

完美世界 (002624) 重大事项点评

# 《武林外传》十年再出鞘，超级 IP 值得期待

2017 年 12 月 15 日

事项:

❖ 完美世界重量级端转手 IP《武林外传》官方手游于 12 月 15 日开启安卓端精英先锋体验，官网预约通道已经开启，对此，我们点评如下：

评论:

- ❖ **别样武侠风刮遍中国，影视 IP 成一时经典。**《武林外传》影视 IP 起源于 2006 年电视剧古装情景喜剧《武林外传》，当年最高收视率达 4.26%，2010 年动画版和 2011 年电影版《武林外传》再次斩获佳绩，电影票房高达 1.96 亿（年票房排名 17 位），动画版平均收视率 0.57%，与《喜羊羊与灰太狼》仅差 0.03%。《武林外传》作为一代人的共同记忆和情感符号，在大众心中有着不可替代的地位，即使到现在仍有相当的知名度。
- ❖ **端游历史成绩骄人，流水经久不衰。**《武林外传》端游上线于 2006 年，是一款 Q 版 3D RPG 武侠网游，以精美华丽的画面、生动亲切的剧情、幽默搞笑的风格和动感灵活的 Q 版造型等独具创意的诸多玩点。目前，《武林外传》端游依然能维持约 30 万的月活用户和 1300 万级别的月流水，充分展现了其在玩家心中的特殊地位。但与此同时，为了更好地满足年轻玩家对新鲜玩法的需求，《武林外传》手游的推出成为大势所趋。
- ❖ **《武林外传》手游创新点众多，热度有望持续发酵。**《武林外传》手游于 12 月 15 日开启安卓端精英先锋体验，深度还原同名影视的精彩剧情，独创时下流行的“四段”轻功玩法，重塑端游经典人物形象，精心设计深度社交体系，充分打造年轻化的品牌形象。首测消息发布后，关键词百度指数激增至 2385，7 日均值整体同比上升 655%，市场热度初步验证。
- ❖ **端转手 IP 大作相继上线，2018 年表现值得期待。**端游 IP 转手游仍然是当前新游戏上线成功率最高的方式之一，现有端游的忠实玩家群体叠加影视 IP 的广泛受众将起到强大引流作用，有望在 2018 年年初为完美贡献强劲利润。同时，2018 年公司上线重磅手游《完美国际》、《笑傲江湖》、《烈火如歌》等均具有端游或者大 IP 支撑，2018 年游戏业绩增速值得期待。
- ❖ **风险因素：**人才流失的风险；影视和游戏行业监管的风险；并购整合不及预期风险；游戏或影视项目不及预期的风险。
- ❖ **维持“买入”评级。**公司仍然是 A 股市场上以研发为导向的最优质的游戏公司之一，我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测为 1.08/1.37/1.65 元，当前价 33.77 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 31/25/20 倍。考虑到公司 2018 年业绩增速确定性较高，影游业务实力强大，以及研发为导向有望为可持续增长贡献源动力，我们上调公司目标价为 41.1 元，对应 2018 年 PE30 倍。维持“买入”评级，建议投资者积极把握成长价值。

公司盈利预测及估值

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,129.37	6,158.83	7,881.08	9,628.48	11,425.67
增长率 YoY%	21.99%	445.33%	27.96%	22.17%	18.67%
净利润 (百万元)	288.45	1,166.31	1,495.28	1,901.77	2,294.18
增长率 YoY%	40.32%	304.34%	28.21%	27.18%	20.63%
每股收益 EPS (基本) (元)	0.21	0.96	1.08	1.37	1.65
净资产收益率 ROE%	28.12%	16.17%	17.41%	18.37%	18.37%
PE	161	35	31	25	20
PB	19	6	5	5	4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2017 年 12 月 14 日收盘价



买入 (维持)

当前价: 33.77 元

目标价: 41.1 元

中信证券研究部

肖俨行

电话: 010-60836817

邮件: xiaoyanyan@citics.com

执业证书编号: S1010517070001

唐思思

电话: 021-20262142

邮件: tangsisi@citics.com

执业证书编号: S1010517080007

相对指数表现



资料来源: 中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	4026.15 点
总股本/流通股本	1314.7/335.7 百万股
近 12 月最高/最低价	36.74 元/26.1 元
近 1 月绝对涨幅	6.83%
近 6 月绝对涨幅	-8.08%
今年以来绝对涨幅	13.72%
12 个月日均成交额	119.5 百万元

相关研究

1. 完美世界 (002624) 2017 年三季度报点评—游戏研发实力强劲，坚持精品化带动增长 ..... (2017-10-30)
2. 完美世界 (002624) 2017 年中报点评—秉承全球化及精品策略，看好端转手驱动业绩持续增长 ..... (2017-08-23)

## IP 前世今生：别样武侠风刮遍中国，影视 IP 成一时经典

《武林外传》起源于 2006 年同名回体古装情景喜剧，该剧以“大杂烩”的新型电视剧式样和“戏说”江湖的独特视角，上演了现代人的琐碎生活和喜怒哀乐，播出后受到了观众的热烈追捧，次日收视率达 4.26%，斩获同期开播收视率第一名的佳绩。2010 年 5 月和 2011 年 1 月，动画版和电影版《武林外传》相继上线，影版《武林外传》当年票房 1.96 亿元，年度排名第 17 名，动画版《武林外传》平均收视率 0.57%，与《喜羊羊与灰太狼》仅差 0.03%。**《武林外传》已成为一代人的共同记忆和情感符号，在大众心中有着不可替代的地位。**

表 1：《武林外传》影视 IP 发展

类型	出品方	播出时间	集数	主演	作品表现
电视剧版	北京联盟影业投资有限公司	2006 年 1 月	80	闫妮、沙溢、姚晨、喻恩泰	第二天收视率 4.26%，同期开播收视率的第一名，豆瓣评分 9.3 分
动画版	北京联盟影业投资有限公司	2010 年 5 月	300	-	收视率连创新高，播出三周平均收视率 0.57%，距离《喜羊羊与灰太狼》在央视播出 5 年来所累积的最高收视率纪录 0.6 仅差 0.03%
电影版	北京联盟影业投资有限公司、中国电影集团公司	2011 年 1 月	-	闫妮、沙溢、姚晨、喻恩泰	投资 1000 余万，累积票房 1.96 亿

资料来源：艺恩网、中信证券研究部整理

表 2：2011 年度电影票房排名

年度排名	历史排名	电影名称	总票房（亿元）	总人次	总场次
1	32	变形金刚 3	10.81	2590 万	47.64 万
2	90	功夫熊猫 2	6.17	1626 万	38.95 万
3	92	金陵十三钗	6.09	1485 万	53 万
4	108	龙门飞甲	5.56	1213 万	31.11 万
5	136	加勒比海盗 4	4.74	1236 万	26.69 万
6	154	建党伟业	4.23	1235 万	33.16 万
7	165	哈利波特与死亡圣器(下)	4.04	1038.61 万	26.44 万
8	188	失恋 33 天	3.57	1120 万	29.04 万
9	253	速度与激情 5	2.54	791 万	21.22 万
10	268	蓝精灵	2.35	669 万	17.7 万
11	275	洛杉矶之战	2.27	716 万	23.22 万
12	283	新少林寺	2.16	599 万	17.68 万
13	286	窃听风云 2	2.15	641 万	21.61 万
14	292	白蛇传说(2011)	2.11	651 万	24.33 万
15	309	猩球崛起	1.97	635 万	19.51 万
16	310	将爱情进行到底	1.96	561 万	20.54 万
17	321	武林外传	1.96	530 万	16.2 万
18	331	画壁	1.78	544 万	19.99 万
19	343	武侠	1.72	509 万	17.98 万
20	356	最强囍事 2011	1.67	497 万	14.17 万

资料来源：艺恩网，中信证券研究部

## 端游历史成绩骄人，流水经久不衰

看准剧版《武林外传》IP 的巨大潜力，完美世界于 2006 年率先取得了该 IP 的正式授权，并火速投入到了客户端游戏的开发当中。2006 年 9 月，《武林外传》端游正式上线，成为国内首批基于优秀影视题材开发而成的游戏作品。

《武林外传》是一款 Q 版 3D RPG 武侠网游，在秉承影视原作轻松、幽默风格的基础上，采用了 Angelica3D 引擎，以精美华丽的画面、生动亲切的剧情、幽默搞笑的风格和动感灵活的 Q 版造型等独具创意的诸多玩点，为玩家展示一个更广阔、内容更丰富的喜剧武侠新世界。游戏高扩展性的剧情副本系统，可以让玩家重温电视剧集中的经典情节，并可以更自由的体验资料片所带来的全新剧本。

表 3：《武林外传》端游里程碑时点

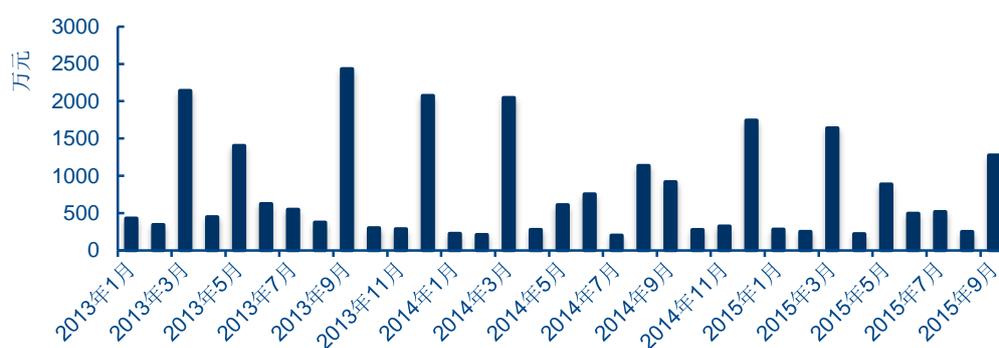
时间	事件
2006.8	游戏内测
2006.9	公测及第一季《初入江湖》上线
2006.12	第二季《独步武林》上线
2007.3	《群雄争霸》版本上线
2007.7	资料片《天外飞仙》上线：引入八种三转职业技能
2007.12	资料片《胜者为王》上线：引入帮派玩法
2008.7	资料片《风云再起》上线：引入全新地图、羽化系统
2009.7	《冰火岛》版本上线：引入新等级上限
2010.8	《魔界》版本上线：引入新种族魔族
2011.8	《盗圣传说》版本上线：新增三大武学门派系统
2012.7	《桃花奇缘》版本上线：引入新职业、新地图
2013.7	《小六巡夜》版本上线：引入跨服玩法
2014.8	《号令江湖》版本上线：引入新职业、新副本
2015.7	《文武双全》版本上线：引入主角职业、帮派玩法

资料来源：公司公告，中信证券研究部

注：资料截止至 2015 年 9 月

自 2006 年 9 月上线以来，该款端游获得了玩家和业界的一致好评，2006 年，《武林外传》端游获得金翎奖“玩家最期待的十大网络游戏”、“最佳原创网络游戏”和“最佳 Q 版网络游戏”三项殊荣，并在 2007 年游戏产业年会上获得“十大最受欢迎的网络游戏”和“十大最受欢迎的民族网络游戏”的荣誉称号。截至 2015 年 9 月，《武林外传》已上线满 9 年，依然能维持 30 万人左右的月活跃用户，充值金额在当月达到了 1300 万，可见该款游戏不论从题材还是创新玩法上一直保持着较强的市场竞争力。

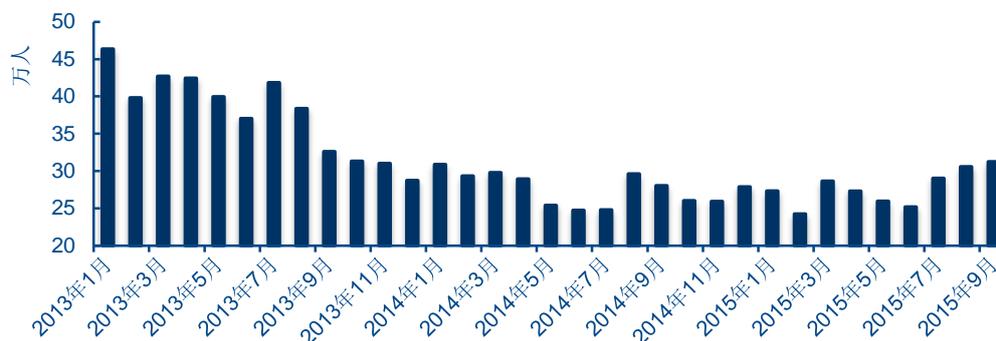
图 1：《武林外传》端游 2013 年-2015 年 9 月月流水情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

