

领先的影游综合体，品质出众多元发展

投资要点

- 公司是国内领先的影游综合体，游戏、影视业务均处于行业第一梯队。公司一直坚持品质优先，契合行业发展趋势，具备较高的长期投资价值。
- 市场增速放缓，“品质为王”趋势显著。无论是游戏行业，亦或是影视行业，目前都呈现出整体增速放缓，竞争更趋精细化的特点。
游戏行业：人口红利、换机红利消失殆尽，行业竞争转入“存量竞争”阶段。在这一阶段，内容、质量将成为重要竞争点，自研游戏&挖掘细分赛道将成为趋势。
影视行业：行业政策、观众口味变迁增强了对精品头部作品的需求，市场口碑与作品成绩的相关性愈来愈强，倒逼行业向“精品化”转变。
- 游戏业务：品质为王，研发为纲，战略得当。公司是国内最大的网络游戏公司之一，综合竞争实力领先，被高盛列入“新漂亮50”榜单。
品质为王：公司打造《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》等经典IP，成功开启端游转手游模式，充分挖掘IP价值。
研发为纲：公司研发投入领先行业，又相继引入Runic Games、Cryptic Studio等海外顶尖团队，在“内容为王”的行业趋势中占据先行优势。
战略得当：公司开拓女性向、二次元等细分领域，并携手Value、腾讯开展多元化、国际化布局，拓宽公司经营护城河。
- 影视业务：全面发力，屡创精品。影视业务是公司重要的业绩补充，在整体战略中充当重要角色。公司影视作品多为当期精品，屡屡收获口碑、业绩双丰收。公司聚合了优质导演、演员，储备了大量影视综作品，为公司未来业绩提供了良好保障。
- 盈利预测与投资建议。预计2018-2020年备考EPS分别为1.41元、1.70元、2.06元。通过分部估值，我们估算公司2018年对应市值366.6亿元，考虑到Steam平台的未来可延展性、公司后续项目储备，给予公司10%的估值溢价至403.3亿元，公司总股本为13.15亿股，对应股价为30.67元/股，相当于22倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：行业政策变动风险，市场竞争加剧的风险，产品延期或不及预期的风险，海外市场风险。

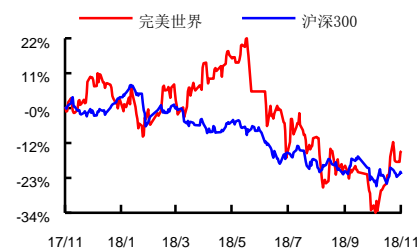
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7929.82	8650.71	10225.60	11746.65
增长率	28.76%	9.09%	18.21%	14.87%
归属母公司净利润(百万元)	1504.71	1859.83	2241.61	2711.71
增长率	29.01%	23.60%	20.53%	20.97%
每股收益EPS(元)	1.14	1.41	1.70	2.06
净资产收益率ROE	16.61%	17.39%	17.86%	18.32%
PE	22	18	15	12
PB	4.19	3.47	2.91	2.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 杭爱
电话: 010-57758568
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.15
流通A股(亿股)	4.66
52周内股价区间(元)	20.3-37.78
总市值(亿元)	333.70
总资产(亿元)	153.03
每股净资产(元)	6.19

相关研究

目 录

1 公司概况：国内领先的影游综合体	1
2 游戏业务：品质为王，研发为纲，战略得当	4
2.1 行业：增速放缓，自研精品手游挖掘细分市场为上策.....	4
2.2 游戏业务：坚持品质为王，深化多元化、全球化布局.....	10
3 影视业务：影视综全面发力，作品屡超预期	21
3.1 行业：市场回归理性，内容为王趋势显著	21
3.2 电视剧：频出精品，塑造良好市场口碑	22
3.3 电影：入局环球影业，完美世界更趋完美	26
3.4 综艺：质量上乘，收视率口碑爆棚	29
4 盈利预测与估值	30
4.1 盈利预测	30
4.2 相对估值	30
5 风险提示	31

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司历史沿革图.....	2
图 3: 2014 年以来营业收入 (亿元)	3
图 4: 2014 年以来归母净利润 (亿元)	3
图 5: 2014-2018H1 各业务营收及占比情况	3
图 6: 公司 2014-2018H1 各业务毛利率情况	3
图 7: 2015 年以来公司毛利率及净利率	4
图 8: 2015 年以来公司三费率情况	4
图 9: 中国游戏市场实际销售收入及增速	4
图 10: 中国游戏市场用户规模及增速	4
图 11: 自研网络游戏实际销售收入及增速	5
图 12: 自研网络游戏实际销售收入增速与游戏市场对比	5
图 13: 2018H1 游戏细分市场占比情况	5
图 14: 移动游戏销售收入趋势	5
图 15: 移动游戏用户规模及增速	6
图 16: 2018H1 收入 TOP100 手游玩法类型分布	6
图 17: 总部位于中国的公司海外总下载量 (亿次)	6
图 18: 总部位于中国的公司海外总用户支出 (亿美元)	6
图 19: 总部位于中国的公司海外下载量超百万的游戏数量	7
图 20: 总部在中国的公司海外用户支出超百万美元的游戏数量	7
图 21: 移动游戏用户年龄分布	8
图 22: 2018 年 7 月游戏 APP24 岁以下人群月活用户数 (万)	8
图 23: 2018 年 7 月 24 岁以下人群月人均使用时长 (分钟)	8
图 24: 女性游戏市场规模及增速 (亿元)	9
图 25: 女性手游市场规模及增速 (亿元)	9
图 26: 《恋与制作人》全平台流水情况 (亿元)	9
图 27: 《恋与制作人》用户画像	9
图 28: 中国二次元移动游戏市场规模 (亿元)	10
图 29: 2018H1 中国移动游戏市场二次元用户消费分布情况	10
图 30: 2018H1 收入 TOP100 手游中知识产权 (IP) 收入分布	10
图 31: 新品计划 IP 占有情况	10
图 32: 2017 前三季度游戏公司 (端游+页游) 收入规模及占比	11
图 33: 2017 前三季度游戏公司 (移动端) 收入规模及占比	11
图 34: 公司旗下游戏一览	11
图 35: 2016-2018H1 游戏业务营收构成	13
图 36: 2016-2018H1 游戏业务毛利率	13
图 37: 完美世界端游业务营收及增速	13
图 38: 完美世界端游毛利润及增速	13
图 39: 完美世手游业务营收及增速	15

图 40: 完美世界手游业务毛利润及增速	15
图 41: 完美世主机游戏营收及增速	16
图 42: 完美世界主机游戏毛利润及增速	16
图 43: 《诛仙手游》采用 99 年出生的王俊凯代言	17
图 44: 《武林外传手游》采用偶像团体 NINE PERCENT 代言	17
图 45: 《梦间集》官网一览	18
图 46: 公司与腾讯游戏强强联手	18
图 47: 上周 Steam 平台玩家人数及在线人数	19
图 48: Steam 平台各种游戏语言占比 (2017.12VS2018.3)	19
图 49: 《无冬 OL》界面一览	20
图 50: 完美世界 2015~2017 研发人员数量及占比	20
图 51: 同行业公司研发投入情况对比	20
图 52: 2012 至 2018 年一季度电视剧发行数量和集数	21
图 53: 2017H1、2018H1 上线的部分电视剧价格对比	21
图 54: 票房增速放缓, 创最大单月跌幅	22
图 55: 电视剧营业收入、增速与占比情况	23
图 56: 完美影视承诺业绩情况 (亿元)	23
图 57: 美国环球影业重要作品	28
图 58: 《侏罗纪世界 2》票房和口碑	28

表 目 录

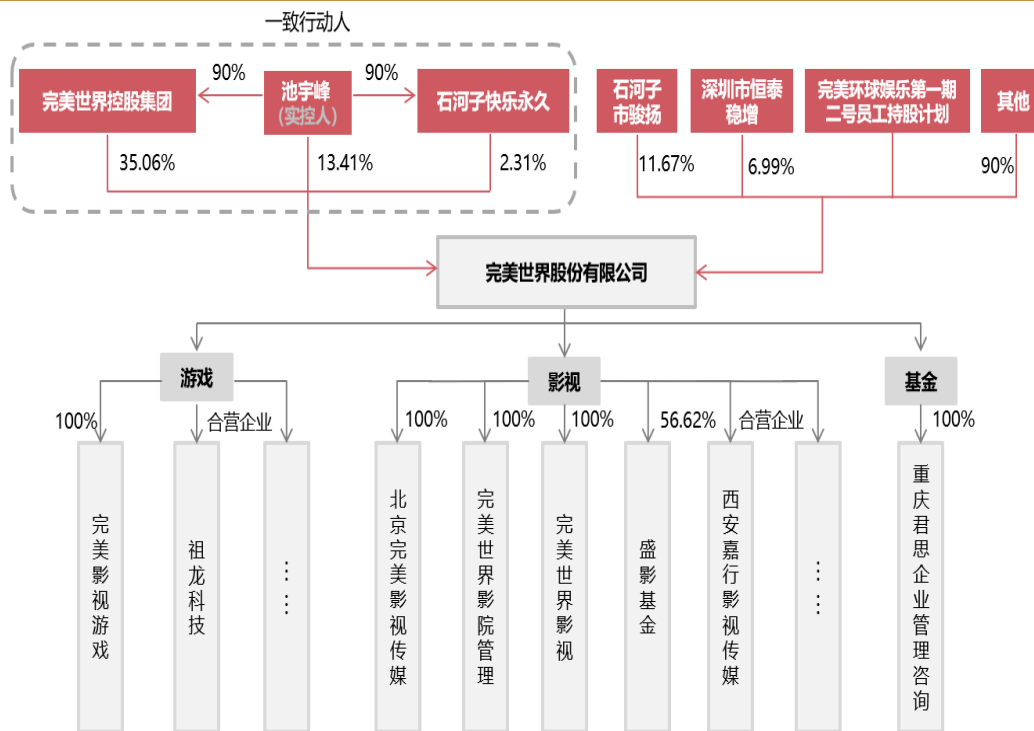
表 1: 2018 上半年收入前 20 手游一览	7
表 2: 完美世界 2018 年游戏项目储备	12
表 3: 完美世界历年出品端游	14
表 4: 完美世界历年出品手游	15
表 5: 完美世界历年出品主机游戏	16
表 6: 完美世界历年出品单机游戏和网页游戏	17
表 7: 票房与口碑关联度越来越强	22
表 8: 公司历年电视剧的收视和口碑情况	23
表 9: 公司 2018 年电视剧储备情况	26
表 10: 公司历年电影的票房、口碑和获奖情况	27
表 11: 公司未上映的电影储备	28
表 12: 公司历年综艺的收视和口碑情况	29
表 13: 分业务收入及毛利率	30
表 14: 可比公司相对估值	30
表 15: 可比公司相对估值	31
表 16: 公司整体估值	31
附表: 财务预测与估值	32

1 公司概况：国内领先的影游综合体

完美世界业务涵盖游戏、影视两大板块，是国内领先的影游综合体。2004年，完美世界游戏创立，凭借端游《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》，跻身国内一线游戏公司，并于2007年完成美国纳斯达克上市。完美世界影视成立于2008年，2014年12月借壳金磊股份登陆A股。2016年4月完美世界游戏并入A股，同年7月正式更名为完美世界。公司旗下拥有游戏、影视两大业务板块，包括PC端网游、移动端网游、主机游戏、电视剧、艺人经纪及综艺节目等业务门类。

股权结构稳定且集中，与控股股东实现资源联动。公司控股股东为完美世界控股集团，直接持有公司35.06%股权。完美世界控股集团董事长兼创始人池宇峰直接持有公司13.41%股权，并通过完美控股（持股90%）、快乐永久（持股90%）间接持有公司33.63%股权，共计持有47.04%股权，是公司实际控制人。完美控股、快乐永久和池宇峰构成一致行动人，股权结构集中且稳定。控股股东具有影视、游戏、动画、漫画、文学、媒体、教育、院线等领域布局，可与公司旗下游戏、影视板块实现资源联动，充分享受多元化资源渠道优势。

图 1：公司股权结构



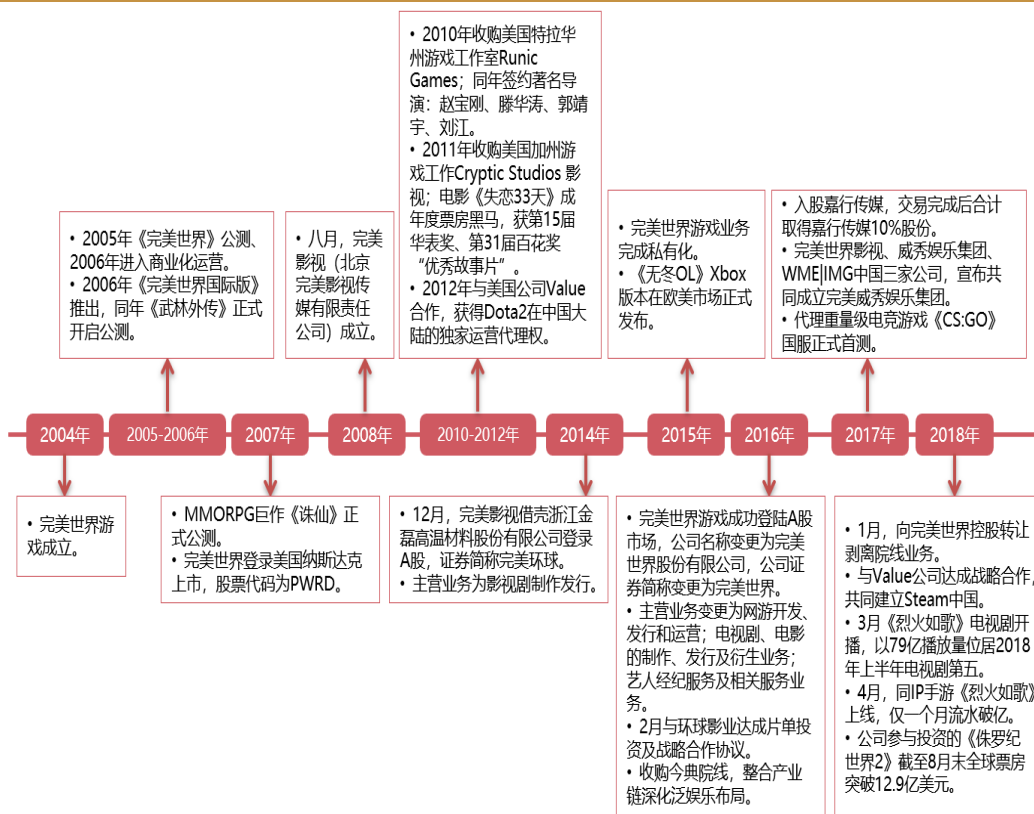
数据来源：公司公告，西南证券整理

影视、游戏先后登陆A股，影游双擎航母启程。完美世界主要分为完美影视和完美游戏两大业务板块，旗下两大子公司完美影视和完美游戏分别经营影视、游戏业务。

- 完美影视成立于2008年8月，2014年12月借壳金磊股份实现主板上市，并于2015年5月更名为完美环球娱乐股份有限公司。

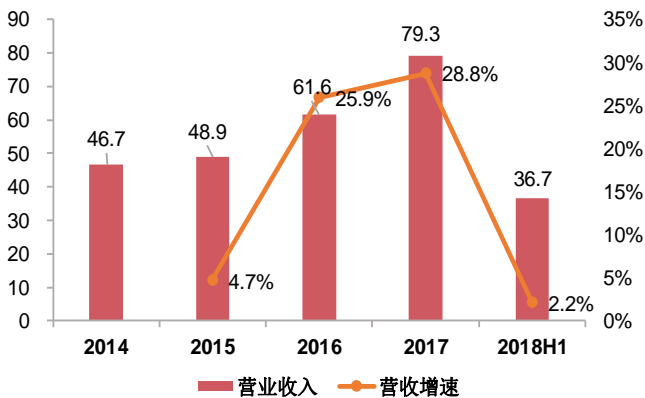
- 完美游戏成立于 2004 年，曾于 2007 年在美国 NASDAQ 上市，代号为 PWRD，2015 年 7 月完成私有化，2016 年 4 月完美世界控股集团通过向完美环球注入游戏业务，重回主板市场。

两块业务联合之后，上市公司主营业务范围由影视剧制作发行变更为游戏研发运营、影视剧和综艺制作发行等，并于同年 7 月更名为完美世界股份有限公司，形成游戏、影视齐头并进的格局。2017 年，公司收购今典院线，布局院线业务，但由于经营不及预期且为了专注于主营业务，公司于 2018 年 1 月向完美世界控股转让剥离院线业务。同年入股嘉行传媒，取得嘉行传媒 10% 股份。2018 年与 Valve 达成战略合作，共同建立 Steam 中国。

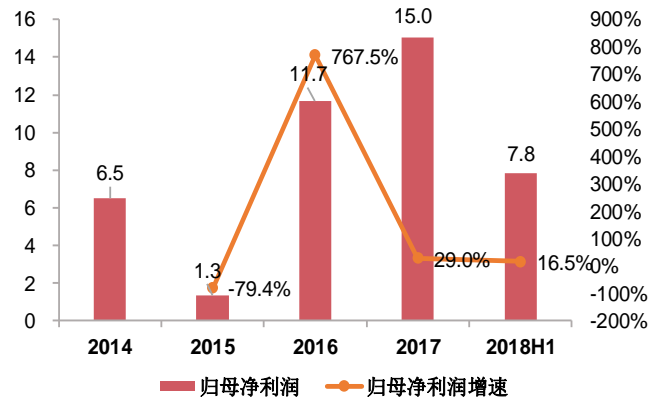
图 2：公司历史沿革图


数据来源：公司官网，CNG，艺恩数据，西南证券整理

业绩情况：内生增长良好，剥离非核心业务引致 2018H1 增速下降。公司整体业绩呈现稳步上升态势，2015 年影视和游戏收入合并后，公司营业收入一直维持约 27% 的增长速度，从 2015 年的 48.9 亿元提升至 2017 年的 79.3 亿元。2018 上半年，公司实现营收 7.8 亿元，同比增长 2.2%，增速下降主要由剥离院线业务所致。归母净利润方面，因 2015 年增资完美世界游戏业务确认的一次性股份支付费用 7.8 亿元，导致 2015 年归母净利润增速为负；2016 年影游结合使公司产业链得到延伸、业务规模得以扩大，加之前期基数较低，公司业绩增幅高达 767.5%。到 2017 年，净利润增速开始平缓，与营收增速基本持平。2018H1 增速有所放缓，但利润增速明显高于营收增速，公司利润转化能力有所增强。

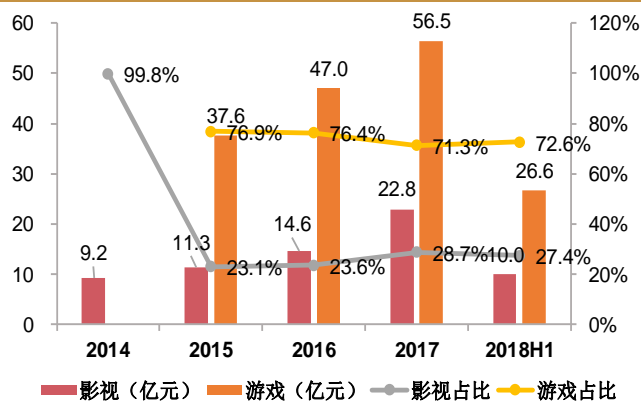
图 3：2014 年以来营业收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理（2014-2015 年数据为同一控制下合并完美世界游戏业务之后的追溯财务数据）

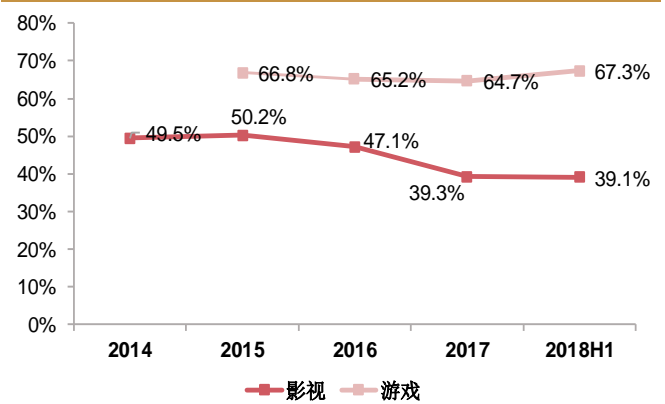
图 4：2014 年以来归母净利润（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理（2014-2015 年数据为同一控制下合并完美世界游戏业务之后的追溯财务数据）

主营业务结构：游戏业务是公司业绩中坚。公司主营业务可分为影视和游戏两大板块，曾通过收购今典院线短暂涉足院线业务，已与 2018 年初完成剥离。从营业收入角度，游戏业务是公司重要营收来源，其占比维持在 70% 以上。毛利率来看，游戏业务毛利率高且稳定，始终维持在 65% 左右，2018H1 毛利率 67.3%，有小幅提升。因院线业务毛利率较低，（2017、2018H1 分别为 21.7%、26.9%），而收入占比较高，拉低了同期影视业务整体毛利水平。

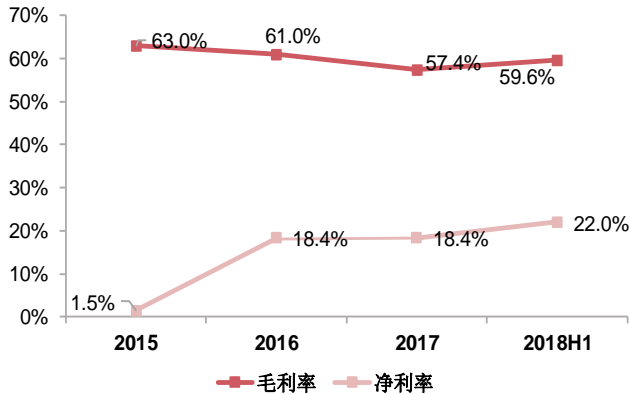
图 5：2014-2018H1 各业务营收及占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

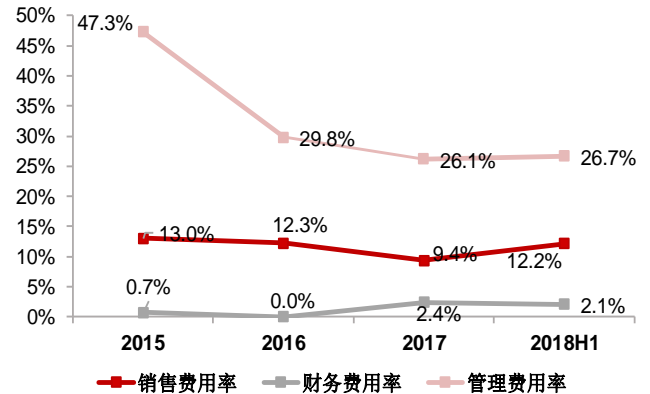
图 6：公司 2014-2018H1 各业务毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力：毛利率基本平稳，销售费用率、管理费用率有所增加。2015 年以来毛利率整体平稳，2018H1 为 59.6%，净利率有上升趋势，2015 年由于增资完美世界游戏业务确认一次性股份支付费用导致管理费用上升，使得净利率较低，2016 年之后回暖，2018H1 净利率达 22%。三费方面：由于 2016 年市场费用和职工薪酬的增加，和 2018 上半年新游戏、新版本上线带来的市场费用增加，导致这两个时间段销售费用率较高；2015 年因增资完美世界游戏，管理费用畸高，之后逐年下降至正常水平；财务费用整体来看呈稳定下降的趋势，2016 年财务费用率较低主要归因于利息收入和汇兑收益的增加。

图 7：2015 年以来公司毛利率及净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2015 年以来公司三费率情况


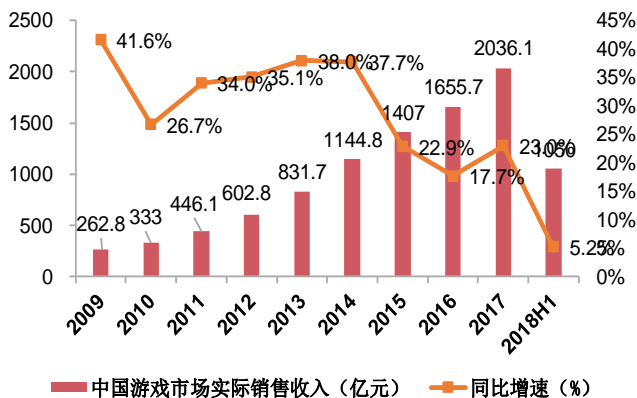
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 游戏业务：品质为王，研发为纲，战略得当

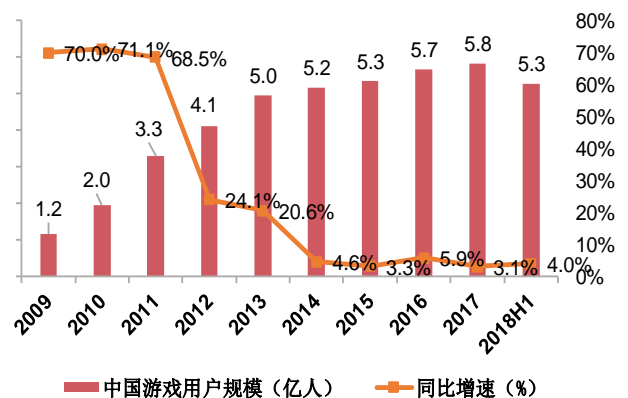
2.1 行业：增速放缓，自研精品手游挖掘细分市场为上策

2.1.1 拼质量提升付费率为增长关键，自研和手游为主战场，出海潜力巨大

游戏销售收入、游戏用户数量增速放缓。近年，我国游戏市场、游戏用户增长趋缓，由原有的 30% 以上增速下探至个位数增长，游戏市场人口红利及换机红利逐渐消耗殆尽。潜在用户规模缩小使得市场规模增长仅能依靠现有存量用户，“增量竞争”转为“存量竞争”，未来游戏市场竞争将以提升现有用户的付费率与 ARPU 值为主，运营难度相应加大，游戏投入也随之增高。

图 9：中国游戏市场实际销售收入及增速


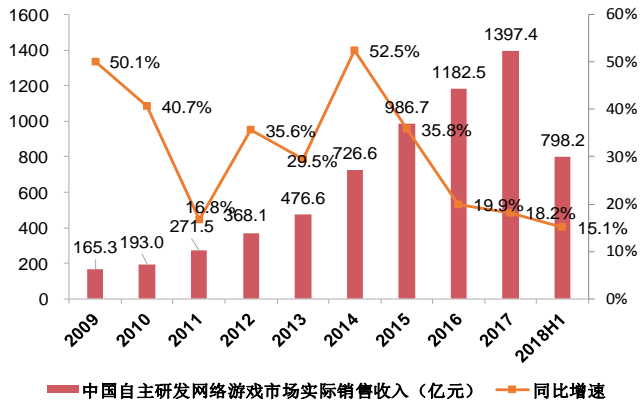
数据来源：GPC、IDC、CNG，西南证券整理

图 10：中国游戏市场用户规模及增速


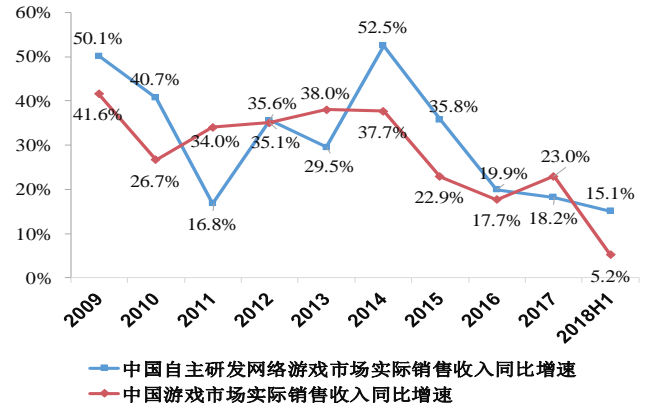
数据来源：GPC、IDC、CNG，西南证券整理

未来发展方向以注重内容和质量为主，自研游戏成为游戏主战场之一。自主研发网络游戏市场销售收入占比较高，且持续提升，2018H1 自主研发网络游戏市场收入 798.2 亿元，同比增速 15.1%，占游戏市场比例 76%，相对 17 年提升 7.4 个百分点。此外，近年来自研

网络游戏收入增速基本高于整体游戏市场，2018H1 自研网络市场增速 15.1%，远超游戏市场整体增速 5.2%。

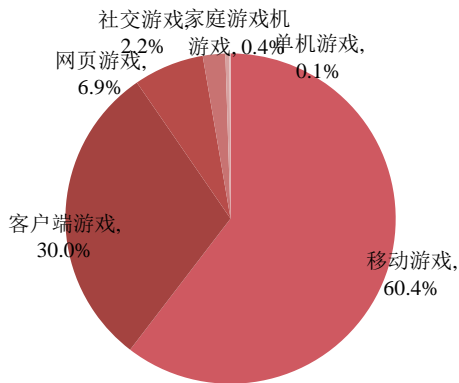
图 11：自研网络游戏实际销售收入及增速


数据来源：GPC、IDC、CNG，西南证券整理

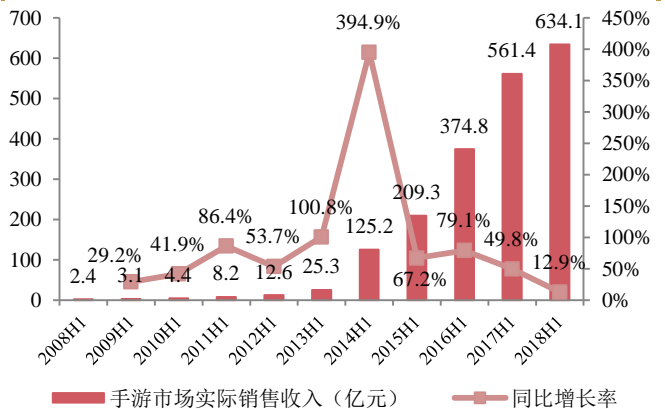
图 12：自研网络游戏实际销售收入增速与游戏市场对比


数据来源：GPC、IDC、CNG，西南证券整理

移动游戏收入占整体游戏市场收入比例达 60%，但增速逐年放缓。2018H1 手游市场实际销售收入 634.1 亿元，占中国游戏市场实际销售收入比重为 60.4%，同比增长 12.9%。移动游戏市场仍为整体游戏市场增长的主要动力，但随着人口红利消失，移动游戏市场增速近年呈下降趋势，2018H1 移动游戏收入增速为 12.9%。

图 13：2018H1 游戏细分市场占比情况


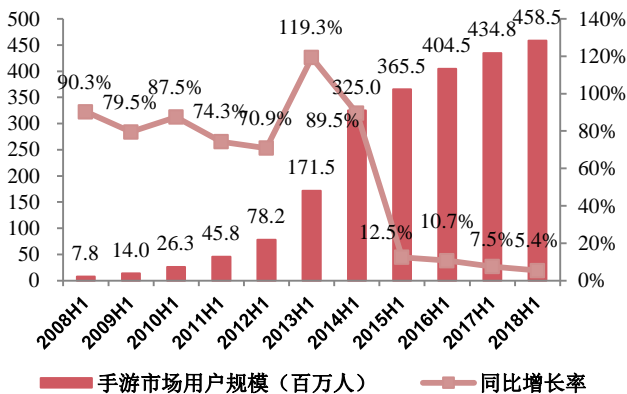
数据来源：GPC、CNG，西南证券整理

图 14：移动游戏销售收入趋势


数据来源：GPC、CNG，西南证券整理

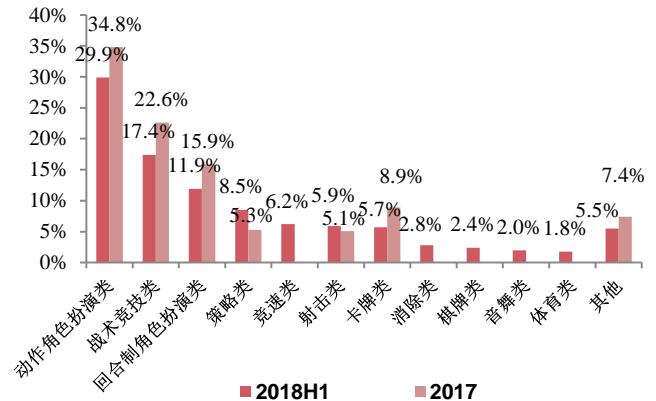
手游用户增速趋稳，动作角色扮演类游戏占比最高，吃鸡类带动策略类和射击类增长。从用户规模角度来看，近年移动游戏用户增速下降，市场临近饱和，截至 2018 年上半年，国内移动游戏玩家规模已经突破 4.5 亿人，同比增速为 5.4%；从游戏类型来看，动作角色扮演类、战术竞技类、回合制角色扮演类是 2018H1 手游收入前三产品类型，其中策略类和射击类增速明显，主要受益于吃鸡类游戏的火爆。

图 15: 移动游戏用户规模及增速



数据来源: GPC、CNG, 西南证券整理

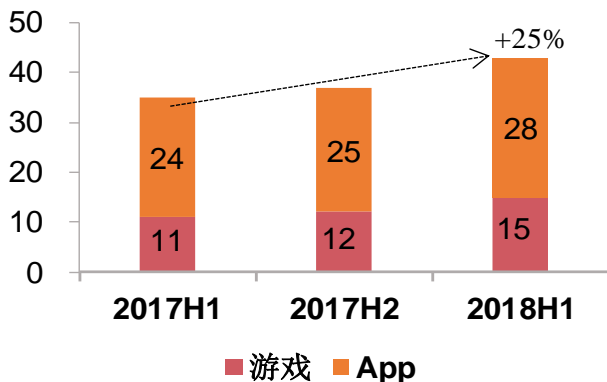
图 16: 2018H1 收入 TOP100 手游玩法类型分布



数据来源: GPC、CNG, 西南证券整理

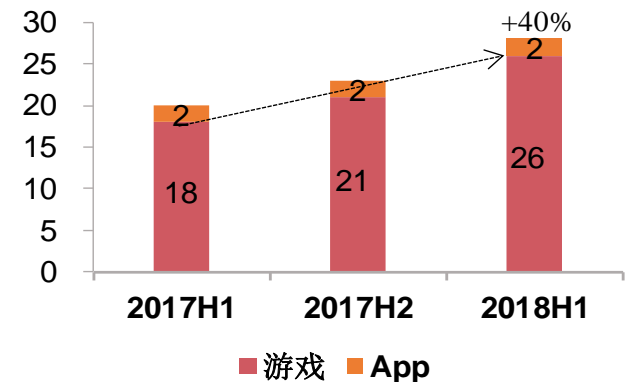
中国游戏海外下载量、用户支出增长迅猛。中国游戏厂商从 2013 年开始逐步探索海外市场，以腾讯为代表的中国游戏厂商针对不同地区采取差异化战略，抢占市场高地。如今，国内产品在韩国、日本、港澳台、东南亚、美国等海外市场份额逐年增长。数据显示，2018 年上半年，总部位于中国的公司海外总下载量为 43 亿次，同比增长 25%，其中游戏 15 亿次，同比增长 36%；总用户支出为 28 亿美元，同比增长 40%，其中游戏 26 亿次，同比增长 44%。

图 17: 总部位于中国的公司海外总下载量 (亿次)



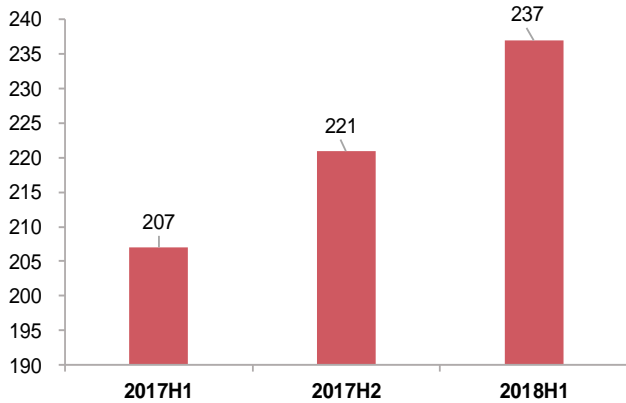
数据来源: App Annie, 西南证券整理

图 18: 总部位于中国的公司海外总用户支出 (亿美元)

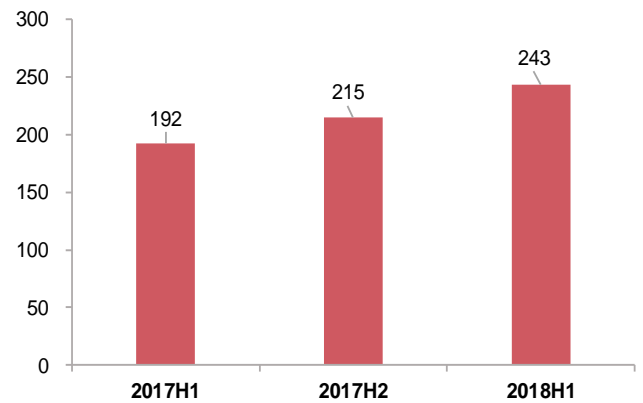


数据来源: App Annie, 西南证券整理

获海外市场青睐国产游戏数量不断上升。以《绝地求生》、《荒野行动》为代表的出口游戏带动海外下载量及总用户支出超百万的游戏数量不断上升，2018H1 海外下载量超百万次的游戏数量为 237 款，同比增长 14.5%，海外总用户支出超百万美元的游戏数量 243 款，同比增长 26.6%。

图 19: 总部位于中国的公司海外下载量超百万的游戏数量


数据来源: App Annie, 西南证券整理

图 20: 总部在中国的公司海外用户支出超百万美元的游戏数量


数据来源: App Annie, 西南证券整理

龙头效应显著, 头部企业腾讯、网易占据大部分市场份额。数据显示, 2018 年上半年移动游戏收入 TOP10 中, 腾讯和网易各占据 5 个名额; 在收入 TOP20 移动游戏中, 腾讯、网易的占比也达到了 80%, 腾讯有 9 款, 网易有 6 款, 哔哩哔哩等小玩家均仅一款代表游戏上榜。

表 1: 2018 上半年收入前 20 手游一览

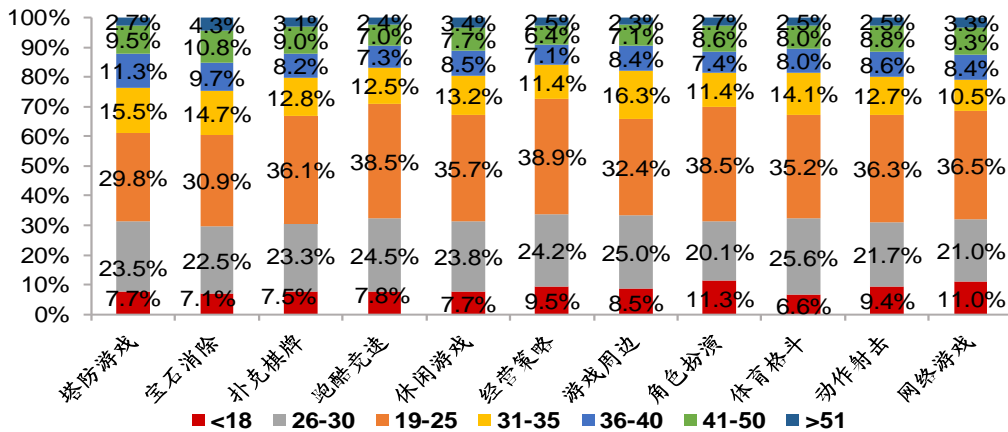
排名	游戏名称	游戏类型	制作/代理公司
1	王者荣耀	战术竞技类	腾讯
2	QQ 飞车	竞速类	腾讯
3	梦幻西游	回合制角色扮演类	网易
4	楚留香	动作角色扮演类	网易
5	乱世王者	策略类	腾讯
6	奇迹, 觉醒	动作角色扮演类	腾讯
7	倩女幽魂	动作角色扮演类	网易
8	QQ 炫舞	竞舞类	腾讯
9	大话西游	回合制角色扮演类	网易
10	阴阳师	回合制角色扮演类/卡牌类	网易
11	命运—冠位指定	卡牌类	哔哩哔哩
12	天龙八部手游	动作角色扮演类	腾讯
13	魂斗罗: 归来	横版射击类	腾讯
14	穿越火线: 枪战王者	第一人称射击类	腾讯
15	恋与制作人	恋爱类	叠纸网络
16	新剑侠情缘	动作角色扮演类	金山软件
17	开心消消乐	消除类	乐元素
18	荒野行动	第三人称射击类	网易
19	崩坏 3	动作角色扮演类	米哈游科技
20	欢乐斗地主	棋牌类	腾讯

数据来源: GPC、CNG, 西南证券整理

2.1.2 年轻化、女性、二次元细分市场增长迅速，IP 游戏受追捧

年轻用户为移动游戏市场主要用户。据《2017 全球移动游戏产业白皮书》数据显示，各类游戏中 30 岁以下年轻用户均是核心玩家，占比均超过 60%；国内的移动游戏用户中，26-35 岁用户比例为 40.3%，是移动游戏第一大用户群，而 25 岁及以下用户的比例达 38.1%，00 后与 90 后正成为移动游戏主力。

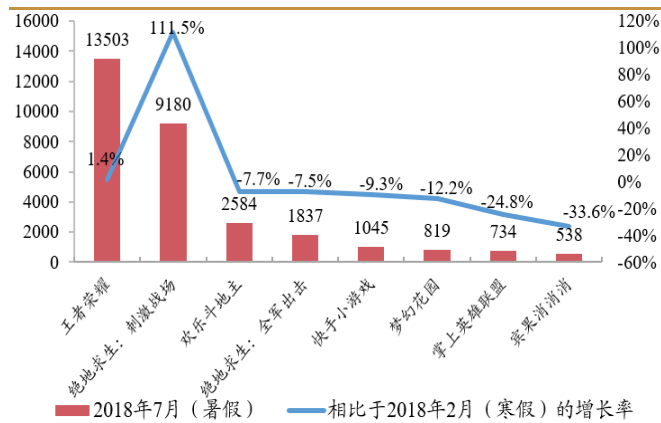
图 21：移动游戏用户年龄分布



数据来源：公司公告，公司官网，CNG，艺恩数据，西南证券整理

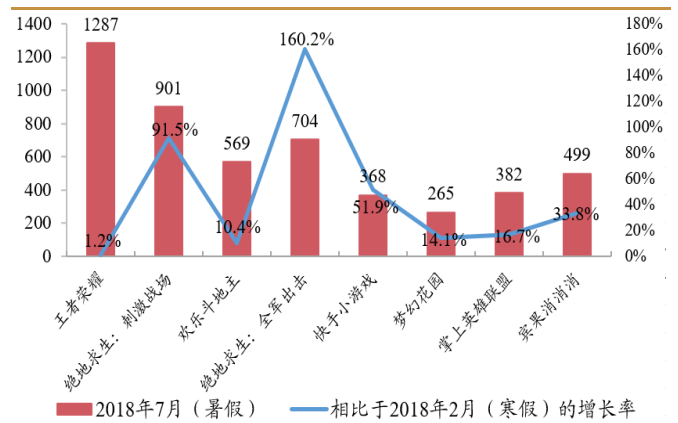
社交性质、MOBA 类游戏是 95 后年轻人最爱。根据腾讯社交大数据的调研，00 后最爱的前三名游戏类型均为社交性质、MOBA 类游戏，分别为《王者荣耀》、《绝地求生》、《英雄联盟》，00 后对于新事物的接受速度更快，《绝地求生》上线后热度迅速上升，成为仅次于《王者荣耀》的游戏。在 24 岁以下的群体中，根据 QuestMobile 的数据，腾讯系的《王者荣耀》、《绝地求生》、《欢乐斗地主》成为 24 岁以下人群最爱的游戏，快手小游戏异军突起，女性向游戏《梦幻花园》也进入前十。

图 22：2018 年 7 月游戏 APP24 岁以下人群月活用户数（万）



数据来源：QuestMobile，西南证券整理

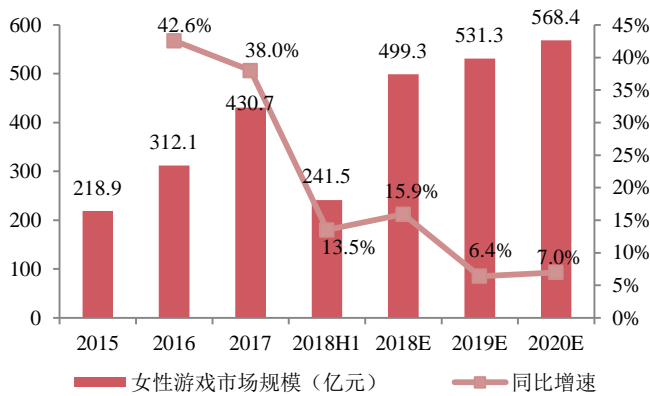
图 23：2018 年 7 月 24 岁以下人群月人均使用时长（分钟）



数据来源：QuestMobile，西南证券整理

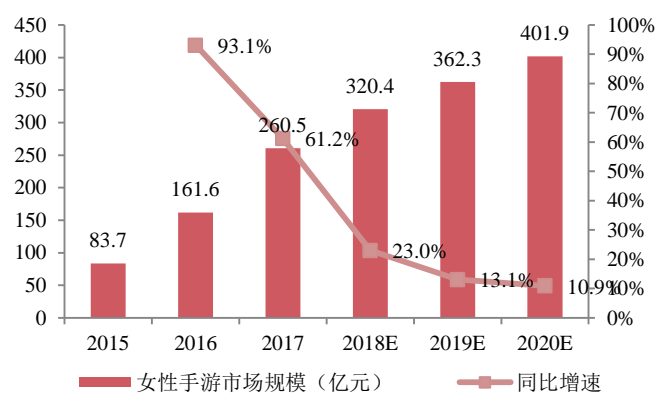
女性游戏市场规模，付费空间广阔。女性用户消费规模增长快速，2018H1 游戏市场规模 241.5 亿元，同比增长 13.5%，女性向手游实际销售收入持续增加，2017 年女性手游市场规模 260.5 亿元，同比增长 61.5%；2017 年女性游戏实际销售收入占游戏市场比例 21.2%，用户规模占比 45.2%，远超销售收入占比，女性用户付费率仍有广阔挖掘空间。据伽马数据预测，受益于女性用户数量的增长、女性用户付费能力和意愿的释放、企业对女性游戏市场的渗透、社交媒介的高速发展，预计 2020 年女性向手游销售收入将从 2017 年的 260.5 亿元上升至 401.9 亿元。

图 24：女性游戏市场规模及增速（亿元）



数据来源：CNG，西南证券整理

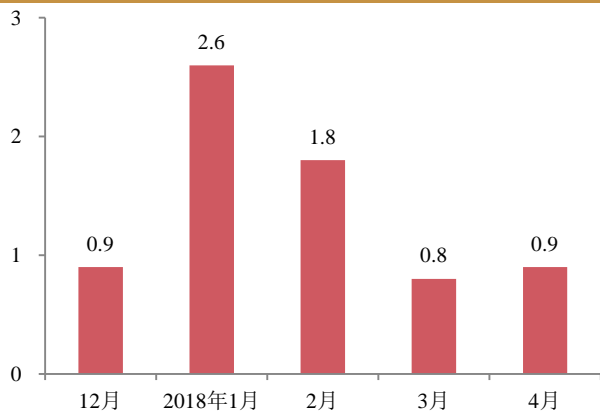
图 25：女性手游市场规模及增速（亿元）



数据来源：CNG，西南证券整理

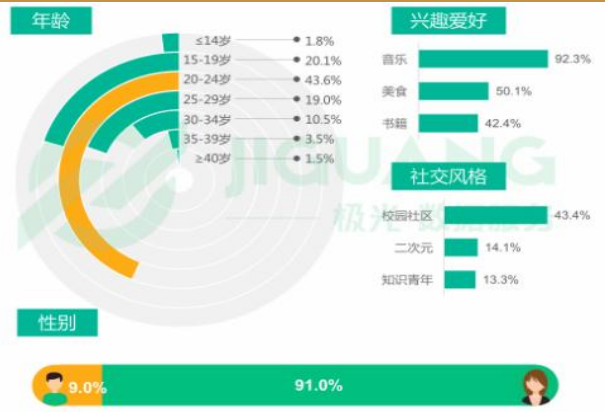
女性向游戏收入月流水数据可观。根据伽马数据 CNG 发布的调研数据显示，《恋与制作人》在 2017 年底上线后的第 13 天便冲进了 iOS 畅销榜前 10 名，此后排名居高不下。据伽马数据 CNG 测算，其上线 30 天全平台的流水就超过 2 亿元，主要的用户群为 15-30 岁的女性。

图 26：《恋与制作人》全平台流水情况（亿元）



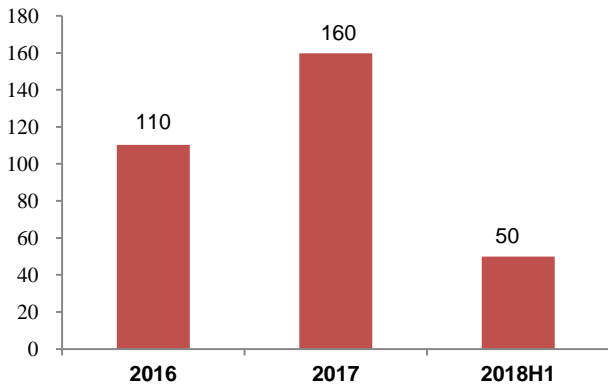
数据来源：CNG，西南证券整理

图 27：《恋与制作人》用户画像

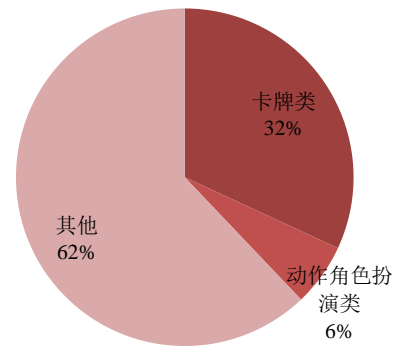


数据来源：极光大数据，西南证券整理 (2018.3)

二次元游戏市场规模扩张迅速。数据显示，2017 年二次元游戏实际销售收入 160 亿元，同比增长 45%；2018 年上半年，移动游戏二次元用户消费规模 50 亿元，其中以《阴阳师》《命运-冠位指定》为代表的卡牌类游戏占 62.1%，《崩坏 3》为代表的动作角色扮演类占 31.9%，其他占 6.0%。

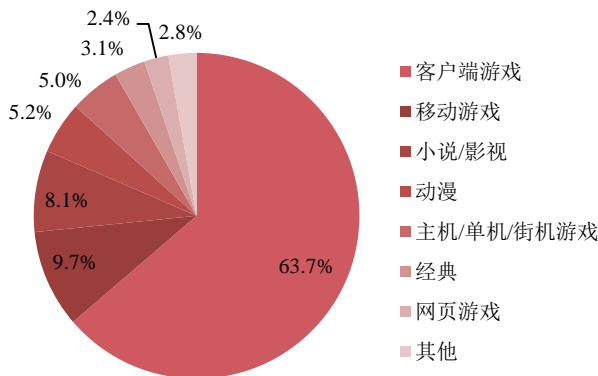
图 28: 中国二次元移动游戏市场规模 (亿元)


数据来源: GPC、CNG, 西南证券整理

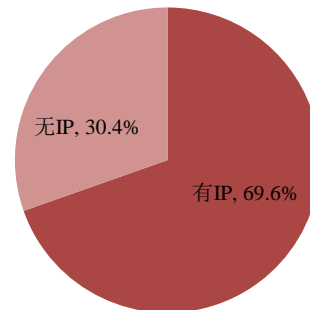
图 29: 2018H1 中国移动游戏市场二次元用户消费分布情况


数据来源: GPC、CNG, 西南证券整理

IP 改编游戏受追捧。 IP 游戏产品的用户获取成本更低, 且更易实现精准营销, 能够在游戏运营初期迅速累积用户规模。此外, IP 游戏有更长的生命周期, 对于成就精品游戏具有重要的促进作用。手机游戏对于动漫、影视、综艺节目、端游、单机游戏等优质 IP 开发力度不断加大, 优质 IP 已经成为市场上的稀缺资源, 储备优质 IP 的企业将占据竞争中的优势地位。截止 2018 年 7 月底, 游戏公司产品计划中, 有 IP 游戏占比达 69.6%。2018H1 收入前 100 的手游中 IP 收入分布在客户端游戏占比达 63.7%。

图 30: 2018H1 收入 TOP100 手游中知识产权 (IP) 收入分布


数据来源: GPC、CNG, 西南证券整理

图 31: 新品计划 IP 占有情况


数据来源: CNG, 西南证券整理

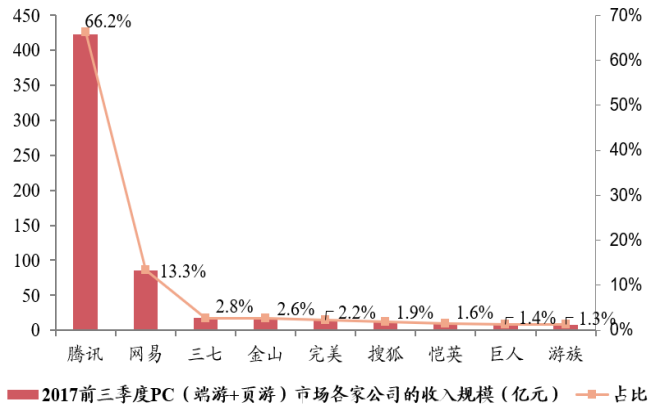
2.2 游戏业务: 坚持品质为王, 深化多元化、全球化布局

2.2.1 老牌网络游戏综合商, 精品游戏出品有保证

完美世界作为国内最大的影游综合体, 深耕游戏行业数十载, 多次荣获中国十大品牌游戏企业、年度最佳手游厂商奖、最具影响力发行商等重要奖项, 公司旗下多个游戏获得金翎奖。从市场占有率来看, 2017 年前三季度, 完美世界在 PC (端游+页游) 的收入规模占比为 2.2%, 居市场第五名, 在移动游戏端的收入规模占比为 2.2%, 居市场第三名。从公司形象和影响力角度看, 据伽马数据, 完美世界位居中国 2017 年游戏企业品牌影响力第一名, 并与腾讯、

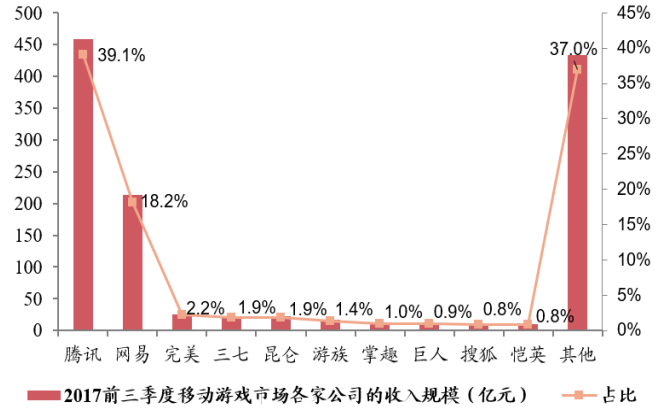
网易、三七互娱一起进入了全球收入最高的 25 家游戏发行商行列（位列第 23 位），并被高盛等机构评为“新漂亮 50”。

图 32：2017 前三季度游戏公司（端游+页游）收入规模及占比



数据来源：易观智库，西南证券整理

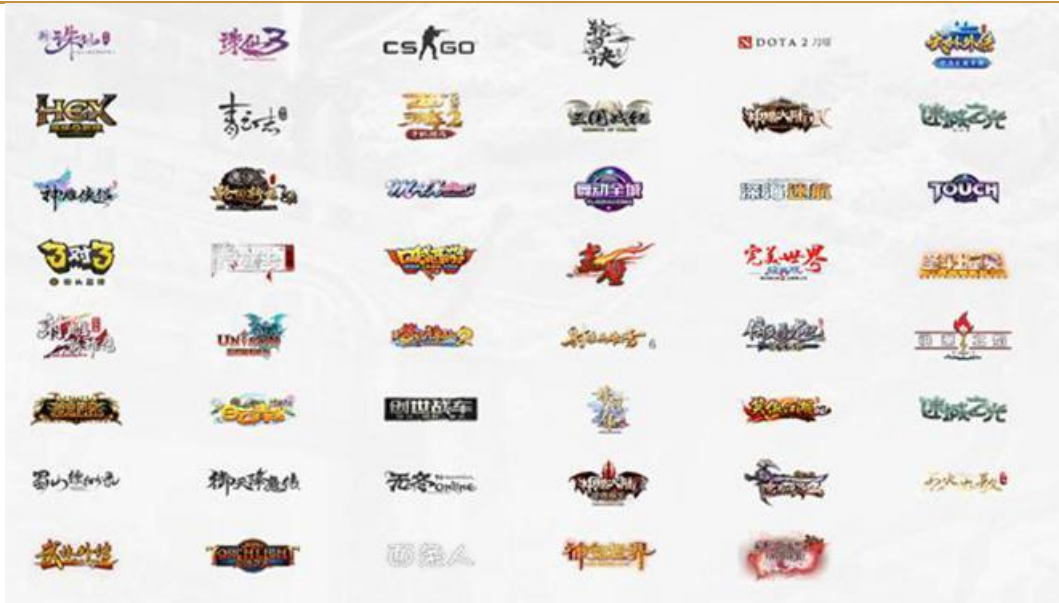
图 33：2017 前三季度游戏公司（移动端）收入规模及占比



数据来源：Newzoo，西南证券整理

产品类型覆盖 MMORPG、二次元、沙盒、SLG 等，产品储备丰富，以自研产品为主。目前，公司出品的游戏主要有客户端游戏、手机游戏、单机游戏、网页游戏和主机游戏，其中端游和手游以绝对的数量占优；游戏类型涵盖 MMORPG、RPG、角色扮演、二次元等，在品牌年轻化大战略下，公司将全面推进年轻化布局，在产品研发、IP 创造、内容升级、游戏体验的变革等各个领域加大年轻化的发展与创新，发掘用户的文化属性与需求，从核心优势的 MMORPG 品类拓展到更多细分市场。

图 34：公司旗下游戏一览



数据来源：公司官网，西南证券整理

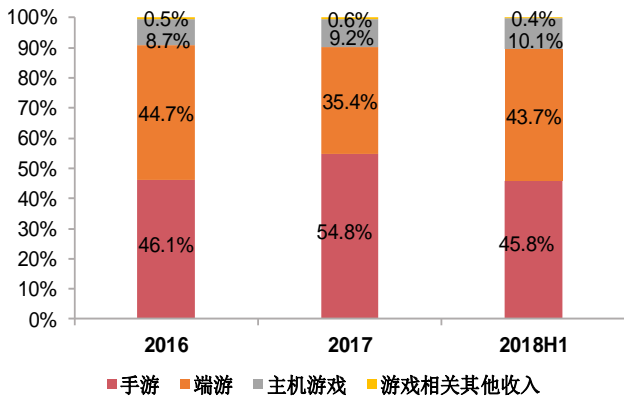
从公司 2018 年游戏储备情况来看，完美世界大幅提升自研游戏的比例，自研游戏比例占了游戏总数的 84%，游戏类型多以手游为主。

表 2: 完美世界 2018 年游戏项目储备

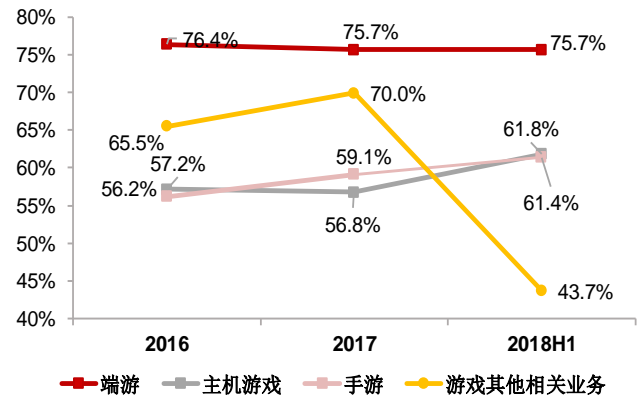
序号	游戏名称 (暂定)	游戏类型	自研/代理
1	边缘计划	PC 端游	自研
2	新诛仙世界	PC 端游	自研
3	深海迷航	主机游戏	自研
4	完美世界主机版	主机游戏	自研
5	非常英雄	PC 端游+主机游戏	自研
6	Torchlight Online	PC 端游+主机游戏	自研
7	Magic The Gathering	PC 端游+主机游戏	自研
8	烈火如歌	移动游戏	自研
9	轮回诀	移动游戏	自研
10	武林外传官方手游	移动游戏	自研
11	云梦四时歌	移动游戏	自研
12	梦间集天鹅座	移动游戏	自研
13	完美世界手游	移动游戏	自研
14	神雕侠侣 2	移动游戏	自研
15	新笑傲江湖手游	移动游戏	自研
16	我的起源	移动游戏	自研
17	失落的神域	移动游戏	自研
18	时代的崛起 (Rise of Ages)	移动游戏	自研
19	梦魇 (Nightmare)	移动游戏	自研
20	奥域: 王国崛起	移动游戏	自研
21	射雕三部曲	移动游戏	自研
22	面条人	独立游戏	代理
23	赦免者	独立游戏	代理
24	隐龙传	独立游戏	代理
25	洪潮之焰	独立游戏	代理

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

端游和手游合计占游戏业务营收 90%左右。公司目前游戏业务主要有端游、移动游戏、主机游戏三块, 其中手游和端游占游戏业务营收的绝大部分, 2018H1 手游占比 45.8%, 端游占比 43.7%, 主机游戏占比 10.1%。2017 年因移动设备增长红利以及新款手游《梦间集》等反响良好以及端游营收小幅下降的原因, 手游营收占比提升。毛利率方面, 因《诛仙》、《DOTA2》、《CS:GO》等热门经典游戏强变现能力持续贡献稳定利润, 端游毛利率维持在 75%以上, 不断推出的新款手游、主机游戏带动毛利率上升, 其他游戏业务毛利率不稳定, 但因营收占比较小, 对利润影响不大。

图 35: 2016-2018H1 游戏业务营收构成


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

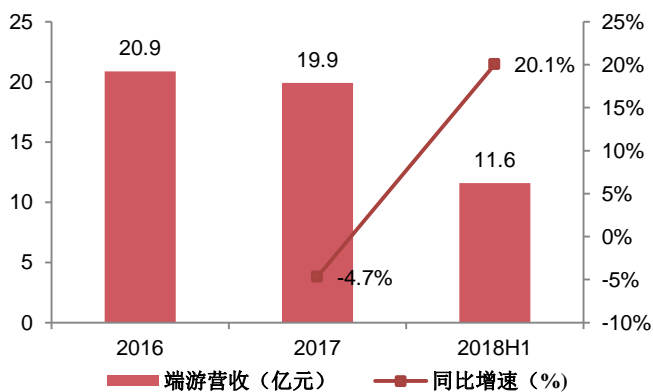
图 36: 2016-2018H1 游戏业务毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

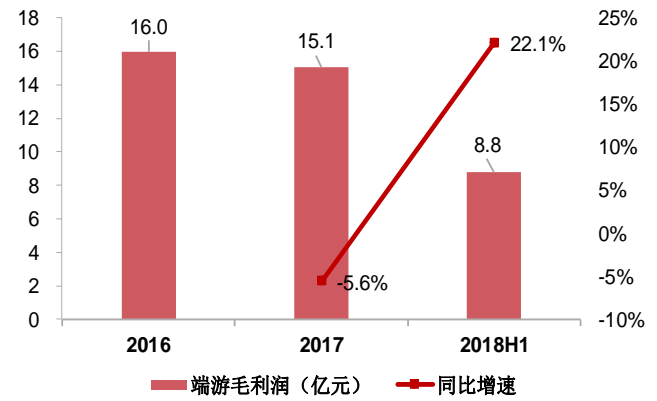
2.2.1.1 老牌端游生产商, 挖潜市场延续 IP 价值

端游是完美世界的起点。公司在 2004 成立伊始就专注于客户端游戏的开发, 并在 2012 年将业务拓展至网页游戏, 逐步占据了 PC 端网络游戏第一梯队重要席位。随着游戏市场向手游转移, 公司将重心部分转移到手游上, 并将端游大 IP 转移到手游, 储备了丰富的移植经验和品牌 IP 优势。端游业务 2017 年出现了负增长, 但 2018H1 转负为正, 业务占比也从 2017 年的 35.4% 上升到 43.7%, 比重有所回升; 2018H1 端游毛利润为 8.8 亿元, 同比增长 22.1%。

老牌端游生命周期长, 持续贡献稳定的月流水。公司经典端游《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》分别于 2005 年、2006 年、2007 年上线, 时至今日仍是公司游戏流水的主要贡献力量, 流水主要来自留存的老用户, 以及由 IP (《完美世界》、《诛仙》小说、《武林外传》影视剧、《诛仙》年轻化战略的代言人) 陆续吸引来的新用户。

图 37: 完美世界端游业务营收及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: 完美世界端游毛利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

经典自研或代理端游产品众多。完美世界具有国内客户端游戏行业首屈一指的技术实力, 成功研发了具备国内领先水平的 Angelica 3D 等多款大规模商业化 3D 网络游戏引擎, 有效保障了游戏产品的视觉效果以及高效的开发运作。同时, 完美世界拥有《诛仙》、《笑傲江湖》等大量优质 IP 资源, 代理了《DOTA2》等国际明星游戏, 使其产品具有了天然用的

户基础。目前，公司正积极推动“诛仙”、“完美世界”两大主力 IP 的年轻化运营，通过系列化产品的推出，发掘端游市场潜力，基于更大的用户群体放大 IP 的影响力。2018 年公司新推出的《Subnautica (深海迷航)》受到玩家广泛欢迎，位列 Steam 全球 2018 年上半年游戏畅销榜 TOP20。

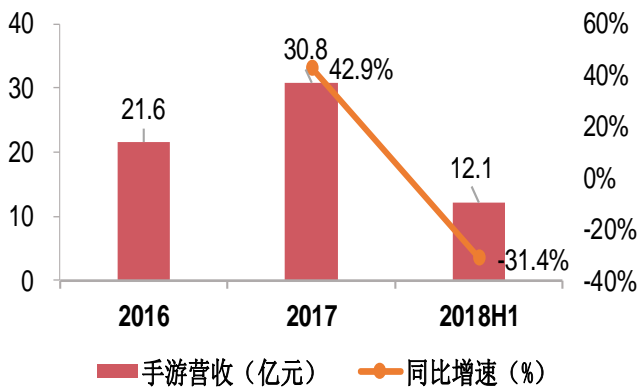
表 3：完美世界历年出品端游

时间	客户端游戏	类型
2005	完美世界	MMORPG
2006	完美国际	MMORPG
2007	赤壁	MMORPG
2007	诛仙 3	角色扮演
2008	口袋西游	角色扮演
2008	热舞派对 MAX	休闲音乐
2009	武林外传	MMORPG
2009	神鬼传奇	角色扮演
2010	神鬼世界	MMO-APRG
2012	神雕侠侣	角色扮演
2012	梦幻诛仙 2	角色扮演
2013	圣斗士星矢 OL	MMORPG
2013	DOTA2	RPG
2013	笑傲江湖 OL	MMORPG
2014	神魔大陆 2	角色扮演
2016	蜀山缥缈录	MMORPG
2016	创世战车	DIY 载具对战
2016	CS:GO	第一人称射击
2016	HEX	卡牌类

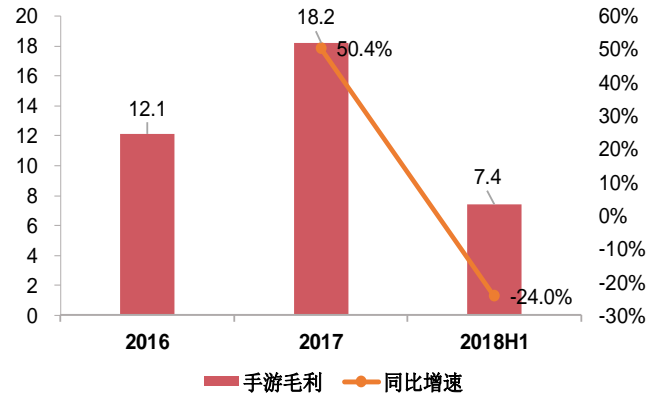
数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2.1.2 手游成游戏业务最重要构成，成功开启端游 IP 转手游模式

据 Newzoo 的预测，2018 年全球手游市场规模将达 579 亿美元，手游业务成为全球游戏业务的重要支撑。完美世界目前重心由端游转向手游业务，手游的业务毛利率也逐年攀升，2018H1 手游毛利率超过 60%。但因 2017 年上半年《诛仙》手游营收较高，基数较大，使得 2018H1 手游营收下降至 12.1 亿元，营收出现同比负增长 (YOY-31.4%)；实现毛利润 7.4 亿元，同比下降 24%。

图 39: 完美世界手游业务营收及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 40: 完美世界手游业务毛利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

端改手成功率更大, 流水稳定。完美世界旗下有《诛仙》、《火炬之光》、《最终幻想: 觉醒》、《倚天屠龙记》等经典移动游戏。已上线一年的《诛仙》手游依然保持稳定收入, 并在 2017 年 8 月多次进入苹果商店 (App Store) 畅销榜前三, 并进入 2017 年移动游戏收入榜 TOP20, 2018 上半年还最新上线了《轮回诀》、《烈火如歌》及《武林外传手游》, 市场反馈较好。同时, 公司还依托端游大 IP 转手游优势, 深入发掘同一 IP 多产品联动项目, 譬如端游转手游的《诛仙》手游, 以及正在研发的《完美世界手游》。公司以研发为重心, 持续加大新手游的研发及细分游戏市场领域的布局, 目前公司有《完美世界手游》、《云梦四时歌》、《梦间集天鹅座》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》、《我的起源》等数款涵盖 MMORPG、二次元、沙盘、SLG 等多种游戏类型的项目正在研发中。

表 4: 完美世界历年出品手游

时间	客户端游戏	类型
2013	神雕侠侣手游	角色扮演
2014	神魔大陆	MMORPG
2014	舞动全城	音乐游戏
2016	遮天 3D	角色扮演
2016	倚天屠龙记	MMORPG
2016	青云志	角色扮演
2016	射雕英雄传 3D	ARPG
2016	最终幻想: 觉醒	MMOARPG
2017	梦间集	RPG
2017	西游伏妖篇	RPG
2017	火炬之光	MMORPG
2017	射雕英雄传手游	MMOARPG
2018	烈火如歌	MMORPG
2018	武林外传官方手游	MMORPG
2018	轮回诀	RPG

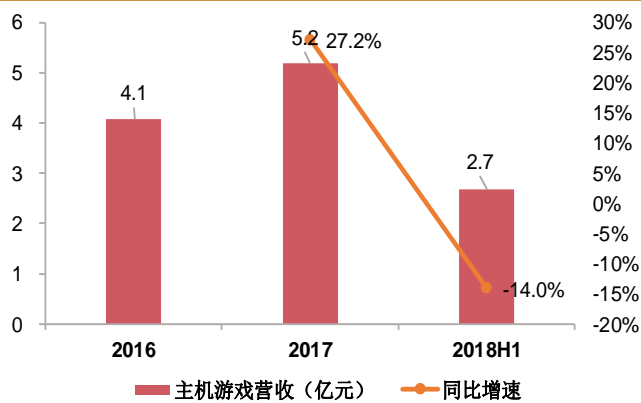
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2.2.1.3 国内主机游戏正起步，市场空间大、进入壁垒高，公司具备先发优势

受监管政策影响，中国电视游戏市场在过去近乎空白。2014年1月6日开始，长达13年的游戏主机禁令方宣告解除，打开中国电视主机游戏发展闸门。根据现有的游戏市场规模以及世界市场电视游戏占比来测算，中国电视游戏市场将释放上百亿的市场空间。主机游戏的开发成本远高于其他终端游戏。IbisCapital的研究显示，开发一款Xbox360或PS3游戏，平均需要花费1500-3000万美元，这其中包括美术、程序、策划人员工资和各类开销。对于一款成本1500万美元的游戏，需要卖出至少50万套才能保持收支平衡。另外，随着游戏主机的换代升级，开发成本也呈几何增长。

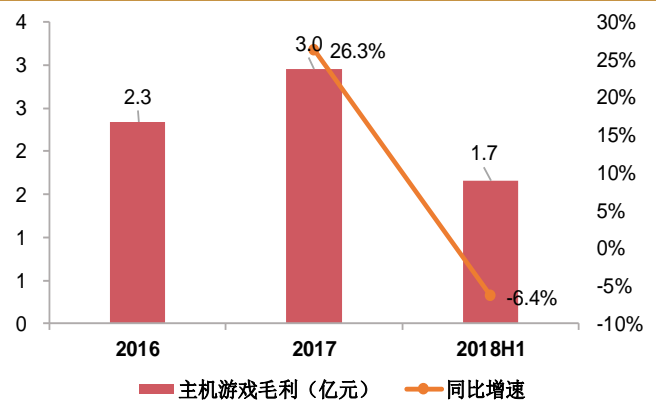
高昂的成本决定了只有市场上的少数企业才有能力进行主机游戏的研发，市场呈现集中化的发展态势。公司积极开拓主机市场，力求在行业早期积累优势，目前已通过《无冬之夜OL》、《星际迷航》等积累了研发经验。公司目前主机游戏营收占比较小，2018H1主机游戏营收2.7亿元，同比下降14%，主因系公司主机游戏项目运营时间已经较长，流水下滑所致，毛利润1.7亿元，同比下降6.4%。但毛利率一直稳步上升，2018H1毛利率61.8%，较2016年上升5.5个百分点。

图 41：完美世界主机游戏营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：完美世界主机游戏毛利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司已经开发了《无冬之夜OL》PS4版、《星际迷航》等主机游戏，积累了丰富的研发经验和良好的口碑。在此基础上，公司将继续大力开拓主机市场，《非常英雄》、《Magic The Gathering》、《Torchtlight Online》、《完美世界》主机版等项目正在研发中。公司将依托在主机市场的优势，不断拓展海外市场，加强全球化布局。主机游戏的研发，可孵化游戏IP，可为转端游、手游做储备，因主机游戏用户对游戏品质更为挑剔，产品成功之后转化效率更高。

表 5：完美世界历年出品主机游戏

时间	主机游戏	类型	时间	主机游戏	类型
2017	HOB	动作探险	2016	三国战纪	动作类
2017	3对3街头篮球	街篮	2014	无冬之夜OL	MMORPG

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2.1.4 单机游戏、网页游戏具备丰富产品矩阵

三块核心的游戏业务之外，公司还有单机游戏、网页游戏品类丰富公司产品种类。单机游戏以《深海迷航》、《面条人》等为代表，2017年推出《深海迷航》，市场反馈较好，公司也在不断开发此类产品；网页游戏产品较少，近年也没有项目储备，往年产品以《TOUCH》为代表。

表 6：完美世界历年出品单机游戏和网页游戏

时间	单机游戏	类型	官网状态	时间	单机游戏	类型
2018	洪潮之焰	生存冒险	即将开启预约	2017	深海迷航	沙盒生存+探索
2018	面条人	物理逻辑解谜游戏	即将开启预约	2015	御天降魔传	单机 ACT
2017	隐龙传	ACT	-	时间	网页游戏	类型
2017	迷城之光	动作探险	-	2013	TOUCH	音乐打击

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2.2 推进多元化布局，筑牢竞争护城河

如行业部分所分析，年轻用户市场、女性用户、二次元用户增势汹汹。公司顺应行业趋势，于2018年3月27日在完美世界游戏品牌战略发布会上发布了年轻化战略，提出“就享不一样”的新 Slogan。公司将立足年轻化的战略，以旗下大 IP 为纽带，发展游戏产业链。

图 43：《诛仙手游》采用 99 年出生的王俊凯代言



数据来源：完美世界游戏官微，西南证券整理

图 44：《武林外传手游》采用偶像团体 NINE PERCENT 代言



数据来源：完美世界游戏官微，西南证券整理

围绕新技术、小细分开拓年轻化战略。完美世界游戏计划在产品研发、IP 创造、内容升级、游戏体验变革、泛游戏产业链发展等各个领域开展年轻化战略布局。

- **新市场：**开发二次元、电竞、沙盒等细分领域年轻人需求的新产品，开发女性向游戏，布局女性游戏市场。
- **新技术：**注重 VR、人工智能等新技术在游戏中的融合以及社交、互动新玩法在游戏中的体验。2016 年，公司推出首款 VR 游戏《Subnautica》，积极布局 VR 游戏领域，为 VR 游戏的后续发力积累了经验。
- **经典游戏的新变化：**持续加大对自身经典游戏 IP 的年轻化改造以及对新游戏 IP 的创新。1) 启用年轻化的代言人：《诛仙手游》启用王俊凯代言，《武林外传手游》

启用青年偶像男团 NINE PERCENT 代言,提升对年轻女性新手玩家的吸引力,《轮回诀》启用 SNH48 作为代言人; 2) **对经典游戏进行年轻化改造**: 公司对原有的经典产品《诛仙》、《武林外传》等进行全新的年轻化改造,为产品增加了大量高自由度、强社交的内容和玩法,与 95 后喜爱社交型游戏的需求相匹配。根据公司官网的数据,在 2018 年 8 月之前的一段时间内,《诛仙手游》平均玩家年龄从 28、29 岁降到了 25、26 岁左右;《武林外传手游》上线后表现超预期。

5) **新创意**: 2018 年 3 月 27 日,完美世界主办了中国年轻一代游戏创意大赛

自研游戏《梦间集》,女性向、二次元游戏起航。完美世界积极研发女性向、二次元产品,目前已有针对这一群体的作品《梦间集》,产品战略发布会上还公布了角色扮演恋爱手游《梦间集天鹅座》,以及针对女性用户的《烈火如歌》手游,《烈火如歌》已由阿里游戏代理。

图 45:《梦间集》官网一瞥



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 46: 公司与腾讯游戏强强联手



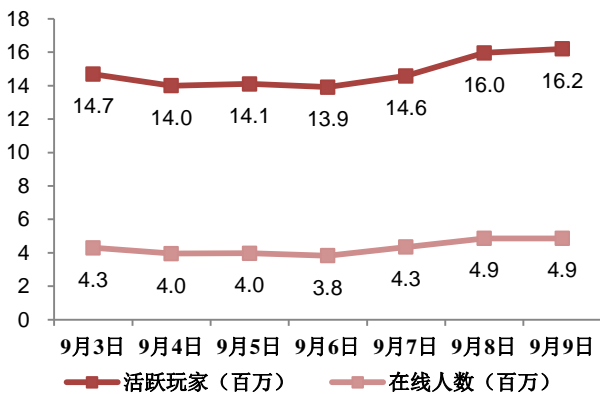
数据来源: 腾讯, 西南证券整理

完美世界与腾讯优势互补,合作项目增多。2018 年 4 月 23 日,UP2018 腾讯新文创生态大会上,腾讯互娱宣布代理由完美世界研发的 3D RPG 手游《云梦四时歌》和《完美世界》手游,并在当天开启预约;2018 年 8 月 2 日,腾讯移动游戏五周年庆典&新品发布会,腾讯宣布代理由完美世界研发的首款大世界沙盘进化 MMORPG 手游《我的起源》。

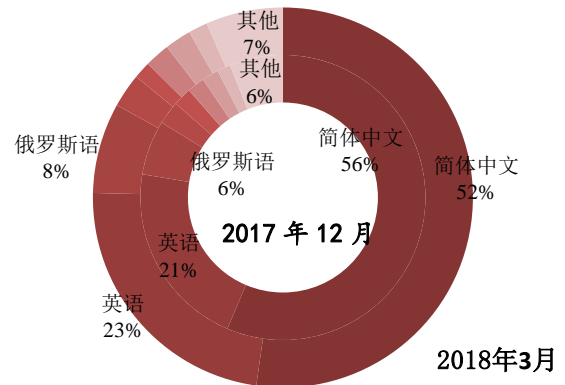
2.2.3 搭建 Steam 中国,打造内容+平台良性生态圈

2018 年 6 月 11 日,公司全资子公司完美世界征奇及完美世界游戏与 Valve Corporation 签署授权协议建立 Steam 中国。公司将与 Valve 公司将共同推进 Steam 中国,积极促成 Steam 中国的上线、推广及游戏产品的引进。

Steam 活跃玩家数量有所下滑,但体量依旧庞大。2018 年 1 月,根据 Steam Database 网站所统计的资料显示,Steam 平台的最高在线人数已经突破 1850 万人,创历史新高;2018 年 7 月,Steam 活跃玩家数量一直徘徊在 1400 万上下;根据 Steam Database 最新数据显示,9 月第一周活跃玩家数量最高值仅为 1620 万人,在线人数 490 万人,目前每日活跃玩家人数集中在 1500 万人左右。

图 47: 上周 Steam 平台玩家人数及在线人数


数据来源: Steamdb, 西南证券整理 (以每日最高值统计)

图 48: Steam 平台各种游戏语言占比 (2017.12VS2018.3)


数据来源: SteamSpy 南证整理

Steam 中国成立将引流用户回国, Steam 庞大游戏数据也将分流国内市场。根据 SteamSpy 数据显示, 2017 年 7 月, 英文用户占比 34.6%, 简体中文用户占比为 29.5%, 中文简体用户位列第二; 2017 年 12 月, 中文简体用户迎来爆发式增长, 比例提高了 26.8%, 占比达到了 56.4%, 超过英文用户的 21.2%, 成为 Steam 第一大用户群体; 2018 年 3 月, 简体中文用户出现下滑, 跌到了 52.2%, 但占比已经保持在 50% 以上, Steam 中国的成立有望引流一大批中文简体用户回国中国区平台, 带动端游业务增长。

战略上来看, Steam 平台作为全球游戏销售平台龙头, 占据了市场优势和品牌优势, 与 Steam 的合作可提升公司品牌形象; 此外 Steam 平台在游戏库上有绝对的优势, 目前拥有约 8212 款游戏, 搭建中国版 Steam 可拓宽公司渠道, 未来可与更多的国内外开发商合作, 推动国内游戏出海的同时收编国外优质游戏, 积累用户数据。

2.2.4 践行“走出去”, 着力开拓游戏出海

完美世界积极落实“中国文化走出去”战略, 努力进行海外市场的开拓与布局, 构建三维立体布局。2007 年起, 公司连续 7 年在中国网络游戏出口市场收入中排名第一, 是中国网络游戏出口的中坚力量。目前, 公司的游戏产品已出口到 100 多个国家和地区, 在荷兰、美国、日本、新加坡、马来西亚等国家运营多家子公司。凭借十余年的出口经验, 完美世界积累了对于不同地域用户的偏好、文化与消费习惯的深刻认知, 能够针对不同发行地区进行产品研发、发行与运营的差异化定制, 表现出了外来游戏在本地市场上的较强适应性。因此, 在海外发行与运营业务上, 完美世界以长期的出口经验为基础, 具备了较强的竞争优势。

在海外市场上, 完美世界已经具有独立的采购、研发、发行和运营能力。在采购方面, 完美世界的商务拓展部门已在全球设立团队, 以搜寻世界各地的优质 IP 资源及精品游戏。在研发方面, 完美世界收购了 Cryptic Studio、Runic Games 等全球顶尖工作室, 其海外研发团队开发了《Star Trek Online》、《无冬 online》等精品游戏, 并凭借其强大的 IP 资源支持在欧美地区获得了粉丝的追捧。在发行运营方面, 完美世界同多家游戏运营平台保持着长期良好的合作关系, 并利用其丰富的发行经验和资源获得了《DOTA2》等精品大作在中国大陆的独家运营代理权。目前, 完美世界的发行运营业务已覆盖了全球百余个国家和地区, 形成了以中国大陆为主干、以海外各子公司为枝叶的业务网络。

图 49:《无冬 OL》界面一览



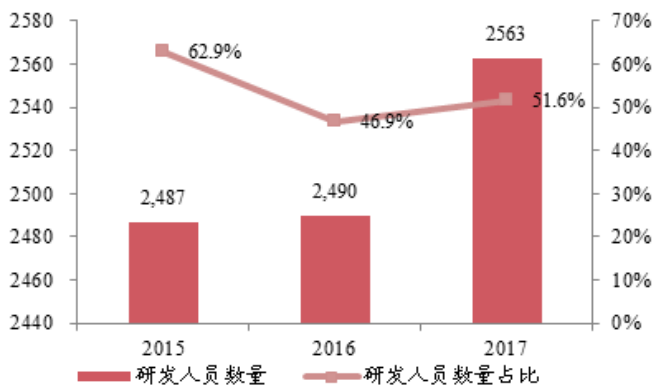
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

如今, 完美世界的在诸多海外市场上都已形成了一定的知名度。例如, 在欧美市场上, 完美世界将亚洲所流行的道具收费制商业模式引入美国电视市场, 其产品《无冬 OL》Xbox 是欧美市场上第一个采用该商业模式的电视游戏, 如今也是 Xbox 平台上排名第一的道具收费式 MMORPG 产品。道具收费制商业模式的引入带来了欧美具有最大市场分额的电视游戏市场的变革, 目前, 道具收费形式得到了欧美消费者的不断接受与认可, 在未来具有较大的发展空间, 完美世界作为该商业模式下的领跑者, 也将迎来新的利润增长点。

2.2.5 精耕细作, 研发投入冠绝行业

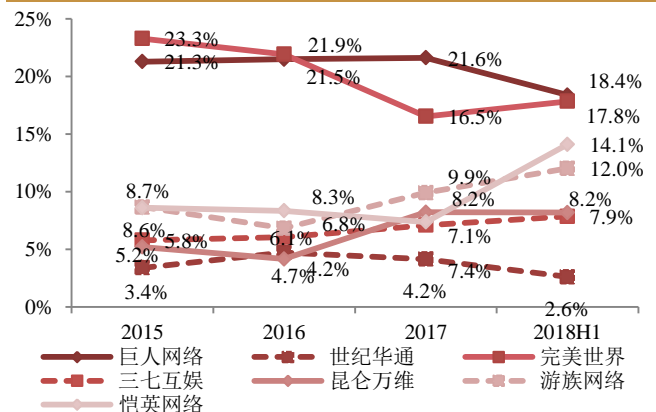
完美世界研发投入保持稳定, 研发占比居行业领先。完美世界近年研发投入保持稳定, 变动不大, 2017 年公司研发投入 13.1 亿元, 占营收比例为 16.5%, 较 2016 年的 21.9% 有所回落, 但 2018H1 占比有所回升; 研发人员数量也在逐年递增, 占比保持稳定, 2017 年完美世界研发人员超过 2500 人, 占比高达 51.6%; 与行业内其他游戏公司对比来看, 完美世界的研发投入水平居于第一梯队, 同梯队的仅有巨人网络, 两家公司研发投入遥遥领先行业内其他游戏上市公司。

图 50: 完美世界 2015~2017 研发人员数量及占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 51: 同行业公司研发投入情况对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在人才引进方面，公司相继于 2010 和 2011 年收购了 Runic Games、Cryptic Studio 等全球顶尖工作室，公司整体研发实力稳步提升。在游戏产业“内容为王”的今天，具备庞大研发支出、优秀研发团队的公司将具备持续发展的先行优势，也逐步加深了与同业企业之间的竞争差距。

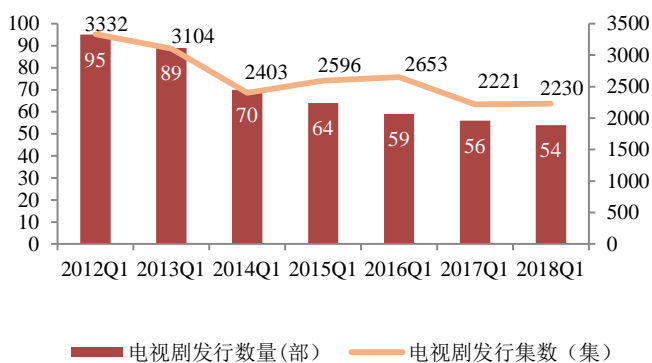
3 影视业务：影视综全面发力，作品屡超预期

3.1 行业：市场回归理性，内容为王趋势显著

3.1.1 电视剧供给持续收缩，头部剧价格持续攀升

在广电总局实施“一剧两星”政策调控以来，电视剧市场供给持续收缩。根据广电总局数据显示，2017 年生产完成并获得发行许可证的电视剧共 313 部，总集数为 13475，均创下新低。2018 年一季度，全国共计生产完成并获准发行国产电视剧共 54 部 2230 集，继续呈现下行趋势。

图 52：2012 至 2018 年一季度电视剧发行数量和集数



数据来源：wind，西南证券整理

图 53：2017H1、2018H1 上线的部分电视剧价格对比

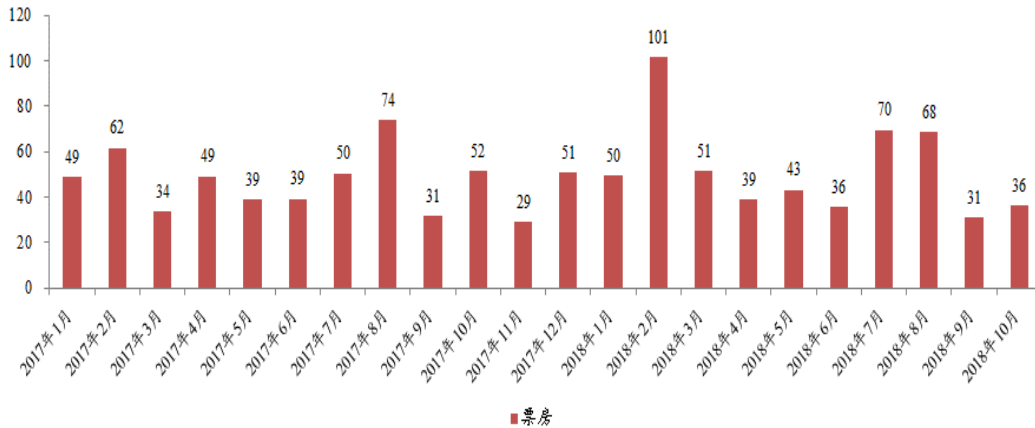


数据来源：wind，西南证券整理

受政策限制、综艺节目分流影响，电视台消化剧集的能力相对有限，对优质剧集的需求更为迫切。而随着网络视频平台的崛起，引流效应极强的头部剧的争夺变得更为激烈，头部剧价格水涨船高。根据猫眼电影、文娱商业观察、公司公告等的数据，2018 上半年播出的《谈判官》卫视采购价 1.5 亿，网站采购价 1.5 亿，单集平均价格 700 万；《远大前程》售卖总价 5.8 亿元，单集价格 1036 万；《美好生活》售卖总价 3.6 亿元，单集价格 800 万。在 IP 基础缺乏、非古装剧的情况下，上述剧集仍能卖出 700-1036 万的价格，说明电视剧的价格仍在上升的通道中。

3.1.2 票房回归理性增长，影片内容重要性边际提升

2018 年前 10 个月，全国累计实现票房约 525 亿，较去年同期增长 9.8%。10 月总票房为 36.5 亿元，同比减少 29.2%，创 2016 年 9 月以来的单月跌幅之最，行业快速增长的时期或近尾声，电影市场回归理性增长阶段。大盘增速下滑的同时，市场出现影院关闭的现象，据拓普电影智库数据显示，今年前 10 月关闭或停业整顿的影院数量已近 300 家，行业或将迎来整合洗牌。

图 54: 票房增速放缓, 创最大单月跌幅


数据来源: 猫眼, 西南证券整理

观影人群的鉴赏水平日趋提升, 偏好逐步回归内容本身。我们从近几年票房前 5 的影片来看, 发现票房与口碑的相关性愈来愈高, 口碑在一定程度上反映了受众对于影片内容的肯定程度。我们认为, 该趋势是行业理性发展的必然, 未来将进一步延续和加剧。

表 7: 票房与口碑关联度越来越强

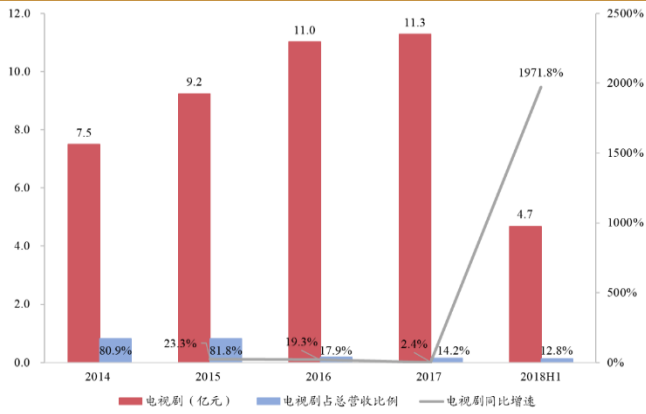
年份	影片名	票房 (亿元)	猫眼评分	豆瓣评分
2018 年	红海行动	36.5	9.4	8.3
	唐人街探案 2	34.0	9.0	6.7
	我不是药神	31.0	9.6	9.0
	西虹市首富	25.5	9.2	6.6
	复仇者联盟 3	23.9	8.9	8.1
2017 年	战狼 2	56.8	9.7	7.1
	速度与激情 8	26.7	9.3	7.0
	羞羞的铁拳	22.1	9.1	6.9
	功夫瑜伽	17.5	8.4	5.0
	西游伏妖篇	16.5	7.7	5.6
2016 年	美人鱼	33.9	9.0	6.7
	疯狂动物城	15.3	9.5	9.1
	魔兽	14.7	9.0	7.7
	美国队长 3	12.4	8.6	7.7
	三打白骨精	12.0	7.7	5.6

数据来源: 猫眼, 豆瓣, 西南证券整理

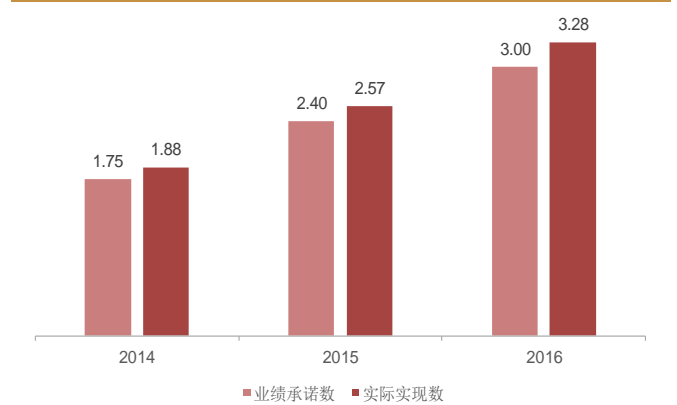
3.2 电视剧: 频出精品, 塑造良好市场口碑

电视剧业务稳步发展, 业绩承诺超额兑现。2014-2015 年, 电视剧业务是公司主要收入来源, 其占比均在 80% 以上。2016 年及以后公司主营业务变为以游戏业务为主, 电视剧业

务营收占比大幅下降。尽管如此，电视剧业务仍是公司重要的业绩支撑点，业务主体完美影视均超额完成业绩承诺，是公司业绩的有力补充。

图 55: 电视剧营业收入、增速与占比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 56: 完美影视承诺业绩情况 (亿元)


数据来源: 西南证券整理

出品电视剧以精品著称，市场口碑极好。1) 收视率角度，公司历年电视剧收视率破 1 数量众多。2018 年 8 月暑期档播出的《香蜜沉沉烬如霜》、《最美的青春》收视率均破 1，同时于 9 月 4 日完结的《香蜜沉沉烬如霜》微博话题最高阅读量达 14 亿。2018 年上半年完结的《归去来》和《利刃出击》收视率位列 2018 年上半年电视剧 TOP10。公司系列剧集《神犬小七》2015 年收视率达 1.764%，《神犬小七第二季》收视率同样可观为 1.152%，而 2013 年播出的《咱们结婚吧》湖南卫视收视率更是达 2.081%。2) 播出角度，多选五大卫视黄金档。公司历年电视剧多选择了江苏卫视、湖南卫视、浙江卫视等五大卫视黄金档时间播出，一方面奠定了收视率基础，另一方面也是对公司电视剧品质的肯定；评分获奖方面，公司历年电视剧多数评分较好。2018 年暑期档《最美的青春》豆瓣评分 8.1，同时《香蜜沉沉烬如霜》、《我的！体育老师》、《射雕英雄传》、《老有所依》等多部剧评分 7 以上，且《我的！体育老师》获得 2017 年度“无烟电视剧奖”，《射雕英雄传》获得 2017 年度金骨朵十大精品网络剧。而让观众回味无穷、感触颇深的《北京青年》更是获奖累累，获得第三届乐视影视盛典“年度最具影响力电视剧”、第七届 2012BQ 红人榜“年度电视剧”奖、2012 国剧盛典“年度十佳电视剧奖”、爱奇艺 2013 美丽中国晚会“影像正能量”奖、北京电视剧之夜“2012 观众喜爱的优秀电视剧”奖、第 29 届中国电视剧飞天奖长篇电视剧一等奖、第二届亚洲彩虹奖电视剧类“优秀时装剧”奖、第十届全国十佳电视剧片“优秀电视剧”。

表 8: 公司历年电视剧的收视和口碑情况

年份	电视剧名称	播出平台	播出时间段	收视率%	评分	所获奖项
2018	《香蜜沉沉烬如霜》	江苏卫视	每晚 19:33	1.295%	7.3	-
2018	《最美的青春》	CCTV-1 综合	周一至周五 20:00	1.388%	8.1	-
2018	《走火》	浙江卫视	每晚 19:33	0.658%	6.2	-
2018	《归去来》	东方卫视 北京卫视	每晚 19:33	0.989% (东方卫视)	5.2	-
				0.77% (北京卫视)		
2018	《利刃出击》	江苏卫视	每晚 19:33	0.981%	3.3	-
2017	《我的！体育老师》	浙江卫视	每晚 19:33	0.967%	7.0	2017 年度“无烟电视剧奖”
2017	《深海利剑》	北京卫视	每晚 19:32	0.789% (北京卫视)	5.1	第 31 届“飞天奖”现实题材优秀电视

年份	电视剧名称	播出平台	播出时间段	收视率%	评分	所获奖项
		浙江卫视		0.711% (浙江卫视)		剧
2017	《思美人》	湖南卫视	每晚 19:45	0.765%	3.6	2015 年度总局优秀电视剧剧本扶持引导项目
2017	《射雕英雄传》	东方卫视	每周一周二晚 22:00	0.553%	7.9	2017 年度金骨朵十大精品网络剧
2016	《咱们相爱吧》	湖南卫视	每晚 19:50	1.141%	5.4	-
2016	《麻辣变形计》	湖南卫视	每晚 19:40	1.204%	4.5	-
2016	《神犬小七第二季》	湖南卫视	每晚 19:40	1.152%	4.6	第 12 届中美电影节优秀中国电视剧金天使奖
2015	《大秧歌》	江苏卫视 天津卫视	每晚 19:35	1.030% (江苏卫视)	4.9	2016 年中国电视剧盛典品质奖 (提名)、2016 年中国电视剧品质盛典观众最喜爱电视剧 (提名)、第 11 届全国电视制片业十佳表彰大会优秀电视剧、第十二届精神文明建设“文艺精品工程”优秀作品奖
				1.008% (天津卫视)		
2015	《飞虎队》	山东卫视 云南卫视	每晚 19:32	0.713% (山东卫视)	3.2	-
				0.474% (云南卫视)		
2015	《神犬小七》	湖南卫视	周日至周四晚 20:04, 周五周六 19:36 播出	1.764%	5.2	第 11 届中美电影节优秀中国电视剧“金天使奖”
2015	《冰与火的青春》	湖南卫视	周日至周四晚 20:04, 周五周六 19:36	1.414%	4.7	-
2015	《石敢当之雄峙天东》	山东卫视 贵州卫视	每晚 19:30	1.096% (山东卫视)	3.3	-
				0.592% (贵州卫视)		
2014	《青年医生》	北京卫视 浙江卫视 天津卫视 安徽卫视	每晚 19:30	1.080% (北京卫视)	5.8	第 30 电视剧飞天奖“剧目奖”入围作品
				0.830% (浙江卫视)		
				0.844% (天津卫视)		
				0.446% (安徽卫视)		
2014	《神犬奇兵》	湖南卫视	每晚 19:30	1.496%	7.4	-
2013	《老有所依》	东方卫视 北京卫视 浙江卫视 天津卫视	每晚 19:30	1.032% (北京卫视)	7.8	2013 年中国文化原创榜电视剧类大奖、第 30 届电视剧飞天奖“剧目奖”
2013	《咱们结婚吧》	CCTV-1 湖南卫视	周日至周四每晚 20:05	2.081% (湖南卫视)	7.1	-
2013	《打狗棍》	安徽卫视 北京卫视 天津卫视 重庆卫视	每晚 19:30	1.276% (天津卫视)	6.4	2013 年国剧盛典十佳电视剧第一名、第 30 届电视剧飞天奖“剧目奖”(入围)
				1.139% (北京卫视)		
				0.923% (安徽卫视)		
2013	《小爸爸》	深圳卫视 东方卫视 浙江卫视	每晚 19:30	1.115% (浙江卫视)	6.8	UGC 传播大奖年度电视剧奖、UGC 传播大奖年度剧本文学奖

年份	电视剧名称	播出平台	播出时间段	收视率%	评分	所获奖项
		陕西卫视				
2013	《陆贞传奇》	湖南卫视	每晚 19:30	1.944%	6.6	第五届国剧盛典十佳电视剧第九名
2012	《楚汉传奇》	安徽卫视 天津卫视 北京卫视 浙江卫视	每晚 19:30	-	6.8	-
2012	《麻辣女兵》	湖南卫视	每晚 19:30	1.823%	5.5	2012 湖南卫视电视剧年度收视金奖
2012	《北京青年》	北京卫视 天津卫视 浙江卫视 东方卫视 安徽卫视	每晚 19:30 (天津卫视, 浙江卫视, 东方卫视)、每晚 19:40 (北京卫视)、白天 13:47 (安徽卫视)	1.103% (天津卫视)	6.2	第三届乐视影视盛典“年度最具影响力电视剧”、第七届 2012BQ 红人榜“年度电视剧”奖、2012 国剧盛典“年度十佳电视剧奖”、爱奇艺 2013 美丽中国晚会“影像正能量”奖、北京电视剧之夜“2012 观众喜爱的优秀电视剧”奖、第 29 届中国电视剧飞天奖长篇电视剧一等奖、第二届亚洲彩虹奖电视剧类“优秀时装剧”奖、第十届全国十佳电视制片“优秀电视剧”
2012	《浮沉》	东方卫视 北京卫视 浙江卫视 深圳卫视	每晚 19:30	0.825% (浙江卫视) 0.775% (东方卫视) 0.575% (北京卫视) 0.369% (深圳卫视)	7.1	第 29 届中国电视剧飞天奖-长篇电视剧三等奖
2012	《红娘子》	江苏卫视	-	-	6.7	-
2011	《男人帮》	浙江卫视 东方卫视 北京卫视 天津卫视 安徽卫视	-	-	7.3	-
2010	《婚姻保卫战》	北京卫视 江西卫视 浙江卫视	-	-	7.7	-

数据来源：公司官网、百度百科、TVTV，豆瓣，西南证券整理（2016 年后收视率范围为 CSM52 城，2014 和 2015 年为 CSM50 城，2013 年为 CSM46 城，《麻辣女兵》为 CSM44 城，《北京青年》为 CSM42 城，《浮沉》为 CSM32 城）

电视剧集储备有保障，多部剧集筹备中。根据公司 2017 年电视剧投资计划及最新动态，公司目前多部剧已完成制作或处于后期制作阶段，其中《爱在星空下》和《幸福的理由》已于 2017 年完成制作。根据 2018 年电视剧投资计划，计划于 2018 上半年筹备的《香蜜沉沉烬如霜》、《走火》和《最美的青春》等均已播出且收视率较佳。其余电视剧根据官微、新华网等公布，多部剧集由筹备阶段完成杀青，同时 2018 年下半年多部剧集筹备中，夯实了公司电视剧储备基础。

表 9：公司 2018 年电视剧储备情况

电视剧名称	制作进度	预计开拍/播出日期
《爱在星空下》	完成制作	-
《幸福的理由》	完成制作	-
《西夏死书》	后期制作中	-
《勇敢的心 2》	后期制作中	-
《趁我们还年轻》	后期制作中	-
《壮志高飞》	后期制作中	-
《半生缘》	后期制作中	-
《帝凰业》	拍摄中	-
《不婚女王》	已杀青	2018 年 3 月杀青
《绝代双骄》	已杀青	2018 年 7 月杀青
《山月不知心底事》	已杀青	2018 年 6 月杀青
《艳势番之新青年》	已杀青	2018 年 7 月杀青
《一号文件》	已杀青	2018 年 7 月杀青
《蓝盔》	国内部分已杀青	2018 年 8 月国内部分杀青
《家有仙妻》	筹备中	2018 年上半年
《烈火神盾》	筹备中	2018 年上半年
《他知道风从哪个方向来》	筹备中	2018 年上半年
《七月与安生》	已杀青	2018 年 9 月杀青
《青春斗》	已开机	2018 年 5 月开机
《猎头局中局》	筹备中	2018 年下半年
《妙探先生》	筹备中	2018 年下半年
《惊天动地》	筹备中	2018 年下半年
《我的 AI 男友》	筹备中	2018 年下半年
《霍元甲》	筹备中	2018 年下半年
《野火春风斗古城》	筹备中	2018 年下半年
《网络罪案调查组》	筹备中	2018 年下半年
《青年特工》	筹备中	2018 年下半年
《方根书简》	筹备中	2018 年下半年
《心理大师》	筹备中	2018 年下半年

数据来源：公司年报，百度百科，新华网，网易娱乐，陕文投集团官网，电视剧官微，西南证券整理

3.3 电影：入局环球影业，完美世界更趋完美

电影业务具备较好的基础。公司电影业务具备较强的综合实力，多部影片取得了票房、口碑双丰收。2011 年以王小贱火爆全国的《失恋三十三天》票房达 3.2 亿元，豆瓣评分 7.3，获得了第 31 届大众电影百花奖优秀故事片、第 31 届大众电影百花奖最佳影片（提名）、第 12 届华语电影传媒大奖观众票选最受瞩目电影（提名）、第 12 届华语电影传媒大奖最佳两岸华语电影（提名）、第 32 届香港电影金像奖最佳两岸华语电影（提名）多项奖项殊荣。同时公司出品的《嘉年华》、《非凡任务》题材、寓意颇受好评，豆瓣评分均较高。与狮门影业

合作的《分歧者：异类觉醒》、《分歧者 2：绝地反击》和《安德的游戏》累计票房平均 1 亿元左右。2015 年，公司联合发行的《极速风流》豆瓣评分 8.7，同时获得了第 71 届金球奖电影类-剧情类最佳影片（提名）、第 20 届美国演员工会奖最佳替身集体表演等殊荣。其后的《谍影重重 5》累计票房 4.5 亿，豆瓣评分 7.3；由汤姆克鲁斯等主演的《新木乃伊》累计票房 6.3 亿；《侏罗纪世界 2》更是累计票房达 17 亿。

表 10：公司历年电影的票房、口碑和获奖情况

上映时间	电影名称	累计票房 (亿元)	豆瓣评分	所获奖项
2018	《妈妈咪呀 2》	414.6 (万元)	7.5	-
2018	《解码游戏》	0.1	4.2	-
2018	《侏罗纪世界 2》	17.0	6.8	-
2017	《至暗时刻》	0.4	8.5	2017 年东南影评人协会奖年度十佳影片、第 90 届奥斯卡金像奖最佳影片、第 23 届美国评论家选择奖最佳影片
2017	《嘉年华》	0.2	8.3	第 74 届威尼斯国际电影节金狮奖、第 54 届台湾电影金马奖最佳剧情片提名、第 54 届安塔利亚金橘国际电影节最佳影片、第 39 届南特三大洲电影节银气球奖、第二届澳门国际影展亚洲电影奈派克奖、第 23 届华鼎奖中国最佳影片奖、《青年电影手册》2017 年度华语十佳、第 25 届北京大学生电影节评委会大奖
2017	《新木乃伊》	6.3	4.7	-
2017	《非凡任务》	1.6	6.3	2017 “成龙动作电影周之夜” 暨颁奖仪式最佳特技
2016	《谍影重重 5》	4.5	7.3	-
2016	《分歧者 3：忠诚世界》	1.2	5.7	-
2015	《极速风流》	0.2	8.7	第 71 届金球奖电影类-剧情类最佳影片（提名）、第 20 届美国演员工会奖最佳替身集体表演、第 40 届土星奖最佳动作/冒险电影（提名）、第 40 届土星奖最佳剪辑（提名）、第 40 届土星奖最佳化妆（提名）
2015	《分歧者 2：绝地反击》	1.1	5.8	第 17 届青少年选择奖最佳动作电影（提名）
2015	《咱们结婚吧》	2.8	5.9	-
2014	《触不可及》	0.8	5.4	第十一届中美电影节“金天使奖”
2014	《分歧者：异类觉醒》	0.8	6.4	第 23 届 MTV 电影奖
2014	《安德的游戏》	1.4	6.9	2014 年土星奖最佳科幻电影（提名）
2013	《等风来》	0.8	5.6	-
2013	《背水一战》	0.5	6.8	第 33 届人民选择奖最受欢迎剧情电影（提名）、第 33 届人民选择奖最受欢迎电影（提名）、第 33 届土星奖最佳科幻电影、第 8 届青少年选择奖最佳夏日电影-剧情/动作冒险类（提名）、第 8 届青少年选择奖最佳动作冒险电影（提名）、第 8 届青少年选择奖最佳电影对峙戏（提名）
2012	《灵魂战车 2：复仇时刻》	0.6	5.5	-
2011	《失恋 33 天》	3.2	7.3	第 31 届大众电影百花奖优秀故事片、第 31 届大众电影百花奖最佳影片（提名）、第 12 届华语电影传媒大奖观众票选最受瞩目电影（提名）、第 12 届华语电影传媒大奖最佳两岸华语电影（提名）、第 32 届香港电影金像奖最佳两岸华语电影（提名）

数据来源：公司官网、豆瓣、猫眼电影、百度百科，西南证券整理

与环球影业合作，开启全球化视角。2016年，公司与环球影业达成片单投资及战略合作协议，公司将参与环球影业未来5年电影项目投资份额的25%左右，数量不少于50部，公司按比例获得收益。2017年，公司与环球影业之间的片单投资成绩喜人，在第90届奥斯卡颁奖典礼上，公司参与投资及出品的三部影片《至暗时刻》、《魅影缝匠》、《维多利亚与阿卜杜勒》共获得包括最佳影片、最佳导演、最佳男主角等9项大奖的14个提名，刷新了中国影视公司投资的影片在奥斯卡获得大奖提名的数量之最，极大地提升了公司在国际市场上的品牌影响力。此外，2017年公司还与威秀娱乐集团、WME | IMG中国，共同成立完美威秀娱乐集团，进一步拓宽影视业务的全球化路径。

环球影业是全球最大影视制作企业之一，曾制作、发行了《侏罗纪公园》、《速度与激情》等系列以及《大白鲨》、《美丽心灵》、《绿巨人》等影片。2015年，环球影业以全年北美票房24亿美元、全球票房66亿美元再获市场份额第一的位置。同时，环球影业也成为电影史上第一家一年内拥有三部破10亿美元作品的电影公司。2018H1上映的公司参投影片《侏罗纪世界》票房表现不俗，截至2018年8月底，全球累计票房达12.9亿美元，国内累计票房17.0亿元。

图 57：美国环球影业重要作品



数据来源：时光网，西南证券整理

图 58：《侏罗纪世界2》票房和口碑



数据来源：时光网，豆瓣，西南证券整理

导演、演员储备阵容强大，有望提供有力票房保障。公司披露的电影投资计划中，《妈阁是座城》改编自严歌苓同名小说，由李少红导演，主演阵容有白百何、吴刚、曾志伟等；由张艺谋导演的《影》，主演阵容中有受80、90后所广泛喜爱的邓超夫妇、郑凯、胡军等，也有受00后追捧的新生代偶像关晓彤和吴磊，该作获得了2018微博电影之夜的微博最受瞩目年度电影奖；《催眠裁决》由张家辉等著名演员和明星领衔主演。雄厚的优秀作品储备为公司未来票房提供了有力保障。

表 11：公司未上映的电影储备

电影名称 (暂定名)	制作进度 (依据 2017 年报)	最新进展 (截止 9 月 10 日)	导演	主演 (演员)
《父子》	完成制作	-	-	-
《妈阁是座城》	后期制作中	-	李少红	白百何，吴刚，曾志伟，黄觉，耿乐，刘嘉玲
《影》	后期制作中	9月6日威尼斯电影节全球首映；9月30日中国内地上映	张艺谋	邓超，孙俪，郑凯，胡军，王千源，王景春，关晓彤，吴磊
《催眠裁决》	拍摄中	-	黎兆钧，施柏林	张家辉，张翰，艾米，秦沛

电影名称 (暂定名)	制作进度 (依据 2017 年报)	最新进展 (截止 9 月 10 日)	导演	主演 (演员)
			刘永泰	张兆辉等
《当小七遇到加菲》	筹备中	预计 2019 年春节档	-	-
《格斗少年》	筹备中	-	-	-
《河盗》(网络大电影)	筹备中	5 月 8 日横店开机	李亚东	-

数据来源: 公司公告, 时光网, 百度百科, 365 电影, 西南证券整理

3.4 综艺: 质量上乘, 收视率口碑爆棚

2018 年, 公司参与投资制作了《欢乐中国人第二季》、《向往的生活 2》、《无限歌谣季》、《极限挑战 4》、《你的故事我的歌》五档综艺节目。其中, 《欢乐中国人第二季》、《向往的生活第二季》、《无限歌谣季》、《极限挑战 4》已分别于 2018 年 1 月和 4 月集中播出, 赢得了良好的口碑及收视率。公司连续打造了 3 季的《极限挑战》, 收视率均破 1, 其中第一季与第二季收视率破 2, 是近年来最火爆的综艺节目, 豆瓣评分最高达到了 9.2, 且占据东方卫视黄金档时间; 《向往的生活》第一季和第二季同样收视率破 1, 评分口碑佳。

公司 2018 年综艺投资计划中, 仍有《你的故事我的歌》还未播出, 据悉已确定嘉宾有陈伟霆、张杰、王嘉尔、邓紫棋、毛不易等, 豪华阵容来袭, 预期收视率乐观。

表 12: 公司历年综艺的收视和口碑情况

年份	综艺项目名称	播出平台	播出时间段	收视率	评分 (或奖项荣誉)	
2018	《极限挑战 4》	东方卫视	每周日晚 20:30	1.321%	7.7	-
2018	《无限歌谣季》	江苏卫视	每周六 22:00 (最后四期为周六与周日的 22:00)	0.728%	6.5	-
2018	《向往的生活第二季》	湖南卫视	每周五晚 22:00 (4 月 28 日周六晚 22:00、6 月 22 日起连续两周周五周六晚 22:00)	1.256%	8.1	-
2018	《欢乐中国人第二季》	CCTV-1	每周日晚 20 点	-	-	-
2017	《跨界歌王第二季》	北京卫视	每周六 20:30	1.630%	5.0	第 24 届上海电视节-白玉兰奖最佳季播电视节目
2017	《欢乐中国人》	CCTV-1	每周日晚 20 点	-	6.7	-
2017	《向往的生活》	湖南卫视	每周日晚 22:00 (1 月 5 日起每周日 20:30、2 月 5 日起移档每周日晚 22:00)	1.479%	7.4	2017 中国综艺峰会匠心盛典“年度匠心品牌营销”、2017 中国综艺峰会匠心盛典“年度匠心导演”
2016	《跨界喜剧王》	北京卫视	每周六 20:30	0.977%	5.5	-
2016	《跨界歌王》	北京卫视	每周六 21:08	1.322%	5.6	TV 地标 2016 中国电视媒体综合实力大型调研成果年度制作机构优秀节目 (电视类)
2016	《极限挑战第二季》	东方卫视	每周日晚 21:00	2.193%	9.2	2017 中国综艺峰会匠心盛典“年度匠心编剧”
2015	《极限挑战第一季》	东方卫视	每周日晚 21:00	2.151%	9.0	2015 亚洲最具影响力综艺节目

数据来源: 公司官网, 百度百科, 豆瓣, 西南证券整理 (除《极限挑战第一季》收视率为 CSM50 城, 其余综艺均为 CSM52 城)

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 行业政策逐步放开, 游戏业务增速回稳, 毛利率维持在 65%左右;

假设 2: 行业政策不发生较大波动, 影视项目布局进入收获期, 毛利率维持在 42%左右;

假设 3: 三费不发生较大变动。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 13: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
游戏业务	收入	5650.4	5870.8	7019.7	8042.3
	增速	20.1%	3.9%	19.6%	14.6%
	毛利率	64.7%	65.7%	65.1%	64.8%
影视业务	收入	2279.4	2779.9	3205.9	3704.3
	增速	56.6%	22.0%	15.3%	15.5%
	毛利率	39.3%	41.8%	42.4%	42.9%
合计	收入	7929.8	8650.7	10225.6	11746.6
	增速	28.8%	9.1%	18.2%	14.9%
	毛利率	57.4%	58.0%	58.0%	57.9%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

由于公司业务板块分属不同行业, 我们采用分部估值法进行预测。

1) 游戏板块

我们选取三七互娱、游族网络和吉比特作为可比公司, 2018 年 PE 均值为 15.22, 考虑到公司出众的竞争实力, 我们给予公司游戏板块 20 倍估值。

表 14: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002555.SZ	三七互娱	12.52	0.75	0.79	0.94	27.23	15.84	13.32
002174.SZ	游族网络	16.99	0.74	1.10	1.37	30.21	15.39	12.39
603444.SH	吉比特	136.42	8.50	9.46	10.80	21.64	14.42	12.63
	中值					27.23	15.39	12.63
	均值					26.36	15.22	12.78

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2018.11.14)

2) 影视板块

我们选取华策影视、慈文传媒、幸福蓝海作为影视板块可比公司，2018 年 PE 均值为 18.54，我们给予公司影视板块 18 倍估值。

表 15: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300133.SZ	华策影视	10.58	0.36	0.44	0.55	30.24	24.31	19.30
002343.SZ	慈文传媒	13.22	1.20	1.05	1.26	29.58	12.64	10.50
300528.SZ	幸福蓝海	9.43	0.30	0.51	0.60	44.00	18.66	15.75
中值						30.24	18.66	15.75
均值						34.61	18.54	15.18

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2018.11.14)

表 16: 公司整体估值

板块分类	2018 预计毛利润 (百万元)	2018 预计净利润 (百万元)	PE	市值 (百万元)
游戏板块	3857.2	1594.3	20	31886.0
影视板块	1160.8	265.3	18	4775.4
合计				36661.4

数据来源: 西南证券

通过分业务测算，我们估算公司 2018 年对应市值为 366.6 亿元，考虑到 Steam 平台的未来可延展性、公司后续项目储备，给予公司 10% 的估值溢价至 403.3 亿元，公司总股本为 13.15 亿股，对应股价为 30.67 元/股，相当于 22 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

行业政策变动风险，市场竞争加剧的风险，产品延期或不及预期的风险，海外市场风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7929.82	8650.71	10225.60	11746.65	净利润	1459.91	1804.46	2174.88	2630.98
营业成本	3381.23	3632.77	4294.67	4944.21	折旧与摊销	280.25	155.26	155.26	155.26
营业税金及附加	63.77	70.94	84.16	96.20	财务费用	190.09	157.70	155.48	159.27
销售费用	743.51	951.58	1022.56	1115.93	资产减值损失	137.17	0.00	0.00	0.00
管理费用	2072.87	2162.68	2454.14	2701.73	经营营运资本变动	1797.91	-1043.47	-431.17	-799.11
财务费用	190.09	157.70	155.48	159.27	其他	-3060.95	-300.35	-179.76	-180.06
资产减值损失	137.17	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	804.38	773.60	1874.70	1966.34
投资收益	183.18	300.00	180.00	180.00	资本支出	-1474.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3189.75	300.00	180.00	180.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1714.94	300.00	180.00	180.00
营业利润	1589.45	1975.04	2394.58	2909.32	短期借款	177.20	-617.90	0.00	0.00
其他非经营损益	59.41	62.95	61.77	62.16	长期借款	-1532.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	1648.85	2037.99	2456.35	2971.48	股权融资	-604.81	0.00	0.00	0.00
所得税	188.94	233.53	281.47	340.50	支付股利	-116.72	-300.94	-371.97	-448.32
净利润	1459.91	1804.46	2174.88	2630.98	其他	625.98	-1177.46	-155.48	-159.27
少数股东损益	-44.80	-55.37	-66.74	-80.73	筹资活动现金流净额	-1450.97	-2096.30	-527.45	-607.59
归属母公司股东净利润	1504.71	1859.83	2241.61	2711.71	现金流量净额	1031.56	-1022.70	1527.25	1538.75
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3236.42	2213.72	3740.97	5279.72	成长能力				
应收和预付款项	2669.87	3833.66	4149.59	4767.95	销售收入增长率	28.76%	9.09%	18.21%	14.87%
存货	1575.57	1693.29	2001.89	2305.02	营业利润增长率	32.34%	24.26%	21.24%	21.50%
其他流动资产	2764.45	3015.77	3564.80	4095.06	净利润增长率	28.84%	23.60%	20.53%	20.97%
长期股权投资	1482.08	1482.08	1482.08	1482.08	EBITDA 增长率	46.20%	11.08%	18.24%	19.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	490.68	444.05	397.43	350.80	毛利率	57.36%	58.01%	58.00%	57.91%
无形资产和开发支出	2154.56	2068.84	1983.11	1897.38	三费率	37.91%	37.82%	35.52%	33.86%
其他非流动资产	2211.27	2188.36	2165.45	2142.53	净利率	18.41%	20.86%	21.27%	22.40%
资产总计	16584.90	16939.76	19485.30	22320.55	ROE	16.61%	17.39%	17.86%	18.32%
短期借款	617.90	0.00	0.00	0.00	ROA	8.80%	10.65%	11.16%	11.79%
应付和预收款项	1860.91	2228.57	2651.93	2991.20	ROIC	26.87%	33.75%	35.76%	39.08%
长期借款	500.00	500.00	500.00	500.00	EBITDA/销售收入	25.98%	26.45%	26.46%	27.44%
其他负债	4819.37	3835.10	4154.38	4467.69	营运能力				
负债合计	7798.17	6563.67	7306.31	7958.90	总资产周转率	0.48	0.52	0.56	0.56
股本	1386.39	1386.39	1386.39	1386.39	固定资产周转率	15.79	19.00	25.02	32.45
资本公积	3557.31	3557.31	3557.31	3557.31	应收账款周转率	4.50	4.09	3.77	3.94
留存收益	3106.30	4665.19	6534.84	8798.23	存货周转率	3.26	2.22	2.32	2.29
归属母公司股东权益	7964.17	9608.89	11478.54	13741.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.38%	—	—	—
少数股东权益	822.56	767.19	700.45	619.72	资本结构				
股东权益合计	8786.73	10376.08	12179.00	14361.65	资产负债率	47.02%	38.75%	37.50%	35.66%
负债和股东权益合计	16584.90	16939.76	19485.30	22320.55	带息债务/总负债	14.34%	7.62%	6.84%	6.28%
					流动比率	1.96	2.70	2.85	3.06
					速动比率	1.66	2.28	2.43	2.63
					股利支付率	7.76%	16.18%	16.59%	16.53%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2059.78	2288.00	2705.32	3223.85	每股指标				
PE	22.18	17.94	14.89	12.31	每股收益	1.14	1.41	1.70	2.06
PB	4.19	3.47	2.91	2.43	每股净资产	6.06	7.31	8.73	10.45
PS	4.21	3.86	3.26	2.84	每股经营现金	0.61	0.59	1.43	1.50
EV/EBITDA	15.63	13.76	11.08	8.82	每股股利	0.09	0.23	0.28	0.34
股息率	0.35%	0.90%	1.11%	1.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn