

游戏业务竞争优势突出，21 年进入产品新周期

——完美世界（002624）深度报告

分析师：姚磊

SAC NO: S1150518070002

2021 年 03 月 31 日

文化传媒——文化娱乐

证券分析师

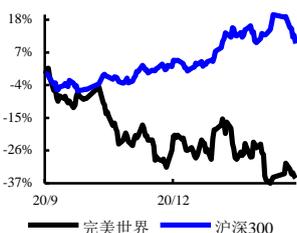
姚磊

yaolei@bhzq.com

评级：增持

最新收盘价：19.59

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 完美世界是国内影游综合的龙头公司

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。公司自 2013 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和客户端游戏研发能力的研发商。

● 业务构成：以完美世界集团为依托，形成影游联动业务模式

完美世界背靠九大板块，充分利用集团化优势。完美世界集团共有游戏、影视、电竞、动画、教育、院线、传媒、文学和互联网商务九大板块，其中上市公司完美世界涵盖游戏、影视、电竞板块。板块之间的相互联动，如游戏与动画合作共同开发自有 IP、教育的指向性人才培养为其余各个板块输送人才等，充分发挥集团内部协同效应，公司将获得更多渠道、业务方面的支持，形成以“游戏+影视”双轮驱动并带动其他板块的发展模式。截至 2019 年年报，完美世界目前覆盖的主要业务包括两大方面：（1）游戏业务：游戏业务前身创立于 1997 年，2004 年游戏业务部正式成立，主打 3D 端游，05 年推出爆款游戏《完美世界》，一举成为当时国内端游领域七大巨头之一。目前，公司游戏产品覆盖 PC 端、移动端主机端及云端，是国内少有实现终端全覆盖的游戏厂商；（2）影视业务：公司影视业务麾下包括鑫宝源、完美蓬瑞、完美建信、华美时空、青春你好、江河工作室、刘宁工作室等制作团队，目前储备的电视剧项目主要来自上述制作团队。

● 公司在 MMO 领域的优势巨大

公司作为国内 MMORPG 领域的绝对龙头，在该细分领域具有深厚的研发和运营经验，旗下多款口碑手游流水成绩优异。公司的四款主力产品包括“端转手”大获成功的《诛仙》手游与《完美世界》手游以及 2019-20 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。截至 20 年 H1，公司在国内移动游戏 MMO 市场市场份额为 22.5%；另外根据公司公告显示，20 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。目前公司流水过亿产品中仍以 MMORPG 为主，但已经逐步扩展至其他类型的产品。

● 投资建议

我们认为公司作为国内领先的游戏研运企业，兼具手游、端游和主机游戏研发能力，在 MMO 品类具有深厚研发实力并在品类上持续拓展。公司作为 A 股稀缺的具备主机游戏研发能力的龙头公司，在 5G+云游戏时代有望得到业

绩和估值双提升。我们给予公司“增持”的投资评级，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.12、1.86 和 2.34 元/股。

● 风险提示

市场政策风险，游戏用户持续流失，新游戏落地表现不达预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	8,034	8,039	10,733	12,981	15,647
(+/-)%	1.3%	0.1%	33.5%	20.9%	20.5%
息税前利润 (EBIT)	1,443	1,532	1,816	2,806	3,430
(+/-)%	-13.5%	6.2%	18.5%	54.5%	22.2%
归母净利润	1,706	1,503	1,529	2,542	3,196
(+/-)%	13.4%	-11.9%	1.7%	66.2%	25.8%
每股收益 (元)	1.23	1.10	1.12	1.86	2.34

