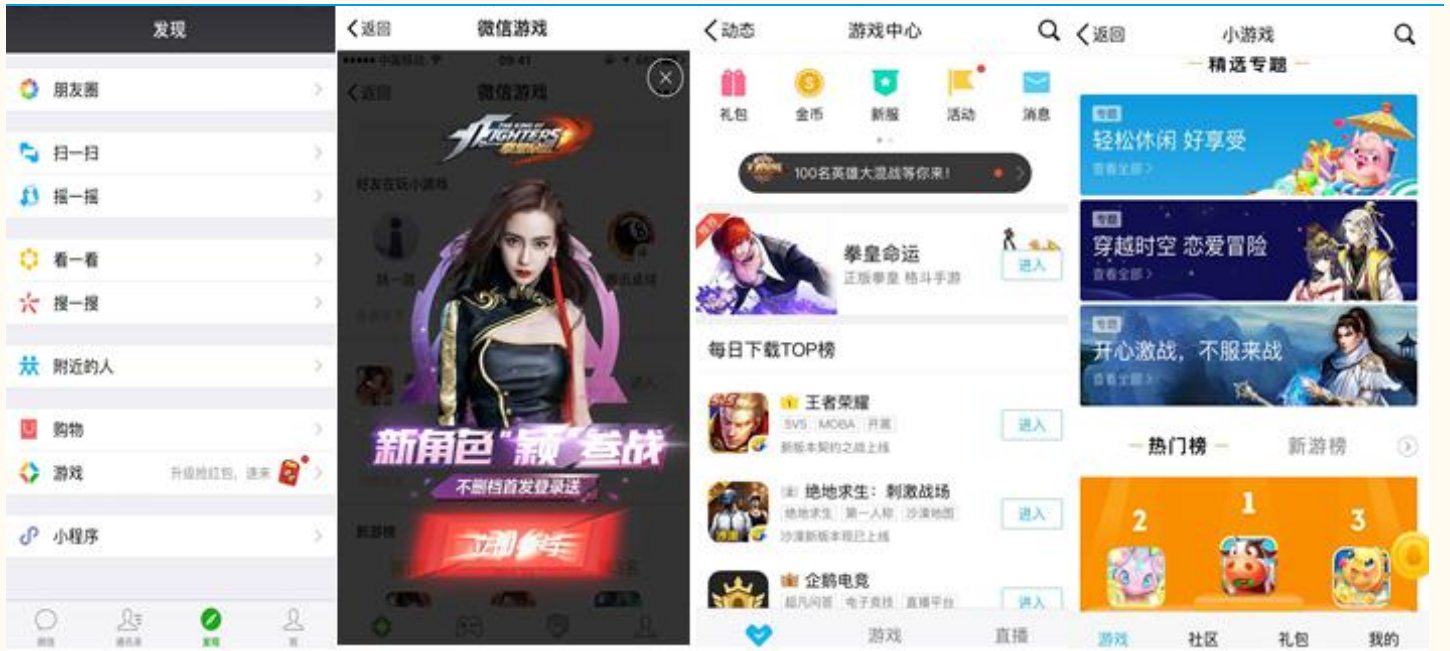
图表 8：重点游戏厂商 iOS 排名比较（腾讯代理 v.s 公司发行）

			近一个月 畅销榜排 名均值	近三个月 畅销榜排 名均值	年初至今 畅销榜排 名均值	近一个月 免费榜排 名均值	近三个月 免费榜排 名均值	年初至今 免费榜排 名均值
盛大游戏	腾讯代理	龙之谷	53	43	42	628	525	476
		传奇世界	114	104	88	762	602	618
	自主发行	辐射：避难所	500	517	NA	845	838	NA
三七互娱	自主发行	永恒纪元	61	58	50	1152	847	649
		大天使之剑 H5	41	39	36	485	289	278
		仙灵觉醒	409	444	439	512	NA	NA
掌趣科技	腾讯代理	传奇霸业	105	86	73	NA	817	711
	腾讯代理	奇迹：觉醒	19	14	11	440	267	211
		魔法门之英雄无敌：战争纪元	73	62	60	1089	1154	1166
	自主发行	大掌门 2	85	70	93	188	283	365

来源：App Store, 国金证券研究所

- 以微信为例，仅仅“发现”一栏的“游戏”二级入口右侧的一个小红点，就可以在一天之内带来 20~100 万新用户；点击进入“游戏中心”界面的首页广告推荐也可以带来每日几十万的用户。手机 QQ 动态中的游戏小红点、游戏中心推广也同样可以带来可观的流量。此外，腾讯旗下的新闻、视频等应用虽然不直接对游戏导流，但是可以起到联动造势的作用。最后，腾讯还拥有重要的安卓应用商店——应用宝，从而可以保证游戏的推广、发行、分发全部在内部闭环进行。

图表 9：腾讯微信与手机 QQ 游戏导流入口



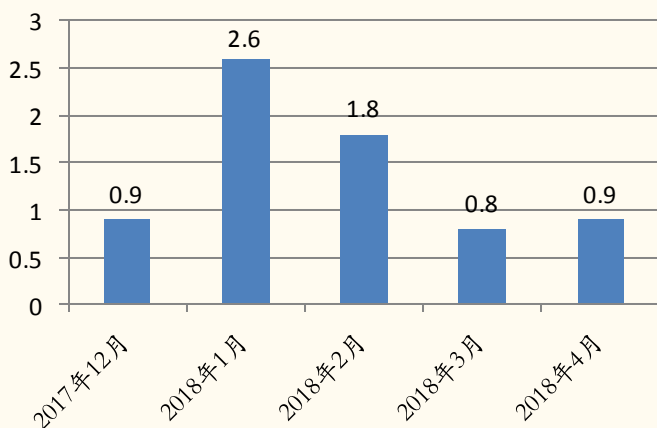
来源：微信，QQ，国金证券研究所

- 腾讯在发行领域的“一家独大”，对优质内容方而言，不一定是坏事：由于腾讯每年发行的手游数量有限，它当然希望每一款游戏都成为爆款，对游戏质量的要求非常高。因此，在历史上，腾讯独家代理的产品一般都来自一线大厂，要么具备丰厚的 IP 积累，要么完成度很高。完美世界于 2018 年与腾讯战略合作，本身就代表了腾讯对其研发实力的认可。

垂直细分市场：女性向、泛休闲、二次元

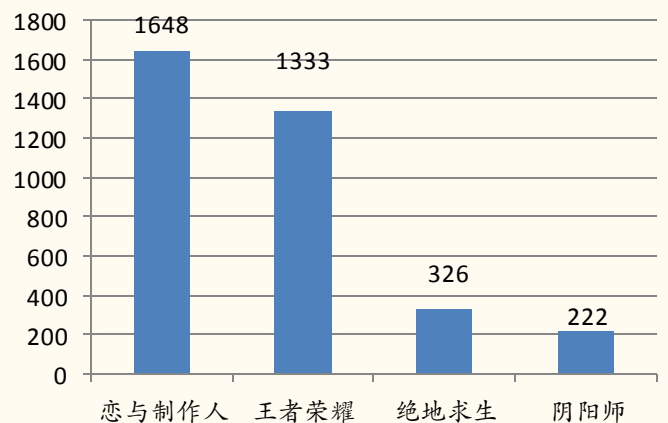
- 近年来，中国手游市场经历了两次大变局：第一次是以网易领军的“端游转手游”浪潮，第二次是腾讯领军的“移动电竞”浪潮。我们认为，2018 年的手游市场迎来了第三次大变局：垂直细分市场做大，手游类型呈现百花齐放的局面，尤其以女性向、泛休闲和二次元游戏最为突出。
- 以女性向手游《恋与制作人》为例，上线第 13 天就冲进畅销榜前十；根据伽马数据的监测，上线前 30 天全平台流水超过 2 亿元。由于该游戏的社交属性较强，引发了持续的社交网络话题：截至 2018 年 3 月，该游戏的微博话题讨论量多达 1648 万条，远超《王者荣耀》《绝地求生》。

图表 10：《恋与制作人》月流水估算（亿元）



来源：伽马数据，国金证券研究所

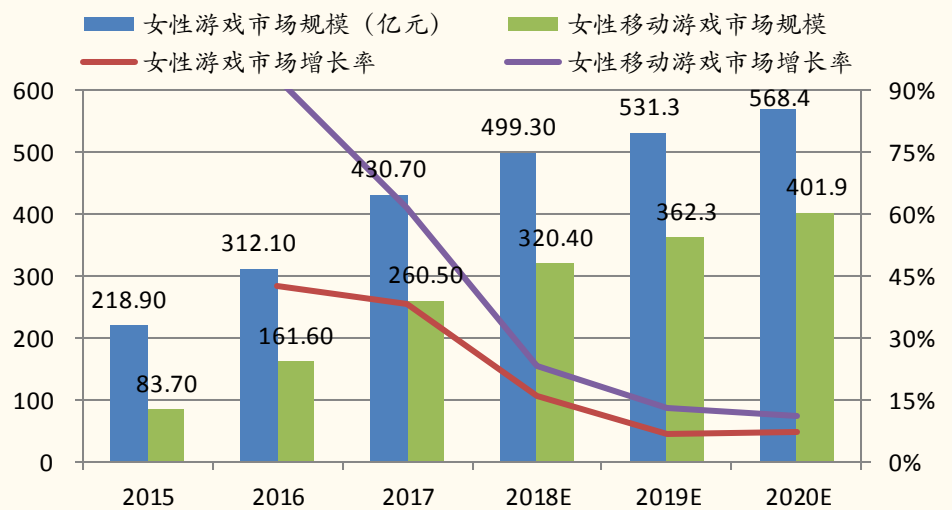
图表 11：2018 年一季度主要游戏微博话题讨论（万条）



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 根据 Talkingdata 的统计，早在 2015 年底，女性用户就占据了我国手游用户总量的 49%。我们估计女性玩家的付费占比远远低于人数占比，这是由她们的游戏习惯导致的。根据友盟数据，2017 年女性玩家最偏好的游戏类型是消除、棋牌、塔防，都是低 ARPU 的休闲游戏。但是，以上趋势正在改变：《阴阳师》《王者荣耀》等重度游戏的女性玩家占比均接近了一半，《恋与制作人》从女性玩家获得了大量收入。
- 根据伽马数据《2018 中国女性游戏研究报告》，2017 年中国女性游戏市场销售收入达到 430.7 亿元，同比增长 38%；其中女性手游市场为 260.5 亿元，同比增长 61%；预计到 2020 年女性游戏市场规模将达到 568.4 亿元，其中女性手游市场为 401.9 亿元。我们认为以上估计还略显保守。女性玩家的付费习惯正在迅速养成，是手游市场下一阶段增长的主力军。

图表 12：中国女性游戏市场规模及增速



来源：伽马数据，国金证券研究所

- “泛休闲游戏”也是一个重要的发展方向。在发达国家，休闲游戏经常进入 iOS 畅销榜前列：2018 年二季度，《糖果粉碎传奇》《决战高尔夫》《梦幻花园》《Pokemon Go》在欧美多个国家进入游戏类畅销榜前 10 名；日本和韩国畅销榜前 10 名一般也有 1-3 个休闲游戏。在主要手游市场当中，只有中国的 iOS 畅销榜前 10 名没有休闲游戏。造成这种现象的原因包括：发达国家的玩家习惯在主机和 PC 端玩重度游戏，在手机端玩休闲游戏；发达国家的人均可支配收入高，为手游付费的习惯养成较早，等等。
- 为了提高休闲游戏的付费渗透率和 ARPU，近年来手游厂商尝试将休闲游戏与重度游戏结合，产生了一批“类休闲”游戏产品：《野蛮人大作战》将休闲与竞技结合起来；《全民岛主》《汤姆猫战营》将模拟经营元素融合进了休闲游戏；《青蛙旅行》在社交网络引发了显著的话题效应。2017 年以前，休闲游戏很难进入中国 iOS 畅销榜的前 100 名；现在，进入前 30 名甚至前 15 名已经很常见。2018 年一季度，腾讯就推出了 4 款休闲游戏。






图表 13: 2017 年以来典型的“休闲”或“类休闲”手游产品

上线时间	游戏名称	类型	免费榜最高	畅销榜最高
2017 年 1 月	地铁跑酷	跑酷	9	426
2017 年 2 月	猎鱼达人	休闲射击	28	111
2017 年 2 月	愤怒的小鸟 2	休闲动作	150	430
2017 年 6 月	纪念碑谷 2	解谜	-	30
2017 年 7 月	野蛮人大作战	大乱斗	242	295
2017 年 9 月	梦幻家园	消除	43	66
2017 年 10 月	我的绿洲	模拟经营	91	650
2017 年 11 月	汤姆猫水上乐园	消除	105	496
2017 年 12 月	凯蒂环球之旅	消除	420	715
2018 年 1 月	全民岛主	模拟经营	97	144
2018 年 1 月	青蛙旅行	放置	1	15
2018 年 2 月	汤姆猫战营	模拟经营	39	464
2018 年 3 月	消除者联盟	消除	1	166

来源: 公司官网, 国金证券研究所整理

- 社交化、模拟经营化、竞技化, 可谓休闲游戏提高收入的三大法宝。腾讯的休闲游戏基本都通过绑定社交链, 实现熟人之间的竞争和合作; “汤姆猫”和“梦幻”系列都在模拟经营元素方面做了很多探索; 至于休闲竞技, 更是近期手游行业最热门的话题之一, 先行者是《球球大作战》。
- 2017 年, 《球球大作战》举办了 9 场重量级的电竞赛事, 其中不仅包含观赏性较高的职业赛, 还有面向全民的城市挑战赛、线上公开赛等。全年赛事累计奖金总额高达近千万元, 邀请到 30 家俱乐部及 3000 多个战队参加。《球球大作战》为休闲竞技取得了“零的突破”, 同类游戏正在迅速跟进, 促使“泛休闲”垂直市场实现可持续的高速增长。

图表 14: 2017 年《球球大作战》赛事布局情况

参赛者	官方赛事	第三方赛事
职业级联赛 参赛者均由职业战队组成 		
全民级赛事 允许符合赛制要求的非职业选手及团队报名参赛 		

来源: 伽马数据, 国金证券研究所

- 二次元游戏的发展空间也十分巨大。2016 年上线的《阴阳师》《FGO》让投资者意识到了二次元玩家的巨大消费潜力; 短短两年之内, 国产二次元游戏已经分化出硬核二次元 (例如《碧蓝航线》)、国风二次元 (例如《云梦四时歌》)、女性向二次元 (例如《梦间集》) 三大分支, 更不要说具备一些二次元美学特征的“泛二次元”游戏 (例如《恋与制作人》《云裳羽衣》)。现在, 手游大厂不仅寻求将优质动漫 IP 开发成游戏, 还积极开发原创二次元 IP, 网易、金山、完美都付出了巨大的努力。
- 当然, 二次元玩家重视 IP、重视运营, 对游戏体验的要求很高, 满足他们不是一件容易的事情。就算是二次元游戏的大本营——B 站, 在《FGO》的运营过程中也犯过很多错误。网易在 2017 年发布的二次元新游戏几乎

都以失败告终，只有《永远的7日之都》稍有成功。要依靠二次元游戏赚钱，不仅要提高内容质量，还要积累运营经验。这就决定了只有精通研发、擅长二次元文化的少数厂商才能在这一领域有所斩获。

- 有趣的是，完美世界在以上几个细分品类都有丰富的产品积累：2017年发布的《梦间集》和今年预计发布的《梦间集天鹅座》都是典型的女性向二次元手游；已经确定由腾讯代理的《云梦四时歌》是国风二次元手游；虽然公司手头的休闲类游戏不多，但是也在利用既有资源，探索休闲竞技市场。总而言之，完美世界是极少数能在多个品类、多个赛道上创新，引领市场潮流的上市游戏公司之一。这得益于公司的基因与文化，也得益于近年来不断加大的研发投入。

图表 15：硬核二次元、国风二次元和女性向二次元游戏代表作



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 此外，完美世界近年来启动了“年轻化”战略，降低玩家群体的目标年龄。公司推出了“就享不一样”的口号，2017年8月在《诛仙》手游一周年活动中强调了产品年轻化，在玩法、题材、付费等方面都贴近新一代玩家。这一代年轻玩家的特点是：喜欢为外观付费，而不仅为数值付费；时间碎片化、喜欢快节奏和轻量级游戏风格；口味多元化，注重个性，等等。在许多游戏厂家还抱着2000年代的重度端游思想做手游的时候，完美世界已经走在市场前面。我们将在下文展开讨论公司的创新能力。

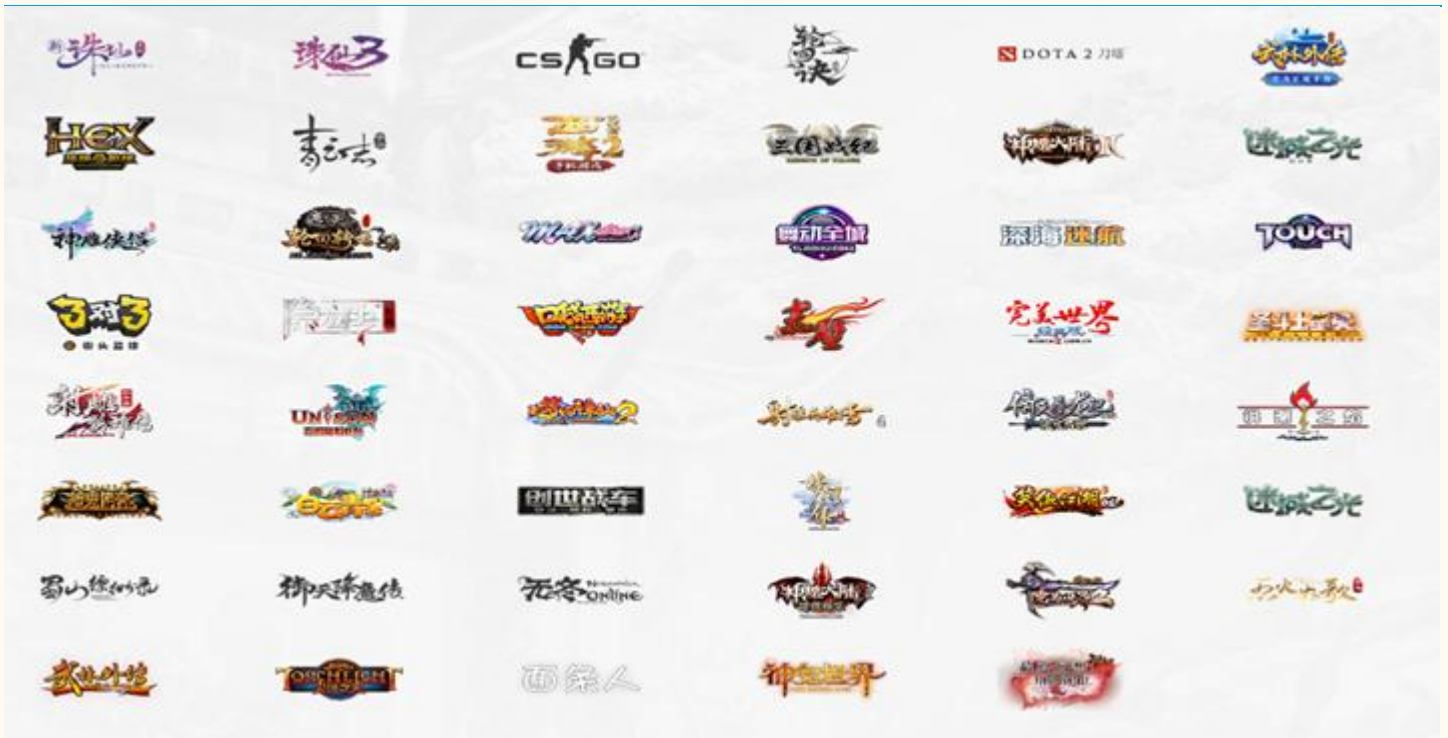
完美世界的血液中浸透着“研发”与“创新”的基因

- 在 A 股上市游戏公司当中，完美世界的研发能力名列前茅；在整个中国游戏产业，完美世界的总体研发水平并不逊色于腾讯、网易两巨头。公司的游戏研发实力涵盖端游、手游、主机三大平台，以及 RPG、SLG、FPS、AVG 等多个品类。此外，公司还具备全球化发展的经验，能够通过海外团队在第一时间吸收最先进的游戏理念。在游戏市场转向“内容为王”的今天，完美世界的研发和创新能力，是实现可持续发展的基础。

全平台、全品类覆盖的强大产品研发体系

- 现有的 A 股上市游戏公司，有的从页游起家，例如三七互娱、游族网络、恺英网络；有的通过并购崛起，例如掌趣科技、世纪华通、金科文化；有的立足于一两个自研爆款 IP，例如吉比特、电魂网络。完美世界的崛起之路比较特殊：它在端游时代就以自研产品著称，而且拥有多个原创或改编爆款 IP。所以，公司的研发基础本来就处于同行领先水平。
- 经过多年发展，公司的游戏产品线实现了“全平台、全品类、全赛道”覆盖。所谓“全平台”，就是覆盖 PC 端、手机、主机三大硬件系统；所谓“全品类”，就是覆盖 RPG、SLG、MOBA、FPS 等几乎所有主流游戏类型；所谓“全赛道”，就是在女性向、二次元、沙盒等垂直、新兴市场提前布局。毫不夸张地说，即便腾讯、网易也未必能做到以上三点。

图表 16：完美世界旗下主力游戏汇总



来源：公司官网，国金证券研究所

- **RPG**：这是完美世界的大本营，也是大部分中国端游厂商的发源地。公司在 PC 端拥有《完美世界》《武林外传》《诛仙》《神雕侠侣》等顶尖自研 RPG，在主机端也有《无冬之夜 OL》《星际迷航 OL》等全球闻名的自研 RPG。进入手游时代，公司的大部分经典端游 RPG 已经改编或正在改编为手游；与此同时，还开发了《轮回诀》《烈火如歌》等原生手游 RPG。RPG 的黄金时期可能结束了，但是它拥有较强的用户黏性和较高的 ARPU，任何主流游戏开发商都不能忽视这一品类。

- **竞技类：**完美世界通过代理《DOTA2》《CS: GO》两款世界级竞技端游，积累了丰富的电竞产品运营经验，而且运营过大型职业电竞赛事。2018年，公司的第一款自研电竞大作《边缘计划》将先后登陆主机及PC端，这是一款类似“吃鸡”玩法的生存FPS游戏。我们认为，公司进军竞技手游只是时间问题，目前在这个市场只有腾讯、网易两家取得过较好战绩，公司比其他竞争对手都有优势，仍然有获胜的机会。
- **女性向：**2017年，完美世界推出了女性向二次元游戏《梦间集》，反应速度快于大部分同行。遗憾的是，《梦间集》虽然美术水平很好，对女性玩家有吸引力，但是并未在商业上大获成功。其中的原因很复杂：《梦间集》作为原创IP，第一部作品的变现设计比较保守、克制；开发时间较短，数据磨合可能存在问题；核心战棋玩法的受众比较有限。公司在分析经验教训之后，将推出《梦间集天鹅座》，继续贴近女性玩家。
- **二次元：**除了《梦间集》，完美世界还在研发国风二次元卡牌RPG《云梦四时歌》，已确定由腾讯代理。该游戏起用《阴阳师》的部分研发人员，力图创造“电影式的深度享受”。腾讯发布的二次元游戏几乎全部来自日本一线动漫IP；《云梦四时歌》能获得腾讯代理，本身就是对质量的肯定。
- **沙盒：**2018年，完美世界宣布开发《新诛仙世界》，这是一款沙盒MMORPG，意在进一步拓宽“诛仙”IP的边界。今年的E3大展上，公司自研沙盒手游《我的起源》获得了国内外媒体的高度关注。此外，公司代理的《深海迷航》就是一款沙盒SLG。沙盒游戏在欧美市场已经成为主流品类，在中国仍处于起步阶段，任何主流开发商都有成功的机会。

图表 17：完美世界旗舰游戏产品一览

	名称	自研/代理	类型
端游	完美世界	自研	RPG
	诛仙	自研	RPG
	DOTA2	代理	MOBA
	CS: GO	代理	FPS
	边缘计划(PC+主机)	自研	FPS
	武林外传	自研	RPG
手游	诛仙手游	自研	RPG
	射雕英雄传 2	自研	RPG
	笑傲江湖	自研	RPG
	梦间集	自研	SLG/RPG
	神雕侠侣	自研	RPG
	轮回诀	自研	RPG
	武林外传手游	自研	RPG
	烈火如歌	自研	RPG
	主机	星际迷航 OL	自研
无冬之夜 OL		自研	RPG
HOB		代理	AVG
深海迷航(PC+主机)		代理	沙盒 SLG

来源：公司公告，国金证券研究所

端游+主机：是收入来源，更是创新的发源地

- 进入手游时代之后，游戏行业的研发重点转向了移动端，很多主流厂商已经没有新款端游的开发计划；完美世界与腾讯、网易一样，是如今还坚持开发新端游的“少数派”。目前，公司已经宣布的端游新产品有MMORPG《新诛仙世界》、生存FPS《边缘计划》等，我们相信这不会是公司最后的端游产品。在主机端，公司拥有庞大的国内及海外研发团队。虽然游戏主机在中国的普及率很低，但是主机在海外市场一直是主流，玩家群体庞大、付费意愿强劲，公司的投入可以在全球范围取得收获。

- 为什么完美世界要在 PC 端和主机平台不断推出新产品？因为这两个平台是游戏行业创新的源泉。近年来手游行业的新主题，从 MOBA 到“吃鸡”，从二次元到沙盒，无不来自 PC 或主机的同类游戏。以 2018 年为例，红极一时的《绝地求生之刺激战场》是端游移植，非对称竞技游戏《第五人格》模仿了 PC 游戏《黎明杀机》，独立游戏精品《灵魂之桥》明显借鉴了主机游戏的“电影化叙事”风格……PC 和主机不但输出 IP，而且游戏品质普遍很高。没有 PC 和主机研发能力，就不可能抢占创新的制高点。

图表 18：从《绝地求生》到《堡垒之夜》，PC 和主机是游戏创新的源泉



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 腾讯、网易两巨头深刻地认识到了 PC 端的指导意义，仍在努力推出自研或代理端游：这个暑期，腾讯的《堡垒之夜》在拓宽“吃鸡”游戏的玩法边界，网易的《逆水寒》则致力于建立“次世代 RPG”的标准。如果以上端游新品获得成功，移植为手游也是顺理成章的。PC 端和主机玩家一般是最硬核、最挑剔的，他们是新玩法的试验者。PC 和主机硬件实力远远强于手机，可供测试最新技术。此外，主机玩家主要分布在发达国家，在主机市场取得成功，就是在海外取得战略立足点。

图表 19：网易的“次世代 RPG 计划”以 PC 为出发点



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 完美世界是腾讯、网易之外，唯一有能力在 PC 端同时开发沙盒 RPG 和生存 FPS 新品的主流开发商；无论以上产品能否成功，它们都将留下宝贵的经验和遗产。我们预计，公司还会将海外团队开发的主机游戏移植到 PC

端，从而维持一年数款的端游新品节奏。虽然公司的总体财力不及腾讯、网易，但是在核心产品上应能与之分庭抗礼。

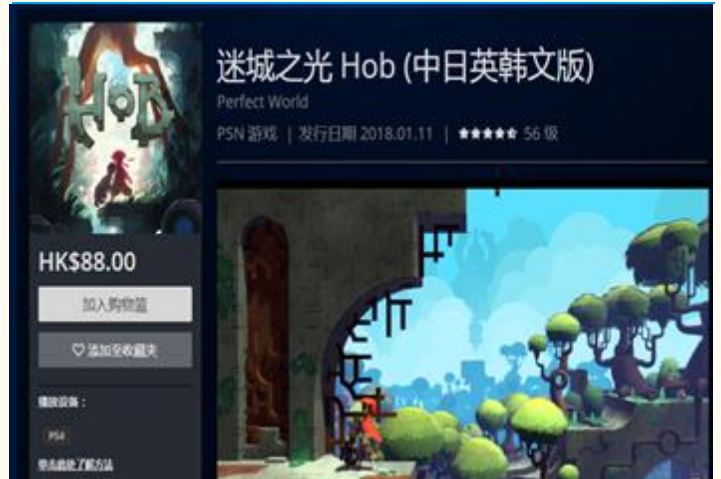
- 在主机平台，完美世界不但在玩法和技术上屡有创新，而且在收费模式上有创新。公司旗下的海外团队 Cryptic Studios 研发的《无冬 OL》开创了主机游戏道具模式收费的先河，在海外大获成功。此外，目前公司已经推出的主机游戏还有旗下 Runic Game 研发的《HOB》PS4 版，Steam 售价 88 港币；代理的《3 对 3 街头篮球》PS4 版和《三国战纪》PS4 版分别为买断型和道具充值型。相比之下，欧美一线大厂从 2017 年才全面尝试道具收费模式，完美世界可谓走在了前面。

图表 20:《无冬 OL》PS4 港服道具售价

传家宝武器包 (中英文版)	星界信物包 (中英文版)	龙海传信包 (中英文版)	北城英雄包 (中英文版)	100 无冬 Zen (中英文版)
HK\$172.00	HK\$103.00	HK\$46-45.00	HK\$516.00	HK\$8.00
3300 无冬 Zen (中英文版)	8800 无冬 Zen (中英文版)	2000 无冬 Zen (中英文版)	4300 无冬 Zen (中英文版)	8800 无冬 Zen (中英文版)
HK\$26.00	HK\$66.00	HK\$138.00	HK\$288.00	HK\$568.00

来源: Playstation Network, 国金证券研究所

图表 21:《HOB》PS4 港服售价

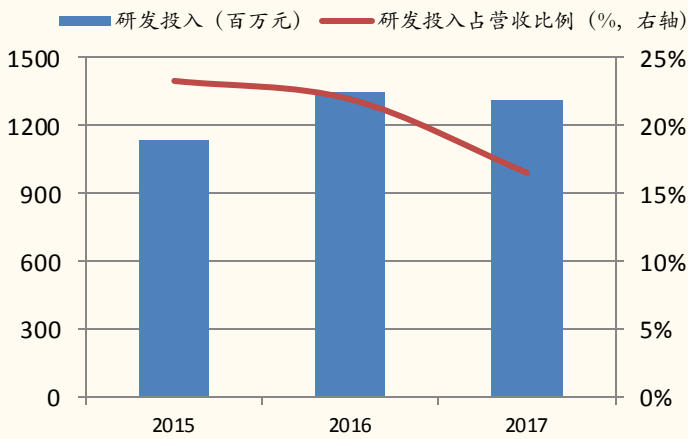


来源: Playstation Network, 国金证券研究所

庞大的研发投入是出品新爆款游戏的基础

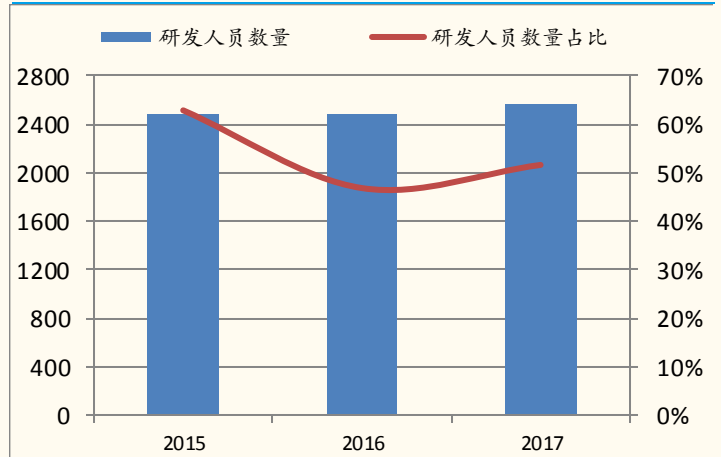
- 研发实力是产品质量的基础，而研发实力是通过人员和投入来建立的。投资者经常问：游戏公司如何确保每年都推出爆款产品？如何提高新 IP、新产品的成功率？答案很简单：虽然花钱不是万能，但是不花钱则是万万不能。完美世界的研发团队和开支在 A 股上市公司中可谓首屈一指；再加上多年积累的经验，其研发实力几乎不可撼动。
- 游戏研发体系上，完美世界采取工作室制：旗下不同工作室负责运营并研发不同类型的游戏，仅主机游戏就有 6 个工作室在负责运营及开发，其中 5 个为海外团队。在手游研发方面，主要分为三个层级：第一层是类似小型平台的项目中心，每个中心下面有多个产品；下一层是工作室，根据游戏类型的进行划分，不同的工作室在不同的类型方向深耕；再往下一层是孵化中心，主要是进行一些创意尝试，团队成员比较年轻，人数也比较少。公司在女性向二次元领域的佳作《梦间集》就来自孵化中心。
- 2015-17 年，完美世界在研发投入上保持稳定：2017 年公司研发投入 13.11 亿元，同比减少 3%，但是比 2015 年高出 15%。公司过去三年研发投入占公司营业收入比例较为稳定，2017 年占比 16.54%，较上年略有下降。公司研发投入主要由内部研发和委托开发两部分组成，2017 年研发费用的下降主要是由于委托开发支出的减少。一般而言，游戏公司对外委托开发的多是美术素材、音乐、技术测试等环节，我们认为这方面投入的暂时下滑不会对游戏质量产生根本性的影响。
- 完美世界的研发人员数量也保持稳中有升，一直占据着员工总数的 50% 左右。2017 年以来，公司的研发团队流动性较低，尤其是在今年与腾讯达成战略合作之后，核心团队的稳定性又有提高。值得一提的是，像完美世界这样主要位于北京的大型游戏公司不多，同一档次的竞争对手多以深圳、广州、上海、杭州等地为大本营；而北京恰恰是中国互联网人才最集中的地区，这就让公司在招徕人才上具备了先天优势。

图表 22: 完美世界 2015~2017 研发投入及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

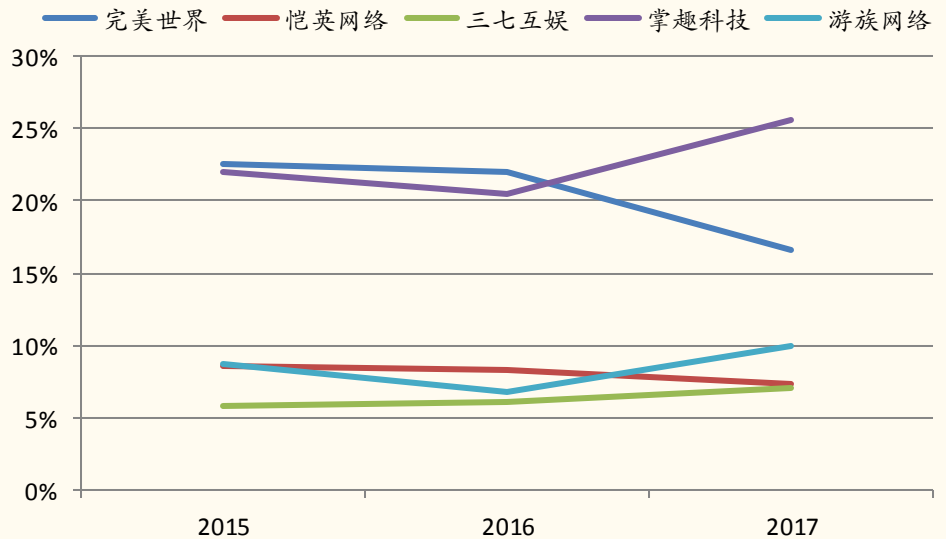
图表 23: 完美世界 2015~2017 研发人员数量及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 完美世界的研发投入和研发费用率, 在 A 股上市游戏公司中处于最高水平, 比同类公司一般高出 10 个百分点以上。2017 年, 只有掌趣科技的研发费用率明显高于公司, 但是前者的总收入远低于公司, 实际研发投入仍然只有公司的约 1/3。当然, 在游戏行业转为“内容为王”的大背景下, 三七、游族等竞争对手都在扩大研发团队、增加研发开支。无论如何, 公司在研发方面的“先发优势”是稳固、毋庸置疑的。

图表 24: A 股主流游戏公司的研发费用率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

完美与腾讯的战略合作：强强联合，各取所需

- 2018年4月22日，腾讯在文创新生态互娱日上，公布了与完美世界合作的《云梦四时歌》《完美世界》手游。我们估计，两款产品都将于2018年内上线，这将是完美与腾讯长期战略合作的起点。这场合作不是权宜之计，更不是无奈的选择，而是在各取所需基础上的强强联合：腾讯需要优质的产品（尤其是RPG），完美需要稳定的流量。与此同时，完美也没有放弃自主发行，而是坚持“两条腿走路”。

为什么完美要让腾讯独家代理旗舰游戏？

- 在主流游戏公司当中，完美世界与腾讯的合作算是相当晚的了。截止2017年，巨人、盛大、畅游、金山、三七、掌趣均已将部分旗舰游戏交给腾讯独家代理；2018年，游族宣布《权力的游戏》将由腾讯独家代理。至此，除了网易，一线游戏公司几乎都与腾讯建立了发行合作关系。此前，公司战略投资的祖龙游戏早已是腾讯的重要内容供应商。
- 为什么要让腾讯独家代理自己的旗舰游戏？因为腾讯有流量、懂内容、善运营，在游戏发行领域几乎一家独大。2018年初以来，腾讯在iOS游戏畅销榜前10名一般占据4-6席，在前20名一般占据10-13席。在腾讯的主力产品当中，自研和代理大致各占一半。腾讯发行的游戏不仅流水普遍较高，生命周期也较长，例如2015年上线的《王者荣耀》、2016年上线的《新剑侠情缘》、2017年上线的《天龙八部》《魂斗罗：归来》《乱世王者》迄今还在畅销榜前列，这是大部分厂商难以想象的。

图表 25：2018年7月12日 iOS 游戏畅销榜前 20 名中的腾讯游戏

排名	名称	类型	来源
1	王者荣耀	MOBA	自研
4	自由幻想	MMORPG	自研
5	乱世王者	SLG	自研
6	QQ飞车	RAC	自研
9	QQ炫舞	音乐	自研
11	魔力宝贝	MMORPG	代理
12	新剑侠情缘	MMORPG	代理
15	天龙八部	MMORPG	代理
17	FIFA 足球世界	SPT	代理
18	魂斗罗：归来	ACT	自研

来源：App Store, 国金证券研究所

- 对腾讯发行的热门手游进行分析，我们会发现：腾讯在竞技、策略、休闲等品类的自研实力较强，而在MMORPG、ARPG、卡牌品类则主要依赖代理。在端游时代，腾讯并没有特别成功的自研RPG，所以缺乏能够移植到手游的IP；在手游时代，腾讯旗下主要工作室的研发精力几乎都没有放在RPG品类，而是致力于其他新兴品类。所以，腾讯需要依靠第三方精品来支撑其RPG产品线，完美世界恰恰是RPG领域的大师。
- 从微信游戏中心的预约情况可以看到：截止2018年7月，微信平台预约量最大的10款游戏有6款是代理，其中3款是MMORPG。金山的《剑侠情缘》系列、盛大的《传奇》系列和《龙之谷》、畅游的《天龙八部》都在腾讯代理下取得过畅销榜前三的战绩；我们相信，完美世界的旗舰RPG只要达到较好的质量，也有希望取得类似的战绩。

图表 26：2018 年 7 月微信预约量最大的 10 款腾讯游戏

名称	微信预约量	类型	来源
剑网 3：指尖江湖	150 万	MMORPG	代理
初音未来：梦幻歌姬	115 万	音乐	代理
我叫 MT4	106 万	MMORPG	代理
圣斗士星矢	97 万	卡牌 RPG	自研
剑网 2：剑歌行	90 万	MMORPG	代理
妖精的尾巴：魔导少年	85 万	MMORPG	自研
红警 OL	71 万	RTS	代理
全民冠军足球	69 万	SLG	代理
一起来捉妖	45 万	AR	自研
火影忍者 OL	40 万	卡牌 RPG	自研

来源：微信游戏中心，国金证券研究所

- 当然，腾讯的手游发行体系不是万能的，它基于微信和 QQ 的社交链，比较适合社交性较强、IP 话题性较高、玩法成熟的游戏。总体看来，腾讯平台不太适合创新性、小众性产品。因此，完美世界目前只将《云梦四时歌》《完美世界》两款手游交给腾讯代理，《轮回诀》《武林外传》等多款游戏仍自主发行，《烈火如歌》则尝试与阿里游戏合作。事实上，盛大、金山等与腾讯有长期合作关系的内容方，也没有放弃自主发行。我们预计公司今后会将 IP 热度高、预计 DAU 水平较高的游戏交给腾讯代理，而将创新和垂直细分市场的赛道留给自己的发行团队。

《完美世界》爆款概率很大，《云梦四时歌》探索性较强

- 2018 年 4 月 22 日，腾讯正式宣布代理《完美世界》《云梦四时歌》。我们预计，两款手游均能在今年之内上线，但是定位有微妙的不同：《完美世界》是完美世界公司的旗舰手游、国产 MMORPG 的集大成之作，有望达到 2017 年《天龙八部》、2018 年《奇迹：觉醒》的量级；《云梦四时歌》是探索性很强的二次元卡牌手游，为“完美+腾讯”的二次元版图打下基础。对短期业绩而言，《完美世界》比《云梦四时歌》更重要。

图表 27：端游《完美世界》国际版



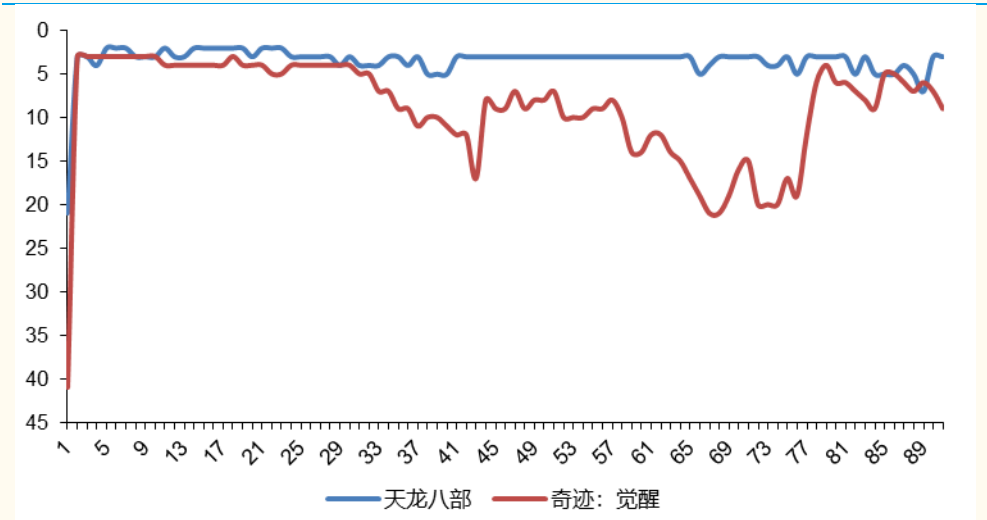
来源：公司官网，国金证券研究所

- 《完美世界》端游诞生于 2005 年，略晚于《梦幻西游》，略早于《征途》，可谓第一代国产 MMORPG 的扛鼎之作。该游戏的特点是使用全 3D、画面水平很高，而且采取了当时不常见的国风美术风格。同一时代的《梦幻西

游》是回合制，而《完美世界》是即时制；《征途》强调 PK 和国战，《完美世界》则不太强调。畅游的《天龙八部》、金山的《剑网 3》端游，此时尚在开发过程之中。因此，这款游戏在早期 MMORPG 玩家心目中，具备特殊的地位，堪称一代 80 后的集体记忆。

- 根据历史经验，像《完美世界》这种量级的端游 IP 一旦移植为手游，几乎肯定会取得较好的市场表现。然而，公司的目标不仅是短期业绩，更是维持 IP 热度、拓宽 IP 边界，所以将《完美世界》的手游移植放在《诛仙》《武林外传》《神雕侠侣》之后。腾讯强大的内部测试系统，能够帮助公司更好地理解玩家需求，在数据上更有针对性地调整。
- 近年来，腾讯发行过多个经典端游移植的 MMORPG 手游，其中大部分市场表现不错。2017 年，《天龙八部》上线首月稳居畅销榜前 3，此后在前 5 停留了很长时间，至今仍经常重返前 10；2018 年，《奇迹：觉醒》上线首月稳居畅销榜前 5，此后波动性较大，但是迄今大部分时间仍处于前 20。当然，腾讯发行的端游移植手游也有不太成功的，例如 2018 年的《传奇世界 3D》，这是由于“传奇”IP 近年推出手游太多导致的。综合看来，只要《完美世界》质量合格，进入畅销榜前 3 的希望很大。

图表 28：《天龙八部》和《奇迹觉醒》上线前 90 天的畅销榜排名



来源：App Store，国金证券研究所

- 《云梦四时歌》是一款以中国传统狐妖文化为背景，融合志怪神话的唯美唐风 3D 卡牌 RPG 手游。游戏以精美的画面和人设为主要看点，配以极强的故事内核，力图加强社交互动性。作为泛二次元作品，《云梦四时歌》在声优方面也是下功夫。5 月 30 日官方公布了游戏的声优阵容，包括曾为《王者荣耀》孙尚香配音的陶典、为《魔兽世界》拉文霍德配音的梁达伟、为《恋与制作人》白起配音的阿杰等。有游戏媒体将《云梦四时歌》称为“国风版的《阴阳师》”，我们认为有一些道理；但是，该游戏肯定会力图避免《阴阳师》过于耗时、BUG 不断、运营不力的缺陷。
- 2017 年，完美世界已经通过《梦间集》试水硬核二次元，不过核心玩法是近年来少见的战棋（SRPG），玩家受众面不算很宽；《梦间集天鹅座》开始向泛二次元玩家扩张。《云梦四时歌》的核心玩法换成现在热门的卡牌 RPG，受众面明显更宽。二次元玩家对游戏的人设、场景、音乐、语音要求很高，这些都是完美世界在历史上的强项。在一个“看脸”的游戏品类，成功的关键就是提高“颜值”。

图表 29：泛二次元卡牌 RPG 《云梦四时歌》



来源：公司官网，国金证券研究所

- 我们认为，《完美世界》手游肩负的使命是在 1-2 个季度内取得较高的收入，并在 4-8 个季度内持续成为公司的旗舰手游，为今后的续作、衍生作品打下基础。《云梦四时歌》的使命是取得一定量级的收入、创造新 IP、为公司的泛二次元布局打下良好的基础。我们相信这两款游戏都会取得一定程度的成功，但是《完美世界》的地位明显更重要。

“完美 + 腾讯”的战略合作在长期将如何发展？

- 必须承认：虽然“完美 + 腾讯”的战略合作关系在 2018 年 4 月才正式结成，发展速度却很快。《云梦四时歌》已经开始在微信、QQ 平台预约；《完美世界》手游于 6 月 10 日-15 日开始发放第一批 2500 名内测资格，虽然现在尚未开始内测，但是暑期进行的可能性极大。我们认为，腾讯对于这一战略合作体现了充分的诚意、极高的效率。

图表 30：《完美世界》手游宣布腾讯代理之后的大事记

时间	事件
4 月 22 日	腾讯正式在 UP 文创新生态大会上宣布代理《完美世界》手游
5 月 29 日	《完美世界》微信公众号、微信圈子、兴趣部落全面升级
6 月 8 日	《完美世界》手游进行官方大规模问卷调查
6 月 10-15 日	开始发放《完美世界》手游内测资格
6 月 27 日	第一批 2500 名内测资格公布
7 月 15 日-30 日	《完美世界》手游社团玩家团公开招募
未定	第一批内测正式展开

来源：游戏官网，国金证券研究所

- 完美世界是一家端游起家、自研为本的游戏厂商，这就意味着在流量经营和市场推广上存在一定的软肋。近年来，公司一直在学习手游时代的买量模式，但是与腾讯自身的流量资源有很大差距。与此同时，作为传统的重度 RPG 大厂，公司的用户基数有限，没有运营大 DAU 产品的经验，在用户数据深度上与腾讯不在一个量级。与腾讯合作，不仅可以获得充裕的流量，还能通过用户数据进一步磨炼游戏、强化内容。
- 在 2017 年 11 月的腾讯全球合作伙伴大会上，腾讯互动娱乐事业群(IEG)的管理人员反复强调：希望看到合作伙伴以内容为本，贡献优质游戏；腾讯的任务是尽可能公平、公正地分配流量。腾讯手游精品线每年发行的产品

有限，只有尽可能地发布优质产品，才能确保腾讯流量最大限度地变现。作为优质游戏研发商，完美世界必然受到腾讯的重视。

- 2015 年，盛大游戏让腾讯代理《热血传奇》手游，此后腾讯入股盛大并代理了《龙之谷》《传奇世界》等手游；2016 年，西山居让腾讯代理《剑侠情缘》手游，此后腾讯入股西山居并代理了三款“剑侠”题材手游。完美世界的 IP 和产品储备并不逊色于盛大、金山，我们预计公司不仅将复制竞争对手的成功经验，而且将走出自己的发展道路。

图表 31：2017 年腾讯全球合作伙伴大会反复强调“内容，内容，内容”



来源：公司官网，国金证券研究所

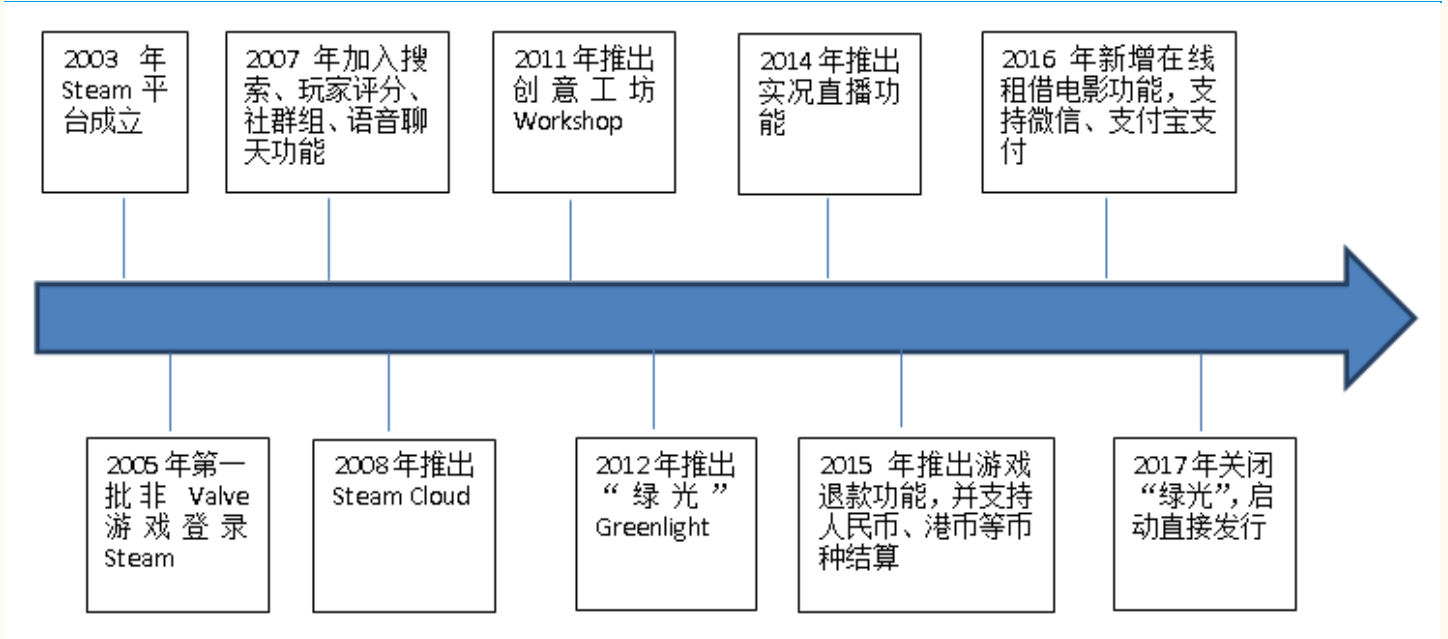
运营 Steam 中国区：长期意义大于短期影响

- 完美世界于 2018 年 6 月 11 日与 Valve 签署协议，建立 Steam 中国，负责中国大陆地区 Steam 运营。具体合作方式如下：完美世界在中国大陆建立、运营及推广 Steam 中国；Valve 公司提供软件授权、商标授权及相关技术支持；完美世界负责将 Steam 海外游戏产品引进 Steam 中国并进行本地化，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。我们认为这一举动的短期影响有限，但是长期意义深远。

Steam 商业模式解构：全球性的 PC 游戏分发渠道

- Valve 公司于 2003 年创立 Steam 作为 PC 数字内容的分发渠道。Steam 通过多年发展，已经成为了开发者直接向玩家发布游戏内容的平台，同时也是数百万玩家的游戏娱乐社区。Steam 的收入来源主要是付费游戏分成收入、付费道具分成收入，以及一部分硬件销售收入。
- 在漫长的演化过程中，Steam 的社区性日益加强，成为 PC 游戏玩家评论交流的大本营；推出了云存储、直播、语音聊天功能，甚至拓展到了电影等品类。但是，Steam 的核心仍然是 PC 游戏分发渠道。如果说 iOS App Store 是最大的移动应用商店，Steam 就是最大的 PC 应用商店。

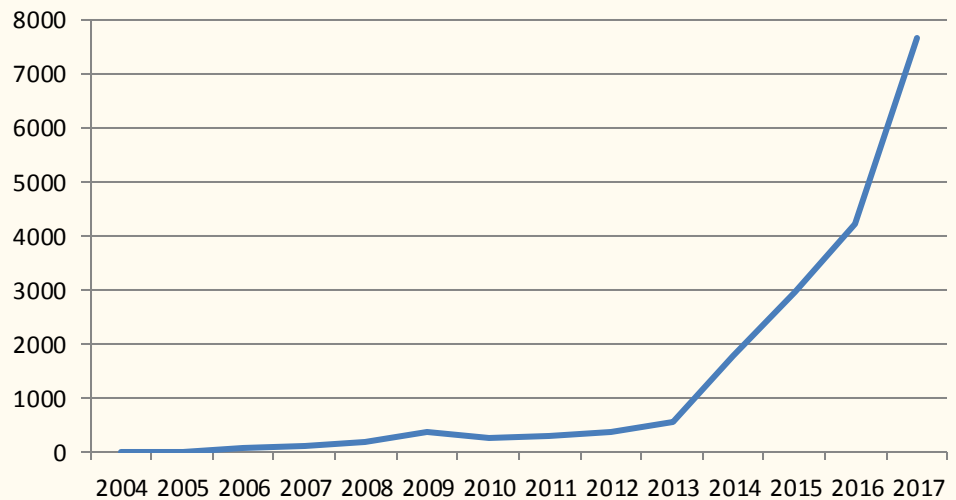
图表 32：Steam 的发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所整理

- Steam 不是没有竞争对手：微软、EA、Ubi Soft 等游戏业界巨头都有自己的数字发行平台；Steam 的胜利主要得益于平台的开放性、内容的多元化。公司于 2012 年推出的“绿光”计划，就是由玩家选出愿意花钱的游戏，在 Steam 上发行。“绿光”计划大大降低了发行门槛，为优秀的独立开发者提供了良好的平台。但是由于“绿光”计划发行成本过低，后期出现了一些低质量的游戏上架，甚至出现拉票现象，与初衷背道而驰。最终平台于 2017 年 6 月关闭了“绿光”计划，采用直接发行模式。
- 在直接发行模式下，开发者只需要支付 100 美元即可在 Steam 上发行游戏，而当玩家为该上架游戏花费超过 1000 美元时，Steam 就会退还开发者这 100 美元。与“绿光”的投票上架相比，直接发行的准备阶段由 B2C 变为了 B2B，这可以极大程度的促进平台游戏上架的效率。根据 Steamspy 公布的数据，在 2017 年 6 月，Steam 启动直接发行后，平台发行的游戏数量暴增，6 月至 9 月，新上架游戏就多达 1300 款。

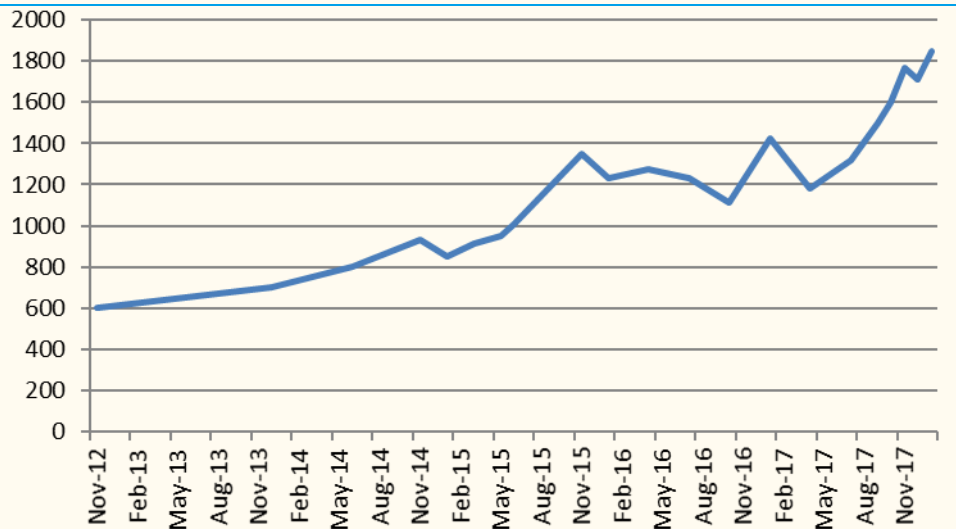
图表 33: 2004-2017 年 Steam 平台推出新游数量



来源: Steamspy, 国金证券研究所

- 近年来, Steam 平台在线人数维持着较快增长。2017 年 11 月, Steam 平台在线玩家峰值达到 1770 万; 2018 年 1 月, 这一纪录就被打破, 在线玩家峰值达到了 1850 万。庞大的用户群体为平台实现收益稳定性提供了保障。实体游戏发行渠道在发达国家日薄西山, 在中国更是从来没有成为主流; Steam 作为最大的数字发行渠道, 几乎一统天下。

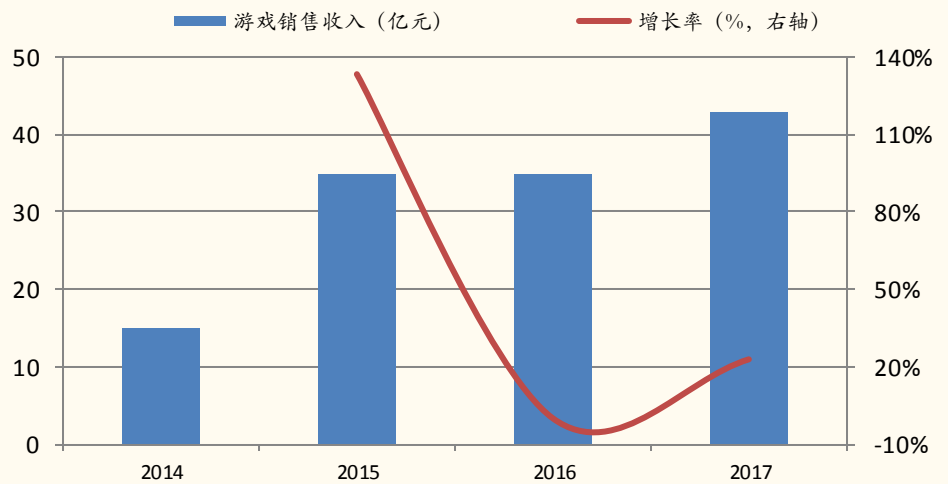
图表 34: 2012-2018 年 1 月 Steam 平台峰值用户数



来源: 《2017 Steam 白皮书》, 国金证券研究所

- 根据 Steamspy 的统计, 2014-2016 年 Steam 平台付费游戏销售收入分别为 15 亿、35 亿、35 亿美元。2017 年平台共售出游戏 5.3 亿份, 同比增长了 56%; 实现收入 43 亿, 同比增长 23%, 势头惊人。手机游戏、免费游戏(依靠内购收费)的发展, 不可避免地对 Steam 构成了一些冲击, 但是 Steam 也在积极拥抱免费模式, 并推出自己的硬件。
- 除了常规销售之外, Steam 平台还会推出 4 次大型特惠活动, 分别为夏季特惠、秋季特惠、感恩节特惠以及冬季特惠。除了极少现象级游戏不参与折扣之外(例如中国区《绝地求生》), 大部分游戏的销量会因为折扣活动得到大幅提升。Steam 平台提供的折扣最高甚至可以达到 90%, 不但激发玩家的“囤货欲”, 而且提升他们对 Steam 的归属感。

图表 35: 2014-2017 年 Steam 平台销售收入(美元)



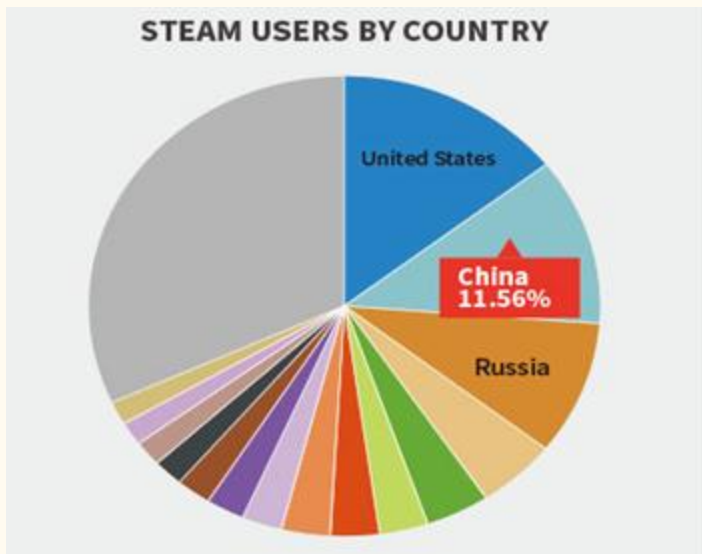
来源: Steamspy, 国金证券研究所

- 与社交网站类似，Steam 的用户拥有个人展示页面，提供留言、聊天等功能。除此之外还有直播功能和鼓励玩家发挥想象进行创作的“创意工坊”。这些都极大的提高了平台的社交属性。丰富的社区功能不仅增强了用户黏性，还使得游戏厂商有机会参与用户讨论、获取用户反馈、改进游戏内容。事实上，很多独立游戏都是先发布试玩版，在 Steam 平台与玩家深入互动，再发布正式版。厂商和玩家都受益于 Steam 提供的社交功能。

Steam 中国：玩家众多，价格低廉，重在战略价值

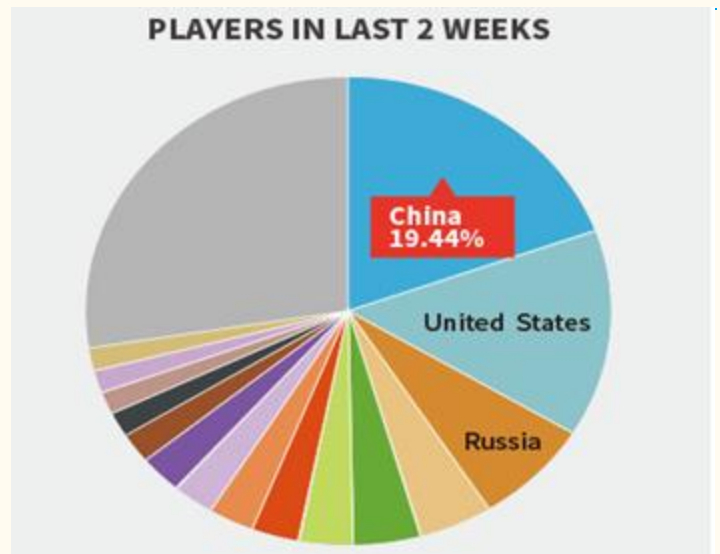
- 根据《2017 Steam 白皮书》，2017 年 Steam 中国区活跃玩家数达到 3200 万，同比增长一倍，位列全球第二，占 Steam 平台用户数的 11.56%；中国区人均拥有游戏 11.25 个，两周内平均游戏时间近 31 小时。相比之下，2016 年中国只贡献了 Steam 总用户的 5.61%。在一年之内发生这么大变化，主要原因显然是《绝地求生》。但是，用户注册了 Steam，肯定不会仅仅关注《绝地求生》，其中很大一部分会转化为长期用户。

图表 36: Steam 平台用户占比



来源:《2017 Steam 白皮书》,国金证券研究所

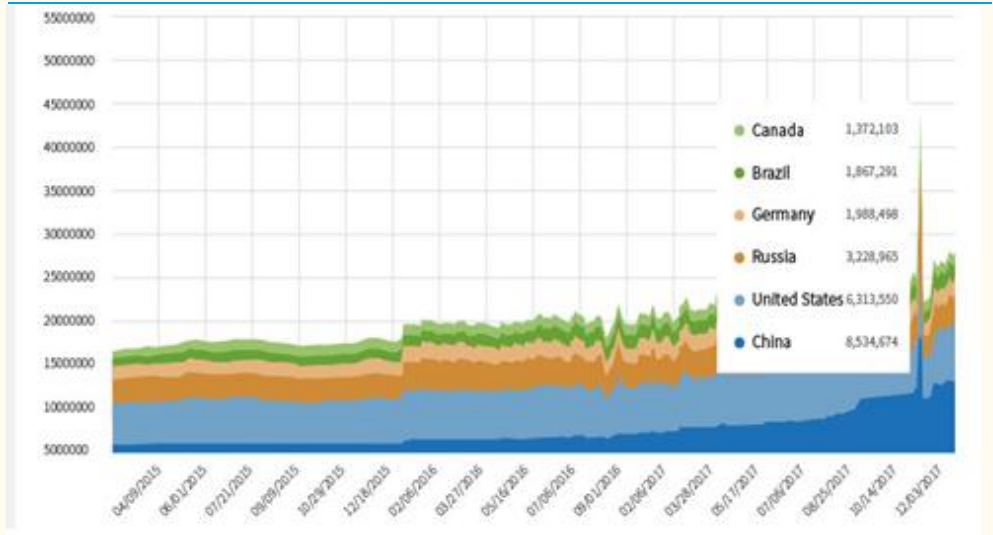
图表 37: Steam 平台 2017 年末两周活跃用户占比



来源:《2017 Steam 白皮书》,国金证券研究所

- Steam 中国区的用户数只是世界第二，落后于美国；但是活跃用户数却是世界第一，比例高达 19.44%。根据 Steamspy 的监测数据，截止 2017 年底，中国区活跃玩家数达到 853 万，远超第二名美国的 631 万。而且，这一统计数据没有考虑到，中国大部分网吧都默认打开 Steam，以便玩家随时启动游戏。换句话说，Steam 中国区的 853 万活跃账户可能对应着几千万个体玩家，真实渗透率已经很高了。

图表 38：主要国家 Steam 平台活跃用户数监测



来源：《2017 Steam 白皮书》，国金证券研究所

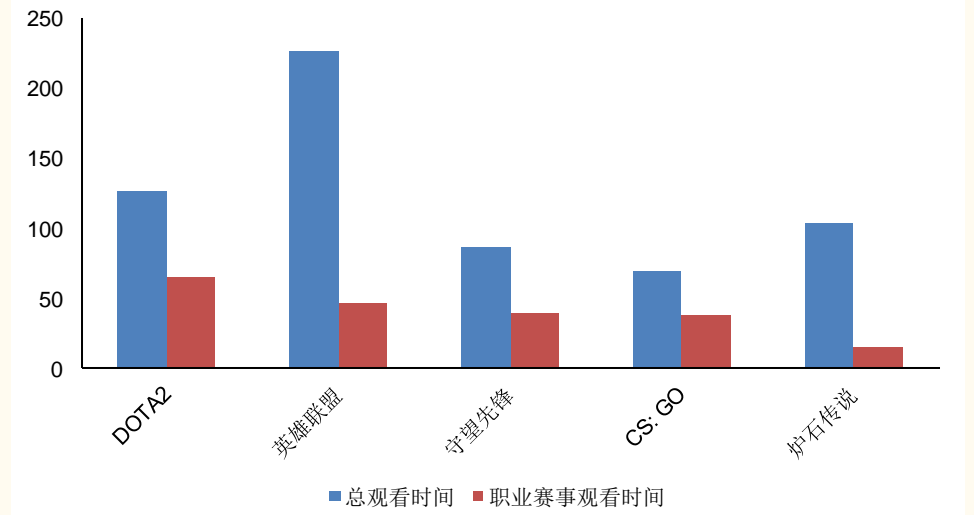
- 然而，投资者不应过分高估 Steam 中国区的收入：在 Steam 的定义中，中国和俄罗斯、巴西等发展中国家一样，属于“低价区”，打折活动很多，甚至经常出现相对于发达国家有 80-90%折扣的现象。我们估计，2017 年中国区最多只为 Steam 贡献了全球 5% 的销售额。而且，作为应用商店，Steam 只从销售额中抽取一定数量的渠道扣点。我们估计，即便按照乐观假设，Steam 中国区的净收入也只有几千万美元。
- 目前，完美世界代理 Steam 的详情还没有信息披露。Steam 的离岸站点是否能继续被中国玩家访问？Steam 中国区的定位是“海淘平台”还是“国内游戏发行平台”？需不需要对现有游戏逐一补充审核流程？完美世界与 Valve 的分账模式如何？这些都是未知数。总而言之，我们认为 Steam 中国在 1-2 年内不会成为公司的主要增长引擎。
- 对于完美世界来说，运营 Steam 的意义主要是战略上的。一方面，Steam 会使国内玩家接触到更多的国外优质游戏内容，丰富国内游戏市场，提高完美世界的品牌认知度和美誉度。另一方面，Steam 中国的推出降低了国内游戏海外发行的门槛，为 PC 游戏出海提供了更为便利的渠道。完美世界还可以通过主持创意社区、促进玩家与厂商交流的方式，发掘新兴游戏制作团队，将其收归麾下或进行战略投资。
- Steam 中国与腾讯的 WeGame 的定位并不重叠。目前，WeGame 共有 218 款游戏，而 Steam 已经拥有数万款游戏。Steam 的卖点是庞大的游戏内容库、良好的社区氛围和创新性，WeGame 的卖点是少数爆款游戏和腾讯的社交链。我们认为，在短期两个平台不会产生激烈的正面竞争。

与 Valve 的合作是完美在电竞市场发展的基础

- 完美世界能拿下 Steam 中国区的运营权，离不开与 Steam 母公司 Valve 的合作关系：Valve 的拳头产品《DOTA2》《CS: GO》在中国均由完美世界代理。从玩家人数和收入看，《DOTA2》远不及腾讯代理的《英雄联盟》，《CS: GO》也比不上腾讯代理的《穿越火线》。然而，从电竞运动的角度看，这两款游戏有深远的战略意义。

- 根据 Newzoo 的统计，2018 年二季度，《DOTA2》名列全球电竞总观看总时长第二名、职业赛事观看时长第一名；《CS: GO》名列总观看时长第四名、职业赛事观看时长第四名。在 MOBA 品类，虽然《英雄联盟》的总热度明显更高，其职业赛事的吸引力反而不如《DOTA2》；在 FPS 品类，只有《守望先锋》能对《CS: GO》构成显著威胁。

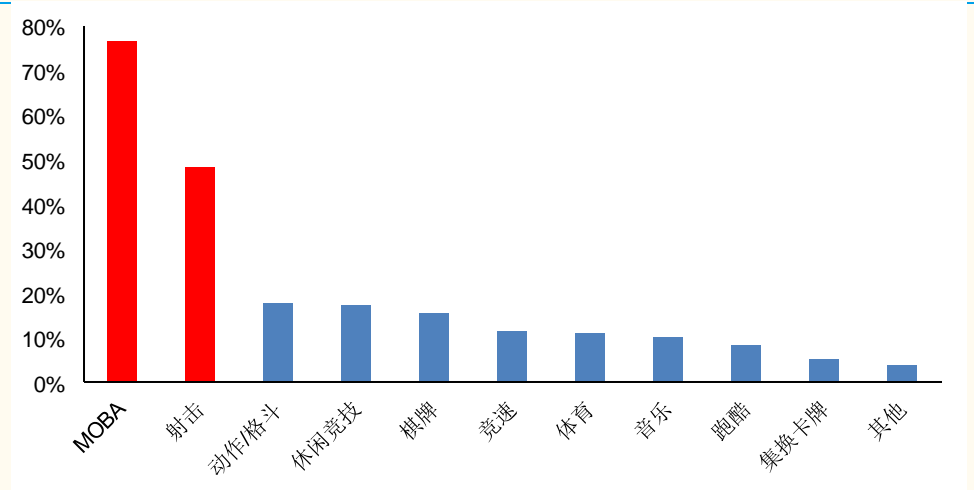
图表 39：2018 年二季度全球电竞游戏观看时间排名（百万小时）



来源：Newzoo，国金证券研究所

- 腾讯企鹅智库的研究显示，中国用户最希望看到的电竞赛事是 MOBA 类和射击类。在这两个品类，腾讯都是毫无争议的王者，完美世界与网易并列第二集团的领先地位。任何人都很难撼动腾讯的领先地位，但是腾讯不可能独吞市场。代理 Valve 旗下的两款国际主流电竞游戏，不但使完美世界拥有了深厚的电竞运营、媒体推广经验，也为其自主研发电竞游戏打下了基础。我们相信，未来中国电竞市场的总规模将是千亿级别的，公司即便只能获取少量市场份额，绝对数量也不可小视。

图表 40：2018 年中国用户最希望观看的电竞赛事品类



来源：企鹅智酷，国金证券研究所

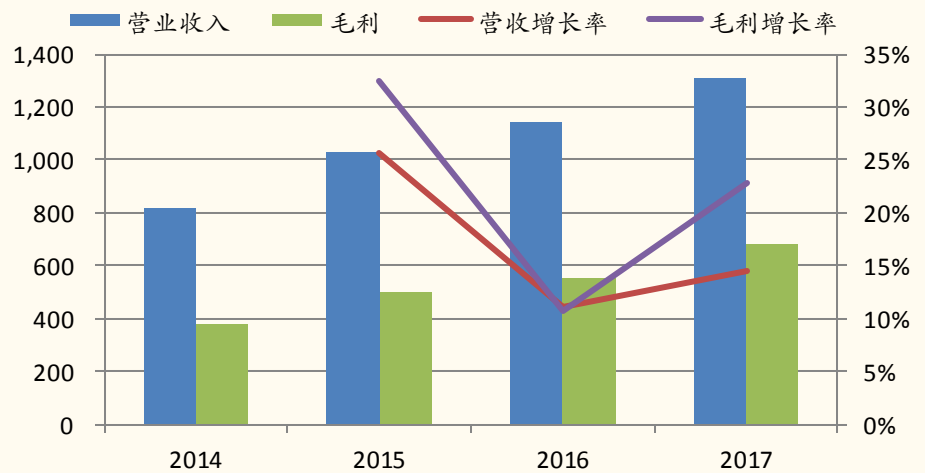
完美世界影视业务：储备丰富，增长稳定

- 除了游戏，影视也是完美世界的主营业务。2017年，公司拥有电影、电视剧、院线、综艺及艺人经纪等业务，其中院线业务将于2018年拆分。影视相关业务为公司贡献的收入比例远低于游戏，毛利率也低于游戏，但是这并不意味着影视业务没有价值。我们认为，在视频平台内容投入飙升的大背景下，影视业务能够保持稳定的增长，而且具备一些战略价值。

近年来公司影视业务增长稳定

- 2017年，完美世界电影、电视剧、综艺及艺人经纪（不含即将剥离的院线业务）实现营业收入13.07亿元，同比增长14.5%；实现毛利678.54百万元，同比增长22.8%。公司在影视业务方面基于精品战略，不盲目追求规模扩张，制作团队多为业内资深人士，项目储备精良。

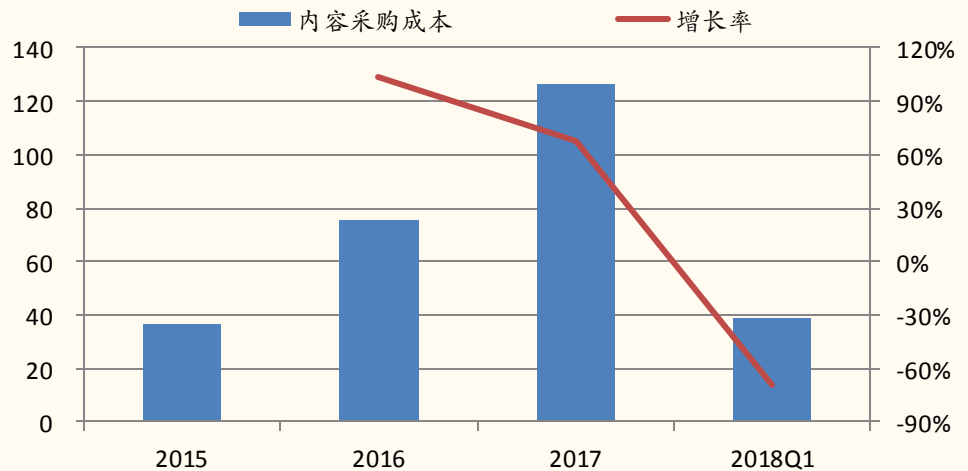
图表 41：公司影视业务收入、毛利及增速（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 电视剧业务是完美世界影视业务的主体，2017年为公司贡献了11.28亿元的收入。有投资者担心，视频平台的剧集采购高峰期已经过去，我们认为这种担心是没有道理的。以爱奇艺为例，2017年内容成本达到126.2亿元，同比增长67.3%。2018年Q1内容成本达38.68亿元，同比增长54%；该季度内容成本占收入的比例达到79.8%的历史最高点。我们预计，爱奇艺、腾讯视频、优酷三家2018年的内容投入增速都将达到或接近50%。

图表 42：爱奇艺内容采购成本（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2015 年以来，三大视频平台的自制剧目数量越来越多、投入越来越大。我们认为，这种趋势对完美世界这样的剧集制作公司也没有太大影响：所谓“平台自制剧目”，一般是由视频平台出资并拥有版权、剧集公司负责制作，并不改变剧集公司在内容生产过程中的主导地位。在现金流方面，平台自制模式对剧集公司有利，因为平台一般会垫付制作资金。我们认为，未来 2-3 年对完美世界这样的一线剧集公司而言仍然是黄金时期。

顶级团队打造，项目储备丰富

- 完美世界的影视业务不是“资本驱动型”或“渠道驱动型”，而是“主创人员驱动型”。公司拥有鑫宝源、完美建信、完美蓬瑞、华美时空、江河工作室等五大工作室，深度绑定赵宝刚、郭靖宇、刘江、滕华涛、吴玉江&何静等业内资深主创人员，他们在电视剧制作方面经验丰富、行业资源深厚。在五大工作室之中，江河工作室以制片人为中心，另外四个都以导演为中心。此外，五大工作室都有多个知名签约艺人，用于担纲本工作室的大作。

图表 43：完美世界旗下主要影视工作室

工作室	代表主创	代表作品	签约艺人
鑫宝源	赵宝刚	《深海利剑》 《青年医生》 《奋斗》 《北京青年》 《像雾像雨又像风》等	王子文、任重、安悦溪
江河工作室	何静、吴玉江	《神犬小七》 《神犬奇兵》 《麻辣女兵》等	汪洋、王煜
完美建信	郭靖宇	《火蓝刀锋》 《射雕英雄传》(2017) 《大秧歌》等	于毅、杨志刚、张少华
青春你好	丁仰国	《思美人》 《冰与火的青春》 《爱在星空下》	苑子文、苑子豪、李雨轩

来源：公司官网，国金证券研究所

- 在电视剧方面，完美世界先后推出过《咱们结婚吧》《青年医生》《射雕英雄传》《思美人》等大剧，近期推出的《我的！体育老师》《归去来》的收视率及视频网站点击量均表现不错。网剧《灵魂摆渡》系列、《忽而今夏》

也获得了点击和口碑的双丰收。《忽而今夏》是为腾讯视频定制的纯网剧，已于今年4月19日上线，VIP独播。截至目前累计点击量已经达到16亿；豆瓣评分8.0，远高于其他青春题材网剧以及同期播出的其他网络剧。

- 纵观完美世界出品过的电视剧、网剧，以A级和小S级为主，较少有“超S级”大作。所以，有些投资者误以为公司无法制作“顶级大剧”。事实上，像《如懿传》《长安十二时辰》这样的“超S级”大剧，每年寥寥无几，成本高昂。对于任何剧集公司而言，脚踏实地永远比好高骛远重要，少数超一线大作与多部一线、二线力作的结合才是王道。

图表 44：完美世界出品网剧大作《忽而今夏》



来源：公司官网，国金证券研究所

- 在电影方面，完美世界与好莱坞“六大”之一的环球影业合作，参与出品的《至暗时刻》《魅影缝匠》《维多利亚与阿卜杜勒》在第90届奥斯卡中获得包括最佳导演、最佳男主角在内的14个提名，近期上映的《侏罗纪世界2》备受好评，在大陆地区上映15天票房突破15亿；在国内，公司参与出品的张艺谋新片《影》暂定今年国庆档上映。公司打造的经典IP“灵魂摆渡”系列的首部大电影《灵魂摆渡·黄泉》于2018年2月1日在爱奇艺正式上线，仅2月份单月，电影的点击量过亿，上线27天分账受益突破3000万，是目前网络大电影分账最快突破4000万的作品，创造了网大的新票房成绩。在综艺方面，公司参与投资制作了《向往的生活》《欢乐中国人》《跨界歌王2》等作品，取得了不错的全网点击率。

图表 45：完美世界出品电影、网大、综艺作品



来源：公司官网，国金证券研究所

- 除上述已播出的作品外，完美世界2018年仍有许多优质影视项目储备，且公司所占投资比例较高，预计大部分可在年内可收入。在整个影视行业，

同时在电视剧、网剧、电影、综艺等品类有佳作的公司并不多，完美世界已经走出了一条精品化、主创人员本位的发展道路。这条道路与公司在游戏行业秉承的“研发至上”原则不谋而合。

图表 46：2018 年完美世界主要影视节目出品计划

电视剧

序号	项目名称	进度	备注
1	《爱在星空下》	完成制作	
2	《幸福的理由》	完成制作	
3	《西夏死书》	后期制作中	
4	《勇敢的心 2》	后期制作中	
5	《最美的青春》	后期制作中	郭靖宇监制
6	《忽而今夏》	已播出	腾讯视频 VIP 独家播出，豆瓣评分 7.9，累计播放量突破 15 亿；
7	《香蜜沉沉烬如霜》	后期制作中	同名网络小说改编，邓伦、杨紫主演；
8	《壮志高飞》	后期制作中	陈乔恩、郑恺、朱梓骁主演；以航空专业人员为背景的作品
9	《半生缘》	后期制作中	刘嘉玲、蒋欣、郭晓冬等主演
10	《不婚女王》	杀青	3 月 31 日全剧组上海杀青，滕华涛监制，佟丽娅、张亮等主演；
11	《绝代双骄》	拍摄中	胡一天、陈哲远主演，与华策影视联合出品；
12	《山越不知心底事》	拍摄中	宋茜、欧豪主演；
13	《一号文件》	拍摄中	改革开放 40 周年献礼剧，已于 3 月 16 日开机；

电影

1	《影》	后期制作中	张艺谋导演作品，邓超、孙俪、郑恺、王千源、胡军等主演，定档 2018 年暑期；
---	-----	-------	---

综艺

1	《极限挑战 4》	已播出	已于 4 月 29 日在东方卫视播出，并同时在优酷、腾讯、爱奇艺三大视频网站播出，累计播放量 13.1 亿；
2	《向往的生活 2》	已播出	已于 4 月 13 日在湖南卫视播出，并同时在芒果 TV、爱奇艺网络播放，累计播放量 5.4 亿；
3	《无限歌谣季》	已播出	已于 4 月 21 日在江苏卫视播出，并在爱奇艺、腾讯视频播出，累计播放量 2.5 亿；

来源：公司公告，国金证券研究所

影游联动：不是灵丹妙药，也不一定是“伪命题”

- 完美世界同时拥有强大的游戏和影视业务，那么两块业务之间能否产生实质性的战略协同？“影游联动”这个词被讨论了很多年，有人视之为伪命题，也有人还对其抱有希望。我们认为，“影游联动”在 2-3 年内不太可能成为行业内的通例，完美世界开展影视业务也不是为了“影游联动”；但是，也不能简单粗暴地将其视为“伪命题”。
- 2015 年的《花千骨》可谓影游联动的第一个胜利果实，也是迄今的巅峰战例：在电视剧红遍全国的同时，爱奇艺发行的同名手游进入畅销榜前 10，我们估计峰值月流水不低于 2 亿。《琅琊榜》《芈月传》《楚乔传》等超级大剧也想仿效，但是它们的衍生手游均以失败告终。2018 年，完美世界开发的《烈火如歌》手游也只是短暂进入畅销榜前 10。

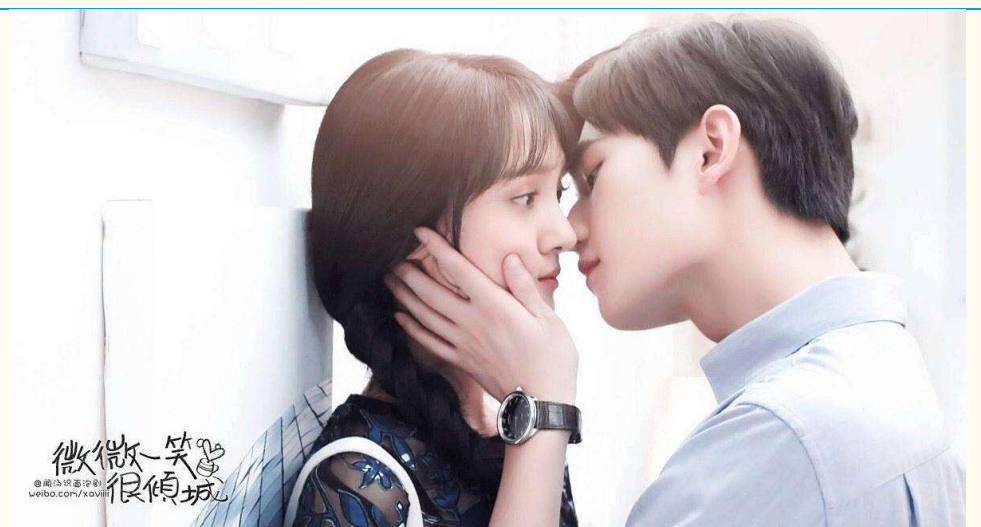
图表 47:《花千骨》至今仍是影游联动的巅峰之作



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 《微微一笑很倾城》则是另一种“影游联动”模式的翘楚：网易游戏《倩女幽魂》在其中进行深度植入，直接导致了流水的大幅度上升。然而，这种深度植入是可遇不可求的：《微微一笑很倾城》讲述的是程序员的成长经历，恰好与网络游戏合拍。要找到类似的植入机会，难上加难。

图表 48:《微微一笑很倾城》可谓影游联动的无心插柳之作



来源：剧集官网，国金证券研究所

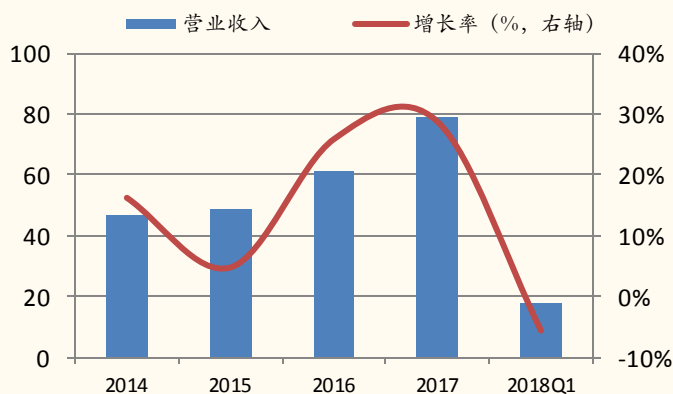
- 完美世界意识到了以上问题，极少基于“影游联动”制订游戏发行策略。要克服“影游联动”失败率高的魔咒，关键是提高游戏质量，而不是像历史上的失败案例那样专注于“换皮”。只要公司维持在研发方面的投入、满足真实的玩家需求，基于优秀影视剧改编手游的成功率也会提高。无论如何，“影游联动”的定位将是锦上添花，而非雪中送炭。

财务预测与估值

公司业绩回顾

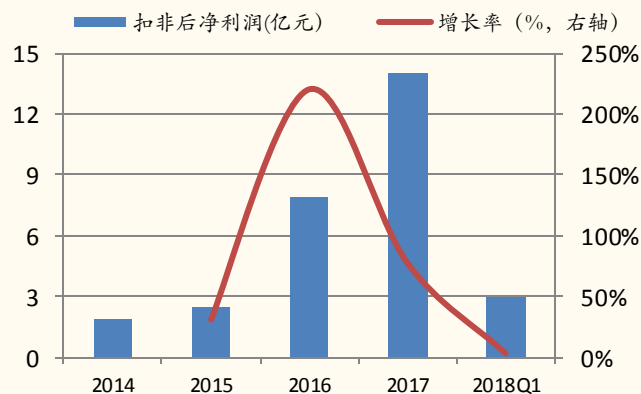
- 完美世界 2017 年实现营业收入 79.30 亿元，同比增长 28.8%；扣非净利润 13.98 亿元，同比增长 77.4%。2018 年 Q1 公司实现营业收入 18.03 亿元，同比下降 5.6%；扣非净利润 2.95 亿元，同比增长 3.0%。根据公司公告，2018 年上半年归母净利润预计将同比增长 7.25%-23.63%，主要推动力是《烈火如歌》《轮回诀》《武林外传》等新游。

图表 49: 2013-2018Q1 营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

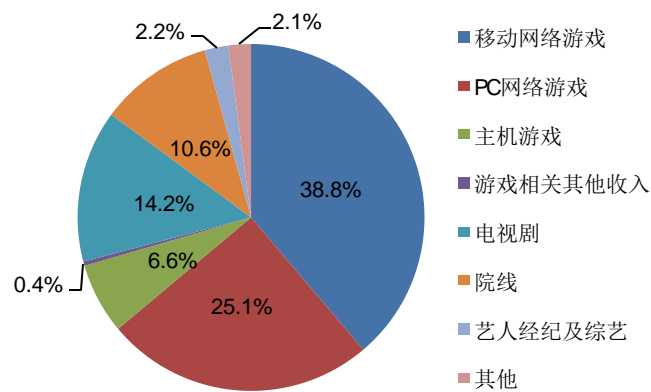
图表 50: 2013-2018Q1 扣非净利润及增速(调整后)



来源：公司公告，国金证券研究所

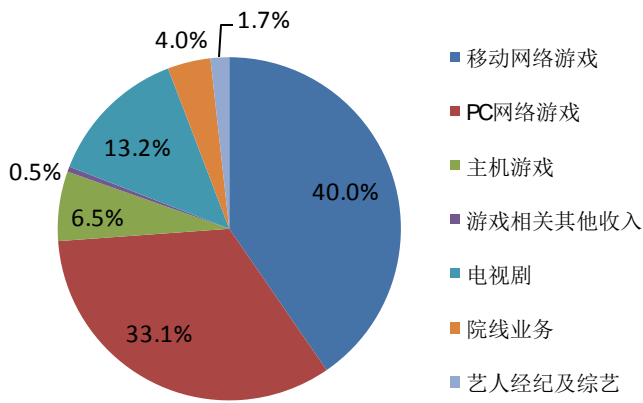
- 2017 年，公司最重要的收入来源是手机游戏，其次是 PC 端游；与游戏相关的收入占据了营业收入的 70.9%。由于游戏业务的毛利率较高，对公司的毛利贡献也比较高：2017 年，公司有 80.1% 的毛利来自游戏相关业务；公司的电视剧业务贡献了 14.2% 的收入和 13.2% 的毛利。院线业务的毛利率明显较低，因此 2018 年已经对其进行了拆分。

图表 51: 2017 年各项业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52: 2017 年各项业务毛利占比



来源：公司公告，国金证券研究所

整体业绩预测

- 完美世界的收入和利润增长的最大动力是游戏业务。我们认为，2018-20 年，公司会持续受益于优质端游 IP 的手游移植、原创手游 IP 的上线，以及与腾讯的合作关系。2018 年已经上线的《武林外传》《轮回诀》取得了一定的商业成功，下半年即将上线的《完美世界》很可能成为第四季度的现象级产品。根据《天龙八部》《剑侠情缘》等同类产品的经验，《完美世界》手游很可能维持半年甚至一年以上的热度。

- 在主机和 PC 端，公司仍然在源源不断地推出新产品，这些产品不但本身可以带来收入，也为移动端带来了产品储备。只要公司还在积极创新、还在扩大研发投入，我们就不担心其游戏业务的长期前景。公司运营 Steam 中国，不会有立竿见影的财务贡献，但是能进一步加强完美世界品牌的美誉度、促进与独立开发者的关系、获取重要市场数据。
- 除了从产品角度，我们还可以从财务报表的“递延收入”项目入手，预测完美世界的游戏收入。游戏公司的递延收入一般是游戏中售卖道具或充值的金额。对于消耗型道具，会在消耗时确认收入；对于耐久型道具，会在游戏预定的道具使用周期或玩家的生命周期内摊销确认。因此，递延收入是游戏公司能否稳定向好发展的重要指标。
- 我们以上市时间较长、业务较稳定的网易为例。将网易的游戏收入与递延收入进行回归分析后发现，前一期递延收入增速与当期游戏收入增速的相关系数很高，对游戏收入增速有 56% 的解释度。换句话说，本年度递延收入增长越快，下一年度的游戏收入增长往往也会更快。

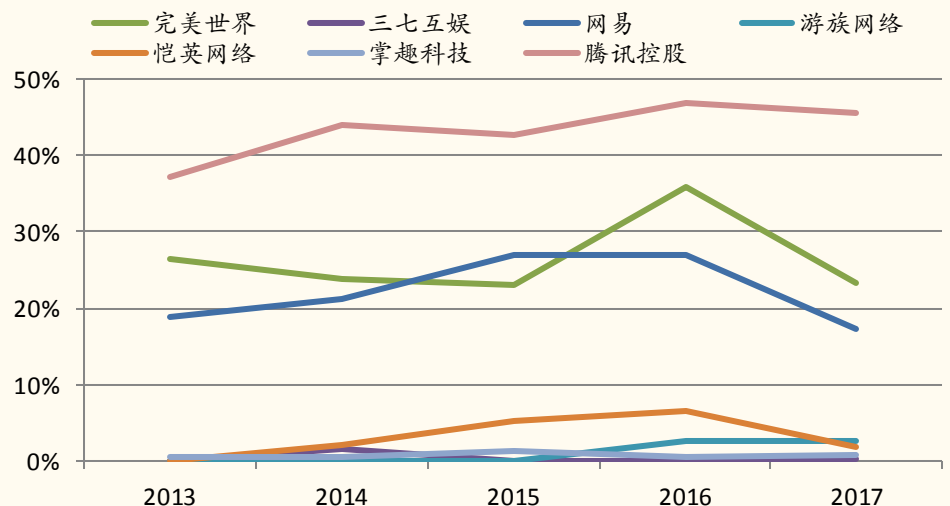
图表 53：2008-2017 年网易递延收入与游戏业务收入增长的关系

	Multiple R	R ²	Adjusted R ²
与当期递延收入	0.2482	0.0616	0.0369
与前一期递延收入	0.7570	0.5730	0.5615

来源：公司公告，国金证券研究所

- 递延收入作为游戏公司未来收入的先行指标，可以看做公司盈利的“蓄水池”。与同行对比，我们发现完美世界递延收入与游戏收入的比例远高于 A 股其他游戏公司，近年来甚至超过行业第二网易，仅次于腾讯。这一方面说明公司在收入确认上比较保守，没有透支未来的收入；另一方面说明公司的游戏用户充值还在快速增长。只要递延收入这个“蓄水池”还在大量进水，完美世界的游戏业务就能保持较快增速。

图表 54：游戏公司递延收入占游戏收入比例比较



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计完美世界的影视业务将继续精品化、稳定增长路线，不会执著于扩大规模。2018 年 6 月 16 日，公司发布公告，终止了非公开发行股票筹资用于影视剧项目的计划，改为以部分募投资金投向影视剧项目。影视业务是公司的一个有机组成部分，但是重要性不及游戏业务。2018 年，公司将完成院线业务的拆分，这将降低影视板块的收入占比。
- 我们预计 2018-2020 年，完美世界的营业收入将分别增长 12.9%、15.9%、17.4%。其中，游戏相关业务收入将分别增长 23.4%、21.6%、18.8%，而

影视相关业务收入由于院线业务的拆分，将在 2018-19 年分别下滑 13.0%、4.1%，2020 年增长 11.2%；若不考虑院线业务，未来三年将维持增长。公司短期收入增长的最大驱动力是移动游戏，其次是电视剧和主机游戏。

- 我们认为完美世界的综合毛利率将在 2018 年上升约 3.9 个百分点，2019-20 年仍将维持小幅上升。原因在于：毛利率较低的院线业务基本即将实现了剥离；在与腾讯战略合作之后，公司旗舰手游的毛利率可能大幅度提升；其他业务的毛利率变化不大。公司的销售与管理费率将基本维持稳定。
- 2018 年 6 月 4 日，完美世界公布修正后的上半年业绩预告，归母净利润预计同比增长 7.25%-23.63%，主要由于《烈火如歌》《轮回诀》《武林外传》等新上线手游表现良好。我们认为，2018 年下半年至 2019 年公司的手游新产品将更加饱满，业绩增速有进一步提高的潜力。
- 2017 年，公司产生了约 1.37 亿元的资产减值损失，其中大部分来自旗下影院的商誉减值。鉴于公司将于今年完成院线业务的剥离，而且一季度的资产减值损失仅 375 万元，我们估计 2018-20 年公司不会再产生比较大规模的资产减值损失。

图表 55：完美世界主要财务数据预测

人民币百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
移动游戏	3,078.67	4138.54	5384.01	6713.6
PC 游戏	1,991.39	2080.03	2170.00	2245.95
主机游戏	519.63	674.63	824.63	984.63
其他游戏相关	32.08	43.31	57.17	74.32
游戏相关总收入	5,621.77	6936.47	8435.80	10018.50
同比增长	20.22%	23.39%	21.62%	18.76%
电视剧	1,128.17	1297.40	1453.08	1627.45
电影		58.17	63.99	68.47
院线	842.74	278.10		
艺人经纪及综艺	178.57	205.36	225.89	243.96
其他影视相关	127.81	143.15	157.46	173.21
影视相关总收入	2,277.29	1,982.17	1,900.42	2,113.09
同比增长	56.49%	-12.96%	-4.12%	11.19%
其他业务	30.76	34.76	39.28	45.17
营业总收入	7,929.82	8,953.40	10,375.50	12,176.76
同比增长	28.76%	12.91%	15.88%	17.36%
总毛利率	57.36%	61.25%	62.50%	62.82%
销售费率	9.38%	9.30%	9.30%	9.20%
管理费率	26.14%	25.60%	25.50%	25.20%
营业利润	1,524.36	2,110.92	2,714.81	3,299.54
同比增长	26.92%	38.48%	28.61%	21.54%
税前利润	1,583.77	2,176.27	2,786.69	3,378.61
有效税率	11.93%	12.50%	12.50%	12.50%
净利润	1,394.83	1,904.24	2,438.35	2,956.29
归母净利润	1,439.62	1,896.24	2,424.35	2,942.29
增长率	23.43%	31.72%	27.85%	21.36%
EPS	1.04	1.44	1.84	2.24

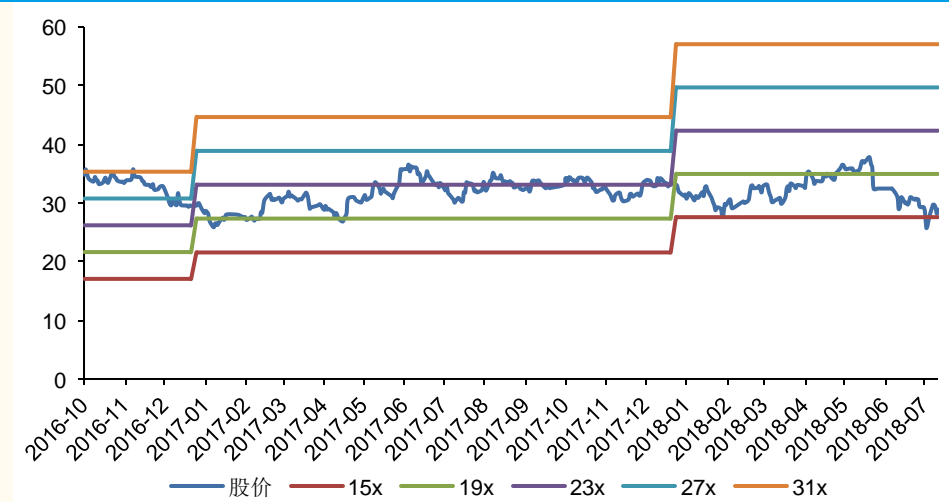
来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 综上所述，我们预计 2018-20 年，完美世界的归属母公司股东的净利润将分别增长 31.7%、27.9%、21.4%。公司 2018-20 年的 EPS 分别为人民币 1.37 元，1.75 元，2.12 元。

估值

- 2016年10月，完美世界彻底完成了从美国私有化、全部主营业务在A股上市的过程，此后公司业务结构基本保持稳定。从那以后，公司的估值呈现缓慢下降的趋势：2016年第四季度尚能维持30倍左右的动态P/E（以下一财政年度为标准），2017年大部分时候在20-25倍动态P/E徘徊，2018年7月一度跌至14倍2019年P/E的历史新低。这一方面是由于游戏行业乃至整个传媒互联网行业的平均估值在下降，另一方面也是由于投资者对公司的长期发展战略尚没有形成一致意见。

图表 56：完美世界动态 P/E 波动范围



来源：Wind，国金证券研究所

- 目前，A股上市游戏公司的估值差别极大，“平均估值”几乎失去了意义：业绩增长较快、或者有资产注入预期的公司，仍能享受16-21倍的动态P/E，而增长预期较低的公司只有10-15倍的动态P/E。我们认为，片面地比较P/E没有意义，必须充分考虑业绩增长空间、可持续性和确定性。

图表 57：完美世界与同业估值对比

名称	市值（十亿元）	2017A P/E	2018E P/E	2019E P/E
三七互娱	24.4	15.8	12.6	10.5
游族网络	16.9	25.9	15.9	12.3
世纪华通	47.4	42.8	25.5	21.4
昆仑万维	21.6	22.3	16.0	13.4
迅游科技	7.4	71.8	19.5	15.5
顺网科技	12.4	23.7	19.2	16.4
吉比特	8.9	15.5	13.7	11.6
平均		31.1	17.5	14.4
完美世界	38.0	26.4	20.0	15.7

来源：Wind，国金证券研究所

注：完美世界的估值基于我们的预测，其他公司基于Wind一致预期。所有估值以2018年7月20日为准。

- 我们基于21倍2019年P/E，赋予完美世界“买入”评级和38.50元的目标价。我们的估值基于如下因素：首先，在2018年以前，21倍动态P/E是完美世界的估值底线，现在公司的增长动力并未明显放缓。其次，我们预计2019-21年公司归母净利润的复合增速为21%，赋予1.0倍的P/E/G是合理的。再次，2018年4-5月公司股价基本对应20-22倍2019年P/E/G，此后的暴跌主要是市场风险偏好转移导致，与基本面无关。
- 可能会有投资者争论：部分A股上市游戏公司的P/E/G已经跌至0.8倍甚至0.6倍以下，为何完美世界仍应享受溢价？我们认为，增长的“可持续性”和“确定性”是非常重要的。完美世界作为擅长研发的企业，内容质

量一流，又与腾讯结成战略同盟，这就提供了可持续性和确定性的基础。A股上市以来，完美世界的业绩没有出现过大幅度低于预告，也没有出现过大额一次性损益，也理应获得一定的估值溢价。

风险提示

- 对于任何游戏公司而言，重要游戏产品延期的风险均不可小视；尤其是在与腾讯合作之后，完美世界的手游发行节奏并不是完全自主控制的。
- 任何游戏产品的收入都可能低于预期，低于预期的产品有可能无法弥补巨额的研发、运营和市场投入，造成亏损。
- 国家对于游戏和影视行业的监管都非常严格，公司有可能在过审、发行和市场活动上受到监管的一些负面影响。
- 公司的主机游戏收入主要来自海外，因此受到海外市场偏好、监管和汇率波动等因素的综合影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,129	6,159	7,930	8,675	10,375	12,177	货币资金	1,098	2,097	3,236	4,281	5,925	8,157
增长率		445.3%	28.8%	9.4%	19.6%	17.4%	应收账款	790	2,020	1,818	2,168	2,593	3,043
主营业务成本	-562	-2,404	-3,381	-3,551	-4,114	-4,776	存货	344	496	1,576	1,557	1,803	2,094
%销售收入	49.8%	39.0%	42.6%	40.9%	39.7%	39.2%	其他流动资产	266	6,595	3,616	3,582	3,671	3,768
毛利	567	3,755	4,549	5,124	6,262	7,401	流动资产	2,498	11,208	10,246	11,588	13,992	17,062
%销售收入	50.2%	61.0%	57.4%	59.1%	60.3%	60.8%	%总资产	82.4%	68.8%	61.8%	64.2%	67.7%	71.3%
营业税金及附加	-9	-54	-64	-69	-83	-97	长期投资	416	2,698	3,237	3,249	3,248	3,248
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	8	527	491	657	923	1,128
营业费用	-80	-755	-744	-807	-965	-1,120	%总资产	0.3%	3.2%	3.0%	3.6%	4.5%	4.7%
%销售收入	7.1%	12.3%	9.4%	9.3%	9.3%	9.2%	无形资产	58	1,690	2,384	2,314	2,261	2,219
管理费用	-109	-1,836	-2,073	-2,221	-2,646	-3,069	非流动资产	533	5,089	6,339	6,459	6,683	6,858
%销售收入	9.6%	29.8%	26.1%	25.6%	25.5%	25.2%	%总资产	17.6%	31.2%	38.2%	35.8%	32.3%	28.7%
息税前利润 (EBIT)	370	1,110	1,668	2,027	2,568	3,114	资产总计	3,031	16,297	16,585	18,047	20,675	23,920
%销售收入	32.7%	18.0%	21.0%	23.4%	24.7%	25.6%	短期借款	522	550	1,724	1,298	1,370	1,433
财务费用	-45	-1	-190	-99	-71	-44	应付款项	564	1,304	1,368	1,336	1,572	1,833
%销售收入	3.9%	0.0%	2.4%	1.1%	0.7%	0.4%	其他流动负债	153	2,369	2,124	2,168	2,324	2,576
资产减值损失	-23	-100	-137	-19	-4	-4	流动负债	1,239	4,223	5,215	4,803	5,266	5,842
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	643	2,033	500	500	500	501
投资收益	25	192	183	201	222	233	其他长期负债	0	1,589	2,083	2,083	2,086	2,090
%税前利润	6.6%	14.2%	11.6%	9.3%	8.0%	6.9%	负债	1,882	7,845	7,798	7,385	7,852	8,433
营业利润	328	1,201	1,524	2,111	2,715	3,300	普通股股东权益	1,026	7,214	7,964	9,831	11,978	14,629
营业利润率	29.0%	19.5%	19.2%	24.3%	26.2%	27.1%	少数股东权益	123	1,238	823	831	845	859
营业外收支	57	155	59	65	72	79	负债股东权益合计	3,031	16,297	16,585	18,047	20,675	23,920
税前利润	385	1,356	1,584	2,176	2,787	3,379	比率分析						
利润率	34.1%	22.0%	20.0%	25.1%	26.9%	27.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-86	-223	-189	-272	-348	-422	每股指标						
所得税率	22.3%	16.4%	11.9%	12.5%	12.5%	12.5%	每股收益	0.591	0.887	1.095	1.442	1.844	2.238
净利润	299	1,133	1,395	1,904	2,438	2,956	每股净资产	1.834	5.204	5.745	7.091	8.640	10.552
少数股东损益	11	-33	-45	8	14	14	每股经营现金净流	0.345	0.818	0.527	1.615	1.975	2.416
归属于母公司的净利润	288	1,166	1,440	1,896	2,424	2,942	每股股利	0.040	0.060	0.170	0.180	0.200	0.210
净利率	25.5%	18.9%	18.2%	21.9%	23.4%	24.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.12%	16.17%	18.08%	19.29%	20.24%	20.11%
净利润	299	1,133	1,460	1,904	2,438	2,956	总资产收益率	9.52%	7.16%	8.68%	10.51%	11.73%	12.30%
少数股东损益	11	-33	-45	8	14	14	投入资本收益率	12.42%	8.38%	13.31%	14.20%	15.25%	15.61%
非现金支出	28	286	344	166	184	222	增长率						
非经营收益	-9	-185	48	-197	-221	-237	主营业务收入增长率	21.99%	445.33%	28.76%	9.40%	19.60%	17.36%
营运资金变动	-126	-100	-1,121	365	336	408	EBIT增长率	23.68%	200.18%	50.30%	21.52%	26.66%	21.28%
经营活动现金净流	193	1,134	731	2,239	2,738	3,349	净利润增长率	51.66%	304.34%	23.43%	31.72%	27.85%	21.36%
资本开支	-2	-156	-188	-181	-321	-302	总资产增长率	84.07%	437.74%	1.76%	8.81%	14.56%	15.70%
投资	-531	-8,461	1,800	-12	0	0	资产管理能力						
其他	23	6	103	201	222	233	应收账款周转天数	221.7	77.3	81.2	81.2	81.2	81.2
投资活动现金净流	-510	-8,611	1,715	9	-100	-70	存货周转天数	258.3	63.8	111.8	160.0	160.0	160.0
股权募资	56	6,014	3	0	0	0	应付账款周转天数	19.5	56.6	65.6	50.0	50.0	50.0
债权募资	1,208	1,020	-467	-428	72	64	固定资产周转天数	2.5	31.2	22.0	22.9	21.5	18.4
其他	-341	1,148	-1,023	-107	-357	-374	偿债能力						
筹资活动现金净流	923	8,182	-1,488	-535	-286	-310	净负债/股东权益	5.85%	5.74%	-11.53%	-23.29%	-31.63%	-40.18%
现金净流量	606	706	958	1,713	2,352	2,970	EBIT利息保障倍数	8.3	904.0	8.8	20.5	36.2	71.4
							资产负债率	62.10%	48.13%	47.02%	40.92%	37.98%	35.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	22
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.21

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-02	买入	30.82	37.60~37.60

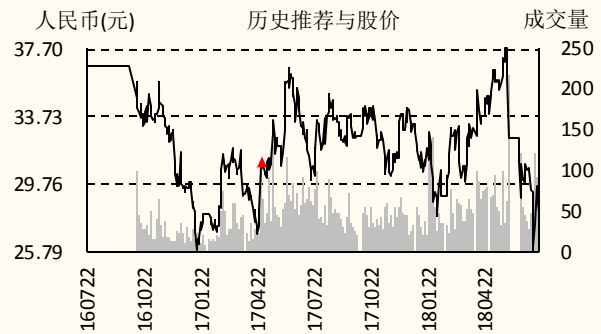
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

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

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

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH