完美世界（002624）

重点 IP 产品上线在即，助推公司业绩稳定增长

2020 年 06 月 10 日

买入（维持）

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,039	8,498	9,633	10,541
同比（%）	0.1%	5.7%	13.4%	9.4%
归母净利润（百万元）	1,503	2,418	2,715	3,095
同比（%）	-11.9%	60.9%	12.3%	14.0%
每股收益（元/股）	1.16	1.87	2.10	2.39
P/E（倍）	41.01	25.49	22.70	19.92

投资要点

- 本文首先梳理了游戏行业发展脉络，证明了端游 IP 手游化是手游行业近年来得到跨越式发展的主要推动力。我们统计了 2014-2019 年 IOS 端收入前 50 名游戏中端游转手游产品的收入占比，2014-2019 年分别为 9.3%、44.3%、57.6%、48.5%、46.8%及 44.9%，可以看到端游 IP 手游化产品自 2015 年以来就成为推动行业发展的重要力量，占比行业前 50 名手游收入半壁江山。

- 同时，在手游市场不断的发展过程中，不仅端游公司保持了其龙头行业地位，也出现了一批优质原创 IP 手游产品，占领了各细分赛道，企业自身在细分赛道的产品布局与 IP 创新能力也非常重要。对于传统端游厂商而言，如何利用好端游 IP 手游化及 IP 产品系列化带来的利润积累，转化为自身创新能力，不断推陈出新，创造出更多可长期货币化变的原创 IP 产品，将决定企业的长期竞争力。

- 完美世界自 2004 年创业以来，依靠强大的自我创新力，积累了一系列端游 IP，自 2013 年起转型手游，先后推出了《神雕侠侣》、《神魔大陆 3D》、《火炬之光》、《最终幻想：觉醒》、《射雕英雄传 3D》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》、《武林外传》、《完美世界手游》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》等端游 IP 改编手游产品，获得了市场高度认可。

- 完美世界不仅在端游 IP 手游化持续发力，同时不断自我创新驱动，在原创手游 IP 不断突破，自 2017 年起推出了《轮回决》、开放世界 MMO 手游《我的起源》、女性向产品《梦间集》、《梦间集天鹅座》、唐风社交 3D 手游《云梦四时歌》等产品，积累了大量年轻用户，为企业长期用户沉淀打下了扎实基础。预计 2020 年三季度完美世界将上线重点端游 IP 改编产品《梦幻新诛仙》及《新神魔大陆》，将为公司带来显著业绩增量。

- 影视剧业务方面，公司 2020 年将轻装上阵，有望实现触底反弹。公司加快推进库存项目的发行和排播以外，同时对新项目的投资快速调整市场定位和开发节奏，预计投资的影视作品类型多样，涵盖了各年龄段观众的需求。

  盈利预测与投资评级：2020 年公司后续产品梯队蓄势待发，随着产品陆续上线，将为业绩带来明显增长，我们预计 2020-2022 年实现净利润 24.18/27.15/30.95 亿元，实现 EPS1.87/2.10/2.39 元，对应当前 PE25.49/22.70/19.92 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.66
一年最低/最高价	22.87/57.89
市净率(倍)	6.07
流通 A 股市值(百万元)	55309.99

基础数据

每股净资产(元)	7.85
资产负债率(%)	33.22
总股本(百万股)	1293.26
流通 A 股(百万股)	1160.51

相关研究

1、《完美世界（002624）：游戏稳定高增长，影视轻装上阵，产品梯队蓄势待发》2020-04-26
2、《完美世界（002624）：业绩符合预期，关注 Q4 重点新游上线》2019-10-28
3、《完美世界（002624）：2019H1 业绩略超预告上限，多品类、多题材产品矩阵逐步完善》2019-08-11

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 行业发展脉络：端游 IP 手游化为行业成功基石 3
2. 企业竞争力：IP 系列化及 IP 创造力缺一不可 7
3. 重点 IP 产品上线在即，助推公司业绩稳定增长 10
3.1. 《梦幻新诛仙》 10
3.2. 《新神魔大陆》 12
3.3. 游戏产品上线计划 12
4. 影视业务轻装上阵，有望触底反弹 14
5. 盈利预测与估值 15
6. 风险提示 16

图表目录

图 1：PC 端游戏行业收入及增速（单位：亿元/%） 3
图 2：手游行业收入及增速（单位：亿元/%） 3
图 3：手游行业用户规模增速（单位：亿人/%） 4
图 4：手游行业人均年 ARPU 值及增速：（单位：元/%） 4
图 5：2014-2019 年国内 IOS 端收入前 50 名游戏中知名端游厂商产品数量（单位：款） 5
图 6：2014-2019 年国内 IOS 端收入前 50 名游戏中依托端游 IP 改编手游数量（单位：款） 5
图 7：2014-2019 年 IOS 端收入前 50 名游戏中端转手产品收入占比（单位：%） 6
图 8：不同类型 IP 所对应的不同类型用户群体 6
图 9：2014-2020 年国内端转手重点产品 7
图 10：完美世界端游 IP 积淀 8
图 11：2013-2019 年公司端游 IP 手游化产品 9
图 12：2017-2020 年公司创新 IP 手游产品 10
图 13：《梦幻新诛仙》游戏画面 11
图 14：《梦幻新诛仙》游戏战斗画面 11
图 15：《大话西游》2015 年 9 月-2020 年 4 月国内 IOS 端流水变化趋势，以 2015 年 9 月为基数 100 11

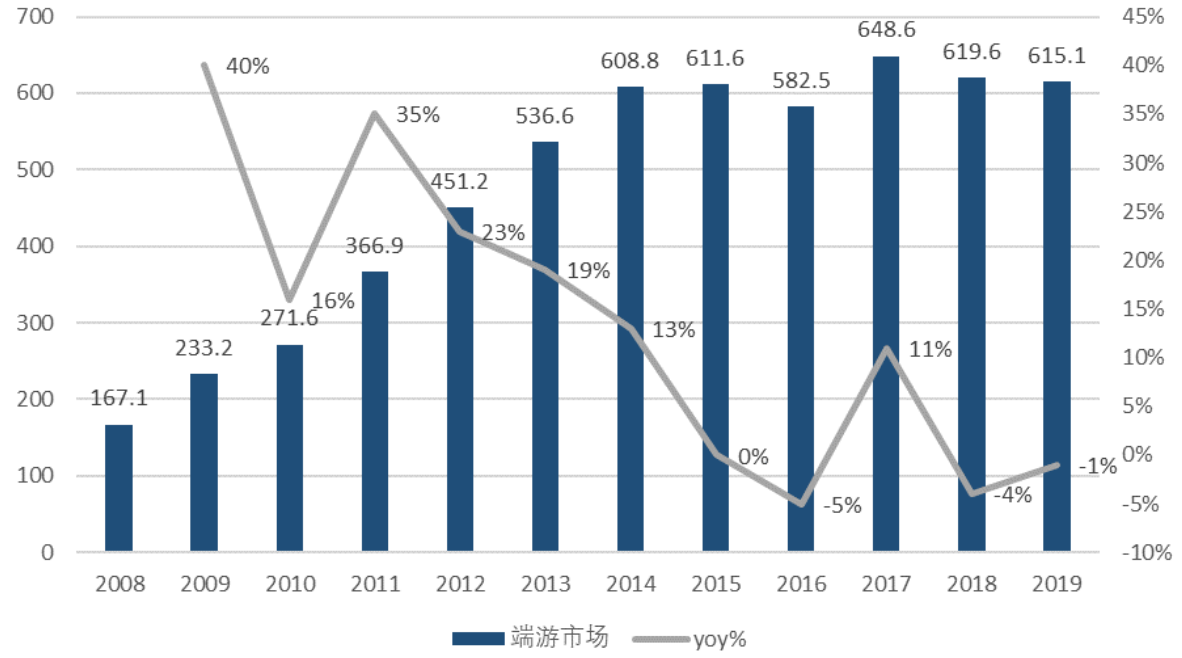
表 1：公司自研/代理游戏项目 13
表 2：2020 年影视项目投资计划 14

1. 行业发展脉络：端游 IP 手游化为行业成功基石

国内网络游戏自 2000 年进入快速发展期，2000-2010 年期间出现了一批经典端游如《完美世界》、《诛仙》、《传奇》、《梦幻西游》等。

2013 年，手游行业进入高速增长期，游戏用户开始迁移至移动端，PC 端游市场增速明显放缓，2014-2019 年行业规模始终保持在 600 亿左右区间。

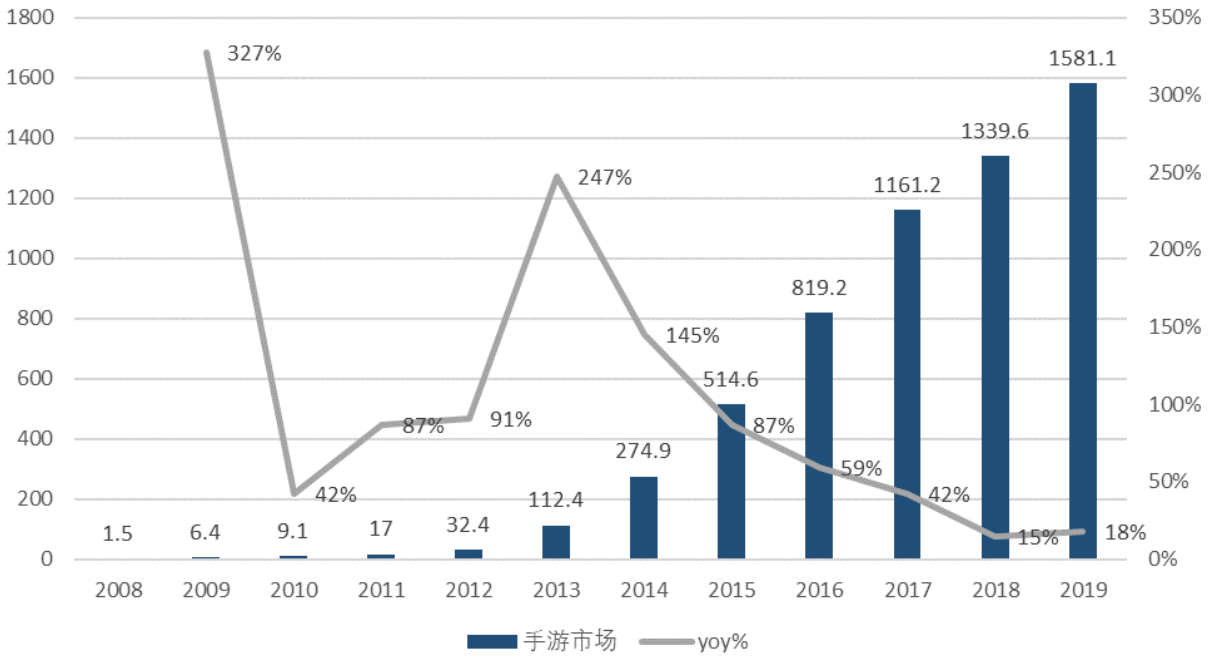
图 1：PC 端游戏行业收入及增速（单位：亿元/%）



数据来源：中国音数协游戏工委(GPC)&国际数据公司(IDC)，东吴证券研究所

国内手游行业近年来伴随着移动互联网的快速发展，实现了跨越式发展，2013 年开始进入高速增长期，首次行业收入过百亿元，2013-2019 每年均有百亿量级以上的增长，至 2019 年行业收入已达 1581.1 亿。经历高速发展后，近年来国内手游行业增速已逐渐放缓，行业也逐渐进入成熟阶段。

图 2：手游行业收入及增速（单位：亿元/%）

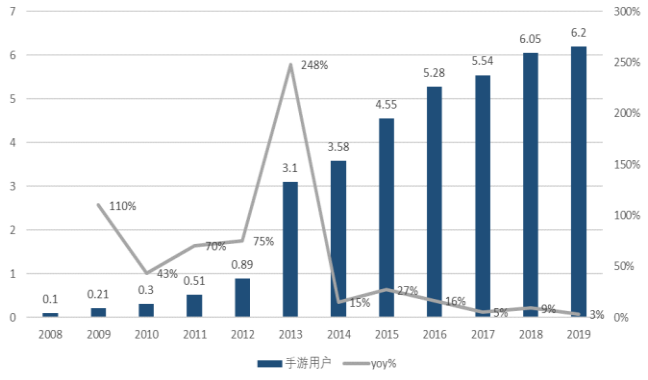


数据来源：中国音数协游戏工委(GPC)&国际数据公司(IDC)，东吴证券研究所

将手游行业收入拆分成量与价后进行分析，可以看到自 2017 年以来行业手游用户规模增速已进入个位数区间，因智能手机人口红利已逐渐消退，用户增长主要依靠行业渗透率提升，即非手游用户转化为手游用户。

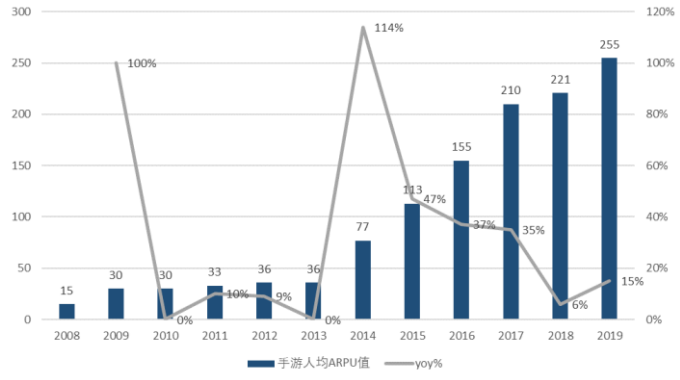
再看手游行业人均年 ARPU 值，除 2018 年游戏版号停发致使行业 ARPU 值增速下降至 6%以外，年均保持双位数增长。手游行业从用户量价齐升增长阶段，逐步进入用户量较缓增长，主要依靠游戏产品供给推动阶段，说明行业已逐步进入成熟期。

图 3：手游行业用户规模增速（单位：亿人/%）



数据来源：GPC& IDC，东吴证券研究所

图 4：手游行业人均年 ARPU 值及增速：（单位：元/%）



数据来源：GPC& IDC，东吴证券研究所

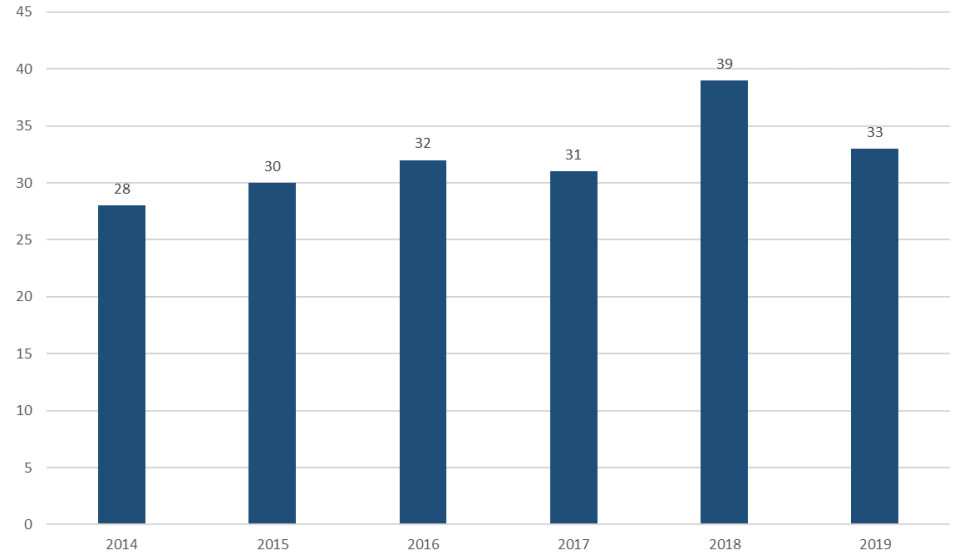
手游行业从 2013 年发展至今，已从快速增长阶段发展至稳步增长阶段，行业中企

业也经历了繁荣与洗牌阶段，大量中小游戏企业已出清。根据央视新闻报道，2018 年全国注销、吊销的游戏公司数量为 9705 家；到了 2019 年，这个数字增长到了 18710 家。

行业经历多年发展后哪些企业最终实现了脱颖而出？

我们依据 Sensor Tower 数据，对 2014-2019 年国内 IOS 端收入前 50 名手游进行了统计，发现 2014-2019 年分别有 28、30、32、31、39、33 款游戏为端游时代知名游戏厂商发行，如腾讯、网易、完美世界等，端游厂商在手游行业爆发后仍能占领大部分游戏市场，依靠的是什么？

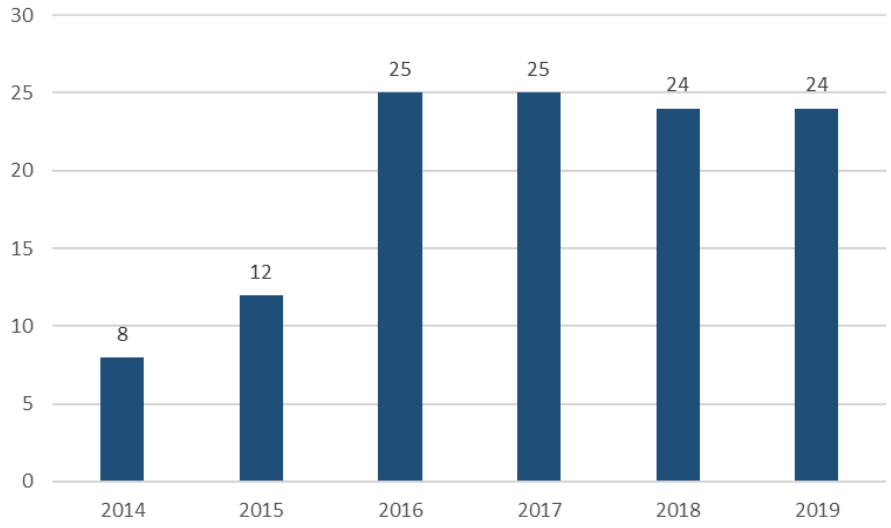
图 5：2014-2019 年国内 IOS 端收入前 50 名游戏中知名端游厂商产品数量（单位：款）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

我们对 2014-2019 年国内 IOS 端收入前 50 名手游产品进行了梳理，发现 2014-2019 年分别有 8、12、25、25、24、24 款产品为依托端游 IP 改编而成产品，其中 2015 端游 IP 改编手游数量开始增加，出现了《梦幻西游》、《大话西游》、《全民奇迹 MU》及《热血传奇》等经典端游 IP 改编产品；2016-2017 年为端游 IP 改编手游产品高峰，出现了一批精品产品如《新诛仙》、《倚天屠龙记》、《梦幻诛仙》、《倩女幽魂》、《新剑侠情缘》、《天龙八部手游》、《问道》、《征途》、《穿越火线》、《传奇世界》等经典端游 IP 改编产品；2018-2019 年虽然版号停发对行业产生影响，但端游 IP 手游化趋势不变，出现了《完美世界手游》、《武林外传》、《QQ 炫舞》、《QQ 飞车》、《QQ 华夏》、《跑跑卡丁车》、《石器时代 M》、《万王之王 3D》等经典端游 IP 改编产品。

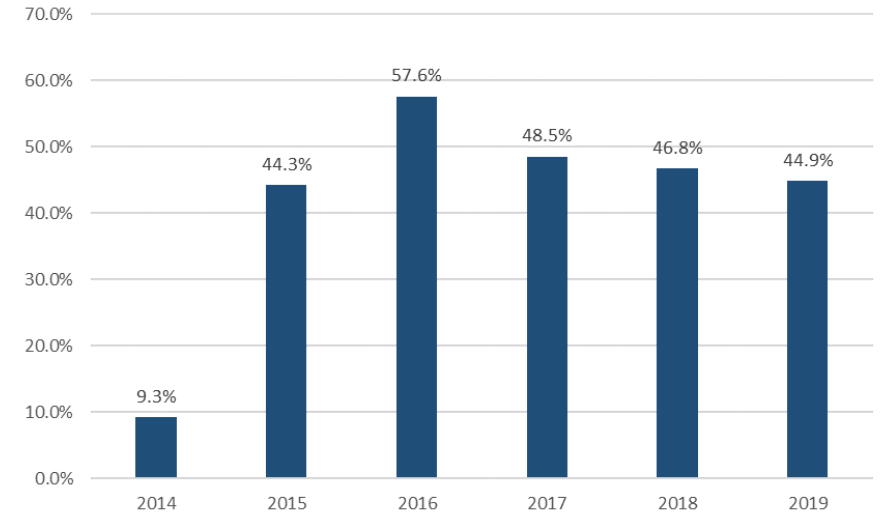
图 6：2014-2019 年国内 IOS 端收入前 50 名游戏中依托端游 IP 改编手游数量（单位：款）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

同时，我们统计了 2014-2019 年 IOS 端收入前 50 名游戏中端游转手游产品的收入占比，2014-2019 年分别为 9.3%、44.3%、57.6%、48.5%、46.8%及 44.9%，可以看到端游 IP 手游化产品自 2015 年以来就成为推动行业发展的重要力量，占比行业前 50 名手游收入半壁江山。而对于端游时代的知名厂商而言，依托其端游 IP 产品的手游化抓住了时代变革的机遇，顺势成功完成企业转型，保持了其在游戏行业多年来稳固的龙头地位。

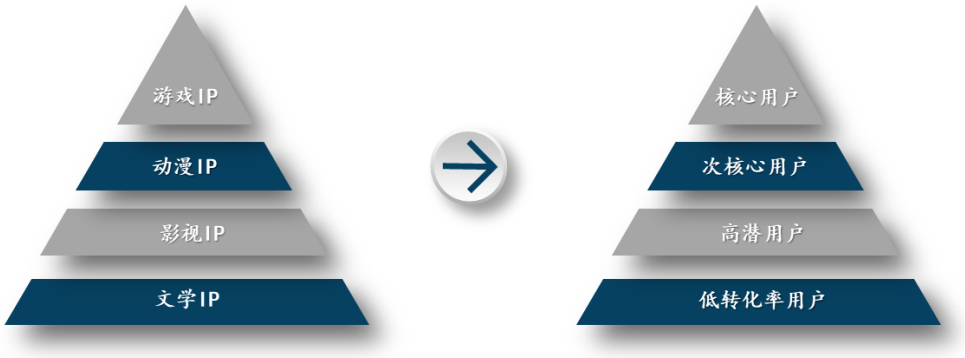
图 7：2014-2019 年 IOS 端收入前 50 名游戏中端转手产品收入占比（单位：%）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

在端游厂商顺利转型的背后，我们不禁思考，为什么端游 IP 手游化的成功率如此之高？ 答案是端游 IP 带来的核心用户。

图 8：不同类型 IP 所对应的不同类型用户群体



数据来源：东吴证券研究所绘制

端游 IP 的户能为手游改编产品有效降低流量成本（CPA），提高游戏全生命周期价值（LTV）：

1）各大端游厂商在端游时代的经典产品储备了大量用户，而该用户群对当年玩的产品有强烈的怀旧情结，因此手游上线初期大批端游老用户会自动进入游戏，大幅降低游戏流量成本（CPA）。

2）用户在玩端游时已对游戏玩法及内容有了很好的理解，因此端游产品改编成手游产品后，对端游用户教育成本及进入门槛大幅降低，提高用户留存率。

3）端游时代用户已养成了良好的付费习惯，用户付费引导门槛降低，从而提升付费率，同时端游核心用户付费金额（ARPPU）较泛用户更高，将大幅提高游戏变现效率。

因此，端游厂商依靠着经典端游 IP 的手游化实现了低成本快速抢占用户，同时更高效率的变现。端游厂商的研发功底积累深厚，高产品品质及精细化运营能力有效延长了手游产品生命周期，在手游时代依然保持龙头行业地位。

2. 企业竞争力：IP 系列化及 IP 创造力缺一不可

手游行业自 2013 年以来快速发展，传统端游大厂依靠端游 IP 手游化保持了其在游戏市场的地位，2014-2019 年市场上出现了一批端游 IP 改编而成的经典手游产品，2020 年这一趋势将得到延续，市场上重点产品有完美世界自研自发的《梦幻新诛仙》及《神魔大陆》，腾讯游戏自研自发的《地下城与勇士 M》、《英雄联盟手游》及《天涯明月刀》，盛趣游戏研发腾讯发行的《龙之谷 2》等产品，我们判断传统端游厂商将依靠这一轮端游 IP 手游化继续巩固行业地位。

图 9：2014-2020 年国内端转手重点产品



数据来源：东吴证券研究所绘制

在 2020 年的端游 IP 手游化产品中，也出现了端游 IP 手游化的第二代产品，如完美世界自研自发的《梦幻新诛仙》及盛趣游戏研发腾讯发行的《龙之谷 2》。对于端游厂商而言，不断推出 IP 系列手游，将有效积累核心用户，增强 IP 长期生命力，新一代产品不论在画质及玩法上均有创新，也将给玩家更丰富的游戏体验。

当前行业的第一轮端游 IP 手游化已接近尾声，第二轮 IP 产品系列化周期即将到来，各大游戏厂商将紧握核心 IP，给手游市场提供更高品质的 IP 产品。

同时，在手游市场不断的发展过程中，不仅端游公司保持了其龙头行业地位，也出现了一批优质原创 IP 手游产品，占领了各细分赛道，如米哈游的《崩坏 3》在《崩坏 1》及《崩坏 2》的 IP 基础上，牢牢占领了二次元用户人群；友谊时光的《浮生为卿歌》及《熹妃 Q 传》等产品，在女性向手游领域遥遥领先。因此，企业自身在细分赛道的产品布局与 IP 创新能力也非常重要。对于传统端游厂商而言，如何利用好端游 IP 手游化及 IP 产品系列化带来的利润积累，转化为自身创新能力，不断推陈出新，创造出更多可长期货币化变的原创 IP 产品，将决定企业的长期竞争力。

完美世界自 2004 年创业以来，依靠强大的自我创新力，积累了一系列端游 IP，创造了公司同名经典产品《完美世界》端游，开创行业了小说改编游戏先河，推出了经典端游产品《诛仙》，此外创造了《梦幻诛仙》、《笑傲江湖》、《武林外传》、《神魔大陆》、《倚天屠龙记》、《神雕侠侣》、《射雕英雄传》、《神鬼传奇》等经典端游 IP，同时拥有《DOTA2》、《CS:GO》、《创世战车》等经典端游国内代理权，此外还拥有全球最大端游交易平台 Steam 中国区代理权。

图 10：完美世界端游 IP 积淀

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自 2013 年起转型手游，先后推出了《神雕侠侣》、《神魔大陆 3D》、《火炬之光》、《最终幻想：觉醒》、《射雕英雄传 3D》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》、《武林外传》、《完美世界手游》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》等端游 IP 改编手游产品，获得了市场高度认可。其中，公司依托端游原创大 IP“完美世界”研发的《完美世界》手游于 2019 年 3 月推出，上线至今一直稳居各大游戏排行榜前列，验证了游戏的持续性及玩家的认可度。公司研发运营的金庸正版 IP 手游《神雕侠侣 2》于 2019 年 7 月底公测，产品以年轻化的方式重释金庸经典武侠爱情故事，获得苹果推荐与硬核联盟超明星双推荐，深受市场关注与玩家认可。 2019 年 12 月公测的《新笑傲江湖》手游，凭借极具辨识度的国风视觉以及江湖沉浸感，整合顶级娱乐、渠道资源，将对于金庸武侠的感知和理解传递给更多的年轻人，受到年轻用户的广泛欢迎，目前产品仍稳居 iOS 畅销榜前列。

图 11：2013-2019 年公司端游 IP 手游化产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司不仅在端游 IP 手游化持续发力，同时不断自我创新驱动，在原创手游 IP 不断突破，自 2017 年起推出了《轮回决》、开放世界 MMO 手游《我的起源》、女性向产品《梦间集》、《梦间集天鹅座》、唐风社交 3D 手游《云梦四时歌》等产品，积累了大量年轻用户，为企业长期用户沉淀打下了扎实基础。

图 12：2017-2020 年公司创新 IP 手游产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

对于完美世界，一方面拥有深厚的 IP 基础，可通过产品的不断系列化迭代做长期变现，打开了游戏长期货币化空间，同时自身不断驱动创新，推出创新品类产品，自创了如《梦间集》等系列 IP，积累了大批年轻用户，为企业长期利润增长打下扎实基础。

3. 重点 IP 产品上线在即，助推公司业绩稳定增长

完美世界在新产品供给方面，持续加大新游戏的研发及细分游戏市场的布局，目前公司有《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》、《非常英雄》、《一拳超人》等数款移动游戏正在研发过程中，涵盖 MMORPG、回合制、 ARPG、SLG、 Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型，涉及未来科幻、二次元、 日式幻想、 古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材，融合了开放世界等全新元素。

预计 2020 年三季度完美世界将上线重点端游 IP 改编产品《梦幻新诛仙》及《新神魔大陆》，将为公司带来显著业绩增量。

3.1. 《梦幻新诛仙》

《梦幻新诛仙》为完美世界经典端游产品《梦幻诛仙》改编产品，是一款高自由度回合制策略战斗手游，TapTap 测试评分 8.0，具有非常高的玩家口碑。

《梦幻新诛仙》产品在还原诛仙经典桥段的基础上，更具梦诛“他人求长生，我求故人归”的温暖与爱。游戏以情怀还原想象，再现八大经典门派，也扩充了原著的支线情节。画面光影更具高级感，在动态中呈现真实的感官反应。全新的地表机制让每一次战斗都有惊喜，战斗中元素、地势、环境的不确定，造就了多样的对局方法，搭配不同的属性技能，还能实验更多套路。任务玩法一题多解，看心情选择不同方式处理都能解决难题。探索中随处可逢奇遇，不论遇见趣人趣事，或捡到稀有珍宝，都有成就与收获。三界仙尘百态构成自由多元的梦诛社会，选择自己的生活方式，携好友共建和谐社区，在温情间创造无限可能的梦诛世界。

图 13:《梦幻新诛仙》游戏画面



数据来源：TapTap，东吴证券研究所

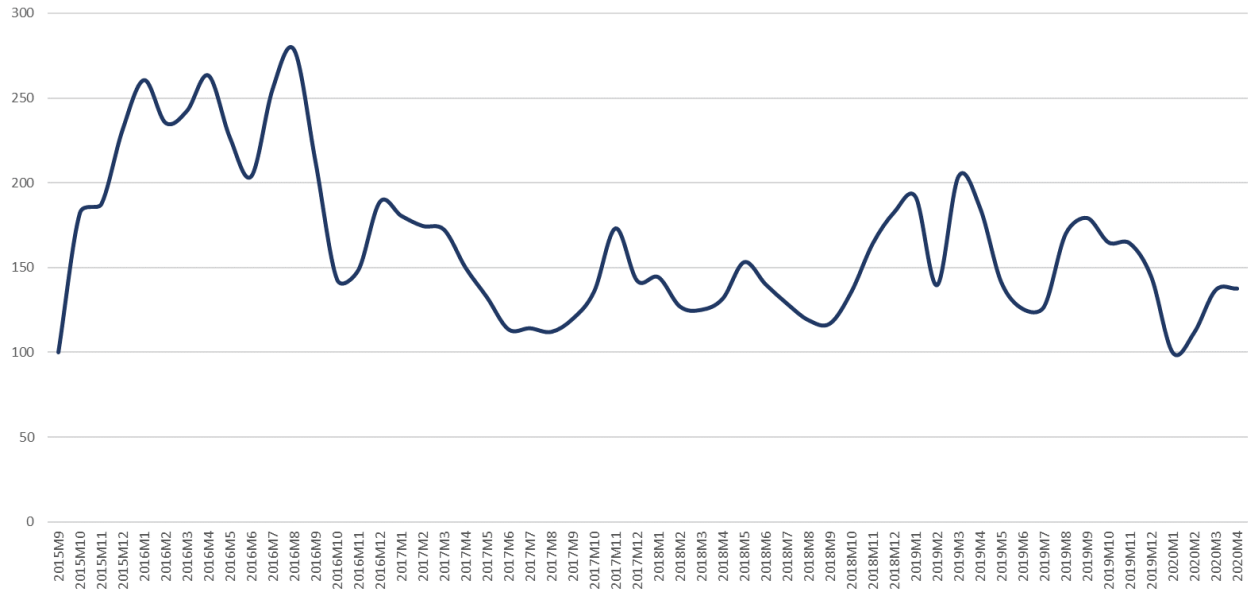
图 14:《梦幻新诛仙》游戏战斗画面



数据来源：TapTap，东吴证券研究所

而回合制游戏较即时战斗游戏更强调社交并更注重游戏平衡性，通常拥有更长的生命周期。《梦幻新诛仙》写实回合制 MMO 品类与网易重点产品《大话西游》相似，以仙侠题材为故事背景，注重玩家社交互动。根据 Sensor Tower 数据观测，《大话西游》自 2015 年 9 月上线以来，游戏流水保持高度稳定性，充分体现出了回合制 MMO 品类的长生命周期特点，因此《梦幻新诛仙》的上线，有望比肩《大话西游》，实现长生命周期运营，为公司长期业绩贡献显著增量。

图 15:《大话西游》2015 年 9 月-2020 年 4 月国内 IOS 端流水变化趋势，以 2015 年 9 月为基数 100



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（该数据仅表示流水变化趋势）

3.2. 《新神魔大陆》

《神魔大陆》端游是由完美世界研发的一款奇幻 MMORPG 即时战斗游戏，于 2013 年 11 月发布，广受玩家好评，游戏采用奇幻游戏题材，开拓了多项创新，并引入了“玩家行为改变世界”全新理念，在庞大世界观架构下独有编年史体系，使得服务器中的纪元年代、星辰运转等核心游戏内容都能由玩家意志影响。

而《神魔大陆 3D》手游为完美世界依托《神魔大陆》端游 IP 改编产品，于 2014 年 6 月上线，游戏以西方奇幻故事背景，讲述了创世神与毁灭神之间对峙的故事。玩家可扮演吟游诗人、血袭者、牧师、血魔等职业，寻找神器与邪神做抗争。《神魔大陆》手游版继承了端游上的风格和操作，3D 的游戏画面，独特的场景和世界背景。

2020 年三季度，预计根据《神魔大陆》IP 改编手游续作《新神魔大陆》将上线，在原有产品技术上产品画面表现力大幅增强，但仍原汁原味保留了端游产品的世界观及玩法。当前在 TapTap 平台玩家评分达到 7.5 分，在 MMORPG 品类里获得了较高的玩家口碑。《新神魔大陆》的上线预计将显著增厚公司业绩，为业绩长期稳定增长打下坚实基础。

3.3. 游戏产品上线计划

公司除 2020 第三季度的《梦幻新诛仙》及《新神魔大陆》外，后续游戏产品丰富，在立足既有优势的基础上，公司秉持精品化、多元化、国际化的发展战略，发挥技术优势，继续强化核心优势并进一步加大在细分市场领域的布局，不断巩固行业领先的市场地位。

表 1：公司自研/代理游戏项目

游戏名称（暂定）	游戏类型	自研/代理
新诛仙世界	PC 端游	自研
完美世界	PC 端游+主机游戏	自研
Torchlight III	PC 端游+主机游戏	自研
Magic Legends（曾用名 Magic The Gathering）	PC 端游+主机游戏	自研
X 档案	PC 游戏	自研
Glimmer	PC 游戏	自研
新神魔大陆	移动游戏	自研
旧日传说（曾用名《奈奥格之影》）	移动游戏	自研
Lowpoly 风格产品（暂未命名）	移动游戏	自研
ARPG 产品（暂未命名）	移动游戏	自研
梦幻新诛仙	移动游戏	自研
战神遗迹	移动游戏	自研
幻塔	移动游戏	自研
非常英雄	移动游戏	自研
一拳超人	移动游戏	自研
二次元解谜冒险类产品（暂未命名）	移动游戏	自研
都市开放世界 JRPG 产品（暂未命名）	移动游戏	自研
诛仙 2	原生云游戏	自研

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

客户端游戏方面，基于公司旗舰 IP“诛仙”打造的次世代端游大作《新诛仙世界》正在研发过程中。此外，公司储备了数款“端游+主机”双平台游戏，将助力公司端游及主机业务持续健康发展。

移动游戏方面， 2019 年上线的《完美世界》手游、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》手游等数款移动游戏的亮眼表现，验证了公司业内领先的研发实力。公司将在继续巩固核心优势的基础上，深化细分游戏市场领域的布局。目前，公司有数款移动游戏正在研发过程中，涵盖 MMORPG、回合制、二次元、女性向、ARPG、SLG、Roguelike、开放世界、卡牌、竞技类等多种游戏类型和题材。此外，公司将加速探索“完美式”海外打法，利用海外市场进一步提升游戏业务规模及市场影响力。

主机游戏方面，公司将立足既有优势持续发力，端游及主机双平台游戏《完美世界》、《Torchlight III》和《Magic Legends》等数款产品按计划推进中。

电竞及海外合作方面，公司将依托《DOTA2》、《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》

等世界级电竞大作，结合中国市场特点深度布局，进一步挖掘市场空间，进一步提升公司在电竞领域的优势地位。此外，公司正在积极推进蒸汽平台的落地。

技术方面，公司始终坚持以技术驱动为导向，以用户需求为本的研发思路，积极探索、不断应用如 AR、VR、人工智能、云计算等前沿技术，布局游戏新生态。

公司也在积极布局原生云游戏的研发如《诛仙 2》。5G 时代云游戏技术的发展，为游戏行业的进一步扩容打开了空间，有利于公司将深厚的技术储备、领先的技术实力快速在云游戏上展现，为玩家带来更优质的游戏体验。公司积极携手国内 5G、VR 头部公司，率先合作布局“5G+VR+云游戏”领域，抢占 5G 时代游戏新赛道，开发更多云游戏创新功能，推动游戏生态发展，为云游戏时代的全面到来做好准备。

4. 影视业务轻装上阵，有望触底反弹

2019 年，公司影视业务受市场及行业整体环境等因素影响，业绩同比下滑，存货有所减值。但公司影视剧业务经过存货减值后，2020 年轻装上阵，有望实现触底反弹。

电视剧业务方面，公司秉承“匠人精神”打造精品影视作品，2020 年公司除了加快推进库存项目的发行和排播以外，对新项目的投资快速调整市场定位和开发节奏，预计投资的影视作品类型多样，涵盖了各年龄段观众的需求。同时，公司积极响应市场需要，把握重大宣传节点，一批筹备中、正在拍摄或后期制作中的正能量、主旋律剧集也将与观众陆续见面。

电影业务方面，公司将立足自身制作优势，打造优质的电影作品。同时，公司与环球影业的片单投资及战略合作按计划有序推进。

表 2：2020 年影视项目投资计划（截止 2019 年报披露）

投资项目名称	制作进度（截至报告期）	预计开拍日期
不婚女王	完成制作	
霍元甲	完成制作	
幸福的理由	完成制作	
怪你过分美丽	完成制作	
暴风眼	完成制作	
西夏死书	完成制作	
半生缘	完成制作	
壮志高飞	完成制作	
月上重火	完成制作	
新一年又一年	完成制作	
蓝盔特战队	完成制作	

高大霞的火红年代	完成制作	
仙琦小姐许愿吧	后期制作中	
最美的乡村	后期制作中	
义无反顾	后期制作中	
江山故人	后期制作中	
燃烧	后期制作中	
大海港	后期制作中	
三叉戟	后期制作中	
温暖的味道	后期制作中	
光荣与梦想	筹备中	2020 年上半年
我要逆风去	筹备中	2020 年上半年
舍我其谁	筹备中	2020 年上半年
斛珠夫人	筹备中	2020 年下半年
第十团	筹备中	2020 年下半年
极限飞行：试飞英雄	筹备中	2020 年下半年
心想事成	筹备中	2020 年下半年
千屿千寻	筹备中	2020 年下半年
小军嫂	筹备中	2020 年下半年
我在天堂等你	筹备中	2020 年下半年
星落凝成糖	筹备中	2020 年下半年
我的新世界	筹备中	2020 年下半年
野火春风斗古城	筹备中	2020 年下半年
格斗少年	筹备中	2020 年下半年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

2020 年公司后续产品梯队蓄势待发，随着产品陆续上线，将为业绩带来明显增长，我们预计 2020-2022 年实现净利润 24.18/27.15/30.95 亿元，实现 EPS1.87/2.10/2.39 元，对应当前 PE25.49/22.70/19.92 倍，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 风险提示

1. 产品上线延期风险

   游戏及影视业务系项目制，而项目制可能存在产品延期上线风险，如若发生可能会影响公司收入。

2. 行业政策监管趋严风险

   游戏及影视行业受政策监管影响较大，若行业政策监管趋严，对公司业务及收入可能会产生影响。

3. 系统性风险

   若发生系统性风险，可能对公司股价产生影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

完美世界三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10,132**	**10,476**	**13,096**	**15,116**
现金	2,526	1,779	3,969	5,311
应收账款	2,270	2,206	2,868	2,684
存货	1,760	2,837	2,457	3,287
其他流动资产	3,576	3,654	3,801	3,834
非流动资产	**6,497**	**6,853**	**7,218**	**7,642**
长期股权投资	1,914	2,400	2,880	3,374
固定资产	364	333	334	305
在建工程	48	44	41	37
无形资产	368	280	175	167
其他非流动资产	3,804	3,795	3,788	3,759
资产总计	**16,629**	**17,329**	**20,314**	**22,758**
流动负债	**4,800**	**4,232**	**4,810**	**4,483**
短期借款	1,139	1,139	1,139	1,139
应付账款	486	550	644	651
其他流动负债	3,175	2,543	3,027	2,693
非流动负债	**1,701**	**1,649**	**1,597**	**1,548**
长期借款	225	173	121	72
其他非流动负债	1,476	1,476	1,476	1,476
负债合计	**6,501**	**5,880**	**6,407**	**6,031**
少数股东权益	614	574	536	506
归属母公司股东权益	9,515	10,875	13,371	16,221
负债和股东权益	**16,629**	**17,329**	**20,314**	**22,758**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,023	1,044	2,805	1,873
投资活动现金流	-1,994	-103	-116	-71
筹资活动现金流	-1,427	-1,687	-499	-459
现金净增加额	-1,384	-746	2,190	1,342
折旧和摊销	142	236	279	175
资本开支	449	-131	-114	-69
营运资本变动	398	-1,278	148	-1,004

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8,039**	**8,498**	**9,633**	**10,541**
减:营业成本	3,142	3,701	4,263	4,625
营业税金及附加	31	55	57	57
营业费用	1,145	850	963	1,033
管理费用	685	1,683	1,874	2,055
财务费用	206	198	228	165
资产减值损失	-707	0	0	0
加:投资净收益	229	382	395	361
其他收益	427	107	134	167
营业利润	**1,342**	**2,499**	**2,776**	**3,133**
加:营业外净收支	4	60	37	31
利润总额	**1,346**	**2,560**	**2,813**	**3,164**
减:所得税费用	-101	183	135	99
少数股东损益	-56	-40	-37	-30
归属母公司净利润	**1,503**	**2,418**	**2,715**	**3,095**
EBIT	1,354	2,571	2,801	3,097
EBITDA	1,495	2,807	3,080	3,272

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.16	1.87	2.10	2.39
每股净资产(元)	7.36	8.41	10.34	12.54
发行在外股份(百万股)	1315	1293	1293	1293
ROIC(%)	11.4%	17.5%	16.6%	15.9%
ROE(%)	14.3%	20.8%	19.3%	18.3%
毛利率(%)	60.9%	56.4%	55.7%	56.1%
销售净利率(%)	18.0%	28.5%	28.2%	29.4%
资产负债率(%)	39.1%	33.9%	31.5%	26.5%
收入增长率(%)	0.1%	5.7%	13.4%	9.4%
净利润增长率(%)	-11.9%	60.9%	12.3%	14.0%
P/E	41.01	25.49	22.70	19.92
P/B	6.48	5.67	4.61	3.80
EV/EBITDA	40.57	21.71	19.05	17.49

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn