



2020年02月25日

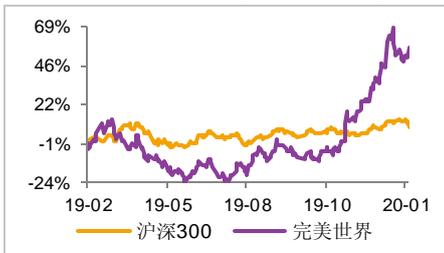
增持(首次评级)

当前价: 50.00 元
目标价: 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: 021-51782317
邮箱: chenzhengxian@y kzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	8,034	8,034	9,721	10,887
(+/-)	1.31%	0.00%	21.00%	12.00%
归母净利润	1569.45	1497.44	2344.62	2553.11
(+/-)	7.90%	-4.59%	56.58%	8.89%
EPS(元)	1.214	1.158	1.814	1.975
P/E	41	43	28	25

资料来源: 粤开证券研究院

完美世界(002624.SZ)

【联讯传媒公司深度】完美世界(002624.SZ)——客户端游戏老牌玩家

投资要点

全球游戏持续增长，移动化趋势延续

Newzoo 数据显示，2018 年全球游戏行业市场容量为 1,378 亿美元，并预估至 2022 年全球游戏行业市场容量将增长至 1,960 亿美元，对应 2018 年至 2022 年复合增长率为 7.2%。游戏行业移动化趋势延续。Newzoo 预估，2019 年至 2022 年全球移动游戏和非移动游戏市场容量的复合增长率分别为 11.67% 和 6.70%，综合带动全球游戏行业市场容量由 2019 年的 1,521 亿美元升至 2022 年的 1,960 亿美元，对应 2019 年至 2022 年市场容量的复合增长率为 8.84%。

IP 的力量（世界观和美术故事）——玩家迅速带入，对移动游戏尤为重要

游戏四大要素分别为：游戏机制、实现技术、世界观和美术故事，游戏机制和实现技术有大的突破是比较难的，而搭配不同的世界观和美术故事立刻就能衍生出一款新游戏。好的 IP，能将玩家迅速带入，这是 IP 受到热捧的理由，对于移动游戏而言更是如此，因为生命周期相对短暂。对于一个 IP 来说，关键在于能不能抓到核心用户群，IP 的打造是长期积累的过程，投资者需要衡量的是 IP 给游戏带来的用户与拿到 IP 的付出。

完美世界为 IP 储备丰富的客户端游戏领导者

完美世界(002624.SZ)是中国大型的影游综合体，业务涵盖完美世界游戏和完美世界影视两大板块。公司在 2005 年、2006 年、2007 年接连推出自研现象级端游《完美世界》、《诛仙》、《武林外传》等，《完美世界》更是远销海外。2012 年，手游市场兴起，公司开始布局手游业务，并于 2013 年推出多款优质手游，手游收入占比逐渐提升。公司逐渐形成以原创 IP《完美世界》、经典网文 IP《诛仙》、原创 IP《梦间集》为中心的三大 IP 鼎立的局面，更伴有丰富金庸 IP 和影视 IP。

投资建议

我们给予「买入」的投资建议：基于完美世界（1）客户端游戏领导地位显著，该等优势可被移植至移动游戏；（2）IP 储备丰富、品类齐全，变现模式多样。我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 80 亿元、97 亿元和 109 亿元，同比增速分别为 0%、21%和 12%；归母净利润分别为 15 亿元、23 亿元和 26 亿元，同比增速分别为-5%、57%和 9%。

风险提示

游戏研发进程或产品流水不及预期。



目 录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
有别于大众的认识	4
股价表现催化剂	4
核心风险提示	错误!未定义书签。
一、行业分析	5
(一) 全球游戏持续增长, 游戏移动化趋势延续	5
(二) 中国客户端游戏市场: 集中程度高, 发展速度慢	6
(三) 游戏四要素: 游戏机制、实现技术、世界观和美术故事	7
(四) 产业链: 研运一体为趋势	9
二、公司概况	12
(一) 公司简介	12
(二) 公司商业模式	14

图表目录

图表 1: 全球游戏市场市场容量持续增长	5
图表 2: 全球游戏市场容量占比: 移动游戏是大势所趋	5
图表 3: 移动游戏市场带动全球游戏市场增长	5
图表 4: 中国游戏市场实际销售收入增长速度放缓	6
图表 5: 中国的移动游戏行业仍处增长期	6
图表 6: 中国客户端游戏市场容量增速整体下降	6
图表 7: 1Q19 客户端游戏头部厂商集中度高	6
图表 8: 端游玩家更加稳定, 付费能力更强。	7
图表 9: 端游玩家的目的是休闲和社交	7
图表 10: 端游玩家流失主要因为太花时间和朋友离开	7
图表 11: 游戏四要素——游戏机制、实现技术、世界观故事和美术表现	8
图表 12: 中国区游戏收入排行榜前十位均为 IP 游戏	9
图表 13: 以客户端游戏为例说明游戏研发及运营流程	11
图表 14: 游戏行业商业模式概览	12
图表 15: 公司历史大事件回顾	13
图表 16: 完美世界前十大股东	14
图表 17: 游戏业务占比最高, 影视业务次之	14
图表 18: 客户端游戏和移动端游戏为两大支柱	14
图表 19: 完美世界商业模式示意图	15
图表 20: 成熟端游: 产品丰富, IP 齐全	16



图表 21: 移动游戏: 端改手成果斐然, 其他 IP 表现不俗 (畅销榜截至 2020 年 1 月)	16
上线以来完美世界手游畅销榜排名稳定在前 40 名.....	17
图表 22: 1H19 手游排名, 完美世界手游第三.....	17
图表 23: 1H19 新游戏排名, 完美世界手游第一.....	17
图表 24: 完美世界 2020 年新游储备丰富	18
图表 25: 游戏储备同业对比	19
图表 26: 营收增长趋于稳定	20
图表 27: 净利润增长趋于稳定.....	20
图表 28: 净利率和毛利率走势趋同.....	20
图表 29: 销售费用和财务费用相对平稳.....	20
附录: 公司财务预测表 (百万元)	22



投资案件

投资评级与估值

我们给予「买入」的投资建议：基于完美世界（1）客户端游戏领导地位显著，该等优势可被移植至移动游戏；（2）IP 储备丰富、品类齐全，变现模式多样。预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 80 亿元、97 亿元和 109 亿元，同比增速分别为 0%、21%和 12%；归母净利润分别为 15 亿元、23 亿元和 26 亿元，同比增速分别为 -5%、57%和 9%。

关键假设点

完美世界业务线主要分为游戏业务和影视业务，我们按照业务进行拆分及预测：（1）公司营收 70%左右来自于网络游戏业务，为公司核心业务，鉴于公司旗下端游表现稳定、移动游戏产品表现优异并不断研发新的产品，我们预计该业务收入增速将呈现稳定上升趋势，未来三年增速分别为 19%、18%和 11%。（2）影视业务维持在总营收的 30%左右，预计未来受不明朗行业政策影响，影视业务停止增长或增长速度放缓。因此我们预计未来三年该业务的收入增速为-25%、5%和 6%。

我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 80 亿元、97 亿元和 109 亿元，同比增速分别为 0%、21%和 12%；归母净利润分别为 15 亿元、23 亿元和 26 亿元，同比增速分别为-5%、57%和 9%。基于完美世界（1）客户端游戏领导地位显著，该等优势可被移植至移动游戏；（2）IP 储备丰富、品类齐全，变现模式多样，给予「买入」的投资建议。

有别于大众的认识

游戏四大要素分别为：游戏机制、实现技术、世界观和美术故事，游戏机制和实现技术有大的突破是比较难的，而搭配不同的世界观和美术故事立刻就能衍生出一款新游戏。对于移动游戏而言更是如此，因为生命周期相对短暂。对于一个 IP 来说，关键在于不能抓到核心用户群，IP 的打造是长期积累的过程，短期 IP 能够引起一定市场的关注，投资者需要衡量的是 IP 给游戏带来的用户与拿到 IP 的付出。

