

2021年01月16日

完美世界 (002624.SZ)

稳中求胜，攻守兼备

■长周期主力产品构建基本盘，多元化布局打开成长空间。公司核心赛道优势突出、多元布局稳步推进，发展模式兼具稳定性与成长性：

稳定性方面，公司长期深耕 MMORPG 赛道并已建成核心壁垒，具备持续推出高成功率现象级 MMORPG 产品的综合实力，“端转手”的《诛仙》手游与《完美世界》手游，全新版本上线的《新笑傲江湖》与《新神魔大陆》均大获成功，首月流水与畅销榜排名均位列榜单 Top5。同时，叠加承袭自端游时代的长线运营能力，公司将现象级产品沉淀为长周期主力产品持续贡献稳定收益、加固公司基本盘。**成长性方面**，公司在基本盘之外积极拓展新玩法、新题材、新品类，多元化布局成效初显。2021 年公司迎来产品收获期，储备产品《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》《非常英雄》《旧日传说》《一拳超人》等，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材。

■从产品逻辑解读公司产品成功率与业绩稳定性：**精品化、IP 化、微创新、多元化**。伴随新兴渠道的崛起（TapTap、好游快爆等）以及用户行为习惯的转变（“被动推荐”-“主动搜索”），内容与渠道博弈愈演愈烈，内容方诉求产业链上更为合理的利益分配，游戏行业分发格局正持续向内容为王演绎。内容为王时代纯流量逻辑已然失速，从纯买量产品难再占据榜单头部、与买量成为标配行为两大维度均已得到验证；而公司一直以来通过“精品化、IP 化、微创新、多元化”的产品逻辑内核驱动发展，其中**精品化**强调集中关键资源于核心赛道助力产品抢占赛道头部位置、**IP 化**形成 IP 赋能产品爆发力与产品反哺 IP 生命力的双向反馈、**微创新**指在用户心智范围内创新，不改游戏内核以巩固传统 MMO 用户，减少由于创新幅度过大导致产品失败的可能性，以上三大关键词均从研发底层出发提升游戏产品的成功率以及现象级产品的产出概率，而**多元化**减少对单一产品、有限品类的依赖，有助于分散投资风险、平滑业绩波动性。

■**投资建议**：公司游戏业务占据绝对主导，研发运营及创新能力行业领先，主力产品长周期稳定构建基本盘，同时 2021 年迎来产品大年有望进一步释放业绩弹性。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 24.01 亿元、29.75 亿元、35.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.24 元、1.53 元、1.81 元，维持“买入-A”评级。

■**风险提示**：新游上线表现低于预期风险，政策监管趋严风险，新技

公司深度分析

证券研究报告

新型建材及非金属新材料

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2021-01-15) **25.89 元**

交易数据

总市值 (百万元)	50,225.77
流通市值 (百万元)	47,306.72
总股本 (百万股)	1,939.97
流通股本 (百万股)	1,827.22
12 个月价格区间	24.90/62.28 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.06	-28.48	-58.91
绝对收益	-1.56	-18.15	-17.03

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

完美世界：员工持股计划长期绑定核心骨干，业绩兼具稳定性与弹性/焦娟	2021-01-14
完美世界：完美世界：老产品持续强劲，新神魔大陆再超预期验证品效合一策略/焦娟	2020-07-19
完美世界：游戏业务高速增长迈入新台阶，影视商誉及存货同步出清/焦娟	2020-02-20

术变革不及预期风险，商誉减值及存货跌价风险，假设不及预期风险。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	8,033.8	8,039.0	9,690.2	11,512.0	13,528.9
净利润	1,706.1	1,502.8	2,401.0	2,975.1	3,512.4
每股收益(元)	0.88	0.77	1.24	1.53	1.81
每股净资产(元)	4.35	4.90	6.88	8.06	9.40

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	30.9	35.1	22.0	17.7	15.0
市净率(倍)	6.2	5.5	3.9	3.4	2.9
净利润率	21.2%	18.7%	24.8%	25.8%	26.0%
净资产收益率	20.2%	15.8%	18.0%	19.0%	19.3%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%
ROIC	34.0%	34.0%	64.6%	58.7%	58.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

0.完美世界核心分析框架	4
1. 游戏：优势赛道 X 顶级 IP 构建基本盘，新品类+新题材放开弹性	5
1.1. 核心赛道地位稳固，三驾马车拉动业绩	5
1.1.1. 手游：立足基本盘，进发新赛道	5
1.1.2. 端游：经典长盛不衰，电竞如火如荼	7
1.1.3. 主机游戏：前瞻布局，跨端研发	8
1.2. 顶级 IP 储备丰富，持续放大产品价值	9
1.3. 发行品效合一，开辟全新营销路径	10
2. 影视剧：强大制作班底 X 主旋律与青春题材，剧集成功率有保障	11
3. 渠道为王让位内容为王，产品逻辑终结流量逻辑	14
3.1. 内容渠道博弈最终指向内容为王	14
3.2. 纯流量逻辑失速，产品逻辑胜出	15
3.3. 从产品逻辑理解完美世界产品成功率与业绩稳定性	17
4. 盈利预测及投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：完美世界游戏核心分析框架	4
图 2：公司旗下 MMORPG 产品 iOS 畅销榜最高排名	5
图 3：2G-5G 游戏设备演进	9
图 4：2G-5G 各代游戏产品	9
图 5：公司旗下主要 IP 及其产品矩阵	10
图 6：完美世界影视 7 部主旋律作品入选优秀献礼剧百日展播榜单	13
图 7：“蜜糖三部曲”	13
图 8：《万国觉醒》中国区 iOS 排名趋势	15
图 9：《原神》中国区 iOS 排名趋势	15
图 10：公司产品逻辑的四大关键词：精品化、IP 化、微创新、多元化	18
表 1：公司 2021 年移动游戏 pipeline	7
表 2：公司旗下在运营端游产品	7
表 3：公司电竞赛事举办情况	8
表 4：公司 2021 年主机游戏 Pipeline	8
表 5：完美世界游戏三款产品的买量节奏	11
表 6：完美世界影视签约知名制作人团队名单	12
表 7：完美世界影视 2021 电视剧目储备情况	12
表 8：流量逻辑 VS 产品逻辑	16
表 9：2020 年跻身 iOS 畅销榜 Top10 的新游	16
表 10：2020 年买量排行榜 Top10 游戏厂商	17
表 11：2020E-2022E 主营业务拆分及盈利预测	19

0.完美世界核心分析框架

产品布局层面，公司一方面聚焦核心 MMORPG 赛道持续产出高成功率产品以构建坚实业绩基本盘；从《诛仙》到《新神魔大陆》，公司在 MMORPG 赛道厚积薄发、持续积累。另一方面积极探索新品类、新题材、新玩法，积极布局游戏市场各细分领域以打造多元化的产品组合；2021 年新品储备涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材。

IP 层面，公司旗下已经拥有《完美世界》、《诛仙》、《梦间集》三大核心 IP 及其产品矩阵，金庸小说、《武林外传》、《神魔大陆》、《非常英雄》等次核心 IP 及其产品矩阵。一方面 IP 赋能游戏产品影响力、提升关注度，另一方面持续迭代的产品矩阵延长 IP 生命周期、丰富 IP 内涵意义。同时，公司仍然持续壮大自身 IP 资源宝库，2020 年半年报披露，公司成功将“仙剑奇侠传” IP 收入囊中。

具体产品层面，手游产品方面，目前主力产品主要包括 4 款，分别为《完美世界》《诛仙》《新笑傲江湖》《新神魔大陆》；端游产品方面，《完美世界》《完美世界国际版》常年贡献稳定收益。2021 年储备产品中《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》有望贡献较大业绩增量，通过良好运营后也有望继续沉淀为主力产品持续贡献稳定收益。

底层支撑层面，公司拥有跨越全产业链各环节的领先综合实力：1) 研发：公司以端游起家，自研引擎及服务器程序开发能力行业领先；2) 发行：2019 年之前，公司以品牌营销为主，2019 年之后，公司贯彻品效合一的买量打法；3) 运营：端游产品的长周期运营能力成功复制到手游，《完美世界》、《诛仙》、《新笑傲江湖》等手游上线多年后仍为公司贡献稳定收益。

图 1：完美世界游戏核心分析框架



资料来源：安信证券研究中心

1. 游戏：优势赛道 X 顶级 IP 构建基本盘，新品类+新题材放开弹性

1.1. 核心赛道地位稳固，三驾马车拉动业绩

1.1.1. 手游：立足基本盘，进发新赛道

核心赛道 MMORPG 持续稳健，构建坚实业绩基本盘。公司依托自身强大的研发基因与研发实力，在 MMORPG 赛道持续推出现象级产品，其中四款主力产品包括“端转手”大获成功的《诛仙》手游与《完美世界》手游，2019-2020 年全新上线的《新笑傲江湖》与《新神魔大陆》，四款游戏首月流水与畅销榜排名均位列行业 TOP5。从《诛仙》到《新神魔大陆》，公司在 MMORPG 赛道厚积薄发、持续积累，每一代产品在技术、画面表现、剧情等方面均具备长足进步或微创新式迭代。

- 《诛仙》手游 2016 年 8 月公测至今超过 4 年，上线恰逢原 IP 改编的电视剧《青云志》热播，影游联动效应下游戏上线两周内稳定保持在 iOS 畅销榜前 5，上线首月排名维持在前 10 名。
- 《完美世界》手游于 2019 年 3 月上线，依托“完美世界”IP 本身的玩家群体与腾讯引入的巨大流量，《完美世界》手游上线前的预约人数接近 1200 万。据七麦数据，《完美世界》手游曾长期占据 iOS 游戏畅销榜与角色扮演类畅销榜榜首，部分时间段力压《王者荣耀》。
- 《新笑傲江湖》手游于 2019 年 12 月公测，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，通过立体化营销传达金庸武侠的感知与理解，受到年轻用户的广泛欢迎。
- 《新神魔大陆》手游于 2020 年 7 月上线，构建宏大的魔幻史诗级剧情，采用 PBR 渲染、模拟 HDR、自然风场、全局光照，以及 SSS 材质引擎与高分辨率等技术基底，美术风格于画面表现均有较大提升；据伽马数据预测，《新神魔大陆》上线 5 天流水破亿，首月流水达到 4-5 亿元。

图 2：公司旗下 MMORPG 产品 iOS 畅销榜最高排名



资料来源：七麦数据，安信证券研究中心

积极拓展新玩法、新题材、新品类，基本盘之外获取业绩弹性。随着游戏市场发展的日渐成熟，玩家对游戏类型的喜好越发多元化、细分化，公司在既有优势品类基础上，积极布局游戏市场各细分领域以打造多元化的产品组合。2019 年的上线《我的起源》将沙盒与 MMORPG 玩法相融合，在保留沙盒游戏的自由度、创造性的同时强调 MMORPG 游戏的社交性与故事性。“沙盒+MMO”属于相对小众的品类（竞品包括《明日之后》《我的世界》《方舟：生存进化》《海岛纪元》），且两大品类均具有一定弊端；沙盒类游戏的痛点在于自由度太高，游戏很难完整地讲出一个故事，因此玩家体验是断裂的同时也缺乏多人合作的乐趣；而 MMORPG 的痛点则是数量繁多却不得不做的枯燥任务以及各职业繁琐的技能系统。《我的起源》针对性地解决这两大痛点，是目前 TapTap 上评分最高的国产“沙盒+MMO”产品。2018-2019 年，公司相继推出 2 款原创 IP 的 RPG 卡牌《轮回决》、《云梦四时歌》；其中《轮回决》采用原创东方神话世界观，在立绘、战斗、竞技、剧情等方面均达到超高水准，《云梦》以中国妖灵神怪文化为主题、还原唐代文化风尚，上线当日取得 iOS 免费榜第 1、TapTap 热门榜第 1。2020 年，公司上线以“梦间集”IP 打造的国风女性向题材模拟经营类《梦间集》、《梦间集天鹅座》，上线后 iOS 免费游戏榜最高排名达第 4、第 10 位。

2021 年公司迎来收获期，多款储备产品有望突破。2021 年公司已储备在研的《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》《非常英雄》《旧日传说》《一拳超人》等，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材。其中《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》为 2021 年度重磅新品，表现可期。

- 《梦幻新诛仙》有望成为回合制游戏的新标杆。公司此前推出《神雕侠侣 2》等多款回合制游戏，但是长线流水相比于《诛仙》《完美世界》等 MMORPG 品类游戏存在较大的差距。《梦幻新诛仙》前期测试表现不俗，有望成为公司回合制游戏的新标杆。根据公司官网及 TapTap 信息披露，截至 2020 年 12 月，《梦幻新诛仙》全平台预约数超过 522 万，TapTap 评分高达 8.5。
- 《战神遗迹》试水 ARPG 成功后有望打开北美市场。得益于魔幻史诗手游《新神魔大陆》、《新笑傲江湖》在亚洲市场卓越的出海表现，公司 2020 年 7 月全球收入环比暴涨 93%，成功回归中国手游发行商收入榜第 7。但公司在北美市场处于相对空白状态。《战神遗迹》由赤金智娱工作室（原游族网络《狂暴之翼》研发团队）。《狂暴之翼》曾专攻北美市场，曾创下两年流水过 30 亿的记录，《战神遗迹》符合当地玩家偏好，团队经验丰富，有望帮助公司攻坚北美游戏市场空白。
- 《幻塔》有望成为开放世界又一力作。《幻塔》研发工作室 Hotta Studio 成员多来自业内知名大厂，在动作格斗游戏开发上有着较多积累，游戏的研发实力与创新要素均值得期待。2020 年上线的米哈游《原神》一跃成为全球收入第一手游，《幻塔》与《原神》同属的沉浸式开放世界多人共斗 ARPG，市场关注度居高不下。

表 1: 公司 2021 年移动游戏 pipeline

游戏名称	类型	TapTap 预约	预计上线时间	版号	IP
火炬之光: 无限	冒险、ARPG	358362	2021		同名端游
旧日传说	冒险、MMORPG	157380	2021	国新出审[2020]1408号	
梦幻新诛仙	回合制、MMORPG	80365	2021H1	国新出审[2020]867号	同名小说、端游
非常英雄	解谜、ARPG	24780	2021H1		
战神遗迹	魔幻、ARPG	25652	2021H1 海外	国新出审[2020]720号	
梦间集 2	女性向、模拟经营	115606	2021		同名手游
幻塔	ARPG	469882	2021Q2		
一拳超人	二次元		2021		同名漫画
女神异闻录 5	冒险、MMORPG		2021		同名主机游戏、动漫
Magic Legends	魔幻、ARPG		2021		基于端游世界观
Lowpoly 风格手游	卡牌		2021		

资料来源: TapTap, 安信证券研究中心

1.1.2. 端游: 经典长盛不衰, 电竞如火如荼

多款自研经典长盛不衰, 系列化新品蓄势待发。公司端游业务研运不辍, 一方面, 以《诛仙》、《完美世界》、《武林外传》、《神魔大陆》、《赤壁》为代表的经典端游之作均已长线运营超 10 年, 持续为公司贡献稳定收入; 另一方面, 端游需求客观存在而大部分国内厂商停止研发端游, 根据公司公告披露, 公司计划于 2021 年推出 2 款端游新品填补市场相对空白。公司目前在研端游包括 1) 《新诛仙世界》: 诛仙 IP 旗舰级续作, 采用 UE4 引擎打造, 画面及美术效果有望进一步提升; 2) 《新完美世界》: 完美世界 IP 全新力作, PC 端+主机端双端研发, 有望并举实现老用户的盘活与新用户的拓展。端游生命周期较长, 盈利空间较广; 公司经典端游产品矩阵有望持续贡献稳定收益。

表 2: 公司旗下在运营端游产品

游戏名称	类型	自研/代理	上线时间	运营时间 (年)
完美世界	MMORPG	自研	2005.11	15
武林外传	MMORPG	自研	2006.7	14
完美世界国际版	MMORPG	自研	2006.12	14
诛仙 3	MMORPG	自研	2007.5	13
赤壁	MMORPG	自研	2008.1	12
热舞派对	社交休闲	自研	2008.3	12
口袋西游	MMORPG	自研	2008.1	12
梦幻诛仙 2	MMORPG	自研	2009.3	11
神鬼传奇	MMORPG	自研	2009.4	11
神雕侠侣	MMORPG	自研	2012.5	8
神魔大陆 2	MMORPG	自研	2013.9	7
笑傲江湖 OL	MMORPG	自研	2013.11	7
CS: GO	RTS	代理	2013.12	7
DOTA2	MOBA	代理	2017.9	2

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

手握《DOTA2》、《CS:GO》, 充分布局电竞赛道。公司借助《DOTA2》、《CS:GO》产品与赛事的成功运营, 积累丰富的电竞产品运营推广经验, 打造多层次、立体化的赛事体系, 与产业链各方合作构建电竞产业生态圈。公司分别于 2012 年、2016 与 Valve 达成合作, 成为

国际顶级电竞游戏《DOTA2》、《CS:GO》的中国区代理；公司于2015-2019年相继主办DOTA2亚洲邀请赛，国际邀请赛中国区预选赛，CS:GO亚洲邀请赛等一系列国际国内的大型电竞赛事，并于2019年首次成功举办DOTA2最高级别比赛2019 DOTA2国际邀请赛（Ti9），比赛期间每日现场观众约1.3万人，线上线下总观看人数超2亿。受益于直播平台、主播影响力等赛事之外的产业链核心环节，我国电竞市场发展处于较高增速，据艾瑞咨询数据，2020年中国电竞用户数量预计达5.2亿、电竞市场规模预计达1405.6亿，分别同比增长10.3%、19.6%。作为国内最早布局电竞产品及赛事运营的公司之一，公司有望率先受益于电竞市场规模的快速增长，进一步拓展业务增量。

表3：公司电竞赛事举办情况

时间	DOTA2	CS: GO
2015	第一届DOTA2亚洲邀请赛	
2017	第二届DOTA2亚洲邀请赛	
2018	第三届DOTA2亚洲邀请赛	第一届CS:GO亚洲邀请赛
2019	DOTA2 Ti9 上海国际邀请赛	第二届CS:GO亚洲邀请赛
2020	完美世界DOTA2超级挑战赛	完美世界CS:GO职业联赛

资料来源：DOTA2国服官网，CS:GO国服官网，安信证券研究中心

1.1.3. 主机游戏：前瞻布局，跨端研发

主机游戏领域前瞻布局，领先国内一众厂商。公司于2010年收购Runic Games，获得知名主机游戏《火炬之光》的开发权；2011年5月收购Cryptic Studios，获得《星际迷航OL》等知名主机游戏开发权；2014年与微软公司合作首款主机游戏作品《无冬OL》Xbox版，次年面向全世界发布该产品并率先采用道具收费制。公司把握主机游戏领域的先发优势，持续多款优质主机游戏产品。2019年1月，公司旗下中法团队合作研发的主机游戏《非常英雄（Unruly Heroes）》上线后赢得良好口碑，《非常英雄》首次以西方文化视角对西游文化进行改编，Steam好评率高达70%以上。2019年7月，国内团队自研的多边不对称生存主机游戏《DON'T EVEN THINK》（PS4版）上线北美市场，斩获不俗业绩；上线首月登顶PlayStation美服F2P游戏下载榜单，注册玩家数突破60万+，并获得PlayStation Store官方推荐位，产品品质备受认可。

发力跨端研发，PC+移动+主机多端产品联动。公司布局跨端研发能力，充分调动旗下PC+移动+主机多端产品联动。公司2018年推出PC+主机双平台大作《深海迷航》成绩亮眼，位列Steam全球2018年上半年游戏畅销榜TOP20；2019年8月发行PC+主机双端游戏《遗迹：灰烬重生》表现不俗，上线4个月销售成绩超过100万套。2021年，公司在研产品包括PC+移动+主机三端游戏《非常英雄2》，以及PC+主机双平台游戏《Torchlight III》、《Magic Legends》、《完美世界》。

表4：公司2021年主机游戏Pipeline

游戏名称	平台	预计上线日期
完美世界	主机	2021
Torchlight	主机	2021
Magic Legends	主机	2021

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

研发实力硬核，公司有望抢占VR/AR风口。2016年公司推出首款VR游戏《深海迷航》，在全球范围内发售，并获得全球玩家的认可，《深海迷航》Steam好评率高达92%。VR技术发展日臻成熟，但市场认知度、设备普及度与体验度仍需提升，因此VR游戏目前的变现能力较弱。基于公司拥有在PC端、移动端、主机端等不同屏幕间产品研发的丰富经验，加

之公司为下一代 VR 游戏充分的技术储备，我们认为公司有望在游戏变革的下一个风口——VR/AR 游戏中占据有利地位，实现变现力的刚性叠加。

图 3：2G-5G 游戏设备演进



资料来源：安信证券研究中心

图 4：2G-5G 各代游戏产品



资料来源：安信证券研究中心

1.2. 顶级 IP 储备丰富，持续放大产品价值

公司是除腾讯外，IP 资源最为丰富的游戏厂商之一。公司旗下 IP 可根据来源不同而划分为三类：1) 端游 IP，2) 文学 IP，3) 影视 IP，3) 原创 IP。**端游 IP 方面**，公司以端游起家，旗下在运营端游超 14 款，其中以《完美世界》端游为代表的运营十年以上的端游多达 8 款；端游产品通过长期运营积淀一批忠实用户，形成品牌效应，为后续“端转手”改编取得成功奠定坚实基础，同时手游成功反哺壮大端游 IP。**文学 IP 方面**，公司坐拥金庸武侠 IP 《包括笑傲江湖》《神雕侠侣》，现象级网文《诛仙》IP；武侠 IP 与 MMORPG 玩法高度契合（代入武侠世界武侠梦想就是 Role Playing），用户群体高度重合（中年男性），长期看具备较大改编潜力。**影视 IP 方面**，公司成功的影视 IP 作品包括《武林外传》、《烈火如歌》；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。**原创 IP 方面**，2017 年与 2020 年相继上线二次元女性向产品《梦间集》与《梦间集天鹅座》，《梦间集》系列发展至今，已成为与《完美世界》系列、《诛仙》系列同一级别的“三大 IP”之一。此外，公司正在谋求全新顶级 IP 储备，公司公告披露，一方面公司在海外市场积极网罗包括《星际迷航》、《无冬之夜》、《圣斗士星矢》等优质 IP 资源；另一方面公司已获得《仙剑奇侠传》系列 IP 的游戏联合开发权及游戏发行权，计划基于该 IP 推出仙侠题材回合制 MMORPG 手游。多款 IP 改编游戏的成功充分验证公司强大的 IP 开发与运营能力，公司旗下经典游戏 IP 已积累广泛用户基础，并充分挖掘 IP 题材中的热门人物或情节，往往能够在新游上线初期吸引高度关注、成功实现用户资源的导入。

围绕 IP 源头跨端开发，经典产品形成系列化、多层次矩阵。公司立足顶级 IP 资源与坚实研发实力，对经典游戏产品进行跨平台开发，形成系列化、多层次的产品矩阵，一方面 IP 赋能游戏产品影响力、提升关注度，另一方面持续迭代的产品矩阵延长 IP 生命周期、丰富 IP 内涵意义。截至目前，公司旗下已经拥有《完美世界》、《诛仙》、《梦间集》三大核心 IP 及其产品矩阵，金庸小说、《武林外传》、《神魔大陆》、《非常英雄》等次核心 IP 及其产品矩阵。以《完美世界》、《诛仙》为例，IP 内已包含移动端、PC 端、主机端等多款系列化产品：

- “完美世界”：《完美世界》端游及其续作《完美世界 2》，端转手《完美世界手游》，主机游戏《完美世界主机版》（在研）；
- “诛仙”：《诛仙 3》端游，《梦幻诛仙 2》端游，《新诛仙世界》端游（在研），端转手《诛仙手游》，《梦幻新诛仙手游》。

顶级的 IP 资源储备是公司的资源富矿，IP 背后的用户价值具备持续挖掘的潜力。未来，围绕经典 IP 进行系列化开发、多层次开发将仍然是公司持续巩固 MMORPG 赛道基本盘的重要抓手。

图 5：公司旗下主要 IP 及其产品矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

1.3. 发行品效合一，开辟全新营销路径

三轮买量经验累积，自主买量渐入佳境。随着买量发行成为游戏厂商标配动作，公司自 2019 年起一改单一品牌营销、加大买量力度，并针对《神雕侠侣 2》《新笑傲江湖》手游试水两次大规模买量。历经《神雕 2》《新笑傲》两轮买量，公司积累宝贵经验并形成品效合一的固定方法论，通过 2020 年的《新神魔大陆》手游进一步验证买量效率与效果的提升。从 iOS 畅销榜数据看，《新神魔》《新笑傲》相比《神雕 2》留榜时间明显延长。19 年 7 月发行的《神雕侠侣 2》上线后维持榜单前 20 名仅约 100 日，12 月发行的《新笑傲江湖》上线后维持榜单前 20 名长达约 220 日，2020 年 7 月发行的《新神魔大陆》上线后维持榜单前 20 名长达约 170 日。公司通过三轮买量逐渐积累实践经验，逐步优化买量效率，品效合一的买量方法论最终在游戏流水和排名上得到验证。

发行品效合一日趋成熟，助力精品内容突围出圈。品效合一是品牌营销与效果广告的有机结合，采用品效合一的发行策略能够集中单一发行策略的优势，获得更为突出的峰值成绩与更为持久的投放效果。

差异化的买量节奏配合品牌侧营销活动，合力推高游戏产品宣发声势。

从投放趋势看，公司买量节奏呈现出大起大伏的波动状，每次投放高峰均出现在产品的关键节点，与新游上线以及产品重要活动节点的时间吻合。《新神魔大陆》于 2020 年 7 月 2 日上

线，买量侧 7 月 3 日攀至投放峰值，日投 4046 组素材数；《新笑傲江湖》于 2019 年 12 月 19 日上线，买量侧次日达到投放峰值 1896 组素材数；《神雕侠侣 2》于 2019 年 7 月 26 日上线，买量侧次日投放 1599 组素材数。上线节点的大规模买量之外，品牌侧同期的产品营销宣传力度也会达到顶峰，多渠道全方位的配合营销形成合力以助推新品在短时间内形成集中爆发之势、快速破圈触达全网用户。据伽马数据估算，《新神魔大陆》上线首日流水破千万，首月流水超 4 亿，《新笑傲江湖》首月流水超 4 亿，《神雕侠侣 2》首月流水 2 亿。品效合一打法能够形成营销合力帮助产品快速破圈，助力公司新品在上线之初就斩获不俗成绩。

表 5：完美世界游戏三款产品的买量节奏

投放游戏	上线时间	投放高峰期	投放均值	投放峰值当日	投放峰值
 新神魔大陆	2020/7/2	2020/07/02-07/31	2469	2020/7/3	4046
		2020/10/13-10/27	678	2020/10/16	1372
 新笑傲江湖	2019/12/19	2019/12/18-12/28	1029	2019/12/20	1896
		2020/07/23-09/03	605	2020/7/25	1053
 神雕侠侣 2	2019/7/26	2019/07/25-07/28	1354	2019/07/27	1599

资料来源：DataEye，安信证券研究中心

品效广告素材生命周期显著延长，持久影响力带来源源不断的新增用户。

从引流效果看，品效广告素材具备较长的生命周期与影响力，持续引流效果更为突出。品效合一发行往往采用高举高打的宣发策略，实行有针对性的“分层”的明星代言人策略，以《新神魔大陆》为例，选用流量热度与话题度都足够高的杨幂，通过其强大的粉丝号召力和流量传播力多方触达泛用户圈层；选用老牌港星陈小春、任达华吸引高年龄层的男性玩家，也是游戏的核心用户群体。同时，围绕明星制作的剧情逻辑清晰、拍摄水准较高的广告素材具有一定的可回看性，生命周期更长。DataEye-ADX 平台数据显示，公司在投的品效广告中，单条素材生命周期最长超过 300 天，平均投放时长达到 36 天，超过目前买量市场 82% 的在投素材。与纯效果广告带来的短期直接转化不同，品效广告带来的流量庞大且持续，能够用于长期投放并持续带来新增用户，有效降低成本。品效广告持久的影响力，是品效合一打法相比纯效果广告的核心优势。

2. 影视剧：强大制作班底 X 主旋律与青春题材，剧集成功率有保障

七大制作团队系成功保障，持续输出优质多元剧目。公司影视业务麾下囊括鑫宝源、完美蓬瑞、完美建信、华美时空、青春你好、江河工作室、刘宁工作室等七大制作团队，目前储备的电视剧项目主要来自上述七大制作团队。2021 年公司储备 30 部电视剧项目，涵盖都市情感、古装历史、年代动作、革命谍战、现代军旅、青春励志、古装悬疑、民国探案等题材类型，能够充分满足多样化的市场需求。已开机的 11 部剧目《光荣与梦想》《舍我其谁》《昔有琉璃瓦》《上阳赋》（1.8 已上映）《勇敢的心 2》《不婚女王》《爱在星空下》《幸福的理由》《西夏死书》《壮志高飞》《高大霞的火红年代》；待开机的 19 部项目《他知道风从哪个方向来》《我在天堂等你》《星落凝成糖》《温暖的，甜蜜的》《千屿千寻》《山河表里》《许你岁月静好》《方根书简》《最美的诺言》《月里青山淡如画》《云襄传》《蓝色花火》《试飞英雄》《麻辣变形计之烈火神盾》《野火春风斗古城》《心理大师》《少帅，你老婆又跑了》。已开机剧目中，《爱在星空下》《幸福的理由》《西夏死书》均杀青于 2017 年，《不婚女王》《勇敢的心 2》

《壮志高飞》等均杀青于 2018 年，由于积压时间过久，面临一定发行压力。

表 6：完美世界影视签约知名制作人团队名单

制作人	所属公司/工作室	代表作
赵宝刚	北京鑫宝源影视投资有限公司	《婚姻保卫战》、《男人帮》、《北京青年》、《老有所依》、《青年医生》、《深海利剑》、《青春斗》
滕华涛	北京华美时空文化传播 有限公司	《浮沉》、《时尚女编辑》、《我为儿孙当北漂》、《长大》、《二胎时代》、《你好，乔安》、《我的！体育老师》、《失恋 33 天》
刘江	北京完美蓬瑞影视文化有限公司	《媳妇的美好时代》、《黎明之前》、《誓言今生》、《乱世三义》、《咱们结婚吧》、《咱们相爱吧》、电影《咱们结婚吧》
郭靖宇	北京完美建信影视文化有限公司	《红娘子》、《火蓝刀锋》、《打狗棍》、《勇敢的心》、《大秧歌》、《射雕英雄传》(2017)、《娘道》、《灵魂摆渡》
何静、 吴玉江	江河工作室	《麻辣女兵》、《麻辣女王》、《神犬奇兵》、《神犬小七第一季》、《麻辣变形计第一季》、《神犬小七第二季》
梁振华	北京青春你好文化传媒有限公司	《暴风眼》、《澳门人家》、《三生三世枕上书》、《热血传奇》、《天意》、《春天里》、《神犬小七》、《冰与火的青春》、《思美人》
刘宁	刘宁工作室	《香蜜沉沉烬如霜》、《冰糖炖雪梨》

资料来源：公司公告、公司官网、安信证券研究中心

表 7：完美世界影视 2021 电视剧目储备情况

序号	剧名	题材	项目进度
1	光荣与梦想	重大革命	
2	舍我其谁	青春竞技	
3	昔有琉璃瓦	都市爱情	
4	上阳赋	古装权谋	
5	勇敢的心 2	年代传奇	
6	不婚女王	都市爱情	已开机
7	爱在星空下	都市爱情	
8	幸福的理由	都市爱情	
9	西夏死书	悬疑探险	
10	壮志高飞	当代军旅	
11	高大霞的火红年代	年代传奇	
12	他知道风从哪个方向来	现代爱情	
13	千屿千寻	都市情感	
14	山河表里	耽改	
15	许你岁月静好	都市爱情	
16	方根书简	悬疑推理	
17	最美的诺言	当代乡村	
18	星落凝成糖	古装仙侠	
19	月里青山淡如画	都市爱情	
20	云襄传	古装武侠	
21	温暖的，甜蜜的	都市情感	开发中
22	我在天堂等你	当代都市	
23	蓝色花火	当代都市	
24	试飞英雄	当代军旅	
25	麻辣变形计之烈火神盾	当代军旅	
26	燃情天使	当代军旅	
27	大宗师之海上风云	古装传奇	
28	野火春风斗古城	近代革命	
29	心理大师	当代都市	
30	少帅，你老婆又跑了	民国爱情	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

顺应政策偏好，主旋律剧集优势突出。公司投资或出品的《老酒馆》、《山月不知心底事》、

《河山》、《新一年又一年》、《高大霞的火红年代》、《燃烧》、《蓝盔特战队》7部影视作品入选庆祝新中国成立70周年遴选的优秀献礼剧目百日展播名单。公司2020年筹备的《光荣与梦想》入选建党100周年重点献礼项目，已于2020年7月开机，预计将于2021年7月1日推出。该剧由著名导演刘江执导，侯京健、黄晓明、佟瑞欣、刘劲领衔主演，主要讲述中共“一大”到抗美援朝胜利的中国共产党建党100周年以来的发展历程。作为广电总局“4+2”重点项目工程中唯一重大历史革命题材以及庆祝建党100周年的献礼剧，《光荣与梦想》有望为2021年影视板块业绩贡献不俗增量。

图6：完美世界影视7部主旋律作品入选优秀献礼剧目百日展播榜单



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

迎合年轻用户，青春剧集市场口碑双赢。公司旗下刘宁工作室出品的《香蜜沉沉烬如霜》、《冰糖炖雪梨》均受到市场与口碑的双重认可。《香蜜沉沉烬如霜》电视剧改编自同名言情小说，由邓伦与杨紫主演；开播后收视率一路走高，单日最高收视率达到1.503，电视平均收视率在2018年上星的电视剧中排名第九，网络端总播放量49.5亿，在2018年网播剧中排名第二，成功实现网播量和收视的双高。同时，《香蜜》实现较好口碑，截至2020年12月，《香蜜》电视剧豆瓣评分高达7.7分，是继2009年的古装神话剧《仙剑奇侠传3》后同类型电视剧取得的最好成绩。《冰糖炖雪梨》电视剧同样改编自同名言情小说，由吴倩、张新成主演；开播后第六集收视率登顶排行榜第一、第二名，收视率达2.282、2.253，网络端播放量21亿。《冰糖》口碑不俗，剧集播出时豆瓣评分高达7.6，高于同期播出的《安家》、《完美关系》。《香蜜》《冰糖》原班底出品的《舍我其谁》《星落凝成糖》已处于筹备阶段，有望于2021年择机上线，再度收割市场流量与观众口碑。

图7：“蜜糖三部曲”



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

供需两端推动下，去库存节奏明显加快。新冠疫情影响下，影视基地关闭，拍摄工作暂停，影视剧行业的供给出现短缺；同时，疫情催化“宅娱乐”的火热，视频平台的活跃用户数及在线时长显著提升。在供需两端因素的推动下，公司的存货剧集消化速度明显加快。2020年上半年，公司确认《冰糖炖雪梨》、《暴风眼》、《全世界最好的你》、《燃烧》等8部电视剧收入，而2019年全年仅确认7部。其中20Q1确认的《冰糖炖雪梨》、《暴风眼》体量较大，为业绩增量做出较大贡献；20Q2确认6部新剧集，包括《月上重火》、《怪你过分美丽》、《全世界最好的你》、《最美的乡村》、《燃烧》、《三叉戟》；20Q3确认网络剧《天舞纪》、网络大电影《倩女幽魂人间情》、《大侠霍元甲》。

3. 渠道为王让位内容为王，产品逻辑终结流量逻辑

3.1. 内容渠道博弈最终指向内容为王

内容与渠道之争愈演愈烈。从游戏角度看，游戏CP不满渠道分成比例过高久矣。渠道商主要负责与游戏发行商进行游戏的联运、应用商店技术维护等，由于直接接触达玩家，渠道商在产业链中可以获得相对较高的价值分成。渠道一般分为1) 硬件渠道（手机厂商自带的官方应用商店，如苹果手机的iOS应用商店、各安卓手机自有的应用商店如华为、小米、Vivo、OPPO等）、2) 第三方应用商店（互联网公司开发的应用分发商城，比如腾讯应用宝、360应用商店、百度手机助手、91游戏大厅等）、3) 超级APP渠道（在抖音、今日头条等拥有高流量的平台购买效果广告（即买量）来获取用户）及4) 新兴渠道（以TapTap、好游快爆为代表的玩家社区渠道）。以硬件渠道为例，iOS应用商店一般获取30%的流水分成，安卓渠道一般获取50%的流水分成。

近年来伴随多元渠道的崛起与用户行为的转变，行业分成比例格局出现松动迹象。一方面，抖音、快手等买量平台出现以及TapTap、好游快爆等不分成的新兴优质渠道崛起对传统渠道形成替代效应；另一方面，用户行为习惯发生转变，由“被动被推送游戏”转变为“主动搜索游戏”，渠道特别是硬件渠道/应用商店不再是触达用户的唯一路径。因此，内容方开始强势，部分精品CP开始需求新兴发行渠道或重新谈判流水分成：

- 2015年，网易《梦幻西游》向OPPO/VIVO等提出流水分成比例由5:5向3:7调整；多益网络《神武》系列、巨人网络《球球大作战》等均未上架安卓渠道；
- 2019年7月，腾讯与国内安卓渠道谈判，要求旗下核心游戏、《剑网3：指尖江湖》等新游戏享受70%的分成比例；
- 2019年上线的二次元游戏《明日方舟》、女性向游戏《浮生为卿歌》、2020年上线的《江南百景图》等均未上架华为/小米/VIVO/OPPO应用商城，而是转向TapTap平台发行；
- 2020年，莉莉丝《万国觉醒》、米哈游《原神》均未上架华为/小米/OPPO/VIVO应用商城，理由均为“未能与渠道达成一致的合作条款”；
- 2020年12月31日，据华为游戏中心，腾讯就与华为的游戏分发合作协议作出变更，华为将腾讯游戏从华为商城下架；1月1日，据腾讯游戏，经双方协议后腾讯游戏在华为游戏中心恢复上架。

我们认为本轮内容为王时代正在持续演绎，内容方有望在产业链上攫取更多利益。2020年以来，以《明日方舟》、《浮生为卿歌》、《江南百景图》、《万国觉醒》、《原神》为代表的数款游戏凭借精品化制作与创新性内容，即使未上线国内渗透率极高的安卓渠道（据艾瑞咨询数据，2019Q3硬核联盟游戏渠道渗透率65.7%，月活跃用户规模7亿），依然斩获不俗业绩。

其中,《万国觉醒》公测首日登顶 iOS 免费榜首位、迅速窜至 iOS 畅销榜第 5 名,据 Sensor Tower,截至 2020 年 10 月 8 日(国庆档结束),《万国觉醒》发布 16 天内在中国大陆地区收入或已达 3 亿元(中国区 iOS 收入达 3100 万美元,加上 Android 国服收入,合计约 3 亿元)。据 Sensor Tower,《原神》上线首月国服流水 7 亿元,2 个月内则位列全球移动游戏收入榜第 2 名,仅次于腾讯《王者荣耀》,超越《和平精英》和《PUBG Mobile》,从渠道来看,来自苹果 App Store 的收入超过 2.26 亿美元,占 57.5%;来自 Google Play 的收入约为 1.67 亿美元,占 42.5%。

图 8:《万国觉醒》中国区 iOS 排名趋势



资料来源:七麦数据,安信证券研究中心

图 9:《原神》中国区 iOS 排名趋势



资料来源:七麦数据,安信证券研究中心

3.2. 纯流量逻辑失速,产品逻辑胜出

流量逻辑通过精准、大规模、多维度的买量投放,榨取单一产品或系列迭代产品快速获得最大价值;产品逻辑则通过优质、大 IP、微创新、多元化的产品矩阵满足用户多样性需求,降低获客成本并开发增量市场。

表 8：流量逻辑 VS 产品逻辑

	流量逻辑	产品逻辑
基本模式	通过精准、大规模、多维度的买量投放、榨取单一产品或系列迭代产品快速获得最大价值	通过优质、大 IP、微创新的矩阵化产品线满足用户多样性需求，降低获客成本并开发增量市场
产品周期	周期较短，一般小于半年	周期较长，一般为半年以上，甚至 1-3 年
人才要求	运营人才为主，技术需求较低	研发人才为主，技术要求较高
市场反响	即时冲榜效果明显，可持续性较差，纯流量驱动产生爆款概率较低	口碑发酵吸引核心玩家，持续付费效果好，可能产生爆款
风险控制	风险相对可控，通过市场反馈可随时调整投入额度	成本控制难度较高，一旦项目中途停止大量沉没成本可能无法收回

资料来源：安信证券研究中心

我们认为产品逻辑已经终结流量逻辑，并可从以下两大维度加以验证。

- 1) **真正意义的“爆款”游戏已经难以通过纯流量逻辑产出。**据七麦数据，2020 年中国区 App Store 冲进畅销榜 Top10 的新游共计 18 款(排名不分先后)，包括米哈游《原神》、莉莉丝《剑与远征》、吉比特青瓷数码《最强蜗牛》、腾讯《一人之下》、完美世界《新神魔大陆》、三七互娱《云上城之歌》。全部 18 款成功跻身过 iOS 畅销榜 Top10 的新游均符合产品逻辑，纯流量逻辑驱动的游戏产品难以冲击榜单前列。

表 9：2020 年跻身 iOS 畅销榜 Top10 的新游

游戏	发行	上线时间	最高排名
原神	米哈游	9.28	1
剑与远征	莉莉丝	1.8	2
公主连结 Re:Dive	哔哩哔哩	4.17	2
一人之下	腾讯	5.27	4
最强蜗牛	厦门青瓷	6.23 (iOS)	3
三国志幻想大陆	灵犀互娱	6.24	3
放开那三国 3	巴别时代	7.15	3
新神魔大陆	完美世界	7.2	3
江南百景图	椰岛	7.2	8
新射雕群侠传之铁血丹心	中手游	8.2	5
云上城之歌	37 手游	4.15	8
荒野乱斗	腾讯、游族	6.9	2
阴阳师：妖怪屋	网易	9.17	5
万国觉醒	莉莉丝	9.23	3
天涯明月刀	腾讯	10.14	1
鸿图之下	腾讯	10.21	9
少年三国志：零	游族	11.12	6
街霸对决	腾讯	11.26	6

资料来源：七麦数据，安信证券研究中心

- 2) **买量发行已经成为行业标配，大厂入局进一步挤压纯买量游戏的生存空间。**精品游戏 CP 开始大规模买量始于 2019 年 9 月上线的《三国志 战略版》。《三国志·战略版》自上线起进行大规模的频繁买量，截至 2020 年底上线 470+天，排名基本稳定在 iOS 游戏畅销榜 Top5，《三国志战略版》的成功形成示范效应和带动作用。随后，莉莉丝的《剑与远征》《万国觉醒》继续买量市场加大投放力度，引起行业普遍关注。自此，大厂精品化产品开始稳居头部买量榜单，流量逐渐朝精品内容倾斜；2020 年，网易、腾讯、游族网络三家头部公司已经占据买量榜单的 Top3，整体买量大盘头部效应加剧，纯买量型游戏公司生存空间受到挤压。

表 10：2020 年买量排行榜 Top10 游戏厂商

排名	公司名称	投放指数
1	广州网易计算机系统有限公司	100621
2	深圳市腾讯计算机系统有限公司	85405
3	上海游族信息技术有限公司	76138
4	北京比特漫步科技有限公司	73669
5	杭州网易雷火科技有限公司	73544
6	江西贪玩信息技术有限公司	60770
7	武汉掌游科技有限公司	58230
8	南京网眼软件有限公司	56015
9	江苏腾奕网络技术有限公司	53608
10	上海小鲜网络科技有限公司	52262
11	福州来玩互娱网络科技有限公司	51825
12	杭州悦玩网络科技有限公司	48700
13	广州爱九游信息技术有限公司	47386
14	广州四三九九信息科技有限公司	47256
15	广州灵犀互动娱乐有限公司	46588
16	福州瑞趣创享网络科技有限公司	45385
17	上海莉莉丝网络科技有限公司	37842
18	浙江争游网络科技有限公司	35950
19	游酷盛世科技（北京）有限公司	34916
20	上海触宝信息技术有限公司	34628

资料来源：DataEye，安信证券研究中心

3.3. 从产品逻辑理解完美世界产品成功率与业绩稳定性

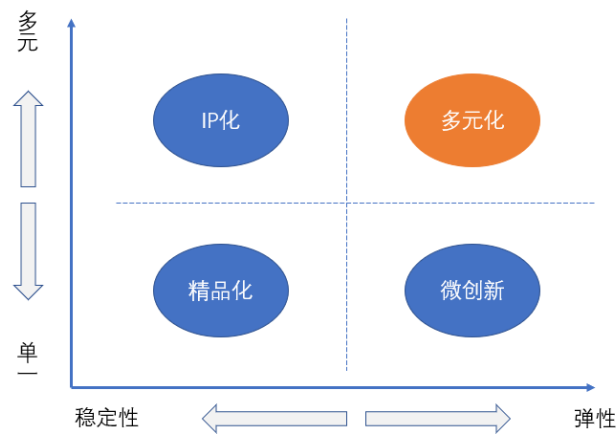
从游戏角度，公司的产品逻辑可以概括为四大关键词：**精品化、IP 化、微创新、多元化**。其中，精品化、IP 化、微创新均从研发底层出发提升游戏产品的成功率以及现象级产品的产出概率，而多元化则有助于分散投资风险、平滑业绩波动性。

- 1) **精品化：集中投入于核心赛道，巩固 MMO 固有优势。**据伽马数据，2020 年 Top10 游戏企业占据八成以上的市场份额；18 款跻身过 iOS 畅销榜 Top10 的新游中 6 款来自腾讯及网易，2 款来自莉莉丝，《公主连结 Re: Dive》来自哔哩哔哩，《新神魔大陆》来自完美世界，《云上城之歌》来自三七互娱，《原神》来自米哈游；游戏市场头部效应愈加明显，集中度进一步提升。公司作为头部游戏厂商，利用资本、人才、技术等各方面的资源优势聚焦核心赛道打造精品以提升产品成功率。
- 2) **IP 化：长周期运营积淀 IP，经典产品系列化反哺 IP。**公司立足顶级 IP 资源与坚实研发实力，对经典游戏产品进行跨平台开发，形成系列化、多层次的产品矩阵，一方面 IP 赋能游戏产品影响力、提升关注度，另一方面持续迭代的产品矩阵延长 IP 生命周期、丰富 IP 内涵意义。围绕经典 IP 形成的产品矩阵，通过后期的良好运营，显著延长“爆款”游戏的使用寿命，如《完美世界手游》《新笑傲江湖手游》推出多年后仍持续贡献较稳定业绩。
- 3) **微创新：基于用户心智，小步迭代创新探索产品边界。**微创新指一切以用户为中心的价值链创新，以微小硬需、微小焦距、微小迭代的方式，找到用户痛点从而引爆口碑营销。具体到游戏产品，微创新既可以是产品的极致化，即针对某一特定功能，例如在画面、

音效等部分做出风格创新；也可以是产品的提炼叠加，包括品类组合（如策略+卡牌+休闲）、内容迭代（如引入新 IP）、内嵌模式（如王者荣耀大逃杀模式）等。公司历代旗舰级 MMORPG 产品均采用微创新方式迭代，从《完美世界》到《新神魔大陆》，游戏题材及玩法持续创新，但不改游戏内核以巩固传统 MMO 用户，减少由于创新幅度过大导致产品失败的可能性。

- 4) **多元化：完善产品矩阵，覆盖多元品类。**目前中国市场主流游戏类型仍为 RPG（MMORPG+ARPG），但其总市场份额呈现出下降趋势。一方面，公司在 MMORPG 细分赛道持续推出高成功率的新产品，另一方面，公司持续开拓新品类、新市场，涉足新题材、新玩法，有效分散对单一产品/品类的依赖风险。2021 年公司储备以《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》为代表的新产品，品类涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材。

图 10：公司产品逻辑的四大关键词：精品化、IP 化、微创新、多元化



资料来源：安信证券研究中心

4. 盈利预测及投资建议

假设依据：公司以游戏和影视业务为主，其中游戏业务包括手游、端游和主机游戏，2019 年贡献营收、毛利占比分别为 84%、94%；影视业务则以电视剧业务为主，2019 年贡献营收、毛利占比分别为 13%、6%。

假设一：手游业务保持高速增长。四款主力产品《新诛仙》、《完美世界》手游、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》构建业绩基本盘，受益于“宅经济”红利，预计 2020 年业绩增速 40%；2021 年三款重磅产品《梦幻新诛仙》《战神遗迹》（海外）《幻塔》有望打开增长空间，但“宅经济”红利逐渐消退，预计 2021 年全年增速 28%；2022 年手游增速进一步放缓，预计 2022 年业绩增速为 25%。毛利率方面，公司发行重心逐渐转移到自主发行，以全额法计入收入的方式较代理发行毛利率更低，因此毛利率或有所下滑，预计 2020-2022 年毛利率分别为 70%/68%/65%。

假设二：端游业务保持缓慢增长。长周期运营的端游产品主要包括《完美世界》、《诛仙》、《完美世界国际版》等自研游戏与《DOTA2》、《GS: GO》等大 IP 代理游戏。宅经济促进下，预计 2020 年端游业务增速为 12%，红利消退后预计 21/22 年增速为 10%/8%。端游业务毛利率稳定，预计 2020-2022 年基本维持在 65%/60%/60%。

假设三：主机业务相对稳定。2020-2022 年主机业务预计增速为 0%/-1%/1%，毛利率为 50%/50%/50%。

假设四：电视剧业务回复常态。2020-2022 年电视剧业务预计增速为 3%/3%/3%，受行业薪酬调控毛利率稳中有增，为 36%/38%/40%。

表 11：2020E-2022E 主营业务拆分及盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
手游业务				
营业收入 (亿元)	38.8	54.3	69.5	86.9
YoY	43%	40%	28%	25%
毛利率	75%	70%	68%	65%
端游业务				
营业收入 (亿元)	24.2	27.1	29.8	32.2
YoY	10%	12%	10%	8%
毛利率	60%	65%	60%	60%
主机业务				
营业收入 (亿元)	4.6	4.6	4.5	4.6
YoY	-1%	0%	-1%	1%
毛利率	52%	50%	50%	50%
电视剧业务				
营业收入 (亿元)	10.6	10.9	11.2	11.6
YoY	-39%	3%	3%	3%
毛利率	32%	36%	38%	40%
总计				
营业收入 (亿元)	78.2	96.9	115.1	135.3
YoY	10%	24%	19%	18%
毛利率	61%	57%	58%	58%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：2019 年其他业务收入占比仅 2%，不纳入其中考虑。

基于以上假设，我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入为 96.9/115.1/135.3 亿元，归母净利润分别为 24.01/29.75/35.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.24/1.53/1.81 元，维持“买入-A”评级。

5. 风险提示

新游上线表现低于预期风险

公司游戏储备丰富，产品如期上线能够增加业绩弹性。若游戏上线时间延迟、产品表现不及预期，则会影响公司业绩表现。

政策监管趋严风险

公司两大核心业务游戏和影视，都面临对于版号发放、发行许可的严格审查，不排除出现临时暂停发放的情况，产品若因无法通过审查而延迟或无法上线，或将对公司业绩产生消极影响。

新技术变革不及预期风险

云游戏、AR、VR 等新技术尚未实现技术成熟，新技术传导到手游链路较长，存在较多不确定性，因此研发过程中若新技术变革不及预期或将产生较大沉没成本。

商誉减值及存货跌价风险

截至目前，公司仍有 6.2 亿商誉，影视等业务如收入不达预期或带来商誉减值风险；公司仍有 15 亿左右存货，虽然处于清库存状态，但当前仍存在计提存货跌价准备风险。

假设不及预期风险

考虑到游戏用户需求变化及竞争加剧等因素，假设存在一定不达预期风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,033.8	8,039.0	9,690.2	11,512.0	13,528.9	成长性					
减:营业成本	3,549.9	3,141.7	4,201.7	4,853.5	5,749.8	营业收入增长率	1.3%	0.1%	20.5%	18.8%	17.5%
营业税费	43.5	31.2	84.3	86.3	104.1	营业利润增长率	19.1%	-29.1%	107.6%	24.5%	16.7%
销售费用	880.4	1,145.0	1,669.2	2,088.6	2,426.7	净利润增长率	13.4%	-11.9%	59.8%	23.9%	18.1%
管理费用	704.2	684.5	859.9	1,003.6	1,177.3	EBITDA 增长率	78.6%	31.7%	-30.2%	22.1%	15.9%
财务费用	167.8	206.2	221.9	236.0	267.9	EBIT 增长率	93.1%	32.9%	-31.7%	23.2%	16.5%
资产减值损失	10.4	-707.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	20.1%	-12.0%	53.6%	23.2%	16.5%
加:公允价值变动收益	-	427.4	-	-	-	投资资本增长率	-12.1%	-19.0%	35.5%	17.9%	5.6%
投资和汇兑收益	464.5	229.4	132.4	225.4	245.7	净资产增长率	5.9%	8.8%	37.5%	16.3%	15.6%
营业利润	1,892.3	1,341.7	2,785.6	3,469.5	4,048.9	利润率					
加:营业外净收支	23.5	4.1	3.0	6.2	4.4	毛利率	55.8%	60.9%	56.6%	57.8%	57.5%
利润总额	1,915.7	1,345.9	2,788.6	3,475.7	4,053.3	营业利润率	23.6%	16.7%	28.7%	30.1%	29.9%
减:所得税	156.4	-101.3	418.3	521.3	608.0	净利润率	21.2%	18.7%	24.8%	25.8%	26.0%
净利润	1,706.1	1,502.8	2,401.0	2,975.1	3,512.4	EBITDA/营业收入	42.7%	56.2%	32.5%	33.4%	33.0%
						EBIT/营业收入	41.2%	54.7%	31.0%	32.2%	31.9%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	19	16	12	8	5
货币资金	4,228.9	2,525.5	4,370.7	5,338.1	7,483.0	流动营业资本周转天数	166	135	114	142	140
交易性金融资产	-	2,249.1	2,249.1	2,249.1	2,249.1	流动资产周转天数	471	468	453	476	475
应收帐款	2,078.8	2,446.5	2,447.9	3,479.8	3,658.6	应收帐款周转天数	86	101	91	93	95
应收票据	-	84.6	3.7	103.7	26.9	存货周转天数	83	87	75	82	84
预付帐款	789.7	541.9	1,252.3	872.3	1,597.5	总资产周转天数	730	730	678	652	625
存货	2,141.8	1,760.2	2,304.0	2,964.4	3,350.4	投资资本周转天数	234	198	173	183	173
其他流动资产	1,544.0	524.4	1,611.0	1,226.5	1,120.6	投资回报率					
可供出售金融资产	1,893.0	-	1,216.1	1,036.4	750.8	ROE	20.2%	15.8%	18.0%	19.0%	19.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.0%	8.7%	11.9%	13.5%	13.7%
长期股权投资	1,559.2	1,913.9	1,913.9	1,913.9	1,913.9	ROIC	34.0%	34.0%	64.6%	58.7%	58.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	362.3	364.0	296.1	228.1	160.1	销售费用率	11.0%	14.2%	17.2%	18.1%	17.9%
在建工程	-	47.6	47.6	47.6	47.6	管理费用率	8.8%	8.5%	8.9%	8.7%	8.7%
无形资产	86.8	368.1	291.3	214.5	137.7	财务费用率	2.1%	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%
其他非流动资产	1,293.6	3,803.7	1,860.4	2,188.5	2,606.3	三费/营业收入	21.8%	25.3%	28.4%	28.9%	28.6%
资产总额	15,978.3	16,629.4	19,863.9	21,862.6	25,102.4	偿债能力					
短期债务	1,270.0	1,138.6	-	-	-	资产负债率	41.7%	39.1%	29.9%	25.9%	25.4%
应付帐款	645.4	773.6	1,265.0	927.3	1,734.1	负债权益比	71.6%	64.2%	42.6%	34.9%	34.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.75	2.11	3.48	4.16	4.16
其他流动负债	2,005.9	2,887.3	2,830.3	2,976.5	2,947.2	速动比率	2.20	1.74	2.91	3.40	3.45
长期借款	793.7	225.3	-	-	-	利息保障倍数	19.72	21.34	13.55	15.70	16.11
其他非流动负债	1,954.3	1,475.7	1,837.6	1,755.9	1,689.7	分红指标					
负债总额	6,669.4	6,500.6	5,932.9	5,659.7	6,371.0	DPS(元)	0.12	0.16	0.20	0.26	0.33
少数股东权益	869.8	614.0	583.3	562.5	495.4	分红比率	13.7%	20.6%	16.4%	16.9%	18.0%
股本	1,386.5	1,939.6	1,939.6	1,939.6	1,939.6	股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%
留存收益	7,497.1	8,184.3	11,408.0	13,700.8	16,296.4						
股东权益	9,308.9	10,128.7	13,931.0	16,203.0	18,731.4						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,759.4	1,447.2	2,401.0	2,975.1	3,512.4	EPS(元)	0.88	0.77	1.24	1.53	1.81
加:折旧和摊销	166.5	141.5	144.8	144.8	144.8	BVPS(元)	4.35	4.90	6.88	8.06	9.40
资产减值准备	10.4	707.1	-	-	-	PE(X)	30.9	35.1	22.0	17.7	15.0
公允价值变动损失	-	-427.4	-	-	-	PB(X)	6.2	5.5	3.9	3.4	2.9
财务费用	242.9	240.2	221.9	236.0	267.9	P/FCF	23.8	24.4	-186.2	29.0	16.2
投资损失	-464.5	-229.4	-132.4	-225.4	-245.7	P/S	6.6	6.6	5.4	4.6	3.9
少数股东损益	53.3	-55.6	-30.7	-20.8	-67.1	EV/EBITDA	10.2	17.7	14.2	11.3	9.2
营运资金的变动	-1,249.0	-1,642.9	393.1	-1,430.7	-917.8	CAGR(%)	18.9%	33.5%	17.5%	18.9%	33.5%
经营活动产生现金流量	-130.0	2,023.4	2,997.7	1,679.0	2,694.4	PEG	1.6	1.0	1.3	0.9	0.4
投资活动产生现金流量	2,975.8	-1,994.3	-1,083.8	405.2	531.3	ROIC/WACC	3.2	3.2	6.1	5.6	5.5
融资活动产生现金流量	-1,952.3	-1,426.6	-68.7	-1,116.8	-1,080.8	REP	2.2	6.2	1.4	1.2	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034