

完美世界 (002624)

证券研究报告

2018年06月15日

Steam 中国能否成为下一款“吃鸡”诞生地？

完美世界牵手 Valve，共同打造 Steam 中国。完美世界公告与 Valve 公司于 18 年 6 月 11 日签署授权协议建立 Steam 中国，共同推进平台建设、推广和全球游戏引进。完美将通过 Steam 中国为玩家提供更稳定、流畅体验，为海外游戏提供备案、版号等服务，满足法规要求，以及基于开发商需要提供更深度本地化服务。同时 Steam 的合法进入为中国的中小开发商提供了低门槛进入海外市场的便利渠道，推动更多中国游戏走向国门。

Steam 是全球最大 PC 游戏发行平台之一，具备强大品牌和运营优势。Steam 通过“青睐之光”“直接发行”发行策略吸引全球优秀开发商，并通过有效的商店展示、社区、促销活动等手段吸引用户。迄今为止，Steam 上线游戏数超过 2 万款，拥有近 3 亿用户，覆盖国家地区数达 254 个，2017 年平台交易额达到了 43 亿美元，在全球 PC 游戏市场已具有毋庸置疑的顶级地位，使得 Steam 品牌无论对于游戏开发商还是游戏玩家均具备强大号召力。

PC 游戏市场方兴未艾，“吃鸡”热潮激发中国市场潜力。近 5 年 Steam 上线游戏数量和在线玩家屡创新高，2018 年 1 月 Steam 同时在线用户数为 12 年底用户数的 3 倍，而中国用户正在成为不可忽视的新市场力量。2017 年底 Steam 中国活跃用户数达 3500 万，16 年仅为 1150 万，17 年中国用户占总玩家数 11.56%，仅次于美国；《绝地求生》单品上，中国区玩家购买力更加突出，国区购买《绝地求生》数量占总销售数量比例高达 40.56%。

完美世界通过本次合作，成功加持全球顶级资源，承接端游核心用户，获取长线市场空间。中国用户往往是通过《DOTA2》和《绝地求生》开始接触 Steam，真正使用 Steam 的潜力尚未完全挖掘，17 年 8 月起简体中文玩家占比逐渐超过 30%，如果假设中国用户销售收入后续可以占到 Steam 总游戏销售收入 30%，则以 17 年为基数，中国平台销售收入将达到 82 亿元，同时考虑 Steam 进驻中国拉动新用户，百亿以上市场空间值得期待。同时 Steam 中国能够聚合大量全球优秀游戏作品，基于中国庞大市场及《绝地求生》展现出的市场潜力，Steam 中国产生包括游戏概率也将提升，具备极大弹性空间。

投资建议：完美世界为我们一直长期看好的 A 股稀缺游戏影视综合娱乐龙头，Steam 中国的运营不仅为完美进一步打开长线市场空间，也能够让公司能够触达全球顶级研发商、拓展全球化版图，在研发能力提升及游戏开发、IP 合作方面具备想象空间。同时 Steam 中国的平台属性将降低完美作为项目制公司的波动性。由于 Steam 中国建立需要一定时间，短期暂不会产生重大业绩影响，后续我们将根据平台建设进度和游戏引进情况进行业绩增厚考量。我们预计公司 18-20 年净利润 19.0 亿元/23.7 亿元/28.9 亿元，同比增长 26.6%/24.4%/22.0%，维持买入评级。

风险提示：游戏影视上线延期、流水不达预期，Steam 中国上线及游戏引进进度不达预期，行业监管趋严

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,158.83	7,929.82	9,157.24	11,164.70	13,040.47
增长率(%)	445.33	28.76	15.48	21.92	16.80
EBITDA(百万元)	1,388.28	1,920.87	2,402.80	2,906.36	3,419.70
净利润(百万元)	1,166.31	1,504.71	1,904.19	2,369.25	2,888.49
增长率(%)	304.34	29.01	26.55	24.42	21.92
EPS(元/股)	0.89	1.14	1.37	1.71	2.08
市盈率(P/E)	36.60	28.37	23.64	19.00	15.58
市净率(P/B)	5.92	5.36	4.59	3.77	3.10
市销率(P/S)	6.93	5.38	4.92	4.03	3.45
EV/EBITDA	29.39	22.90	18.15	13.04	12.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.47 元
目标价格	42.90 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,314.70
流通 A 股股本(百万股)	466.35
A 股总市值(百万元)	42,688.37
流通 A 股市值(百万元)	15,142.40
每股净资产(元)	6.30
资产负债率(%)	43.34
一年内最高/最低(元)	38.10/27.56

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《完美世界-公司点评:上调中报至 7.2-8.3 亿元，产品表现体现业务优质性》2018-06-04
- 《完美世界-年报点评报告:核心业务高增长，18 年着力精品化、多元化、年轻化》2018-05-05
- 《完美世界-公司点评:转让院线长期利好核心业务，18 年影游项目丰富具备业绩支撑》2018-01-29

内容目录

1. 完美世界牵手 Valve，共建 Steam 中国	4
2. 解构 Steam：全球顶级游戏平台如何炼成？	4
2.1. 发展历程：从 Valve 游戏在线服务，到全球 PC 游戏发行平台	4
2.2. 商业模式：开放平台吸引优质供给，社区模式提升用户粘性	5
2.2.1. 发行机制：青睐之光为独立游戏打开大门，直接发行继续降低发行门槛	5
2.2.2. 商店：界面不断迭代提升体验，打折活动极大推动销售	6
2.2.3. 社区：形成核心游戏生态圈，提升用户粘性	7
2.3. 运营数据：17 年游戏收入 43 亿美元，《绝地求生》引发现象级热潮	7
3. 从“吃鸡”热潮看 Steam 中国市场潜力	10
3.1. 头部内容引领打开国区市场	10
3.2. 《绝地求生》只是开始，市场空间仍待挖掘	11
4. Steam 中国，下一个爆款诞生地？	13
4.1. 用户体验有望获得极大提升	13
4.2. Steam 中国将成为引进全球游戏，及推动国产游戏走出去的重要通道	13
4.3. Steam 中国百亿收入空间可期	13
5. 投资建议	13

图表目录

图 1：Steam 发展历程	4
图 2：Steam 平台功能	5
图 3：Steam 平台收入来源	5
图 4：2009-2016 年 Steam 平台独立游戏增量趋势	6
图 4：Steam 商店中的游戏项目	6
图 5：Steam 商店侧栏、精选推荐及特别优惠展示	6
图 6：2017 年 Steam 平台冬季促销（12 月国区销量）	7
图 7：2017 年 Steam 平台冬季促销（12 月全球销量）	7
图 8：2004-2017 年 Steam 每年新发布游戏数量（个）	8
图 9：Steam 平台同时在线用户数量变化（万人）	8
图 10：2014-2017 年 Steam 游戏业务收入（亿美元）	8
图 11：《绝地求生》2017 年销量走势	9
图 12：2015-2017 年 Steam 平台中国区用户数（万）	10
图 13：2017 年 Steam 平台用户数分地区占比情况	10
图 14：Steam 平台简体中文玩家数量占比变化	10
图 15：《绝地求生》按地区玩家比重变化情况	11
图 17：2017 年底 Steam 平台美区、俄罗斯区和国区玩家人均拥有游戏数对比（个）	11
图 16：2017 年 Steam 热门游戏国区玩家占比	12

图 18: 中国客户端游戏用户规模 (亿人)	12
图 19: 中国客户端游戏销售收入 (亿元)	12
表 1: 2017 年 Steam 平台销量 TOP10	8
表 2: 2017 年 Steam 平台游戏销售收入 TOP10	9

1. 完美世界牵手 Valve，共建 Steam 中国

完美世界公告与 Valve 公司于 2018 年 6 月 11 日签署授权协议建立 Steam 中国。Steam 中国为在中国大陆地区运营的 Steam，双方将共同推进 Steam 中国，积极促成 Steam 中国的上线推广及游戏产品的引进。

具体合作内容及方式包括：

- 1、完美世界在中国大陆地区建立、运营及推广 Steam 中国。
- 2、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。
- 3、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。

在结算方面，完美世界以现金支付约定金额的预付款，该款项可用于抵扣未来运营期间产生的、应支付给 Valve 公司的授权款。

2. 解构 Steam：全球顶级游戏平台如何炼成？

2.1. 发展历程：从 Valve 游戏在线服务，到全球 PC 游戏发行平台

Steam 是 Valve 公司在 2003 年成立的数字发行平台，由 BT 下载发明者布拉姆·科恩开发设计，玩家可以在该平台购买、下载、讨论、上传和分享游戏和其他游戏相关产品。经过十几年的发展，Steam 已经成为目前全球最大的 PC 端综合性数字发行平台之一，根据《人民日报》报道数据，迄今为止，Steam 上线游戏数超过 2 万款，拥有近 3 亿用户，覆盖国家和地区数达 254 个，2017 年平台交易额达到了 43 亿美元。

Steam 平台的母公司 Valve（维尔福软件公司）是全球著名的游戏开发商，于 1996 年在美国西雅图成立，代表作品包括有《半条命（Half-Life）》、《反恐精英：全球攻势（CS:GO）》、《刀塔（DOTA 2）》等。

Valve 公司最初成立 Steam 主要是为公司自主研发游戏提供在线服务，解决当时大多数游戏采用光盘发售，玩家购买及安装不方便等问题，Steam 原意是“蒸汽”，这个名字由来是因为在 Steam 平台上下下载游戏的速度非常快，就像蒸汽一样喷薄而出。当玩家进入 Steam 后，将享受到平台提供的包括随时能升级游戏、和好友联机对战及反盗版等服务。2004 年 Valve 在 Steam 上正式发售《半条命 2》，所有登陆《半条命 2》的玩家必须登陆 Steam 平台，游戏的巨大成功也带动 Steam 平台影响力迅速提升。

随着用户数的积累，2005 年 Steam 开始发售非 Valve 游戏，标志着 Steam 从 Valve 游戏下载和启动服务器转变为游戏发行商店。Steam 在后续几年不断完善，上线社区、分类浏览、自动同步存档、创意工坊等功能，为玩家带来更好的体验，推出促销活动，提升玩家购买动力，逐步成长为游戏品类丰富、齐全且具有优质服务的顶级平台。

图 1：Steam 发展历程

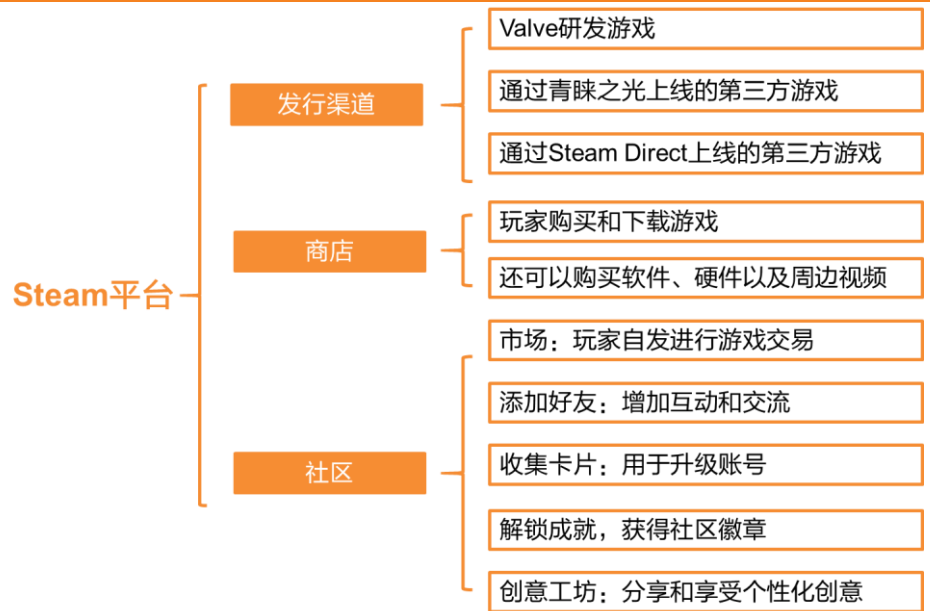


资料来源：极客公园，天风证券研究所

2.2. 商业模式：开放平台吸引优质供给，社区模式提升用户粘性

Steam 为上游开发商及下游用户提供连接平台，为类电商的商业模式。Steam 上游连接 PC 游戏及软件的开发商、工作室和独立开发者等，为其提供发行平台、产品推广以及数据分析等服务；下游连接玩家，出售正版游戏、软件（包括财务管理、动画制作和建模、音频制作、设计和插画、照片编辑、视频制作等）和硬件（游戏控制器、流式盒等）发售，并为玩家提供可以互动交流的社区、上传个性化创意的创意工坊等。

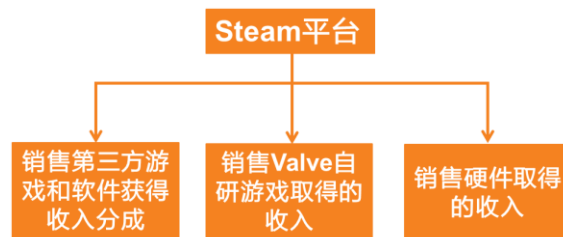
图 2：Steam 平台功能



资料来源：Steam 官网，天风证券研究所

从 Steam 商业模式出发，可以判断其收入来源主要来自：1）销售第三方游戏及软件收取的渠道分成，可类比国外 IOS、Google play 的渠道分成模式；2）销售 Valve 公司自主研发游戏的销售收入；3）销售硬件取得的收入。

图 3：Steam 平台收入来源



资料来源：Steam 官网，天风证券研究所

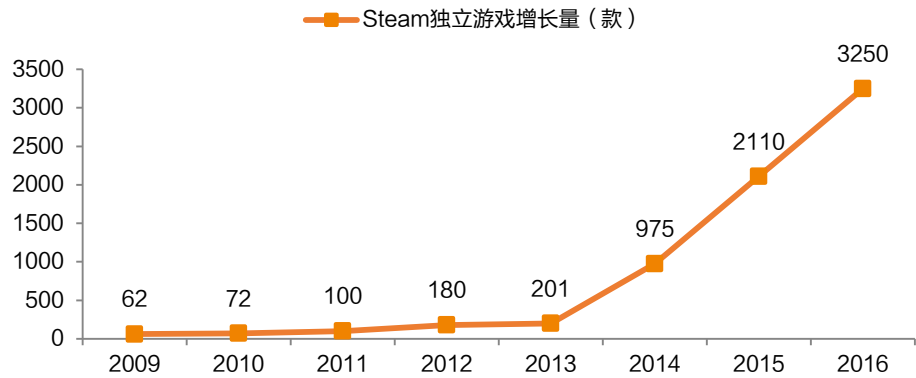
2.2.1. 发行机制：青睐之光为独立游戏打开大门，直接发行继续降低发行门槛

Steam 于 2005 年上线了第一批第三方游戏，发行机制主要为 Valve 内部人工审核。为了更加完善第三方游戏上线模式，Steam 2012 年启动“青睐之光”发行策略，2017 年则启动直接发行策略取代青睐之光。

青睐之光 (Steam Greenlight) 于 2012 年 8 月 30 日正式上线，主要模式为由 Steam 上的用户对游戏进行投票，让用户选择自己会花钱玩的游戏，然后根据投票结果决定该游戏是否具备在 Steam 上发行的资格。凡愿意至少花费 5 美元购买游戏的玩家，均有资格为作品进行投票。这样的机制的核心是让 Steam 判断游戏受欢迎程度，找到“好玩的游戏”，同时开发者可以看到玩家的真实反馈，从而更好的改进游戏。

对于开发商而言，青睐之光降低了游戏发行门槛，为广大独立游戏开发商提供较为公平的竞争环境，玩家也能够接触到大量来着全球的优秀独立游戏。青睐之光上线以来，每年独立游戏上线数量呈直线式上升，2013 年上线独立游戏 201 款，2016 年则达到 3250 款。青睐之光是 Steam 平台游戏品类极大丰富的重要一步。

图 4：2009-2016 年 Steam 平台独立游戏增量趋势



资料来源：《2016 年 Steam 数据报告》，天风证券研究所

但青睐之光也存在弊端，一方面游戏提交并无门槛，会出现质量低下或玩票心理的游戏上架，同时投票制度导致部分游戏开发者将工作重心从游戏的品质打磨转移到宣传推广上，拉票等各种手段屡见不鲜，这类导致投票无法真实反应游戏受欢迎程度。

2017 年 Steam 启动直接发行策略 (Steam Direct) 取代了青睐之光，弥补前期弊端，并进一步简化新游戏发行。开发者或者发行商仅需在向 Steam 平台提交数字文档、个人或公司的验证文档以及税务等相关文档，申请开发者账号后，根据开发者依据打算发行的游戏数量，支付一笔费用 (介于 100-5000 美元之间) 就可以上架游戏产品，当游戏达到 1000 美元销售额后，之前的 100 美元费用还可退款。根据 Valve 的构想，收取费用的目的在于屏退部分不打算认真做游戏，只想渔利的开发者，直接发行的启动，使 2017 年 Steam 平台新增游戏数量从 16 年的 4207 款激增至 7672 款。

2.2.2. 商店：界面不断迭代提升体验，打折活动极大推动销售

Steam 商店为玩家提供包括游戏、软件、硬件和视频等商品，而 Steam 商店在页面设计上也充分考虑开发方和用户，进行多次更新迭代，旨在有限的界面达到最有效展示。Steam 商店具有分类浏览、鉴赏家推荐游戏、优惠展示等，同时通过用户游戏时间、浏览偏好、好友推荐、关注的鉴赏家等通过算法进行新游戏的个性化推荐展示。

图 5：Steam 商店中的游戏项目



资料来源：Steam，天风证券研究所

图 6：Steam 商店侧栏、精选推荐及特别优惠展示



资料来源：Steam，天风证券研究所

Steam 商店考虑玩家差异，实现了付费与免费的有机结合。Steam 对游戏进行了付费与免费的分类，不愿意花钱的玩家，也可以在 Steam 平台上玩到正版游戏，如《DOTA2》即为免费游戏，Steam 通过这种方式吸引了大量玩家进入 Steam，进一步了解 Steam 上大量优秀游戏，进而培养正版游戏付费习惯。而 Steam 平台上的付费的玩家与免费玩家之间也有较大差异，根据 Steamspy2015 年公布数据，在 Steam 平台上，1%的玩家购买了游戏总销售套数的 33%，20%的玩家购买了游戏总销售套数的 88%。

促销活动的推出是 Steam 销售的重要一步。Steam 在 2009 年开始推出打折活动，在各种节假日以及某些周末实施打折，部分价格较高的游戏或道具，玩家可以在打折季以非常低的价格买到，让玩家产生买到即赚到的感觉，不断进行“囤货”，激发玩家购买欲。

图 7：2017 年 Steam 平台冬季促销（12 月中国区销量）

冬季促销（12月中国区销量）			
排行	游戏名称	销量	最高折扣
1	绝地求生	1,847,320	0%
2	CS : GO	344,897	33%
3	王国:经典	197,429	0%
4	GTA5	175,277	60%
5	国土防线	133,214	75%
6	人类一败涂地	113,376	50%
7	求生之路2	101,374	90%
8	和班尼特福迪一起攻克难关	81,645	0%
9	Wallpaper Engine	81,197	0%
10	传送门2	71,101	90%

资料来源：《2017Steam 白皮书》，天风证券研究所

图 8：2017 年 Steam 平台冬季促销（12 月全球销量）

冬季促销（12月全球销量）			
排行	游戏名称	销量	最高折扣
1	绝地求生	4,100,620	0%
2	国土防线	1,865,228	75%
3	英雄连2	1,513,252	75%
4	王国:经典	1,443,394	0%
5	层层恐惧	1,297,742	75%
6	CS : GO	1,242,477	33%
7	调查局:幽浮解密	1,125,603	80%
8	GTA5	652,343	60%
9	求生之路2	490,638	90%
10	传送门2	485,023	90%

资料来源：《2017Steam 白皮书》，天风证券研究所

2.2.3. 社区：形成核心游戏生态圈，提升用户粘性

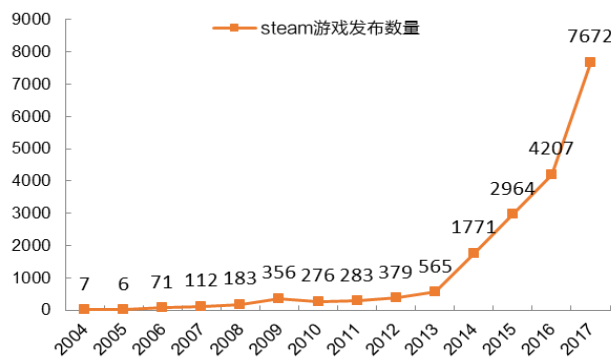
社区是 Steam 运营的一大亮点。Steam 搭建了基于全球的广阔社区交流平台，并且配备丰富的社交功能平台奖励系统（成就、卡片等），建立起了具有用户粘度和独特文化氛围的游戏生态圈。Steam 类似社交网站一样，让每个用户拥有自己的个人展示页面，功能包括实时动态、留言系统以及内置的聊天系统等。同时 Steam 会在社区中心展示玩家的分享内容，包括截图、实况直播和测评等。在社区的互动交流过程中，开发者也可以参与到关于游戏的讨论中，有助于开发者及时获取玩家反馈，改进游戏内容，形成良好的正循环。

另外，Steam 于 2011 年推出创意工坊功能，鼓励玩家基于游戏，发挥想象力进行创作，并将创作成果放到平台上进行售卖。大量来自玩家的原创 MOD（非官方的个人或者团队为某个游戏开发的功能）、插件，可以为游戏创造新的玩法，提升游戏乐趣，延长游戏生命周期。

2.3. 运营数据：17 年游戏收入 43 亿美元，《绝地求生》引发现象级热潮

近 5 年 Steam 在游戏数量和游戏用户方面都实现了高速增长。2017 年 Steam 新发布游戏数量达到 7672 款，平台总游戏数量超过 2 万款。2018 年 1 月，Steam 平台同时在线用户数达到 1850 万人，为 2012 年底用户数量的 3 倍。庞大的游戏数量及用户数互为吸引力，推动 Steam 市场规模不断创新高。

图 9：2004-2017 年 Steam 每年新发布游戏数量（个）



资料来源：Steamspy, 天风证券研究所

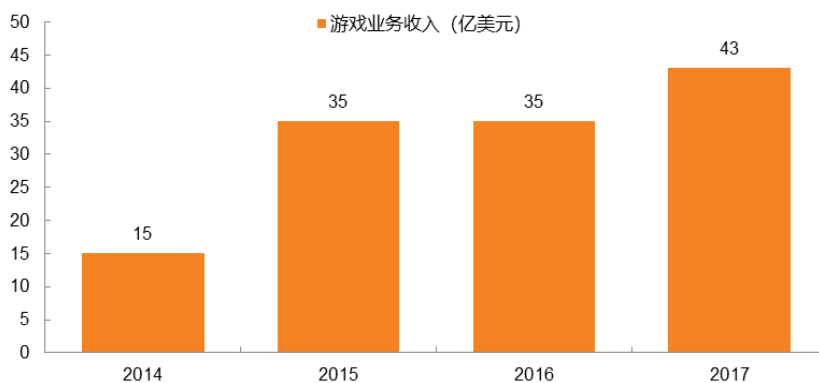
图 10：Steam 平台同时在线用户数量变化（万人）



资料来源：Steamspy, 天风证券研究所

在游戏销售方面，根据 Steamspy 数据，2017 年 Steam 游戏销售数量 5.3 亿份，同比增长 56%，销售收入则在 17 年达到 43 亿美元。

图 11：2014-2017 年 Steam 游戏业务收入（亿美元）



资料来源：Steamspy, 天风证券研究所

从游戏销售分布看，头部效应显著。2017 年销量前十的游戏贡献收入 10.5 亿美元，占比约 24.5%。销量排名第一的《绝地求生》2017 年共计销售约 2780 万套，收入约 6 亿美元，占总收入比高达 14%，销售收入排名第二的为 Valve 自主研发的游戏《反恐精英：全球攻势（CS:GO）》，2017 年实现销量 1254 万套，收入约 1.2 亿美元，占总收入比约 2.8%。

表 1：2017 年 Steam 平台销量 TOP10

名次	名称	英文名	售卖数量 (万套)	游戏类型	开发商
1	绝地求生	Playerunknown's Battlegrounds	2780	射击类	PUBG Corp
2	反恐精英	Counter-Striker: Global Offensive	1254	射击类	Valve
3	侠盗猎车手 5	Grand Theft Auto V	346	动作冒险类	Rockstar North
4	彩虹六号	Tom Clancy's Rainbow Six Siege	296	射击模拟类	育碧
5	巫师 3	The witcher3: Wild Hunt	190	角色扮演类	CD Projekt Red
6	火箭联盟	Rocket League	182	飞车球赛休闲竞技类	Psyonix
7	方舟:生存进化	ARK: Survival Evolved	153	动作角色扮演	Studio Wildcard
8	茶杯头	Cuphead	134	横版卷轴类射击	StudioMDHR Entertainment Inc.

9	文明 VI	Sid Meier's Civilization VI	113	策略类	Microprose, Firaxis Games
10	黑暗之魂 3	Dark Souls III	102	动作角色扮演类	FromSoftware

资料来源: Steamspy, 天风证券研究所

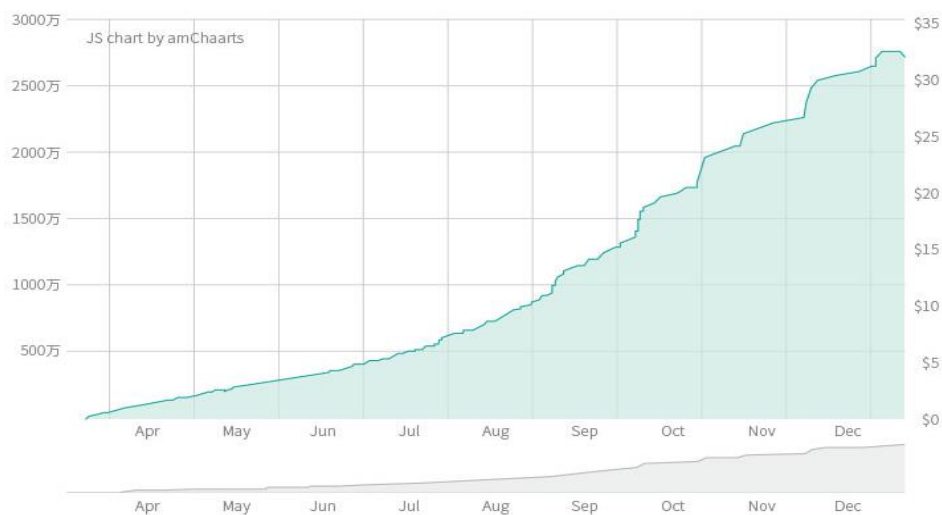
表 2: 2017 年 Steam 平台游戏销售收入 TOP10

名次	名称	英文名	销售收入 (万美元)	收入占比
1	绝地求生	Playerunknown's Battlegrounds	60,000	14.0%
2	反恐精英	Counter-Striker: Global Offensive	12,000	2.8%
3	侠盗猎车手 5	Grand Theft Auto V	8,300	1.9%
4	使命召唤: 二战	Call of Duty: WWII	4,100	1.0%
5	文明 VI	Sid Meier's Civilization VI	3,900	0.9%
6	巫师 3	The witcher3: Wild Hunt	3,800	0.9%
7	神界:原罪 2	Divinity: Original Sin 2	3,700	0.9%
8	幽灵行动	Tom Clancy's Ghost Recon Wildlands	3,300	0.8%
9	战锤:全面战争 2	Total War: Warhammer II	3,200	0.7%
10	中土世界:战争之影	Middle-Earth: Shadow of War	3,100	0.7%

资料来源: Steamspy, 天风证券研究所

现象级游戏《绝地求生》是 Steam 在 2017 年取得不凡成绩的关键推动力。《绝地求生》于 2017 年 3 月 16 日正式在 Steam 上架, 并持续升温。2017 年《绝地求生》连续 42 周成为 Steam 周销售排行榜首。根据第一财经报道, 2017 年 11 月初, 《绝地求生》全球累积销量达 2000 万份, 12 月 22 日销量达到 3000 万份, 18 年 4 月《绝地求生》制作人 Brendan Greene 表示销量已经突破 4000 万份, 是全球最畅销的 PC 端游戏。

图 12: 《绝地求生》2017 年销量走势



资料来源: 《2017Steam 白皮书》, 天风证券研究所

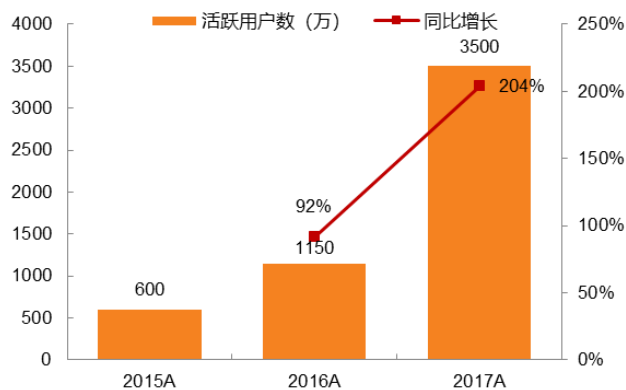
3. 从“吃鸡”热潮看 Steam 中国市场潜力

3.1. 头部内容引领打开国区市场

中国用户正在成为 Steam 不可忽视的新市场力量。2012 年完美世界代理《DOTA2》国服，带动大量用户开始熟悉 Steam 平台，Steam 中国用户迎来第一波快速增长。2015 年 Steam 开放平台的人民币结算功能，方便中国玩家购买，更加吸引中国玩家。2017 年《绝地求生》则带来 Steam 中国区用户翻倍增长。

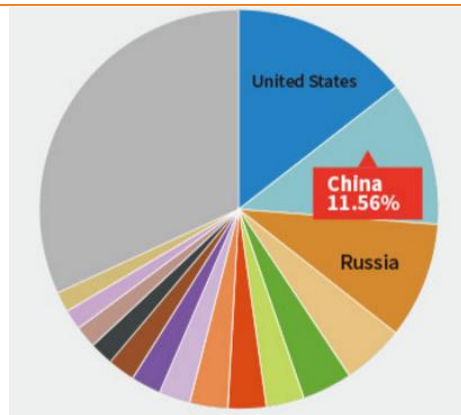
截止 2017 年底 Steam 平台中国活跃用户数达 3500 万，占 Steam 平台总玩家数的 11.56%，仅次于美国。Steam 上支持中文的游戏也达到了 2366 款。在游戏时长上，17 年国区玩家每两周人均游戏时长由 16 年 20 小时 22 分上升到了 34 小时 08 分，时长已经超过美国的 25 小时 37 分。

图 13：2015-2017 年 Steam 平台中国区用户数（万）



资料来源：Steamspy，天风证券研究所

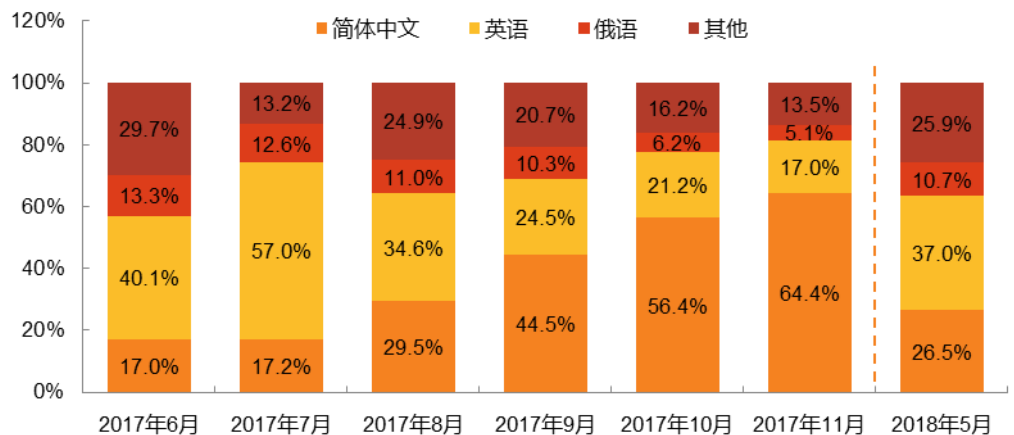
图 14：2017 年 Steam 平台用户数分地区占比情况



资料来源：Steamspy，天风证券研究所

从某些月份看，中国区活跃用户数甚至超过美国。根据 Vavle 公司 2017 年 12 月发布 Steam 平台 11 月硬件和软件调查报告，2017 年 11 月用户的软件语言项，简体中文用户占比达到了 64.36%，环比增长了 8.22%。2018 年随着“吃鸡”热度的降低，该占比有所回落，根据 Steam 最新的 2018 年 5 月硬件和软件调查可以看到，简体中文用户占比为 26.53%，仅低于英语的 37.0%。

图 15：Steam 平台简体中文玩家数量占比变化

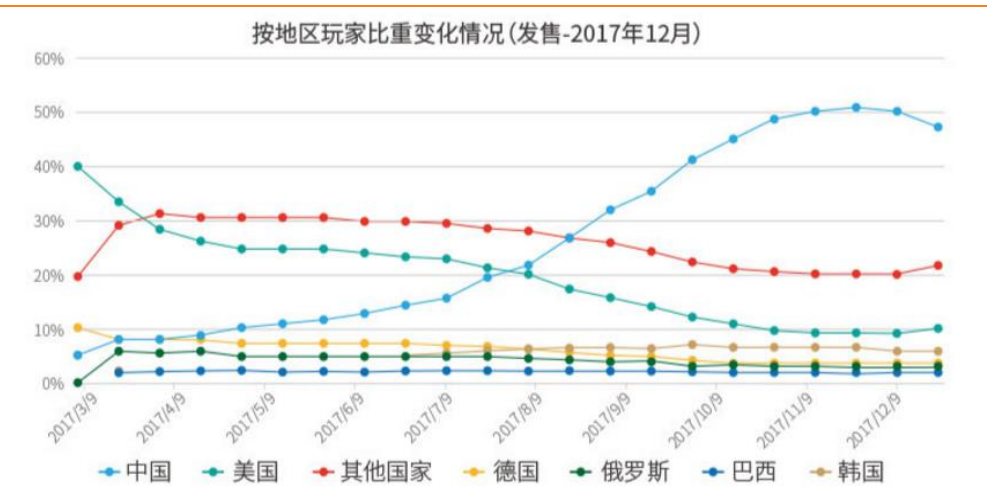


资料来源：Steam 官方数据统计，天风证券研究所

《绝地求生》对 Steam 在中国地区的推广起到了至关重要的作用。根据 Steamspy 统计数据，2018 年 1 月，中国区的 Steam 用户中有 58% 都曾玩过“吃鸡”，2017 年 Steam 平台

共计销售《绝地求生》2700 万份，其中中国区玩家购买量 1095 万份，占比达 40.56%。

图 16:《绝地求生》按地区玩家比重变化情况



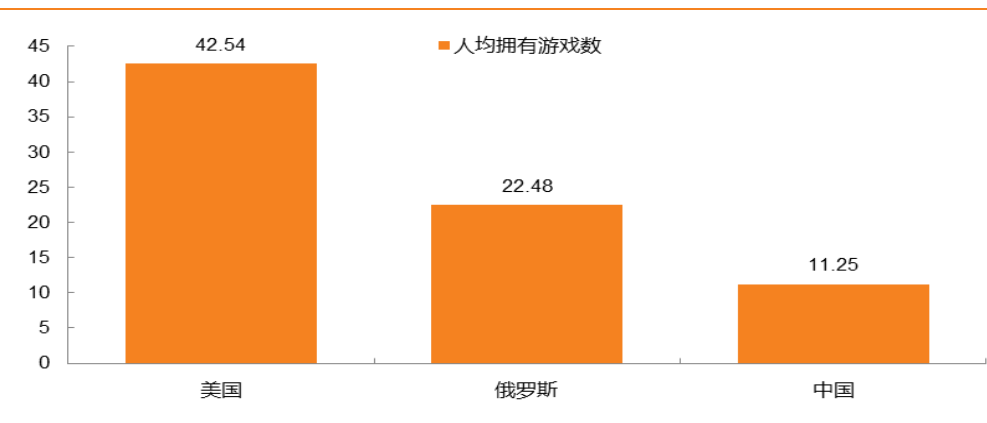
资料来源: Steamspy, 天风证券研究所

3.2. 《绝地求生》只是开始，市场空间仍待挖掘

2017 年《绝地求生》国区大获成功一方面测试了中国玩家对于 PC 付费游戏意愿，另一方面也充分证明了中国市场的巨大潜力。

从美国、俄罗斯以及中国对比看，国区玩家人均拥有游戏数量具有增长空间。截止 2017 年底，美区玩家人均拥有游戏数量为 42.54 款，俄罗斯为 22.48 款，Steam 国区玩家人均拥有游戏量仅为 11.25 款，并且相对于 16 年 11.04 款变动不大。

图 17: 2017 年底 Steam 平台美区、俄罗斯区和国区玩家人均拥有游戏数对比 (个)



资料来源: Steam 官方数据统计, 天风证券研究所

但同时我们可以看到，2017 年度发售在 Steam 上的热门游戏中，国区玩家人数比例已处在前列，部分游戏占比甚至超过美国，中国玩家对于 Steam 游戏认知及购买习惯正在逐渐养成。

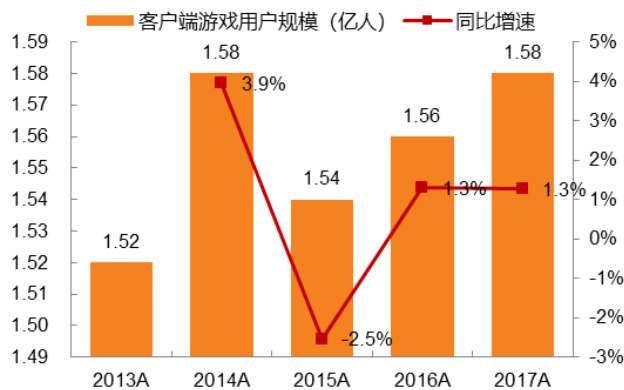
图 18：2017 年 Steam 热门游戏国区玩家占比

游戏名称	STEAM销量	国区玩家占比	排名
绝地求生	2700万	40.56%	1
CS:GO	60万	28.73%	1
H1Z1	43万	6.98%	3
Wallpaper Engine	25万	49.01%	1
求生之路2	134万	6.27%	3
GTA5	20万	20.63%	2
和班尼特福迪一起攻克难关	14万	6.07%	4
逃生	59万	5.96%	5
传送门2	66万	13.46%	2
影子武士	35万	11.02%	2
辐射	16万	18.88%	2
国土防线	56万	12.83%	2
巫师3:狂猎	17万	2.49%	12
王国:经典	55万	9.99%	3
英雄连2	86万	4.41%	5
层层恐惧	32万	13.71%	2
腐蚀(Rust)	41万	4.59%	3
饥荒:联机版	64万	5.38%	5
盖瑞模组	53万	18%	2
杀戮空间	31万	5.24%	6
星露谷物语	55万	6.4%	3
传送门	19万	11.41%	2
调查局:幽浮解密	109万	4.49%	6
行尸走肉	37万	13.67%	2
叛变	58万	15.41%	2

资料来源：《2017Steam 白皮书》，天风证券研究所

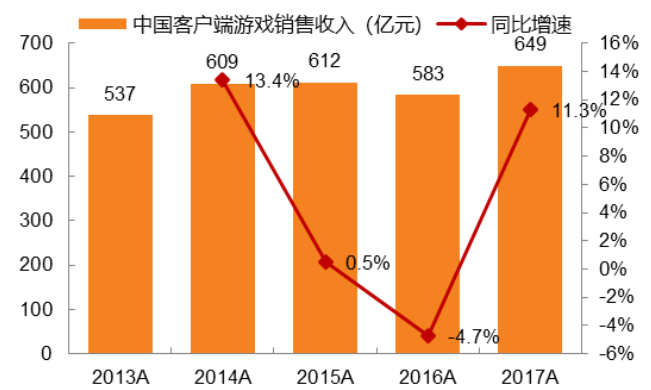
从中国 PC 游戏用户维度看，中国 PC 端游戏近年稳态拥有 1.5 亿左右用户，Steam 平台为 3500 万用户，Steam 相对 PC 游戏用户比率仅为 22.2%。Steam 在中国渗透率仍然较低，具备较大提升空间。

图 19：中国客户端游戏用户规模（亿人）



资料来源：中国音数协游戏工委，天风证券研究所

图 20：中国客户端游戏销售收入（亿元）



资料来源：中国音数协游戏工委，天风证券研究所

从游戏类型看，国区玩家偏爱 3A 大作，短期看优质大作依然为吸引用户关键。根据 steamspy 统计，国区玩家最喜欢的游戏类型标签前十分别是：动作、单人游戏、多人游戏、冒险游戏、情绪化、合作、开放世界、独立游戏和出色的音效。2017 年国区拥有最多游戏前五名分别是《绝地求生》、《DOTA2》、《反恐精英》、《生存王者 (H1Z1)》和《生存王者 (H1Z1) 测试服》，其中《DOTA2》、《反恐精英》均为完美世界代理的 Valve 作品。

4. Steam 中国，下一个爆款诞生地？

目前中国玩家使用 Steam 均为全球版，在用户体验以及审核合法化方面均有所欠缺。面对快速增长的国区用户，打造 Steam 中国，加速进入中国市场，是 Steam 挖掘中国庞大市场空间的必然之举。

本次完美世界与 Valve 共同打造 Steam 中国，将积极推动 Steam 中国的建立、推广、和游戏上线。完美世界被授权使用 STEAM 商标，并按照中国游戏产品上线流程，从平台挑选游戏，申报版号及备案，保障 Steam 中国合法运营。

4.1. 用户体验有望获得极大提升

当前用户访问的 Steam 国区为海外服务器，玩家访问过程中会出现游戏延迟，需配合加速器，连接不稳定、社区无法访问等问题。同时 Steam 游戏汉化力度也不足，截止 2018 年 5 月底，Steam 平台上支持中文的游戏数约 3500 个，相对于 Steam 平台上超过 2 万个游戏总量而言，占比仅 15%左右，且一些支持中文游戏的汉化非常粗糙。

完美世界从 2012 年代理《DOTA2》开始便与 Valve 展开合作，基于多年合作经验，在后续平台搭建、技术方案对接方面能够更加顺利开展。同时完美世界作为运营多年的国内游戏大厂，并成功代理了国服《DOTA2》《CS:GO》，在游戏本地化、以及满足用户需求方面具备明显优势。

4.2. Steam 中国将成为引进全球游戏，及推动国产游戏走出去的重要通道

优秀游戏内容是 Steam 中国吸引用户的关键所在。不同于一般游戏分发平台，Steam 作为全球顶级 PC 游戏品牌，具有非常强大的影响力和品牌效应，能够吸引全球优秀游戏作品进入 Steam 中国。

同时，Steam 的合法进入为中国的中小开发商提供了低门槛进入海外市场的便利渠道，推动更多中国游戏走出国门，借助 Steam 品牌连接更多海外用户。

4.3. Steam 中国百亿收入空间可期

在市场空间上，一方面 Steam 国区拥有 3500 万活跃用户，显示出中国 Steam 玩家可达的用户基础。2018 年 5 月，Steam 简体中文玩家占比为 26%，如简单估算，假设未来中文玩家游戏销售收入占比为 30%，那么对应 17 年 43 亿美元，中国玩家销售收入可达 82 亿元的体量（人民币：美元=1:6.4）。

另一方面，多数中国玩家对于 Steam 尚不了解，Steam 中国的建立将带动更多玩家了解 Steam、接触全球优质游戏。根据中国音数协游戏工委数据，2017 年中国 PC 端游戏拥有 1.58 亿用户，Steam 中国的推出和推广，也有望拉动更多新增玩家进入，整体市场有望达到百亿以上市场销售规模。

《绝地求生》则带来单款游戏的潜力空间，16 年中国区活跃用户仅为 1150 万人，而 17 年《绝地求生》在无国服正式代理的情况下，中国区玩家购买量达到了 1095 万份，若以每套 98 元计算，仅《绝地求生》一款游戏在国区销售额就可以达到约 11 亿元。

考虑到 Steam 中国平台基于 Steam 全球品牌，能够引入全球高品质游戏，而植根在人口基数庞大的中国市场，又具有市场潜力空间。随着平台建立完善及游戏数量逐步提升，未来 Steam 中国上产生爆款值得期待。

5. 投资建议

打造 Steam 中国对于完美世界格局提升及长期发展具备重要意义。在公司格局和空间上，完美世界有望通过 Steam 中国抢占 PC 游戏市场新增空间，建立市场领先地位，Steam 中国能够聚合大量全球优秀游戏作品，产生爆款几率提升，又具备极大弹性空间；同时完美

作为 Steam 中国渠道收取销售收入分成，具备规模效应且不受单个项目波动风险，有助于实现公司从项目制公司向平台制公司转变。

在公司内生业务上，完美能够通过 Steam 触达全球顶级研发商、拓展全球化版图，在研发能力提升及游戏开发、IP 合作方面具备想象空间。同时完美基于核心端游用户数据，能够可更精准把握 PC 游戏市场发展趋势，有助于公司进行用户习惯深度挖掘及流量变现。

完美世界为我们一直长期看好的 A 股稀缺游戏影视综合娱乐龙头，公司手握经典 IP 以及强大游戏研发实力，本次牵手 Valve 运营 Steam 中国为完美进一步打开长线市场空间，同时 Steam 中国的平台属性将降低完美作为项目制公司的波动性。由于 Steam 中国建立需要一定时间，短期不会产生重大业绩影响，后续我们将根据平台建设进度和游戏引进情况进行业绩增厚考量。我们预计公司 18-20 年净利润 19.0 亿元/23.7 亿元/28.9 亿元，同比增长 26.6%/24.4%/22.0%，维持买入评级。

