

强烈推荐-A (维持)

完美世界 002624.SZ

目标估值: 35.7 元
当前股价: 29.64 元
2019 年 09 月 15 日

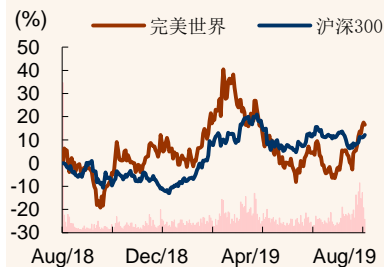
游戏内容为王浪潮下的突围之道

基础数据

上证综指	3009
总股本(万股)	129270
已上市流通股(万股)	115995
总市值(亿元)	383
流通市值(亿元)	344
每股净资产(MRQ)	7.1
ROE(TTM)	21.3
资产负债率	40.0%
主要股东	完美世界控股集团有
主要股东持股比例	35.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	-1	23
相对表现	11	-6	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《完美世界(002624)—19H1 归母净利润同增 30.5%超预期,精品手游逐步兑现》2019-08-16
- 2、《完美世界(002624)—18H1 归母净利润增 16.5%符合预期,毛利率明显提升,影视业务增长强劲》2018-08-24
- 3、《完美世界(002624)—公司回购+管理层增持,凸显发展信心》2018-07-15

朱璿

zhujun5@cmschina.com.cn
S1090516080002

罗亚琨

luoyakun@cmschina.com.cn
S1090518090004

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

行业层面, 凭借版号重启的刺激以及云游戏的中长期看点, 游戏行业几乎是目前传媒板块中景气度最高的子板块, 值得重点关注; 从公司层面来看, 完美世界位列腾讯、网易之外的第二梯队, 且研发实力超出同行, 是 A 股游戏公司中的佼佼者, 也是我们重点看好的龙头之一。本文尝试从游戏行业驱动力逻辑转变下, 未来的机会、公司未来业绩潜能分析、对标海外市场内容龙头公司, 以及展望云游戏时代四个切入点, 深入探讨完美世界未来看点。维持“强烈推荐-A”评级!

- 移动互联网用户红利走向尾声, 行业驱动力从用户规模端转向 ARPU 值提升, 行业进入头部内容为王的博弈时期, 公司深耕研发, 在内容端优势显著。手游市场在 2013~2016 年用户红利爆发, 得益于玩家规模放大, ARPU 值上升, 游戏市场飞速发展, 但游戏品质参差不齐。随着用户红利走向尾声, 用户逐渐成熟, 游戏头部市场呈现固化、头部厂商主导等特点, 通过精品头部内容提高 ARPU 成为新增长动力。完美世界深耕研发, 在此阶段内容端优势显著!
- 从游戏项目看, 公司业绩依然体现增长潜质。对标海外游戏内容龙头公司, 完美估值依然有提升空间。游戏业务为公司主要收入来源, 历年的高递延收入展现高增长潜力。从游戏项目来看: 已上线的《诛仙手游》长周期运营, 《完美世界手游》借力端游 IP 优势, 有望成为公司营收流水的扛鼎之作; 新游储备丰富, 目前测试和正在研发的游戏超 20 款, 品类齐全、品质精良, 体现公司业绩增长潜质。纵观海外, “持续爆款+长线运营”为内容龙头带来估值溢价。完美世界增长的手游业务、稳定的端游业务、优秀的合作资源等, 将成为完美跨越低估、对标全球优质厂商的源动力。
- 展望云游戏时代, 公司在端游、手游领域积累深厚, 在主机游戏领域提前部署, 在游戏平台领域前瞻布局 Steam 中国, 预计市场地位将进一步提升。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2019~21 年归母净利润分别为 21.2 亿元、24.6 亿元和 28.1 亿元, 对应 PE 分别为 18.1 倍、15.6 倍和 13.7 倍, 公司作为优质的白马型公司, 维持“强烈推荐-A”评级!
- 风险提示: 新游上线时间、流水表现或不及预期, 老游戏流水衰减较快的风险, 游戏和影视监管政策趋严风险, 应收账款/存货减值风险等。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7930	8034	8552	9905	11137
同比增长	29%	1%	6%	16%	12%
营业利润(百万元)	1589	1892	2411	2807	3200
同比增长	32%	19%	27%	16%	14%
净利润(百万元)	1505	1706	2119	2462	2805
同比增长	29%	13%	24%	16%	14%
每股收益(元)	1.14	1.30	1.64	1.90	2.17
PE	25.9	22.8	18.1	15.6	13.7
PB	4.9	4.6	3.7	3.1	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

引言.....	5
一、完美未来的机会在哪？ARPU 值提升逻辑下内容为王	6
1.1 游戏市场驱动力由用户规模&用户时长转向 ARPU 值提升，头部内容为王	6
1.1.1 行业逻辑转变，内容壁垒高于用户红利.....	6
1.1.2 2013~2016 年：用户红利+ARPU 助推游戏市场.....	9
1.1.3 现阶段精品当道，ARPU 成新增长动力	9
1.2 公司核心竞争力在于强研发，有望在分化的市场中脱颖而出	11
1.2.1 完美游戏发展历程：端游到手游，对研发的重视不曾改变.....	11
1.2.2 研发+IP 共创价值，《完美世界手游》、《诛仙手游》吸金效果突出	13
二、如何看待公司未来业绩潜能？	16
2.1 上市以来业绩增长稳健，凸显龙头优势	16
2.2 充足项目储备+IP 保驾护航，为业绩提供保障.....	19
三、云游戏时代，公司有望继续领先.....	21
3.1 以古鉴今，游戏内容与品质影响行业周期、公司生命期	21
3.2 云游戏可能带来的产业变化以及公司布局	22
3.2.1 云游戏打开游戏行业天花板.....	22
3.2.2 海内外头部大厂积极布局，云游戏进度或超预期.....	24
3.2.3 主机+端游打法多样，Steam 中国弥补渠道短板	26
四、盈利预测与估值.....	28
4.1 纵观海外，“持续爆款+长线运营”为内容龙头带来估值溢价	28
4.1.1 动视暴雪：开创细分品类玩法和 IP 长线运营的先河.....	28
4.1.2 艺电 EA：发力运动视频游戏系列，通过投资并购获取众多 IP.....	29
4.1.3 Take Two：精品游戏研发策略铸就成功 IP 大作.....	29
4.1.4 育碧：数字化内容转型加速，同时发力多品类游戏系列的创新玩法.....	29
4.1.5 网易：端改手产品的成功奠定营收基础，深度研发大作频出	30
4.1.6 腾讯控股：社交流量体系铸就发行王者，自研+代理双翼齐飞.....	30
4.1.7 迪士尼：重度 IP 加持，打通电影、游戏、动漫等文娱多领域发展.....	31
4.2 跨越低估值，完美世界对标全球优秀龙头	31
五、风险提示.....	35

图表目录

图 1: 2008~2018 年手游&游戏用户规模及增速	7
图 2: 2008~2018 年手游&游戏收入规模及增速	7
图 3: 2008~2018 年游戏行业收入结构变化	8
图 4: 2009~2018 年中国手游市场 ARPU 及其增速	8
图 5: 短视频手游月人均使用时长变化	9
图 6: 2015~2018 年研发人员数量及占比	12
图 7: 2015~2019H1 研发投入金额及占营业收入比例	12
图 8: 《完美世界》手游 iOS 中国区畅销榜排名	14
图 9: 《诛仙》手游 iOS 中国区畅销榜排名	14
图 10: 2019 年 3~7 月《完美世界手游》月流水变化	14
图 11: 2015~2019H1 公司分行业营业收入及增速	16
图 12: 2014~2019H1 公司归母净利及增速	16
图 13: 2015~2019H1 公司主营业务占比	17
图 14: 2015~2019H1 公司游戏业务细分占比	17
图 15: 2015~2019H1 公司各项业务利润率	18
图 16: 2015~2019H1 公司期间费用率变化(管理费用含研发)	18
图 17: 2015~2019H1 公司递延收入及占游戏营收比例	18
图 18: 全球云游戏市场规模(百万美元)	23
图 19: 海内外云游戏布局	25
图 20: steam 平台注册用户数	27
图 21: 2018 年 steam 平台月活用户区域占比	27
图 22: 海外七家龙头游戏、影视公司估值对比分析	31
表 1: 2019H1 中国移动游戏产品收入榜 TOP10	10
表 2: 完美世界游戏业务历史沿革	11
表 3: 2018 年全球游戏业务前二十五名上市公司经营数据及总研发费用	12
表 4: 公司过去重点游戏情况	15
表 5: 公司部分影视头部作品	17
表 6: 公司未来新游储备	19

表 7: 2013~2016 年主要游戏公司的市值变动情况(亿人民币)	22
表 8: 传统游戏变现模式对比	23
表 9: 海外云游戏订阅模式对比	23
表 10: 谷歌与微软入局云游戏的优势	24
表 11: 2017-2019 年腾讯投资海外公司交易统计	26
表 12: 娱乐内容领域海外龙头公司市盈率估值列表 (采用 GAAP 统计口径)	28
表 13: A 股公司估值列表	32
表 14: 完美世界收入分项目预测	33
附: 财务预测表	38

引言

行业层面看，凭借版号重启的刺激以及云游戏的中长期看点，游戏行业几乎是目前整个传媒板块中景气度最高的子板块，值得重点关注；公司层面看，完美世界位列腾讯、网易之外的第二梯队，且研发实力超出同行，是 A 股游戏公司中的佼佼者，也是我们重点看好的龙头之一。本文独辟蹊径，尝试从四个角度深入探讨完美世界未来看点：1) 移动互联网用户红利走向尾声，行业驱动力从用户规模端转向 ARPU 值提升，行业进入头部内容为王的博弈时期，公司深耕研发，在内容端优势显著；2) 从当前已上线游戏表现以及未来游戏储备看，业绩依然体现增长潜质；3) 展望云游戏时代，公司在端游手游领域积累深厚，在主机游戏领域提前部署，在游戏平台领域前瞻布局 Steam 中国，预计市场地位将进一步提升；4) 最后，对标海外市场内容龙头公司，完美世界估值依然有提升空间。

一、完美未来的机会在哪？ARPU 值提升逻辑下内容为王

1.1 游戏市场驱动力由用户规模&用户时长转向 ARPU 值提升，头部内容为王

1.1.1 行业逻辑转变，内容壁垒高于用户红利

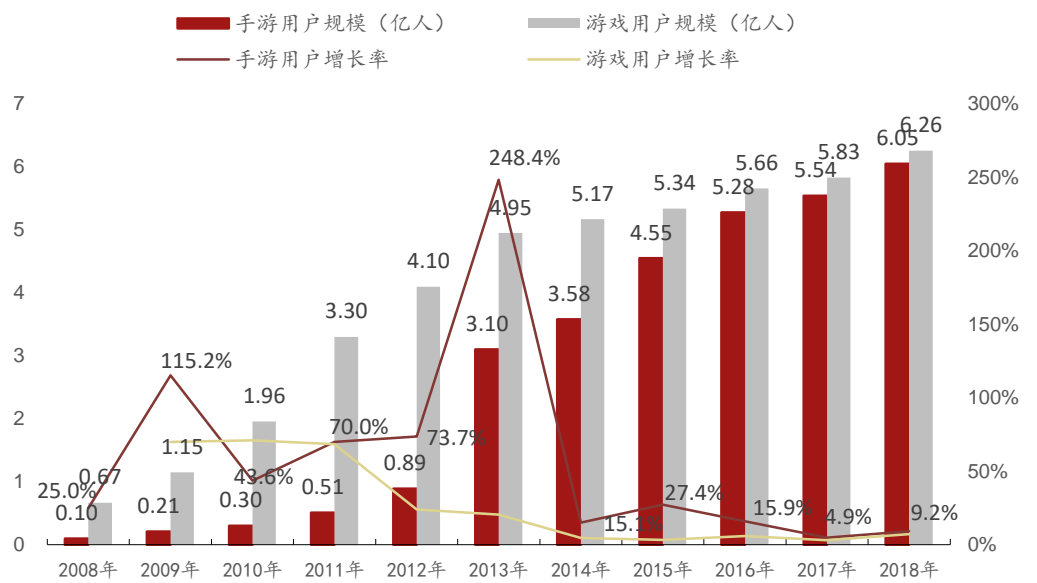
2013 年是我国手游行业爆发元年，在移动互联网普及的带动下，行业景气度走向巅峰。2012 年，我国手游行业对应的市场规模和用户规模分别是 32.4 亿元、0.9 亿人；到了 2013 年，二者数字分别达到 112.4 亿元、3.1 亿人，同比增速惊人地达到 246.9%和 248.4%。

2013~2018 年，我国手游行业市场规模由 112.4 亿元增长至 1339.6 亿元，5 年间年均复合增速达 64.2%，占整体游戏行业比重从 13.5%上升至 62.5%，成为当下游戏行业第一主力军，也几乎贡献了游戏行业近两年所有增量；手游用户市场规模从 3.1 亿人增长到 6.05 亿人，5 年间年均复合增速达 14.3%，在游戏用户中的渗透率从 62.6%提升至 96.6%。

其中，2018 年由于受到 Q2~Q4 版号暂停影响，行业增速大幅放缓；自去年 12 月版号重启以来，行业开始转暖。2019H1 手游行业市场规模为 753.1 亿元，同比增长 18.8%（去年同期增速为 12.9%）；此外，根据游戏工委发布的《2019 年 1~6 月中国游戏产业报告》，手游用户规模 6.2 亿人，同比增长 6.0%（此数据口径与伽马数据略有差异）。

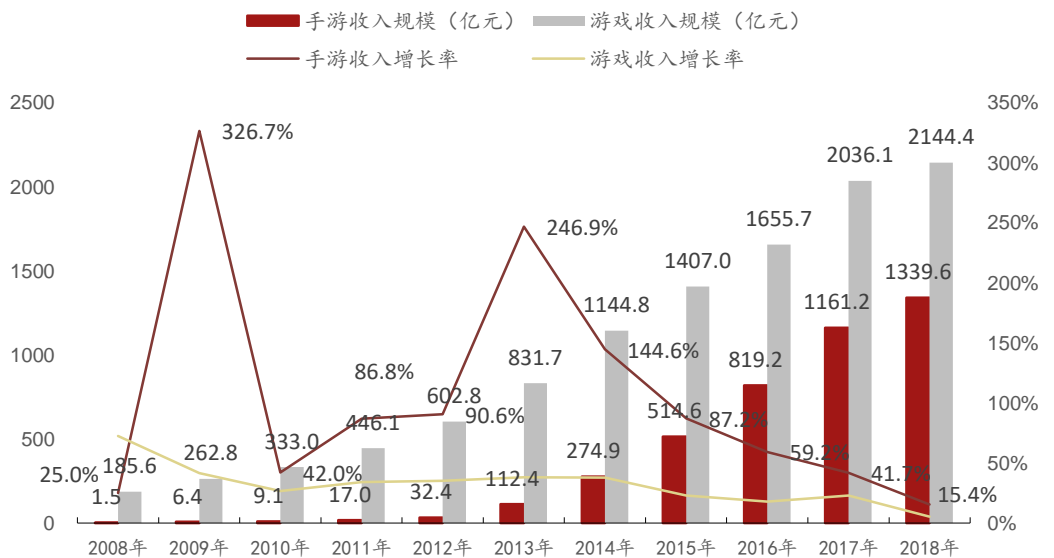
目前节点看，随着移动互联网整体用户红利逐渐转弱，手游行业已逐渐由前期快速爆发的成长早期（对应 2013~2016 年）转向相对理性的成长中后期（2017 年至今）。如果简单从以下“手游行业收入规模=手游用户规模*ARPU”公式分拆行业成长驱动力，我们认为：**尽管今年以来用户规模在小游戏以及新作上线背景下增速创下新高，但来源于用户端的成长已相对有限。**首先，从用户时长角度看，各种娱乐方式已经进入水深火热的争夺用户注意力阶段，近年直播、短视频等的兴起更是加剧了横向竞争。2019 年 6 月，手游行业月人均使用时长为 18.5 小时，同比下降 5.2%，而短视频行业月人均使用时长上升为 22.3 小时，同比增长 8.6%，进一步挤占用户游戏时间；此外从渗透率方面看，目前手游用户在整体游戏用户中的渗透率已经高达 96.6%，在存量游戏用户中的渗透基本达到极限（继续从端游页游市场挖掘用户已经不存在红利），未来用户增量将完全来自新的小白玩家，加上本身游戏用户基数在娱乐领域已经非常高，增速会自然回归理性，用户红利会跟随移动互联网大趋势减弱。**在增量转存量的逻辑切换过程中，ARPU 提升成为驱动行业成长的关键。**

图 1：2008~2018 年手游&游戏用户规模及增速



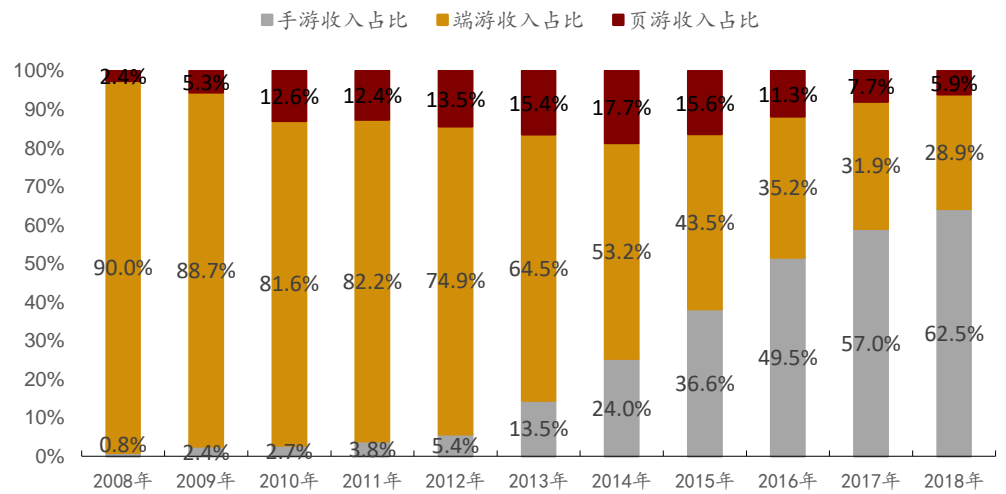
资料来源：伽马数据，招商证券

图 2：2008~2018 年手游&游戏收入规模及增速



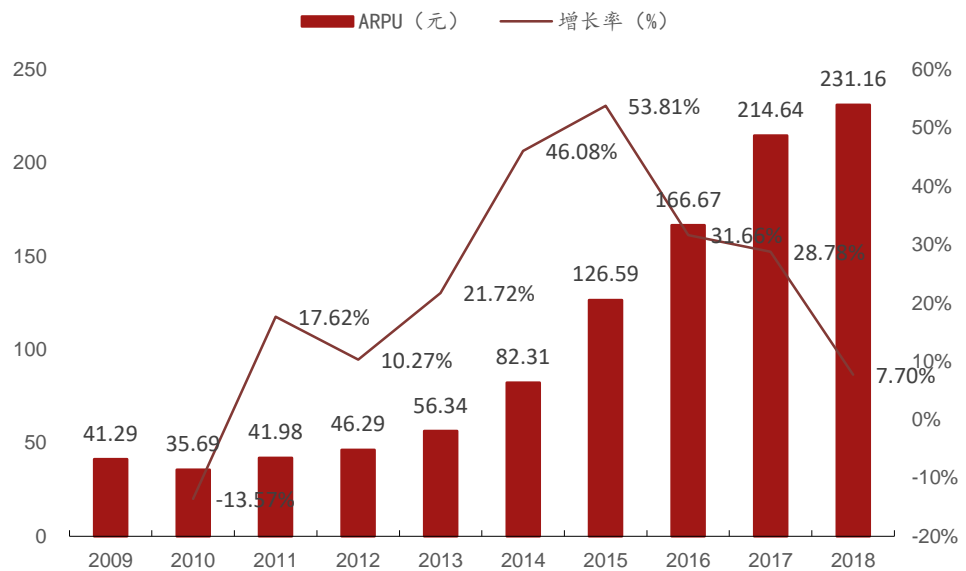
资料来源：伽马数据，招商证券

图 3：2008~2018 年游戏行业收入结构变化



资料来源：伽马数据，招商证券

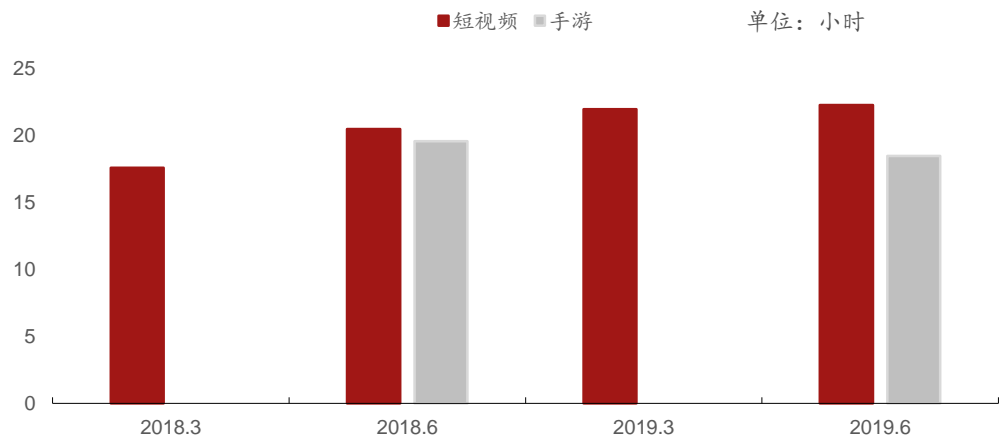
图 4：2009~2018 年中国手游市场 ARPU 及其增速



资料来源：伽马数据，招商证券

备注：这里计算的 ARPU 我们近似用：中国手游市场年总收入/年均中国手游市场用户规模

图 5：短视频手游月人均使用时长变化



资料来源：QuestMobile, 招商证券

1.1.2 2013~2016 年：用户红利+ARPU 助推游戏市场

这一时期手游市场规模的飞速增长主要得益于玩家规模的不断放大。且手游随着发展，付费设计越来越精良。受益于市场成熟，中国手游市场 ARPU 值也经历了较高的增长，其中 2014 年达到峰值，同比增速达 111.6%。

对应行业内容端的特征：

1) 游戏品质参差不齐且同质化，但插上用户红利翅膀，依然能够获利。由于早期游戏供给贫乏，新兴手游门槛低、直观、易玩，且提供了新式娱乐模式，于是迅速俘获用户群。一些手游凭借情怀，打出渠道，通过营销造出声量。但从画质与建模维度、新手与剧情维度，玩法与创新维度等“品质”评价维度，都存在缺陷。同时，手游市场的快速爆发导致“换皮”游戏广泛存在，在高速扩张的引诱下，借鉴成功题材、成功项目成为最快速也最大概率成功的途径。“换皮”是指游戏从玩法设计到数值策划都非常相似，快速扩大的游戏供给其实内含着游戏市场的同质化，导致市场上单一类型的游戏数量过多。另外，为了满足移动设备，大部分手游做了一些快餐化设计，比如自动寻路、挂机升级等，游戏内容单薄，氪金设计过多，致力于短时间、低成本，在短周期内能快速回笼资金赚取回报。

2) 短线操作居多，付费点前置、氪金程度高。手游周期较短，很多游戏厂商着力于各种氪金设计。好的付费模式有利于提高 ARPU，但也有很多过度“圈钱”的氪金方式让玩家唾骂。常见的游戏氪金方法包括抽卡、开箱、扭蛋、买装备等。

在用户未成熟的时期，以这些特性吸引新用户并从中获利的方式百试不爽。快餐化在快节奏的时代容易吸引用户消费，重氪金又保证了游戏公司的收入。虽然用户流失率可能很高，但弃游后，玩家还是会快速地投入到下一个同质化（类似题材）的游戏中，继续变现。

1.1.3 现阶段精品当道，ARPU 成新增长动力

用户逐渐成熟，开始追求品质。根据易观数据，截止 2019 年上半年，MAU 超过 10 万人

次的移动游戏数量出现下滑。同时，对游戏品质的要求也越来越高。用户逐渐对“换皮”氪金游戏的同质化内容、模式感到厌倦，对市场上过度快餐化的游戏体验也已达阈值，急需精品优质游戏带来全新刺激。

用户红利尾声，ARPU 成新增长动力，加上版号审核加严，产出优质内容才是持续吸睛和吸金的王道。目前，游戏市场用户红利几近枯竭，依靠手游开辟的新的用户增长也似乎走到了尾端。面对市场红海化的严峻事实，用户的横向空间进一步扩大的可能性降低，取而代之的是通过纵向提高 ARPU，扩大游戏在单一时点的收入，通过延长 LT (Lifetime)，扩大单一游戏的回报额，争取新的发展空间。而 LT 长短并非绝对要求，是制作简单但充值比例极高的短 LT 游戏，还是耗时长、高成本、高资源消耗的长 LT 游戏，主要取决于公司战略。基于 6 亿基数的庞大玩家群体，在致力于提升 ARPU 的逻辑下，精品游戏正当道。

尽管每年上线游戏多达数千款，但进入伽马数据收入榜前十的游戏呈现两大特点：1、越来越固化；2、腾讯网易等头部厂商主导。以 2019H1 为例，上榜多为老游戏，且以腾讯、网易开发的游戏为主。表现极为突出稳居畅销榜前十的新游只有两个，其一是完美世界的《完美世界手游》，其二是腾讯的《和平精英》，二者首月流水基本都在 10 亿量级，行业二八效应非常明显，内容为王是这一阶段的关键词。另外，从新游收入榜 TOP10 游戏可以发现，IP 产品占据 7 款，且以游戏 IP 和动漫 IP 为主，这说明 IP 游戏不论是吸睛还是吸金能力都较强。我们认为，打造产品竞争力具体而言有两点：1、高品质；2、IP 加持。

表 1：2019H1 中国移动游戏产品收入榜 TOP10

收入总排名	游戏名称	开发商	上线时间	新游排名	游戏名称	IP 属性
1	《王者荣耀》	腾讯	2015 年	1	《完美世界》	端游
2	《梦幻西游》	网易	2015 年	2	《和平精英》	/
3	《完美世界》	完美	2019 年	3	《明日方舟》	/
4	《QQ 飞车》	腾讯	2017 年	4	《一起来捉妖》	/
5	《和平精英》	腾讯	2019 年	5	《斗罗大陆》	小说
6	《阴阳师》	网易	2016 年	6	《疯狂原始人》	影视
7	《大话西游》	网易	2015 年	7	《妖精的尾巴：魔导少年》	动漫
8	《乱世王者》	腾讯	2017 年	8	《一拳超人：最强之男》	动漫
9	《率土之滨》	网易	2015 年	9	《剑网 3：指尖江湖》	端游
10	《QQ 炫舞》	腾讯	2018 年	10	《蓝月传奇》	页游

资料来源：伽马数据，招商证券整理

1.2 公司核心竞争力在于强研发，有望在分化的市场中脱颖而出

1.2.1 完美世界发展历程：端游到手游，对研发的重视不曾改变

完美世界发展历程：

1996年，清华的一个兴趣小组在池宇峰开创的洪恩公司内部建立了一个游戏部门，随着1997年成立《自由与荣耀》项目，完美世界前身正式诞生，团队成员11人全部来自清华。

2003年，创始人池宇峰在韩国考察发现，国内的3D引擎其实比韩国更加先进，从而开始考虑网游业务，于2004年正式成立北京完美时空网络技术有限公司，并开始研发自己的游戏引擎。2005年，首款基于自研引擎的游戏《完美世界》端游问世，并于次年推出《完美世界国际版》，于2007年开启游戏出口业务，陆续于北美、欧洲、亚洲等多地建立自己的海外子公司，游戏产品出口至全球100多个国家和地区。《完美世界》之后公司陆续上线《诛仙》、《武林外传》、《笑傲江湖》等多款爆款端游。2007年，完美世界登陆纳斯达克，后于2015年完成私有化。2012年，随着手游市场的兴起，公司率先布局手游业务，推出多款手游精品大作，手游收入占比逐渐提升。2016年，完美环球收购完美世界100%的股权，随后正式更名为“完美世界股份有限公司”，完美世界回归A股。

作为国内最早游戏综合厂商之一，完美世界发展早期正值我国端游市场发展的黄金时期，公司成功推出《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》等多个爆款作品，《完美世界》、《诛仙》跻身国内一线游戏。当前，完美世界游戏业务涵盖端游、主机游戏、移动游戏的研发、发行和运营等多个方面。端游层面，《完美世界》国际版、《诛仙》、《DOTA2》（代理）等经典作品依旧表现稳定。此外，2018年完美世界与Valve公司签署授权协议建立Steam中国，或成未来新的盈利增长点。主机游戏部分，公司通过收购Cryptic Studio获取《无冬OL》和《星际迷航OL》等多款游戏的开发权，未来公司也将不断发力主机游戏市场；手游方面，自2013年完美世界推出《神雕侠侣》手游以来，公司陆续推出多部端转手和影游联动相关作品，包括《诛仙手游》、《武林外传手游》、《完美世界手游》等，移动游戏业务快速见长。

表 2：完美世界游戏业务历史沿革

时间	事件
2004	完美世界游戏业务成立
2005	《完美世界》开启公测
2006	《完美世界》出海运营；《武林外传》正式公测
2007	完美时空在纳斯达克上市；《诛仙》公测
2010	收购 Runic Games；
2011	收购 Cryptic Studios；
2012	推出《射雕英雄传》、《神雕侠侣》；与 Valve 合作获 Dota2 大陆独家运营代理权
2013	《笑傲江湖 OL》端游公测，《神雕侠侣》手游公测；收购电玩巴士和 Unknown Worlds Entertainment
2015	完美世界游戏业务完成私有化，从纳斯达克退市；主机游戏《无冬 OL》发布；
2016	完美世界游戏登陆 A 股，证券简称完美世界；获得《CS:GO》大陆独家运营代理权；推出《诛仙》手游、《倚天屠龙记》；
2017	推出《射雕英雄传》手游、《梦间集》等；
2018	推出《武林外传手游》，并与 Valve 合作共同建立 Steam 中国；

资料来源：网络公开资料，招商证券整理

公司始终重视研发，自研团队实力雄厚：

公司自成立起就立足自研，建立了自上而下的研发团队，研发范围覆盖端游、手游、主机游戏、VR 游戏等。完美世界重自研、少代理，在 2019 年在研的 24 款游戏储备项目中，仅 4 款为代理游戏，经历过去端游时代长时间磨合，公司自研团队早已积累了雄厚实力。

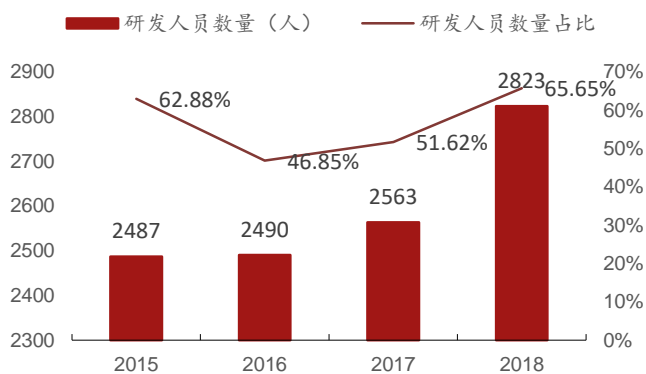
1) **自研团队：**根据完美世界 CEO 萧泓 2016 年的内部信，为推进游戏业务再次提速，完美集团做出内部组织架构调整，成立专业委员会、研发平台中心。并由公司内资深人员及管理者组成专业委员会，对游戏研发方针、策略和项目相关的所有事项提供专业的决策和参考意见。

在人才引入方面，公司相继收购了 Runic Games、Cryptic Studio 等顶尖游戏工作室，研发了《无冬 OL》和《星际迷航 OL》等多款国际知名游戏的主机、PC 双端版本，公司整体研发实力持续提升，有望为后续业绩发力做准备。

完美世界的开发团队，都具有成功的 3D 游戏开发经验，多名主力为公司元老，参与过国产 3D 电脑游戏大作《自由与荣耀》、《大秦悍将》的开发，并在此后的游戏项目中体现出顶尖的开发水平。其中《完美世界》是技术与创意的完美结合，首创自由飞行、无缝大地图等概念，也是公司鼎力之作，在国内 3D 网游占据一席之地。

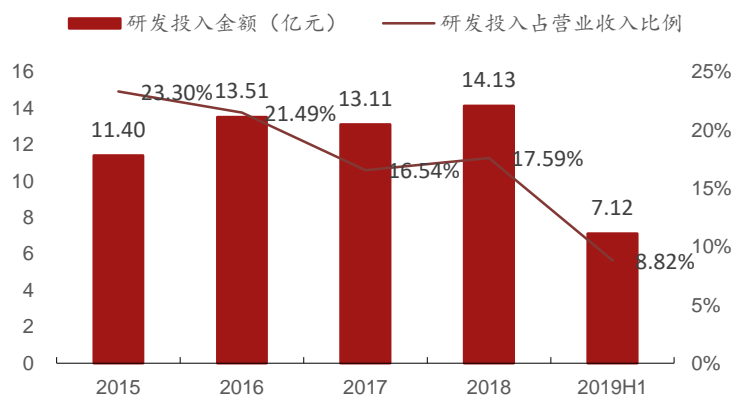
2) **自研投入：**完美世界在研发资金和人员上的投入均处于行业领先地位。近年来公司的研发人员数目保持稳中有升，占员工总人数 50% 以上，研发团队的保持正常的优胜劣汰，并且陆续有业内顶级研发团队加入。从研发支出来看，公司研发投入保持稳定，占营收比例约 20% 左右。

图 6：2015~2018 年研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，招商证券

图 7：2015~2019H1 研发投入金额及占营业收入比例



资料来源：公司公告，招商证券

表 3：2018 年全球游戏业务前二十五名上市公司经营数据及总研发费用

排名	公司	2018 年游戏业务收入(亿美元)	ROE (%)	研发费用 (亿美元)
1	腾讯	197.33	27.2	34.7
2	索尼	142.18	18.0	41.4

3	微软	97.54	19.4	147.3
4	苹果	94.53	49.4	142.4
5	动视暴雪	68.92	17.4	11.0
6	谷歌	64.97	18.6	214.2
7	网易	61.77	13.5	11.8
8	EA	52.94	24.1	13.2
9	任天堂	42.88	10.9	5.8
10	万代南宫	27.41	14.7	1.8
11	TakeTwo	25.80	13.9	2.0
12	Nexon	22.52	21.1	0.95
13	育碧	22.21	13.8	8.1
14	Netmarble	18.93	4.4	3.8
15	华纳兄弟	18.35	11.9	11.9
16	Square Enix	15.83	13.8	0.11
17	NCSOFT	13.43	16.4	2.5
18	Cyber Agent	13.24	6.0	0.29
19	Mixi	12.22	26.0	0.06
20	Konami	12.10	12.5	2.5
21	Aristocrat Leisure	11.46	35.3	3.1
22	三七互娱	10.91	15.5	0.8
23	完美世界	8.97	20.8	2.1
24	世嘉	8.32	2.9	3.9
25	卡普空	8.09	13.4	2.6

资料来源：NewZoo，公司公告，招商证券整理

1.2.2 研发+IP 共创价值，《完美世界手游》、《诛仙手游》吸金效果突出

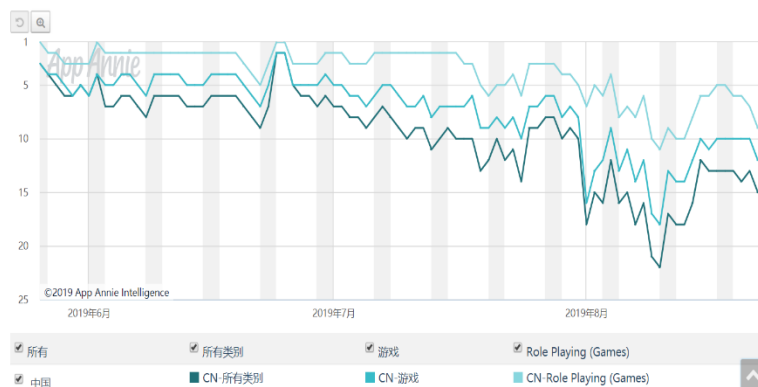
完美世界坚持精品思维。公司以两款头部精品手游《诛仙手游》、《完美世界手游》为基础，构建精品游戏矩阵。以《完美世界手游》为例，其为腾讯六星评级产品，MMORPG 类型游戏，2019 年 3 月 6 日全平台上线，上线当天拿下中国免费榜第 1、畅销榜第 2 的佳绩，4 日登顶畅销榜，并连续霸榜；截止 8 月份月流水仍在 2 亿以上，最新畅销榜排名为 10 名左右。该产品主要有 3 个亮点：1) 精品端改手。《完美世界》端游 IP 本身就影响巨大，手游还原端游世界观，延续端游人气，继续畅销；2) 画质精美，媲美端游。《完美世界》手游开场动画堪比史诗级大片，游戏画质精美；3) 海陆空三景切换，加入创新式飞行打斗过程。以《诛仙手游》为例，其为 MMORPG 类型游戏，2016 年 8 月上线，上线 20 天稳居畅销前五，2017 年前三季度完美世界总营收 55.24 亿，同比增长 55.96%，其中表现最好的手游产品即为《诛仙》手游。截止目前上线已超 3 年但依然为公司贡献较高流水收入，累计流水贡献近 50 亿，产品亮点在于：1) IP 联动，《诛仙》端游可以称得上是网络文学 IP 改编游戏的开山之作，知名度很高，加上《诛仙》手游镜像还原小说内容，经典情节唤起情怀；2) 不断更新迭代。《诛仙》端游就有包括三界天书、君临天下等几十款版本，《诛仙》手游延续了端游的内容迭代，自上线之日起至今共上线和更新 20 余个版本，拉动流水回暖。

除此之外，公司 IP 储备非常丰富。游戏方面，IP 来源主要为端游时期的头部项目，如《完美世界》、《诛仙》、《武林外传》等，以及多个金庸著作 IP 产品，如《笑傲江湖》、《神雕侠侣》等，另外，公司延续“完美世界”自创 IP 的优势，积极创新原创 IP，如

《梦间集》等，内容非常丰富。公司的游戏 IP 中，端转手的项目取得了非常亮眼的成绩，公司的全新游戏品牌战略在于打造游戏生态链，形成完备游戏新格局。此外，公司于 2018 年 3 月宣布大 IP 战略，以《完美世界》、《诛仙》和《梦间集》为基础，打造泛娱乐式全产业链，形成系统的完美世界 IP 生态圈。2019 年公司的新游储备包括《新笑傲江湖》、《我的起源》、《梦间集：天鹅座》等，有望进一步扩大 IP 矩阵；影视方面，影游联动也为 IP 提供支持。《射雕英雄传》是公司“影游联动”的初尝试，2017 年 1 月新版《射雕英雄传》播出，随后公司发行《射雕英雄传》3D 手游，游戏中很多故事设定与电视剧相通，人物服饰、场景造型也有相似之处。其后，公司还推出《烈火如歌》影响联动项目，由电视剧主演迪丽热巴代言，用影视拉动游戏用户。

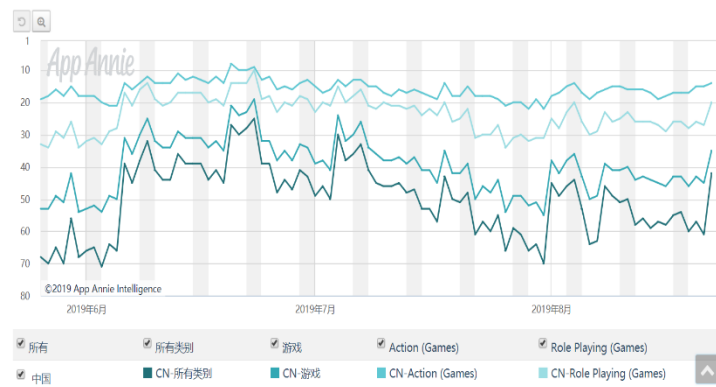
伴随着 2018 年版号收紧、监管加强，用户红利逐步耗尽，内容精品化已经成为行业共识。公司致力于打造长周期，高品质游戏，回归内容本源。只有游戏品质过硬，具备长线运营能力，才能为公司提供持续不断的现金流。

图 8：《完美世界》手游 iOS 中国区畅销榜排名



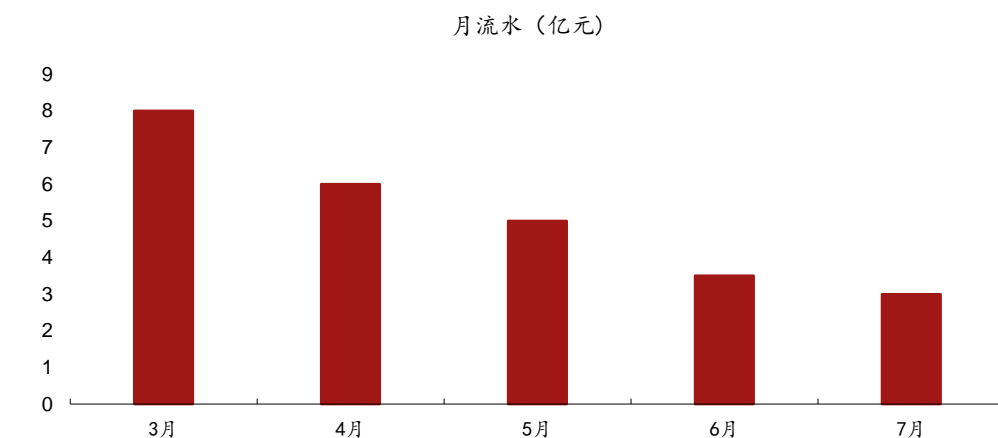
资料来源：App Annie，招商证券整理

图 9：《诛仙》手游 iOS 中国区畅销榜排名



资料来源：App Annie，招商证券整理

图 10：2019 年 3~7 月《完美世界手游》月流水变化



资料来源：招商证券估测（结合七麦数据游戏相关排行榜）

表 4: 公司过去重点游戏情况

渠道	游戏名称	类型	上线时间	IP	游戏表现
手游	《诛仙手游》	MMORPG	2016 年 8 月	《诛仙》	上线 20 天稳居畅销榜前五，上线首月流水超 4 亿元。
	《梦间集》	女性向卡牌类	2017 年 7 月	《梦间集》	公司首款二次元女性向产品 平均玩家年龄在 20 岁左右，多次获得苹果推荐上线 4 小时登顶 iOS 榜第一，十小时用户数破百万，流水破千万，首月流水超 2 亿元。目前运营良好，流水持续稳定。上线首日破 100 万用户，首月流水超 2 亿元。
	《武林外传》	MMORPG	2018 年 6 月	《武林外传》	上线当天拿下中国免费榜第 1、畅销榜第 2 的佳绩，4 日登顶畅销榜，并连续霸榜。首月流水近 10 亿，目前月流水依然超 2 亿，最新畅销榜排名 11。
	《神雕侠侣 2》	MMORPG	2018 年 8 月	《神雕侠侣》	首款“喜剧网游” 开创影游联动先河采用自主研发的 3D 引擎，首创自由飞行概念，出口至全球 100 多个国家和地区
	《完美世界手游》	MMORPG	2019 年 4 月	《完美世界》	网络文学 IP 改编游戏的开山之作 / 近年流水稳步提升，2018 年流水超 5 亿，今年受 Ti9 在上海举办拉动，流水预计将再创新高
端游	《武林外传》	MMORPG	2006 年 9 月	《武林外传》	预计 2019 年
	《完美世界国际版》	MMORPG	2006 年 12 月	《完美世界》	开创海外主机市场 F2P 先河，主机版上线至今累计流水近 20 亿元
	《诛仙》	MMORPG	2007 年 5 月	《诛仙》	位列 Steam 全球 2018 年上半年游戏畅销榜 TOP20
	《神雕侠侣》	MMORPG	2013 年 8 月	《神雕侠侣》	
	《DOTA2》(代理 Valve 游戏)	MOBA	2013 年 12 月	/	
主机	《CS:GO》(代理 Valve 游戏)	FPS	2017 年 9 月	/	
	《无冬 OL》	F2P MMORPG	2015 年 6 月	/	
	《深海迷航》	沙盒类游戏	2017 年 10 月	/	