股价表现催化剂

游戏产品研发进程和流水超预期，2019 年自研《完美世界》手游成为爆款，《云梦四时歌》等自研产品表现优异。

核心风险提示

游戏研发进程或产品流水不及预期。

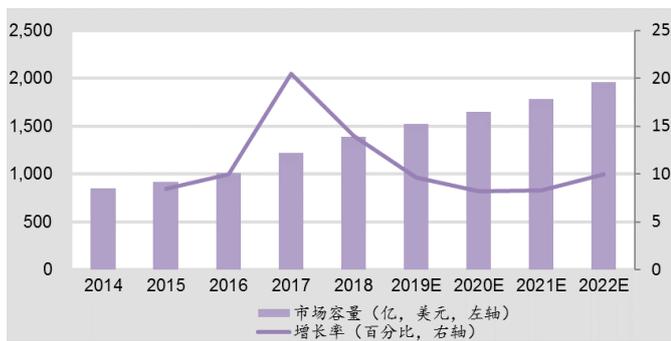


一、行业分析

(一) 全球游戏持续增长，游戏移动化趋势延续

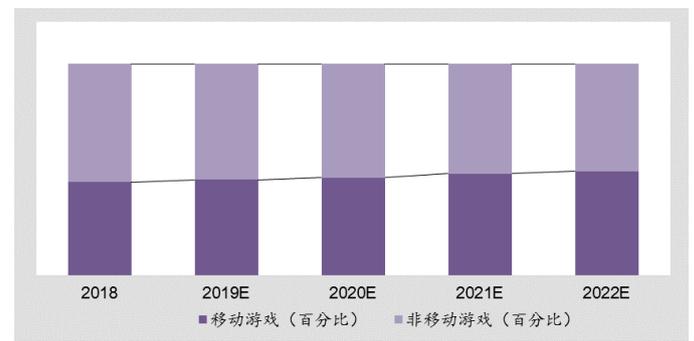
Newzoo 数据显示，2018 年全球游戏行业市场容量为 1,378 亿美元，并预估至 2022 年全球游戏行业市场容量将增长至 1,960 亿美元，对应 2018 年至 2022 年复合增长率为 7.2%。游戏行业移动化趋势延续。Newzoo 预估，2019 年至 2022 年全球移动游戏和非移动游戏市场容量的复合增长率分别为 11.67% 和 6.70%，综合带动全球游戏行业市场容量由 2019 年的 1,521 亿美元升至 2022 年的 1,960 亿美元，对应 2019 年至 2022 年市场容量的复合增长率为 8.84%。除增速外，移动游戏市场占比也不断增长。预计全球移动游戏的市场容量的占比将由 2018 年的 44% 升至 2022 年的 49%。

图表1： 全球游戏市场市场容量持续增长



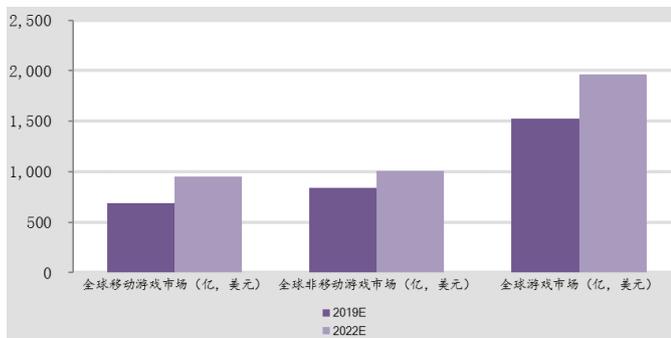
资料来源：Newzoo，粤开证券研究院

图表2： 全球游戏市场容量占比：移动游戏是大势所趋



资料来源：Newzoo，粤开证券研究院

图表3： 移动游戏市场带动全球游戏市场增长



资料来源：Newzoo，粤开证券研究院

2018 年中国游戏行业的实际销售收入为 2,144 亿元，增速较之前有所放缓，为 5.3%。根据伽马数据 (CNG)，预计 2019 年全年中国游戏行业实际销售收入为 2,300 亿元，中国的移动游戏行业仍处增长期；并预估 2021 年中国客户端游戏、网页游戏和移动游戏市场占比分别为 26.5%、2% 和 71.5%。

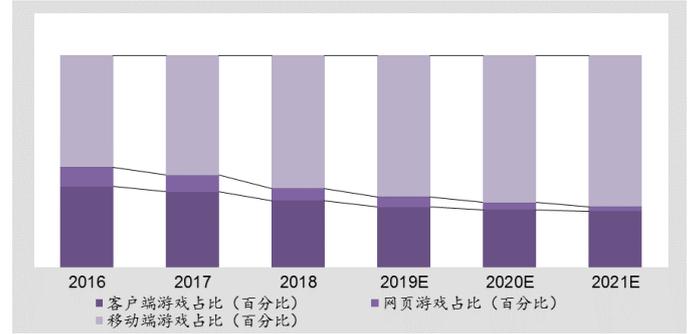


图表4： 中国游戏市场实际销售收入增长速度放缓



资料来源：伽马数据，粤开证券研究院

图表5： 中国的移动游戏行业仍处增长期



资料来源：易观咨询，粤开证券研究院

（二）中国客户端游戏市场：集中程度高，发展速度慢

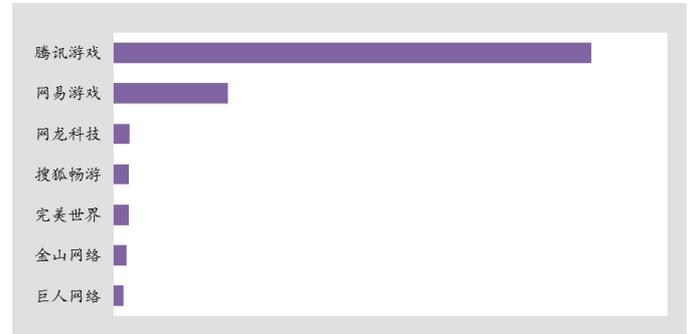
中国客户端游戏市场容量增速整体呈下降趋势，连续几年增速持续放缓，从 2009 年左右的 36% 增速下降至 2018 年的负增长。2019 年上半年市场容量较 2018 年上半年同比增长 2%，腾讯（0700.HK）游戏领导者优势明显，其 2019 年一季度客户端游戏营收达到 138 亿元，为同行业第一，是第二网易游戏 33 亿元营收的四倍；其余厂商如网龙、完美世界等收入差距不大，形成第二梯队。客户端游戏市场呈现集中度稳步提升之态势，市场结构成熟特质明显。

图表6： 中国客户端游戏市场容量增速整体下降



资料来源：伽马数据，粤开证券研究院

图表7： 1Q19 客户端游戏头部厂商集中度高



资料来源：艾瑞咨询，粤开证券研究院

端游玩家更加稳定，付费能力更强。和移动游戏、主机游戏以及页游相比，客户端游戏本身有其独特优势。硬件方面，客户端游戏和页游同样需要个人电脑为载体，比移动游戏麻烦，但比需要游戏手柄等昂贵、科技顶尖游戏硬件的主机游戏相比更为方便、普及。在玩家特点方面，与均为轻度游戏用户的移动游戏相比，端游玩家多为资深游戏玩家，这类玩家对于游戏品质要求较高，而且对游戏较为死忠，这也就意味着一款成熟且成功的端游在新鲜期结束之后仍然能够稳定拥有忠实玩家，流失人数较少；就付费习惯而言，客户端玩家付费习惯稳定且付费能力强。但相比移动游戏来说，端游玩家人数偏少，覆盖面小。



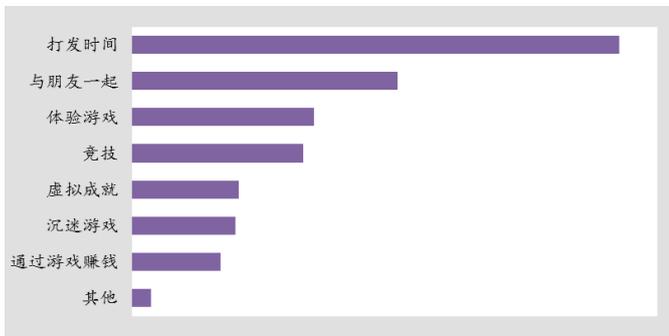
图表8：端游玩家更加稳定，付费能力更强。

特点	用户规模	硬件	门槛
主机游戏 游戏重度用户，对游戏需求大、体验要求高，付费习惯能力强且稳定，愿意为游戏支付溢价	4000万人	·游戏手柄	高门槛
端游 游戏经验丰富，对游戏体验要求高，多为忠实用户，游戏付费习惯稳定、付费能力强	1.42亿人	PC端	中等门槛
页游 受众面不及手游，但比端游广，游戏体验普遍丰富，多为有支付能力的白领，付费习惯稳定	1.9亿人	PC端	中等门槛
手游 受众广，普通玩家多，年龄跨度大，女性玩家增多，多为碎片化时间娱乐，流失率大，付费习惯尚未养成	6.2亿人	移动端	低门槛

资料来源：中国音数协游戏工委，粤开证券研究院

在注重碎片化时间和游戏社交的今天，端游的优势不及移动游戏。艾瑞咨询的研究表明，休闲和社交为玩家的主要诉求（社交需求天生匹配移动端），而太花时间和朋友离开该款游戏为玩家流失的重要原因。同时，由于与客户端游戏相比，移动游戏和网页游戏沉浸感不强（不会给玩家太大压力，玩一款游戏就必须坐在PC前几个小时），进出方便，游戏设备（多为手机和平板）方便携带。特别是移动游戏，随时随地可玩，累计可以占用玩家更多时间。因此，端游厂商将目光投向手游玩家进行转型是未来趋势。

图表9：端游玩家的目的是休闲和社交



资料来源：艾瑞咨询，粤开证券研究院

图表10：端游玩家流失主要因为太花时间和朋友离开



资料来源：艾瑞咨询，粤开证券研究院

（三）游戏四要素：游戏机制、实现技术、世界观和美术故事

概括而言，游戏四大要素分别为：游戏机制、实现技术、世界观和美术故事。游戏机制和实现技术给游戏定下基调，搭配不同的世界观和美术故事，就能构成一款新游戏。

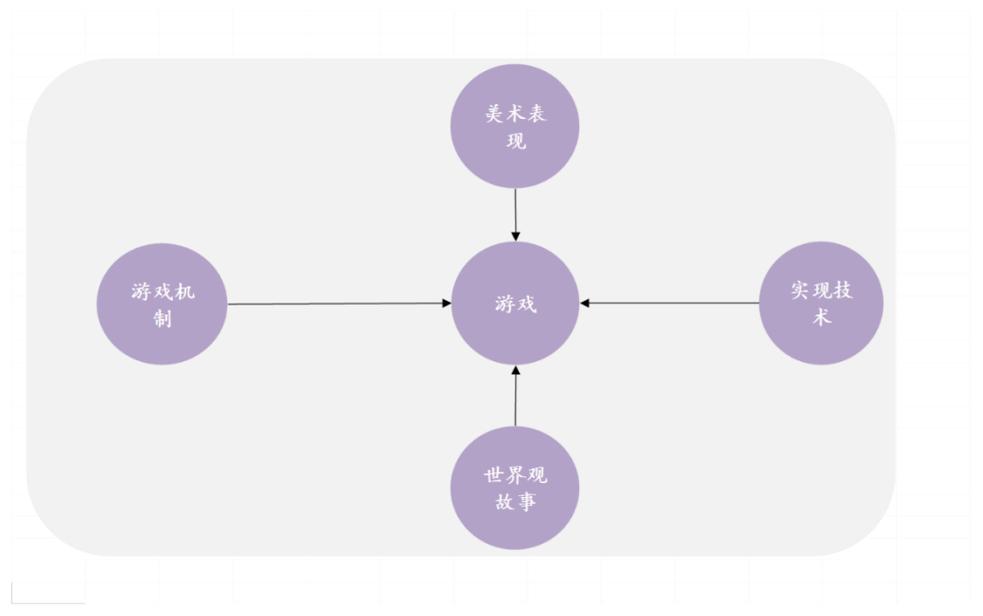
- （1） 游戏机制：包含很多内容，如操作模式（端游和手游模式不一样）；核心玩法，这是区别游戏类型很重要的点，是第一人称还是第三人称，动作游戏还是赛车游戏，这些都是在 DEMO 时期需要确定的内容；承载玩法的关卡内容，什么样的地图、怪物等（这些都是玩家关注的）。现在重度游戏的基本模式是玩家作为一个容器，有一个累积、成长的过程，中国玩家重视成长；付费模式，是点卡、包



月还是免费，付费模式是依托系统的。比如《传奇》，为什么玩家愿意花十几万去买装备，因为花了钱能在数值上释放。游戏机制的核心是数值，这是开发团队的策划需要负责的内容。策划分为数值策划、关卡策划和系统策划。数值策划本身对玩家体验、玩家感知要求非常高，这直接决定了游戏能挖多少坑，挖得多巧妙。

- (2) 实现技术：包括引擎，不管是 2D 游戏还是 3D 游戏，引擎可以自研也可以用商业引擎。如果是自研，对团队要求非常高，开发出来至少需要 3 年以上。如果是商业引擎（有专门的引擎公司，如 Unity），团队前期需要的准备工作少很多，但做出来的东西，性能可能不会特别高。引擎包含渲染模块、开发工具流、大量的插件、主体、支撑服务，还有相应的工具模块、后台的技术架构、本身平台接入的体系，以及美术表现等。对于游戏而言，每一个模块都是非常重要的。
- (3) 世界观故事：就是 IP，对于端游来说 IP 是逐步打造的过程。为什么手游更加依赖 IP，因为手游的生命周期短，用户接近短期体验的特性，需要曝光渠道获取。世界观由策划和美术来确认，由故事策划和文案策划来梳理故事。
- (4) 美术表现：比如 QQ 飞车，本身没有很复杂的系统，车子没有很大的差别，性能差别也不大，只是需要个性化来表现。

图表11： 游戏四要素——游戏机制、实现技术、世界观故事和美术表现



资料来源：粤开证券研究院

其中，游戏机制和实现技术有大的突破是比较难的，而搭配不同的世界观和美术故事立刻就能衍生出一款新游戏，如果有好的 IP，玩家的带入将是爆发性的，这也是渐趋成熟的市场中，IP 受到热捧的理由。App Annie 数据显示（基于 2019 年 10 月数据），中国区移动游戏收入排行榜前十位均为 IP 游戏。



图表12: 中国区游戏收入排行榜前十位均为IP游戏

排行	游戏名称	是否为IP游戏	所属公司	说明	世界观及故事情节简介
1	王者荣耀	是	腾讯	《王者荣耀》是由腾讯游戏天美工作室群开发并运行的一款运营在Android、IOS、NS平台上的MOBA类手机游戏，于2015年11月26日在Android、IOS平台上正式公测，王者荣耀是类dota手游，游戏中的玩法以竞技对战为主，玩家之间进行1V1、3V3、5V5等多种方式的PVP对战，还可以参加游戏的冒险模式，进行PVE的闯关模式等	无限时空中，时光的洪流汇聚于同一片大陆。机关术与魔法肆虐，让世界面目全非。英雄，那些熟知的名字，不可思议的聚集在一起。抛却了过往荣光，遵循野心与欲望，随心所欲寻求力量，乃至彼此追逐杀戮。而在一个又一个传奇的背后，唤灵师的身影时隐时现，没错，他们，才是历史真正的创造者，生存或者毁灭，战争，似乎永无止境。游戏正式服（安卓和IOS平台）已经出了几十位英雄，定期也会推出新的英雄，英雄定位可分为法师、战士、坦克、刺客、射手、辅助，不同的英雄拥有不同的属性和技能。每个英雄都有多个主动攻击技能和1个被动技能，在匹配模式下，玩家可以使用周免英雄、体验卡英雄和已经购买的英雄参加战斗
2	和平精英	是	腾讯	《和平精英》是由腾讯光子工作室群自研打造的军事竞赛体验手游，该作于2019年5月8日正式公测。《和平精英》采用虚幻4引擎研发，致力于从画面、地图、射击手感等多个层面，为玩家全方位打造出极具真实感的军事竞赛体验。	未来，和平成为世界主流。但出于战略意义上的考虑，以及训练成果考核的需要，各国约定：每隔一段时间，便进行一场世界范围内的联合军事演习。目标是考察特种兵在恶劣条件下的搜集侦察与野外作战能力，并以此挑选出“和平精英”。
3	梦幻西游	是	网易	是由网易研发的基于网易原端游《梦幻西游》内容开发的手游，端游《梦幻西游》曾经是中国内地同时在线人数最高的网络游戏	四海之大，该向何方寻找，该如何劝服他们甘愿苦历千山，远经万水，到佛祖处求真经，教化众生，化解千年冤屈；玩家扮演一名转世的修士穿越回大唐贞观年间（唐僧西行开始之时），投身于《西游记》的剧情中
4	三国志·战略版	是	阿里	《三国志·战略版》由光荣特库摩正版授权的策略类型手游	当我们身处三国乱世的一方势力——可以重逢历史上的名将，识人用人，登庸委任，单挑舌战，篆刻自己的青史佳话。可以兼顾大局，在资源有限选择众多的前提下，算计博弈崛起成为一方势力。可以排兵布阵，搭配战法与兵种，综合敌我情况，真切感受以少胜多攻占强敌的成就感。更可以面对整个世界，一步一步开创属于你的历史。
5	精灵盛典	是	三七互娱	旗下团队三七游戏（原极光网络）自主研发，属于奇迹MU的IP手游	以西方魔幻世界为背景打造的大型动作手游
6	跑跑卡丁车官方竞速版	是	上海邮通	《跑跑卡丁车官方竞速版》是由上海邮通科技有限公司制作发行的一款3D竞速赛车手游，该作于2019年7月2日公开测试。	游戏讲述海盗军团不择手段地破坏繁荣山丘和平的故事，玩家可以扮演皮蛋、黑妞等车手角色，去阻止海盗军团们在繁荣山丘搞破坏
7	大话西游	是	网易	是由网易研发的基于网易原端游《大话西游2》内容开发的手游	观音大士点化玄奘、孙悟空、猪八戒和沙僧一行四人西行取经。然而天数注定，一场轮回纠葛就要展开。当年的“屠神盛宴”、一万三千年来的记忆和遗忘中爱恨情仇的纠缠、如今的渔村乱象与天命的取经人，这一切都是相互牵引、早已注定的，既有因，必生果，因果轮回，天地大数。而玩家将作为这次天命轮回的见证人和参与者，注定踏上这条生而肩负的征途
8	崩坏3	是	米哈游	《崩坏3》是由米哈游科技（上海）有限公司制作发行的一款角色扮演类手机游戏，该作于2016年10月14日全平台公测。	游戏讲述了世界受到神秘灾害“崩坏”侵蚀的故事，玩家可以扮演琪亚娜、白夜执事、第六夜想曲、月下初拥、极地战刃、空之律者、原罪猎人等女武神，去抵抗崩坏的入侵，维护好这个世界的和平。
9	阴阳师	是	网易	《阴阳师》是由中国网易移动游戏公司自主研发的3D日式和风回合制RPG手游。2016年12月15日，工夫影业、华谊兄弟电影和网易影业宣布联手打造《阴阳师》电影及剧集。	游戏中的和风元素是以《源氏物语》的古日本平安时代为背景设计的。游戏剧情以日本平安时代为背景，讲述了阴阳师安倍晴明于人鬼交织的阴阳两界中，探寻自身记忆的故事。故事发生在人鬼共生的年代，原本属于阴阳界的魑魅魍魉，潜藏在人类的恐慌中伺机而动，阳界的秩序岌岌可危。幸而世间有着一群懂得观星测位、画符念咒，还可以跨越阴阳两界，甚至支配灵体的异能者，他们正各尽所能，为了维护阴阳两界的平衡踏上性命战斗并被世人尊称为“阴阳师”。游戏中玩家扮演一名阴阳师，其职责就是退治妖怪，玩家角色与被收服的式神作为作战单位一同参与到战斗中。
10	率土之滨	是	网易	《率土之滨》是由网易游戏制作发行的一款全自由实时沙盘战略手游，该作于2015年10月22日正式公测。	游戏以三国历史为背景，讲述东汉末年的群雄割据，魏、蜀、吴三国之间的政治和军事斗争的故事。玩家可以扮演主公的身份，进入游戏去建造城池、生产资源、招兵买马等，来提高自己的军事实力，从而实现统一天下的愿望

说明：基于 App Annie 提供的 2019 年 10 月中国区数据

资料来源：App Annie，粤开证券研究院

（四）产业链：研运一体为趋势

回顾近几年，游戏行业一、二级市场并购层出不穷，打破了之前研发商和运营商相对对立的格局。我们认为根本驱动力是研运一体带来的经营效率改善，以及互联网企业对用户入口的争夺。研运一体带来的效率改善可简述为，运营平台将与玩家持续互动的数据，及时传导至研发端，不断优化关卡，增加可玩性和付费点。这意味着更多的“坑”，更巧妙



的“坑”，综合带动 ARPU 值的提升，为游戏提供商带来更为充沛和持续的现金流（资本市场则对应更高的估值中枢）。根据我们对产业的访谈，将游戏研发运营流程简单分享。

- (1) 游戏生命周期分为研发期和运营期：以端游为例（手游流程类似，但略微精简），生命周期可分为，①研发期；②运营期。研发期分为立项阶段和量产阶段。立项的流程为，首先做DEMO，DEMO会投入5-10个人左右，对游戏的核心玩法进行预演，一般1-3个月内做成DEMO原型（最快也需要两周）。之后进行立项评审。评审的主要内容为DEMO原型、场景商业计划书、预算（含人力、开发时间、用户规模和收入的预估）。评审者会关注场景本身的市场定位和投入成本，并对市场预期进行预估，也要结合团队本身的技术能力预估核心成员需要投入的成本。
- (2) 评审的五个阶段，从PR1到PR5：①PR1，场景节点评审。这里包括所有技术相关内容（如引擎、后台架构和美术制作等），通过之后会正式立项，然后进行整体归档，把细节内容敲定，如规范、技术模型、整体方向以及后续营收方式。②PR2，对项目阶段性的点进行考核，该阶段是对PR1的补充，该阶段DEMO的整体品质要让大家看到信心，如整体的美术风格、基础性能，对未来用户盘子的预估。一般是由市场部根据现在主流类别占到市场用户的盘子，来对核心用户群和营收进行预判。③PR3，接近量产的阶段，整个团队已经有30-50人，对游戏内容进行评审，比如MORPG，一般来说是对未来的关卡，核心可玩点有多少，预估游戏内容运营期能支撑多长时间，对开发效率进行评估。正式上线之前，研发期所做内容约占30%，后期运营时团队整体开发效率能跟上运营节奏是很重要的，如果跟不上版本更新，数据会不好，因为网络游戏需要持续新的内容刺激用户。PR2到PR3之间，市场团队会加入，对游戏整体的品牌策略进行梳理，包含游戏官网预热，线下广告推广，以及一些游戏细节，譬如LOGO，具体品牌要主打的核心用户群的喜好等进行研究，主要是为了公测之前的预热。④PR4：该阶段的重点是看版本质量，对所有游戏内容进行审核。⑤PR5（公测）：一般PR4就会发布游戏，不是大规模发布，而是删档内测，不会放太多的用户进来，主要是通过前期核心用户群的摸索，吸引对整个品牌方向关注的用户，放一些核心用户去体验，搜集反馈。公司会有评判机制，如果整体数据达标，譬如次留、七留和留存率等，就进行不删档测试，然后再进行公测。
- (3) 运营期：主要由研发团队针对用户反馈进行版本更新，根据游戏内容版本来进行相应活动，如游戏内容制作和游戏公告等。



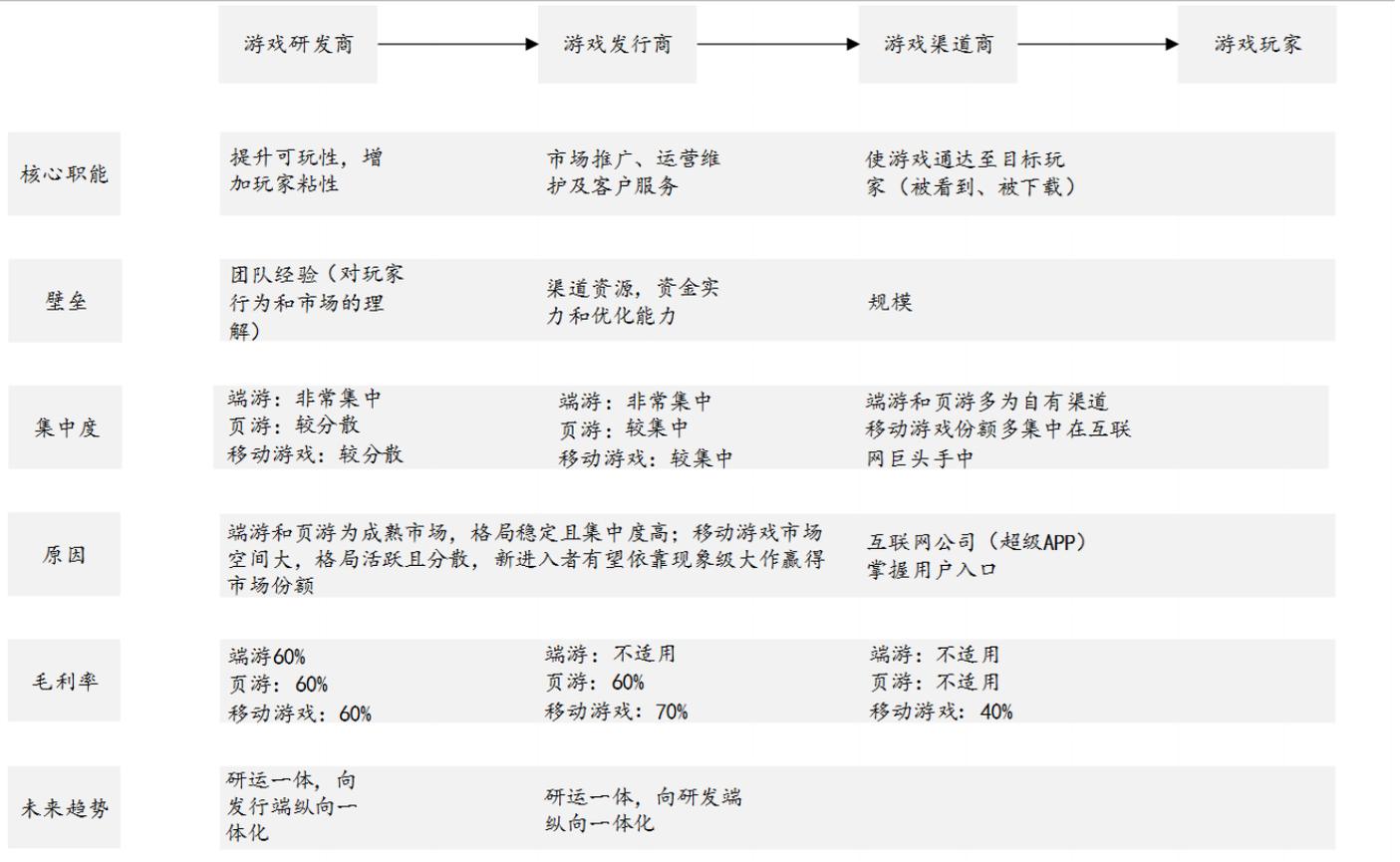
图表13: 以客户端游戏为例说明游戏研发及运营流程

	核心职能	所需资源	所需时间	说明	
研发期	立项	核心玩法预演	5-10人	一般1个月到3个月, 最快也要两周	做出Demo, 对核心玩法进行预演, 然后开始评审
	评审 (分为PR1到PR5几个阶段)	正式立项			对Demo的原型、场景商业计划书和预算(含人力、开发时间、用户规模和收入等)进行预估
	PR1	场景节点评审			评审所有技术相关内容(如引擎、后台架构和美术制作等), 通过之后会正式立项, 然后进行整体归档, 把细节内容敲定, 如规范、技术模型、整体方向以及后续的收费方式
	PR2	预判核心用户群和营收			该阶段是对PR1的补充, 该阶段Demo的整体品质要让投资者看到信心, 如整体的美术风格、基础性能以及对未来用户盘子的预估。该阶段市场部开始介入, 根据现在主流类别占市场用户的盘子, 来对核心用户群和营收进行预判
	PR3	游戏预热	该阶段团队已有30-50人		该阶段快接近量产阶段, 正式上线之前, 研发期所做内容约占30%, 后期运营时团队整体开发效率能跟上运营节奏是很重要的, 如果跟不上, 数据会不好, 因为网络游戏需要持续新的内容刺激玩家。PR2到PR3阶段, 市场团队会加入, 对游戏整体的品牌策略进行梳理, 包含游戏的官网预热, 线下广告推广, 以及一些游戏细节等, 譬如LOGO, 并对具体品牌要主打的核心用户群的喜好等进行研究, 主要是为了公测之前的预热
	PR4	评审游戏内容			一般PR4阶段就会发布游戏, 不是大规模发布, 而是删档内测, 不会放太多的用户进来, 主要是通过前期核心用户群的摸索, 吸引对整个品牌方向关注的用户, 放一些核心用户去体验, 搜集反馈。会有评判机制, 如果整体数据达标(如次留、七留和留存率), 就进行不删档测试, 然后再进行公测
	PR5	公测			公测一般是在内测数月后, 游戏的BUG经过内测, 已明显减少, 允许玩家注册账号, 数据予以保留, 公测数月后进入正式运营。会邀请一些全国各地的用户参加测试, 主要是侧重于客户端可能出现的问题, 测试服务器的性能和查找程序的Bug
运营期	量产	研发支持、市场推广和客户服务			主要由研发团队针对用户反馈进行版本更新, 根据游戏内容版本来进行相应活动, 如游戏内容制作和游戏公告等

资料来源: 粤开证券研究院



图表14： 游戏行业商业模式概览



资料来源：粤开证券研究院

二、公司概述

（一）公司简介

完美世界（002624.SZ）于2004年创立，是中国大型的影游综合体，业务涵盖完美世界游戏和完美世界影视两大板块。成立之初公司立足于网络游戏的开发与维护，乘国内互联网和端游高速发展期的东风，在2005年、2006年、2007年接连推出自研现象级端游《完美世界》、《诛仙》、《武林外传》等，《完美世界》更是远销海外。2007年，完美世界登陆纳斯达克，后于2015年完成私有化后退出纳斯达克。2010年，公司通过收购海外工作室等进一步布局海外游戏产业；2012年，手游市场兴起，公司开始布局手游业务，并于2013年推出多款优质手游，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”，完美游戏于A股上市。2018年完美世界与美国Valve公司签署授权协议建立Steam中国并更名“蒸汽平台”，未来或将带动行业发展和公司盈利。除屹立不倒的游戏业务外，完美世界还在影视业务、游戏媒体、电竞等方面不断发力，形成综合的泛娱乐一体化公司。



图表15： 公司历史大事件回顾

时间	事件	说明
2004年	完美世界游戏业务成立	完美世界游戏正式创立。
2005年	端游《完美世界》公测正式启动	推出的《完美世界》以自主研发的3D引擎和来自《山海经》的中国传统经典内容大获成功。
2006年	《完美世界》正式进入商业化阶段并出海运营	完美世界与越南光明D.E.C 通信有限公司达成共识，就公司旗下《完美世界》在越南地区的代理运营签订协议；授权日本著名网络游戏运营公司C&C Media为《完美世界》日本地区运营商；授权韩国CJ Internet Corporation为韩国地区的代理运营商；与菲律宾Level Up达成共识，就大型《完美世界》正式出口菲律宾签署协议。
2006年9月	端游《武林外传》正式公测	完美世界首款“喜剧网游”《武林外传》正式开启公测。本游戏为影游联动作品，原作《武林外传》是一部2006年推出的章回体古装情景喜剧IP，该作品围绕七侠镇“同福客栈”里的女掌柜佟湘玉和她的几个伙计展开。
2007年7月	完美时空在纳斯达克上市	2007年7月26日，完美时空登陆美国纳斯达克（股票代码：PWRD），发行价16美元，开盘价17.5美元，融资约1.88亿美元。公司在IPO中发售900万股美国存托凭证，其余280万股来自于特定股东。其IPO承销商包括摩根斯坦利、瑞士信贷、CIBC世界市场以及SIG。
2007年	端游《诛仙》公测	完美世界MMORPG巨作《诛仙》正式公测，其融合当时世界领先的游戏技术，比如世界首创的真3D寻径技术，还有世界首创的绝对忠诚的自由组合法宝系统，还有国内首创的一系列针对解放玩家双手而进行的操作细节设定等。
2007年	布局影游联动	完美世界与中国电影集团公司正式签约，就大型3D MMORPG《赤壁》与吴宇森执导的电影《赤壁》签署正式市场合作推广协议。
2008年	多款新游公测	完美世界旗下首款根据中国历史改编的作品《赤壁》正式启动公测；旗下首款休闲舞蹈类游戏《热舞派对》开启公测；旗下游戏产品《口袋西游》正式公测。
2008年	影视业务成立	完美世界影视业务成立，自此影视和游戏两大业务板块建成。后于2010年签约著名导演：赵宝刚、滕华涛、郭靖宇、刘江。
2010年	进一步布局海外游戏产业	完美世界旗下欧洲子公司、荷兰Perfect World Europe B.V. 成立；收购美国特拉华州游戏工作室Runic Games, Inc. (“Runic Games”)；全资收购日本C&C Media Co., Ltd.；全资收购美国加州游戏工作室Cryptic Studios, Inc. 协议。
2012年	取得海外成功IP代理权	完美世界与美国公司Valve签订合作协议，获得Dota 2在中国大陆的独家运营代理权。
2013年	布局手游	推出了多款移动游戏，包括卡牌类游戏《完美世界秦汉传奇卡牌版》、SLG游戏《国王万岁》、2D回合制角色扮演游戏《神雕侠侣》。
2013年	扩大游戏产业布局	收购中国TV游戏资深平台电玩巴士和美国游戏开发商 Unknown Worlds Entertainment。
2014年	布局游戏媒体和教育产业	完美世界旗下游戏媒体星游社与玩家集团星游传媒成立，中国专业的游戏玩家社区NGA同时加入完美世界媒体。完美世界教育投资有限公司注册成立。
2014年	完美影视上市	完美世界影视通过借壳上市正式登陆国内A股市场，证券代码002624，证券简称“完美环球”。
2015年	游戏业务完成私有化	合并子公司Perfect World Merger Company Limited将并入完美世界，完美世界继续存续并由母公司全资控股（以下简称“合并”）。合并完成后，完美世界将变成一家私有公司，其美国存托股票（ADS）将从纳斯达克全球市场摘牌。
2016年	完美世界上市	原完美环球证券，公司名称变更为“完美世界股份有限公司”，公司证券简称由“完美环球”变更为“完美世界”，股票代码保持不变。
2016年	整合产业链深化泛娱乐布局	完美世界影视与环球影业达成单片投资及战略合作协议；收购今典院线；推出热播综艺节目《极限挑战第二季》等。
2017年	布局体育娱乐和电竞相关产业	完美世界影视、威秀娱乐集团、WME IMG中国 联合成立完美威秀娱乐集团；完美世界游戏代理重量级电竞游戏CS:GO国服。
2017年	继续布局手游	推出《射雕英雄传》手游、《梦间集》手游等
2018年	建立steam中国	完美世界宣布代理 Steam，与 Valve 合作共同建立 Steam 中国。Steam 为是目前全球最大的综合性数字发行平台之一。合作内容：一是完美世界在中国大陆地区建立、运营及推广Steam中国；二是Valve公司为Steam中国的上线及运营提供软件授权及相关技术支持，同时授权完美世界在Steam中国的推广中使用其商标及相关宣传资料；三是完美世界负责将Steam海外游戏产品引进至Steam中国并进行本地化等相关工作，同时负责推荐及支持中国游戏产品在Steam中国的发行及运营。
2019年	Steam中国平台正式上线	完美世界宣布推出面向中国用户的Steam平台，命名为“蒸汽平台”，首批上线了《Dota 2》、《刀塔霸业》等近40款游戏，未来将在VR游戏、云游戏等方面发力。

资料来源： 公司资料，粤开证券研究院

截至 19Q3，完美世界控股集团有限公司和实际控制人、董事长池宇峰先生为公司的前两大股东，持股比例分别为 35%和 12%。完美世界控股由公司董事长池宇峰持股 90%，池宇峰先生通过完美世界控股集团、石河子快乐永久及个人合计持有公司 50%股份。前十大股东共持股 73%，持股结构较为集中。



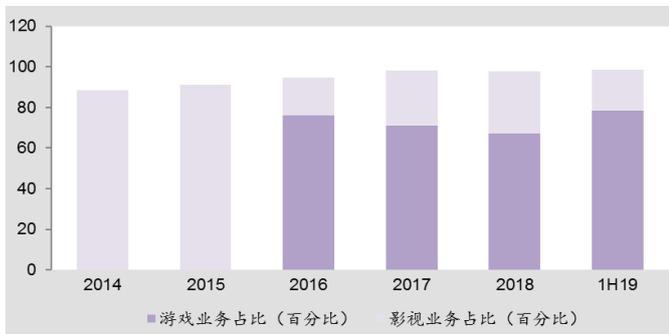
图表16：完美世界前十大股东

股东名称	持股比例(百分比)	说明	股本性质
完美世界控股集团有限公司	35.07	完美控股和快乐永久为池宇峰控制的公司，完美控股、快乐永久和池宇峰构成一致行动人	A股流通股
池宇峰	12.25	实际控制人，董事长，董事	限售流通A股, A股流通股
德清骏扬企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	11.87		A股流通股
天津广济企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	2.81		A股流通股
石子快乐永久股权投资有限公司	2.35		A股流通股
北京海国东兴支持优质科技企业发展投资管理中心(有限合伙)	1.98		A股流通股
中国建设银行股份有限公司-博时主题行业混合型证券投资基金(LOF)	1.78		A股流通股
全国社保基金一零八组合	1.62		A股流通股
香港中央结算有限公司(陆股通)	1.44		A股流通股
深圳市恒泰永成投资管理有限公司-深圳市恒泰德增投资合伙企业(有限合伙)	1.41		A股流通股
合计	72.58		

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

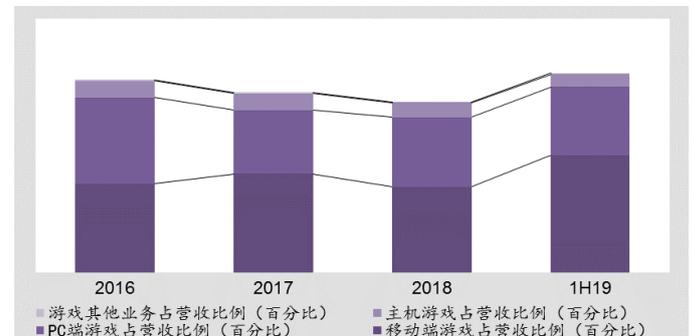
自 2016 年完美世界游戏合并进完美环球后，完美世界的游戏业务一直占据较大比例营收，游戏和影视业务收入约为 70%对 30%。1H19 游戏业务收入占比增加到 78%。而按照游戏类型进行游戏业务收入细分，则移动端游戏和 PC 端游戏（主要为客户端游戏）为两大支柱，1H19 占总营收比例分别为 46%和 27%。2016 年两者比例差距只有一个百分点，相差很小；而在 1H19，这一差距则扩大到近 20 个百分点，公司已经对移动游戏更加倚重。

图表17：游戏业务占比最高，影视业务次之



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

图表18：客户端游戏和移动端游戏为两大支柱



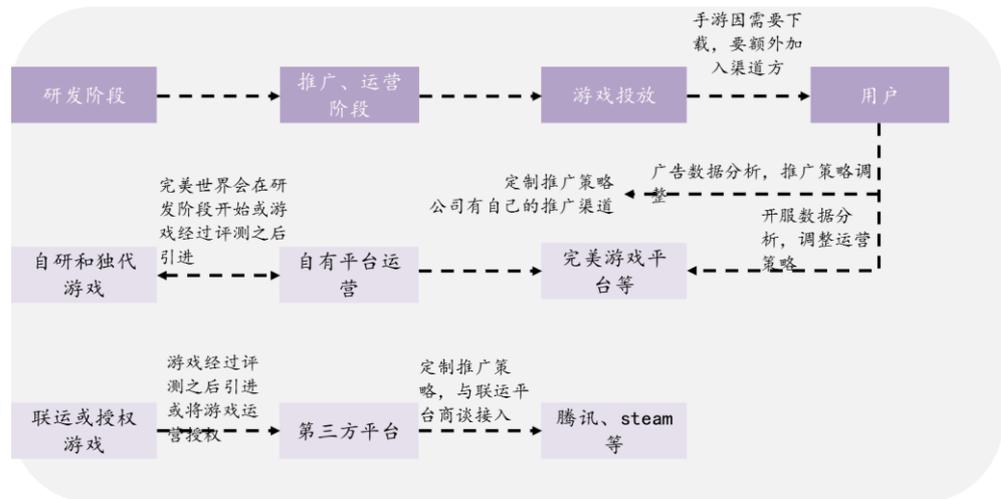
资料来源：公司公告，粤开证券研究院

(二) 公司商业模式

完美世界为成熟的研运一体游戏厂商。目前的主要商业模式为，完美世界游戏团队从研发端开始覆盖游戏策划、系统设计、代码编写、美术制作等主要环节或引入成熟 IP 进行适应移动游戏的改变，利用自有平台（完美游戏平台）或借助第三方发行平台（如腾讯、Steam 等平台）进行游戏分发，进入运营期后，结合运营反馈的数据不断优化游戏，持续改善玩家体验。此外，公司还拥有授权运营业务模式，即将特定范围的游戏运营责任授权第三方游戏运营商（如腾讯）运营，参与收入分成。在授权运营过程中，公司在该特定范围内仅提供版本支持与技术帮助，第三方游戏运营商需负责客户服务等主要运营责任，公司不承担主要运营责任。



图表19：完美世界商业模式示意图



资料来源：粤开证券研究院

（三）公司核心竞争力：游戏及 IP 储备丰富

1、成熟端游：产品丰富，IP 齐全，拥有现象级产品

完美世界是国内端游研发领导者，在 2005 年前后国内互联网、个人电脑和客户端游戏高速发展的时期，先后推出了《完美世界》等现象级端游，并采用独立运营模式进行经营，积累了丰富的端游开发及运行维护经验，逐渐稳定为端游研运老牌厂商。

完美世界 IP 齐全。完美世界打造了《完美世界》的成功端游 IP，并持有经典网文 IP（如《诛仙》）、经典金庸 IP（如《笑傲江湖》《神雕侠侣》）和经典影视 IP（如《武林外传》）等。完美世界端游运作经验丰富，游戏技术领先。目前公司在运行端游中，运营时间最长的《完美世界》已经有 14 年的运营期；其他端游大部分也达到了 10 年左右运营期，长盛不衰。技术方面，《完美世界》端游采用自主研发的 3D 引擎，首创自由飞行概念，堪称国内端游技术的里程碑；2017 年在 VR 游戏还未广泛进入大众视野时，公司原创端游《深海迷航》已经使用了 VR 技术。

丰富 IP 产品和运作经验的基础上，公司后期选择和国外研发商合作，引进国外经典端游进行代理运营。自 2012 年始，公司开始和美国 Valve 游戏公司开展合作，取得 Dota 2 在中国大陆的独家运营代理权、代理重量级电竞游戏 CS:GO 国服，并于 2018 年引进端游重量级平台 Steam 中国。此外，公司和 Gunfire Games 合作，打造端游+主机双平台模式游端游《遗迹：灰烬重生》，未来双平台将成为端游的发展方向。



图表20: 成熟端游: 产品丰富, IP 齐全

游戏名称	上线时间	IP来源	类型	游戏表现
《完美世界》	2005年6月	原创	自研自发	现象级端游, 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
《武林外传》	2006年9月	《武林外传》电视剧	自研自发	首款“喜剧网游”, 开创影游联动先河
《诛仙》	2007年5月	《诛仙》小说	自研自发	网络文学 IP 改编游戏的开山之作
《赤壁》	2008年1月	《赤壁》电影	自研自发	N. A.
《口袋西游》	2008年1月	《西游记》小说	自研自发	N. A.
《热舞派对》	2008年3月	原创	自研自发	N. A.
《神鬼传奇》	2009年4月	原创	自研自发	N. A.
《笑傲江湖》	2009年7月	《笑傲江湖》小说、电视剧等	自研自发	N. A.
《神鬼世界》	2010年12月	原创	自研自发	N. A.
《神雕侠侣》	2013年8月	《神雕侠侣》小说及电视剧	自研自发	N. A.
《神魔大陆》	2013年11月	原创	自研自发	N. A.
《DOTA2》	2013年12月	美国Valve公司	代理游戏	2018年流水超5亿, 今年受《DOTA2》2019年国际邀请赛(Ti9)在上海举办拉动, 流水预计将再创新高
《创世战车》	2017年7月	俄罗斯Gaijin Entertainment公司	代理运营	N. A.
《CS:GO》	2017年9月	美国Valve公司	代理游戏	N. A.
《深海迷航》	2017年10月	原创	代理游戏	公司首部VR游戏
《遗迹: 灰烬重生》	2019年8月	Gunfire Games原创	代理游戏	端游+主机双平台模式

资料来源: 联讯证券研究院

2、移动游戏: IP 来源丰富, 端改手成绩斐然

顺应游戏行业的发展趋势, 完美世界将游戏业务拓宽到移动游戏, 从 2016 年开始推出手游, 并将手游上线速度维持在每年三至四款, 流水盈利有充分保障。

图表21: 移动游戏: 端改手成果斐然, 其他 IP 表现不俗(畅销榜截至 2020 年 1 月)

游戏名称	上线时间	IP来源	类型	游戏表现
《完美世界》	2005年6月	原创	自研自发	现象级端游, 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
《武林外传》	2006年9月	《武林外传》电视剧	自研自发	首款“喜剧网游”, 开创影游联动先河
《诛仙》	2007年5月	《诛仙》小说	自研自发	网络文学 IP 改编游戏的开山之作
《赤壁》	2008年1月	《赤壁》电影	自研自发	N. A.
《口袋西游》	2008年1月	《西游记》小说	自研自发	N. A.
《热舞派对》	2008年3月	原创	自研自发	N. A.
《神鬼传奇》	2009年4月	原创	自研自发	N. A.
《笑傲江湖》	2009年7月	《笑傲江湖》小说、电视剧等	自研自发	N. A.
《神鬼世界》	2010年12月	原创	自研自发	N. A.
《神雕侠侣》	2013年8月	《神雕侠侣》小说及电视剧	自研自发	N. A.
《神魔大陆》	2013年11月	原创	自研自发	N. A.
《DOTA2》	2013年12月	美国Valve公司	代理游戏	2018年流水超5亿, 今年受《DOTA2》2019年国际邀请赛(Ti9)在上海举办拉动, 流水预计将再创新高
《创世战车》	2017年7月	俄罗斯Gaijin Entertainment公司	代理运营	N. A.
《CS:GO》	2017年9月	美国Valve公司	代理游戏	N. A.
《深海迷航》	2017年10月	原创	代理游戏	公司首部VR游戏
《遗迹: 灰烬重生》	2019年8月	Gunfire Games原创	代理游戏	端游+主机双平台模式

资料来源: 联讯证券研究院



完美世界的手游策略为“端改手”，即充分利用已有的成功端游 IP 发展移动端游戏，成果斐然。2016 年《诛仙》改编为手游，上线首月流水超 4 亿元；2018 年《武林外传》改编为手游，上线后 4 小时登顶 iOS 榜，十小时用户数破百万，首月流水超过 2 亿元。包括《神雕侠侣》、《笑傲江湖》等当年爆款手游均为端游改编而来，使得完美世界平稳从端游时代过渡进入手游时代。2019 年 4 月《完美世界手游》交由腾讯代理发行，其为《完美世界端游》改编而来，上线当天拿下中国免费榜第一，畅销榜第二的成绩，连续霸榜。发布首月，《完美世界》手游过半时间位居 iOS 畅销榜榜首，首月流水近 10 亿元。最新 iOS 畅销榜排名第 22 名，累计流水超过 30 亿元。《完美世界手游》成为 2019 年新发布移动游戏唯二进入游戏总榜前十的游戏之一，更在 1H19 成为新游戏排名第一。对比端游产品列表和已开发手游产品列表，公司仍有不少端游 IP 亟待开发，“端改手”资源库充足。

上线以来完美世界手游畅销榜排名稳定在前 40 名



资料来源：联讯证券研究院

图表22： 1H19 手游排名，完美世界手游第三

排名	游戏名称	开发商	发行商	游戏类型	上线时间
1	王者荣耀	腾讯游戏	腾讯游戏	MOBA	2015
2	梦幻西游	网易游戏	网易游戏	回合制RPG	2015
3	完美世界	完美世界	腾讯游戏	MMORPG	2019
4	QQ飞车	腾讯游戏	腾讯游戏	竞速	2017
5	和平精英	腾讯游戏	腾讯游戏	射击	2019
6	阴阳师	网易游戏	网易游戏	回合制RPG	2016
7	大话西游	网易游戏	网易游戏	回合制RPG	2015
8	乱世王者	腾讯游戏	腾讯游戏	策略	2017
9	率土之滨	网易游戏	网易游戏	策略	2015
10	QQ炫舞	腾讯游戏	腾讯游戏	音舞	2018

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

图表23： 1H19 新游戏排名，完美世界手游第一

排名	游戏名称	发行商	游戏类型	IP属性
1	完美世界	腾讯游戏	MMORPG	端游
2	和平精英	腾讯游戏	射击	无
3	明日方舟	鹰角网络	策略	无
4	一起来捉妖	腾讯游戏	AR探索	无
5	斗罗大陆	三七互娱	MMORPG	小说
6	疯狂原始人	爱奇艺	策略	影视
7	妖精的尾巴：魔导少年	腾讯游戏	MMORPG	动漫
8	一拳超人：最强之男	天马时空	卡牌	动漫
9	剑网三：指尖江湖	腾讯游戏	MMORPG	端游
10	蓝月传奇	腾讯游戏	ARPG	页游

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

除端改手成果明显外，公司原创 IP 和影视 IP 也孵化成功。2017 年上线的《梦间集》手游作为公司首款二次元女性向产品，多次获 Apple Store 精品推荐。《梦间集》系列发展至今，已成为公司“三大 IP”之一，和《完美世界》系列、《诛仙》系列同一级别，未来将在手游续作、文化产品上大放异彩。



续作《梦间集天鹅座》预计在 2020 年 1 月上线，预约人数已超过百万。除《梦间集》外，原创古风手游《云梦四时歌》上线当天即获得 iOS 免费榜第一、TapTap 热门榜第一的成绩；沙盒结合 MMO 类游戏《我的起源》交由腾讯代理，预计 2020 年上线，目前预约人数超过千万，未来手游爆款预定。同时完美世界游戏联合完美世界影视，将成功的影视 IP 改编至手游，如影视剧同名《烈火如歌》手游为成功的影游联合。随着未来完美世界影视的壮大，影视 IP 将如近水楼台，进一步丰富壮大完美世界手游的 IP 资源库。

3、游戏储备：数量充足，质量稳定

完美世界 2020 年的游戏储备丰富。公司三大 IP 均有新游戏在研，包括《完美世界》的主机版、《诛仙》的端游《新诛仙世界》和手游《梦幻新诛仙》，以及《梦间集》的续作《梦间集 X DMM》和《梦间集 2》，IP 生态已经基本形成，我们估计流水增长点应在《我的起源》、《梦幻新诛仙》和《梦间集》系列中产生。2020 年上线的手游保守估计为 9 款，基本为自研产品。端游战略稳定，除《新诛仙世界》外基本为代理发行产品，上线时间未知，我们估计应在 2020 年下半年在中国市场推出。《万智牌》和《火炬之光：边境》为客户端和主机双平台产品。

图表24：完美世界 2020 年新游储备丰富

类型	游戏名称	预计上线时间	类型	IP来源
手游	《奈奥格之影》	2020年	自研	原创
	《梦幻新诛仙》	2020年	自研	端游
	《战神遗迹》	2020年	自研	原创
	《非常英雄》	2020年	自研	原创
	《梦间集X DMM》	2020年	自研	原创
	《灯塔》	2020年	自研	原创
	Lowpoly风格卡牌产品 (暂未命名)	2020年	自研	原创
	《梦间集2》	2020年	自研	原创
	《新神魔大陆》	1Q20	自研	端游
	端游	《面条人》	N. A.	代理发行
《隐龙传》		N. A.	代理发行	
《洪潮之焰》		N. A.	代理发行	
《新诛仙世界》		N. A.	自研	端游
《赦免者》		N. A.	代理发行	
主机	《完美世界》主机版	N. A.	自研	端游
端游+主机	《万智牌》	2020年	自研	原创
	《火炬之光：边境》	2020年	自研	原创

资料来源：粤开证券研究院

与部分同业公司游戏储备进行对比，完美世界的端游储备遥遥领先；在移动游戏方面，公司的储备数量也同样属于第一梯队，仅次于三七互娱。就游戏品质而言，完美世界的手游储备中，包含《梦幻新诛仙》、《梦间集》系列等成熟原创 IP 系列游戏或端改手产品，其共同特点是前作或原作已为其奠定大量玩家基础，流水相较原创新游而言更有保障。



图表25: 游戏储备同业对比

公司	储备手游	储备端游
完美世界	《奈奥格之影》《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《非常英雄》《梦间集X DMM》《灯塔》Lowpoly风格卡牌产品(暂未命名)《梦间集2》《新神魔大陆》等	《面条人》《隐龙传》《洪潮之焰》《新诛仙世界》《赦免者》《万智牌》《火炬之光:边境》
三七互娱	《明日幻想(暂定名)》、《云上城之歌(暂定名)》、《代号MK4》、《光明冒险(暂定名)》、《街区英雄(暂定名)》、《代号DIG》、《代号-SF》、《代号-TARO》、《超能球球》、《暗黑后裔》、《代号NB》、《代号YZD》、《代号S》、《斗罗大陆3D》、《江山与美人(暂定名)》、《代号DG》等	N. A.
游族网络	《狂暴之翼2》、《少年三国志2》、《山海镜花》、《少年三国志零》、《盗墓笔记》等	N. A.
巨人网络	《龙珠最强之战》、《犬夜叉:奈落之战》、《绿色征途手游》、《帕斯卡契约》、《胡桃日记》、《恙化装甲》、《十二神兵器》	《月圆之夜》

资料来源: 粤开证券研究院

除游戏储备外,完美世界还有独特的平台储备。2018年,完美世界宣布代理 Steam,与美国游戏公司 Valve 合作共同建立 Steam 中国;2019年 Steam 中国平台正式上线,并更名为“蒸汽平台”。Steam 平台为是目前全球最大的综合性数字发行平台之一,掌握了15%以上的 PC 游戏市场份额,上架的游戏数量超过 1.9 万个,同时在线用户数和注册人数突 1800 万和 1.25 亿,年收入高达 40 亿美元以上,在端游界有举足轻重的地位。完美世界在中国大陆地区建立、运营及推广 Steam 中国,并负责将 Steam 海外游戏产品引进至 Steam 中国并进行本地化,同时负责推荐及支持中国游戏产品在 Steam 中国的发行及运营。

完美世界和 Steam 的合作不仅弥补了完美世界在发行平台上的乏力,还在未来云游戏方面抢占先机。2018年,Steam Link 正式上架,这一款 Steam 推出的移动 APP 可将 Steam 端游平台上的电脑游戏串流至移动设备,无需 PC 即可玩端游,被看作 Steam 在云游戏上的铺垫。未来随着 5G 的广泛应用,云游戏的网络延迟问题即将得到解决,云游戏的大力推广使得对玩家硬件的要求大大降低,端游和主机游戏将因为硬件门槛降低而逐渐回暖。配合类似 Steam Link 的游戏平台,完美世界将在端游回暖后占据优势。

(四) 公司财务状况: 营收增长稳定

完美世界营收较为稳定,增速逐渐放缓。公司营收出现过两次高峰,第一次是 2014 年公司影视业务借壳上市,当年营收同比增长 94%;第二次是 2016 年公司合并游戏业务,之后整体营收出现较大突破,超过 60 亿元人民币,当年营收同比增长 445%。随着游戏版号大幅受限、影视政策收紧,公司营收趋于稳定增长的同时增速逐渐放缓。2017 年和 2018 年营收增速放缓到 20%、1%,营收金额约为 80 亿元;受上半年《完美世界》手游表现带动,3Q19 营收同比增长 5%,达到 58 亿元。



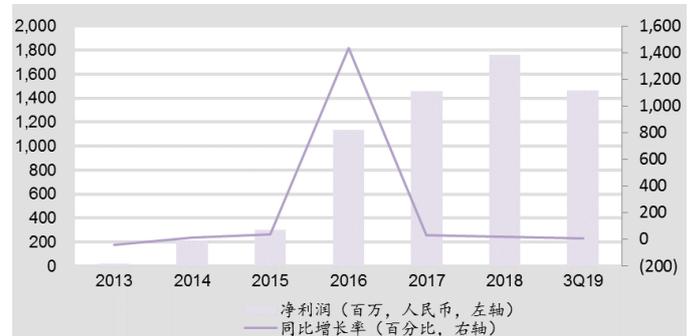
公司净利润出现相同的趋势。净利润在游戏业务合并后同比增长 1432%，突破 10 亿元人民币，随后增速回落至 20%至 30%。3Q19 净利润为 15 亿元，同比增长 6%。

图表26: 营收增长趋于稳定



资料来源: 公司公告, 粤开证券研究院

图表27: 净利润增长趋于稳定

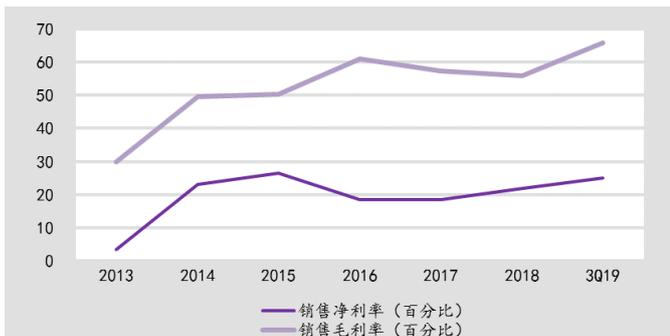


资料来源: 公司公告, 粤开证券研究院

净利率和毛利率走势趋近, 降后回升。公司盈利水平不断提高, 自 2016 年以来不断提升, 3Q19 净利率达到 25%。毛利率则稳中有升, 自 2014 年起稳定在 50%至 60%, 随后在 2017 年和 2018 年的接连下降, 因影视业务政策收紧、电视剧电影制作成本上升。后在 2019 年《完美世界》手游等头部新游带动下迎来反弹, 3Q19 毛利率回升至 67%。

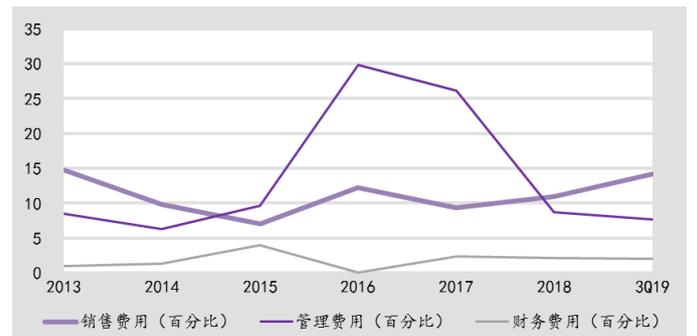
在各项费用方面, 除管理费用率在 2016 年因公司业务合并飙升后连续两年大幅下降, 销售费用和财务费用相对平稳。因期间游戏和影视剧推广、广告费用增加 (如《诛仙》周年庆、DOTA2 上海 T19 活动等), 销售费用略有上升, 由 2017 年的 9%增加到了 3Q19 的 14%。财务费用自 2017 年后一直保持在 2%左右的水平, 非常稳定。

图表28: 净利率和毛利率走势趋同



资料来源: 公司公告, 粤开证券研究院

图表29: 销售费用和财务费用相对平稳



资料来源: 公司公告, 粤开证券研究院



三、财务假设及盈利预估

完美世界业务线主要分为游戏业务和影视业务，我们按照业务进行拆分及预测：

- (1) 公司营收 70%左右来自于网络游戏业务，为公司核心业务，鉴于公司旗下端游表现稳定、移动游戏产品表现优异并不断研发新的产品，我们预计该业务收入增速将呈现稳定上升趋势，未来三年增速分别为 19%、18%和 11%。
- (2) 影视业务维持在总营收的 30%左右，预计未来受不明朗行业政策影响，影视业务停止增长或增长速度放缓。因此我们预计未来三年该业务的收入增速为 -25%、5%和 6%。

我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 80 亿元、97 亿元和 109 亿元，同比增速分别为 0%、21%和 12%；归母净利润分别为 15 亿元、23 亿元和 26 亿元，同比增速分别为-5%、57%和 9%。基于完美世界（1）客户端游戏领导地位显著，该等优势可被移植至移动游戏；（2）IP 储备丰富、品类齐全，变现模式多样，给予「买入」的投资建议。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,814	5,610	6,953	9,490	经营性现金净流量	-135	3,163	1,441	2,609
应收和预付款项	2,869	2,478	3,674	3,181	投资性现金净流量	2,976	0	0	0
存货	2,142	2,006	2,173	2,414	资性现金净流量	-1,952	-1,367	-98	-72
其他流动资产	1,538	1,538	1,538	1,538	现金流量净额	915	1,796	1,343	2,537
长期股权投资	1,559	1,559	1,559	1,559	经营性现金净流量	-135	3,163	1,441	2,609
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	362	287	212	136					
无形资产和开发支出	1,019	921	886	886					
其他非流动资产	1,974	1,951	1,928	1,928					
资产总计	15,276	16,350	18,923	21,132					
短期借款	1,270	0	0	0					
应付和预收款项	1,055	953	1,370	1,106					
长期借款	794	794	794	794					
其他负债	2,849	3,874	3,806	3,859					
负债合计	5,967	5,621	5,970	5,759	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,386	1,386	1,386	1,386	毛利率	56%	58%	58%	60%
资本公积	2,491	2,491	2,491	2,491	三费/销售收入	22%	20%	19%	19%
留存收益	4,561	5,935	8,086	10,428	EBIT/销售收入	24%	21%	26%	26%
归属母公司股东权益	8,439	9,813	11,964	14,306	EBITDA/销售收入	26%	23%	27%	26%
少数股东权益	870	916	989	1,068	销售净利率	20%	19%	25%	24%
股东权益合计	9,309	10,729	12,953	15,374	资产获利率				
负债和股东权益合计	15,276	16,350	18,923	21,132	ROE	19%	15%	20%	18%
					ROA	13%	10%	13%	13%
					ROIC	31%	26%	57%	50%
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	增长率				
营业收入	8,034	8,034	9,721	10,887	销售收入增长率	1%	0%	21%	12%
减：营业成本	3,550	3,374	4,083	4,355	EBIT 增长率	12%	-14%	53%	10%
营业税金及附加	43	43	52	59	EBITDA 增长率	4%	-12%	44%	7%
营业费用	880	884	1,069	1,198	净利润增长率	15%	-5%	57%	9%
管理费用	704	723	875	980	总资产增长率	-3%	7%	16%	12%
财务费用	168	-19	-86	-128	股东权益增长率	6%	16%	22%	20%
资产减值损失	10	0	0	0	经营营运资本增长率	40%	-31%	32%	-1%
加：投资收益	465	0	0	0	资本结构				
公允价值变动损益	0	0	0	0	资产负债率	39%	34%	32%	27%
其他经营损益	-1,413	-1,350	-1,100	-1,500	投资资本/总资产	38%	25%	26%	23%
营业利润	1,729	1,678	2,627	2,925	带息债务/总负债	35%	14%	13%	14%
加：其他非经营损益	23	0	0	0	流动比率	318%	400%	440%	546%
利润总额	1,752	1,678	2,627	2,925	速动比率	205%	278%	326%	416%
减：所得税	130	134	210	292	股利支付率	14%	8%	8%	8%
净利润	1,623	1,544	2,417	2,632	收益留存率	86%	92%	92%	92%
减：少数股东损益	53	46	73	79					
归属母公司股东净利润	1,569	1,497	2,345	2,553					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入粤开证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@y kzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@y kzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com