



历史产品验证影游实力，精品储备丰厚成长可期

2019.12.23

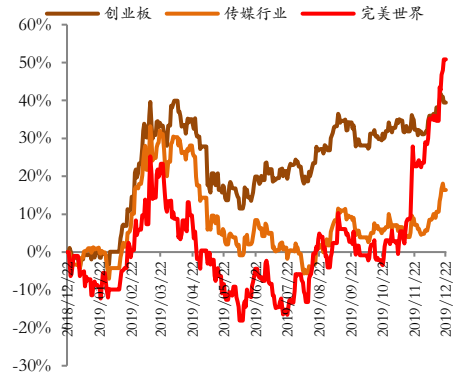
强烈推荐 (首次覆盖)

传媒行业

肖明亮(分析师) 叶轹(分析师)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310117040003

投资逻辑:

- 行业政策边际放松，游戏关注科技赋能+ARPU 提升打开增量空间，影视关注政策业绩边际改善。受版号重启，游戏行业规模成长逻辑从过去的用户增量红利转移为对 ARPU 提升，精品化游戏是后续行业突围的关键，具备研发优势的企业有望持续获益市场集中度进一步提高；在国内竞争加剧的形势下，游戏公司纷纷出海，有望打开海外增量空间。影视行业 2018 年以来监管趋严，影视作品供给收缩，行业逻辑从重阵容向重内容转变，集中度提升；关注 19 年 Q4 受去年板块业绩深蹲有望迎来业绩边际拐点，政策从过去的收紧转为相对正向鼓励有望驱动行业整体正向成长。
- 游戏业务：多款精品验证研发实力，产品储备依旧丰富值得期待。公司打造了《完美世界》手游爆款游戏，长线运营的有《诛仙手游》搭建精品游戏矩阵，公司重视研发，近年来研发费用率在 16% 以上（占游戏收入的 25% 左右），处于行业较高水平。目前公司拥有《新诛仙世界》、《Torchlight II》等 20 多款游戏储备搭建完善产品矩阵，后续业绩值得期待。公司牵手 Google 布局全球手游市场，有望借 Google 优势在海外营销领域加速布局，同时牵手 Steam 战略合作，搭建全球化游戏平台，推动公司全球化战略的实施。此外，公司积极布局 VR、人工智能等创新科技实现产品的创新与升级，在 5G 来临之际有望为广大游戏用户提供更加前沿、丰富的游戏体验。
- 影视业务：匠心打造口碑剧，政策影响逐渐消化期待业绩边际。剔除院线资产剥离的影响，19 年 H1 影视业务营收同增 32%，政策影响基本得到消化。影视出品具备实力基因，2018 年全年共三部剧集《香蜜》、《归去来》和《烈火如歌》播放量位居全年前 10；考虑后续公司依然有近 20 部精品剧做储备，成长可期。绑定优秀团队推进文化输出：公司通过间接持股等方式绑定鑫宝源、华美时空、完美蓬瑞等五大核心制作团队，与赵宝刚、丁芯、滕华涛等国内知名导演、制片人建立紧密合作关系。
- 盈利预测：我们预计公司 19-21 年归母净利润为 21.6/26.1/30.9 亿元，对应 25/21/18 倍估值，首次覆盖，看好公司作为影游巨头，历史产品验证实力，精品产品储备丰富成长可期，给予强烈推荐评级。
- 风险提示：政策风险，游戏上线时间和流水不达预期，影视项目不达预期



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
完美世界	22.12	46.90	57.79
传媒指数	6.90	6.52	7.29
创业板指	3.41	3.91	16.27

基本资料

总市值 (亿元)	544.61
总股本 (亿股)	12.93
流通股比例	89.73%
资产负债率	40.14%
大股东	完美世界控股集团 集团有限公司
大股东持股比例	35.07%

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8033.77	8488.88	9975.28	11516.46
同比(%)	1.31%	5.66%	17.51%	15.45%
归母净利润	1706.10	2159.85	2613.84	3087.96
同比(%)	13.38%	26.60%	21.02%	18.14%
毛利率(%)	55.81%	63.86%	64.89%	65.92%
ROE(%)	20.22%	20.94%	20.78%	20.23%
每股收益(元)	1.32	1.67	2.02	2.39
P/E	31.92	25.22	20.84	17.64
P/B	6.45	5.28	4.33	3.57

目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1.初识公司：国内领先的影游综合体.....	4
1.1 砥砺十五载，形成游戏影视双轮驱动格局.....	4
1.2 财务分析：业绩稳步发展，重视研发投入.....	5
2. 游戏板块：政策改善+科技赋能，厚积薄发率先突围.....	7
2.1 行业层面：关注游戏精品化+ARPU 值提升，技术+海外为增长动力.....	7
2.1.1 用户红利减弱+版号重启+监管加强，游戏精品化为发展趋势.....	7
2.1.2 未来云游戏/电竞/海外市场成增长动力.....	10
2.2 公司层面：精品游戏业内领先，不断完善产品矩阵.....	14
2.2.1 搭建丰富 IP 生态圈，经典游戏验证公司研发基因.....	14
2.2.2 在研产品丰富，构建精品游戏矩阵.....	18
2.2.3 海外业务成公司盈利增长点，VR+5G 赋能.....	20
3.影视板块：寒冬飞龙逆势突围.....	21
3.1 行业层面：资本热潮退下，洗牌后集中度提升.....	21
3.1.1 监管政策严，呈边际放松趋势.....	21
3.1.2 影视作品供给收缩，票房增速不容乐观.....	23
3.2 公司层面：院线业务剥离，匠心打造作品.....	24
3.2.1 作品制作精良收获口碑，团队绑定机制完善.....	24
3.2.2 把握文化输出重要窗口，推进影视国际化战略.....	27
4.风险提示.....	28

图表目录

图表 1. 公司发展历程	4
图表 2. 公司股权结构图	5
图表 3. 公司营收和扣非归母净利润及其增速	6
图表 4. 公司两大业务营收结构	6
图表 5. 公司主业业务毛利率处于上升通道	6
图表 6. 公司期间费用率变化	6
图表 7. 公司经营活动产生现金净流入大幅增加	6
图表 8. 中国游戏市场实际销售收入	7
图表 9. 中国游戏市场用户规模	8
图表 10. 中国手游市场 ARPU 值及增速	8
图表 11. 中国移动游戏市场实际销售收入	9
图表 12. 中国移动游戏市场用户规模	9
图表 13. 中国游戏产业细分市场结构	10
图表 14. 2018 中国移动游戏发行竞争格局	10
图表 15. 2018 年以来国产网络游戏版号发放数量	10
图表 16. 全球云游戏市场规模	11
图表 17. 云游戏优势一览	11
图表 18. 中国电子竞技游戏市场实际销售收入	12
图表 19. 中国电子竞技用户规模	12
图表 20. 中国自研游戏海外市场实际销售收入及增长率	13
图表 21. 2019 年中国自研游戏海外重点地区收入分布	13
图表 22. 截止 2019 年 6 月中国头部移动游戏上市公司海外市场在运产品数	13
图表 23. 公司游戏业务收入及增速	14
图表 24. 公司手游业务收入及其增速	14
图表 25. 公司端游业务收入及其增速	15
图表 26. 公司主机游戏业务收入及其增速	15
图表 27. 公司手游收入占比扩大	15
图表 28. 2019 年 3 月中国移动 ARPG 月活 TOP10 产品	16
图表 29. 全球移动游戏市场竞争力排名	17
图表 30. 公司列于中国手游发行商收入 TOP30 排行榜中第十二位	17
图表 31. 公司 2019 年 5 款游戏获版号	18
图表 32. 公司研发费用及占游戏收入比重	18
图表 33. 公司研发人员数量及占比	18
图表 34. 《新笑傲江湖》海报	19
图表 35. 公司游戏储备丰富	19
图表 36. 公司海外收入及增速	20
图表 37. 影视行业政策梳理	22
图表 38. 中国电视剧发行数量持续减少	23
图表 39. 市场持证（甲种）机构数量减少	23
图表 40. 电影剧本备案、立项公示数量下滑	24
图表 41. 电影票房增速渐缓	24
图表 42. 2015-2019 年 H1 公司影视业务营收（亿元）	24
图表 43. 公司五大核心制作团队	25
图表 44. 2018 年前 10 播放量电视剧中有 3 部由完美世界出品	25
图表 45. 公司作品《香蜜》、《烈火如歌》入选播映指数 TOP20 电视剧的受众观看度	25
图表 46. 完美世界已上线电视剧一览	26
图表 47. 完美世界近年推出主要电影作品一览	26
图表 48. 影视剧集出口至全球 100 多个国家和地区	28

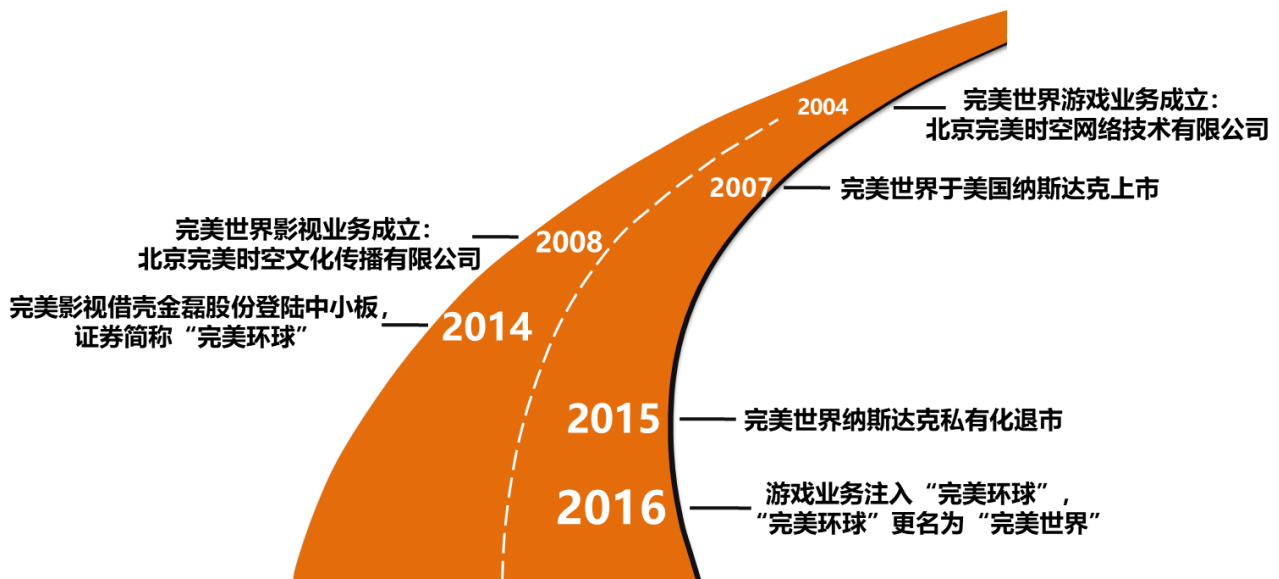
1.初识公司：国内领先的影游综合体

1.1 砥砺十五载，形成游戏影视双轮驱动格局

公司深耕文娱行业十五年，打造国内最大影游一体化企业。2004年，完美世界游戏业务正式成立，并于2007年成功于美国纳斯达克上市。2008年，完美世界影视业务成立，并于2014年12月借壳金磊股份登陆中小板，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，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”，正式回归中国A股市场，宣告了中国最大影游综合体正式诞生。公司控股股东为完美世界控股集团，持有公司34.48%的股权。

公司形成游戏影视双轮驱动格局。游戏业务方面，涵盖客户端游戏、移动游戏、主机游戏等多平台游戏产品的研发、发行和运营。2012年，随着手游市场的兴起，公司率先布局手游业务，推出多款手游精品大作，手游收入占比逐渐提升。公司凭借国内领先的内容制作优势，坚持精品化战略，凭借深厚的技术研发实力加速多元化、全球化布局，推出了多款精品游戏产品。2019年连续推出《完美世界》手游、《云梦四时歌》《神雕侠侣2》《新笑傲江湖》等多款精品游戏。立足自身优势的基础上，公司积极布局游戏细分市场，拓展全新品类，形成多产品矩阵。同时，公司与Valve公司达成战略合作，共同建立Steam中国，在坚持优质内容制作的基础上进一步完善公司游戏产业链的布局。**影视业务方面**，包括电视剧、电影的制作、发行及衍生业务；综艺娱乐业务；艺人经纪服务等相关业务。公司深耕内容制作领域，推出了多部制作精良、类型丰富的影视作品，同时积极开拓电视剧海外发行。影视业务的发展，一方面为公司赢得了良好的收益及市场口碑，获得诸多奖项的认可，另一方面进一步巩固了公司在优质内容出品方面的领先地位。此外，公司通过投资和收购不断加强研发能力，不断通过品类创新、出海布局等方式拓展市场范围。连续多款重点产品的成功，充分显现出公司强大的爆款产品研发实力及公司在影游行业的强大影响力。

图表1. 公司发展历程

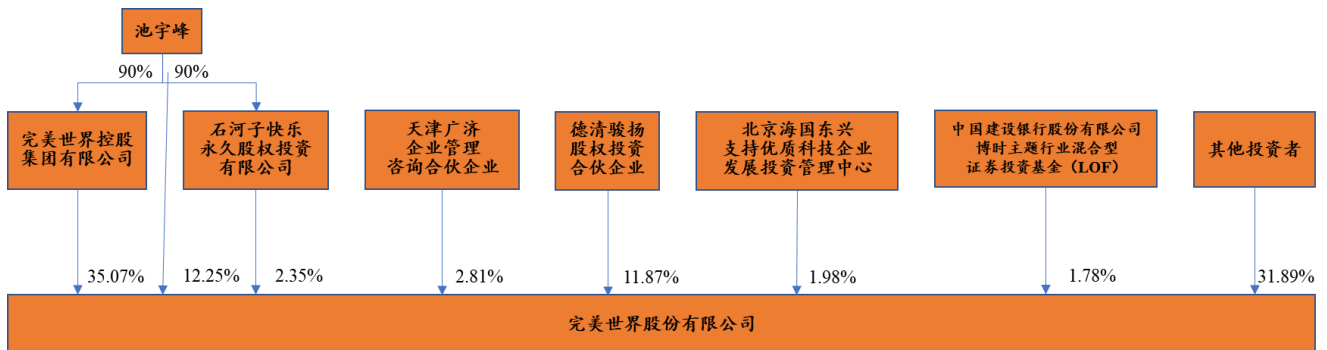


资料来源：公司公告、广证恒生

股权结构不断完善，利益绑定共赢未来。公司实控人池宇峰持股份额集中，持股合计45.93%。公司控

股股东为完美世界控股集团有限公司，持有公司 35.07% 股权。其他大股东中，德清骏扬与天津广济为公司高管、编剧及导演持股持股平台，包括赵宝刚、滕华涛等。此外，公司高管以及专业技术性人员均有持股，有利于业务的发展。其中，公司对核心管理人员实施股权激励计划：2015 年 6 月，公司股票期权激励计划经审议通过，首期股票期权激励对象共 134 人，分四期授予共计 1,650,000 份股票期权，四期行股票期权激励对象总人数分别调整为 110、93、78 和 67 人，授予股票期权总数分别调整至 1,271,450 份、1,142,584 份、1,076,057 份和 1,043,006 份。

图表2. 公司股权结构图



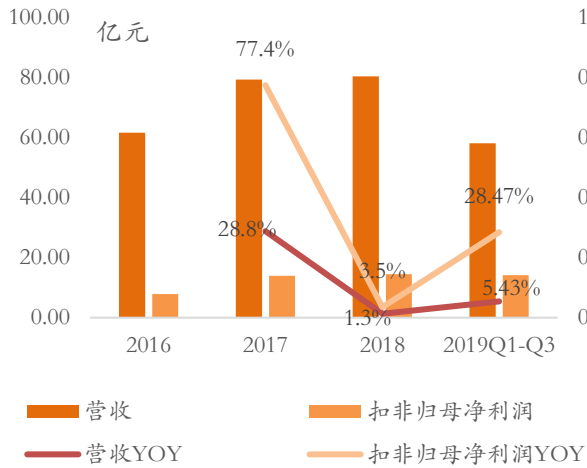
资料来源：公司公告、广证恒生（截止 2019 年第三季度报）

1.2 财务分析：业绩稳步发展，重视研发投入

公司财务业绩稳中有增。公司 2018 年实现营收 80.34 亿元，同比增长 1.31%，2019 年前三季度实现营收 58.12 亿元，同比增长 5.43%，公司于 2018 年转让院线业务，院线业务收入于 2018 年 8 月起不再纳入合并范围，剔除上述影响后，2019 年前三季度营业收入实际同比增长 16.10%。2018 年实现归母净利润 17.06 亿元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 14.47 亿元，较上年同比增长 3.51%。随着公司产业链的延伸及业务规模的扩大，多款精品游戏及影视剧的良好表现，公司 2019 年前三季度实现归属于母公司所有者的净利润 14.76 亿元，较上年同比增长 12.00%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 14.20 亿元，较上年同比增长 28.47%。

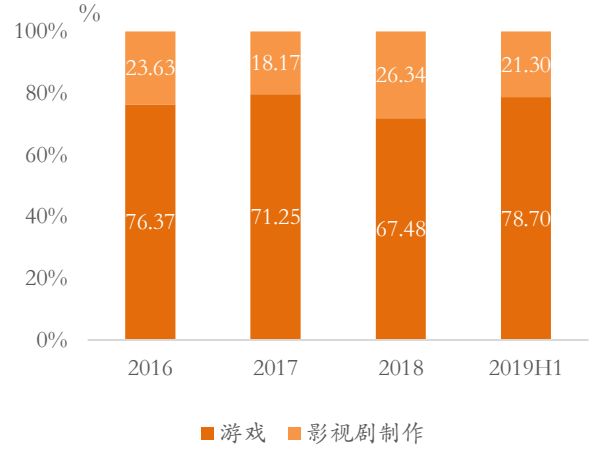
从营收结构来看，游戏业务为公司主要收入来源。2019 年 H1 游戏/影视占比分别 78.70%/21.30%，受公司减少影视业务的影响，2019H1 影视营收减少 22.2%；2019 年 H1，公司综合毛利率同比提升 12.8pct 至 68.58%，两块业务毛利率均不同程度提升，游戏业务提升 6.84pct 至 73.35%，影视剧制作业务同比提升 15.76pct 至 50.94%；毛利的不断增加主要由于公司 2019 年上半年推出的《完美世界》、《云梦四时歌》授权第三方代理发行及运营，根据协议约定，公司按照游戏玩家充值总额的一定比例收取分成款，按照净额法确认收入。从期间费用来看，公司 Q3 销售费用率增加，主要由于《神雕侠侣 2》新上线的推广力度较大、Ti9 比赛费用等；公司重视研发，以保证游戏的优质性，近年来研发费用率在 16% 以上，处于行业较高水平。2019 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.17 亿元，较上年同期大幅增加，增长率达 369.26%。一方面得益于今年上线的新游戏及既有游戏的良好表现带来的流水增加，另一方面影视剧业务进入平稳发展期，现金支出相应减少。

图表3. 公司营收和扣非归母净利润及其增速



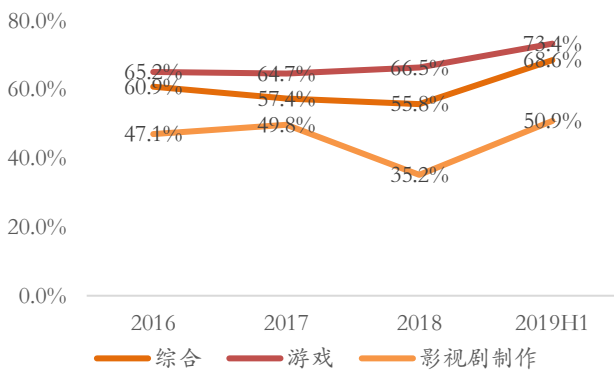
资料来源: 公司公告、广证恒生

图表4. 公司两大业务营收结构



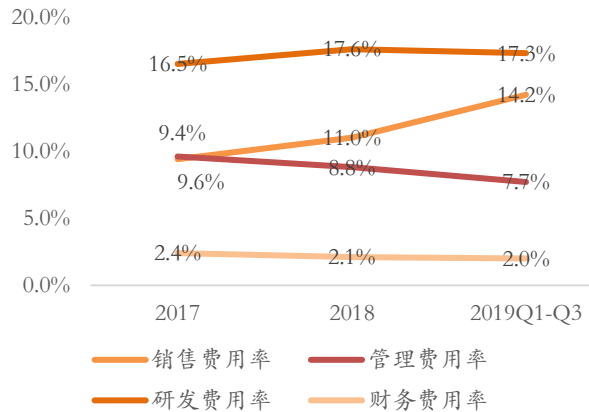
资料来源: 公司公告、广证恒生

图表5. 公司主业务毛利率处于上升通道



资料来源: 公司公告、广证恒生

图表6. 公司期间费用率变化



资料来源: 公司公告、广证恒生

图表7. 公司经营活动产生现金净流入大幅增加



资料来源: 公司公告、广证恒生

2. 游戏板块：政策改善+科技赋能，厚积薄发率先突围

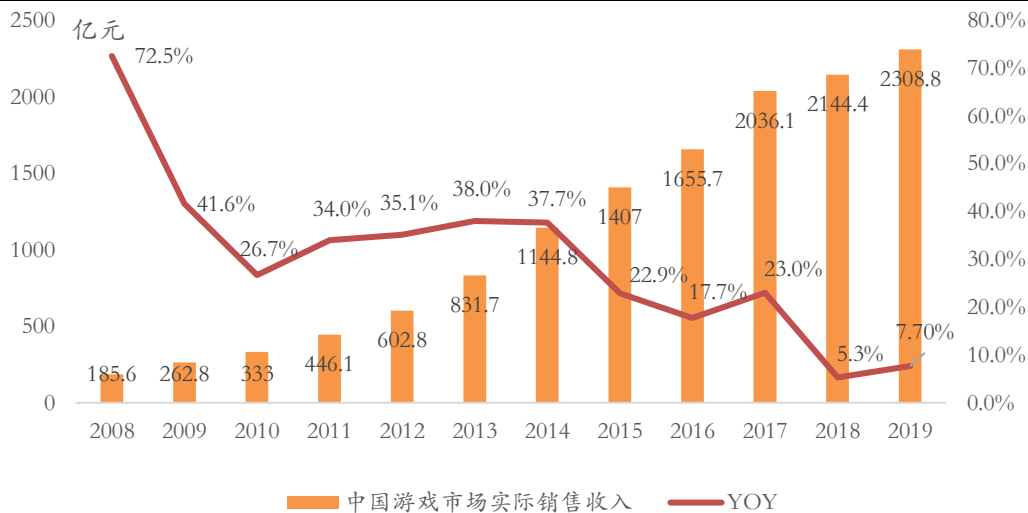
2.1 行业层面：关注游戏精品化+ARPU 值提升，技术+海外为增长动力

2.1.1 用户红利减弱+版号重启+监管加强，游戏精品化为发展趋势

游戏行业用户规模呈见顶态势，ARPU 值成竞争关键。2018 年，中国游戏产业在整体收入上的增幅明显放缓。报告显示，中国游戏市场实际销售收入达 2144.4 亿元，同比增长 5.3%。2018 年由于游戏行业主管单位组织机构调整导致游戏版号审批暂停 8 个月，新游戏上线计划被打乱，行业增速下滑至历史最低。2019 年，中国游戏市场自版号审批重新开始，已逐步回暖，呈现健康发展态势，海外市场开发加快，过审游戏数量大幅上升，游戏产业强势回升。2019 年，游戏产业实现销售收入 2308.8 亿元，同比增长 7.7%，

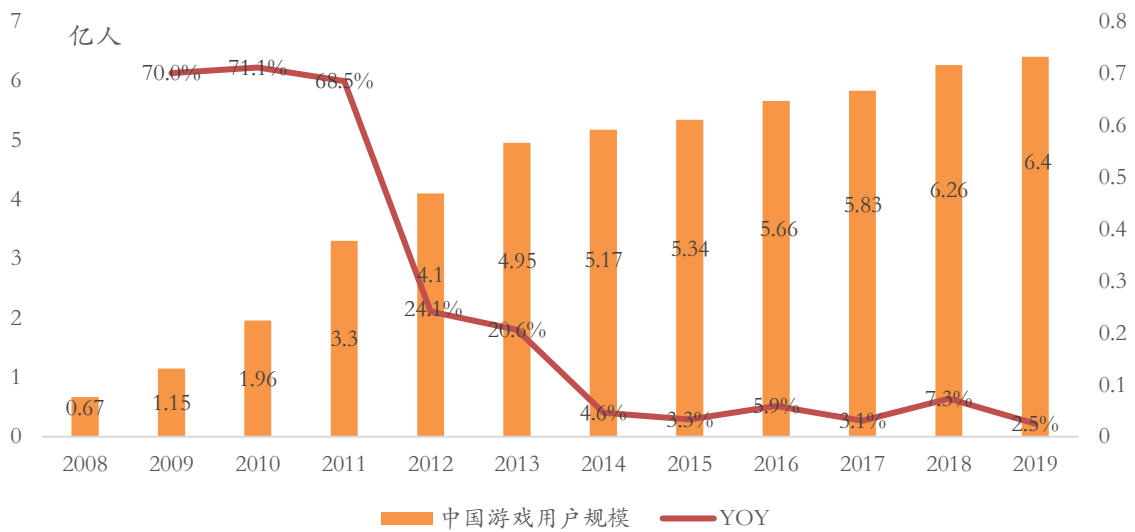
2019 年游戏用户规模达 6.4 亿人，同比增长 2.5%，较 2018 年用户规模仅增加 0.14 亿人，增速逐步放缓。随着游戏市场的快速扩张，游戏市场已逐步由蓝海变为红海。游戏用户规模迈入缓慢发展阶段，新用户越来越少，进入存量竞争阶段。以人口红利推动产业增长的方式难以持续，而产业内的用户沉淀将成为发展关键。版号政策调整导致的产品供应不足是 2018 年移动游戏市场规模增速放缓的主要原因。此外，中国移动游戏市场还面临着用户增量红利消亡，整体的移动游戏用户仍处于存量市场中，以及资本信心不足、头部效应持续增强等更多更加深层次的原因。依靠庞大的增量红利的高速增长模式不再，而产品内容的创新也在多重因素的影响下受到限制，虽然游戏厂商在精细化运营、增量市场拓展等方面积极投入，但仍需更多的努力去寻找存量市场下的新增长模式。ARPU 值代表了每用户平均付费金额，在游戏精品化趋势下，ARPU 值提升成为驱动行业成长及企业竞争关键。

图表8. 中国游戏市场实际销售收入



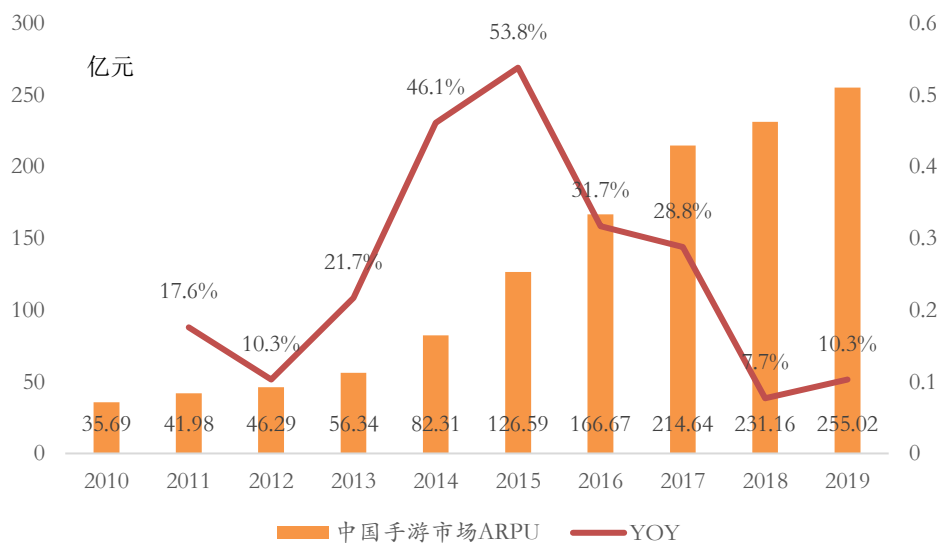
资料来源：伽马数据、广证恒生

图表9. 中国游戏市场用户规模



资料来源：伽马数据、广证恒生

图表10. 中国手游市场 ARPU 值及增速

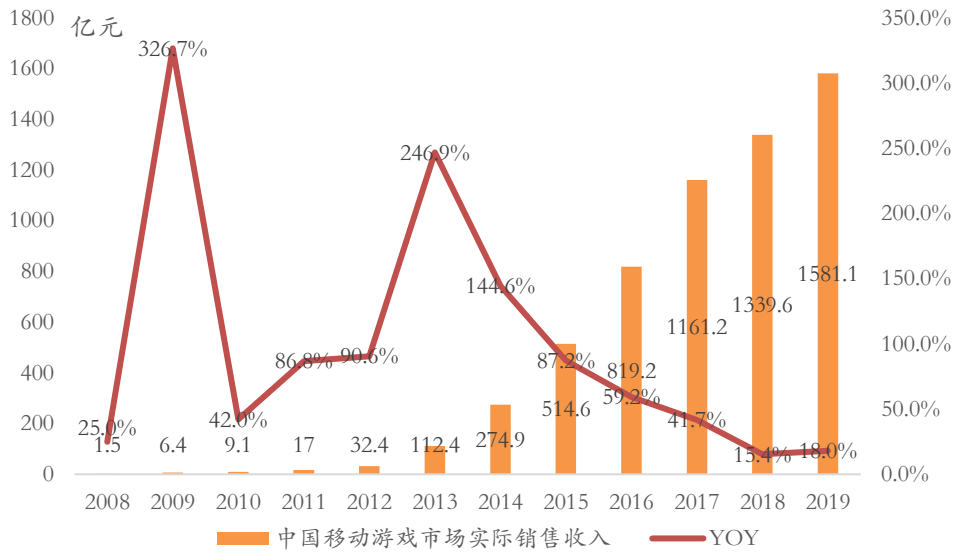


资料来源：伽马数据、广证恒生（ARPU 值是中国手游市场年实际销售收入/年均中国手游市场用户规模所得）

移动游戏收入占据游戏市场主要份额。2019 年中国移动游戏市场销售收入达 1581.1 亿元，同比增长 18%，而游戏整体增长率仅为 7.7%，因此移动游戏是整个游戏行业增长的重要推动力。2019 年中国移动游戏用户规模为 6.2 亿人，同比增长 3.2%。根据易观报告，未来几年中国移动游戏占网络游戏市场的比重持续走高，预计将于 2021 年突破 70%，而网页游戏则不断下降，客户端游戏将趋于稳定。得益于移动互联网的发展，移动游戏已经并将持续成为网络游戏市场的核心。无论是 2018 年还是此前，厂商的投入和用户的注意力都高度集中在移动游戏市场上。2018 年页游和端游方面出现了一定的负增长，进一步推高了移动游戏的市场占比，预计今后仍将继续稳定上升。移动设备由于易于携带等便利成为休闲的首选，随着 5G 技术的落地、云游戏的发展以及智能机普及率的提升，设备壁垒被彻底打破，移动游戏面临更为稳定的市

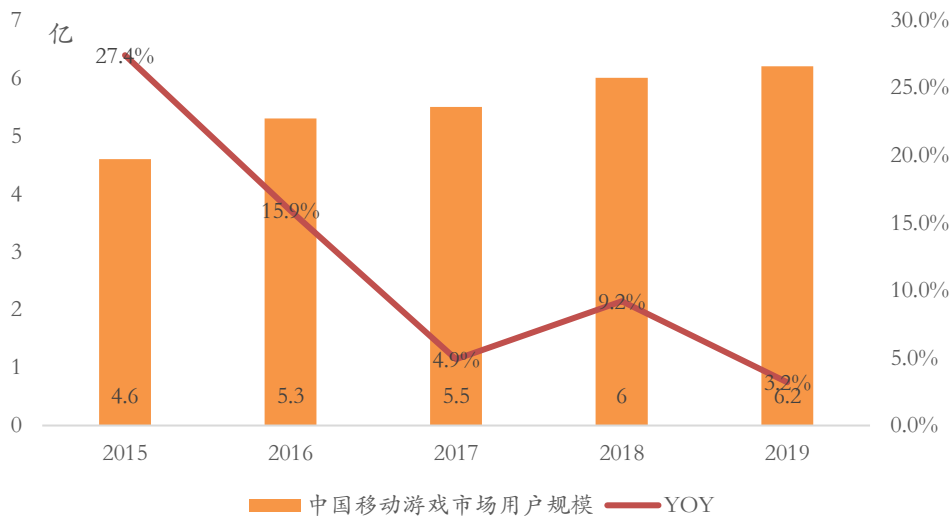
场上升空间。

图表11. 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、广证恒生

图表12. 中国移动游戏市场用户规模



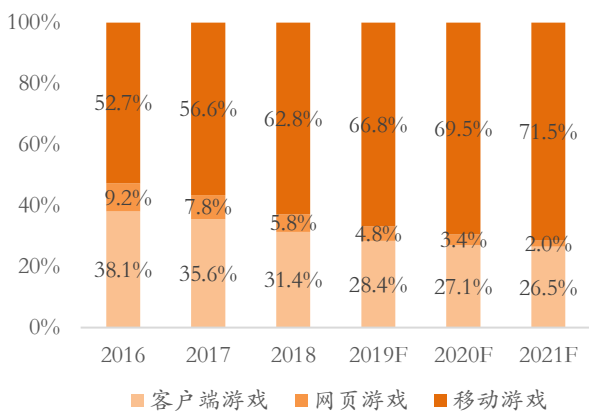
资料来源：伽马数据、广证恒生

版号审批重启叠加收紧+监管加强，内容精品化成趋势。自2018年12月起版号审批重启以来，每月版号发放数量远远不及2017、2018年，使得新产品市场竞争力减弱。鉴于文化行业具有特殊的意识形态属性，国家对文化行业执行严格、规范的管理政策。如2018年8月，教育部等八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知，国家新闻出版署对游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间；国家广电总局等监管部门也针对影视行业发布了多条行业监管政策。2018年中国游戏产业在整体收入上的增幅明显放缓。

上述政策的发布、实施旨在引导行业进行自我规范，净化国内游戏、影视市场。一款游戏在中国上线

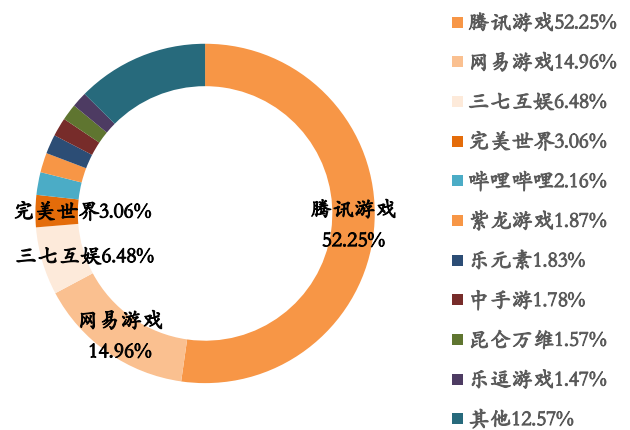
要经历多个部门的审核与监管：备案-拿到备案号-版署送审-审核通过-上司务会-拿到版号。从长期来看，文化行业监管趋严有利于行业健康发展，为公司及其他规范运营的市场参与者创造了更大的市场及发展空间，有利于市场向龙头企业靠拢。审批收紧更凸显游戏内容精品化趋势，龙头企业占据绝对市场份额。存量市场中的厂商竞争日益激烈，马太效应趋强。头部厂商由于拥有更为丰富的产品、资本等资源储备，成为存量市场竞争的关键，直接促进了其市场份额的提升，从而不断增强行业的马太效应，对中小团队产品和业务能力提出了更加严苛的要求。2018年中国移动游戏市场，腾讯游戏及网易游戏依旧占据较大的市场份额。

图表13. 中国游戏产业细分市场结构



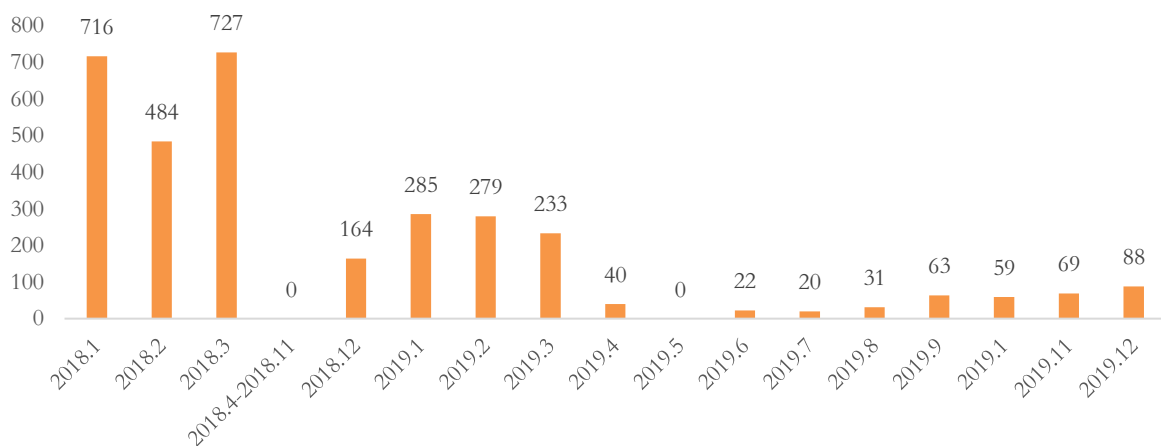
资料来源：易观、广证恒生

图表14. 2018 中国移动游戏发行竞争格局



资料来源：易观、广证恒生

图表15. 2018 年以来国产网络游戏版号发放数量



资料来源：广电总局、广证恒生

2.1.2 未来云游戏/电竞/海外市场成增长动力

随着 5G 的到来，云游戏有望迎来跨越式发展。近年来，随着 5G、边缘计算、VR 技术的不断发展，云游戏技术要求已基本成熟，落地成为可能。特别是 5G 商用时代的到来，将掀起云游戏产业新一轮变革。

敬请参阅最后一页重要声明

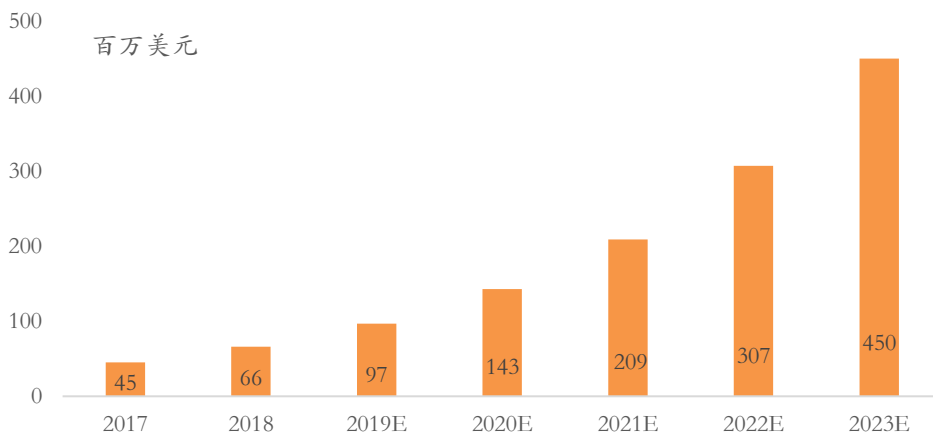
证券研究报告

由于云游戏对网络的要求极为严格，尤其是对网络速度、带宽以及延迟方面的要求均较高；而 5G 带宽的速度约 4G 的 40 倍，延迟仅为 4G 的 0.1 倍，可有效解决网络的延迟问题。其高速率、低时延、低抖动的网络特性为云游戏提供理想的连接架构，为云游戏的实现和发展奠定基础。近年来，各大厂商在云游戏领域布局进度加快，试图抢占封口。例如，腾讯在今年面向 B 端推出两款云游戏解决方案；华为具备技术优势，与内容产商网易、游族展开合作；阿里云作为领先的云服务厂商，已发布阿里云商业化云游戏解决方案，以帮助游戏厂商快速搭建云游戏平台。国内头部大厂在云游戏各个领域的积极探索，显示了企业对中国云游戏行业未来的信心，力图抓住这个难能机会，在这场变革中取得领先的行业地位。

云游戏未来趋势：①市场规模增大。云游戏市场规模增长空间巨大。首先，当前云游戏市场规模较小，市场渗透率不高。但随着 5G 技术的落地、产业投入力度的增强、云游戏普及范围的扩大和用户认知程度的提高，未来云游戏市场规模和用户规模都将保持高速增长。据 Statista 发布报告数据，预计到 2023 年，全球云游戏市场规模将达 4.5 亿美元，有望为行业带来新的增长极。

②云游戏促进游戏行业往高质发展。一方面，云游戏打破了硬件束缚，扩大了精品游戏的受众群体。并且，用户可在短时间内接触多款产品，对游戏在玩法创新和游戏运营上的要求会显著提高。另一方面，游戏平台 and 厂商竞争加剧，不同游戏的界限越来越模糊，传统手游、端游、主机游戏公司将面对全球玩家充分展示自己领域的优势，游戏的高质量必将成为基本要求。此外，更多优质内容的选择，内购和买断消费形式的混合，将刺激玩家消费能力的增长，整个游戏行业的发展空间将被再次释放。总体而言，5G 和云游戏的发展已成趋势，预期将改变传统游戏产业链的格局，引领整个行业的转型升级。

图表16. 全球云游戏市场规模



资料来源：Statista、广证恒生

图表17. 云游戏优势一览

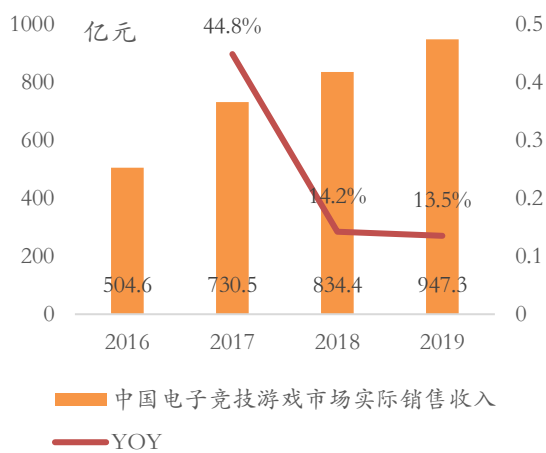
优势	说明
降低玩家游戏准入门槛和成本	传统游戏方式要求用户将游戏文件下载至本地终端，游戏主要依靠本地设备运行，因此游戏体验与硬件性能成正相关关系，游戏受硬件设备承载能力限制明显。云游戏下，玩家不必再为了适应游戏频繁更新而去升级自己的硬件设备，硬件设备成本被转移到云服务器提供商，使得玩家可参与的游戏内容将得到极大扩展。
游戏体验升级，安全性提升。	云服务器级别的运算渲染能力提供最高等级的游戏体验。

	画面体验；使用视频流机制，杜绝游戏外挂。
节省空间	游戏无需下载到本地，节省大量硬盘存储空间。

资料来源：广证恒生

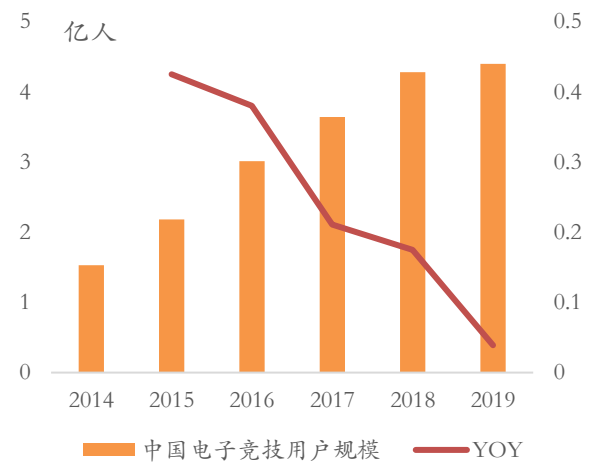
电竞市场总体保持稳步上升。随着国际电竞市场的逐渐发展，我国的电竞产业也越来越受到重视，我国已成为世界上最具影响力和最具潜力的电竞市场，受到国家相关部门的规范引导，电子竞技产业实现了稳步发展。2019年中国电竞行业实际销售收入为947.3亿元，同比增长13.5%，超过整体游戏行业的7.7%。电竞用户数2019年达到4.4亿人，同比增长3.9%，增速呈逐年下降趋势，行业步入沉稳发展期。目前来看，中国电竞市场收入主要包括游戏收入、直播收入、电竞赛事的相关收入以及其他收入。其中，电竞游戏收入占据主要地位，游戏直播以及赛事带来的收入占比较低。

图表18. 中国电子竞技游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、广证恒生

图表19. 中国电子竞技用户规模

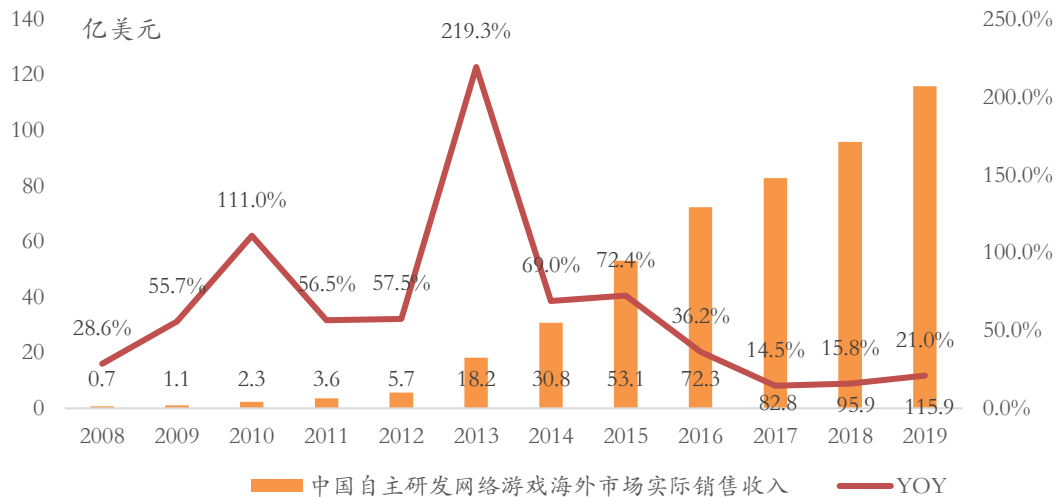


资料来源：伽马数据、广证恒生

游戏出口有望打开海外增量空间，或成重要增长点。2018年起，为规范国内网络游戏市场制度，相关机构对国内网络游戏市场进行了一系列的整顿，游戏监管趋紧。在这样的环境下国内市场增长受阻，部分厂商选择了拓展海外市场以寻求业绩的增长。未来，海外移动游戏市场将成为未来的重要竞争点。**出海游戏收入增速持续增长，明显高于国内。**伽马数据报告显示，2019年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达115.9亿美元，同比增长21%，高于自主研发游戏国内市场收入增速5.7个百分点。从游戏种类的角度来看，角色扮演类、策略类和多人竞技类(MOBA)游戏最受欢迎，收入合计占据海外总收入的74.7%。

中国游戏出海存在的机遇。得益于研发实力的提升，中国自主研发移动游戏出海前景明朗。一方面，随着海外各个地区的市场被打开，优质的国产游戏产品将拥有更大的市场用于投放与推广，尤其对于一些国内已经获得成功的产品，更是有望在海外延续优质游戏产品的生命周期；另一方面，中国游戏企业产出能力处于国际领先地位，有利于合理利用生产产能。在2017年，中国大陆单年过审的移动游戏款数达9000余款。在强大的生产力的支持下，中国企业才能够用盈余的产能布局海外市场，并由此拓展企业的收入源。与此同时，还能够加速中国文化与科技实力的海外传播。

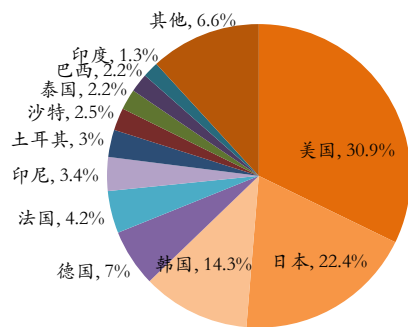
图表20. 中国自研游戏海外市场实际销售收入及增长率



资料来源：伽马数据、广证恒生

美国成为中国游戏企业出海的重要目标市场。2019年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入地区分布中，美国、日本、韩国是中国自研游戏最重要的海外市场，其中美国的收入占比达到30.9%，日本的收入占比达到22.4%，韩国收入占比为14.3%，三个地区合计占比达到67.5%，成为中国游戏企业出海的重要目标市场。目前中国自主研发的移动游戏在美、日、韩、英、德等国家的流水同比增长率均高于该国家移动游戏市场的增速，国产移动游戏在海外市场已经建立起一定的优势。

图表21. 2019年中国自研游戏海外重点地区收入分布



资料来源：伽马数据、广证恒生

图表22. 截止2019年6月中国头部移动游戏上市公司海外市场在运产品数

排名	自研出海产品数	代理运营出海产品数	总出海产品数
腾讯游戏	25	12	37
网易游戏	31	0	31
三七互娱	3	4	7
完美世界	5	1	6
世纪华通	8	0	8
游戏网络	18	5	23
昆仑万维	7	2	9
搜狐畅游	2	0	2
智明星通	16	2	18
心动网络	5	14	19

资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

在市场背景推动下，我国头部移动游戏企业纷纷开始布局海外。中国游戏企业通过积极的海外拓展及打造精品原创游戏的战略，凭借差异化的产品定位与优秀的游戏品质，推进了海外市场效果的显现。同时，随着国内游戏企业的出海战略不断成熟，与海外游戏企业、内容平台之间良好合作关系，助推了国内游

戏企业专业化、本地化以及快速高效的研发运营体系的搭建。另外，国内游戏企业针对出海游戏市场的当地文化、用户习惯等方面打造契合海外本土用户偏好的产品，进一步推动了海外市场潜力的显现。

海外游戏市场已成为中国游戏企业重要的收入来源，众多企业纷纷海外布局。在渠道上，中国游戏企业除了与脸书、谷歌商店等多个海外渠道建立了长期稳定的合作关系外，还背靠华为、小米等手机企业，在软件预装与应用商店内均能对产品的推广提供助力。同时，国内游戏企业还通过收购或自建平台的形式聚拢用户，例如腾讯、三七互娱、游族网络、完美世界等游戏企业已全面展开了海外平台的布局，强化对于用户的深度运营，未来游戏产业走出去通道也将进一步拓宽。

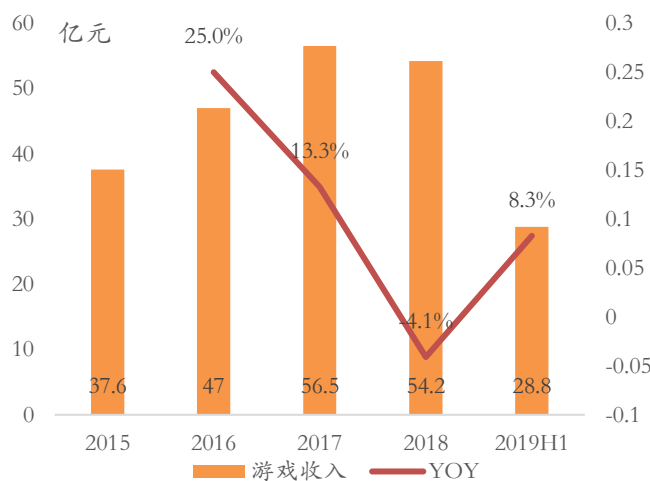
2.2 公司层面：精品游戏业内领先，不断完善产品矩阵

2.2.1 搭建丰富 IP 生态圈，经典游戏验证公司研发基因

公司旗下拥有丰富优秀产品沉淀。公司旗下业务涵盖客户端游戏、移动游戏、主机游戏等多平台游戏产品的研发、发行和运营。公司目前在运营的游戏有 41 款，其中端游有 16 款，手游有 15 款，单机游戏 5 款，主机游戏 4 款，页游一款。随着文化市场的发展，娱乐行业的竞争回归内容本源，精品大作有望获得更大的市场空间，成为文化企业在激烈的市场竞争中脱颖而出的基石。公司始终贯彻“精品化”的产品策略，依托国内领先的研发、制作实力，致力于打造高品质、长生命周期的作品。端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》等，手游产品《诛仙手游》、《神雕侠侣》等，均为上线多年依然保持稳定流水的精品游戏。

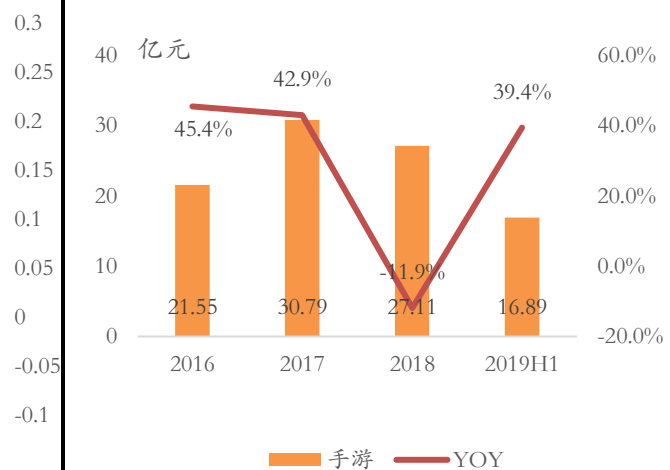
公司手游业务贡献公司游戏板块过半营收。游戏收入方面，2018 年受版号暂停影响较大，新游发行受阻导致收入下降，2019 年 H1 多款游戏版号获批业绩反弹，增长率达 8.3%。公司手游和端游收入占比较大，2019 年 H1 收入占比分别为 58.7%和 34.2%。

图表23. 公司游戏业务收入及增速



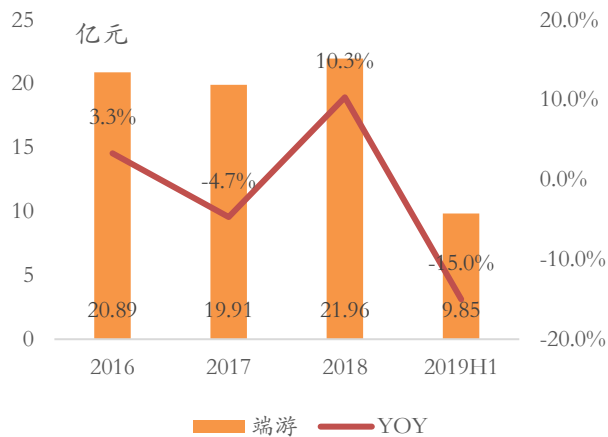
资料来源：公司公告、广证恒生

图表24. 公司手游业务收入及其增速



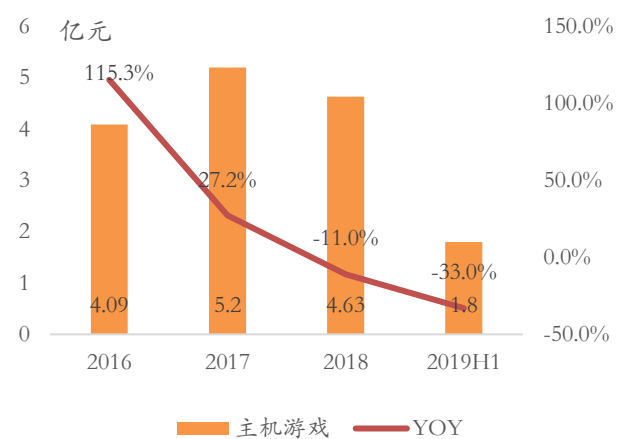
资料来源：公司公告、广证恒生

图表25. 公司端游业务收入及其增速



资料来源：公司公告、广证恒生

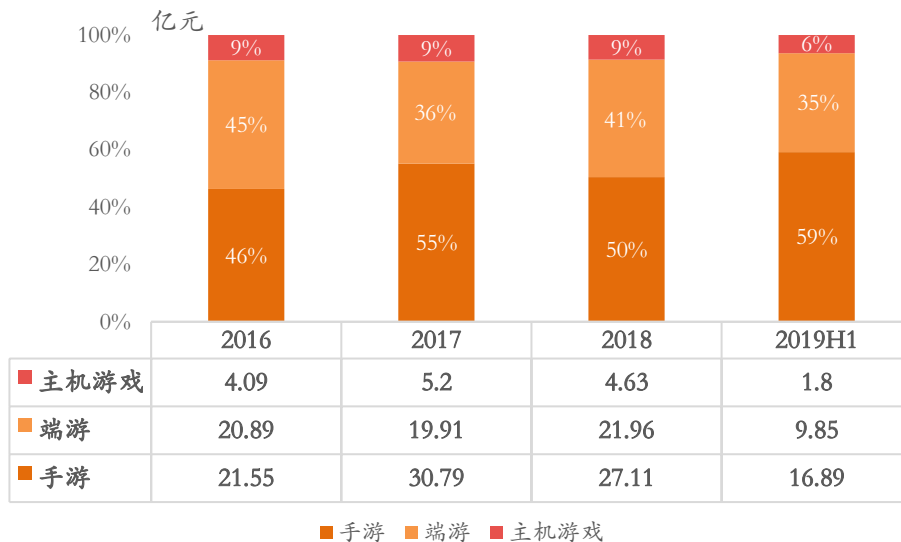
图表26. 公司主机游戏业务收入及其增速



资料来源：公司公告、广证恒生

移动游戏营收占比不断提升。顺应游戏行业“端转手”趋势，公司对手游加大力度，手游收入占比持续提升，从2016年的46%提升至2019H1的59%。2018年版号收紧，公司手游及主机游戏收入均呈现负增长，而端游收入增长率达到10.3%，逆势前进为公司带来稳定的业绩。手游业务则蓄势待发，在版号恢复后得到迅速增长，2019H1手游增速达39.4%，是公司业绩发力点，带来业绩弹性。

图表27. 公司手游收入占比扩大



资料来源：公司公告、广证恒生

公司于2018年3月宣布大IP战略，对三大IP《完美世界》、《诛仙》、《梦间集》进行全产业链开发，形成较为系统的完美世界IP生态圈。公司多款游戏获得玩家广泛认可，证明了公司强大的研发实力。

■ **端游方面**，经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》、《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》等持续贡献稳定收入。2019年8月，公司协助Valve公司在上海成功举办《DOTA2》2019年国际邀请赛（Ti9），这也是Ti系列赛事首次在中国举办，推动公司电竞业务的进一步增长。

- **移动游戏方面，《诛仙手游》、《完美世界》手游等旗舰产品延续稳定表现。**2019 年公司陆续推出了《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》等精品游戏，为公司带来了良好的收益。公司依托端游原生大 IP “完美世界”研发的《完美世界》手游，于 2019 年 3 月推出，上线后迅速登顶 iOS 免费榜及畅销榜第一名。稳居 iOS 畅销榜首位长达 20 余日，验证了公司游戏的持续性及玩家的认可度。同时，《完美世界》手游于 6 月底登陆港澳台市场，受到玩家广泛欢迎。《云梦四时歌》作为公司又一自创 IP，上线当天即获得 iOS 免费榜第一、TapTap 热门榜第一的成绩，其独特的东方次元美学，收获了玩家的高度评价。公司开发运营的金庸正版 IP 手游《神雕侠侣 2》于 2019 年 7 月底公测，上线后稳居 iOS 畅销榜前列，并获得硬核联盟超明星推荐。产品以年轻化的方式，重释金庸笔下的经典爱情故事，深受玩家认可。此外，公司加速手游业务出海步伐，借助海外市场的广阔空间助力游戏业务的进一步发展。
- **主机游戏方面，公司依托自身先发优势，不断加大在主机游戏领域的布局。**2019 年 1 月，公司推出了旗下中法团队合作研发的《非常英雄（Unruly Heroes）》，游戏首次以西方文化视角对西游文化进行改编，成功地融合了传统文化与现代艺术，赢得了良好的口碑。2019 年 7 月，国内团队自研的多边不对称生存游戏《DON'T EVEN THINK》与北美 PS4 用户见面，引起了众多玩家的关注。2019 年 8 月，由公司发行的端游及主机双平台游戏《遗迹：灰烬重生（Remnant: From the Ashes）》上线，为公司带来了良好的收益。

爆款手游产品月活超千万。易观数据显示，2019 年 3 月，作为头部国产 IP 大作的《完美世界》单月月活超千万，达 1370 万人，远超于排名第二的 329.5 万人。在拉高了移动 ARPG 领域用户规模的同时，也使得自身成为优势明显的领先产品。体现了高价值 IP 和高品质内容的市场号召力。

图表28. 2019 年 3 月中国移动 ARPG 月活 TOP10 产品

排名	游戏名称	研发商	月活 (万人)
1	完美世界	完美世界	1370
2	天龙八部	畅游	329.5
3	楚留香	网易游戏	321
4	倩女幽魂	网易游戏	314
5	一刀传世	三七互娱	242
6	新剑侠情缘	西山居	129.8
7	新诛仙	完美世界	121.5
8	龙之谷	盛趣游戏	108
9	永恒纪元	三七互娱	86.6
10	热血江湖	龙图游戏	85.6

资料来源：易观、广证恒生

公司在全球移动游戏公司中竞争力较强。公司处于游戏行业仅次于腾讯、网易的第二梯队。根据伽马数据和 Newzoo 联合发布的《2018 年全球移动游戏市场企业竞争力分析报告》，完美世界在全球移动游戏市场中竞争力排名十一。

图表29. 全球移动游戏市场竞争力排名

排名	企业	国家
1	腾讯	中国
2	网易	中国
3	Activision Blizzard	美国
4	EA	美国
5	Bandai Namco	日本
6	Sone	日本
7	Niantic	美国
8	Konami	日本
9	Playrix	俄罗斯
10	Netmarble	韩国
11	完美世界	中国

资料来源：伽马数据、广证恒生

图表30. 公司列于中国手游发行商收入 TOP30 排行榜中第十二位

2019年11月中国手游发行商收入TOP30 | 全球 App Store + Google Play

1	 腾讯 Tencent	16	 卓杭网络 DH Games
2	 网易 NetEase	17	 米哈游 miHoYo
3	 莉莉丝 Lilith Games	18	 智明星通 ELEX
4	 趣加 FunPlus	19	 时空幻境 Firecraft
5	 龙创悦动 Long Tech	20	 多益网络 Duoyi
6	 灵犀互娱 Lingxi Games	21	 壳木软件 Camel Games
7	 天盟数码 IGG	22	 创酷互动 CHUANG COOL
8	 友塔游戏 Yotta Games	23	 叠纸游戏 Paper Games
9	 紫龙游戏 Zlong Games	24	 龙腾简合 ONEMT
10	 心动网络 X.D. Global	25	 乐元素 Happy Elements
11	 三七互娱 37 Games	26	 有爱互娱 C4games
12	 完美世界 Perfect World	27	 梦加网络 Mechanist Games
13	 沐瞳科技 Moonton	28	 鹰角网络 Hypergryph
14	 4399游戏 4399 Games	29	 点触科技 DianChu
15	 游族网络 YOOZOO	30	 掌趣科技 OurPalm

以上榜单来源于Sensor Tower 2019年11月全球App Store及Google Play商店之手游收入估算。

Sensor Tower 全球领先的手游及应用情报平台

www.sensortower-china.com

资料来源：公司公告、广证恒生

2019年以来，公司累计5款游戏获得版号。2018年是游戏行业的寒冬，游戏审批主管部门的调整，版号审批一直处于暂停状态，2018年12月起版号审批重启，行业增速回升。审批收紧更凸显游戏精品化

趋势，利好头部研发实力强的公司。公司能够打造高品质游戏，具备长线运营能力，多款精品游戏为公司带来大量现金流，因此在激烈市场竞争中仍能保持较高的业绩增长。

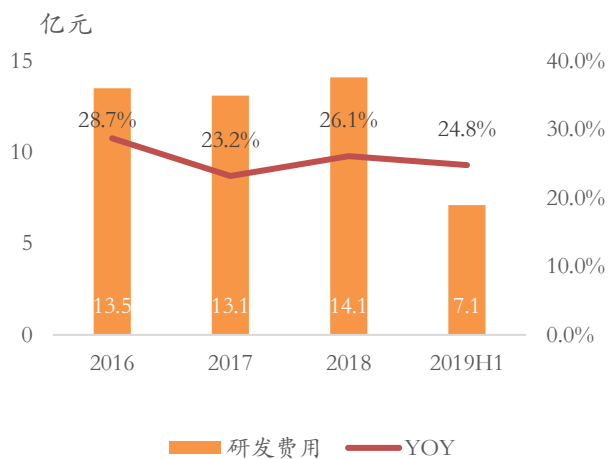
图表31. 公司 2019 年 5 款游戏获版号

时间	游戏
2019 年 1 月	《完美世界》
2019 年 6 月	《神雕侠侣 2》、《我的起源》
2019 年 7 月	《梦间集天鹅座》
2019 年 10 月	《新笑傲江湖》

资料来源：广电总局、广证恒生

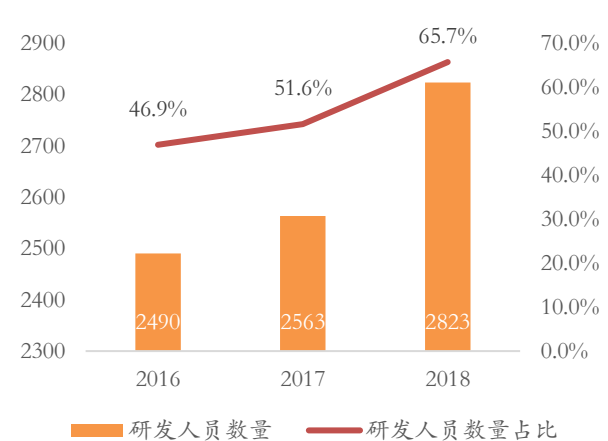
公司立足自研，重视研发投入。公司在研发资金及人员上的投入较大，处于行业领先水平。近年来，公司研发人员数量在 50% 以上，打造了一支经验丰富、实力雄厚的自研团队。从研发费用来看，公司研发投入保持稳定，占收入比重 20% 以上。作为国内一流的内容制作厂商，公司始终坚持“内容为王”的发展战略，从成立之初就立足自研，不断提升、完善自身研发、制作实力，在游戏精品化形势下优势显著。

图表32. 公司研发费用及占游戏收入比重



资料来源：公司公告、广证恒生

图表33. 公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告、广证恒生

2.2.2 在研产品丰富，构建精品游戏矩阵

公司拥有诸多在研游戏产品，打造多元化的产品组合，持续加大细分市场布局。公司作为文化娱乐行业的龙头企业，始终坚持推进多维度的战略布局及多样性的产品组合。游戏业务方面，随着游戏市场发展的日渐成熟，玩家对游戏类型的偏好越发多元化和细分化。公司在既有优势基础上，积极布局游戏市场各细分领域，打造多元化的产品组合，在研产品类型涵盖了 MMORPG、二次元、沙盒、ARPG、回合制、SLG、Roguelike、开放世界、卡牌等多种类型和题材。将进一步扩大公司的 IP 储备，具备较高业绩增长潜质。

- **端游方面**，依托公司旗舰级 IP “诛仙” 打造的次世代端游大作《新诛仙世界》正在积极研发过程中。此外，公司储备了数款“端游+主机”双平台游戏，将助力公司端游及主机业务持续健康发展。
- **移动游戏方面**，公司持续加大新游戏的研发及细分游戏市场的布局，储备的游戏产品包括《新神魔大陆》、《梦间集天鹅座》、《梦幻诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》、《我的起源》、《新笑傲江湖》等，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等多种类型，涉及未来科幻、二次

元、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材，融合了开放世界、沙盒等全新元素。同时，公司拥有经验丰富的海外研发团队，有多款适合国际市场的游戏产品正在研发中。其中由完美世界研发、腾讯独家代理发行的沙盒游戏《我的起源》于11月15日开启不删档测试，预约量超千万。新生代国风武侠手游《新笑傲江湖》邀请人气青年演员肖战出任游戏代言人，于12.19开启公测，将IP影响力辐射到更广的群体之中。

- 主机游戏方面，《完美世界》主机版、端游及主机双平台游戏《Torchlight Frontiers》、《Magic Ascension》等项目正在积极研发中。

图表34. 《新笑傲江湖》海报



资料来源：公司官网、广证恒生

图表35. 公司游戏储备丰富

游戏名	类型	自研/代理
新诛仙世界	端游	自研
完美世界主机版	主机	自研
Torchlight II	端游+主机	自研
Magic The Gathering	端游+主机	自研
DON'T EVEN THINK	端游+主机	自研
新神魔大陆手游	手游	自研
我的起源	手游	自研
新笑傲江湖手游	手游	自研
梦间集天鹅座	手游	自研
梦间集 2	手游	自研
梦幻新诛仙	手游	自研
战神遗迹	手游	自研
非常英雄手游	手游	自研
幻塔	手游	自研
面条人	端游	代理
赦免者	端游	代理

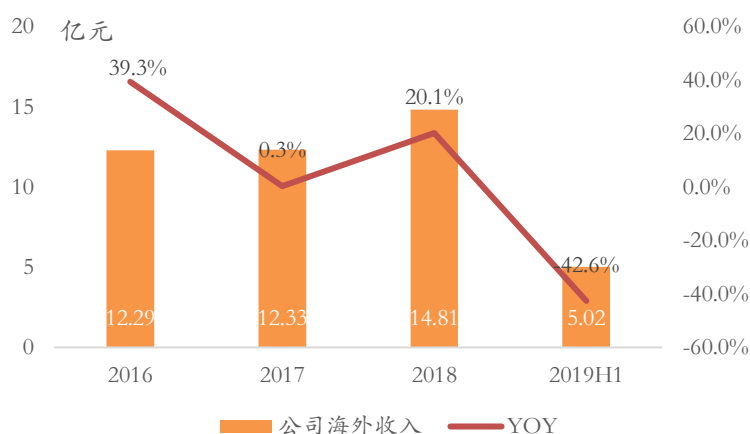
资料来源：公司公告、广证恒生

2.2.3 海外业务成公司盈利增长点，VR+5G 赋能

公司加速手游业务出海步伐，牵手 Google 实现全球化战略。凭借自身多元化的业务布局及适合全球市场的丰富的产品储备，公司正在加速推进手游业务出海，为海外市场寻求更为广阔的发展空间。作为中国最早进行海外运营的网络游戏公司之一，公司在中国网络游戏海外出口市场收入中曾连续多年稳居前列，用户群体覆盖全球 100 多个国家和地区。公司在北美洲、欧洲和亚洲设有全资子公司，并已成功将旗下游戏授权至亚洲、拉丁美洲、俄罗斯联邦等多个国家和地区进行运营，让全球玩家领略了颇具中国气派的游戏精品，积累了一定的海外品牌影响力。自 2007 年起，完美世界一直领跑中国游戏海外出口，曾一度占中国网络游戏出口总额的 40%。公司 2018 年海外收入达到 14.81 亿元，占游戏收入比例 27.3%。收入主要来自自研端游的畅销，公司牵手 Google 推进游戏出海，借助海外市场的广阔空间助力游戏业务的进一步发展。2019 年 3 月 14 日，公司游戏出海战略再次升级，通过借助 Google 在全球的广泛覆盖、洞察和智能化的营销解决方案，助力公司更好地扬帆出海，将向全球用户提供更多高品质的互联网文化娱乐精品。随着手游业务出海步伐的加快，有望持续贡献业绩增长。

公司从授权出口到全球资源整合。公司搭建了经验丰富的海外发行团队，在海外有包括 Cryptic Studios（《无冬之夜》系列）、Runic Games（《迷失之城》）等 20 余个工作室/制作团队，在此基础上，公司将全球研发、全球发行及全球流量运营模式积极整合，布局新兴市场及重点的文化市场，旨在将公司产品覆盖至更广泛的海外用户群体。经过十几年的发展，公司从最初的授权出口、自主运营、本土化生产已经发展为全球资源整合，坚持“全球制作、全球发行、全球伙伴”战略，不断拓展海外市场，提高公司产品影响力。

图表36. 公司海外收入及增速



资料来源：公司公告、广证恒生

持续加大电竞产业链布局。中国电竞行业经过多年积累和沉淀，呈现出全民化、全球化、生态化的特点。公司持续深化在电竞领域的布局：产品端引入《DOTA2》、《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》等世界级电竞作品，同时加大中国电竞赛事走出去；赛事端打造多层次、立体化的赛事体系，并对赛事进行体育化发展；市场端采取开放、合作、共赢的态度，与各方合作，构建电竞产业生态圈。2015 年起，完美世界成功主办了 CS:GO 亚洲邀请赛、三届 DOTA2 亚洲邀请赛以及 DOTA2 超级锦标赛等国际大型电竞比赛。2019 年 8 月，公司协助 Valve 公司在上海举办世界最高级别的电竞比赛——《DOTA2》2019 年国际邀请

赛（Ti9），这也是Ti系列赛事首次在中国举办，将为《DOTA2》及电竞游戏在中国市场的进一步发展提供良好的契机。也为公司积累更多举办、运营世界级电竞比赛的经验。未来，完美世界将探索综合性电竞嘉年华等多种商业形式，不断为全球玩家带来精彩的娱乐体验，进一步提升公司在电竞领域的优势地位。同时，公司拥有电竞顶级项目中国区的代理权，电竞业务有望随着用户对电竞关注度的提升及政府的推广为公司带来更好的业绩贡献。

公司积极推进 Steam 中国的落地，与美国 Valve 公司合作不断深化。公司将引入海外优秀的游戏产品，并支持中国广大游戏开发企业及其产品更好地走向海外市场。2018年11月，美国 Valve 公司在上海浦东与完美世界签订协议，Steam 正式落户中国。2019年8月，公司召开媒体试玩会，将 Steam 中国正式命名为“蒸汽平台”。试玩会吸引了来自世界各地的游戏厂商近30家，展出60多款国内外精品游戏，其中不乏热门的大厂大作。蒸汽平台专为中国玩家量身定制，将提供高速的服务器，高质量的本地化运营，新鲜奇特的游戏体验和分享途径。公司将通过蒸汽平台推出更多游戏产品，为中国玩家及开发商提供高品质的内容以及更优越的体验与服务，助力中国游戏企业，尤其是中小游戏公司更好地“走向”海外。该平台也会支持 VR 等新技术，同时逐步构建海量游戏库，从而满足不同年龄和品味玩家的需求。

公司坚持技术领先，致力于为用户带来更丰富的游戏体验。在技术方面，公司具备手游、端游、主机游戏、VR 游戏等全品类游戏开发能力，坚持以技术推动游戏业务发展。公司探索将 AR、人工智能等前沿技术应用到产品之中，开发出 VR 游戏《深海迷航》，移动游戏产品《轮回诀》、《云梦四时歌》进行了 AR 深度应用的技术尝试，力求全面呈现沉浸式虚拟场景，《梦间集天鹅座》也对 AR 技术进行探索，可以即时捕捉玩家面部表情，并实时投射到游戏中，为玩家带来更加沉浸式的游戏体验。由公司联合开发的大型 3D MMORPG 手游《最终幻想：觉醒》曾入围 Google Play 2017 年度最佳特辑。公司一直主动拥抱科技创新，借助科技创新实现产品的创新与升级，为广大游戏用户提供更加前沿、丰富的游戏体验，打造出公司独特的市场竞争力，布局游戏新生态。5G 时代云游戏技术的发展，将为公司进一步发挥在端游、主机游戏等大屏精品游戏中积累的研发优势提供更加充分的条件和更为广阔的市场。

3. 影视板块：寒冬飞龙逆势突围

3.1 行业层面：资本热潮退下，洗牌后集中度提升

3.1.1 监管政策严，呈边际放松趋势

2018 年以来影视监管政策频出，行业进入洗牌期。“阴阳合同”、“逃税事件”和“电视剧注水”等影视圈乱象事件相继发生，影视行业形象跌入低谷，相关部门对影视行业监管趋紧，多项重磅政策落地。政策在对演员片酬、影视行业税收秩序以及剧目内容上都提出了要求：例如演员的总片酬不超过制作总成本的 40%、有偷漏税情形的企业需要补缴 2016 年以来两年的税款。此外，2019 年 8 月份举办电视剧“百日展播”活动，向新中国成立 70 周年献礼，要求在展播期间不得播出娱乐性较强的古装剧、偶像剧，确保播出剧目与宣传期整体氛围相协调。热钱退场、泡沫散去，“寒冬潮”席卷整个影视行业，2019 年前三季度横店开机率同比锐减 45%，全年超过 2996 家影视公司关停。

国家政策与优质作品双管齐下纾困影视行情。2019 年 10 月后，“新中国成立 70 周年电视剧展播活动”圆满结束，政策上呈现边际放松趋势。年底积压剧喜报连连，之前由于“限古令”压抑了一年的古装剧集中爆发，除了《庆余年》、《从前有座灵剑山》、《鹤唳华亭》、《剑王朝》、《大明风华》近期扎堆开播，《大主宰》、《锦衣之下》等剧也会陆续和观众见面。据灯塔专业版数据，截至 2019 年 12 月 22 日，《庆余年》累计播放量达 33.86 亿，位于剧集实时排行榜第一名；《大明风华》位于剧集实时排行榜

第二名。2019年12月13日，司法部就《中华人民共和国文化产业促进法（草案送审稿）》公开征求社会意见。在草案送审稿的篇章结构设计上，草案起草工作小组紧紧抓住促进文化产业发展的关键环节和核心要素，聚焦“促进什么”“怎么促进”，确定在创作生产、文化企业、文化市场等3个关键环节发力，在人才、科技、金融财税等方面对文化产业予以扶持保障。

图表37. 影视行业政策梳理

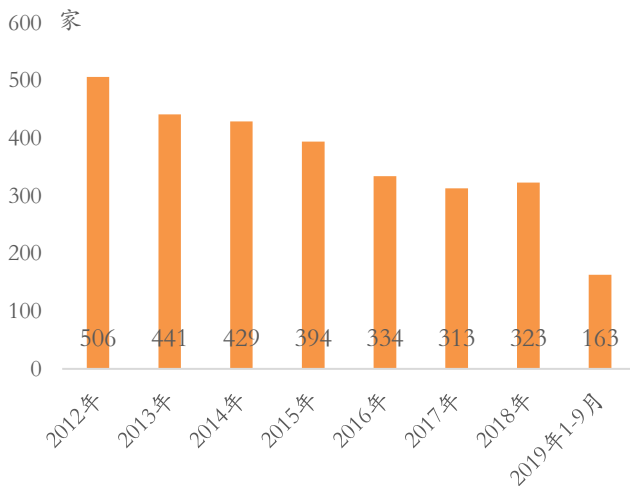
时间	出台机构	政策文件	主要内容
2017年9月22日	中国电视剧制作产业协会	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	影视剧的全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%，其中，主要演员不超过总片酬的70%，其他演员不低于总片酬的30%。
2018年6月27日	中宣部、文旅部、国税总局、广电总局、国家电影局	《通知》	制定出台影视节目片酬执行标准。现阶段落实全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的40%，主要演员片酬不得超过总片酬的70%的规定。严格规范片酬合同管理，加大对偷逃税行为的惩戒力度。
2018年8月11日	影视行业9家头部公司	《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	采购或制作的所有影视剧，单个演员的单集片酬（含税）不得超过100万元人民币，其总片酬（含税）最高不得超过5000万元人民币。
2018年10月2日	国家税务总局	《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	从2018年10月10日起，影视行业要自查自纠，有偷漏税情形的企业需要补缴2016年以来两年的税款，若拒不纠正将依法被严肃处理。
2018年11月9日	国家广电总局	《进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	全部演员总片酬超过制作总成本40%的情况须备案并说明情况。无正当理由或瞒报的，一经查实将依法采取暂停直至永久取消剧目播出、制作资质等处罚措施。节目内容网上网下坚持同一标准、同一尺度。联合公安部门联合打击收视率（点击率）造假行为。
2019年7月29日	国家广电总局	《关于做好庆祝新中国成立70周年电视剧展播工作的通知》	8月份开始重点电视剧“百日展播”活动，向新中国成立70周年献礼。《通知》要求在展播期间不得播出娱乐性较强的古装剧、偶像剧，确保播出剧目与宣传期整体氛围相协调。
2019年8月19日	国家广电总局	《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》	共16条新举措，《意见》提出要以实施“新时代精品工程”为抓手，加大专项资金扶持力度；要加快建设广电5G网络；要扩大广播电视对外贸易和文化交流；要建立产业与金融市场对接机制。
2019年12月13日	司法部	《中华人民共和国文化产业促进法（草案送审稿）》	文化产业目前发展中面临有效供给不足、结构亟待调整优化、文化企业发展存在困难等难题，需要通过立法从法律层面加以解决。对此，草案送审稿从创作生产、文化企业、文化市场等3个关键环节发力，在人才、科技、金融财税等方面予以扶持保障。

资料来源：广电总局、国税总局、新华社、广证恒生

3.1.2 影视作品供给收缩，票房增速不容乐观

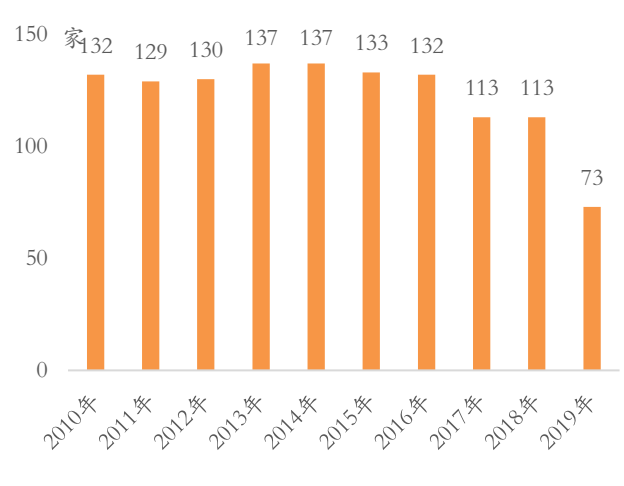
在广电总局实施“一剧两星”政策调控以来，电视剧市场供给持续收缩。根据广电总局数据显示，2017年生产完成并获得发行许可证的电视剧共313部，总集数为13475，均创下新低。2019年前三季度，全国共计生产完成并获准发行国产电视剧共163部，继续呈现下行趋势。2017年起电视剧制作许可证（甲种）发放机构开始减少，且将该证有效期由1年延长至3年。2017年以前，市场持证（甲种）机构数量维持在130上下，波动很小。受政策影响，2017和2018年数量降低至113家。2019年7月24日，广电总局发布关于2019-2021年度全国《电视剧制作许可证（甲种）》机构情况的通告，共有73家机构入选。根据下发《电视剧制作许可证（甲种）》的换发及申请审核条件，过去两年制作6部以上单本剧或3部以上连续剧（每部3集以上），且无违规行为的企业才拥有资格，审核条件强调对社会贡献突出、履行社会责任优秀的申请机构可适当放宽电视剧制作业绩条件，进一步强调社会效益及社会示范作用，严厉打击虚假收视率、偷税漏税等违规行为。

图表38. 中国电视剧发行数量持续减少



资料来源：Wind、广证恒生

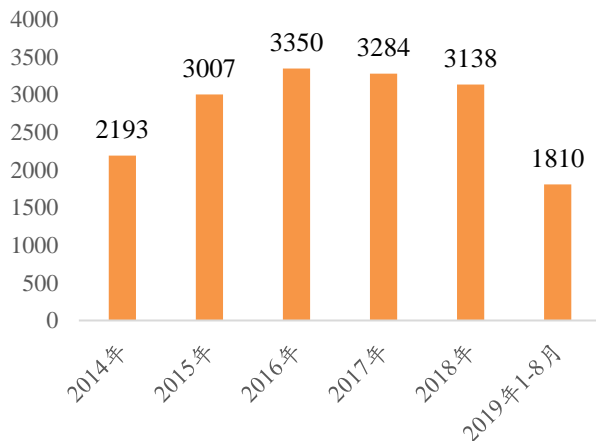
图表39. 市场持证（甲种）机构数量减少



资料来源：中国电影局、广证恒生

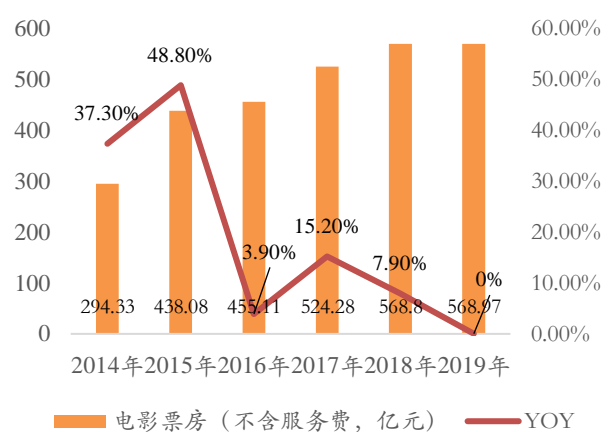
电影市场整体表现略显冷清，电影剧本备案、立项公示数量呈下降趋势。2019年1月至8月出现显著下滑，预计全年将出现负增长；2019年全年全国电影票房与去年维持同水平，增速下降明显，接近零增长。由此可见，影视行业已经经历“洗牌期”，严控合格持证机构数量、严把视频审核关卡将是新常态。难以抵挡这波巨变的中小玩家以及不规范企业已经被清理出局。热钱退场、泡沫散去，2019年前三季度横店开机率同比锐减45%，全年超过2996家影视公司关停，行业整体进入洗牌期，去芜存菁向精品化、工业化转型。洗牌过后，头部公司在新剧数量上会进一步瓜分市场份额，对影视资源形成虹吸效应，行业集中度提升。

图表40. 电影剧本备案、立项公示数量下滑



资料来源: Wind、广证恒生

图表41. 电影票房增速渐缓



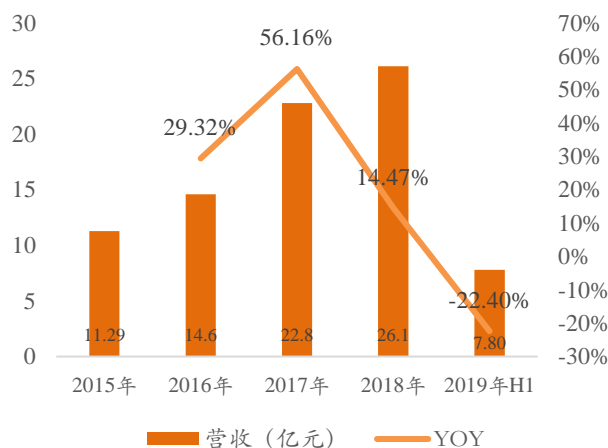
资料来源: 灯塔专业版、广证恒生 (2019年数据截至2019年12月18日)

3.2 公司层面: 院线业务剥离, 匠心打造作品

3.2.1 作品制作精良收获口碑, 团队绑定机制完善

相比于游戏业务, 公司影视业务的营收增速较快。2015-2018年, 公司游戏业务的CAGR为12.9%, 影视业务为32.3%。2018年院线业务从公司剥离, 公司于2016年开始布局院线业务, 2017年受大市场环境的影响, 院线业务面临严峻经营压力, 毛利率持续下滑。2017年及2018年院线业务毛利率仅有11.24%和6.31%, 利润贡献效应发挥较慢。公司向完美控股出售院线业务, 并将部分转让款用于影视剧投资项目, 有利于公司专注剧作打造。

图表42. 2015-2019年H1公司影视业务营收(亿元)



资料来源: 公司公告、广证恒生

公司影视板块业务涵盖广且团队强。公司具体业务包括影视剧、电影、综艺、艺人经纪等, 目前有十余支制作团队, 其中包括鑫宝源、华美时空、完美蓬瑞、完美建信、江河工作室五大核心制作团队以及孵化的工作室和创作团队, 拥有赵宝刚、丁芯、滕华涛、刘江、郭靖宇、何静、吴玉江等国内知名导

演、制片人。公司 2019 年有 9 部电视剧已完成待发行，10 部电视剧后期制作中，3 部电视剧处于拍摄阶段，13 部电视剧处于筹备阶段。

图表43. 公司五大核心制作团队

工作室	核心人员	代表作
鑫宝源	赵宝刚、丁芯	《奋斗》、《我的青春谁做主》、《婚姻保卫战》、《北京青年》、《青春斗》
完美蓬瑞	刘江	《咱们结婚吧》、《归去来》
完美建信	郭靖宇	《娘道》、《灵魂摆渡》系列
华美时空	滕华涛	《王贵与安娜》、《蜗居》、《裸婚时代》； 《失恋 33 天》、《等风来》
江河工作室	吴玉江、何静	《我是特种兵》、《神犬小七》系列

资料来源：公司官网、公开资料、广证恒生

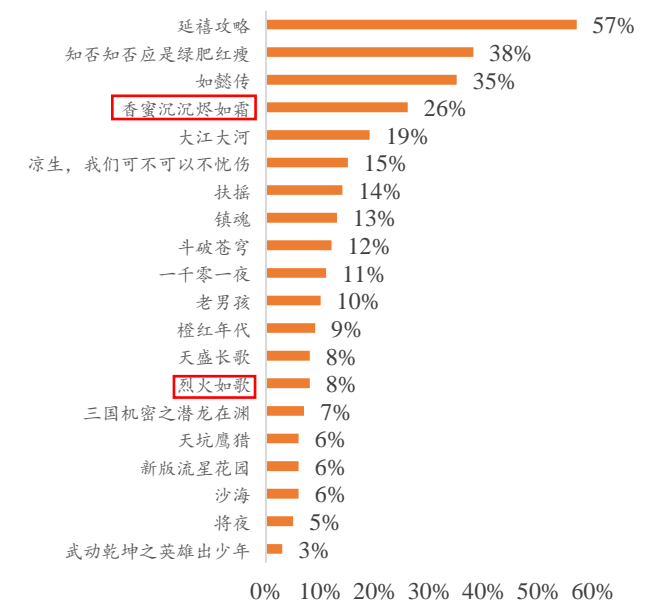
顺应趋势，积极布局正能量主旋律作品。电视剧方面，公司过去表现较为突出的作品有《射雕英雄传》、《归去来》、《深海利剑》、《神犬小七》系列、《香蜜沉沉烬如霜》、《咱们结婚吧》、《陆贞传奇》等精品剧，网络剧《烈火如歌》、《灵魂摆渡》系列、《忽而今夏》等品质获得广大观众认可，整体制作能力处于行业领先地位。2018 年全年共有三部剧集播放量位居全年前 10。公司把握重大宣传节点，投资拍摄多部正能量、主旋律剧集共有中 10 部作品入选“2018-2022 百部重点电视剧选题片单”、7 部作品入选“庆祝新中国成立 70 周年国家广播电视总局优秀剧目展播名单”。

图表44. 2018 年前 10 播放量电视剧中有 3 部由完美世界出品

排名	名称	单年播放量 (亿)
1	延禧攻略	181.8
2	恋爱先生	164.9
3	如懿传	162.6
4	香蜜沉沉烬如霜	149.5
5	扶摇	144.3
6	谈判官	129.3
7	归去来	101.5
8	猎毒人	92.9
9	烈火如歌	82.7
10	一千零一夜	78.1

资料来源：骨朵数据、广证恒生

图表45. 公司作品《香蜜》、《烈火如歌》入选播映指数 TOP20 电视剧的受众观看度



资料来源：艺恩咨询、广证恒生

图表46. 完美世界已上线电视剧一览

时间	剧名	时间	剧名
2010	《婚姻保卫战》	2016	《灵魂摆渡3》
2011	《男人帮》	2017	《射雕英雄传》
2012	《红娘子》	2017	《思美人》
2012	《浮沉》	2017	《深海利剑》
2012	《北京青年》	2017	《我的！体育老师》
2012	《麻辣女兵》	2018	《烈火如歌》
2012	《楚汉传奇》	2018	《忽而今夏》
2013	《陆贞传奇》	2018	《归去来》
2013	《打狗棍》	2018	《天意》
2013	《小爸爸》	2018	《走火》
2013	《咱们结婚吧》	2018	《最美的青春》
2013	《老有所依》	2018	《香蜜沉沉烬如霜》
2014	《青年医生》	2018	《娘道》
2014	《神犬奇兵》	2018	《黄土高天》
2014	《灵魂摆渡》	2019	《小花不弃》
2015	《石敢当之雄峙天东》	2019	《青春斗》
2015	《冰与火的青春》	2019	《趁我们还年轻》
2015	《神犬小七》	2019	《神犬小七3》
2015	《灵魂摆渡2》	2019	《七月与安生》
2015	《大秧歌》	2019	《山月不知心底事》
2016	《你好乔安》	2019	《老酒馆》
2016	《神犬小七2》	2019	《河山》
2016	《麻辣变形计》	2019	《鳄鱼与牙签鸟》
2016	《咱们相爱吧》		

资料来源：公司公告、骨朵数据、广证恒生

在电视剧佳作频出的同时，完美世界影视还投资拍摄众多良好口碑、优异票房电影。其中《钢的琴》、《失恋33天》、《等风来》、《咱们结婚吧》、《非凡任务》、《嘉年华》、《潜艇总动员：外星宝贝计划》等影片均成为业界典范。

图表47. 完美世界近年推出主要电影作品一览

片名	非常完美	失恋33天	钢的琴	等风来	触不可及
上映时间	2009年	2011年	2011年	2013年	2014年
票房	9198.7万	32064万	662.4万	7978.8万	7682.6万



片名	咱们结婚吧	非凡任务	嘉年华	影
上映时间	2015 年	2017 年	2017 年	2018 年
票房	28448.8 万	15645.6 万	2261.2 万	62898.9 万

资料来源：艺恩、广证恒生

3.2.2 把握文化输出重要窗口，推进影视国际化战略

影视业务全球化战略第一步：与国际领先影视公司合作。完美世界是国内首批出海的文化企业，2008 年已在美国成立全资子公司 Perfect World Entertainment Inc.。2016 年公司通过下设基金的海外子公司完美环球投资股份有限公司与环球影业达成片单投资及战略合作协议。根据协议约定，公司参与未来 5 年环球影业出品的几乎所有电影项目，投资比例为 25%，金额高达 12 亿美元以上。在这一框架下，完美世界参与投资出品的《至暗时刻》《魅影缝匠》和《维多利亚与阿卜杜勒》共获得第 90 届奥斯卡 14 个提名，刷新中国企业参与影片的奥斯卡纪录。

2017 年完美世界影视“国际化泛娱乐”战略全面升级。公司与威秀娱乐集团、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。完美威秀还发布了四大亮眼片单，包括成龙主演的科幻动作电影《机器之血》，韩庚、凤小岳以及山下智久主演的高科技动作电影《解码者》，张艺谋执导的史诗传奇电影《影》以及真人动画电影《当小七遇上加菲》四个项目。

影视业务全球化战略第二步：优质作品输出海外。成立海外全资子公司的 11 年来，完美世界已将产品带到美、欧、亚等全球 100 多个国家和地区。同时，完美世界在美国、荷兰、法国、韩国、日本等地区设有 20 多个海外分支机构。2014 年公司出品的电视剧作品《老有所依》、《北京青年》和电影作品《失恋 33 天》进入习近平总书记出访拉美的国礼名单，赠予阿根廷等国官员，成为中国当代文化产业“走出去”的典型代表。

公司的电视剧海外发行业务取得了战略性进展。目前公司已经与多家全球知名的电视台网络和信息流媒体签署了电视剧的独家海外播放授权，未来更多优秀的中国作品将第一时间在全世界同步播出。同时，公司在 YouTube 上开通了官方频道，多个新老剧目均取得了比较广泛的关注和讨论。2019 年，公司荣获中宣部和国家广播电视总局联合发布的“2018 年电视节目走出去突出贡献企业”。

图表48. 影视剧集出口至全球 100 多个国家和地区



资料来源：公司官网、广证恒生

4.风险提示

- 政策风险；
- 游戏上线时间和流水不达预期；
- 影视项目不达预期

盈利预测与估值模型:

资产负债表							利润表				
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E
货币资金	2097.11	3236.42	4228.91	3523.86	5177.99	7080.50	营业收入	6158.83	7929.82	8033.77	8488.88
应收票据及账款	1931.97	1661.52	1964.39	2172.41	2552.79	2947.20	营业成本	2404.28	3381.23	3549.95	3067.88
预付账款	483.28	851.65	789.74	804.10	944.90	1090.88	营业税金及附加	53.57	63.77	43.46	44.54
其他应收款	95.83	167.22	120.92	146.29	171.91	198.46	销售费用	755.35	743.51	880.39	905.76
存货	495.98	1575.57	2141.80	1681.03	1919.08	2150.58	管理费用	1835.58	2072.87	704.21	823.42
其他流动资产	6104.18	2753.94	1537.52	2286.36	2297.89	2877.36	研发费用	0.00	0.00	1413.11	1482.16
流动资产总计	11208.35	10246.32	10783.28	10614.04	13064.56	16344.98	财务费用	1.23	190.09	167.83	52.55
长期股权投资	868.27	1482.08	1559.23	1679.23	1799.23	1919.23	其他经营损益	-100.18	-137.17	-10.39	0.00
固定资产	525.92	478.60	362.34	389.90	443.97	390.20	投资收益	192.40	183.18	464.55	150.00
在建工程	0.60	12.08	0.00	100.00	50.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	132.47	114.37	86.84	155.70	291.22	310.08	营业利润	1201.05	1524.36	1728.97	2262.56
长期待摊费用	161.03	229.13	45.98	22.99	0.00	0.00	其他非经营损益	154.93	124.49	186.77	155.40
其他非流动资产	3400.85	4022.34	3140.62	3425.17	3625.17	3625.17	利润总额	1355.98	1648.85	1915.74	2417.96
非流动资产合计	5089.14	6338.59	5195.00	5772.99	6209.59	6244.69	所得税	222.83	188.94	156.36	190.66
资产总计	16297.49	16584.90	15978.28	16387.03	19274.15	22589.67	净利润	1133.15	1459.91	1759.39	2227.30
短期借款	440.71	617.90	1270.02	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-33.17	-44.80	53.28	67.45
应付票据及账款	727.02	489.26	393.09	570.44	651.21	729.77	归属母公司股东净利润	1166.31	1504.71	1706.10	2159.85
其他流动负债	3055.19	4108.24	2258.18	1571.34	1827.85	2088.73	EBITDA	1563.86	2119.19	2250.05	2597.07
流动负债合计	4222.92	5215.40	3921.30	2141.78	2479.06	2818.50	NOPLAT	1004.70	1517.99	1741.99	2133.10
长期借款	2032.62	500.00	793.75	793.75	793.75	793.75	EPS(元)	0.90	1.16	1.32	1.67
其他非流动负债	1589.21	2082.77	1954.33	2200.89	2400.89	2600.89	主要财务比率				
非流动负债合计	3621.83	2582.77	2748.08	2994.64	3194.64	3394.64	会计年度	2016	2017	2018	2019E
负债合计	7844.75	7798.17	6669.38	5136.42	5673.70	6213.14	成长能力				
股本	1386.37	1386.39	1386.49	1386.49	1386.49	1386.49	营收增长率	445.33%	28.76%	1.31%	5.66%
资本公积	4162.14	3557.31	2491.41	2491.41	2491.41	2491.41	EBIT增长率	216.15%	35.49%	13.30%	18.57%
留存收益	1665.80	3020.46	4561.23	6435.49	8703.70	11383.34	EBITDA增长率	255.38%	35.51%	6.18%	15.42%
归属母公司权益	7214.31	7964.17	8439.14	10313.39	12581.60	15261.24	净利润增长率	278.84%	28.84%	20.51%	26.60%
少数股东权益	1238.44	822.56	869.77	937.22	1018.85	1115.30	盈利能力				
股东权益合计	8452.74	8786.73	9308.90	11250.61	13600.45	16376.53	毛利率	60.96%	57.36%	55.81%	63.86%
负债和股东权益合计	16297.49	16584.90	15978.28	16387.03	19274.15	22589.67	净利率	18.40%	18.41%	21.90%	26.24%
							ROE	16.17%	18.89%	20.22%	20.94%
							ROA	7.16%	9.07%	10.68%	13.18%
							ROIC	90.08%	19.93%	30.53%	35.23%
现金流量表							估值倍数				
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	P/E	46.70	36.19	31.92	25.22
税后经营利润	932.39	1281.29	1261.59	1934.97	2403.14	2892.07	P/S	8.84	6.87	6.78	6.42
折旧与摊销	206.65	280.25	166.48	126.56	183.39	184.91	P/B	7.55	6.84	6.45	5.28
财务费用	1.23	190.09	167.83	52.55	23.27	17.04	股息率	0.21%	0.41%	0.43%	0.52%
其他经营资金	14.63	-947.25	-1725.89	-1045.31	-459.11	-1038.48	EV/EBIT	43.33	30.53	26.89	22.50
经营性现金净流量	1154.90	804.38	-129.99	1068.77	2150.69	2055.54	EV/EBITDA	37.60	26.50	24.90	21.40
投资性现金净流量	-8610.60	1714.94	2975.85	-165.65	-127.66	272.34	EV/NOPLAT	58.53	36.99	32.16	26.05
筹资性现金净流量	8162.00	-1450.97	-1952.27	-1608.17	-368.90	-425.37					
现金流量净额	706.31	1068.35	893.59	-705.05	1654.13	1902.51					



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学会计学硕士，目前担任 TMT 负责人，传媒和教育行业负责人，5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。