

谨慎推荐（维持）

完美世界（002624）深度报告

风险评级：中风险

优质产品储备丰富，游戏业务多点开花

2019年7月22日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340118060023

电话：0769-23320059

邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

研究助理：罗炜斌

SAC 执业证书编号：

S0340119020010

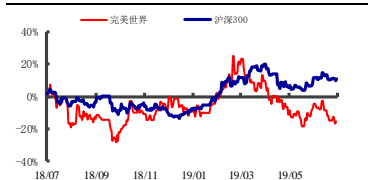
电话：0769-23320059

邮箱：luoweibin@dgzq.com.c

主要数据（截止 2019/07/22）

收盘价(元)	23.30
总市值(亿元)	306.35
总股本(百万股)	1,314.82
流通股本(百万股)	1,182.07
ROE(TTM)	20.63%
12月最高价(元)	36.54
12月最低价(元)	19.75

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

……

- **国内最大影游综合体之一。**2004年，完美世界游戏成立，推出包括《完美世界》等多款热门游戏，2007年赴美上市。2008年，完美世界影视成立，公司开始涉足影视制作、院线渠道等业务，并于2014年登陆A股市场，简称为“完美环球”。随后，完美世界游戏2015年完成私有化、退出美国市场，完美环球通过增发股份的方式将游戏产业注入上市公司，并更名为“完美世界”，自此，公司完成游戏、影视业务的全面整合。
- **手握精品项目，入局腾讯游戏。**公司IP储备丰富，一方面围绕前期的超级IP，通过升级前作、端转手等方式保持IP热度；另一方面加大对新IP的研发，相关产品如《完美世界》手游版等受到用户热捧。从游戏的类型来看，公司主要专注RPG重度游戏，目前具备多个优质RPG游戏储备，预计2019年上新作品11款；同时，公司亦积极布局女性、二次元游戏领域，产品线进一步拓宽，部分游戏上线后即居下载榜前列。受益自研游戏的高质量，公司目前有三款游戏进入腾讯游戏供给体系，借助其巨大流量入口及多次打造网红游戏的经验之下，成就爆款未来可期。
- **代理游戏加持，电竞及Steam运营方。**公司是全球热门竞技游戏《DOTA2》、《CS: Go》国服独家代理商，两款游戏多年来用户基础保持稳定，代理分成收益稳定可观。借助《DOTA2》代理权，公司积极切入电子竞技，近3年在全球举办了18场赛事，举办经验日趋丰富，有望领跑电竞行业。同时，公司独家参与Steam中国运营，借助深耕国内游戏市场经验，在推动Steam本地化运营上优势尽显，用户基础扩大可期。据我们粗略推算Steam亚洲市场规模约为1.46亿美元，市场空间巨大，预计公司后期运营分成收益较为可观。
- **自研实力强劲，云游戏未来可期。**公司不断加大研发费用的投入，2018年研发费用达到14.13亿元，同比增加7.76%。其中，研发投入占游戏营收比重、研发人员数量占比分别为26.22%和65.65%，处于行业第一梯队。受此带动，公司自研能力提升明显，持续推出包括《完美世界》手游版等多个热门游戏。同时，公司亦积极探索AR/VR及云计算等新型技术与游戏的融合发展，相关技术持续推进。预计未来云游戏的推出有助于公司大型、重度游戏进一步推广及渗透。
- **剥离院线业务，聚焦内容制作。**在近年电影市场持续疲弱背景下，公司2018年初剥离院线业务，进一步专注上游制作。在内容为王的战略下，公司2018年推出多部精品电视剧与电影，部分作品如《烈火如歌》等收获较好的流量及口碑，制作能力不断提升。截止2018年底，公司分别储备了36部电视剧及10部电影作品，部分作品有望于今年推出市场，预计后期作品的质量与口碑有望得到延续。
- **投资建议：维持谨慎推荐评级。**预计公司2019、2020年的EPS为1.63元和1.84元，对应PE为14.5倍和12.87倍。
- **风险提示：政策转向，产品推进不及预期，股权质押风险等。**

目 录

1. 公司简介：国内最大影游综合体之一	4
2. 市场分析：精品游戏市场巨大，头部厂商价值凸显	4
2.1 行业增速放缓，头部效应加剧	4
2.2 精品自研游戏为主，多元游戏类型发力	7
2.3 立足政策风向及技术演进，把握行业发展机遇	8
3. 手握精品项目，入局腾讯游戏	10
3.1 端手游持续发力，成功跻身头部厂商	10
3.2 精品游戏储备丰富，携手腾讯爆款可期	12
4. 代理游戏加持，电竞及 Steam 运营方	14
5. 自研实力强劲，云游戏未来可期	17
6. 剥离院线业务，聚焦内容制作	18
7. 投资建议	19
8. 风险提示	20

插图目录

图 1：我国游戏市场销售规模	4
图 2：我国移动游戏市场销售规模	4
图 3：我国端游游戏市场规模	5
图 4：游戏版号审批情况	5
图 5：我国游戏用户规模	5
图 6：我国移动游戏用户规模	5
图 7：我国端游用户规模	5
图 8：我国网络游戏细分市场结构	6
图 9：2018 年我国泛娱乐 APP 使用总时长占比	6
图 10：2018 年我国游戏市场发行竞争格局	6
图 11：我国自研游戏市场规模	7
图 12：我国自研游戏市场占比	7
图 13：2018 年收入前 100 移动游戏类别收入	7
图 14：移动重度游戏近 3 年收入占比	7
图 15：我国女性用户游戏市场规模	8
图 16：我国女性游戏用户规模	8
图 17：我国二次元游戏市场规模	8
图 18：我国二次元游戏用户规模	8
图 19：5G、4G 关键能力对比	10
图 20：因掉线流失的游戏用户占比	10
图 21：公司旗下游戏（更新至 2019/06/30）	10
图 22：29 家 A 股上市的游戏公司业务营收统计	11
图 23：端游营业收入情况	11
图 24：端游毛利率	11
图 25：移动游戏收入情况	12
图 26：移动游戏毛利率	12
图 27：2019Q1 移动游戏流水排名	12
图 28：完美世界 201301-201509 月度运营数据	13
图 29：梦间集天鹅座宣传图	13

图 30 : 云梦四时歌宣传图.....	13
图 31 : 腾讯手游 201710-201810 月均 DAU.....	14
图 32 : 2018 年 Steam 游玩时长排行榜.....	15
图 33 : DOTA2 全球市场规模.....	15
图 34 : Steam 平台 DOTA2 日活用户.....	15
图 35 : Steam 平台 CS: GO 日活用户.....	15
图 36 : Steam 平台近 3 年全球注册用户.....	16
图 37 : Steam 平台近 3 年中国注册用户.....	16
图 38 : 2017 年 Steam 收入地区占比.....	17
图 39 : 公司近 3 年研发支出情况.....	17
图 40 : 游戏业务营收前十 A 股公司 2018 年研发费用占游戏收入比例.....	18
图 41 : 游戏业务营收前十 A 股公司 2018 年研发人员占总员工数量比例.....	18

表格目录

表 1 : 各地电竞政策.....	9
表 2 : 完美世界近 3 年举办的 DOTA2 赛事.....	15
表 3 : 公司盈利预测简表 (截止 2019/07/19).....	20

1. 公司简介：国内最大影游综合体之一

国内最大影游综合体之一。2004 年，完美世界游戏正式成立，成功推出多款热门游戏，其中包括《完美世界》、《诛仙》等，至今仍保持稳定的用户及流水。2007 年，完美世界游戏成功在纳斯达克上市，在投资者的热捧下，股价最高升至 37.25 美元，市值一度突破 16 亿美元。2008 年，完美世界影视成立，公司开始涉足影视制作、院线渠道等业务，并于 2014 年登陆 A 股市场，简称为“完美环球”。随后，完美世界游戏 2015 年完成私有化、退出美国市场，完美环球通过增发股份的方式将游戏产业注入上市公司，并更名为“完美世界”，自此，公司完成游戏、影视业务的全面整合。

2. 市场分析：精品游戏市场巨大，头部厂商价值凸显

2.1 行业增速放缓，头部效应加剧

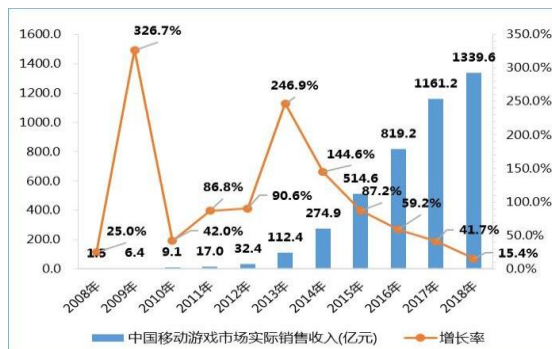
行业增速放缓，政策调整系主因。2018 年我国游戏市场销售规模为 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，增速大幅放缓，较 2017 年下降近 17.7 个百分点。其中，移动游戏市场实际销售收入 1339.6 亿元，同比增长 15.4%，增速同比下降 26.3 个百分点；端游销售收入 619.6 亿元，同比下降 4.5%，增速下滑近 16 个百分点。整体来看，行业 2018 年整体表现疲软，与版号政策出现调整密切相关。2018 年 5 月广电总局暂停审批游戏版号，全年获得版号游戏数量同比减少 78%，产品供给大幅减少，导致部分热门产品无法实现流量变现，仅靠存量游戏拉动的市场增长乏力。

图 1：我国游戏市场销售规模



数据来源：GPC&CNG，东莞证券研究所

图 2：我国移动游戏市场销售规模



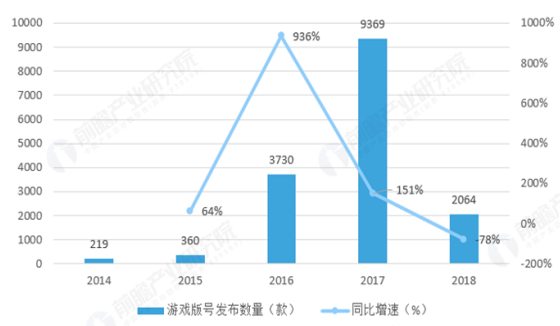
数据来源：GPC&CNG，东莞证券研究所

图 3：我国端游游戏市场规模



数据来源：GPC&CNG，东莞证券研究所

图 4：游戏版号审批情况



数据来源：前瞻研究院，东莞证券研究所

用户逐渐饱和。2018年我国游戏用户的规模为6.26亿人次，同比增长7.3%，增速维持个位数。其中，移动游戏用户规模同比增长9.2%，端游用户规模同比下降5%。目前，移动游戏、端游用户的爆发式增长时期已经过去，后期大规模增长的空间逐渐萎缩。这主要是早期受计划生育影响而成长的新用户不断缩减、放开二胎后的增量人口年龄尚轻，游戏用户存在一定的断层，我们预计用户增量红利逐渐消退。面对存量用户市场，转变游戏从“重量”到“重质”的发展思路，推出高质量、精品化游戏是厂商后期保持生命力的必经之路。

图 5：我国游戏用户规模



数据来源：GPC&CNG，东莞证券研究所

图 6：我国移动游戏用户规模

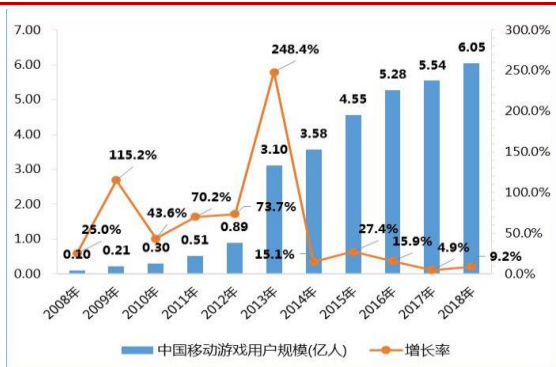


图 7：我国端游用户规模

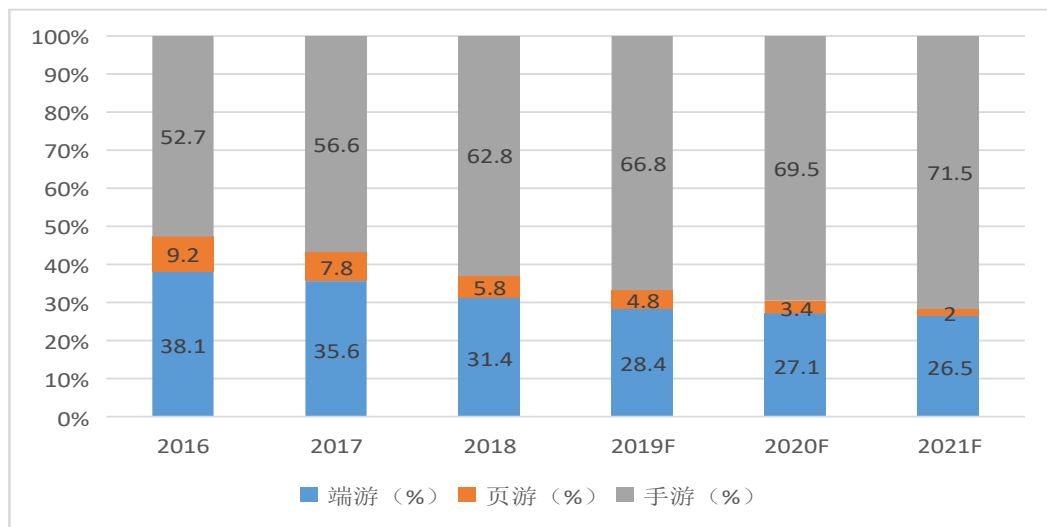


数据来源: GPC&CNG, 东莞证券研究所

数据来源: GPC&CNG, 东莞证券研究所

细分领域来看, 移动游戏独占鳌头。随着移动终端渗透率不断提升, 在流量提速降费助推下, 移动游戏迎来发展黄金时期。截止 2018 年底, 我国移动游戏占网络游戏市场的比重达到 62.8%, 首次突破 60%, 较 2017 年提升了 6.2 个百分点。端游、页游占游戏市场的比例为 3.4%、27.1%, 预计未来端游占比趋向稳定, 页游生存空间则逐渐萎缩。据易观预测, 移动游戏市场仍有进一步上升的空间, 预计 2021 年市占率将超过 70%, 达到 71.5%。

图 8: 我国网络游戏细分市场结构



数据来源: 易观, 东莞证券研究所

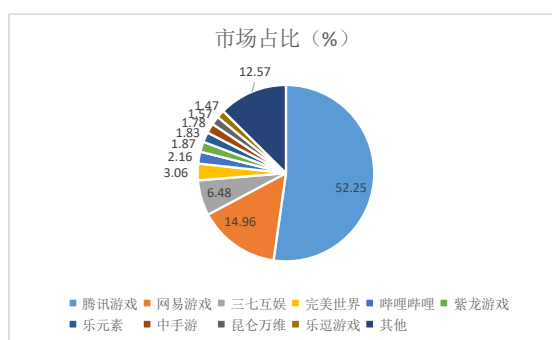
竞争渐趋激烈, 头部效应明显。从行业外部竞争来看, 泛娱乐 APP 对移动游戏的挤出作用有所增强。据易观智库对我国泛娱乐 APP 使用总时长占比的统计, 2018 年 12 月游戏 APP 总时长占比为 16.6%, 较 2018 年 1 月份下滑 6 个百分点, 下降幅度显著; 排名上, 从第二位下跌至第三位。而短视频、移动阅读 APP 则实现弯道超车, 两者在 2018 年 12 月的使用总时长占比分别较 1 月份提高 8 个百分点、2.1 个百分点, 分别处于榜单第二、第四名, 对移动游戏市场形成夹击。从内部竞争来看, 移动游戏呈现一家独大的局面。2018 年 Top10 厂商占据接近 90% 市占率, 其中, 仅腾讯游戏一家厂商市场份额超过 50%, 头部效应明显; 远远领先网易游戏 (14.96%)、三七互娱 (6.48%) 及完美世界 (3.06%)。

图 9: 2018 年我国泛娱乐 APP 使用总时长占比

	一月	十二月
长视频	44.9%	39.1%
游戏	22.6%	20.8%
短视频	12.8%	20.8%
阅读	12.0%	14.1%
音频	5.3%	5.8%
直播	1.5%	2.0%
动漫	0.9%	1.6%

数据来源: 易观, 东莞证券研究所

图 10: 2018 年我国游戏市场发行竞争格局



数据来源: 易观, 东莞证券研究所

2.2 精品自研游戏为主，多元游戏类型发力

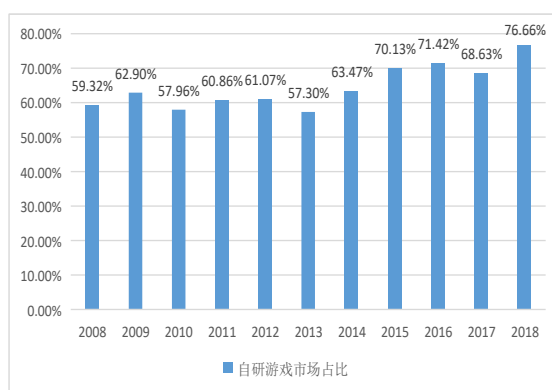
自研游戏市场巨大。2018 年我国自主研发游戏市场规模达到 1643.9 亿元，同比增长 17.6%，增速连续 3 年显著高于游戏市场整体增长速度。同时，自研游戏市场规模占游戏市场总规模的比例亦进一步上升，2018 年占比为 76.66%，同比增加 8.03 个百分点。由于自研游戏在内容、玩法上普遍较有吸引力，用户也愿意为之买单；同时，我们上面提到游戏精品化为大势所趋，而自主研发的游戏质量往往更高，预计未来自研游戏占比仍有进一步提升空间。

图 11：我国自研游戏市场规模



数据来源：GPC&CNG，东莞证券研究所

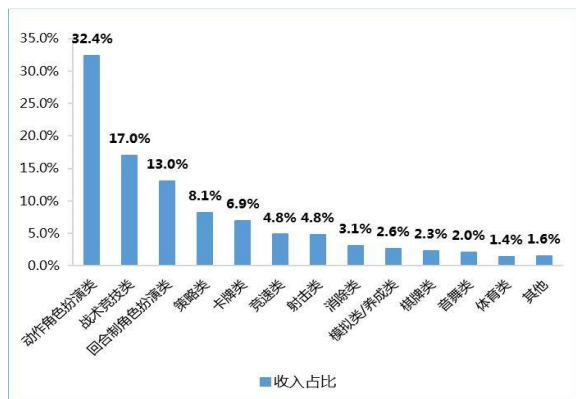
图 12：我国自研游戏市场占比



数据来源：GPC&CNG，东莞证券研究所

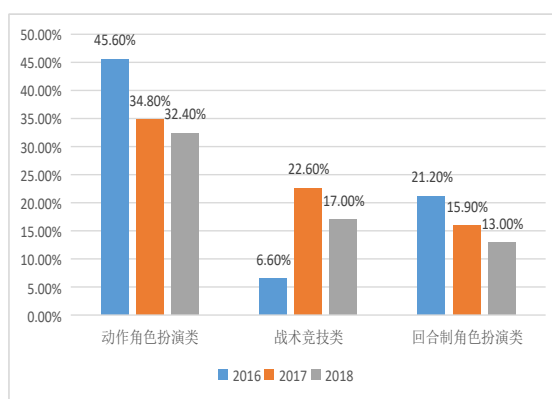
从游戏的类型来看，重度游戏占比仍较高，但热度有所下滑。据 GPC 和 CNG 数据，从 2018 年收入 Top100 移动游戏的类别来看，以动作角色扮演类、战术竞技、回合制角色扮演类为主，三者收入占比分别为 32.4%、17%、13%，合计高达 62.4%，占移动游戏市场超过一半份额。虽然从市场规模来看，重度游戏为大部分用户首选，但近三年来热度有所下降，三者收入占比合计连续三年出现下滑，2018 年占比同比下滑近 11 个百分点。我们认为重度类型游戏热度的下降主要有两个原因：1）多款同类型游戏不间断上线，玩法并没有出现大突破，对用户造成一定的审美疲劳；2）用户需求被深挖，细分领域游戏获得重视，部分用户受到分流。

图 13：2018 年收入前 100 移动游戏类别收入



数据来源：GPC&CNG，东莞证券研究所

图 14：移动重度游戏近 3 年收入占比

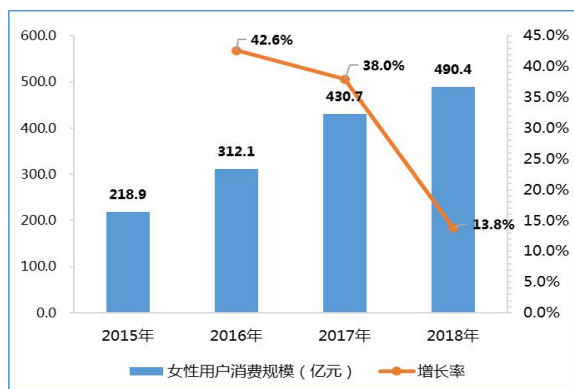


数据来源：GPC&CNG，东莞证券研究所

针对女性、二次元游戏有望突围而出。据 GPC 和 CNG 数据，2018 年女性用户游戏市场

销售收入、用户人次的同比增速分别达到 13.8%、11.5%，增速均高于同期整体游戏市场。其中，据艾瑞咨询报告显示，2018 年女性用户的数量占比达到 42.2%，即平均每十个游戏玩家中，有四个是女性用户。但目前市场针对女性用户的游戏产品数量较少，与其需求不相匹配；同时，女性用户付费意愿仍有巨大的提升空间。另外，随着二次元受众群体不断扩大，2018 年为 3.7 亿人次 (YoY: +15.63%)，对相关二次元游戏的需求也随之旺盛；2018 年二次元游戏市场销售收入为 190.9 亿元，同比增长近 20%。在女性、二次元游戏的旺盛需求之下，我们认为这两个细分领域的游戏未来市场潜力巨大。

图 15: 我国女性用户游戏市场规模



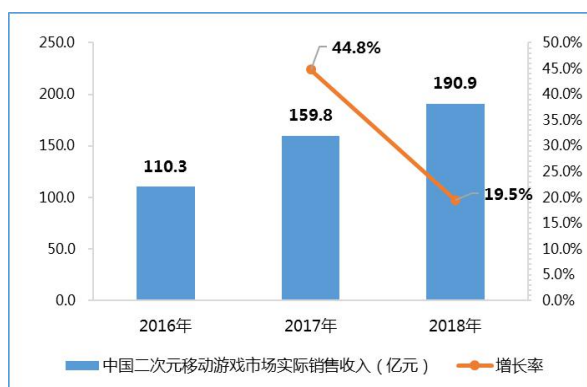
数据来源: GPC&CNG, 东莞证券研究所

图 16: 我国女性游戏用户规模



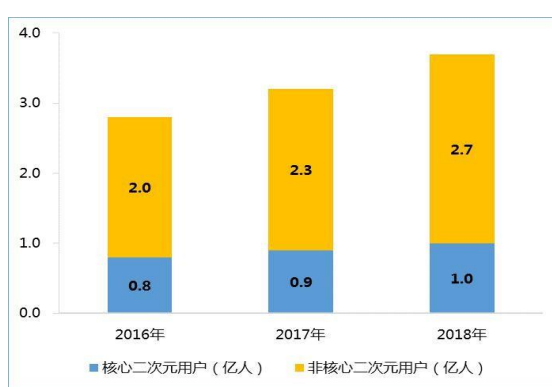
数据来源: GPC&CNG, 东莞证券研究所

图 17: 我国二次元游戏市场规模



数据来源: GPC&CNG, 东莞证券研究所

图 18: 我国二次元游戏用户规模



数据来源: GPC&CNG, 东莞证券研究所

2.3 立足政策风向及技术演进，把握行业发展机遇

大方向来看，监管趋严，集中度有望提升。经历半年版号暂停审核后，2019 年初新闻出版广电总局先后下发 5 批积压的国产游戏版号申请。4 月，总局官网重新上线版号申请文件，被视为版号申请回归正常化的举措。但同时，总局对新报游戏的审核标准进一步提升和细化，官斗、棋牌主题游戏原则上不再受理，有意引导游戏融入主流价值、走精品原创的道路。同时，监管部门进一步加强对青少年游戏时长、充值消费等管控。在这个趋势下，我们预计监管趋严大概率为常态。在应对政策变化上，尾部厂商由于资本实

力较弱、缺乏精品原创能力，多处于弱势地位，经营压力进一步加大，行业或迎来新一轮洗牌。而头部厂商往往具备资金及自研实力，面对政策转向的韧性较强，有望进一步蚕食市场份额。

细分方向来看，电竞政策落地，产业化未来可期。目前，北京、上海、海南等地已出台支持发展电竞产业的相关政策，在资金、税收等方面给予一定扶持。具体来看，2019年6月20日，海南发布“海六条”，从资金、人才、税收、出入境、赛事审批、转播等六方面制定相应的扶持政策，促进电竞事业发展。其中，海南生态软件园设立10亿元的电竞产业专项基金，用以支持、孵化电竞企业，提供赛事及俱乐部落地补贴，有效地提振了电竞行业信心。预计在纲领政策发布后，相关细化政策及配套设施落地有望提速，电竞产业未来可期。

表 1：各地电竞政策

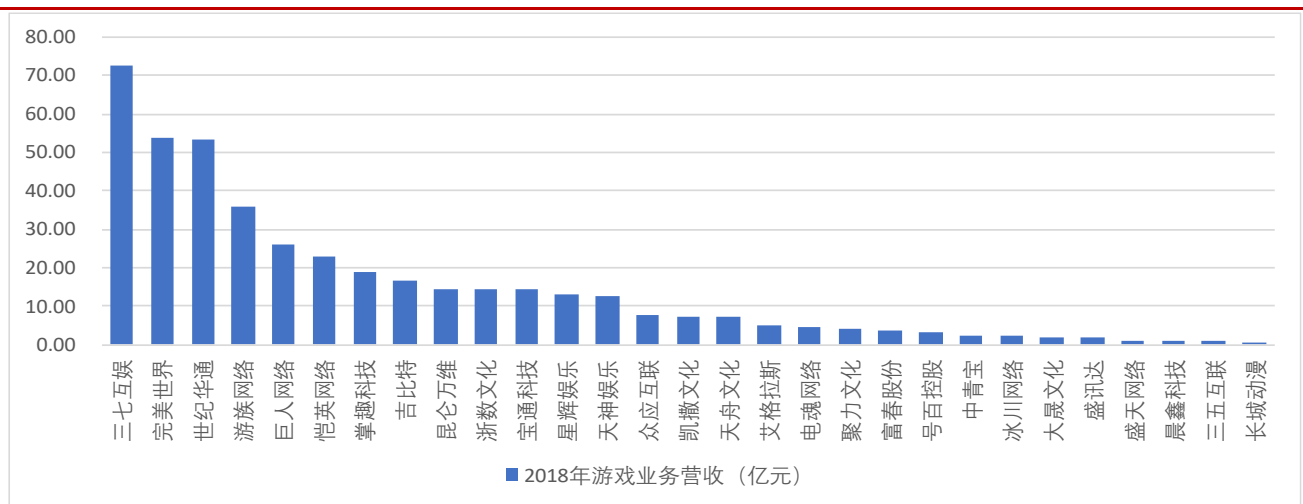
时间	地点	政策	主要内容
2018/07/13	北京	《关于推进文化创意产业创新发展的意见》	聚焦动漫游戏，要支持原创动漫平台建设，扶持优秀作品创作生产，加强移动终端动漫作品的开发推广。同时，支持举办高品质、国际性的电子竞技大赛，促进电竞直播等网络游戏产业健康发展。
2018/08/03	西安	《西安曲江新区关于支持电竞游戏产业发展的若干政策》	从事电竞、游戏、“文化+互联网”产业相关业务的电竞企业最高奖励金额达到一个亿元。
2019/06/12	上海	《关于促进上海电子竞技产业健康发展的若干意见》	力争3至5年内，全面建成“全球电竞之都”。建立健全电竞产业发展标准化体系，构建资源要素集聚、基础设施完善、营商环境良好的电竞产业生态圈等。
2019/06/20	海南	《海南国际电竞港专项政策》	为全力打造“海南国际电竞港”，海南将在建基金、引人才、低税率、免签证、简审批、建窗口等六个方面推出相应的支持政策。

资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

技术上，云游戏为大势所趋。2019年6月6日，工信部正式发放5G牌照。第五代通信技术，不仅能大幅提升用户上网速度，还具有低时延、高可靠、低功耗的特点，峰值速率更是达到数十Gbps，相比4G提升了一个量级。在5G高速传输的支撑下，游戏有望改变目前在本地运行的方式，改以云端服务器储存游戏所需的数据，将渲染后的画面传输回终端。对用户来说，游戏云端运行，能以高帧速率运行图形最为密集的游戏，不需要担心终端设备无法匹配大型游戏，有助于降低用户获取优质游戏的成本。同时，游戏上云能有效降低时延，减少因服务器质量差、卡顿掉线等原因出现用户流失，极大增强用户体验。而对厂商来说，云游戏解决了游戏无法跨平台的痛点，使得安卓、苹果游戏互联成为可能，设计师无需在多种语言和框架中切换，降低了后期的开发成本。目前，云游戏在我国仍处于起步阶段，无论是聘请基于云架构的游戏研发人员，或是对高速带宽云端服务器租用，前期投入成本及风险较大，中小型厂商或望而却步。而头部厂商由于具备资金及研发优势，往往成为推动新技术的尝鲜者，抢先占有云游戏市场。

率达到 3.06%，仅次于腾讯、网易及三七互娱，目前已成功跻身头部厂商。由于目前主机游戏收入占公司营收比例较低，对业绩贡献度较微，下面主要分析公司端游、手游情况。

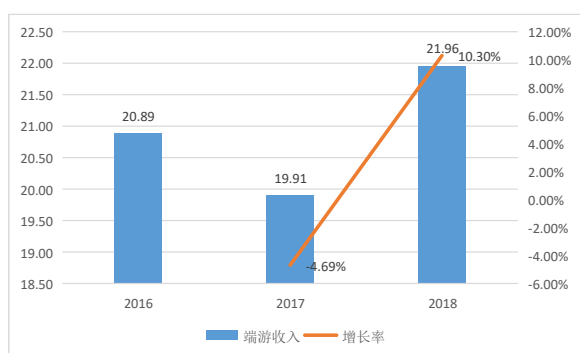
图 22：29 家 A 股上市的游戏公司游戏业务营收统计



数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

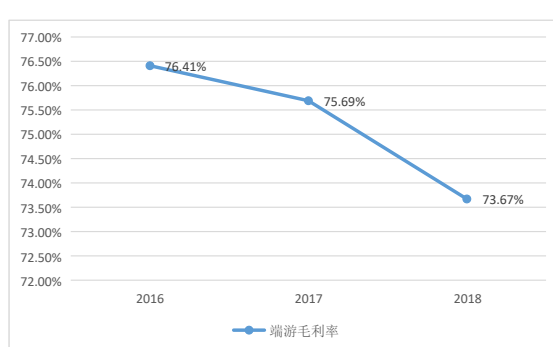
端游营收有所提升。公司 2018 年端游营业收入达到 21.96 亿元，同比增加 10.3%。在端游市场规模出现同比下滑的情况下，公司营收仍能逆势增长，主要系旗下数款经典端游，如《完美世界》、《DOTA2》及《诛仙》等，多年来深耕用户，拥有稳定的用户基础，贡献稳定可观的流水。盈利能力方面，受运营成本增加影响，端游毛利率有所下滑，2018 年同比下降近 2 个百分点至 73.67%。

图 23：端游营业收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

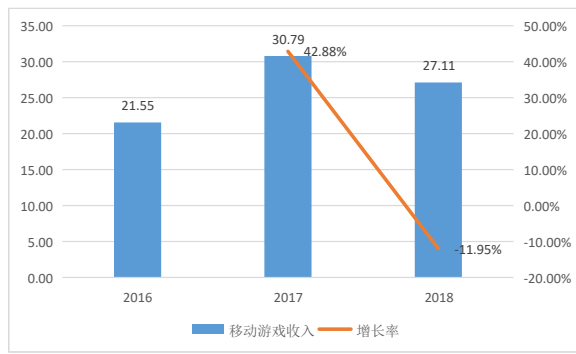
图 24：端游毛利率



数据来源：wind，东莞证券研究所

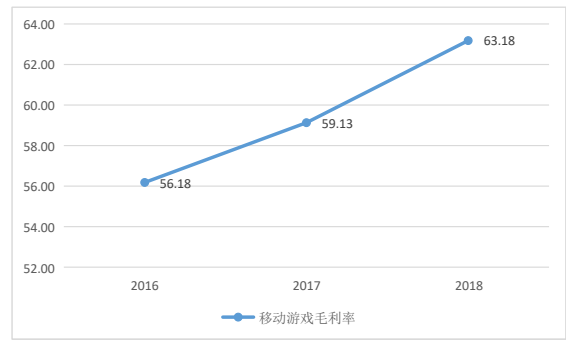
手游毛利率不断提升。受版号暂停审核影响，公司 2018 年新游戏的推出受延期，全年仅 4 款游戏获批，较 2017 年减少 6 款。因此，公司 2018 年手游业务收入出现较大幅度下降，同比下滑 11.95% 至 27.11 亿元。毛利率方面，公司 2018 年手游毛利率达到 63.18%，同比提升 4.05 个百分点，连续 3 年呈稳步上升的趋势，盈利能力不断提升。

图 25: 移动游戏收入情况



数据来源: wind, 东莞证券研究所

图 26: 移动游戏毛利率



数据来源: wind, 东莞证券研究所

3.2 精品游戏储备丰富, 携手腾讯爆款可期

IP 储备丰富, 积极开发多元项目。一方面, 公司围绕早期开发的超级 IP, 积极拓展 IP 的游戏范围, 吸引与巩固前期积累的粉丝, 进一步降低获客成本, 延长 IP 生命周期。具体来看, 一是采取升级前作的方式, 推出全新的剧情、更新游戏人物及玩法, 如《诛仙》升级为《新世纪诛仙》等; 二是通过“端转手”, 将热门端游 IP 移植到手游上, 如《完美世界》、《神雕侠侣》等。其中, 《完美世界》手游版 2019 年 3 月份成功上线, 当月月活用户达到 1370 万, 一季度预估流水超过 10 亿元, 市场反映好于预期。另一方面, 公司不断加大对新 IP 研发与创新, 增强用户新鲜感。其中, 公司 2018 年推出全新 IP《云梦四时歌》内测反应较好, 2019 年 5 月上线后, 首月下载量稳居 iOS 卡牌类游戏前 4。据公司公告, 预计 2019 年继续打造 8 个超级 IP 和 10 个新 IP 游戏; 在 IP 的持续驱动下, 有望进一步发挥粉丝效应, 畅销转长销可期。

图 27: 2019Q1 移动游戏流水排名

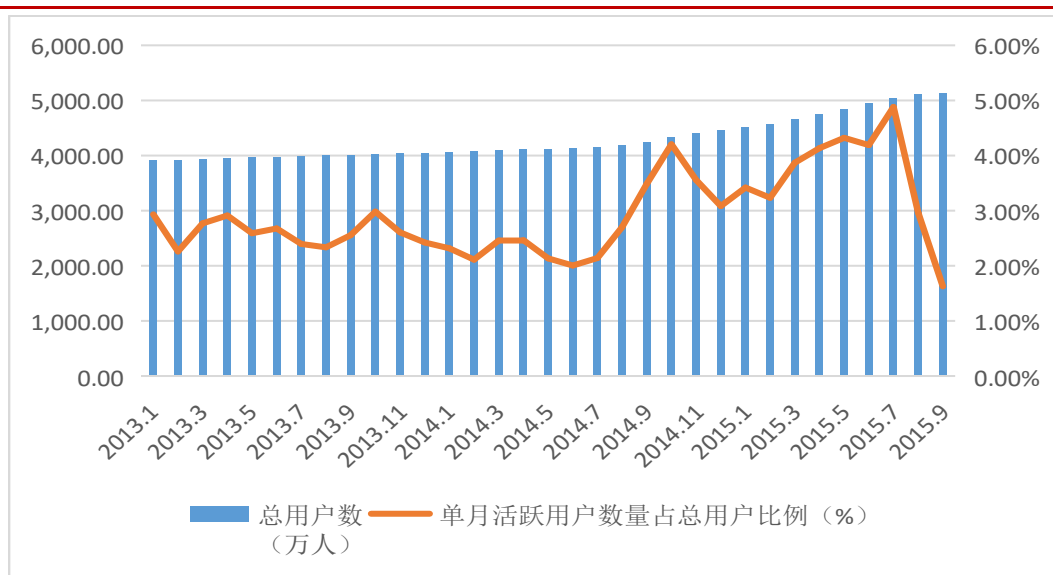
排名	游戏名称	游戏类型	较上一季度排名变化	第一季度全平台流水测算 (亿元)
1	王者荣耀	MOBA类	—	40.00
2	梦幻西游	回合制RPG类	—	25.00
3	QQ飞车	竞速类	-1	20.00
4	完美世界手游	MMORPG	new	15.00
5	阴阳师	回合制RPG类	—	12.00
6	明日之后	生存类	+3	10.00
7	乱世王者	策略类	-4	8.00
8	QQ炫舞	音舞类	-2	7.00
9	大话西游	回合制RPG类	+2	6.00
10	Fate/Grand Order	卡牌类	-11	5.00

数据来源: 伽马数据, 东莞证券研究所

深耕 RPG 游戏, 市场空间仍存。公司 2004 年起先后推出《完美世界》、《诛仙》、《倚天屠龙记》等多款角色扮演游戏, 获得玩家一致好评, 多年贡献稳定流水。其中, 据目前可查数据显示, 截止 2015 年 9 月, 上线近十一年的《完美世界》用户总量仍在稳步上升, 2015 年 9 月累计注册用户达到 5127 万人次, 同比增长超过 20%; 单月活跃用户

数量占累计注册用户比例基本维持在 2% 以上, 活跃用户群体较为稳定。在多年专注 RPG 游戏开发下, 公司拥有丰富的开发经验, 对用户的游戏需求有深入了解。公司 2019 年将继续推进旗下 11 款 RPG 游戏的自主研发; 其中 3 款已取得上线版号, 分别为《完美世界》手游版、《烈火如歌》、《神雕侠侣 2》。由于目前市场对于 RPG 游戏的热度依然存在, 拥有大批用户基础, 预计未来大幅度降温的可能性不大。鉴于公司具备优质 RPG 游戏储备及开发经验, 市场份额有望进一步获得巩固。

图 28: 完美世界 201301-201509 月度运营数据



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

积极拓展细分领域。我国游戏市场已经进入存量竞争, 重度游戏领域竞争呈现一超多强局面, 竞争格局逐渐成型。而部分细分领域相对于 RPG、竞技射击类, 市场增长潜力较大、竞争压力较小。但目前游戏厂商对部分细分用户的需求不够重视, 特别是较为缺乏专门针对女性、二次元类的精品原创游戏。因此, 公司积极布局女性、二次元领域, 深挖女性及二次元用户的游戏需求。目前, 公司已开发面向女性玩家 IP《梦间集》, 其中《梦间集天鹅座》以咖啡馆模拟经营为主线, 有望于近期上线公测。同时, 公司也推出面向二次元的卡牌类游戏《云梦四时歌》, 在腾讯的独家代理下, 上线首月占据 iOS 卡牌游戏下载量前 4。

图 29: 梦间集天鹅座宣传图



数据来源: 互联网公开资料, 东莞证券研究所

图 30: 云梦四时歌宣传图

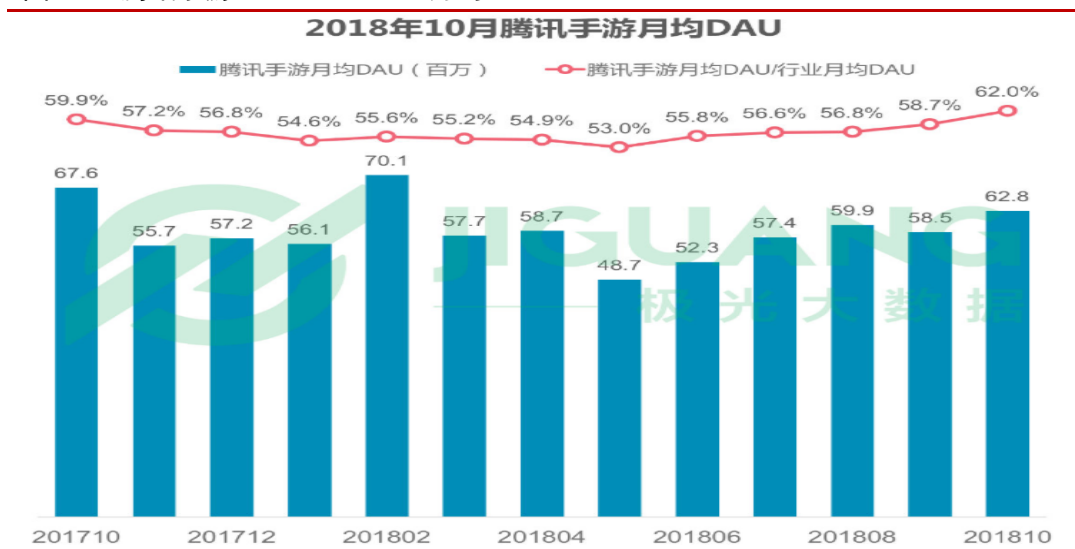


数据来源: 互联网公开资料, 东莞证券研究所

依托腾讯入口, 成就爆款有望提速。据极光大数据对腾讯手游 2017 年 10 月至 2018 年

10月用户数据统计,依托微信及QQ等即时聊天软件作为引流,腾讯手游月均DAU用户多接近六千万人次,占行业月均DAU比例基本维持在53%以上,市占率较高。在巨大的流量入口以及腾讯成功多次打造网红游戏的经验之下,公司目前旗下有三款游戏由腾讯独家代理,分别为《完美世界》手游版、《云梦四时歌》、《我的起源》等,亦有望进一步成为热门游戏。通过自研代发游戏的方式,公司既能收取稳定的流水分成,又能避免因投入巨大运营及推广成本所带来的经营风险。

图 31: 腾讯手游 201710-201810 月均 DAU



数据来源: 极光大数据, 东莞证券研究所

4. 代理游戏加持, 电竞及 Steam 运营方

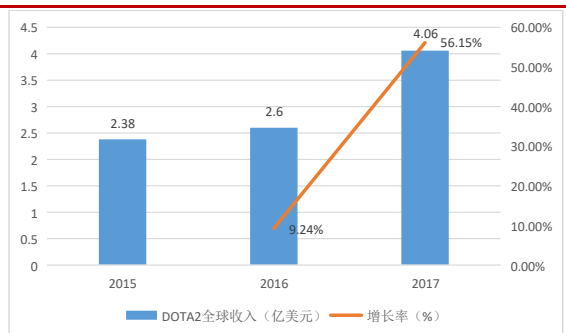
热门竞技游戏国服代理。 Valve 游戏研发公司分别于 2007 年和 2013 年推出《CS: Go》和《DOTA2》, 两款竞技游戏与 LOL 并列全球三大竞技游戏。据 GMG 数据, 2018 年 Steam 平台累计游戏时间最长的 Top2 游戏为《CS: Go》、《DOTA2》, 分别达到 1.93 亿小时和 1.77 亿小时。其中, 《DOTA2》2017 年全球市场规模达到 4.06 亿美元, 同比大幅增长 56.15%; 近 3 年日活跃用户数量保持在 70 万人次以上, 用户基础稳定, 对于一款发行超过 6 年的游戏实属难能可贵。而公司先后在 2013 年、2016 年获得《DOTA2》、《CS: Go》国服独家代理权, 由于相关运营数据并无公开, 基于两款游戏多年来热度依旧、用户稳定的基础上, 预计每年的代理分成给公司带来的受益较为持续可观。

图 32：2018 年 Steam 游玩时长排行榜



数据来源：GMG，东莞证券研究所

图 33：DOTA2 全球市场规模



数据来源：statista，东莞证券研究所

图 34：Steam 平台 DOTA2 日活用户



数据来源：steamchart，东莞证券研究所

图 35：Steam 平台 CS: GO 日活用户



数据来源：steamchart，东莞证券研究所

电竞赛事布局渐趋完善。公司 2016 年借助《DOTA2》国内独家代理权切入电子竞技赛事，近 3 年来在全球范围内共举办了 18 场赛事，主办经验渐趋丰富。其中，公司 2018 年举办赛事 6 场，以 1 美元兑 6.86 元人民币换算，当年累计奖金高达 1.93 亿元。另外，公司 2019 年 8 月将协助 Valve 在上海举办国际顶级赛事 Ti9，这是该赛事首次落地中国，有助进一步提升公司国际电竞赛事的举办及运营经验。据 Esports Charts 数据显示，2018 年在网络平台上观看 Ti9 决赛的峰值人数达到 1496 万人，其中，中文转播峰值人数为 1381 万人次，占比高达 92.3%。由于赛事的中文用户受众庞大，作为国内独家协办商，公司有望享受赛事广告、转播等带来的巨大附加收益。同时，我们认为随着电竞政策的逐步落地，在国家政策的支持下，电竞领域将迎来发展的黄金时期。借助于前期积累的举办经验及相关热门竞技游戏的独家代理，公司优势尽显，有望进一步领跑行业。

表 2：完美世界近 3 年举办的 DOTA2 赛事

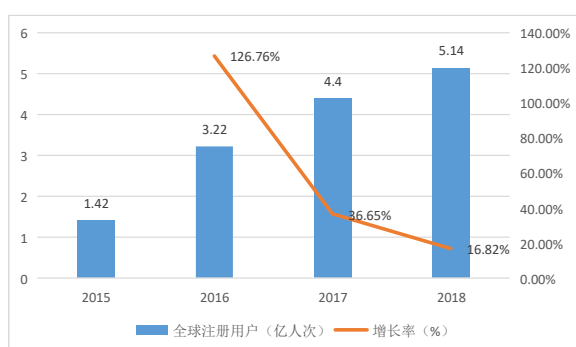
时间	赛事	地点	奖金
2018	城市挑战赛	全国	19 万元人民币
	完美世界全国高校联赛	全国	28 万元人民币
	DOTA2 国际邀请赛	温哥华	2553 万美元
	DOTA2 超级锦标赛	上海	150 万美元
	全国高校联赛	全国	28 万元人民币
	亚洲邀请赛	上海	100 万美元
2017	完美大师赛	上海	30 万美元

	国际邀请赛	西雅图	2478 万美元
	国际邀请赛中国赛区地区预选赛	中国	-
	国际邀请赛	-	-
	基辅特级锦标赛	乌克兰基辅	300 万美元
	拯救者杯高校联赛	上海	20 万元人民币
	亚洲邀请赛	上海	62 万美元
2016	波士顿特级锦标赛	波士顿	300 万美元
	国际邀请赛	西雅图	2077 万美元
	国际邀请赛中国区预选赛	华西村	-
	马尼拉特技锦标赛	马尼拉	300 万美元
	上海特技锦标赛	上海	300 万美元

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

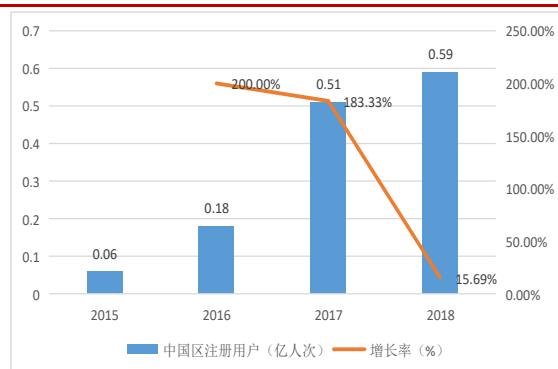
Steam 中国独家运营商，市场空间巨大。 Steam 成立于 2002 年，是目前全球最大的游戏发行平台之一。据第三方数据显示，2018 年 Steam 全球注册用户达到 5.14 亿人次，平均每月活跃用户高达 9 千万人次。其中，2018 年中国用户达到 5900 万人次，同比增长 15.6%。目前，国内用户仍然需要通过国际服进入 Steam，时延问题的存在不利于用户体验感的提升，进一步掣肘着我国 Steam 用户的渗透。2018 年公司宣布与 Valve 达成合作协议，成为 Steam 中国独家运营商。由于公司深耕国内游戏市场多年，对用户偏好具备敏锐触觉，在推动 Steam 中国本地化运营上具备先发优势，有望进一步吸引用户回归国服。从目前公开数据来看，2017 年 Steam 全球收入达到 43 亿美元，按照 2018 年 Steam 分成比例最低下降至 20% 及 2017 年 Steam 亚洲市场贡献 17% 营收推算，粗略推算整个亚洲市场规模为 $43 \times 20\% \times 17\% = 1.46$ 亿美元，市场空间巨大。公司作为国内独家运营方，预计后期运营分成收益较为可观。

图 36：Steam 平台近 3 年全球注册用户



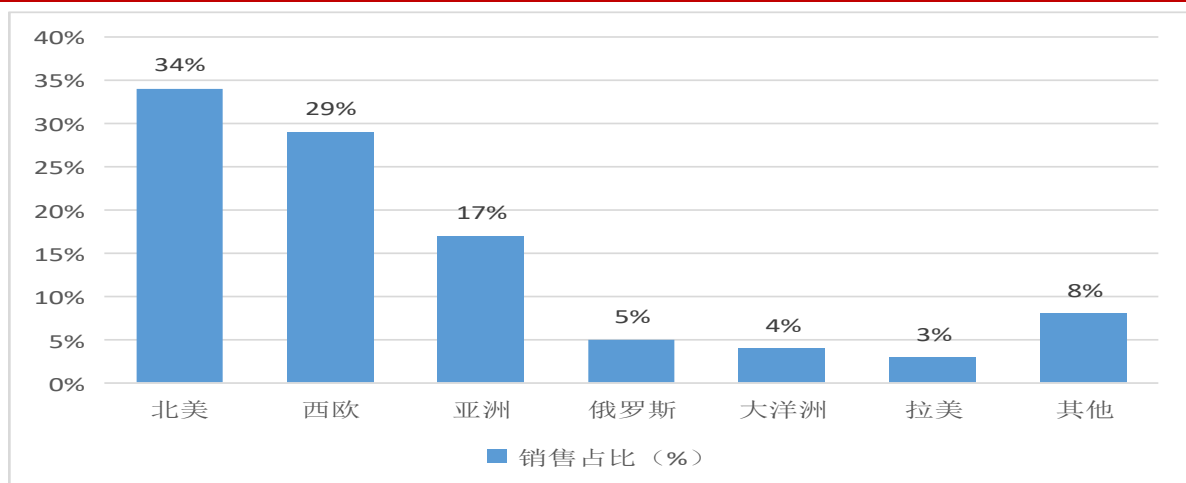
数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

图 37：Steam 平台近 3 年中国注册用户



数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

图 38: 2017 年 Steam 收入地区占比

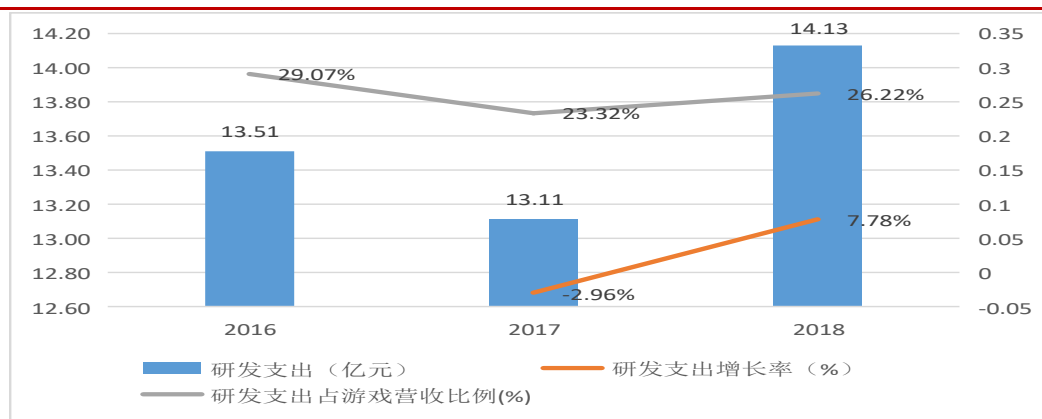


数据来源: statista, 东莞证券研究所

5. 自研实力强劲，云游戏未来可期

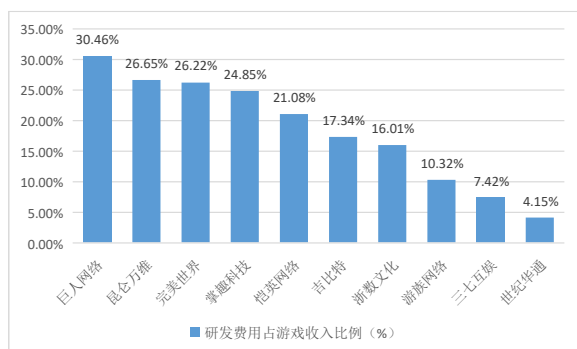
研发投入不断加码，自研能力持续提升。公司十分重视游戏内容开发，不断加大研发费用的投入，2018 年研发费用达到 14.13 亿元，同比增加 7.76%。由于公司同时涉及游戏、影视两项业务，采用研发费用占营收比例并不能较好反映公司实际研发的投入，因此以研发费用占游戏收入的比例作为公司研发投入程度的指标。通过选取游戏业务营收前十的 A 股上市公司，对比其中的研发费用占比，我们发现公司 2018 年研发费用占比高达 26.22%，排在样本第 3 位。从研发人员数量来看，公司 2018 年研发人员达到 2823 位，占总员工数量的比例高达 65.65%，排在样本第 5 位。无论是从研发投入，或者团队实力来看，公司研发能力处于行业第一梯队。受此带动，公司自研能力提升明显，近年不断推出多个热门游戏。预计 2019 年有望集中上线多款精品自研游戏，涉及 RPG、卡牌、模拟类等题材。其中，自研手游、端游分别预计上新 15 款、1 款作品，跨平台作品 3 款。

图 39: 公司近 3 年研发支出情况



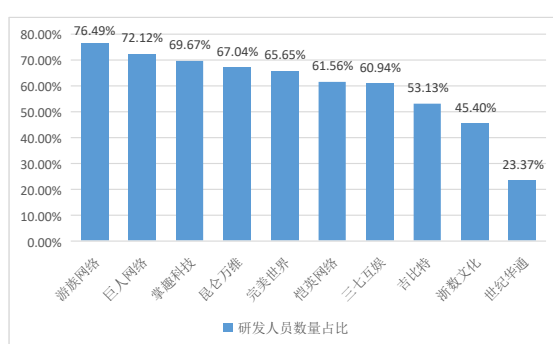
数据来源: wind, 东莞证券研究所

图 40: 游戏业务营收前十 A 股公司 2018 年研发费用占游戏收入比例



数据来源: wind, 东莞证券研究所

图 41: 游戏业务营收前十 A 股公司 2018 年研发人员占总员工数量比例



数据来源: wind, 东莞证券研究所

把握技术革新, 促进游戏融合。在 5G 商用进程渐行渐近下, 公司积极探索 AR、VR 及云计算等新型技术与游戏的融合发展, 研究技术演进对游戏内容形式、搭载技术的创新运用。目前, 公司已实现 AR 场景从无到有的突破, 推出了两款具备 AR 体验的游戏, 分别为《轮回诀》、《梦间集天鹅座》。其中, 《梦间集天鹅座》能够即时捕捉玩家面部表情, 并实时投射游戏中, 给用户带来沉浸式体验, 大幅增强用户参与感。另外, 公司作为头部厂商, 资金及研发实力相对较强, 在推进云游戏开发上具备一定的先发优势。据公司透露, 目前正在积极探索云游戏的实现路径。在游戏运行上云趋势不改下, 对未来终端硬件要求逐渐降低, 我们预计有助于公司大型、重度精品游戏进一步推广与渗透。

6. 剥离院线业务, 聚焦内容制作

剥离非核心资产。公司 2016 年成立完美世界院线及完美世界影院管理公司, 主要从事院线经营、影片发行, 及影院的投资、开发、管理, 处于影视行业的中下游。据公司官网, 完美世界院线旗下有近 200 家影院, 其中, 资产联结型影院有 90 家。2018 年初, 公司以 16.65 亿元的价格将院线业务转让至完美世界控股集团。在近年电影市场持续疲弱的背景下, 产业链压力整体有所加大, 而中下游的院线及影院由于最为依赖票房收入, 业绩首当其冲, 经营压力进一步加剧。公司剥离院线业务, 有助于降低业绩因票房收入下滑而出现的大幅波动, 进一步优化上市公司主体的资产结构。

回归内容本源, 专注上游制作。公司坚持内容为王, 2018 年推出了多部精品电视剧, 收获较好的流量与口碑, 制作能力不断提升。其中, 公司参投作品《烈火如歌》, 2018 年网络播放量超过 80 亿, 排在当年网播剧播放量第三位; 作品《忽而今夏》豆瓣评分达到 8.2 分, 为当年豆瓣评分最高的网剧。整体来看, 在影视行业进入内容监管趋严的时代, 公司出品的剧集无论是数量上、或是质量上, 都处于行业领先水平, 进一步凸显其过硬的内容制作能力, 预计后期作品的质量与口碑有望得到延续。据公司公告显示, 截止 2018 年底, 公司储备了 36 个电视剧项目, 资源储备丰富。其中分别有 9 个、10 个项目已完成制作或处于后期制作当中, 预计将于今年推出市场。

网络电影及商业影片取得了较好口碑及市场反应。公司 2018 年推出包括《灵魂摆渡·黄

泉》、《影》、《河盗》等多部佳作；其中，由张艺谋导演的作品《影》融合了我国传统国画美学，影像体系获得业界好评，并获得 4 项金马奖，最终票房收入 6.28 亿元。同时，公司持续推进与美国好莱坞环球影业达成的单片投资及战略协议，参投作品《黑色党徒》、《登月第一人》均获得奥斯卡相关奖项，但由于参投作品一般收益分成较低，对公司带来的业绩贡献相对有限。截止 6 月 30 日，公司上半年成功推出文学 IP 改编电影《妈阁是座城》，猫眼评分 8.4 分，最终票房收入 5038.2 万元；预计下半年陆续有 3 部电影上映，分别为《霹雳娇娃 2019》、《催眠判决》及《吹哨人》。

7. 投资建议

立足行业趋势、政策风向及技术演进看游戏未来。目前我国游戏用户规模增速逐步放缓，面对存量市场的竞争，深耕精品原创游戏为厂商保持生命力的必经之路。目前，以动作角色扮演类、战术竞技、回合制角色扮演为主的重度游戏市场占比仍较高；同时，部分细分领域游戏受深挖，女性、二次元游戏需求日渐旺盛。政策上，监管趋严成为常态，内容创作上鼓励融入主流价值，走精品原创道路。细分方向上，多地陆续出台支持电竞产业相关政策，电竞行业信心获提振，产业化未来可期。技术上，云游戏不仅能增强用户体验，还能够降低开发成本，预计未来为大势所趋。综上，建议关注具有精品游戏研发能力、涉及电竞及云游戏的完美世界。

首先，公司手握多个精品项目。多年深耕 RPG 重度游戏的同时，积极布局女性、二次元游戏领域，产品线不断扩大，多个产品受到市场热捧。同时，公司目前有三款游戏进入腾讯游戏供给体系，借助其巨大的流量入口，成就爆款未来可期。预计 2019 年有望集中推出多款新产品，其中包括 15 款自研移动游戏；近期上线作品《神雕侠侣 2》、《我的起源》等有望进一步打开公司业绩增长空间。**其次，公司有代理游戏加持，参与电竞及 Steam 运营。**公司为《DOTA2》、《CS: Go》国服独家代理商，两款游戏多年来用户基础稳定，代理分成收益稳定可观。同时，公司近 3 年在全球举办了 18 场赛事，举办经验日趋丰富，有望领跑电竞行业。另外，公司独家参与 Steam 中国运营，据我们粗略推算 Steam 亚洲市场规模为 1.46 亿美元，市场空间巨大，预计公司后期运营分成收益较为可观。**再者，公司自研实力强劲。**公司不断加大研发费用的投入，无论是研发投入占游戏营收比重或研发人员数量占比，均处于行业第一梯队。受此带动，公司自研能力提升明显，不断推出多个热门游戏。同时，公司积极探索 AR/VR 及云计算等新型技术与游戏的融合发展，相关技术持续推进。预计未来云游戏的推出有助于公司大型、重度游戏进一步推广及渗透。**最后，公司主动调整影视业务，聚焦内容制作。**公司 2018 年初剥离院线业务，进一步专注上游制作。在内容为王的战略下，公司 2018 年推出多部精品电视剧与电影，制作能力不断提升。截止 2018 年底，公司分别储备了 36 部电视剧及 10 部电影作品，部分作品有望于今年推出市场，预计后期作品的质量与口碑有望得到延续。

综上，维持谨慎推荐评级。预计公司 2019、2020 年的 EPS 为 1.63 元和 1.84 元，对应 PE 为 14.5 倍和 12.87 倍。

8. 风险提示

政策转向，产品推进不及预期，股权质押风险等。

表 3：公司盈利预测简表（截止 2019/07/19）

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8033.77	9215.53	10450.41	11904.07
营业总成本	6769.34	7258.75	8108.57	9102.02
营业成本	3549.95	3728.6	4228.24	4816.38
营业税金及附加	43.46	49.85	56.53	64.28
销售费用	880.39	1013.71	1149.55	1309.45
管理费用	704.21	783.32	888.29	1011.85
研发费用	1413.11	1522.77	1640.93	1768.27
财务费用	167.83	148.52	131.44	116.31
资产减值损失	10.39	11.98	13.59	15.48
其他经营收益	464.55	398.48	318.78	255.03
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	464.55	398.48	318.78	255.03
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1892.28	2355.26	2660.62	3057.08
加 营业外收入	30.87	15.44	7.72	3.86
减 营业外支出	7.40	4.35	2.56	1.51
利润总额	1915.74	2366.35	2665.78	3059.43
减 所得税	156.36	141.98	159.95	183.57
净利润	1759.39	2224.37	2505.83	2875.86
减 少数股东损益	53.28	75.63	85.20	97.78
归母公司所有者的净利润	1706.10	2148.74	2420.63	2778.08
基本每股收益(元)	1.30	1.63	1.84	2.11
PE（倍）	18.26	14.50	12.87	11.21

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn