

# 增长可见的娱乐综合体

2019 年 03 月 25 日

## 【投资要点】

- ◆ 十五年完美世界稳健发展，已成为多产业布局的娱乐综合体。影视业务储备有多题材作品面向不同目标人群，多项目的确认收入可见度高；游戏方面，多经典 IP 仍有发展潜力，同时延展品类覆盖细分市场，《完美世界》手游在 3 月 6 日上线后表现火爆，两周蝉联畅销榜第一；公司另储备有《云梦四时歌》、《我的起源》等大作品，丰富产品线或可驱动全年业绩增长。
- ◆ 公司治理有效，财务健康。完美世界的股权结构清晰，大股东绝对巩固，而游戏、影视业务的核心人才通过持股平台有效激励。2019 年 4 月面临解禁压力，但整体风险可控：历史上美股 (PWRD.O) 在 2012 到 2014 年股价低位时高管持续增持；FY18H2 高管增持均价在 25.16 到 25.98 元/股。集团资产结构持续改善，截至 FY18Q3 现金储备超 26 亿。

## 【投资建议】

- ◆ 由于游戏行业受到版号冲击，我们下调 FY18/FY19 的盈利预测，同时引入 FY20，我们预期 FY18/FY19/FY20 营收达到 80.35/89.21/102.58 亿元，归母净利润 17.04/20.57/23.51 亿元，EPS 为 1.30/1.56/1.79 元，对应当前股价 26.77/22.18/19.41 倍 PE。我们看好公司长期发展，首次覆盖，维持完美世界“增持”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7929.82	8034.86	8921.63	10257.91
增长率 (%)	28.76	1.32	11.04	14.98
EBITDA (百万元)	1833.01	2104.08	2609.86	2932.32
归母净利润 (百万元)	1504.71	1704.05	2057.16	2350.90
增长率 (%)	29.01	13.25	20.72	14.28
EPS (元/股)	1.14	1.30	1.56	1.79
市盈率 (P/E)	30.32	26.77	22.18	19.41
市净率 (P/B)	5.73	4.97	4.06	3.36
EV/EBITDA	23.73	20.68	16.02	13.72

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 重点游戏未获得版号，游戏上线进度不及预期，流水不及预期
- ◆ 影视作品上线进度不及预期，关键人物风险，政策风险
- ◆ 解禁风险

增持 (维持)

## 东方财富证券研究所

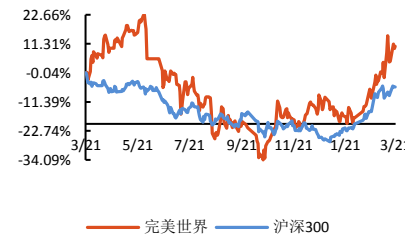
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 宋璿

电话: 021-23586480

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万元)	44690.04
流通市值 (百万元)	16567.99
52 周最高/最低 (元)	38.10/19.75
52 周最高/最低 (PE)	32.27/16.52
52 周最高/最低 (PB)	6.24/3.35
52 周涨幅 (%)	10.36
52 周换手率 (%)	248.64

## 相关研究

《公司发布业绩快报，游戏及影视业务仍然具备增长空间》

2018.02.01

## 正文目录

1. 行业：精品化大势所趋 .....	4
1.1. 游戏：行业增速放缓的 2018 .....	4
1.2. 游戏：成为 IP 或者变现 IP，精品是成功共同的要求 .....	5
1.3. 电视剧：供给稳定，成本优化有空间 .....	7
2. 影游双栖，各有增长 .....	8
2.1. 十五年完美世界 .....	8
2.2. 多赛道布局的娱乐综合体 .....	9
2.3. 游戏：经典 IP 潜力尚存，拓展品类多元化发展 .....	12
2.3.1. 端游、手游、主机全布局，“年轻化”战略发展 .....	12
2.3.2. 2019 年巨作云集 .....	14
2.4. 影视：多题材影视作品储备以满足不同观众需求 .....	18
3. 股权清晰，财务健康 .....	20
3.1. 大股东绝对控股，短期或面临解禁压力 .....	20
3.2. 财务健康，现金储备充足 .....	22
4. 盈利预测 .....	26
5. 估值与投资建议 .....	27
5.1. 绝对估值 .....	27
5.2. 相对估值 .....	27
6. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1：中国游戏市场规模（亿元） .....	4
图表 2：中国游戏市场增速 .....	4
图表 3：中国移动游戏市场规模及增速 .....	4
图表 4：进入 iOS 畅销榜 TOP 200 游戏数量持续下滑 .....	5
图表 5：中国游戏市场用户规模 .....	5
图表 6：中国近年爆款移动游戏改编 IP 情况 .....	6
图表 7：近年现象级产品制作亮点 .....	6
图表 8：电视剧制作流程 .....	7
图表 9：电视剧制作备案公示数量变化 .....	7
图表 10：全国国产电视剧获得发行许可证情况（部） .....	7
图表 11：历年电视剧价格比较 .....	8
图表 12：完美世界历史发展 .....	9
图表 13：完美世界主要控股、参股公司 .....	9
图表 14：完美世界主要海外经营实体 .....	10
图表 15：完美世界历年产品 .....	10
图表 16：公司手游 iOS 畅销榜排名 .....	12
图表 17：公司手游 iOS 畅销榜排名（时间区间对比） .....	12
图表 18：完美世界游戏发展战略 .....	13
图表 19：完美世界部分储备手游项目 .....	13
图表 20：《完美世界》手游上线火爆，登陆需要排队等待 .....	14

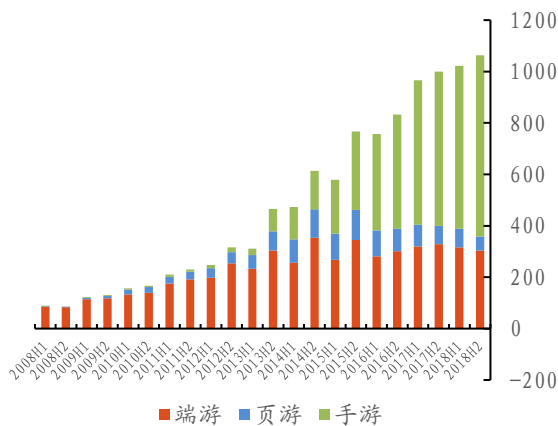
图表 21: 《完美世界》手游蝉联两周 iOS 畅销榜 .....	15
图表 22: 《梦间集天鹅座》预约人数超过 80 万 .....	15
图表 23: 《云梦四时歌》手游登陆微信游戏开放预约 .....	16
图表 24: 完美游戏平台独立游戏示意《人类：一败涂地》 .....	17
图表 25: Steam 销售规模及发行游戏数量 .....	17
图表 26: 完美世界电视剧收视率（节选） .....	18
图表 27: 公司多部电视剧入选广电《好剧选介》 .....	18
图表 28: 完美世界部分电影储备情况 .....	19
图表 29: 完美世界部分电视剧储备情况 .....	19
图表 30: 完美世界母公司及实际控制人相关资产 .....	20
图表 31: 完美世界前十大股东明细 .....	21
图表 32: 完美世界限售股解禁时间表 .....	21
图表 33: 完美（PWRD.0）实际控制人及高管持股历史 .....	22
图表 34: 完美世界分部收入（百万元） .....	22
图表 35: 完美世界收入占比按行业拆分 .....	22
图表 36: 完美世界收入按业务拆分（百万元） .....	23
图表 37: 完美世界收入占比按业务拆分 .....	23
图表 38: 完美世界毛利率分部拆分 .....	23
图表 39: 完美世界毛利率按业务拆分 .....	23
图表 40: 完美世界重要控股公司收入（百万元）及贡献比例 .....	24
图表 41: 完美世界重要控股公司经营利润率及净利润率变化 .....	24
图表 42: 完美世界主要子公司的净利润 .....	24
图表 43: 完美世界各项费用率 .....	24
图表 44: 完美世界资产负债表及变化 .....	25
图表 45: 完美世界盈利预测 .....	26
图表 46: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设 .....	27
图表 47: 可比公司估值（截至 2019/1/23） .....	27
图表 48: 历史 PE（TTM）区间 .....	28
图表 49: 历史 PB 区间 .....	28

## 1. 行业：精品化大势所趋

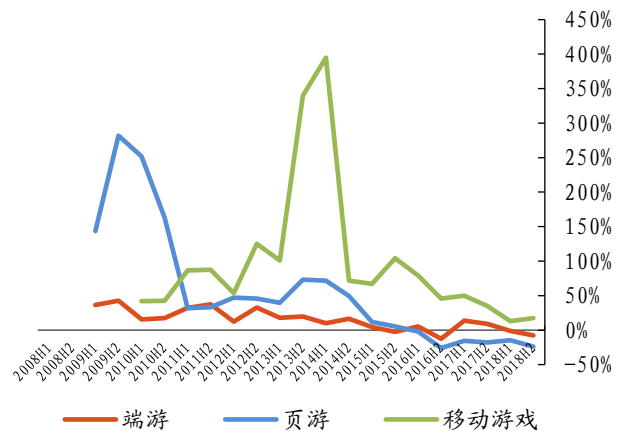
### 1.1. 游戏：行业增速放缓的 2018

根据《游戏产业报告》，FY18 中国游戏市场规模的增长进一步放缓，市场规模达到 2144.4 亿元，其中端游和页游市场规模均有下降，而手游的增长从早前中双位数降至低双位数，整体下半年表现略好于上半年。受到版号停发的影响，2018 年前三季度，进入 iOS 日畅销榜前 200 的新游数量同比下滑，但 Q3 情况好于 Q2。

图表 1：中国游戏市场规模（亿元）



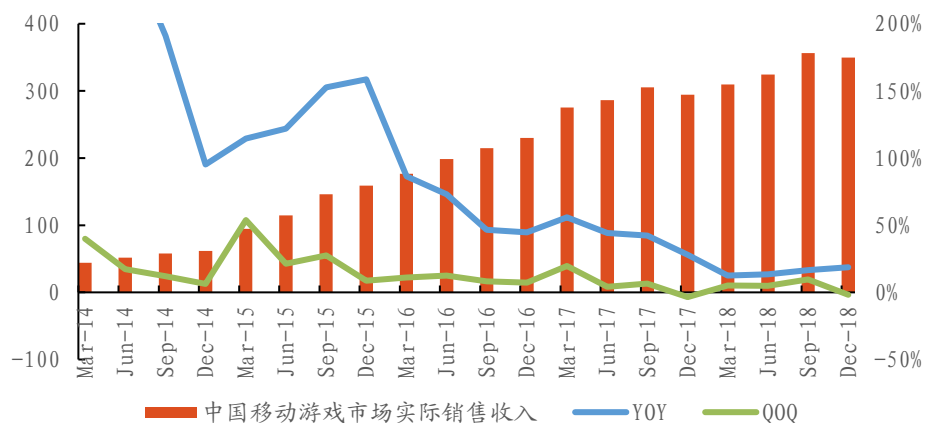
图表 2：中国游戏市场增速



资料来源：游戏产业报告，东方财富证券研究所

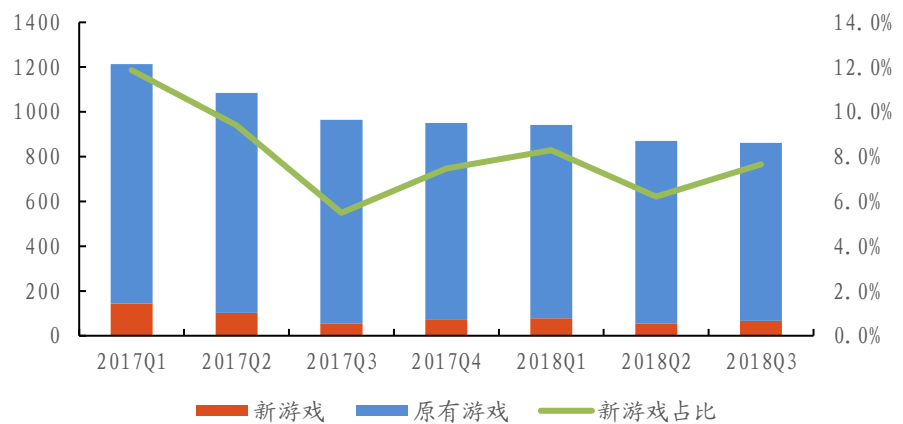
资料来源：游戏产业报告，东方财富证券研究所

图表 3：中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：游戏工委，东方财富证券研究所

图表 4：进入 iOS 畅销榜 TOP 200 游戏数量持续下滑

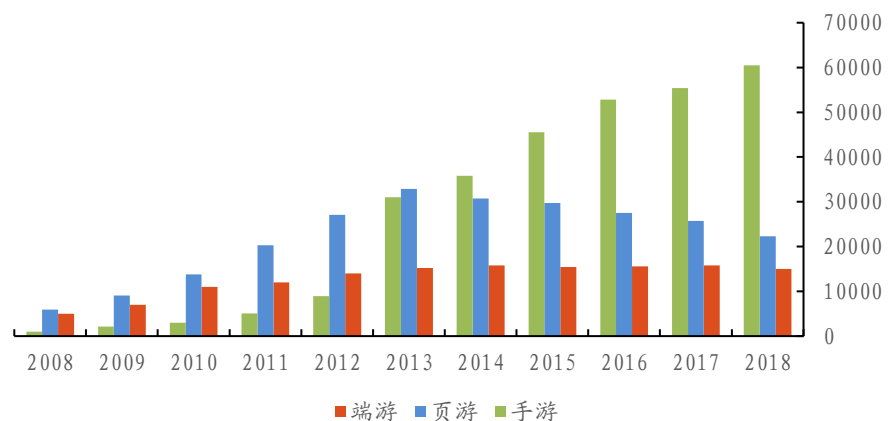


资料来源：伽马数据，东方财富证券研究所

市场规模主要受到用户和每用户平均收入两个因素驱动。

就用户规模来看，根据《游戏产业报告》，我国端游用户基本稳定在 1.5 亿人左右，页游用户数量持续自 2013 年以来的下降趋势，手游用户突破 6 亿，未来移动游戏渗透率提升空间有限，人口红利趋尽，增长更多要看 ARPU。

图表 5：中国游戏市场用户规模



资料来源：游戏产业报告，东方财富证券研究所

## 1.2. 游戏：成为 IP 或者变现 IP，精品是成功共同的要求

我们观察自 2015 年以来年流水前三的移动游戏和登顶过中国 iOS 月榜的移动游戏，可以看到，它们要么有大 IP 支撑，要么终成 IP 并能衍生周边。这些现象级的游戏均有高品质支撑，玩法多样性则帮助用户留存。随着人口红利的饱和与市场充分竞争，未来，厂商需要对产品精雕细琢，为其“基本的成功”保驾护航。

图表 6：中国近年爆款移动游戏改编 IP 情况

游戏	类型	年份/收入排名	研发	发行	改编 IP
王者荣耀	手游	2018/1, 2017/1, 2016/2	腾讯	腾讯	/
梦幻西游	手游	2018/2, 2017/2, 2016/1, 2015/1	网易	网易	端游
大话西游	手游	2016/3, 2015/4	网易	网易	影视、端游
倩女幽魂	手游	2017/3	网易	网易	影视
阴阳师	手游	2017/4	网易	网易	/
QQ 飞车	手游	2018/3	腾讯	腾讯	端游
全民反恐	手游	2015/2	腾讯	腾讯	端游
热血传奇 2	手游	2015/3	盛大	盛大、腾讯	端游

游戏产业网、Super Data、App Annie，东方财富证券研究所

图表 7：近年现象级产品制作亮点

游戏	研发	上线	类型	亮点
《王者荣耀》 	腾讯	2015/10	MOBA	游戏角色多有典故，且与文化机构互动，如敦煌研究院合作杨玉环皮肤 即时对战增加游戏新鲜感 成功打造 KPL 联赛，推广海外 KRKPL
《阴阳师》 	网易	2016/9	回合制 RPG	《源氏物语》古日本平安京为设计背景，制作精美，CV 阵容豪华，剧情吸引人 抽卡养成需要大量时间投入，成功营销衍生 MOBA 游戏《决战！平安京》
《荒野行动》 	网易	2017/11	射击	端游“大逃杀”类直播铺垫，已吸引大量粉丝 较《绝地求生》提前上架，占重要时间窗口（比其他游戏）体验更好
《旅行青蛙》 	Hit-Point	2017/11	养成	非重度游戏 手绘“萌”系画风，场景设定有梗可寻 “佛系”内容社交讨论
《绝地求生：刺激战场》 	PUBG	2018/2	射击类沙盒游戏	正版授权，中国区腾讯独家代理 玩法多样，地图还原度高，质量更好 衍生 PUBG 全球赛事 2019 年元月开赛
《第五人格》 	网易	2018/3	非对称性对抗竞技	生存解密，哥特 Q 版画风，剧情吸引人 对战增加游戏新鲜感，非对称性对抗减少挫败感
《明日之后》 	网易	2018/12	末日生存	多种玩法，可以探索世界、建造家园、对抗无等级限制，多职业选择，开放世界而自由度高 场景真实良心制作

注：主要考虑登顶过 App Annie 中国 iOS 收入或下载榜游戏；资料来源：App Annie，东方财富证券研究所

### 1.3. 电视剧：供给稳定，成本优化有空间

制作电视剧需要获得《拍摄许可证》和《发行许可证》，受政府调控。

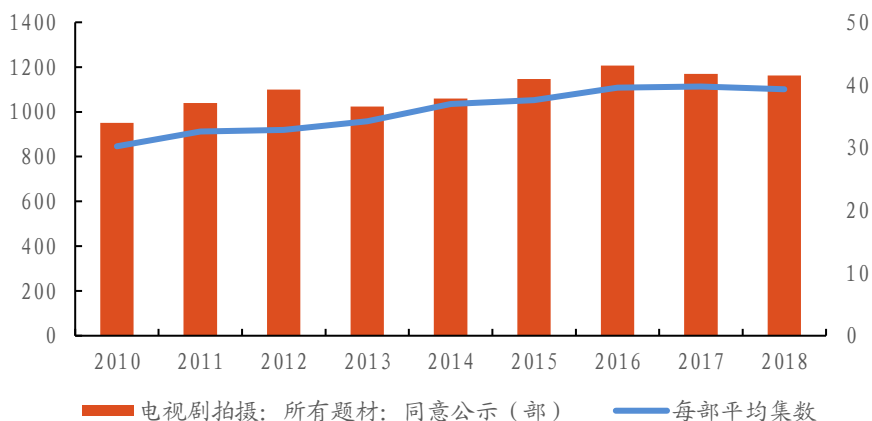
图表 8：电视剧制作流程



资料来源：国家广电总局电视剧电子政务平台，东方财富证券研究所

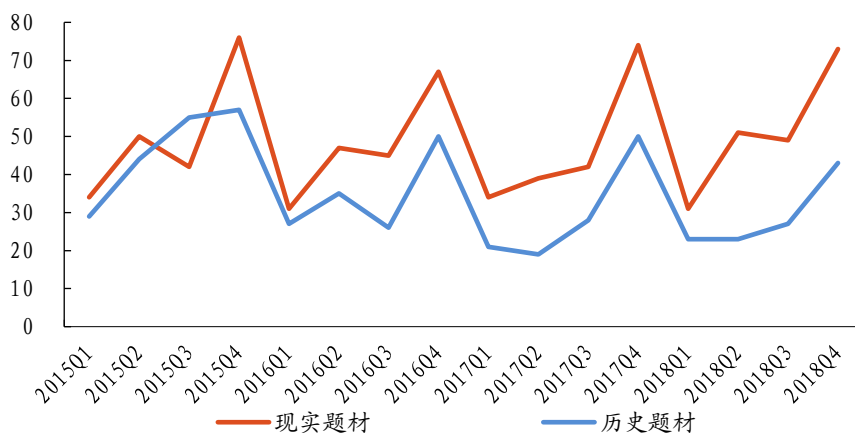
自 2016 年以来，电视剧的供给数量基本稳定。广电数据显示，2018 年电视剧同意拍摄 1163 部，略低于 2017 年的 1170 部；获得发行许可证的电视剧 323 部，略高于 2017 年的 313 部。

图表 9：电视剧制作备案公示数量变化



资料来源：国家广电总局，Choice，东方财富证券研究所

图表 10：全国国产电视剧获得发行许可证情况（部）



资料来源：国家广电总局，东方财富证券研究所

图表 11：历年电视剧价格比较

	电视剧	公司	总价(亿)	集数	单集价格(万)	播出方式
2011	《甄嬛传》		1.6	76	210	安徽卫视、东方卫视、乐视网
2014	《花千骨》	慈文传媒	1.68	58	290	湖南卫视、爱奇艺
2015	《武媚娘传奇》	唐德影视	1.98	96	206	湖南卫视
2016	《三生三世十里桃花》	华策影视	3.01	58	519	浙江卫视、东方卫视、爱奇艺、腾讯、优酷
2016	《孤芳不自赏》	华策影视	4.39	62	708	湖南卫视
2016	《楚乔传》	慈文传媒	5.86	67	875	湖南卫视、爱奇艺、搜狐视频
2017	《凉生，我们可不可以不忧伤》	慈文传媒	11.84	80	1480	湖南卫视、聚力视频
2018	《如懿传》	新丽传媒	13.5	90	1500	腾讯视频

资料来源：公司公告，网络资料，东方财富证券研究所

过去近 10 年，电视剧单集价格有明显提升（如上图），增长多由视频平台贡献，电视台的天花板可见。

2018 年 6 月，中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》，要求**控制不合理片酬**，推进依法纳税，促进影视业健康发展。同年 8 月，爱奇艺、优酷、腾讯视频、正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒联合发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》，提出抵制艺人天价片酬的现象，倡导成本投入制作和品质服务。短中期内，随着限薪，**电视剧的成本或会进一步优化，但单集价格上行空间有限。**

## 2. 影游双栖，各有增长

### 2.1. 十五年完美世界

完美世界自 2004 年成立，目前已是涵盖影视和游戏两大业务板块的文化娱乐产业集团，业务遍布美、欧、亚等全球 100 多个国家和地区。公司影视业务包括精品内容、综艺娱乐、艺人经纪和国际投资，且同环球影业达成战略合作；游戏业务则在端游、主机游戏、移动游戏等领域均有布局，2018 年 6 月同美国 Valve 公司开启“Steam 中国”项目合作。



图表 12: 完美世界历史发展

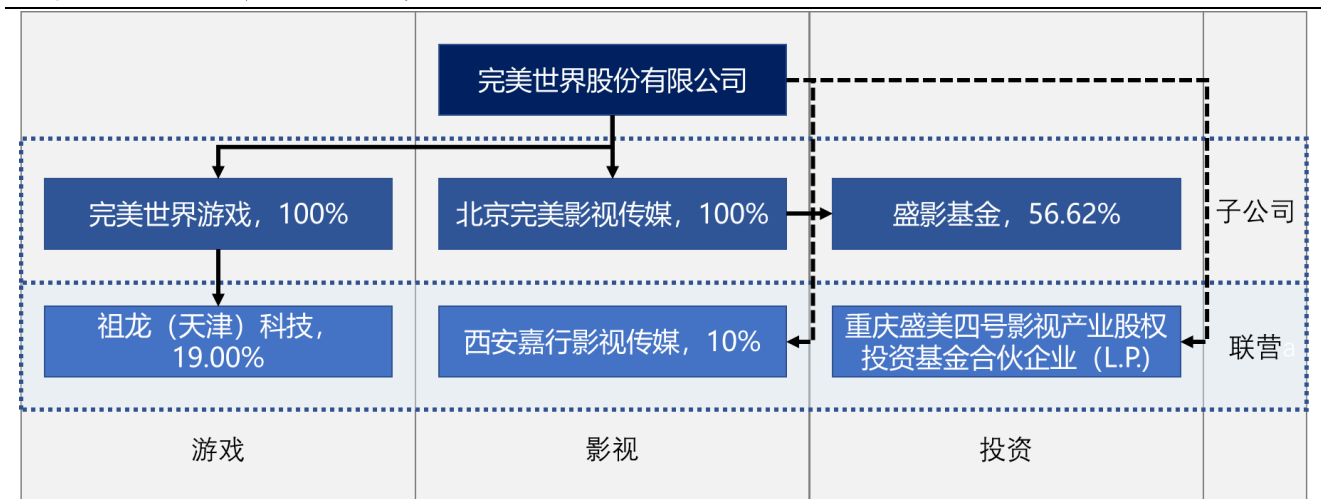
时间	事件
2004	完美世界游戏业务正式成立
2005	《完美世界》开启公测
2006	《完美世界》出海运营,《武林外传》公测
2007	公司登陆 Nasdaq;《诛仙》公测
2008	完美世界影视业务成立
2009	时尚喜剧《非常完美》、电影《非常完美》上映
2010	签约赵宝刚、滕华涛、郭靖宇、刘江等导演;收购 C&C Media 和 Runic Games;《婚姻保卫战》开播
2011	收购 Cryptic Studios;《倾世皇妃》、《钢琴》、《失恋 33 天》上映
2012	推出《射雕英雄传》、《神雕侠侣》;同 Valve 签约获得 Dota2 大陆独家运营代理权;电视剧《北京青年》、《浮沉》开播。
2013	《笑傲江湖 OL》公测,收购电玩巴士和 Unknown Worlds Entertainment
2014	星游传媒成立;完美世界影视登陆 A 股
2015	《无冬 OL》发布;《极限挑战》开播; Nasdaq 退市
2016	完美世界游戏登陆 A 股;《极限挑战第二季》、《跨界歌王》热播;获得《CS:GO》大陆独家运营代理权;推出《诛仙手游》、《倚天屠龙记》;同环球影业合作;收购金典院线
2017	参与投资出品《至暗时刻》;推出《射雕英雄传》手游、《梦间集》等游戏;入股嘉行传媒 10%
2018	同 Valve 合作 Steam 中国;《香蜜沉沉烬如霜》热播

资料来源:公司公告,东方财富证券研究所

## 2.2. 多赛道布局的娱乐综合体

目前,集团主要通过完美世界游戏有限责任公司和北京完美影视传媒有限责任公司这两大子公司布局游戏(包括海外经营实体)和影视业务,其贡献收入超过 90%;联营的祖龙(天津)科技有限公司和西安嘉行影视传媒股份有限公司等则通过权益法确认投资收益;而盛影基金主要用于环球影业片单投资,盛美四号由集团同盛景嘉成共同设立,参与产业链上直接的股权和项目投资。

图表 13: 完美世界主要控股、参股公司



注:线条为持股结构;资料来源:公司公告,天眼查、东方财富证券研究所

图表 14：完美世界主要海外经营实体

	主要经营地	成立/收购年份	主营业务	持有比例
Perfect World Entertainment	美国	2007/12	游戏运营	100%
Unknown World Entertainment	美国	2013/2 收购	游戏开发,《深海迷航》	80%
Runic Games	美国	2010/5 收购	游戏开发,《火炬之光》	100%
Cryptic Studio	美国	2011/8 收购	游戏开发,《Neverwinter》	100%
Perfect World Europe B.V.	欧洲	2010/1	网络游戏出版和经销	100%
C&C Media	日本	2010/4 收购	在线游戏分销	100%
Perfect World Korea	韩国	2011/11	在线游戏软件开发和分销	100%
Perfect World Picture	美国		影视	100%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

完美世界的游戏业务主要包括端游、移动游戏和主机游戏的研发、发行和运营。公司凭借端游起家，目前《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》（代理）等经典大作依旧表现稳定；公司同 Valve 达成战略合作，共建 Steam 中国，或成为公司新的增长点。自 2013 年以来，完美世界陆续推出端转手和影游联动的作品，移动游戏业务迅速增长。主机游戏部分，通过收购 Cryptic Studio,《无冬 OL》和《Star Trek Online》为公司积累研发经验，未来公司也将大力拓展主机游戏市场。

影视方面，公司主营涵盖电视剧、电影的制作、发行及衍生业务，综艺娱乐业务、艺人经纪服务及相关服务，已形成电视剧、网剧、电影、综艺等在内的娱乐矩阵。完美世界影视坚持以内容制作为立足之本，自成立以来即重视积累优质资源，同诸多著名导演赵宝刚、滕华涛、刘江、郭靖宇，金牌制片人何静、吴玉江等建立了长期独家战略合作关系；并参与投资嘉行传媒、新片场等业内知名企业。在国际化领域，公司不断深化与环球影业的合作，投资及出品的电影为公司带来收益和口碑。

图表 15：完美世界历年产品

	游戏			影视		
	端游	手游	主机游戏	电视剧	电影	综艺
2005	《完美世界》					
2006	《武林外传》					
2007	《诛仙 3》					
2008	《口袋西游》、《热舞派对》、《赤壁》					
2009	《神鬼传奇》			《非常完美》	《非常完美》	
2010	《神鬼世界》、《降龙之剑》、《神魔大陆》			《婚姻保卫战》		
2011	《Star Trek Online》（收购 Cryptic Studios）			《倾世皇妃》、《男人帮》	《失恋 33 天》、《钢的琴》	
2012	《神雕侠侣》、《梦幻诛仙 2》			《红娘子》、《浮沉》、《北京青年》、《麻辣女兵》、	《灵魂战车 2》	

				《楚汉传奇》		
2013	《圣斗士星矢 OL》、 <b>《DOTA2》(代理)</b> 、 《笑傲江湖 OL》、 《无冬 Online》	《神雕侠侣》、		<b>《陆贞传奇》</b> 、《小爸爸》、《打狗棒》、 <b>《咱们结婚吧》</b> 、《老有所依》、	《背水一战》、《等风来》	
2014	《神魔大陆 2》	《神魔大陆》、 《魔力宝贝》	<b>《无冬 OL Xbox》</b>	《灵魂摆渡》、《神犬奇兵》、 <b>《青年医生》</b>	《安德的游戏》、 《分歧者》、《触不可及》	
2015				《石敢当之雄峙天东》、 《冰与火的青春》、《神犬小七》、《飞虎队》、《大秧歌》、《灵魂摆渡 2》	《咱们结婚吧》、 《分歧者 2》、《极速风流》	《极限挑战 1》
2016	《蜀山缥缈录》(代理)、《创世战车》、 <b>《CS: GO》(代理)</b> 、 《HEX》(代理)	《遮天 3D》、《倚天屠龙记》、《青云志》、《最终幻想: 觉醒》、 <b>《诛仙手游》</b>	《三国战纪》(代理)	《神犬小七第二季》、 《麻辣变形记》、《咱们相爱吧》、《灵魂摆渡 3》	《分歧者 3》、《谍影重重 5》	《极限挑战 2》、《跨界歌王》、《跨界喜剧王》
2017		《梦间集》、《火炬之光》、《射雕英雄传 2》	《HOB》、《3 对 3 街头篮球》(代理)	《射雕英雄传》、《思美人》、《深海利剑》、《我的! 体育老师》	《非凡任务》、《新木乃伊》、《嘉年华》、 <b>《至暗时刻》</b> 、 《灵魂摆渡: 黄泉》、《魅影缝匠》、 《维多利亚与阿卜杜勒》	《向往的生活》、《欢乐中国人》、《2017 跨界歌王》、
2018	《隐龙传: 踪影》(代理)	《烈火如歌》、 《武林外传手游》、《轮回诀》、 《深海迷航》、 《封龙战纪》(研发)		《利刃出击》、《烈火如歌》、《忽而今夏》、《天意》、《归去来》、《走火》、 《最美的青春》、 <b>《香蜜沉沉烬如霜》</b> 、 <b>《娘道》</b> 、 《苏茉儿传奇》、《黄土高天》、《东山晴后雪》、 <b>《小女花不弃》</b> ; 出品 《艳势番之新青年》、 《绝代双骄》、《勇敢的心 2》、 <b>《七月与安生》</b>	《侏罗纪世界 2》、 《妈妈咪呀 2》、《解码游戏》、《影》、《憨豆特工 3》、《路过未来》、《西游记女儿国》、《21 克拉》、《阿修罗》、《为你写诗》、《跨越 8 年的新娘》、《我的冤家是条狗》	《欢乐中国人 2》、《向往的生活 2》、 《无限歌谣季》、《极限挑战 4》
2019	《Unruly Heroes》	《完美世界》手游		《青春斗》		

资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

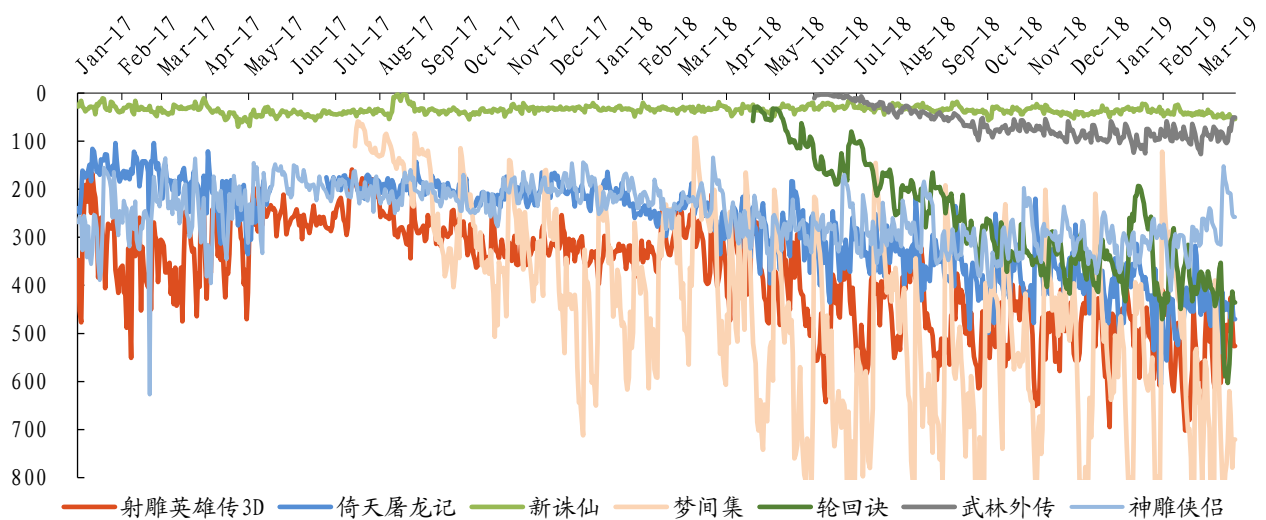
## 2.3. 游戏：经典 IP 潜力尚存，拓展品类多元化发展

### 2.3.1. 端游、手游、主机全布局，“年轻化”战略发展

完美世界以端游起家，有《完美世界国际版》、《诛仙3》等知名产品，同时代理《Dota2》、《CS:GO》。目前整体端游表现稳定，半年收入保持在10亿左右。

自2013年以来，完美世界研发手游十余款，除了最近上线的《完美世界》手游以外，其他经典作品表现在iOS畅销榜排名稳定，如2016年9月上线的《新诛仙》依然保持在50名左右。

图表 16：公司手游 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据、东方财富证券研究所

图表 17：公司手游 iOS 畅销榜排名（时间区间对比）

游戏	发行时间	畅销排名 (2019/3)	畅销排名 (2018/12)	畅销排名 (2018/3)	畅销排名 (2017/3)
《神雕侠侣》	2013.8	150-320	200-400	100-300	150-300
《倚天屠龙记》	2016.5	300-550	300-500	150-300	150-250
《最终幻想：觉醒》	2016/12	250-400	200-400	150-300	150-250
《新诛仙》	2016/9	35-55	25-50	20-40	15-40
《火炬之光》	2016/12	250-400	300-400	300-400	90-160
《射雕英雄传》	2017/6	400-550	400-550	250-450	/
《烈火如歌》	2018/4	150-350	100-250	/	/
《武林外传手游》	2018/5	50-130	50-100	/	/
《轮回诀》	2018/4	350-600	300-400	/	/
《封龙战纪》	2019/1	100-300	/	/	/

注：使用游戏畅销榜单，底纹表示排名接近；资料来源：七麦数据、东方财富证券研究所

未来，完美世界的游戏业务，将依托其国内领先的研发实力坚守产品品质，同时加大品牌“年轻化”建设力度。

图表 18：完美世界游戏发展战略



资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

**经典 IP 有进一步变现的潜力**，集团将对其进行泛娱乐式全产业链的开发：根据完美世界游戏品牌战略发布会消息，《完美世界》的产品形式将进一步丰富，在经典复刻的同时创新玩法，保持其年轻活力；《诛仙》的品牌矩阵会进行多维拓展，包括影视、动漫、文学等领域；《梦间集》更多定位女性用户，公司将不断丰富这一国产原创 IP 并提升其价值。

此外，完美世界还将把游戏品类拓展到二次元、女性向、格斗、沙盒、SLG、卡牌等领域以**覆盖更多细分市场**，就此相关在研或公测的有《云梦四时歌》、《我的起源》、《Nightmare》、《Rise of Ages》等作品。

图表 19：完美世界部分储备手游项目

游戏	版本号	游戏类型	相关 IP	研发/发行	亮点
《云梦四时歌》	有版本号	二次元、卡牌		完美世界研发，腾讯发行	中国狐妖文化为背景、融合志怪神话，多重战斗策划、近百个符灵人物
《梦间集天鹅座》	无版本号	养成、恋爱	手游	完美世界研发	美食料理、甜蜜约会花样男主、男友养成、知名声优、个性妆容
《神雕侠侣 2》	无版本号	MMO、回合制	影视、手游	完美世界研发	金庸武侠正版授权，原著和主角情节悉数还原，融入恋爱元素
《新笑傲江湖》	无版本号	MMO、国风	影视	-	还原经典 IP，江湖际遇迷局，开放成长道路
《我的起源》	无版本号	沙盒、开放世界		完美世界研发，腾讯发行	建造家园、占领据点、争夺资源
《神魔大陆 2》	-	-	手游	-	-
《Nightmare/梦魇》	-	ARPG、克苏鲁	-	-	-
《奥域：王国崛起》	-	SLG	-	-	-
《失落的神域》	-	动作	-	-	-
《代号：时代的崛起》	-	SLG	-	-	中世纪地图，还原历史
《射雕三部曲》	-	卡牌、动作	影视	-	-

资料来源：公司公告，TapTap、游戏鸟、东方财富证券研究所

### 2.3.2. 2019 年巨作云集

2019 年公司的《完美世界》手游由腾讯代理发行，3 月 6 日上线以来表现火爆。根据七脉数据，《完美世界》手游已经连续两周蝉联游戏畅销榜第一。在过去两年，游戏畅销榜首长期都是《王者荣耀》，偶有《阴阳师》更新时当天能够冲击。我们认为其成功有多方面因素。

- 为何能进入游戏免费榜？

《完美世界》是经典 IP 的端转手，有众多老端游玩家的初心和情怀；同时腾讯发行带来流量助力；加上版号停发后少有大作上线，各类玩家对老游戏也有所疲倦。流量+IP+档期，《完美世界》的火热几乎成为必然。

- 为何能进入游戏畅销榜？

手游还原演绎 14 年的端游经典，从游戏的世界观、场景（尤其祖龙城）到行动（飞行），都有保留和优化。因此，游戏很好的满足老玩家的情怀诉求，是良心之作。在设计上，付费点是围绕提升战力而设置的；当年的玩家现在多已到而立之年有了经济基础，用花钱解决想赢的需求，非常顺理成章（花更多的钱，刷更高的战力，打更难的副本，赚更好的装备）。总结来说，良心制作吸引老玩家，氪金玩法提高了 ARPPU。

此外，根据腾讯游戏网站，同类型大厂作品或分别需要到 6 月和 9 月上线。从腾讯代理游戏的排期看，《完美世界》手游在二季度或仍有较好的表现。

图表 20: 《完美世界》手游上线火爆，登陆需要排队等待



资料来源：完美世界手游、东方财富证券研究所

图表 21: 《完美世界》手游蝉联两周 iOS 畅销榜



此外，公司储备的《云梦四时歌》也会由腾讯代理发行，目前已在微信游戏的界面开放预约。2019年3月20日数据，《云梦四时歌》的官网预约近38万，微信游戏内预约处在所有游戏的中上水平。预约热度体现玩家对游戏的关注，上线后表现可期。

图表 22: 《梦间集天鹅座》预约人数超过 80 万





注：数据截至 2019/3/20；资料来源：老虎游戏、东方财富证券研究所

图表 23:《云梦四时歌》手游登陆微信游戏开放预约

	<p><b>云梦四时歌</b> 卡牌   多人社交   二次元</p>	<p><b>蓝月传奇</b> 高爆率快节奏PK手游 已有8.1万人预约</p> <p>预约</p>
	<p><b>地下城与勇士手游</b> 延续经典   官方正版手游 已有21.3万人预约</p> <p>已预约</p>	<p><b>云梦四时歌</b> 腾讯首款唯美唐风手游 已有26.6万人预约</p> <p>已预约</p>

注：数据截至 2019 年 3 月 20 日；资料来源：微信游戏、东方财富证券研究所

对于端游和主机游戏，公司将代理《洪潮之焰》、《赦免者/Absolver》、《面条人/Human Fall Flat》、《愤怒军团》、《Signal Decay》等游戏；而《Don't Even Think/边缘计划》、《新诛仙世界》、《完美世界主机版》、《Magic The Gathering》、《Torchlight Online》等多款端游或主机产品，也在研发过程中。



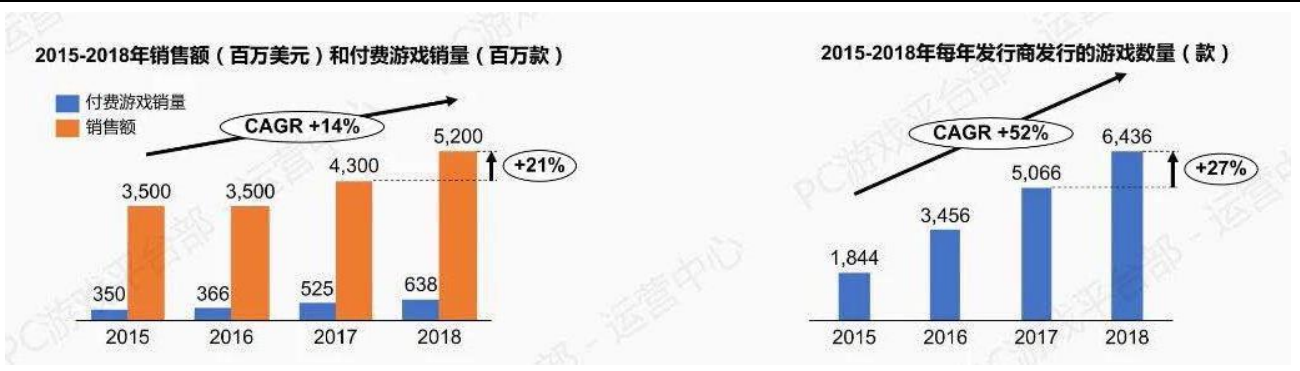
图表 24: 完美游戏平台独立游戏示意《人类：一败涂地》



资料来源: 微信公众号、东方财富证券研究所

2018年6月11日,完美世界公告同Valve签署协议建立Steam中国。完美世界负责在大陆地区建立、运营及推广Steam中国,将Steam海外游戏引入Steam中国并进行本地化等相关工作,同时负责及支持中国游戏产品在Steam中国的发行和运营;而Valve将为上线及运营提供软件授权及相关技术支持,并授予推广中使用其商标和宣传资料。Steam是全球最大的综合性数字发行平台之一,2018年发行游戏即超过6000款。目前,我国端游市场相对稳定,而合作建立Steam中国或打破现有格局,并为集团带来新的增长点。然而网游进入中国需要审批,且版号批发尚未常态化,这一合作为公司短期内可贡献的业绩有限。

图表 25: Steam 销售规模及发行游戏数量



资料来源: 腾讯大讲堂的《2018年啊游戏行业外部市场观察》、东方财富证券研究所

## 2.4. 影视：多题材影视作品储备以满足不同观众需求

对于影视业务，公司拥有很好的市场口碑。（1）收视率方面，集团参与制作、出品、发行过诸如《婚姻保卫战》、《倾世皇妃》、《陆贞传奇》、《香蜜沉沉烬如霜》等有热度、收视率可以排入年度前三的作品。（2）播出平台角度，公司出品的电视剧也多能在五大卫视黄金档播出，体现业内认可度。（3）公司还善于制作符合核心价值观的作品，如《深海利剑》、《黄土高天》、《最美的青春》、《归去来》等作品入选广电总局电视剧司编纂的《好剧选介》。

图表 26：完美世界电视剧收视率（节选）

年份	电视剧	播出卫视	平均收视率 (%)	备注
2010	《婚姻保卫战》	北京卫视、江西卫视、浙江卫视	/	
2011	《倾世皇妃》	湖南卫视	1.750	同时段全国省级收视排名第一
2013	《咱们结婚吧》	湖南卫视	2.081	CSM46，年度全国卫视电视剧收视率第二
2013	《陆贞传奇》	湖南卫视	1.944	CSM46，年度全国卫视电视剧收视率第三
2014	《神犬奇兵》	湖南卫视	1.596	CSM50，年度省级卫视 1930-2400 电视剧收视率第六
2015	《神犬小七》	湖南卫视	1.764	CSM50，年度黄金档排名前十
2016	《麻辣变形记》	湖南卫视	1.204	CSM52
2018	《香蜜沉沉烬如霜》	江苏卫视	1.30	CSM52；电视剧收视率第三
2018	《娘道》	北京卫视、江苏卫视	1.54	CSM52；电视剧收视率第二

注：收视率 2016 年后为 CSM52 城，2014/2015 为 CSM50 城，2013 为 CSM46 城；资料来源：公司官网，百度百科，TVTV，东方财富证券研究所

图表 27：公司多部电视剧入选广电《好剧选介》

# 好剧选介

国家新闻出版广电总局电视剧司编 第 3 期（总第 14 期） 2017 年 11 月 10 日

## 目 录

《我的 1997》 .....	3
1、立足现实主义，多角度诠释时代精神 .....	3
2、贴近现实生活，小人物折射社会变迁 .....	4
《深海利剑》 .....	5
1、抒写家国情怀，弘扬中国梦、强军梦时代主题 .....	5
2、聚焦青年军官，凸显能打仗、打胜仗热血精神 .....	6
3、制作专业精良，展示现代化、高科技国防力量 .....	6

资料来源：政府网站，东方财富证券研究所

未来，关于电影，公司将立足自身制作优势，引入优质资源，打造高水准的中国本土电影，并通过同环球影业的合作提升海外品牌影响力。

对于电视剧业务，完美世界坚持精品策略，绑定优秀的人才，一方面借助多层次、多元化梯队扩充产品维度，另一方面通过投资并购聚合行业资源，扩大市场份额。公司储备影视作品涉及知名小说改编、都市、军旅、玄幻、古装、青春、武侠等多种题材，产品丰富，可以满足不同观众的需求。

图表 28：完美世界部分电影储备情况

电影	进度	导演	主演
《妈阁是座城》	2018/12/27 香港点映	李少红（另有《大明宫词》等作品）	白百合、吴刚
《催眠裁决》	2018 年 5 月杀青	黎兆钧	张家辉、张翰、秦沛
《霹雳娇娃 2019》	美国 2019/11/1 上映	Elizabeth Banks	Elizabeth Banks、Kristen Stewart
《吹哨人》	已杀青	薛晓璐（另有《北京遇上西雅图》等作品）	雷佳音、汤唯
《精灵怪物：疯狂之旅》	/	/	/
《当小七遇到加菲》	筹备中	/	动画
《格斗少年》	筹备中	/	/

资料来源：公司公告、微信公众号、豆瓣、东方财富证券研究所

图表 29：完美世界部分电视剧储备情况

电视剧	进度	导演	主演
《青春斗》	2019 年 4 月 4 日，北京卫视、优酷、芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺	赵宝刚（另有《编辑部的故事》等作品）	郑爽
《西夏死书》	2018 年秋交会时首轮发行	蓝海瀚	汪东城、贾清
《爱在星空下》	2018 年秋交会时首轮发行	陈畅	贾乃亮、陈意涵
《幸福的理由》	2018 年秋交会时首轮发行	张博昱（另有《泡沫之夏》等作品）	钟汉良、王晓晨、乔振宇
《壮志高飞》	湖南卫视金鹰剧场，时间未知	蔡晶盛（另有《寻秦记》、《大唐双龙传》等作品）	陈乔恩、郑恺、朱梓骁
《半生缘》	2018 年秋交会时二轮发行	杨亚洲、杨博	刘嘉玲、郑元畅、蒋欣
《不婚女王》	2018 年秋交会时首轮发行	林妍（另有《南方有乔木》等作品）	佟丽娅、张亮
《趁我们还年轻》	2018 年 5 月杀青，后期制作中	王迎（另有《亲爱的翻译官》、《奋斗》等作品）	张云龙、乔欣、刘芮麟
《山月不知心底事》	2018 年秋交会时首轮发行	余淳	宋茜、欧豪
《我的健身教练》	2018 年秋交会时首轮发行	赵晨阳	汪东城、张俪
《巨匠》	2018 年 10 月杀青，拟上湖南卫视	韩冬、金沙	霍建华、杨蓉
《CACO 鳄鱼与牙签鸟》	2018 年 10 月杀青，后期制作中	林妍（另有《南方有乔木》等作品）	陈柏霖、张天爱
《老酒馆》	2018 年 12 月杀青	刘江（另有《归去来》、《岁月》等作品）	陈宝国
《帝凰业》	2018 年 11 月杀青	侯咏（另有《卧薪尝胆》等作品）	章子怡、周一围、杨佑宁、惠英红、赵雅芝
《新一年又一年》	2018 年 11 月杀青	王为	于晓光、朗月婷
《碧海丹心》	2018 年 12 月开机	毛卫宁（另有《我们的父亲》等作品）	佟丽娅

《燃烧的DNA》	2018年12月开机	陈育新 ( 编剧有《湄公河大案》、《征服》等作品 )	经超、张佳宁
《霍元甲》	2018年7月开机	柏杉 ( 另有《关中匪事》、等作品 )	赵文卓、毛林林
《蓝盔特战队》	2018年4月开机		王彦霖、李溪芮
《河山》	2018年9月开机	王新军	王新军、秦海璐
《义无反顾》	2018年11月开机	洪金波 ( 另有《无间道》、等作品 )	王森、王洋
《他知道风从哪个方向来》	/	刘江 ( 另有《归去来》、《岁月》等作品 )	黄晓明
《小娘惹》	2018年10月开机	郭靖宇	肖燕、寇家瑞
《心理大师》	/	白一聪 ( 另编剧《天龙八部》等作品 )	/
《天蝎》	/	余丁	陈乔恩、于和伟

资料来源：公司公告、公司官网、微信公众号、新浪微博、豆瓣、百度百科、东方财富证券研究所

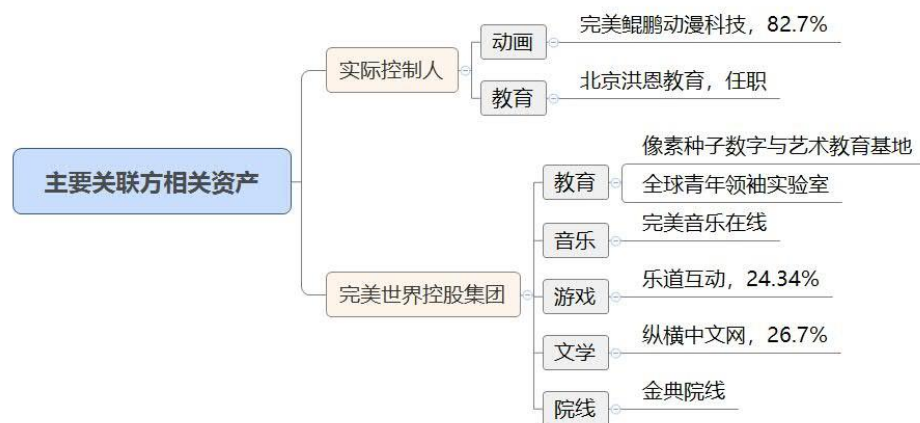
此外，根据官网等消息，公司另筹备有《试飞英雄》、《梦境捕手》、《青年特工》、《帝皇书》、《家有仙妻》、《烈火神盾》、《我在天堂等你》、《惊天动地》、《妙探先生》、《我的AI男友》、《大宗师之海上风云》、《冰糖炖雪梨》、《方根书简》、《全世界最好的你》、《千屿千寻》等作品。

### 3. 股权清晰，财务健康

#### 3.1. 大股东绝对控股，短期或面临解禁压力

相较于上市公司，完美世界母公司及实际控制人业务布局更广，包括教育、音乐、动画、文学、院线等领域，但体量同上市公司存在较大差距。

图表 30：完美世界母公司及实际控制人相关资产



资料来源：启信宝，东方财富证券研究所

上市公司部分股权结构则相对清晰，实际控制人及其一致行动人持有 50.78%，绝对控股。根据历史年公告，石河子骏扬为完美世界管理层持股平台，主要导演及制片人则通过天津广济持股。

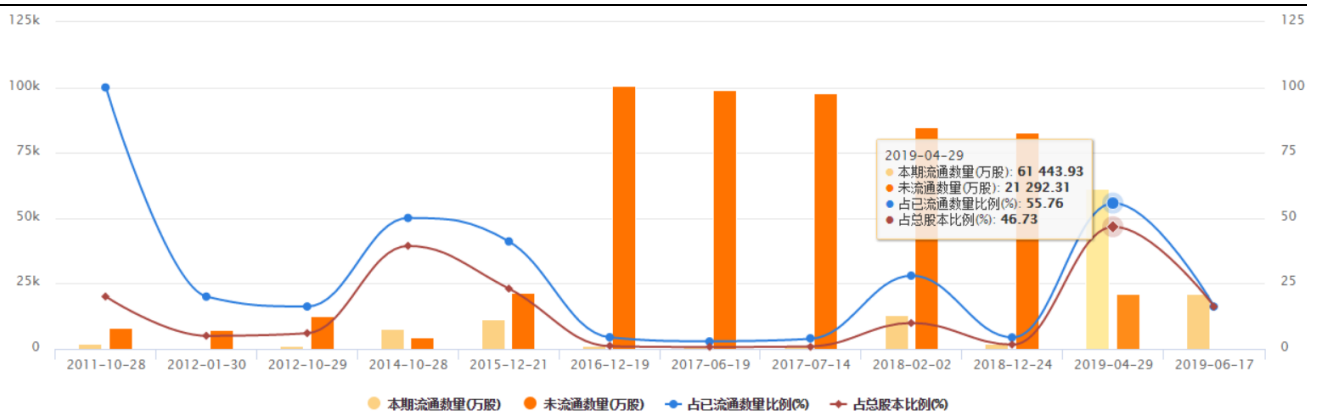
图表 31: 完美世界前十大股东明细

名称	性质	持股比例 (%)	限售比例 (%)	累计质押占持股比例 (%)	备注
完美世界控股集团有限公司	境内非国有法人	35.06	35.06	87.51	一致行动人
池宇峰	境内自然人	13.41	13.41	58.23	
石河子快乐永久股权投资有限公司	境内非国有法人	2.31	-	41.09	
石河子市骏扬股权投资合伙企业 (有限合伙)	境内非国有法人	11.67	11.67	77.27	高管持股平台
深圳市恒泰永成投资管理有限公司 (有限合伙)	境内非国有法人	6.99	-	-	
天津广济企业管理咨询合伙企业 (有限合伙)	境内非国有法人	4.05	1.04	-	主要导演及制片人
陈根财	境内自然人	2.22	-	-	
天津嘉冠企业管理咨询合伙企业 (有限合伙)	境内非国有法人	2.00	0.59	32.32	
天津分享星光股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	境内非国有法人	1.66	-	-	
完美环球娱乐股份有限公司 - 第一期二号员工持股计划	境内非国有法人	1.62	1.62	-	

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

2019年4月, 总股本的46.73%将解禁流通, 解禁股份来自完美世界控股集团有限公司和石河子骏扬, 或对股价造成压力。

图表 32: 完美世界限售股解禁时间表



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

然而, 我们观察美股 PWRD.O 实际控制人及高管历史持股情况, 股价低位时 (FY2011-FY2014) 高管持续增持给与市场信心。

图表 33: 完美 (PWRD.0) 实际控制人及高管持股历史

	实际控制人持股数量	实际控制人持股比例	高管持股数量	高管持股比例
FY2014	41896575	16.8%	55028040	21.4%
FY2013	42387585	17.1%	52342750	20.8%
FY2012	41924550	17.3%	51762735	21.1%
FY2011	41807425	17.6%	50387794	20.8%
FY2010	57489840	22.9%	64089325	25.1%
FY2009	57491105	22.6%	62364660	24.5%
FY2008	64592620	25.1%	71824062	27.6%
FY2007	66466870	23.1%	76014652	26.3%
招股说明	72666870	26.0%	84000003	38.1%

资料来源: SEC, 东方财富证券研究所

2018 年行业遇冷, 但公司回购及高管增持给与市场信心。

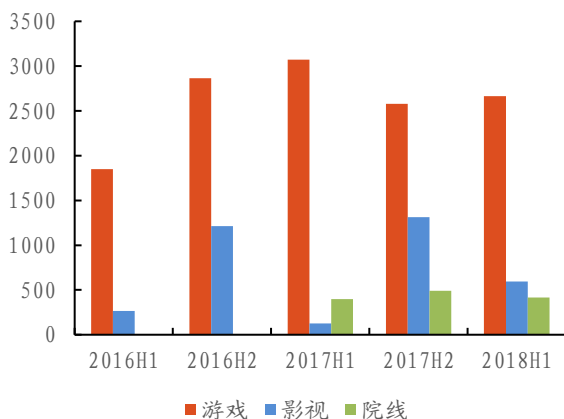
2018 年 6 月, 完美世界亦公告部分董事、高管、导演制片人及核心管理团队拟增持公司股份; 2018 年 12 月增持计划实施完成, 累计增持 1.07 亿元, 均价在 25.16 到 25.98 元/股, 6 个月限售 (到 2019 年 6 月)。

2018 年 7 月, 公司公告回购股份的预案, 计划以不超过 36 元/股回购不超过 10 亿元且不少于 5 亿元的股份。截至 2019 年 2 月 28 日, 公司累计回购总股本的 1.33%, 均价在 24.5 元/股。

### 3.2. 财务健康, 现金储备充足

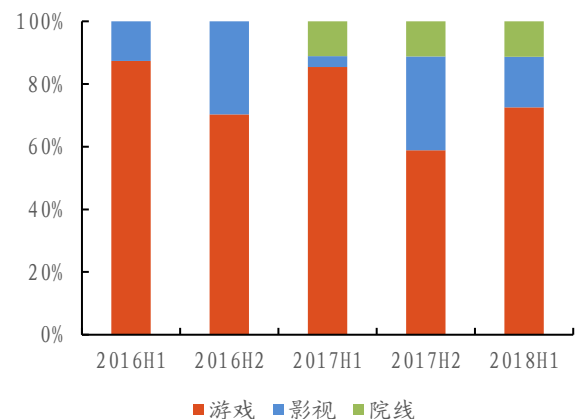
完美世界收入主要由游戏、影视、院线构成; 游戏业务中端游表现稳健, 而手游受到产品上线节奏影响; 而由于确认的原因, 影视收入呈现明显的季节性。

图表 34: 完美世界分部收入 (百万元)



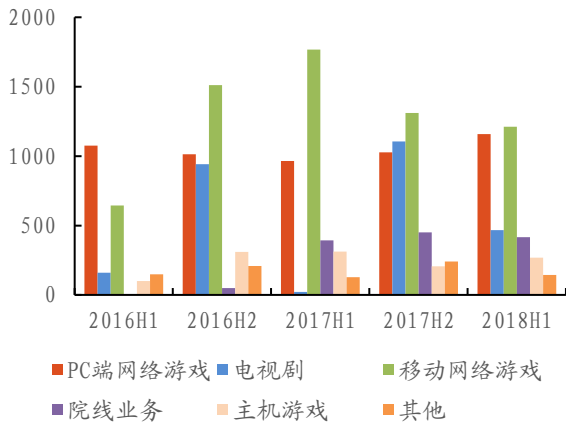
注: 未考虑分部间抵消; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 35: 完美世界收入占比按行业拆分



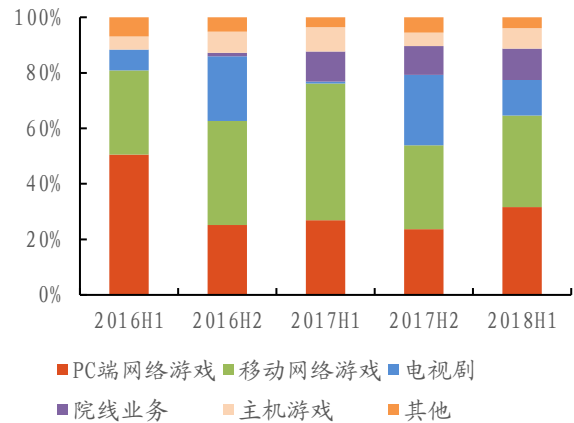
注: 未考虑分部间抵消; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 36: 完美世界收入按业务拆分 (百万元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 37: 完美世界收入占比按业务拆分

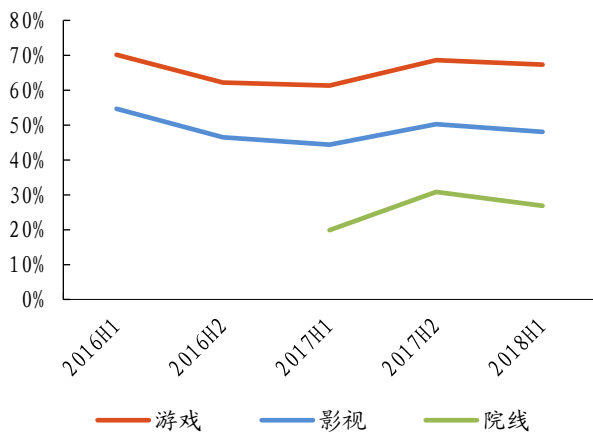


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

成本及毛利方面, 三大分部毛利维持在合理区间, 整体毛利率随着院线的并表而下降。游戏方面, 手游的毛利率在近两个半年报内同比提升, 主要是由于头部游戏进入平稳运营期, 新游有投放市场贡献了一定的营收; 端游及主机游戏毛利表现相对稳定。公司电视剧业务的毛利波动较大, 亦同确认期限有关, 如 FY17 上半年无大项目确认而多在下半年发生造成年内波动。集团在完成资产重组后整体财务和管理费用率趋于平稳, FY18 销售费用的增加同新游上线引致的市场费用有关。如果按照主要子公司分拆, 公司的游戏仍是利润的主要来源, 游戏和影视业务均在稳健增长, ROE 均可超过 30%。

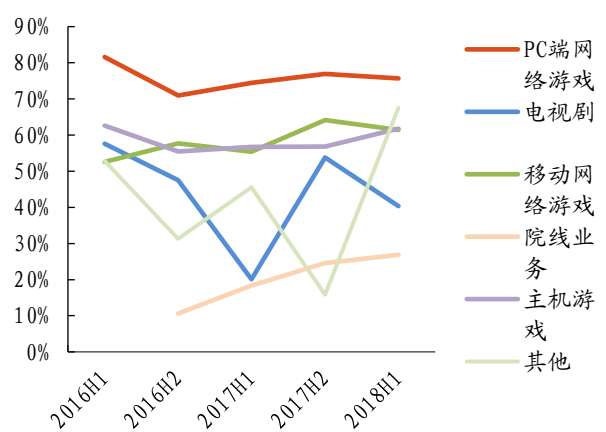
至于资产负债表, 公司公告剥离院线业务, 商誉、长期待摊费用、长期应收款发生较大变换。整体财务健康, 截至 FY18Q3 账面现金超过 26 亿。

图表 38: 完美世界毛利率分部拆分



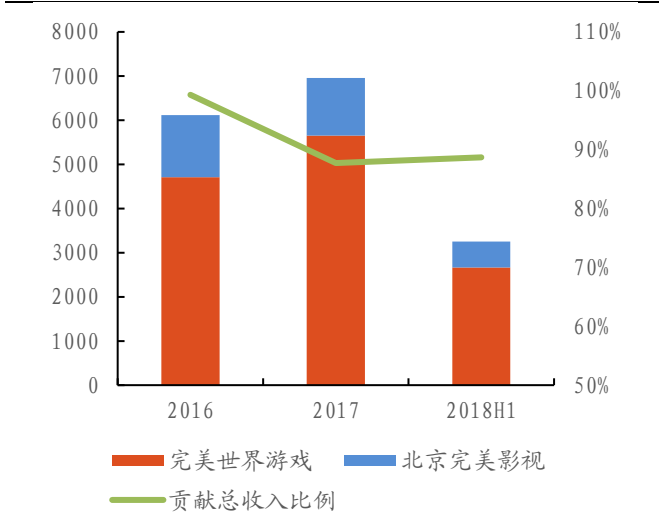
注: 未考虑分部间抵消; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 39: 完美世界毛利率按业务拆分



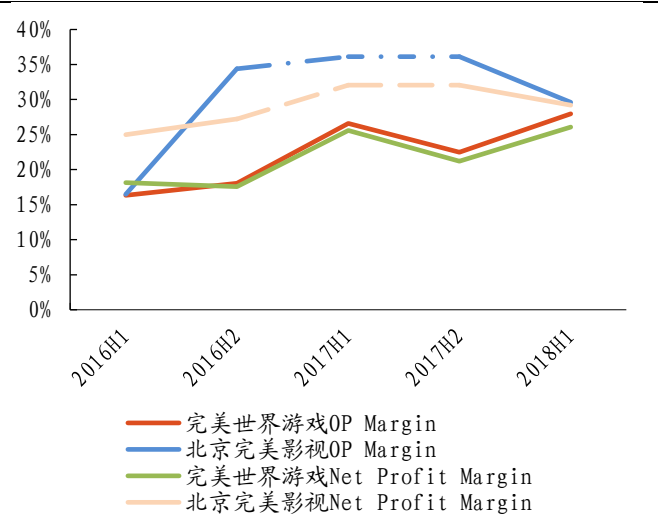
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 40: 完美世界重要控股公司收入 (百万元) 及贡献比例



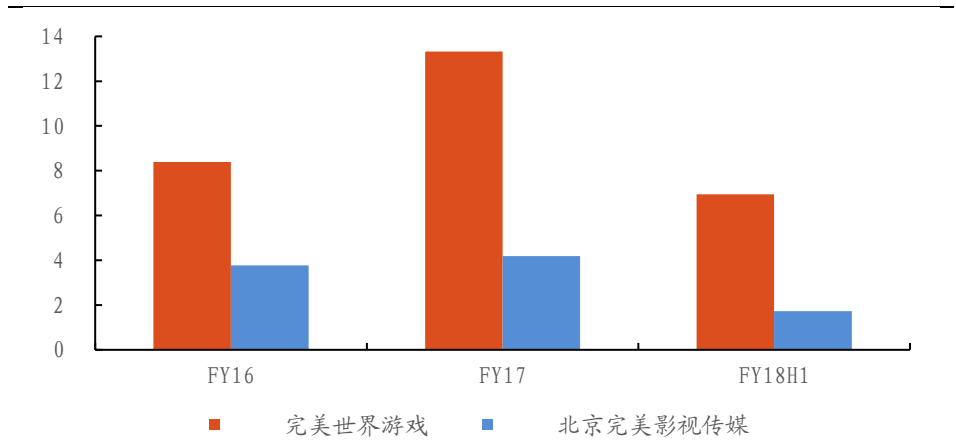
注: 未考虑分部间抵消; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 41: 完美世界重要控股公司经营利润率及净利润率变化



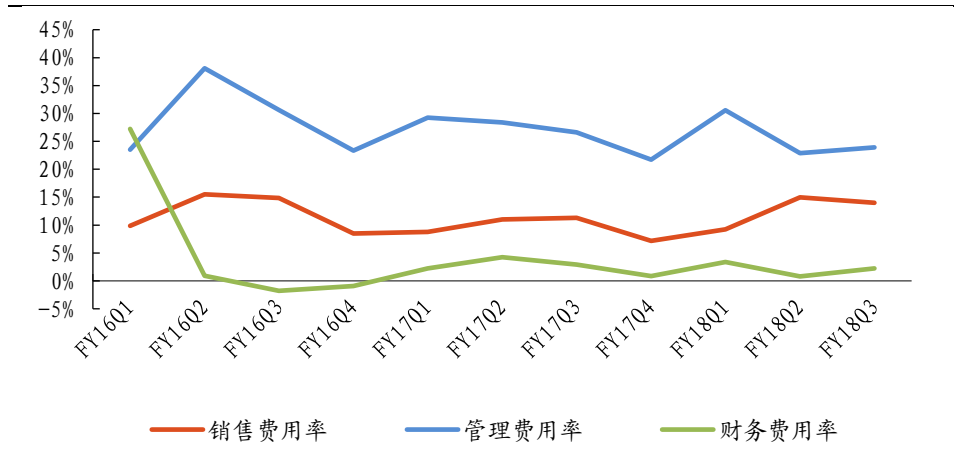
注: 虚线部分是没有半年报数据; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 42: 完美世界主要子公司的净利润



注: 未考虑分部间抵消; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 43: 完美世界各项费用率



注: FY18Q3合并管理费用及研发费用以便于比较; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



图表 44: 完美世界资产负债表及变化

科目	FY17	占比	FY18Q3	占比	备注
<b>流动资产:</b>					
货币资金	3,236,420,259	19.51%	2,630,577,496	17.19%	主要为银行存款
应收账款	1,661,519,097	10.02%	1,651,284,250	10.79%	
应收票据	67,073,691	0.40%	26,343,365	0.17%	
预付款项	851,647,801	5.14%	1,059,306,742	6.92%	主要是 1-2 你 AN (游戏预付分成款及预付影视剧制片款) 增加。
应收利息	10,516,878	0.06%			
其他应收款	156,707,737	0.94%	795,472,421	5.20%	处置院线业务的应收股权转让款
存货	1,575,567,362	9.50%	2,379,902,999	15.55%	存货增加主要来自影视剧 (在产品) 的增加
其他流动资产	2,753,938,118	16.61%	1,741,699,429	11.38%	理财产品及结构性存款到期赎回
<b>流动资产合计</b>	<b>10,246,317,252</b>	<b>61.78%</b>	<b>10,284,586,702</b>	<b>67.21%</b>	
<b>非流动资产:</b>					
可供出售金融资产	1,755,375,813	10.58%	1,917,548,399	12.53%	主要是 Universal Pictures
长期股权投资	1,482,076,843	8.94%	1,481,779,223	9.68%	包括祖龙、闲嘉兴影视传媒、重庆盛美四号影视产业股权投资基金
固定资产	478,595,816	2.89%	368,852,803	2.41%	
在建工程	12,079,771	0.07%			
无形资产	114,367,596	0.69%	87,873,057	0.57%	
商誉	2,040,194,692	12.30%	868,411,968	5.67%	处置院线所致
长期待摊费用	229,125,784	1.38%	56,119,665	0.37%	处置院线所致
DTA	211,216,749	1.27%	230,298,957	1.50%	
其他非流动资产	15,553,251	0.09%	7,795,307	0.05%	
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,338,586,314</b>	<b>38.22%</b>	<b>5,018,679,379</b>	<b>32.79%</b>	
<b>资产总计</b>	<b>16,584,903,566</b>		<b>15,303,266,081</b>		
<b>流动负债:</b>					
短期借款	617,902,200	3.73%	1,200,839,200	7.85%	
应付票据及应付账款	489,256,638	2.95%	285,282,387	1.86%	处置院线所致
预收款项	528,906,796	3.19%	623,267,854	4.07%	
应付职工薪酬	471,789,553	2.84%	201,807,204	1.32%	
应交税费	370,952,920	2.24%	256,811,178	1.68%	
应付利息	2,958,764	0.02%			
应付股利	176	0.00%			
其他应付款	350,026,182	2.11%	232,558,682	1.52%	
一年内到期的长期借款	1,105,598,773	6.67%			
其他流动负债	1,278,008,906	7.71%	1,151,207,474	7.52%	主要为递延收入
<b>流动负债合计</b>	<b>5,215,400,906</b>	<b>31.45%</b>	<b>3,951,773,978</b>	<b>25.82%</b>	
<b>非流动负债:</b>					
长期借款	500,000,000	3.01%	406,235,840	2.65%	
长期应付款	-		956,389	0.01%	
递延收益/政府补贴	17,000,000	0.10%	14,615,728	0.10%	
DTL	31,110,194	0.19%	2,294,842	0.01%	

其他非流动负债	2,034,663,823	12.27%	1,922,881,780	12.57%	主要包括基金负债类合伙人出资
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,582,774,016</b>	15.57%	<b>2,346,984,578</b>	15.34%	
<b>负债合计</b>	<b>7,798,174,923</b>	47.02%	<b>6,298,758,557</b>	41.16%	
<b>所有者权益:</b>					
实收资本(股本)	1,386,394,662	8.36%	1,386,492,749	9.06%	
资本公积金	3,557,309,860	21.45%	2,909,578,326	19.01%	
其他综合收益	-85,836,555	-0.52%	-15,993,210	-0.10%	
库存股	-		346,135,820		
盈余公积	127,743,458	0.77%	127,743,458	0.83%	
未分配利润	2,978,557,040	17.96%	4,072,453,817	26.61%	
<b>归属于母公司股东权益合计</b>	<b>7,964,168,465</b>	48.02%	<b>8,134,139,320</b>	53.15%	
少数股东权益	822,560,178	4.96%	870,368,205	5.69%	
<b>股东权益合计</b>	<b>8,786,728,643</b>	52.98%	<b>9,004,507,524</b>	58.84%	
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>16,584,903,566</b>		<b>15,303,266,081</b>		

资料来源：公司公告，Choice，东方财富证券研究所

## 4. 盈利预测

关键假设：

- (1) 受益于 Steam 中国及代理的新游，端游及相关业务保持中单位数增长
- (2) 《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《梦间集天鹅座》如期上线；《完美世界》上线全年手游流水 25 亿。由于多款手游为代理发行，该业务毛利率提升至 65%。
- (3) 影视业务部分，多剧作如期上线。
- (4) 公司除手游业务外，其他业务维持现有毛利率；集团维持现有费用率。
- (5) 未来三年维持所得税率 15%。

图表 45：完美世界盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7929.82	8034.86	8921.63	10257.91
增长率(%)	28.76	1.32	11.04	14.98
EBITDA(百万元)	1833.01	2104.08	2609.86	2932.32
归母净利润(百万元)	1504.71	1704.05	2057.16	2350.90
增长率(%)	29.01	13.25	20.72	14.28
EPS(元/股)	1.14	1.30	1.56	1.79
市盈率(P/E)	30.32	26.77	22.18	19.41
市净率(P/B)	5.73	4.97	4.06	3.36
EV/EBITDA	23.73	20.68	16.02	13.72

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

由于游戏行业受到版号冲击，我们下调 FY18/FY19 的盈利预测，同时引入 FY20，我们预期 FY18/FY19/FY20 营收达到 80.35/89.21/102.57 亿元，归母净利润 17.04/20.57/23.51 亿元，EPS 为 1.30/1.56/1.79 元，对应当前股价 26.77/22.18/19.41 倍 PE。我们看好公司长期发展，首次覆盖，维持完美世界“增持”评级。

## 5. 估值与投资建议

### 5.1. 绝对估值

图表 46: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	0.91	TV 增长率	4.00%
无风险利率 Rf	3.16%	实际税率	15.00%
市场收益 Rm	11.08%	WACC	10.17%
风险溢价	7.92%	企业价值	45750.82
债务利率 Kd	5.50%	每股价值	33.16

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

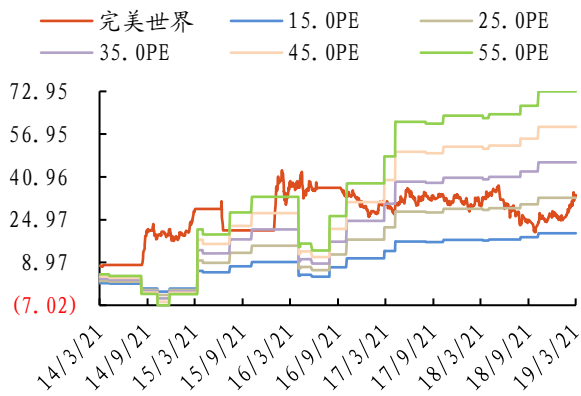
### 5.2. 相对估值

图表 47: 可比公司估值 (截至 2019/3/22)

代码	简称	总市值 (亿元)	PE (倍)		
			2017	2018E	2019E
游戏行业					
300315.SZ	掌趣科技	116.92	44.30	-	-
002558.SZ	巨人网络	488.08	37.83	40.62	-
300418.SZ	昆仑万维	178.32	17.86	17.82	12.95
002555.SZ	三七互娱	308.11	19.01	24.36	16.49
002174.SZ	游族网络	207.63	31.66	20.41	17.15
603444.SH	吉比特	153.74	25.22	22.31	19.97
002602.SZ	世纪华通	455.98	58.25	45.34	31.56
300031.SZ	宝通科技	61.42	27.79	22.21	16.99
平均			32.74	27.58	19.18
影视行业					
002343.SZ	慈文传媒	52.10	12.76	-4.81	9.69
300133.SZ	华策影视	149.84	23.62	70.35	15.61
平均			18.19	-	12.65
002624.SZ	完美世界	456.24	30.32	26.77	22.18

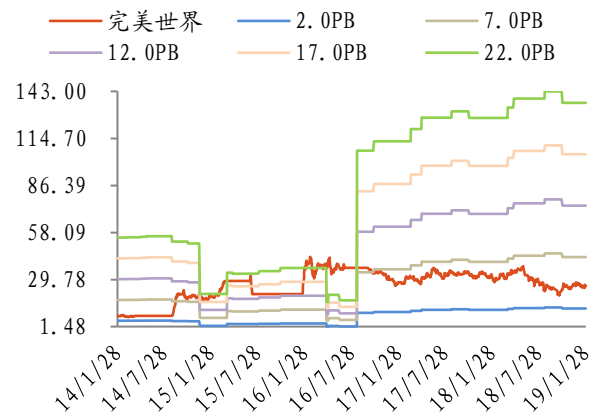
注: 2018E 采用业绩快报数据; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 48: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 49: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 6. 风险提示

重点游戏未获得版号, 游戏上线进度不及预期, 流水不及预期  
影视作品上线进度不及预期, 关键人物风险, 政策风险  
解禁风险

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>10246.32</b>	<b>10964.65</b>	<b>13056.58</b>	<b>15434.63</b>
货币资金	3236.42	3444.55	5156.85	6735.05
应收及预付	2736.95	3337.00	3716.76	4173.95
存货	1575.57	2398.11	2397.96	2740.63
其他流动资产	2697.38	1785.00	1785.00	1785.00
<b>非流动资产</b>	<b>6338.59</b>	<b>5036.78</b>	<b>5070.51</b>	<b>5093.95</b>
长期股权投资	1482.08	1481.78	1481.78	1481.78
固定资产	478.60	379.04	418.55	450.60
在建工程	12.08	0.00	0.00	0.00
无形资产	114.37	95.79	90.00	81.40
其他长期资产	4251.47	3080.17	3080.17	3080.17
<b>资产总计</b>	<b>16584.90</b>	<b>16001.44</b>	<b>18127.08</b>	<b>20528.59</b>
<b>流动负债</b>	<b>5215.40</b>	<b>3590.11</b>	<b>3646.80</b>	<b>3689.19</b>
短期借款	617.90	855.85	855.85	855.85
应付及预收	2210.93	1583.06	1639.74	1682.14
其他流动负债	2386.57	1151.21	1151.21	1151.21
<b>非流动负债</b>	<b>2582.77</b>	<b>2410.88</b>	<b>2422.69</b>	<b>2430.89</b>
长期借款	500.00	470.13	481.94	490.14
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2082.77	1940.75	1940.75	1940.75
<b>负债合计</b>	<b>7798.17</b>	<b>6000.99</b>	<b>6069.48</b>	<b>6120.08</b>
实收资本	1386.39	1386.49	1386.49	1386.49
资本公积	3557.31	3563.02	3563.02	3563.02
留存收益	3020.46	4224.73	6281.88	8632.79
归属母公司股东权益	7964.17	9174.24	11231.39	13582.29
少数股东权益	822.56	826.21	826.21	826.21
<b>负债和股东权益</b>	<b>16584.90</b>	<b>16001.44</b>	<b>18127.08</b>	<b>20528.59</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>7929.82</b>	<b>8034.86</b>	<b>8921.63</b>	<b>10257.91</b>
营业成本	3381.23	3288.63	3475.16	4007.51
税金及附加	63.77	56.04	71.37	82.06
销售费用	743.51	979.11	1070.60	1230.95
管理费用	2072.87	2025.98	2141.19	2461.90
研发费用	0.00		0.00	0.00
财务费用	190.09	145.05	113.13	79.72
资产减值损失	137.17	-2.02	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	183.18	213.69	320.00	320.00
资产处置收益	-1.09	34.13	0.00	0.00
其他收益	66.18	52.87	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1589.45</b>	<b>1842.76</b>	<b>2370.18</b>	<b>2715.77</b>
营业外收入	72.05	62.90	60.00	60.00
营业外支出	12.64	6.16	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>1648.85</b>	<b>1899.50</b>	<b>2420.18</b>	<b>2765.77</b>
所得税	188.94	185.45	363.03	414.87
<b>净利润</b>	<b>1459.91</b>	<b>1714.05</b>	<b>2057.16</b>	<b>2350.90</b>
少数股东损益	-44.80	9.99	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1504.71</b>	<b>1704.05</b>	<b>2057.16</b>	<b>2350.90</b>
EBITDA	1833.01	2104.08	2609.86	2932.32

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>804.38</b>	<b>731.45</b>	<b>1903.14</b>	<b>1731.77</b>
净利润	1899.50	2420.18	2765.77	3176.10
折旧摊销	280.25	53.47	116.28	126.55
营运资金变动	-2082.68	-322.94	-757.46	-893.81
其它	707.32	-1419.26	-221.44	-677.07
<b>投资活动现金流</b>	<b>1714.94</b>	<b>-128.44</b>	<b>-89.52</b>	<b>-82.05</b>
资本支出	1139.03	-89.52	-82.05	-74.58
投资变动	0.00	-1267.77	0.00	0.00
其他	575.91	1228.84	-7.47	-7.47
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1450.97</b>	<b>-394.89</b>	<b>-101.33</b>	<b>-71.52</b>
银行借款	0.00	208.08	11.80	8.21
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	-490.34	0.00	0.00
其他	-1450.97	-112.63	-113.13	-79.72
<b>现金净增加额</b>	<b>1068.35</b>	<b>208.12</b>	<b>1712.30</b>	<b>1578.20</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2168.07</b>	<b>3236.42</b>	<b>3444.55</b>	<b>5156.85</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>3236.42</b>	<b>3444.54</b>	<b>5156.85</b>	<b>6735.05</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	28.76	1.32	11.04	14.98
营业利润增长	32.34	15.94	28.62	14.58
归属母公司净利润增长	29.01	13.25	20.72	14.28
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	57.36	59.07	61.05	60.93
净利率	81.59	78.67	76.94	77.08
ROE	18.89	18.57	18.32	17.31
ROIC	16.03	17.40	17.83	17.10
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	47.02	37.50	33.48	29.81
净负债比率	-0.12	-0.21	-0.32	-0.37
流动比率	1.96	3.05	3.58	4.18
速动比率	1.66	2.39	2.92	3.44
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.49	0.52	0.53
应收账款周转率	4.33	4.64	4.80	4.79
存货周转率	1.70	1.37	1.35	1.36
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.14	1.30	1.56	1.79
每股经营现金流	0.61	0.56	1.45	1.32
每股净资产	6.06	6.98	8.54	10.33
<b>估值比率</b>				
P/E	30.32	26.77	22.18	19.41
P/B	5.73	4.97	4.06	3.36
EV/EBITDA	23.73	20.68	16.02	13.72

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。