



2018-8-28

公司深度报告

买入/首次

完美世界 (002624)

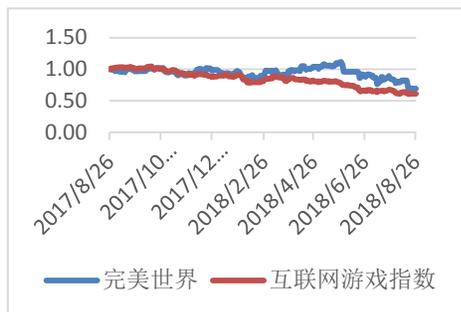
目标价: 41.27

昨收盘: 25.11

传媒—游戏

公司多元化业务开创未来“完美世界”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1314.69/466
总市值/流通(亿元)	330/117
12个月最高/最低(元)	37.42/24.60

相关研究报告:

- 游戏行业专题报告之一——中美游戏市场概览
- 游戏行业专题报告之三——成功的游戏公司是如何炼成的
- 游戏行业专题报告之四——美股三大游戏公司复盘报告

证券分析师: 倪爽

电话: 010-88321715

E-MAIL: nis@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100002

证券分析师: 戚志圣

电话: 021-61375783

E-MAIL: qizsh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100002

报告摘要

公司作为以泛娱乐业务为主的传媒公司,其主业分为两个部分,分别为游戏业务和影视业务。公司一直秉承全球化、多元化的发展,有利于公司在未来更加激烈的竞争中脱颖而出。公司各业务的项目储备丰厚,不会出现业绩断档的风险。

今年以来,网民的增速在快速的降低,流量的增量开始变少。随着国内手机游戏市场用户规模触及阶段性的天花板,前期由人口红利驱动的增长效应逐步减弱。同时网民的消费意识在升级,互联网用户从小白用户变为资深的用户,再通过恶意营销、低价倾销等方式已经吸引不到他们。未来手机游戏、PC端游以及主机游戏都将进入精品内容的时代,优质的产品才能为游戏公司吸引到更多的消费者。

在互联网流量增量几乎停滞的当下,技术实力重新成为游戏公司的核心竞争力。公司一直都投入大量的人力物力在研发上,以便保持公司自己的核心研发优势。

此外,公司和 Valve 签署授权协议建立 STEAM 中国,公司游戏业务向平台化迈出了坚实的一步。

和游戏行业类似,中国影视剧产业依赖电影院银幕数量和电视机普及率推动票房和收视率增长的红利期已过。公司传统团队打造的精品产品议价能力有望继续提升。新团队将借助公司平台的力量提升自己的议价能力。

预测公司 18-20 年的 EPS 分别为 1.30 元、1.74 元和 2.15 元,对应的 PE 为 19.29 倍、14.43 倍和 11.66 倍。考虑到公司的龙头地位,给予公司“买入”的评级,根据 FCF 模型,公司两年目标价为 41.27。

风险提示:公司的研发投入不及预期,公司的新业务开拓不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7929.82	9089.64	10116.00	11551.00
(+/-%)	28.76%	14.63%	11.29%	14.19%
净利润(百万元)	1409.74	1658.81	2217.84	2744.54
(+/-%)	24.41%	17.67%	33.70%	23.75%
每股收益(元)	1.106	1.302	1.740	2.154
市盈率(PE)	22.70	19.29	14.43	11.66

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

一、 多元化泛娱乐公司	4
(一) 公司成长史	4
(二) 股权结构及股东背景	5
(三) 经营模式：多元化经营	6
(四) 集团层面的泛娱乐联动	10
二、 公司在游戏行业中处于领先地位	11
(一) 游戏行业的发展	11
(二) 行业运营模式	14
(三) 公司手游+端游+主机游戏同时推进	15
(四) 游戏行业竞集中度变高，有利于精品内容公司	18
(五) 公司游戏业务的技术优势	19
(六) STEAM 中国	22
三、 公司影视业务稳步推进	23
(一) 公司影视剧业务议价能力强	26
四、 公司经营及财务状况分析：	27
(一) 公司其它重要财务数据	27
(二) 按照商品种类划分	28
(三) 股票回购计划	29
(四) 多元化业务以及大量的项目储备可以有效规避风险	29
五、 盈利预测及估值	29
(一) 盈利预测	29
(二) 估值及投资建议	31
六、 风险提示	32

图表目录

图表 1: 公司股东情况	5
图表 2: 游戏业务	6
图表 3: 影视业务	6
图表 4: 手机游戏《诛仙》	7
图表 5: PC 端 FPS 电竞游戏 CS: GO	7
图表 6: 主机游戏无冬 OL	8
图表 7: 张艺谋导演电影《影》	9
图表 8: 电视剧《神犬小七》	9
图表 9: 今典影城	10
图表 10: 中国游戏产业规模	12
图表 11: 2016 年 Q2 全球主要国家手机游戏每月平均 ARPU 值	12
图表 12: 中国人均可支配收入	13
图表 13: 中国消费者信心指数 (季度)	13
图表 14: 游戏产业链	14
图表 15: 中国游戏软件产业商业模式格局	14
图表 16: 2017 年美国游戏软件市场结构	15
图表 17: 2017 年中国游戏软件市场结构	15
图表 18: 中国手机游戏市场规模	15
图表 19: 中国网络游戏市场规模	15
图表 20: 香港主机游戏软件市场规模	16
图表 21: 台湾主机游戏软件市场规模	16
图表 22: 完美世界主要游戏产品	18
图表 23: 2016 年中国移动互联网月度活跃设备数及增长率	19
图表 24: 易学的“大逃杀”	20
图表 25: 难学的“超级马里奥”	20
图表 26: 世界主要游戏引擎	21
图表 27: 研发投入	22
图表 28: 2010-2017 年全国电视剧产量	24
图表 29: 2016 年电视剧制作方发行部数占比	24
图表 30: 2016 年电视剧制作房收入规模占比	24
图表 31: 电视剧行业产业链	25
图表 32: 2010-2017 年中国电影票房收入	26
图表 33: 电影行业产业链	26
图表 34: 最近 2 年收入及净利润情况	27
图表 35: 盈利能力分析	27
图表 36: 各项财务数据	28
图表 37: 营业收入按照商品种类划分	29
图表 38: 不同商品种类对应的毛利率水平	29
图表 39: 分业务预测	30
图表 40: 完美世界盈利预测表	31
图表 41: 估值对比	32

一、多元化泛娱乐公司

公司的游戏业务最早在 2004 年正式成立，2008 年 11 月上海完美世界网络技术有限公司设立。2014 年 5 月 22 日，完美世界股东会通过决议，同意完美网络将其持有的完美世界 100% 公司股权转让给完美世界（北京）数字科技有限公司。2015 年 7 月 7 日，完美世界股东会作出决议，同意公司注册资本由 1,000 万元增至 1,333 万元，新增的 333 万元全部由石河子市骏扬股权投资合伙企业（有限合伙）以货币方式认缴。2016 年完美世界游戏业务成功登陆 A 股。

影视业务方面，2008 年 8 月北京完美时空文化传播有限公司设立，2009 年 5 月 11 日，完美时空股东会通过决议，同意完美网络增资 5,222 万元，增资后的注册资本为 8,202 万元人民币，其中九州开元出资 902 万元，占注册资本的 11%，完美网络出资 7,300 万元，占注册资本的 89%。2010 年 8 月 23 日，完美时空股东会通过决议，同意公司更名为完美世界（北京）影视文化有限公司。2011 年 12 月 15 日，快乐永久作出股东决定，同意完美有限注册资本由 8,202 万元增加至 11,202 万元，新增注册资本 3,000 万元由快乐永久认缴。2013 年 12 月，公司整体改制为股份有限公司。2014 年完美世界影视业务借壳金磊股份正式登陆 A 股。

（一）公司成长史

- 2004 年完美世界游戏业务正式成立。
- 2005 年《完美世界》公测正式启动。
- 2006 年《完美世界》正式进入商业化运营阶段。同年完美世界首款“喜剧网游”《武林外传》正式开启公测。
- 2007 年完美世界在美国纳斯达克上市。同年完美世界 MMORPG 巨作《诛仙》正式公测。
- 2008 年完美世界影视业务成立。同年完美世界成立美国全资子公司 Perfect World Entertainment Inc.。
- 2009 年完美世界旗下影视公司投资拍摄的时尚喜剧《非常完美》上映。
- 2010 年完美世界旗下影视业务签约著名导演：赵宝刚、滕华涛、郭靖宇、刘江。
- 2011 年完美世界全资收购美国加州游戏工作室 Cryptic Studios, Inc.。
- 2012 年完美世界与美国公司 Valve 签订合作协议，获得 Dota 2 在中国大陆的独家运营代理权。
- 2013 年完美世界在中国推出了三款移动游戏，包括卡牌类游戏《完美世界楚汉传奇卡牌版》SLG 游戏《国王万岁》和 2D 回合制角色扮演游戏《神雕侠侣》。完美世界收购美国加州游戏工作室 Unknown Worlds Entertainment, Inc.。
- 2014 年完美世界影视登陆 A 股，证券代码 002624，证券简称“完美环球”。
- 2015 年完美世界游戏业务完成私有化。

- 2016 年完美世界游戏成功登陆 A 股市场，影游双擎航母启程。公司名称变更为“完美世界股份有限公司”，公司证券简称由“完美环球”变更为“完美世界”。
- 2017 年完美世界游戏代理重量级电竞游戏 CS:GO 国服 4 月 18 日正式首测。“完美世界影视 2017 上海之夜”举行，发布 38 部精品内容，“七大业务矩阵”正式亮相。
- 2018 年完美世界与 Valve 达成协议，建立 STEAM 中国。

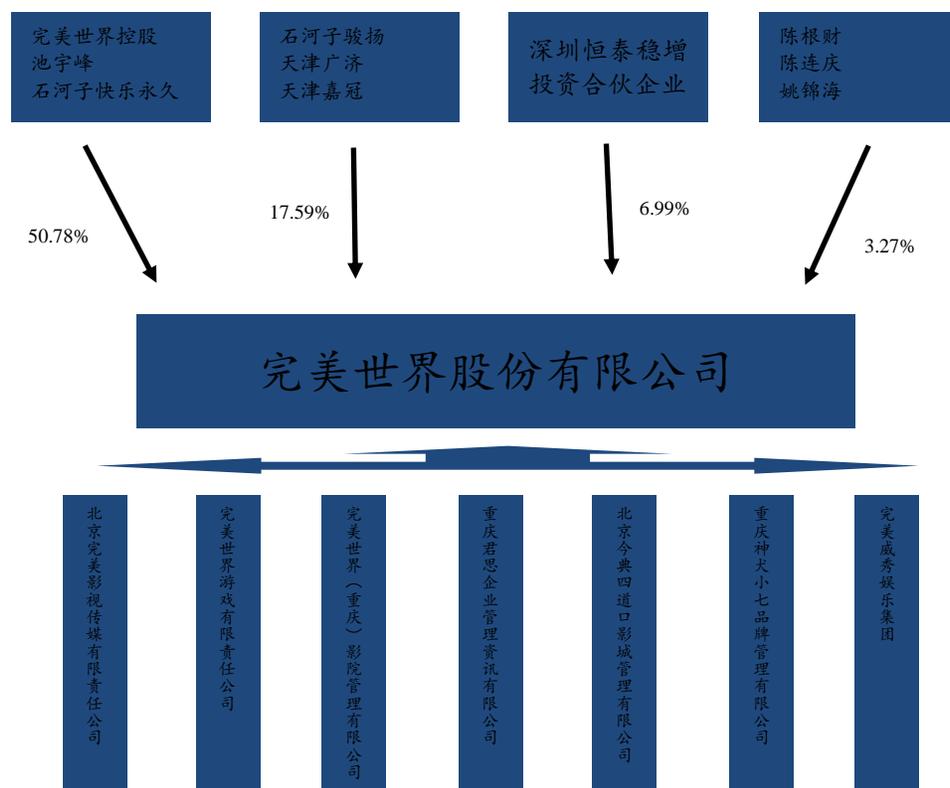
(二) 股权结构及股东背景

公司影视业务于 2014 年借壳金磊股份正式登陆 A 股，在 2016 年公司又以发行股份的方式购买完美数字科技和石河子骏扬合计持有的完美世界 100% 股权，从而将公司游戏业务并入上市公司平台。目前公司的总股本为 13.15 亿股，流通股本为 4.66 亿股。

目前公司的第一大股东为完美世界控股集团有限公司，持股比例为 35.06%。完美世界控股集团有限公司与池宇峰先生以及石河子快乐永久股权投资有限公司为一致行动人，合计持股比例为 50.78%。公司的实际控制人为池宇峰先生。

石河子市骏扬股权投资合伙企业（有限合伙）为公司员工持股计划的平台。天津广济企业管理咨询合伙企业（有限合伙）是公司影视剧导演的持股平台，而天津嘉冠企业管理咨询合伙企业（有限合伙）是公司高管持股平台。

图表 1：公司股东情况

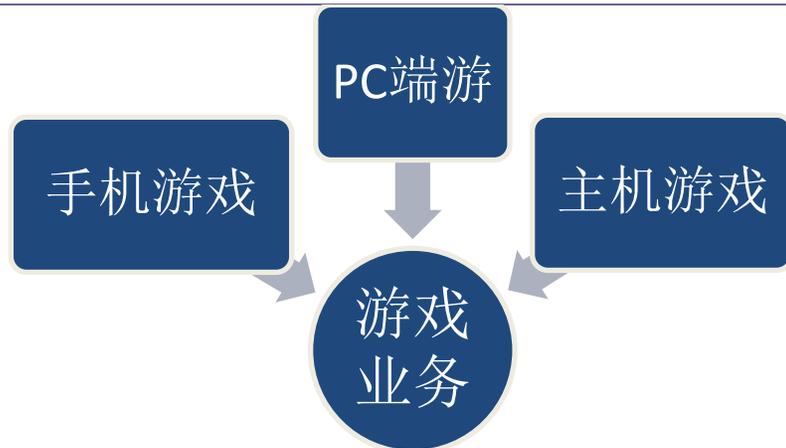


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 经营模式：多元化经营

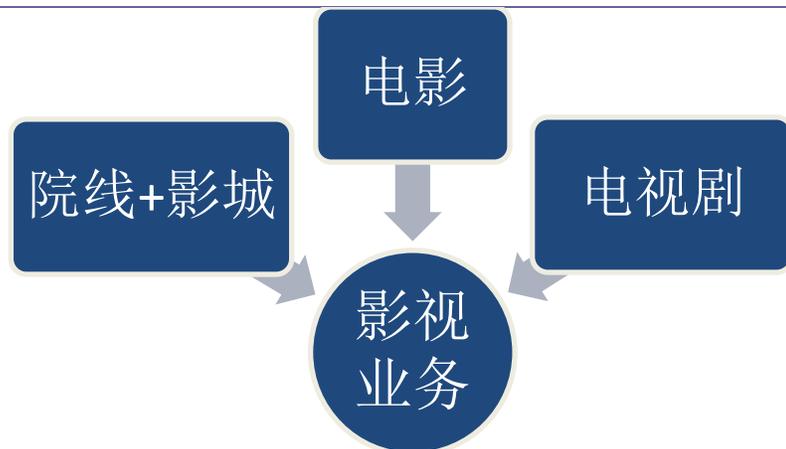
公司作为以泛娱乐业务为主的传媒公司，其主业分为两个部分，分别为游戏业务和影视业务。其中游戏业务包括了手机游戏、PC端游以及主机游戏的研发、发行和运营。影视业务主要包括了今年新并入的院线业务以及原来就存在的电影和电视剧的制作、发行及衍生业务

图表 2：游戏业务



资料来源：太平洋证券整理

图表 3：影视业务



资料来源：太平洋证券整理

● 手机游戏：

手机游戏是指运行于手机上的游戏软件。随着科技的发展，现在手机的功能也越来越多，越来越强大。而手机游戏也不再只是传统的“俄罗斯方块”踩地雷“贪吃蛇”之类画面简陋，规则简单的游戏，进而发展到了可以和掌上游戏机媲美，具有很强的娱乐性和交互性的复杂形态。而随着过去几年智能手机的开速普及，手机游戏在中国也得到长足的发展。

图表 4: 手机游戏《诛仙》



资料来源: 完美世界、太平洋证券整理

● PC 端游:

目前国内的电脑游戏主要以网络游戏为主, 包括大型 MMORPG、MOBA 电竞游戏、FPS 电竞游戏等。中国端游市场经过长年的发展, 目前竞争格局相对稳定, 市场集中度高, 很多中小游戏厂商已经退出这个市场。

图表 5: PC 端 FPS 电竞游戏 CS: GO



资料来源: 完美世界、太平洋证券整理

- **主机游戏：**

主机游戏包含掌机游戏和家用机游戏两部分，由于受到手机游戏的冲击，掌机游戏近年出现大幅度衰退，各大游戏厂商也纷纷退出掌机游戏市场。现在的主机游戏通常是指使用电视屏幕为显示器，在电视上执行家用主机的游戏。在美日欧等地区，电视游戏比电脑游戏更为普遍，由于游戏软件种类多、设计也较亲切、容易上手，所以主机游戏比电脑游戏更有可玩性。

图表 6：主机游戏无冬 OL



资料来源：完美世界，太平洋证券整理

- **电影：**

电影最早是因为 19 世纪美国国家生活水平上升，紧接着大众需要的娱乐产物，利用胶卷、录像带或数位媒体将影像和声音捕捉，再加上后期的编辑工作而成。公司主要参与电影的制片和发行环节，虽然电影行业整体增速放缓，但优质的片源依然能吸引大量的观众走入电影院，例如 2017 年 7 月 27 日上映的《战狼 2》累计票房高达 56.79 亿元，在 2017 年电影行情普遍不好的市场下创下国内电影票房纪录。

图表 7: 张艺谋导演电影《影》



资料来源: 完美世界, 太平洋证券整理

● 电视剧:

电视剧是一种专为在电视上播映的演剧形式, 20 世纪 90 年代是国内电视剧行业发展的黄金时代。在电视剧业务上, 公司主要参与电视剧的制发环节。

图表 8: 电视剧《神犬小七》



资料来源: 完美世界, 太平洋证券整理

● 院线和影院:

影院属于电影产业的下游, 电影发行属于产业中游, 院线则是连接中游下游的纽带。从概念上来说, 影院就是观众每次看电影的地方, 院线则相对更为抽象一些。它是由若干个电

影院以资本或供片为纽带组建而成。院线公司的主要工作就是对旗下的影院进行统一管理、统一排片、统一供片。公司院线和影城业务收入主要来自于 2016 年 12 月完成并购的北京时代华夏今典电影院线发展有限责任公司、北京今典四道口影城管理有限公司和北京时代今典影视文化有限公司。公司院线业务预计将于 2018 年 3 季度从上市公司完成剥离，并入集团公司。

图表 9：今典影城



资料来源：太平洋证券整理

(四) 集团层面的泛娱乐联动

完美世界控股集团是全球化的文化娱乐产业集团，集团旗下的完美鲲鹏是将科技和人文紧密结合的动画和玩具先导者，拥有领先的 3D 动画制作引擎和多元化国际化资深团队，致力于为中国和全球用户打造优质的 IP 内容及衍生产品和服务，并进一步推动中国动画和玩具行业的发展。通过原创漫画作品打造新生代优秀 IP，进而延展授权创造更大价值，力图打造有营养、有内涵、有深度的优秀动漫作品。利用作品本身发酵粉丝之余，还将对作品进行整体的市场营销推广，力求让作品迅速形成具备市场价值的优质 IP。

集团控股纵横文学，旗下拥有纵横中文网、熊猫看书、百度书城等，日用户量总计突破 1400 万，总页面浏览量达 3.5 亿。作品数量突破 20 万，是国内不错的原创小说创作平台和数字内容阅读平台。

完美世界教育包括幼儿教育和青年教育两大领域。幼儿教育方面，全国 20000 多所幼儿园、300 多家培训学校正在使用洪恩多媒体教材，500 多万小朋友正在使用洪恩产品。截至目前，洪恩教育产品已出口至美国、意大利、韩国、新加坡、印度尼西亚等 10 多个国家和地区。《洪恩识字》与《洪恩故事》两款 APP 产品广受市场好评。青年教育方面，目前主要为全球青年领袖实验室、

像素种籽数字艺术教育基地。全球青年领袖实验室旨在为“有志、愿为”的优秀青年提供海外深造、全球实践、公益活动、国际交流的平台以及参与世界青年论坛的机会，并承办亚洲青年文明对话大会。像素种籽数字艺术教育基地是中国数字艺术创作型精英人才孵化地，致力于在游戏、动漫、影视等数字艺术领域，培养设计、研发、运营等高端人才。像素种籽设立“鲜师天团”，邀请行业资深大咖担任导师，为学员提供专业、权威的指导。“鲜师天团”是像素种籽的精英导师团体，由近百位资深的行业一线从业者、数字艺术领域专家、专业院校学者及国际顶尖大师共同组成。

长期以来，作为全球化的文化娱乐集团，完美世界控股集团致力于为全球用户提供高品质多元化综合性文化娱乐新体验。在泛娱乐时代，文化创意企业需要应对新消费时代下的用户属性转变。跨界资源对接，各个娱乐内容生产领域之间的多板块联动成为行业发展的必然趋势。公司以IP为核心，对同一题材根据需要进行跨平台系列化开发，并在产业链上做最大化的延伸，形成了“一链万融”的泛娱乐生态体系。如公司原创萌宠IP《神犬小七》的衍生开发已涉及网文、手游、儿童音乐剧、漫画、电商等多个类型的衍生产品，并向院线电影、网剧、综艺、实体书等方向拓展。在2018年公司也将推出小说+动漫+游戏联动的新IP产品《云梦四时歌》。

二、公司在游戏行业中处于领先地位

（一）游戏行业的发展

随着生活水平的提高和消费习惯的变化，游戏已经慢慢成为消费者主流的休闲方式以及社交活动。根据Euromonitor整理的数据，全球游戏产业规模在2017年达到了1160.10亿美元，相比于2016年同比增长了10.37%。目前亚太地区是游戏产业规模最大，增长最快的地区。其游戏产业的增长在所有地区中保持领先。中国市场是亚太区域高速增长的主导因素，其游戏产业的增速尤其是手机游戏市场在一直居高不下。北美和西欧的游戏产业规模保持较为稳定的增长，该地区的用户更重视高端产品的发售，例如高端的VR/AR游戏头盔等。

近年来国内游戏产业，尤其是手机游戏的销售额迅速增长。特别是2012-2014年期间，国内游戏产业规模的每年都以超过35%的增长率飞速增长，在2015年，增长率也达到了25%以上。国内游戏产业规模从2011年的446.39亿元人民币增长到2017年的2020.54亿人民币。虽然在2016年，游戏行业的增速下降到18.72%，不过在2017年因为《王者荣耀》的强势表现，增速又重新回到了24.1%。我们预测未来5年国内游戏行业将保持CAGR 8.89%的增速。在2022年，中国游戏市场的总体规模将达到3092.97亿元人民币。目前国内游戏产业总规模已经居于世界前列，人均消费量也有较大的增长，在手机游戏领域，中国玩家的ARPU值已经超过美国、英国等发达地区，仅次于日本。

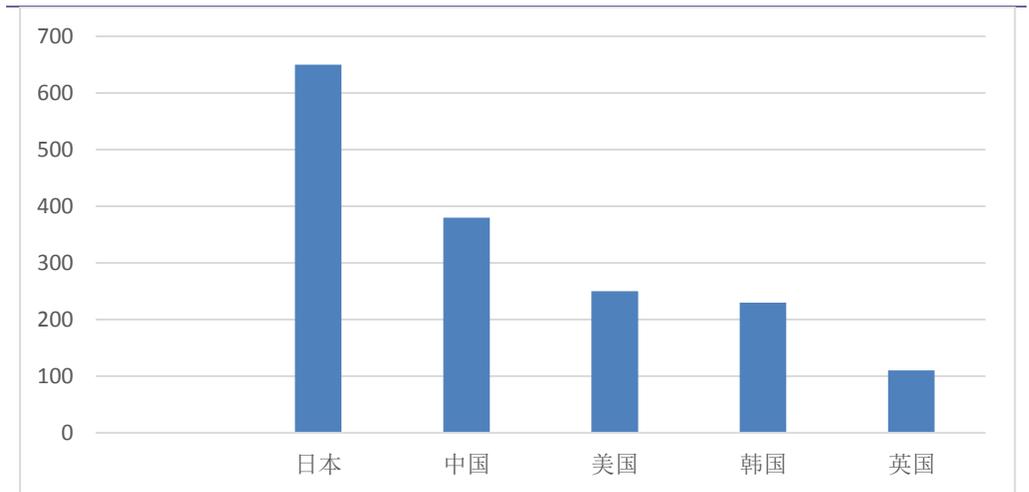
图表 10: 中国游戏产业规模

单位: 百万元



资料来源: Euromonitor, 太平洋证券整理

图表 11: 2016 年 Q2 全球主要国家手机游戏每月平均 ARPU 值



资料来源: App Annie, 太平洋证券整理

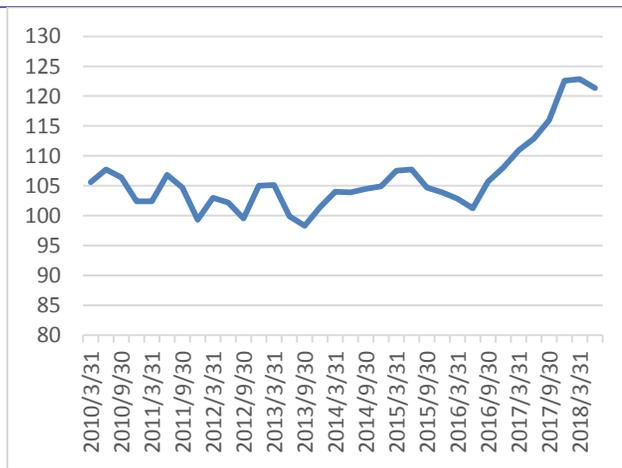
游戏产品作为可选消费品, 此类商品的特性是随着居民可支配收入的增长, 居民对此类产品的消费能力将得到提升。相反, 消费者在可支配收入下降时, 则更有可能减少对游戏类产品的投入。2017 年, 中国城镇居民人均可支配收入 36396 元, 比上年增长 8.3%, 扣除价格因素, 实际增长 6.5%, 农村居民人均可支配收入 13432 元, 比上年增长 8.6%, 扣除价格因素, 实际增长 7.3%。消费者信心指数则反映了消费者如何看待目前的经济(即积极或消极的)以及他们在接下来的几个月的期望。当消费者对经济有一个普遍积极的看法时, 他们更有可能购买诸如游戏产品之类的可选消费品。从国家统计局给出的数据上看, 中国人均可支配收入一直保持着稳定的正增长, 而消费者信心指数则在 2018 年的一季度达到新高, 不过由于受中美贸易战等因素影响, 我们预计消费者信心指数在未来会有所下滑。

图表 12: 中国人均可支配收入 单位: 元



资料来源: 国家统计局, 太平洋证券整理

图表 13: 中国消费者信心指数 (季度)



资料来源: 国家统计局, 太平洋证券整理

从 2014 年开始, 许多新兴市场开始面临宏观经济的恶化和美元走强的影响。整个市场的低迷导致 15 年游戏市场增速同比大幅下滑, 直至 2016 年上半年这个问题依然存在。直到 2016 年年底, 市场情绪开始稳定, 因此也推动了新兴市场游戏产业新一轮的高速增长。到 2022 年, 家庭收入和人口的增长将有助于新兴市场再次引领游戏市场销售的增长。虽然预计新兴市场整体将恢复高速增长, 但主要的几个国家将会发生变化。中国将继续成为游戏市场增速的领先者, 但随着人口增长放缓, 全国游戏销售额将越来越多地受到收入增长和高端产品的推动。印度的人口将会继续高涨, 加上人均可支配收入的增长将有助于推动游戏销售。然而, 其他一些市场将不大可能恢复到历史增长水平, 例如俄罗斯面临人口增速低的问题而巴西则继续面临宏观经济问题。

总体而言新兴市场在 2017 年占全球游戏和玩具市场销售额的三分之一, 未来将会持续带动游戏和玩具的销售增长。新兴市场的未来增长主要来自家庭收入和儿童人口增长的结合, 中国、印度、东南亚和撒哈拉以南非洲等国家都具有很强的潜力。

游戏市场中的新型硬件产品正在改变玩家参与游戏的方式。随着全球范围内高收入家庭数量的持续增长, 游戏产品开发商开始更多的关注高端产品的开发。目前正在发布的游戏硬件更多专注于创造更加身临其境的游戏体验。游戏产业正在慢慢地拥抱虚拟现实和增强现实技术, 以使用户能更深入地体验数字世界。VR 游戏未来的爆发首先会集中在电脑/主机游戏上, 而不是移动端上。而较为简单的 AR 技术将有可能优先在移动端运用。

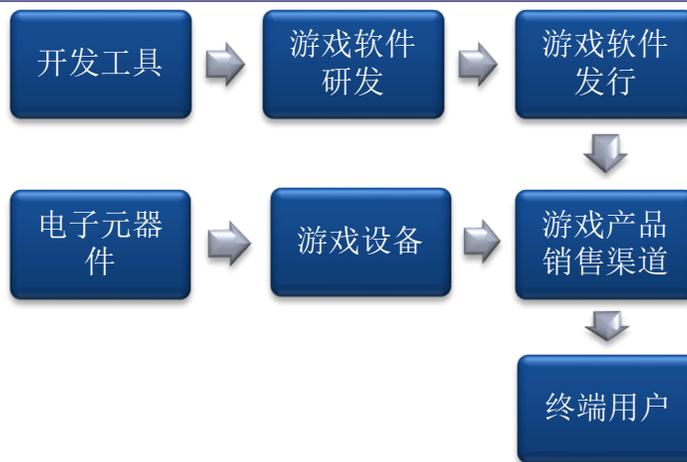
数字整合与社交已经成为游戏行业的焦点。目前大部分游戏都具有或新增了在线多人游戏模式, 在全球最大的电脑游戏分发平台 Steam 上, 2016 年最受欢迎的 Top10 游戏中只有排名第十的《巫师 3》没有联机模式, 其余的游戏均可联机游玩。而这剩余 9 款游戏中仅有《GTA5》、《黑暗之魂 3》、《文明 6》算得上传统意义上的“单机大作”, 即使是自己一个人玩也有很多乐趣, 剩余的《饥荒: 联机版》、《黎明杀机》、《求生之路 2》《全境封锁》、《彩虹六号》、《Dota2》则全部可

以说是网络游戏和传统单机游戏的完美结合。现在许多新游戏也专注于对在线多人模式的打造。我们预测电子游戏在未来将会替代传统的棋牌游戏（西方的 board games）在社交活动中的作用，成为人类社交行为中主流的休闲方式之一。

（二）行业运营模式

从产业链的角度看，游戏硬件产品的上游主要是电子元器件，下游主要通过销售渠道销售给终端用户。游戏软件产品的上游主要是游戏开发工具（例如游戏开发引擎），游戏研发公司研发出游戏产品，再经过发行商（含有网络功能的游戏还需要运营商）到渠道商，最后销售到终端用户手里。目前渠道商能从产品销售中获取 10%-40%不等的销售额抽成，而发行商则可以获得 20%-50%不等的销售额抽成。

图表 14：游戏产业链

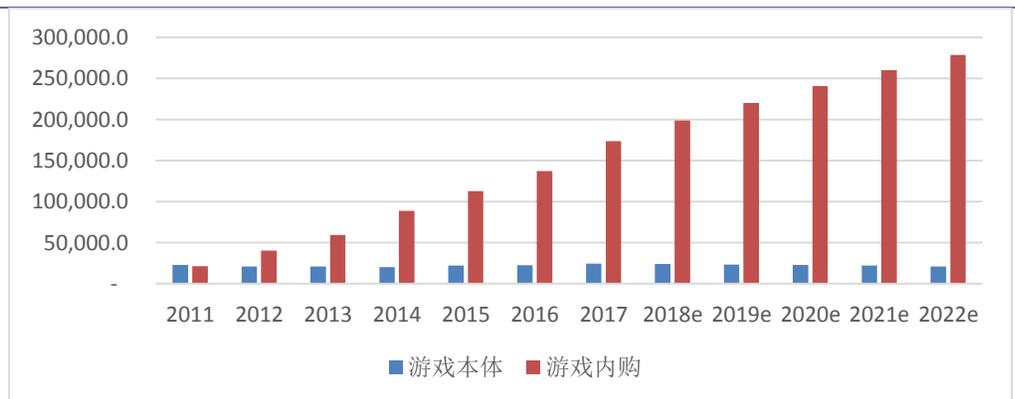


资料来源：太平洋证券整理

从商业模式的角度来看，目前游戏主要有销售游戏本体（先付费后下载）和免费游戏下载+游戏内购（先下载后付费）这两种商业模式。在游戏中内购的消费模式继续受到游戏公司的青睐，越来越多的游戏特别是在线游戏和手机游戏倾向于提供免费的游戏本体+游戏内微交易的模式。

图表 15：中国游戏软件产业商业模式格局

单位：百万元

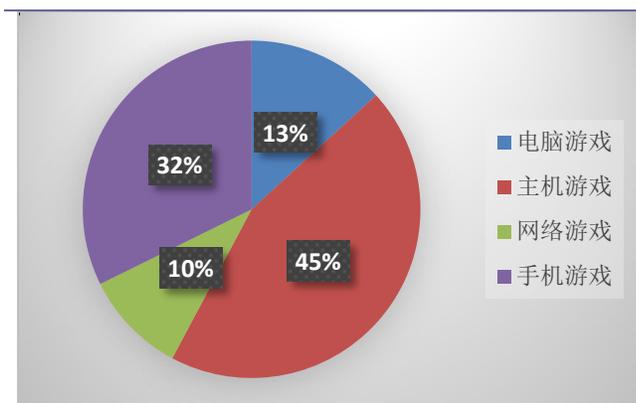


资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理

(三) 公司手游+端游+主机游戏同时推进

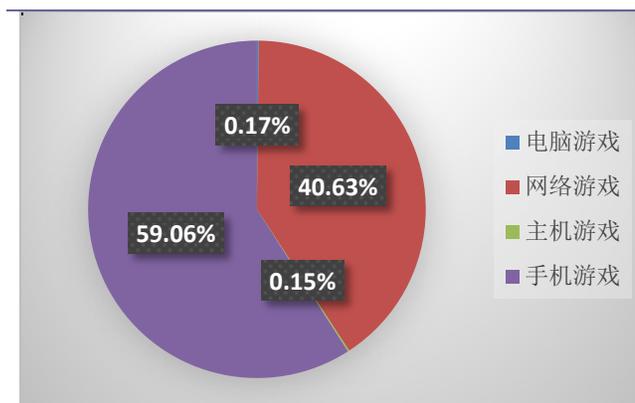
在欧美发达地区，主机游戏、PC 游戏和手机游戏呈现出三足鼎立的趋势。以美国为例，2017 年美国游戏软件市场主机游戏软件销售额占比 45%，手机游戏软件销售额占比 32%，电脑游戏软件销售额占比 23%。我国游戏产业的结构和欧美国家的差异较大，我国受历史环境等因素影响，主机游戏正式进入中国市场才 3 年的时间，属于新兴行业，目前正处于发展期，但由于审核等问题存在，目前国内主机玩家依然倾向于从海外购买主机软件和硬件，香港和台湾主机游戏市场均受益于中国内地玩家的购买力。PC 游戏由于长期受到盗版的困扰，发展较为缓慢，不过随着 Wegame 的推广和 steam 中国的正式推出，预计未来五年将保持 CAGR 23.1% 的增速。而网络游戏经过长年的发展，目前已经进入行业成熟期，网络游戏市场规模在 2015 年达到顶峰 831.2 亿元，随后市场规模开始萎缩，虽然电竞等细分领域（例如《CS: GO》）均保持着较快的发展，然而依然无法抵消传统 MMORPG 游戏收入下滑带来的负面影响。不过网络游戏行业集中度较高，竞争格局相比于手机游戏更为有利，从事网络游戏开发的公司的利润率也会因此得到提升。手机游戏市场在前几年的快速发展后，市场规模在 2017 年达到了 1169.17 亿元人民币，不过随着人口红利的消失，我们预计 2018 年后增速将逐年下滑，未来五年将保持 CAGR 14.2% 的增速。

图表 16：2017 年美国游戏软件市场结构



资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理

图表 17：2017 年中国游戏软件市场结构



资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理

图表 18：中国手机游戏市场规模 单位：百万元



图表 19：中国网络游戏市场规模 单位：百万元



资料来源: Euromonitor, 太平洋证券整理

图表 20: 香港主机游戏软件市场规模 单位: 百万港币



资料来源: Euromonitor, 太平洋证券整理

资料来源: Euromonitor, 太平洋证券整理

图表 21: 台湾主机游戏软件市场规模 单位: 百万新台币



资料来源: Euromonitor, 太平洋证券整理

完美世界作为国内不多的三个平台同时发展的游戏公司,秉承“333”的业务搭配,抗风险能力显著高于其它单向发展的公司。且 PC 端游和主机游戏的门槛较高,国内竞争对手不多,有机会在手游行业进入激烈竞争的未来成为公司增长的源头。公司目前游戏项目储备丰富,不容易出现游戏断档导致公司营收或者利润大幅下滑的风险。公司旗下目前有超过 20 个游戏工作室,包含了支持全平台的游戏引擎研发、运维中心、技术支持团队,欧美团队包括 Cryptic Studios、runic games、magic design 等工作室。公司研发人员约为 2500 人,其中欧美游戏工作室大约有 300 人。

手游方面,公司自 2013 年起进入手机游戏市场,先后推出了《神雕侠侣》、《射雕英雄传》、《倚天屠龙记》等游戏。公司的主打手游《诛仙》自 2016 年 8 月上线以来,表现优异,2016 年贡献了大约 10 亿流水。《诛仙》手游在研发的时候更偏向于端游的思路,着重考虑了端游玩家的喜好,看中的目标客户群也是当时已经离开了《诛仙》端游的老玩家以及重度 MMORPG 游戏玩家,所以《诛仙》手游在推出的时候和 PC 端游的区分度并不大。而《诛仙》手游在 2017 年 8 月推出的新资料片,则是在做游戏品牌的年轻化,通过邀请郑爽代言和一些新的年轻化的设计吸引新用户。目前《诛仙》推出的新资料片非常成功,用户的年龄层次和男女比例都有一定的优化,并且帮助公司积累了很多新用户的数据。《诛仙》手游现在通过推出资料片的方式对游戏进行改造,游戏在 2017 年 10 月底也推出了一个新资料片。游戏目前保持平均两个月出一个资料片的更新速度,新的设计思路都是吸引更多的年轻用户。参照《诛仙》手游的例子,公司在设计后续的主打产品《完美世界手游》的时候同时设计两条线,主线是比较尊重原有端游玩家的感受,而另外一条支线则是照顾新的年轻用户。《完美世界手游》预计将于 2018 年 12 月正式上线,并通过腾讯发行,弥补了公司在发行上的一些不足。除了《完美世界手游》外,公司在 2018 年上半年还成功推出了《轮回决》(2018 年 3 月)、《武林外传》(2018 年 4 月)等新游,并取得了不错的成绩,月流水略微超过了市场预期。除了传统的 RPG 游戏以外,公司也在一些新的领域进行尝试,例如《梦间

集》就是为核心二次元用户打造的手游，在第一款游戏积累经验和用户数据后，后续的泛二次元产品《梦间集：天鹅座》也预计将在 2018 年 4 季度推出。公司在 2019 年还有《云梦四时歌》和《我的起源》等原创 IP 游戏推出，我们预计这两款游戏均将取得不错的成绩，丰富公司旗下游戏产品组合。

PC 端游方面，《诛仙 3》和《完美世界》是公司精心打造的大型 MMORPG 游戏 IP，目前月流水相对稳定。公司的次时代引擎项目于 2017 年下半年正式立项，预计将于 2019 年-2020 年完成开发。次时代引擎主要用于对公司传统大型 MMORPG 进行更新换代，其次是用于新 IP 游戏的研发。此外公司在 2016 年推出了自研的 VR 游戏《SUBNAUTICA》，游戏推出后也赢得了不错的口碑，公司旨在为未来的 VR 游戏积累经验。公司代理的《DOTA2》和《CS: GO》都处于增长状态，《DOTA2》2016 年贡献了 4 亿多的营收，而且还处于稳步增长的状态。《CS: GO》于今年 9 月正式上线，目前峰值在线人数大致在 65 万-70 万左右，平时则为 10-20 万左右。《CS: GO》目前还主要还是在做国际服玩家回归国服的工作，Valve 也在积极推动此项事宜。除了让国际服的玩家回归，公司还在积极推动国际服大量囤积的宝箱流通到国服。而游戏交易系统暂时没有上线也限制了游戏的流水情况。不过随着游戏运营的深入，《CS: GO》的成长曲线将会和《DOTA2》类似，而且两项游戏都会受到电竞赛事的影响。公司预计将在 2018 年 4 季度推出自研的射击类游戏《Farside》，后续还将登陆主机平台，《Farside》的推出也丰富了公司旗下自研游戏组合。

主机游戏方面，《HOB》是 2017 年下半年推出的新游戏，游戏类型是一个休闲游戏。公司主机游戏产品主要还有《无冬 OL》和《星际迷航》，《无冬 OL》推出时间较早，而《星际迷航》是公司 2017 年推出的新游戏。公司目前还有四五款 PC+主机的游戏在研发，《非常英雄》预计将在 2018 年 4 季度推出，这款游戏由法国的 magic design 工作室制作，未来有可能会移植到手游端。2019 年公司还会上线两款大型的主机游戏，一款是《火炬之光：边境》，一款是《万智牌》。《火炬之光：边境》在 2018 年科隆游戏展上取得了不错的反响，而《万智牌》则长期是欧美卡牌游戏的顶级 IP。

图表 22： 完美世界主要游戏产品



资料来源：太平洋证券整理

(四) 游戏行业竞集中度变高，有利于精品内容公司

中国互联网行业已经经历了三个发展时代，步入第四个时代。

1) 2002-2006 年是互联网早期竞争的阶段。2000 年是全球互联网泡沫破灭的时候，2001 年、2002 年是中国互联网在泡沫之后的复兴。在这个时期，整体上还处于 PC 互联网的起步阶段，网民的增长整体速度还是比较慢。这一阶段流量比较少，企业争夺流量采取的手段相对来讲很激烈。

2) 从 2006-2011 年，PC 端的网民增长增快。但是这个时候，互联网的网络效应凸显。大平台、大的产品流量会越来越大，行业里面第一和第二差距变大。所以这个时期流量争夺也很激烈，后进入企业在琢磨如何更快获得流量的时候，就会采取各种各样的不正当手段来进行竞争，特别是针对先进入的大平台企业。某种意义上讲，当时发生的安全软件引发的系列大战就是在这样的时代背景下发生的。

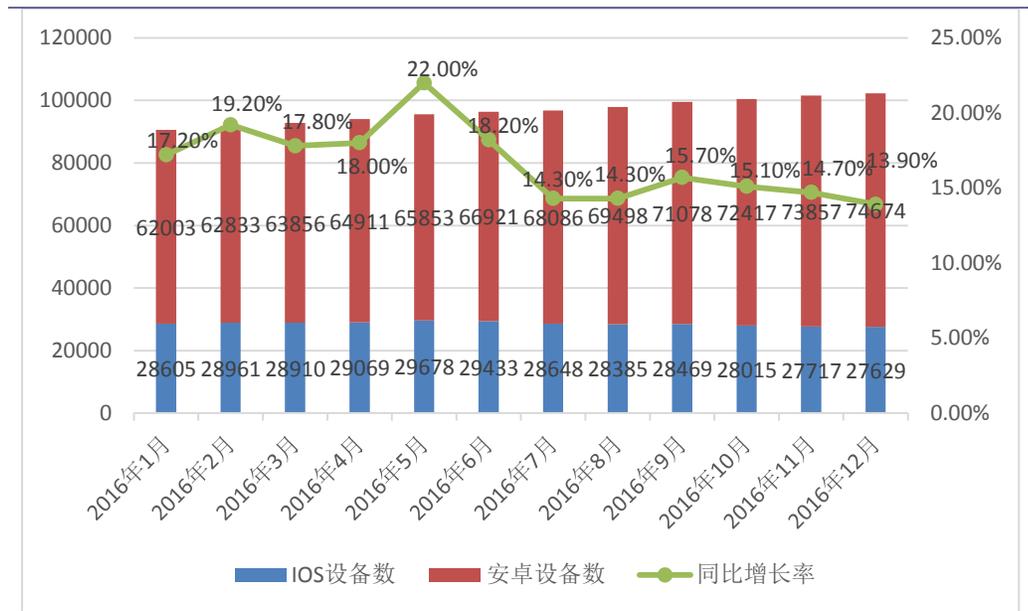
3) 从 2011 年到 2016 年，这几年整个行业比较风平浪静。有两方面的原因：一方面手机网民快速增长，导致流量快速的爆发性的增长。另一方面，大型互联网公司也在采取开放平台的模式，流量不再局限于自己的平台，不再什么都自己做，而是开放出来，和众多的第三方开发者一起服务平台上的用户。

4) 2016 年以来，可以看到网民的增速在快速的降低，这个时候流量的增量开始变少。随着国内手机游戏市场用户规模触及阶段性的天花板，前期由人口红利驱动的增长效应逐步减弱，手

机游戏行业增长的主要驱动力已经从原来的人口红利转变为家庭可支配收入的提高。同时网民的消费意识在升级，互联网用户不再是小白用户。用户经过了PC到移动互联网这么多年的发展，变成比较资深的用户，再通过恶意营销、低价倾销等方式已经吸引不到他们。未来手机游戏、PC端游以及主机游戏都将进入精品内容的时代，优质的产品才能为游戏公司吸引到更多的消费者。

图表 23: 2016 年中国移动互联网月度活跃设备数及增长率

单位: 万台



资料来源: QUEST MOBILE, 太平洋证券整理

(五) 公司游戏业务的技术优势

在互联网流量增量几乎停滞的当下，技术实力重新成为游戏公司的核心竞争力。比较典型的例子是最近非常火的《绝地求生：大逃杀》，该游戏在上架 steam 平台后累计销售超过 1900 万套，最高同时在线人数突破 200 万人。与此同时，国内跟风手游作品层出不穷，国内目前对于“大逃杀”类手游的流量竞争已经进入白热化阶段。不仅仅是国内，在海外，动视暴雪的《使命召唤：黑色行动 4》以及 EA 的《战地 V》都将加入大逃杀模式。大逃杀类型手游的井喷表现，恰恰说明了技术实力才是游戏研发公司的护城河，也是游戏研发公司的核心竞争力。大量同类型的手游出现，证明了简单的游戏模式成功非常容易被竞争对手模仿，这并不能成为游戏研发公司的护城河。国外游戏市场比较典型的则是任天堂旗下的游戏，例如《超级马里奥》，游戏机制看上去非常简单，同样也只有极少数的游戏公司尝试去制作此类型的游戏。理由其实也非常简单，任天堂游戏是出名的易学难精。千万不要被任天堂游戏的画面风格欺骗。这些看上去非常简单的游戏其实都有着非常严谨的设计，程序、策划的工作都难以复用，AI 在游戏里的智能都非常高，一些微小的改动就可能都会让游戏的游戏性大大下降。

图表 24: 易学的“大逃杀”



资料来源: 太平洋证券整理

图表 25: 难学的“超级马里奥”



资料来源: 太平洋证券整理

而对于流量的争夺会导致游戏本身难以变现，通过广告变现可能是目前唯一的可行方式，但游戏广告的商业模式在欧美等成熟市场也面临着诸多的问题。一是因为广告的表现效率低，二是因为影响玩家的游戏体验，三则是因为这样的广告效果并不好，对广告主来说这并不是一个好的广告投放点。远远没有游戏内容直接变现的效率。比较典型的例子就是动视暴雪公司旗下的 King 部门，虽然坐拥公司绝大部分的用户（King 的 MAU 高于 4.5 亿，动视暴雪整体的 MAU 为 5 亿-5.5 亿），然而变现效率却远远低于动视部门和暴雪部门。

决定游戏研发技术好坏的其实就一个词：积累。完美世界一直都投入大量的人力物力在研发上，以便保持公司自己的核心研发优势。游戏引擎是一款游戏产品的核心部分，包含了以下系统：渲染引擎（即“渲染器”，含二维图像引擎和三维图像引擎）、物理引擎、碰撞检测系统、音效、脚本引擎、电脑动画、人工智能、网络引擎以及场景管理。公司一开始就采取了自主研发游戏引擎的方针，在游戏引擎的研发技术积累非常丰富。公司主打产品《完美世界》端游的游戏引擎是公司自主研发的国内第一款 3d 游戏引擎。公司具备引擎软件著作权专利，受法律保护，国内其它游戏公司不能通过同样的技术路径来制作引擎。公司对次世代游戏引擎的研发在 2017 年下半年正式立项，预计研发周期为两年，次世代引擎主要将运用在公司的传统端游 IP 新游戏的设计上。虽然目前游戏引擎现在有很多，不过大规模公开授权的 3D 引擎只有两个，Unity 和 Unreal。Unity Pro 版需要 850 人民币一个月，而虚幻 4 引擎虽然已经免费提供给所有用户下载，但开发者利用虚幻 4 引擎盈利后，每季度的头 3000 美金之外的其它收入要按照 5% 的比例交钱给 Epic Games。目前大部分小型的游戏研发工作室都采用公开授权的商用引擎，但特定类型的游戏依然需要特定类型的工具，目前像 Unity3D 这样通用化的引擎，还是很难为一个特定的游戏类型提供足够的支撑服务。对于一个一定规模的公司来说，拥有自己的引擎，拥有一个属于自己的公司的技术支撑团队，依然具有很高的价值。这不但会大大降低引擎学习研究适应的风险，也有助于这家公司在某些细分领域建立自己的技术门槛，甚至还有利于降低核心员工流失率。公司自主研发的游戏引擎从最

开始在物理层面的设计上就保证能够承载公司对游戏设计的需求，配备自己公司的目标产品，在可发挥的空间上以及在后期游戏的升级改造上都更具有主动性。而直接采用商业引擎制作游戏，如果游戏研发人员对引擎的理解不够深入，那么对于游戏的优化以及架构都有可能出现问题，近几年比较典型的例子包括：《绝地求生》的优化和外挂问题以及《仙剑奇侠传 6》的优化问题。从另外一个角度出发，海外大型游戏公司都有自己研发的游戏引擎，且在持续更新以便能更好的满足新游戏的设计需求，也进一步的说明了游戏引擎的重要性。

图表 26：世界主要游戏引擎

引擎名称	所属公司	代表作品
RAGE Engine	Take-Two	《GTA》系列、《荒野大镖客》系列
Naughty Dog Game Engine	SONY	《神秘海域》系列
The Dead Engine	EA	《死亡空间》
Frostbite Engine	EA	《战地》系列
Cry ENGINE	Crytek	《孤岛危机》
Avalanche Engine	Avalanche Studios	《正当防卫》系列
Anvil Engine	育碧	《刺客信条》系列
IW Engine	动视暴雪	《使命召唤》系列
Creation Engine	Bethesda Game Studios	《上古卷轴5》、《辐射4》
Source Engine	Valve	《CS: GO》
MT Framework	CAPCOM	《怪物猎人》系列
Luminous	Square Enix	《最终幻想》系列

资料来源：太平洋证券整理

随着硬件技术的发展，之后有机会也可能把次世代引擎的技术运用到手游上。硬件厂商对软件产品的要求也会越来越高，例如硬核联盟厂商需要技术的更新去匹配更高端的产品，这样也可以帮助他们保持自己的市场份额，未来对软件产品的调试工作会有越来越多的硬件厂商参与进来。从技术层面上来讲，主机平台或者 PC 平台上更适合展现公司的技术实力的平台，但优质的产品需要沉下心来研发，研发周期会比较长，高精尖技术的变现时点还需要一些时间。公司不会为了短期的利益牺牲长远的布局，例如 VR 游戏《SUBNAUTICA》就是为未来做技术积累，不追求短时间的变现。

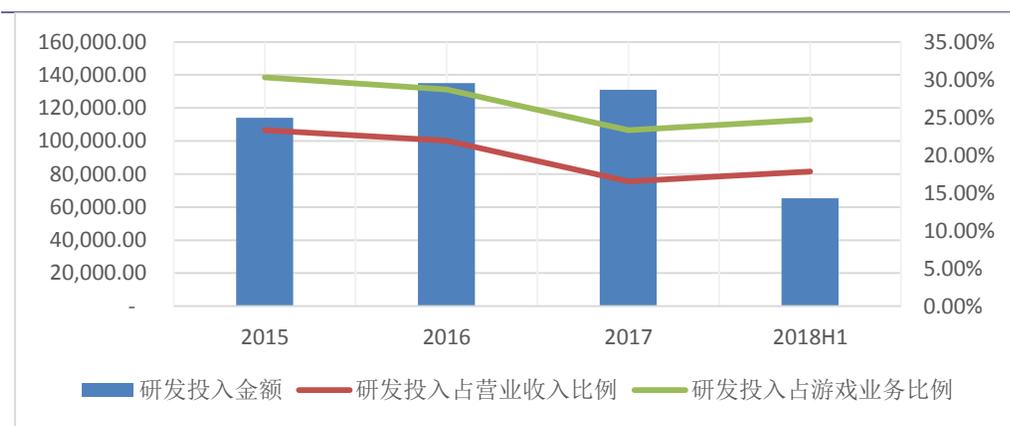
游戏美学也是公司擅长的领域，游戏美学是游戏最重要的输出方式，它决定了游戏能不能吸引玩家的目光，然后才能配合游戏的操作，故事剧情吸引玩家。优质的游戏画面一是可以提供十分丰富的细节使得人物和环境非常逼真；二是具有作品特色与美感的场景设计给予玩家深刻的印象，三是镜头的运用很好地向玩家传达整个作品的精神。所以说游戏画面非常的重要，它会影响玩家对游戏的投入程度。特别是现今，被高清 CG，高质量屏幕大量冲击的用户，对画面更是在意。大部分人类都是视觉动物，很大一部分玩家看到游戏的画面不合心意就会直接放弃。公司出品的《诛仙》手游当时牺牲了一些游戏画面是因为当时的手机硬件水平还没有达到公司的需求，权衡之下只能舍去一些公司的优势。目前手机的硬件在不停更新，软件技术上也有进步，一些技术层面上的改动和优化能够更好的满足现在美术的需求。过去两年公司在研发手游的时候其实一直在

大量的做减法，被迫牺牲了很多自己的优势，当时手机平台可能无法承载这些技术。但随着技术的进步，现在可以把过去丢弃的东西又拿回来，而且玩家对高质量产品的需求也在增加。《完美世界手游》这款游戏，不管从画面上还是游戏性，都将体现出公司一贯的优势。而《云梦四时歌》和《我的起源》也将体现出公司在不同领域类型游戏的开拓。

目前公司的研发费用都采用费用化的准则，而且都是当期计算，因为手游周期很短，资本化的意义不大。公司目前研发的部分游戏确实无法在短时间内推出，例如次世代引擎以及一些主机游戏，很多项目是 18 年甚至是 19 年才面世，这些周期相对较长。公司未来对游戏引擎以及主机+PC 端游的研发投入可能会考虑资本化。

图表 27：研发投入

单位：万元



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(六) Steam 中国

完美世界于 2018 年 6 月宣布与 Valve 公司签署授权协议建立 STEAM 中国。

Steam 平台是 Valve 公司聘请 BitTorrent (BT 下载) 发明者布拉姆·科恩亲自开发设计的游戏平台。Steam 平台是目前全球最大的综合性数字发行分销平台之一。玩家可以在该平台购买、下载、讨论、上传和分享游戏和软件。目前平台上有超过 2 万款游戏，平均每天都有大约 30 款新游戏发布，平均每小时超过 1 款，平台上的游戏覆盖了几乎所有的游戏品类。2017 年 Steam 平台全年总收入约为 43 亿美元，用户数增长 6300 万至 2.91 亿。其中《绝地求生》销量近 2800 万，创造近 6 亿美元的收入。排在第二位的是《CS: GO》销量近 1250 万，营收为 1 亿 2000 万美元。一款游戏的收入达到 2200 万美元，才能进入 Steam 的前 20 名。目前 Steam 国区的活跃用户已突破 4000 万，超越了美国的 3900 万成为全球第一。

Steam 平台不仅仅只是一个数字版游戏分销平台，它还提供了各种针对游戏研发商以及平台玩家用户的服务。包括反盗版系统、VAC (Valve Anti-cheating) 反作弊系统、自动更新系统、好友系统、青睐之光 (Steam Greenlight) 系统、Steam Link 串流技术、玩家社区-创意工坊等。公司近期还研发出了 SteamVR 骨骼输入系统，可让 VR 交互更准。这些增值服务也让 Steam 从最早的

一个单纯的游戏分销平台慢慢演变为一个集宣发、分销以及社区为一体的综合性平台。

当然 Steam 也在面临着许多的挑战，例如微软的 Windows Game 等新平台的介入。而且大型发行公司均在大力发展自己的 PC 游戏分发平台。早在 2011 年，EA 就脱离了 Steam，公司自有的 Origin 从一片骂声中慢慢建立起一套独立的生态体系给了众多强势游戏公司一个很好的例子。法国游戏公司 Ubisoft 一直以来坚持建立自己的 Uplay 平台，尽管很多消费者是通过 Steam 平台购买游戏，但是在 Steam 平台开始 Ubisoft 的游戏依然会（注册）启动 Uplay 平台。甚至 Uplay 平台会提供一些 steam 平台没有的优惠，以及通过 Uplay 平台可以更早的玩到游戏等优势，可以说 Ubisoft 脱离 Steam 也是早晚的事情。2017 年，动视发行的《命运 2》登陆暴雪的战网是动视暴雪的试水之作，也让动视暴雪发现在自己的战网平台上发售 PC 游戏也是可行的，销量不会受到影响。2018 年，动视的扛鼎之作《使命召唤 15：黑色行动 4》也直接从 Steam 平台跳转自己的战网平台。至于 Take-Two，其实也构建了一个社区，即在 GTA 游戏中组建帮派系统。Bethesda 最近也宣布了公司最新的游戏《辐射 76》将不登陆 Steam 平台，而是选择在自己公司的平台上销售。我们可以清楚的看见，越来越多的游戏厂商开始构建自己的游戏平台。这也证明了只做游戏发行和渠道分销不能成为游戏公司的核心壁垒，Valve 在沉寂多年后，也不得不开始研发新游戏，基于《DOTA 2》改编的主题卡牌游戏《Artifact》即将在 10 月开启 beta 测试。

虽然最近几年大型游戏公司有脱离 Steam 平台的迹象，不过依然有更多的中小型 CP 加入了 Steam 平台。完美世界在和 Valve 签署合作协议以后，不仅仅是可以直接沟通更多的海外优质游戏 CP，引入更多的优质游戏内容，还能够帮助更多的国内游戏走向海外。和手机游戏市场充满大量的无效用户不同，PC 端游戏用户的自主选择能力较强，腾讯的流量优势在 PC 端游戏领域无法发挥。Steam 中国和 Wegame 的竞争主要取决于平台上的游戏阵容以及各自平台的服务质量。我们预计 Steam 中国将在 2019 年下半年正式推出。

三、公司影视业务稳步推进

“一剧两星”政策自 2015 年 1 月正式实施，限制每晚黄金时段一部电视剧最多只能在两家卫视综合频道播出。受此政策影响，一方面供给端的电视剧产量趋于下降，2017 年电视剧产量进一步下降至 314 部；另一方面，电视台分化加剧，2016 与 2017 年省级卫视黄金档收视率前三甲格局基本稳定且更加集中，行业资源进一步向更具优势的一线卫视倾斜。而随着互联网用户和移动端用户数量的迅猛增长，网络视频的地位在不断提升。在雄厚的资金实力和灵活的广告策略下，网络视频为了争夺会员数、抢占流量入口，显著提升版权的购买预算，尤其是头部精品剧的购剧预算，推动精品剧单集售价的水涨船高。

图表 28：2010-2017 年全国电视剧产量

单位：部

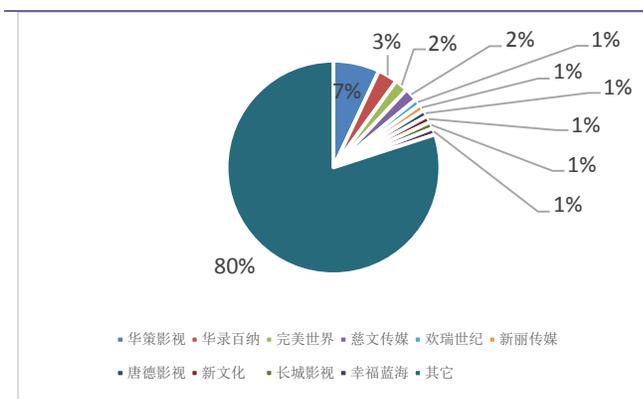


资料来源：WIND，太平洋证券整理

2017 年，《孤芳不自赏》《择天记》《三生三世十里桃花》等热播剧版权费用均超过 6 亿。目前古装、仙侠题材等电视剧成本投入较大，普遍集数也较长，单集版权价格超过了 1000 万，而现实题材电视剧单集版权价格在 500 万左右，不过像《欢乐颂》等头部现代剧版权价格也在 1000 万以上。2017 年 9 月，有关部门发布了《关于电视剧网络剧制作成本配给比例的意见》，要求各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内。2018 年 8 月，三大视频网站联合华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大制作公司出手重击“天价片酬”，均有利于电视剧行业的长期发展。

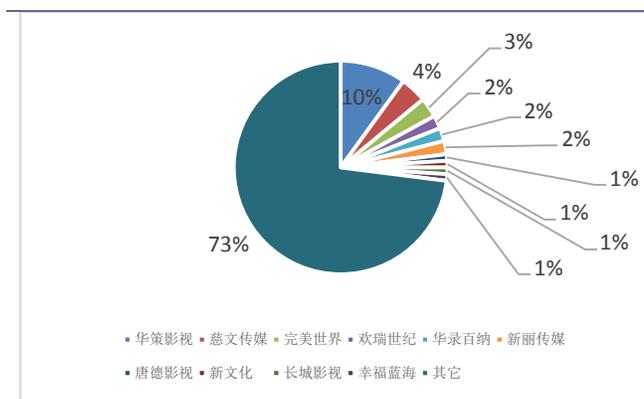
目前国内现有获得电视剧生产甲级许可证机构 130 余家，获得乙级许可证机构近 3000 家。整个电视剧制作行业仍处于较为分散的情况。很多以单个制片人团队为核心的小团队一年就制作 1-2 部电视剧。目前市场上以华策影视为首的十大电视剧制作公司每年发行的电视剧数量占全市场的 20%左右，收入规模则为 30%。

图表 29：2016 年电视剧制作方发行部数占比



资料来源：公开信息，太平洋证券整理

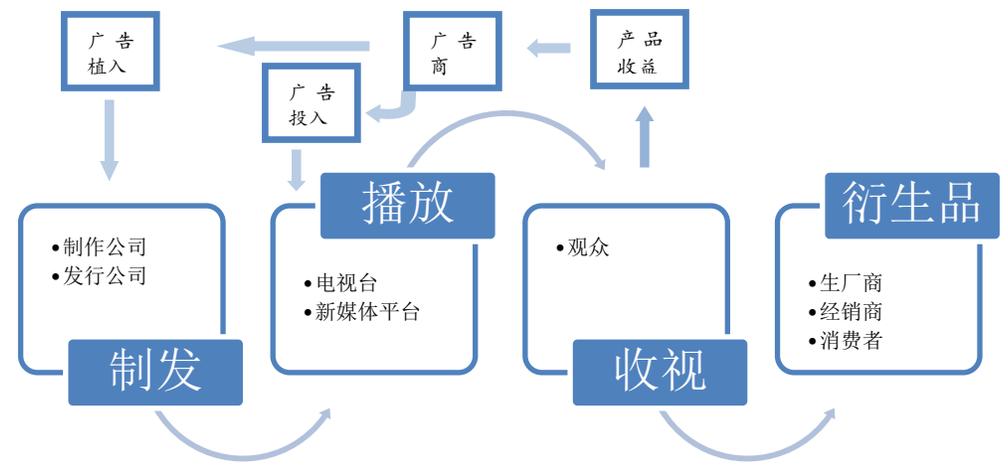
图表 30：2016 年电视剧制作房收入规模占比



资料来源：公开信息，太平洋证券整理

完美世界作为仅次于华策影视的电视剧制作公司，过去3年平均每年会发布6部电视剧。公司电视剧业务在2018年有明显的扩张。仅在2018年上半年公司发布了《香蜜沉沉烬如霜》、《利刃出击》、《走火》、《忽而今夏》、《最美的青春》、《归去来》以及《烈火如歌》7部电视剧，在2018年第三季度，我们预计公司将发布《西夏死书》、《爱在星空下》、《幸福的理由》、《趁我们还年轻》、《壮志高飞》和《半生缘》6部电视剧。在第四季度预计公司将发布《勇敢的心2》、《不婚女王》、《绝代双骄》、《山月不知心底事》以及《艳势番之新青年》等5部电视剧。而《帝凰业》和《一号文件》两部电视剧则因为拍摄进度以及档期的原因，预计将在2019年或者2020年发布。公司影视剧业务目前有20多个团队，公司有多个储备电视剧项目，我们预测公司未来平均每年将发布10部电视剧。

图表 31：电视剧行业产业链



资料来源：太平洋证券整理

和游戏行业类似，中国电影产业依赖电影院和银幕数量推动票房增长的红利期已过。目前决定观众是否进入电影院的关键因素是优质的片源。在巨大的行业体量之下，优质的内容往往具有更强的爆发力。受口碑效应影响，电影票房往往集中在几部制作精美用心、剧情引人入胜、IP积淀深厚的重磅作品上，因而爆款作品的单片票房不断提升甚至刷新记录。2017年电影市场有所回暖，票房收入559.11亿元，较2016年增长了22.3%，远远高于2016年3.6%的增速。2018年的春节档以及暑期档的票房也取得了不错的成绩。

图表 32: 2010-2017 年中国电影票房收入

单位: 亿元

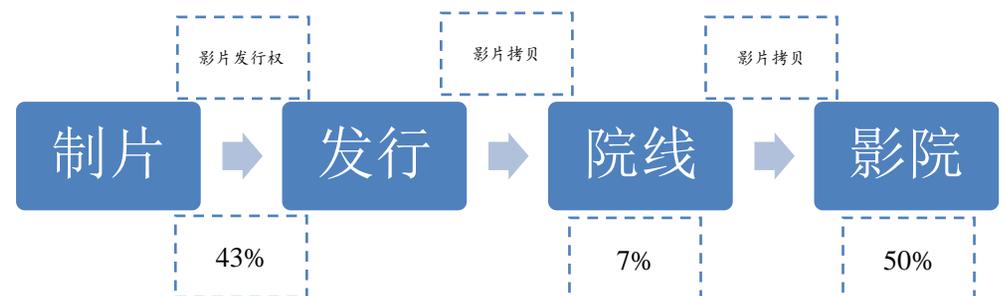


资料来源: 公开信息, 太平洋证券整理

电影方面, 公司一直保持着稳定的出片速度, 公司 2017 年主要上线了两部电影《非凡任务》和《嘉年华》。《非凡任务》取得了 1.56 亿的票房, 《嘉年华》则获得了台湾金马奖最佳导演, 以及提名了第 74 届威尼斯国际电影节金狮奖, 成为 2017 年中国剧情片的代表。2017 年 6 月 20 日, 完美世界影视、威秀娱乐集团、以及 WME/IMG 中国在上海举办发布会宣布共同成立合资影视公司完美威秀娱乐集团。公司参投的成龙电影《机器之血》, 也于 2017 年 12 月上映, 取得了 3.53 亿票房。2018 年上半年, 公司推出的网络大电影《灵魂摆渡·黄泉》分账票房突破 4500 万元, 播放量近 2 亿, 并在上海国际电影电视节中荣获“年度精品网络电影”等 4 项大奖, 成为上半年最受欢迎的网络大电影之一。在 2018 年 9 月, 公司主投的张艺谋导演的《影》将正式上映。

公司的院线业务是院线+影院。去年院线改造做了今典影城, 也和公司内容业务做了一些协同, 例如放映一些集团层面的产品进行联动营销。预计院线业务将于 2018 年 3 季度完成剥离。

图表 33: 电影行业产业链



资料来源: 太平洋证券整理

(一) 公司影视剧业务议价能力强

公司的影视剧业务不以流量明星为主导, 受到“限价令”等政策的影响非常有限。公司的影

视剧业务分两个层次，首先是以赵宝刚等五个大导组成的五个王牌制作组，他们制作的电视剧在市场上不缺少买家，议价能力较强。而新的团队，公司会利用平台的力量去增加他们的议价能力。例如《香蜜沉沉烬如霜》就是由年轻的制作团队主导，该剧制作人是公司内部培养出的新一代制作人。在此情况下，公司会用公司的品牌去给新人作品提供支撑，包括信誉和品质上的保障，公司也会通过一些渠道上的资源去帮助新的影视剧团队。大多数播放平台对公司制作的影视剧产品的质量都较为信任。而电视剧播出后赢得的良好口碑则会增强制作团队未来的议价能力，从而形成正循环。

四、公司经营及财务状况分析：

2018年1-6月，公司营业收入为36.67亿元，同比增长了2.2%；归属母公司股东的净利润为7.82亿元，同比增长了16.46%，EPS为0.59元。2018第二季度单季度公司实现营业收入18.64亿元，同比增长11.11%，归母净利润4.22亿元，同比增21.92%，EPS为0.32元。公司业绩符合市场预期。公司游戏业务实现收入26.63亿元，同比下降13%，主要是由于公司旗下部分游戏进入了生命周期末期，游戏流水自然下滑，并且去年公司游戏业务流水基数较高所致。公司后续游戏产品丰富，不过由于部分游戏将推迟上线，部分收入将由2018年推迟到2019年确认。

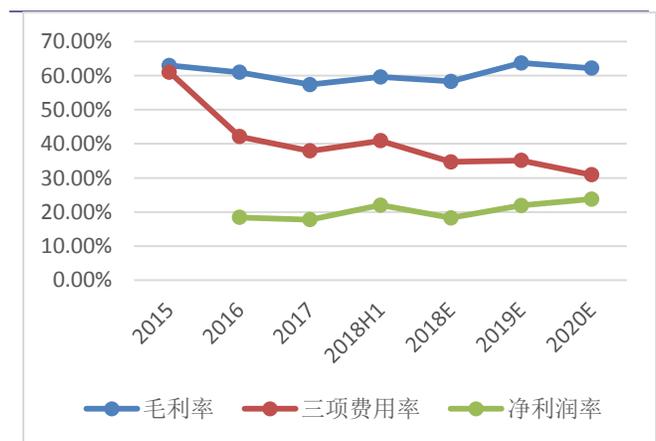
另外，根据公司公布的业绩指引，公司2018年度1-9月将实现归母净利润11.9-12.9亿元，同比增长10.4-19.6%；2018年第三季度单季度归母净利润为4.1-5.1亿元，同比增长0-25%。

图表 34：最近 2 年收入及净利润情况 单位：万元



资料来源：完美世界，太平洋证券整理

图表 35：盈利能力分析



资料来源：完美世界，太平洋证券整理

(一) 公司其它重要财务数据

公司的流动资产中，应收账款几乎都来自于影视业务方面，公司和各大电视台以及互联网播放平台都保持良好的合作关系，目前公司电视剧业务的主要客户是优酷，回款较为有保障。预付款项也主要是来自于影视业务的，例如提前支付的制片款。游戏业务也有一定的预付款项，例如

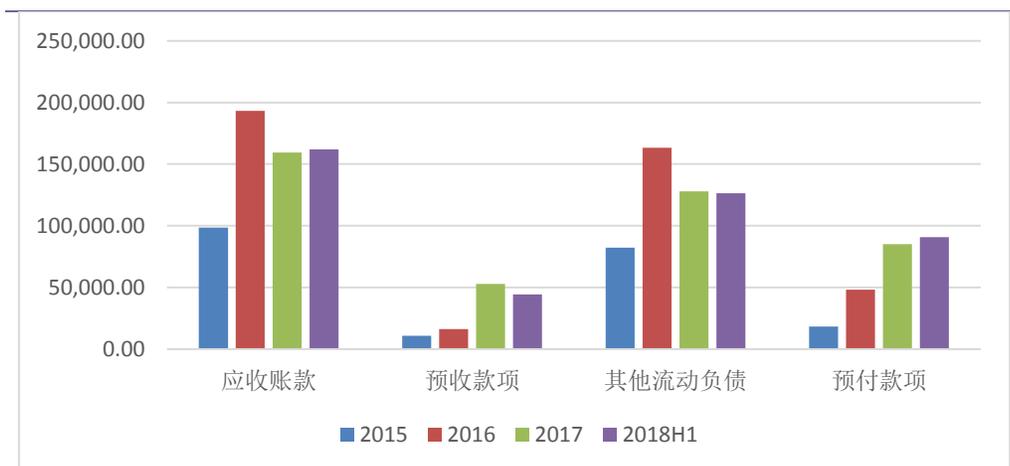
公司代理《CS: GO》，会预付给 Valve 一部分版权金。

在公司的流动负债中，预收款项在游戏业务和影视业务中都存在，游戏业务中，例如授权给别人运行自己研发的游戏，就会先有版权金入账，游戏还没上线的时候先计入预收款项。影视业务主要是来自于公司主投主控的片子，其它参投方会提前把制片款汇入公司账户，这些也都计入预收款。电视剧在卖给了电视台或者视频网站之后，电视台或者视频网站会先付一笔版权金，这些也先计入预收。其它流动负债主要是游戏业务的递延收入，不停滚动，每款游戏都有公司自己测算的玩家生命周期，PC 端游上这个指标会比较长，一般为 200-300 天，手机游戏较短，一般为 90-150 天。每个游戏都有对应的生命周期，客户在消费后，不会在当期确认收入，如果该游戏是 90 天的生命周期，则会递延到 90 天分批确认收入。因为公司还没有结束对该玩家的服务，还有服务玩家的义务在里面。

截止至 2018 年 6 月 30 日，公司账上货币资金为 37.55 亿元，我们认为公司货币资金充足，减去公司借款后（短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债，共有 16.83 亿元）尚有 20.72 亿货币资产。公司的流动比率为 2.27:1。出售院线资产也为公司带来了大约 16 亿的现金，其中 7 亿已经用于偿还长期借款。

图表 36: 各项财务数据

单位: 万元

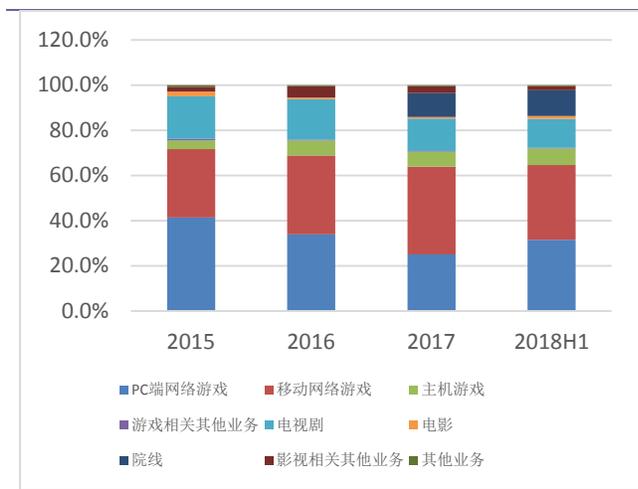


资料来源: 完美世界, 太平洋证券整理

(二) 按照商品种类划分

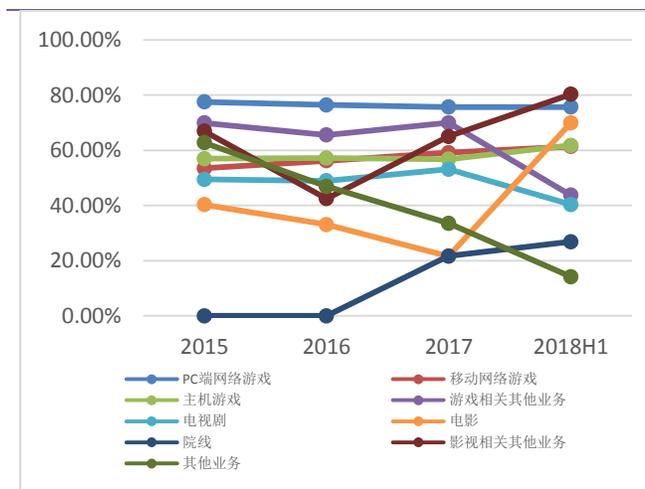
公司的各项业务都在稳步发展中，其中 2016 年 12 月并购的院线业务预计将在 2018 年 3 季度完成剥离。2018 年上半年公司游戏业务毛利率上升，主要是因为公司议价能力有所提升以及公司和阿里游戏合作的《烈火如歌》手游采用了净额法确认收入。公司电视剧业务毛利率同比大幅上升，主要是由于去年同期只有少量不太重要的电视剧确认收入，造成了去年同期公司电视剧业务毛利率仅为 20%。我们预计未来公司电视剧业务将保持在 40% 以上的毛利率水平。

图表 37: 营业收入按照商品种类划分



资料来源: 完美世界, 太平洋证券整理

图表 38: 不同商品种类对应的毛利率水平



资料来源: 完美世界, 太平洋证券整理

(三) 股票回购计划

完美世界公司已经于 2018 年 8 月 5 日开立了回购股份专用证券账户, 用于实施为期 12 个月的回购公司股份并予以注销的计划。本次回购资金总额为人民币 5 亿元-10 亿元, 回购股份的价格不超过人民币 36 元/股。根据公司 2018 年 8 月 8 日的公告, 公司已经回购股份 749,710 股, 均价为 26.67, 成交总金额为 19,997,231.12 元。按照公司最新收盘价 25.11 元/股价格计算, 公司的回购计划还将回购大约 1911 万股-3903 万股, 占公司总股本的 1.45%-2.97%。按照 36 元/股价格计算, 公司回购股数为 1333 万股-2722 万股, 占公司总股本的 1.01%-2.07%。回购计划完成后也会促使公司 EPS 小幅上涨。我们预计公司后续会稳步推进回购计划, 2018 年将完成 5 亿元的回购。

(四) 多元化业务以及大量的项目储备可以有效规避风险

公司一直秉承全球化、多元化的发展, 不会因为某个细分行业的增速放缓而对公司的整体发展造成影响, 公司在自己擅长的领域不断投入, 有利于巩固公司的技术优势。且公司规范的管理也有利于公司在未来更加激烈的竞争中脱颖而出。公司各业务的项目储备丰厚, 不会出现业绩断档的风险。

五、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

● 分业务收入预测

预计公司从 2019 年起手机游戏业务将继续发力, PC 端游也重新步入增长以及主机游戏业务开始爆发的时点, 游戏相关其他收入取决于公司泛二次元游戏的推广情况。影视剧业务则保持长

期稳定的发展。

图表 39：分业务预测

单位：万元

	2017				2018e				2019e			
	收入金额	收入占比	毛利率	YOY	收入金额	收入占比	毛利率	YOY	收入金额	收入占比	毛利率	YOY
移动游戏	307,866.72	38.8%	59.13%	42.9%	304,250.00	33.5%	62.63%	-1.2%	459,600.00	45.4%	68.36%	51.1%
PC端游	199,138.65	25.1%	75.69%	-4.7%	219,542.62	24.2%	76.00%	10.2%	220,200.00	21.8%	76.00%	0.3%
主机游戏	51,963.19	6.6%	56.77%	27.2%	70,433.50	7.7%	62.00%	35.5%	106,800.00	10.6%	62.00%	51.6%
游戏相关其他收入	3,208.05	0.4%	69.96%	33.9%	1,886.42	0.2%	65.00%	-41.2%	2,000.00	0.2%	65.00%	6.0%
游戏分发平台	-	0.0%	0.00%	0.0%	-	0.0%	0.00%	0.0%	20,000.00	2.0%	28.00%	新增
院线	84,274.24	10.6%	21.66%	新增	50,520.96	5.6%	26.87%	-40.1%	-	0.0%	0.00%	-100.0%
电影	6,068.92	0.8%	36.36%	56.5%	50,121.47	5.5%	40.00%	725.9%	10,000.00	1.0%	40.00%	-80.0%
电视剧	112,816.88	14.2%	53.12%	2.4%	195,165.79	21.5%	43.00%	73.0%	175,000.00	17.3%	43.00%	-10.3%
经济及其它	24,568.83	3.1%	36.36%	-21.6%	14,067.28	1.5%	65.00%	-42.7%	15,000.00	1.5%	65.00%	6.6%
其他业务	3,076.03	0.4%	33.56%	12.5%	2,975.78	0.3%	30.00%	-3.3%	3,000.00	0.3%	30.00%	0.8%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

● 盈利预测假设

按照上表的分业务收入预测，公司 2018 年营业收入同比增长 14.6%，2019 年营业收入同比增长 11.3%，2020 年营业收入同比增长 14.2%。

预计随着销售规模的增长，以及平台对优质内容产品的需求增加，公司的毛利率会出现不同幅度的提升，随着越来越多的精品内容推出，公司的议价能力也将继续变强。

预计未来的两年公司仍然会保持在研发投入的力度，管理费用率会因为 Steam 中国业务的启动而在 2019 年短期上升，并在业务进入正轨后下降。销售费用率会随着和腾讯游戏在发行上的合作而下降。

资产减值、营业外收入、营业外支出由于无法预测，故假设为 0。

图表 40：完美世界盈利预测表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,129.37	6,158.83	7,929.82	9,089.64	10,116.00	11,551.00
营业收入	1,129.37	6,158.83	7,929.82	9,089.64	10,116.00	11,551.00
YOY	21.99%	445.3%	28.8%	14.6%	11.3%	14.2%
营业总成本	826.97	5,150.19	6,588.64	7,019.14	7,302.22	8,034.95
营业成本	562.38	2,404.28	3,381.23	3,790.98	3,670.52	4,373.11
毛利率	50.2%	61.0%	57.4%	58.3%	63.7%	62.1%
营业税金及附加	8.68	53.57	63.77	73.09	81.35	92.89
销售费用	79.63	755.35	743.51	863.52	940.79	1,016.49
销售费用率	7.1%	12.3%	9.4%	9.5%	9.3%	8.8%
管理费用	108.88	1,835.58	2,072.87	2,272.41	2,680.74	2,656.73
管理费用率	9.6%	29.8%	26.1%	25.0%	26.5%	23.0%
财务费用	44.50	1.23	190.09	19.15	-71.18	-104.27
财务费用率	3.9%	0.0%	2.4%	0.2%	-0.7%	-0.9%
三项费用率	20.6%	42.1%	37.9%	34.7%	35.1%	30.9%
资产减值损失	22.89	100.18	137.17	-	-	-
投资收益	25.39	192.40	183.18	68.44	70.00	70.00
公允价值变动损益	-	-	-	-	-	-
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	327.79	1,201.05	1,524.36	2,138.94	2,883.78	3,586.05
YOY	23.09%	266.4%	26.9%	40.3%	34.8%	24.4%
营业利润率	29.02%	19.50%	19.22%	23.53%	28.51%	31.05%
加：其他非经营损益	56.99	154.93	59.41	50.00	50.00	50.00
利润总额	384.79	1,355.98	1,583.77	2,188.94	2,933.78	3,636.05
减：所得税	85.67	222.83	174.03	530.12	715.95	891.51
净利润	299.11	1,133.15	1,409.74	1,658.81	2,217.84	2,744.54
YOY	51.66%	278.8%	24.4%	17.7%	33.7%	23.7%
减：少数股东损益	10.66	-33.17	-44.80	-52.71	-70.48	-87.21
归属母公司股东净利润	288.45	1,166.31	1,454.54	1,711.53	2,288.31	2,831.75

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

(二) 估值及投资建议

截止至 2018 年 08 月 27 日，公司的收盘价为 25.11 元，总市值为 330 亿元，对应的 2018 年-2020 年市盈率分别为 19 倍、14 倍、12 倍，处于 A 股较低的水平。

我们认为公司作为“游戏+影视”双位一体的公司，始终保持较强的盈利能力，风险较低。另外，未来不排除公司以兼并收购的方式进行的产业链横向拓展和纵向延伸，以此来做大做强可能。由于公司项目储备丰富且成功迈向平台化，所处行业的竞争壁垒较高，且财务状况良好，因此应该享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级，两年目标价 41.27 元。

图表 41：估值对比

	公司名称	股票代码	收盘价(元)		市值(亿元)			营业收入(亿元)			净利润(亿元)			市盈率		
			2018/8/27	2018/8/27	2017	2018e	2019e	2017	2018e	2019e	2017	2018e	2019e			
游戏公司	三七互娱	002555.SZ	10.99	233.52	61.89	76.80	90.77	18.36	19.22	22.88	12.72	12.15	10.21			
	恺英网络	002517.SZ	5.56	119.68	31.34	38.02	44.70	16.86	14.83	16.90	7.10	8.07	7.08			
	游族网络	002174.SZ	16.26	144.46	32.36	43.40	55.86	6.64	10.71	13.85	21.75	13.48	10.43			
	昆仑万维	300418.SZ	15.12	174.17	34.36	46.91	56.26	14.19	13.37	15.98	12.28	13.03	10.90			
影视公司	华策影视	300133.SZ	9.38	166.44	52.46	64.72	78.64	6.36	7.86	9.94	26.17	21.18	16.74			
	唐德影视	300426.SZ	8.74	34.96	11.80	17.85	22.78	1.92	3.95	5.00	18.22	8.84	6.99			
	慈文传媒	002343.SZ	12.52	59.46	16.66	24.70	30.66	4.12	5.52	6.69	14.44	10.78	8.88			
	完美世界	002624.SZ	25.11	330.15	79.30	92.92	111.58	14.60	18.51	22.61	22.61	17.84	14.60			

数据来源：WIND、太平洋证券整理

六、风险提示

公司的研发投入不及预期，公司的新业务开拓不及预期，集团公司层面的业务出现危机。

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	9.84	14.80	21.54	29.34	47.49	营业收入	11.29	61.59	82.38	102.90	125.45
应收和预付款项	8.83	25.04	21.24	36.61	33.63	营业成本	5.62	24.04	36.25	45.49	54.26
存货	3.44	4.96	7.71	8.19	10.78	营业税金及附加	0.09	0.54	0.72	0.90	1.09
其他流动资产	1.69	61.04	61.04	61.04	61.04	销售费用	0.80	7.55	8.73	10.70	12.80
流动资产合计	4.16	8.68	10.47	12.25	14.03	管理费用	1.09	18.36	21.54	26.60	32.18
长期股权投资	-	-	-	-	-	财务费用	0.45	0.01	0.62	0.25	-0.18
投资性房地产	0.08	5.27	3.95	3.42	2.90	资产减值损失	0.23	1.00	0.79	-	-
固定资产	0.56	15.29	15.15	15.02	14.89	投资收益	0.25	1.92	2.19	1.78	1.78
在建工程	0.17	20.18	19.86	19.54	19.21	公允价值变动	-	-	-	-	-
无形资产开发支出	28.78	155.25	160.96	185.41	203.98	营业利润	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
长期待摊费用	3.09	4.41	-	-	-	其他非经营损益	3.28	12.01	15.92	20.75	27.09
其他非流动资产	5.64	13.04	9.34	16.61	12.84	利润总额	0.57	1.55	0.62	-	-
资产总计	6.43	20.33	20.33	20.33	20.33	所得税	3.85	13.56	16.54	20.75	27.09
短期借款	2.13	32.95	32.95	32.95	32.95	净利润	0.86	2.23	2.36	3.12	4.16
应付和预收款项	17.29	70.72	62.61	69.89	66.12	少数股东损益	2.99	11.33	14.19	17.63	22.93
长期借款	5.59	13.86	13.86	13.86	13.86	归母股东净利润	0.11	-0.33	-0.42	-0.52	-0.67
其他负债	0.23	41.62	41.62	41.62	41.62						
负债合计	4.43	16.66	30.89	48.59	71.60	预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	10.26	72.14	86.38	104.07	127.08	毛利率	50.20%	60.96%	55.99%	55.80%	56.75%
资本公积	1.23	12.38	11.97	11.45	10.78	销售净利率	26.48%	18.40%	17.22%	17.14%	18.28%
留存收益	11.49	84.53	98.35	115.53	137.86	销售收入增长率		445.33%	33.76%	24.91%	21.91%
归母公司股东权益	28.78	155.25	160.96	185.41	203.98	EBIT 增长率		231.09%	22.96%	22.99%	28.66%
少数股东权益	-	-	-	-	-	净利润增长率		278.84%	25.20%	24.30%	30.03%
股东权益合计	9.84	14.80	21.54	29.34	47.49	ROE	28.12%	16.17%	16.90%	17.44%	18.57%
负债和股东权益	8.83	25.04	21.24	36.61	33.63	ROA	14.72%	9.03%	10.71%	11.44%	13.38%
						ROIC		93.25%	18.56%	22.62%	25.88%
现金流量表(亿元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(X)	0.219	0.887	1.111	1.381	1.795
经营性现金流	2.04	11.10	11.29	8.71	18.94	PE(X)	151.00	37.34	29.83	24.00	18.46
投资性现金流	-5.10	-86.11	0.93	-	-	PB(X)	42.46	6.04	5.04	4.19	3.43
融资性现金流	9.23	81.62	-5.47	-0.91	-0.79	PS(X)	38.57	7.07	5.29	4.23	3.47
现金增加额	6.17	6.82	6.75	7.80	18.15	EV/EBITDA(X)	42.91	28.84	24.84	20.03	15.07

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。