

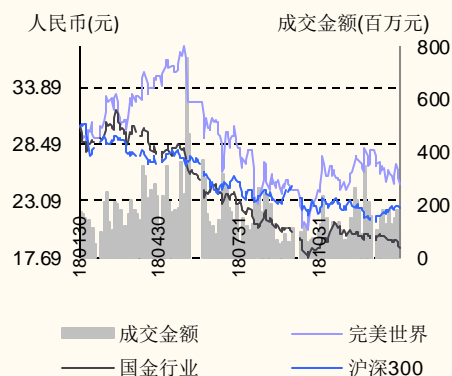
## 完美世界 (002624.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.75 元  
 目标价格 (人民币): 38.50-38.50 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 487.44  
 总市值 (百万元) 32,541.29  
 年内股价最高最低 (元) 37.78/20.30  
 沪深 300 指数 3168.48  
 中小板综 7431.76



## 相关报告

1. 《游戏版本号瓶颈将过去》，期待《完美世界》《我的起源》手游问...》，2018 8 21
3. 《左手腾讯，右手 Valve，“内容为王”时代左右逢源的游戏王者...》，2018 7 22

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002  
 peipei@gjzq.com.cn

## 《完美世界》获得版号，信仰测试开启，《我的起源》定义国产沙盒 MMO

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.887	1.095	1.442	1.844	2.238
每股净资产 (元)	5.20	5.74	7.10	8.66	10.58
每股经营性现金流 (元)	0.86	0.56	1.70	2.08	2.55
市盈率 (倍)	33.58	30.56	20.03	15.67	12.91
净利润增长率 (%)	304.34%	23.43%	31.72%	27.86%	21.37%
净资产收益率 (%)	16.17%	18.08%	19.26%	20.20%	20.06%

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 2018 年 12 月 19 日，恢复审批后的首批 84 个游戏版号核发，此后版署于 2018 年 12 月 29 日、2019 年 1 月 7 日、1 月 13 日和 1 月 22 日又发放了 4 批游戏版号，审核速度加快。版号审批的恢复给游戏产业打了一针强心剂，版号审批速度的加快，进一步提振了市场信心。
- 2019 年 1 月 13 日，《完美世界》手游顺利获得版号，2019 年 1 月 16 日，《完美世界》手游开启信仰测试。《完美世界》端游是知名国产 3D MMO 产品，更是硕果仅存的未上线手游版本的顶级端游 IP 之一，拥趸甚多。从已曝光的产品细节看，《完美世界》手游制作精美，玩法上对端游还原度较高，2019 年由腾讯代理发行后，将成为爆款。
- 2019 年 1 月 17 日，由完美世界研发，腾讯代理发行的沙盒 MMO 手游《我的起源》宣布进行美术重置，包括场景重置、人物重置和宠物重置，从外形、色彩、渲染等各方面优化游戏画面。沙盒游戏是近年来游戏行业的热点之一，该品类下的知名产品有《我的世界》《迷你世界》《泰拉瑞亚》《传送门骑士》等，但上述游戏以单机玩法为主，即便具备 MMO 元素，也最多只能支持百人同服。《我的起源》以文明进化为主题，弱化职业，主打高自由度，支持万人同服，创新力度空前，将成为完美世界的拳头产品。不过《我的起源》目前尚未获得版号，产品还处于开发阶段，距离正式上线商用还有一段距离。

## 投资建议

- 参考《完美世界》手游的 IP 量级以及产品质量，我们认为《完美世界》手游可以对标《奇迹：觉醒》，超过《魔力宝贝》，进入 App Store 畅销榜前三；《我的起源》则将得益于沙盒玩法及诸多创新而成为爆款，并有望成为完美世界历史上流水最高手游。
- 基于 21 倍 2019 年 P/E (1.0 倍 2019-21 年 P/E/G)，维持“买入”评级和 38.50 元目标价。这一估值水平高于 A 股游戏行业的平均值。
- 风险因素：游戏延期或不达预期风险，监管风险。

### 完美世界研发基因强大，MMO 造诣深厚

- 完美世界游戏成立于 2004 年，2005 年，推出以中国上古神话为背景的自研 3D MMORPG 游戏《完美世界》并大获成功。多年来，完美世界深耕自研业务，积累了深厚的研发底蕴，产品矩阵涵盖端游、手游和主机游戏三大领域，从品类上说，完美世界不仅对 MMO 有着极深的理解和造诣，还积极尝试 FPS、沙盒等热门玩法。

图表 1：完美世界旗舰产品清单

	游戏名称	自研/代理	游戏类型
端游	完美世界	自研	MMO
	诛仙	自研	MMO
	DOTA2	代理	MOBA
	CS:GO	代理	FPS
	边缘计划	自研	FPS
	深海迷航	代理	沙盒
	武林外传	自研	MMO
手游	诛仙	自研	MMO
	射雕英雄传 2	自研	MMO
	笑傲江湖	自研	MMO
	梦间集	自研	卡牌
	神雕侠侣	自研	MMO
	轮回诀	自研	MMO
	武林外传	自研	MMO
	烈火如歌	自研	MMO
	主机	星际迷航 OL	自研
无冬 OL		自研	MMO
HOB		代理	AVG
深海迷航		代理	沙盒
边缘计划		自研	FPS

来源：公司公告，国金证券研究所

- 立足 MMO，拓展新品类，是上述产品表所能反映的直观信息。《完美世界》手游以《完美世界》端游 IP 为背书，在端转手接近尾声，全行业顶级端游 IP 储备所剩无几的情况下，无疑看点十足。而 MMO 本就是完美世界最为擅长的品类，加上腾讯独代发行的导量和运营赋能，《完美世界》手游上线后的市场表现值得期待。
- 《我的起源》同样属于 MMO 品类，但其沙盒玩法迥异于我们习以为常的 MMORPG，所以与其说它是完美世界 MMO 布局的延伸，倒不如说它是完美世界的创新尝试。

### 《完美世界》对端游还原度较高，但缺点也较明显

- 2019 年 1 月 16 日，《完美世界》手游开启信仰测试，人族、羽组和妖族三大种族和男女两个性别组合共有 6 种职业，成长系统分为技能、装备、神器、修行、精灵五种，提供了足够丰富的养成路径。玩家们普遍认为《完美世界》手游对端游的还原度较高，且大多点赞捏脸系统和飞行系统。画面方面，《完美世界》手游不仅有着继承自端游的 3D 视角，还拥有为了更加符合移动端操作便利而设置的 2.5D 视角。操控方面，除常见的虚拟摇杆以外，游戏还可以开启触屏移动选项。值得一提的是，《完美世界》手游还提供了画面滤镜功能，有胶片、卡通、日系、LOMO 等 8 个选项。
- 不过，《完美世界》手游测试服版本在 TAPTAP 上评分仅为 4.1 分，玩家反映的最大问题是游戏肝度太高。要知道，《完美世界》端游发布于 2005 年，距今已接近 14 年，端游玩家大多已成家和上班，限时任务过多、肝

度太高，直接影响这些端游粉丝的游戏体验。好的 MMO 游戏能够让不同玩法的玩家各安其位，这确实是《完美世界》手游需要完善的地方。除此之外，玩家还反映游戏中存在一些 BUG，画面不如《楚留香》等竞品还需进一步优化。上一轮测试，官方未通知玩家需要邀请码，导致一大批玩家下载后只能看 CG 动画，引发很多玩家不满，且官方和玩家在社区严重缺乏互动，这些都对这款产品造成了负面影响。

### 《我的起源》选材和玩法创新力度大，差异化优势明显

- 2018 年 E3 展，完美世界沙盒 MMO《我的起源》首次亮相，得到了广泛关注，此后还被国外专业独立 MMORPG 媒体 Massively Overpowered 评为 2018 年 E3 展最迷人的 MMO。
- 一般情况下，我们都将“MMO”默认为“MMORPG”的简称，对中国玩家来说，“MMORPG”在很大程度上就是打怪升级刷装备的泡菜式网游。但《我的起源》却大不相同，它尽管也被归为 MMO 大类，但却结合了沙盒玩法。
- 沙盒游戏是目前全球游戏行业的热点之一，以《我的世界》《迷你世界》《方舟：生存进化》《传送门骑士》等为代表，2018 年底网易发布的末日生存游戏《明日之后》也借鉴了沙盒元素。不过，上述沙盒游戏要么是单人游玩，要么仅支持百人同服，尽管自由探索很有乐趣，但用户的多人在线和交互协作需求完全没有得到满足。
- 《我的起源》具备 MMO 的多人同时在线优点，同时又兼顾了沙盒玩法的高自由度和趣味性，亮点颇多：第一，它选择了文明进化作为主题，而这一主题大多为 SLG（如《文明》系列）或者模拟游戏（如《孢子》）所用，这让《我的起源》足够标新立异。第二，弱化职业设定，让玩家可以根据自己的喜好将角色打造成自己想要的样子，这是游戏的核心乐趣之一；第三，世界高度自由，物质枪的存在，让玩家可以“一枪吸万物”，几乎能与一切游戏里的元素交互；第四，高度还原现实世界，比如环境的变化会影响角色生存状态，导致寒冷、饥饿和渴，这很容易让人联想到曾进入 Steam 周销榜 TOP10 的生存游戏《Scum》（人渣），相似的细节设定为玩家所称道。
- 沙盒开放世界的高自由度，天然适合各种追求不同游戏趣味的玩家共处。不过相应地，世界越开放，同时在线人数越多，对游戏平衡性和游戏生态的要求就越高。《我的起源》对于完美世界来说是机会，但其创新程度高，研发工作量巨大，这对完美世界来说又是挑战。2019 年 1 月 17 日，完美世界宣布《我的起源》启动美术重制，这还只是游戏优化工作的一个缩影。



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	6	6	15	38
增持	4	4	6	13	25
中性	2	2	3	6	9
减持	0	0	0	1	2
评分	1.89	1.67	1.80	1.80	1.66

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

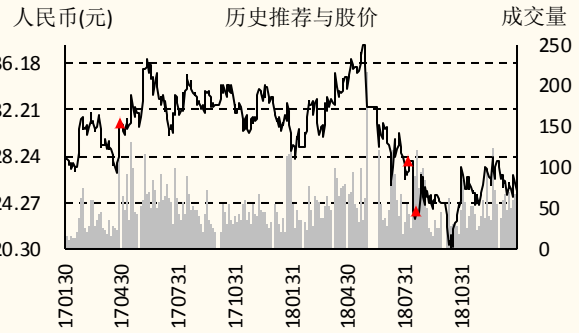
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-02	买入	30.82	37.60~37.60
2	2018-07-22	买入	28.89	38.50~38.50
3	2018-08-09	买入	26.99	38.50~38.50
4	2018-08-21	买入	22.84	38.50~38.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH