

完美世界 (002624.SZ) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 23.87 元

目标价格 (人民币): 35.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,182.07
总市值 (百万元)	31,389.05
年内股价最高最低 (元)	34.99/20.15
沪深 300 指数	3804.64
中小板综	8830.64



相关报告

1. 《《完美世界》首月流水预计超 6 亿 2019 年流水可达 20...》, 2019.3.11
2. 《《完美世界》获得版号, 信仰测试开启, 《我的起源》定义...》, 2019.1.30
3. 《游戏版本号瓶颈行将过去, 期待《完美世界》《我的起源》...》, 2018.8.21
4. 《《完美世界》手游内测开启, 好戏还在后头-完美世界新手游...》, 2018.8.9
5. 《左手腾讯, 右手 Valve, “内容为王”时代左右逢源的游...》, 2018.7.22

裴培

分析师 SAC 执业编号: S113051706000X
peipei@gjzq.com.cn

美好时光刚刚开始:

期待 2019-20 年的优质游戏产品持续爆发

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.145	1.298	1.590	1.875	2.170
每股净资产 (元)	5.74	6.09	7.37	8.99	10.82
每股经营性现金流 (元)	0.56	-0.13	1.21	1.25	1.59
市盈率 (倍)	29.23	18.40	15.01	12.73	11.00
净利润增长率 (%)	29.01%	13.38%	22.57%	17.89%	15.73%
净资产收益率 (%)	18.89%	20.22%	20.46%	19.79%	19.02%

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本逻辑

- **《完美世界》手游只是一个开始:** 自从 2019 年 3 月 6 日《完美世界》手游上线以来, 我们估计总流水已经超过 24 亿, 而且创下了腾讯代理手游的单月流水纪录。天时地利人和, 共同造就了超预期的爆款产品, 但这只是一个开始——今年 8 月, 完美研发、腾讯代理的《我的起源》、完美自主发行的《神雕侠侣 2》都整装待发, 还有十余款新游戏正在开发之中。
- **腾讯与完美的合作将越来越紧密:** 《完美世界》手游是腾讯今年上半年表现最好的新手游之一, 《云梦四时歌》赢得了口碑, 《我的起源》则是腾讯急需的沙盒 MMO 产品。可以想象, 今后双方在游戏业务的合作将越来越密切; 腾讯带给完美的不仅是流量, 也有测试数据以及年轻用户的运营经验。
- **主机和 PC 端研发实力是产品创新的基础:** 完美是国内极少数具备主机开发能力的公司, 而且至今还在开发 PC 端游。主机和 PC 是游戏行业的“创新大本营”, 也是海外市场的主流。2020 年全球主机市场将迎来新一个世代, 需求大幅提升; 在主机端积累的研发能力, 也将传导到公司的移动游戏业。
- **不必过于高估影视业务“阵痛期”的风险:** 今年上半年, 电视台及视频平台采购趋于保守、内容监管尺度收紧, 完美上映的剧集数量明显不及去年。我们认为, 公司当然受到了行业整体“阵痛”的影响, 但是它并不依赖古装剧、头部大剧, 也不触碰敏感题材, 风险远低于行业平均水平。

投资建议

- 2019 年下半年, 在《我的起源》《新笑傲江湖》《神雕侠侣 2》等新品的推动下, 公司游戏业务将维持高增长, 而影视业务的下滑是暂时的。2020 年, 公司的游戏产品储备仍很强劲, 海外市场也可能带来惊喜。
- 我们预计完美世界 2019-21 年 EPS 为 1.59 元 (下调 13%)、1.88 元 (下调 15%)、2.17 元 (新增)。修改盈利预测主要基于影视业务的不确定性, 但是我们认为近期股价已经完全反应了上述因素。我们对完美的游戏产品研发能力、海外市场布局和与腾讯的关系均深有信心, 公司理应享受行业内较高估值。我们基于 19 倍 2020 年 P/E 得到目标价 35.50 元, 维持“买入”评级。

风险因素: 游戏延期或不达预期, 监管风险, 海外市场风险, 限售股解禁。

内容目录

《完美世界》手游的成功是可持续、有战略意义的	3
《完美世界》手游的成功：天时、地利、人和的共同结果.....	3
别急，2019-20 年的产品高峰期刚刚到来	5
怎样立于游戏行业的不败之地？内容、内容、还是内容	7
为什么完美世界现在还要开发端游、主机产品？	7
完美世界的游戏质量好不好？数字说了算	9
影视业务：2019 年有阵痛，但是风险被夸大了.....	10
完美世界的剧集业务有风险吗？有多少风险？	11
寒冬总会过去，为下一个春天做好准备.....	12
财务分析与估值.....	14
财务分析与预测.....	14
估值与投资建议.....	16
风险提示	16

图表目录

图表 1：中国区 App Store 游戏畅销榜月均排名.....	3
图表 2：《完美世界》上线初期 App Store 游戏免费榜排名.....	4
图表 3：《指尖江湖》《拉结尔》上线初期畅销榜表现差强人意.....	4
图表 4：《我的起源》App Store 预约界面	5
图表 5：《我的起源》微信预约界面.....	5
图表 6：2019 年完美世界开发中的游戏产品.....	6
图表 7：与腾讯合作比较紧密的国内游戏 CP	6
图表 8：完美世界的《深海迷航》在 Steam 商店取得“特别好评”.....	8
图表 9：《无冬 OL》PS4 港服道具页面.....	8
图表 10：《HOB》PS4 港服页面	8
图表 11：完美主力手游获得 App Store 推荐次数.....	9
图表 12：网易主力手游获得 App Store 推荐次数.....	9
图表 13：A 股主要游戏公司研发费率变化趋势	10
图表 14：完美世界研发/制作人员数量及占比.....	10
图表 15：完美世界 2019 年制作及筹备剧集一览.....	11
图表 16：虽然监管尺度很严，但是《长安十二时辰》还是上映了.....	12
图表 17：完美世界旗下主要影视工作室.....	13
图表 18：完美世界出品电影、网大、综艺作品.....	14
图表 19：完美世界营业收入指标预测.....	14
图表 20：完美世界毛利率与费用预测.....	15
图表 21：A 股及中概股游戏公司估值一览	16

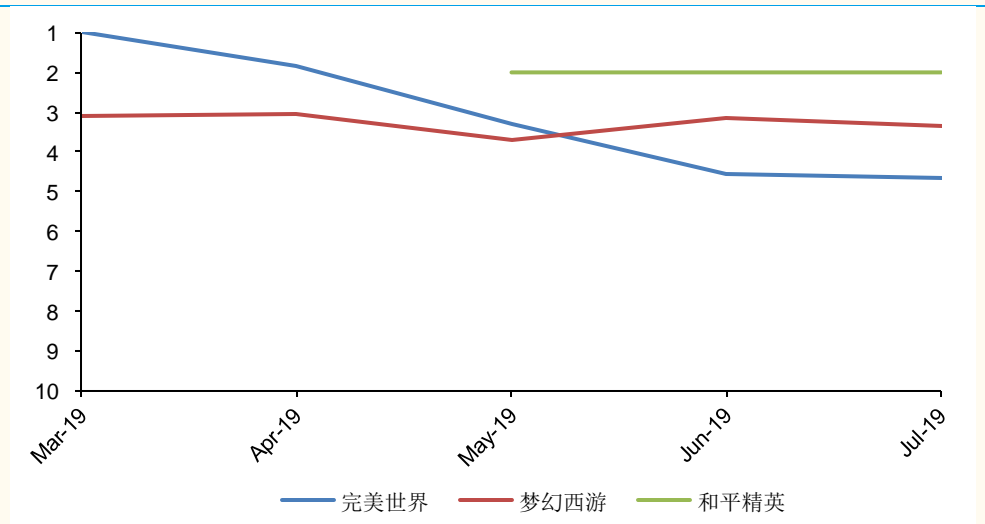
《完美世界》手游的成功是可持续、有战略意义的

- 《完美世界》手游是完美与腾讯合作推出的第一款手游，也是 2019 年手游市场最大的惊喜之一：上线次日即雄踞 iOS 游戏畅销榜第一，至今仍稳居畅销榜前 5-10 名，可以说超过了此前最乐观的预期。为什么《完美世界》手游能够取得这么大的成功？它的成功可持续吗？对公司而言，这款产品的成功具备什么战略意义，投资者还有什么可以期待？

《完美世界》手游的成功：天时、地利、人和的共同结果

- 2019 年 3 月 6 日，准备已久的《完美世界》手游由腾讯独家代理上线。我们知道，腾讯的导流能力不容怀疑，它代理的手游第一个月表现往往很好。但是，腾讯在 RPG 品类可谓“毁誉参半”，往往急于变现、忽视长线运营，对代理产品尤其如此。2017 年的《龙之谷》，2018 年的《奇迹：觉醒》《魔力宝贝》，都是第三方大 IP 手游，也都是昙花一现。所以，当时的市场预期是：《完美世界》手游能火一把，但是火不了多久。
- 然而，《完美世界》手游从上线第二天起就让市场大跌眼镜：从《王者荣耀》手中夺去了 iOS 游戏畅销榜第一的宝座，并且保持了近一个月；在上线 30 天以后，仍然位居畅销榜第二；上线三个月以后，竟然仍能进入畅销榜前五！对于 MMORPG 来说，这种持续性是极其罕见的。我们估计，在 2019 年二季度，《完美世界》手游的流水规模位居全市场第三，仅次于《王者荣耀》《梦幻西游》；而且，它还刷新了腾讯发行 MMO 手游的最高流水纪录。

图表 1：中国区 App Store 游戏畅销榜月均排名

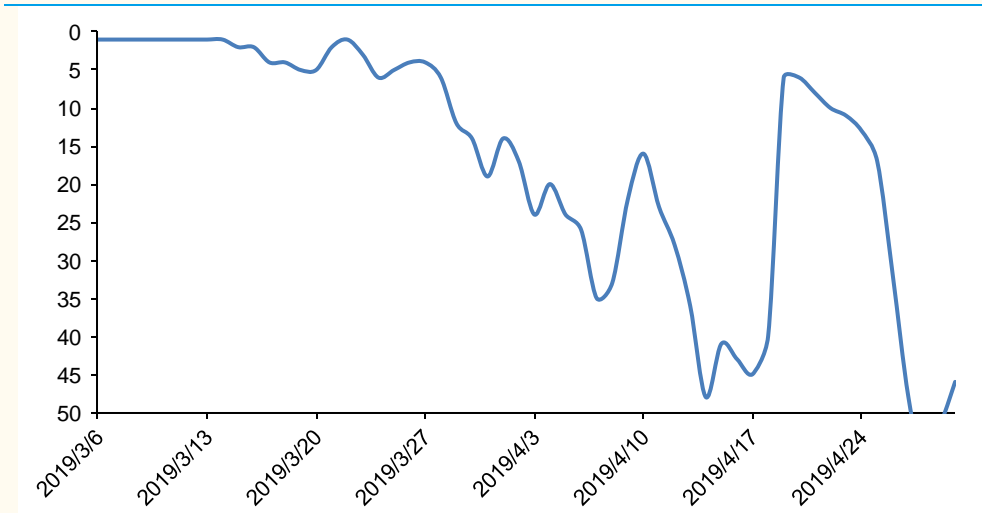


来源：App Store, 国金证券研究所

- 《完美世界》手游是怎么做到的？一言以蔽之：天时、地利、人和。
- **天时：**2019 年 3 月 6 日，《完美世界》手游上线时，手游市场已经有三个多月没有爆款新品；此后两个月，手游市场也没有爆款新品。直到《和平精英》上线，手游行业的“产品真空期”才算结束。在缺乏重量级竞品的情况下，《完美世界》手游获得了最大限度的玩家关注。
- **地利：**虽然这是腾讯和完美的第一次合作，但是两家的关系很融洽。完美有大量项目人员派驻深圳，腾讯运营人员也从项目开发期就深度参与。产品上线前后，腾讯投入了大量市场资源，还铺设了许多线下广告。
- **人和：**《完美世界》手游的产品思路很清晰，一方面尽力还原端游、动员核心粉丝，一方面在技术、审美等方面进行革新以跟上时代。上线以后，产品迭代速度也很快，新内容、新玩法的推出，不断延长着产品生命周期。
- 腾讯的导流能力当然毋庸置疑——上线前 9 天，《完美世界》手游一直位居 iOS 游戏免费榜第一！上线至今，《完美世界》手游在 iOS 游戏免费榜前

10名累计停留了27天，直到4月下旬、上线满80天之后，才首次掉出前50名。一般而言，腾讯的市场策略是：在前几天无差别地全面导流，此后根据留存率、付费率等数据，进行差异化导流。现在，腾讯的导流行为日益精细化，除了传统的微信、QQ、应用宝三大入口，还加入了腾讯视频、腾讯新闻等。对于第三方CP来说，腾讯的流量吸引力仍在提升。

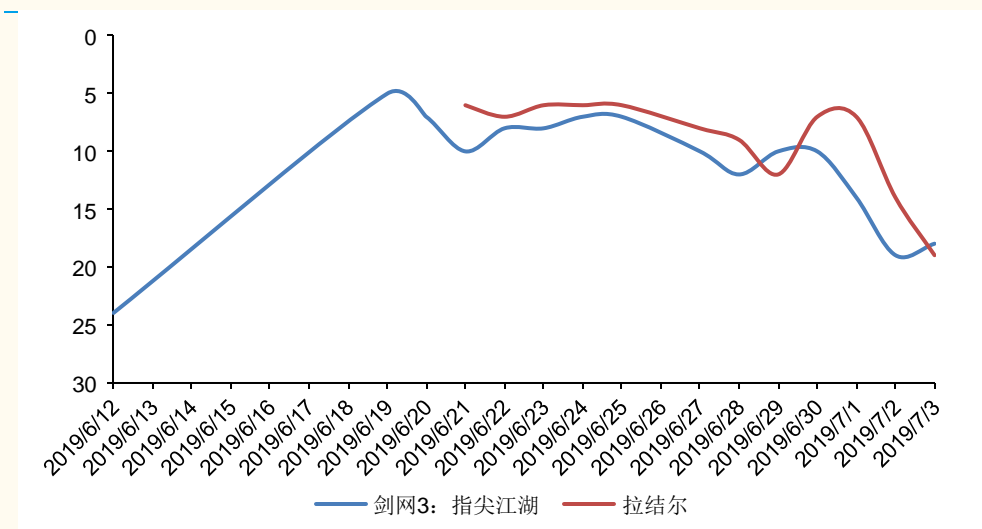
图表 2: 《完美世界》上线初期 App Store 游戏免费榜排名



来源: App Store, 国金证券研究所

- 在一般人看来，《完美世界》手游的超预期神话，将截止于6月——因为期望值颇高的武侠 RPG《剑网 3：指尖江湖》、暗黑系 ARPG《拉结尔》都将由腾讯代理上线。尤其是《指尖江湖》，IP 热度本来就不逊于《完美世界》，CP 西山居与腾讯的合作历史悠久，似乎必将占据腾讯发行 RPG 的“头牌”位置。可是，《指尖江湖》上线初期的表现明显低于预期，《拉结尔》也只火了几天，并没有对《完美世界》手游构成显著的分流。
- 虽然《指尖江湖》《拉结尔》也是优秀的产品，但是它们在上架初期的流水显然无法让腾讯满意。这反而凸显了《完美世界》开发团队的成功：如今的手游市场，玩家的口味越来越刁，仅有大 IP、热门玩法，根本不是成功的保证。魔鬼都在细节之中，完美能够做好每一个产品细节。对于这样能打胜仗的合作伙伴，腾讯怎能不高看一眼？

图表 3: 《指尖江湖》《拉结尔》上线初期畅销榜表现差强人意



来源: App Store, 国金证券研究所

- 完美与腾讯长期合作的基础是什么？对于腾讯来说，精品游戏永远是稀缺的，它希望与研发能力最强的 CP 合作；它的自研实力集中于电竞、休闲

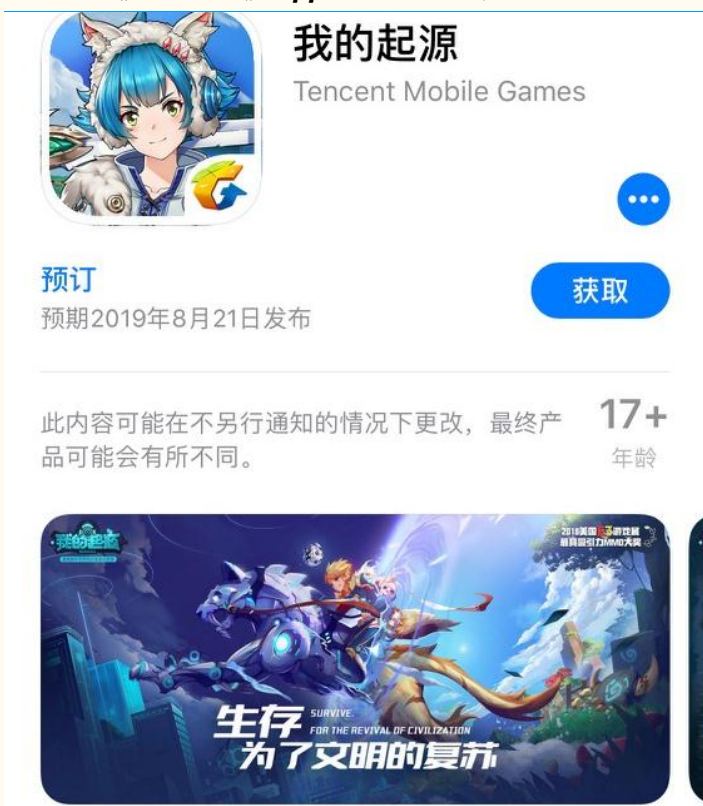
等高 DAU 品类，对 MMORPG、沙盒等品类并不擅长。对于完美来说，腾讯不但能提供流量，而且能在测试、运营环节提供大量珍贵数据，帮助磨合产品。在多年的发行过程中，腾讯积累了深厚经验，深知如何提升产品的短期和长期价值；这样，完美就可以把精力更多地放到核心研发环节。

- 不过，如果认为完美今后将一心一意做腾讯的 CP，那就大错特错了。腾讯的发行能力不是无限的，存在明显的软肋：它不擅长二次元、女性向等垂直品类；它不鼓励创新，更善于模仿；它的手游精品线一年仅发行 30-50 款产品。更重要的是，如果完全依赖腾讯发行，完美就会丧失对终端用户的感知，从而拖累产品。我们估计，今后完美会将两类产品交给腾讯代理：第一是大 IP、高举高打的产品；第二是腾讯自研缺乏、可以给予较多市场资源的产品。对于垂直、腰部乃至部分头部产品，完美仍将自研自发。

别急，2019-20 年的产品高峰期刚刚到来

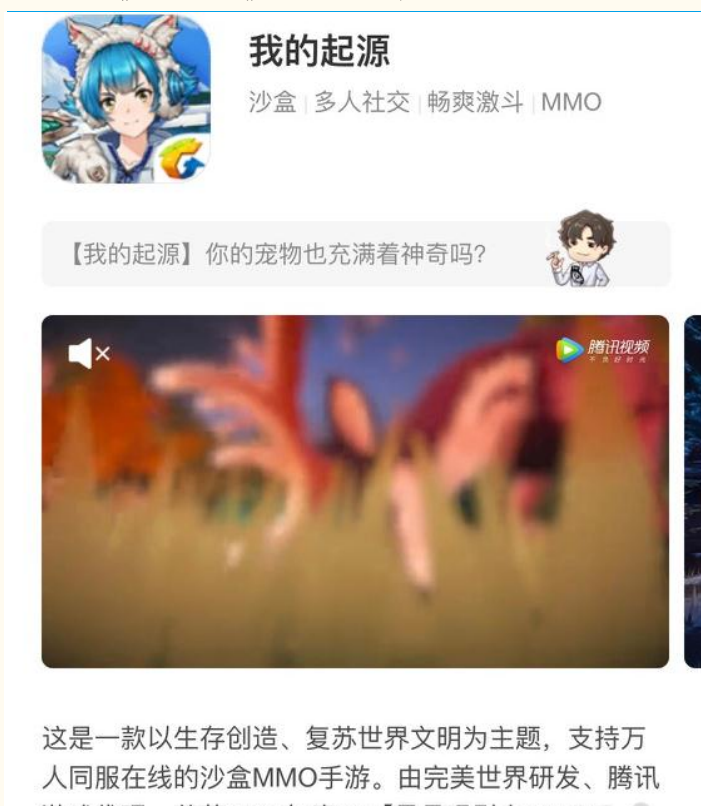
- 投资者总是心急的：在《完美世界》手游上线之前，他们急着问“为什么还不上线”；在《完美世界》手游大获成功之后，他们又担忧“今后还有类似的爆款产品吗”。现在，市场越来越青睐所谓“长线运营”逻辑：只有不停地推出优质产品，或者拥有生命周期很长的爆款产品，才具备可持续性。其实，我们上文已经指出了——《完美世界》手游就是“长线运营”的产品；而且，公司在 2019-20 年的产品高峰期才刚刚开始。
- 首先是沙盒 MMO《我的起源》，已经确定由腾讯代理，预约于 2019 年 8 月上线。“开放世界”/“沙盒”在 PC 和主机端早已屡见不鲜，但是在移动端还是新鲜事物。2018 年 11 月，网易《明日之后》以“开放世界生存题材”赢得了玩家青睐，在畅销榜前 10 名停留了三个月；米哈游正在研发《原神》是“沙盒二次元游戏”。相比之下，腾讯在这一领域的产品储备不足。我的起源作为“沙盒生存进化 MMO”产品，恰好是腾讯急需的。

图表 4: 《我的起源》App Store 预约界面



来源：App Store, 国金证券研究所

图表 5: 《我的起源》微信预约界面



来源：微信游戏中心, 国金证券研究所

- 目前，《我的起源》在微信+QQ 游戏中心总共有 144 万人预约，处于同期产品的中等水平。从玩法和画风上看，《我的起源》的目标玩家群体比《明

日之后》略微年轻，初期流水可能略低于后者；但是，在腾讯强大的发行能力、丰富的游戏内社交以及靓丽的美术风格的共同作用下，我们相信这将是一款有竞争力的沙盒 MMO。腾讯在 2018 年 8 月就早早确定代理、将暑期档预留给《我的起源》，充分说明了对产品的信心。

- 与此同时，完美还有十余款游戏正在开发之中：MMO 端游《新诛仙世界》，经典主机+端游 IP《火炬之光》续作《Torchtlight Frontiers》，主机+端游《万智牌》；经典 MMO 改编手游《神雕侠侣 2》《新笑傲江湖》；“诛仙”IP 手游新作《新梦幻诛仙》；女性向二次元原创 IP《梦间集》系列续作；硬核向克苏鲁题材 Roguelike 手游《奈奥格之影》……这些自研游戏，横跨多个平台、多个品类、多个 IP 来源，面向不同玩家群体，形成了有层次、有梯次的产品阵列。

图表 6：2019 年完美世界开发中的游戏产品

产品名称	发行平台	品类
新诛仙世界	PC	MMORPG
完美世界主机版	主机	MMOARPG
Don't Even Think	PC + 主机	TPS
Torchtlight Frontiers	PC + 主机	MMORPG
Magic Ascension	PC + 主机	MMOARPG
神雕侠侣 2	移动	回合制 MMORPG
新神魔大陆	移动	MMORPG
我的起源	移动	沙盒 MMO
新笑傲江湖	移动	MMORPG
梦间集天鹅座	移动	模拟经营
梦间集 X DMM	移动	未知
梦间集 2	移动	未知
奈奥格之影	移动	Roguelike
新梦幻诛仙	移动	开放世界即时回合制
战神遗迹	移动	ARPG
未命名	移动	卡牌
未命名	移动	ARPG
未命名	移动	开放世界

来源：公司公告，国金证券研究所整理

- 在瞬息万变的行业，不存在“躺着赚钱”一说，“长线运营”也只是相对的。只有不断创新、脱离舒适区、扩大产品范围，才能真正立于不败之地。对于研发型公司来说，最好的状况是：嘴里吃一个（经典 IP、强势品类的持续运营），手里夹一个（新锐 IP、垂直特色品类），眼里看一个（创新、小众、独立产品等），形成复杂而完整的产品矩阵。因为，今天的新锐 IP 会变成明天的经典 IP，明天的热门玩法必将从今天的创新玩法中产生。这就是完美世界最近几年一直在做的事情。
- 对于腾讯来说，《完美世界》手游、《云梦四时歌》已经超额完成了任务，如果《我的起源》再获成功，完美在双方关系中的地位还会进一步提升。从历史看，腾讯倾向于与优质 CP 建立长期合作关系，一发而不可收拾。例如，盛趣（盛大）、西山居、祖龙、掌趣等，均由腾讯代理过多个 IP、多个品类的产品，虽然具体表现有起有落，但是获得的资源越来越多。腾讯带给完美的益处，不仅体现在当前，也会体现在未来漫长的时间。

图表 7：与腾讯合作比较紧密的国内游戏 CP

公司名称	开始合作时间	主要品类	主要产品
盛趣（盛大）游戏	2015 年	RPG, ARPG	热血传奇，传奇世界，龙之谷，传奇世界 3D
巨人网络	2015 年	RPG, 体育, FPS	征途，街篮，光荣使命

公司名称	开始合作时间	主要品类	主要产品
西山居	2016 年	RPG, 换装	剑侠情缘, 云裳羽衣, 剑网 3: 指尖江湖
祖龙游戏	2016 年	RPG	梦幻诛仙, 万王之王 3D, 龙族幻想
掌趣科技	2016 年	RPG, 卡牌, SLG	魔法门之英雄无敌, 初音未来: 梦幻歌姬, 奇迹 MU: 觉醒
畅游	2017 年	RPG	天龙八部
七酷网络	2018 年	RPG	择天记, 魔力宝贝
完美世界	2018/19 年	RPG, 卡牌, 开放世界	完美世界, 云梦四时歌, 我的起源

来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

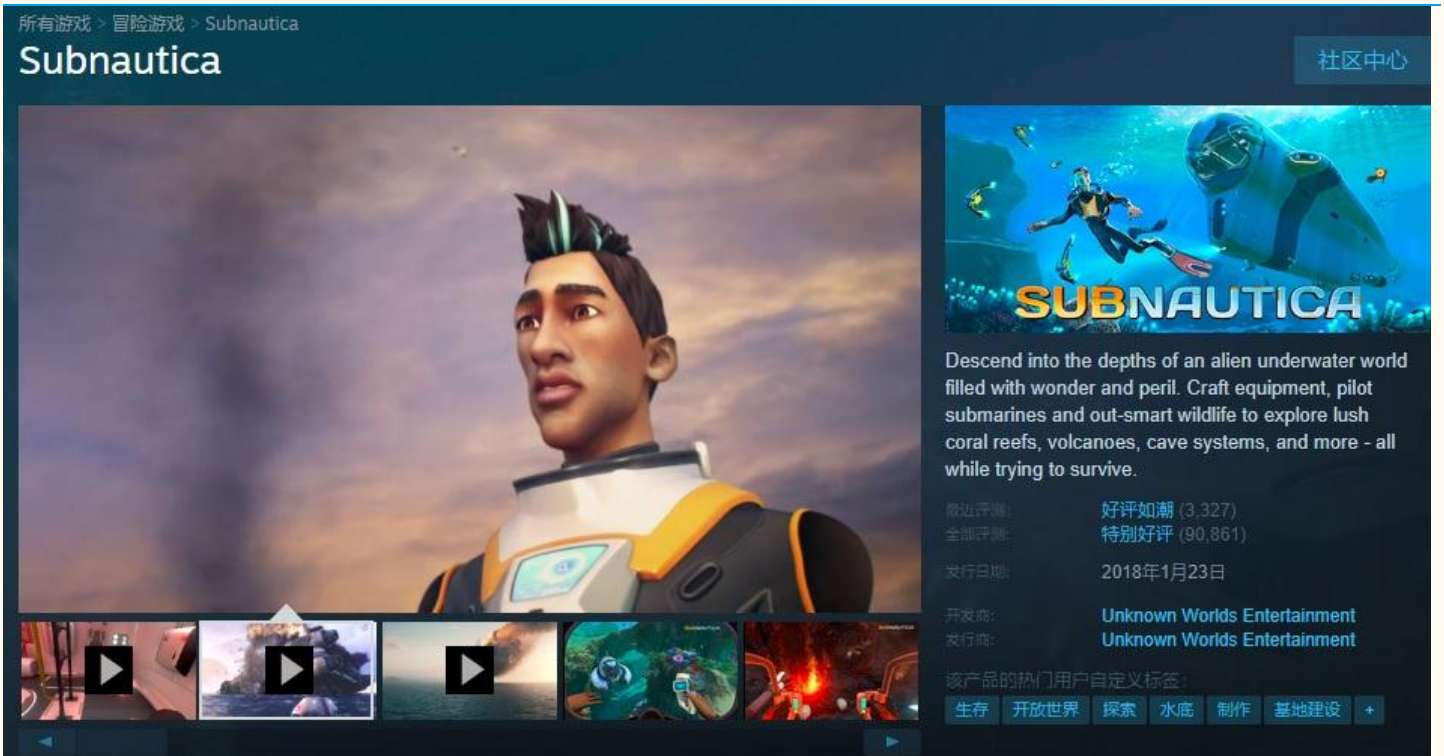
怎样立于游戏行业的不败之地? 内容、内容、还是内容

- 随着人口红利的耗尽、用户的成熟, 手游行业终于进入“内容为王”的时代。2018-19 年在 Steam 平台发布的国产独立游戏《太吾绘卷》《中国式家长》《隐形守护者》, 依靠口碑效应迅速蹿红; 2019 年 5 月上线的二次元手游《明日方舟》, 竟然完全抛下了应用商店, 仅通过 B 站、TapTap 等垂直渠道而成功。依靠“洗用户”“洗 IP”“换皮”就能统治游戏市场的年代一去不复返了。对完美这样的优质 CP 来说, 这是最好的时代。

为什么完美世界现在还要开发端游、主机产品?

- 2019 年, 完美正在开发的游戏中, 至少有 5 款端游或主机游戏, 其中既有主打国内市场的, 也有主打海外或全球市场的。很多人恐怕不理解: 端游已经日薄西山, 主机更是在中国影响极小, 为什么完美还要在此投入精力? 许多国内一线 CP, 已经没有端游新产品计划了! 然而, 这正是完美的高瞻远瞩之处: 首先, PC 端和主机是游戏市场的“创新源泉”, 能够为移动端输送弹药; 其次, 全球主机市场很可能在未来 1-2 年迎来复苏。
- 游戏行业的新玩法、新创意几乎都来自 PC 和主机。“吃鸡”玩法源于 PC 端的《H1Z1》和《PUBG》; “开放世界”/“沙盒”概念源于任天堂主机的《塞尔达传说》和索尼主机的《GTA》系列; FPS + MOBA 玩法源于主机 + PC 端的《守望先锋》……尤其是“3A 大作”, 几乎是全球游戏工业最高水平的体现。毫不夸张地说, 谁放弃了 PC 和主机, 谁就放弃了未来。
- 完美在 PC、主机端的棋子, 多年前就已布下。例如, 2019 年在欧美获得一致好评的《深海迷航》, 其开发商 Unknown Worlds 早在 2014 年就被完美控股; 2014 年上线的经典端游《无冬 OL》, 其开发商 Cryptic Studios 也早已被完美收购。还有《迷城之光》《非常英雄》《DONT EVEN THINK》……完美旗下的工作室每年都会在海外市场推出优质端游或主机游, 其中许多就是在欧美开发的。放眼中国游戏市场, 具备这种能力的游戏公司是极其罕见的。

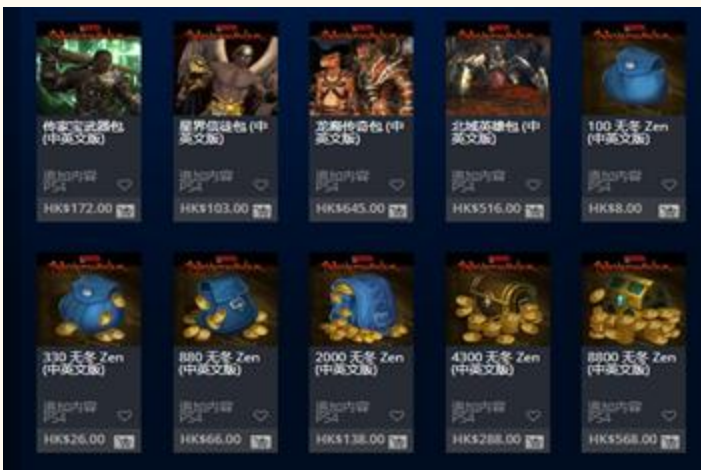
图表 8: 完美世界的《深海迷航》在 Steam 商店取得“特别好评”



来源: Steam, 国金证券研究所

- 要知道，2018-19 年，腾讯、网易两巨头均通过收购、投资、战略合作等方式，摩拳擦掌地要加入“3A 游戏”的战局；腾讯代理任天堂 Switch 主机的消息，更是传为佳话。进军主机，不仅是为未来投资，也是相当现实的考虑：2018 年，由于主机游戏的强劲复苏，美国反超中国，再次成为全球最大游戏市场。“得主机者，得发达国家市场”，这话一点也不夸张。此时，人们才意识到：原来完美早就占据了战略制高点。
- 根据索尼、微软的官方公告，下一代 PS 和 Xbox 主机均将在 2020 年内推出。大约还有 12 个月，我们就将进入游戏主机的“第九世代”，届时必将有一轮主机游戏消费的热潮。2017 年任天堂 Switch 的推出，强劲拉动了北美和日本游戏市场；2020 年索尼、微软同时推出新主机，又将带来多大的拉动？完美的主机游戏早已多次登陆索尼、微软平台，2020 年很可能是一个丰收之年。届时，主机端的技术创新、产品创新，又会逐渐“反哺”移动端的创新，而完美在主机和移动两端都会受益。

图表 9: 《无冬 OL》PS4 港服道具页面



来源: Playstation Network, 国金证券研究所

图表 10: 《HOB》PS4 港服页面

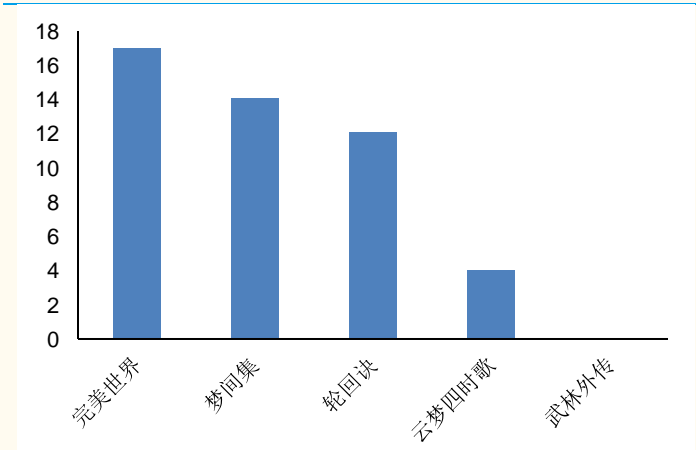


来源: Playstation Network, 国金证券研究所

完美世界的游戏质量好不好？数字说了算

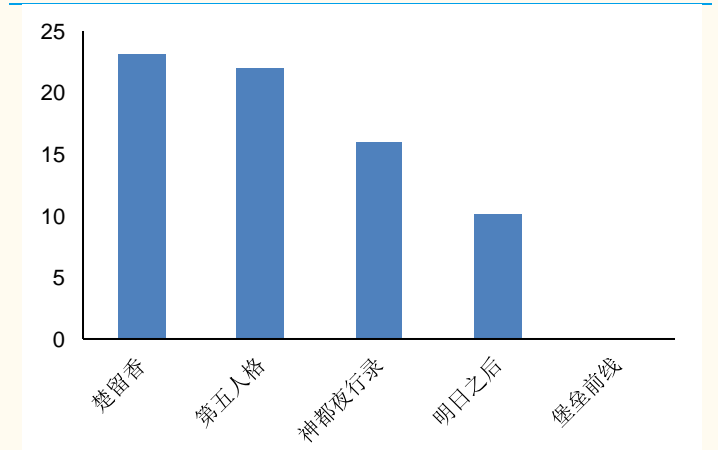
- 完美世界是一家“产品导向”的游戏公司，但是，它的游戏质量到底好不好呢？众说纷纭，有人拿畅销榜排名说事，有人拿 TapTap 评分说事，有人拿预约量或搜索热度说事……这些标准要么不全面，要么容易受到干扰。我们认为，要衡量“游戏质量”，iOS App Store 推荐不失为一种公允的标准——App Store 在国内不出售广告位，苹果编辑一贯以“重视质量”“中立客观”著称。起码，他们会比大部分网上评论更可靠。
- 自 2017 年以来，完美研发的重量级手游当中，《完美世界》手游获 App Store 编辑推荐 17 次，《梦间集》14 次，《轮回诀》12 次；《云梦四时歌》刚刚推出两个月就被推荐 4 次；只有《武林外传》没有获得过编辑推荐。这是什么概念？看看一贯以“质量”著称的网易游戏的同期表现：《楚留香》获编辑推荐 23 次，《第五人格》22 次，《神都夜行录》16 次，《明日之后》10 次；近期上线的《堡垒前线》没有获得推荐。总体看来，网易略胜一筹，但是没有压倒性优势。在公司规模、产品数量均不及网易的情况下，完美能在 App Store 取得类似量级的认可，已经相当不错了。

图表 11：完美主力手游获得 App Store 推荐次数



来源：App Store, 国金证券研究所

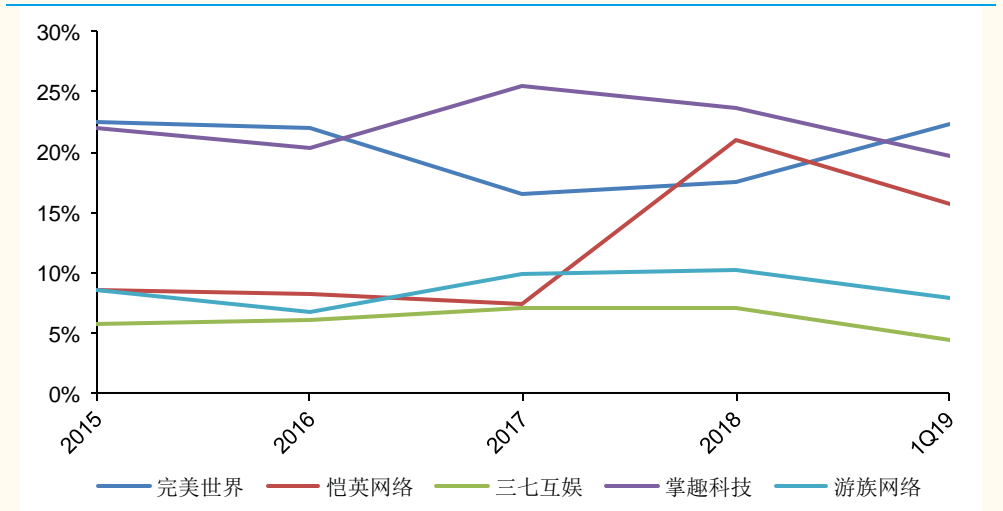
图表 12：网易主力手游获得 App Store 推荐次数



来源：App Store, 国金证券研究所

- 《完美世界》手游的 TapTap 评分很低，仅有 2.4 分，被很多人视为“产品质量不过如此，全靠腾讯流量推动”的证据。然而，这个评分有很强的误导性——首先，TapTap 用户倾向于支持独立游戏、小众游戏，对主流大作不太感冒，就连《王者荣耀》都只有 5.0 分；其次，TapTap 上的《完美世界》手游评分包括了测试服（一般游戏不含测试服），而测试服由于 Bug 较多，用户评分一般较低；再次，《完美世界》手游的低分很大一部分来自低端手机用户，他们主要是抱怨“硬件要求太高，带不动”，而不是不喜欢游戏内容。我们认为，至少在核心玩法和画面上，《完美世界》手游达到了很高的水准。
- 完美的研发费率在 A 股游戏公司中一直处于较高水平。2018 年，它的研发费率略低于掌趣科技、恺英网络，但是由于后两者收入基数较小，研发费用的绝对值明显不及完美。2019 年一季度，无论在研发费率还是费用指标上，完美都处于 A 股游戏公司的最高水平。这说明，即便在《完美世界》《云梦四时歌》等重量级产品已经开发完成或接近完成的情况下，公司仍然没有停下研发的脚步。此外，在完美的研发费用中，只有一小部分（10% 左右）是外包、委托加工费用。这说明，公司倾向于将大部分开发工作自行完成，从而加强对产品的控制力，而非交给第三方。

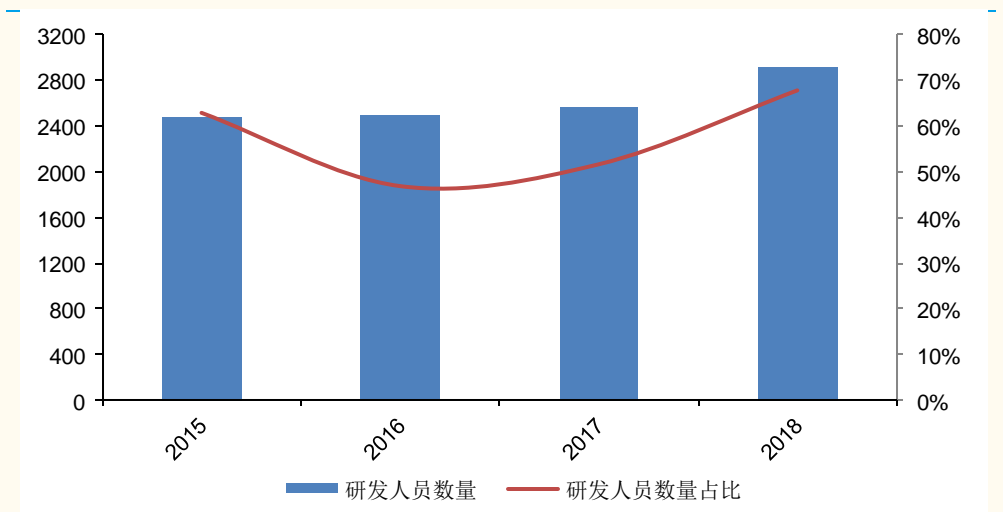
图表 13: A 股主要游戏公司研发费率变化趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 完美世界的研发数量大, 占据员工总数的 2/3 左右, 而且这个比例还在提升。2018 年, 游戏版号发放暂停, 但是完美的研发人员有增无减。虽然人多不是万能, 但是缺人则是万万不能。许多昔日游戏大厂的衰落, 都是从人员流失开始的。显然, 完美不会重蹈覆辙。
- 我们认为, 今后几年, 完美对游戏研发人员的吸引力还会上升。首先, 与腾讯的合作成功、几款大作的先后问世, 提升了完美的知名度与业绩, 从而能吸引研发人才。其次, 完美的研发团队除北京外, 还包括上海、成都、苏州等, 强大的平台支持、活跃的研发氛围、完善的激励机制, 可以吸引到全国各地人才。最后, 完美在主机、端游研发领域的强大优势, 也能吸引许多以做“3A 游戏”为己任的从业人员追求自己的梦想。总而言之, 完美在产品端的优势可能进一步扩大。

图表 14: 完美世界研发/制作人员数量及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

影视业务: 2019 年有阵痛, 但是风险被夸大了

- 对于影视行业而言, 2019 年不是好年景: 三大视频平台的采购日趋保守, 监管政策变化很快, 影院观众需求不足, 整个行业受到了宏观经济的明显影响。影视行业面临的阵痛, 不可避免地对完美世界造成了一些影响。然而, 我们认为, 市场和媒体高估了完美的影视业务面临的风险, 又低估了这项业务的长期竞争力。我们应当客观、长远地看待问题。

完美世界的剧集业务有风险吗？有多少风险？

- 2019 年上半年，国家对电视剧、网剧的监管政策变化很快，尤其是对古装剧加强了监管，许多剧集被延期、修改甚至暂停播出。为了应对监管变化，视频平台/电视台普遍修改了剧集采购签约政策：原先，视频平台/电视台一般会在拿到母带之后，或者剧集获得上映许可证之后，就与制作方正式签订合同；现在，则是在确认可以上映之后，甚至在正式上映前几天，才与制作方签订合同。这样，剧集公司的收入确认推迟了，不确定性提升了。
- 为什么剧集行业的监管政策在今年明显趋严呢？首先，监管部门不断强调文化娱乐行业的现实意义、教育意义，反对“为娱乐而娱乐”；更何况，今年是建国 70 周年，现实主义题材肯定是重中之重。其次，近年来古装 IP 大剧占据屏幕时间过多，挤占了其他题材，监管部门希望实现内容类型的平衡。再次，前几年头部大剧价格飙升，对行业格局构成了干扰，监管部门肯定希望剧集价格回归理性、行业各环节可持续发展。
- 不过，如果我们看看完美世界制作和筹备中的剧集名单，就会发现：它其实是风险最小、最符合监管要求的剧集公司之一。它的剧集项目储备当中，只有极少数古装剧，也不涉及国家限制或不鼓励的题材；今年上半年播出的《筑梦奇缘》，还获得了人民日报的“点赞”。在历史上，完美出过很多 S 级、A 级大剧，但是没有什么“创纪录”“放卫星”的天价大剧，成本和售价都位于合理区间。所以，在现有的内容监管框架下，我们可以认为：完美的剧集业务的风险低于行业平均水平。

图表 15：完美世界 2019 年制作及筹备剧集一览

投资项目名称	制作进度（截止 2019Q1）	播出状态（截止 2019H1）
不婚女王	完成制作	已获取发行许可
壮志高飞	完成制作	已获取发行许可
半生缘	完成制作	已获取发行许可
山月不知心底事	完成制作	已获取发行许可
我的健身教练	完成制作	已获取发行许可
幸福的理由	完成制作	已获取发行许可
爱在星空下	完成制作	已获取发行许可
西夏死书	完成制作	已获取发行许可
巨匠（筑梦情缘）	完成制作	已播出
江山故人	完成制作	
新一年又一年	后期制作中	
蓝盔	后期制作中	
河山	后期制作中	
碧海丹心	后期制作中	
燃烧	后期制作中	
鳄鱼与牙签鸟	后期制作中	已获取发行许可
霍元甲	后期制作中	已获取发行许可
义无反顾	后期制作中	
老酒馆	后期制作中	
暴风眼	拍摄中	
家有仙妻	拍摄中	
冰糖炖雪梨	拍摄中	
全世界最好的你	筹备中	
怪你过分美丽	筹备中	
天舞纪	筹备中	
谜图 1936	筹备中	
我在天堂等你	筹备中	
第十团	筹备中	

投资项目名称	制作进度（截止 2019Q1）	播出状态（截止 2019H1）
最美的乡村		筹备中
陆小凤		筹备中
猎头局中局		筹备中
极限飞行：试飞英雄		筹备中
我不结婚的理由		筹备中
他知道风从哪个方向来		筹备中
小军嫂		筹备中
心理大师		筹备中

来源：公司年报，广电总局官网，国金证券研究所

- 无论如何，完美的剧集业务也受到了行业整体形势的影响。2019 年 1-6 月，完美有多部剧集获得了上映许可证，但是只有《筑梦情缘》《青春斗》《趁我们还年轻》正式播出。现在，视频平台、卫视的内容播出时间表都处于高度不确定状态，很难判断哪部剧集具体将于何时播出。但是，从《长安十二时辰》等大剧的热播可以看出，监管部门绝不是要把剧集行业“管死”，也不是刻意限制剧集行业的发展。我们相信，随着时间推移，剧集行业的能见度将逐渐提升。完美储备中的大部分剧集，播出只是时间问题。

图表 16：虽然监管尺度很严，但是《长安十二时辰》还是上映了



来源：剧集海报，国金证券研究所

寒冬总会过去，为下一个春天做好准备

- 完美世界的影视业务不是“资本驱动型”或“渠道驱动型”，而是“主创人员驱动型”。公司拥有鑫宝源、完美建信、完美蓬瑞、华美时空、江河等五大工作室，与赵宝刚、郭靖宇、刘江、滕华涛、吴玉江&何静等业内资深主创人员建立长期合作关系，他们在电视剧制作方面经验丰富、行业资源深厚。在五大工作室之中，江河工作室以制片人为中心，另外四个都以导演为中心。近年来，完美又陆续吸纳、培养了一些上升期的团队，如《香蜜沉沉烬如霜》、《忽尔今夏》、《七月与安生》的制作团队，形成了有梯次的主创人员体系。
- 纵观完美世界出品过的电视剧、网剧，以 A 级和小 S 级为主，较少有“超 S 级”大作。所以，有些投资者误以为公司无法制作“顶级大剧”。事实上，像《如懿传》《长安十二时辰》这样的“超 S 级”大剧，每年寥寥无几，成本高昂。对于任何剧集公司而言，脚踏实地永远比好高骛远重要，少数超一线大作与多部一线、二线力作的结合才是王道。而且，自 2018 年下半年以来，三大视频平台控制成本，早已不再盲目追求“超级大剧”。

图表 17: 完美世界旗下主要影视工作室

工作室	代表主创	代表作品	签约艺人
鑫宝源	赵宝刚	《青春斗》 《深海利剑》 《青年医生》 《奋斗》 《北京青年》 《像雾像雨又像风》等	王子文、任重、安悦溪
完美蓬瑞	刘江	《归去来》 《咱们结婚吧》 《咱们相爱吧》	
江河工作室	何静 吴玉江	《神犬小七》系列 《神犬奇兵》 《麻辣女兵》等	汪洋、王煜
完美建信	郭靖宇	《娘道》 《最美的青春》 《射雕英雄传》(2017) 《大秧歌》等	于毅、杨志刚、张少华
青春你好	梁振华	《思美人》 《冰与火的青春》 《爱在星空下》	苑子文、苑子豪、李雨轩

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 在电影方面, 完美世界与好莱坞“六大”之一的环球影业合作, 参与出品的既有《至暗时刻》《魅影缝匠》《维多利亚与阿卜杜勒》《登月第一人》《黑色党徒》等获奖佳片, 也有《侏罗纪世界 2》这样的票房爆款。在国内, 2018 年公司参与出品了张艺谋导演的《影》, 2019 年出品了话题大作《妈阁是座城》。公司打造的“灵魂摆渡”系列的网络大电影《灵魂摆渡·黄泉》于 2018 年 2 月在爱奇艺上线, 仅 2 月, 电影的点击量过亿, 上线 27 天分账受益突破 3000 万, 创造了当时网大的新票房成绩。在综艺方面, 公司参与出品了《向往的生活》《欢乐中国人》《跨界歌王 2》等作品。
- 总而言之, 完美世界是国内为数不多的在剧集、电影、综艺等方面, 都有较强的出品和制作能力的内容公司。虽然目前影视行业正处于阶段性低谷,

但是观众的需求没有消失，对高质量内容的渴望有增无减。在资本趋冷、监管趋紧的环境下，只有真正擅长内容、懂得控制风险的公司，能够笑到最后。毫无疑问，许多影视公司将在本次低谷期出局；当影视行业的下一个上升周期到来时，完美这样的公司将获得更大的生存空间。

图表 18：完美世界出品电影、网大、综艺作品



来源：公司官网，国金证券研究所

财务分析与估值

财务分析与预测

- 2018 年，受到产品周期的影响，完美世界的移动游戏、主机游戏收入均出现同比下滑，只有 PC 游戏同比上升。我们预计 2019 年的情况会有很大改观：《完美世界》《我的起源》《新笑傲江湖》等手游新品会极大地提振公司的移动游戏业务，同时在主机端也有不少新品等待上市。需要指出的是：按照会计准则，对于腾讯代理的产品，公司将只计算自己的分账收入（我们估计为总收入的 27-30%），但是这部分收入的利润率很高。
- 我们认为目前公司的移动游戏产品储备充足，足以支撑 2020-21 年的较快增长，与腾讯合作的加深也是一个增长引擎。此外，2020 年全球主机行业将进入下一世代，主机游戏产品将迎来良好的发展机会。在 PC 端游方面，《新诛仙世界》等新产品也将带来新鲜血液。综上所述，我们对完美的游戏业务深有信心，这种信心根植于产品开发能力。

图表 19：完美世界营业收入指标预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
游戏业务	5421.12	6612.00	8084.19	9262.78
YoY	-3.57%	21.97%	22.27%	14.58%
移动游戏	2710.94	3930.20	5139.72	5919.068
YoY	-11.94%	44.98%	30.78%	15.16%
PC 游戏	2196.10	2130.00	2236.50	2460.15
YoY	10.28%	-3.01%	5.00%	10.00%
主机游戏	462.52	530.02	684.01	857.21024
YoY	-10.99%	14.59%	29.06%	25.32%
其他游戏相关	19.80	21.78	23.96	26.35
YoY	-38.28%	10.00%	10.00%	10.00%
影视业务	2,612.65	1,788.97	2,044.95	2,273.29
YoY	14.73%	-31.53%	14.31%	11.17%
电视剧	1748.83	1486.51	1709.48	1914.62
YoY	55.01%	-15.00%	15.00%	12.00%

	2018A	2019E	2020E	2021E
艺人经纪与综艺	193.88	164.80	181.28	192.15
YoY	8.57%	-15.00%	10.00%	6.00%
院线	506.76			
YoY	-39.87%			
其他影视相关	161.96	137.67	154.19	166.52
YoY	26.72%	-15%	12%	8%
营业收入	8,033.77	8,400.97	10,129.14	11,536.08
YoY	1.31%	4.57%	20.57%	13.89%
其他收入	32.99	36.95	41.38	46.35
营业总收入	8,066.76	8,437.91	10,170.52	11,582.42

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 在影视方面，院线业务已经于 2018 年完成了剥离；电视剧、艺人经纪、电影等业务，今年都将不可避免地受到行业大势的影响。2018 年是公司影视业务的大年，电视剧收入增长达 55%；我们预计 2019 年各项影视业务收入都会同比下滑。但是，在行业监管格局稳定、需求复苏之后，影视业务仍将恢复平稳增长，而且行业供求关系会更合理。
- 我们估计，公司的移动游戏毛利率将在 2019 年显著上升，因为《完美世界》手游等多款主力游戏由腾讯代理，体现在公司账面的毛利率会提升。2020-21 年，由于公司还将自主发行一批新产品，移动游戏业务的毛利率会略有下降，但是仍然高于 2018 年的水平。与此同时，我们预计 PC 游戏、主机游戏的毛利率基本保持稳定；不过，2020 年的主机换代有可能刺激消费者需求，从而刺激毛利率。游戏业务的综合毛利率将稳中有升。
- 2018 年，公司影视业务的综合毛利率下滑了 5.8 个百分点，其中电视剧业务的毛利率下滑了 18 个百分点之多。我们认为，其中的主要原因是公司影视业务规模扩大、内容多元化，从原先的聚焦少数优秀导演/制作人，扩展到相对较新、较年轻的主创团队。由于新兴团队的知名度较低，其作品的利润率一般不会太高。但是，这是影视业务发展过程中的必由之路。2019 年，我们预计这个势头会持续下去，2020 年毛利率达到平衡点。
- 我们估计公司的销售费率将在 2019 年有一定的下降，主要是因为：腾讯代理游戏的营销费用绝大部分由腾讯承担。不过，由于公司仍将自主发行大批游戏，所以销售费率的下降是有限的。管理和研发费率将基本保持稳定。为了提高产品质量，公司必然会加大研发投入；但是，收入规模的扩大将会抵消费用的增加，使得研发费率保持稳定。

图表 20：完美世界毛利率与费用预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
游戏业务毛利率	67.2%	71.3%	69.9%	69.8%
-移动游戏	63.2%	72.1%	69.9%	69.8%
-PC 游戏	73.7%	73.0%	73.0%	73.0%
-主机游戏	58.8%	57.0%	59.0%	59.5%
-其他游戏相关	33.0%	31.8%	30.5%	29.3%
影视业务毛利率	33.5%	32.1%	32.0%	32.0%
-电视剧	34.4%	31.3%	31.3%	31.3%
-艺人经纪及综艺	34.4%	32.1%	32.1%	32.1%
-其他影视相关	40.1%	40.1%	40.1%	40.1%
综合毛利率	56.1%	62.8%	62.1%	62.2%
销售费率	10.9%	9.5%	9.6%	9.5%
管理费	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%
研发费率	17.5%	17.6%	17.8%	17.7%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 综上所述，我们预计 2019-21 年完美世界的营业收入将分别增长 4.57%、20.57%、13.89%；归母净利润将分别增长 22.57%、17.89%、15.73%。我们预计 2019-2021 年公司的 EPS 依次为 1.59/1.88/2.17 元。

估值与投资建议

- 游戏公司应该怎么估值？最近几年，A 股游戏公司的估值经历了好几次大起大落。很多投资者认为：鉴于人口红利耗尽、新产品蕴含的风险以及监管风险，对游戏行业的估值应该谨慎对待。问题在于，合理的估值中枢在哪里呢？我们应该采用什么样的“估值方法论”？
- 可以看到，在当前的时间点，A 股、港股及中概股主要游戏公司的估值差别极大。以 2019 年预测 P/E 为指标，网易高达 23.0 倍，IGG 却只有 6.4 倍。完美世界的估值水平，无论在 A 股市场，还是在广义的 A+H 股市场，都处于中等水平。这样算是合理吗？
- 我们的观点是：合理的估值中枢不是由“行业属性”单独决定的。同样是游戏公司，成长性更好、能见度更高的公司，理所当然地应享受高估值。我们认为，投资者应该从如下几个方面为游戏公司定价：第一是新产品、新品类的开拓力度和能见度，这直接决定了成长性；第二是流量入口或导流方式的稳定性，这决定了公司要以多高的成本获得收入增长；第三是在海外市场的实力与潜力，这将深刻地影响长期空间；第四是并购、商誉、大股东和管理层等公司治理层面的因素。

图表 21：A 股及中概股游戏公司估值一览

公司名称	代码	2018A P/E	2019E P/E	2020E P/E
完美世界	002624	18.39	15.01	11.00
游族网络	002174	13.82	11.57	8.21
三七互娱	002555	28.36	14.57	12.58
吉比特	603444	21.00	18.20	15.71
网易	NTES	26.77	22.99	19.92
金山软件	3888	50.50	21.75	18.61
网龙	0777	18.86	12.74	10.53
IGG	0799	7.34	6.39	5.63

注：完美世界、游族网络、金山软件的估值根据国金证券预测，其他公司的估值根据 Wind 或 Bloomberg 一致预期。网易的 P/E 是根据 Non-GAAP 一致预期得出的。股价基于 7 月 18 日收盘价。

来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

- 毫不夸张地说，完美世界在以上每一个方面都可以获得高分。它的产品储备毋庸置疑，在海外市场早已布局多年，与腾讯的合作将强化其流量基础，在公司治理层面也没有什么可指摘的。投资者可能会担心影视业务的不确定性，但是我们在上文已经指出：风险是可控的。而且，影视业务对公司收入和毛利的贡献远远小于游戏业务。
- 我们赋予完美世界 19 倍 2020 年 P/E，这一估值在整个 A+H 股游戏行业处于较高水平，但是并不是最高的。由此得出目标价 35.50 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 对于任何游戏公司而言，重要游戏产品延期的风险均不可小视；尤其是在与腾讯合作之后，完美世界的手游发行节奏并不是完全自主控制的。
- 任何游戏产品的收入都可能低于预期，低于预期的产品有可能无法弥补巨额的研发、运营和市场投入，造成亏损。
- 国家对于游戏和影视行业的监管都非常严格，公司有可能在过审、发行和市场活动上受到监管的一些负面影响。

- 公司的主机游戏收入主要来自海外，因此受到海外市场偏好、监管和汇率波动等因素的综合影响。
- 2019年6月18日，公司有约2.12亿股限售股解禁，约占公司股本总额的16.16%，投资者应注意解禁带来的减持风险。

附录：三张报表预测摘要

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,159	7,930	8,034	8,438	10,171	11,582
增长率		28.8%	1.3%	5.0%	20.5%	13.9%
主营业务成本	-2,404	-3,381	-3,550	-3,142	-3,851	-4,379
%销售收入	39.0%	42.6%	44.2%	37.2%	37.9%	37.8%
毛利	3,755	4,549	4,484	5,296	6,320	7,204
%销售收入	61.0%	57.4%	55.8%	62.8%	62.1%	62.2%
营业税金及附加	-54	-64	-43	-46	-55	-58
%销售收入	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-755	-744	-880	-800	-974	-1,104
%销售收入	12.3%	9.4%	11.0%	9.5%	9.6%	9.5%
管理费用	-1,836	-2,073	-2,117	-2,210	-2,674	-3,023
%销售收入	29.8%	26.1%	26.4%	26.2%	26.3%	26.1%
息税前利润 (EBIT)	1,110	1,668	1,443	2,240	2,616	3,019
%销售收入	18.0%	21.0%	18.0%	26.5%	25.7%	26.1%
财务费用	-1	-190	-168	-157	-132	-111
%销售收入	0.0%	2.4%	2.1%	1.9%	1.3%	1.0%
资产减值损失	-100	-137	-10	-21	-22	-25
公允价值变动收益	0	65	163	82	90	99
投资收益	192	183	465	211	232	243
%税前利润	14.2%	11.1%	24.2%	8.8%	8.2%	7.5%
营业利润	1,201	1,589	1,892	2,355	2,784	3,224
营业利润率	19.5%	20.0%	23.6%	27.9%	27.4%	27.8%
营业外收支	155	59	23	30	28	31
税前利润	1,356	1,649	1,916	2,385	2,813	3,256
利润率	22.0%	20.8%	23.8%	28.3%	27.7%	28.1%
所得税	-223	-189	-156	-286	-338	-391
所得税率	16.4%	11.5%	8.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,133	1,460	1,759	2,099	2,475	2,865
少数股东损益	-33	-45	53	8	10	12
归属于母公司的净利润	1,166	1,505	1,706	2,091	2,465	2,853
净利率	18.9%	19.0%	21.2%	24.8%	24.2%	24.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,133	1,460	1,759	2,099	2,475	2,865
少数股东损益	-33	-45	53	8	10	12
非现金支出	286	344	131	108	130	158
非经营收益	-185	48	-325	-205	-249	-286
营运资金变动	-100	-1,121	-1,741	-412	-708	-641
经营活动现金净流	1,134	731	-176	1,589	1,648	2,095
资本开支	-156	-188	-96	-113	-137	-159
投资	-8,461	1,800	2,789	-162	0	0
其他	6	103	282	1,250	1,152	912
投资活动现金净流	-8,611	1,715	2,976	975	1,015	753
股权募资	6,014	3	2	0	0	0
债权募资	1,020	-467	-215	-303	-200	-199
其他	1,148	-1,023	-1,713	-392	-402	-409
筹资活动现金净流	8,182	-1,488	-1,925	-695	-602	-608
现金净流量	706	958	874	1,870	2,060	2,241

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,097	3,236	4,229	5,096	6,386	8,057
应收款项	2,020	1,818	2,079	2,492	2,880	3,276
存货	496	1,576	2,142	2,238	2,532	2,759
其他流动资产	6,595	3,616	2,334	2,176	2,531	2,865
流动资产	11,208	10,246	10,783	12,002	14,329	16,958
%总资产	68.8%	61.8%	67.5%	68.9%	72.3%	75.3%
长期投资	2,698	3,237	3,452	3,614	3,613	3,613
固定资产	527	491	362	425	486	544
%总资产	3.2%	3.0%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%
无形资产	1,690	2,384	1,065	1,056	1,051	1,049
非流动资产	5,089	6,339	5,195	5,427	5,499	5,572
%总资产	31.2%	38.2%	32.5%	31.1%	27.7%	24.7%
资产总计	16,297	16,585	15,978	17,429	19,828	22,529
短期借款	550	1,724	1,270	970	770	570
应付款项	1,304	1,368	1,055	1,152	1,362	1,516
其他流动负债	2,369	2,124	1,596	1,458	1,599	1,786
流动负债	4,223	5,215	3,921	3,581	3,731	3,872
长期贷款	2,033	500	794	794	794	795
其他长期负债	1,589	2,083	1,954	1,954	1,956	1,959
负债	7,845	7,798	6,669	6,328	6,481	6,626
普通股股东权益	7,214	7,964	8,439	10,223	12,459	15,003
少数股东权益	1,238	823	870	878	888	900
负债股东权益合计	16,297	16,585	15,978	17,429	19,828	22,529

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.887	1.145	1.298	1.590	1.875	2.170
每股净资产	5.204	5.745	6.087	7.373	8.986	10.821
每股经营现金净流	0.818	0.556	-0.134	1.209	1.253	1.594
每股股利	0.040	0.060	0.170	0.200	0.220	0.235
回报率						
净资产收益率	16.17%	18.89%	20.22%	20.46%	19.79%	19.02%
总资产收益率	7.16%	9.07%	10.68%	12.00%	12.43%	12.66%
投入资本收益率	8.38%	13.38%	11.63%	15.29%	15.41%	15.36%
增长率						
主营业务收入增长率	445.33%	28.76%	1.31%	5.03%	20.53%	13.88%
EBIT增长率	200.18%	50.30%	-13.53%	55.27%	16.80%	15.37%
净利润增长率	304.34%	29.01%	13.38%	22.57%	17.89%	15.73%
总资产增长率	437.74%	1.76%	-3.66%	9.08%	13.76%	13.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.3	81.2	80.8	99.0	95.0	95.0
存货周转天数	63.8	111.8	191.1	260.0	240.0	230.0
应付账款周转天数	56.6	65.6	45.4	45.0	43.0	41.0
固定资产周转天数	31.2	22.0	16.5	17.9	16.7	16.2
偿债能力						
净负债/股东权益	5.74%	-11.53%	-23.26%	-30.02%	-36.13%	-42.08%
EBIT利息保障倍数	904.0	8.8	8.6	14.3	19.9	27.3
资产负债率	48.13%	47.02%	41.74%	36.31%	32.69%	29.41%

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	0	8	9	25	52
增持	2	5	7	13	30
中性	0	0	0	2	6
减持	0	0	0	1	1
评分	2.00	1.38	1.44	1.49	1.51

来源：朝阳永续

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。

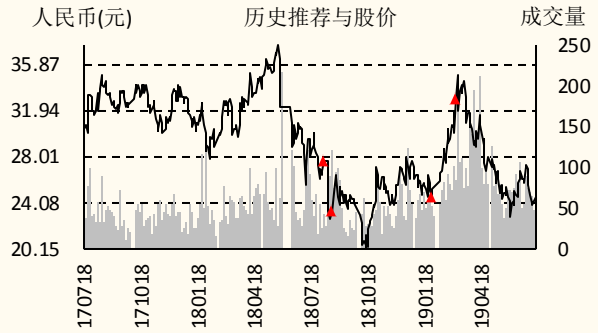
最终评分与平均投资建议对照：

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	2018-07-22	买入	28.89	38.50~38.50
2	2018-08-09	买入	26.99	38.50~38.50
3	2018-08-21	买入	22.84	38.50~38.50
4	2019-01-30	买入	25.30	N/A
5	2019-03-11	买入	30.20	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视为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