风险提示：游戏影视上线延期，游戏流水不达预期，Steam 中国上线及游戏引进不达预期，行业监管趋严。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,097.11	3,236.42	3,662.90	10,048.23	6,520.24
应收账款	2,020.26	1,751.15	5,130.25	513.07	6,078.38
预付账款	483.28	851.65	267.55	1,179.41	662.15
存货	495.98	1,575.57	1,426.96	1,303.32	2,844.79
其他	6,111.72	2,831.53	3,043.59	4,007.82	3,313.79
流动资产合计	11,208.35	10,246.32	13,531.24	17,051.85	19,419.34
长期股权投资	868.27	1,482.08	1,482.08	1,482.08	1,482.08
固定资产	525.92	478.60	452.30	426.00	399.71
在建工程	0.60	12.08	12.08	12.08	12.08
无形资产	132.47	114.37	24.91	0.00	0.00
其他	3,561.88	4,251.47	4,232.96	4,218.41	4,165.82
非流动资产合计	5,089.14	6,338.59	6,204.32	6,138.57	6,059.68
资产总计	16,297.49	16,584.90	19,735.56	23,190.41	25,479.02
短期借款	440.71	617.90	1,453.86	1,777.52	2,024.38
应付账款	1,141.15	839.28	2,483.85	1,904.35	2,109.02
其他	2,641.06	3,758.22	2,221.96	3,129.09	3,061.16
流动负债合计	4,222.92	5,215.40	6,159.66	6,810.96	7,194.56
长期借款	2,032.62	500.00	1,661.90	1,851.96	1,053.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,589.21	2,082.77	1,224.14	1,632.04	1,646.32
非流动负债合计	3,621.83	2,582.77	2,886.04	3,484.00	2,700.03
负债合计	7,844.75	7,798.17	9,045.70	10,294.96	9,894.59
少数股东权益	1,238.44	822.56	881.45	954.73	1,044.06
股本	1,386.37	1,386.39	1,386.39	1,386.39	1,386.39
资本公积	4,162.14	3,557.31	3,601.93	3,601.93	3,601.93
留存收益	5,880.46	6,663.61	8,422.01	10,554.33	13,153.97
其他	(4,214.66)	(3,643.15)	(3,601.93)	(3,601.93)	(3,601.93)
股东权益合计	8,452.74	8,786.73	10,689.86	12,895.45	15,584.43
负债和股东权益总	16,297.49	16,584.90	19,735.56	23,190.41	25,479.02

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.15	1,459.91	1,904.19	2,369.25	2,888.49
折旧摊销	206.65	280.25	115.76	51.20	26.30
财务费用	84.13	291.64	146.45	174.25	109.53
投资损失	(192.40)	(183.18)	(180.00)	(190.00)	(200.00)
营运资金变动	(2,304.23)	2,367.34	(2,897.82)	3,533.14	(5,853.38)
其它	2,227.61	(3,411.57)	58.89	73.28	89.33
经营活动现金流	1,154.90	804.38	(852.53)	6,011.11	(2,939.73)
资本支出	1,040.71	916.65	858.64	(407.90)	(14.28)
长期投资	452.43	613.81	0.00	0.00	0.00
其他	(10,103.74)	184.48	(741.52)	592.06	224.26
投资活动现金流	(8,610.60)	1,714.94	117.11	184.16	209.98
债权融资	2,582.36	2,223.50	3,591.79	4,193.03	3,793.16
股权融资	4,911.57	(828.22)	(15.97)	(174.24)	(109.52)
其他	668.08	(2,846.25)	(2,413.92)	(3,828.73)	(4,481.89)
筹资活动现金流	8,162.00	(1,450.97)	1,161.90	190.06	(798.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	706.31	1,068.35	426.48	6,385.33	(3,527.99)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,158.83	7,929.82	9,157.24	11,164.70	13,040.47
营业成本	2,404.28	3,381.23	3,788.75	4,668.05	5,523.71
营业税金及附加	53.57	63.77	79.67	97.13	113.45
营业费用	755.35	743.51	842.47	1,004.82	1,160.60
管理费用	1,835.58	2,072.87	2,289.31	2,679.53	2,999.31
财务费用	1.23	190.09	146.45	174.25	109.53
资产减值损失	100.18	137.17	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	192.40	183.18	180.00	190.00	200.00
其他	(384.81)	(431.45)	(360.00)	(380.00)	(400.00)
营业利润	1,201.05	1,589.45	2,140.60	2,680.91	3,283.88
营业外收入	156.94	72.05	70.00	70.00	70.00
营业外支出	2.00	12.64	4.88	6.51	8.01
利润总额	1,355.98	1,648.85	2,205.72	2,744.41	3,345.87
所得税	222.83	188.94	242.63	301.88	368.05
净利润	1,133.15	1,459.91	1,963.09	2,442.52	2,977.82
少数股东损益	(33.17)	(44.80)	58.89	73.28	89.33
归属于母公司净利润	1,166.31	1,504.71	1,904.19	2,369.25	2,888.49
每股收益(元)	0.89	1.14	1.37	1.71	2.08

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	445.33%	28.76%	15.48%	21.92%	16.80%
营业利润	266.40%	32.34%	34.68%	25.24%	22.49%
归属于母公司净利润	304.34%	29.01%	26.55%	24.42%	21.92%
获利能力					
毛利率	60.96%	57.36%	58.63%	58.19%	57.64%
净利率	18.94%	18.98%	20.79%	21.22%	22.15%
ROE	16.17%	18.89%	19.41%	19.84%	19.87%
ROIC	86.42%	23.45%	36.59%	30.22%	62.43%
偿债能力					
资产负债率	48.13%	47.02%	45.83%	44.39%	38.83%
净负债率	-4.51%	36.02%	21.87%	13.89%	-25.32%
流动比率	2.65	1.96	2.20	2.50	2.70
速动比率	2.54	1.66	1.97	2.31	2.30
营运能力					
应收账款周转率	4.39	4.21	2.66	3.96	3.96
存货周转率	14.66	7.66	6.10	8.18	6.29
总资产周转率	0.64	0.48	0.50	0.52	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.89	1.14	1.37	1.71	2.08
每股经营现金流	0.88	0.61	-0.65	4.57	-2.24
每股净资产	5.49	6.06	7.07	8.61	10.49
估值比率					
市盈率	36.60	28.37	23.64	19.00	15.58
市净率	5.92	5.36	4.59	3.77	3.10
EV/EBITDA	29.39	22.90	18.15	13.04	12.05
EV/EBIT	33.94	25.66	19.07	13.28	12.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com