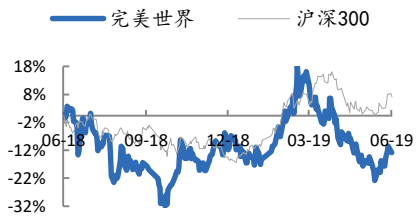


投资评级：增持(首次评级)

 当前价格(元): 26.08
合理价格区间(元): 31.80-38.16

证券分析师
雷涛

 资格编号: S0120518060001
电话: 021-68761616-6307
邮箱: leitao@tebon.com.cn

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	5.8	-9.0	-21.8
相对涨幅 (%)	0.0	-5.4	-23.3

资料来源: wind, 德邦研究

相关研究

宁静致远，以精品铸就业绩口碑双“完美”

完美世界(002624)

投资要点:

- 端转手厚积薄发，精品新游持续产出：**一方面，随着18年底游戏版号的恢复审批和发放，公司储备的精品新游陆续上线，包括与腾讯首次合作的《完美世界》、《云梦四时歌》和《我的起源》等在内的重量级作品，将为公司的手游业务上带来极大的增量；另一方面，基于公司在重度游戏运营和再开发上丰富的经验和创新的思维，持续迭代的《新诛仙》、新《武林外传》等旗舰级作品依然有望继续为公司带来稳定且可观的流水和收益。同时，公司以研发投入占比大幅超越行业头部企业的姿态，正加速建立竞争优势。我们认为手游行业依然是中国游戏市场中最优质的赛道，并且重度游戏端转手将继续作为开拓手游市场的重要途径，移动网络游戏业务作为公司的核心业务也将继续为公司业绩增长提供动力。
- 电子竞技体育化，“Steam中国”万众瞩目：**作为端游时代的老牌游戏大厂，公司在自研自运的端游产品线上成功打造了诸如《诛仙》系列、《完美世界》系列、《笑傲江湖OL》和《武林外传》等经典作品。目前，公司旗下重点端游大作均有合理的更新规划及安排，同样有望继续保持稳定且可观的流水和收益。另外，公司通过代理《DOTA2》和《CS:GO》等国际级电竞大作切入电竞市场，将持续受益于电子竞技体育化、全民化的良性发展带来的积极影响。同时，公司在与Valve公司保持长期友好合作的基础上，于去年进一步达成战略合作正共同建立“Steam中国”。我们认为这符合中国游戏市场“引进来、走出去”的发展趋势，将为客户端游戏业务带来可观的增量，并加速公司全球化的发展和布局。
- 匠心独具，影视剧业务逆风飞扬：**公司在影视剧业务上始终秉持匠心精神及开放共赢的策略，深耕内容制作领域，在行业环境并不理想的情况下依然实现了口碑和市场的双赢。我们认为，公司将继续积极响应市场需求，在进一步巩固其在传统影视剧方面优势地位的同时，深入网综、网影等新兴领域形成多元化发展，进而继续增厚影视相关业务的业绩贡献。
- 投资建议：**首次覆盖，给予“增持”评级。基于公司网络游戏业务快速增长、影视相关业务缓慢增长的假设，我们预计公司2019-2021年营收分别为91.09、109.77和130.38亿元，净利润分别为20.94、25.28和30.28亿元，对应EPS分别为1.59、1.92和2.30元。当前股价对应2019-2021年市盈率为16、14和11倍。考虑到可比公司估值均值26倍，以及历史估值中枢25倍，我们认为公司合理估值水平为对应2019年20-24倍，对应目标价31.80-38.16元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**监管政策收紧风险，行业增速放缓风险，存货减值风险，股权质押风险。

股票数据

总股本(百万)	1,314.82
流通A股(百万)	1,314.82
52周内股价区间(元)	35.25-20.3
总市值(百万)	34,224.85
总资产(百万)	16,015.93
每股净资产(元)	6.75

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	7930	8034	9209	10977	13038
(+/-) YoY (%)	28.8	1.3	14.6	19.2	18.8
净利润(百万元)	1505	1706	2094	2528	3028
(+/-) YoY (%)	29.0	13.4	22.7	20.7	19.8
全面摊薄EPS	1.14	1.30	1.59	1.92	2.30
毛利率(%)	57.4	55.8	59.3	60.1	60.4
净资产收益率	18.9	20.2	21.9	21.6	21.1

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：泛娱乐布局，影游联动助推业绩螺旋上升.....	5
2. 行业概况：红利消退，行业发展渐依赖内生增长，腰部公司易入“中等收入陷阱” 6	
3. 移动游戏业务：端转手厚积薄发，精品新游持续产出.....	9
3.1 手游依然是游戏市场优质赛道，端转手仍将是行业拓展的重要途径.....	9
3.2 以 IP 储备和技术积累为基础，以高研发投入为精品产出作铺垫.....	11
3.3 老牌手游持续更新迭代，流水表现稳定且可观.....	12
3.3 公司与腾讯首度合作，多款重量级新品有望贡献巨额增量.....	13
4. 客户端游戏业务：电子竞技体育化，“Steam 中国”万众瞩目.....	15
4.1 端游市场进入存量博弈阶段，二八效应将愈发明显.....	15
4.2 老牌端游大厂守正创新，新老作品齐发力.....	15
4.3 战略协同 V 社，从电竞“东风”到共建“Steam”中国.....	16
5. 影视剧业务：匠心独具，逆风飞扬.....	18
6. 投资建议.....	19
6.1 盈利预测关键假设.....	19
6.2 投资建议.....	20
7. 风险提示.....	21
财务报表分析和预测.....	22

图表目录

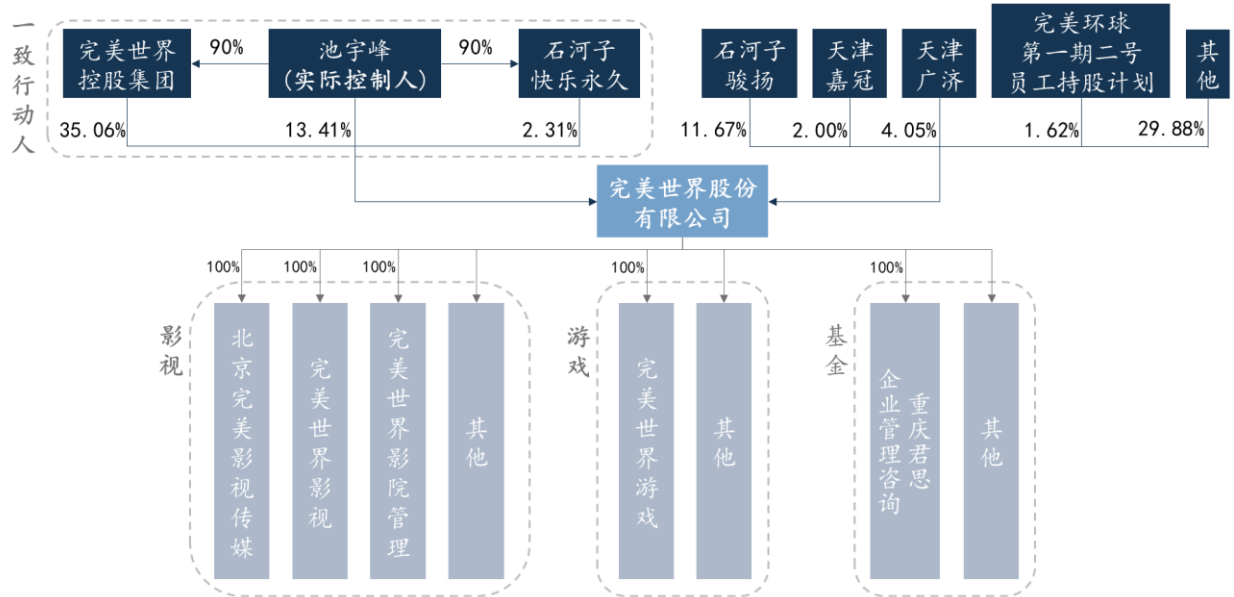
图 1 公司股权结构及参控股企业情况.....	5
图 2 公司发展历程时间轴.....	5
图 3 完美世界控股集团产业集群.....	6
图 4 2008-2018 年中国游戏市场实际销售收入及同比增速情况.....	6
图 5 2008-2018 年中国游戏用户规模及同比增速情况.....	7
图 6 中国自主研发网络游戏市场实际销售收入.....	7
图 7 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入.....	8
图 8 2016-2018 年国内主流游戏公司游戏业务营收及复合增速情况.....	8
图 9 游戏产业链各环节主体划分及上下游关系.....	9
图 10 公司所有游戏类型分布、最新游戏类型分布、最热游戏类型分布情况.....	9
图 11 2008-2018 年中国移动网络游戏市场实际销售收入.....	10
图 12 2008-2018 年中国移动网络游戏市场用户规模.....	10
图 13 2018 年收入前 100 移动游戏玩法类型分布.....	10
图 14 2016-2018 年实际销售收入前 100 移动游戏中各类型游戏收入占比情况.....	10
图 15 2018 年国内主流游戏公司研发投入占营总收入情况对比.....	12
图 15 2018 年完美世界部分手游在 iOS 游戏大类畅销榜的排行表现.....	12
图 16 《新诛仙》手游游戏画面.....	13
图 17 2019 年《新诛仙》手游在 iOS 游戏大类畅销榜的表现.....	13
图 18 《完美世界》手游游戏界面.....	13
图 19 《完美世界》手游上线以来在 iOS 畅销榜的排行表现.....	13
图 20 《云梦四时歌》手游游戏界面.....	14
图 21 《云梦四时歌》手游上线以来在 iOS 畅销榜的排行表现.....	14
图 22 《我的起源》手游宣传页.....	14
图 23 《新笑傲江湖》手游宣传页.....	14
图 24 公司待发布手游新品的 TapTap 预约人数情况 (万人).....	14
图 25 公司待发布手游新品的 TapTap 评分情况.....	14
图 26 2008-2018 年中国客户端游戏市场实际销售收入.....	15
图 27 2008-2018 年中国客户端游戏市场用户规模.....	15
图 28 《DON'T EVEN THINK》端游游戏画面.....	16
图 29 《火炬之光: 边境》端游官方宣传页.....	16
图 30 2019Q1 TEO 最具影响力 PC 端游评分情况.....	16

图 31 Steam 平台头部游戏近两周玩家游戏时长对比 (分钟)	16
图 32 2016-2018 年中国电竞游戏市场实际销售收入.....	17
图 33 2016-2018 年中国电竞游戏市场用户规模.....	17
图 34 《DOTA2》、《CS:GO》每月日活跃玩家均值和峰值变化	17
图 35 2018 年电竞游戏总奖金池 Top10 (万美元)	17
图 36 2017-2018 年 Steam 官宣用户活跃度相关数据 (万人)	18
图 37 2015-2018 年 Steam 注册用户数量情况 (百万人)	18
图 38 2013-2018 年电视剧投资和 sales 情况 (亿元)	18
图 39 2015-2019H1 年网络剧上线数量 (部)	18
图 40 2011-2018 年公司影视剧业务营收、毛利及其同比增速的变化情况	18
图 41 2016-01-19 至 2019-06-25 期间的公司 PE-Band	20
表 1 公司自主研发的游戏引擎和服务器框架.....	11
表 2 公司在运的自研自运端游产品	15
表 3 公司 2019 年电视剧制作发行计划.....	19
表 4 公司 2019 年电影制作发行计划.....	19
表 5 公司各业务营收预测 (百万元)	20
表 6 2019-06-25 各可对比公司估值情况.....	20

1.公司概况：泛娱乐布局，影游联动助推业绩螺旋上升

完美世界股份有限公司为完美世界控股集团旗下上市公司，涵盖完美世界影视和完美世界游戏两大业务板块。公司影视业务秉持匠心精神及开放共赢的策略持续推出精品大作，涵盖内容制作发行、综艺娱乐、艺人经纪、版权开发等众多领域。而游戏业务方面，公司凭借强大的技术实力、富有创意的游戏设计能力，以及对各地文化差异的深刻理解和丰富的市场经验，在端游、手游、主机游戏等主流方向上持续发力，代理多款知名国外电竞产品并筹划建立 Steam 中国，不断为全球玩家带来丰富且精彩的娱乐体验。

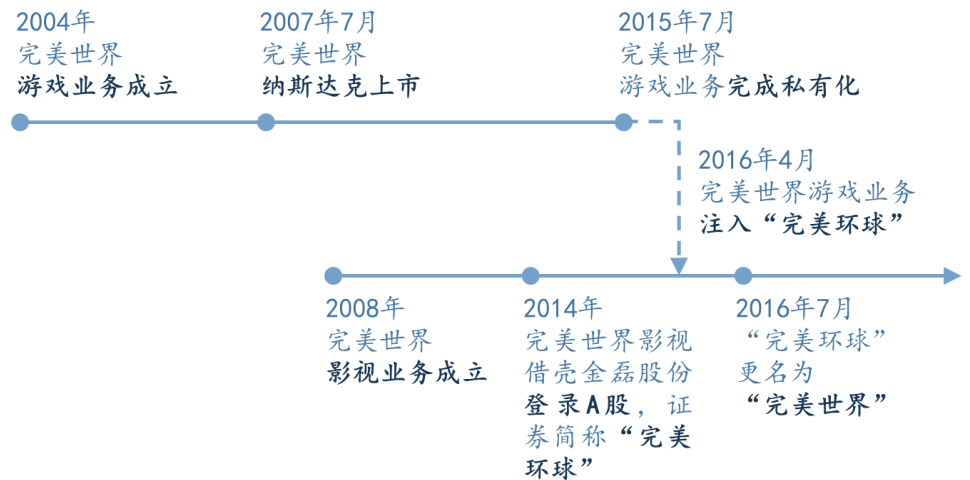
图 1 公司股权结构及参控股企业情况



资料来源：wind，德邦研究

公司经历两度上市，十五年深耕细作致力于打造国内最大的影游综合体。2004 年，完美世界游戏正式成立，并于 2007 年 7 月成功于美国纳斯达克上市。2008 年，完美世界影视成立，并于 2014 年 12 月借壳金磊股份登陆 A 股市场，证券简称变更为“完美环球”。2015 年 7 月，完美世界游戏完成私有化并从美股退市。2016 年 4 月，完美环球通过发行股份购买资产的方式成功将完美世界游戏注入上市公司，并于同年 7 月变更证券简称为“完美世界”。

图 2 公司发展历程时间轴

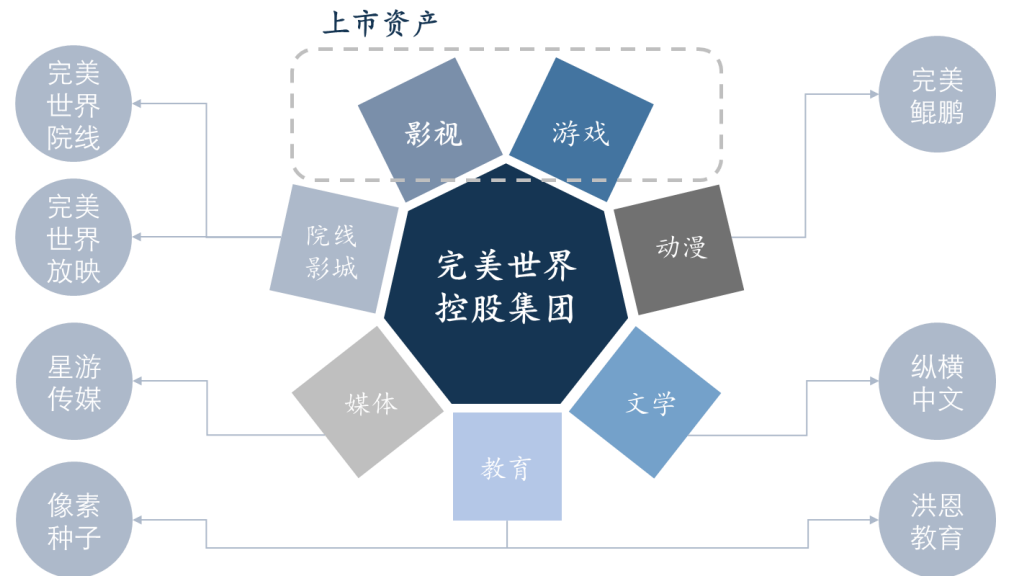


资料来源：公司官网，德邦研究

完美世界控股集团以优质 IP 为核心，以“影游联动”为双引擎，以“全球化”的战略布局为依托和延伸，拥抱泛娱乐化生态的“大未来”，从供给侧为中国文化产业作积极贡献。除去影视和游戏两块上市资产，完美世界控股集团还拥有动漫、文学、教育、媒

体和院线五大业务板块。动漫板块以完美鲲鹏为运营主体，完美鲲鹏拥有领先的 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。文学板块以纵横文学为运营主体，纵横文学旗下拥有纵横中文网、熊猫看书、百度书城等，是国内顶尖的原创小说创作平台和数字内容阅读平台。教育板块包括幼儿教育和青年教育两大领域，其中幼儿教育以洪恩教育为运营主体，而青年教育则以全球青年领袖实验室和像素种子数字与艺术教育基地为运营主体。媒体板块以星游传媒为运营主体，星游传媒着力游戏资讯的快速精准传播从而服务于广大游戏玩家及游戏供应商，是国内最大的游戏媒体及玩家社区之一。院线板块的主要运营主体是完美世界院线和完美世界电影放映，该部分资产从完美世界转让至完美世界控股集团，既有利于上市公司优化资产结构并聚焦优势主业，也有利于该板块本身更好更健康得度过成长期。

图 3 完美世界控股集团产业集群

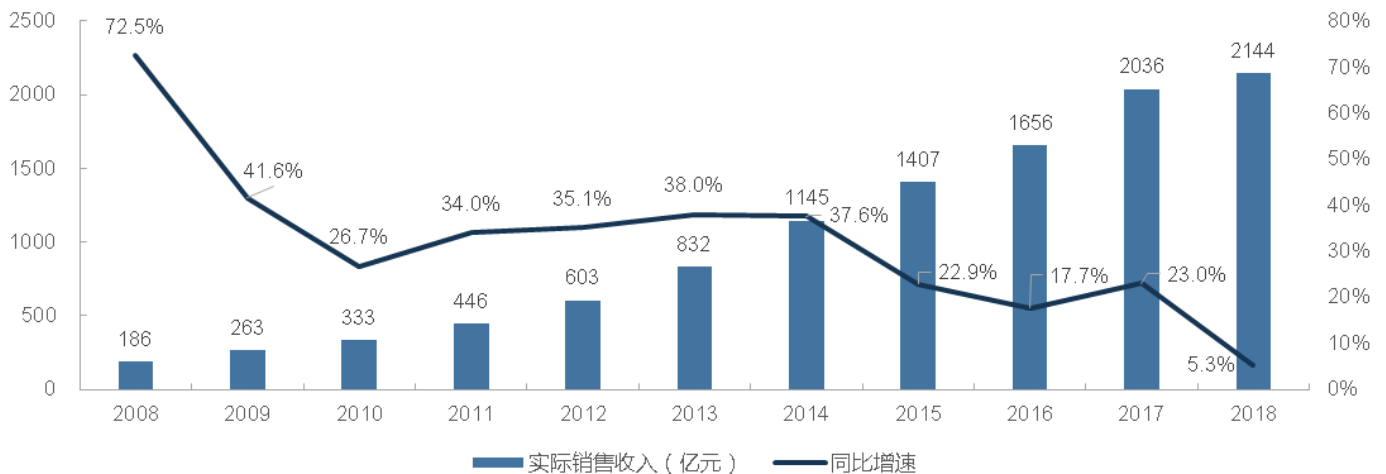


资料来源：公司官网，德邦研究

2. 行业概况：红利消退，行业发展渐依赖内生增长，腰部公司易入“中等收入陷阱”

在 18 年游戏版号暂停审批、网络游戏总量控制等影响下，2018 年中国游戏市场实现实际销售收入 2144 亿元，同比增速仅为 5.3%，较 15-17 年 21% 左右的增速水平明显下滑；游戏用户规模达 6.3 亿人，同比增速为 7.3%，较往年略有上升。

图 4 2008-2018 年中国游戏市场实际销售收入及同比增速情况

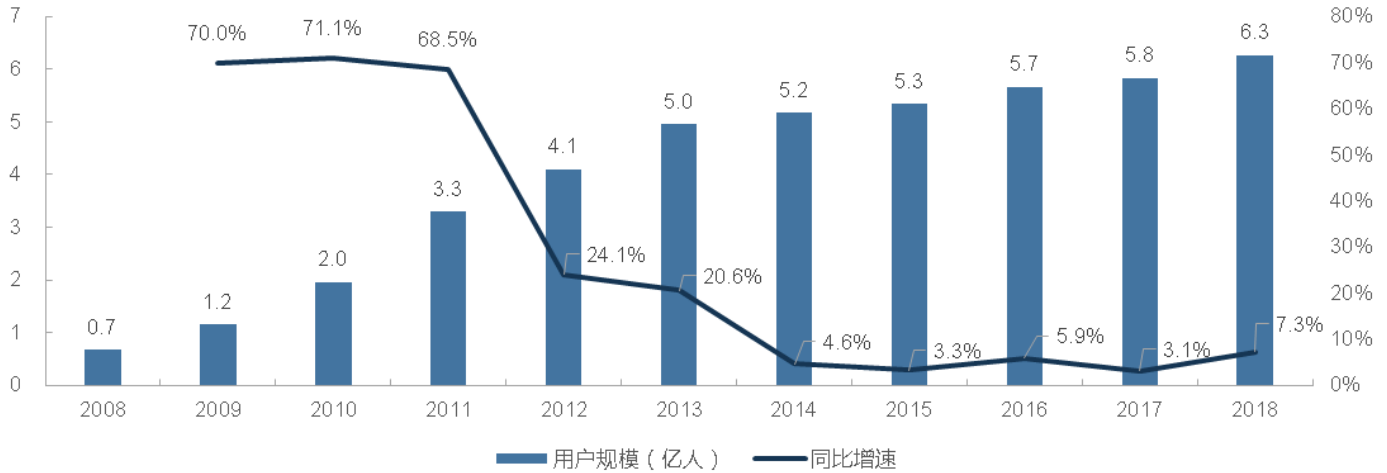


资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC)，CNG 中新游戏研究 (伽马数据)，国际数据公司 (IDC)，德邦研究

过去的 10 年仍是中国游戏市场的黄金十年。2000 年以来，中国游戏市场销售规模

在互联网人口红利加持下一直保持超高速发展。即使游戏用户规模增速在 12 年明显降档,但凭借着智能手机的快速普及和应用,游戏市场销售规模在 09-14 年间仍保持了 35% 的高增速,甚至存在一定的加速趋势。15-17 年间,游戏用户规模增速一直维持在 4% 左右的地位,游戏市场发展从抢占增量用户转向盘活存量用户阶段,游戏市场规模增速降至 21% 水平。目前,虽然游戏版号的审批和发放工作已全面恢复,但网络游戏总量控制等政策将持续发挥调控作用。整体而言,游戏市场规模增速具备恢复弹性,但在缺乏新刺激的前提下,短期内恐难返至 20% 以上。

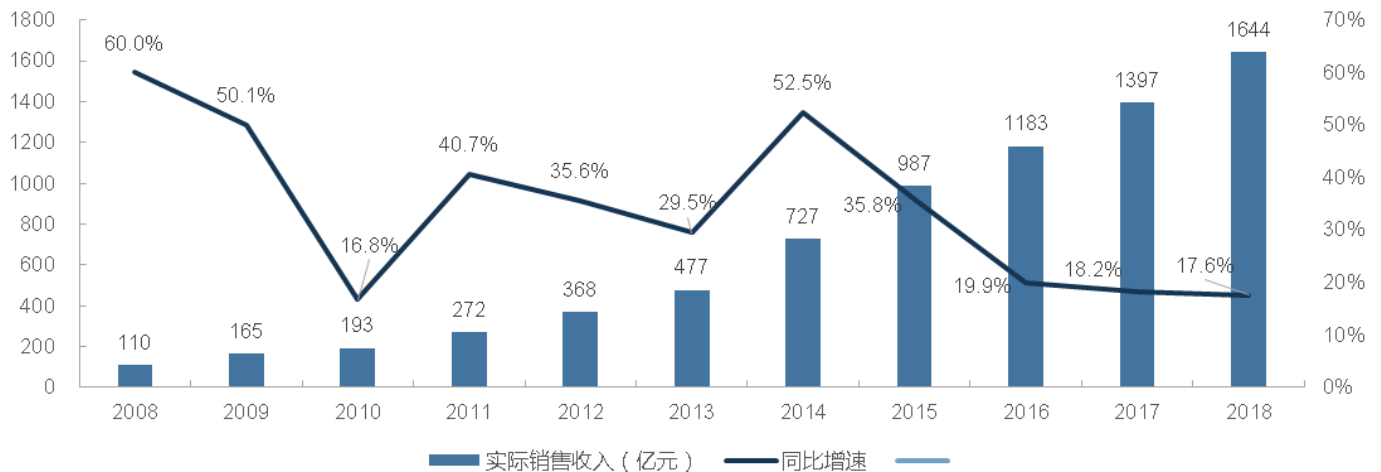
图 5 2008-2018 年中国游戏用户规模及同比增速情况



资料来源:中国音数协游戏工委(GPC),CNG 中新游戏研究(伽马数据),国际数据公司(IDC),德邦研究

相比之下,中国自主研发网络游戏的市场规模在 18 年整体环境不景气的情况仍维持了 17.6% 的较高增速,实现了 1644 亿元的实际销售收入。从过去 10 年的发展情况看,自主研发网络游戏市场较全市场而言,整体增速普遍较高,既说明了用户在消费自研网络游戏产品上的强烈意愿,也反映出国产网络游戏厂商的自研能力和市场认可度正不断提高。

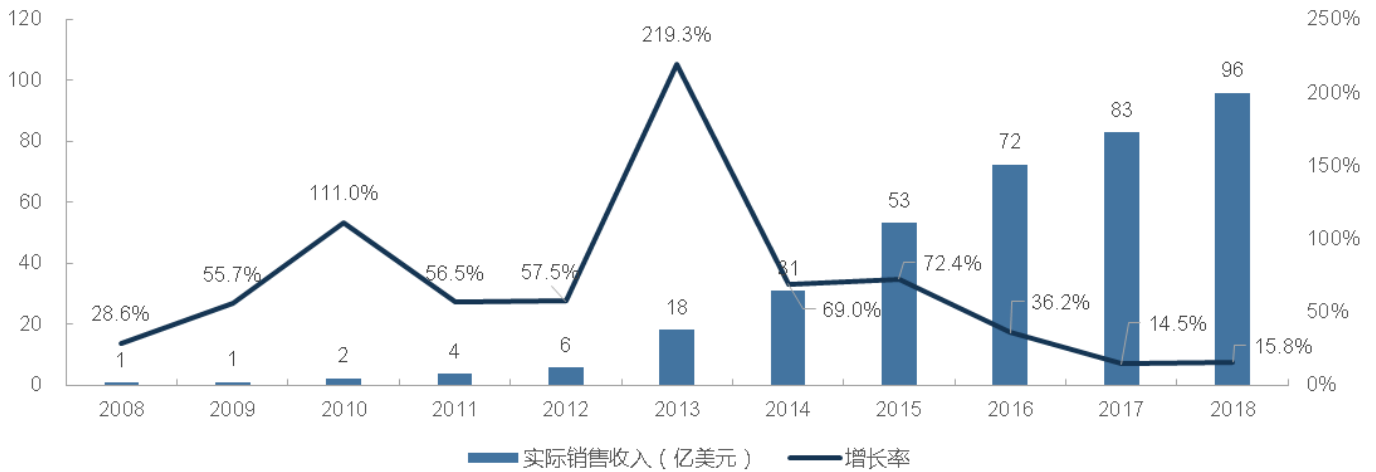
图 6 中国自主研发网络游戏市场实际销售收入



资料来源:中国音数协游戏工委(GPC),CNG 中新游戏研究(伽马数据),国际数据公司(IDC),德邦研究

随着中国人口红利的消退,全球互联网人口红利逐渐向东南亚、南亚及南美地区倾斜,国产游戏出海成为各大厂商角逐的新领域。2018 年,中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入为 96 亿美元,同比增长 15.8%。数据显示,国产游戏海外市场收入自 2013 年以来持续快速下行,2013 年也成为了国产游戏海外市场收入的增速拐点。若抛开国内市场版号因素的影响,国产游戏的海外市场似乎也渐渐失去了快速发展优势,曾经的蓝海正慢慢变成红海。

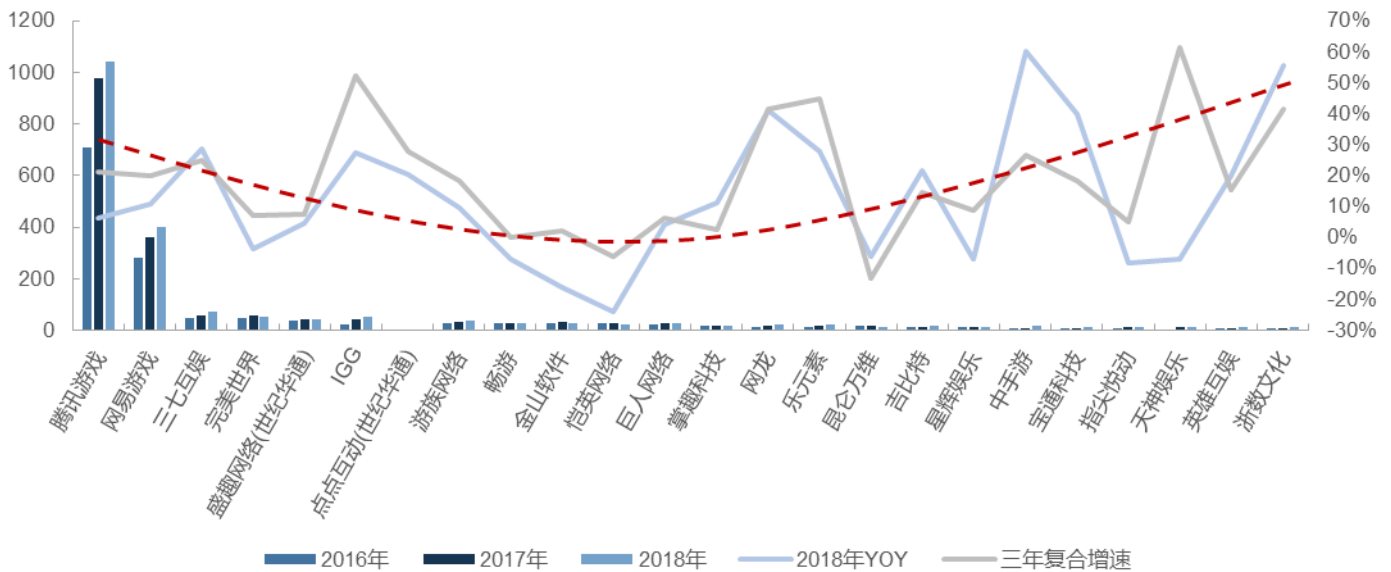
图 7 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC），CNG 中新游戏研究（伽马数据），国际数据公司（IDC），德邦研究

从行业主要公司近 3 年的营收情况看，腾讯游戏和网易游戏仍然牢牢占据行业第一和第二，而行业第二梯队和第三梯队竞争均较为激烈。结合各公司 2018 年营收增速和近 3 年营收复合增速看，行业头部公司和行业中规模相对较小公司的成长性均好于行业腰部公司的平均水平。可以说，腰部公司在当下主要依赖内生增长支撑和促进企业发展的行业环境下，营收能力分化较为严重。如何迈出“中等收入陷阱”或成为行业腰部公司短期内必须面临和克服的难题。

图 8 2016-2018 年国内主流游戏公司游戏业务营收及复合增速情况

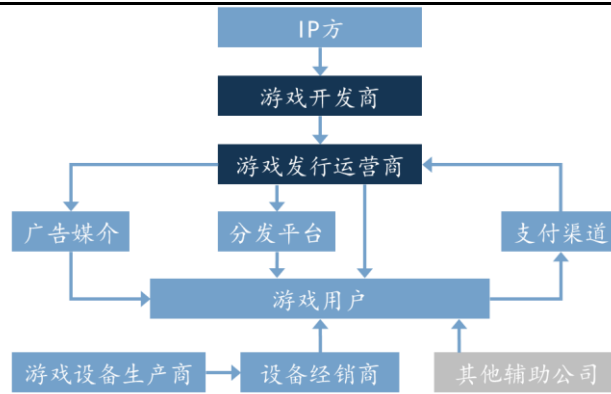


资料来源：wind，公司公告，德邦研究

备注：1、世纪华通于 2018 年并表点点互动，增速偏离较大故不单独纳入；2、点点互动 2016、2017 年对赌期的营收数据未披露(2018 年营收约 45 亿元)，此处以业绩承诺实际完成的净利润增速代替以作参考；3、盛跃网络于今年被世纪华通收购，但此处仍独立统计 4、图中按公司近三年游戏业务营收合计大小从左往右排序

按照游戏运行载体划分，网络游戏具体可以分为 PC 端网络游戏、移动网络游戏（手游）和主机游戏三大类，其中 PC 端网络游戏又可以细分为客户端游戏（端游）和网页游戏（页游）。游戏产业链各环节的主体从上游至下游分别为 IP 方、游戏开发商、游戏发行运营商、游戏分发平台、广告媒介商和支付渠道商。另外，除了给用户硬件服务的设备生产商和设备经销商外，游戏行业中还存在诸如游戏直播公司、游戏资讯和攻略平台、游戏道具交易平台、游戏辅助工具公司等游戏生态配套主体。

图 9 游戏产业链各环节主体划分及上下游关系

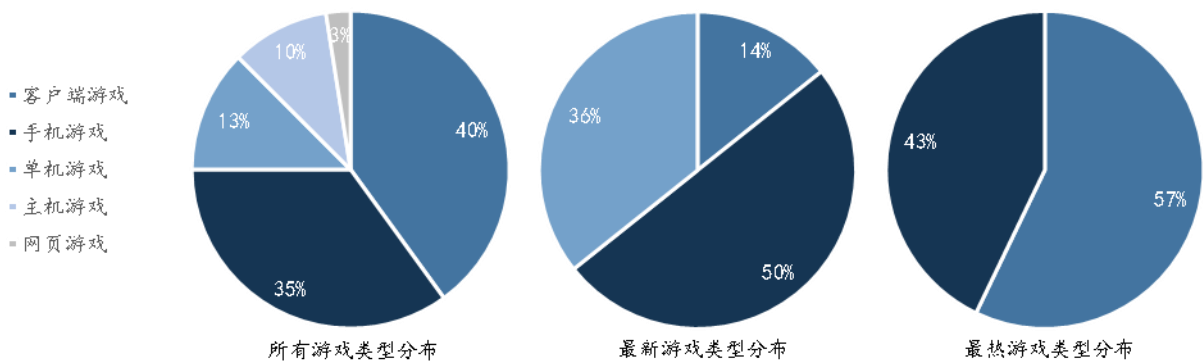


资料来源：招股说明书，德邦研究

游戏开发商即游戏产品的研发公司，一般通过版权交易或对用户消费流水进行分账从而获利。对于本身不做发行运营的游戏开发商而言，其在游戏完成研发后可委托游戏发行运营商进行相关的发行和运营工作。通常而言，游戏开发商可以获取的用户消费流水比例在 20-30%之间，但如果发行运营商比较强势，则只能拿到用户消费流水的 10-15%。游戏发行运营商即获得游戏指定市场授权并在指定市场发行和运营游戏产品的公司。游戏发行运营公司的主要工作是市场合作和广告采购，即游戏玩家导入相关工作，另外还包括运营活动设计、玩家问题的反馈和处理、整合产品需求等其他职责。游戏发行运营商的营业成本非常高，通常而言，其可以获取的用户消费流水比例在 65%~85%之间（视具体产品，含或不含分发平台的分成比例）。支付渠道作为产业链中不可或缺的一环，通常其可以获取的用户消费流水比例在 5%左右。

完美世界在游戏产业链中通常兼任游戏开发商和游戏发行运营商的角色，但视具体情况也会将部分自研产品由第三方游戏发行商进行运营，例如完美世界手游的发行商为腾讯游戏，同时也会代理发行部分优质进口游戏，例如 DOTA2 和 CS:GO 等。从当前公司营运中的网络游戏类型分布整体情况看，端游和手游是公司游戏板块的重要支柱，而从新游发布情况看，手游仍是公司现阶段布局和发展的重点方向。

图 10 公司所有游戏类型分布、最新游戏类型分布、最热游戏类型分布情况



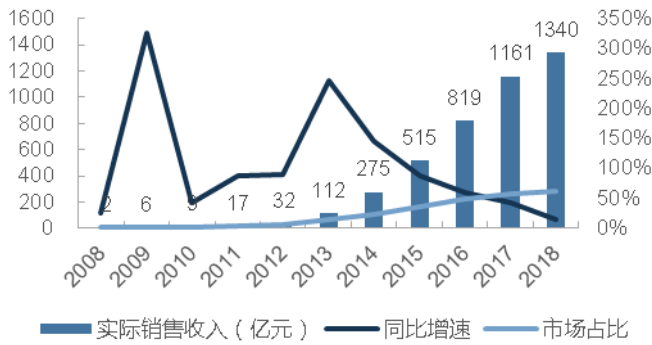
资料来源：公司官网，德邦研究

3.移动游戏业务：端转手厚积薄发，精品新游持续产出

3.1 手游依然是游戏市场优质赛道，端转手仍将是行业拓展的重要途径

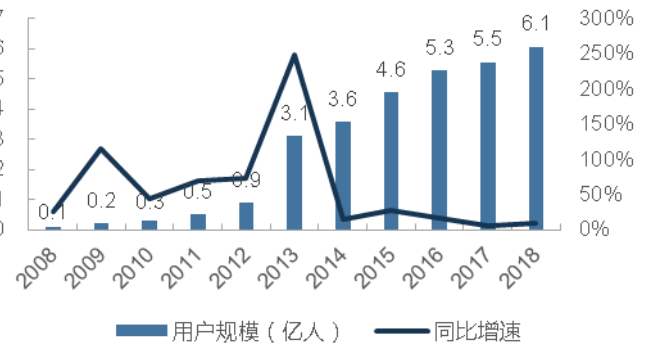
移动游戏是指以手机或其他移动终端为载体的网络游戏，包括通过移动互联网接入游戏服务器进行多人同时在线互动的网络游戏等。2018 年中国移动游戏市场实际销售收入达 1339.6 亿元，同比增长 15.4%，用户规模 6.05 亿人，同比增长 9.2%。虽然移动游戏市场销售规模同比增速依然有所下滑，但其占游戏全市场销售规模的比例持续上升至 62%，意味着其同比增速较行业其他细分市场而言仍保持一定优势。

图 11 2008-2018 年中国移动网络游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC, CNG, IDC, 德邦研究

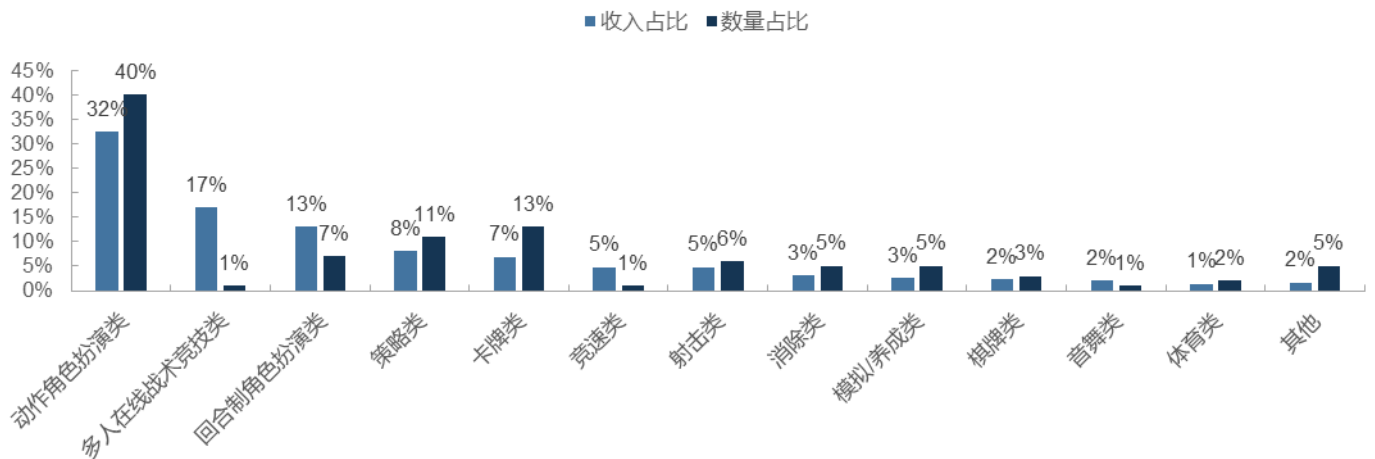
图 12 2008-2018 年中国移动网络游戏市场用户规模



资料来源：GPC, CNG, IDC, 德邦研究

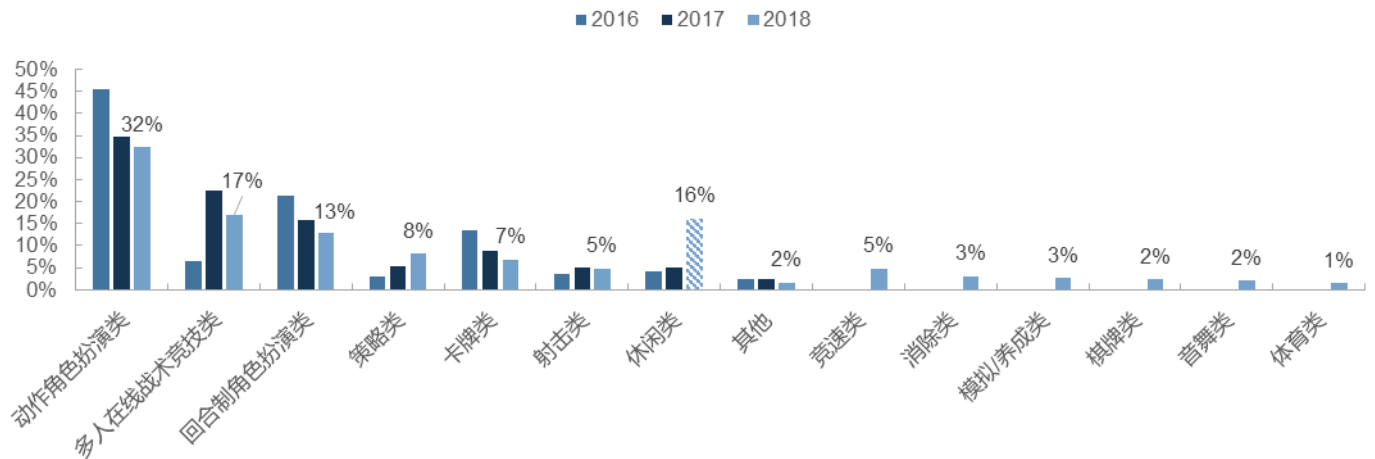
从移动网络游戏类型看，动作角色扮演类仍然是市场的重心，不管是数量的市场占比还是收入的市场占比，其均稳居第一位。2018 年收入前 100 移动游戏中动作角色扮演类游戏的收入占比达 32.4%，数量占比达 40.0%。而作为近几年的手游新贵，多人在线战术竞技类游戏显然是吸金的大热门，其 2018 年的数量占比仅为 1.0%，但收入占比却高达 17%。

图 13 2018 年收入前 100 移动游戏玩法类型分布



资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC), CNG 中新游戏研究 (伽马数据), 国际数据公司 (IDC), 德邦研究

图 14 2016-2018 年实际销售收入前 100 移动游戏中各类型游戏收入占比情况



资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC), CNG 中新游戏研究 (伽马数据), 国际数据公司 (IDC), 德邦研究

备注：2018 年休闲类游戏拆分为竞速类、消除类、模拟养成类、棋牌类、音舞类和体育类

整体而言，随着智能手机普及率和性能不断提升，用户对移动网络游戏在视觉体验、可操控性、耐玩程度等多方面提出了更高的要求。在越来越依赖内生增长的行业环境下，曾经依靠人口红利快速增长的轻量化手游遭遇瓶颈，硬核化、精品化成为未来手游发展的重要趋势。除了游戏模式（在手游上）的一定创新，多人在线战术竞技类游戏的大热离不开其越来越接近端游的游戏体验，而这一点却在最需要硬核游戏体验的角色扮演类游戏上未能很好地满足游戏玩家。重度游戏端转手依然是未来手游发展的重要渠道，也是头部游戏厂商的必争之地，但相关参与者在重度手游的硬核化、精品化之路上仍需进一步探索。

3.2 以 IP 储备和技术积累为基础，以高研发投入为精品产出作铺垫

完美世界在未来移动端定位方面充分考虑了公司在技术、资源等方面的竞争优势，同时兼顾了行业发展态势及不同领域的盈利性等因素，将其未来移动网络游戏业务侧重于重度移动网络游戏。公司拥有丰富的重度游戏开发经验与技术优势，在对于制作水平要求较高的重度游戏领域具有一定的优势。一方面，公司在游戏引擎和服务器框架上的开发能力出众，拥有 3D 建模与渲染等核心技术的积累，能够高效地开发出玩家体验卓越的精品重度移动网络游戏，并充分满足客户对于各类游戏的精品化需求。另一方面，公司储备了“射雕英雄传”、“倚天屠龙记”、“笑傲江湖”、“神雕侠侣”等知名 IP 资源，并通过其全球化的商务拓展团队不断丰富资源储备，进一步增强了其重度手游对玩家的吸引力。

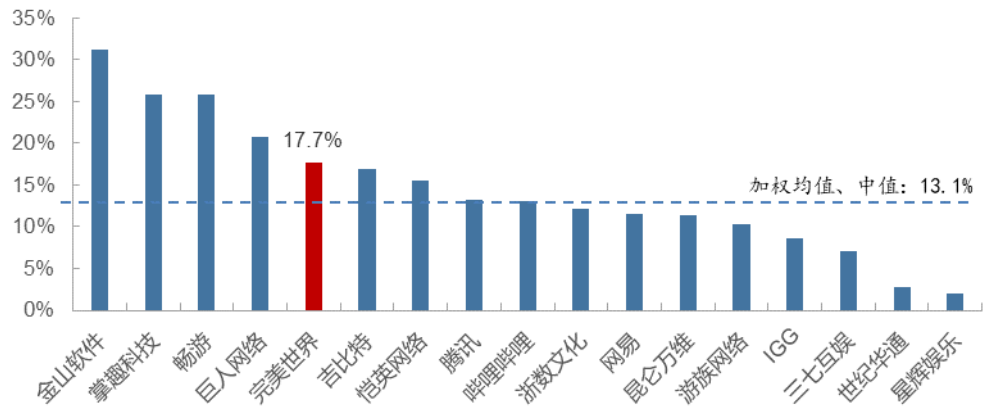
表 1 公司自主研发的游戏引擎和服务器框架

游戏引擎或服务器框架	技术功能
Angelica3D 游戏引擎	Angelica 是一款跨平台的 3D 图形引擎，支持开发任何类型的游戏，拥有完整的工具链和开发流程，在此引擎基础上开了十数款成功的游戏，是国内最成熟的游戏引擎之一。
Cube 2.5D 游戏引擎	Cube 2.5D 游戏引擎，能生成高清的 3D 背景、游戏道具和人物，且与 3D 游戏相比，基于 Cube 引擎开发的游戏对硬件的要求较低。Cube2.5 D 引擎采用角度锁定技术，通过在游戏场景中避免天空和远距离物体降低了成像的技术难度。
Echoles3D 游戏引擎	Echoles 设计为高效快速地渲染大批量静态和动态三维对象而生。为了保证各个开发人员之间独立工作，本系统采用高内聚、低耦合的模块化设计原则，将各模块的关联性降到最低。Echoles 核心引擎只提供最基础的渲染和管理架构，提供底层 API，设计抽象，易用性和扩展性强。
ERA 游戏引擎	ERA 是完美世界自主研发的跨平台游戏引擎。全新的渲染构架，基于次世代物理渲染的概念，打造最丰富的材质表现力。静态光照动态光照，混合处理，节省计算量的同时，可以大幅降低发热。引擎为大规模同屏优化，可应对数百人同屏，千人进行逻辑更新的国战级别的压力。
ARK3D 游戏引擎	Ark 引擎是完美世界开发的一款跨平台三维引擎，目标平台为 PC 和 Console 平台。Ark 引擎的在提供一流画面的同时，给玩家带来流畅的操作和充分的画面感，针对 Console 平台进行了特殊优化。
EPARCH 2D 游戏引擎	针对 PC 平台的二维游戏引擎，针对依然数目广大的二维游戏用户群体，完美世界开发了 Eparch2D 游戏引擎，在二维游戏中引入了维技术，画面表现力更强，并充分利用了硬件性能。
PWGS 框架	PWGS 是完美世界自主开发的服务器框架，是完美世界应用最多的框架之一。PWGS 框架成熟稳定，性能强大，有很高的扩展性。
XDB 框架	XDB 是完美世界自主开发的服务器框架，也是完美世界应用较多的通用服务器框架。XDB 的设计目标是安全、快速开发、平衡成本与性能；开创性引入了新的数据访问模式，成为健壮鲁棒的游戏服务器框架。

资料来源：公司公告，德邦研究

公司的研发投入占营总收入比例达 17.7%，远高于行业算术均值 14.5%、加权均值 13.1%和中值 13.1%，在国内头部游戏公司（2018 年游戏相关业务营收前五名）中，研发投入占比最高。若抛开研发投入较少的影视相关业务营收，公司研发投入占比高达 26.2%。高额研发投入为公司持续不断产出精品手游提供了充足的动力，也为公司建立和扩大企业竞争优势保驾护航。

图 15 2018 年国内主流游戏公司研发投入占营总收入情况对比

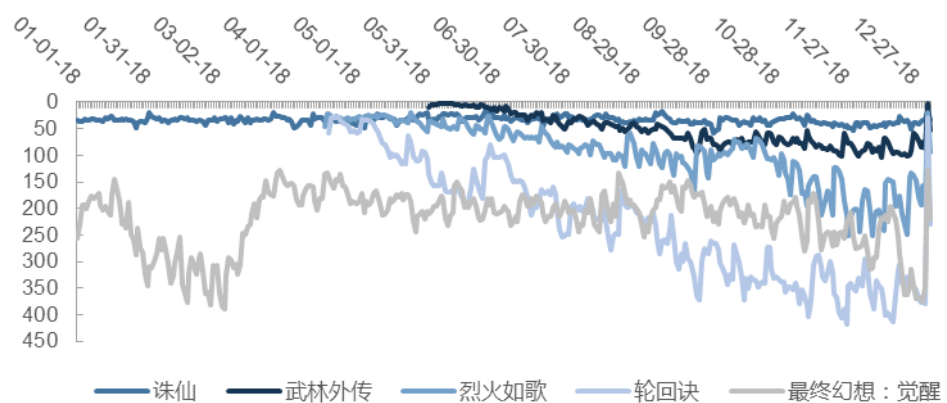


资料来源: 德邦研究

3.3 老牌手游持续更新迭代, 流水表现稳定且可观

从 2018 年公司手游在 iOS 游戏大类畅销榜的排行表现看, 去年上半年公司推出的《武林外传》手游、《烈火如歌》、《轮回诀》等新品游戏产品表现良好, 而《诛仙》手游、《最终幻想: 觉醒》等经典游戏延续稳定表现, 尤其是《诛仙》手游和《武林外传》手游作为公司旗舰级老牌 IP, 其在游戏大类畅销排行榜上一直稳定在 30 位和 50 位附近, 持续为公司带来了良好的收益。

图 16 2018 年完美世界部分手游在 iOS 游戏大类畅销榜的排行表现



资料来源: 七麦数据, 德邦研究

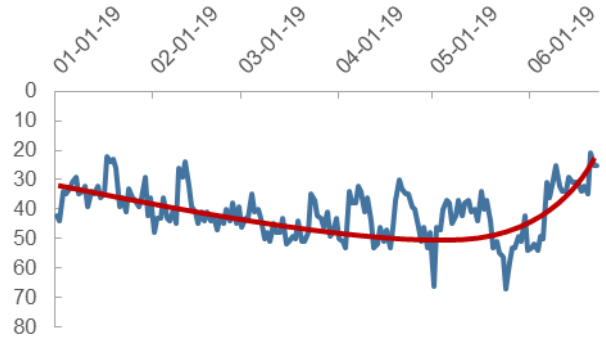
“诛仙”是完美世界旗下的旗舰仙侠 IP, 其从小说到端游、手游聚集了海量玩家, 业已形成极具召唤力的品牌文化矩阵, 公司在仙侠领域自成一派而独具特色。今年 6 月《新诛仙》手游全新版本“大梦天华”上线, 公司在长期挖掘玩家需求的基础上不断丰富玩家体验, 产品持续迭代。从《新诛仙》新版本准备上线阶段前后的 iOS 游戏大类畅销榜排名的变化看, 版本迭代对产品流水存在明显的刺激作用。公司未来有望继续传承 IP 情感并进一步提升“诛仙”品牌矩阵的包容性, 从而构筑更为繁茂的仙侠生态。

图 17 《新诛仙》手游游戏画面



资料来源：公开资料整理，德邦研究

图 18 2019 年《新诛仙》手游在 iOS 游戏大类畅销榜的表现



资料来源：七麦数据，德邦研究（截至 2019-06-21）

3.3 公司与腾讯首度合作，多款重量级新品有望贡献巨额增量

在手游新品发布方面，公司首度与腾讯达成合作，《完美世界》、《云梦四时歌》和《我的起源》三个重量级新品将由腾讯发行。

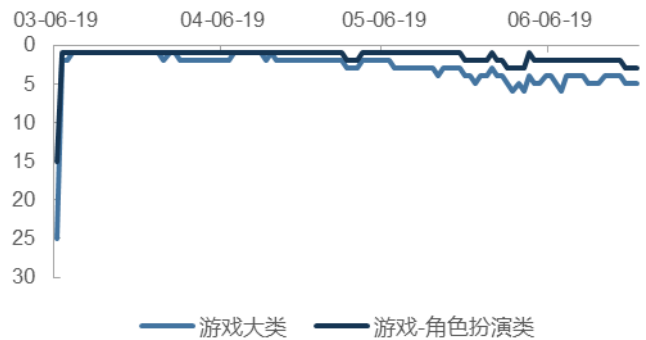
公司已于今年 3 月上线了依托端游大 IP“完美世界”研发的旗舰级手游《完美世界》。依托“完美世界”IP 本身的玩家群体和腾讯引入的巨大流量，《完美世界》手游在上线前的预约人数接近 1200 万玩家。上线以来，《完美世界》手游长期占据 iOS 游戏大类和角色扮演类畅销榜第 1 的位置，部分时间段力压《王者荣耀》。根据伽马数据的测算，其首月流水达 10 亿元以上。而根据 SensorTower 的数据，其 4 月、5 月份仅在 iOS 端的流水就分别超过 6500 万美金和 4100 万美金。我们认为其月流水有望逐步稳定至 2-3 亿元，则今年该产品有望累计贡献流水约 47 亿元。

图 19 《完美世界》手游游戏界面



资料来源：公开资料整理，德邦研究

图 20 《完美世界》手游上线以来在 iOS 畅销榜的排行表现



资料来源：七麦数据，德邦研究（截至 2019-06-21）

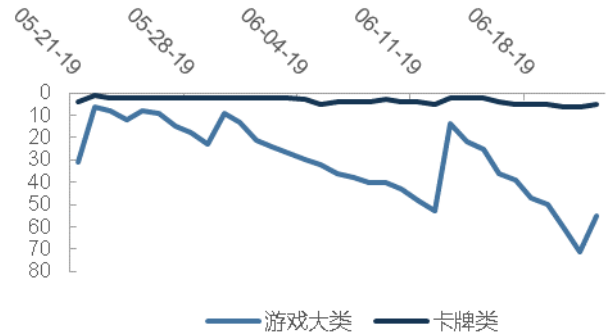
公司又于 5 月末上线了新唐风妖系 3D 卡牌手游《云梦四时歌》。该产品主打的二次元和新唐风是当下年轻人最喜欢的品类和题材，游戏上线前的预约人数超过 500 万，上线当天即获得 AppStore 免费榜第 1 和 TapTap 热门榜第 1 的成绩，微博等社交媒体上的玩家也给予了高度评价。上线以来，《云梦四时歌》虽然在 iOS 游戏大类畅销榜上的排名呈先出一定的波段下行趋势，但其在卡牌类游戏的畅销榜上一直稳居前 5 位，同样证明了其强大的吸金能力。根据伽马数据的测算，其首月流水达 2 亿元以上（上线不足三十日的产品根据其当前流水状况推算首月流水）。而根据 SensorTower 的数据，其 5 月份（实际为 11 天）仅在 iOS 端的流水就超过 400 万美金。我们认为其月流水有望逐步稳定至 0.5-1 亿元，则今年该产品有望累计贡献流水约 9.5 亿元。

图 21 《云梦四时歌》手游游戏界面



资料来源：公开资料整理，德邦研究

图 22 《云梦四时歌》手游上线以来在 iOS 畅销榜的排行表现



资料来源：七麦数据，德邦研究（截至 2019-06-22）

由于版号仍在审批的原因，公司仍有部分优质手游尚未在国内正式上线，主要包括《我的起源》、《新笑傲江湖》、《神雕侠侣 2》、《梦间集：天鹅座》等。其中，《我的起源》作为一款非经典端游移植、非热门 IP 改编的新游，在新品云集的 ChinaJoy 上仅凭玩法吸引了众多关注，我们认为其上线后流水表现当不弱于《云梦四时歌》。《我的起源》巧妙解决了沙盒与 MMORPG 的融合难题，创造了全新的游戏体验，其在生态系统、昼夜周期、动物迁徙、PVE、PVP 等系统都非常有特色。《新笑傲江湖》手游作为公司端转手的又一重要产品，其自首次曝光以来便备受关注。《新笑傲江湖》手游是公司对于武侠 MMO 品类的全新探索，游戏在创作之初就以“年轻化”作为核心研发理念，同时大胆的将国风与流行元素相融合，意在打造一个颠覆所有人想象的全新江湖盛世。《神雕侠侣 2》、《梦间集：天鹅座》均为公司的承续之作，前者已于 18 年年底在港台地区上线，后者则于 19 年年初签约了日韩的发行，并正在进行本地化。

图 23 《我的起源》手游宣传页



资料来源：TapTap，德邦研究

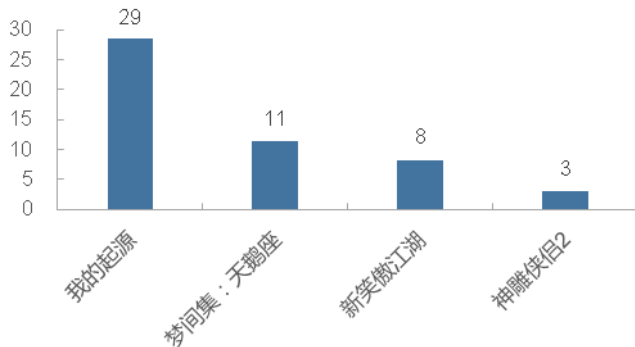
图 24 《新笑傲江湖》手游宣传页



资料来源：TapTap，德邦研究

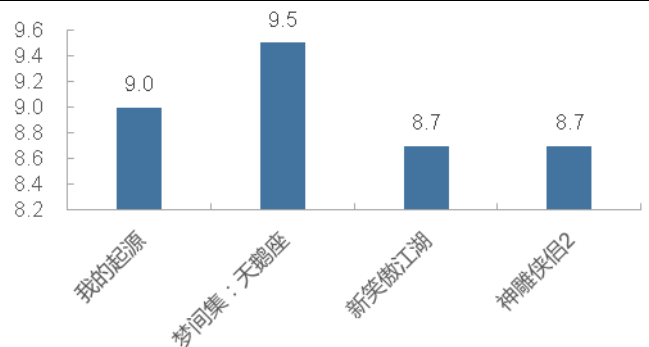
上述这些在国内市场正式上线仍需一定时日的新游，从 TapTap 预约人数和评分情况看，均具备较好的玩家基础。尤其是《我的起源》和《梦间集：天鹅座》，在预约人数和评分上有所突出。而随着公司更多精品化、多元化、年轻化、国际化的新品持续推出，移动网络游戏业务仍将是公司未来业绩重要的支撑和增长点。

图 25 公司待发布手游新品的 TapTap 预约人数情况（万人）



资料来源：TapTap，德邦研究（截至 2019-06-21）

图 26 公司待发布手游新品的 TapTap 评分情况



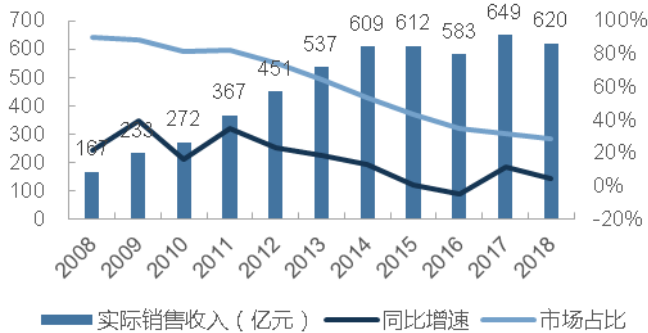
资料来源：TapTap，德邦研究（截至 2019-06-21）

4. 客户端游戏业务：电子竞技体育化，“Steam 中国”万众瞩目

4.1 端游市场进入存量博弈阶段，二八效应将愈发明显

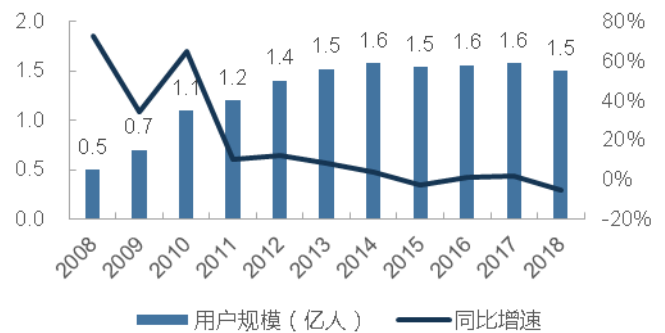
客户端游戏是指用户需要从互联网下载、安装游戏客户端，并通过客户端进入游戏的网络游戏。2018 年中国客户端游戏市场实际销售收入为 619.6 亿元，同比下降 4.5%，用户规模为 1.5 亿人，同比下降 5.0%。虽然端游业务同样受到了 18 年版号审批暂停的影响，但端游市场的持续低迷也是显而易见的。目前，端游销售收入占游戏全市场销售规模的比例已下滑至 29%。回顾历史数据，从 2014 年开始，端游市场无论是销售规模还是用户规模均进入了增长迟滞阶段。

图 27 2008-2018 年中国客户端游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC, CNG, IDC, 德邦研究

图 28 2008-2018 年中国客户端游戏市场用户规模



资料来源：GPC, CNG, IDC, 德邦研究

存量用户是保证客户端游戏市场发展的关键。老产品凭借高用户忠诚度，市场表现依然较为稳定。客户端游戏企业更加注重产品品牌效应，关注长期持续的收益而非短期盈利，推动精品的持续产生。客户端游戏市场的“二八效应”明显，市场资源与用户资源向精品大作倾斜。少数几家企业代理和研发的游戏牢牢占据市场主要地位，存量用户被长期吸附在少数产品中。同时，资金、技术和人才资源纷纷向少数企业集中，使得这些企业能够拥有更高的研发投入和更长的产品制作周期，保证新产品品质。

4.2 老牌端游大厂守正创新，新老作品齐献力

作为端游时代的老牌游戏大厂，公司在自研自运的端游产品线上成功打造了诸如《诛仙》系列、《完美世界》系列、《笑傲江湖 OL》和《武林外传》等经典作品，上线多年但依然保持了稳定和可观的流水表现。目前，公司旗下重点游戏产品均有合理的更新规划及安排，具体包括游戏引擎、美术、玩法等各方面。例如诛仙的次世代端游产品《新诛仙世界》正在研发中，该游戏采用了 UE4 引擎，将构建更加宏大的世界观。

表 2 公司在运的自研自运端游产品

游戏名称	游戏类型	模式	周期 (年)
诛仙 3	MMORPG	自研自运	12+
完美世界国际版	MMORPG	自研自运	12+
完美世界	MMORPG	自研自运	14+
笑傲江湖 OL	MMORPG	自研自运	6+
武林外传	MMORPG	自研自运	10+
神魔大陆 2	MMORPG	自研自运	5+
梦幻诛仙 2	MMORPG	自研自运	6+
赤壁	MMORPG	自研自运	11+
神鬼传奇	MMORPG	自研自运	10+
神鬼世界	MMORPG	自研自运	8+
神雕侠侣	MMORPG	自研自运	6+
口袋西游	MMORPG	自研自运	11+
热舞派对 MAX	音乐类	自研自运	11+

资料来源：公司官网，德邦研究

在自研的端游新品规划中,除了《新诛仙世界》,公司计划于2019年陆续上线《DON'T EVEN THINK》、《火炬之光 2》主机版和《火炬之光:边境》等作品。其中,《DON'T EVEN THINK》是一款主打“玩法创新”的战术竞技类(大逃杀)游戏,已在 PS4 港服开放测试。与《绝地求生》不同的是该作加入了“天赋系统”,玩家可按自己喜好选择战斗、生存、辅助、通用四种天赋,另外,它还加入了更具对抗性的“迷你战斗”模式(8人逃杀玩法)。而作为《火炬之光》系列的扩展和延续之作,《火炬之光 2》和《火炬之光:边境》在保留系列精髓的基础上设计了更多精致的细节和创新的尝试。

图 29 《DON'T EVEN THINK》端游游戏画面



资料来源:公开资料整理,德邦研究

图 30 《火炬之光:边境》端游官方宣传页

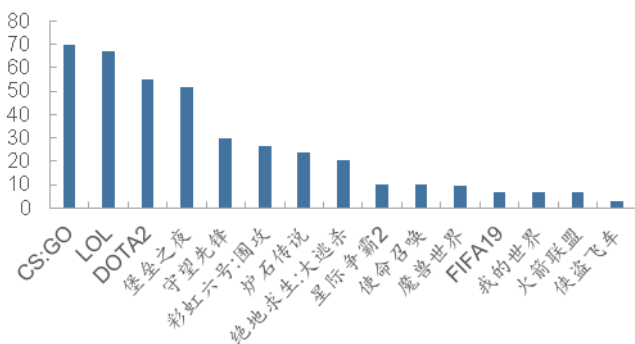


资料来源:公开资料整理,德邦研究

4.3 战略协同 V 社, 从电竞“东风”到共建“Steam”中国

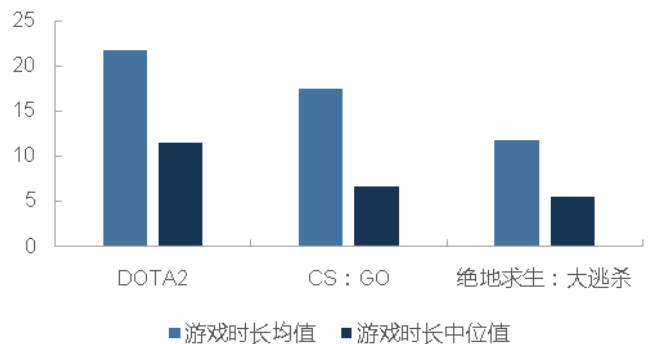
除了自研自运的端游产品,公司代理了以《DOTA2》和《CS:GO》为代表的多款国际级电竞大作。根据国外权威电竞媒体 THE ESPORTS OBSERVER (TEO) 公布的 PC 游戏影响力指数排行榜(2019Q1),《CS: GO》、《LOL》和《DOTA2》分别以 69.98、66.97 和 54.77 分位列前三,有“电竞三巨头”之称。其中,《DOTA2》是 MOBA 类型游戏“鼻祖”《DOTA》的续作,具有极高的人气,仅 Steam 上的玩家就超过 1 亿。而《CS: GO》是 CS 系列游戏的第四款作品,也是系列的巅峰之作,同样积累了深厚的玩家基础,仅 Steam 上的玩家就超过 5000 万。以最近两周玩家游戏总时长计算,公司代理的两款游戏在 Steam 上的排名分别位列一、二,即使是游戏时长的平均值和中位值也同样遥遥领先于第三名(即近两年大热的《绝地求生:大逃杀》)。

图 31 2019Q1 TEO 最具影响力 PC 端游评分情况



资料来源:TEO,德邦研究

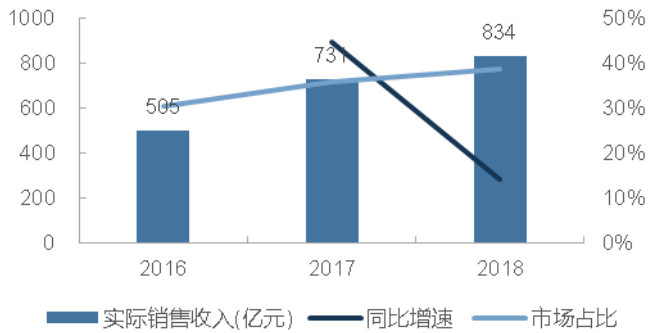
图 32 Steam 平台头部游戏近两周玩家游戏时长对比(分钟)



资料来源:SteamSpy,德邦研究
备注:数据采集日期为2019-06-24

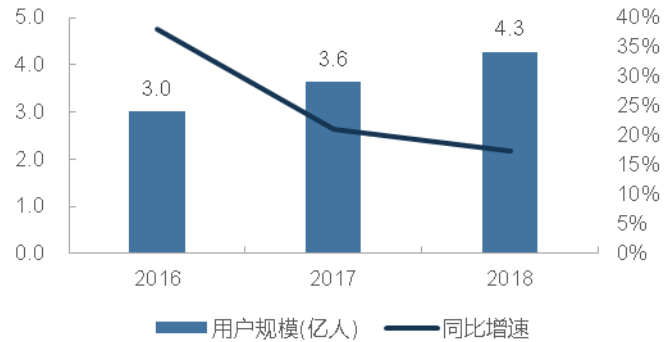
近年来,各地纷纷将电竞产业作为重点发展方向,并且正式被官方认证为体育运动,电子竞技行业如沐春风在游戏全市场中脱颖而出,正逐步成为数字内容领域新的经济增长点。2018年,我国电子竞技游戏市场实际销售收入达到 834.4 亿元,同比增长 14.2%,用户规模达到 4.3 亿人,同比增长 17.5%,均明显好于游戏行业整体情况。

图 33 2016-2018 年中国电竞游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC, CNG, IDC, 德邦研究

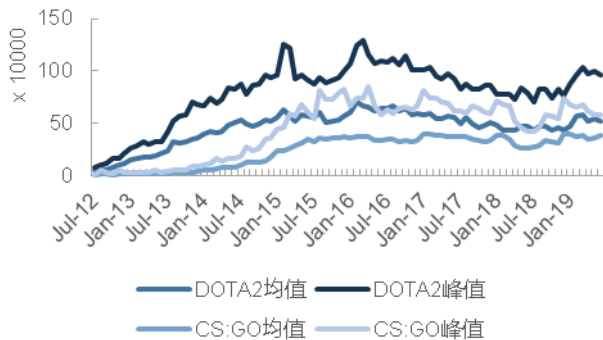
图 34 2016-2018 年中国电竞游戏市场用户规模



资料来源：GPC, CNG, IDC, 德邦研究

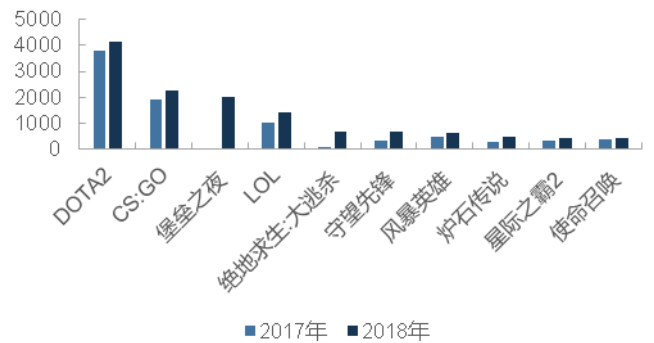
公司也借助《DOTA2》和《CS:GO》成功切入电竞市场，并通过举办顶级赛事显著提高其在电竞方面的运营能力。目前，国内电竞顶级赛事基本形成腾讯、完美世界和网易三足鼎立的竞争格局。而从《DOTA2》和《CS:GO》的日活玩家均值、峰值及年度总奖金池的变化情况看，头部电竞大作的发展趋势仍处于良好的稳步上升阶段。我们预计公司未来仍将持续受益于《DOTA2》和《CS:GO》稳定增长的流水所带来的利润贡献。

图 35 《DOTA2》、《CS:GO》每月日活跃玩家均值和峰值变化



资料来源：SteamCharts, 德邦研究

图 36 2018 年电竞游戏总奖金池 Top10 (万美元)



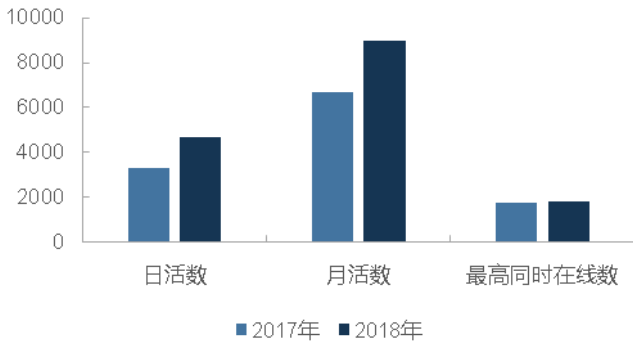
资料来源：ESportsObserver, 德邦研究

公司除了在《DOTA2》和《CS:GO》的国内代理运营项目上与美国 Valve Corporation 形成友好合作，还于 2018 年 6 月宣布与 Valve 公司达成战略合作，共同建立“Steam 中国”，将在加速中国游戏市场“引进来、走出去”的基础上，进一步完善公司游戏产业链的布局。

Steam 平台是目前全球最大的综合性数字发行分销平台之一。根据 Steam 官方公布的 2018 年度统计，2018 年 Steam 平台的日活跃用户达 4700 万，月活跃用户达 9000 万，最高同时在线用户达 1850 万。而根据腾讯 PC 游戏平台运营中心发布的《2018 年游戏行业外部市场观察报告》，其估算 2018 年 Steam 平台的全球注册用户数达到 5.14 亿，其中中国区注册用户数达到 5900 万，占比为 11%。在 2015-2018 年间，Steam 平台全球注册用户数年均复合增长率为 54%，而中国注册用户年均复合增长率为 114%，两倍于全球增速。

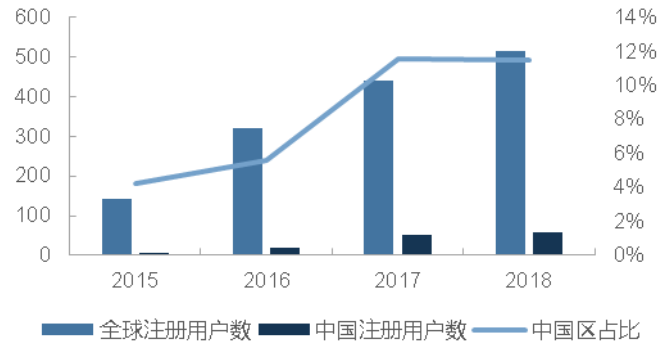
虽然官方目前尚未公布 Steam 中国准确的上线时间，但随着项目落户上海浦东等动作的逐步推进，Steam 中国有望于 2019 年下半年与广大玩家见面，同时，该项目也将为公司为客户提供游戏业务上带来新的增量。

图 37 2017-2018 年 Steam 官宣用户活跃度相关数据 (万人)



资料来源：公开资料整理，德邦研究

图 38 2015-2018 年 Steam 注册用户数量情况 (百万人)

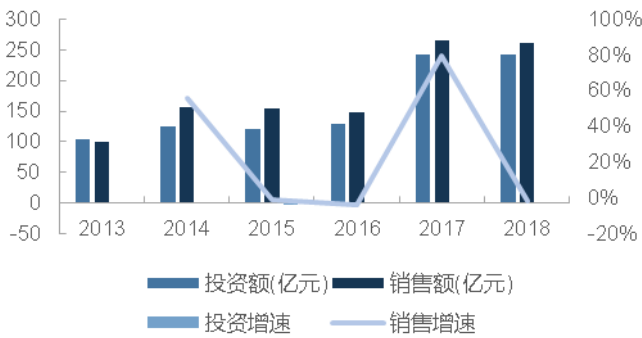


资料来源：公开资料整理，德邦研究

5. 影视剧业务：匠心独具，逆风飞扬

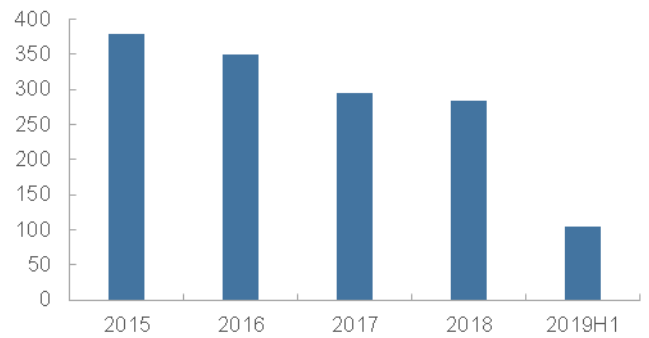
2018 年对于影视行业而言注定是个不安静的年份，行业发展环境的骤变让不少影视公司感受到“凛冬已至”。根据广电总局公布的电视剧相关数据看，18 年行业投资额和销售额仅与 2017 年持平，增速骤降。另一方面，电视剧备案数、网络剧上线量的逐年走低，同样预示着行业景气度的下降。行业监管政策收紧、资金撤离和广告行业不景气（尤其是台端的广告支出）都在很大程度上（直接或间接）影响了电视剧、网络剧的产出和收入，但对于头部精品剧作而言，在当下媒体融合背景下却更容易在更大的群众基础上进行广泛传播。行业洗牌的过程中必将筛选出更贴合剧作精品化之路的优质公司。

图 39 2013-2018 年电视剧投资和销售情况 (亿元)



资料来源：国家广播电视总局，德邦研究

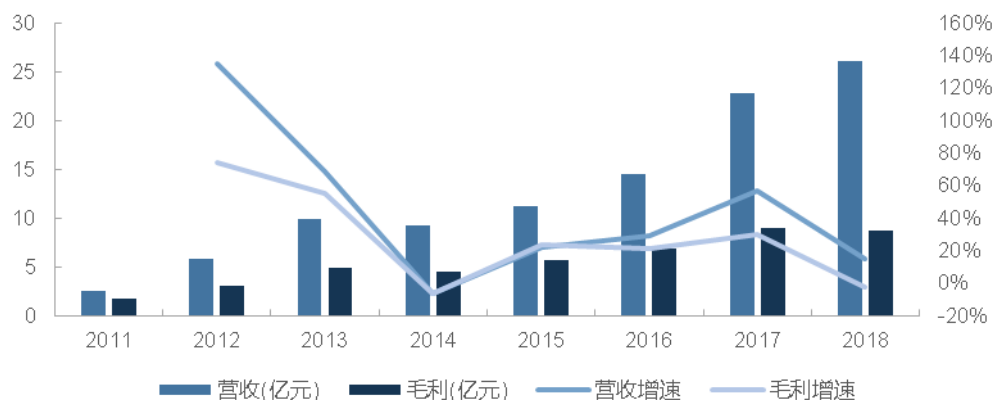
图 40 2015-2019H1 年网络剧上线数量 (部)



资料来源：公开资料整理，德邦研究

公司的影视剧业务主要从事影视剧的投资、制作、发行及其他衍生活动，拥有完整的开发、设计、销售系统和面向市场自主经营的能力。即使在行业环境恶化的 2018 年，公司的影视剧业务依然实现了营收同比增长 14.66%。总体而言，公司秉持匠心精神和开放共赢的策略，深耕内容制作领域，实现了口碑和市场的双赢。

图 41 2011-2018 年公司影视剧业务营收、毛利及其同比增速的变化情况



资料来源：公司公告，德邦研究

2018 年完美世界影视全年霸屏，接连播出剧集 12 部，综艺 4 部，网播量超 500 亿；参投及发行院线电影二十余部，国内票房累积近 50 亿，网络电影 2 部。2019 年公司预计投资的影视作品类型多样，涵盖了各年龄段观众的需求。并且，公司积极响应市场需要，把握重大宣传节点，一批筹备中、正在拍摄或后期制作中的正能量、主旋律剧集也将与观众陆续见面。另一方面，随着网络综艺节目和网络大电影市场规模的不断扩大，公司也将继续积极布局网综和网影赛道，进一步推动公司在影视文化领域的多元化发展。

表 3 公司 2019 年电视剧制作发行计划

序号	项目名称	制作进度	序号	项目名称	制作进度
1	不婚女王	已完成	2	壮志高飞	已完成
3	半生缘	已完成	4	山月不知心底事	已完成
5	我的健身教练	已完成	6	幸福的理由	已完成
7	爱在星空下	已完成	8	西夏死书	已完成
9	巨匠	已完成	10	江山故人	后期制作
11	新一年又一年	后期制作	12	蓝盔	后期制作
13	河山	后期制作	14	碧海丹心	后期制作
15	燃烧	后期制作	16	鳄鱼与牙签鸟	后期制作
17	霍元甲	后期制作	18	义无反顾	后期制作
19	老酒馆	后期制作	20	暴风眼	拍摄中
21	家有仙妻	拍摄中	22	冰糖炖雪梨	拍摄中
23	全世界最好的你	筹备中	24	怪你过分美丽	筹备中
25	天舞纪	筹备中	26	谜图 1936	筹备中
27	我在天堂等你	筹备中	28	第十团	筹备中
29	最美的乡村	筹备中	30	陆小凤	筹备中
31	猎头局中局	筹备中	32	极限飞行：试飞英雄	筹备中
33	我不结婚的理由	筹备中	34	他知道风从哪个方向来	筹备中
35	小军嫂	筹备中	36	心理大师	筹备中

资料来源：公司公告，德邦研究

表 4 公司 2019 年电影制作发行计划

序号	项目名称	制作进度	序号	项目名称	制作进度
1	妈阁是座城	已完成	2	霹雳娇娃 2019	后期制作
3	催眠裁决	后期制作	4	吹哨人	后期制作
5	当小七遇到加菲	筹备中	6	丛林法则	筹备中
7	格斗少年	筹备中	8	无姓之人	筹备中
9	黑白无常之汴京缉魂	筹备中	10	小妖王一红孩儿	筹备中

资料来源：公司公告，德邦研究

6. 投资建议

6.1 盈利预测关键假设

移动网络游戏业务：一方面，随着 18 年底游戏版号的恢复审批和发放，公司储备的精品新游陆续上线，包括与腾讯首次合作的《完美世界》、《云梦四时歌》和《我的起源》等重量级作品，将为公司的手游业务上带来极大的增量；另一方面，基于公司在重度游戏运营和再开发上丰富的经验和创新的思维，持续迭代的《新诛仙》、新《武林外传》等旗舰级作品依然有望为公司带来稳定的流水和收益。预计 2019-2021 年公司该业务营收增速分别为+34.57%、+25.87%和 24.45%。

客户端游戏业务：作为端游时代的老牌游戏大厂，公司在自研自运的端游产品线上成功打造了诸如《诛仙》系列、《完美世界》系列、《笑傲江湖 OL》和《武林外传》等经典作品。目前，公司旗下重点端游大作均有合理的更新规划及安排，同样有望保持稳定和可观的流水和收益。另外，公司通过代理《DOTA2》和《CS:GO》等国际级电竞大作切入电竞市场，将持续受益于电子竞技体育化、全民化的良性发展。同时，公司与 Valve 公司达成战略合作正共同建立“Steam 中国”，同样将为公司的端游业务带来可观的增量，并加速公司的全球化发展和布局。预计 2019-2021 年公司该业务营收增速分别为 21.63%、17.86%和 14.28%。

影视相关业务：公司在影视剧业务上始终秉持匠心精神及开放共赢的策略，深耕内容制作领域，在行业环境并不理想的情况下依然实现了口碑和市场的双赢。未来，公司将积极响应市场需求，进一步巩固其在传统影视剧方面优势地位的同时，深入网综、网影等新兴领域形成多元化发展，进而继续增厚影视相关业务的业绩贡献。预计 2019-2021 年公司该业务营收增速分别为-15.44%、10.07%和15.56%（考虑到公司于 2018 年下半年完成了院线资产的剥离，2019 年影视相关整体业务的营收将有所下滑，但并不影响除院线业务外的影视相关业务继续保持稳健向上发展）。

表 5 公司各业务营收预测（百万元）

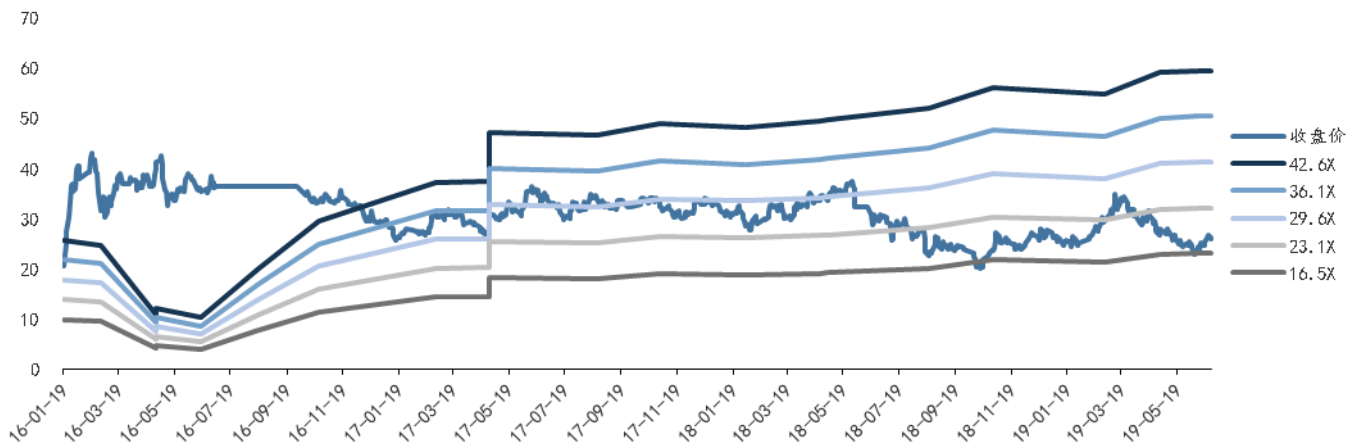
细分业务	指标	2018	2019E	2020E	2021E
移动网络游戏	营收	2711	3701	4627	5783
	YOY(%)		36.53	25.00	25.00
客户端游戏	营收	2196	2639	3133	3654
	YOY(%)		20.16	18.72	16.65
主机游戏及其他	营收	483	586	689	798
	YOY(%)		21.39	17.57	15.81
影视相关业务	营收	2612	2252	2498	2772
	YOY(%)		-13.77	10.90	10.97
其他主营	营收	33	30	30	30
	YOY(%)		-9.09	0.00	0.00

资料来源：wind，德邦研究

6.2 投资建议

基于上述盈利预测关键假设，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 92.09、109.77 和 130.38 亿元，同比增速分别为 14.61%、19.20%和 18.78%；实现归母净利润分别为 20.94、25.28 和 30.28 亿元，同比增速分别为 22.7%、20.70%和 19.80%；实现全面摊薄 EPS 分别为 1.59、1.92 和 2.30 元，以 2019-06-27 收盘价 26.08 元计算，对应 PE 分别为 16 倍、14 倍和 11 倍。

图 42 2016-01-19 至 2019-06-26 期间的公司 PE-Band



资料来源：wind，德邦研究

从完美世界的 PE-Band 看，其历史估值中位值在 25 倍左右，当前估值 19 倍处于较低区位。参考世纪华通、三七互娱、游族网络、恺英网络、巨人网络、掌趣科技、昆仑万维、吉比特、星辉娱乐和浙数文化等 A 股可对比公司的估值水平，并结合公司的行业地位，我们给予公司 20-24 倍 PE，对应 19 年 EPS 给出合理价格区间为 31.80-38.16 元。我们首次覆盖公司，给予公司“增持”评级。

表 6 2019-06-26 各可对比公司估值情况

可对比公司	股票代码	总市值 (亿元)	PE ^{TTM}	PE (2019E)
世纪华通	002602.SZ	416	49	14
三七互娱	002555.SZ	291	28	16

游族网络	002174.SZ	151	16	12
恺英网络	002517.SZ	73	452	--
巨人网络	002558.SZ	368	36	--
掌趣科技	300315.SZ	96	-3	--
昆仑万维	300418.SZ	154	13	11
吉比特	603444.SH	150	19	18
星辉娱乐	300043.SZ	60	25	--
浙数文化	600633.SH	125	19	20
腾讯控股	0700.HK	33228 (HKD)	35	--
网易	NTES.O	326 (USD)	28	--
IGG	0799.HK	108 (HKD)	7	--
畅游	CYOU.O	5 (USD)	4	--
金山软件	3888.HK	245 (HKD)	103	--
网龙	0777.HK	101 (HKD)	16	--
指尖悦动	6860.HK	25 (HKD)	14	--
平均值(A股)	--	--	26 (除去负值和过百值)	15
完美世界	002624.SZ	342	19	16

资料来源：wind，德邦研究

7.风险提示

游戏行业政策收紧的风险：我国的网络游戏行业受到政府的严格监管。工信部、文化部、国家新闻出版广电总局均有权颁布及实施监管网络游戏行业的法规。若完美世界未能维持目前已取得的相关批准和许可、或者未能取得相关主管部门未来要求的新的经营资质，则可能面临一定的运营风险，进而对标的公司的业务产生不利影响。

知识产权侵权的风险：公司非常注重知识产权的保护，且尊重其他企业或个人的知识产权和智力成果。公司虽然设立了有效的内部预防侵权机制，但仍不排除其所研发的游戏产品被指责未经许可使用他人知识产权的可能性，或竞争对手未经许可使用公司的知识产权，都将影响公司业务的正常运营。

网络游戏行业增速放缓的风险：随着互联网人口红利的慢慢消退，网络游戏行业增速受到更多不确定因素的影响，主要包括但不限于：网络游戏消费者偏好的改变；经济发展水平及经济增长速度，经济增长放缓可能影响网络游戏消费者的支付能力，进而影响网络游戏行业的增速。若未来市场规模出现向下拐点，则存在影响公司未来经营成果的风险。

影视行业监管的风险：影视行业作为具有意识形态特殊属性的重要产业，受到国家有关法律、法规及政策的严格监督、管理。目前的行业监管主要体现为制作许可制度和内容管理制度。若公司的影视制作未能严格把握政策导向，或者违反行业政策，则公司有可能面临被监管部门处罚的风险。若公司未能根据行业监管部门发布的新政策及时调整创作思路 and 经营思路，则公司的运营也可能面临一定的风险。若公司作品出现无法通过备案或无法取得制作许可证、制作完成后由于题材等问题而无法取得发行许可证、取得发行许可证后无法播出等情况，则会影响公司的经营业绩。

股权质押的风险：根据公司公告披露的前10大股东质押统计显示，前10大股东未解压股权合计占总股本的比例达58.08%，占其持有的股权比例达77.89%。其中，公司实际控制人池宇峰先生的未解压股权占总股本的比例达11.27%，占其持有的股权比例达84.03%，且作为一致行动人的“完美世界控股集团有限公司”和“石河子快乐永久股权投资有限公司”的未解压股权占总股份的比例分别达28.56%和0.95%，占其持有的股权比例分别达81.46%和41.09%。总体而言，公司大股东的股权质押比例较高，存在质押股份被强制处分的可能性，从而导致公司股价大幅波动，给公司带来不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	8034	9209	10977	13038
每股收益	1.30	1.59	1.92	2.30	营业成本	3550	3748	4383	5167
每股净资产	6.42	7.26	8.91	10.91	毛利率%	55.8	59.3	60.1	60.4
每股经营现金流	-0.10	1.50	1.50	1.85	营业税金及附加	43	58	66	79
每股股利	0.00	0.22	0.26	0.29	营业税金率%	0.5	0.6	0.6	0.6
价值评估 (倍)					营业费用	880	961	1164	1375
P/E	21.46	16.35	13.54	11.30	营业费用率%	11.0	10.4	10.6	10.5
P/B	4.34	3.59	2.92	2.39	管理费用	704	833	983	1171
P/S	4.49	3.84	3.22	2.71	管理费用率%	8.8	9.0	9.0	9.0
EV/EBITDA	22.65	14.63	11.45	8.89	研发费用	1413	1588	1905	2258
股息率%	0.0	0.8	1.0	1.1	研发费用率%	17.6	17.2	17.4	17.3
盈利能力指标 (%)					EBIT	1443	2023	2476	2988
毛利率	55.8	59.3	60.1	60.4	财务费用	168	59	37	1
净利率	21.2	22.7	23.0	23.2	财务费用率%	2.1	0.6	0.3	0.0
净资产收益率	20.2	21.9	21.6	21.1	资产减值损失	10	0	0	0
资产回报率	10.7	12.1	12.9	13.6	投资收益	465	238	286	343
投资回报率	25.2	33.0	36.0	39.2	营业利润	1892	2351	2882	3495
盈利增长 (%)					营业外收支	23	48	47	53
营业收入增长率	1.3	14.6	19.2	18.8	利润总额	1916	2399	2929	3549
EBIT 增长率	-13.5	40.2	22.4	20.7	EBITDA	1609	2208	2676	3207
净利润增长率	13.4	22.7	20.7	19.8	所得税	156	240	322	426
偿债能力指标					有效所得税率%	8.2	10.0	11.0	12.0
资产负债率%	41.7	39.4	35.0	30.6	少数股东损益	53	65	79	95
流动比率	2.7	2.8	3.2	3.8	归属母公司所有者净利润	1706	2094	2528	3028
速动比率	2.0	2.0	2.4	2.8					
现金比率	1.1	1.1	1.4	1.8	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	4229	4813	6232	7852
应收账款周转天数	82.4	85.0	85.0	85.0	应收款项	1964	2145	2556	3036
存货周转天数	191.1	240.0	230.0	220.0	存货	2142	2464	2762	3114
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	其它流动资产	2448	2569	2735	2956
固定资产周转率	19.1	28.1	42.3	68.6	流动资产合计	10783	11991	14285	16958
					长期股权投资	1559	1722	1802	1882
					固定资产	362	294	225	155
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	87	83	89	102
					非流动资产合计	5195	5286	5303	5327
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	15978	17276	19588	22285
净利润	1706	2094	2528	3028	短期借款	1270	1154	1012	600
少数股东损益	53	65	79	95	应付账款	393	535	599	717
非现金支出	177	185	201	219	预收账款	409	518	598	718
非经营收益	-325	-196	-258	-344	其它流动负债	1849	2045	2198	2447
营运资金变动	-1741	-177	-579	-567	流动负债合计	3921	4252	4407	4481
经营活动现金流	-130	1972	1971	2431	长期借款	794	594	494	394
资产	-96	-51	-76	-94	其它长期负债	1954	1954	1954	1954
投资	2789	-163	-80	-80	非流动负债合计	2748	2548	2448	2348
其他	282	238	286	343	负债总计	6669	6800	6855	6829
投资活动现金流	2976	24	130	169	实收资本	1386	1359	1359	1359
债权募资	-215	-116	-142	-512	普通股股东权益	8439	9541	11719	14347
股权募资	2	-692	0	0	少数股东权益	870	935	1014	1109
其他	-1740	-604	-539	-468	负债和所有者权益合计	15978	17276	19588	22285
融资活动现金流	-1952	-1412	-681	-980					
现金净流量	894	584	1419	1620					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-6-25

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。