

完美世界

IP 为基，影游协同，共筑全球化娱乐航母

首次覆盖

投资亮点

完美世界是国内综合实力领先的泛娱乐巨擘。首次覆盖并给予“推荐”评级，相对估值法目标价 42 元，距当前价有 24% 的上涨空间。理由如下：

- ▶ **以丰富 IP 储备为根基，游戏影视携手并进。**公司起家于端游研发，具备雄厚的技术实力和运营经验，曾推出过《完美世界》、《诛仙》等多部爆款游戏。影视方面，公司与赵宝刚等著名导演紧密合作，坚持精品剧战略，作品的质量和数量都是业内佼佼者。公司依托经典端游的积累、百度文学平台和海外采购的方式，积累了丰富优质的 IP 资源，为泛娱乐全产业链开发奠定深厚基础。
- ▶ **国际化战略一马当先，海外业务有望成新引擎。**公司为游戏行业的出海龙头，从 2007 年起连续 7 年排名中国网络游戏海外出口市场收入第一，用户覆盖百余个国家及地区。同时，公司设立基金参与环球影业未来 5 年所有的项目，是中国影视出海中作品的数量和潜在质量最突出的一次尝试。
- ▶ **外延战略夯实娱乐航母根基。**公司上市后运用丰富的资本运作手段，围绕“全球化”、“泛娱乐化”和“产业链一体化”目标，积极进行外延式拓展。近期披露拟以现金方式收购今典院线、今典影城、今典文化 100% 股权，实现了电影业务的内容制作+渠道播映的产业链一体化整合。

我们与市场的最大不同：强调公司的影游联动基因得天独厚：两项业务脱胎于同一集团，团队协作和业务协同有天然的优势。潜在项目开发伊始便实现两个团队的密切配合，联动成果值得期待。

潜在催化剂：爆款手游的推出；电影业务的进步；新的外延式并购。

财务预测

我们预计 2016~2018 年归属母公司净利润分别为 11.33 亿、14.60 亿和 17.67 亿，对应 EPS 为 0.86 元、1.11 元和 1.34 元。

估值与建议

2017 年选取标的的平均估值约为 37 倍市盈率，对应目标市值 550 亿，对应 2016~2018 年市盈率分别为 48、37 和 31 倍。

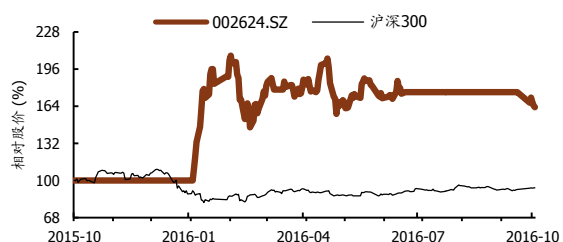
风险

新业务拓展风险，国际化整合低于预期，影游联动低于预期。

首次覆盖推荐

股票代码 002624.SZ
 评级 * 推荐
 最新收盘价 人民币 33.93
 目标价 人民币 42.00

52 周最高价/最低价 人民币 46.96~21.01
 总市值(亿) 人民币 446
 30 日均成交额(百万) 人民币 165.74
 发行股数(百万) 1,315
 其中：自由流通股(%) 21
 30 日均成交量(百万股) 4.77
 主营行业 传媒



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	926	4,790	5,422	7,601
增速	94.7%	417.4%	13.2%	40.2%
归属母公司净利润	190	806	1,133	1,460
增速	N.M.	323.6%	40.6%	29.0%
每股净利润	0.14	0.61	0.86	1.11
每股净资产	0.58	0.85	9.24	10.27
每股股利	0.05	0.19	0.09	0.11
每股经营现金流	-0.17	2.07	0.62	0.85
市盈率	234.4	55.3	39.4	30.5
市净率	59.0	39.9	3.7	3.3
EV/EBITDA	154.1	42.1	27.5	22.5
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
平均总资产收益率	15.8%	24.5%	10.8%	8.4%
平均净资产收益率	30.1%	86.0%	17.1%	11.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

印培

分析员
 pei.yin@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080514080001

孟玮

分析员
 wei.meng@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080515080003
 SFC CE Ref: BHP638



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表				
营业收入	926	4,790	5,422	7,601
营业成本	468	1,575	1,830	2,758
营业税金及附加	10	52	59	83
营业费用	91	1,054	949	1,353
管理费用	58	1,006	1,301	1,862
财务费用	13	15	-336	-579
其他	0	0	0	0
营业利润	265	1,088	1,619	2,124
营业外收支	23	0	1	1
利润总额	288	1,087	1,619	2,124
所得税	75	217	389	510
少数股东损益	23	64	98	154
归属母公司净利润	190	806	1,133	1,460
EBITDA	292	1,051	1,213	1,421
资产负债表				
货币资金	17	1,741	12,494	13,993
应收账款及票据	729	1,119	1,398	1,960
预付款项	49	183	213	321
存货	452	351	407	614
其他流动资产	303	43	43	43
流动资产合计	1,549	3,436	14,555	16,930
固定资产及在建工程	16	380	436	489
无形资产及其他长期资产	72	489	485	482
非流动资产合计	97	1,493	1,546	1,597
资产合计	1,646	4,929	16,101	18,527
短期借款	98	522	309	309
应付账款及票据	42	194	225	339
其他流动负债	429	2,226	2,450	3,261
流动负债合计	569	2,942	2,984	3,909
长期借款和应付债券	267	643	658	658
非流动负债合计	267	688	703	703
负债合计	837	3,639	3,687	4,612
股东权益合计	756	1,117	12,144	13,491
少数股东权益	53	172	270	424
负债及股东权益合计	1,646	4,929	16,101	18,527
现金流量表				
净利润	190	806	1,133	1,460
折旧和摊销	14	12	28	30
营运资本变动	619	-746	111	-49
其他	131	1,084	0	0
经营活动现金流	-228	2,726	810	1,113
投资活动现金流入	-31	-923	-89	-80
投资活动现金流出	0	0	0	0
投资活动现金流	-31	-923	-89	-80
股权融资	0	53	10,000	0
银行借款	270	-45	-198	0
其他	-48	0	0	0
筹资活动现金流	196	-79	10,032	466
汇率变动对现金的影响	0	-1	-1	0
现金净增加额	-62	1,723	10,753	1,499

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	94.7%	417.4%	13.2%	40.2%
营业利润	N.M.	310.0%	48.8%	31.2%
EBITDA	626.3%	259.9%	15.4%	17.2%
净利润	N.M.	323.6%	40.6%	29.0%
盈利能力				
毛利率	49.5%	67.1%	66.2%	63.7%
营业利润率	28.7%	22.7%	29.9%	27.9%
EBITDA 利润率	31.5%	21.9%	22.4%	18.7%
净利率	20.5%	16.8%	20.9%	19.2%
偿债能力				
流动比率	2.72	1.17	4.88	4.33
速动比率	1.93	1.05	4.74	4.17
现金比率	0.03	0.59	4.19	3.58
资产负债率	50.9%	73.8%	22.9%	24.9%
净债务资本比率	9.4%	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	15.8%	24.5%	10.8%	8.4%
净资产收益率	30.1%	86.0%	17.1%	11.4%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.14	0.61	0.86	1.11
每股净资产 (元)	0.58	0.85	9.24	10.27
每股股利 (元)	0.05	0.19	0.09	0.11
每股经营现金流 (元)	-0.17	2.07	0.62	0.85
估值分析				
市盈率	234.4	55.3	39.4	30.5
市净率	59.0	39.9	3.7	3.3
EV/EBITDA	154.1	42.1	27.5	22.5
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%

公司简介

完美世界是 A 股稀缺的自有业务横跨影视和游戏两大领域的上市公司, 业务涵盖影视剧制作、发行、营销等相关业务和网络游戏的开发、发行和运营等。公司成立于 1999 年, 在 2014 年 12 月通过借壳“金磊股份”登陆深圳证券交易所中小板, 并于 2016 年 4 月收购大股东旗下游戏资产上海完美世界网络技术有限公司。公司致力于整合全球资源与市场, 打造垂直一体化的泛娱乐产业链布局, 综合实力处于国内行业领先地位, 发展前景广阔。



目录

1. 公司概况：巨擘回归，成就影游联动第一股	5
1.1 完美世界成功重组，成为横跨影游两大领域的 A 股稀缺标的	5
1.2 完美影视借壳金磊股份上市，泛娱乐矩阵式布局成型	5
1.3 完美世界拆除 VIE 回归 A 股	8
2. 行业分析：手游产业强势崛起，精品内容大势所趋	13
2.1 游戏产业趋势：手游产业强势崛起，引领端游巨头竞相入局	13
2.2 影视剧市场：精品化内容为大势所趋	15
2.3 影游联动模式已成为泛娱乐布局的必由之路	16
3. 核心优势：秉承深厚研发积淀，三管齐下网罗 IP	18
3.1 完美世界在游戏和影视上都具备强大的研发和制作能力	18
3.2 经典端游+百度文学+海外采购三管齐下，优质 IP 储备源源不断	22
3.3 国际化战略一马当先，海外业务有望成新引擎	24
4. 长期战略：外延式并购和影游联动打造泛娱乐航母	26
4.1 外延式并购打开长期成长空间	26
4.2 植入影游联动基因，协同优势成就泛娱乐龙头	29
5. 盈利预测与估值	30
5.1 盈利预测	30
5.2 估值建议	32
6. 风险	34

图表

图表 1：完美影视营业收入	5
图表 2：完美影视净利润	5
图表 3：完美影视分业务营业收入	6
图表 4：完美影视分业务毛利率	6
图表 5：上市公司电视剧业务收入	6
图表 6：完美影视已上映电影作品	7
图表 7：完美影视 2016 年电影计划	7
图表 8：环球影业 2016 年电影片单	7
图表 9：2015 年综艺节目收视率前 10	8
图表 10：6 月 20 日~6 月 26 日综艺节目收视率排行榜	8
图表 11：发行股份购买资产交易方案	9
图表 12：配套融资募集资金投向	9
图表 13：完美世界资产注入交易全部完成后股东持股比例	9
图表 14：完美世界资产注入前后上市公司股本结构变化	10
图表 15：完美世界分产品收入	10
图表 16：《无冬 OL》海外活跃用户数和充值额	11
图表 17：《DOTA2》活跃用户数和充值额	11
图表 18：完美世界分运营模式收入	12
图表 19：完美世界收入和净利润	12
图表 20：完美世界和完美影视备考净利润	12
图表 21：中国网络游戏市场规模	13
图表 22：2011~2018 年中国网络游戏产业细分	13



图表 23: 2014 年 Top20 游戏研发商类型	14
图表 24: 2015 年黄金档电视剧收视率前 20 名	15
图表 25: 2015 年卫视广告收入格局	15
图表 26: 2014、2015 年电视剧网络播放量前 10 名	16
图表 27: 视频网站影视版权支出变化	16
图表 28: 知名游戏改编电影	17
图表 29: 2015 年 1~9 月完美世界主要游戏产品收入	18
图表 30: 《完美世界 2》的画面品质	18
图表 31: 神雕侠侣手游版在 iOS AppStore 排名	19
图表 32: 神雕侠侣手游版月充值额和活跃用户数	19
图表 33: 完美世界 2016 年手游进展	19
图表 34: 完美影视 3 部电视剧排名 2015 年收视 TOP30 (标红为完美影视作品)	20
图表 35: 完美影视主要影视剧作品	20
图表 36: 完美影视核心制作团队	21
图表 37: 完美影视 2016 年电视剧制作计划	21
图表 38: 完美世界/腾讯/网易 IP 储备比较	22
图表 39: 完美世界海外 IP 简介	22
图表 40: 百度文学架构	23
图表 41: 2015 年网络文学版权收入前 10 作品	23
图表 42: 2015 年网络文学网站日均访问量	24
图表 43: 纵横中文网签约“大神”作者	24
图表 44: 中国自主研发网络游戏海外市场销售实际收入	24
图表 45: 2014 年中国本土原创客户端网络游戏海外市场收入份额	25
图表 46: 标的资产情况	26
图表 47: 86 家标的影院主要经营情况	27
图表 48: 今典院线 2013~2016 年上半年票房	27
图表 49: 2013~2016 年上半年今典院线观影人次	27
图表 50: 86 家自建影院电影放映收入	27
图表 51: 今典院线及今典影城 2016 年下半年~2020 年票房分账收入预测	28
图表 52: 电影产业全产业链布局	28
图表 53: 《天舞纪》系列图书	29
图表 54: 《天舞纪》IP 简介	29
图表 55: 分业务收入预测表	31
图表 56: 财务数据概览	32
图表 57: A 股可比公司估值 (截至 2016 年 10 月 17 日)	33
图表 58: P/E band	33
图表 59: P/B band	33



1. 公司概况：巨擘回归，成就影游联动第一股

1.1 完美世界成功重组，成为横跨影游两大领域的 A 股稀缺标的

完美世界主要从事影视内容制作和游戏开发运营业务，在影视和游戏两个领域都具备业内领先的制作和研发能力，曾经推出过多部爆款作品。公司 IP 储备丰厚，内在协同紧密，并率先开展国际化布局，是国内综合实力领先的内容巨擘，也是 A 股中稀缺的自有业务横跨影视和游戏两大领域的上市公司。2014 年 12 月 10 日，影视资产首先通过借壳金磊股份实现 A 股上市，并于 2015 年 5 月更名为“完美环球”。2016 年 1 月，国内游戏巨头完美世界宣布通过资产注入上市公司，登陆 A 股市场。上市公司于 2016 年 7 月更名为“完美世界”。

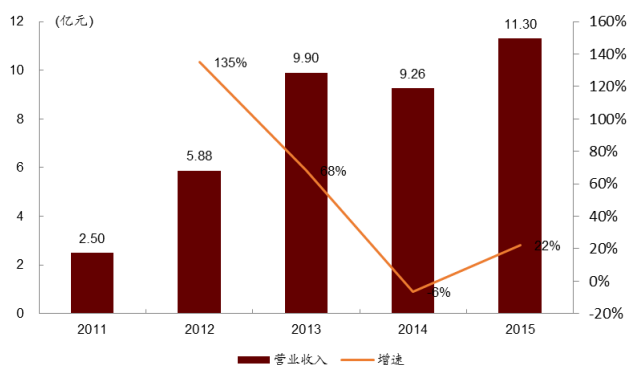
公司的影视业务涉及电影、电视剧和综艺等业务，旗下拥有赵宝刚、郭靖宇、滕华骅等一线导演和制片人工作室，并联手环球影业进军海外电影市场。游戏业务横跨端游、手游、页游、主机游戏等领域，具备突出的研发能力。公司的影视和游戏强强联合，开启泛娱乐协同发展的全新篇章。

1.2 完美影视借壳金磊股份上市，泛娱乐矩阵式布局成型

2014 年 12 月 10 日，完美影视借壳金磊股份上市。完美影视的主营业务涉及影视综艺节目的制作和发行、艺人经纪等，泛娱乐文化产业的矩阵式布局已经成型。公司在影视制作方面的实力突出，旗下汇聚国内领先的创意和制作团队，目前拥有赵宝刚、滕华骅、刘江、郭靖宇、何静/吴玉江、钱雁秋等重量级影视创作人才。创作团队出品了一系列脍炙人口的佳作，例如：电视剧作品《神犬小七》、《咱们结婚吧》分别排名当年电视剧收视率前 10 名，其中《咱们结婚吧》刷新央视 14 年电视剧收视记录。电影《失恋 33 天》凭借 890 万制作成本创造 3.2 亿元票房神话。网络剧《灵魂摆渡》单集播放量超过 6000 万。

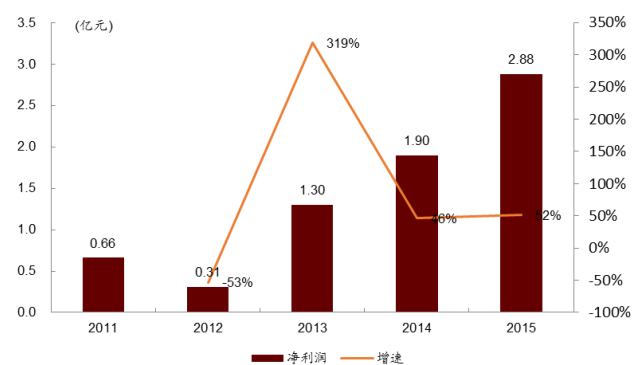
营业收入与利润均稳步增长。营业收入从 2011 年的 2.50 亿元迅速提升至 2015 年的 11.30 亿元。而净利润从 2011 年的 0.66 亿元增长至 2015 年的 2.88 亿元，净利润的年复合增长率高达 110.2%。

图表 1：完美影视营业收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：完美影视净利润

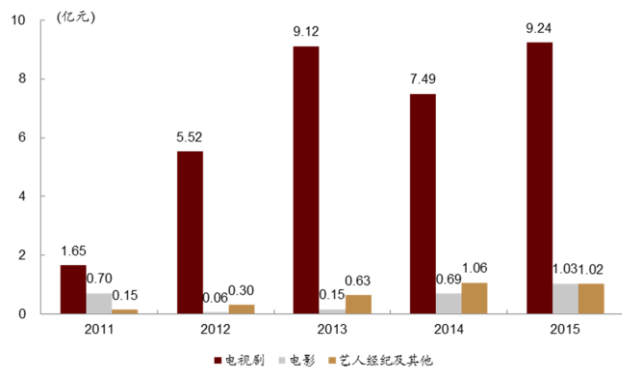


资料来源：公司公告，中金公司研究部

电视剧业务为主要收入来源，电影和艺人经纪进步显著。2015 年电视剧业务收入贡献了公司影视收入的 81.8%。受益于公司的“精品剧”战略，电视剧业务的毛利率稳步提升，2015 年毛利率达到 49.47%。公司电影业务 2015 年的收入占比为 9.2%，业务毛利率受单个作品票房收入影响较大，2015 年毛利率为 40%。未来电影业务仍将保持每年 2~3 部的产量。公司艺人经纪业务 2015 年收入为 1.02 亿元，占到公司影视收入的 9.0%，毛利率保持在 70%左右。

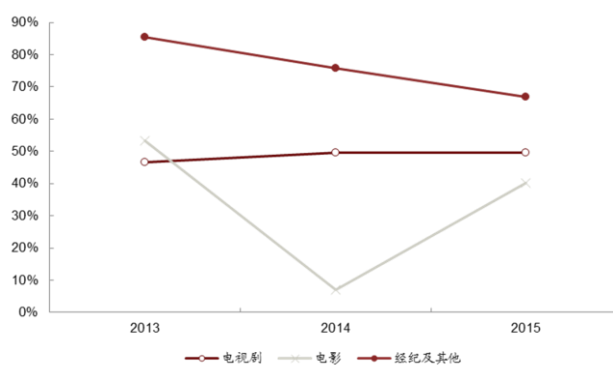


图表 3：完美影视分业务营业收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：完美影视分业务毛利率

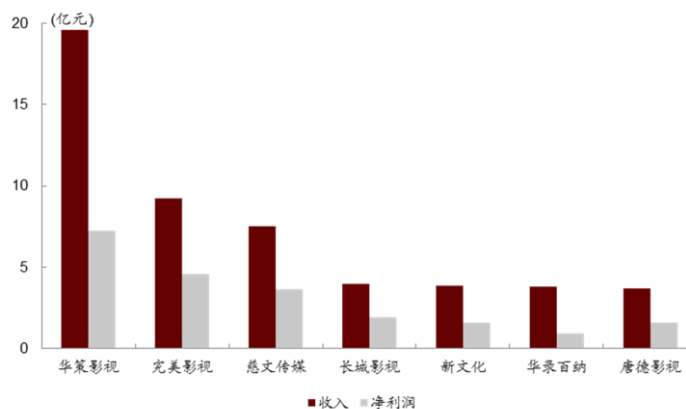


资料来源：公司公告，中金公司研究部

1.2.1 电视剧业务：国内龙头制作公司之一

完美是国内收入规模最大、产量最高的电视剧公司之一。完美影视 2015 年电视剧收入 9.2 亿元，在 A 股上市公司中排名第 2 名，仅次于华策影视。在产量上，完美影视年产量稳定在 500 集左右，同样排在所有电视剧公司第 2 位。无论是收入还是产量，完美影视都位居行业前列。

图表 5：上市公司电视剧业务收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

1.2.2 电影业务：厚积薄发进步显著，海外布局大展宏图

公司电影业务近年来进步显著。在国内市场通过参投小成本的影片，获取丰厚的票房和收益回报率。完美影视曾成功出品《非常完美》、《失恋 33 天》等票房和口碑俱佳的电影作品。2015 年完美影视将公司 2013 年的热门电视剧《咱们结婚吧》搬上大银幕，收获 2.8 亿元票房。而另外两部作品《分歧者 2》和《剩者为王》也分别收获了 1.1 亿元和 6148 万元的票房。



图表 6：完美影视已上映电影作品

序号	电影名称	上映时间	票房（万元）
1	非常完美	2009/8/13	9198
2	失恋 33 天	2011/11/8	32063
3	等风来	2013/12/31	7956
4	触不可及	2014/9/19	7681
5	咱们结婚吧	2015/4/2	28447
6	分歧者 2	2015/6/19	11014
7	剩者为王	2015/11/16	6148

资料来源：CSM，中金公司研究部

图表 7：完美影视 2016 年电影计划

序号	电影名称（暂定名）	进度	备注
1	猎鹰	后期制作	
2	Allegiant	2016/5/20 上映	国内票房 1.2 亿元
3	水上嘉年华	后期制作	
4	灵魂摆渡	筹备中	2016 年下半年开拍
5	上海堡垒	筹备中	取得拍摄许可，预计 2016 年下半年开拍

资料来源：公司年报，中金公司研究部

同时，完美是国内最前瞻布局海外电影市场的公司之一。完美世界 2016 年 1 月公告将出资 2.5 亿美金，并配套银行循环贷款，参与环球影业未来 5 年电影项目投资份额的 25%，数量不少于 50 部。完美世界将按投资比例获得每部影片的全球权益，包括票房分账，音像收入，电视、多媒体渠道发行收入，衍生品授权收入等。环球影业是好莱坞 6 大电影制片厂之一，2015 年环球影业票房达到创纪录的 66 亿美金，位居全球票房第一。而 2016 年环球影业将发行《魔兽》、《谍影重重 5》等多部大片，票房业绩值得期待。

图表 8：环球影业 2016 年电影片单

片名	类型	上映时间	成本（估计）	全球票房
佐州自救兄弟 2	动作/喜剧	2016/1/15 (美国)	4000 万美元	9068 万美元
老板	喜剧	2016/4/8 (美国)	2900 万美元	7797 万美元
猎神：冬日之战	动作/冒险/剧情	2016/4/22 (美国)	1.15 亿美元	1.64 亿美元
魔兽	动作/冒险/奇幻	2016/6/10 (美国)	1.6 亿美元	4.13 亿美元
乌龙特工	喜剧	2016/6/17 (美国)	5000 万美元	8910 万美元
爱宠大机密	动画/喜剧/家庭	2016/7/8 (美国)	7500 万美元	
谍影重重 5	动作/惊悚	2016/7/29 (美国)	1.2 亿美元	
Monster High	歌舞	2016/10/6 (德国)		
Let It Snow		2016/12/9 (美国)		
歌唱	动画/歌舞/喜剧	2016/12/21 (美国)		
Low Riders	剧情	2016 (美国)		
小美人鱼	冒险/奇幻/爱情	2016 (美国)		
夜行动物	剧情/惊悚	2016 (美国)		
Chrononauts		2016 (美国)		
Magic Kingdom for Sale	奇幻/冒险	2016 (美国)		

资料来源：时光网，IMDB，中金公司研究部



1.2.3 综艺业务：延续精品节目路线，利润规模有望突破

完美影视秉承原创精品的理念，依托出众的编剧能力，于 2015 年首次尝试综艺节目的制作，初次试水便取得了巨大的成功。公司制作的综艺节目《极限挑战》2015 年在东方卫视播出后，迅速成为顶级综艺节目。收视率在同时段节目中高居首位，周日档收视率持续在 2 以上。节目首播 15 秒广告费高达 45 万元，逼近周五和周六顶级节目的广告收费。此外，根据这一 IP 开发的大电影《极限挑战之皇家宝藏》于 2016 年 1 月与观众见面，并收获了 1.25 亿元票房，体现了节目极强的号召力。

图表 9：2015 年综艺节目收视率前 10

序号	节目	频道	收视率%	市场份额%
1	奔跑吧兄弟	浙江卫视	3.394	11.85
2	极限挑战	上海东方卫视	2.394	7.807
3	跑男来了	浙江卫视	1.935	11.528
4	挑战者联盟	浙江卫视	1.854	5.443
5	快乐大本营	湖南卫视	1.742	5.176
6	熟悉的味道	浙江卫视	1.472	5.489
7	我想和你唱	湖南卫视	1.366	6.285
8	加油美少女美少女日志	上海东方卫视	1.292	4.296
9	加油美少女	上海东方卫视	1.227	5.124
10	花样男团	上海东方卫视	1.178	3.465

资料来源：tvvtv，中金公司研究部

完美世界在综艺栏目业务上将继续采取稳步发展策略，持续寻找市场上的精品项目和优秀团队。目前《极限挑战》第二季已经收官，节目的平均收视率达到 2.22%，已经超越第一季收视率，在第 2 季度的综艺中收视仅次于《奔跑吧兄弟》。节目在 2016 年将持续为公司贡献利润。公司今年的另一档综艺节目《跨界歌王》，在 5 月底登录北京卫视，播出后节目收视保持在 1% 以上。节目创新的“非专业歌手专业级”的表演形式，是国内歌唱类节目中一次非常大胆的创新。刘涛、白百何、王凯、王祖蓝、秦海璐等重量级嘉宾组成的全明星阵容引发观众热烈讨论，播出时节目百度搜索指数高于同类音乐节目。

图表 10：6 月 20 日~6 月 26 日综艺节目收视率排行榜

排名	节目	频道	时间	周	收视率	市场份额
1	中国好声音4	浙江卫视	三季度	周五	4.865	16.007
2	奔跑吧兄弟2	浙江卫视	二季度	周五	4.756	15.550
3	奔跑吧兄弟3	浙江卫视	四季度	周五	4.310	14.432
4	奔跑吧兄弟1	浙江卫视	1月	周五	3.763	11.390
5	我是歌手第三季	湖南卫视	一季度	周五	2.723	12.532
6	笑傲江湖第二季	上海东方卫视	四季度	周日	2.320	7.660
7	爸爸去哪儿第三季	湖南卫视	三季度	周五	2.262	10.749
8	快乐大本营	湖南卫视	周播	周六	2.195	6.110
9	极限挑战	上海东方卫视	三季度	周日	2.151	7.023
10	挑战者联盟	浙江卫视	四季度	周六	2.118	6.000

资料来源：tvvtv，中金公司研究部

1.3 完美世界拆除 VIE 回归 A 股

1.3.1 完美世界游戏回归 A 股，成就影游联动第一股

游戏资产作价 120 亿元，注入完美世界。2016 年 1 月 6 日，公司发布公告，以发行股份的方式作价 120 亿元收购完美世界（游戏资产）100% 股权。该交易于 2016 年 4 月正式完成，标志着游戏巨擘完美世界正式登陆 A 股资本市场。公司在纳入游戏资产的同时，



非公开发行募资不超过 50 亿元，用于影视剧投资、游戏研发运营和代理等项目，发行价格为 23.56 元/股。此次配套募集资金可以提高本次重组项目整合绩效，增强重组后上市公司持续经营能力。

图表 11：发行股份购买资产交易方案

项目	说明
发行对象	池宇峰、员工持股计划（认购配套融资方式）（一）、员工持股计划（认购配套融资方式）（二）及招商财富-招商银行-完美1号
发行规模	不超过50亿元
锁定期	36个月
发行价格	23.56元/股（不低于定价基准日前20个交易日完美环球A股股票交易均价的90%）
发行股数	预计不超过212,224,107股

资料来源：公司公告，中金公司研究部

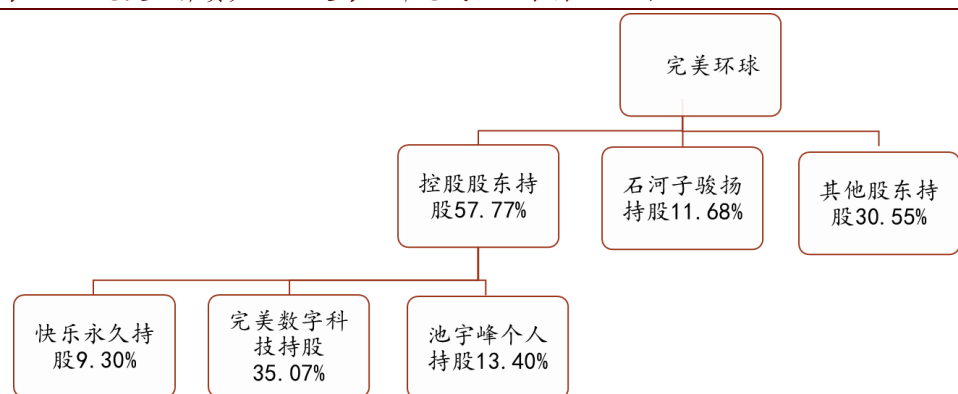
图表 12：配套融资募集资金投向

序号	项目名称	投入金额（万元）
1	影视剧投资项目	160,000
2	游戏的研发运营与代理项目	120,000
3	多端游戏智能发行平台	80,000
4	偿还银行贷款	80,000
5	补充流动资金	60,000
合计		500,000

资料来源：公司公告，中金公司研究部

股权集中度提升，资本运作潜力大。完美世界资产注入交易全部完成后，池宇峰个人持股 13.40%，快乐永久持股 9.30%，完美数字科技（池宇峰持股 90%）持股 35.07%。快乐永久、完美数字科技和池宇峰构成一致行动人，因此快乐永久、完美数字科技和池宇峰成为公司新的控股股东，合计持有公司 57.77%的股份。股权集中度进一步提升，为后续的资本运作提供广阔的空间。

图表 13：完美世界资产注入交易全部完成后股东持股比例



资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 14：完美世界资产注入前后上市公司股本结构变化

股东名称	本次交易前		本次交易完成后 (募集配套资金前)		本次交易完成后 (募集配套资金后)	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
快乐永久	12,222.47	25.06	12,222.47	11.09%	12,222.47	9.30%
天津广济	6,111.24	12.53	6,111.24	5.54%	6,111.24	4.65%
分享星光	4,456.24	9.14	4,456.24	4.04%	4,456.24	3.39%
陈连庆	3,603.66	7.39	3,603.66	3.27%	3,603.66	2.74%
天津嘉冠	3,490.29	7.16	3,490.29	3.17%	3,490.29	2.66%
陈根财	3,375.00	6.92	3,375.00	3.06%	3,375.00	2.57%
浙江创新	1,783.79	3.66	1,783.79	1.62%	1,783.79	1.36%
凯泰成长	1,336.23	2.74	1,336.23	1.21%	1,336.23	1.02%
凯泰创新	1,114.06	2.28	1,114.06	1.01%	1,114.06	0.85%
姚锦海	843.75	1.73	843.75	0.77%	843.75	0.64%
完美数字科技	-	-	46,094.47	41.82%	46,094.47	35.07%
石河子骏扬	-	-	15,349.46	13.93%	15,349.46	11.68%
池宇峰	-	-	-	-	17,614.60	13.40%
员工持股计划 (认购配套融资方式) (一)	-	-	-	-	848.9	0.65%
员工持股计划 (认购配套融资方式) (二)	-	-	-	-	2,122.24	1.61%
招商财富完美1号	-	-	-	-	636.67	0.48%
其他股东	10,433.97	21.39	10,433.97	9.4A	10,433.97	7.94%
合计	48,770.70	100%	110,214.63	100%	131,437.04	100%

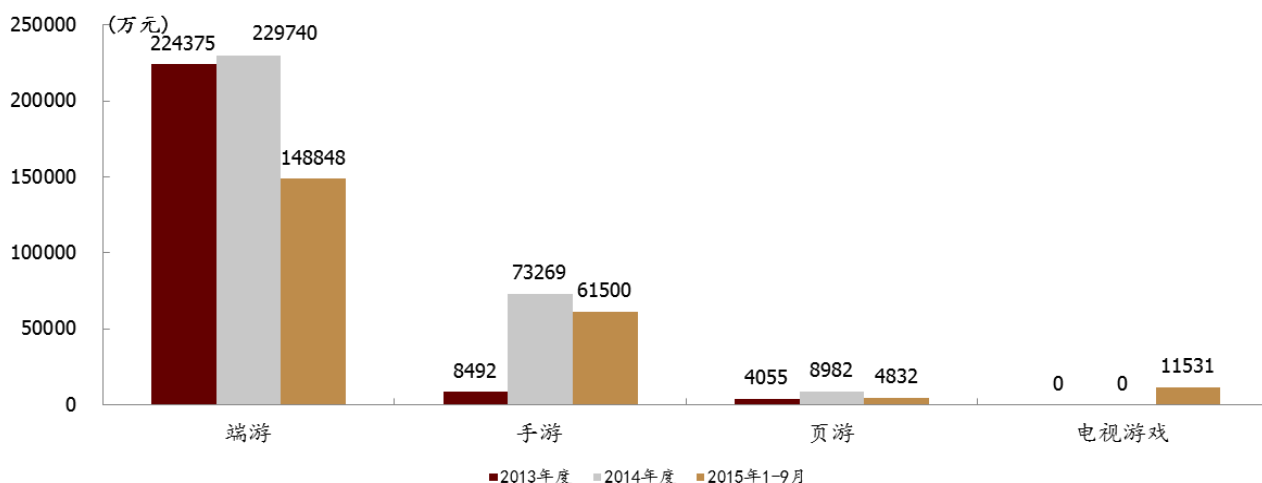
资料来源：公司公告，中金公司研究部

1.3.2 完美世界：端游手游并重的国内顶级游戏厂商

完美世界是国内顶级游戏厂商。完美世界成立于 2004 年，是国内最早从事网络游戏自主研发的厂商之一，具有扎实的网络游戏研发经验和多平台运营基础，海外资源丰富。公司曾推出多款游戏爆款，例如：其推出的网络游戏《诛仙》运营 10 年，仍保持 4000 万元左右的月流水，注册用户超过 8800 万；手游产品《神雕侠侣》上线 12 个月内排名 iOS 同类游戏前 10 名，月流水近 4000 万元；代理运营的全球游戏大作《DOTA2》在国内的巅峰月流水达到近亿元。截至 2015 年 9 月 30 日，公司旗下共有 23 款客户端游戏、27 款移动网络游戏、4 款网页游戏和 2 款电视游戏运营。

端游是公司目前游戏收入的主要来源，而手游是未来的发展方向，收入占比不断提升。完美世界（游戏）2013 年、2014 年和 2015 年 1~9 月，端游收入分别为 22.4 亿、23.0 亿和 14.9 亿元。为了适应行业的发展趋势，公司自 2013 年转型手游，并于 2013 年推出了《神雕侠侣手游版》等产品，显著提升了手游业务的流水和收入。手游收入从 2013 年的不足 8500 万元增长到 2014 年的 7.3 亿元。在 2015 年前 3 季度，公司手游收入达到 6.15 亿元，已经占到了公司总收入的 27.1%。

图表 15：完美世界分产品收入



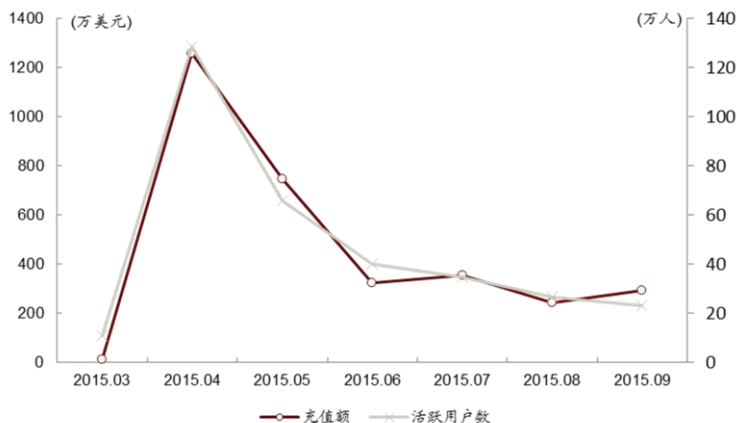
资料来源：公司公告，中金公司研究部



为了实现游戏产品的多元化布局，完美进军电视游戏领域，于 2015 年 3 月在 Xbox 推出《无冬 OL》，率先在欧美主机市场应用“运营免费、道具收费”模式，初试牛刀便取得成功。Xbox 版《无冬 OL》上线半年后在欧美地区的累计充值已经超过 3000 万美元，月活跃用户数稳定在 30 万人。PS4 版《无冬 OL》于 2016 年 7 月 19 日推出，收入亮眼。电视游戏收入在 2015 年前 3 季度也已经达到游戏总收入的 5%。此外，公司正在研发的《最终兵器》等电视游戏产品，近期也将登录全球领先的电视游戏平台，值得期待。

相比于欧美传统的付费下载游戏模式，道具收费模式更加灵活，玩家的初始进入成本更低。《无冬 OL》Xbox 版出色的流水表现证明了道具收费模式在欧美市场的可行性，并且此模式具备较强的可复制性，为完美世界进军欧美电视游戏市场打开广阔空间。

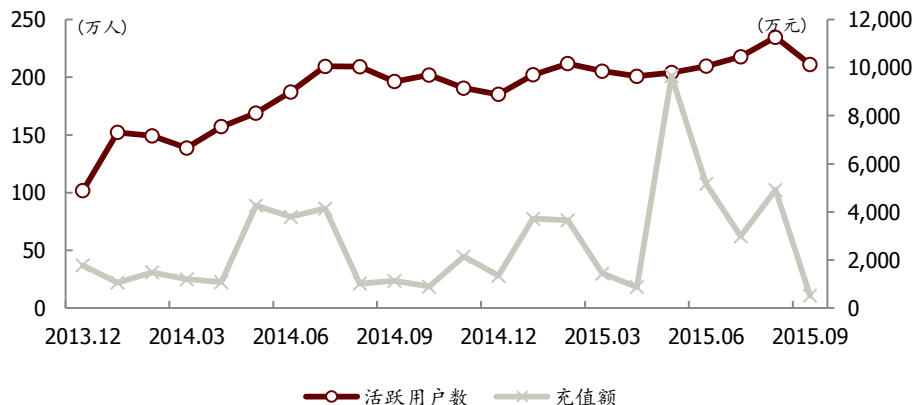
图表 16：《无冬 OL》海外活跃用户数和充值额



资料来源：公司公告，中金公司研究部

同时，公司前瞻布局电子竞技等细分游戏市场，先后代理了国际电竞游戏大作《DOTA2》和《CS: GO》，彰显强大的资源号召力。《DOTA2》被评为中国游戏产业年会“2014 年度中国十大最受欢迎客户端网络游戏”。活跃用户数占比高达 20%，月活用户已经超过 200 万人。而《CS: GO》是世界上影响最大的 FPS 竞技类游戏，在全世界拥有大批玩家。完美世界成功代理这两款游戏，证明了世界一线游戏内容提供商对于完美在中国区地位和影响力的认可。

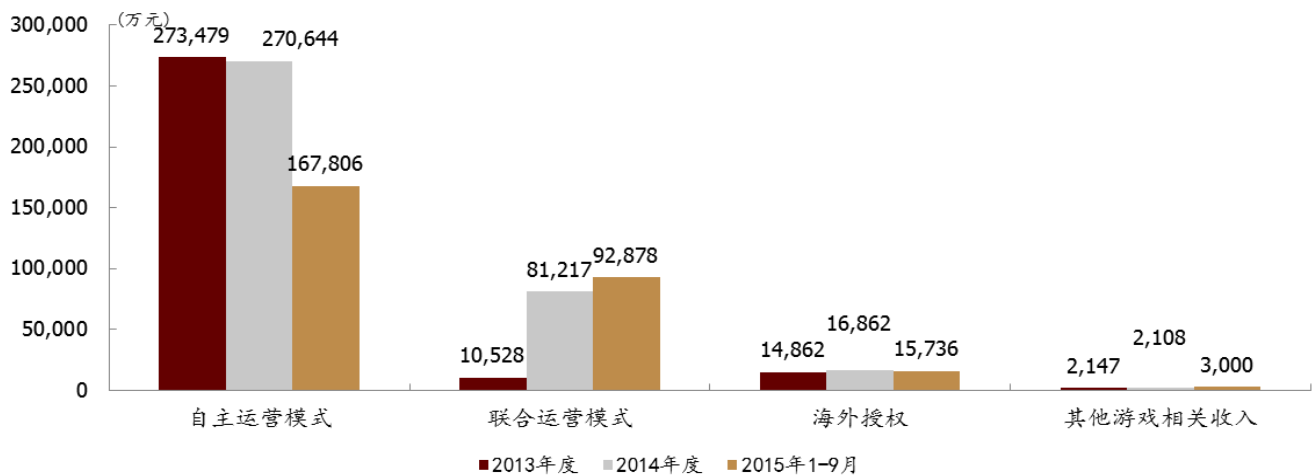
图表 17：《DOTA2》活跃用户数和充值额



资料来源：公司公告，中金公司研究部



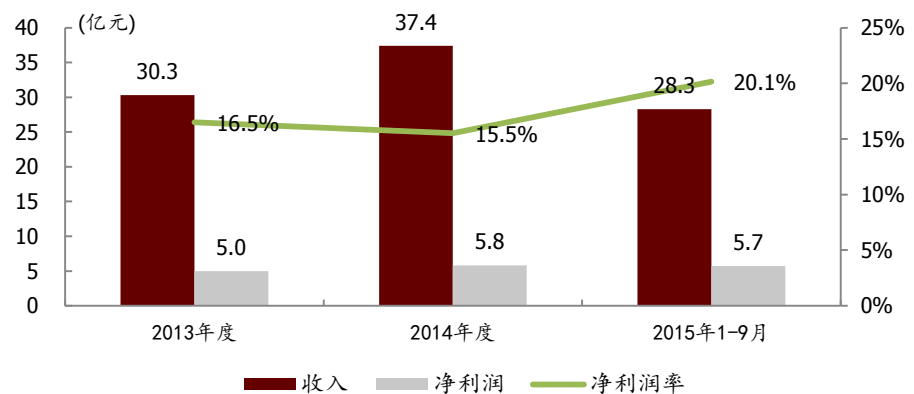
图表 18：完美世界分运营模式收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

收入和利润率保持稳定增长。完美世界在 2013 年、2014 年和 2015 年 1~9 月期间所取得的收入分别为 30.3 亿、37.4 亿和 28.3 亿元。扣除一次性确认的股份支付费用后归母净利润 2013 年、2014 年和 2015 年 1~9 月分别为 5.0 亿、5.8 亿和 5.7 亿。而净利润率从 2013 年的 16.50% 提升到 2015 年的 20.14%。经营性净利润和净利润率稳步提升。

图表 19：完美世界收入和净利润



资料来源：公司公告，中金公司研究部

完美世界 2016~2018 年备考净利润分别为 7.55 亿、9.88 亿、11.98 亿元，2017 和 2018 年增速分别为 31% 和 21%。此外，完美影视 2016~2018 年的备考净利润为 3.00 亿、3.75 亿和 4.69 亿元，完美世界上市公司 2016~2018 年的合计备考净利润为 10.55 亿、13.63 亿和 16.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、1.04 和 1.27 元。

图表 20：完美世界和完美影视备考净利润

(单位：亿元)	2016E	2017E	2018E
完美世界备考净利润	7.55	9.88	11.98
完美影视备考净利润	3.00	3.75	4.69
合计备考净利	10.55	13.63	16.67
备考摊薄EPS (元)	0.80	1.04	1.27

资料来源：公司公告，中金公司研究部

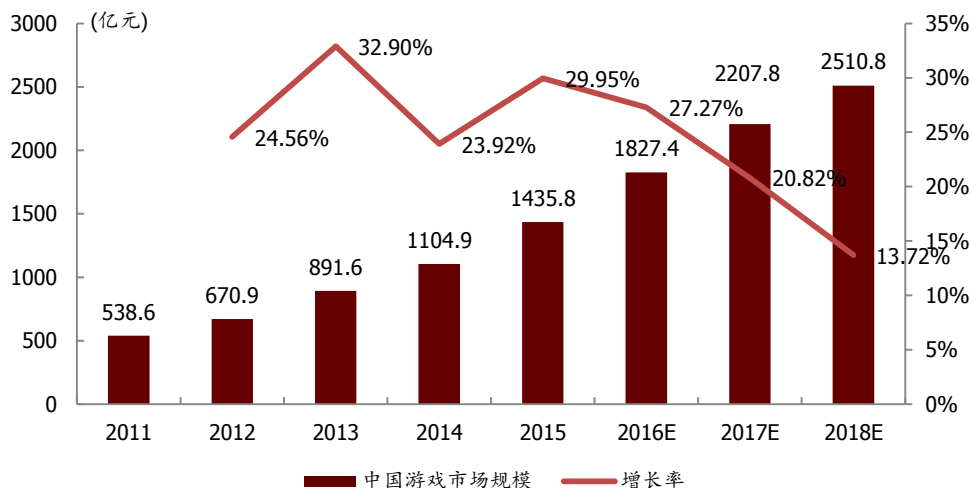


2. 行业分析：手游产业强势崛起，精品内容大势所趋

2.1 游戏产业趋势：手游产业强势崛起，引领端游巨头竞相入局

网络游戏市场整体规模增长迅猛，预计中期仍将维持强劲增长。2011 年的游戏市场规模为 540 亿元左右，而在 2015 年市场规模已经迅速增长到 1436 亿元，复合增长率保持在 25% 以上。伴随着 00 后的崛起以及玩家日益旺盛的娱乐消费需求，预计未来 3~5 年内，网游的市场规模仍然能够保持 15% 以上的增长速度。

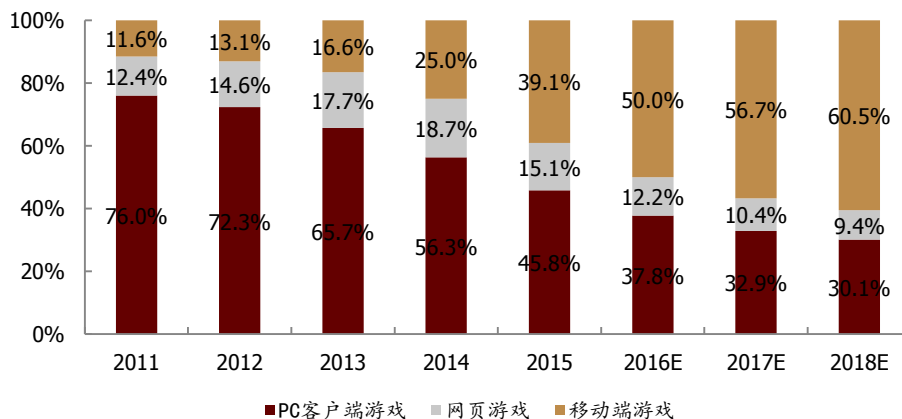
图表 21：中国网络游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

手游有望取代端游成为网游第一大细分市场。网络游戏的市场主要由手机游戏、PC 客户端游戏和网页游戏三大板块组成。受益于移动化智能设备的普及和消费者对于碎片化时间的使用习惯，手机游戏产业迅速崛起，2015 年手游市场规模同比增长超过 100%，占网络游戏市场总规模的 39.1%，并有望于 2016 年超越端游占据最高的市场份额。而端游的市场份额已经从 2011 年的 76.0% 下降至 2015 年的 45.8%。

图表 22：2011~2018 年中国网络游戏产业细分



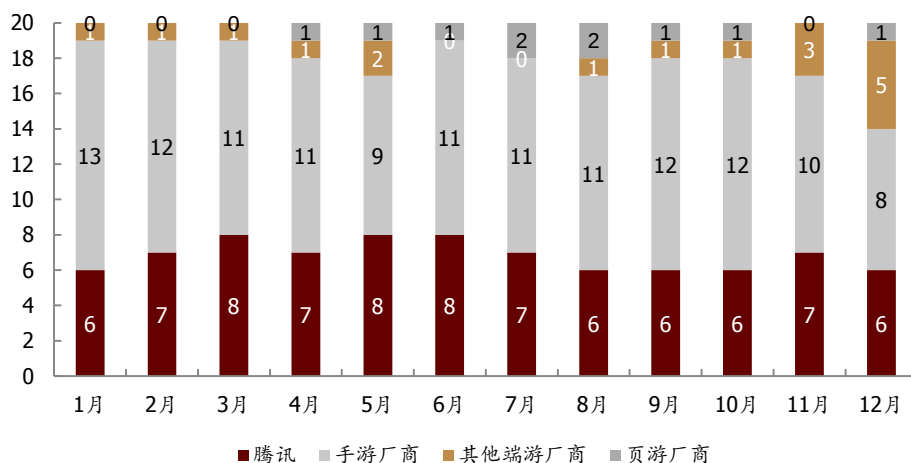
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部



手游呈现重度化和集中化的趋势，“小作坊”生存空间被挤压。随着市场竞争加剧，手游呈现明显的重度化趋势。例如，动作类 RPG 类游戏趋向深度体验，卡片类、模拟经营类游戏趋向于三端统一。这对游戏厂商的技术积累和开发能力都提出更高的要求。随着手游产业门槛提高，研发成本提升和研发周期延长，趋于集中化的竞争局面显现，“小作坊”的生存空间被挤压殆尽，手游逐渐成为巨头们的游戏。2014 年 AppStore 游戏畅销榜前 5 款产品收获了 70% 的总收入，前 15 名产品收获 93% 的总收入。

端游厂商竞相入局，技术优势提升手游门槛。受手游市场潜力驱动，传统端游厂商从 2013 年起开始大规模进军火爆的手游市场。凭借多年积累的技术和资源优势，端游大厂将手游产品的画面品质和视听体验显著改善，并吸引了众多玩家。到 2014 年 12 月份，下载量排名前 20 的游戏中已有四分之一来自端游厂商，而在 2014 年 1 月份时仅仅有一款游戏来自传统端游厂商。

图表 23：2014 年 Top20 游戏研发商类型



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

知名端游 IP 进行手游的再度开发，在用户基础、制作水准和营销宣发上都具备显著的优势。表现在：

- **粉丝群体积淀深厚，消费者付费意愿强烈。**端游改编的 IP 普遍具备雄厚的用户基础，粉丝对于 IP 的认知度高、粘性强。知名的端游大 IP，包括腾讯的《穿越火线》、网易的《梦幻西游》等在端游时代已经储备了海量的粉丝和人气。而且游戏公司在端游上已经培养了玩家的付费习惯，相比于其他消闲类、纸牌类的手游，用户在基于端游 IP 再度开发的手游上的付费率和付费意愿上都更高。因此，当端游厂商将知名端游 IP 进行手游再度开发时，既能够节省研发成本，又能够迅速打开市场。例如：《传奇》登陆 Android 平台，测试阶段下载即超过 18 万；《梦幻西游》上线后一直在 AppStore 上保持前三。
- **开发商技术储备丰富，产品研发实力出众。**端游企业往往有长期开发大型游戏的经验，在画面制作、引擎等方面都有领先的技术储备。这些技术优势是新兴手游小公司难以迅速赶超的。在手游重度化的背景下，玩家越来越喜欢画面精美，剧本改编能力强度的手游作品，端游厂商的技术优势也更加明显。
- **情怀作底，怀旧为上，营销亮点十足。**一款手游产品能否成功，宣发是最重要的因素之一。端游改手游的作品，通常在宣发时，采用怀旧主题吸引玩家的注意。老玩家的怀旧情怀和口碑效应帮助游戏在宣发可以引起更大关注度。例如：《传奇》、《大话西游手游版》在上线初期，就吸引了大量既有玩家的关注，流水短时间便位居前列。



2.2 影视剧市场：精品化内容为大势所趋

卫视渠道分化显著，资源和收视向一线集中。在 2015 年黄金档收视前 20 的电视剧中，湖南卫视独占 11 席，而其他几部电视剧也被江苏卫视、浙江卫视等一线卫视平台包揽，平台对于内容的影响力和放大力呈现出日渐显著的分化。在“一剧两星”的政策下，登录一线卫视平台是电视剧收视率的重要保障。因此一线卫视愈发集中了更多优质广告资源，相反，二三线卫视的生存环境每况愈下。

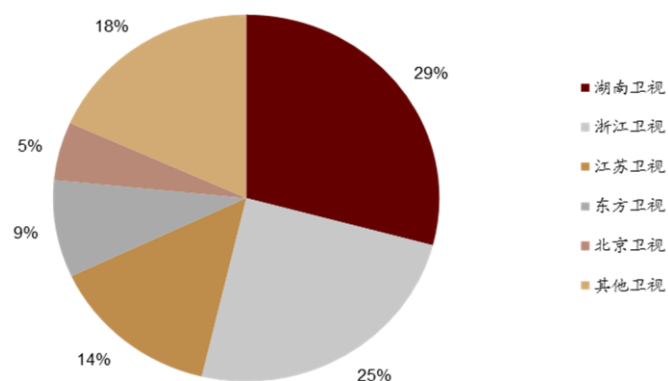
图表 24：2015 年黄金档电视剧收视率前 20 名

排名	名称	频道	收视率%	市场份额%
1	武媚娘传奇	湖南卫视	3.060	8.139
2	芈月传	上海东方卫视	2.677	6.884
3	芈月传	北京卫视	2.614	6.720
4	锦绣缘华丽冒险	湖南卫视	1.993	5.554
5	伪装者	湖南卫视	1.932	5.603
6	活色生香	湖南卫视	1.891	5.213
7	神犬小七	湖南卫视	1.764	4.963
8	妻子的谎言	湖南卫视	1.695	4.898
9	偏偏喜欢你	湖南卫视	1.557	4.636
10	老农民	北京卫视	1.537	3.990
11	特警力量	湖南卫视	1.472	4.363
12	冰与火的青春	湖南卫视	1.414	4.193
13	武媚娘传奇	浙江卫视	1.401	3.719
14	老农民	山东卫视	1.364	3.540
15	虎妈猫爸	上海东方卫视	1.336	3.915
16	俺娘田小草	山东卫视	1.333	3.452
17	家和万事兴之花好月圆	湖南卫视	1.312	3.552
18	克拉之恋	浙江卫视	1.249	3.557
19	美丽的秘密	湖南卫视	1.247	3.399
20	何以笙箫默	江苏卫视	1.230	3.163

资料来源：CSM，中金公司研究部

一线卫视垄断广告收入，版权采购精品化。2015 年湖南卫视广告收入 102 亿元，浙江卫视广告收入 86 亿元，两家卫视的广告收入之和占到全部卫视广告收入的 54%，前四家卫视广告收入占比超过全市场的四分之三，一线卫视已经垄断大部分广告收入。与此同时，卫视播出总时段有限，为了保证收视，一线卫视对于采购的电视剧提出了更高的标准，资源和预算向能够拉动收视率的头部剧和精品剧显著倾斜。影视公司为了抢占一线平台，需要将资源进行整合集中，采取高投入、大制作、全明星等策略，着重打造头部剧，以迎合卫视精品化的采购趋势。

图表 25：2015 年卫视广告收入格局



资料来源：公开资料整理，中金公司研究部



视频网站播放量增长迅速，网台联动拓展收入渠道。视频网站已经成为观众观看影视剧的主要平台之一，2014 年电视剧网络播放量第 1 名的《古剑奇谭》全网播放量为 81.8 亿次，而 2015 年网络播放量前 3 名的点击量均超过 100 亿次，第 1 名《花千骨 2015》的点击量更是高达 195 亿。与此同时，越来越多的电视剧在上线时也主动选择网台联动的方式播出。一方面视频网站为电视剧贡献了大量的点击率和人气；另一方面视频网站大手笔购剧也提升了影视剧的版权收入。随着新媒体用户渗透率的进一步提升，和几大新媒体视频网站的会员争夺战愈演愈烈，预计未来 2~3 年内，会员剧的新媒体版权价格仍将水涨船高。

图表 26：2014、2015 年电视剧网络播放量前 10 名

2014 年			2015 年		
排名	剧目	网络播放量	排名	剧目	网络播放量
1	古剑奇谭	81.8 亿	1	花千骨	195 亿
2	因为爱情有奇迹	38.7 亿	2	芈月传	168 亿
3	红高粱	35.4 亿	3	琅琊榜	104 亿
4	宫锁连城	29.1 亿	4	云中歌	80 亿
5	勇敢的心	26.6 亿	5	何以笙箫默	78 亿
6	风中奇缘	24.0 亿	6	克拉恋人	77.8 亿
7	妻子的秘密	23.5 亿	7	大秧歌	75.4 亿
8	步步惊情	22.7 亿	8	虎妈猫爸	61.5 亿
9	杉杉来了	22.5 亿	9	伪装者	53.6 亿
10	离婚律师	22.2 亿	10	千金女贼	49.3 亿

资料来源：CSM，中金公司研究部

图表 27：视频网站影视版权支出变化

视频网站影视版权支出（亿元）				
网站	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
乐视网	11.51	12.76	14.62	23.90
爱奇艺	2.15	8.60	18.72	37.45
优酷土豆	8.30	14.32	20.17	约 30 亿

资料来源：公司年报，中金公司研究部

2.3 影游联动模式已成为泛娱乐布局的必由之路

影视作品和游戏都是当下热门的娱乐形态。影游联动即是影视和游戏的跨界合作，围绕着同一个 IP 同时进行影视和游戏的开发推广，通过彼此间的跨界合作和联动推广，实现“1+1>2”的规模效应。国内外成功的影游联动案例主要为两种模式：

第一种模式是知名游戏 IP 改编为电影，这样的联动模式具备较高的难度，成功的案例并不多。游戏改编电影始于 1993 年的《超级马里奥兄弟》，投资成本 4800 万美元仅收回 2100 万美元的惨淡票房，且口碑一败涂地。接下来的 20 年，好莱坞自 1993 年至 2014 年共有 30 余部游戏改编电影的案例，除了《生化危机》系列和《古墓丽影》，绝大部分的票房和投资回报低于预期。而改编自爆款网游的《魔兽》自今年 6 月上映以来，也获得了饱受争议的口碑。

游戏和电影两种娱乐产品的交互方式和消费人群不同，从而对于改编的创意要求颇高。游戏改编电影面临着三大主要难点：**1) 体验方式：**主动 vs. 被动。游戏的魅力在于第一人称主动式体验，而电影的核心在于被动式感受，如何将两种体验自然地进行切换是必须要考虑的问题。**2) 创作重点不同：**策略 vs. 剧情。游戏以操作和策略为重，电影以剧情为核心。绝大多数游戏以策略和对战为重，很难通过电影这种被动式的体验产品再现。因此，在游戏改编电影的 IP 选择上需要保持谨慎。**3) 消费人群不同：**小众 vs. 大众。游戏是小众消费品，玩家以 35 岁以下的男性为主，而电影是大众消费品，两者的消费群体天然存在割裂。因此，在游戏改编电影的过程中，既不能脱离游戏本身的架构和元素，又需要对于人设进行删改，对剧情进行重塑，向大众化的方向调整。



图表 28：知名游戏改编电影

游戏IP	投资成本 (亿美元)	全球票房 (亿美元)
生化危机系列	2.48	9.04
古墓丽影系列	2.17	4.39
波斯王子	2.29	3.36
极品飞车	0.75	1.44
寂静岭	0.50	0.98

资料来源：IMDB，中金公司研究部

第二种模式是围绕同一个 IP 同时开发电影和游戏。这种联动模式的核心在于影游产品的同步上线，实现游戏与影视作品的互相导流。目前国内的大 IP 电视剧大都采用这种联动模式，并已经取得过运营成功。《花千骨》是 2015 年暑期人气最火热的作品，湖南台播出的收视率高达 2.12%，而网络播放量更是达到了创纪录的 195 亿次，高居年度第 1，并荣获 2015 年国剧盛典年度十大影响力电视剧。而与电视剧同期推出的同名手游《花千骨》在影视剧热播时也迅速登顶 iOS 排行榜第 1 名，成为 2015 年影游联动的经典案例。

影游联动的意义在于 IP 的价值提升。同一 IP 下的影视和游戏产品之间可以通过良好的互动增强 IP 价值，两个作品实现相互的粉丝数量拉升和相互导流。一方面影视行业需要通过手游打开互联网的入口，将普通观众转化为粉丝用户；另一方面，手游企业也要借助影视 IP 差异化定位自己的游戏，在同质化的红海竞争中寻找胜出的机会。相对影视作品而言，游戏的生命期更长，而影视剧由于制作中需要经过立项、剧本、审查等关卡，发行时间上的不确定性更高。所以联动的核心在于影视作品的档期，游戏需要保证在影视同期或先于影视作品上线，才能够达到提升营销宣传，放大联动效果的目的。



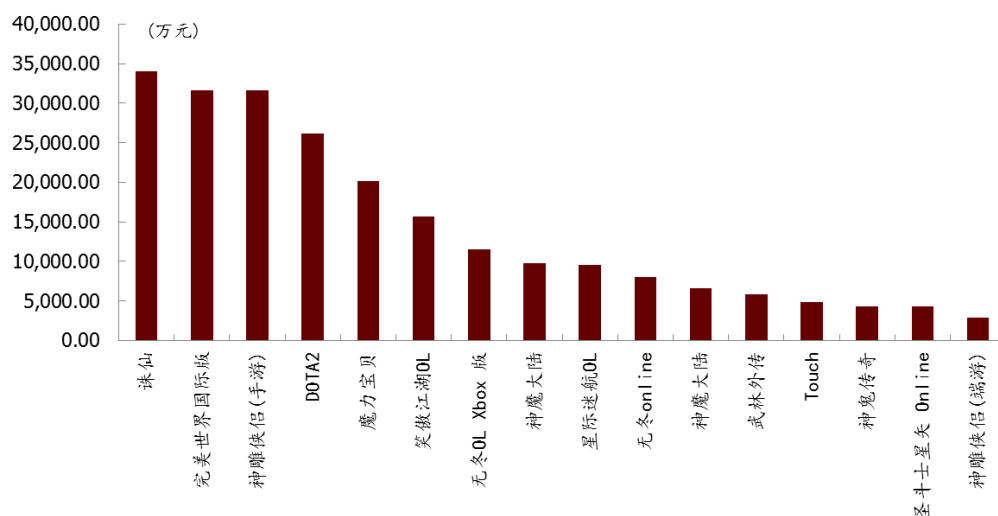
3. 核心优势：秉承深厚研发积淀，三管齐下网罗 IP

3.1 完美世界在游戏和影视上都具备强大的研发和制作能力

3.1.1 游戏业务：端游研发起家，转型手游具备技术和团队优势

公司是国内顶级游戏厂商，研发经验丰富，在引擎开发和团队储备方面实力不俗。公司曾经成功推出多款经久不衰的游戏产品，包括《诛仙》、《完美世界》和《神雕侠侣》等。目前有 20 余款端游、30 余款手游、2 款页游和 3 款电视游戏在运营中。单个产品收入贡献总收入超过 10% 的包括《诛仙》、《完美世界》和《神雕侠侣手游版》。

图表 29：2015 年 1~9 月完美世界主要游戏产品收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

- 拥有自主研发引擎能力，画面渲染水平首屈一指。完美世界是国内首家拥有自主研发游戏引擎能力的公司，同时具备了游戏引擎技术研发和游戏创意开发优势。其自主研发的 Angelica 游戏引擎可以创造卓越的 3D 图像和视觉效果，画面渲染能力强。采用此引擎的网络游戏《完美世界》首创了飞行系统和形象自定义系统，并在连续不断变化的地形和环境中实现了无缝移动。此外，公司还研发了多款分别适用于移动端、PC 端和主机的图形引擎，画面能力在国内游戏厂商中首屈一指。

图表 30：《完美世界 2》的画面品质



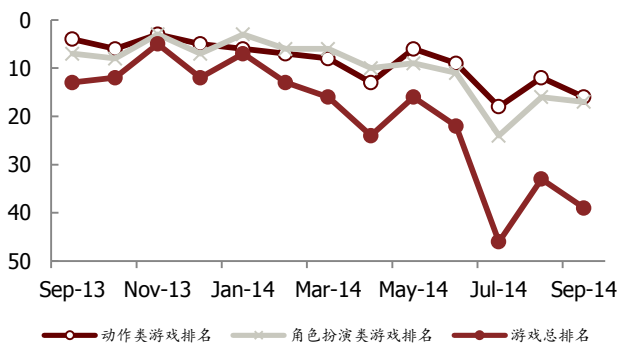
资料来源：17173，中金公司研究部



- 公司拥有 2000 余名研发人员，占公司员工数的 67%。核心技术人员在公司均有超过五年的工作经验。核心团队多年的行业积累和多款成功产品的研发经验为后续作品的研发打下坚实的基础。

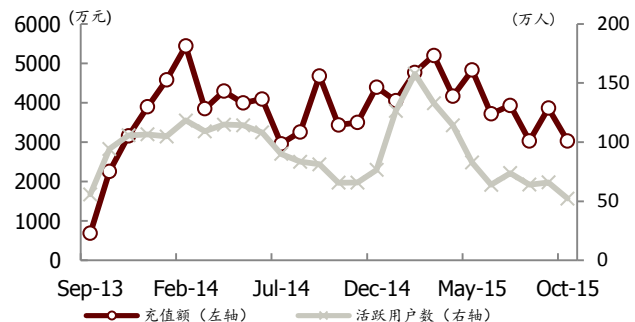
公司积极将产品重点向手游转移，以享受高速发展的行业红利并适应用户的消费趋势。依托强大的研发实力和丰富的开发经验，公司的转型一经试水便取得成功。公司 2013 年成功将端游 IP《神雕侠侣》改编成为手游产品。手游版《神雕侠侣》推出后 6 个月内霸占 iOS 动作类游戏和角色扮演类游戏前 10，游戏总排名前 20 名。精美的动作画面和优秀的游戏体验获得玩家好评，时至今日仍有 50 万人的月活跃用户和超过 3000 万元的月流水。基于端游 IP 改编的手游《倚天屠龙记》和《诛仙》于 2016 年年中上线，平均月流水分别接近 1 亿和 2 亿，均稳居 iOS 畅销榜前 15 位，再次彰显了公司的产品研发和运营能力。

图表 31：神雕侠侣手游版在 iOS AppStore 排名



资料来源：AppAnnie，中金公司研究部

图表 32：神雕侠侣手游版月充值额和活跃用户数



资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司未来计划将已有的众多经典端游 IP 改编为手游向市场推出。大多在研的手游作品受益于公司在端游上的用户积累和制作能力，成为爆款概率较大，有望成为未来游戏业务的重要增长引擎。目前完美世界正在研发的 25 款游戏中，有 15 款为手游。有 10 款在研手游具备端游的 IP 基础，其中 5 款来自公司过去成功的端游产品，3 款为海外游戏公司开发的端游，另外 2 款为点击量过亿的网络文学作品。

图表 33：完美世界 2016 年手游进展

序号	游戏名称	状态	预计月流水 (百万元)	预计上线时间	IP来源	题材
1	射雕英雄传	已上线	40	2016年3月底上线	过去端游产品	武侠
2	完美手游3D(辰东版)	已公测	10	2016年4月22日全平台公测	网络文学	仙侠
3	倚天屠龙记	已上线	100	2016.5.11 iOS 平台，2016.5.18全平台上线	过去端游产品	武侠
4	诛仙	已上线	250	2016年8月上线	网络文学	仙侠
5	青云志	全平台公测	100	2016年9月公测	网络文学	仙侠
6	梦幻诛仙	已经完成二测		2016年下半年	过去端游产品	玄幻
7	大主宰	研发中		2016年下半年	网络文学	玄幻
8	火炬之光	研发中		2016年下半年	海外端游	动作扮演
9	世界大战	研发中		2016年下半年		战争
10	遮天	研发中		2016年下半年	网络文学	仙侠
11	神鬼传奇3D	研发中		2016年第3季度	过去端游产品	神秘探险
12	最终幻想	研发中		2016年第3季度	海外游戏	动作战斗
13	梦间集	研发中		待定	文学作品	武侠
14	完美国际	研发中		待定	过去端游产品	仙侠
15	三国无双	研发中		待定	著名主机游戏	动作
16	封神	研发中		2016年下半年		
17	圣战	研发中		待定		
18	黑暗之门	研发中		待定		
19	火炬之光卡牌	研发中		待定		

资料来源：公司年报，中金公司研究部



3.1.2 影视业务：坚持以创作为核心的精品路线

从收视表现、播出平台和制作团队三个维度判断，公司始终坚持精品剧路线，制作实力一流，深受播出平台认可。

- **收视表现：**在 2015 年电视剧前 30 名中，完美影视占据 3 席，与华策影视一同排在所有电视剧公司中的第一位。其中《神犬小七》高居全年收视率第 7 名，同档期收视第 1。

图表 34：完美影视 3 部电视剧排名 2015 年收视 TOP30（标红为完美影视作品）

2015 年电视剧收视率 TOP30			
排名	电视剧	排名	电视剧
1	武媚娘传奇	16	虎妈猫爸
2	花千骨	17	多情江山
3	锦绣缘华丽冒险	18	克拉之恋
4	伪装者	19	二胎时代
5	活色生香	20	青春集结号
6	妻子的谎言	21	大好时光
7	神犬小七	22	我的宝贝
8	旋风少女	23	老农民
9	偏偏喜欢你	24	妈妈向前冲
10	特警力量	25	如果爱可以重来
11	冰与火的青春	26	春江英雄
12	千金女贼	27	前夫求爱记
13	加油吧实习生	28	石敢当之雄峙天东
14	妈妈像花儿一样	29	琅琊榜
15	何以笙箫默	30	云中歌

资料来源：CS，中金公司研究部

- **播出平台：**完美影视 2015 年上星的影视作品中，有 2 部在湖南卫视播出、2 部在江苏卫视播出、1 部在东方卫视播出，全部为一线电视剧平台。而自制的网络剧《灵魂摆渡》和《灵魂摆渡 2》在爱奇艺播出，分别创下 13 亿次的点击量，此外《灵魂摆渡》还是唯一未被下线的“涉鬼”热播网络剧，这也彰显了公司的作品质量。

图表 35：完美影视主要影视剧作品

影视剧	播出时间	播出平台	收视率
倾世皇妃	2011/9/30	湖南卫视	1.753
红娘子	2012/2/23	江苏卫视	1.483
麻辣女兵	2012/11/14	湖南卫视	1.823
陆贞传奇	2013/5/5	湖南卫视	1.944
打狗棍	2013/8/16	安徽卫视、北京卫视、天津卫视	1.113
小爸爸	2013/9/2	东方卫视、浙江卫视、深圳卫视、陕西卫视	1.115
咱们结婚吧	2013/11/6	CCTV-1、湖南卫视	2.081
神犬奇兵	2014/7/7	湖南卫视	1.277
勇敢的心	2014/8/21	山东卫视、北京卫视、天津卫视、江苏卫视	1.395
石敢当之雄峙天东	2015/2/15	山东卫视、贵州卫视	0.844
我为儿孙当北漂	2015/4/16	江苏卫视、天津卫视	0.707
冰与火的青春	2015/7/12	湖南卫视	1.278
神犬小七	2015/8/9	湖南卫视	1.633
二胎时代	2015/8/14	东方卫视	0.979
飞虎队	2015/9/27	山东卫视、云南卫视	
大秧歌	2015/10/26	江苏卫视、天津卫视	1.02
灵魂摆渡	2014/2/28	爱奇艺、PPS	播放量 13.59 亿
灵魂摆渡 2	2015/10/30	爱奇艺、PPS	播放量 12.87 亿

资料来源：公司公告，中金公司研究部



- **制作团队：**完美影视依托强大的资源号召力，笼络了国内众多知名导演、制片人的加盟。赵宝刚、刘江、郭靖宇、滕华弢等业内资深导演均以工作室的形式，与公司建立了长期独家战略合作关系。优秀的制作和导演班底为公司持续产出精品电视剧奠定了坚实的基础。

图表 36：完美影视核心制作团队

核心子公司	完美影视持股	团队核心	代表作	团队持股	上市公司股权	主营业务	协议
鑫宝源	55%	赵宝刚、丁芯	老有所依、北京青年、我的青春谁做主、落地，请开手机、婚姻保卫战、奋	45%	2.23%	电视剧	顺延至上市后48个月即2018年。承诺每年1部电视剧，不少于30集。完美持有70%以上权益。
上海宝宏	55%	赵宝刚	开手机、婚姻保卫战、奋	45%	2.23%	电视剧	顺延至上市后48个月即2018年。三年2部，不低于50%
完美建信	100%	郭靖宇	打狗棍、红娘子	0%	0.87%	电视剧	顺延至上市后48个月即2018年。三年两部，不低于50%
完美蓬瑞	100%	刘江	咱们结婚吧	0%	0.65%	电视剧	顺延至上市后48个月即2018年。三年两部，不低于50%
华美时空	100%	滕华弢	等风来、失恋33天	0%	0.58%	电影	顺延至上市后48个月即2018年。三年两部，完美投资不低于50%。
北京君竹	100%	文章		0%	0%	艺人经纪	顺延至上市后48个月即2018年。每年1部，不低于50%
东晟影视	100%	马策	继父、铁梨花、闯关东	0%	0%	动漫	顺延至上市后48个月即2018年。三年两部，完美投资比例不低于50%
天津超导	100%	包世宏	疯狂的石头、无人区、边境风云	0%	0%	电影	顺延至上市后48个月即2018年。每年不低于1部
江河工作室(内部独立核算利润中心)	0%	何静、吴玉江	神犬小七、麻辣女兵	100%	0.15%	电视剧	顺延至上市后48个月即2018年。每年不少于1部
钱雁秋工作室(内部独立核算利润中心)	0%	钱雁秋	神探狄仁杰、石敢当	100%	0%	电视剧	顺延至上市后48个月即2018年。三年两部，投资不低于50%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 37：完美影视 2016 年电视剧制作计划

序号	电视剧名称(暂定名)	集数	进度	预计开拍日期
1	神犬小七(第二季)	40	7月湖南卫视独播	
2	娘道	80	视金鹰独播剧场播出	
3	思美人	70	拍摄中	
4	我的！体育老师(原名：小后妈)	40	拍摄完成	
5	射雕英雄传	60	拍摄中	
6	猎头局中局	36	拍摄中	2016年下半年
7	小野兽花店(第二季)(网络剧)	10	筹备中	2016年下半年
8	春雨落长河	60	筹备中	2016年下半年
9	他知道风从哪个方向来	55	筹备中	2016年下半年
10	麻辣变形计(第二季)	36	筹备中	2016年下半年
11	爱情的开关	50	筹备中	2016年下半年
12	灵魂摆渡4(网络剧)	12	筹备中	2016年下半年
13	嗨！妙探	30	筹备中	2016年下半年
14	天舞纪	40	筹备中	2016年下半年
15	大宗师之海上风云	40	筹备中	2016年下半年
16	天蝎	40	筹备中	2016年下半年
17	天子门户	60	筹备中	2016年下半年
18	趁我们还年轻	40	筹备中	2016年下半年
19	山月不知心底事	40	筹备中	2016年下半年

资料来源：公司年报，中金公司研究部



3.2 经典端游+百度文学+海外采购三管齐下，优质 IP 储备源源不断

经典端游大作连连，为手游的项目开发奠定丰厚的 IP 储备。在国内端游巨头中，完美拥有不亚于网易和腾讯的 IP 储备，其中包括了《诛仙》、《完美世界》、《射雕英雄传》、《倚天屠龙记》等一批超级大 IP，并逐步开发手游版本。此外，《神魔大陆》、《神鬼传奇》、《大主宰》、《火炬之光》等端游大 IP 都有待后续开发成手游乃至影视作品的潜力。

图表 38：完美世界/腾讯/网易 IP 储备比较

公司	端游	上线时间	手游	手游状态	手游成绩
完美世界	神雕侠侣	2012	神雕侠侣	上线	畅销榜第5
	魔力宝贝	2002	魔力宝贝	上线	畅销榜第2
	诛仙	2007	4款手游	研发中	
	神魔大陆	2013	神魔大陆3D	上线	畅销榜前20
	神鬼传奇	2009	神鬼幻想	上线	畅销榜前30
	笑傲江湖	2013	笑傲江湖3D	上线	
	射雕英雄传OL	2015	射雕英雄传3D	测试	
	圣斗士星矢OL	2013	圣斗士星矢	上线	畅销榜前20
腾讯	倚天屠龙记			研发中	
	穿越火线	2007	穿越火线：枪战王者	测试	
	地下城与勇士	2005	地下城与勇士	研发中	
	斗战神	2010	全民斗战神	上线	
	QQ飞车	2007	天天飞车	上线	畅销榜前10
	QQ炫舞	2006	全民炫舞	上线	
	勇者大冒险	2015	勇者大冒险	上线	畅销榜前50
	剑灵	2013	战斗吧剑灵	测试	
网易	御龙在天	2012	九龙战	上线	畅销榜前10
	梦幻西游	2003	梦幻西游	上线	畅销榜第1
			梦幻西游无双	研发中	
	大话西游2	2002	大话西游	上线	畅销榜第2
	大话西游	2007	西游-神魔决	上线	畅销榜前30
	天下3	2011	天下HD	上线	畅销榜前10
			天下X天下	上线	
	倩女幽魂	2011	新倩女幽魂	研发中	
	大唐无双零	2011	大唐无双家	研发中	
	斩魂	2011	斩魂HD	研发中	

资料来源：游戏茶馆，中金公司研究部 备注：手游成绩里的排名是指在iOS畅销榜中的最高排名

全球化视野网罗知名海外 IP。完美世界通过旗下在海外的全资子公司，在全球范围内部署了采购团队，协助完美世界实现 IP 采购、研发、发行和运营的全球化协作。目前完美世界储备了“圣斗士星矢”、“最终幻想”、“侏罗纪公园”、“无冬之夜”、“星际迷航”等海外重量级 IP。

图表 39：完美世界海外 IP 简介

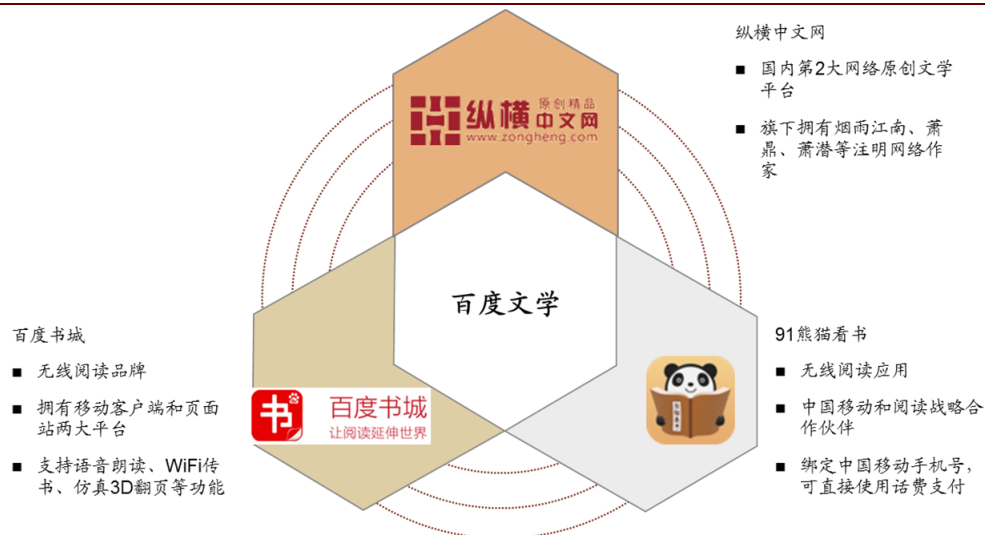
IP	国家	来源	题材	备注
圣斗士星矢	日本	漫画	热血、神魔	热播80个国家和地区
最终幻想	日本	电影游戏	角色扮演	系列累计发行30款作品，2011年累计销量突破1亿
侏罗纪公园	美国	电影	科幻冒险	奥斯卡3项电影，全球票房9亿美元，当时的最佳票房纪录（后来被《泰坦尼克号》打破）
无冬之夜	加拿大	游戏	RPG	E3（电子娱乐展览会）最佳RPG游戏
星际迷航	美国	电影	科幻冒险	世界著名的科幻影视系列之一

资料来源：公开资料整理，中金公司研究部



百度文学纳入集团体系，夯实 IP 蓄水池。完美在集团层面于 7 月份正式与百度文学展开合作，对其注资并实现控股。百度文学旗下包括纵横中文网、91 熊猫看书、百度书城等品牌。其中，纵横中文网是国内顶级原创网络文学平台，旗下聚集了大量知名网络作家，2015 年前 30 大网络文学作品中，有 7 部出自纵横中文网，仅次于起点中文网。而熊猫看书和百度书城都为移动端阅读平台。百度文学搭建了以纵横中文网为主导的原创平台，以及百度书城、熊猫看书为主导的内容分发平台，构成了包括小说、动漫、游戏、影视、周边产品等在内的文学产业生态链。百度文学纳入完美集团体系后，将成为集团影视和游戏业务的绝佳 IP 蓄水池。

图表 40：百度文学架构



资料来源：公开资料整理，中金公司研究部

国内顶级原创文学平台，签约作者实力雄厚。纵横中文网于 2008 年在完美世界的支持下创立，于 2013 年被百度以 1.915 亿元人民币的价格纳入百度文学旗下。纵横中文网在知识产权方面也给予了作者极大的尊重，在作品分账、改编游戏、影视版权收入上给予作者更大的奖励，因此纵横也迅速汇聚了萧鼎、烟雨江南、萧潜、梦入神机等“大神”级网络文学作家，在 2015 年网络文学版权收入排名前 10 的作品中，有三部连载于纵横中文网，仅次于起点中文网。2015 年纵横中文网的访问量达到日均 60 万人次，排名网络文学平台前 5 名。

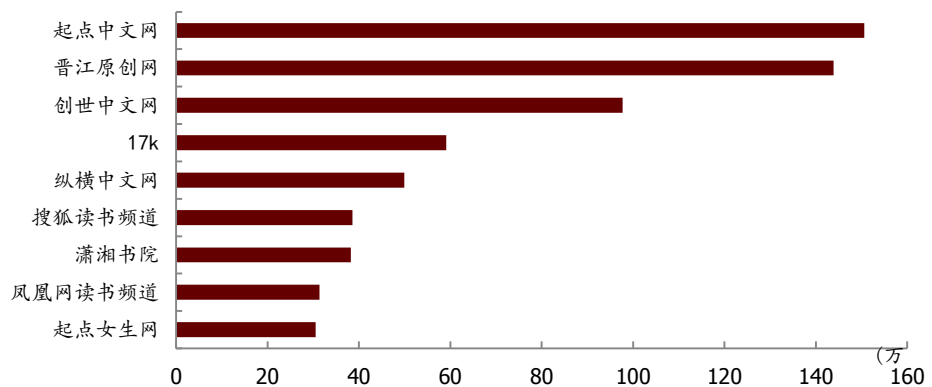
图表 41：2015 年网络文学版权收入前 10 作品

排名	作家	版税（万元）	畅销作品	连载平台
1	唐家三少	11000	斗罗大陆	起点中文网
2	天蚕土豆	4600	大主宰	起点中文网
3	辰东	3800	完美世界	起点中文网
4	骷髅精灵	2800	星战风暴	起点中文网
5	高楼大厦	2100	叱咤风云	起点中文网
6	烟雨江南	2000	尘缘	纵横中文网
7	跳舞	1600	天启之门	起点中文网
8	月关	1500	回到明朝当王爷	起点中文网
9	烽火戏诸侯	1450	雪中悍刀行	纵横中文网
10	流量的蛤蟆	1420	龙神决	纵横中文网

资料来源：速途研究院，中金公司研究部



图表 42：2015 年网络文学网站日均访问量



资料来源：速途研究院，中金公司研究部

图表 43：纵横中文网签约“大神”作者

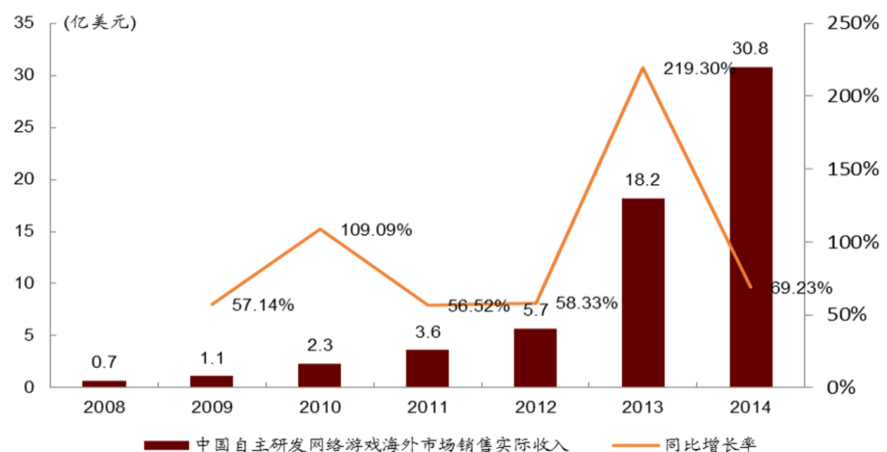
作者	代表作品	题材	点击量
萧鼎	《诛仙》	仙侠	2885万
烟雨江南	《亵渎》	奇幻	2300万
萧潜	《飘邈之旅》	修仙	出版8册实体书
梦入神机	《圣王》	玄幻	5062万
无罪	《罗浮》	玄幻	4879万
柳下挥	《火爆天王》	都市	1848万
烽火戏诸侯	《雪中悍刀行》	玄幻	2141万
方想	《修真世界》	奇幻	8548万
更俗	《山河英雄志》	历史	270万
流浪的蛤蟆	《焚天》	仙侠	2516万

资料来源：速途研究院，中金公司研究部

3.3 国际化战略一马当先，海外业务有望成新引擎

完美世界为游戏行业的出海龙头，国际化战略领先，海外收入占比提升迅速。近年来，中国自主研发的网络游戏越来越多地得到欧美、东南亚等海外市场的好评，游戏的海外市场销售收入从 2008 年的 0.7 亿美元增长到 2014 年的 30.8 亿美元，复合增长率达到 88%。其中，完美世界是中国网络游戏出海的龙头力量。从 2007 年起，完美世界连续 7 年在中国网络游戏海外出口市场收入中排名第一。2014 年完美世界海外收入占到本土游戏厂商海外收入的 21.9%，其用户群体已经覆盖了百余个国家及地区。

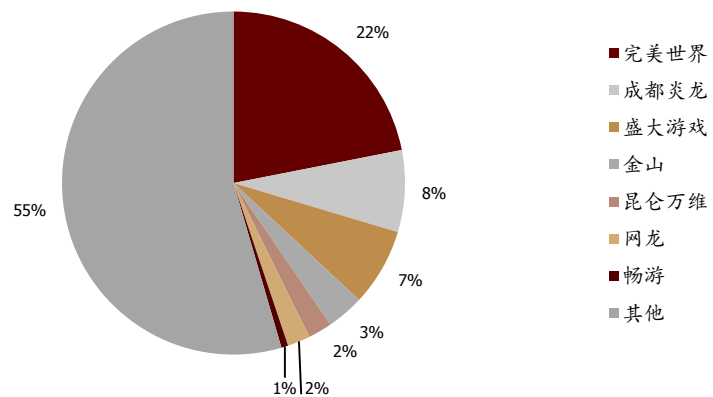
图表 44：中国自主研发网络游戏海外市场销售实际收入



资料来源：2014 年中国游戏产业海外市场报告，中金公司研究部



图表 45：2014 年中国本土原创客户端网络游戏海外市场收入份额



资料来源：2014 年中国游戏产业海外市场报告，中金公司研究部

联手环球影业，影视业务国际化独辟蹊径。完美世界出资 2.5 亿美金并配套银行贷款，采取设立基金的方式一揽子参与环球影业未来 5 年所有的项目，成为国内首家直接与好莱坞六大制片公司签订长期合作协议的公司，在影视国际化合作模式上独辟蹊径。完美世界有望实现与好莱坞顶级制片公司的资源共享，直接接触影片的筹备、拍摄制作、宣发等各个环节的经验，有助于提升自身实力。而环球影业无疑是看中完美世界根植的中国市场，及在游戏领域深耕多年的出众能力。双方的诉求强烈，且协同优势显著，后续有望进行合作升级，在影游联动、衍生品开发等方面碰撞出耀眼的火花。

此次的合作模式在中国企业的海外布局中实属新颖，既通过基金的股权精妙地撬动了更多外在资源，又通过降低投资比例分散了上市公司试水国际化战略的风险。此外，本次合作也是中国影视出海中规模最大，时间跨度最长，作品的数量和潜在质量最突出的一次尝试。



4. 长期战略：外延式并购和影游联动打造泛娱乐航母

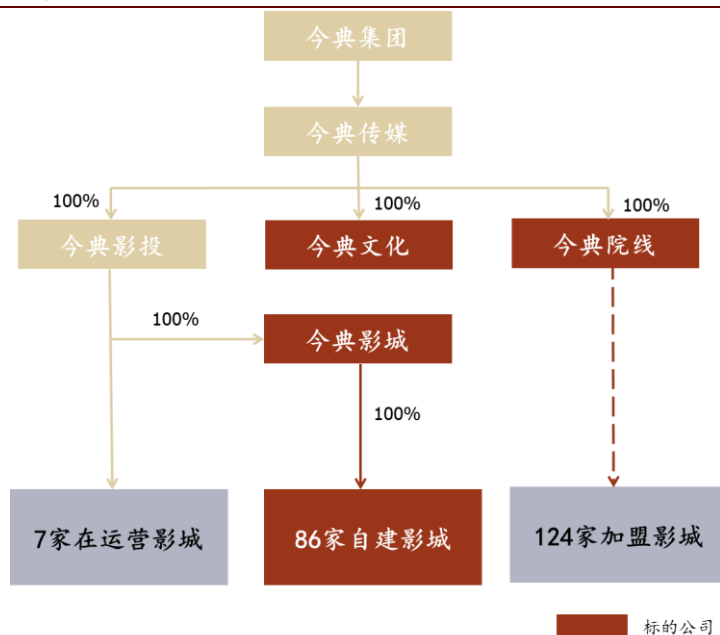
4.1 外延式并购打开长期成长空间

自公司登陆资本市场以来，获取了高效便捷的融资渠道和多样化的并购支付方式，为长期的外延式发展创造了良好的条件。公司面向长期将充分利用资本市场融资工具，通过收购、兼并、战略合作等多种方式，围绕“全球化”、“泛娱乐化”和“产业链一体化”的目标，积极进行外延式拓展，向全国领先的综合性娱乐航母加速前进。

公司子公司完美影视于 2016 年 9 月发布公告，拟以支付现金方式获得今典院线、今典影城、今典文化 100% 股权并受让目标债权，收购价格 13.53 亿元。此举开启了完美世界重组后外延式并购的第一步，将产业链从内容向渠道延伸。

- ▶ **标的资产:** 今典影城 100% 股权, 支付对价 6.1 亿元; 今典院线 100% 股权, 支付对价 2.3 亿元; 今典文化 100% 股权, 支付对价 0.3 亿元; 并以 4.8 亿元受让今典影投、今典传媒及其关联方对标的公司的目标债权。
- ▶ **收购资金:** 来自前次非公开发行的募集资金 (变更用途后) 及银行借款, 其中拟使用前次非公开发行募集资金 6.5 亿元。
- ▶ **交易进度:** 截止到 2016 年 9 月 13 日, 完美影管已与今典传媒、今典影投签署了《转让协议》, 此次并购交易仍需商务部及公司股东大会批准。

图表 46: 标的资产情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

今典影院是国内领先的全数字影院公司，在积极自主投资建设影院的同时，不断吸引其他优质影院加盟，快速完善影院布局。截至2016年6月30日，今典院线旗下共有217家自营和加盟影院，其中自建影院86家，加盟影院124家，今典影投运营的其他影院7家。86家自建影院共有441块银幕、5.6万个座位，业务覆盖全国62个城市及自治州。**86家标的影院经营状况良好，上座率、观影人数、放映场次、票房收入等指标稳步上升。**

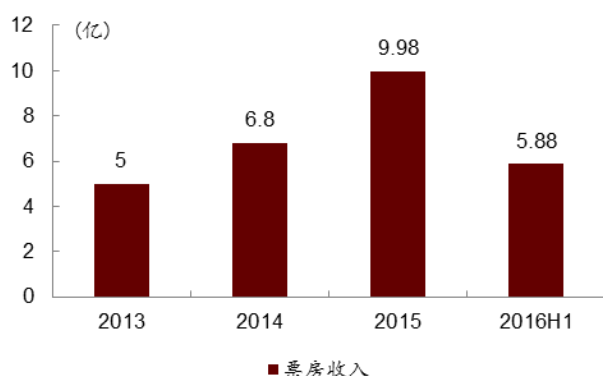


图表 47：86 家标的影院主要经营情况

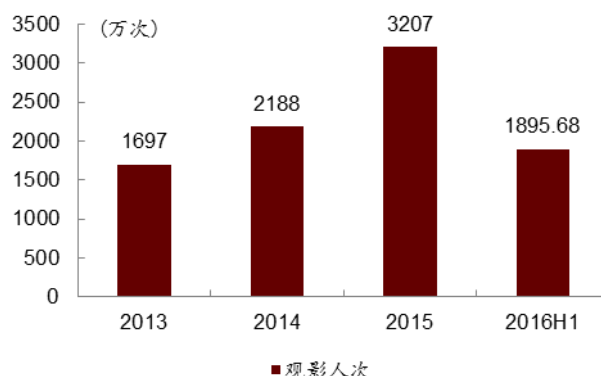
项目	2014年	2015年	2016年1-6月
影院数	80	85	86
放映厅数	405	437	441
座位数	52206	55606	56602
票房收入（万元）	30496.24	42270.85	22723.73
平均票价（元）	29.53	29.34	28.59
上座率	14.19%	16.76%	17.09%
放映场次	558975	662042	362392
单日单厅放映场次	3.81	4.18	4.55
观影人数（万人）	1032.85	1440.86	794.69

资料来源：公司公告，中金公司研究部

2015 年金典院线在全国 48 条城市院线中排名第 15 位，成为票房规模位居前列的全国性主流院线。从 2013 年到 2015 年，今典院线票房收入由 5.00 亿元增至 9.98 亿元，市场份额达到 2.27%，年复合增长率超过 40%；观影人次由 1697 万人次增至 3207 万人次，年复合增长率达到 37%。2016 年上半年实现票房收入 5.88 亿元，观影人次突破 1800 万。

图表 48：今典院线 2013~2016 年上半年票房


资料来源：AppAnnie，中金公司研究部

图表 49：2013~2016 年上半年金典院线观影人次


资料来源：公司公告，中金公司研究部

今典院线率先抢占三、四线城市市场。自 2009 年成立以来，今典院线主力开拓三、四线城市院线。在公司的 86 家自建影院中，有 46 家分布于三、四线城市（如沧州、通化等），占比 53%。这些影院的票房收入已初具规模，占总收入比重已超过 40%，且呈现逐年上升趋势，有望成为未来公司新的盈利增长点。与此同时，今典院线重点开拓我国社区影院市场，影院选址大多依托于居民生活社区，填补了该细分领域的空白。

图表 50：86 家自建影院电影放映收入

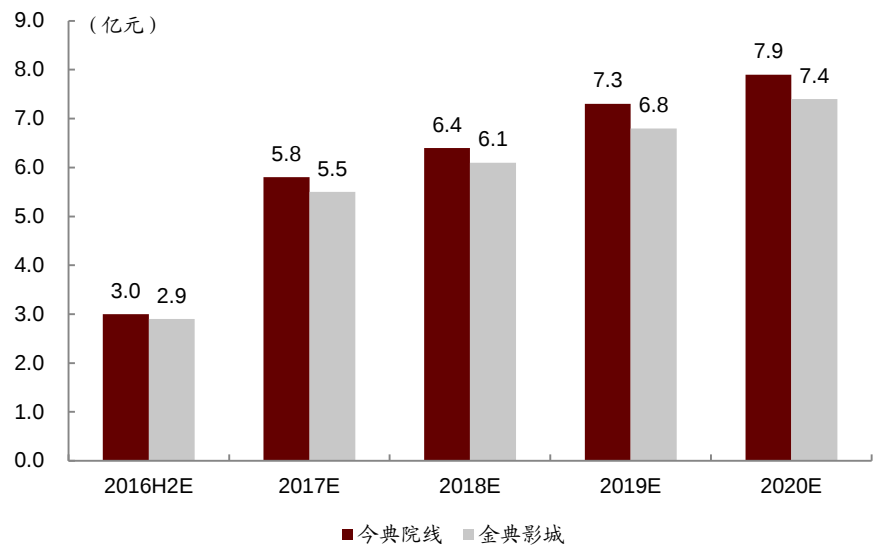
类别	影院数量	占比	票房收入（单位：万元）					
			2014	占比	2015	占比	2016H1	占比
一线城市	14	16%	6,478.06	21%	9,121.15	22%	4,585.75	20%
二线城市	26	30%	12,183.41	40%	16,102.63	38%	8,341.94	37%
三线城市+四线城市	46	53%	11,834.78	39%	17,050.07	40%	9,796.06	43%
合计	86	100%	30,496.25	100%	42,273.85	100%	22,723.75	100%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

此次并购有望成为完美世界未来电影板块的重要业绩保障。三家标的公司主要收入来源为电影放映收入和院线分账收入，在 2015 年得益于电影市场的迅速发展及公司影院规模，三家标的公司营业收入 7.3 亿元，增长率达到 40%。上市公司预计 2016 年下半年~2018 年今典院线及今典影城票房收入分别为 5.9 亿元、11.3 亿元、12.5 亿元。



图表 51：今典院线及今典影城 2016 下半年~2020 年票房分账收入预测



资料来源：公司公告，中金公司研究部

同时，此次收购实现内容端到渠道端的延伸，打通电影业务的全产业链条。完美世界在内容端实力雄厚，具有国内领先的制作团队、丰富的 IP 储备和较强的 IP 资源综合开发能力。借助今典院线的渠道优势，完美世界从以影视和网络游戏为核心的娱乐内容提供商，转型成为涵盖内容、渠道和衍生业务的大娱乐集团，实现“内容+渠道”的深度融合和战略协同，增强公司对影片发行和放映的控制力，打通了电影业务从内容生产、发行、院线排片、放映的全产业链条。此外，公司可以利用产业垂直一体化的竞争优势在获取头部内容方面掌握更为强势的话语权。

图表 52：电影产业全产业链布局



资料来源：公司公告，中金公司研究部

夯实与好莱坞环球影业的战略合作，使内容制作与渠道发展发挥协同作用。完美世界与好莱坞环球影业达成战略合作，将在未来 5 年参与投资环球影业出品的 50 部电影，总金额达到 2.5 亿美元。一方面，“好莱坞大片”受到各年龄段、各级城市观众的喜爱，是院线票房收入、上座率的重要保障。另一方面，86 家自建影院使公司在发行、排片和放映上享有较高自由度，能够为海外电影提供丰富的播出渠道及灵活的放映时间，使公司能充分享受此次国际化战略合作带来的红利。此外，公司可以利用海外头部 IP 资源对前景广阔的衍生品市场进行多轮开发。



4.2 植入影游联动基因，协同优势成就泛娱乐龙头

完美世界是 A 股标的中为数不多同时具备优质影视和游戏开发能力的公司。影游联动产品要求公司具有将 IP 同时改编成优质影视作品和优质游戏的能力。公司在影视和游戏两大领域均深度绑定金牌团队，坚持内容的“精细化+精品化”运作，在制作领域具备较强的把控能力。优秀的制作能力既可以提升影视剧的爆款概率，又可以通过出色的游戏作品质量避免影游联动中游戏产品后期乏力的问题。

影游联动的一大难点是影视剧与游戏的配合问题，最主要的是档期配合，其次还包括宣传、互动等方面的配合。其他公司制作影游同步产品时，往往缺乏统一的推动主体，甚至出现游戏和影视剧单打独斗的情况，在发行档期的协调上也有困难，自然影响了联动效果。完美世界的影视和游戏两项业务脱胎于同一个母公司，团队和文化的协同与合作基因得天独厚，有望围绕着 IP 资源深入挖掘影游联动潜力，提升影游的流水和变现效率。

《天舞纪》是完美世界真正意义上的第一个影游互动项目，改编自新武侠代表作家步非烟的同名奇幻系列小说。同名小说共出版了 4 本实体书，而在第一本书面世的一年里，作者步非烟的版税收入就超过了 200 万元。故事以大唐盛世为背景，世界观宏大，剧情厚重又包含特有的东方玄幻因素，同时适用于影视和游戏改编。项目在立项的初期，影视制作和游戏开发团队就已经开始深入的沟通，发挥彼此的协同优势，保障项目质量和进程。项目预计 2017 年面世，泛娱乐协同成果值得期待。

图表 53：《天舞纪》系列图书



资料来源：百度图片，中金公司研究部

图表 54：《天舞纪》IP 简介

IP 名称	天舞纪系列	豆瓣评分	7.2分
作者	步非烟	题材	武侠
出版社	接力出版社	系列	四本实体书

故事梗概：主人公江湖小混混李玄不学无术，只是误打误撞进入摩云书院，又莫名其妙地成为大师兄，享书院中诸多特权，李玄不求上进，并不把这些特权用于修炼道术上，而是四处探险游玩，却在无意中触动了书院禁制、封印崩摧，四级龙神即将出世，浩劫开始了……

资料来源：公司公告，中金公司研究部



5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们对于 2016~2018 年的盈利预测做如下假设：

1) 预测公司 2016~2018 年营业收入依次为 **54.22 亿元、76.01 亿元和 100.05 亿元**，同比增长率依次为 **417.4%、13.2%和 40.2%**。公司的主营业务分为影视产品和游戏产品两类。在影视产品方面，公司除了继续推进原有电视剧业务外，未来将联手环球影业实施国际化战略，积极开拓电影业务。预计 2016~2018 年影视产品营业收入增长率分别为 38.6%、35.5%和 31.5%，营业收入为 15.66 亿、21.22 亿和 27.91 亿。在游戏产品方面，预计 2016~2018 年游戏产品业务营业收入增长率为 5.4%、42.1%和 31.7%，营业收入为 38.56 亿、54.79 亿和 72.15 亿。游戏业务的主要增长引擎来自于手游和电视游戏，而端游和网页游戏收入呈缓慢下降的态势。

2) 预测公司 2016~2018 年产品业务综合毛利率为 **66.2%、63.7%和 62.7%**，其中影视产品业务毛利率为 **49.6%、51.1%、51.8%**，游戏产品毛利率为 **73.0%、68.6%和 67.0%**。影视行业的毛利提升主要来自于精品化趋势下电视剧业务的毛利显著增长。而游戏业务毛利下滑的原因是相对毛利较低的手游业务的收入占比不断提升，同时高毛利的端游业务呈下滑态势。

3) 预测公司 2016~2018 年销售费用率为 **17.5%、17.8%和 18.0%**，管理费用率为 **24.0%、24.5%和 24.7%**。在短期影视产品市场竞争不断加剧的背景下，随着公司投资制作的影视产品和游戏产品不断丰富，市场推广和营销成本将保持上升趋势，管理费用率也会提高。但从长期而言，通过与环球影业建立长期战略合作，不断学习国外先进的制作发行营销模式，积极整合国内外业务资源，将提高公司的运营效率，享受业务扩张带来的规模效应。

4) 预测公司 2016~2018 年所得税有效税率均为 **24.0%**。对于公司整体，适用所得税率为 25%，而子公司 Perfect Pictures Co., Limited 适用所得税率为 16.5%。此外，公司享受国家对电影制片企业、电影发行企业和电影放映企业的税收优惠政策，对销售电影拷贝（含数字拷贝）、转让版权取得收入、电影发行收入、在农村的电影放映收入，自 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日享受免征增值税的优惠政策。



图表 55：分业务收入预测表

(单位：百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
影视					
营业收入	925.78	1,129.37	1,565.53	2,122.06	2,790.87
电视剧	68.56	103.46	124.15	161.39	209.81
电影	749.07	923.83	1,293.36	1,746.04	2,269.85
经纪及其他	108.15	102.08	148.02	214.63	311.22
增长率		22.0%	38.6%	35.5%	31.5%
电视剧		50.9%	20.0%	30.0%	30.0%
电影		23.3%	40.0%	35.0%	30.0%
经纪及其他		-5.6%	45.0%	45.0%	45.0%
毛利率	49.5%	67.1%	66.2%	63.7%	62.7%
游戏					
营业收入	3,708.31	3,660.25	3,856.22	5,478.57	7,214.57
端游	2,857.94	2,572.15	2,443.54	2,370.23	2,322.83
手游	829.29	912.22	1,166.50	2,774.05	4,438.48
电视游戏	0.00	153.75	222.94	309.89	427.64
其他	21.08	22.13	23.24	24.40	25.62
增长率		-1.3%	5.4%	42.1%	31.7%
端游		-10.0%	-5.0%	-3.0%	-2.0%
手游		10.0%	27.9%	137.8%	60.0%
电视游戏			45.0%	39.0%	38.0%
其他		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	75.8%	72.3%	73.0%	68.6%	67.0%
营业收入合计	4,634.09	4,789.62	5,421.75	7,600.63	10,005.45
营业收入增长率		3.4%	13.2%	40.2%	31.6%
综合毛利率	49.5%	67.1%	66.2%	63.7%	62.7%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

基于以上综合考虑,我们预计 2016~2018 年归属母公司净利润分别为 **11.33 亿**、**14.60 亿**和 **17.67 亿**,对应当前总股本数 **131,461 万股**的 EPS 为 **0.86 元**、**1.11 元**和 **1.34 元**。



图表 56: 财务数据概览

单位 (人民币百万)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表						
营业收入	475	926	4,790	5,422	7,601	10,005
毛利	139	448	3,162	3,532	4,760	6,167
营业费用	-70	-91	-1,054	-949	-1,353	-1,801
管理费用	-40	-58	-1,006	-1,301	-1,862	-2,471
财务费用	-5	-13	-15	337	580	747
营业利润	15	265	1,088	1,619	2,124	2,641
税前利润	18	288	1,087	1,620	2,125	2,643
所得税	-1	-75	-217	-389	-510	-634
净利润	17	190	806	1,133	1,461	1,766
现金流量表						
经营活动现金流净额	9	-228	2,741	810	1,113	1,314
投资活动现金流净额	-85	-31	-923	-89	-80	-75
融资活动现金流净额	6	196	-79	10,033	466	601
货币资金增加额	-71	-62	1,738	10,754	1,499	1,840
资产负债表						
流动资产	348	1,549	3,436	14,555	16,931	19,720
固定资产	312	16	380	436	489	541
流动负债	238	569	2,942	2,984	3,909	4,880
长期负债	13	267	688	703	703	703
股东权益	508	756	1,117	12,144	13,492	15,112
总资产	759	1,646	4,929	16,101	18,528	21,362
财务指标						
主营业务利润率	29.3%	48.4%	66.0%	65.2%	62.6%	61.6%
息税前利润率	4.6%	30.0%	21.7%	21.9%	18.3%	16.5%
净利润率	3.5%	20.5%	16.8%	20.9%	19.2%	17.7%
净资产收益率	3.3%	25.2%	72.1%	9.3%	10.8%	11.7%
总资产收益率	2.2%	11.6%	16.3%	7.0%	7.9%	8.3%
总资产负债率	33.1%	50.9%	73.8%	22.9%	24.9%	26.1%
净资产负债率	17.4%	15.2%	-48.7%	-94.7%	-96.3%	-98.2%
流动比率	1.5	2.7	1.2	4.9	4.3	4.0
速动比率	1.0	1.9	1.0	4.7	4.2	3.9
应收帐款周转期	122.8	273.8	75.1	75.1	75.1	75.1
存货周转期	125.0	352.2	81.2	81.2	81.2	81.2
分红比例	59.9%	14.7%	13.1%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

5.2 估值建议

完美世界所处的娱乐行业成长迅速。影视和游戏的市场规模在过去 3 年均保持在 25% 以上的增速, 市场空间广阔。完美世界是 A 股稀缺的自有业务横跨这两大高速增长行业的上市公司, 同时具备顶级的影视和游戏制作及运营能力。公司以旗下众多颇具影响力和粉丝基础的优质 IP 为基础, 实施泛娱乐全产业链开发, 未来业绩增长潜力巨大。同时, 公司有望借助外延式并购, 夯实内容制作能力, 开拓渠道资源, 最终构建起全球性的泛娱乐垂直一体化版图。



我们采用相对估值法, 综合选取 A 股影视 IP 行业 14 家公司作为可比标的, 从而给予公司 2017 年为 37 倍市盈率。对应目标市值 550 亿, 目标价 42 元/股, 首次覆盖给予“推荐”评级。

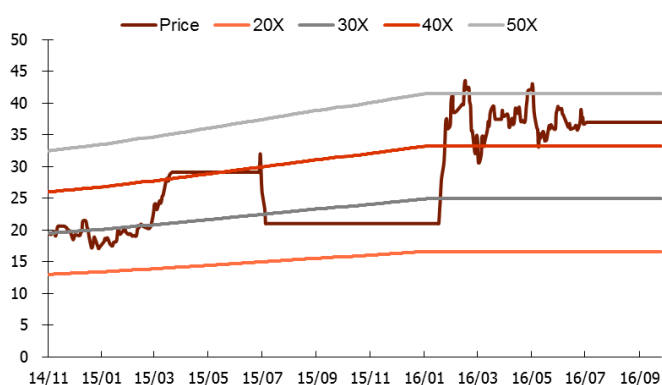
图表 57: A 股可比公司估值 (截至 2016 年 10 月 17 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润			EPS			市盈率		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
002739.SZ	万达院线	760	64.74	11.86	15.00	20.00	1.01	1.28	1.70	64	51	38
300528.SZ	幸福蓝海	113	36.30	1.07	1.55	2.03	0.34	0.50	0.65	105	73	56
600715.SH	文投控股	364	22.10	1.38	5.75	7.67	0.08	0.35	0.47	264	63	48
000673.SZ	当代东方	103	12.99	1.11	2.23	3.00	0.14	0.28	0.38	93	46	34
601595.SH	上海电影	144	38.53	1.93	2.42	3.08	0.52	0.65	0.82	75	59	47
600977.SH	中国电影	503	26.96	8.68	10.84	13.60	0.46	0.58	0.73	58	46	37
002292.SZ	奥飞娱乐	365	27.87	4.89	7.10	10.69	0.37	0.54	0.82	75	51	34
300251.SZ	光线传媒	315	10.75	4.02	5.50	7.02	0.14	0.19	0.24	78	57	45
300027.SZ	华谊兄弟	345	12.38	9.76	11.82	13.17	0.35	0.42	0.47	35	29	26
002343.SZ	慈文传媒	129	40.87	1.99	3.90	4.28	0.63	1.24	1.36	65	33	30
000802.SZ	北京文化	151	20.85	0.21	2.35	3.07	0.03	0.33	0.42	719	64	49
300133.SZ	华策影视	235	13.43	4.75	6.60	8.20	0.27	0.38	0.47	49	36	29
601599.SH	鹿港文化	82	9.20	1.19	2.00	2.90	0.13	0.22	0.32	69	41	28
300426.SZ	唐德影视	107	66.80	1.12	2.33	3.69	0.70	1.46	2.30	95	46	29
平均值										133	49	37

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

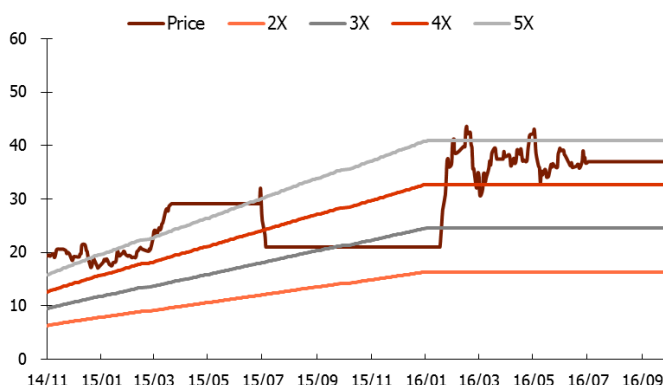
注: 灰色标示的为中金覆盖公司, 采用中金公司盈利预测; 其他公司尚不在中金公司覆盖范围, 采用万得平均盈利预测

图表 58: P/E band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 59: P/B band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



6. 风险

电影等新业务发展不及预期。影视创作是典型的创意产业，其收益存在较大不确定性。2015 年国内各影视公司拍摄完成的近 700 部电影中，只有不到一半的作品能够进入公开发行渠道，真正创造票房业绩的作品不到三分之一，成功率较低。就完美世界而言，公司过去较为擅长对小成本电影运营，前期投入成本较低，其成功具有不可复制性。公司未来战略将牵手环球影业，立足于更多大制作影片的筹备与发行，但其现有票房号召力较弱，缺少大制作影片运作经验。因此公司影视新业务的发展存在一定不确定性。

国际化业务整合风险。影视和游戏业务的国际化合作涉及文化、法律、市场等差异，在合作和资源整合上面临很高的难度。海外的游戏 IP 和电影作品进入国内有可能遭遇水土不服，用户数和用户体验低于预期的境况。同时，与海外公司合作签约涉及到复杂和苛刻法律条款，若不仔细核对和谈判，有可能会遭受经济上的损失。海外团队与国内团队也涉及管理和磨合的问题。

影游联动效果低于预期。公司在针对同一个 IP 开发影游联动项目时，需要配合影视剧播放的档期。而影视剧作品在报送审批、反馈修改、获取发行许可证、寻找播出平台的过程中，各项时间存在较大不确定性，有可能影响影游联动上线的时间，从而降低协同效用。另外，如果影视剧最终未能获得发行许可，与电视剧及游戏开发相关的前期费用均无法收回。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