资料来源：公司调研，公司公告，公开资料，招商证券整理

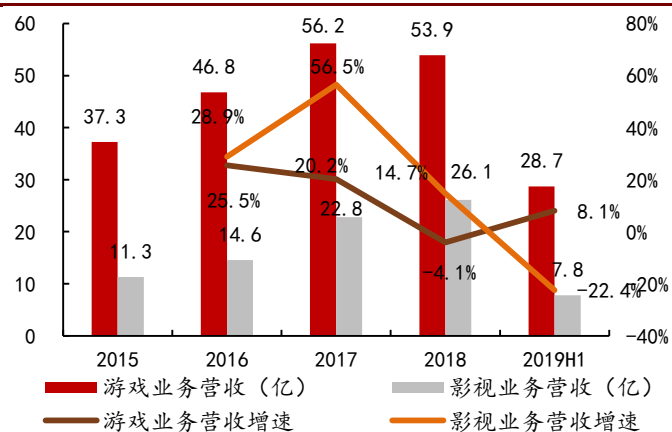
二、如何看待公司未来业绩潜能？

2.1 上市以来业绩增长稳健，凸显龙头优势

公司 2014 年上市之时主体为旗下影视业务，2016 年游戏业务装入上市公司后，整体营收和归母净利润迎来持续放量。从营收端看，2015~2018 年，公司游戏业务营收分别为 37.3/46.8/56.2/53.9 亿元，对应增速为 25.5%/20.2%/-4.1%，近 3 年复合增速达 13.1%。公司影视业务营收分别为 11.3/14.6/22.8/26.1 亿元，对应增速为 28.9%/56.5%/14.7%，近 3 年复合增速达 32.2%；从净利端看，2016~2018 年，公司归母净利润分别为 11.7/15.0/17.1 亿元，对应 2017-18 年增速分别为 29.0%/13.4%。去年以来，受游戏版号发放限制、影视行业政策约束等宏观因素及年初分离院线业务的影响，公司收入利润增速放缓。

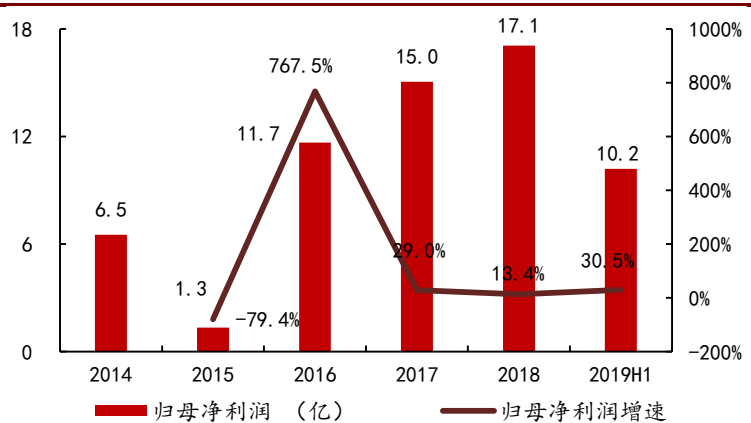
2019H1 公司实现营收 36.6 亿元，同比下降 0.3%，剔除院线业务影响后，游戏及影视业务收入实际较上年同比增长 12.4%，相比同行业其他公司表现较好。2019H1 归母净利润增速更是高达 30.5%，业绩延续高增长态势。其中 2019Q1 主要由于影视业务有《青春斗》等头部项目确认收入，2019Q2 游戏业务在《完美世界手游》上线后迎来爆发，带来 2019H1 手游收入同比增长 40%，且由于该游戏收入确认是按照剔除渠道和发行之后的口径，全流水口径增速甚至高达 60%~70%。

图 11：2015~2019H1 公司分行业营业收入及增速



资料来源：公司公告，招商证券

图 12：2014~2019H1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，招商证券（2014-2015 年数据为同一控制下合并游戏业务之后的追溯财务数据）

影视业务处行业领先地位，业绩稳定性高。公司在影视剧业务上始终秉持“内容为王”的匠心精神，不依赖于明星阵容和大 IP，而是深耕内容制作领域，在行业环境并不理想的情况下依然表现不俗。尽管公司的影视收入受到宏观因素的影响，2018 年仍实现 14.7% 的增幅。

电视剧方面，公司过去表现较为突出的作品有《射雕英雄传》、《归去来》、《深海利剑》、《神犬小七》系列、《香蜜沉沉烬如霜》、《咱们结婚吧》、《陆贞传奇》等精品剧，整体制作能力行业领先。另外，网络剧方面，《灵魂摆渡》系列、《忽而今夏》等无论品质和口碑都获得广大网友认可。过去 2016~2018 年，电视剧销售收入快速增长，收入分别达

11.0/11.3/17.5 亿元，尤其是 2018 年，公司电视剧作品迎来量质齐升，电视剧业务收入增速达 55%。

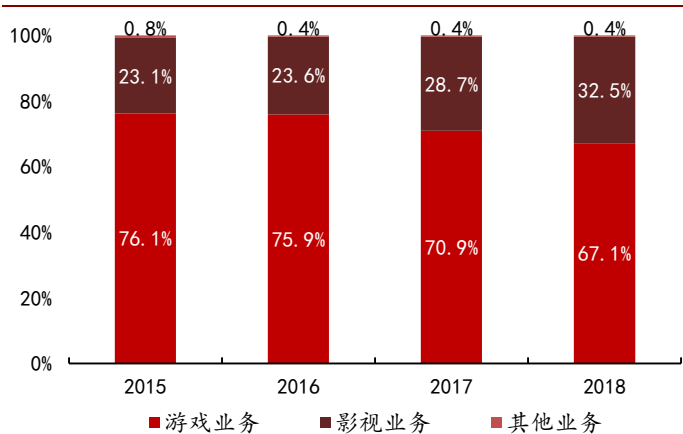
表 5：公司部分影视头部作品

年份	电视剧名称	播出平台	收视率
2018	《香蜜沉沉烬如霜》	江苏卫视	1.30%
2018	《娘道》	北京卫视、江苏卫视	1.54%
2016	《咱们相爱吧》	湖南卫视	1.14%
2015	《神犬小七》	湖南卫视	1.76%
2014	《神犬奇兵》	湖南卫视	1.50%
2013	《咱们结婚吧》	湖南卫视	2.08%
2013	《陆贞传奇》	湖南卫视	1.94%
2012	《麻辣女兵》	湖南卫视	1.82%

资料来源：公司官网，TVTV，招商证券（注：收视率 2016 年后为 CSM52 城，2014/2015 为 CSM50 城，2013 为 CSM46 城）

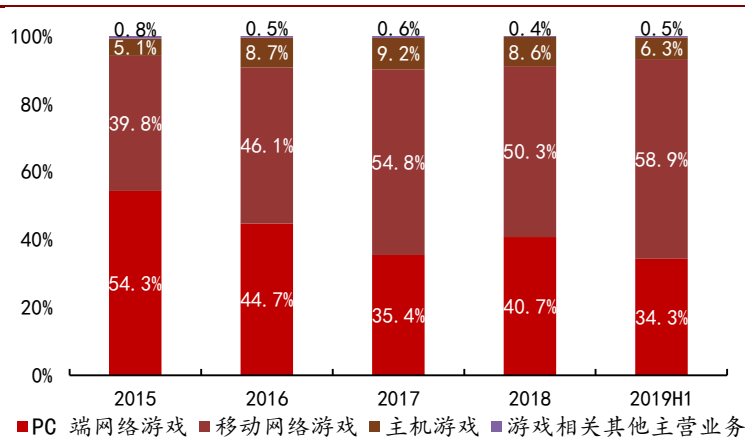
游戏业务为公司主要收入来源，收入占比七八成。近年来，游戏业务收入占公司总营收比重略有下滑，主要是影视业务发展的持续成长。公司游戏业务主要包括端游、手游和主机游戏，2018 年游戏业务收入为 53.9 亿元，收入占比达 67.1%；影视收入为 26.1 亿元，收入占比为 32.5%。院线业务剥离后，2019 年游戏业务收入占比将更高。此外，从毛利角度看，游戏业务的毛利水平也远高于影视业务，2018 年游戏业务毛利为 36.1 亿元，毛利占比达 80.5%，为公司业绩的核心来源。

图 13：2015~2019H1 公司主营业务占比



资料来源：公司公告，招商证券

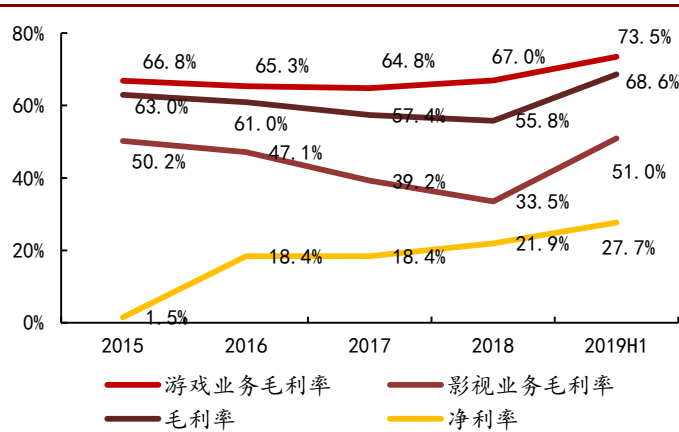
图 14：2015~2019H1 公司游戏业务细分占比



资料来源：公司公告，招商证券

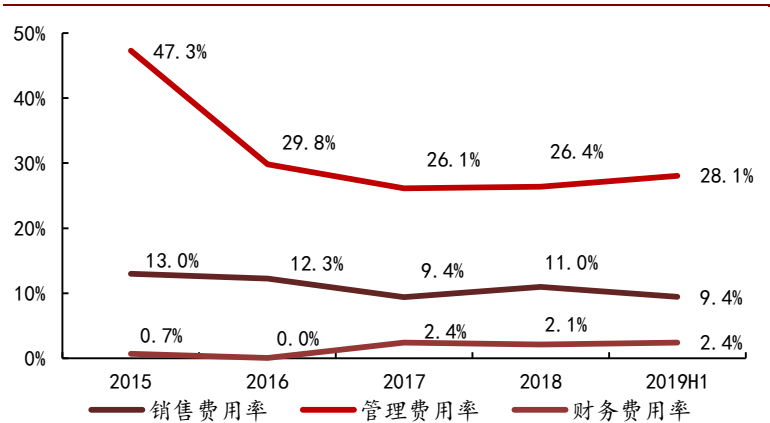
净利率提升较快,毛利率有所回升,费用率基本稳定。近年来公司盈利水平持续提高,2018年净利率为21.9%,同比增加3.5个百分点。毛利率方面,游戏毛利率稳定在65%左右,且有向上趋势;影视业务毛利率受行业监管、电视剧营业成本大部提升等因素影响下滑较明显,进而拖累综合毛利率下滑,2018年整体毛利率为55.8%,同比下降1.6个百分点,但仍高于影视和游戏行业均值。2019H1毛利率回升至68.6%,主要系《完美世界》手游、《云梦四时歌》等新游上线带动高毛利游戏业务占比提升。费用方面,公司的费用率整体较为稳定,变化不大。2019年H1数据显示,销售费用同比进一步降低,由于利息费用和研发投入增加,财务费用和管理费用(含研发)略有提升。

图 15: 2015~2019H1 公司各项业务利润率



资料来源:公司公告,招商证券

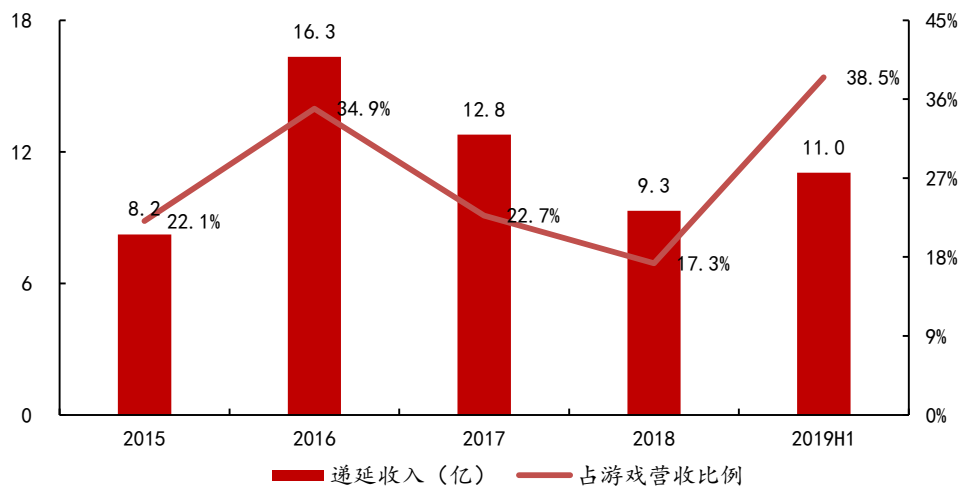
图 16: 2015~2019H1 公司期间费用率变化(管理费用含研发)



资料来源:公司公告,招商证券

高递延收入反映高增长潜力,未来可期。递延收入是公司未来业绩增长的有力支撑,高递延收入比反映出公司游戏产品的长生命周期和强大产品力。从2015~2017年完美世界递延收入情况来看,递延收入占游戏收入比例均在20%以上,2018年公司递延收入余额及占比承压下滑,主要由于当年受版号暂停发放影响,游戏上线新品较少。2019H1由于《DOTA2》受Ti9在上海举办带动充值以及已有游戏的新版本拉动流水提升,当期递延收入猛增至11亿超2018年全年水平,占游戏营收高达38.5%。此外,7月26日推出的《神雕侠侣2》以及预计推出的《我的起源》、《梦间集天鹅座》、《新笑傲江湖》等数款游戏均将增厚公司游戏业务收入。

图 17: 2015~2019H1 公司递延收入及占游戏营收比例



资料来源:公司公告,招商证券

2.2 充足项目储备+IP 保驾护航，为业绩提供保障

目前，市场对公司的核心担忧之一在于在高基数情况下业绩是否能够持续保持增长，尤其是近两年影视游戏行业增速较之前也有明显放缓，对此我们态度较为乐观，主要基于三点：1) 从当前节点看，公司项目储备依旧非常充足，类型不断扩充，佐以突出研发实力，爆款接力值得期待；2) IP 资源超过市场大多数内容公司，其 IP 来源广泛，除过去端游 IP 可以持续打造手游系列之外，还有影视和文学 IP 打造影游联动的潜能；3) 近两年游戏和影视行业的增速放缓，有部分政策以及行业自身净化的原因，行业内的不规范行为及中小公司受到严重影响，使得像完美世界这样的游戏研发和影视制作的龙头公司受到“供给侧”改革的红利，行业集中度将进一步提升。

公司未来产品线储备丰富，类型多样。从未来将上线的游戏来看，目前测试和正在研发中的游戏超过 20 款，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、卡牌等多种类型，涉及未来科幻、二次元、西方魔幻、东方仙侠等多种题材，还融合了开放世界、沙盒等全新元素。众多新品上线有望带动游戏业务收入继续稳步向上。

2019~2020 年是公司的产品高峰期。其中，包括《我的起源》、《梦间集天鹅座》、《新笑傲江湖》手游等在内的等多款游戏有望在下半年上线。首先是公司自研的沙盒 MMO《我的起源》，由腾讯代理，预计于 Q4 上线。“开放世界”和“沙盒”元素在移动端本就新颖，国内竞品少。游戏在 E3 电子娱乐展上一经曝光便受到了媒体与现场玩家的追捧，目前在官方网站上的预约数也已超过 817 万。在腾讯强大的发行能力、先进的技术以及华丽的美术风格的共同作用下，我们相信《我的起源》将在上线后取得不俗的成绩。女性向模拟经营手游《梦间集天鹅座》已取得游戏版号，预计 19Q3 上线。作为《梦间集》系列的过渡作品，游戏由《梦间集》原班画师与配音团队打造，继承了精良的原画绘制、行业领先的动态立绘等技术优点，拥有一定的玩家基础，目前在 Taptap 上获得了 9.5 的高评分。

2020 年预计上线的游戏有《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《非常英雄手游》、《新神魔大陆手游》和《梦间集 2》等。《梦幻新诛仙》是一款 3D 即时回合制的开放世界游戏，是公司的重磅产品。《非常英雄手游》是主机游戏的手游版本，主机版首次以西方文化视角对西游文化进行改编，成功地融合了传统文化与现代艺术，赢得了良好的口碑。

表 6：公司未来新游储备

名称	类型	预计上线时间	自研/代理	发行
手游				
新笑傲江湖	MMORPG	2019Q4	自研	完美世界
我的起源	沙盒+MMORPG	2019Q4	自研	腾讯
梦间集天鹅座	女性向经营恋爱	2019Q3	自研	完美世界
奈奥格之影	回合制 RPG	2020	自研	完美世界
梦幻新诛仙	RPG	2020	自研	/
战神遗迹	/	2020	自研	/
非常英雄手游	动作冒险	2020	自研	/
新神魔大陆手游	MMORPG	2020Q1	自研	完美世界
端游				
面条人	冒险解谜	未知	代理	完美世界
隐龙传	冒险动作	未知	代理	完美世界
洪潮之焰	生存冒险	未知	代理	完美世界

新诛仙世界	MMORPG	未知	自研	完美世界
赦免者	ARPG	未知	代理	完美世界
主机				
完美世界主机版	RPG	未知	自研	完美世界
主机+端游				
万智牌 (Magic The Gathering)	卡牌	2020	自研	完美世界
火炬之光: 边境	ARPG	2019	自研	完美世界

资料来源: 公司公告, Taptap, 招商证券

未来公司可进一步依托现有 IP 储备优势, 通过影游联动、端转手等形式深入挖掘同一 IP 多产品联动项目以进一步扩大产品矩阵。

在步入移动游戏时代后, 公司不断推出端改手产品, 凭借强大的 IP 号召力持续打造热门手游。当前已经上线《诛仙手游》、《完美世界手游》、《武林外传手游》、《神雕侠侣手游》、《神雕侠侣 2 手游》、《梦间集》等产品。《诛仙手游》和《完美世界手游》已经成为公司营收的扛鼎之作。产品由 2014 年的著名端游 IP 改造而成, 由腾讯发行, 于 19 年 3 月上线。产品强调还原《完美世界》端游的世界观、职业角色、地图场景以及特色玩法, 深度激活端游 IP 的用户。据伽马数据统计, 在上线 4 个月内, 《完美世界》手游位列 2019 年上半年国内手游收入榜的第 3 位, 是 2019 年上半年表现最好的 MMORPG 产品, 成为 2019 年国内头部现象级产品。2019 年 7 月以前, 产品长期位列 iOS 中国区畅销榜前五位和 RPG 细分品类的前三位, 并获得苹果商店分类页面的两次推荐。而 2018 年 6 月上线的《武林外传手游》当天上线后 4 小时排名 iOS 榜第一位, 10 小时内用户破百万, 营收流水破千万, 获得显著成绩。2013 年上线的《神雕侠侣》手游已经持续成功运营 6 年, 持续推出新资料片、新版本、新服务器和年度周年庆, 成为 MMORPG 长线运营的经典之作; 2019 年 7 月上线的《神雕侠侣 2》手游通过次世代画面以及丰富的社交玩法和活动, 在《神雕侠侣》手游以后继续发挥端游 IP 的热度吸引新玩家。而当前公司还运营《笑傲江湖 OL》、《神魔大陆 2》、《赤壁》、《神鬼传奇》、《热舞派对 MAX》、《CS: GO》、《梦幻诛仙 2》、《创世战车》、《神鬼世界》、《口袋西游》和《DOTA2》等一系列具备口碑和广阔玩家群体的产品, 在未来拥有丰富的端改手 IP 潜力, 继续为公司的手游业务提供充足的储备弹药库。2019 年下半年到 2020 年, 公司将《新笑傲江湖》、《梦幻新诛仙》、《新神魔大陆手游》等端改手储备产品计划上线继续扩充公司的大 IP 产品矩阵。

此外, 公司同时拥有较强的游戏和影视业务, 业务之间的战略协同存在较大价值。公司拥有丰富的购买 IP 授权形成影游联动的经验, 2006 年推出的《武林外传》端游是国内首批基于优秀影视题材开发而成的游戏作品, 沿用该 IP 开发的手游《武林外传手游》于 2018 年正式上线, 上线 4 小时即登顶 iOS 免费榜与全部游戏免费榜第一名, 上线十天持续排名总榜畅销前五, 取得了巨大成功。此外, 包括“圣斗士星矢”、“魔力宝贝”在内的外购 IP 都开发了相关游戏。在纳入游戏业务后, 游戏业务影游联动事业部的成立使从源头上实现 IP 一体化运作成为可能, 克服了外购 IP 开发的滞后性, 能够在 IP 获取、研发、发行等各环节实现同步, 更好发挥影游业务之间的协同效应。以《射雕英雄传》的影游联动为例, 公司制作出品的《射雕英雄传 2017》于 2017 年 1 月首播, 早在电视剧筹备前, 公司就于 2015 年 4 月推出端游《射雕英雄传 OL》, 又在电视剧上线后推出手游《射雕英雄传 3D》。电视剧《烈火如歌》的同名手游也取得不错引流效果, 一度进入畅销榜前十。未来公司有影视和文学 IP 继续打造影游联动的潜能。

三、云游戏时代，公司有望继续领先

3.1 以古鉴今，游戏内容与品质影响行业周期、公司生命期

复盘历史，每一波技术更迭亦或是媒介切换，都会对整个游戏行业产生深远的影响，而历史给出的规律则是：优质内容公司，往往能在每一次变革中抓住先机，从而迅速扩大优势。这里所讲的优质内容公司，不仅仅局限在游戏操作性、可玩性、画面等维度的探讨，更拓展到对玩家心理、传播介质等领域的契合度上，即游戏内容是否能良好把握、回应时代的诉求上。这里主要包括两条主线：一条是物理介质如 PC 向移动设备等媒介切换；另一条是移动通信技术如 3G、4G、5G 的切换。

内容在历史上任何一个时期都显得非常重要。

举例 1：雅达利崩坏的教训

雅达利 (Atari) 公司成立于 1972 年，与之同年诞生的还有世界上第一台家用主机 Magnavox Odyssey 和雅达利专门为其开发的一款革命性游戏《乒乓 (pong)》，玩家可以通过操纵简单的像素板而模拟乒乓球运动进行 1V1 对抗，这一有趣的玩法对于当时的美国人来说无疑是一种全新的精神体验，雅达利公司也因此发展起来，自 1976 年华纳通讯耗资 2800 万美元收购雅达利公司至 1982 年，雅达利资产净值便增长至 200 亿美元。作为一家内容生产企业，无疑是成功的，但一旦忽视内容品质的考量，也可能一夜之间给这一游戏帝国致命打击。1983 年，雅达利掩埋事件的起因便是公司要在 5 周后的圣诞节出品一款叫做《E.T. 外星人》的 IP 游戏作品，但由于开发时间仓促，导致公司生产的 500 万盒卡带仅售 150 万份，多余的卡带被掩埋在美国新墨西哥州阿拉莫戈多。这次崩盘造成的影响长达 3 年，北美游戏业市场严重萎缩，行业规模由 1983 年的 32 亿美元降至 1985 年的 1 亿美元，跌幅高达 97%。

举例 2：手游 1.0 时代的《愤怒的小鸟》——智能移动终端手游的先驱者与受益者

2007 年，第一代 iPhone 的诞生改变了手机仅仅作为通讯工具的定位，伴随着手机功能的增多，手机游戏也逐渐脱离画面、算力、交互方式的桎梏，玩家可以不再局限于在手机上通过九宫格键盘玩像素游戏例如《贪吃蛇》、《俄罗斯方块》等游戏，游戏的画面、操作性、玩法等都由此可以提升一个等级。随后诞生的便是《愤怒的小鸟》这款在当时算是现象级的游戏，从品质上考量《愤怒的小鸟》有如下几大优点：1) 充分利用碎片时间，玩家可以随时随地玩上一把；2) 简单易上手，充分照顾了各年龄段玩家；3) 玩家获得感强，通过建筑物的坍塌，玩家可以迅速释放压力；4) 星级评分系统和金蛋搜集可满足部分中度玩家的成就感。以上细节又恰恰契合移动智能终端碎片化、轻度化的产品定位。这些细节造就了这款游戏和 Rovio 的成功，《愤怒的小鸟》系列上线 2 年，全球下载量超过 2.5 亿次，上线 4 年，全球下载量便超过 17 亿次。此外，在手游 1.0 时代比较成功的游戏还有《水果忍者》、《神庙逃亡》等。可以看出当时的精品游戏并不一定是复杂、重度的，但一定是契合玩家客观诉求的。不过受当时的网速影响，主流手游大部分属于单机、弱联网的范畴。

举例 3：手游 2.0 时代中重度优质手游研发商把握市场先机

2013 年 12 月 4 日工业和信息化部向中国移动、中国联通、中国电信颁发“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务 (TD-LTE)”经营许可牌照，随后 4G 网络便在中国逐渐普及。反观移动游戏，也正是在 2013 年之后开始呈现爆发式增长的态势，根据艾瑞咨询数据显

示，中国移动游戏规模在 2013 年至 2016 年期间，体量扩大至将近 7 倍，由原先的 148.4 亿元扩大至 1,022.8 亿元。网络传播速度的提升，令移动游戏实现实时联机对战具备可行性，例如 MOBA、FPS 游戏都对游戏画面响应速度有很高的要求。此次技术更替令游戏不再局限于之前休闲、超休闲的维度，而是向中重度拓展。鉴于公司进行战略转型和部署一般需要几年时间，我们选取 2010 年游戏市场份额前 5 的上市公司，测算这几家公司在 2013 年 12 月 31 日~2016 年 12 月 31 日手游爆发式发展阶段股价的变化情况。可以看出作为当时国内游戏行业的龙头公司，都在这段期间内实现了股价跨越式的提升，进一步证实了内容类公司在技术更迭期更出色的市场把控能力。

表 7：2013~2016 年主要游戏公司的市值变动情况(亿人民币)

游戏公司	2013. 12. 31	2016. 12. 31	区间涨跌幅	涨跌幅排名
腾讯	7241. 18	16081. 15	122. 08%	5
网易	623. 04	1964. 03	215. 23%	4
完美世界	14. 38	391. 64	2623. 50%	2
巨人	16. 43	1010. 33	6049. 30%	1
游族网络	41. 22	227. 82	452. 69%	3

资料来源：Wind，招商证券（其中完美世界、巨人网络、游族网络通过借壳上市）

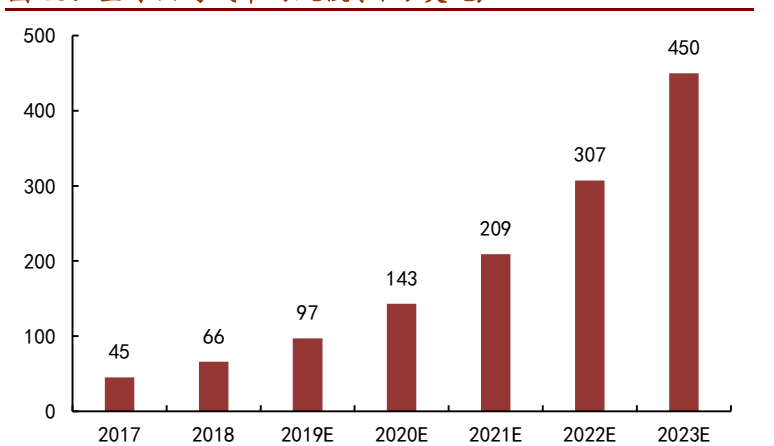
3.2 云游戏可能带来的产业变化以及公司布局

纵观历代游戏公司之间的割据与竞争，在这几个维度分布进行角逐：1) 内容端，一款游戏是否真正能被玩家接受，拥有多长的生命周期，变现能力如何；2) 渠道端，主要是获取玩家，增加游戏的曝光度，而一般的发行媒介有广告平台、媒体、分发平台等；3) 下游硬件端，通常也作为获取玩家的重要渠道之一。决定一款游戏是否成功的这几个关键要素，又分别在主机领域、PC 端游领域、移动游戏领域发挥着不同的作用。

3.2.1 云游戏打开游戏行业天花板

云游戏市场规模有望快速攀升，未来四年将翻两倍。梳理游戏行业发展路径，我们发现从单机主机到端游到页游到手游，每次新媒介都带来百亿量级的行业新增量。主机游戏诞生于 1958 年，至 2018 年底已有 479 亿美元规模；端游发源于上世纪 80 年代，目前市场规模达 322 亿美元；页游规模从 90 年代至今有 35 亿美元；手游（智能手机+平板）爆发于 2012 年，至今规模超过 685 亿美元。据知名互联网数据中心 Statista 的汇总数据预测，云游戏市场规模已从 2017 年约 4500 万美元上升至 2018 年的 6600 万美元。而到了 2023 年，这一数字预计将猛增至 4.5 亿美元。

图 18: 全球云游戏市场规模(百万美元)



资料来源: Statista, 招商证券

云游戏重塑盈利模式, 订阅模式可能兴起。在传统的 FTP 之外新增订阅或者按时长收费, 新增变现渠道带来二次扩容。在商业模式上, 过去的买断制与 FTP 模式也将发生改变。目前微软、索尼、EA 均在推动游戏订阅制的使用, 从而改变了之前以买断制为主的收费模式。云游戏的产生使部分消费将从传统的 license 购买转换为通过订阅服务来获取游戏, 过去的买断制与 FTP 模式也将发生改变, 增加云游戏服务平台方通过内部开发、合作伙伴关系或收购来增加平台内容实力的动力。

表 8: 传统游戏变现模式对比

运营公司及平台	主机游戏			电脑游戏	
	SONY Playstation	Microsoft xbox	Nintendo switch	Valve Steam	EA Origin
付费方式	买断制 各游戏单独付费	买断制 各游戏单独付费	买断制 各游戏单独付费	买断制 各游戏单独付费	买断制 各游戏单独付费
是否需要额外购买设备	需要购买 Playstation 主机	需要购买 xbox 主机	需要购买 switch 主机	大部分游戏需要 高配置电脑	大部分游戏需要 高配置电脑
价格水平	热门游戏每款 ¥ 150-500	热门游戏每款 \$30-60	热门游戏每款 ¥ 100-500	热门游戏每款 ¥ 50-400	热门游戏每款 €20-60

资料来源: 公开资料整理, 招商证券

表 9: 海外云游戏订阅模式对比

云游戏服务	Playstation Now	GeForce NOW	Project Stream	Project xCloud	Project Atlas
所属厂商	SONY	Nvidia	Google	Microsoft	EA
服务平台	Playstation 4 Windows	Shield MacOS Windows	Chrome on Windows	Windows 手机 平板	/
运营状态	已上线	已上线	测试中	测试中	测试中
服务地区	西欧、美国、日本	欧洲、美国、中国(测试中)	美国	全球	N/A
价格	9.99 美元/月 79.99 美元/年	7.99 欧元/月	免费试用 (现已截止)	N/A	N/A

资料来源: 公开资料整理, 招商证券

云游戏重塑产业地位，带来渠道变革。从硬件端来看，云游戏降低了游戏对单个玩家的配置壁垒，使硬件需求中心化，而 B 端企业相较 C 端用户对产业链有更高的把控能力，传统御三家通过主机优势吸引玩家的能力降低，硬件整体价值大幅削弱；渠道端来看，互联网巨头例如谷歌和腾讯本身就把持着传统游戏分发渠道，在此基础上又纷纷布局云游戏，谷歌云游戏平台 Stadia 计划以 Youtube 和 Chrome 为流量导入口，届时将 Stadia 整合成集云游戏、直播、社交为一体的综合性玩家社区，分发平台将向云端转移。腾讯有望通过“腾讯即玩”云平台吸引一批中重度玩家，与传统 QQ、微信作为轻度玩家流量导入口形成差异化经营；订阅制则有望在云游戏领域催生另一个 Netflix，参考奈飞的经营模式，届时精品游戏内容竞争加剧，头部研发商地位大幅提高。

云游戏新增赛道玩法，挖掘产业链机会。云游戏将改变研发商、直播平台、云服务商及电信运营的角色和定位。云游戏的推行使得游戏研发商专注于游戏开发设计，并提升盈利能力。游戏研发公司可以把更大的研发经费和精力投入到游戏本身的开发设计之中；对于直播平台来说，谷歌在 2019 GDC 上宣布的云游戏平台 Stadia 就曾给出过直播领域新方案—Crowd Play，该方案支持玩家随时通过直播平台，一键接入主播正在玩的游戏，与主播实现实时互动，极大增强了直播平台的交互性，助力直播平台实现游戏分发，联运等多元化的商业模式；云游戏降低了硬件壁垒，但却对云端算力和网络传输速度产生了更高的要求，其中云服务商的终端算力极大影响到游戏的码率、帧数，是否可实现高在线人数时，云端仍然能承受庞大的运算数据；对于电信运营商来说，云游戏极大提高了其产业地位，由于云游戏的玩家定位和游戏定位主要针对于中重度玩家和 3A 级游戏，势必对网络延时和画质有着极大的要求，同时要求网速保持长时间稳定，这对电信运营商也存在一定的技术挑战。

3.2.2 海内外头部大厂积极布局，云游戏进度或超预期

他山之石，海外主要的云游戏布局。早在 2009 年，OnLive 就推出了真正意义上的云游戏平台，但也因各种原因，云游戏概念并没有被资本看好。直到最近几年，海外主机巨头微软在 2018 年公布了 Xbox 的云游戏服务 Project xCloud 以及互联网巨头谷歌于 2019 年正式公布 Stadia 云游戏平台，云游戏才在此步入人们视线。针对海外玩家，云游戏的落脚点主要分布在主机游戏领域和与之催生的订阅制付费模式。依照微软先前的说法，在微软的 Project xCloud 服务初期至少收录超过 5000 款游戏作品，目前直接提供的就超过 3500 款，用户还可以通过采用串流服务技术，将自己的 Xbox One 转化成个人主机服务器。而谷歌的 Stadia 是一个基于云计算和流媒体技术的游戏平台，谷歌 Cloud 服务器承担游戏运算、渲染工作，而玩家用户端只需要通过网络接收游戏画面，并同时操作数据回传给云端。设备方面，通过这项技术，玩家有望通过手机、平板甚至 Chrome 浏览器直接玩 3A 级作品。

表 10：谷歌与微软入局云游戏的优势

	谷歌	微软
技术	谷歌多年积累的云计算服务和 YouTube 等流媒体平台的优势	微软 Azure 市场份额仅次于亚马逊 AWS
渠道	Chrome 浏览器成为天然的 Stadia 入口	几十年精心布局的玩家生态，拥有较高的用户粘性
内容	/	丰富的游戏版权，独占作品，以及 12 家第一方工作室
其他	100%纯粹的流媒体平台。谷歌没有主机、控制器的硬件	/

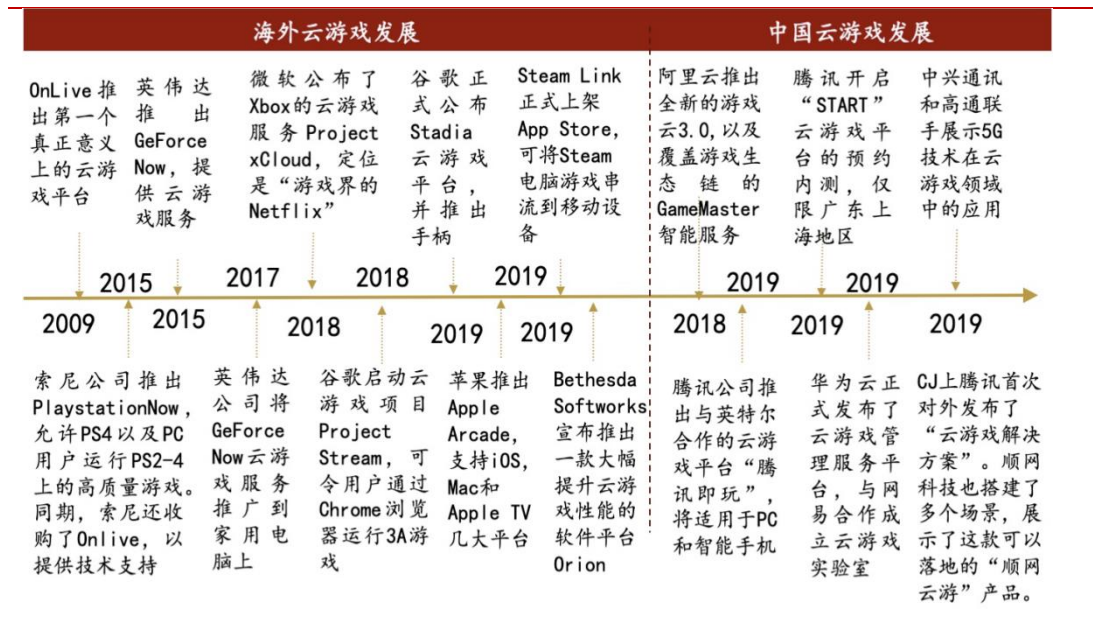
他 遗产，没有物理媒体业务的遗产，也没有物理平台需要去维护。

资料来源：公开资料整理，招商证券

国内主要厂商在云游戏领域的布局。国内云游戏也正处逐渐布局中，2018 年阿里云推出全新云 3.0，以及覆盖游戏生态链的 GameMaster 智能服务；此后腾讯在 2019 年推出了与英特尔合作的云游戏平台“腾讯即玩”，将适用于 PC 和智能手机。2019 年 6 月 25 日，华为 X Labs 与网易雷火游戏事业部达成签署合作备忘录（MOU），成立 5G 云游戏联合创新实验室，探索 5G 行业应用的各种可能性，研究游戏体验评估模型，推进云游戏产业生态发展，7 月 26 日华为在园区发布会上展示 5G 云游戏能力：4K 60fps 画质梦想成真，12ms 延迟；2019 年 7 月，高通公司宣布与腾讯游戏签署非约束性的谅解备忘录（MoU）将发力云游戏/AR/VR/5G 游戏等；腾讯投资英国老游戏平台 Antstream Arcade 丰富自身云游戏体系并陆续发布三个云游戏平台。MWC 上海世界移动大会期间，2019 年 6 月 25 日，高通和中兴通讯联手向外界展示了基于 5G 现网环境，5G 技术在云游戏领域的应用。双方利用腾讯即玩提供的云游戏解决方案，并在一加、vivo、小米和中兴的 5G 智能手机上，演示了 5G 现网环境下可获得的云游戏体验；China Joy 期间，高通骁龙联合小米等手机厂商、腾讯云联合 WeGame、金山云携手 intel，华为云与触控科技均提供云游戏体验展示。顺网科技，达龙云电脑为玩家提供云产品体验。

综合上述行业现象来看，我们认为云游戏发展进度可能超预期：一方面，2018~2019 年海内外头部厂商均在紧锣密鼓布局云游戏；另一方面，监管层非常重视云游戏。2019 年 8 月 1 日，中宣部出版局局长郭义强致辞中提到云游戏将对游戏产业业态产生重大影响，希望行业密切关注。

图 19：海内外云游戏布局



内容来源：网络公开资料整理，招商证券

3.2.3 主机+端游打法多样，Steam 中国弥补渠道短板

公司作为端游领域老牌研发商，具备多年累积的游戏开发经验，而且在研发难度上，主机&端游研发成本与难度要远高于手游。纵观完美世界历程，在 2005 年当时国产网游的主流玩法仍以 2D 俯视视角为主，而《完美世界》以自主研发的祖龙引擎和 3D 玩法，取得了极大的成功。再回顾近几年完美世界的发展动向，公司一直在主机&端游上实力雄厚。

端游方面，经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》、《CS:GO》等持续贡献稳定收入，《新诛仙世界》正在积极研发过程中。其中代理游戏《DOTA2》、《CS:GO》更是常年稳居 Steam 热度榜第二和第三，《DOTA2》和《CS:GO》的包体更是达到 15G 以上，显卡和内存的要求高于同类竞技游戏，未来云游戏有望降低这方面的门槛。与此同时，公司在电竞业务方面持续多年积淀，在硬核竞技类游戏领域打造独有电竞品牌，2019 年 8 月公司将协助 Valve 公司在上海举办《DOTA2》2019 年国际邀请赛 (Ti9)，赛事奖金突破 3300 万美元，这也是 Ti 系列赛事首次在中国举办，将为《DOTA2》及电竞游戏在中国市场的进一步发展提供良好的契机，电竞业务的布局有将给公司在端游领域带来正反馈，打造公司硬核端游研运商的专业形象。

环境利好主机游戏迎来春天，提前布局的国内主机蓝海有望率先受益。海内外主机市场两极分化，海外主要由索尼、微软、任天堂等寡头把持，根据 Newzoo 的 2019 年全球游戏市场报告，主机游戏规模达 479 亿美元，占比 32%。相比之下，国内主机游戏市场规模占国内游戏市场规模仅 0.5%，这一方面是历史原因，另一方面也与国民总体收入相关，也和用户相关生活与游戏习惯有关。90 年代国内主机游戏也曾出现过一波小高潮，如《轩辕剑》系列、《仙剑》系列，《傲世三国》甚至登陆过 E3 展会，但受到 2000 年颁布的游戏机禁令与当时盗版横行的影响，游戏研发商纷纷出逃转型做网游。2014 年起束缚国内单机游戏市场 14 年之久的游戏机禁令废除，同时期间内国家出台各项政策保护著作权。近几年主机市场出现了复苏的迹象，以腾讯为例，作为国内游戏行业的标杆，也正紧锣密鼓地在云游戏市场跑马圈地，2017 年以 3.7 亿欧元入股育碧，2018 年收购《流放之路》开发商 Grinding Gear Games，4.47 亿美元入股《绝地求生》开发商蓝洞以及 2019 年入股 Fatshark 等 3A 级主机游戏开发商的一系列动作可以看出腾讯对于主机市场的战略远见。

随着云游戏推广使玩家硬件成本极大降低，主机游戏不管在画面还是可玩性上都完胜手机游戏，在未来有极大的发展空间。而完美世界是唯一一家 A 股布局主机游戏的游戏公司，拥有丰富的研发经验、运营经验及产品储备，公司产品中，中法团队合作研发的《非常英雄 (Unruly Heroes)》反响出彩，TAPTAP 评分高达 9.7 分，沙盒生存建造类游戏深海迷航 (Subnautica) 在 Steam 上获得超过 9 万评论，评价等级为非常好评，是 Steam2018 年上半年 TOP20 游戏。此外，《完美世界》主机版、端游及主机双平台游戏《Torchlight Frontiers》、《Magic Ascension》等项目正在积极研发中，一旦未来主机市场在国内引爆，完美世界必然成为第一批受益的公司。

表 11：2017-2019 年腾讯投资海外公司交易统计

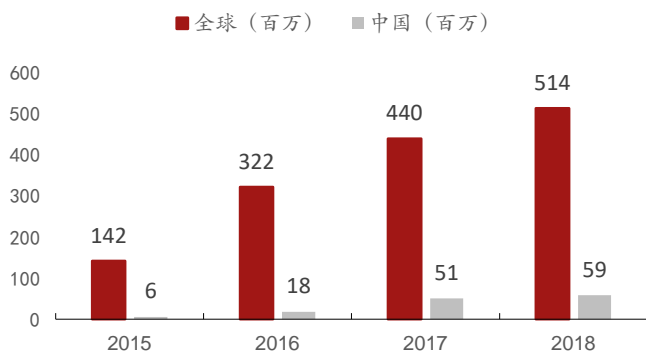
投资时间	被投资公司	国家	投资金额	持股比例	核心优势	代表作品
2017 年	Frontier Developments	英国	2320 万美元	9%	英国市场唯一的上市游戏公司、具备渠道能力。	过山车之星
2018 年	育碧	法国	3.7 亿欧元	5%	丰富的开发经验、发行商经验、Uplay。	彩虹六号、刺客信条

	Kakao Games	韩国	4700 万美元	6.70%	与 Kakao Talk (韩国版微信) 同属一个集团, 渠道资源。
	Grinding Gear Games	新西兰		80%	流放之路
	Dream11	印度	1 亿美元		占据了印度接近 90% 的市场份额。
	蓝洞工作室	韩国	4.47 亿美元	10%	绝地求生
2019 年	Sharkmob	瑞典			员工来自育碧, 首席执行官是 3A 级产品全境封锁的执行制作人。
	Fatshark	瑞典	5630 万美元	36%	3A 开发商 战锤: 末世鼠疫

资料来源: 公司公告, 网络公开资料整理, 招商证券

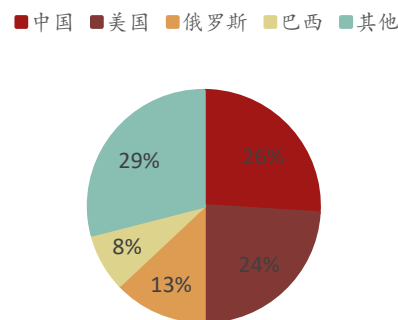
联手 V 社打造 Steam 中国, 弥补渠道短板。8 月 21 日, 完美召开 Steam China 媒体试玩会, 正式宣布 Steam 中国官方名称—蒸汽平台。蒸汽平台根据中国本地网络优化, 解决了国区玩家在原有 Steam 平台上的网络延迟问题, 游戏库方面首发上线的有热门游戏如《Dota2》、《刀塔霸业》等近 40 款游戏。Steam 中国在国内的登陆后, 有望解决完美世界在宣发平台的短板。根据 Steam Spy 数据显示, 截至 2018 年底 Steam 平台全球注册用户数超过 5 亿人次, 是世界第一端游分发平台, 中国区注册人次超过 5900 万人, 三年年均复合增速超过 130%, 活跃度上甚至超过美国排名第一。随着中国玩家对游戏品质要求的不断提升, 这一数字还能有望进一步突破。一旦 Steam 平台在中国落地, 完美世界原本在渠道端资源匮乏的缺陷将被弥补。并且, 受益于 Steam 的平台效应, 公司可以通过与国内外优秀研发商增加合作机会, 如将海外知名端游游戏改编为手游及吸引更多国内优秀制作团队加入公司的机会。此外, Steam 中国还能帮助完美世界在国内云游戏市场掌握先机, 因为把游戏包体存放云端相比本地化游戏的优势主要在于无需下载和降低硬件壁垒, 因此云游戏主要侧重于对游戏有需求的中重度玩家, 手游在云游戏领域的发力能力远不如 PC、主机类游戏, 因此 Steam 中国届时作为国内云游戏的分发平台与游戏品类和玩家画像是完美契合的。

图 20: steam 平台注册用户数



资料来源: steam spy, 招商证券

图 21: 2018 年 steam 平台月活用户区域占比



资料来源: steam spy, 招商证券

四、盈利预测与估值

4.1 纵观海外，“持续爆款+长线运营”为内容龙头带来估值溢价

基于对完美世界的业绩回顾，我们将进一步对公司估值进行对比分析。因此，在娱乐内容领域我们选取游戏行业龙头公司动视暴雪、艺电 EA、Take Two、育碧、网易、腾讯，以及影视行业龙头公司迪士尼，并对各公司 2016~2020 年估值进行了收集整理，发现七家公司估值长期大幅超过行业均值，存在明显的龙头溢价。基于此，我们从各公司业务特征及战略立足点出发，尝试寻找其溢价显著的原因。

表 12：娱乐内容领域海外龙头公司市盈率估值列表（采用 GAAP 统计口径）

公司名称	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
动视暴雪	25.59	43.72	21.47	24.90	21.58
艺电 EA	29.16	28.14	36.04	21.43	19.39
Take Two	48.97	68.66	59.12	27.75	26.46
育碧	32.09	40.86	54.38	25.22	22.34
微软	19.75	22.48	26.90	26.47	23.42
索尼	24.23	64.85	13.25	14.63	13.27
任天堂	116.45	30.26	40.32	22.36	18.82
腾讯	38.74	44.50	33.08	31.39	25.86
网易	17.00	27.62	34.50	22.76	20.85
科乐美	43.56	24.62	24.78	20.18	16.81
卡普空	19.93	13.54	23.02	19.76	18.77
Netmarble	-	48.23	50.00	36.46	26.76
NCSOFT	19.36	21.56	23.52	27.46	15.77
Nexon	36.62	50.72	11.67	13.63	13.71
世嘉	53.58	12.67	44.23	21.14	15.25
迪士尼	16.23	17.29	16.81	24.39	23.73

资料来源：Bloomberg，招商证券，（截止至 2019 年 9 月 8 日）

4.1.1 动视暴雪：开创细分品类玩法和 IP 长线运营的先河

根据 Bloomberg 一致预期，动视暴雪近几年公司市盈率估值均在 20X 以上，其中 2017 年估值水平高达 43.72X，预计 2020 年估值为 21.58X，超过行业均值水平。同时，我们认为动视暴雪高估值的原因主要在于：1) 创新玩法开先河；2) 优质 IP 保证长线运营，可预测性相对增强。

暴雪早期开发的产品《暗黑破坏神》和《魔兽》、《星际》系列定义 RPG 和 SLG 的基本玩法，早期强大创作力在 PC 互联网时期得到释放。动视暴雪现拥有动视、暴雪和 King 三个业务集团，通过在 2008 年动视合并维旺迪游戏及其旗下的暴雪游戏、2015 年收购手游发行商 King 而组成。其中星际和魔兽系列凭借游戏团队控制玩法、策略玩法开创了即时战略游戏产品的时代，而《暗黑破坏神》系列凭借角色扮演及技能魔法开创了 RPG 游戏的时代。在互联网方兴未艾之际，PC 端游供给数量较少，暴雪游戏凭借对游戏品类的深刻理解成功获得较高的市场份额及玩家忠诚度。

IP 长线运营保证系列产品的常青度，成为动视暴雪开发衍生品创作和维持流水的竞争力。全球游戏行业在 2010 年逐步步入手游时代，以及端游产品全面向职业化电竞升级

之时，动视暴雪仍旧依靠定期发行系列作品的策略，能够保持公司面对前沿竞品的冲击。

4.1.2 艺电 EA：发力运动视频游戏系列，通过投资并购获取众多 IP

根据 Bloomberg 一致预期，艺电 EA 公司 2016~2018 年市盈率估值均在 25X 以上，预计的 2019 和 2020 年估值分别为 21.43X 和 19.39X，超过行业均值水平。同时，我们认为艺电 EA 估值高的独特原因主要在于：1) 运动视频游戏系列的开发；2) 投资并购获取优秀 IP。

早期起家于运动视频游戏系列，积极探索多平台产品发行。EA 于 20 世纪 80 年代创立，早期以游戏发行业务为主，是最早提出独立发行、深度和研发商合作的发行商之一。公司创立之初，EA 大多数产品在苹果电脑体系上进行发行，随后公司紧跟主机及端游发展的浪潮，率先在世嘉、任天堂、索尼、微软等新主机平台上发行自己产品。

通过大型投资并购知名工作室，形成经典 IP 创作系列。从 90 年代后期到 21 世纪初，EA 通过频繁的投资并购扩充了自家的研发工作室队伍，通过对收购的工作室实行联盟制管理，给予独立经费但又设置考核 KPI，对工作室资源进行整合和优化，能够最大化优化庞大的研发资源以及快速响应市场需求。

4.1.3 Take Two：精品游戏研发策略铸就成功 IP 大作

根据 Bloomberg 一致预期，Take Two 公司 2016~2018 年市盈率估值均在 45X 以上，远超行业平均水平，其中 2017 年公司估值更是高达 68.66X。预计 2019 和 2020 年估值也分别达 27.75X 和 26.46X，龙头溢价明显。我们认为 Take Two 高估值的独特原因主要为高研发投入助力公司打造精品。

两大工作室群品牌 Rockstar 和 2K 成就 Take Two 品牌，高研发投入铸造精品大作。Take Two 于 90 年代成立之初，就一直致力对外收购工作室以扩充产品内容线，当前已经形成 2K 和 RockStar 两大系列。其中 2K 成立了打造年度发行频次的发行公司 2K Sports 和 2K Games 系列，先后关注体育品牌和系列大作的发行。Rockstar 工作室关注高质量和游戏画质的产品，每个产品研发投入巨大，动辄在千万美金以上，Take Two 的研发投入也持续上升。公司未来将探索 RockStar 产品的短周期开发和资源投入模型，以更好地推动游戏商业化。

4.1.4 育碧：数字化内容转型加速，同时发力多品类游戏系列的创新玩法

根据 Bloomberg 一致预期，育碧公司 2016~2019 年市盈率估值均在 25X 以上，超过行业平均水平，预计 2020 年估值为 22.34X。我们认为育碧高估值的原因主要在于：1) 经典 IP 稳定营收；2) 结盟腾讯拓展资源。

系列经典大作 IP 保持收入稳定，积极探索多品类发展。育碧于 80 年代初成立，在 90 年代推出《雷曼》系列成为欧洲现象级的游戏公司。育碧产品于 2000~2010 期间在全球发行获得玩家青睐，正式打开全球游戏市场；在 2010 年后，为了迎合下一代主机以及 PC 游戏玩家的偏好，先后推出《孤岛惊魂》、《刺客信条》、《看门狗》、《全境封锁》等 IP 产品，全面探索在开放世界、RPG、多人在线、FPS 等多种玩法及玩法融合上，尤其将开放世界的玩法应用在近年的大多数作品上，形成多品类组合的营收组合。

结盟腾讯，股东结构将进一步推动业绩协同。育碧优质的 IP 资产及创作能力成为游戏

产业界资本竞逐的对象，而管理层对产品的坚持使得公司牢牢把握业务掌控权。而 2018 年 3 月，公司获得腾讯 5% 的股权投资，将继续保持业务独立权，同时也获得向中国国内市场发行游戏的产业资源。

4.1.5 网易：端改手产品的成功奠定营收基础，深度研发大作频出

作为国内互联网龙头之一的网易公司，主要涵盖网络游戏、广告收入、电子信箱无线增值服务等业务内容。2018 年公司市盈率估值高达 34.5X，2019、2020 年预计估值也分别在 20X 以上的水平。对于其估值优势，从网络游戏的板块分析，我们认为主要原因包括：1) 端转手业务的落实；2) 自研水平的提高；3) 产品线的丰富；4) 出海战略的成功等。

深挖已有 IP，端游 IP 改编手游。凭借着端游时代爆款 IP 积累下来的深厚用户基础，网易顺利在手游市场打开了局面。在从端游时代向手游时代转型的过程中，网易凭借着爆款端游 IP 改编的手游，迅速聚拢大量人气，实现 2015~16 年手游收入爆发性增长。

团队持续创新，注重自研，力图打造精品游戏。网易非常注重自研，依赖重度精品游戏。无论是端游时代的《梦幻西游》、《大话西游 2》还是手游时代的《阴阳师》、《梦幻西游》手游、《大话西游》手游等产品的成功，既带动了网易游戏的成功，也充分反映了网易的研发实力和运营能力，同时公司持续创新，打造出《率土之滨》、《阴阳师》等非 IP 手游，走红市场，体现出了网易对研发精品游戏的态度。

游戏种类多样化，产品线持续丰富。随着网易自研创新能力的凸显，网易在其他类型的游戏上也取得了佳绩。如网易互动娱乐事业群目前在研的游戏产品多达上百款，种类覆盖 MMO、RPG、FPS、SLG、AVG 等多个领域，多款游戏至今仍位列榜单高位的自研游戏见证了网易的热门游戏类型多样化发展的进程。

4.1.6 腾讯控股：社交流量体系铸就发行王者，自研+代理双翼齐飞

根据 Bloomberg 一致预期，腾讯从 2017 年至 2020 年，公司市盈率估值分别为 44.50X、33.08X、31.39X 和 25.86X。远超目前 A 股游戏公司平均 15X-20X 的估值水平。从游戏板块分析，我们认为主要原因包括：1) 公司的高自研水平；2) 多板块运营引发的联动效应；3) 游戏领域频繁创新；4) 电竞及直播领域的布局。

通过自研和代理实现产业链资源的覆盖能力。在移动互联网时代早期先后推出天天系列、全民系列等休闲游戏，同时成立天美工作室、光子工作室、魔方工作室和北极星工作室四大工作室群，在 4G 时代先后推出重度手游《王者荣耀》、《和平精英》、《QQ 飞车》等优秀作品。同时在国内与盛趣游戏等头部公司形成战略合作或投资关系，发行优质产品。在外海业务方面，已投资众多顶级知名游戏公司如 Supercell、Epic Games、Riot、育碧等公司，代理发行《英雄联盟》、《皇室战争》、《堡垒之夜》等全球大作，未来将联合研发或引进多款全球热门产品。

优秀 IP 从影视、游戏、动漫、文学四位一体，引发联动效应。腾讯于 2017 年与动画联动开发，正式启动《勇者大冒险》影视项目，意味着《勇者大冒险》IP 将从影视、游戏、动漫、文学四位一体，为用户提供更丰富形态的冒险体验。此外，《穿越火线》也与上海耀客文化传媒合作，推出以穿越火线世界观及电竞题材为主要内容的长篇电视剧。在 UP2017 腾讯互娱年度发布会上，腾讯休闲手游《天天爱消除》携亚洲顶级唱作天王林俊杰重磅发声：联手推出虚拟偶像乐团“消除联盟”。

4.1.7 迪士尼：重度 IP 加持，打通电影、游戏、动漫等文娱多领域发展

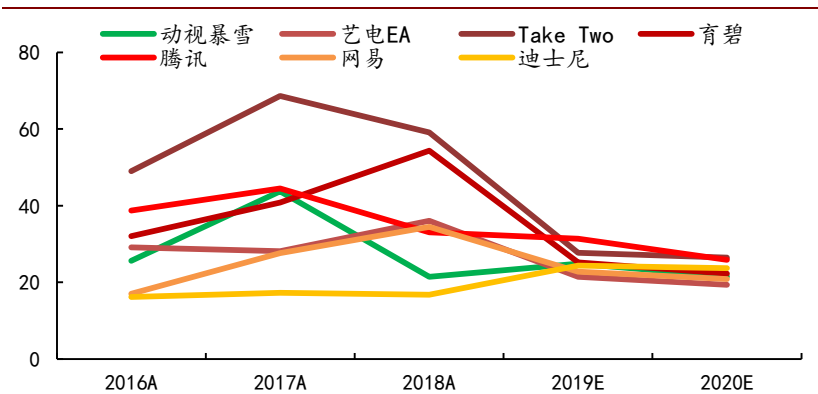
闻名全球的迪士尼公司，主要业务包括娱乐节目制作，主题公园，玩具，图书，电子游戏和传媒网络。其旗下的公司（品牌）包括皮克斯动画工作室、漫威电影公司、试金石电影公司、米拉麦克斯电影公司、博伟影视公司、好莱坞电影公司、ESPN 体育，美国广播公司（ABC）等。根据 Bloomberg 一致预期，迪士尼 2019 年及 2020 年的市盈率估值分别为 24.39X 和 23.73X。而影视娱乐板块作为其核心领域，我们认为其高估值的原因主要体现在三点：1) 高质量 IP 打造精品；2) 系列影片稳发展；3) 动画改编及衍生品频吸金。

围绕高质量 IP，打造精品影片，同时实现“影游联动”。2019 年 3 月，迪士尼以 713 亿美元完成了对 21 世纪福克斯的收购，好莱坞电影版图将从传统“六大”公司变成“五大”。另外，福克斯手中持有的“X 战警”和“阿凡达”两大 IP 将归属迪士尼所有，将助力公司影视业务的上升。另外，《冰雪奇缘》电影大获成功之后，迪士尼便在手机端、社交网络等平台开发相关游戏《冰雪奇缘：缤纷乐》，成功实现“影游联动”。除《冰雪奇缘：缤纷乐》之外，迪士尼旗下的游戏还包括《迪士尼：无限》、漫威的《复仇者联盟》以及虚拟游戏《企鹅俱乐部》等。

系列影片应接不暇，吸金大作持续登场。迪士尼每年都力求打造精品，充分占领市场份额。如 2019 年上映的《惊奇队长》目前全球总票房已突破 6 亿美元大关，《复仇者联盟 4》更是吸金大作。继 2013 年上映《冰雪奇缘》，以全球 12.74 亿美元的票房成为全球动画史票房冠军后，迪士尼又将于今年 11 月推出《冰雪奇缘 2》，预计成为下半年吸金大作。

系列动画真人改编，衍生商品层出不穷。近年，迪士尼为了迎合不同阶段市场的观众诉求，会将相同的动画作品翻拍出不同特色。也积极将经典动画翻拍成真人电影，如《爱丽丝梦游仙境》、《魔境仙踪》、《沉睡魔咒》、《美女与野兽》等电影都改编自迪士尼经典动画作品。

图 22：海外七家龙头游戏、影视公司估值对比分析



资料来源：Bloomberg，招商证券，截止于 2019 年 9 月 8 日

4.2 跨越低估值，完美世界对标全球优秀龙头

海外游戏四巨头 AETU，动视暴雪、EA、TakeTwo 和育碧的业绩持续成功源自于核心大作系列 IP、年度常规化的产品发行、优质的研发工作室群体系以及具备全球化发行和玩家影响力的资源网络。四巨头 AETU 皆为游戏内容研发商，旗下大部分有以第一方产品

为主的发行平台，由于有游戏大作坐镇继而开放发行平台给第三方产品。对比 6 家游戏巨头而言，当前完美世界在自研、代理发行和发行平台三项业务皆有布局。因为国内自研端游市场已逐步稳定，完美更多凭借于自身对端游产品更新和 IP 长线运营维持玩家群体和付费支出，同时积极发力国外优秀端游产品的代理业务，如与 Valve 合作，同时代理 Steam 国内版蒸汽平台，将有助于其进军端游开放体系，而手游业务是公司可预见的未来收入增长的主动力。增长的手游业务、稳定的端游业务、优秀的代理合作资源以及可期待的发行平台业务，将成为完美跨越低估值、对标全球优质厂商的源动力。

表 13: A 股公司估值列表

公司名称	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
世纪华通	95.66	44.59	50.1	18.48	14.95
巨人网络	94.52	57.74	36.37	32.66	29.82
三七互娱	31.95	27.23	19.89	19.45	16.41
吉比特	--	21.64	14.72	21.85	18.79
昆仑万维	45.81	23.73	14.72	11.67	9.88
游族网络	38.75	30.21	16.37	11.76	9.81
掌趣科技	50.34	58.11	-3.09	10.02	9.36
电魂网络	55.95	47.4	31.89	--	--
艾格拉斯	64.81	28.52	9.28	--	--
宝通科技	59.43	26.66	19.26	13.26	10.77
冰川网络	76.87	52.18	32.02	--	--
天神娱乐	36.95	15.71	-0.69	--	--
聚力文化	40.68	24.26	-1.37	--	--
*ST 游久	91.21	-14.35	-4.11	--	--

资料来源: Wind 一致预期, 招商证券, 截止至 9 月 8 日

目前 A 股游戏龙头公司 2019 年的市盈率估值均值在 17X 左右, 对标海外优质娱乐内容龙头, 我们认为完美世界同样具备优质龙头特质, 理应与海外一样享受估值溢价, 其合理估值区间在 21~25 倍。主要龙头特质在于: 1) 以内容为王, 追求可持续发展; 2) 产品矩阵不断多元化; 3) 丰富 IP 资源稳营收; 4) 文化出海开先河; 5) 技术创新引潮流。具体而言:

研发至上, 追求内容为王的可持续发展。研发实力是游戏质量的基础, 完美世界在研发资金和人员上的投入均处于行业领先地位。近年来公司的研发投入保持稳定, 占营收比例 20%左右, 研发人员数目也保持稳中有升, 占员工总人数 50%以上, 研发团队的流动性也保持在较低水平, 并且陆续有业内顶级研发团队加入。

丰富产品矩阵, 向多元化发展。经过长期发展, 完美世界的游戏产品线现已实现了全品类、全赛道覆盖并不断推出新的产品, 既有 RPG、MOBA、FPS 等几乎所有主流游戏类型, 也在女性向、二次元、沙盒等垂直、新兴市场拥有丰富的产品储备。

依赖丰富 IP 资源, 端转手稳定营收。相较于其他游戏产品, IP 游戏更容易实现精准营销且获客成本更低, 能够在运营初期迅速累积用户规模。完美世界作为国内最大的影游综合体之一, 深耕细作多年, 拥有国内领先的 IP 资源储备、强大的 IP 资源开发及运营实力。同时, 端转手的过程中, 面对玩家受众不同, 完美世界也关注平衡新老用户之间的诉求问题。

文化出海, 积极扩大海外市场。众所周知, 想对外传播中国文化软实力, 潜移默化是最好的办法, 而游戏产品和影视作品通过场景和人物等符号来承载文化, 被认为是最好的传播载体。完美世界出海已有超过 10 年的经验, 早在 2006 年公司第一款同名游戏产品

《完美世界》即开始海外运营。从 2007 年起，完美世界领跑中国游戏海外出口，曾一度占中国网络游戏出口总额的 40%。长期坚持用好产品讲中国故事，完美世界获得了多方“点赞”，包括连续多次获国家文化出口重点企业称号，产品也备受中外用户欢迎。同时已与 Valve 公司达成战略合作共同建立 Steam 中国，为公司在全球范围内开展业务合作创造了更加便利的条件。

持续开发新技术，引领游戏新潮流。在技术方面，完美世界一直坚持技术领先，注重研发投入，具备手游、端游、主机游戏、VR 游戏等全品类游戏开发能力。此外，完美世界还探索将 AR、人工智能等新技术应用到产品之中，开发出 VR 游戏《深海迷航》，移动游戏产品《轮回诀》、《云梦四时歌》进行了 AR 深度应用的技术尝试。

从完美世界目前的财务数据和经营情况来看，我们认为公司未来盈利增长点主要来自于：1) 公司目前游戏产品丰富、流水稳定，新游储备充足、类型多样，后期随着 Steam 中国版蒸汽时代上线，将建立预计将获得不俗的发行分成，有望在端游发行环节开创新时代，未来在游戏业务上仍有可观的成长空间；2) 受行业监管影响，影视业务短期承压，盈利有所下滑，但长期来看，随着政策逐步稳定，待播影视项目步入收获期，影视业务将恢复增长。

盈利预测方面，我们做出以下假设：

1. 游戏业务：假定公司主力游戏产品流水保持稳定，新游按预期研发或上线，我们预估在新产品的带动下，游戏业务将继续保持较快增长；毛利率方面估计整体有所增长，主要因为手游业务增速相对较快拉动，且该业务因授权代理运营模式改变对毛利率有一定提升。
2. 影视业务：考虑到行业监管因素且公司 2018 年电视剧业务营业收入基数较高，预计 2019 年影视业务同比略微增长。在政策迎来稳定后，影视业务有望逐步恢复较快健康增长；毛利率预计未来几年相对平稳。

表 14：完美世界收入分项目预测

(单位：百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,929.8	8,033.8	8,552.1	9,904.9	11,137.1
PC 端网络游戏	1,991.4	2,196.1	1,976.5	1,976.5	1,976.5
移动网络游戏	3,078.7	2,710.9	3,958.0	4,749.6	5,557.0
主机游戏	519.6	462.5	370.0	381.1	392.6
游戏相关其他主营业务	32.1	19.8	25.7	27.0	28.4
电视剧	1,128.2	1,748.8	1,836.3	2,350.4	2,703.0
艺人经纪及综艺节目	178.6	193.9	203.6	221.9	239.6
影视相关其他主营业务	127.8	162.0	145.8	160.3	200.4
院线业务	842.7	506.8			
其他业务	30.8	33.0	36.3	38.1	39.6
增长率					
营业总收入	29%	1%	6%	16%	12%
PC 端网络游戏	-4.7%	10.3%	-10%	0%	0%
移动网络游戏	42.9%	-11.9%	46%	20%	17%
主机游戏	27.2%	-11.0%	-20%	3%	3%

游戏相关其他主营业务	33.9%	-38.3%	30%	5%	5%
电视剧	2.4%	55.0%	5%	28%	15%
艺人经纪及综艺节目	13.78%	8.57%	5%	9%	8%
影视相关其他主营业务	-13.36%	26.72%	-10%	10%	25%
院线业务	1634.84%	-39.87%	-100%		

资料来源：公司公告，招商证券

我们预计公司 2019~21 年归母净利润分别为 21.2 亿元、24.6 亿元和 28.1 亿元，对应 PE 分别为 18.1 倍、15.6 倍和 13.7 倍，公司作为优质的白马型公司，维持“强烈推荐-A”评级。

五、风险提示

核心风险主要有：

1) 游戏相关：

- A. 新游戏产品上线时间或者流水表现不及预期；
- B. 老游戏流水衰减较快的风险；
- C. 云游戏发展进度或影响力可能低预期；
- D. 游戏行业政策风险：版号发放进程不及预期、监管政策趋严等；
- E. 端游收入或持续下滑等。

2) 影视相关：

- A. 影视行业政策持续收紧，内容题材限制等进一步加严的风险；
- B. 影视上线时间或延迟的风险。

3) 其他：股市系统性风险、应收账款/存货减值风险、商誉减值风险等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10246	10783	11222	13793	16625
现金	3236	4229	4972	5918	6885
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	67	0	0	0	0
应收款项	1594	1964	1952	2491	2801
其它应收款	157	114	122	141	159
存货	1576	2142	1850	2165	2431
其他	3616	2334	2326	3078	4350
非流动资产	6339	5195	5076	5143	5190
长期股权投资	1482	1559	1559	1559	1559
固定资产	479	362	261	343	403
无形资产	114	87	78	70	63
其他	4264	3187	3177	3170	3164
资产总计	16585	15978	16298	18935	21815
流动负债	5215	3921	2292	2684	3014
短期借款	618	1270	0	0	0
应付账款	489	393	340	398	447
预收账款	529	409	354	415	465
其他	3579	1849	1599	1872	2102
长期负债	2583	2748	2748	2748	2748
长期借款	500	794	794	794	794
其他	2083	1954	1954	1954	1954
负债合计	7798	6669	5040	5432	5762
股本	1386	1386	1386	1386	1386
资本公积金	3471	2464	2464	2464	2464
留存收益	3106	4589	6471	8640	11103
少数股东权益	823	870	936	1013	1100
归属于母公司所有者权益	7964	8439	10322	12490	14953
负债及权益合计	16585	15978	16298	18935	21815

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	804	(130)	2205	1292	1334
净利润	1505	1706	2119	2462	2805
折旧摊销	280	166	113	83	103
财务费用	292	243	160	100	100
投资收益	(183)	(465)	(198)	(198)	(225)
营运资金变动	(979)	(1774)	(53)	(1273)	(1559)
其它	(110)	(7)	65	117	111
投资活动现金流	1715	2976	6	(150)	(150)
资本支出	(194)	(141)	6	(150)	(150)
其他投资	1909	3117	0	0	0
筹资活动现金流	(1451)	(1952)	(1469)	(196)	(217)
借款变动	(1188)	(885)	(1270)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(638)	(1008)	0	0	0
股利分配	(117)	(237)	(237)	(294)	(342)
其他	492	177	38	98	125
现金净增加额	1068	894	743	946	967

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7930	8034	8552	9905	11137
营业成本	3381	3550	3069	3594	4035
营业税金及附加	64	43	46	54	60
营业费用	744	880	821	951	1047
管理费用	2073	2117	2241	2595	2918
财务费用	190	168	160	100	100
资产减值损失	137	10	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	183	465	198	198	225
营业利润	1589	1892	2411	2807	3200
营业外收入	72	31	22	22	22
营业外支出	13	7	7	7	7
利润总额	1649	1916	2425	2822	3214
所得税	189	156	240	283	322
净利润	1460	1759	2185	2539	2892
少数股东损益	(45)	53	66	77	88
归属于母公司净利润	1505	1706	2119	2462	2805
EPS (元)	1.14	1.30	1.64	1.90	2.17

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	29%	1%	6%	16%	12%
营业利润	32%	19%	27%	16%	14%
净利润	29%	13%	24%	16%	14%
获利能力					
毛利率	57.4%	55.8%	64.1%	63.7%	63.8%
净利率	19.0%	21.2%	24.8%	24.9%	25.2%
ROE	18.9%	20.2%	20.5%	19.7%	18.8%
ROIC	14.1%	16.2%	19.0%	18.1%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	41.7%	30.9%	28.7%	26.4%
净负债比率	13.4%	12.9%	4.9%	4.2%	3.6%
流动比率	2.0	2.7	4.9	5.1	5.5
速动比率	1.7	2.2	4.1	4.3	4.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.3	1.9	1.5	1.8	1.8
应收帐款周转率	4.5	4.5	4.4	4.5	4.2
应付帐款周转率	5.6	8.0	8.4	9.7	9.6
每股资料 (元)					
每股收益	1.14	1.30	1.64	1.90	2.17
每股经营现金	0.61	-0.10	1.71	1.00	1.03
每股净资产	6.06	6.42	7.98	9.66	11.57
每股股利	0.17	0.18	0.23	0.26	0.30
估值比率					
PE	25.9	22.8	18.1	15.6	13.7
PB	4.9	4.6	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	20.4	17.5	14.2	12.7	11.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱琨，招商证券研发中心传媒行业分析师。清华大学会计硕士，2014年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。2017年新财富第五名团队成员。2018年水晶球第三名团队核心成员。第一财经第二名团队成员。

罗亚琨，招商证券研发中心传媒行业分析师。香港中文大学商务分析硕士，2015年入行任职于西南证券，2018年加入招商证券。2018年水晶球第三名团队成员。第一财经第二名团队成员。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。