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,229	2,526	3,503	5,625	8,225	营业收入	8,034	8,039	10,733	12,981	15,647
应收票据及应收账款	1,964	2,355	3,043	3,681	4,437	营业成本	3,550	3,142	4,658	5,348	6,400
预付账款	790	542	838	963	1,152	营业税金及附加	43	31	41	49	59
其他应收款	121	183	235	285	343	销售费用	880	1,145	1,696	2,025	2,441
存货	2,142	1,760	2,552	2,857	3,331	管理费用	704	685	891	818	970
其他流动资产	1,538	517	517	517	517	研发费用	1,413	1,504	1,631	1,934	2,347
流动资产合计	10,783	10,132	12,938	16,177	20,254	财务费用	168	206	159	149	128
长期股权投资	1,559	1,914	1,914	1,914	1,914	资产减值损失	10	-707	-230	-200	-200
固定资产合计	362	364	364	364	364	信用减值损失	0	-21	0	0	0
无形资产	87	214	214	214	214	其他收益	130	89	129	156	188
商誉	932	620	620	620	620	投资收益	465	229	54	65	78
长期待摊费用	46	26	26	26	26	公允价值变动收益	0	427	0	0	0
其他非流动资产	1,928	135	135	135	135	资产处置收益	34	-2	0	0	0
资产总计	15,978	16,629	19,281	22,520	26,597	营业利润	1,892	1,342	1,610	2,678	3,368
短期借款	1,270	1,139	1,139	1,139	1,139	营业外收支	23	4	0	0	0
应付票据及应付账款	393	486	727	835	999	利润总额	1,916	1,346	1,610	2,678	3,368
预收账款	409	606	805	974	1,174	所得税费用	156	-101	105	174	219
应付职工薪酬	332	516	745	856	1,024	净利润	1,759	1,447	1,505	2,504	3,149
应交税费	332	289	408	493	595	归属于母公司所有者的净利润	1,706	1,503	1,529	2,542	3,196
其他流动负债	931	1,048	1,048	1,048	1,048	少数股东损益	53	-56	-24	-38	-47
长期借款	1,725	1,274	1,274	1,274	1,274	基本每股收益	1.23	1.10	1.12	1.86	2.34
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	6,669	6,501	7,418	7,952	8,680	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股东权益	9,309	10,129	11,864	14,568	17,917	营收增长率	1.3%	0.1%	33.5%	20.9%	20.5%
						EBIT 增长率	-13.5%	6.2%	18.5%	54.5%	22.2%
						净利润增长率	13.4%	-11.9%	1.7%	66.2%	25.8%
						销售毛利率	55.8%	60.9%	56.6%	58.8%	59.1%
						销售净利率	21.9%	18.0%	14.0%	19.3%	20.1%
						ROE	20.2%	15.8%	13.6%	18.1%	18.4%
						ROIC	11.6%	13.8%	12.4%	16.0%	16.3%
						资产负债率	41.7%	39.1%	38.5%	35.3%	32.6%
						PE	31.67	56.98	37.43	22.52	17.90
						PB	6.40	9.00	5.08	4.08	3.29
						EV/EBITDA	22.65	35.56	21.23	12.98	9.86

现金流量表 (百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,759	1,447	1,505	2,504	3,149
折旧与摊销	166	142	0	0	0
经营活动现金流净额	-130	2,023	953	2,242	2,705
投资活动现金流净额	2,976	-1,994	208	65	78
筹资活动现金流净额	-1,952	-1,427	-184	-184	-184
现金净变动	920	-1,384	977	2,122	2,600
期初现金余额	2,931	3,852	2,526	3,503	5,625
期末现金余额	3,852	2,468	3,503	5,625	8,225

目 录

1.公司简介：国内影游综合的龙头公司.....	6
实控人为池宇峰，股权集中度较高.....	6
2.基本面	7
2.1 业务构成：以完美世界集团为依托，形成影游联动业务模式.....	7
2.2 三费表现优秀，商誉占比低.....	8
3.游戏行业分析：进入稳步发展期.....	10
4.分业务分析：游戏业务是公司的基本业务.....	13
4.1 游戏业务	13
4.1.1 手游	13
4.1.2 端游	16
4.2 影视剧业务	18
5.投资建议及盈利预测	20
6.风险提示	21

图 目 录

图 1: 完美世界的主要股东结构 (截止 21 年 1 月)	6
图 2: 公司的主要业务构成 (截止 19 年年报)	7
图 3: 公司的营收恢复快速增长	8
图 4: 完美世界的归母净利润增长稳健	8
图 5: 完美世界的销售费用率保持稳定	8
图 6: 完美世界的管理费用率持续优化	8
图 7: 完美世界的财务费用情况	9
图 8: 2020 年国内游戏市场稳步增长	10
图 9: 2020 年国内游戏市场用户基数基本维持稳健	10
图 10: 2020 年国内移动游戏市场稳步增长	11
图 11: 2020 年国内移动游戏市场用户规模保持稳定	11
图 12: 2020 年收入排名前 100 移动游戏产品类型流水收入占比	12
图 13: 2020 年国内手游流水 TOP20	12
图 14: 公司主要手游产品	13
图 15: 公司手游的突破方向	14

表 目 录

表 1: A 股游戏类上市公司商誉绝对值和相对值 (截止 20 年半年报)	9
表 2: 公司 21 年计划推出的游戏	15
表 3: 公司旗下在运营端游产品	16
表 4: 公司 2021 年的端游储备情况	16
表 5: 完美世界影视签约的知名制作人团队名单	18

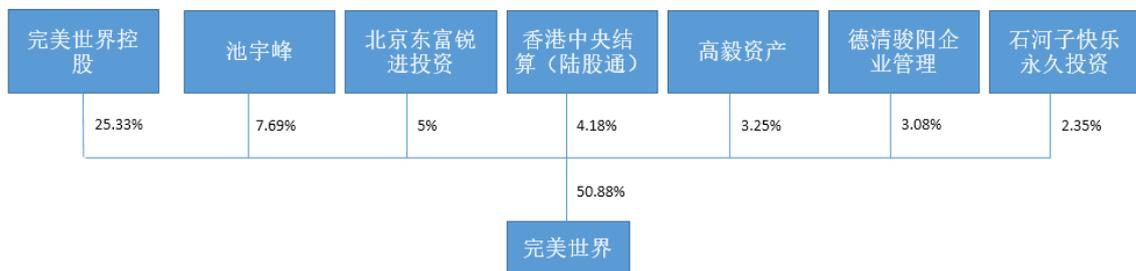
1. 公司简介：国内影游综合的龙头公司

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。公司自 2013 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和客户端游戏研发能力的研发商。

实控人为池宇峰，股权集中度较高

目前完美世界控股是公司的第一大股东，拥有公司 25.33% 的股份，池宇峰是公司的实控人；截止 2021 年 1 月公司前十大股东持股比例为 53.41%，股权集中度较高。

图 1：完美世界的主要股东结构（截止 21 年 1 月）



资料来源：wind，渤海证券

2. 基本面

2.1 业务构成：以完美世界集团为依托，形成影游联动业务模式

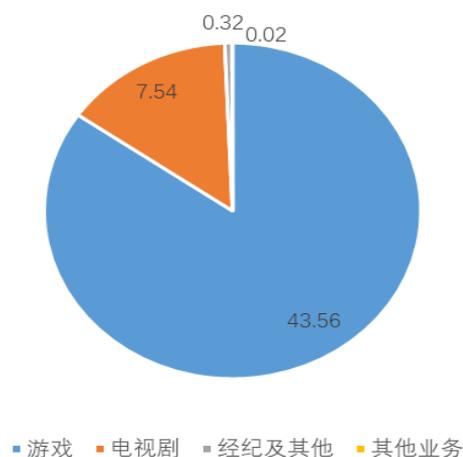
完美世界背靠九大板块，充分利用集团化优势。完美世界集团共有游戏、影视、电竞、动画、教育、院线、传媒、文学和互联网商务九大板块，其中上市公司完美世界涵盖游戏、影视、电竞板块。板块之间的相互联动，如游戏与动画合作共同开发自有 IP、教育的指向性人才培养为其余各个板块输送人才等，充分发挥集团内部协同效应，公司将获得更多渠道、业务方面的支持，形成以“游戏+影视”双轮驱动并带动其他板块的发展模式。

截至 2019 年年报，完美世界目前覆盖的主要业务包括两大方面：

(1) 游戏业务：游戏业务前身创立于 1997 年，2004 年游戏业务部正式成立，主打 3D 端游，05 年推出爆款游戏《完美世界》，一举成为当时国内端游领域七巨头之一。目前，公司游戏产品覆盖 PC 端、移动端主机端及云端，是国内少有实现终端全覆盖的游戏厂商。

(2) 影视业务：公司影视业务麾下包括鑫宝源、完美蓬瑞、完美建信、华美时空、青春你好、江河工作室、刘宁工作室等制作团队，目前储备的电视剧项目主要来自上述制作团队。

图 2：公司的主要业务构成（截止 19 年年报）

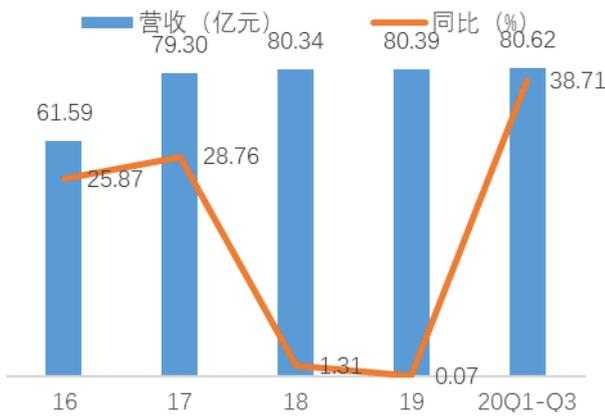


资料来源：公司公告，渤海证券

2.2 三费表现优秀，商誉占比低

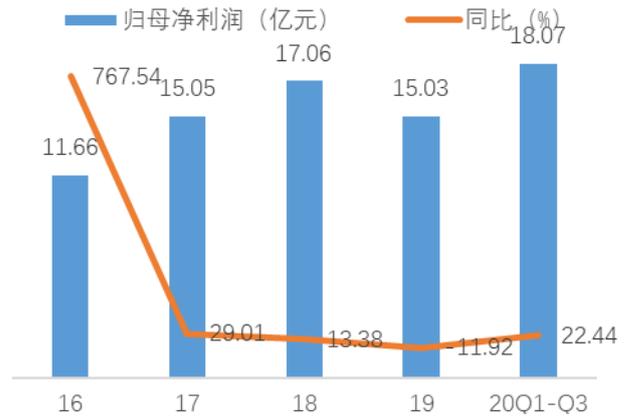
公司营收和归母净利润在 20 年增长明显。公司业务以游戏业务为主，受益于游戏行业景气度持续旺盛以及公司自身竞争力的持续增强，使得公司近年来的营收和归母净利润水平均保持稳步增长的趋势，其中 20 年表现亮眼。

图 3: 公司的营收恢复快速增长



资料来源: wind, 渤海证券

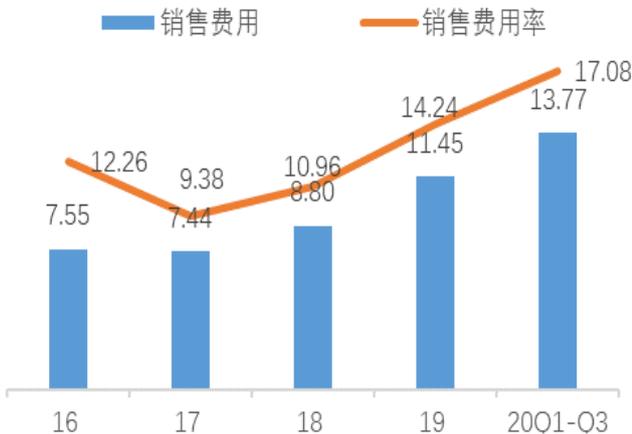
图 4: 完美世界的归母净利润增长稳健



资料来源: wind, 渤海证券

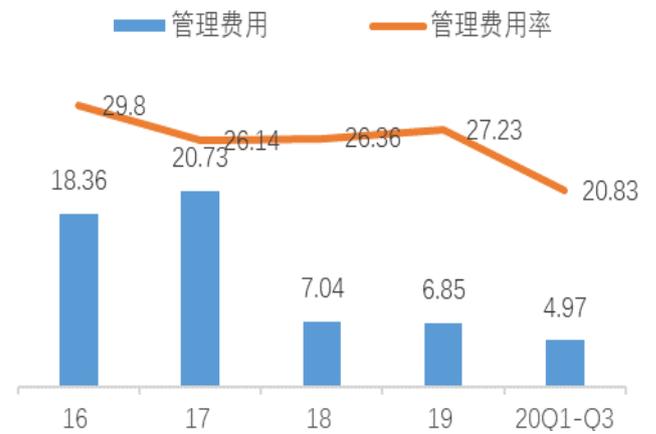
公司的三费情况有所分化。2014 年至今完美世界的销售费用和销售费用率持续有所增长；管理费用和管理费用率在逐步走低，显示出公司整体的管理成本在逐步优化；此外公司的财务费用和财务费用率在近几年保持基本稳定。

图 5: 完美世界的销售费用率保持稳定



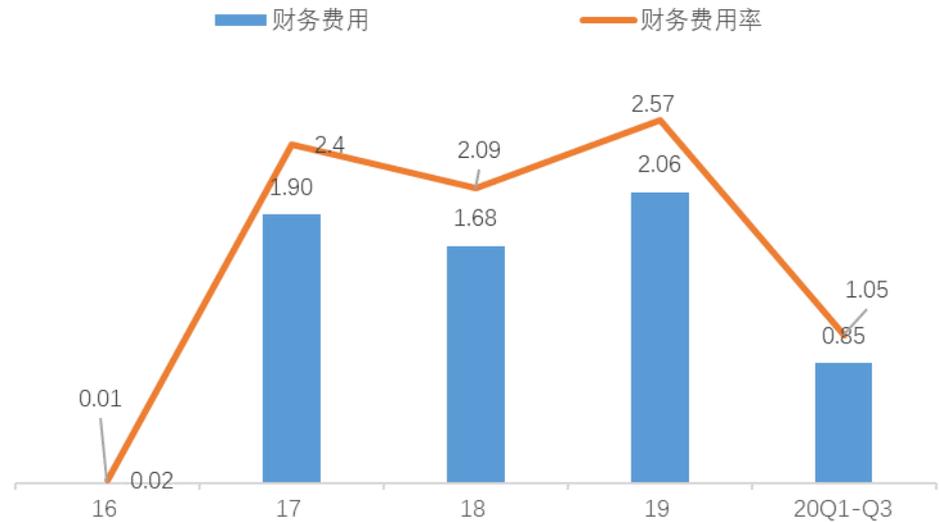
资料来源: wind, 渤海证券

图 6: 完美世界的管理费用率持续优化



资料来源: wind, 渤海证券

图 7: 完美世界的财务费用情况



资料来源: wind, 渤海证券

公司商誉占净资产比例在游戏行业内属于偏低水平。截止 2020 年半年报, 公司共有 6.2 亿元商誉。整体从纵向比较来看, 公司商誉的绝对值、商誉占净资产比例在行业内属于较低水平, 未来继续存在商誉大额减值的风险较低。

表 1: A 股游戏类上市公司商誉绝对值和相对值 (截止 20 年半年报)

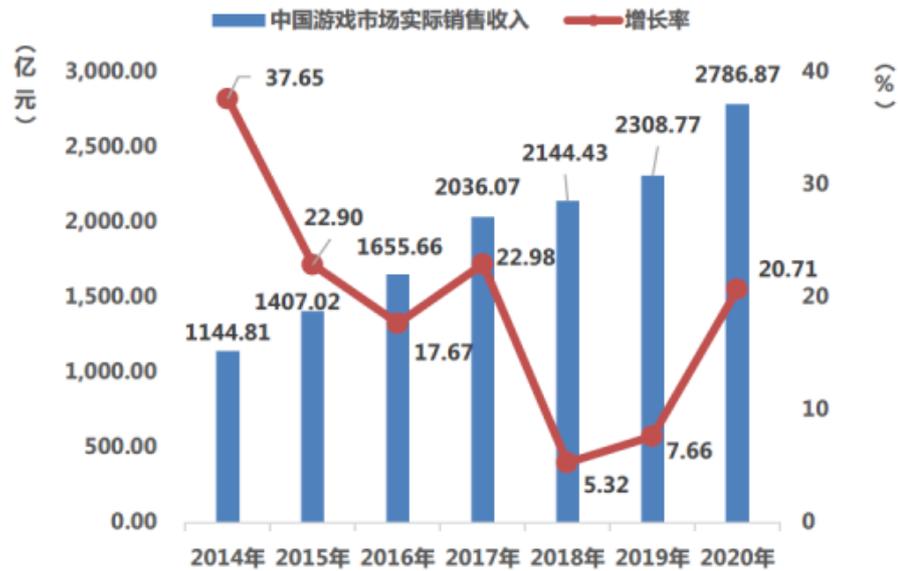
公司名称	商誉 (亿元)	商誉/净资产
世纪华通	154.31	52%
掌趣科技	19.46	33%
*ST 天娱	18.56	292%
三七互娱	16.15	19%
宝通科技	12.40	42%
昆仑万维	9.56	11%
巨人网络	7.26	9%
完美世界	6.20	5%
游族网络	4.61	8%
电魂网络	2.41	11%
吉比特	0.04	0%
冰川网络	0.00	0%

资料来源: wind, 渤海证券

3.游戏行业分析：进入稳步发展期

2020年国内游戏市场表现稳健。2020年中国游戏市场实际销售收入2786.87亿元，比2019年增加了478.1亿元，同比增长20.71%，继续保持快速增长的趋势。

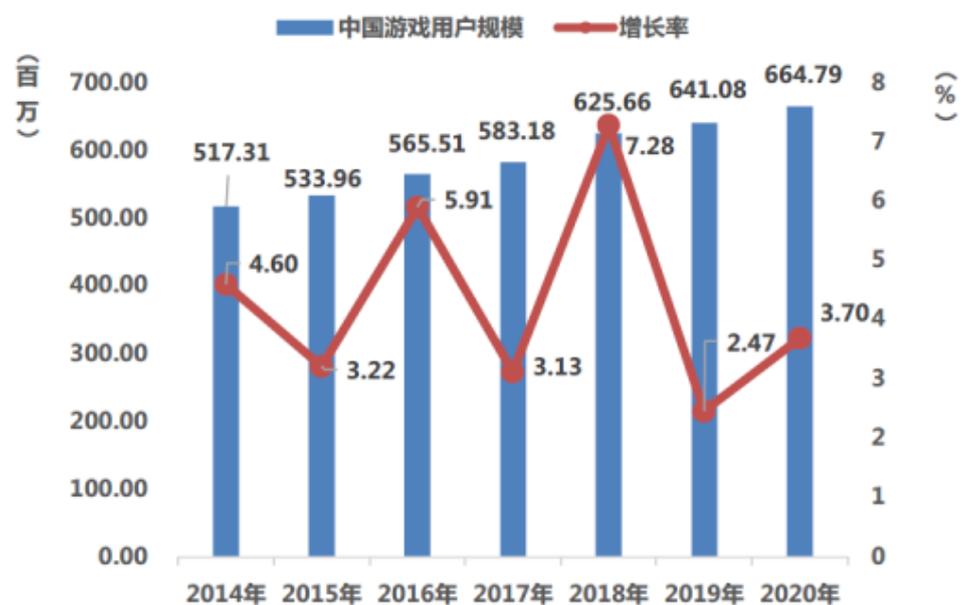
图 8：2020 年国内游戏市场稳步增长



资料来源：GameLook，渤海证券

2020年中国游戏用户数量保持稳定增长，用户规模达6.65亿人，同比增长3.7%。

图 9：2020 年国内游戏市场用户基数基本维持稳健



资料来源：GameLook，渤海证券

手游行业整体市场规模处于平稳增长的阶段。2018年后国内手游行业市场整体进入成熟发展阶段，增速趋于平缓。2020年中国移动游戏市场实际销售收入2096.76亿元，比19年增加了515.65亿元，同比增长32.61%，增速有所增高主要系20年初疫情导致居民居家时间较多的利好所影响。我们预计未来国内游戏市场仍将维持平稳增长的局面，行业内龙头的相对竞争优势将持续明显。

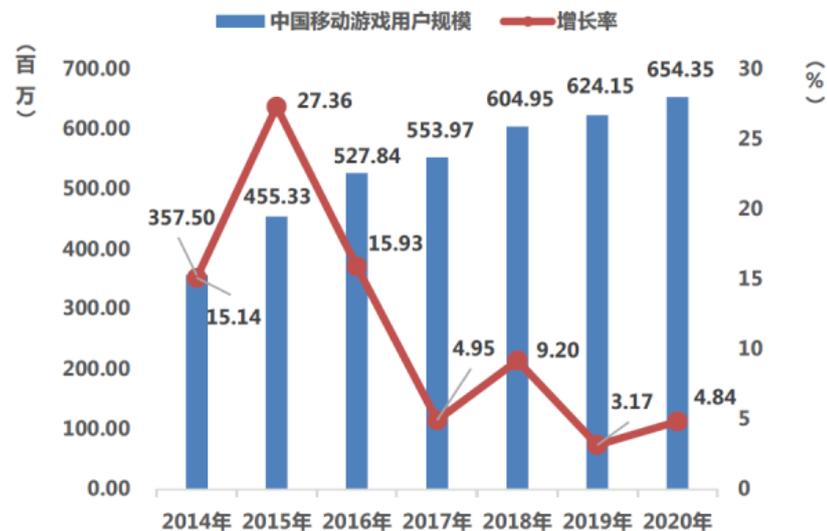
图 10: 2020 年国内移动游戏市场稳步增长



资料来源: GameLook, 渤海证券

国内移动游戏市用户规模基本接近饱和。20年中国移动游戏用户规模达6.54亿人，同比增长4.84%，用户基数已经趋于稳定。

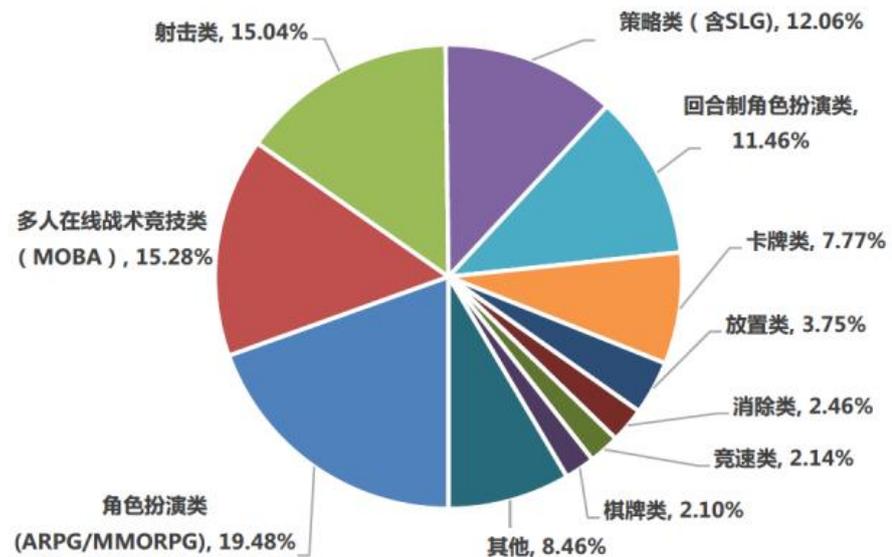
图 11: 2020 年国内移动游戏市场用户规模保持稳定



资料来源: GameLook, 渤海证券

头部流水产品的类型也趋于集中。20 年在中国手机游戏收入排名前 100 的产品中，角色扮演类游戏占比为 19.48%；多人在线战术竞技类游戏发展迅速，市场扩张速度极快，占比为 15.28%；射击类游戏仅次于多人在线战术竞技类游戏，占比为 15.04%，三者占总收入的 49.8%，占全部收入的近一半。

图 12: 2020 年收入排名前 100 移动游戏产品类型流水收入占比



资料来源: GameLook, 渤海证券

2020 年国内手游市场中流水排名前 20 的产品中，头部产品仍以大厂的现象级作品为主，证明国内手游市场的整体竞争格局已经处于稳定的状态。

图 13: 2020 年国内手游流水 TOP20

排名	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	MOBA类
2	和平精英	射击类
3	三国志:战略版	策略类 (SLG)
4	梦幻西游	回合制RPG类
5	穿越火线:枪战王者	射击类
6	率土之滨	策略类 (SLG)
7	剑与远征	放置类
8	阴阳师	回合制RPG类
9	神武4	回合制RPG类
10	QQ飞车	竞速类
11	火影忍者	ARPG
12	大话西游	回合制RPG类
13	明日之后	生存类
14	开心消消乐	消除类
15	天涯明月刀	MMORPG
16	斗罗大陆:官方正版	MMORPG
17	一刀传世	MMORPG
18	原神	ARPG
19	新笑傲江湖	MMORPG
20	最强蜗牛	放置类

资料来源: GameLook, 渤海证券

研自发的经营模式，20 年自研项目比例为 100%，自研项目的持续坚持是公司能够获得长久竞争优势的基础。

作为从端游起家且长期耕耘于 MMO 的公司，多年的运营积累与研发投入奠定公司两大优势：一是公司 MMO 长线化运营能力出众，如公司旗下的《新诛仙手游》上线四年多仍基本保持在畅销榜 TOP50。二是公司引擎使用能力较强，画面技术迭代保持在行业前列，而当前手机游戏的品质正进入新一轮革新，公司产品的品质提升顺应行业潮流。在保证两项核心优势的基础上，公司近期的产品线体现出两种变化：一是对《新笑傲江湖》为例的自研自发产品进行更优化的发展，结合买量将公司的运营优势发挥到极致，品牌+买量的品效合一运营方式获得了更好的市场效果，二是不断推进如《幻塔》这样的高品质新品类手游项目。

图 15：公司手游的突破方向



资料来源：公司官网,渤海证券

产品方面，目前公司流水贡献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。21 年公司已储备在研的游戏包括《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，表现值得期待。

表 2: 公司 21 年计划推出的游戏

游戏	类型	TapTap 预约	预计上线时间	版本号	IP
火炬之光: 无限	冒险、ARPG	358362	2021		同名端游
旧日传说	冒险、MMORGP	157380	2021	√	
梦幻新诛仙	回合制、MMORGP	80365	2021H1	√	同名小说、端游
非常英雄	解谜、ARPG	24780	2021 H1		
战神遗迹	魔幻、ARPG	25652	2021 H1 海外	√	
梦间集 2	女性、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、MMORGP		2021		同名动漫
Magic Legends	魔幻、ARPG		2021		端游
Lowpoly 风格手游	卡牌		2021		

资料来源: taptap, 渤海证券

4.1.2 端游

公司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，整体的端游业务发展一直保持稳定。公司在端游业务目前存在两大发展逻辑：

(1) 公司以《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过 10 年，持续为公司贡献稳定收入，其中《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》已经成为一大重量级游戏 IP；(2) 公司继续稳步推进新产品的研发上线，根据公告披露，公司计划于 21 年推出 2 款端游新品填补市场相对空白。公司目前在研的端游产品包括：(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》、Torchlight III、Magic Legends：在 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，推动公司端游及主机业务持续健康发展。

表 3：公司旗下在运营端游产品

游戏	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，渤海证券

表 4：公司 2021 年的端游储备情况

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

请务必阅读正文之后的免责声明

Glimmer	PC 游戏	自研
---------	-------	----

资料来源：公司公告，渤海证券

4.2 影视剧业务

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、刘宁工作室等制作团队，目前储备的电视剧项目主要来自上述制作团队。2021 年公司储备多部电视剧项目，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。已开机的剧目包括《光荣与梦想》、《舍我其谁》、《昔有琉璃瓦》等；待开机项目包括《他知道风从哪个方向来》、《我在天堂等你》、《星落凝成糖》、等。

表 5: 完美世界影视签约的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	鑫宝源	《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	完美时空	《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	完美蓬瑞	《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	完美建信	《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、吴玉红	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	青春你好	《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，渤海证券

公司把握重大宣传节点，投资拍摄多部正能量、主旋律剧集，在国家广电总局为庆祝新中国成立 70 周年遴选的 86 部优秀献礼剧目展播名单中，包括《老酒馆》、《光荣时代》、《燃烧》、《蓝盔特战队》等 8 部来自公司的影视作品，其中《老酒馆》主演陈宝国老师凭借该剧获第 26 届上海电视节白玉兰奖最佳男主角。目前正在筹备的入选建党 100 周年重点献礼项目、入选“广电总局 2018-2022 百部重点电视剧选题（第三批）”片单的《光荣与梦想》预计将于 21 年 7 月 1 日推出。

受行业整体环境影响，公司影视业务业绩有所下滑，20 年公司以去库存为主，未来在影视业务的投资将保持稳健。公司电视剧业务目前主要有两个逻辑：（1）加速去库存，20 年确认了 11 部剧的收入，去库存效果较好；（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，20 年公司三个新开机剧中均是定制剧，整体的运营风格以稳健为主。

5.投资建议及盈利预测

基本假设:

- 1、公司的游戏业务稳健发展，手游新产品及时上线推进，端游和主机游戏保持稳步增长；
- 2、公司的影视业务稳步经营。

投资建议:

我们认为公司作为国内领先的游戏研运企业，兼具手游、端游和主机游戏研发能力，在 MMO 品类具有深厚研发实力并在品类上持续拓展。公司作为 A 股稀缺的具备主机游戏研发能力的龙头公司，在 5G+云游戏时代有望得到业绩和估值双提升。我们给予公司“增持”的投资评级，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.12、1.86 和 2.34 元/股。

6.风险提示

市场政策风险，游戏用户持续流失，新游戏落地表现不达预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋昉
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn