



Research and  
Development Center

# 品质为王，影游龙头扬帆起航

—— 完美世界（002624.SZ）深度报告

2020 年 5 月 8 日

王建会 传媒行业分析师

# 完美世界 (002624.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

## 完美世界相对沪深 300 表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 公司主要数据 (2020.5.7)

收盘价(元)	46.20
52 周内股价波动区间(元)	57.89/22.43
最近一月涨跌幅(%)	-7.18
总股本(亿股)	13
流通 A 股比例(%)	89.79
总市值(亿元)	600

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编: 100031

王建会 传媒行业分析师  
执业编号: S1500519120001  
联系电话: (010) 83326755  
邮箱: wangjianhui@cindasc.com

## 相关研究

《5G 系列研究 (1) ——云游戏深度报告:游戏上云重塑产业链,渠道弱化推动头部内容价值重估》2019.12

# 品质为王,影游龙头扬帆起航

2020 年 5 月 8 日

## 本期内容提要:

◆ **游戏业务贡献高利润增长,现金流情况大幅改善。**公司是国内领先的影游综合体,2018 年转让院线业务后,目前游戏和电视剧为主要两大业务板块。2019 年受影视业务拖累,公司实现营收 80.4 亿元,同比增长 0.07%,实现归母净利润 15.03 亿元,同比下滑 11.92%。剔除影视业务拖累,2019 年游戏业务营收同比增长 26.56%,净利润同比增长 38.7%,主要系《完美世界》手游、《新笑傲江湖》等精品游戏表现优秀,以及经典端游《诛仙》、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入。2020Q1 实现营收 25.74 亿元,同比增长 26.09%,实现归母净利润 6.14 亿元,同比增长 26.41%,其中游戏业务净利润增速 60%+,游戏业务的良好表现贡献了公司利润高增长。2020Q2 来看,公司精品力作《梦幻新诛仙》已定 5.13 公测,全平台预约数 150 万+,此外全年精品大作储备包括《战神遗迹》、《新神魔大陆》等,有望持续支撑游戏业务高增长。此外,公司现金流情况大幅改善,2019 年经营现金流净额净流入 20.2 亿元,不仅实现由负转正,且大幅超过归母净利润,主要因为游戏带来持续流水收入,同时影视业务新剧成本支出少。2020Q1 现金流持续向好,经营现金流净额为净流入 5.7 亿元,我们预计后续公司现金流整体将保持较好的状态。

◆ **强研发+多平台覆盖奠定 A 股上市公司头部游戏研发商地位。**游戏行业进入存量竞争时代,5G 云游戏利好头部精品游戏研发商,公司研发能力一直处于行业领先水平且持续加大研发投入,2019 年研发支出达到 18 亿元,研发投入规模远高于三七互娱等可比公司。此外,公司是 A 股少有的具有端游、主机、手游全覆盖研发能力的企业,2004 年《完美世界》端游的成功奠定了公司在 MMORPG 类游戏的地位。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“端转手”精品大作,2019 年手游占游戏业务收入比重提升到 57%。与此同时,公司通过收购等方式,推出了《Don't Even Think》等多款优质主机游戏,主机游戏和端游一直保持较为稳定的收入规模,多平台研发实力有较强协同效应。2020 年公司手游产品储备丰富,端转手产品有《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》,其中《梦幻新诛仙》是可以与《完美世界》媲美的体量较大的一款诛仙 IP 系列大作,已定 5.13 公测,目前全平台预约数 150 万+。其他 MMORPG 产品有《战神遗迹》,新品类储备有《幻塔》、《一拳超人》等。

◆ **剥离院线,专注电视剧业务,新开工受阻供给不足的行业背景下有望加速去库存。**2018 年公司转让院线业务给母公司完美世界控股,影视业务部分专注电视剧业务。2019 年受影视行业整体环境影响,公司计提存货跌价准备 3.6 亿元,使得影视业务在 2019 年亏损 3.1 亿元。2020 年公司影视剧投资项目丰富多样,涵盖都市情感、古装历史、年代动作、革命谍战、现代军旅、青春励志、古装悬疑、民国探案等多种题材类型,能够充分满足多样化的市场需求,2020 年 3 月已播出的《冰糖炖雪梨》一播出即达到高话题讨论度,优酷站内各榜单热度登顶,稳居同期热播剧集榜 top,知乎评分 8.4 且持续增长,YouToube 上线 24 小时单集收看破 10 万次,并确认发行至美国、泰国等多个海外国家,实力圈粉海内外受众。2020 年疫情影响下,新开工受

阻，观影需求旺盛下行业供给不足，公司多部完成制作的库存剧将加速消化，预计公司 2020 年影视业务将重新实现盈利。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 100.49 亿元、115.56 亿元、138.67 亿元，同比增加 25%、15%、20%，归母净利润分别为 23.53 亿元、28.00 亿元、32.28 亿元，同比增加 56.61%、18.97%、15.27%，摊薄 EPS 分别为每股 1.82 元、2.17 元、2.50 元，对应 2020 年 5 月 7 日收盘价（每股 46.20 元）动态 PE 分别为 25 倍、21 倍、19 倍。按照游戏行业 2020 年 5 月 7 日收盘价计算，2020 年行业平均估值为 27.48X。我们认为公司作为 A 股稀缺的具备主机游戏研发能力的龙头公司，在 5G+云游戏时代有望得到业绩和估值双提升，给予公司 30X 估值，对应目标市值 705.9 亿元，对应目标价格 54.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **股价催化剂：**产品储备丰富，新游上线流水表现良好，5G 云游戏利好主机游戏研发商。

◆ **风险因素：**政策监管趋严的风险、新游排期延期的风险、游戏流水不达预期的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,033.77	8,039.02	10,048.78	11,556.09	13,867.31
增长率 YoY %	1.31%	0.07%	25.00%	15.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	1,706.10	1,502.80	2,353.48	2,799.95	3,227.56
增长率 YoY%	13.38%	-11.92%	56.61%	18.97%	15.27%
毛利率%	55.81%	60.92%	60.92%	60.92%	60.92%
净资产收益率 ROE%	20.80%	16.74%	22.01%	21.10%	19.82%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.16	1.82	2.17	2.50
市盈率 P/E(倍)	35	40	25	21	19
市净率 P/B(倍)	7.08	6.28	5.03	4.07	3.34

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 5 月 7 日收盘价

## 目 录

财务分析：游戏业务促进业绩稳健增长，现金流大幅改善	1
（一）公司历史沿革	1
（二）公司财务分析	2
强研发+多平台，存量时代游戏业务竞争优势显著	7
（一）游戏行业进入存量竞争时代，马太效应凸显	7
（二）产品线丰富，自研比例高，完美世界研发实力突出	9
（三）全硬件平台研发能力拓宽完美世界盈利空间	10
（四）品类拓宽解除手游出海限制，Steam 中国将成为重要 IP 库	21
剥离院线，专注电视剧业务，以匠心铸精品剧集	25
盈利预测、估值与投资评级	30
（一）收入假设：	30
（二）费用率假设：	30
（三）公司估值及评级	31
风险因素	31

## 表 目 录

表 1：完美世界运营超 10 年端游产品	11
表 2：2020 年 PC 游戏储备	13
表 3：2019 年前 IP 手游产品	15
表 4：2020 年手游储备	18
表 5：完美世界收购的海外研发工作室与代表作品	19
表 6：2018 年以来公司播映的优秀影视作品	26
表 7：公司旗下六大影视制作团队	27
表 8：2020 年影视剧投资计划	28
表 9：2020-2022 年各业务收入预测	30
表 10：公司 2019-2021 年营业成本及各项费用率假设	30
表 11：可比公司估值表（截至 2020.5.7）	31

## 图 目 录

图 1：完美世界影视和游戏发展沿革	1
图 2：完美世界股权结构（截至 2020 年 5 月 7 日）	2
图 3：2016-2020Q1 营业收入及增速	2
图 4：2016-2020Q1 归母净利润及增速	2
图 5：2015-2019 年各业务营收构成（亿元）	3
图 6：2015-2020Q1 完美世界毛利率	4
图 7：2015-2020Q1 完美世界各项费用率	4
图 8：2016-2019 年完美世界研发总支出	5
图 9：可比公司研发费用/营业总成本	5
图 10：2016-2020Q1 完美世界归母净利润和经营活动现金流量净额	6
图 11：2012-2019 中国游戏行业销售收入及增速（亿元）	7
图 12：2012-2019 中国游戏用户规模（亿）及增速	7
图 13：2019 年 6 月手机游戏 MAU>100 万所属公司分布	7
图 14：2013-2020Q1 版号发放数量	8
图 15：2017-2019 年主要游戏公司研发费用绝对值对比（亿元）	9
图 16：2017-2019 年主要游戏公司研发费用率对比	9
图 17：2018 年完美世界及可比公司研发人员数量	9
图 18：完美世界已发行游戏自研比例	10
图 19：完美世界已发行游戏各硬件平台占比（截至 2020 年 4 月）	10
图 20：2015-2019 完美世界游戏营收（亿元）及增速	10
图 21：2016-2019 完美世界端游业务营收（亿元）及增速	12
图 22：深海迷航游戏画面	12
图 23：《CS:GO》国服每日 0 点用户数	13
图 24：2016-2019IP 改编移动游戏收入（亿元）	14
图 25：2016-2019 有 IP 手游流水与数量占比	14
图 26：有 IP 手游的游戏用户时长更长	14
图 27：2016-2019 公司手游营收（亿元）及增速	16
图 28：2016-2018 中国二次元移动游戏市场规模（亿元）	16
图 29：2016-2018 年中国二次元用户规模（亿）	16
图 30：2015-2018 中国女性用户消费规模（亿元）	17
图 31：《新笑傲江湖》上线以后 IOS 畅销榜排名变化	17
图 32：《完美世界》上线以后 IOS 畅销榜排名变化	18
图 33：非常英雄宣传图	19
图 34：2016-2019 年主机游戏营收（亿元）及增速	20
图 35：2015-2022 年中国移动游戏出海市场规模（亿元）	21
图 36：2015-2022 年中国移动游戏出海市场占比（亿元）	21
图 37：2016-2019 完美世界境外市场营收（亿元）与占比	22
图 38：2018 年可比公司境外营收占公司整体营收比例	22
图 39：2019 年中国网民体验云游戏驱动因素调差	22
图 40：2015-2019 年剧集投资规模	25
图 41：2015-2019 完美世界影视业务收入情况	25
图 42：2016-2019 年公司影视业务状况	25
图 43：2015-2019 年公司影视相关业务占营业收入比例（%）	25

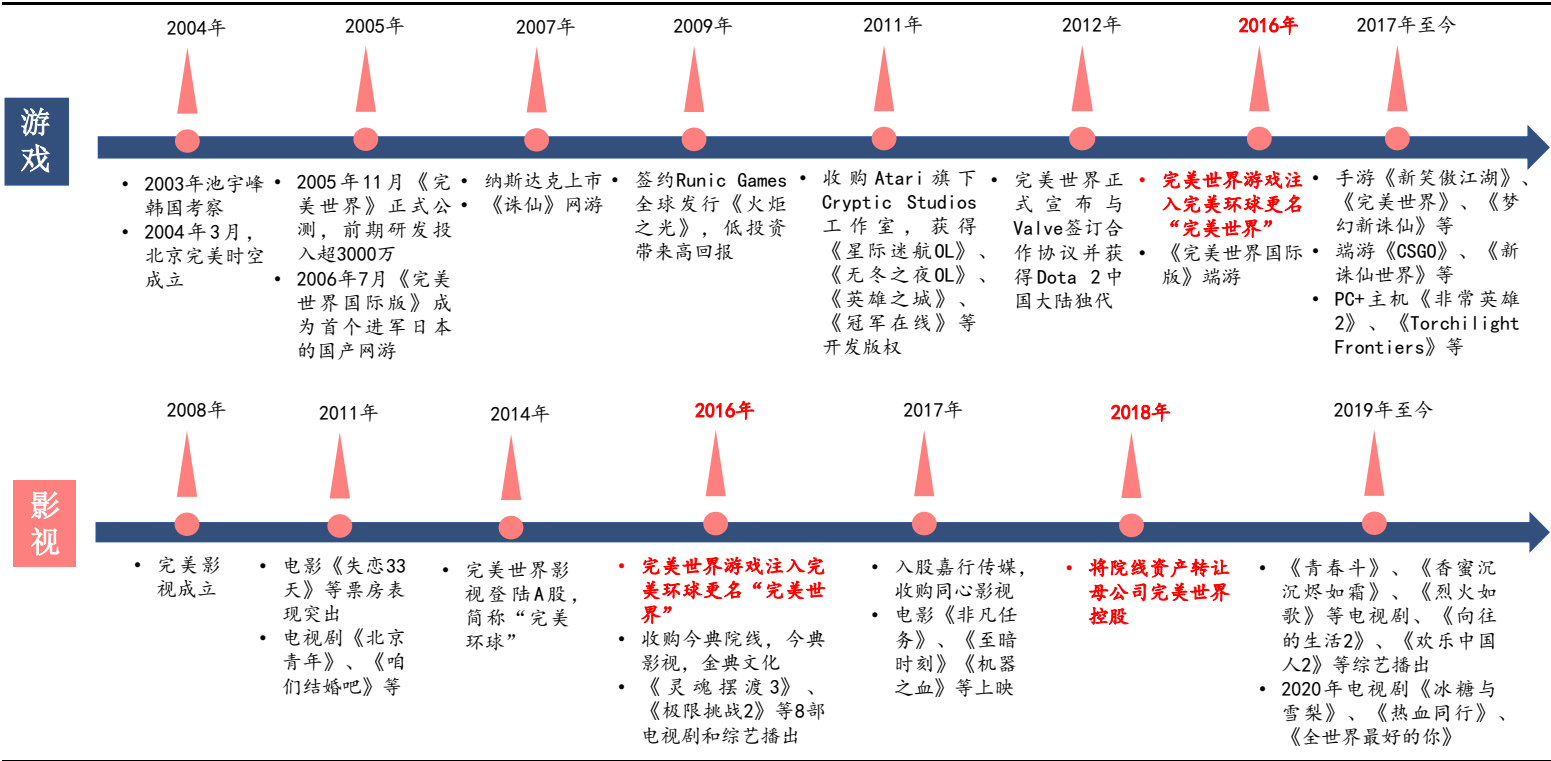
图 44:《神雕侠侣 2》联动《全世界最好的你》 .....	29
图 45:《诛仙》联动《冰糖炖雪梨》 .....	29

# 财务分析：游戏业务促进业绩稳健增长，现金流大幅改善

## （一）公司历史沿革

完美世界是国内先进的影游综合体，主要业务涵盖完美世界游戏和完美世界影视，具体包括网络游戏开发、运营，电视剧、电影的制作发行、艺人经纪服务等。其中，院线业务在2018年转让给母公司完美世界控股集团，目前主要业务是游戏和电视剧。2003年公司实际控制人池宇峰赴韩国考察，立志研发出适合中国人玩的网络游戏，第二年3月北京完美时空成立。公司成立后，《完美世界》的研发提上议程，前期研发投入超3000万元，经过埋头苦干，《完美世界》于2005年11月正式公测，并于2006年进军国外，《完美世界国际版》成为首个进军日本的国产网游。此后完美世界游戏在加强研发的同时，加快海外拓展的节奏，游戏业务规模稳步扩张。目前拥有的核心游戏储备包括《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》、《神雕侠侣》、《武林外传》等，涵盖多平台多品类，成为A股稀缺的具备主机研发能力的头部游戏研发商。

图 1：完美世界影视和游戏发展沿革

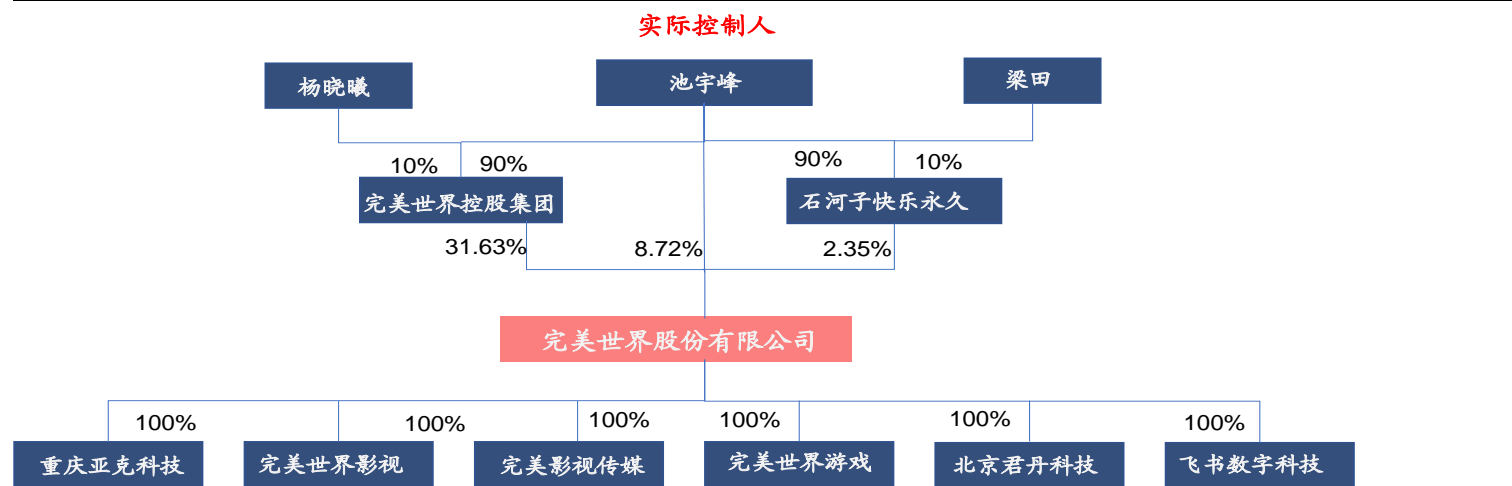


资料来源：公司官网，信达证券研发中心



**公司股权高度集中。**公司实际控制人池宇峰实际拥有完美世界股份有限公司 39.3%的股权（通过持有完美世界控股 90%股权、石河子快乐永久 90%股权间接持有完美世界 30.58%股权和直接持有 8.72%完美世界股权）。公司旗下全资子公司包括完美世界影视、完美世界游戏、完美影视传媒、重庆亚克科技、北京君丹科技以及飞书数字科技等。

图 2：完美世界股权结构（截至 2020 年 5 月 7 日）



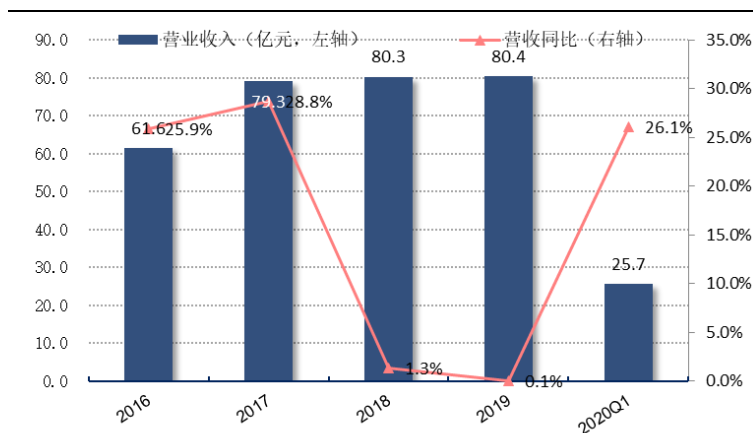
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## （二）公司财务分析

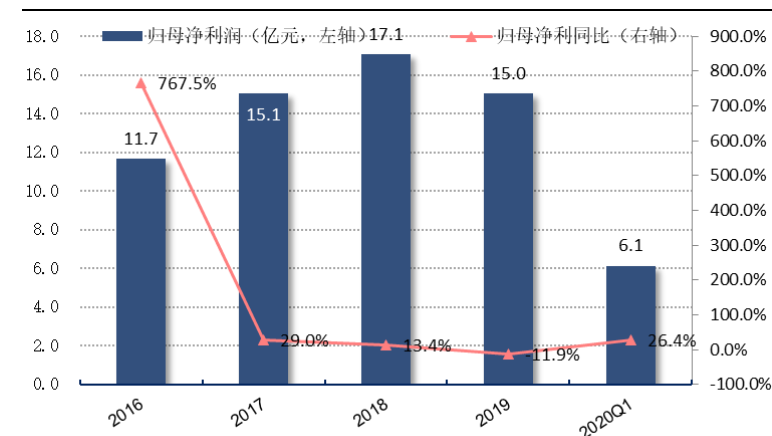
**2015 年公司通过发行股份购买资产的方式完成对完美世界游戏业务的收购，近年来收入和利润规模稳步增长。**近年来，公司业绩增长稳健，2016/2017/2018/2019 年分别实现营业收入 61.6 亿元、79.3 亿元、80.3 亿元、80.4 亿元，同比增速为 25.9%、28.8%、1.3%、0.07%，实现归母净利润 11.66 亿元、15.05 亿元、17.06 亿元、15.03 亿元，同比增速为 767.54%、29.01%、13.38%、-11.92%。2018 年公司转让院线业务，剔除院线业务，2019 年公司的游戏及电视剧业务收入较 2018 年同比增长 6.8%，主要系《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》、《我的起源》、《新笑傲江湖》等精品游戏表现优秀，以及经典端游《诛仙》、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入。此外，公司 2019 年推出的《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《我的起源》授权第三方代发行，收入及成本金额较自营和联运较低。剔除影视业务拖累，公司 2019 年游戏业务净利润同比增长 38.7%。2020Q1 实现营收 25.74 亿元，同比增长 26.09%，实现归母净利润 6.14 亿元，同比增长 26.41%，根据公司公告，2020Q1 公司游戏业务净利润增速达到 60% 以上，游戏业务的良好表现贡献了公司利润高增长。未来，公司储备的精品游戏如《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《新神魔大陆》等将持续贡献稳定业绩。

图 3：2016-2020Q1 营业收入及增速

图 4：2016-2020Q1 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

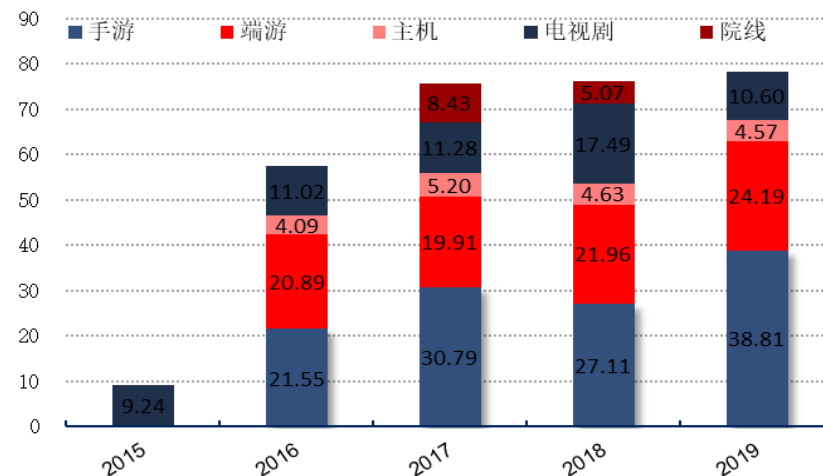


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

手游对收入贡献最大, 作为 A 股稀缺的具备主机研发能力的游戏公司, 端游和主机游戏持续保持稳定的收入规模。2015 年完美世界仅有电视剧业务, 收购游戏业务后游戏业务成为公司第一大主营业务。2016 年手游、端游、主机游戏、电视剧业务分别实现收入 21.55 亿元、20.89 亿元、4.09 亿元、11.02 亿元。2016 年收购今典院线后, 院线业务收入成为公司除游戏和电视剧业务收入外的第三大主营业务收入。2018 年受游戏行业版权政策收紧的不利影响, 公司手游收入出现下滑, 由 2017 年的 30.79 亿元减少到 2018 年的 27.11 亿元。同年, 由于院线业务收入和利润表现较差, 院线业务转让给母公司完美世界控股。2019 年版权放松, 游戏业务收入快速增长, 影视业务受行业影响收入大幅下滑, 公司手游、端游、主机游戏、电视剧业务分别实现收入 38.81 亿元、24.19 亿元、4.57 亿元、10.6 亿元, 同比增速分别为 43.16%、10.15%、-1.30%、-39.39%。

图 5: 2015-2019 年各业务营收构成 (亿元)



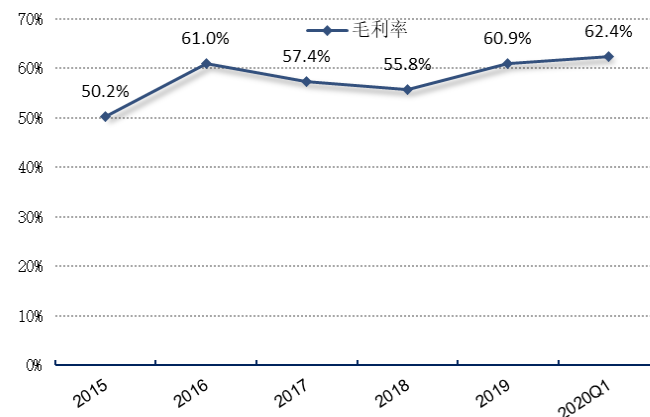


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率保持稳定较高水平，内部管理成本得到有效控制，研发费用和销售费用保持较高水平。2016 年以来公司毛利率始终保持在 55%以上的较高水平，2019 年公司毛利率为 60.9%，较 2018 年提升 5.1pct，主要因为部分新游戏由腾讯独家代理发行，确认收入时以净收入确认且不递延（公司自研自发产品计毛收入且有一定递延）。2020 年一季度公司毛利率水平继续提升 1.5pct 至 62.4%。2016 年以来，公司加强内部管理成本控制，管理费用率逐年降低，由 2016 年的 29.8%降至 2019 年的 8.5%。与此同时，公司将更多的支出用于游戏的研发和宣发费用，2018 年以来四项费用率较以往有上升趋势，主要因为公司研发费用率和销售费用率逐年攀升。2019 年公司研发费用率高达 18.7%，销售费用率达 14.2%。

图 6: 2015-2020Q1 完美世界毛利率

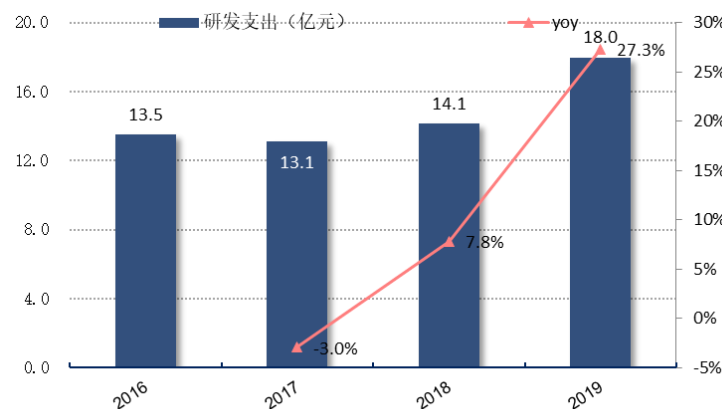
图 7: 2015-2020Q1 完美世界各项费用率



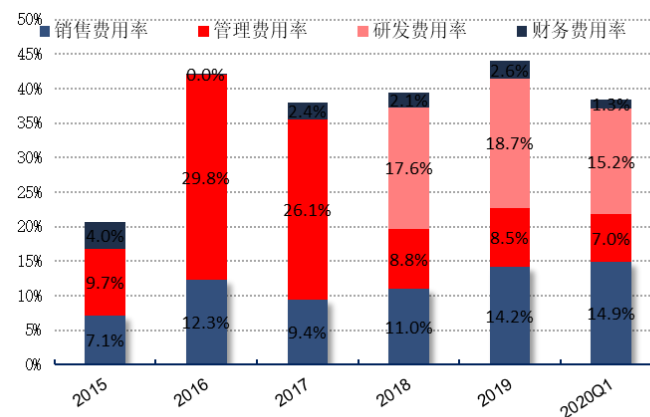
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

与可比公司相比,完美世界的研发支出处于较高水平。2016 年以来,公司研发支出总体呈现逐年攀升趋势,2019 年公司研发支出达到 18 亿元,同比增长 27.3%。我们比较完美世界与三七互娱、游族网络、世纪华通、吉比特这四家主流游戏公司的研发费用占营业总成本比重,发现完美世界的研发费用占营业总成本比重在几家可比公司里处于较高水平,说明公司对于研发的投入和重视程度较高。

图 8: 2016-2019 年完美世界研发总支出

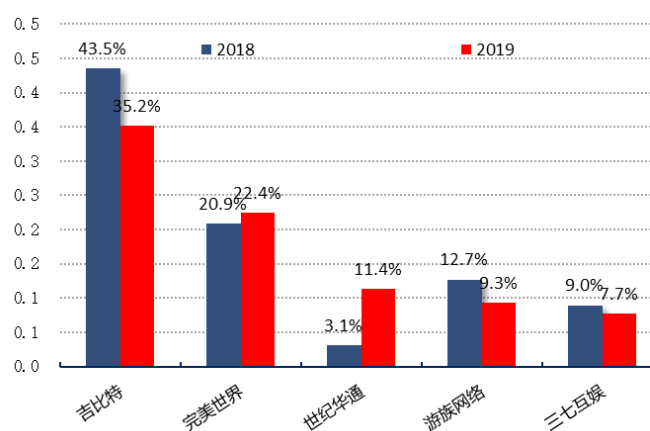


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 可比公司研发费用/营业总成本

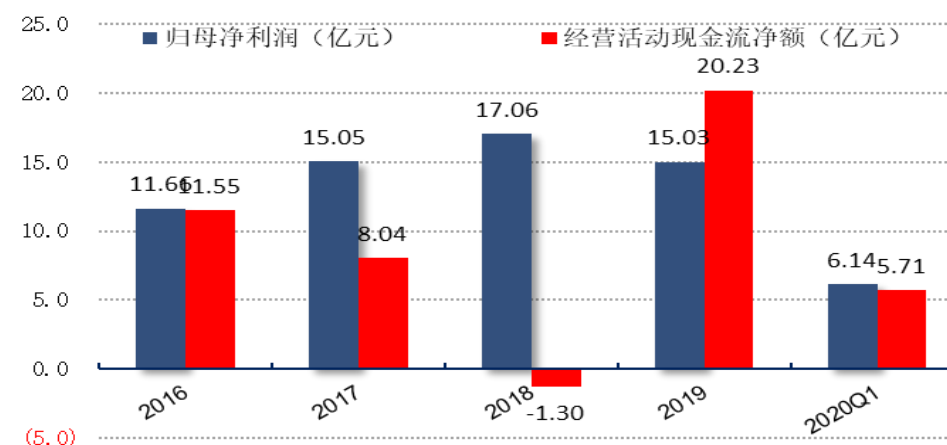


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2019 年经营活动现金流净额由负转正, 现金流情况大幅改善。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为净流出 1.3 亿元,

一方面受到游戏行业阶段性版号政策收紧影响，公司新游上线延迟，导致现金流入减少；另一方面公司影视剧业务规模扩大，相关回款按照合同约定存在一定周期。2019 年经营活动现金流净额净流入 20.23 亿元，不仅实现现金流的由负转正，且大幅超过归母净利润，主要因为游戏业务的良好表现带来持续的流水收入，同时影视业务新剧成本支出较少。2020Q1 公司现金流情况持续向好，经营活动产生的现金流净额为净流入 5.71 亿元，我们预计后续公司现金流整体将保持较好的状态。

图 10: 2016-2020Q1 完美世界归母净利润和经营活动现金流量净额



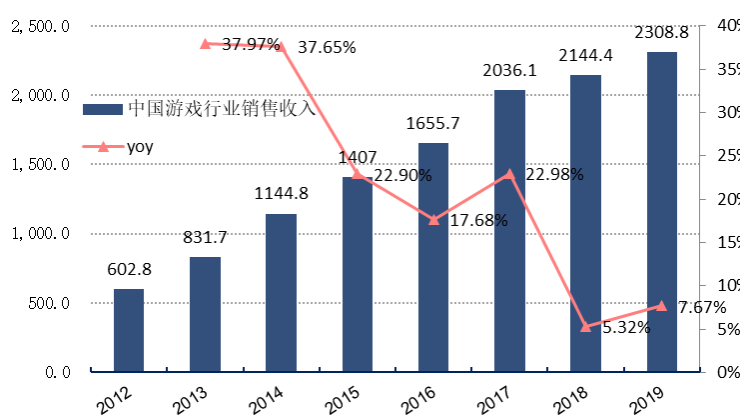
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 强研发+多平台，存量时代游戏业务竞争优势显著

### （一）游戏行业进入存量竞争时代，马太效应凸显

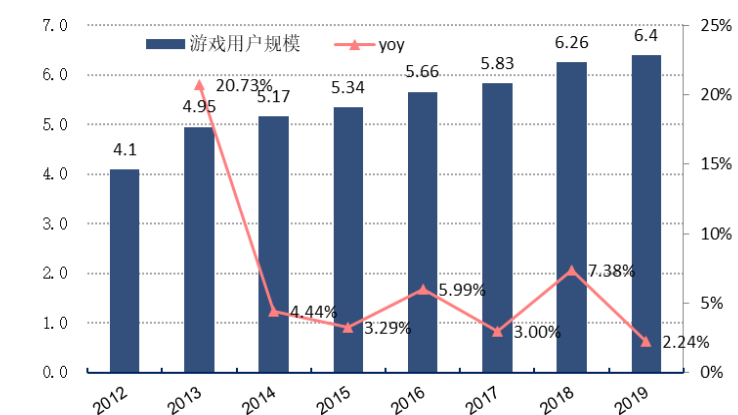
2019 年中国游戏市场用户与销售收入增长增速分别仅有 2.24%、7.67%，行业进入存量竞争时代，马太效应凸显。根据游戏工委，中国游戏市场销售收入从 2013 年 37.97% 的高增速降至 2019 年 7.67%。游戏用户规模增速从 2013 年 20.73% 降低至 2019 年 2.24%，用户数为 6.4 亿，游戏市场由高速增长的红利期进入存量竞争时期。存量竞争时代利好拥有较强研发与发行实力的头部游戏公司。根据观研天下，2013 年游戏市场 TOP10 游戏收入占比 31.27%，2016 年该比例达到 43.7%，近年来随着游戏市场增速逐渐降低，马太效应进一步显现，根据 QuestMobile，2019 年 6 月头部手游企业活跃用户市场份额中 CR2 活跃用户合计占比达 56.9%，手机游戏 MAU>100 万所属公司数量分布上 CR2 占比近 30%。

图 11: 2012-2019 中国游戏行业销售收入及增速（亿元）



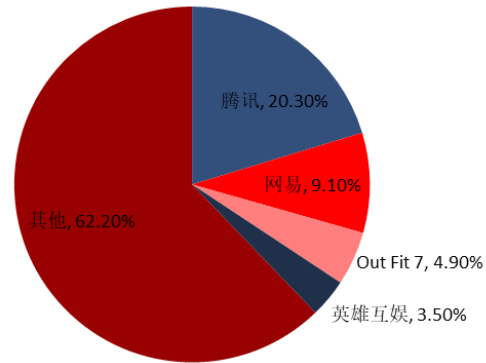
资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

图 12: 2012-2019 中国游戏用户规模（亿）及增速



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

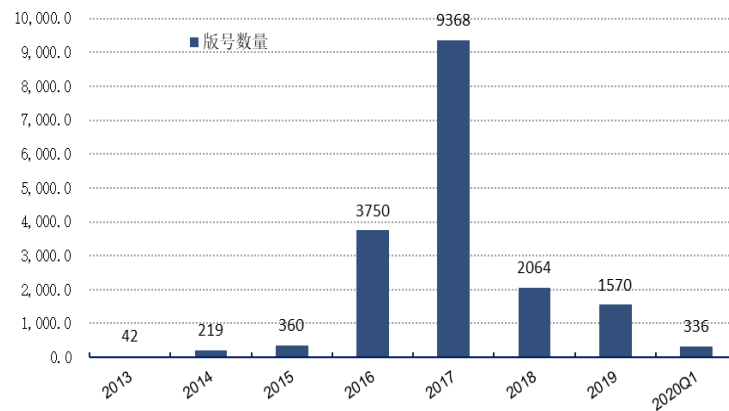
图 13: 2019 年 6 月手机游戏 MAU>100 万所属公司分布



资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

版号收紧强化已有版号游戏的价值，单款游戏生命周期延长，对厂商研发运营能力提出更高要求。版号恢复发放以来，版号发放数量稳定，从 2017 年 9368 个高点下降至 2019 全年发放 1570 个，2019 年 12 月发放 141 个，与 2020 年一季度月均 112 个差距不大，版号发放处于稳定低点。而 2018 年年底恢复版号发放，待审批存量游戏超 7000，叠加 19 年申请审批的游戏，目前存在版号获取时间周期较长的普遍现象，这强化了游戏公司对有版号游戏的依赖，如何加强运营来延长已有版号游戏的生命周期是重中之重。游戏生命周期长度由游戏本身品质，与上线后的运营决定，这对游戏厂商运营研发能力提出更高要求，具有强研发能力的头部企业因此受益。

图 14: 2013-2020Q1 版号发放数量

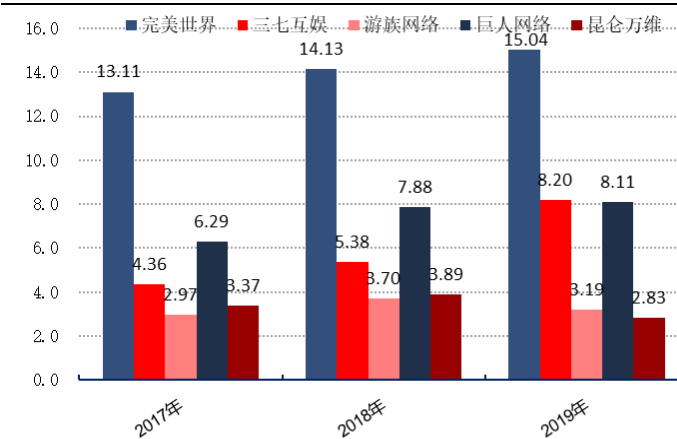


资料来源: 国家新闻出版广电总局, 信达证券研发中心

## （二）产品线丰富，自研比例高，完美世界研发实力突出

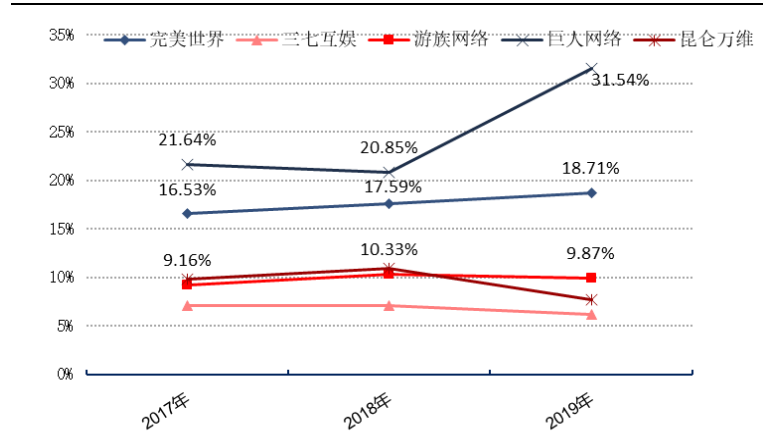
完美世界研发投入处于行业领先水平。对比 A 股可比游戏公司，公司研发投入比例始终保持在 17% 左右的水平，2019 年达到 18.71%，处于行业领先水平。从研发投入绝对值看，2019 年完美世界的研发费用高达 15.04 亿元，投入规模远远高于其他可比公司；就研发人员数量看，完美世界研发人员数量从 2017 年 2563 人增长至 2019 年的 3202 人，是三七互娱、巨人网络这些行业里具备领先研发能力的游戏公司的 2 倍多。

图 15：2017-2019 年主要游戏公司研发费用绝对值对比（亿元）



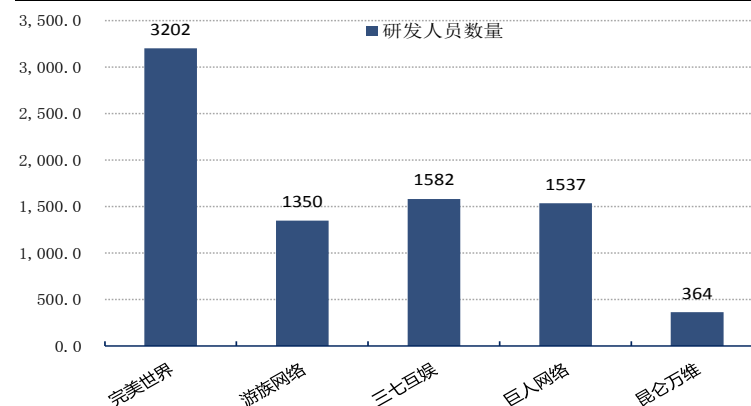
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16：2017-2019 年主要游戏公司研发费用率对比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17：2018 年完美世界及可比公司研发人员数量

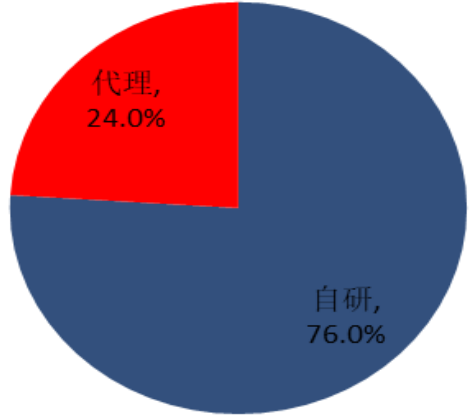


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



持续深耕研发带来丰富产品线，游戏自研比例超过 75%。根据官网以及公司公告的数据，截至 2020 年 4 月完美世界已发行游戏超过 50 款，主要为 MMORPG 类游戏产品，兼有部分卡牌、策略、横版过关等品类游戏，50 余款游戏覆盖 PC 端、主机端、移动端实现全平台覆盖，自研比例达到 76%。根据 2019 年年报中披露的数据，公司 2020 年游戏储备有 18 款，全部为自研产品，公司研发实力强大。

图 18: 完美世界已发行游戏自研比例



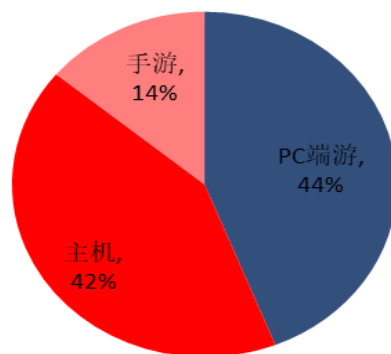
资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

### （三）全硬件平台研发能力拓宽完美世界盈利空间

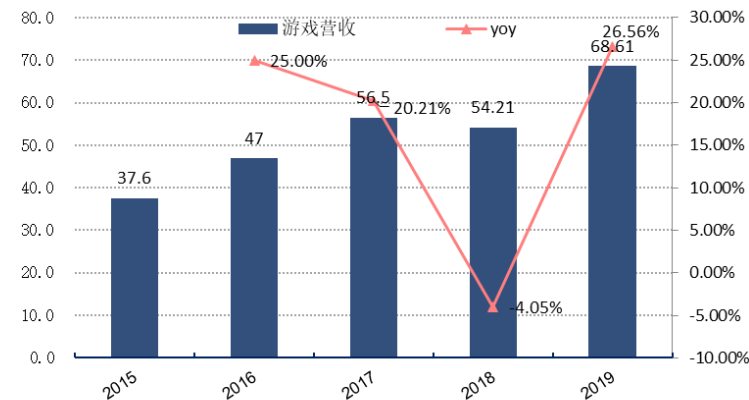
完美世界是 A 股少有的具有端游、主机、手游全覆盖研发能力的企业，公司游戏业务营收快速增长。完美世界 2004 年制作推出了 PC 端游也是公司第一款游戏《完美世界》，该游戏推出后大获成功，《完美世界》的成功奠定了公司在 MMORPG 类游戏的地位，该款游戏之后公司围绕这一具有经验的优势品类发布了多款 PC 端游戏。随着移动智能手机的普及公司也加码移动游戏研发，以“端游 IP 转手”为思路，在移动端发行了多款 MMORPG 游戏，同样取得巨大成功。主机部分公司通过收购等方式，也进行布局推出了《Don't Even Think》等多款优质主机游戏。根据我们的统计，公司至 2020 年 4 月共发行游戏 50 余款（部分游戏主机、PC 都可游玩），其中端游占比 44%，手游占比 42%，主机游戏占比 14%。相比于其他可比公司，完美世界多平台研发实力有强的协同效应，端游 IP 转手游，主机 IP 转手游空间巨大。2019 年公司游戏板块营业收入 68.61 亿元，同比增长 26.56%。

图 19: 完美世界已发行游戏各硬件平台占比（截至 2020 年 4 月）

图 20: 2015-2019 完美世界游戏营收（亿元）及增速



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 端游：经典 IP 端游贡献稳定流水，代理游戏 19 年爆发增长

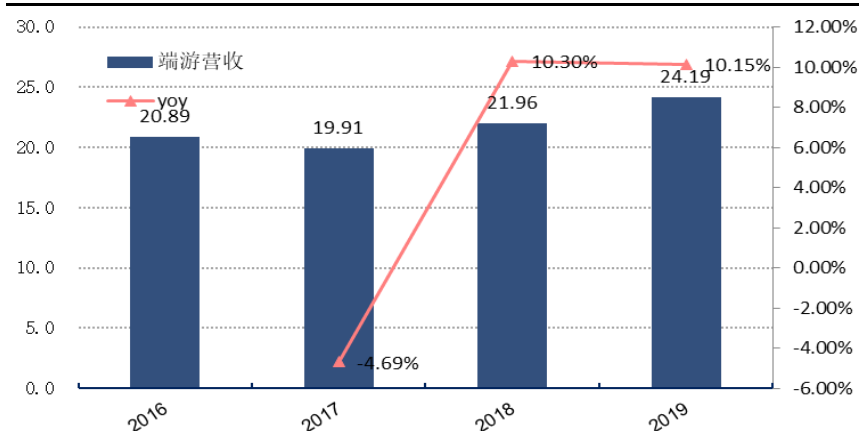
公司具备强端游研发基因，多款经典 IP 游戏贡献稳定流水超 10 年。完美世界作为国内最早研发端游的几家厂商之一，成功发行了《完美世界》等优质产品。《完美世界》于 2005 年上线，目前仍在运营，长生命周期的运营使得《完美世界》已经成为一大游戏 IP。根据官网信息，公司旗下《诛仙 3》、《神鬼世界》、《口袋西游》、《武林外传》等 7 款游戏已经运营超十年。除以上游戏外，2010 年后公司根据《神雕侠侣》、《笑傲江湖》等经典小说 IP 研发了对应游戏取得了极大的成功。公司在 IP 运营上具有连续性，《诛仙》等 IP 游戏都推出相应续作极大延长了 IP 的生命周期。IP 游戏的长生命周期与公司研发实力带来的优良游戏素质保证了端游流水的稳定性，2019 年公司端游业务实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 10.15%。

表 1：完美世界运营超 10 年端游产品

游戏	上线时间
完美世界	2005 年
武林外传	2006 年
诛仙 3	2007 年
赤壁	2008 年
口袋西游	2008 年
神鬼传奇	2009 年
神鬼世界	2010 年

资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

图 21：2016-2019 完美世界端游业务营收（亿元）及增速



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

独立游戏《深海迷航》、《遗迹：灰烬重生》取得巨大成功。公司 2018 年 1 月推出《深海迷航》，2019 年 8 月推出《遗迹：灰烬重生》。截至 2020 年 4 月 25 日《深海迷航》凭借优良的画面制作在 steam 中好评率达到 95%，这款游戏目前在国区售价 80 元，美区售价 25 美元，根据 steamspy 的估计，该款游戏销量在 200 万份至 500 万份之间。而《遗迹：灰烬重生》自上线后也取得了不错的口碑，目前国区售价 140 元，美区售价 40 美元，根据 steamspy 的估计销量在 100 万到 200 万之间。两款独立游戏助力端游业务的持续稳健发展。

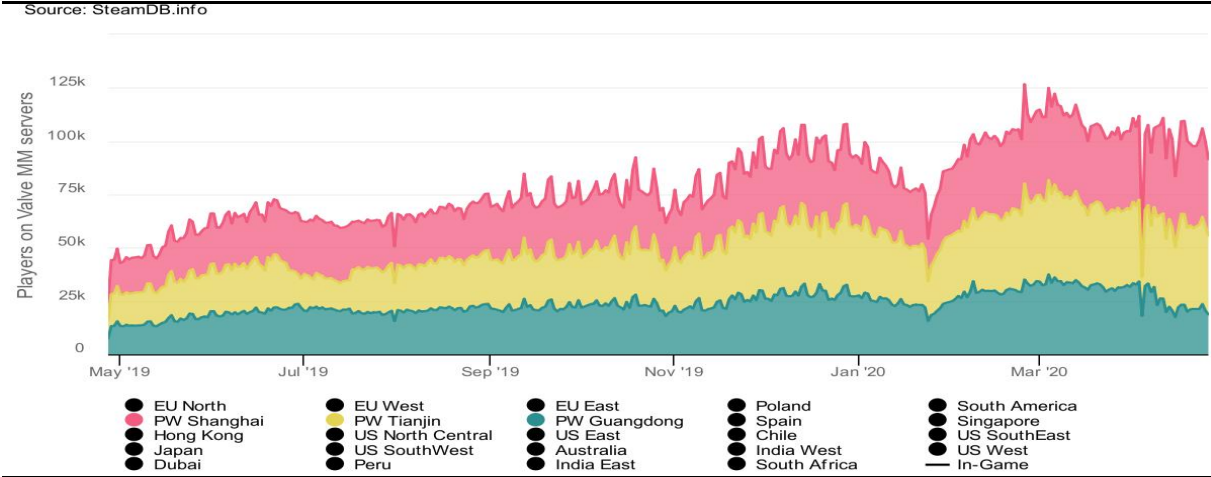
图 22：深海迷航游戏画面



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

电竞赛事带动代理游戏发展,《CS:GO》已成为 Steam 在线玩家数量最多的游戏。完美世界分别于 2013 年、2017 年代理推出 Valve 世界级游戏《Dota2》与《CS:GO》,两款游戏国服版本在完美世界运营下取得了快速的发展。2019 年 8 月,完美世界协助 Valve 公司在上海成功举办《DOTA2》2019 年国际邀请赛(Ti9),这是 Ti 系列赛事首次在中国举办,总奖金池也达到历史最高,为《DOTA2》及电竞游戏在中国市场的进一步发展提供了良好的契机。除此以外,完美世界也多次举办《CS:GO》亚洲邀请赛,扩大了《CS:GO》在国内的影响。而《CS:GO》在《守望先锋》、《PUBG》成功培养国内用户 FPS 类游戏习惯后凭借游戏质量在 2019 年吸引了大量用户。根据 SteamDB 数据,2019 年国服《CS:GO》每天 0 点在线用户数从 5 万翻倍达到 10 万,考虑到更多的用户在 5E、B5 等社区服游玩游戏,实际用户量将远超该数字。而《CS:GO》整体来看,目前单日最高同时在线玩家数超过 100 万,已经超越《Dota2》成为 Steam 最火游戏。

图 23:《CS:GO》国服每日 0 点用户数



资料来源: SteamDB, 信达证券研发中心

PC 游戏储备丰富,2020 年有多款“端游+主机”双平台游戏。2020 年公司 PC 端游戏储备有依托旗舰级 IP“诛仙”打造的《新诛仙世界》,另外公司储备了数款“端游+主机”双平台游戏,包括 Torchlight III、Magic Legends 等。这些游戏将推动公司端游及主机业务持续健康发展。

表 2: 2020 年 PC 游戏储备

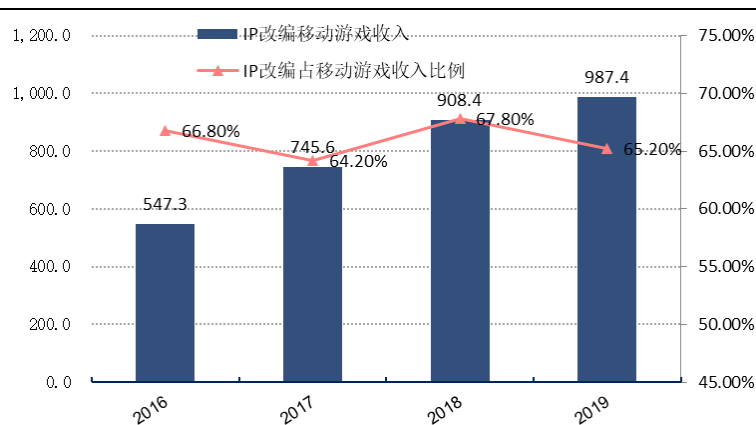
游戏	类型	自研/代理
新诛仙世界	PC 端游	自研
Torchlight III	PC 端游+主机游戏	自研
Magic Legends	PC 端游+主机游戏	自研
X 档案	PC 游戏	自研

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 手游：IP 页转手大获成功，积极拓展手游新品类

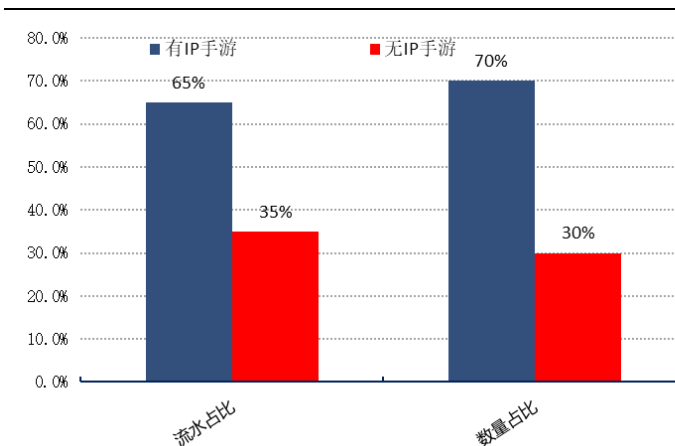
**IP 改编游戏占移动游戏市场收入超 60%，用户使用时间更长。**依据 IP 改编的手游自带 IP 本身的粉丝，粉丝通过游戏消费获得更大 IP 归属感，而在游戏中的归属感会进一步增加用户游戏时间、付费率。用户对 IP 游戏的依赖体现到手游市场中，则表现为 IP 游戏相比于非 IP 游戏将拥有更好的流水表现、留存度。根据伽马数据，从流水看，2019 年 IP 改编移动游戏占手游市场收入比例为 65.2%。流水 TOP100 游戏中，IP 游戏占比 70%，IP 游戏流水占比 65%。从用户使用时长看，IP 游戏每日用户使用时间更长，每日使用时间大于 4h 的用户占比为 27.3%，而非 IP 游戏的用户占比仅为 16.8%。

图 24：2016-2019IP 改编移动游戏收入（亿元）



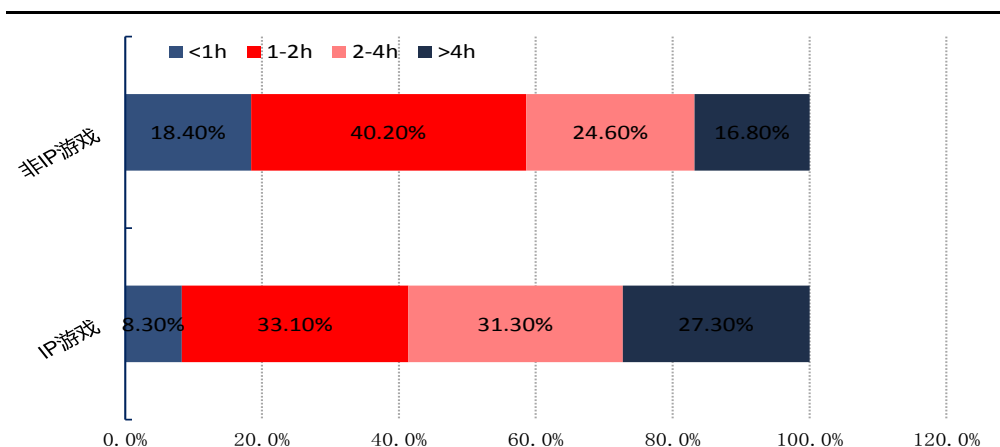
资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图 25：2016-2019 有 IP 手游流水与数量占比



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图 26：有 IP 手游的游戏用户时长更长



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

**立足 MMORPG 品类，IP 端游改手游大获成功。**完美世界以端游 RPG 类游戏研发起步，研发了《诛仙 3》、《笑傲江湖》等多款大热 MMORPG 类 IP 端游，积累了 IP 热度。公司在移动手游时代顺应行业趋势采取了 IP 端游转手游的策略将成熟 IP 端游移植到移动端，研发了《新诛仙手游》、《射雕英雄传 3D》等多款 MMORPG 类游戏。IP 手游上线后取得巨大成功，以《新武林外传手游》为例，其在 IOS 免费榜峰值登顶，IOS 畅销榜峰值第三。且 IP 手游生命周期长，公司 2019 年前已发行 IP 游戏 9 款，最早发行的是 2013 年上线的《神雕侠侣手游》，至今仍在运营。端转手策略的成功带动公司手游业务迅速发展，2017 年、2019 年公司手游业务收入同比增长均超过 40%，2018 年由于版号政策的影响手游业务收入出现了一定的下滑。

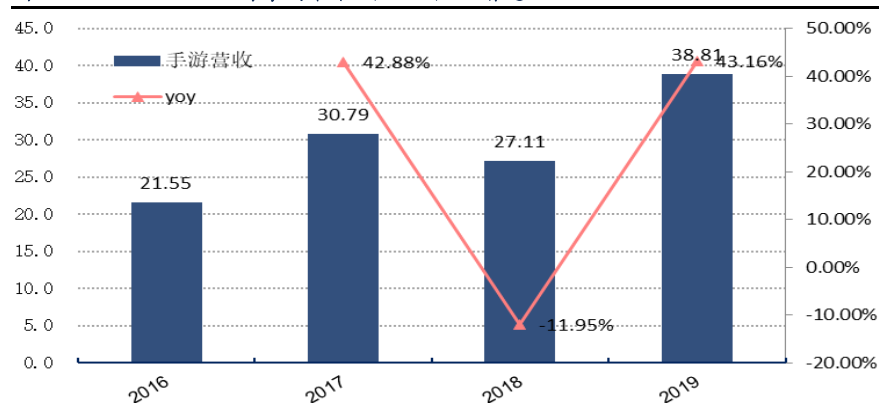
**表 3：2019 年前 IP 手游产品**

游戏	类型	上线时间
新诛仙手游	MMORPG	2016
新武林外传手游	MMORPG	2018
射雕英雄传手游	MMOARPG	2017
射雕英雄传 3D	MMOARPG	2016
火炬之光	MMORPG	2017
倚天屠龙记	MMORPG	2016
神雕侠侣手游	2D 回合制 RPG	2013
最终幻想：觉醒	MMOARPG	2016
烈火如歌	MMORPG	2018

资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心



图 27: 2016-2019 公司手游营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**二次元及女性向游戏市场规模迅速扩大，增速超越行业平均。**根据伽马数据，近三年中国二次元移动游戏市场一直保持持续增长状态，2018 年其市场规模超过 190 亿元，同比增速 19.5%。值得注意的是，其增长率一直高于移动游戏市场。随着各企业布局力度的加深，未来二次元游戏市场在移动游戏市场占比将不断增加。而二次元用户规模从 2016 年到 2018 年保持稳定增长，2018 年泛二次元用户达到 2.7 亿，核心二次元用户达到 1 亿。女性用户是二次元游戏用户的重要组成，游戏用户中女性用户在市场中的地位日益凸显。据伽马数据推算，2018 年女性用户消费规模达 490.4 亿元，同比增速 13.86%。目前市场中女性向的游戏产品数量还较少，该市场具备较大发展空间。随着厂商加大对该市场的重视程度，相关游戏作品不断出现，女性向游戏市场潜力将会进一步释放。

图 28: 2016-2018 中国二次元移动游戏市场规模（亿元）

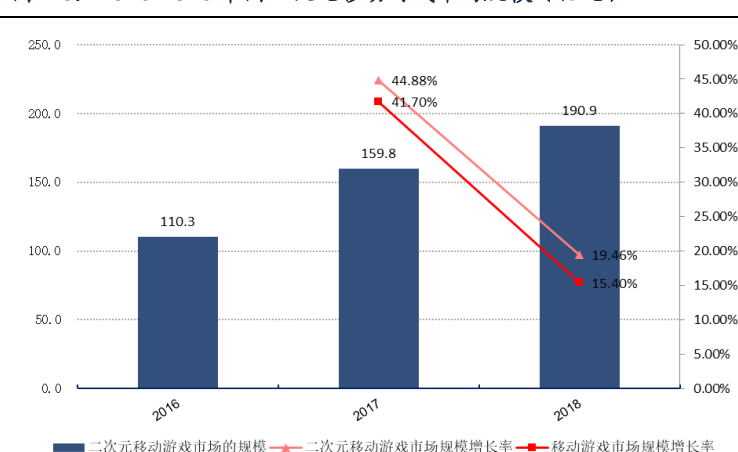
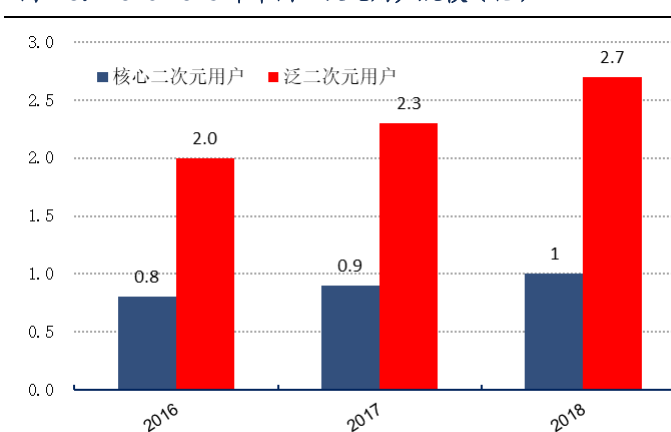


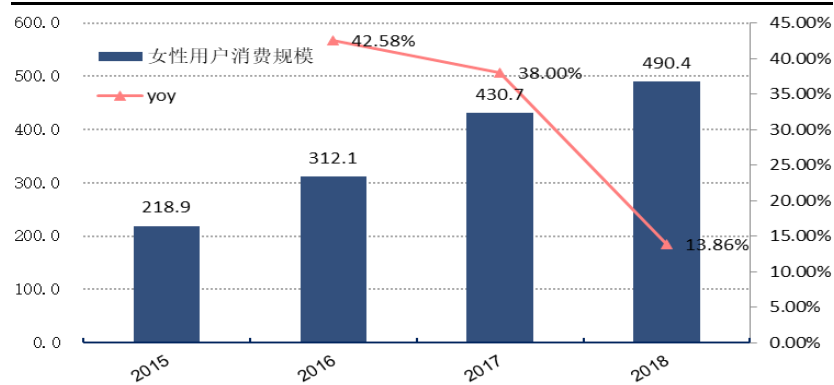
图 29: 2016-2018 年中国二次元用户规模（亿）



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

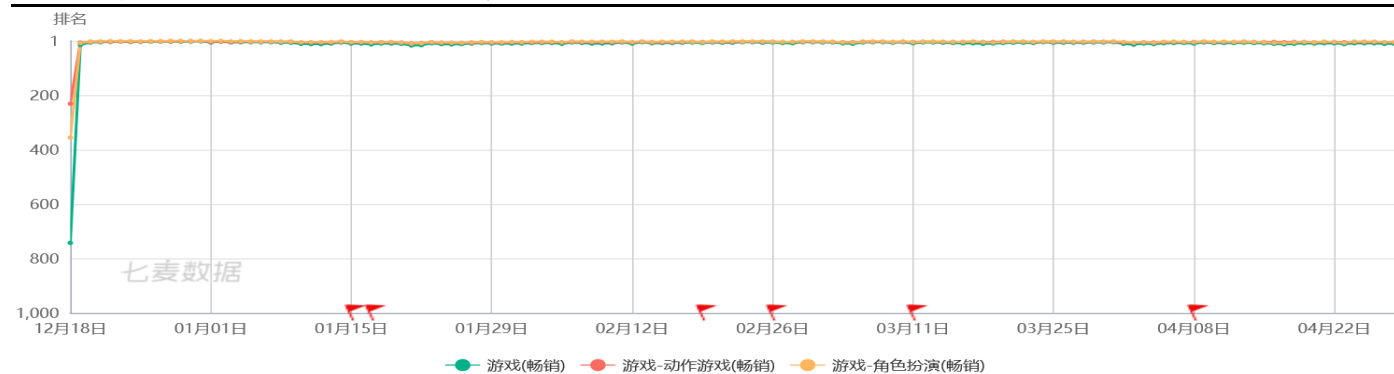
图 30：2015-2018 中国女性用户消费规模（亿元）



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

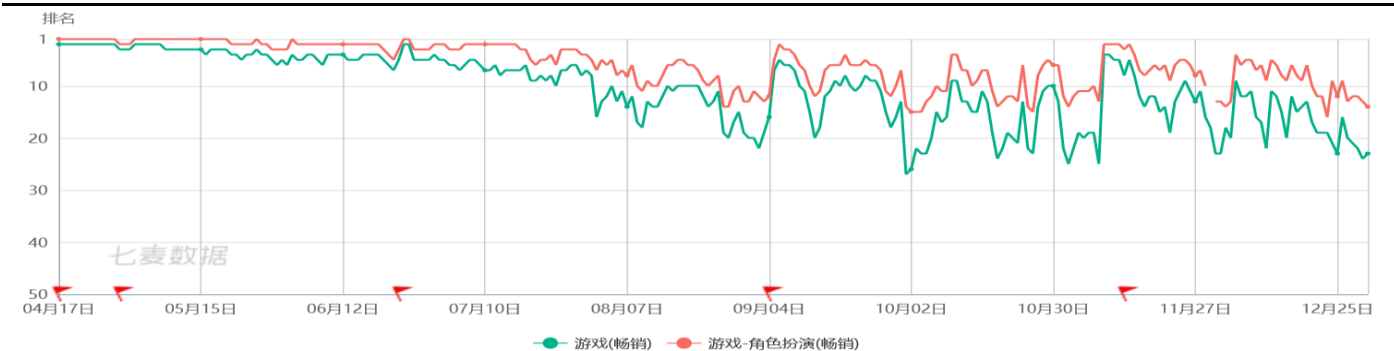
**2019 年完美世界继续坚持推进 IP 端转手，积极向二次元及女性向等新品类拓展。**2019 年公司将自有顶级 IP《完美世界》、《笑傲江湖》改编推出手游版《完美世界手游》、《新笑傲江湖》。同时，公司推出了《神雕侠侣手游》的续作《神雕侠侣 2 手游》，延长了金庸 IP 手游的生命周期。几款游戏上线后都取得了极佳的成绩，《新笑傲江湖》上线后登顶 IOS 免费榜，IOS 畅销榜最高达到第三名。《完美世界手游》上线后 IOS 免费榜最高达到第 6 名，畅销榜达到第 2 名。除了继续立足 MMORPG 类游戏，公司也积极拓展其他品类。面向女性用户，公司推出了恋爱养成游戏《梦间集天鹅座》。面对二次元用户，公司推出《云梦四时歌》。2019 年 11 月，公司自研腾讯代理的沙盒类游戏《我的起源》上线。总体来看，2019 年公司维持了 MMORPG 类高用户粘度、高 ARPU 游戏的市场地位，同时通过拓展新品类拓宽了公司盈利空间，手游营收增速达到 43.16%。

图 31：《新笑傲江湖》上线以后 IOS 畅销榜排名变化



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

图 32:《完美世界》上线以后 IOS 畅销榜排名变化



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

**2020 年手游产品储备丰富将继续拓展新品类。**2020 年公司的手游储备有 11 款，端转手方面公司有产品储备《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》，其他 MMORPG 产品有《战神遗迹》，新品类储备有《幻塔》、《一拳超人》等。总体来看 2020 年的产品储备涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型，涉及未来科幻、二次元、日式幻想、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材，融合了开放世界等全新元素。值得一提的是，2020 年产品储备中《非常英雄》是公司自研主机游戏转手游的首次尝试，未来两个业务板块之间可能会有更多的联动。

表 4: 2020 年手游储备

游戏	类型	自研/代理
新神魔大陆	移动游戏	自研
旧日传说（原《奈奥格之影》）	移动游戏	自研
Lowpoly 风格产品（暂未命名）	移动游戏	自研
ARPG 产品（暂未命名）	移动游戏	自研
梦幻新诛仙	移动游戏	自研
战神遗迹	移动游戏	自研
幻塔	移动游戏	自研
非常英雄	移动游戏	自研
一拳超人	移动游戏	自研
二次元解谜冒险类产品（暂未命名）	移动游戏	自研
都市开放世界 JRPG（暂未命名）	移动游戏	自研

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 主机游戏：收购海外团队补强研发实力，主机游戏走国际化路线

斥资 4.4 亿收购海外游戏研发团队极大增强主机游戏研发实力。完美世界 2010-2014 年共斥资 4.4 亿元收购了 6 家海外游戏企业，成功补强公司研发实力与海外分销能力。鉴于国内主机游戏市场状况，海外游戏研发团队主要负责完美世界的主机游戏研发，研发的产品不同于公司一直擅长的东方武侠玄幻风格，而是走国际化路线。收购的企业中，Cryptic Studios 工作室研发实力强劲，研发了《无冬 OL》、《星际迷航(Star Trek)》等主机游戏。另一团队 Runic Games，其创始人 Max Schaefer 被称为暴雪三巨头之一、“暗黑之父”；Runic Games 研发的端游+主机游戏 HOB 已于 2017 年下半年推出。Unknown Worlds Entertainment 研发了《深海迷航》这一端游+主机游戏，steam 销量超 200 万。通过收购，公司也获取了海外工作室拥有的大量 IP 游戏如《火炬之光》，《英雄之城》等。

表 5：完美世界收购的海外研发工作室与代表作品

工作室	收购前后作品
Runic Games	《火炬之光》系列、《Hob》
Cryptic Studios, Inc	《英雄之城》、《City of Villains》、《冠军在线》、《星际迷航 Online》、《无冬之夜 OL》
Unknown Worlds Entertainment	《深海迷航》系列、《物竞天择》系列

资料来源：INDIENOVA，信达证券研发中心

设立海外分公司，培养研发能力。完美世界除了通过收购补强研发实力与 IP 库存以外，也积极在海外设立分公司。分公司借助海外成熟游戏环境，吸引了一批美术、艺术、游戏方面很有想法的人才，培养了公司研发实力。2016 年底公司在法国设立了研发工作室，该工作室于 2019 年发布了主机+端游双平台游戏《非常英雄》。

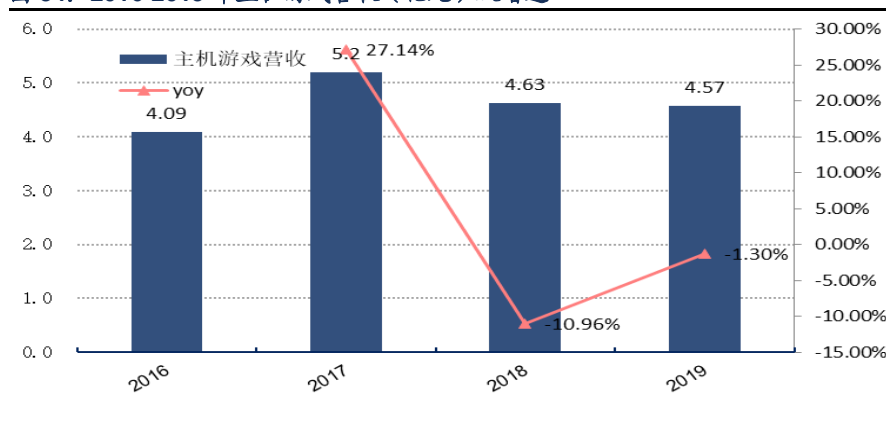
图 33：非常英雄宣传图



资料来源：INDIENOVA，信达证券研发中心

**2019 年主机游戏营收稳定。**完美世界收购海外游戏工作室后，经历了产品集中发布期，2016 年主机营收同比增长 115.3%，2017 年营收同比增长 27.19%，2017 年后主机产品发布速度放缓。2019 年完美世界发布《非常英雄》、《Subnautica》续作《深海迷航：冰点之下》、国内研发团队研发的大逃杀类作品《Don't Even Think》三款主机游戏，主机游戏收入同比降低幅度从 2018 年 10.96%，收窄至 2019 年的 1.1%。

图 34：2016-2019 年主机游戏营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

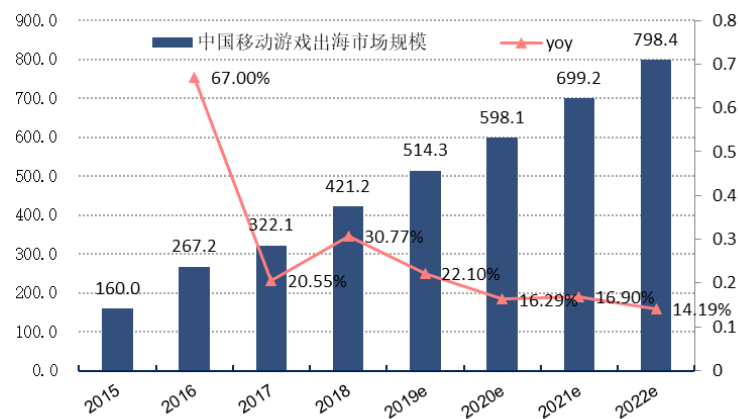
**2020 年主要有 3 款端游+主机双平台游戏储备。**2020 年公司计划将旗舰级 IP 端游《完美世界》登陆主机平台而另外两款游戏分别是 Runic Games 研发的《火炬之光》系列续作《火炬之光 3》与 Cryptic Studios, Inc. 研发的《Magic Legends》（曾用名 Magic The Gathering）

#### （四）品类拓宽解除手游出海限制，Steam 中国将成为重要 IP 库

国内游戏市场规模增速放缓，版号发放数量限制使游戏出海成为行业必然趋势。根据游戏工委的数据，2019 年中国游戏市场销售收入增速 7.67%，用户规模增速仅为 2.24%，中国市场的用户数量红利已经见底。另外，国内版号发放数量有限，2019 年仅发放版号 1570 个，部分厂商只能选择拓展海外市场以寻求业绩的增长，游戏出海成为行业必然趋势。

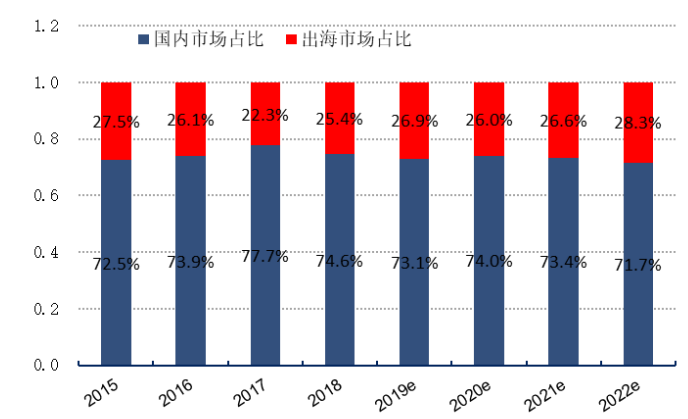
海外移动化发展空间更大对国内厂商有巨大吸引力。艾瑞咨询最新行业数据显示 2017 年中国地区移动游戏市场收入已经占据整体游戏收入的 61.4%，而 Newzoo 发布的数据显示全球移动游戏市场收入占比仅占全球游戏总收入的 34%。可以认为，目前海外游戏移动化的发展空间是大于中国本土市场的，这也成为了近年中吸引中国移动游戏企业做出产品出海尝试的核心动因之一。根据艾瑞咨询的数据，2018 年中国移动游戏出海市场规模达到 421.2 亿同比增长 30.8%，移动游戏出海市场占比 25.4%，预计出海比例将不断扩大 2022 年将达到 28.3%。

图 35: 2015-2022 年中国移动游戏出海市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 36: 2015-2022 年中国移动游戏出海市场占比（亿元）

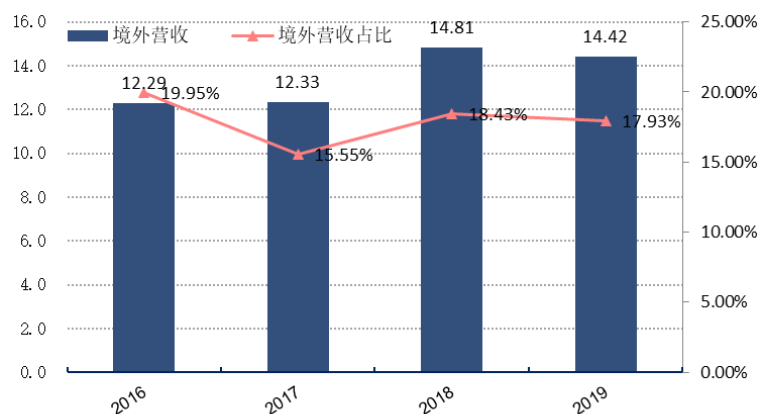


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

东方玄幻仙侠题材为主的手游核心产品线限制出海效果，完美世界境外收入占比较低。完美世界手游部分自发展以来一直坚持端转手策略，而端游产品主要为《完美世界》、《神雕侠侣》、《诛仙 3》等东方玄幻仙侠游戏。因此公司手游产品出海接受度相对由海外团队研发的主机产品较低，而主机游戏营收占公司整体营收比例 2019 年仅为 5.69% 左右，难以贡献大量流水。这些因素导致完美世界境外营收占公司整体营收比例 2019 年为 17.93%，该比例相比于游族网络、掌趣科技和昆仑万维等 A 股游戏出海相对领先的公司仍有一定差距。



图 37: 2016-2019 完美世界境外市场营收（亿元）与占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

手游品类的不断拓宽有望解除手游出海限制。2019 年公司已经在向二次元、女性向手游新品类拓展，2020 年游戏储备上东方仙侠类端转手产品仅有一款《新诛仙手游》，其余产品覆盖 SLG、Roguelike、卡牌等品类，游戏风格有未来科技、日式幻想、西方魔幻等利于出海的游戏。2020 年公司手游品类的拓宽将有助于公司产品出海。

2018 年 6 月，Valve 宣布与完美世界合作，Steam 将正式进入中国。但由于版号限制，截至目前 Steam 中国仍未上线。不过 4 月份完美世界与 Steam 相关域名已经过审，随着今年进口版号放开，Steam 中国 2020 年有上线可能。我们认为完美世界代理 Steam 中国将有如下几点战略优势：

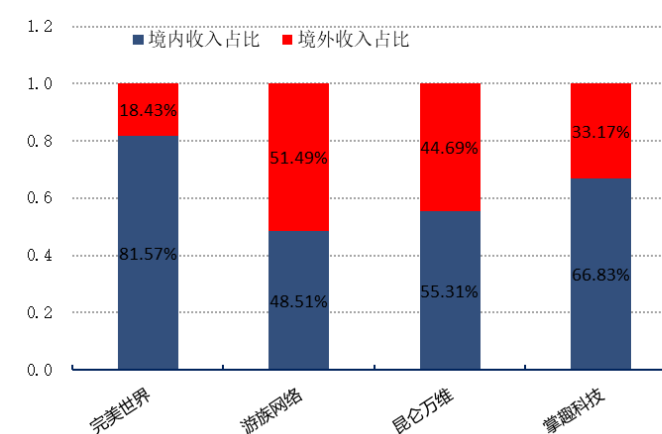
#### 引进来：引入优质游戏，建立公司 IP 库

短期看完美世界代理 Steam 中国可以引入优秀端游，建立 IP 库，保障公司端游稳定发展。长期看通过引入 Steam 中国建立的 IP 库将助力完美游戏在云游戏时代取得较大竞争优势。

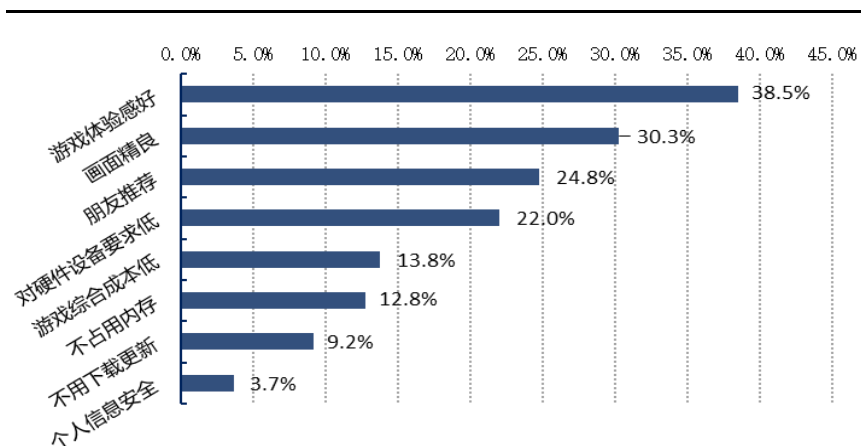
5G、云游戏时代加速到来，主机游戏与大型端游用户才是新增量。随着 5G 时代到来，云游戏加速落地，最先上云的是算力要求低，画面稍差的移动游戏。不过相对而言，手游上云带来用户的新增量较少。根据艾媒咨询的调查，2019 年中国网民体验云游戏驱动因素第一是游戏体验感好，第二是画面精良，可见用户更期待的是通过云游戏游玩对硬件要求更高的、画面更精致的 3A 大作与主机游戏。云游戏可以降低 3A 大作的入门门槛，让没有高性能 PC 或主机的玩家也能畅玩 3A 大作，带来用户新增量。

图 39: 2019 年中国网民体验云游戏驱动因素调差

图 38: 2018 年可比公司境外营收占公司整体营收比例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

内容质量是决定云游戏平台前景的关键因素之一。由于云游戏具有随点随玩，任何网页、小型窗口都可以成为体验 3A 大作的入口的特性，目前的渠道优势将在云游戏时代被弱化，内容商将具备更强的议价能力。云游戏平台成功与否的关键点之一在于游戏内容质量与数量，自身拥有内容或具有将优质内容整合到平台能力的公司在云游戏时代将因拥有更高议价权而受益。

完美世界可通过 Steam 中国建立的 IP 库提前锁定优质内容，建立云游戏时代竞争壁垒。完美世界作为国内少有的具有大型端游、主机游戏研发能力的内容商，在云游戏时代将获益。目前公司已有多款游戏上云，20 年游戏储备中也有原生云游戏《诛仙 2》。通过 Steam 中国，完美世界可引入并锁定优质游戏内容，建立起优质内容的 IP 库，从而树立云游戏时代的竞争壁垒。

#### 走出去：掌握优质游戏，助力中小厂商游戏出海

Steam 作为全球最大的 PC 游戏平台，基本可覆盖全球的 PC 用户。完美世界代理 steam 中国后，将会有大量国内优秀端游希望入驻 Steam 中国，那么未来大部分有潜力成为爆款的游戏都会集中到该平台。从走出去角度看，Steam 中国可以帮助中国本土的中小厂商将它们的产品快速引入 Steam 中国甚至 Steam Global，为他们提供一个菜单式的可选模式，包括出海国家、各类运营、本地化等系列增值服务，从而帮助中小厂商游戏出海。

#### 积攒用户行为大数据，为建立数据型驱动公司打下基础

建立 Steam 中国后，由于核心用户及流量在完美世界手中，借助大数据的深度开发，这些数据将对公司产生大量的无形价值，包括公司与平台上数百个厂商的 IP 在影视、动画、漫画、文学等领域的多维协同，也包括通过用户游戏数据驱动游戏开发，为建立数据驱动型公司打下基础。

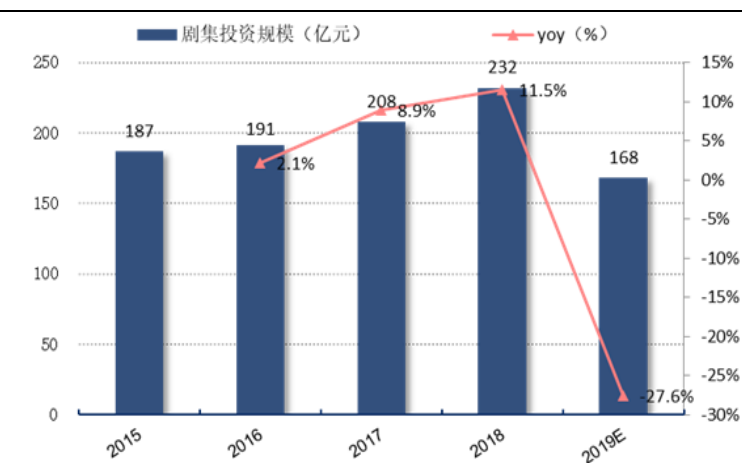
#### 引入 SteamVR

在《VR 游戏行业深度报告 5G 系列研究（2）》中我们已经详细介绍 SteamVR 的优势。完美世界通过建立 Steam 中国，有希望将 SteamVR 中的优质内容引入。

## 剥离院线，专注电视剧业务，以匠心铸精品剧集

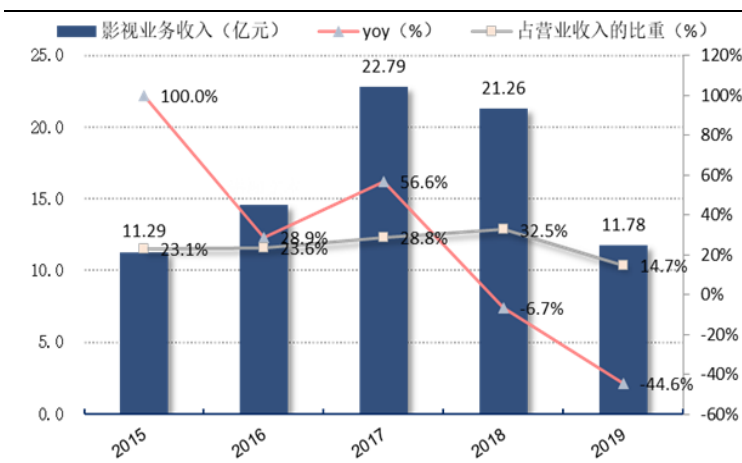
受市场及行业整体环境影响，影视业务业绩下滑。近年来，影视行业监管力度持续加大，对内容与题材的限制条件明细化，电视剧备案数量显著减少。市场信心受到严重影响，艺恩数据显示，2019 年，中国剧集市场投资规模预计为 168 亿元，同比下滑 27.6%。在此背景下，2019 年，公司影视业务实现营业收入 11.78 亿元，业绩同比下滑 44.6%，占营业收入的比重降至 14.7%。

图 40: 2015-2019 年剧集投资规模



资料来源：艺恩数据，信达证券研发中心

图 41: 2015-2019 完美世界影视业务收入情况

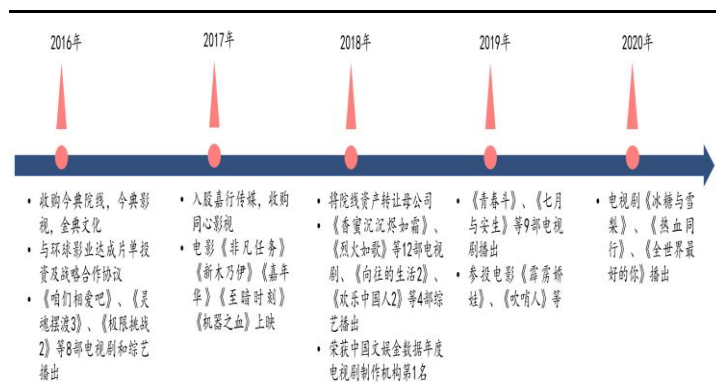


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

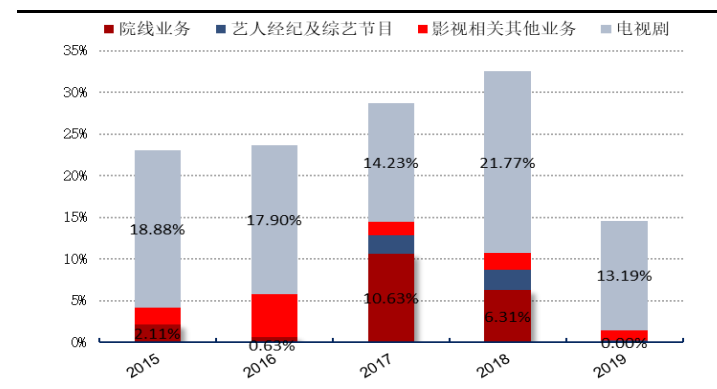
逐步剥离院线，影视板块以电视剧业务为主，并加速去库存，走轻资产之路。2018 年 1 月，公司宣布以约 16.65 亿元人民币的价格，将院线业务相关资产转让给母公司完美世界控股集团有限公司，同时将完美世界院线资产商誉减值约 1 亿元人民币。从发展趋势看，电视剧业务在影视板块中地位愈发突出，2019 年，电视剧业务成为公司影视收入的主要构成部分。2019 年，公司存货为 17.6 亿元，占总资产的 10.58%，比 2019 年初降低 2.82%。在疫情影响下，电视剧关注度上升，公司多部完成制作的库存剧将加速消化，预计为 2020 年业务作出较大贡献。此外，受影视行业整体环境影响，公司计提存货跌价准备 3.6 亿元，使得影视业务在 2019 年亏损 3.1 亿元。但随着院线剥离，去库存的加速，预计公司在 2020 年影视业务将重新实现盈利。

图 42: 2016-2019 年公司影视业务状况

图 43: 2015-2019 年公司影视相关业务占营业收入比例 (%)



资料来源：公司公告、官网，信达证券研发中心



资料来源：公司公告、官网，信达证券研发中心

**坚持“匠心精品”，持续推出多样化精品剧集。**电视剧方面，在行业变革重生的背景下，从2018到现在，公司出品的《香蜜沉沉烬如霜》、《冰糖炖雪梨》、《青春斗》、《趁我们还年轻》、《七月与安生》、《老酒馆》、《光荣时代》等精品电视剧、网剧，《向往的生活第二季》、《极限挑战第四季》等精品综艺相继播出，赢得了良好的收益及市场口碑，获得诸多奖项的认可。此外，公司投资拍摄多部正能量、主旋律剧集，其中《老酒馆》、《光荣时代》等多部剧集入选“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，《最美的乡村》、《温暖的味道》得到了广电总局脱贫攻坚题材重点剧目推荐，《光荣与梦想》入选建党100周年重点献礼项目。

表 6：2018 年以来公司播映的优秀影视作品

类型	名称	题材	播放量	豆瓣评分	上映时间
电视剧	冰糖炖雪梨	青春运动成长	—	7.2	2020.03.19
	香蜜沉沉烬如霜	古装神话爱情	165.3	7.7	2018.08.02
	七月与安生	都市情感	—	7.6	2019.07.22
	烈火如歌	古装	82.9	5.8	2018.03.01
	青春斗	青春励志	—	4.7	2019.03.24
	老酒馆	近代传奇	—	7.3	2019.08.26
	憨豆特工3	喜剧动作	1.7	6.4	2018.11.23
电影	影	剧情动作武侠	6.3	7.2	2018.09.30
	灵魂摆渡·黄泉	古装神话爱情	2.2	7.1	2018.02.01
	侏罗纪世纪2	动作科幻冒险	17.0	6.7	2018.09.30
	极限挑战第四季	星素互动励志体验节目	38	7.6	2018.04.29
综艺	向往的生活第二季	生活服务纪实节目	33.5	8.1	20-18.04.20

欢乐中国人第二季	大型新时代中国故事传播节目	2.3	—	2018.01.28
无限歌谣季	音乐唱作类真人秀节目	9.7	6.8	2018.04.21

资料来源：公司官网、艺恩数据、豆瓣，信达证券研发中心

**拥有强大影视创作团队，剧集储备丰富。**公司旗下有鑫宝源、华美时空、完美蓬瑞、完美建信、江河工作室、青春你好六大实力制作团队，拥有赵宝刚、滕华涛、刘江、郭靖宇、何静、吴玉江、梁振华等著名导演、编剧和制片人，彰显了突出的人才优势和制作实力，未来的出品剧集值得期待。2020年，公司影视剧投资项目丰富多样，涵盖都市情感、古装历史、年代动作、革命谍战、现代军旅、青春励志、古装悬疑、民国探案等多种题材类型，能够充分满足多样化的市场需求，2020年3月已播出的《冰糖炖雪梨》一播出即达到高话题讨论度，优酷站内各榜单热度登顶，稳居同期热播剧集榜top，知乎评分8.4且持续增长，YouToube上线24小时单集收看破10万次，并确认发行至美国、泰国等多个海外国家，实力圈粉海内外受众。

表 7：公司旗下六大影视制作团队

工作室/公司	代表人物	加入时间	代表作	荣誉/奖项	实力、资源
北京鑫宝源影视投资有限公司	赵宝刚（导演）	1998年	《渴望》、《编辑部的故事》、《一场风花雪月的事》、《永不瞑目》、《像雾像雨又像风》	“飞天奖最佳导演奖”、“金鹰奖最佳导演奖”、“华鼎奖最受欢迎导演”	签约王子文、任重、王阳、张铎、安悦溪、张佳宁等当红演员；良好的声誉和协作精神，良好的口碑
北京华美时空文化传播有限公司	滕华涛（导演、制片人）	2010年	《失恋33天》、《蜗居》、《双面胶》、《裸婚时代》	《失恋33天》以3.5亿元票房成绩成为当年票房市场的最大黑马	导演和监制的电视剧作品往往与时代贴合紧密，播出掀起收视与话题讨论热潮
北京完美蓬瑞影视文化有限公司	刘江（导演）	2011年	《媳妇的美好时代》、《黎明之前》、《咱们结婚吧》	囊括飞天奖、金鹰奖、白玉兰奖等国内各重大奖的剧集奖和最佳导演奖	集影视投资、拍摄、制作、艺人经纪等为一体的专业影视公司
北京完美建信影视文化有限公司	郭靖宇（导演）	2011年	《铁梨花》、《红娘子》、《打狗棍》、《勇敢的心》、《大秧歌》	多次获得“飞天奖”、“金鹰奖”、“五个一工程奖”“白玉兰奖”以及“华鼎奖”等《麻辣女兵》荣获2012年	具有编剧才能的创作型导演；艺人经纪部与老中青三代实力偶像明星建立了长期合作关系，签约30余名知名艺人
江河工作室	何静、吴玉江（制片人）	2011年	《麻辣女兵》、《麻辣女王》、《神犬奇兵》、《神犬小七第一季》、	湖南卫视年度收视金奖、湖南省五个一工程奖、全军金星奖、北京市十佳优秀作品奖；	完美世界影视成立的第一个制片人工作室，坚持以创新为核心目标的独特开发制作方向
北京青春你好文化传媒有限公司	梁振华（编剧、制片人）	2016年	《暴风眼》《澳门人家》《三生三世枕上书》《热	主创影视作品多次荣获“华表奖”、“金鹰奖”、“飞天	参与投资、制作、发行的作品，涉猎广泛，涵盖青春、励志、历史、科幻、谍



血传奇》《天意》《春天里》《冰与火的青春》等项奖”、“五个一工程奖”等战、武侠等多种题材品类。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

表 8：2020 年影视剧投资计划

投资项目名称	题材类型	演员阵容	制作进度
不婚女王	都市情感	佟丽娅、张亮、王宫良	2018 年 3 月杀青，完成制作
霍元甲	年代动作	赵文卓、毛林林、张永刚	2019 年 1 月杀青，完成制作
幸福的理由	都市情感	钟汉良、乔振宇	2017 年 8 月杀青，完成制作
怪你过分美丽	都市情感	秦岚、高以翔	2019 年 10 月杀青，完成制作
暴风眼	都市谍战	杨幂、张彬彬、刘芮麟	2019 年 7 月杀青，完成制作
西夏死书	探险悬疑	汪东城、贾青、戴祖雄	2017 年 10 月杀青，完成制作
半生缘	情感剧情	郑元畅、蒋欣、刘嘉玲	2018 年 2 月杀青，完成制作
壮志高飞	青春励志	陈乔恩、郑恺、朱梓骁	2017 年 12 月杀青，完成制作
月上重火	武侠励志情感	罗云熙、陈钰琪、邹廷威	2019 年 9 月杀青，完成制作
新一年又一年	时代情怀	于晓光、郎月婷	2018 年 11 月杀青，完成制作
蓝盔特战队	军事题材	王彦霖、李溪芮、林籽	2018 年 7 月杀青，完成制作
高大霞的火红年代	时代革命	佟丽娅、刘威、丁嘉丽	2019 年 4 月杀青，完成制作
最美的乡村	时代风土人情	刘智扬、何雨虹、岳丽娜	2019 年 11 月杀青，后期制作中
义无反顾	青春情感	王森、王洋、魏璐	2019 年 3 月杀青，后期制作中
江山故人	古装宫廷	章子怡、周一围、蓝盈莹	2018 年 11 月杀青，后期制作中
燃烧	悬疑刑侦	经超、张佳宁	2019 年 4 月杀青，后期制作中
大海港	一带一路	李健、牟星、赵昱童	2019 年 11 月杀青，后期制作中
三叉戟	警匪动作	郭涛、欧豪、陈都灵	2020 年 1 月杀青，后期制作中
温暖的味道	清新田园	靳东、高露、毛晓慧	2020 年 4 月杀青，后期制作中
光荣与梦想	—	—	筹备中，预计 2020 年上半年开拍
我要逆风去	都市爱情	—	筹备中，预计 2020 年上半年开拍
舍我其谁	—	—	筹备中，预计 2020 年上半年开拍
斛珠夫人	古代传奇	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
第十团	近代革命	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
极限飞行：试飞英雄	当代军旅	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
心想事成	—	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍

千屿千寻	当代都市	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
小军嫂	—	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
我在天堂等你	当代都市	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
星落凝成糖	仙侠言情	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
我的新世界	—	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
野火春风斗古城	战争剧情	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍
格斗少年	—	—	筹备中，预计 2020 年下半年开拍

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**坚持板块联动战略，推进 IP 一体化开发和运营。**4 月 10 日，公司出品的青春剧《全世界最好的你》播出，公司自研手游《神雕侠侣 2》与其跨界联动，4 月 17 日，《神雕侠侣 2》官网开启“表白全世界最好的你”表白活动，同时推出“暗恋笔记”活动和同名资料片“全世界最好的你”。随着青春爱情竞技成长电视剧《冰糖炖雪梨》的热播，自研手游《诛仙手游》与《冰糖炖雪梨》联动，推出“冰球玩法”并打造联动剧情任务，剧集与游戏跨越次元合作，备受市场关注，得到玩家喜爱。

图 44:《神雕侠侣 2》联动《全世界最好的你》



资料来源：九游网，信达证券研发中心

图 45:《诛仙》联动《冰糖炖雪梨》



资料来源：手游诛仙官，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### （一）收入假设：

公司游戏业务快速发展，储备产品能够支撑未来业绩。影视剧业务受疫情影响，未来 1-2 年行业大背景是观影需求旺盛而新剧无法开机导致供给不足，公司 2019 年的电视剧库存将对 2020 年提供较好的售卖储备。综上，根据我们对公司游戏产品和影视剧产品储备的持续跟踪，我们做出如下假设：2020-2022 年，公司移动游戏业务收入增速分别为 40%、25%、30%，端游业务收入增速为 10%、10%、10%，主机游戏业务收入增速为 5%、5%、5%，电视剧业务收入增速为 10%、10%、5%。

表 9：2020-2022 年各业务收入预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
移动游戏业务收入	27.11	38.81	54.33	67.91	88.28
YOY	-12.0%	43.2%	40%	25%	30%
端游业务收入	21.96	24.19	26.61	29.27	32.20
YOY	10.3%	10.2%	10%	10%	10%
主机游戏业务收入	4.63	4.57	4.80	5.04	5.29
YOY	-11.0%	-1.3%	5%	5%	5%
电视剧业务收入	17.49	10.60	11.66	12.83	12.19
YOY	55.1%	-39.4%	10%	10%	5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### （二）费用率假设：

2019 年游戏业务的快速发展贡献高毛利，我们认为高毛利将持续，假设 2020-2022 年毛利率继续保持 2019 年的水平为 39.08%，管理费用率较 2019 年稍有下降为 8%，销售费用率取前三年平均水平，公司重研发，未来 3 年研发费用率保持 18.5% 的稳定水平。

表 10：公司 2019-2021 年营业成本及各项费用率假设

	2019	2020 年	2021 年	2022 年
营业成本	39.08%	39.08%	39.08%	39.08%
营业税金及附加率	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%
销售费用率	14.24%	11.53%	10.00%	10.00%
管理费用率	8.52%	8.00%	8.00%	8.00%
研发费用率	18.71%	18.50%	18.50%	18.50%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综上所述，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 100.49 亿元、115.56 亿元、138.67 亿元，同比增加 25%、15%、20%，归母净利润分别为 23.53 亿元、28.00 亿元、32.28 亿元，同比增加 56.61%、18.97%、15.27%，摊薄 EPS 分别为每股 1.82 元、2.17 元、2.50 元，对应 2020 年 5 月 7 日收盘价（每股 46.20 元）动态 PE 分别为 25 倍、21 倍、19 倍。

### （三）公司估值及评级

按照游戏行业 2020 年 5 月 7 日收盘价计算，2020 年行业平均估值为 27.48X。我们认为公司作为 A 股稀缺的具备主机游戏研发能力的龙头公司，在 5G+云游戏时代有望得到业绩和估值双提升，给予公司 30X 估值，对应目标市值 705.9 亿元，对应目标价格 54.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值表（截至 2020.5.7）

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002555.SZ	三七互娱	38.23	1.00	1.30	1.54	1.80	26.9	27.54	23.28	19.94
002602.SZ	世纪华通	14.64	0.38	0.64	0.76	0.81	29.88	21.82	18.42	17.41
603444.SH	吉比特	407.80	11.26	15.22	18.02	20.79	26.52	25.56	21.58	18.71
300315.SZ	掌趣科技	5.68	0.13	0.30	0.38	0.45	46.79	18.85	15.12	12.74
002558.SZ	巨人网络	17.14	0.41	0.54	0.72	0.88	44.58	31.45	23.81	19.48
300113.SZ	顺网科技	19.61	0.12	0.49	0.59	0.61	209.23	39.63	33.1	32.28
平均								27.48	22.55	20.09

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 风险因素

- 1、政策监管趋严的风险；
- 2、新游排线延期的风险；
- 3、游戏流水不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,783.28	10,132.11	12,656.18	15,520.44	18,913.28
货币资金	4,228.91	2,525.50	3,885.37	5,876.49	7,930.50
应收票据	0.00	84.59	105.74	121.60	145.91
应收账款	1,964.39	2,270.12	2,837.64	3,263.29	3,915.95
预付账款	789.74	541.88	677.35	778.95	934.74
存货	2,141.80	1,760.21	2,200.27	2,530.31	3,036.37
其他	1,658.44	2,949.81	2,949.81	2,949.81	2,949.81
非流动资产	5,195.00	6,497.28	6,584.87	6,675.87	6,788.20
长期股权投资	1,559.23	1,913.90	1,913.90	1,913.90	1,913.90
固定资产（合计）	362.34	364.02	403.32	471.48	523.43
无形资产	86.84	213.96	263.96	315.70	385.37
其他	3,186.60	4,005.41	4,003.69	3,974.80	3,965.49
资产总计	15,978.28	16,629.39	19,241.05	22,196.31	25,701.48
流动负债	3,921.30	4,799.61	5,144.92	5,403.91	5,801.02
短期借款	1,270.02	1,138.64	1,138.64	1,138.64	1,138.64
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	393.09	486.39	607.99	699.19	839.03
其他	2,258.18	3,174.58	3,398.29	3,566.08	3,823.36
非流动负债	2,748.08	1,701.04	1,701.04	1,701.04	1,701.04
长期借款	793.75	225.32	225.32	225.32	225.32
其他	1,954.33	1,475.72	1,475.72	1,475.72	1,475.72
负债合计	6,669.38	6,500.65	6,845.96	7,104.95	7,502.06
少数股东权益	869.77	614.03	526.89	423.22	303.72
归属母公司股东权益	8,439.14	9,514.71	11,868.19	14,668.14	17,895.70
负债和股东权益	15,978.28	16,629.39	19,241.05	22,196.31	25,701.48

重要财务指标

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,033.77	8,039.02	10,048.78	11,556.09	13,867.31
同比（%）	1.31%	0.07%	25.00%	15.00%	20.00%
归属母公司净利润	1,706.10	1,502.80	2,353.48	2,799.95	3,227.56
同比（%）	13.38%	-11.92%	56.61%	18.97%	15.27%
毛利率（%）	55.81%	60.92%	60.92%	60.92%	60.92%
ROE%	20.80%	16.74%	22.01%	21.10%	19.82%
EPS (摊薄)(元)	1.32	1.16	1.82	2.17	2.50
P/E	35	40	25	21	19
P/B	7.08	6.28	5.03	4.07	3.34
EV/EBITDA	28.44	37.54	23.31	19.81	17.34

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,033.77	8,039.02	10,048.78	11,556.09	13,867.31
营业成本	3,549.95	3,141.66	3,927.07	4,516.14	5,419.36
营业税金及附加	43.46	31.22	39.03	44.88	53.86
销售费用	880.39	1,145.02	1,158.22	1,155.61	1,386.73
管理费用	704.21	684.54	803.90	924.49	1,109.38
研发费用	1,413.11	1,504.47	1,859.02	2,137.88	2,565.45
财务费用	167.83	206.21	135.35	131.29	100.73
减值损失合计	10.39	-728.54	-143.37	-224.44	-365.36
投资净收益	464.55	229.40	255.89	274.16	253.15
其他	163.31	-942.12	-177.42	-349.67	-626.45
营业利润	1,892.28	1,341.73	2,348.02	2,794.74	3,223.85
营业外收支	23.46	4.13	13.53	14.81	14.77
利润总额	1,915.74	1,345.86	2,361.54	2,809.54	3,238.62
所得税	156.36	-101.29	95.21	113.27	130.57
净利润	1,759.39	1,447.16	2,266.34	2,696.28	3,108.05
少数股东损益	53.28	-55.64	-87.14	-103.67	-119.50
归属母公司净利润	1,706.10	1,502.80	2,353.48	2,799.95	3,227.56
EBITDA	2,325.16	1,727.55	2,639.84	3,106.32	3,549.32
EPS (当年)(元)	1.23	1.10	1.82	2.17	2.50

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-129.99	2,002.00	1,475.50	2,113.56	2,238.27
净利润	1,759.39	1,447.16	2,266.34	2,696.28	3,108.05
折旧摊销	166.48	141.50	115.85	130.00	146.09
财务费用	242.95	240.19	162.44	166.77	164.60
投资损失	-464.55	-229.40	-255.89	-274.16	-253.15
营运资金变动	-1,725.10	398.30	-962.25	-838.61	-1,307.08
其它	-109.15	4.26	149.01	233.27	379.74
投资活动现金流	2,975.85	-1,994.32	46.81	44.32	-19.65
资本支出	-95.57	-444.88	-209.08	-229.84	-272.80
长期投资	2,774.75	4,355.44	255.89	274.16	253.15
其他	296.67	-5,904.87	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,952.27	-1,426.65	-162.44	-166.77	-164.60
吸收投资	2.14	3.50	0.00	0.00	0.00
借款	-214.76	-291.59	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	475.60	467.36	162.44	166.77	164.60
现金流净增加额	920.39	-1,383.96	1,359.87	1,991.11	2,054.01

## 研究团队简介

**王建会**，复旦大学金融学硕士，3 年卖方研究经验，2019 年 11 月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

**王婷**，南京大学经济学硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com



分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20 % 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5 % ~ 20 %；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5 % 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。