



Research and  
Development Center

# 拥抱 Z 世代，迎接产品新周期

—完美世界(002624)公司深度报告

2021 年 02 月 07 日

王建会  
S1500519120001  
13162718696  
wangjianhui@cindasc.com

王婷  
研究助理  
13062698326  
wangting@cindasc.com

## 相关研究

1. 完美世界（002624.SZ）深度报告：《品质为王，影游龙头扬帆起航》2020.5
2. 完美世界 2020 年半年报业绩点评：《上半年游戏业务大增，静待 21 年业绩开花》2020.8
3. 完美世界 2020 年三季度报业绩点评：《游戏业务稳健增长，21 年储备丰富期待新品类》2020.10
4. 完美世界 2020 年年度业绩预告点评：《轻装上阵，迎接产品新周期》2021.1

## 证券研究报告

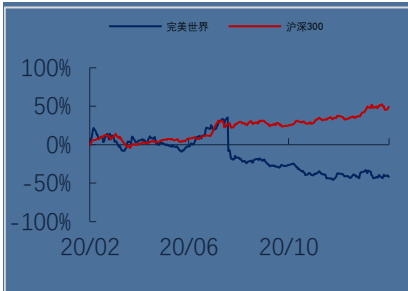
### 公司研究

#### 公司深度报告

完美世界 (002624)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (元)	23.35
52 周内股价波动区间 (元)	62.28-24.90
最近一月涨跌幅 (%)	-73.29
总股本 (亿股)	19.40
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	518.17

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 拥抱 Z 世代，迎接产品新周期

2021 年 02 月 07 日

### 本期内容提要：

◆**游戏业务贡献主要营收和利润，影视存货减值后有望轻装上阵。**剥离院线业务后，公司目前主营业务主要为游戏和电视剧两块，其中游戏业务贡献主要营收和利润。截至 2020Q3，总营收 80.6 亿元，同比增长 38.7%，增长主要来自游戏业务。自 2015 年实行“端转手”战略以来，手游业务快速增长，端游和主机游戏规模保持稳定，但收入占比稳步下降。2020 年上半年手游收入 29.14 亿元，同比增长 72.5%，端游、主机游戏收入分别为 12.47、1.78 亿元，同比增速分别为 26.6%、-1.1%。利润端来看，截至 2020Q3 实现毛利收入 47.87 亿元，毛利率为 59.38%，较上年同期降低 6.3pct，主要因为游戏业务中自主发行游戏占比提升导致分成成本提高。销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 17.08%/20.83%/14.67%，较上年同期分别增长 2.87/-4.19/-2.63pct。销售费用率的增加主要因为自主发行游戏占比提升从而增加宣发费用，归母净利润 18.07 亿元，同比增长 22.44%。根据公司 2020 年业绩预告，受影视存货减值拖累，预计 2020 年全年实现归母净利润 15.1-15.7 亿元，同比增长 0.48%-4.47%。我们认为存货减值后公司将轻装上阵，2021 年随着三款重磅产品上线，游戏业务的业绩有望实现新的突破。

◆**从行业来看，买量市场竞争白炽化，产品力是游戏行业核心竞争力。**从游戏行业的发展现状来看，我们认为存在两点变化：1) 流量红利殆尽，随着头部大厂开始买量，买量市场竞争白炽化，买量成本上升引发市场对游戏公司增收不增利的担忧；2) TapTap、B 站等第三方渠道以及抖音快手等超级 APP 的兴起使得渠道格局越发分散多元化，优质内容稀缺性凸显。在这种行业变化下，我们认为游戏公司的突破之路主要有两条思路：1) 改变以往粗放式的买量策略，采取精细化、品效合一的买量策略以提升投放效率和利润率，如：完美世界的《新神魔大陆》成功验证了品效合一的买量策略。2) 加快增量市场的争夺，如欧美市场以及游戏的细分品类市场。我们看到近两年二次元、女性向游戏经常出现现象级产品，如最强蜗牛、原神等，赚钱效应非常强。A 股游戏公司纷纷布局这一新兴游戏赛道，如三七互娱在苏州成立女性向“萤火工作室”，完美世界从米哈游、B 站收购二次元团队，增强其二次元女性向游戏研发实力，拓宽其产品线。

◆**游戏业务：MMORPG 基本盘稳固，抓住年轻用户有望在品类和题材上看到微创新。**公司以往的产品以仙侠题材的 MMORPG 为主，并在即时制 MMORPG 领域的表现优异，做出 4 款首月流水过亿的代表性产品《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》和《新神魔大陆》，其中《诛仙》上线已有五年时间，月流水仍保持近亿元水平。根据公司公布，完美世界在 2020 年移动游戏 MMORPG 市场份额中达到四分之一。基本盘稳固基础上，公司敏锐捕捉玩家审美提升需求和细分品类的崛起，抓住年轻用户群，在玩法和题材上进行微创新。通过制度建设和平台支持吸引优秀的制作团队加入补充研发实力，有望在女性向二次元、卡牌、ARPG 等品类看到更多成果。2021 年上半年三款重磅产品：《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》和《幻塔》，这三款产品相比以往传统 MMORPG 皆有创新之处，其中《梦幻新诛仙》在经典 IP 加持下有望成为回合制 MMORPG 的标杆，目前定档在 5 月 28 日；《战神遗迹》的魔幻题材符合欧美审美，有助公司打开欧美手游市场；《幻塔》是一款二次元开放世界游戏，玩法、题材上都体现了公司为抓住年轻用户所作出的微创新，目前定档暑期档，玩家期待值很高。下半年有二次元竞技类《一拳超人》、《日本 IP 的 ARPG 游戏》以及《仙剑奇侠传》等，总体来看，公司将迎来产品新周期。

- ◆**电视剧业务：减量求质、收缩投资，未来对业绩影响较小。**由于前两年演员成本较高，加上近两年影视剧销售价格降低，影视剧行业出现成本与价格倒挂的现象，故电视剧业务出现亏损。2020 年公司去库存的同时计提电视剧存货减值，2021 年有望轻装上阵。我们判断未来公司的电视剧业务发展方向主要有两点：1、继续加速去库存，2020 年已确认 9 部剧收入；2、收缩影视业务投资，谨慎开机，倾向于精品化定制剧。
- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 96.5 亿元、125.4 亿元、156.8 亿元，同比增加 20%、30%、25%，归母净利润分别为 15.2 亿元、25.1 亿元、27.4 亿元，同比增加 1.3%、65%、8.9%，摊薄 EPS 分别为每股 1.18 元、1.94 元、2.12 元，对应 2021 年 2 月 5 日收盘价（每股 23.35 元）动态 PE 分别为 20 倍、12 倍、11 倍，维持“买入”评级。
- ◆**股价催化剂：**春节档老游戏流水上升、产品新周期带来的业绩释放、5G 云游戏带来的机遇。
- ◆**风险因素：**政策监管趋严的风险、新游排期延期的风险、游戏流水不达预期的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,034	8,039	9,647	12,541	15,676
增长率 YoY %	1.3%	0.1%	20.0%	30.0%	25.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,706	1,503	1,523	2,513	2,738
增长率 YoY%	13.4%	-11.9%	1.3%	65.0%	8.9%
毛利率%	55.8%	60.9%	59.0%	59.0%	59.0%
净资产收益率ROE%	20.8%	16.7%	14.8%	20.4%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.16	1.18	1.94	2.12
市盈率 P/E(倍)	18	20	20	12	11
市净率 P/B(倍)	4	3	3	2	2

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 02 月 05 日收盘价

## 目录

公司概况：游戏驱动业绩稳健增长	7
(一)、公司概况	7
1.1 发展历程	7
1.2 股权结构	7
(二)、财务分析	8
游戏行业：买量竞争激烈，高品质内容对渠道议价能力提升	12
(一)、存量竞争时代，买量趋势日趋激烈	12
2.1 游戏市场进入存量竞争时代	12
2.2 头部大厂入局买量市场，抢夺存量用户	13
2.3 未来买量靠精细化和创意素材，品效合一主题是	15
(二)、另一方面，加快增量市场的争夺	16
2.4 出海市场：MMORPG 仍有较大空间	16
2.5 细分品类市场的开拓	17
游戏进入产品新周期，影视收缩投资降低风险	19
(一)、游戏业务：产品矩阵多元化，持续稳步向前	19
3.1 手游：拥抱年轻用户，期待创新品类	19
3.1.1 MMORPG 基本盘稳固，《新神魔》验证品效合一	19
3.1.2 2021 年上半年 3 款重磅产品，见证公司研发在题材、玩法上的微创新	22
3.1.3 其他产品：围绕原生+外延，小步慢跑拓品类	25
3.2 端游：经典 IP 游戏贡献稳定流水，收入占比逐年下降	25
3.3 主机游戏：A 股稀缺的主机研发商，走国际化路线	26
(二)、影视业务：减量求质，收缩投资	27
盈利预测及假设	29
(一) 收入假设：	29
(二) 费用率假设：	29
(三) 公司估值及评级	29

## 表目录

表 1:2020 年各上市公司投放头部手游产品买量情况	13
表 2: 公司主体买量榜单 TOP100	13
表 3: 未上线主流平台的部分游戏	14
表 4: 完美世界运营超 10 年端游产品	26
表 5: 完美世界收购的海外研发工作室与代表作品	27
表 6: 2021 年 PC 游戏储备	27
表 7: 2020-2022 年各业务收入预测	29
表 8: 公司 2019-2021 年营业成本及各项费用率假设	29
表 9: 可比公司估值表 (截至 2021.2.5)	29

## 图目录

图 1: 完美世界影视和游戏发展沿革	7
图 2: 公司最新股权结构 (截止到 2021.1.12)	7
图 3: 2016-2020Q3 营业收入及增速	8
图 4: 2016-2020Q3 归母净利润及增速	8
图 5: 2015-2020H1 各业务营收构成 (亿元)	9
图 6: 2015-2020Q3 完美世界毛利率	9
图 7: 2015-2020Q3 完美世界三项费用率	9
图 8: 2016-2019 年完美世界研发总支出	10
图 9: 可比公司研发费用/营业总成本	10
图 10: 2016-2020Q3 归母净利润和经营性现金流量净额 (亿元)	10
图 11: 2015-2020 游戏行业市场规模	12
图 12: 2015-2020 年游戏用户规模及增速	12
图 13: 2019 年中国泛娱乐 APP 使用总时长占比 (%)	12
图 14: 2020 年中国泛娱乐 APP 使用总时长占比 (%)	12
图 15: 2019.09-2020.12 版号发放数量	13
图 16: 三七互娱量子系统	15
图 17: 《新神魔大陆》品效合一的买量策略	15
图 18: 2008-2020 年中国游戏出海收入规模及增速	16
图 19: 2020 年中国游戏出海重点区域收入分布	16

图 20: 2020 年中国游戏出海收入前 100 类型收入占比.....	16
图 21: 2016-2020Q1 我国女性游戏用户规模及增速.....	17
图 22: 2016-2020Q1 我国女性游戏市场实际销售收入贡献.....	17
图 23: 2016-2020Q1 我国二次元游戏用户规模及增速.....	17
图 24: 2016-2020Q1 二次元游戏市场实际销售收入贡献.....	17
图 25: 2021 年首批版号下发游戏中的三款二次元游戏.....	18
图 26: 2016-2020H1 完美世界手游收入及增速.....	19
图 27: 2016-2020H1 完美世界手游毛利.....	19
图 28: 《新诛仙手游》2019.1.10-2021.1.10 期间 iOS 端畅销榜排名.....	19
图 29: 《完美世界手游》2019.3.6-2021.1.10 期间 iOS 端畅销榜排名.....	20
图 30: 《新笑傲江湖手游》2019.12.19-2021.1.10 期间 iOS 端畅销榜排名.....	20
图 31: 《新神魔大陆》2020.7.2-2021.1.10 期间 iOS 端畅销榜排名.....	21
图 32: 网易、完美、祖龙三家公司的 MMORPG 产品上线两年内畅销排名对比.....	21
图 33: 已上线四到五年的头部回合制 MMO 产品 2020 年的游戏畅销榜排名.....	22
图 34: 《梦幻新诛仙》宣传图 1.....	23
图 35: 《梦幻新诛仙》宣传图 2.....	23
图 36: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率.....	23
图 37: 2020 年中国自主研发移动游戏海外地区收入分布.....	23
图 38: 公司国外收入、占比及增速.....	24
图 39: 公司国外收入毛利及毛利率.....	24
图 40: 《狂暴之翼》宣传图.....	24
图 41: 《战神遗迹》宣传图.....	24
图 42: 《幻塔》更新优化前.....	25
图 43: 《幻塔》更新优化后.....	25
图 44: 完美世界产品品类拓展线.....	25
图 45: 完美世界端游收入及增速.....	26
图 46: 完美世界端游毛利.....	26
图 47: 完美世界主机游戏收入及增速.....	27
图 48: 完美世界主机游戏毛利.....	27
图 49: 广电总局电视剧备案数量.....	28
图 50: 剧集投资规模(亿元).....	28
图 51: 电视剧业务收入及增速.....	28
图 52: 电视剧业务毛利及毛利率.....	28

## 投资聚焦

与市场主流认识不同的是，我们认为公司作为老牌游戏研发商，可以看到公司在拥抱年轻化、国际化作出的基本面改善，未来有望看到公司在品类拓展以及游戏玩法、题材上的成果。公司以往专注于 MMORPG 的研发，尤其是即时制 MMORPG，作出多款长生命周期的代表作比如《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等。基本盘稳固的同时，我们能明显看到公司在面对游戏行业变革时所作出的积极改变，公司始终坚持研发的高投入，在研产品围绕年轻化用户，通过题材、玩法的微创新，试图满足更多用户尤其是 Z 世代玩家的需求。除了内部研发的创新，公司也通过激励创新和中后台支持吸引更多优秀的创作团队加入公司，为未来的游戏内容创新做储备。

**我们核心的推荐逻辑主要有 3 点：**（1）公司作为端游时代的老牌游戏研发商，研发基因深厚，与同行业其他游戏公司相比，研发费用支出一直领先于行业平均水平。产品力是核心竞争力的当前，以公司为代表的研发型游戏公司更胜一筹；（2）公司研运一体的能力有目共睹，MMORPG 领域多款长生命周期产品为公司贡献持续稳定的流水，其中《诛仙》手游上线长达五年时间，目前月流水仍近亿元水平。（3）在游戏行业内容与渠道的博弈变化以及玩家审美不断提升、用户年轻化的趋势下，公司拥抱年轻用户，在品类拓展、玩法题材微创新上多有储备，近两年公司将迎来一轮产品新周期。

## 公司概况：游戏驱动业绩稳健增长

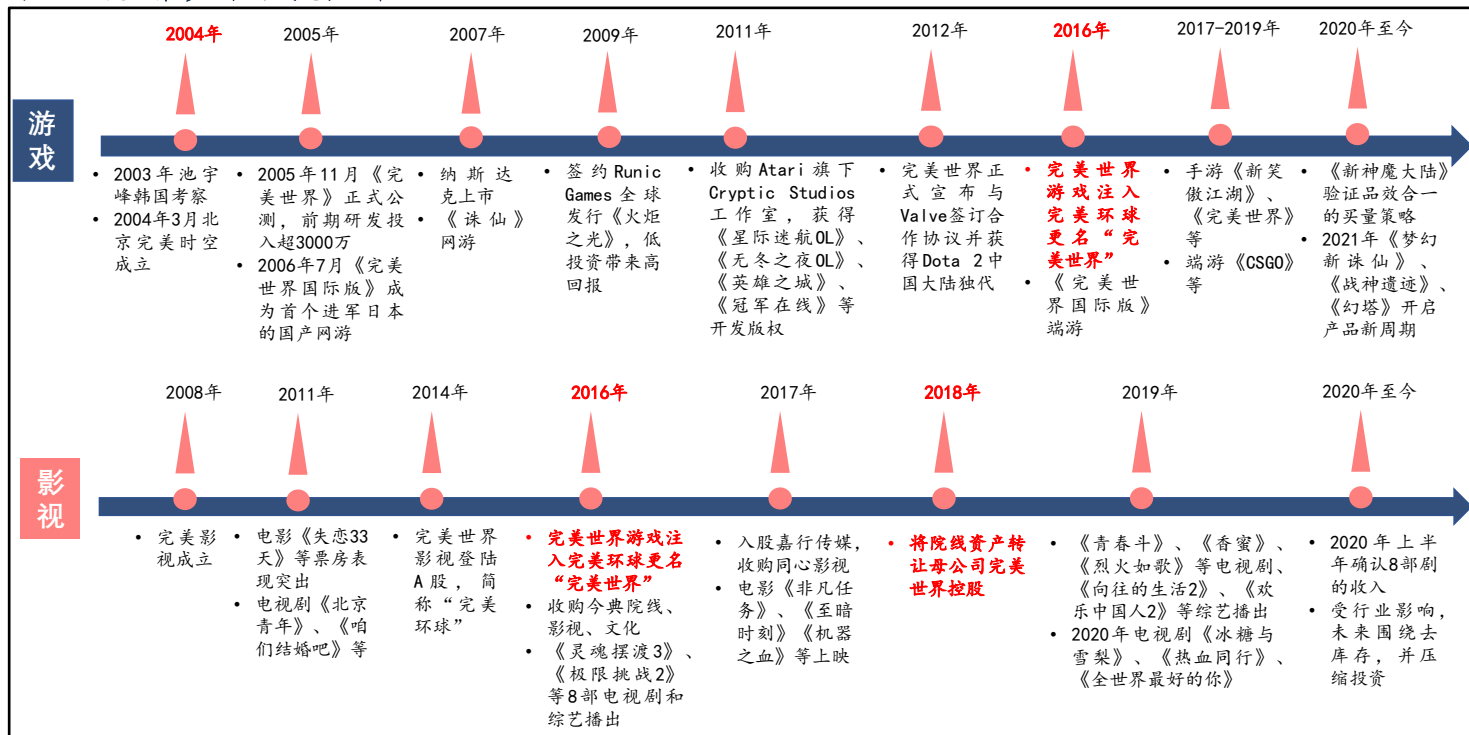
### （一）、公司概况

#### 1.1 发展历程

完美世界是国内先进的影游综合体，主要业务涵盖完美世界游戏和完美世界影视。院线业务2018年剥离上市公司后目前主要业务是游戏和电视剧。公司自2015年实行“端转手”以来，专注于MMORPG产品的研发，在即时制MMORPG有多款首月流水过亿的代表作如：

《诛仙》手游、《完美世界》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》。手游业务快速发展的同时，端游和主机游戏保持稳定发展，公司是国内稀缺的具备主机游戏研发能力的研发商。未来，公司的游戏业务将紧抓年轻用户的需求，积极拓品类并进行玩法题材的微创新，我们判断公司将有更多二次元、卡牌、ARPG等品类的产品。此外，电视剧业务将围绕去库存和精品化趋势，未来对上市公司业绩的影响将逐步减弱。

图 1：完美世界影视和游戏发展沿革

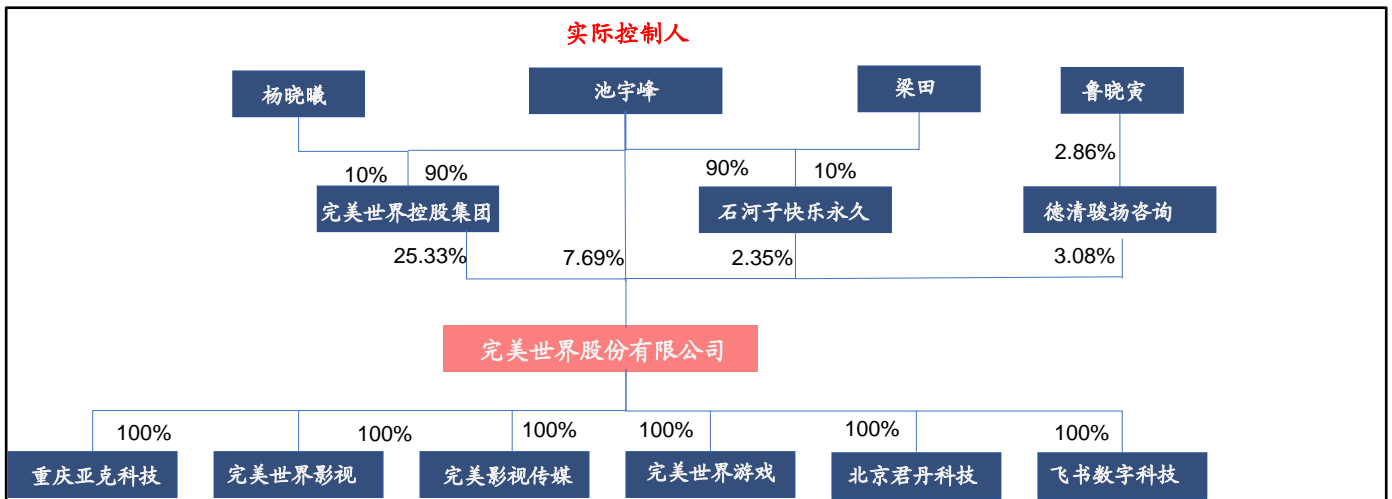


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

#### 1.2 股权结构

公司股权高度集中。公司实际控制人池宇峰实际拥有完美世界股份有限公司 32.6%的股权（通过持有完美世界控股 90%股权、石河子快乐永久 90%股权间接持有完美世界 30.58%股权和直接持有 7.69%完美世界股权）。公司旗下全资子公司包括完美世界影视、完美世界游戏、完美影视传媒、重庆亚克科技、北京君丹科技以及飞书数字科技等。

图 2：公司最新股权结构（截止到 2021.1.12）

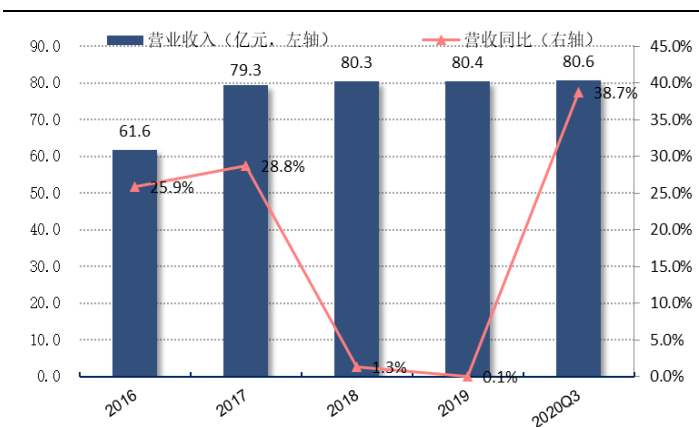


资料来源：公司财报，信达证券研发中心

## (二)、财务分析

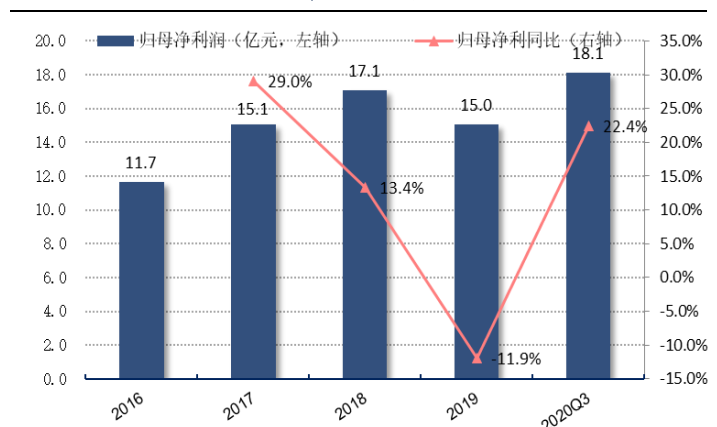
**游戏业务贡献主要业绩，2020 年影视剧存货减值后有望轻装上阵。**近年来，公司业绩增长稳健，2016/2017/2018/2019 年分别实现营业收入 61.6 亿元、79.3 亿元、80.3 亿元、80.4 亿元，同比增速为 25.9%、28.8%、1.3%、0.07%，实现归母净利润 11.66 亿元、15.05 亿元、17.06 亿元、15.03 亿元，同比增速为 767.54%、29.01%、13.38%、-11.92%。2018 年公司转让院线业务，剔除院线业务，2019 年公司的游戏及电视剧业务收入较 2018 年同比增长 6.8%，主要系《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》、《我的起源》、《新笑傲江湖》等精品游戏表现优秀，以及经典端游《诛仙》、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入。此外，公司 2019 年推出的《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《我的起源》授权第三方代发行，收入及成本金额较自营和联运较低。剔除影视业务拖累，公司 2019 年游戏业务净利润同比增长 38.7%。截止到 2020Q3，公司实现营收 80.62 亿元，同比增长 38.7%，实现归母净利润 18.07 亿元，同比增长 22.4%。根据公司 2020 年业绩预告，2020 年全年预计实现归母净利润 15.1-15.7 亿元，主要受影视剧存货减值拖累，我们认为电视剧存货减值后 2021 年将轻装上阵，未来，公司储备的精品游戏如《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等将持续贡献稳定业绩。

图 3：2016-2020Q3 营业收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2016-2020Q3 归母净利润及增速



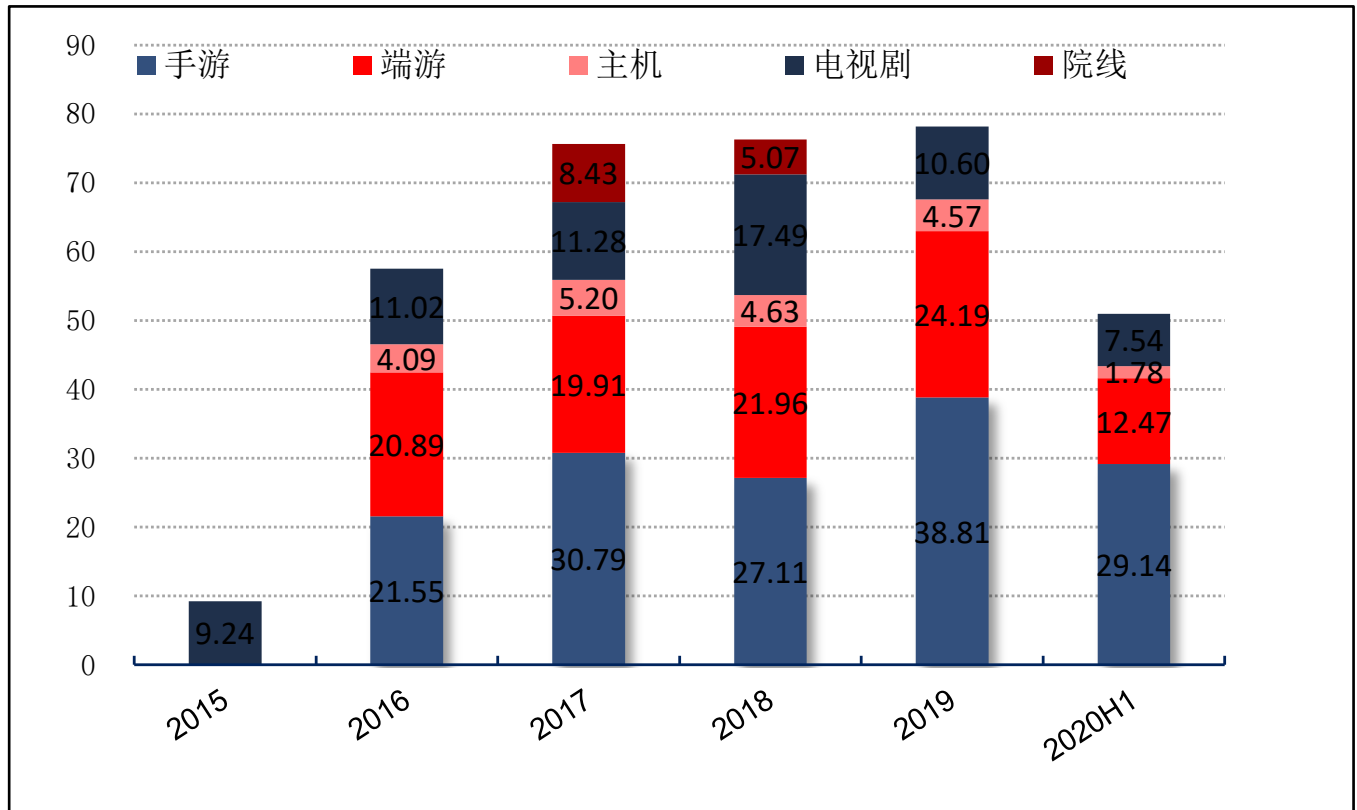
资料来源：Wind，信达证券研发中心

手游对收入贡献最大，作为 A 股稀缺的具备主机研发能力的游戏公司，端游和主机游戏持续保持稳定的收入规模，占比稳步下滑。电视剧业务将围绕去库存和压缩投资两条主线，对公司业绩影响将逐步减弱。2015 年完美世界仅有电视剧业务，收购游戏业务后游戏业务成为公司第一大主营业务。2016 年手游、端游、主机游戏、电视剧业务分别实现收入 21.55 亿元、20.89 亿元、4.09 亿元、11.02 亿元。2016 年收购今典院线后，院线业务收入成为公



司除游戏和电视剧业务收入外的第三大主营业务收入。2018 年受游戏行业版权政策收紧的不利影响,公司手游收入出现下滑,由 2017 年的 30.79 亿元减少到 2018 年的 27.11 亿元。同年,由于院线业务收入和利润表现较差,院线业务转让给母公司完美世界控股。2019 年版权发放逐步恢复后,游戏业务收入快速增长,影视业务受行业影响收入大幅下滑,公司手游、端游、主机游戏、电视剧业务分别实现收入 38.81 亿元、24.19 亿元、4.57 亿元、10.6 亿元,同比增速分别为 43.16%、10.15%、-1.30%、-39.39%。未来,公司的营收和业绩主要还是游戏业务贡献,电视剧去库存和收缩投资后对业绩影响将逐步下降。

图 5: 2015-2020H1 各业务营收构成 (亿元)

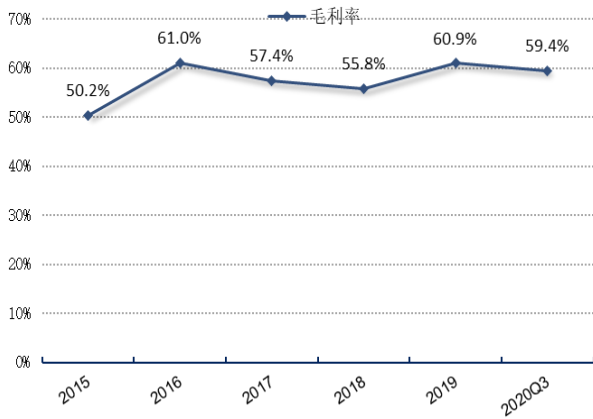


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

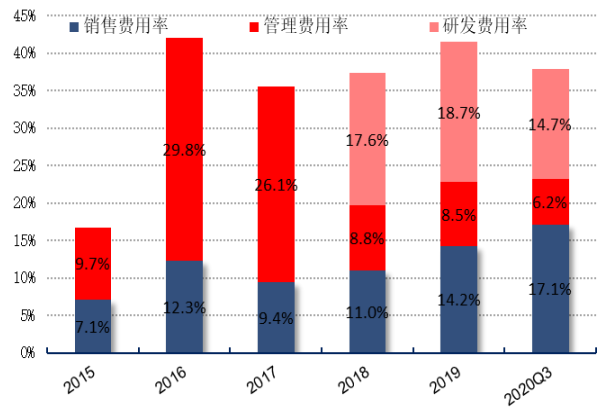
毛利率保持稳定较高水平,内部管理成本得到有效控制,研发费用和销售费用保持较高水平。2016 年以来公司毛利率始终保持在 55% 以上的较高水平,2019 年公司毛利率为 60.9%,较 2018 年提升 5.1pct,主要因为部分新游戏由腾讯独家代理发行,确认收入时以净收入确认且不递延(公司自研自发产品计毛收入且有一定递延)。2020Q1-Q3 公司整体毛利率为 59.38%,较上年同期降低 6.3pct,主要因为游戏业务中自主发行游戏占比提升导致分成成本提高。2016 年以来,公司加强内部管理成本控制,管理费用率逐年降低,由 2016 年的 29.8% 降至 2019 年的 8.5%。与此同时,公司将更多的支出用于游戏的研发和宣发费用,截止到 2020Q3 年公司研发费用率高达 14.7%,销售费用率达 17.1%。

图 6: 2015-2020Q3 完美世界毛利率

图 7: 2015-2020Q3 完美世界三项费用率



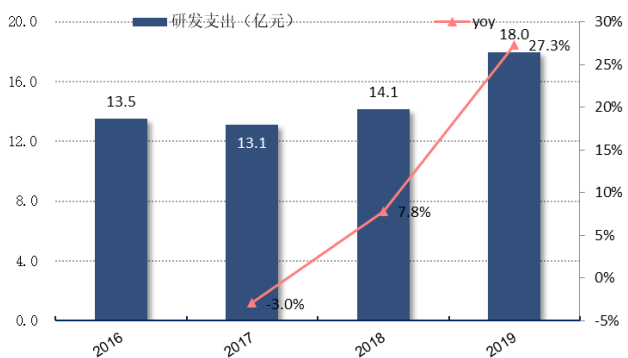
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

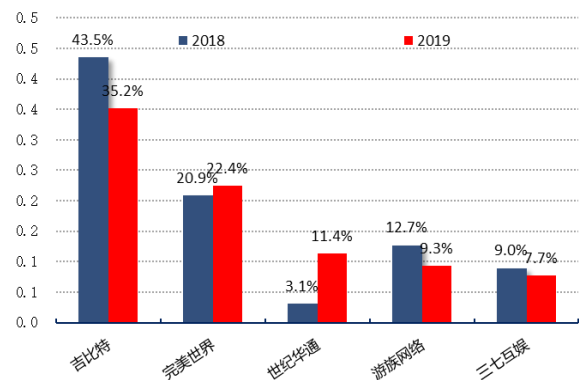
与可比公司相比,完美世界的研发支出处于较高水平。2016年以来,公司研发支出总体呈现逐年攀升趋势,2019年公司研发支出达到18亿元,同比增长27.3%。我们比较完美世界与三七互娱、游族网络、世纪华通、吉比特这四家主流游戏公司的研发费用占营业总成本比重,发现完美世界的研发费用占营业总成本比重在几家可比公司里处于较高水平,说明公司对于研发的投入和重视程度较高。

图 8: 2016-2019 年完美世界研发总支出



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

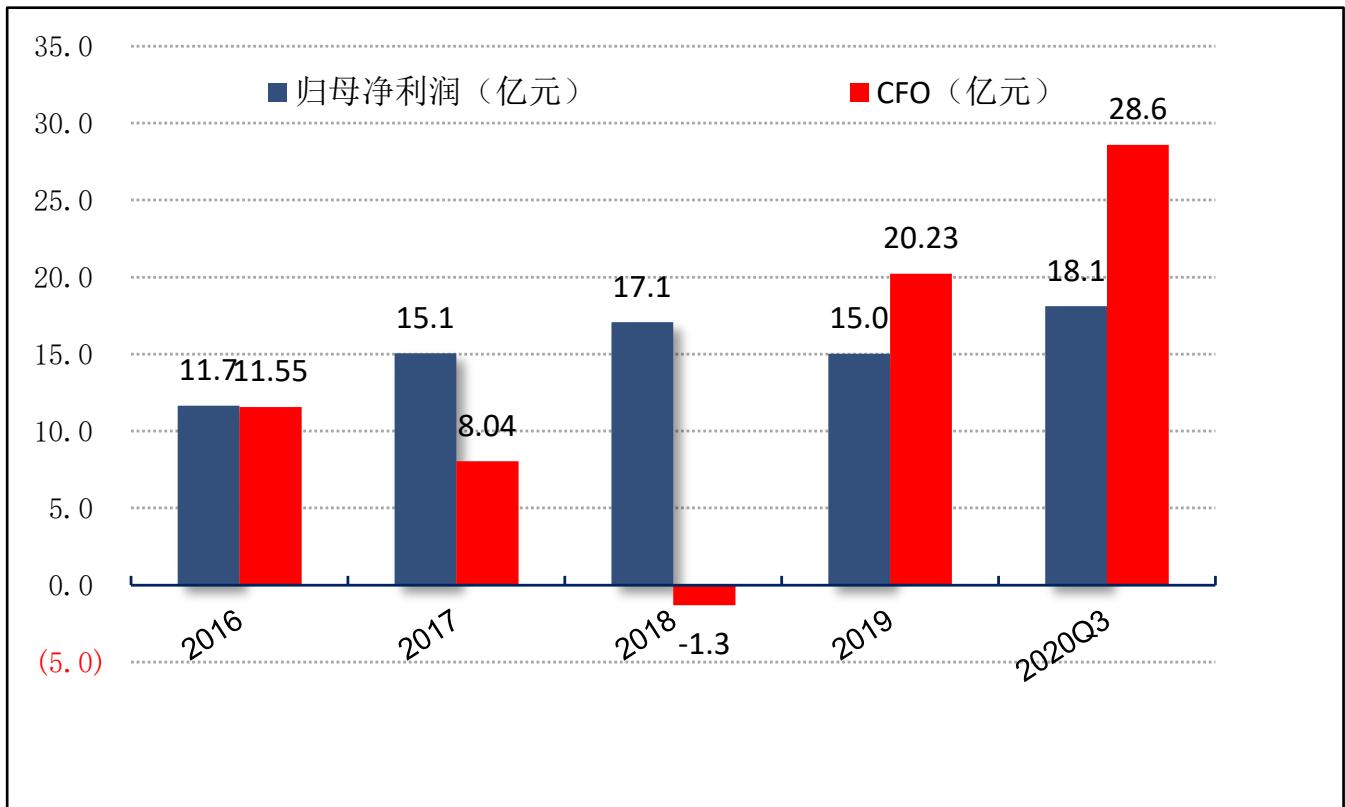
图 9: 可比公司研发费用/营业总成本



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2019年经营活动现金流净额由负转正,现金流情况大幅改善。2018年公司经营活动产生的现金流量净额为净流出1.3亿元,一方面受到游戏行业阶段性版号政策收紧影响,公司新游上线延迟,导致现金流入减少;另一方面公司影视剧业务规模扩大,相关回款按照合同约定存在一定周期。2019年经营活动现金流净额净流入20.23亿元,不仅实现现金流的由负转正,且大幅超过归母净利润,主要因为游戏业务的良好表现带来持续的流水收入,同时影视业务新剧成本支出较少。2020Q3公司现金流情况持续向好,经营活动产生的现金流净额为净流入28.6亿元,我们预计后续公司现金流整体将保持较好的状态。

图 10: 2016-2020Q3 归母净利润和经营性现金流量净额 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

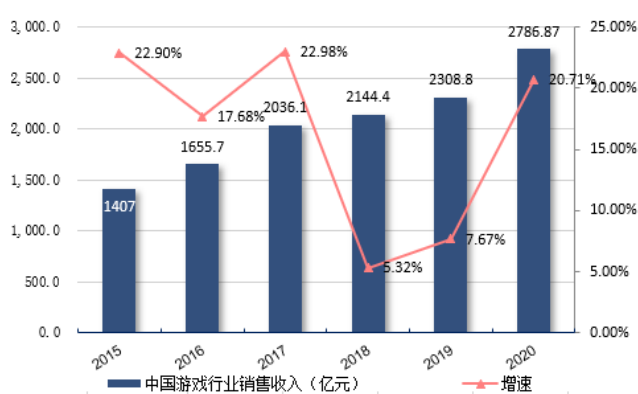
## 游戏行业：买量竞争激烈，高品质内容对渠道议价能力提升

### （一）、存量竞争时代，买量趋势日趋激烈

#### 2.1 游戏市场进入存量竞争时代

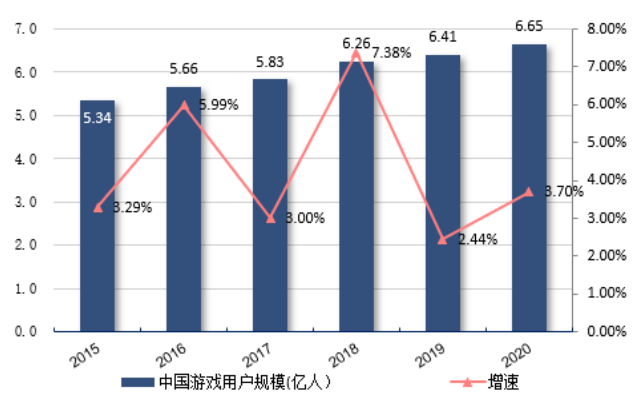
游戏行业市场规模增速放缓，用户规模较饱和。自 2018 年，中国游戏行业市场规模增速开始放缓，市场趋于成熟，连续两年增长率低于 10%。2020 年，由于疫情影响，用户在家玩游戏的机会增多，2020 年市场规模达 2786.87 亿元人民币，同比上升 20.71%。我们预计伴随疫情红利减弱，游戏市场收入增速将逐渐恢复先前水平。但随着游戏市场趋于成熟，且进入了流量 2.0 时代的人口红利后期，游戏用户规模呈现较为饱和的状态，增长缓慢，人口红利殆尽。2020 年中国游戏用户规模为 6.65 亿人，即使在疫情影响下，同比增长也仅有 3.7%，用户增长处于疲软。

图 11：2015-2020 游戏行业市场规模



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

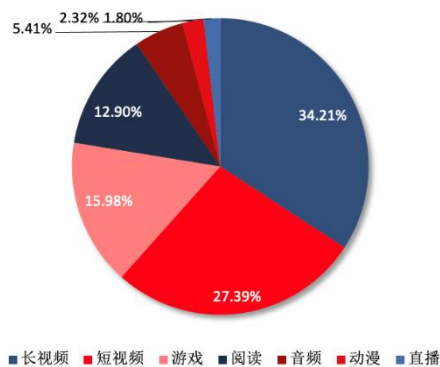
图 12：2015-2020 年游戏用户规模及增速



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

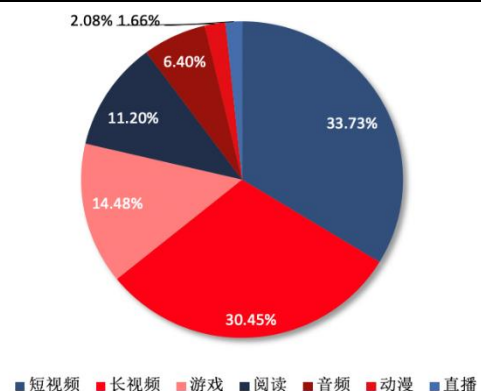
短视频等泛娱乐 APP 挤占游戏时长，挖掘单用户价值成为重点。近几年来，短视频、长视频等泛娱乐 APP 受到了网民的广泛喜爱，2020 年 1 月，短视频在全部泛娱乐 APP 使用时长中占比 33.73%，已经连续两年保持上升，这也给移动游戏行业带来了一定的竞争压力，推动游戏行业的不断升级。

图 13：2019 年中国泛娱乐 APP 使用总时长占比 (%)



资料来源：易观，信达证券研发中心

图 14：2020 年中国泛娱乐 APP 使用总时长占比 (%)

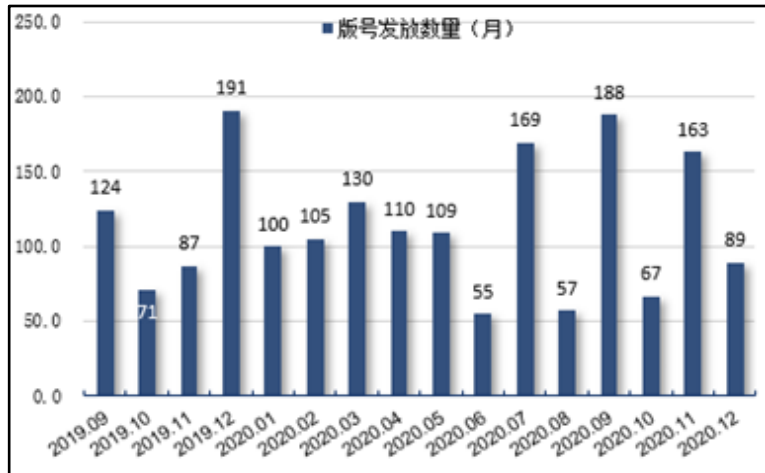


资料来源：易观，信达证券研发中心

人口红利殆尽、泛娱乐 APP 挤占时长叠加政府严监管的背景，行业整体有望稳速发展并走向精品化。2018 年，游戏版号的发放遭遇了断崖式下跌。后续逐步恢复后，2018-2020 年的版号发放数量进入常态化，2020 年游戏版号发放数量为 1342 个，虽然整体数量相较 2017 年及以前有较大下滑，但有效确保了大部分游戏厂商产品计划基本回归正常，从基本盘方面有效维持住了市场规模的增长。在“总量控制、强化内容道德审核、鼓励精品”的版号审批背

景下，游戏厂商对产品的质量愈发重视。2020年，苹果及穿山甲平台对于版号、马甲包都发布了更为严苛的要求，同质化产品加速出清，行业“精品化”成为必然趋势。

图 15: 2019.09-2020.12 版号发放数量



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

## 2.2 头部大厂入局买量市场，抢夺存量用户

中头部厂商优质产品储备丰富，综合实力较强，纷纷入局买量市场，占据了大部分手游买量份额。优质存量产品将加剧买量竞争，未来游戏推广的市场将以大厂竞争格局为主。根据 DataEye 发布的投放指数来看，2020年，腾讯对于策略类游戏《乱世王者》及 MMORPG 类游戏《天涯明月刀》的投放较大。网易则聚焦于《梦幻西游》系列及《率土之滨》进行了大量的投放。完美世界主要投放 MMORPG 类游戏《新神魔大陆》及《新笑傲江湖》。游族网络更针对三国题材游戏进行投放。

表 1: 2020 年各上市公司投放头部手游产品买量情况

厂商	游戏名称	题材	玩法	投放指数
腾讯	乱世王者	三国	策略	14500
	天涯明月刀	武侠	MMORPG	8377
网易	梦幻西游网页版	西游	放置	70040
	梦幻西游	西游	回合制	17382
	率土之滨	三国	策略、卡牌	16978
	大话西游	西游	回合制	11383
	梦幻西游三维版	西游	MMORPG	10665
	一梦江湖	武侠	MMORPG	9087
	倩女幽魂	仙侠	MMORPG	7428
	西游单机版	西游	回合制	6819
三七互娱	精灵盛典：黎明	魔幻	MMORPG	6396
完美世界	新神魔大陆	魔幻	MMORPG	17667
	新笑傲江湖	武侠	MMORPG	16930
游族	少年三国志：零	三国	卡牌	34185
	少年三国志 2	三国	卡牌	33419
	荒野乱斗	魔幻	射击	10412

资料来源：DataEye，信达证券研发中心

根据 DataEye 《2020 移动游戏全年买量白皮书》，我们看到相比 2019 年，买量市场除了老牌买量公司外，还新增了腾讯、网易、游族和比特漫步（字节跳动旗下发行品牌）等游戏大厂。

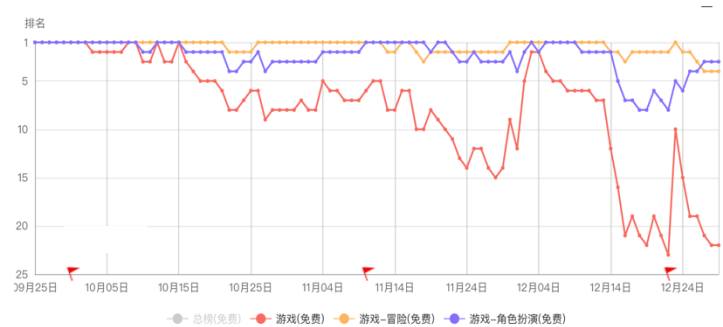
表 2: 公司主体买量榜单 TOP100

2019		2020	
排名	公司名	排名	公司名
1	上海硬通网络科技有限公司	1	广州网易计算机系统有限公司
2	上海弘贯网络科技有限公司	2	深圳市腾讯计算机系统有限公司
3	广州大蓝网络科技有限公司	3	上海游族信息技术有限公司
4	杭州悦玩网络科技有限公司	4	北京比特漫步科技有限公司
5	成都哆可梦网络科技有限公司	5	杭州网易雷火科技有限公司
6	广州冰鸟网络科技有限公司	6	江西贪玩信息技术有限公司
7	江西贪玩信息技术有限公司	7	武汉掌游科技有限公司
8	广州诗悦网络科技有限公司	8	南京网眼软件有限公司
9	安徽尚趣玩网络科技有限公司	9	江苏腾奕网络技术有限公司
10	海南妙游网络科技有限公司	10	上海小鲜网络科技有限公司

资料来源: DataEye-ADX, 信达证券研发中心

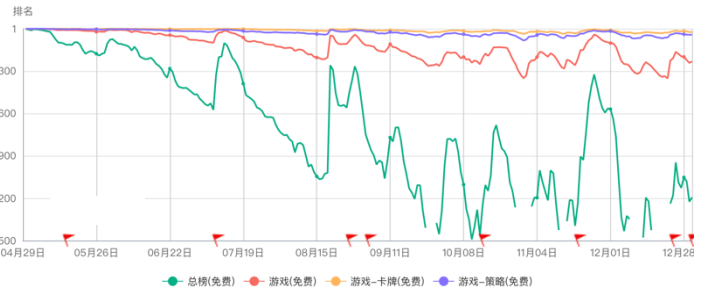
随着字节系、腾讯系、B站、TapTap等垂类APP的快速增长,游戏买量门槛降低,买量更加透明化。因此,具有精品的游戏内容、优质的IP和卓越的研发能力的游戏研发商能够与渠道商进行谈判和抗争,重品质的游戏研发商地位会不断提升,拥有更高的议价能力。与此同时,这些游戏上线后的表现也十分亮眼。2020年,米哈游《原神》选择的上线平台为App Store、官网、TapTap及B站,而不是主流安卓平台,但其赚钱效应有目共睹。同样作为2020年上线的现象级手游,《最强蜗牛》也并未在应用宝、百度助手、华为等平台上线。

表3: 未上线主流平台的部分游戏

游戏名称	研发商	发行商	游戏类型	上线渠道	未上线渠道	七麦数据游戏榜单排名
《原神》	米哈游	米哈游	冒险	App Store、小米、魅族、官网、B站、TapTap	华为、VIVO、OPPO、应用宝、百度、360、豌豆荚	<p>2020.9.25 上线</p> 
《万国觉醒》	乐狗游戏	莉莉丝	SLG	App Store、官网、TapTap、九游、应用宝、百度、豌豆荚	华为、小米、VIVO、OPPO、魅族、360	<p>2020.9.22 上线</p> 

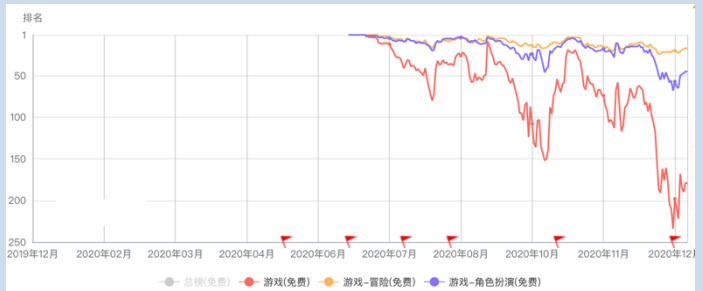
《明日方舟》 鹰角网络  
 鹰角网络  
 SLG  
 App Store、VIVO、应用宝、百度、360、豌豆荚、TapTap、B站、官网  
 华为、小米、OPPO、魅族

2019.4.30 上线



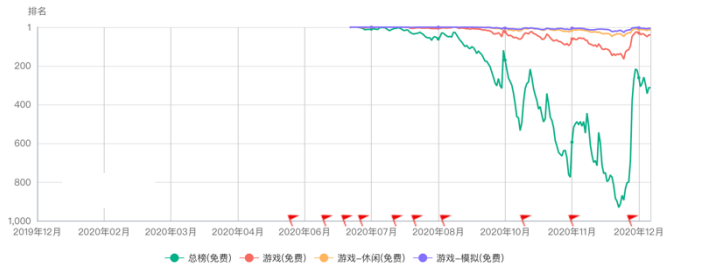
《最强蜗牛》 青瓷游戏  
 青瓷游戏 放置类  
 App Store、TapTap、B站、官网、小米  
 华为、VIVO、OPPO、魅族、应用宝、百度、360、豌豆荚

2020.6.22 上线



《江南百景图》 椰岛游戏  
 椰岛游戏 模拟经营类  
 App Store、TapTap  
 华为、小米、VIVO、OPPO、魅族、应用宝、百度、360、豌豆荚

2020.7.2 上线



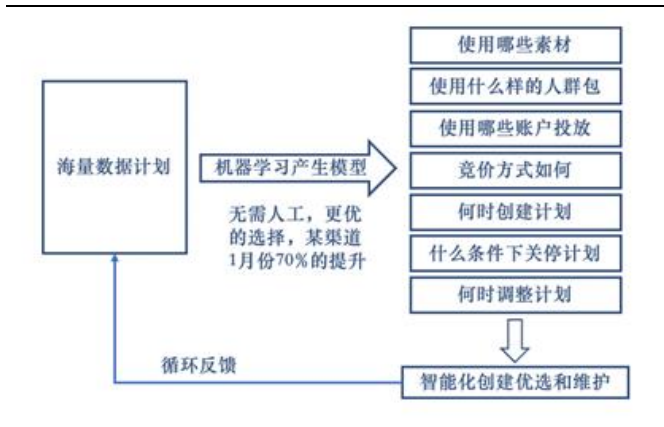
资料来源：七麦数据，游戏官网，信达证券研发中心

### 2.3 未来买量靠精细化和创意素材，品效合一主题是

随着大厂入局，游戏买量市场的红利基本所剩无几，利润空间被大幅压缩。首先，优质流量稀缺导致买量竞争愈发激烈，媒体的 eCPM（预估的千次网页展示收入）持续上涨，导致流量成本的上升。同时，随着用户心智成长，“买量-转化-收入”的模式已经一去不返，广告投放效率较低。其次，素材同质化问题较为严重，对于热点的频繁使用会导致用户对广告产生较大的审美疲劳。因此，通过提高买量效率提升用户留存和转化，做到买量精细化，素材创新化，品效合一，减少各个环节中的费用浪费，才能够达到盈利的目的。例如，2019 年，三七互娱投入使用智能化投放系统“量子-天机”，广告投放的精度持续提升，从而获得较高的 ROI，公司在国内手机游戏发行市场”精细化“运营的优势凸显；2020 年，完美世界上线的《新神魔大陆》成功验证公司品效合一的买量策略。

图 16：三七互娱量子系统

图 17：《新神魔大陆》品效合一的买量策略



资料来源：三七互娱投资者交流会，信达证券研发中心



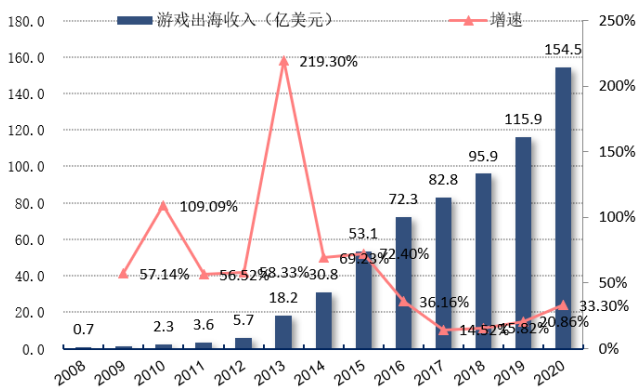
资料来源：完美世界官网，信达证券研发中心

## (二)、另一方面，加快增量市场的争夺

### 2.4 出海市场：MMORPG 仍有较大空间

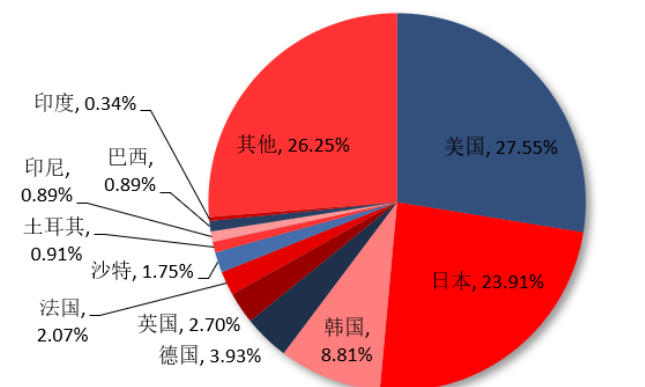
国内市场不景气，海外移动化发展空间更大使游戏出海成为必然，2020年中国游戏出海收入保持高增速。19年在实行版号总量控制后，版号发放数量进一步减少，国内市场不景气，更多的公司加大对海外游戏市场的开发。2020年中国游戏出海收入达到154.5亿美元，同比增长33.3%。从出海收入分布看，美国、日本、韩国是中国游戏出海的主要方向。根据游戏工委的数据，2020年中国游戏出海收入中，美国占27.55%，是游戏出海的第一大方向，日本占比23.91%，韩国占8.81%分别是第二、第三大出海方向。

图 18：2008-2020 年中国游戏出海收入规模及增速



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

图 19：2020 年中国游戏出海重点区域收入分布

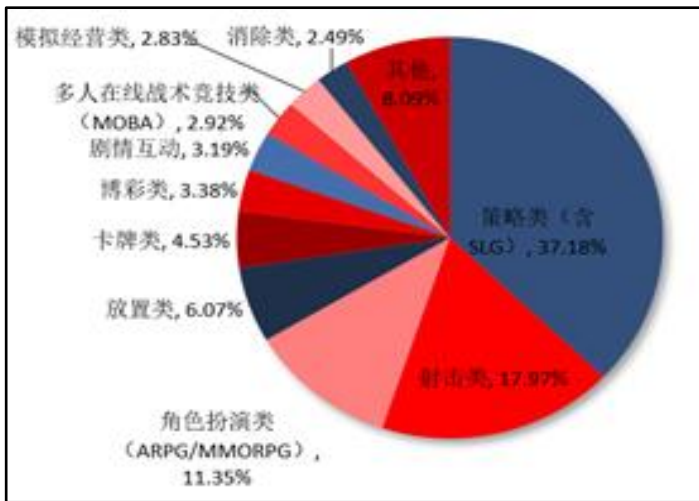


资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

从出海游戏类型来看，策略类（含SLG）、射击类和角色扮演类（ARPG/MMORPG）游戏收入为中国自主研发移动游戏海外市场收入的主要来源。2020年中国游戏海外市场收入中，策略类（含SLG）所占比例为37.18%，是所有类型中占比最高的。射击类占比17.97%，角色扮演类（ARPG/MMORPG）占比11.35%，其余类型游戏所占比例均低于10%。

图 20：2020 年中国游戏出海收入前 100 类型收入占比



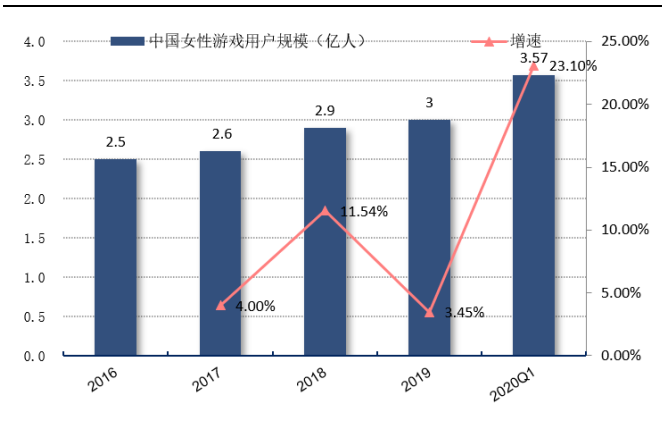


资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

## 2.5 细分品类市场的开拓

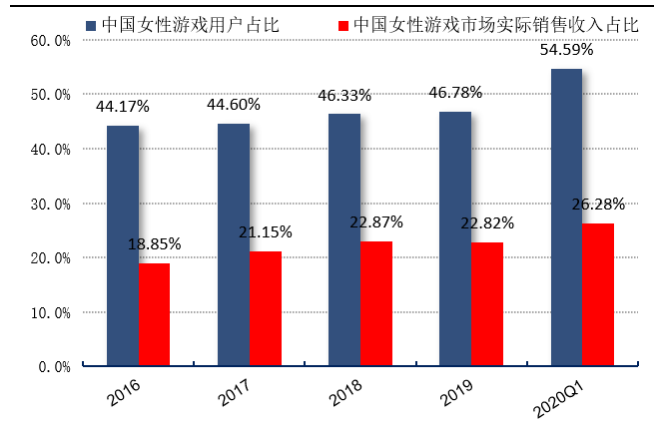
随着面向女性消费群体的产品线逐步成熟，女性游戏用户市场不断扩大。2019年我国女性游戏用户规模3亿人，2020年第一季度达到3.57亿人，与上年同期相比增速为23.1%。根据游戏工委的数据，目前女性用户规模占到总游戏用户规模近一半，但贡献的销售收入不足四分之一，因此女性向游戏的消费潜力仍然有待挖掘。

图 21：2016-2020Q1 我国女性游戏用户规模及增速



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

图 22：2016-2020Q1 我国女性游戏市场实际销售收入贡献

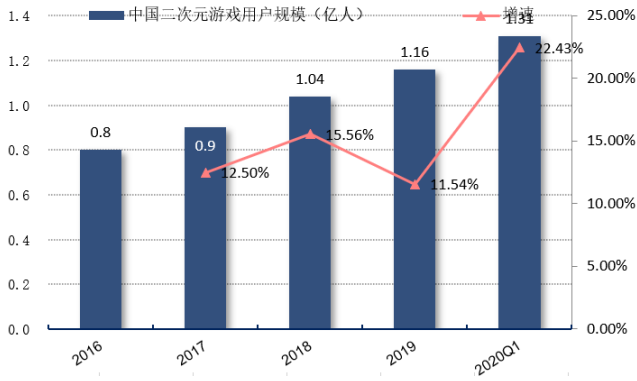


资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

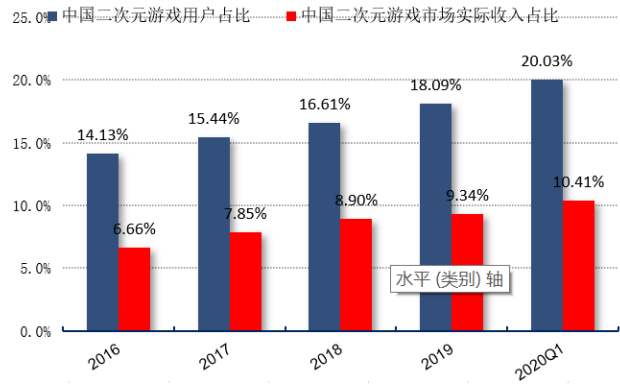
二次元文化在国内受到越来越多年轻人的追捧，我国二次元游戏用户规模加速扩大。2019年，我国二次元游戏用户为1.16亿，与2016年相比年复合增速为13.2%。2020年第一季度，二次元游戏用户增加至1.31亿。目前二次元游戏用户规模占总游戏用户规模比例约五分之一，贡献销售收入约占十分之一，消费潜力同样有待挖掘。

图 23：2016-2020Q1 我国二次元游戏用户规模及增速

图 24：2016-2020Q1 二次元游戏市场实际销售收入贡献



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

**2021年第一批版号发放中有三款二次元游戏获得版号：**拉风游戏的女性向游戏《猫之宿约者》，TapTap 评分 9.3，预定年内上线；XY 游戏研发的《零之战线》，TapTap 评分 8.2，一款二次元放置卡牌游戏；上海乐响研发的《蔚蓝特攻》，一款融合了银河恶魔城以及 Roguelike 玩法的 2D 横版动作手游。

图 25：2021 年首批版号下发游戏中的三款二次元游戏



资料来源：TapTap，信达证券研发中心

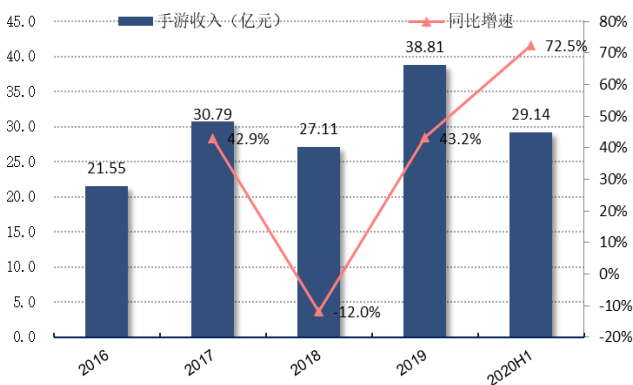
## 游戏进入产品新周期，影视收缩投资降低风险

### (一)、游戏业务：产品矩阵多元化，持续稳步向前

#### 3.1 手游：拥抱年轻用户，期待创新品类

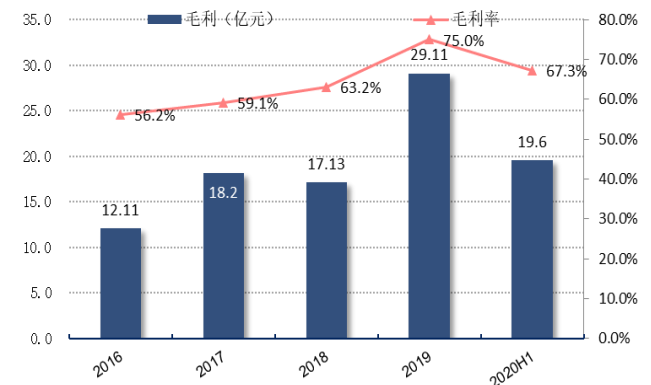
手游收入增速持续稳定，贡献主要业绩增速。除了 2018 年由于版号数量控制导致手游收入增速为负外，其余年份皆保持 40% 以上的稳定增速，其中 2020 年上半年手游收入 29 亿元，同比大增 72.5%，主要因为年初受疫情影响的宅娱乐背景下，《新笑傲江湖》、《完美世界》、《诛仙》、《神雕侠侣 2》等手游流水表现稳定，同时手游出海业务贡献增量业绩。2020 年上半年实现毛利 19.6 亿元，同比增长 47.5%，毛利增速低于收入增速主要因为自主发行游戏占比提升导致分成成本提高，毛利率相对 2019 年有所降低。

图 26：2016-2020H1 完美世界手游收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27：2016-2020H1 完美世界手游毛利



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

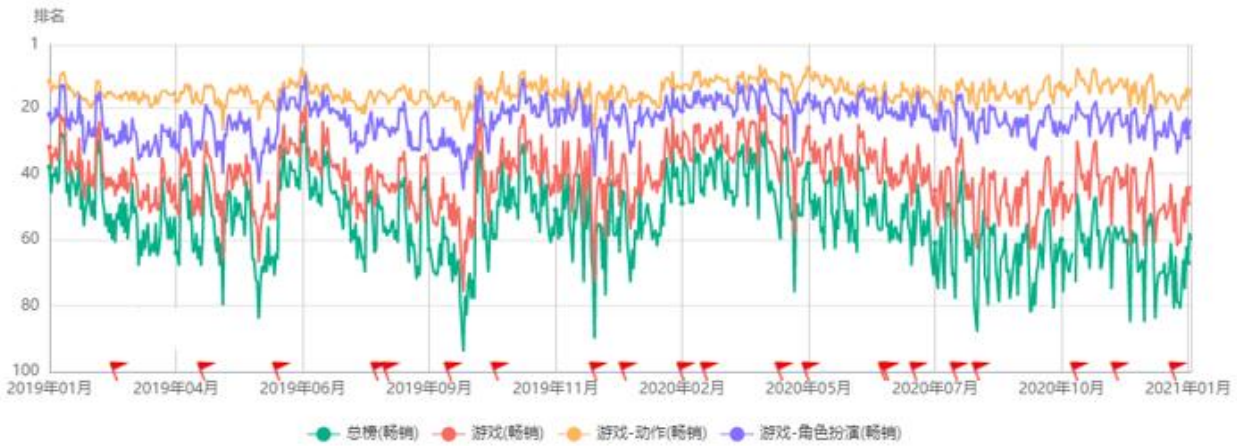
#### 3.1.1 MMORPG 基本盘稳固，《新神魔》验证品效合一

公司擅长的 MMORPG 游戏市场份额位居市场第二，仅次于网易，根据公司公布，2020 年公司在国内自研 MMORPG 游戏的流水市场份额占比达到四分之一。目前对流水贡献依旧比较大的老游戏包括《新神魔大陆》、《完美世界手游》、《新诛仙手游》、《新笑傲江湖》、《我的起源》以及《神雕侠侣 2》等，其中《新神魔大陆》、《完美世界手游》、《新笑傲江湖》、《新诛仙手游》目前的 iOS 端畅销榜排名仍稳居 Top50 左右。

《新诛仙手游》为公司 2016 年 8 月推出的即时制 MMO 产品，首月流水超 4 亿元，运营至今的四年多时间持续为公司贡献稳定流水，目前的 iOS 端游戏畅销榜排名依旧在 Top50 左右，我们判断当前的月流水仍维持在 1 亿元左右的水平。

图 28：《新诛仙手游》2019.1.10-2021.1.10 期间 iOS 端畅销榜排名

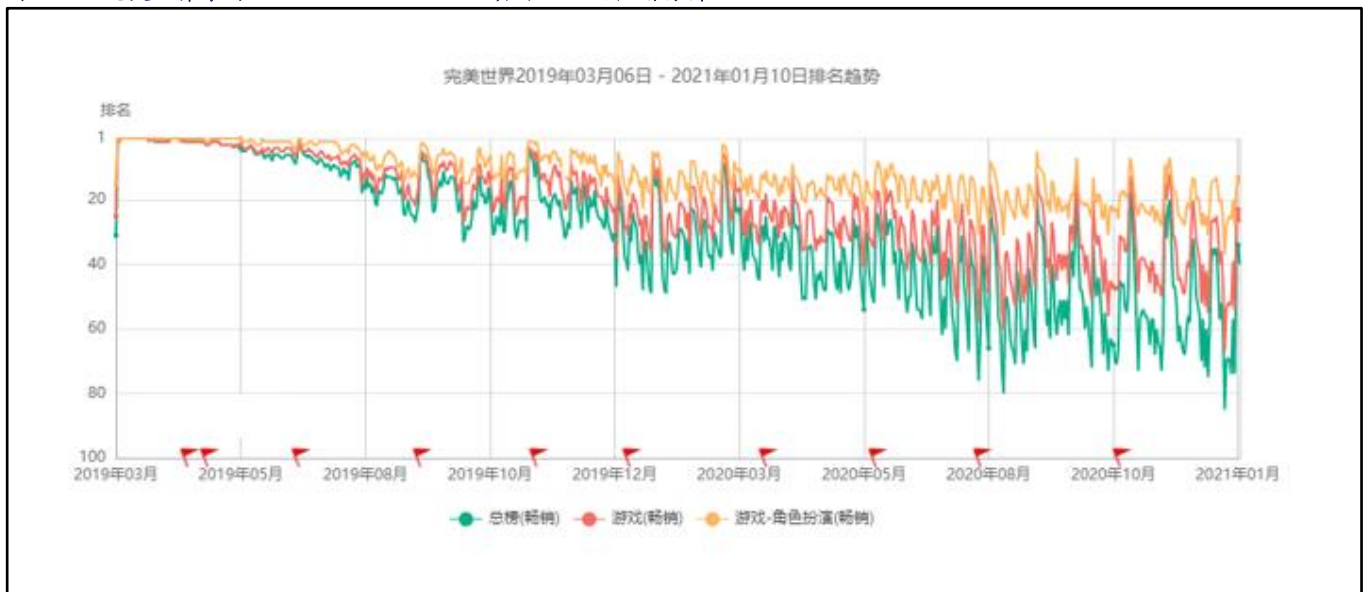
新诛仙2019年01月10日 - 2021年01月10日排名趋势



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

《完美世界手游》是由腾讯代理的即时制 MMO 产品，2019 年 3 月上线，上线后连续 17 天居于畅销榜第一，首月流水我们估计超 10 亿元。该产品上线将近两年排名依旧很靠前，2020 年下半年的月流水持续稳定在亿元级别，相比其他同类别的 MMO 产品，该产品表现出了极强的生命周期，对公司 2019-2020 年的业绩形成较大的支撑。

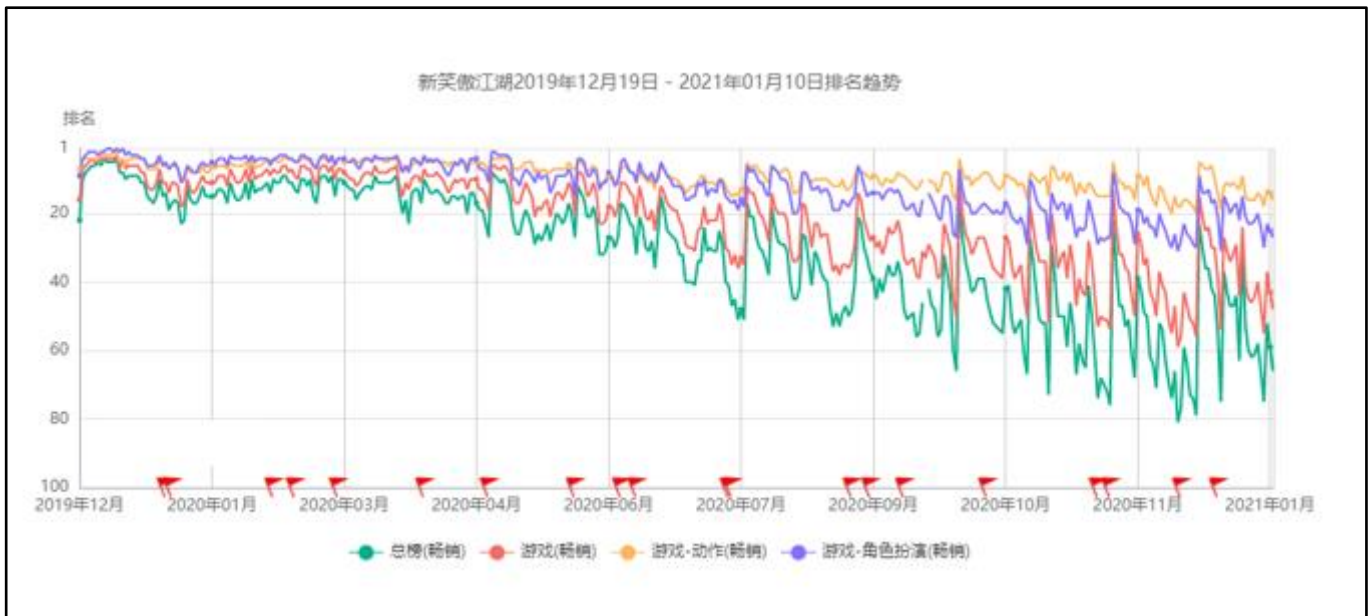
图 29: 《完美世界手游》2019.3.6-2021.1.10 期间 iOS 端畅销榜排名



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

《新笑傲江湖》同样为即时制的 MMO 产品，此款产品是公司自研自发，于 2019 年 12 月底上线，虽然与《完美世界手游》相比排名下滑略快，但也保持近一年的畅销榜 Top50，目前的月流水仍有近亿。

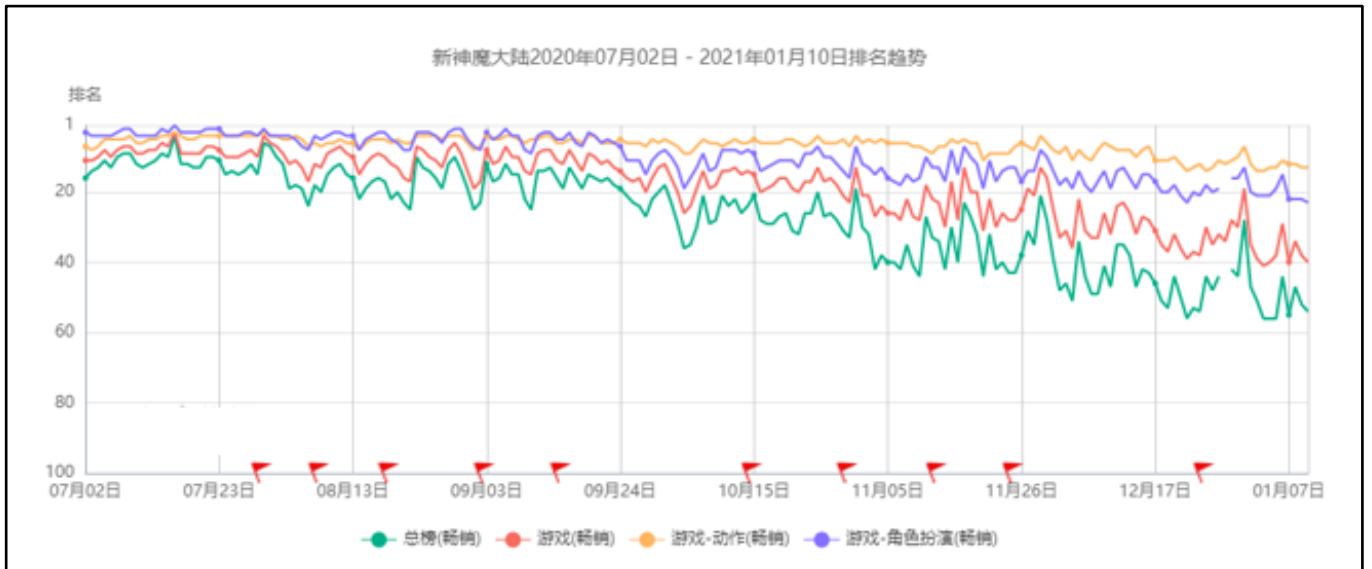
图 30: 《新笑傲江湖手游》2019.12.19-2021.1.10 期间 iOS 端畅销榜排名



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

《新神魔大陆》是2020年7月上线的即时制MMO产品，是成功验证公司品效合一买量策略的标杆性产品。首月流水近5亿元，8月在大幅减少买量支出的情况下我们判断流水依然保持3个亿左右，至今从畅销榜排名来看仍有不错表现，成功验证公司品效合一的买量策略。

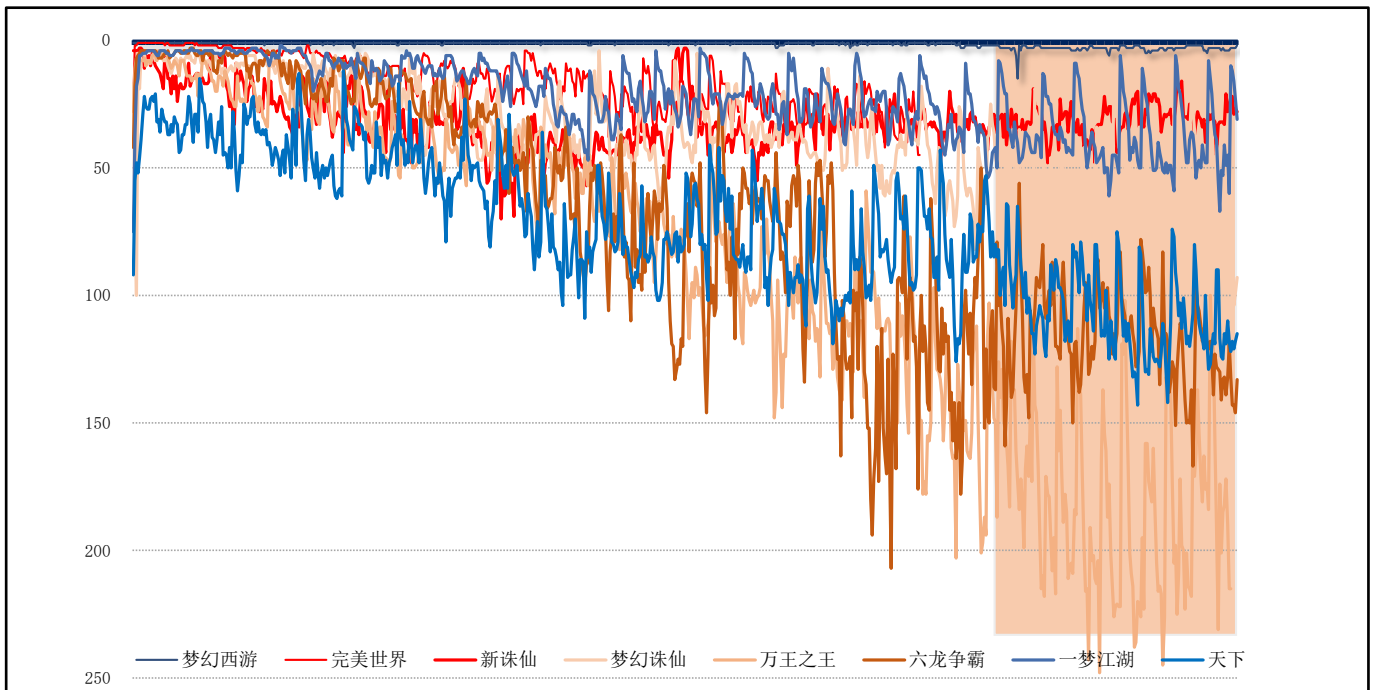
图 31：《新神魔大陆》2020.7.2-2021.1.10 期间 iOS 端畅销榜排名



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

从以上老游戏的长线表现我们可以看出公司的长线运营能力较强，且与核心品类同样是MMORPG的网易和祖龙娱乐等同业相比，完美世界的长线运营能力高于行业平均。我们选取MMORPG品类市场份额前三的游戏研发公司网易、完美世界、祖龙娱乐，抽取其具有代表性产品上线两年内的畅销排名，我们可以发现，除了网易的《梦幻西游》一直保持Top10的绝对领先地位，总体来看，完美世界的游戏上线两年内畅销排名持续稳定在靠前的位置，产品的生命周期强于网易和祖龙娱乐。

图 32：网易、完美、祖龙三家公司的MMORPG产品上线两年内畅销排名对比



资料来源：祖龙娱乐招股说明书，七麦数据，信达证券研发中心

注释：蓝色曲线、红色曲线、黄色曲线分别代表网易、完美世界和祖龙娱乐的产品

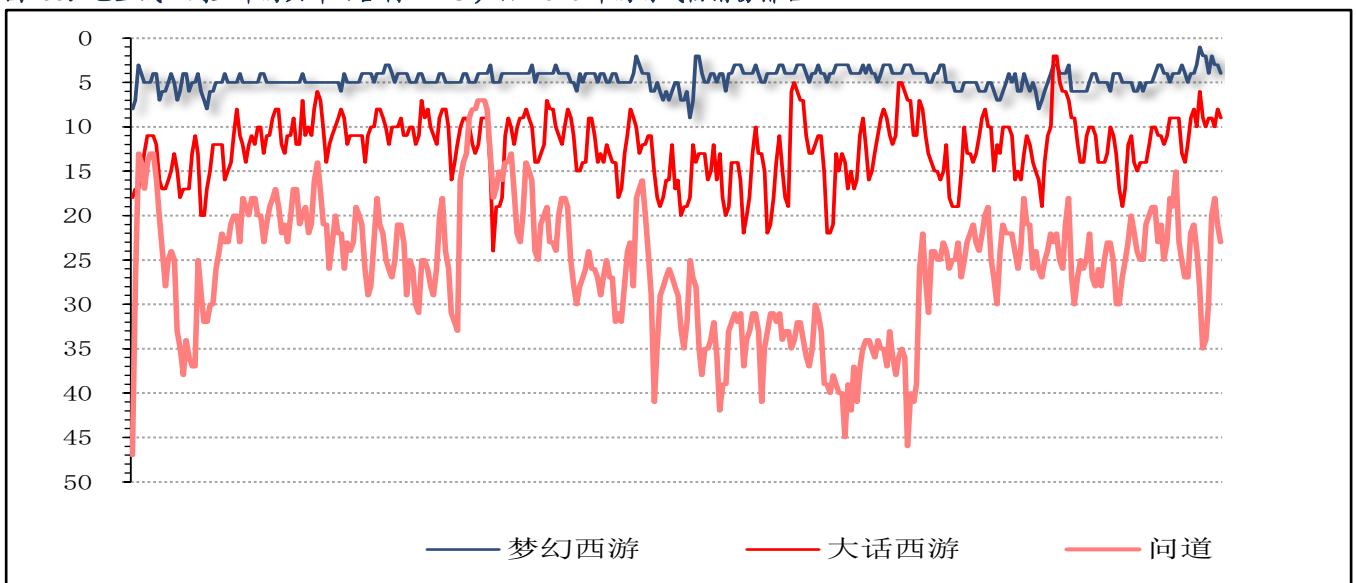
### 3.1.2 2021 年上半年 3 款重磅产品，见证公司研发在题材、玩法上的微创新

#### 梦幻新诛仙：有望实现对头部回合制 MMORPG 产品的攻破

公司以往在即时 MMO 产品上获得较为成功的表现，如《完美世界手游》、《新诛仙》都是即时制 MMO，产品生命周期都非常长，相比而言，回合制 MMO 的长线运营表现欠佳，如《神雕侠侣 2》。

端转手时代，回合制 MMO 是一个商业化价值极高的品类，同时也是易守难攻、门槛较高的品类，头部回合制 MMO 上线四五年后依然稳居畅销榜单靠前的位置，如网易的《梦幻西游》、《大话西游》、吉比特的《问道》等。对于公司而言，若能对头部回合制 MMO 市场实现攻破，商业价值不言而喻。

图 33：已上线四到五年的头部回合制 MMO 产品 2020 年的游戏暢銷榜排名



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

我们认为梦幻新诛仙有望对头部回合制 MMO 产品实现突破的条件主要体现在两方面：1) 有诛仙大 IP 的加持。从《新诛仙》的表现来看，诛仙 IP 的核心用户转化是非常成功的，《新诛仙》上线四年后依然保持近亿级别的流水。从《新诛仙》的经验来看，《梦幻新诛仙》有望受益于大 IP 的核心用户转化，目前全平台预约量达到 541 万人次；2) 不断的打磨优化，研发周期拉长保障品质。由于前一轮测试效果不太理想，公司拖延上线时间并增加 1-2 个月的时间对产品进行调优。从最新一轮的测试数据和用户留存来看，调优迭代的效果比较理想，TapTap 评分 8.5 分，研发周期的拉长保障了高品质的输出。

图 34:《梦幻新诛仙》宣传图 1



资料来源: TapTap, 信达证券研发中心

图 35:《梦幻新诛仙》宣传图 2

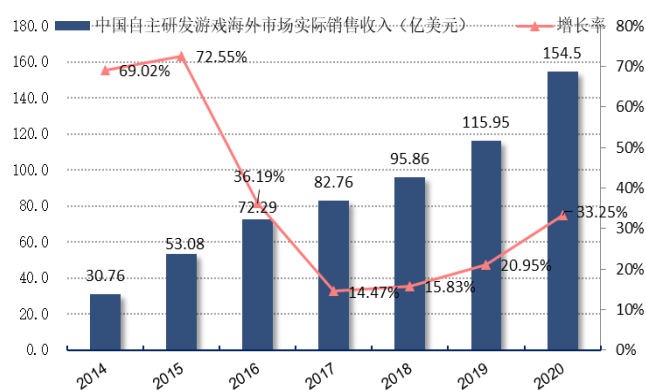


资料来源: TapTap, 信达证券研发中心

### 战神遗迹：题材有利于欧美出海

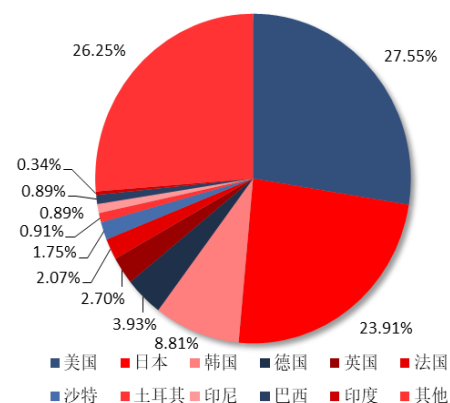
2020 年自主研发游戏海外市场收入同比增长 33%，美国为中国游戏企业出海重点目标市场。2020 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 154.5 亿美元，同比增长 33.25%，继续保持稳定增长。从地区分布来看，出海美国、日本、韩国的收入占比分别为 27.6%、23.9%、8.8%，三个地区合计占比达到 60%。可以看到，近两年美国成为中国游戏企业出海的重点目标市场，能否成功攻克欧美市场对于游戏公司能否实现全球化具有重要意义。

图 36: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率



资料来源: 伽马数据, 信达证券研发中心

图 37: 2020 年中国自主研发移动游戏海外地区收入分布

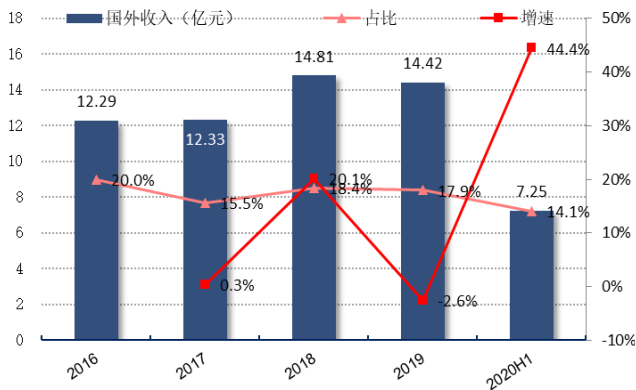


资料来源: 伽马数据, 信达证券研发中心

公司以往东方玄幻仙侠题材为核心的产品线限制手游出海效果，与同行相比国外收入占比较低。完美世界手游业务自发展以来一直坚持端转手策略，而端游产品主要为《完美世界》、《神雕侠侣》、《诛仙 3》等东方玄幻仙侠游戏。因此公司手游产品出海接受度相对由海外团队研发的主机产品较低，而主机游戏营收占公司整体营收比例 2019 年仅为 5.69% 左右，难以贡献大量流水。这些因素导致公司国外营收占公司整体营收比例较同行偏低，2019 年

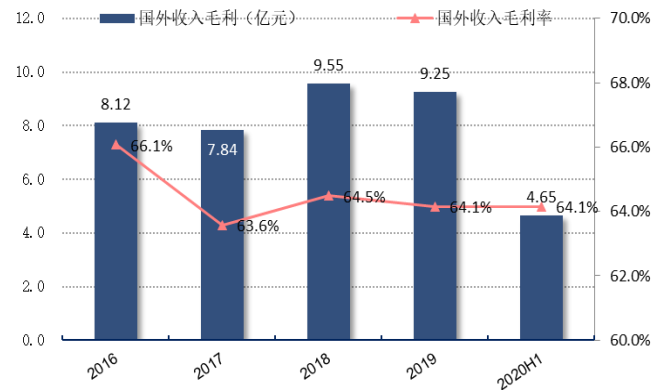
17.9%，2020年上半年为14.1%，该比例相比于游族网络、掌趣科技和昆仑万维等A股游戏出海相对领先的公司仍有一定差距。

图 38: 公司国外收入、占比及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 39: 公司国外收入毛利及毛利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

而《战神遗迹》是一款符合欧美审美的魔幻动作题材的游戏，有助于公司打开欧美出海市场。该游戏融入 Roguelike 玩法，玩家面临随机生成的迷宫、地形重组以及突发陷阱等未知挑战，充满挑战性。本身游戏制作团队之前做过《狂暴之翼》，经验比较丰富，目前 TapTap 评分 8.8 分。根据游戏本身特征，我们判断该产品的商业化表现跟 MMO 前高后低不一样，将经历一个向上的爬坡过程。

图 40: 《狂暴之翼》宣传图



资料来源: TapTap, 信达证券研发中心

图 41: 《战神遗迹》宣传图



资料来源: TapTap, 信达证券研发中心

### 幻塔: 二次元+开放世界元素

2020 年上线并迅速成为现象级游戏的《原神》由于其赚钱效应吸引了广大游戏制作商的眼光，2021 年将涌现更多的二次元和开放世界类游戏，我们看到 2021 年首批版号下发中就有 3 款二次元游戏。

公司紧随游戏市场审美潮流，2021 年将上线二次元+开放世界要素的 MMO 产品《幻塔》。该产品是由 Hotta Studio 研发的一款二次元沉浸式开放世界手游，是公司首款运用 UE4 引擎打造的手游，TapTap 评分 9.1 分。近期，我们在哔哩哔哩上看到公司公布的全新实机 PV，与 3 个月前第一次公布的 PV 相比，游戏画面表现和游玩体验有了很大程度上的提升，玩家期待值非常高。除了《幻塔》之外，祖龙娱乐的《诺亚之心》也是期待值比较高的一款开放大世界类 MMORPG 产品。



**图 42:《幻塔》更新优化前**

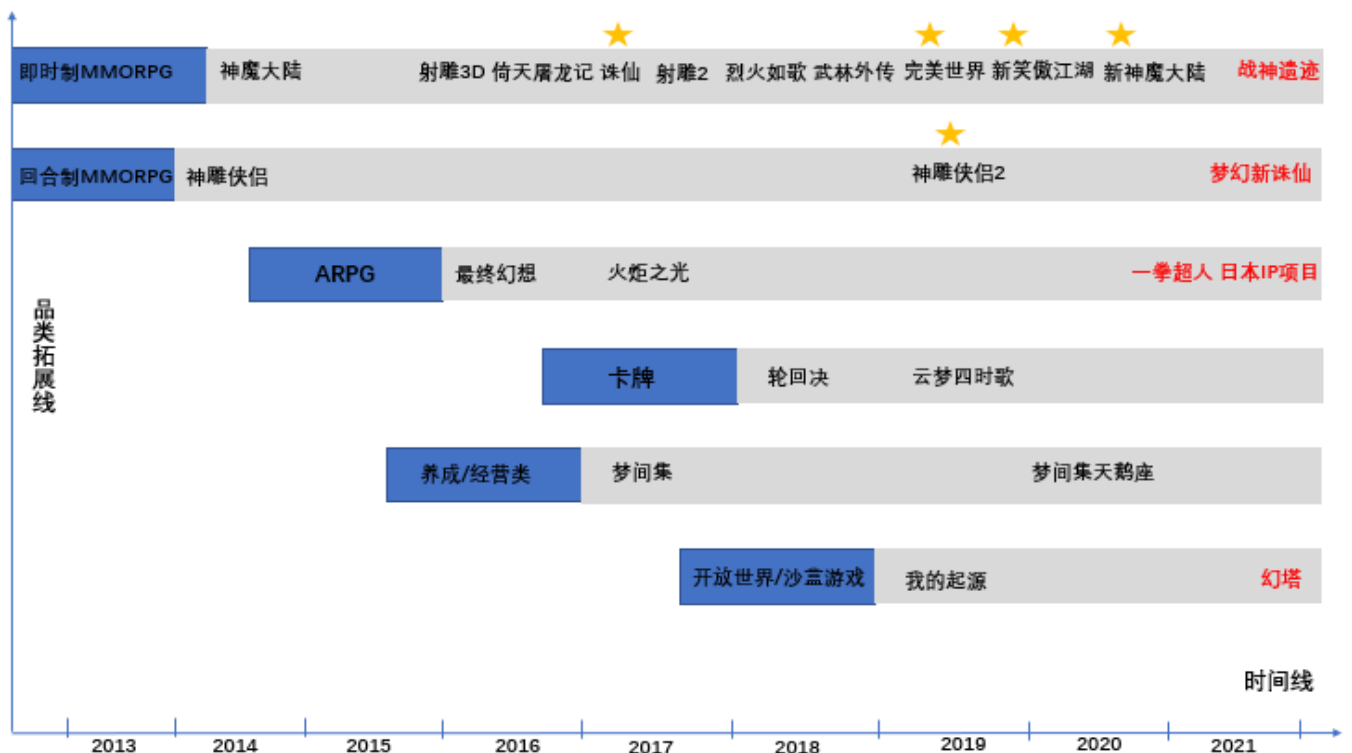

资料来源：哔哩哔哩，信达证券研发中心

**图 43:《幻塔》更新优化后**


资料来源：哔哩哔哩，信达证券研发中心

### 3.1.3 其他产品：围绕原生+外延，小步慢跑拓品类

原生+外延共同发力，期待品类拓展和题材创新。除了上半年奠定全年基调的三款重磅产品，公司下半年的产品储备包括二次元竞技游戏《一拳超人》以及龙之谷 1 团队制作的一款采用日本 IP 的 ARPG 游戏。公司把握二次元细分品类游戏的快速崛起，从米哈游和哔哩哔哩等大厂挖掘有潜力的二次元制作团队，目前已经组建 4-5 个二次元游戏的制作团队。此外，公司在加拿大的两个团队正在制作两款放置类游戏，以上可以看出公司未来 1-2 年将致力于实现游戏品类的多元化布局，并且题材方面将从以国民仙侠为主转变为国风仙侠、西方魔幻和二次元女性向并存。

**图 44: 完美世界产品品类拓展线**


资料来源：TapTap，公司官网，信达证券研发中心

### 3.2 端游：经典 IP 游戏贡献稳定流水，收入占比逐年下降

公司具备强端游研发基因，多款经典 IP 游戏贡献稳定流水超 10 年。完美世界作为国内最早研发端游的几家厂商之一，成功发行了《完美世界》等优质产品。《完美世界》于 2005 年

上线，目前仍在运营，长生命周期的运营使得《完美世界》已经成为一大游戏 IP。根据官网信息，公司旗下《诛仙 3》、《神鬼世界》、《口袋西游》、《武林外传》等 7 款游戏已经运营超十年。除以上游戏外，2010 年后公司根据《神雕侠侣》、《笑傲江湖》等经典小说 IP 研发了相应游戏取得了极大的成功。公司在 IP 运营上具有连续性，《诛仙》等 IP 游戏都推出相应续作极大延长了 IP 的生命周期。

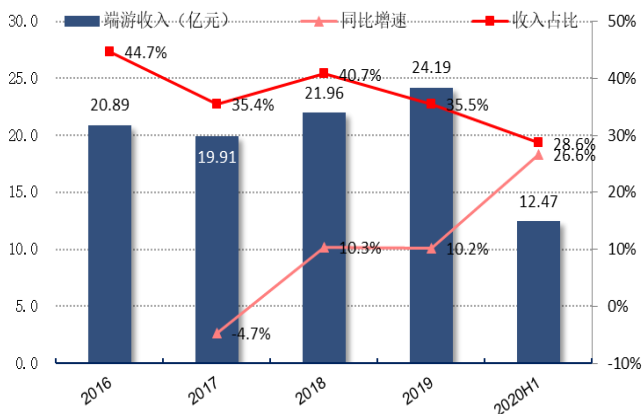
**表 4: 完美世界运营超 10 年端游产品**

游戏	上线时间
完美世界	2005 年
武林外传	2006 年
诛仙 3	2007 年
赤壁	2008 年
口袋西游	2008 年
神鬼传奇	2009 年
神鬼世界	2010 年

资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

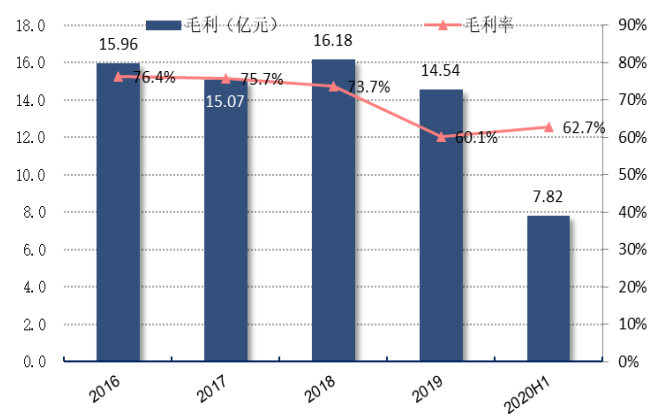
IP 游戏的长生命周期与公司研发实力带来的优良游戏品质保证了端游流水的稳定性，2019 年公司端游业务实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 10.15%，截止到 2020 年上半年端游收入为 12.47 亿元，同比增长 26.6%，主要系端游《诛仙》、《完美世界国际版》、《CS:GO》等持续贡献稳定收入。总体来看，端转手以来端游贡献的收入占比逐年下降，到 2020 年上半年占比已经下降到 28.6%。

**图 45: 完美世界端游收入及增速**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 46: 完美世界端游毛利**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.3 主机游戏：A 股稀缺的主机研发商，走国际化路线

斥资 4.4 亿收购海外研发团队同时设立海外分公司，增强主机研发能力。2010-2014 年公司共斥资 4.4 亿元收购 6 家海外游戏企业，成功补强公司研发实力与海外分销能力。鉴于国内主机游戏市场状况，海外游戏研发团队主要负责完美世界的主机游戏研发，研发的产品不同于公司一直擅长的东方武侠玄幻风格，主要走国际化路线。收购的企业中，Cryptic Studios 工作室研发实力强劲，研发了《无冬 OL》、《星际迷航(Star Trek)》等主机游戏。另一团队 Runic Games，其创始人 Max Schaefer 被称为暴雪三巨头之一、“暗黑之父”；Runic Games 研发的端游+主机游戏 HOB 已于 2017 年下半年推出。Unknown Worlds Entertainment 研发了《深海迷航》这一端游+主机游戏，steam 销量超 200 万。通过收购，公司也获取了海外工作室拥有的大量 IP 游戏如《火炬之光》，《英雄之城》等。此外，设立海外分公司，培养研发能力。完美世界除了通过收购补强研发实力与 IP 库存以外，也积极在海外设立公

司。分公司借助海外成熟游戏环境，吸引了一批美术、艺术、游戏方面很有想法的人才，培养了公司研发实力。2016 年底公司在法国设立了研发工作室，该工作室于 2019 年发布了主机+端游双平台游戏《非常英雄》。

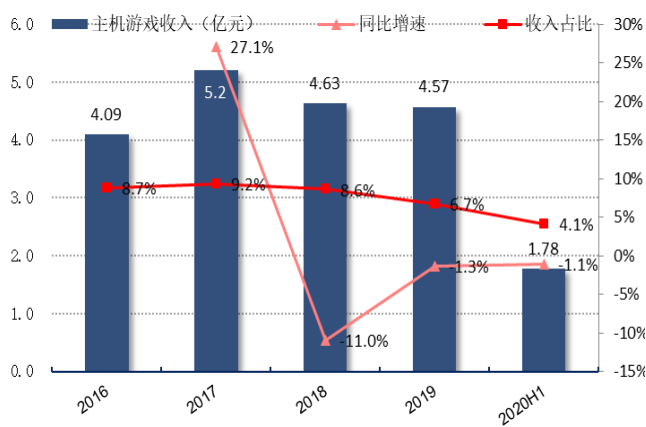
**表 5：完美世界收购的海外研发工作室与代表作品**

工作室	收购前后作品
Runic Games	《火炬之光》系列、《Hob》
Cryptic Studios, Inc	《英雄之城》、《City of Villains》、《冠军在线》、《星际迷航 Online》、《无冬之夜 OL》
Unknown Worlds Entertainment	《深海迷航》系列、《物竞天择》系列

资料来源：INDIENOVA，信达证券研发中心

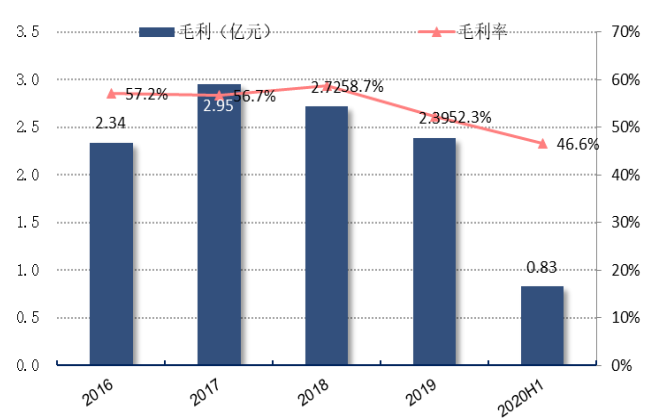
近两年主机游戏收入规模与上一年持平，收入占比逐年稳步下降。完美世界收购海外游戏工作室后，经历了产品集中发布期，2016 年主机营收同比增长 115.3%，2017 年营收同比增长 27.19%，2017 年后主机产品发布速度放缓。2019 年完美世界发布《非常英雄》、《Subnautica》续作《深海迷航：冰点之下》、国内研发团队研发的大逃杀类作品《Don't Even Think》三款主机游戏，主机游戏收入同比增速从 2018 年-11%，收窄至 2019 年的-1.3%，2020 年上半年主机游戏收入同比减少 1.1%，收入占游戏业务比重下降至 4.1%。

**图 47：完美世界主机游戏收入及增速**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 48：完美世界主机游戏毛利**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**2021 年有多款“端游+主机”双平台游戏。**公司储备了数款“端游+主机”双平台游戏，包括 Torchlight III、Magic Legends 等。这些游戏将推动公司端游及主机业务持续健康发展。

**表 6：2021 年 PC 游戏储备**

游戏	类型	自研/代理
新诛仙世界	PC 端游	自研
Torchlight III	PC 端游+主机游戏	自研
Magic Legends	PC 端游+主机游戏	自研
X 档案	PC 游戏	自研
Glimmer	PC 游戏	自研

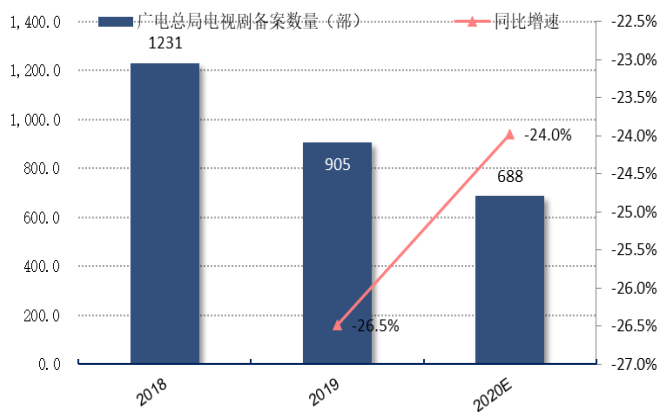
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## (二)、影视业务：减量求质，收缩投资

制作市场理性上行发展，电视剧发行市场减量求质。近年来，影视行业监管力度持续加大，对内容与题材的限制条件明细化，电视剧备案数量显著减少。2020 年电视剧备案数量较 2019 年下降 24%，电视剧投资规模持稳、剧集整体投资规模稳步上升。整体来看，电视剧

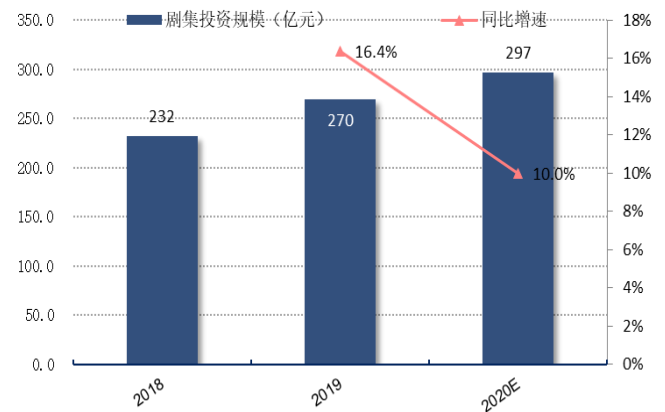
行业进入减量求质的阶段。

图 49：广电总局电视剧备案数量



资料来源：艺恩数据，信达证券研发中心

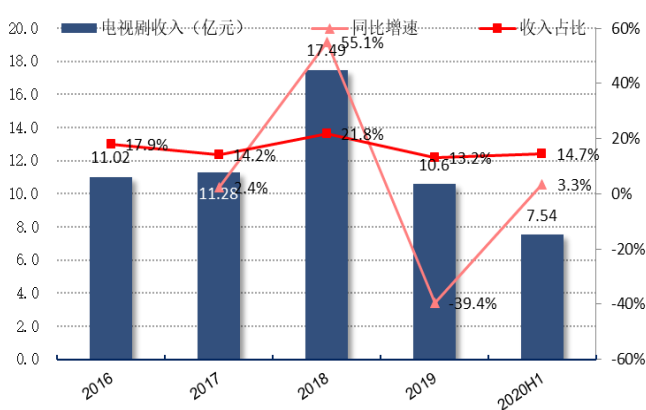
图 50：剧集投资规模 (亿元)



资料来源：艺恩数据，信达证券研发中心

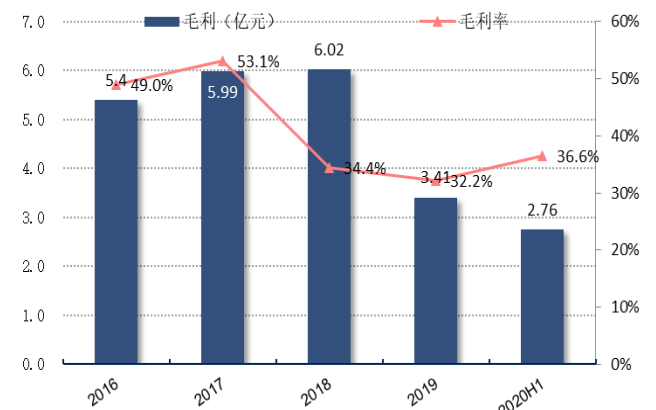
受行业整体环境影响，公司影视业务业绩下滑，2020年以去库存为主，未来将收缩影视投资。2019年，公司影视业务实现营业收入11.78亿元，业绩同比下滑44.6%，占营业收入的比重降至14.7%。2020年受疫情影响，行业整体处于供给收缩和去库存阶段，公司电视剧业务主要围绕两点：1、加速去库存，2020年确认了9部剧的收入，去库存效果较好，2020年上半年电视剧业务实现收入7.54亿元，同比增长3.3%；2、适度收缩影视业务投资，选择风险较低且高品质项目谨慎开机，2020年四个新开机剧中有三个是定制剧。

图 51：电视剧业务收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 52：电视剧业务毛利及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

#### (一) 收入假设:

公司游戏业务稳定发展, 储备产品能够支撑未来业绩。影视剧业务以去库存为主, 未来将收缩投资。综上, 根据我们对公司游戏产品和影视剧产品储备的持续跟踪, 我们做出如下假设: 2020-2022 年, 公司移动游戏业务收入增速分别为 40%、50%、35%, 端游业务收入增速为 10%、10%、10%, 主机游戏业务收入增速为 5%、5%、5%, 电视剧业务收入增速为 -20%、5%、0%。

表 7: 2020-2022 年各业务收入预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
移动游戏业务收入	27.11	38.81	54.33	81.50	110.03
YOY	-12.00%	43.20%	40%	50%	35%
端游业务收入	21.96	24.19	26.61	29.27	32.20
YOY	10.30%	10.20%	10%	10%	10%
主机游戏业务收入	4.63	4.57	4.80	5.04	5.29
YOY	-11.00%	-1.30%	5%	5%	5%
电视剧业务收入	17.49	10.6	8.48	8.90	8.90
YOY	55.10%	-39.40%	-20%	5%	0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

#### (二) 费用率假设:

由于公司后续自研自发自发游戏比例上升, 我们认为分成成本的提升将降低毛利率水平, 故假设 2020-2022 年毛利率较 2019 年有所下降至 59%, 由于宣发费用提升将导致销售费用率显著提升, 故假设 2020-2022 年销售费用率为 15%、15.5%、16%。管理费用率在费用管控下保持 4% 的较低水平, 公司重视研发投入, 假设 2020-2022 年保持 16% 的研发费用率水平。

表 8: 公司 2019-2021 年营业成本及各项费用率假设

	2019	2020 年	2021 年	2022 年
营业成本	39.08%	41.00%	41.00%	41.00%
营业税金及附加率	0.39%	0.40%	0.40%	0.40%
销售费用率	14.24%	15.00%	15.50%	16.00%
管理费用率	8.52%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用率	18.71%	16.00%	16.00%	16.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

综上所述, 我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 96.5 亿元、125.4 亿元、156.8 亿元, 同比增加 20%、30%、25%, 归母净利润分别为 15.2 亿元、25.1 亿元、27.4 亿元, 同比增加 1.3%、65%、8.9%, 摊薄 EPS 分别为每股 1.18 元、1.94 元、2.12 元, 对应 2021 年 2 月 5 日收盘价 (每股 23.35 元) 动态 PE 分别为 20 倍、12 倍、11 倍。

#### (三) 公司估值及评级

按照游戏行业 2021 年 2 月 5 日收盘价计算, 2021 年行业平均估值为 19.62X。我们认为公司作为 A 股稀缺的具备主机游戏研发能力的龙头公司, 接下来 2-3 年内将迎来产品的新周期, 并且有望看到品类迭代和玩法创新, 在 5G+云游戏时代有望得到业绩和估值双提升, 给予公司 20X 估值, 对应目标市值 502 亿元, 对应目标价格 38.8 元, 维持“买入”评级。

表 9: 可比公司估值表 (截至 2021.2.5)

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元)	EPS (元/股)	PE (倍)
------	------	-----------	-----------	--------

			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002555.SZ	三七互娱	28.30	1	1.36	1.64	1.94	26.9	20.76	17.29	14.6
002602.SZ	世纪华通	6.11	0.38	0.5	0.6	0.7	29.79	12.12	10.16	8.69
603444.SH	吉比特	334.00	11.26	15.29	19.19	22.54	26.52	21.9	17.36	14.83
300315.SZ	掌趣科技	5.36	0.13	0.24	0.37	0.46	46.79	22.33	14.53	11.74
300113.SZ	顺网科技	14.85	0.12	0.28	0.39	0.52	209.23	57.31	38.75	30.05
平均							26.88	19.62	15.98	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

- 1、政策监管趋严的风险;
- 2、新游排线延期的风险;
- 3、游戏流水不达预期的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	10,783	10,132	11,850	14,701	17,800
货币资金	4,229	2,526	3,176	4,310	5,549
应收票据	0	85	102	132	165
应收账款	1,964	2,270	2,724	3,541	4,427
预付账款	790	542	682	887	1,109
存货	2,142	1,760	2,216	2,881	3,601
其他	1,658	2,950	2,950	2,950	2,950
<b>非流动资产</b>	5,195	6,497	6,551	6,626	6,711
长期股权投资	1,559	1,914	1,914	1,914	1,914
固定资产(合计)	362	364	403	471	523
无形资产	87	214	264	316	385
其他	3,187	4,005	3,969	3,925	3,888
<b>资产总计</b>	15,978	16,629	18,401	21,326	24,511
<b>流动负债</b>	3,921	4,800	5,105	5,610	6,158
短期借款	1,270	1,139	1,139	1,139	1,139
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	393	486	612	796	995
其他	2,258	3,175	3,354	3,676	4,025
<b>非流动负债</b>	2,748	1,701	1,701	1,701	1,701
长期借款	794	225	225	225	225
其他	1,954	1,476	1,476	1,476	1,476
<b>负债合计</b>	6,669	6,501	6,806	7,311	7,859
少数股东权益	870	614	558	465	363
归属母公司股东权益	8,439	9,515	11,037	13,550	16,288
<b>负债和股东权益</b>	15,978	16,629	18,401	21,326	24,511

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,034	8,039	9,647	12,541	15,676
同比(%)	1.3%	0.1%	20.0%	30.0%	25.0%
归属母公司净利润	1,706	1,503	1,523	2,513	2,738
同比(%)	13.4%	-11.9%	1.3%	65.0%	8.9%
毛利率(%)	55.8%	60.9%	59.0%	59.0%	59.0%
ROE%	20.8%	16.7%	14.8%	20.4%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.16	1.18	1.94	2.12
P/E	18	20	20	12	11
P/B	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	15	19	18	11	10

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	8,034	8,039	9,647	12,541	15,676
营业成本	3,550	3,142	3,955	5,142	6,427
营业税金及附加	43	31	39	50	63
销售费用	880	1,145	1,447	1,944	2,508
管理费用	704	685	386	502	627
研发费用	1,413	1,504	1,543	2,007	2,508
财务费用	168	206	135	141	122
减值损失合计	10	-729	-992	-623	-1,045
投资净收益	465	229	256	274	253
其他	163	-942	-1,875	-1,147	-1,987
<b>营业利润</b>	1,892	1,342	1,514	2,507	2,732
营业外收支	23	4	14	15	15
<b>利润总额</b>	1,916	1,346	1,528	2,522	2,747
所得税	156	-101	62	102	111
<b>净利润</b>	1,759	1,447	1,466	2,420	2,636
少数股东损益	53	-56	-56	-93	-101
<b>归属母公司净利润</b>	1,706	1,503	1,523	2,513	2,738
EBITDA	2,325	1,728	1,806	2,818	3,058
EPS(当年)(元)	1.23	1.10	1.18	1.94	2.12

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	-130	2,002	767	1,256	1,423
净利润	1,759	1,447	1,466	2,420	2,636
折旧摊销	166	142	116	130	146
财务费用	243	240	162	167	165
投资损失	-465	-229	-256	-274	-253
营运资金变动	-1,725	398	-1,755	-1,834	-2,358
其它	-109	4	1,032	648	1,087
<b>投资活动现金流</b>	2,976	-1,994	47	44	-20
资本支出	-96	-445	-209	-230	-273
长期投资	2,775	4,355	256	274	253
其他	297	-5,905	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1,952	-1,427	-162	-167	-165
吸收投资	2	3	0	0	0
借款	-215	-292	0	0	0
支付利息或股息	476	467	162	167	165
<b>现金流净增加额</b>	920	-1,384	651	1,134	1,239

## 研究团队简介

**王建会**，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

**王婷**，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

**王晓羽**，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

**李盈睿**，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。