注：资料截止至 2015 年 9 月

图 2：《武林外传》端游 2013 年-2015 年 9 月月活跃用户数情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

注：资料截止至 2015 年 9 月

从年龄分布上来看,截至 2015 年 9 月,《武林外传》端游玩家年龄段占比最高的为 26-30 岁和 31-40 岁,游戏的现有活跃用户主要为历年沉淀下来的高质量忠实粉丝型用户,用户粘性较高;另一方面,年龄为 21-25 岁的玩家比例有一定递减趋势,这说明《武林外传》端游对新入年轻玩家的吸引力有一定衰减,公司需要不断推出新的玩法、制造新的话题,来不断为这款游戏注入新的动力。因此,在原有端游 IP 基础上推出《武林外传》手游从而更好地满足年轻玩家对新鲜玩法的需求已是大势所趋。

表 4：《武林外传》端游年龄段分布

年龄段	2013	2014	2015
20 岁以下	1.90%	3.10%	3.50%
21-25 岁	21.30%	19.60%	17.30%
26-30 岁	35.70%	36.10%	30.90%
31-40 岁	26.20%	25.90%	26.80%
41 岁以上	15.00%	15.30%	21.50%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

注：资料截止至 2015 年 9 月

## 《武林外传》手游创新点众多，游戏热度有望持续发酵

《武林外传》手游自 2016 年开始研发,目前已完成产品独立开发,计划于 2018 年年初上线。2017 年 12 月 15 日,《武林外传》手游的先锋体验正式开启。通过资料搜集与分析,我们认为本次新款《武林外传》手游主要亮点如下:

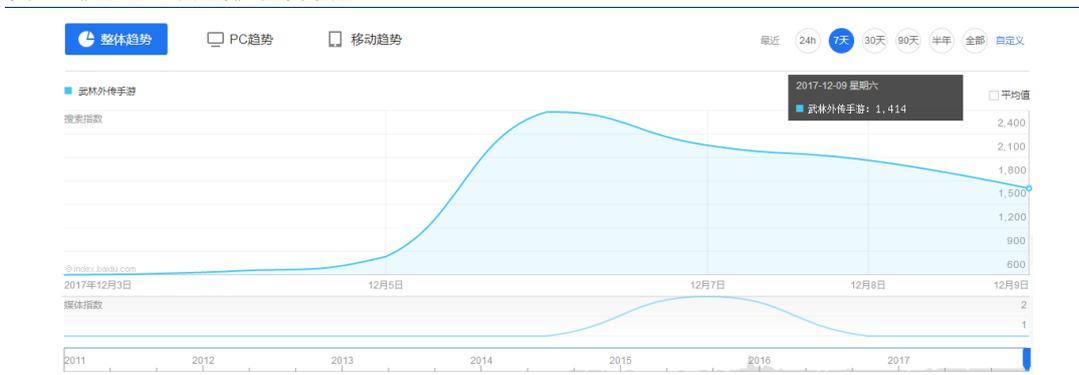
- **深度还原了同名影视的精彩剧情**,在原汁原味重现国民情景喜剧的同时更继承了端游特色精髓。现有端游的忠实玩家群体叠加影视与端游的双 IP,料将为此款手游带来较大的用户引流,充分降低游戏的获客成本。
- 采用 GPU 粒子、iTween、骨骼动画、高清远景、全局光照等技术,赋予了游戏媲美端游的游戏画面。这对于追求画质清晰、场景唯美的年轻玩家来说,无疑也具备较强的吸引力。
- 开发了独特的“四段”轻功玩法,玩家可以飞檐走壁寻找趣味任务、开启空中奇遇,也可以解锁端游中最热门的“跳旗杆”任务的精彩隐藏玩法。
- 重塑了端游经典四大职业,人物造型也焕然一新;还开放捏脸染色系统,玩家可根据个人喜好定制服饰、发色、五官等细节特征,充分发挥年轻化的研发理念。

- **精心设计深度社交体系**，如拜师收徒、帮派城战等等，以充分提高玩家的用户粘性。设置热门直播系统，充分借助自媒体、网红的力量迅速提升游戏的知名度，打造年轻化的品牌形象，进一步提升利润空间。

自 2017 年 12 月 6 日官方正式发布首测消息以来，《武林外传》手游热度迅速上升，搜索词“武林外传手游”的百度指数由日常的 230 左右激增至高点 2385，12 月 3 日至 9 日，百度指数 7 日均值整体同比上升 655%，移动端同比上升 734%，事件热度持续发酵。截至 2017 年 12 月 10 日晚 10 时，官方微信公众号首测推广文章阅读量达 16086 人次，官方微博首测推广文章阅读量达 23016 人次，Taptap 社区平台上《武林外传》手游预期评分 9.8 分，预约数 2688 人次，排名 134 名。

从近几年手游行业发展历程来，端游 IP 转手游具有较高的成功率，《梦幻西游》、《大话西游》、《征途》、《诛仙》等知名端游 IP 开发手游都获得了不错的表现。一方面，端游本身积累了海量的忠实玩家，自然为手游带来天然流量；另一方面，基于端游 IP 开发手游一般是再创造升级后的产品，其 IP 效应和新兴玩法有望吸引更多新玩家加入游戏。由此，基于《武林外传》手游表现值得期待。

图 3：《武林外传手游》百度指数



资料来源：百度指数

## 端转手 IP 大作相继上线，2018 年表现值得期待

我们认为，市场舆情已初步验证《武林外传》影游双 IP 对玩家的强大引流作用，结合同名端游的历史表现，《武林外传》手游有望在明年年初为完美贡献强劲利润，利好公司短期业绩。此外，公司 2018 年将陆续上线经典端游改编手游《完美国际》、《笑傲江湖》、《真三国无双激斗版》及影游联动手游《烈火如歌》，均具有端游或大 IP 支撑，我们认为公司 2018 年公司游戏业务表现值得期待。

### 完美世界产品线一览

目前，完美世界的主要包括完美世界游戏和完美世界影视两大业务板块。在游戏方面，完美世界在手游、端游及主机游戏方面多屏布局，稳健发展。

#### ➤ 端游

公司目前正在运营客户端游戏超 20 款，包括 MMO、MOBA、FPS 等游戏类型。公司端游主要包括《诛仙》《完美世界》等知名的持续运营端游和电竞游戏。一方面《诛仙》《完美世界》等知名端游依然在持续稳定的贡献流水；电竞方面，公司在深化《DOTA2》的既有优势的同时，借助《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》及《Crossout（创世战车）》扩大电竞领域的深度布局。目前全球三大电竞项目中，《DOTA2》、《CS:GO》在中国大陆的独家运营代理权均在完美世界手中，电竞领域优势不断强化。

表 5：在运营重点客户端游戏一览

游戏名称	上线时间	研发商	发行商
完美世界	2006 年 1 月	完美世界	完美世界
完美国际	2006 年 12 月	完美世界	完美世界
诛仙 3	2007 年 5 月	完美世界	完美世界
口袋西游	2008 年 10 月	完美世界	完美世界
神鬼传奇	2009 年 4 月	完美世界	完美世界
武林外传	2009 年 7 月	完美世界	完美世界
热舞派对 MAX	2010 年 4 月	完美世界	完美世界
神鬼世界	2010 年 12 月	完美世界	完美世界
神雕侠侣	2012 年 9 月	完美世界	完美世界
DOTA2	2013 年 4 月	Valve	完美世界(中), Valve, Nexon(日韩)
圣斗士星矢 OL	2013 年 5 月	SEGA、完美世界	完美世界
笑傲江湖 OL	2013 年 6 月	完美世界	完美世界
梦幻诛仙 2	2014 年 4 月	完美世界	完美世界
神魔大陆 2	2014 年 6 月	完美世界	完美世界
蜀山缥缈录	2016 年 9 月	祖龙娱乐	完美世界
HEX	2016 年 11 月	Cryptozoic Entertainment	Cryptozoic Entertainment, 完美世界
创世战车	2017 年 7 月公测	Gaijin Entertainment	完美世界
CS: GO	2017 年 9 月公测	Valve, Hidden Path Entertainment	Valve, 完美世界, Steam

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### ➤ 手机游戏

完美世界延续了精良制作的传统，依靠精品“端转手”MMORPG 类游戏，将《诛仙》、《倚天屠龙记》等手游上线均有不错的表现，依旧保持着自身在手游研发运营上的强大优势。公司目前正在运营的手游数十款，最新的《射雕 II》、女性向手游《梦间集》已于 2017 年暑期上线，公司代理的日系 RPG 手游《召唤物语》已于 8 月公测，国风 RPG《轮回决》正在火热预约中，此外重磅端转手《完美国际》、《笑傲江湖》等手游预计将于 2018 上半年、2018Q3-Q4 季度上线。公司的精品手游布局有望不断提升公司在移动游戏市场的份额。

表 6：在运营重点手机游戏一览

游戏名称	上线时间	研发商	发行商	上线表现	App Store 10 月 预计国内收入 (万元)	App Store 10 月 预计国内下载量 (千)	iPhone 全部游戏 APP 排名
神雕侠侣手游	2013 年 5 月	完美世界	完美世界	完美世界 胜利游戏	132.3	9	215
国王万岁	2013 年 5 月	完美世界	完美世界	完美世界	<3.3	<5	844 (仅策略类)
舞动全城	2014 年 9 月	完美世界	完美世界	完美世界	<3.3	<5	1121
神魔大陆	2014 年 6 月	完美世界	完美世界	第一天 iPad 免费榜 第一, iPhone 免费榜 前三	33.1	<5	652
射雕英雄传 3D	2016 年 3 月	完美世界	完美世界	公测首日总流水超 450 万, App Store iPad 畅销榜第 9 名、 iPhone 第 20 名	52.9	<5	276
倚天屠龙记	2016 年 5 月	完美世界	完美世界	首日空降 iOS 畅销榜 第 33 位, 首月流水 破亿	132.3	<5	193
诛仙手游	2016 年 9 月	完美世界	完美世界	首月流水 4 亿人民币 左右, 次月流水 3 亿 左右	1984.9	60	41
青云志	2016 年 9 月	完美世界	完美世界	完美世界	52.9	<5	236
遮天 3D	2016 年 10 月	完美世界	完美世界	完美世界	6.6	<5	950
最终幻想:觉醒	2016 年 12 月	完美世界	完美世界	完美世界	59.5	6	426
火炬之光	2016 年 12 月	Runic Games	完美世界	完美世界	132.3	20	240
西游伏妖篇	2017 年 1 月	完美世界	完美世界	完美世界 聚力互娱	<3.3	<5	829 (仅角色扮演类)
神鬼传奇手游	2017 年 4 月	完美世界	上海奇幻	公测数日杀入畅销 榜	无 iOS 版本	无 iOS 版本	无 iOS 版本
梦间集	2017 年 7 月	完美世界	完美世界	iOS 下载榜第四名	132.3	40	407

游戏名称	上线时间	研发商	发行商	上线表现	App Store10月 预计国内收入 (万元)	App Store10月 预计国内下载量 (千)	iPhone 全部游戏 APP 排名
射雕英雄传 II	2017年6月	完美世界	万达院线		66.2	<5	338
召唤物语	2017年8月	Ateam	完美世界		<3.3	<5	1120

资料来源：公司公告，数据库，中信证券研究部 注：国内收入及下载量排名来自数据库十月月度监测数据，iPhone 全部游戏 APP 排名来自 2017年12月6日 iOS 榜单排名

表 7：待上线手机游戏一览

产品	预计上线时间	游戏类型	研发商	发行商	IP
武林外传官方手游	2017年12月15日封测	3D 武侠 RPG 类	完美世界	完美世界	自有端游 IP，《武林外传》影视剧
完美国际	2018年上半年	创世奇幻 RPG 类	完美世界	完美世界	自有端游 IP
笑傲江湖手游	2018年Q3或Q4	动作武侠 RPG 类	完美世界	完美世界	自有端游 IP
轮回决	11月12日结束 iOS 首测，预计 2018 年上线	国风仙侠 RPG 类	完美世界	完美世界	原创 IP
真三国无双激斗版	预计 2018 年上半年	历史战斗类	完美世界	完美世界	光荣《真·三国无双 6》
烈火如歌	预计 2018 年与电视剧同期上线	3D 武侠 MMO 类	完美世界	完美世界	《烈火如歌》影游双 IP
策略卡牌游戏（名称待定）	待定	-	-	-	-
休闲竞技游戏（名称待定）	待定	-	-	-	-
卡牌 ARPG 游戏（名称待定）	待定	-	-	-	-
二次元卡牌游戏（名称待定）	待定	-	-	-	-
MMOARPG（名称待定）	待定	-	-	-	-

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### ➤ 主机游戏

主机游戏方面，公司目前在运营的主机游戏有《无冬之夜 OL》（Xbox、PS4 版本）、《三国战纪》、《HOB》、《星际迷航》（Xbox、PS4 版本）、《深海迷航》、《三对三街头篮球》等，其中《无冬之夜 OL》是欧美地区首款采用道具收费的主机游戏。

表 8：在运营重点主机游戏一览

游戏名称	上线时间	研发商	发行商
无冬 OL Xbox 版	2015年3月	Cryptic Studios 工作室	完美世界
无冬 OL PS4 版	2016年7月	Cryptic Studios 工作室	完美世界
三国战纪 PS4	2016年6月	台湾鈊象电子 IGS	完美世界
HOB	2017年9月	Runic Games	完美世界
星际迷航 OL Xbox 版	2016年9月	Cryptic Studios 工作室	完美世界
星际迷航 OL PS4 版	2016年9月	Cryptic Studios 工作室	完美世界
深海迷航	2017年1月	Unknown Worlds Entertainment	完美世界
三对三街头篮球	2016年12月	韩国 JOYCITY 公司	完美世界

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

### ➤ 单机游戏

2017年10月底完美世界于 Weplay 展会上公布了九款独立游戏产品，除《深海迷航》已经上线外，其余八款均将在国内完美平台上上线，从小清新范的解谜游戏到硬核格斗类作品，风格迥异，无一不包。公布九款游戏产品的做法，可见完美世界着手独立游戏发行业务的信心与决心。对主机&独立游戏领域的布局，既有利于公司拓展海外市场，深化全球化布局，也有利于强化公司的核心技术优势。

表 9：近期待上线独立游戏一览

产品	预计平台登录时间	游戏类型	研发商	发行商
隐龙传	2018 年上半年	硬派武侠动作游戏	深圳美格方互动	Gameepoch 星游纪
面条人	2018 年上半年	解谜游戏		
迷城之光	2018 年上半年	ARPG 类游戏	Runic 工作室	Runic 工作室
洪潮之焰	2018 年上半年	动作冒险类游戏	The Molasses Flood	The Molasses Flood
愤怒军团：重装	2018 年上半年	飞行射击游戏	惊叫盒游戏	惊叫盒游戏
Absolver	2018 年上半年	硬核格斗游戏	前《看门狗》游戏制作人 Sloclap	Devolver Digital
非常英雄	2018 年上半年	西游故事卡通游戏	Magic Design Studios	Magic Design Studios
拯救世界特别小队	2018 年上半年	多人协作潜行游戏	Nela System	Nela System

资料来源：游民星空资讯，中信证券研究部

## 风险因素

人才流失的风险；影视和游戏行业监管的风险；并购整合不及预期风险；游戏或影视项目不及预期的风险。

## 投资建议

公司仍然是 A 股市场上以研发为导向的最优质的游戏公司之一，我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测为 1.08/1.37/1.65 元，当前价 33.77 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 31/25/20 倍。考虑到公司 2018 年业绩增速确定性较高，影游业务实力强大，以及研发为导向有望为可持续增长贡献源动力，我们上调公司目标价为 41.1 元，对应 2018 年 PE30 倍，维持“买入”评级，建议投资者积极把握成长价值。

表 10：完美世界盈利预测与估值

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,129.37	6,158.83	7,881.08	9,628.48	11,425.67
营业收入增长率 YoY	21.99%	445.33%	27.96%	22.17%	18.67%
净利润(百万元)	288.45	1,166.31	1,495.28	1,901.77	2,294.18
净利润增长率 YoY	40.32%	304.34%	28.21%	27.18%	20.63%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.21	0.96	1.08	1.37	1.65
毛利率	28.12%	16.17%	17.41%	18.37%	18.37%
净资产收益率 ROE	161	35	31	25	20
每股净资产(元)	19	6	5	5	4
PE	1,129.37	6,158.83	7,881.08	9,628.48	11,425.67
PB	21.99%	445.33%	27.96%	22.17%	18.67%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2017 年 12 月 14 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,129	6,159	7,881	9,628	11,426
营业成本	562	2,404	2,961	3,679	4,402
毛利率	50.20%	60.96%	62.42%	61.79%	61.48%
营业税金及附加	9	54	71	82	100
销售费用	80	755	906	1,107	1,314
营业费用率	7.05%	12.26%	11.50%	11.50%	11.50%
管理费用	109	1,836	2,049	2,503	2,971
管理费用率	9.64%	29.80%	26.00%	26.00%	26.00%
财务费用	45	1	64	34	2
财务费用率	3.94%	0.02%	0.81%	0.35%	0.02%
投资收益	25	192	73	97	121
营业利润	328	1,201	1,904	2,319	2,758
营业利润率	29.02%	19.50%	24.15%	24.08%	24.14%
营业外收入	57	157	79	98	111
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	385	1,356	1,982	2,415	2,867
所得税	86	223	427	485	555
所得税率	22.27%	16.43%	21.55%	20.08%	19.36%
少数股东损益	11	(33)	59	29	18
归属于母公司股东的净利润	288	1,166	1,495	1,902	2,294
净利率	25.54%	18.94%	18.97%	19.75%	20.08%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	385	1,356	1,982	2,415	2,867
所得税支出	-86	-223	-427	-485	-555
折旧和摊销	11	207	0	0	0
营运资金的变化	-27	43	-522	-510	-494
其他经营现金流	-85	-228	-11	-62	-118
经营现金流合计	198	1,155	1,021	1,358	1,700
资本支出	-2	-168	0	0	0
投资收益	25	192	73	97	121
其他投资现金流	-533	-8,635	0	0	0
投资现金流合计	-510	-8,611	73	97	121
发行股票	56	6,014	0	0	0
负债变化	1,536	4,637	-441	0	0
股利支出	-15	-123	-123	-137	-158
其他融资现金流	-654	-2,365	-64	-34	-2
融资现金流合计	923	8,162	-627	-171	-159
现金及现金等价物净增加额	611	706	467	1,284	1,661

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,098	2,097	2,564	3,848	5,510
存货	344	496	613	761	910
应收账款	678	1,932	2,472	3,020	3,584
其他流动资产	378	6,683	6,889	7,027	7,216
流动资产	2,498	11,208	12,538	14,656	17,220
固定资产	8	526	526	526	526
长期股权投资	416	868	868	868	868
无形资产	3	132	132	132	132
其他长期资产	106	3,562	3,562	3,562	3,562
非流动资产	533	5,089	5,089	5,089	5,089
资产总计	3,031	16,297	17,627	19,746	22,309
短期借款	309	441	0	0	0
应付账款	18	727	895	1,113	1,331
其他流动负债	912	3,055	3,225	3,334	3,524
流动负债	1,239	4,223	4,121	4,446	4,855
长期借款	643	2,033	2,033	2,033	2,033
其他长期负债	0	1,589	1,589	1,589	1,589
非流动性负债	643	3,622	3,622	3,622	3,622
负债合计	1,882	7,845	7,743	8,068	8,477
股本	559	1,386	1,386	1,386	1,386
资本公积	23	4,162	4,162	4,162	4,162
归属于母公司所有者权益合计	1,026	7,214	8,586	10,351	12,488
少数股东权益	123	1,238	1,298	1,326	1,344
股东权益合计	1,149	8,453	9,884	11,677	13,832
负债股东权益总计	3,031	16,297	17,627	19,746	22,309

主要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)					
营业收入	21.99%	445.33%	27.96%	22.17%	18.67%
营业利润	23.09%	266.40%	58.50%	21.81%	18.92%
净利润	51.66%	304.34%	28.21%	27.18%	20.63%
利润率 (%)					
毛利率	50.20%	60.96%	62.42%	61.79%	61.48%
EBITDA Margin	-	-	23.43%	21.91%	17.76%
净利率	25.54%	18.94%	18.97%	19.75%	20.08%
回报率 (%)					
净资产收益率	28.12%	16.17%	17.41%	18.37%	18.37%
总资产收益率	9.52%	7.16%	8.48%	9.63%	10.28%
其他 (%)					
资产负债率	0.00%	48.13%	43.93%	40.86%	38.00%
所得税率	22.27%	16.43%	21.55%	20.08%	19.36%
股利支付率	5.16%	10.56%	9.16%	8.29%	9.34%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。