

完美世界：实力雄厚的精品研发商，多款重磅新品蓄势待发

毛云聪 资格证书编号：S0850518080001

郝艳辉 资格证书编号：S0850516070004

孙小雯 资格证书编号：S0850517080001

陈星光 资格证书编号：S0850519070002

联系人 康百川

2021年6月23日

投资要点

1. 公司概况：简介、历程、股权结构、财务分析
2. 游戏优势：实力雄厚的精品研发商，发行与运营能力亦逐步得到验证
3. 游戏看点：游戏储备丰富，持续推进产品多元化
4. 影视业务：积极消化库存，风险基本释放
5. 盈利预测与估值
6. 风险提示

- **国内领先的影游综合体，迎接新一轮产品周期。**完美世界游戏创立于2004年，成功打造《诛仙》《完美世界》《武林外传》等优秀端游产品，是国内头部游戏公司，2008年完美世界影视成立，业务包括电视剧制作发行、艺人经纪及综艺娱乐等。公司的游戏和影视两大业务均处于行业领先地位，其中游戏收入占比超9成，是公司业绩增长主要推动力。复盘公司2016年以来的股价和产品上线节奏，可以发现完美世界作为精品研发商，每年均有优质产品推出，尤其在2019年推出《完美世界》、《神雕侠侣2》、《新笑傲江湖》等重磅产品。展望未来，公司储备有多款重磅产品，我们认为随着产品陆续上线，公司有望迎来业绩和估值的双击。
- **实力雄厚的精品研发商，发行与运营能力亦逐步得到验证。**公司作为老牌精品游戏研发商，产品覆盖PC、主机、移动及云端，公司多年以来坚持自主研发，自研产品占比超过95%。MMORPG是公司擅长的传统品类，在此领域布局超过15年，累计获取了数百亿元流水，目前在运营移动产品中超八成属于MMO，2020年在手游MMO市场份额为24.4%。公司21Q1研发投入4.15亿元（YOY+5.96%），研发费用率达18.6%（YOY+3.4pct），研发人员规模持续增长，2020年研发人员数量达3739人，占员工总人数66%，研发团队超20支，研发投入在人员规模和资金上均处于行业第一梯队。据伽马数据监测，公司2020年研发投入产出比达513%，研发效率高速增长。运营与发行方面，公司2020年7月新游《新神魔大陆》大获成功，验证了公司“品效合一”发行策略的日趋成熟；公司核心产品《完美世界》、《新诛仙》、《新笑傲江湖》近一年平均排名分别为38/48/38名，长线运营能力凸显。
- **游戏储备丰富，持续推进产品多元化。**目前公司储备有20余款新游，由完美世界IP、诛仙IP、武侠矩阵、魔幻矩阵等旗舰经典产品构筑的优势品类基本盘稳固，持续贡献稳定收益；在研产品涵盖MMORPG、回合制、ARPG、卡牌、沙盒、休闲等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、西方魔幻、东方仙侠、东方武侠等多种题材，拓宽赛道多元布局。其中《战神遗迹》已于2021年5月20日公测；《梦幻新诛仙》定档2021年6月25日公测，预约数破1200万；《幻塔》于2021年4月15日推出了限号不付费删档测试，并均已取得版号。
- **积极消化库存，风险基本释放。**2020年电视剧备案数仅670部，创下多年新低，影视业整体处于供给收缩和去库存状态。受行业整体环境影响，公司影视业务业绩下滑，2020年以清库存为主，实现收入9.6亿元，占总营收的比重降至8.66%。21Q1公司出品的《上阳赋》《暴风眼》《爱在星空下》《明天我们好好过》等多部精品电视剧相继播出，当前行业仍处于盘整阶段，公司采取“加速去库存+精选优质项目谨慎开机”的经营策略，以期实现稳健的财务贡献。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2021-2023年EPS为1.11元、1.37元和1.69元。参考可比公司，并考虑公司龙头地位，1）我们给予公司2021年25~30倍动态PE，对应合理价值区间27.74-33.28元；2）我们给予公司2021年6~7倍动态PS，对应合理价值区间为32.17-37.53元；综上我们给予公司2021年合理价值区间27.74-33.28元，维持优于大市评级。

■ **风险提示：**新产品上线延期，流水表现不及预期；现有游戏产品和影视业务业绩下滑；海外市场风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.公司概况：国内顶尖的游戏+影视集团



2004年完美世界游戏创立，研发了《诛仙》、《完美世界》、《武林外传》等优秀端游产品，是国内头部游戏公司，并于2007年在美国纳斯达克上市。2008年完美世界影视成立，主营业务为影视剧制作发行，于2014年12月借壳金磊股份登陆A股，简称完美环球。2015年7月完美世界游戏完成私有化，2016年4月完美世界控股集团通过向完美环球注入游戏业务登陆A股，7月正式更名为完美世界。

上市公司业务涵盖影视和游戏两大板块，包括网络游戏的研发、发行和运营；影视剧的制作、发行；综艺娱乐业务、艺人经纪服务等。2020年至今，影视方面有多部剧集相继播出，游戏业务上《战神遗迹》已于2021年5月20日上线，《梦幻新诛仙》即将于2021年6月25日公测，另有储备游戏《幻塔》（2021年4月15日限量删档测试）等，我们认为这三款游戏将开启新周期。Steam平台国服版《蒸汽平台》于2021年2月9日开启测试。

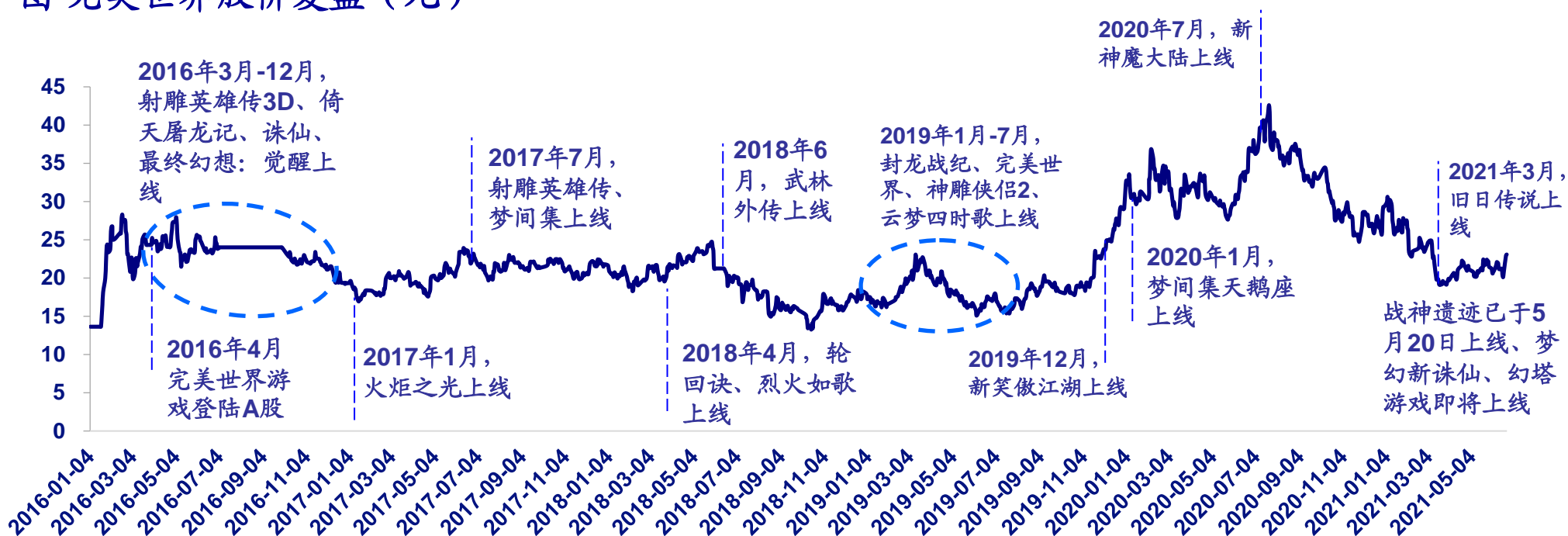
图 完美世界大事记



1.历程：优质产能持续兑现

复盘公司2016年以来的股价和产品上线节奏，可以发现完美世界作为精品研发商，每年均有优质产品推出，尤其在2019年推出《完美世界》、《神雕侠侣2》、《新笑傲江湖》等重磅产品。2021年4月13日，完美世界召开了游戏战略发布会，发布近三十款重磅新游及IP，我们认为公司有望迎来新一轮产品周期。

图 完美世界股价复盘（元）



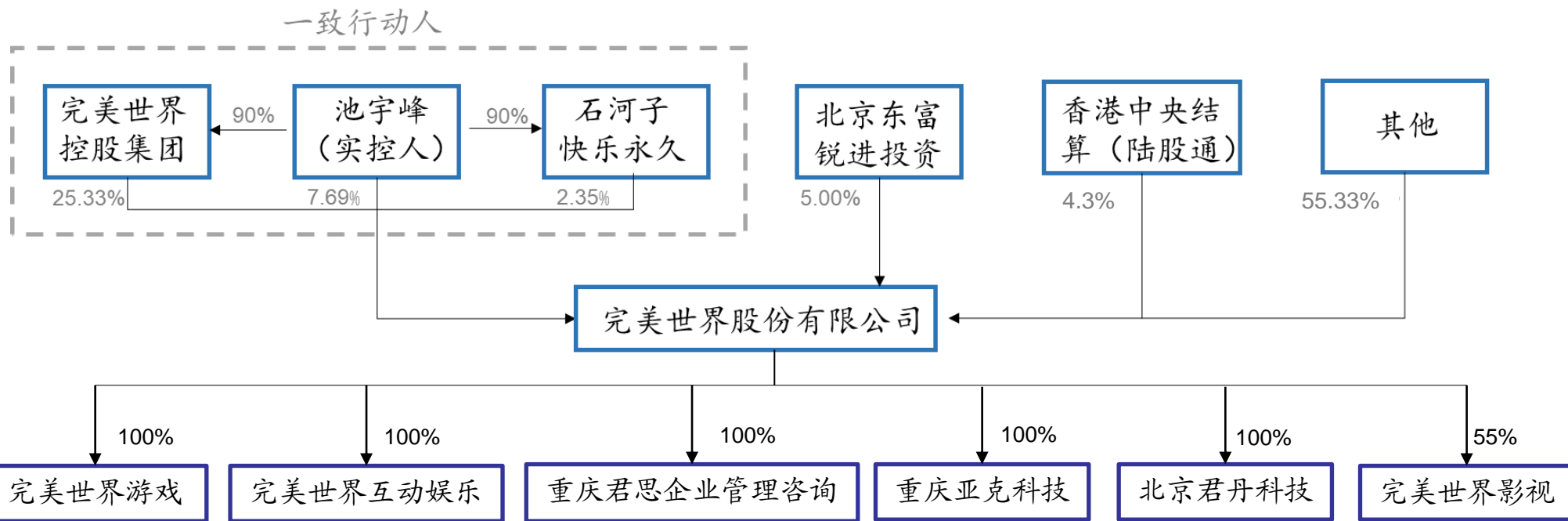
注：股价统计时间为2016.1.4-2021.6.22

资料来源：Wind，公司官网，百度百科，搜狐网，3DMGAME网，游戏吧网，87G网，17173网，公司2020年度报告，海通证券研究所

1.公司股权结构

完美世界控股集团直接持有公司25.33%的股权，是公司第一大股东；完美世界控股集团有限公司董事长兼创始人池宇峰直接持有公司7.69%股权，并通过完美控股（持股90%）、快乐永久（持股90%）间接持有公司股权，是公司实际控制人。完美控股、快乐永久和池宇峰构成一致行动人，股权结构集中且稳定。根据20年报，完美世界共有子公司58家，其中游戏业务子公司21家，影视业务32家，基金5家。

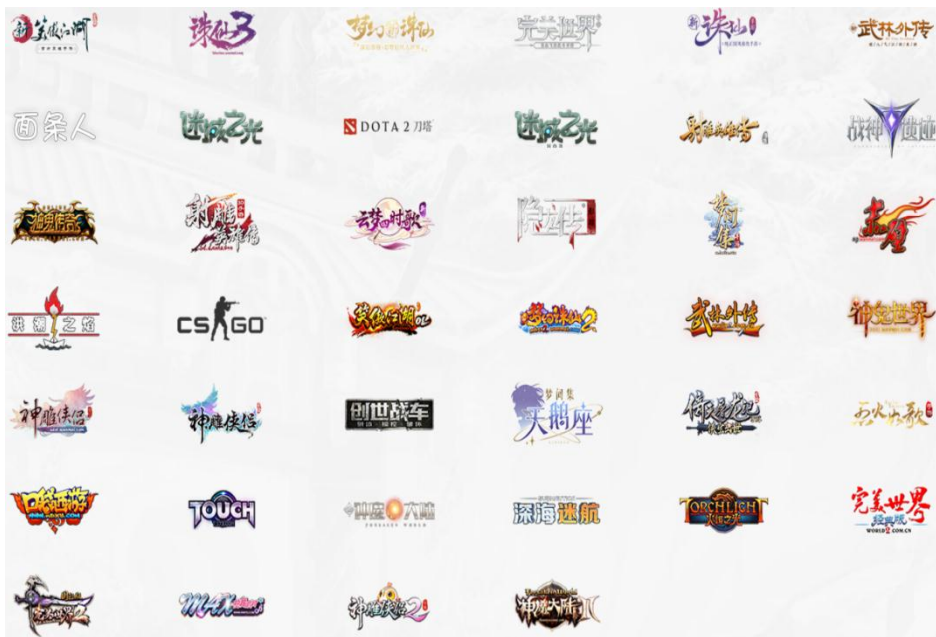
图 完美世界股权结构



1.主营业务：公司业务以游戏+影视为核心

2020年公司游戏业务占收入比超90%，以端游+手游+主机+电竞等产品为主，产品矩阵极其丰富；影视业务包括了电视剧、电影、综艺等方面，旗下聚集了包括知名导演、编剧、制作人在内的多支优秀内容制作团队。过去几年公司整体产出了较多有知名度和影响力的游戏与影视产品。

图：完美世界主要游戏产品



图：完美世界主要影视和综艺产品



1.2020年业绩实现稳健增长

公司2020年收入102.2亿元（YOY +27.2%），其中游戏业务收入92.6亿元（YOY +35%），移动游戏收入60.9亿元（YOY +57%）；归母净利润为15.5亿元（YOY +3.04%），扣非归母净利润约为10.4亿元（YOY -4.0%），均处于此前业绩预告区间；其中游戏业务实现净利润约22.9亿元（YOY +20.4%），接近此前业绩预告区间上限。

图 完美世界营收及其增长率

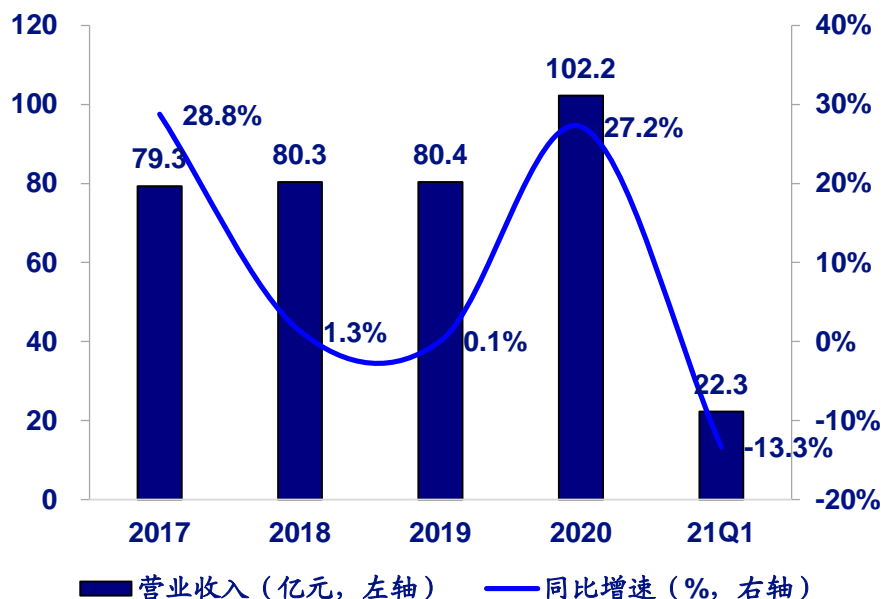
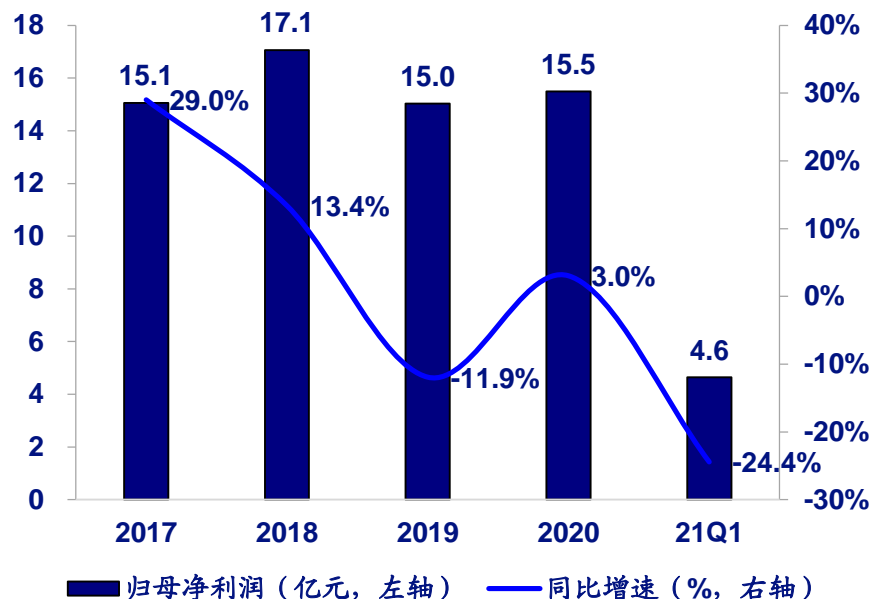


图 完美世界归母净利润及增长率



1.高基数及产品周期致21Q1业绩下滑

受去年疫情期间高基数、经典流水自然下滑及主要新品上线较少影响，21Q1业绩同比有所下滑，收入22.3亿元（YOY -13.3%，QOQ +3.2%），归母净利润为4.6亿元（YOY -24.4%，环比扭亏为盈），处于此前预告区间；扣非归母净利润为3.2亿元（YOY -46.8%，环比扭亏为盈），其中处置子公司获得投资收益1.2亿元。21Q1游戏业务净利润为4.3亿元（YOY -15.7%），扣非归母净利润为3.3亿元（YOY -34.1%），均处于此前预告区间。

图 完美世界单季度营收及其增长率

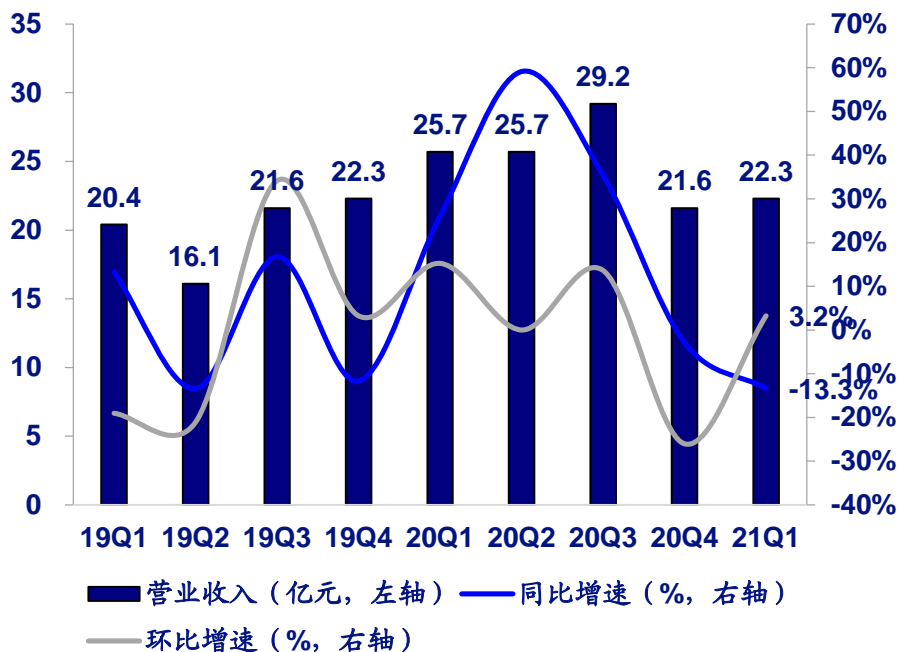
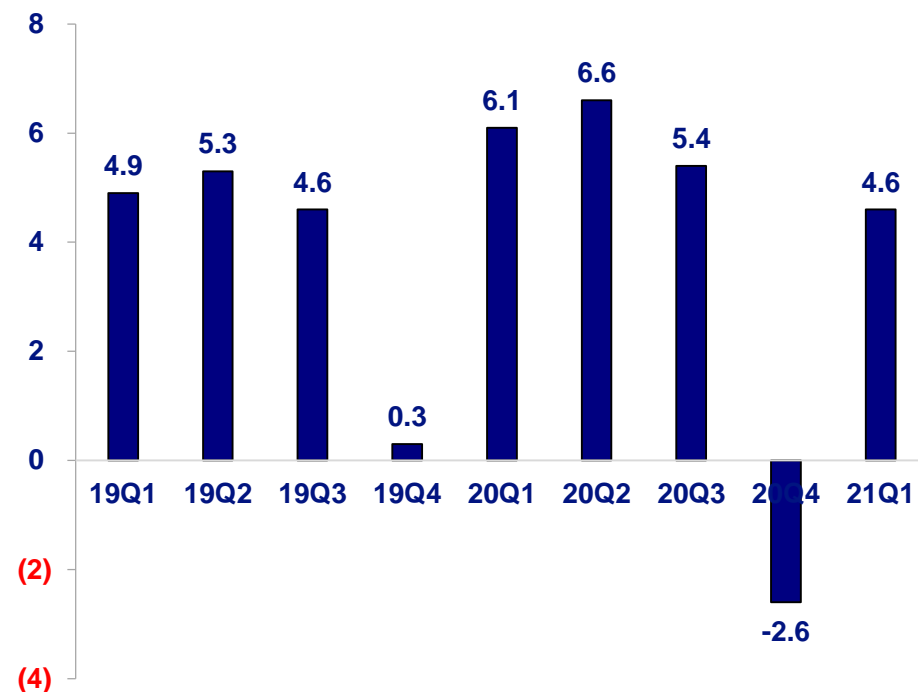


图 完美世界单季度归母净利润情况（亿元）



1.游戏业务收入占比超9成，20年手游收入同增57%

游戏为公司核心业务，2020年游戏营收92.6亿元，同比增长35%，收入占比达90.6%。游戏业务净利润22.9亿元，同比增长20.4%。其中，2020年公司端游收入同比增长9.1%达26.4亿元（根据伽马数据微信公众号“游戏产业报告”，2020年中国客户端游戏市场规模同比下滑9.1%），逆市增长。受益于《诛仙》《完美世界》《新笑傲江湖》等产品精细化长线运营，及新游《新神魔大陆》的良好表现，2020年公司手游业务同比增长57.1%达60.9亿元。

图 2020年公司收入占比（%）

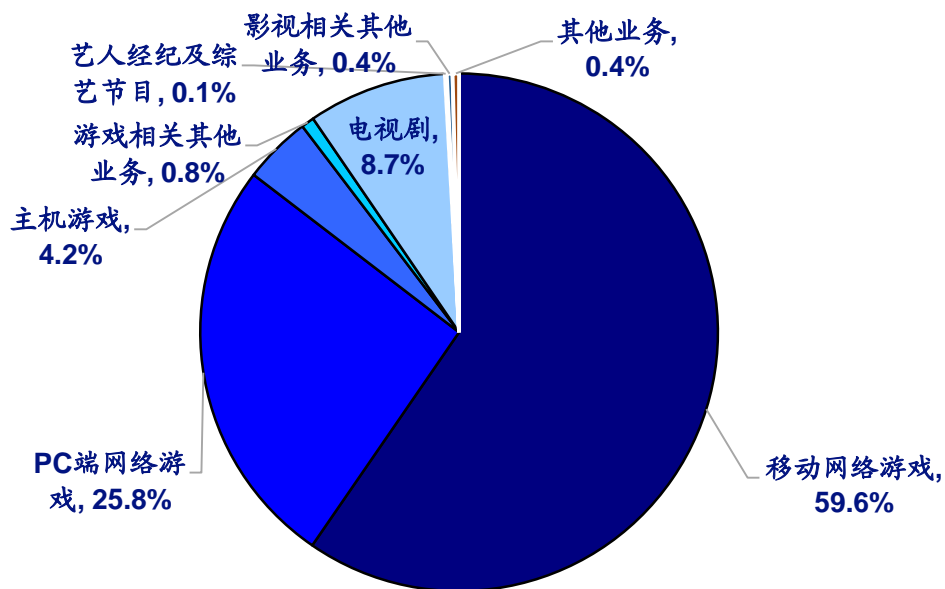
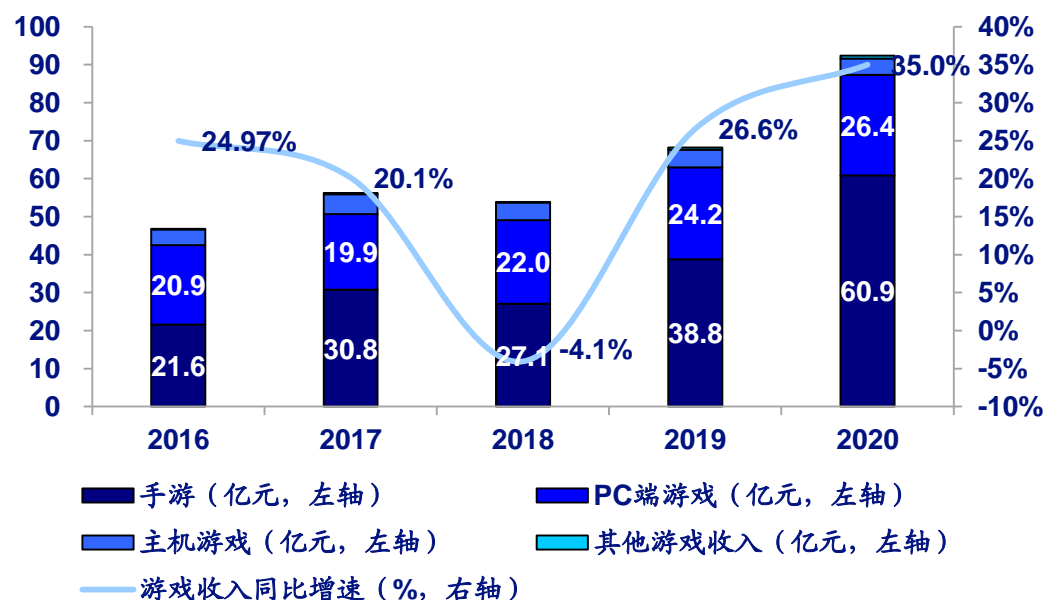


图 公司游戏收入及增长率



1.受影视业务影响利润率有所下滑

21Q1公司总体毛利率为56.56%，同比下滑5.8pct。2020年游戏业务毛利率同比减少2.9pct，影视业务毛利率减少5.8pct，主要系报告期内公司积极消化影视剧库存，部分过往期间制作的影视剧因市场环境变化而盈利水平较低。毛利率的变动影响带来净利率的变化，21Q1净利率为20.29%，同比下滑3.3pct。公司21Q1研发费用率同比提升3.4pct达18.6%，持续投入研发增强实力。

图 公司毛利率及净利率变化情况

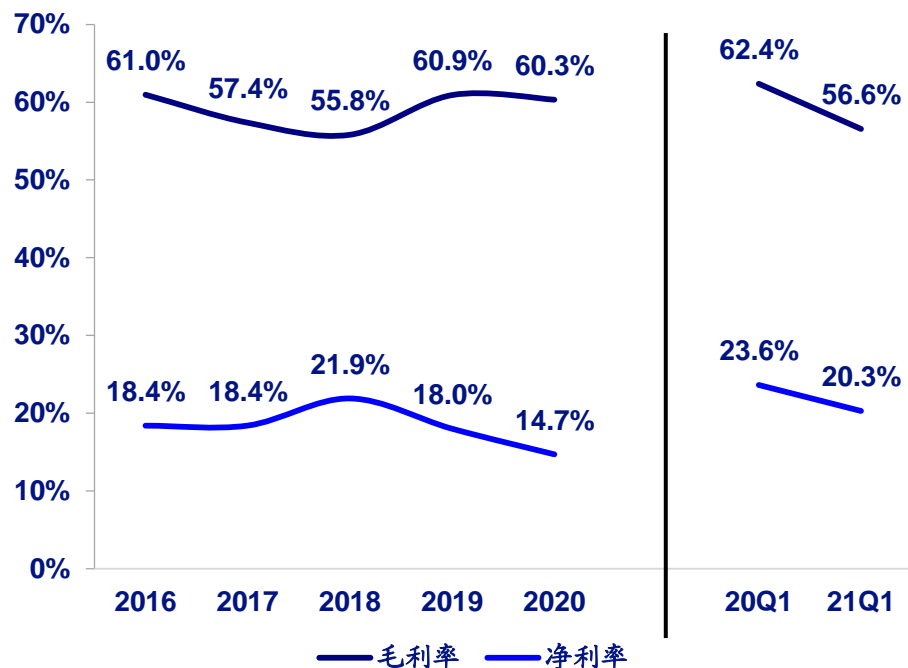
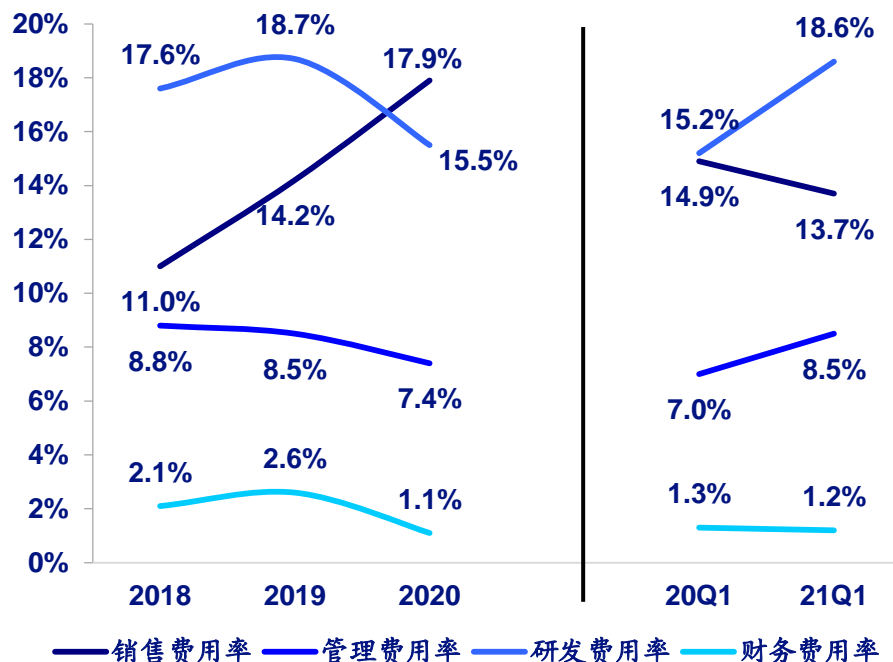


图 公司费用率变化情况



1.2020年现金流高增长，货币资金充足

因游戏业务表现良好带来的流水增加和影视项目制片款较同期减少，以及应收款项加速回款，2020年公司经营现金流大幅增长。21Q1公司经营现金流为0.4亿元，同比下滑主要系疫情逐步消退，叠加游戏产品上线周期影响，21Q1游戏收入同比下降。此外，影视业务聚焦策略下优选的部分项目处于集中制作周期，投资款较上年同期增加，同时经营性应收应付款项的结算节奏等因素综合影响所致。截至21Q1，公司货币资金为29.4亿元，现金充足。

图 公司经营性现金流及净利润情况（亿元）

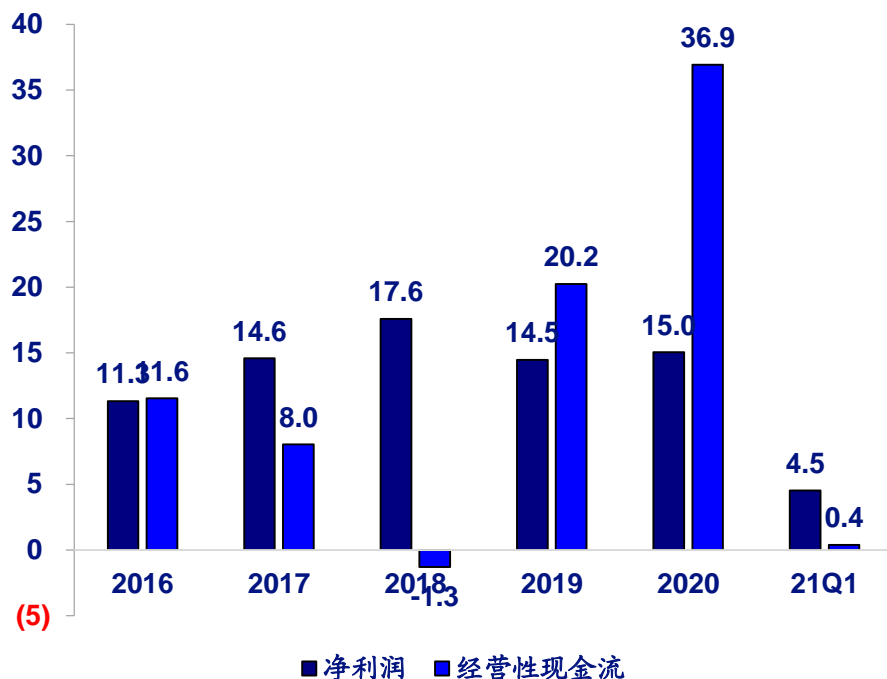
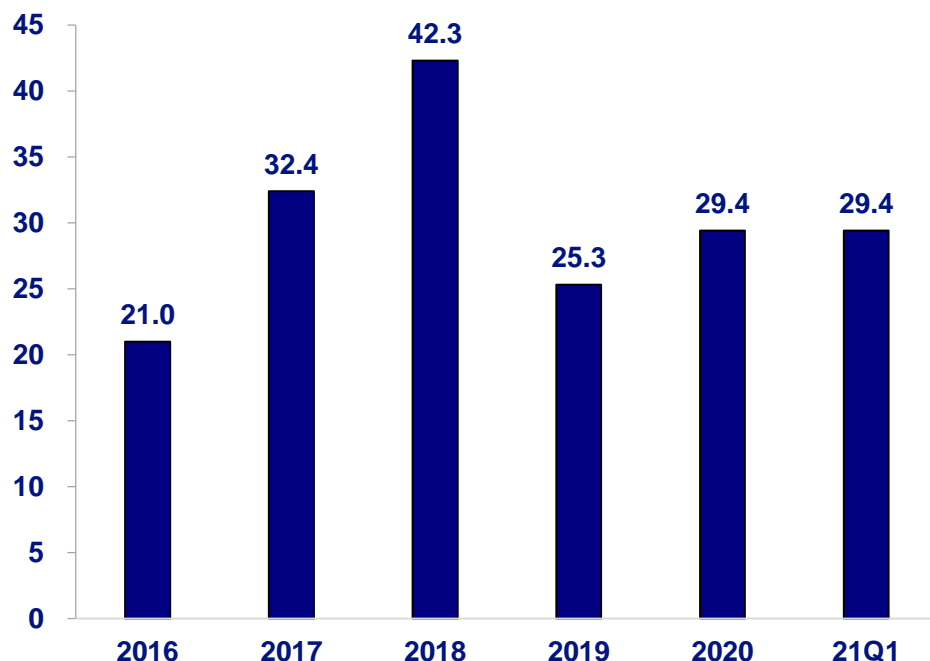


图 公司货币资金情况（亿元）



2.老牌游戏研发商：IP储备丰富，全面覆盖多种游戏品类

2004年完美世界游戏创立，研发了《诛仙》、《完美世界》、《武林外传》等优秀端游产品，产品覆盖PC端、主机端、移动端及云端，公司多年以来坚持自主研发，自研产品占比超过95%。同时，公司通过全球顶级电竞大作《DOTA2》及《CS:GO》深入布局电竞市场，并与Valve Corporation达成战略合作，共同建立蒸汽平台（Steam中国），在深耕内容产出的同时，积极拓展游戏产业链布局。

图 完美世界游戏发展历程



2.公司为MMORPG领域的领军企业

自主研发是完美世界游戏的核心优势，其自研产品占比超过95%，涵盖客户端游戏、移动游戏、主机游戏等多个领域。根据公司20年报援引伽马数据显示，2020年全年公司在移动游戏MMORPG细分市场份额由2020年上半年的22.5%进一步提升至24.4%。《诛仙》《完美世界》《新笑傲江湖》《新神魔大陆》四款主力MMO游戏长期位列国内iOS游戏畅销榜Top 50。近年来MMORPG类游戏流水TOP10中公司所占席位稳步增加，2020年在流水Top10中占据3个席位。

图 完美世界流水过亿产品品类分布状况（按数量）

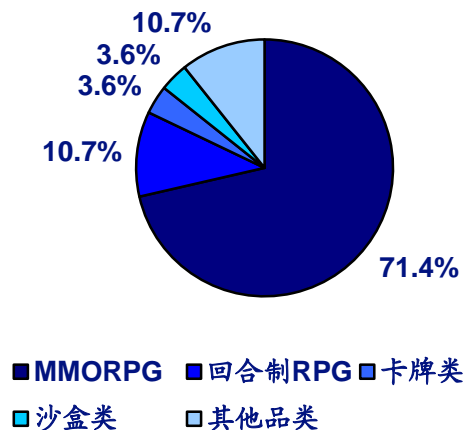


图 2020年公司MMORPG类游戏市占率情况（%）

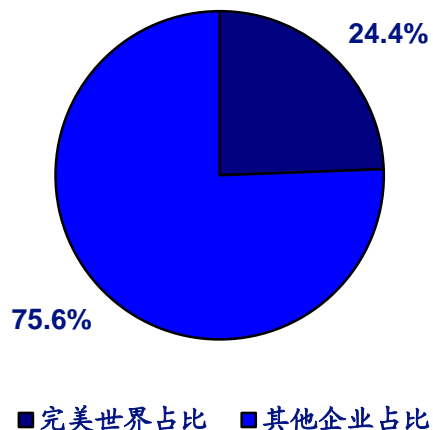
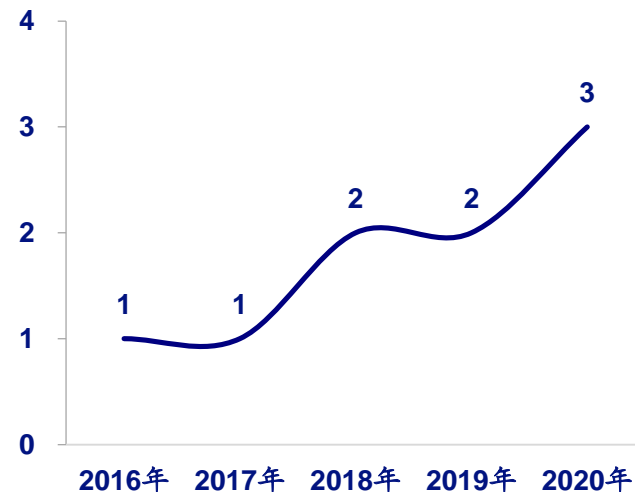


图 MMORPG类游戏流水TOP10中完美世界游戏占据席位（款）



2.主力赛道延续优势，多元化布局进行时

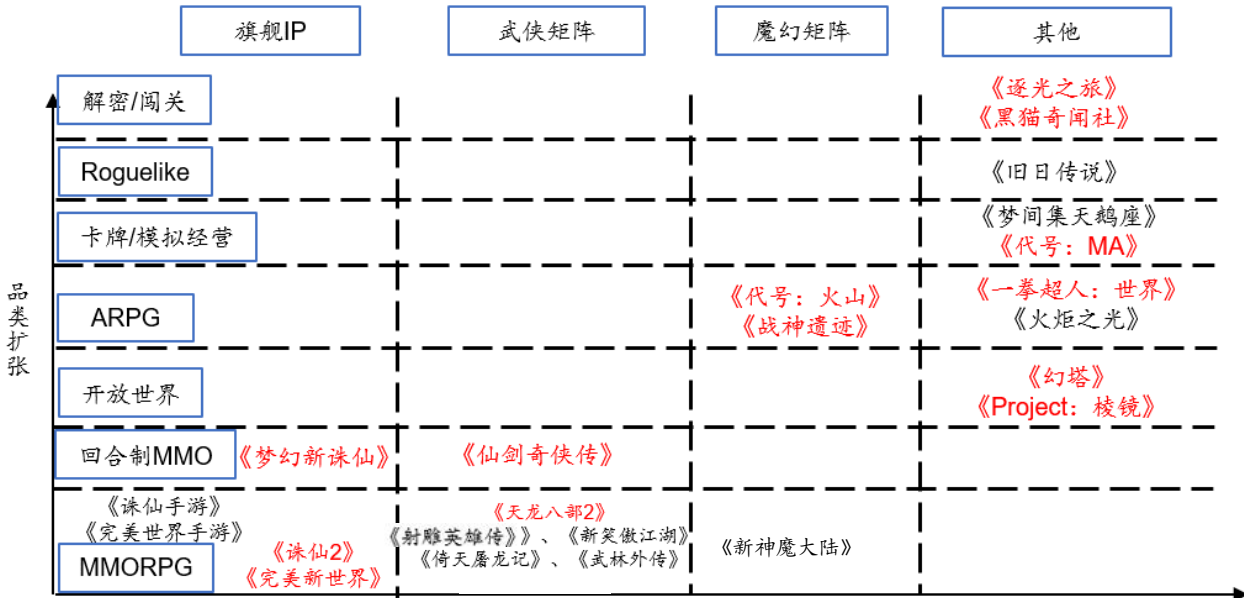


MMORPG是公司擅长的传统品类，根据伽马数据，在此领域布局超过15年，累计获取了数百亿元流水，目前在运营移动产品中超八成属于MMO。此外，公司头部IP“诛仙”“完美世界”累计价值超百亿元，且有“神魔大陆”“武林外传”等多个数十亿元级别IP，我们认为其端转手产品均获得较好成绩。4月13日公司发布近三十款游戏新品及IP，涵盖MMO、二次元、卡牌、JRPG、叙事解谜等多种游戏类型。

表 完美世界端游产品

游戏名称	游戏类型	上线日期	自研/代理
完美世界	MMO	2005年	自研
武林外传	MMO	2006/09	自研
赤壁	MMO	2008/01	自研
口袋西游	MMO	2008/07	自研
神鬼传奇	MMO	2009/04	自研
诛仙3	MMO	2007/04	自研
完美世界2国际版	MMO	2009/12	自研
完美世界经典版	MMO	2010/09	自研
神鬼世界	MMO-ARPG	2011/03	自研
梦幻诛仙2	回合制MMO	2012/10	自研
笑傲江湖	MMO	2013/06	自研
神雕侠侣	回合制MMO	2012/09	自研
神魔大陆2	MMO	2014/06	自研
热舞派对MAX	音乐、交友	2017/09	自研
创世战车	DIY载具对战	2017/12	代理

图 主要手游产品矩阵



注：标红部分为储备游戏

题材

2.行业供给侧调整下，优质研发能力厂商将持续受益

18年4月开始，由于机构调整原因版署游戏版号暂停发放，至18年12月恢复后版号数量整体仍呈下降趋势，2020年每月平均发放约109款游戏版号，发放数量和此前相比有明显缩减。我们认为在“版号总量控制”的影响下，产品数量将会减少，而需求端并未明显下滑，具备优质游戏研发能力的厂商或将持续受益。此外，随着头条抖音为代表的短视频渠道崛起，冲击现有格局的同时对内容的需求更加旺盛。

图 2018年末-2021年5月拿到版号的游戏产品数量情况（个）

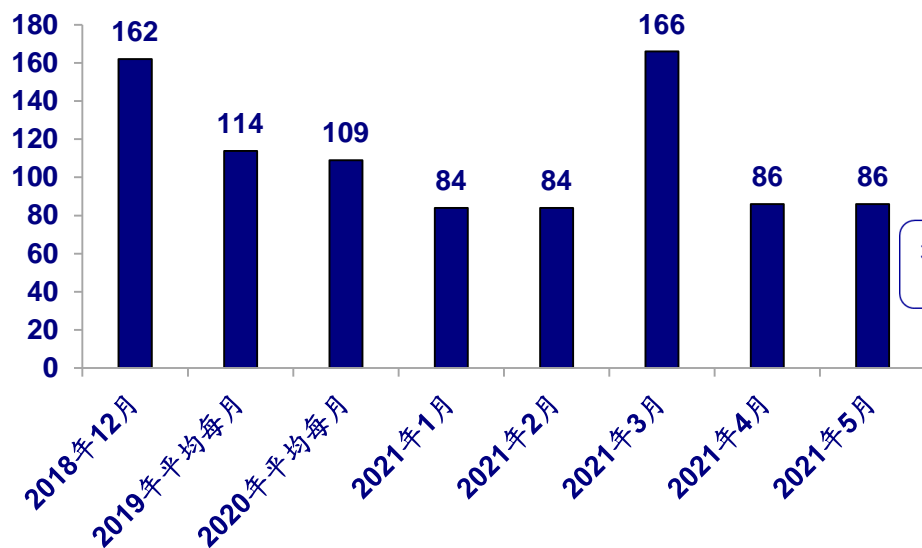
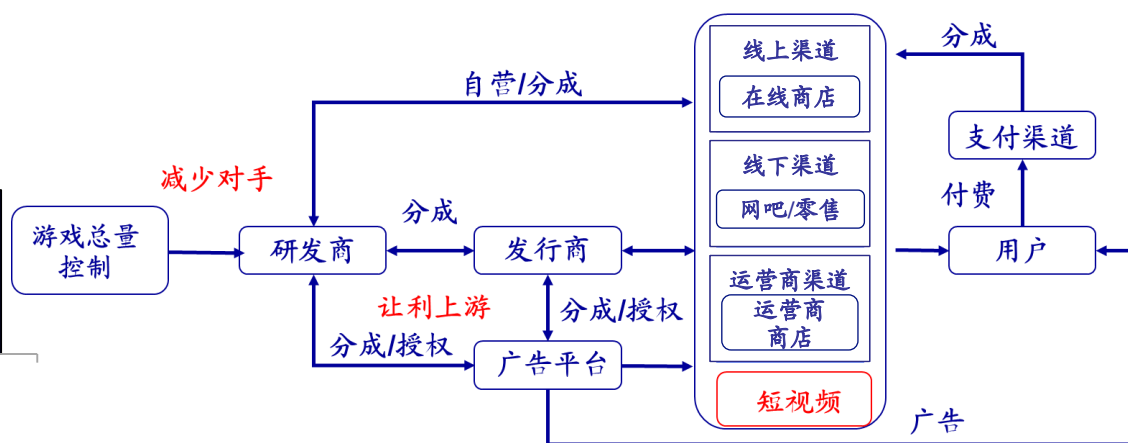


图 游戏产业链结构



2.公司重视研发，研发投入领先行业

公司研发投入在人员规模和资金上均处于行业第一梯队，21Q1研发投入4.15亿元，同比增长5.96%，研发费用率达18.6%，同比上升3.4pct。研发人员规模持续增长，2020年研发人员数量达3739人，占员工总人数66%。

图 公司2015-2021Q1研发费用及研发费用率

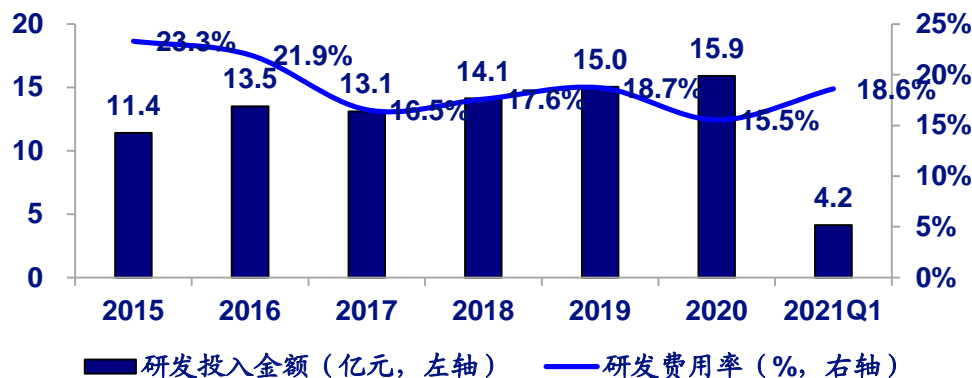


图 21Q1 A股主要游戏公司研发投入情况

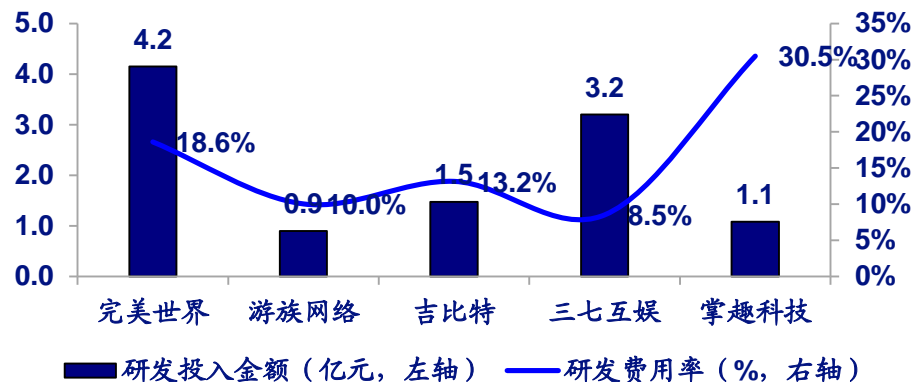


图 公司2015-2020研发人员规模 (名)

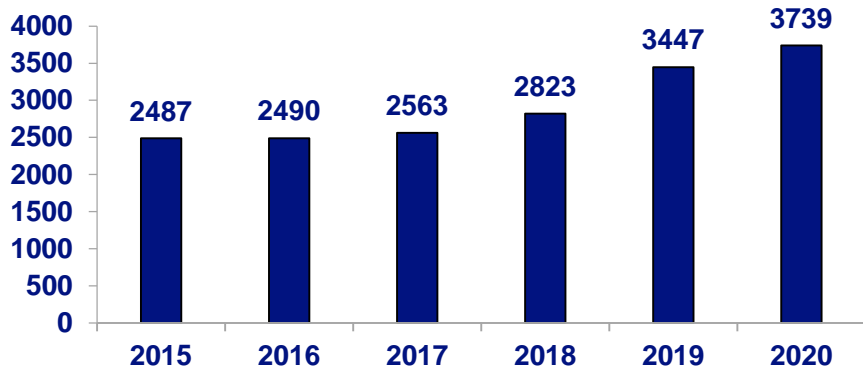
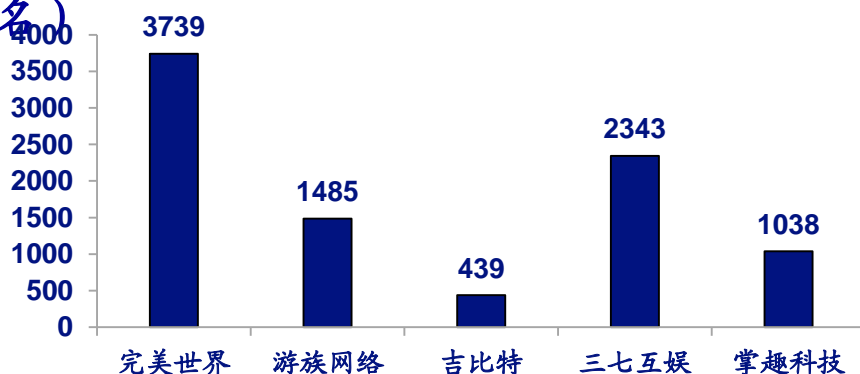


图 2020年A股主要游戏公司研发人员规模 (名)



2.公司游戏开发引擎实力雄厚



公司是中国最早自主研发3D游戏引擎的游戏企业，拥有Angelica、ERA、Eparch 2D等多款自研引擎，同时积累了丰富的Unity、UE系列引擎开发经验，形成了深厚的核心技术积累及扎实的底层基础建设。

表 公司游戏引擎迭代

	游戏引擎	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2016	2018	2019	2020	2021年及以后
自研引擎	Angelica	完美世界	武林外传	诛仙	赤壁、口袋西游		神魔大陆			笑傲江湖OL					
	Valhalla								神雕侠侣						
	Cube							神鬼世界							
	Era										倚天屠龙记				
	puppeteer												我的起源		
	Eparch 2D					梦幻诛仙									
Unity											深海迷航、诛仙手游	武林外传手游		梦间集天鹅座、新神魔大陆手游、	
Unreal4													遗迹：灰烬重生		《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》、《幻塔》

资料来源：INDIENOVA，巴哈姆特，17173游戏网，完美世界游戏官网，智通财经，九游网，18183网，Unity官网，TapTap，叶子猪游戏网，海通证券研究所

2.研发效率高速增长，多款自研新品表现亮眼



得益于完美世界游戏对研发能力提升的持续投入，产品质量提升带来产品流水的提高，使得单位研发成本的收益成倍增加，据伽马数据监测，公司2020年研发投入产出比达513%。此外，依托较为成熟的IP研运经验，《新神魔大陆》《新笑傲江湖》等多个IP系列新品首年获得超十亿元流水，目前公司在研产品中有多款IP续作产品，未来有望延续高流水表现并进一步提升IP生命力。

图 完美世界研发投入产出比（含估算）

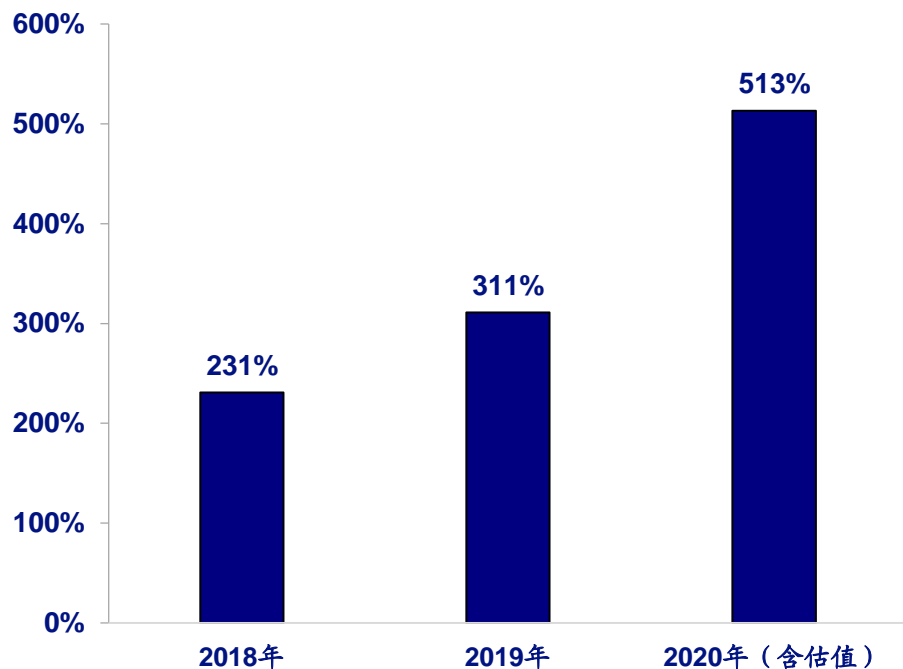


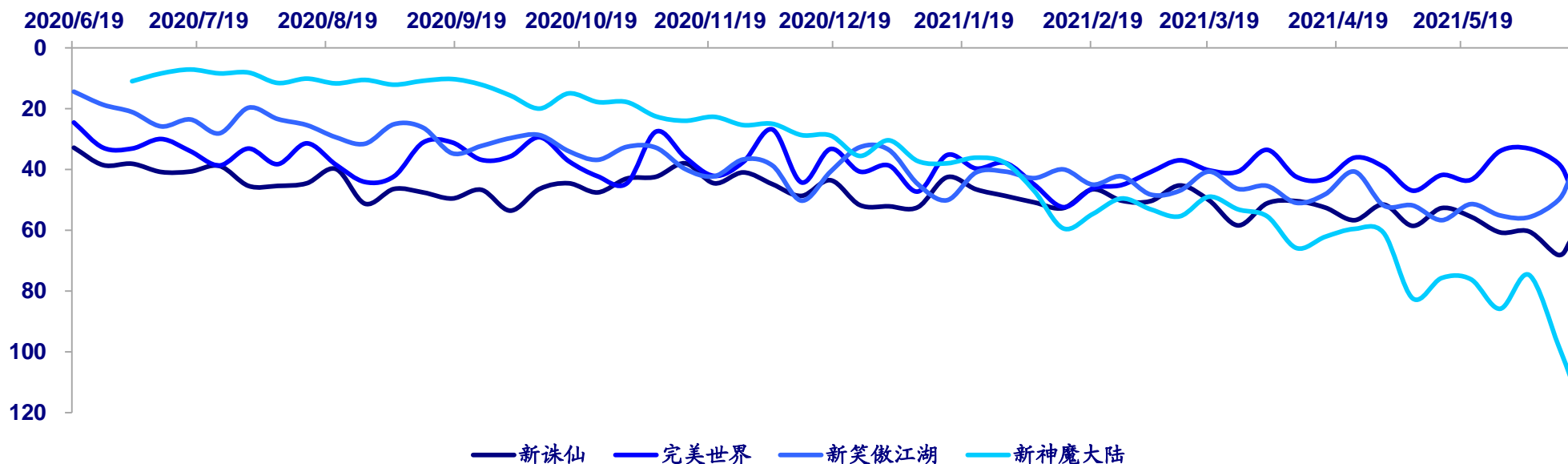
表 完美世界游戏近年产品榜单表现（部分）

手游产品	上线时间	榜单表现
《完美世界》	2019年3月	iOS畅销榜峰值第1名 iOS免费榜峰值第1名
《神雕侠侣2》	2019年7月	iOS畅销榜峰值第4名 iOS免费榜峰值第5名
《我的起源》	2019年11月	iOS冒险游戏畅销榜峰值第1名 iOS免费榜峰值第1名
《新笑傲江湖》	2019年12月	iOS畅销榜峰值第2名 iOS免费榜峰值第1名
《新神魔大陆》	2020年7月	iOS畅销榜峰值第1名 iOS免费榜峰值第1名

2.营销实力快速提升，长线运营能力凸显

除研发端外，公司在营销领域也逐渐发力，以2020年7月上线的《新神魔大陆》为例，该产品通过明星代言、跨界合作、主题曲MV宣发、主播合作推广等多种方式获取用户，上线不到1小时便登顶App Store免费榜，上线至今iOS游戏畅销榜平均排名33名，验证了公司“品效合一”发行策略的日趋成熟。此外，公司核心产品《完美世界》、《新诛仙》、《新笑傲江湖》近一年平均排名分别为38/48/38名，长线运营能力凸显。

图 公司主要手游近一年iOS游戏畅销榜周平均排名情况（截至2021年6月13日）



3.公司2021年pipeline与在研游戏

公司储备有多款全新品类游戏，包括《战神遗迹》《梦幻新诛仙》《幻塔》《一拳超人：世界》《天龙八部2》等多款游戏正在积极推进中，其中《战神遗迹》已于2021年5月20日公测，首日流水达1600万；《梦幻新诛仙》定档2021年6月25日公测；《幻塔》于2021年4月15日推出了限号不付费删档测试，并已于近期取得了版号。

表 公司2021年pipeline与在研游戏

产品名称	产品类型	题材	自研/代理	版号情况
战神遗迹	手游	ARPG	自研	已获得
梦幻新诛仙	手游	回合制MMORPG	自研	已获得
幻塔	手游	开放世界RPG	自研	已获得
梦间集2	手游	二次元	自研	未获得
一拳超人：世界	手游	3D动作	自研	未获得
天龙八部2	手游	MMORPG	代理	未获得
完美新世界	手游	MMORPG	自研	未获得
Perfect New World	PC+主机	次世代动作	自研	未获得
新诛仙世界	PC	MMORPG	自研	未获得

3.公司游戏储备



产品名称	产品类型	题材	研发和发行情况	版号情况
诛仙2	云原生游戏	MMORPG	自研	未获得
香蜜沉沉烬如霜	手游	大世界RPG	自研	未获得
代号：MA	手游	CCG	自研	未获得
代号：火山	手游	策略休闲RPG	自研	未获得
代号：R	手游	互动叙事RPG	自研	未获得
Project：棱镜	手游	开放世界	自研	未获得
PROJECT Bard	手游	二次元冒险RPG	自研	未获得
黑猫奇闻社	手游	互动解谜	自研	未获得
CODE NAME：X	手游	日系RPG	自研	未获得
逐光之旅	单机游戏	平台跳跃	自研	未获得
代号：档案	PC	叙事解谜	自研	未获得
哪吒之魔童降世	-	-	IP合作	未获得
姜子牙	-	-	IP合作	未获得
西游记之大圣归来	-	-	IP合作	未获得
灵笼	-	-	IP合作	未获得

3.21年重点新游1: 《战神遗迹》

《战神遗迹》是一款由虚幻引擎4打造的超进化风格战斗、多元宇宙背景的ARPG手游，融合MOBA+吃鸡+Roguelike等创新玩法，历经2年打磨，剑指全球市场，为公司游戏国际化、精品化、创新化三位一体的战略级大作。该游戏由赤金智娱工作室研发，赤金智娱代表作品《狂暴之翼》曾位列Sensor Tower 2017年出海游戏收入榜第五名，海外运作经验丰富。游戏于2021年5月20日上线，首日登陆免费榜第一名、畅销榜第10名，更斩获1600万流水、110万新增用户。

表 2017年中国手游海外收入榜单TOP10

排名	手游
1	列王的纷争
2	王国纪元
3	阿瓦隆之王
4	末日争霸:丧尸之战
5	狂暴之翼
6	拳皇98终极之战OL
7	城堡争霸
8	苏丹的复仇
9	Mobile Legends
10	阴阳师

图 《战神遗迹》首日表现



3. 21年重点新游2: 《梦幻新诛仙》

《梦幻新诛仙》改编自完美世界经典端游产品，是一款由虚幻引擎4打造的回合制RPG手游，将回合玩法与高自由度大世界结合，其研发团队创始人陈少浩曾负责《神武》端手游工作。画质上，游戏采用PBR2.0技术和HDR高动态光影，在全新引擎和多项顶尖画面技术的加持下，整个游戏画面精美沉浸感高。截至2021年6月23日，官网预约人数1220.5万人，TapTap评分8.0分，预计于2021年6月25日上线。

图 《神武》系列国内市场年流水排名变化

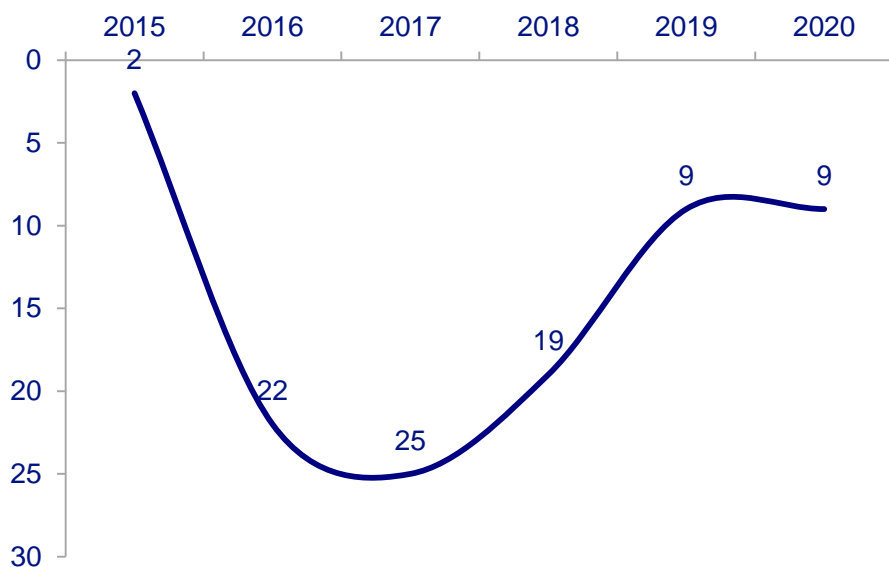


图 《梦幻新诛仙》游戏画面



3. 21年重点新游3: 《幻塔》

《幻塔》由Hotta Studio研发，其负责人张御为原蜗牛游戏黑金工作室的负责人，曾主导动作格斗《太极熊猫》系列的开发，是一款由虚幻引擎4打造的二次元、开放世界MMO手游。与《幻塔》同类项的《原神》2020年9月28日全球发行6个月收入超10亿美元，充分体现了二次元开放世界MMO游戏的市场空间。截至2021年6月23日，官网预约人数570.5万人，TapTap预约人数87.1万人，评分7.9分，已于4月15日进行限号不计费删档，我们预计有望于21H2上线。

图 《原神》全球手游收入排名情况

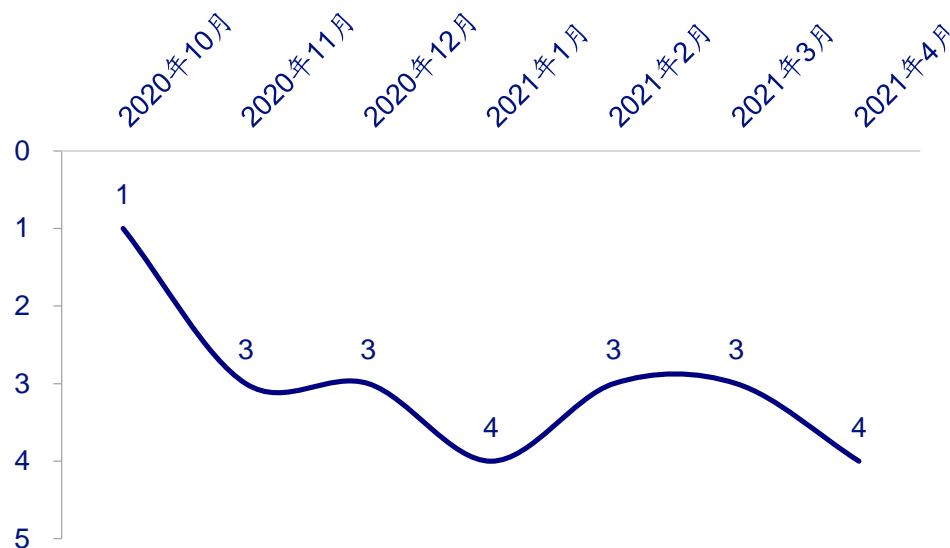
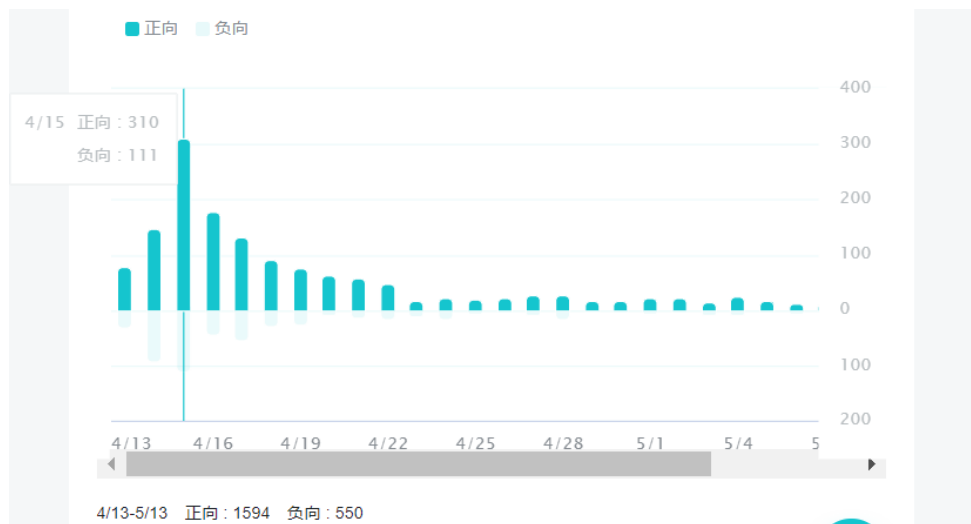


图 4月15日测试以来《幻塔》TapTap评分持续向好



3.落地 “Steam中国” 进一步拓展主机游戏市场



公司已发行《无冬之夜》《深海迷航》《非常英雄》等多款主机游戏，累计在主机/单机游戏领域自有研发团队累计收入超过20亿元，此外，2018年6月11日公司与Valve Corporation达成战略合作，共同建立蒸汽平台（Steam中国）。2021年2月9日，蒸汽平台正式开启先锋测试，目前已上线了包括《Dota2》、《CS:GO》、《古剑奇谭》系列等50余款游戏。我们认为，随着蒸汽平台的进一步落地，公司有望从渠道端掌握主机/单机游戏的发展先机。

表 与VALVE公司签署协议内容

合作内容及方式	1、完美世界在中国大陆地区建立、运营及推广Steam中国。
	2、Valve公司为Steam中国的上线及运营提供软件授权及相关技术支持，同时授权完美世界在Steam中国的推广中使用其商标及相关宣传资料。
	3、完美世界负责将Steam海外游戏产品引进至Steam 中国并进行本地化等相关工作，同时负责推荐及支持中国游戏产品在Steam中国的发行及运营。
结算方式	完美世界以现金支付约定金额的预付款该款项可用于抵扣未来运营期间产生的应支付给Valve公司的授权款。该授权款按照收入及双方约定的方法计算。

表 蒸汽平台部分已上线游戏

序号	上线产品	序号	上线产品
1	《CS:GO》	14	《异界之上》
2	《Dota2》	15	《三国志汉末霸业》
3	《戴森球计划》	16	《恶果之地》
4	《面条人》	17	《赦免者》
5	《了不起的修仙模拟器	18	《电竞传奇》
6	《古剑奇谭三》	19	《月影之塔》
7	《无尽旅图》	20	《魔法洞穴2》
8	《失落城堡》	21	《巨塔57》
9	《部落与弯刀》	22	《洪湖之焰》
10	《RPG制作大师MZ》	23	《地表法则：先遣者》
11	《同步音律》	24	《节奏快打》
12	《艾希》	25	《冒险公社》
13	《龙崖》	26	《星际角斗场》

4. 影视业务积极消化库存，风险基本释放

2020年电视剧备案数仅670部，创下多年新低，影视业整体处于供给收缩和去库存状态。受行业整体环境影响，公司影视业务业绩下滑，2020年以清库存为主，实现收入9.6亿元，占总营收的比重降至8.66%。21Q1公司出品的《上阳赋》《暴风眼》《爱在星空下》《明天我们好好过》等多部精品电视剧相继播出，当前行业仍处于盘整阶段，公司采取“加速去库存+精选优质项目谨慎开机”的经营策略，以期实现稳健的财务贡献。

图 公司电视剧业务收入及占比情况

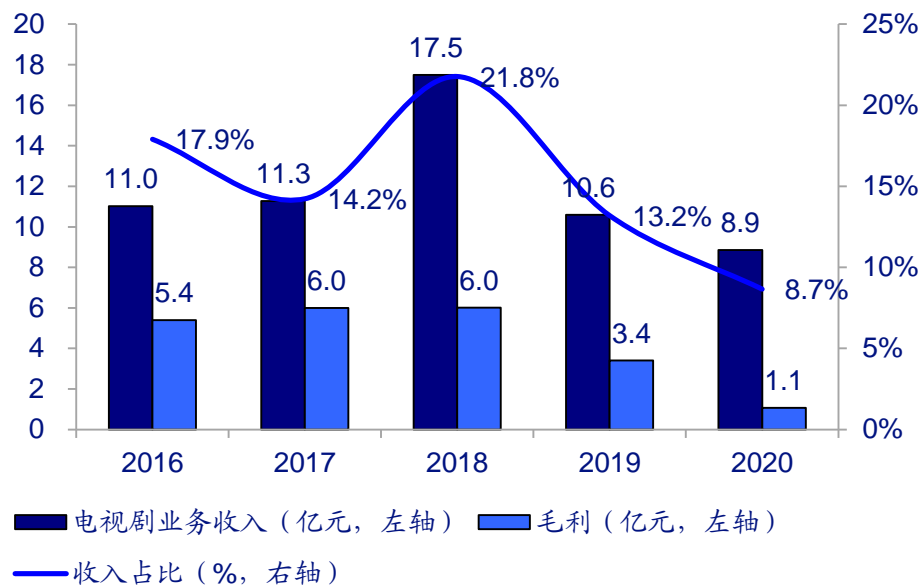


图 公司存货情况 (亿元)



4. 公司影视工作室介绍



根据完美世界影视官网，公司旗下有多个影视工作室，覆盖了电影、电视剧、综艺等各类节目矩阵，至今参与创作及发行的优秀电视剧和电影已达100多部，收获专业奖项超200个。

图 完美世界部分影视工作室

制作人	所属公司/工作室	主要作品
赵宝刚	鑫宝源	《婚姻保卫战》、《男人帮》、《北京青年》、《老有所依》、《青年医生》、《深海利剑》、《青春斗》
滕华涛	华美时空	《蜗居》、《瞧这一家子》、《裸婚时代》、《失恋33天》、《浮沉》、《等风来》、《在一起》
刘江	完美蓬瑞	《光荣与梦想》、《老酒馆》、《媳妇的美好时代》、《黎明决战》、《誓言今生》、《乱世三义》、《咱们结婚吧》、《咱们相爱吧》
郭靖宇	完美建信	《红娘子》、《火蓝刀锋》、《打狗棍》、《勇敢的心》、《大秧歌》、《射雕英雄传》（2017）、《铁梨花》、《灵魂摆渡》
何静、吴玉江	江何工作室	《麻辣女兵》、《非常完美》、《神犬奇兵》、《麻辣变形计》、《我是特种兵》、《绿茵小子》、《中国造》、《军中红舞鞋》
梁振华	青春你好	《澳门人家》、《在一起之生命的拐点》、《怪你过分美丽》、《热血同行》、《三生三世枕上书》、《春天里》、《冰与火的青春》、《神犬小七》、《密战》、《铁血兄弟》、《伟大的历程》、《大三峡》
张海帆	完美海岸	《花千骨》、《华胥引》、《十宗罪》
孙允亭	允亭工作室	《老爸当家》、《北上广不相信眼泪》、《二婶》、《雪狼谷》、《大猫追爱记》、《诡案组》、《江湖奇案》、《那金花和她的女婿》、《隐形将军》、《武工队传奇》、《过界》、《毒战》、《纽约人在北京》
刘宁	刘宁工作室	《香蜜沉沉烬如霜》、《冰糖炖雪梨》

4. 公司影视产品pipeline



在行业变革的背景下，公司积极应对行业变化，加强项目精细化管理，并在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略。公司储备了多部优质影视产品，包括剧集《光荣与梦想》《舍我其谁》《昔有琉璃瓦》《月里青山淡如画》《山河表里》等，题材多元，类型丰富。

表 公司2021年影视项目投资计划

序号	投资项目名称	制作进度（截至2020年末）	预计开拍日期
1	昔有琉璃瓦	后期制作中	
2	理想照耀中国	后期制作中	
3	光荣与梦想	后期制作中	
4	舍我其谁	后期制作中	
5	山河表里	拍摄中	
6	月里青山淡如画	拍摄中	
7	和平方舟	拍摄中	
8	许你岁月静好	筹备中	2021年上半年
9	来吧，宝贝	筹备中	2021年上半年
10	云襄传	筹备中	2021年下半年
11	心想事成	筹备中	2021年下半年
12	大明江湖宅女记	筹备中	2021年下半年
13	星落凝成糖	筹备中	2021年下半年
14	和前男友一起穿越到23年后	筹备中	2021年下半年
15	灿烂	筹备中	2021年下半年
16	摇滚狂花	筹备中	2021年下半年

5.盈利预测与估值

我们对公司营收预测做如下假设:

- 1) 公司现有游戏产品未来维持稳定的流水表现, 不出现快速下滑, 今年游戏产品《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》、《幻塔》等表现出色。
- 2) 公司储备影视业务受行业影响, 业绩贡献小幅下滑。

表 完美世界主营业务各分项收入预测与假设

	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
收入 (亿元)	102.3	104.0	125.5	147.2	毛利 (亿元)	61.7	63.3	76.8	91.1
游戏	92.5	93.4	114.0	136.8	游戏	60.3	60.0	73.2	87.8
电视剧	8.9	9.7	10.7	9.6	电视剧	1.1	3.1	3.4	3.1
艺人经纪及综艺 节目	0.1	0.1	0.1	0.1	艺人经纪及综 艺节目	0.0	0.0	0.0	0.0
经纪及其他	0.4	0.3	0.3	0.3	经纪及其他	0.1	0.0	0.0	0.0
其他业务	0.4	0.4	0.4	0.4	其他业务	0.2	0.2	0.2	0.2
成本 (亿元)	40.6	40.7	48.7	56.1	毛利率 (%)	60.3	60.9	61.2	61.9
游戏	32.2	33.4	40.8	49.0	游戏	65.2	64.2	64.2	64.2
电视剧	7.8	6.6	7.3	6.5	电视剧	12.1	32.2	32.2	32.2
艺人经纪及综艺 节目	0.1	0.1	0.1	0.1	艺人经纪及综 艺节目	31.1	31.1	31.1	31.1
经纪及其他	0.3	0.3	0.3	0.3	经纪及其他	23.0	0.0	0.0	1.0
其他业务	0.2	0.2	0.2	0.2	其他业务	43.1	43.1	43.1	43.1

5.盈利预测与估值



在前述基本假设基础上，我们预计公司2021-2023年归母净利润为21.52亿元、26.61亿元、32.85亿元，对应EPS为1.11元、1.37元和1.69元。

表 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8039	10225	10401	12550	14718
(+/-)YoY(%)	0.1%	27.2%	1.7%	20.7%	17.3%
净利润(百万元)	1503	1549	2152	2661	3285
(+/-)YoY(%)	-11.9%	3.0%	39.0%	23.6%	23.5%
全面摊薄EPS(元)	0.77	0.80	1.11	1.37	1.69
毛利率(%)	60.9%	60.3%	60.9%	61.2%	61.9%
净资产收益率(%)	15.8%	14.3%	13.7%	14.5%	15.1%

5.盈利预测与估值

参考可比公司，并考虑公司龙头地位，1）我们给予公司2021年25~30倍动态PE，对应合理价值区间27.74-33.28元；2）我们给予公司2021年6~7倍动态PS，对应合理价值区间为32.17-37.53元；综上我们给予公司2021年合理价值区间27.74-33.28元，维持优于大市评级。

表 完美世界可比公司盈利预测及PE 估值表

简称	代码	股价（元/股）	每股收益（元/股）			市盈率（X）		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
光线传媒	300251.SZ	11.06	0.34	0.41	0.46	32	27	24
华策影视	300133.SZ	6.10	0.27	0.32	0.35	23	19	18
慈文传媒	002343.SZ	5.29	0.36	0.39	0.00	15	13	0
三七互娱	002555.SZ	25.67	1.35	1.63	1.91	19	16	13
吉比特	603444.SH	545.00	20.64	23.68	27.54	26	23	20
可比公司平均						23	20	15

表 完美世界可比公司盈利预测及PS 估值表

公司名称	股票代码	股价（元/股）	每股销售额（元/股）			市销率（X）		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
光线传媒	300251.SZ	11.06	0.86	1.03	1.16	12.8	10.8	9.5
华策影视	300133.SZ	6.10	2.52	2.92	3.17	2.4	2.1	1.9
慈文传媒	002343.SZ	5.29	2.95	3.24	/	1.8	1.6	/
三七互娱	002555.SZ	25.67	8.03	9.47	10.79	3.2	2.7	2.4
吉比特	603444.SH	545.00	55.22	65.20	75.97	9.9	8.4	7.2
可比公司平均						5.7	4.8	5.7

注：盈利预测来自wind一致预期，估计截止2021/6/22，因可比公司游族网络无预测数据，将其剔除

资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

5.财务报表分析和预测



利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10225	10401	12550	14718
营业成本	4057	4069	4867	5607
毛利率%	60.3%	60.9%	61.2%	61.9%
营业税金及附加	32	39	45	52
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	1831	1789	2071	2502
营业费用率%	17.9%	17.2%	16.5%	17.0%
管理费用	757	679	941	1030
管理费用率%	7.4%	6.5%	7.5%	7.0%
EBIT	1958	2056	2618	3219
财务费用	113	-58	-97	-141
财务费用率%	1.1%	-0.6%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	-969	-39	-40	-44
投资收益	196	166	125	147
营业利润	1628	2396	2978	3675
营业外收支	28	0	0	0
利润总额	1657	2396	2978	3676
EBITDA	2155	2156	2723	3323
所得税	152	240	313	386
有效所得税率%	9.2%	10.0%	10.5%	10.5%
少数股东损益	-44	4	4	4
归属母公司所有者净利润	1549	2152	2661	3285

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2943	5525	8185	11389
应收账款及应收票据	1411	2157	2492	2817
存货	1027	1684	1873	2089
其它流动资产	2503	2683	2728	2853
流动资产合计	7885	12049	15277	19148
长期股权投资	2768	2768	2768	2768
固定资产	354	334	314	294
在建工程	275	367	489	489
无形资产	190	220	238	257
非流动资产合计	7622	7661	7800	7800
资产总计	15507	19710	23077	26948
短期借款	784	784	784	784
应付票据及应付账款	733	653	809	935
预收账款	24	24	29	34
其它流动负债	2663	2034	2575	3026
流动负债合计	4204	3495	4197	4778
长期借款	23	23	23	23
其它长期负债	98	98	98	98
非流动负债合计	121	121	121	121
负债总计	4325	3616	4318	4899
实收资本	2012	1940	1940	1940
归属于母公司所有者权益	10835	15743	18404	21690
少数股东权益	347	351	355	359
负债和所有者权益合计	15507	19710	23077	26948

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1549	2152	2661	3285
少数股东损益	-44	4	4	4
非现金支出	1153	139	146	147
非经营收益	-592	-165	-124	-146
营运资金变动	1627	-2292	135	-86
经营活动现金流	3693	-162	2822	3205
资产	-571	-179	-287	-148
投资	-28	0	0	0
其他	146	166	125	147
投资活动现金流	-453	-12	-161	-1
债权募资	1121	0	0	0
股权募资	17	-72	0	0
其他	-3932	2827	0	0
融资活动现金流	-2794	2756	0	0
现金净流量	384	2581	2661	3204

备注：以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2020），海通证券研究所

- 新产品上线延期
- 流水表现不及预期
- 现有游戏产品和影视业务业绩下滑
- 海外市场风险

分析师声明

毛云聪、郝艳辉、孙小雯、陈星光

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。

传媒研究团队:

传媒行业首席分析师: 毛云聪

电 话: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

分析师: 孙小雯

电 话: (021)23154120

Email: sxw10268@htsec.com

联系人: 康百川

电 话: (021)23212208

Email: kbc13683@htsec.com

传媒行业首席分析师 郝艳辉

电 话: (010)58067906

Email: hyh11052@htsec.com

分析师: 陈星光

电话: 021-23219104

Email: cxg11774@htsec.com

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

投资评级说明

<div>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； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。</div>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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，海通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，未经海通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，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，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，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。