

# 长线运营巩固基本盘，研发先行加速品类拓新

## ——完美世界深度报告

✍️ : 分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003  
☎️ : 联系人: 王婷  
✉️ : wangting02@stocke.com.cn

### 报告导读

公司自端游时代以来沉淀了深厚的游戏研发基因，是 A 股稀缺的具备主机端游手游全硬件平台研发能力的公司。如今各大游戏公司都在吸引优秀研发人才，积极布局二次元、女性向等细分领域。我们认为公司最具转型成功的潜力，一方面 MMORPG 基本盘稳固贡献稳定业绩，另一方面《幻塔》、《一拳超人》等储备产品紧随游戏潮流，有望成为爆款。

### 投资要点

#### □ A 股研发型公司代表，即将迎来产品新周期

公司自端游时代以来奠定行业龙头地位，是 A 股游戏公司中少有的具备全硬件平台研发能力的游戏公司。但在游戏用户年轻化趋势下，公司与其他传统游戏公司一样面临转型的压力，我们认为研发基因深厚的完美世界具备打赢这场攻坚战的能力。2021 年下半年后公司将迎来产品新周期，不仅体现在产品的数量上，更重要的是品类、题材和玩法上的“新”。

#### □ 行业：渠道变革下，研发重视程度空前

渠道变革下，游戏产业链中内容端的议价能力较以往有显著提升趋势，游戏公司对于研发的重视程度空前，行业不乏利用丰厚的薪酬待遇吸引研发人才的现象，以腾讯、字节为代表的大厂也掀起了一波对于前景较好的中小型研发团队的收购潮。在这种行业背景下，我们认为游戏公司对于研发的投入在未来很长一段时间将继续保持较高水平。

#### □ 公司三大核心竞争力：研发体系+多端开发+强运营

公司具备完善的研发体系、全硬件平台研发经验以及长生命周期的运营能力，在 A 股游戏公司中产品竞争力优势明显。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。

#### □ 超预期：幻塔有望成为转型开山之作

经过我们的研究分析结合用户的反馈，我们认为《幻塔》有望成为公司转型的开山之作。该游戏是一款使用 UE4 引擎制作的二次元+开放世界玩法的 MMO，玩法、题材上都体现了公司为抓住年轻用户所做出的微创新，目前定档暑期档，玩家期待值很高。从游戏的测试效果和玩家的反馈来看，我们认为该产品虽与《原神》仍有较大差距，但对于公司尝试新品类、新玩法，拥抱年轻用户的战略具有重要意义。

#### □ 盈利预测及估值

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

### 评级

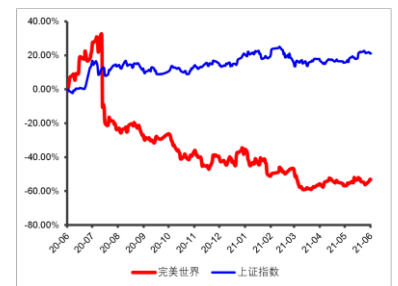
### 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥ 22.03

### 单季度业绩

### 元/股

2Q/2020	0.66
3Q/2020	0.93
4Q/2020	0.80
1Q/2021	0.24



### 公司简介

公司自端游时代以来沉淀了深厚的游戏研发基因，是 A 股稀缺的具备主机端游手游多端平台研发能力的公司。端转手战略以来，公司手游业务快速增长，开发出《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》、《神雕侠侣 2》等诸多经典手游大作，研运一体的能力得到验证。如今，游戏行业审美升级，我们认为公司具备紧跟潮流、成功转型的潜力。

### 相关报告

来产品的新周期，并且有望看到品类迭代和玩法创新，经过我们的流水模型和收入拆分，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 112.5 亿元、145.1 亿元、169.8 亿元，同比增加 10%、29%、17%，归母净利润分别为 23.9 亿元、29.9 亿元、33.1 亿元，同比增加 54.3%、25.2%、10.8%，摊薄 EPS 分别为每股 1.19 元、1.49 元、1.65 元。按照游戏行业 2021 年 6 月 9 日收盘价计算，2021 年行业平均估值为 19.52X。我们认为公司未来存在游戏业务上的边际改善，在 5G+云游戏时代和元宇宙概念催化下有望得到业绩和估值双提升，给予公司 23X 估值，对应目标市值 550 亿元，对应目标价格 27.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ **催化剂：**公司 2021 年二季度开始进入产品新周期；未来游戏行业有望受 5G+云游戏时代和元宇宙概念催化。

风险提示：政策监管加紧；新游跳票；游戏流水不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	10224.77	11247.24	14508.94	16975.47
(+/-)	27.19%	10.00%	29.00%	17.00%
净利润	1548.50	2388.89	2989.93	3313.38
(+/-)	-47.68%	54.27%	25.16%	10.82%
每股收益(元)	0.77	1.19	1.49	1.65
P/E	28.62	18.55	14.82	13.38

## 正文目录

<b>1. 公司概况：游戏驱动业绩稳健增长</b>	<b>6</b>
1.1. 公司概况	6
1.1.1. 发展历程	6
1.1.2. 股权结构	6
1.2. 财务分析	7
<b>2. 游戏行业：产品力是核心，内容为王趋势凸显</b>	<b>10</b>
2.1. 国内自研竞争力增强，逐步获得海外认可	10
2.2. 内容为王下保持研发高投入是长期趋势	11
2.2.1. 渠道变革下，内容为王趋势凸显	11
2.2.2. 游戏公司对研发重视程度显著增强	13
2.2.3. 大厂积极布局未来，引发一波优秀工作室收购潮	14
2.3. 国内主流 A 股游戏公司的研发实力对比	17
<b>3. 公司：三个核心竞争力</b>	<b>18</b>
3.1. 核心竞争力一：研发体系完善	18
3.2. 核心竞争力二：全硬件平台研发能力	21
3.3. 核心竞争力三：强运营拉长产品生命周期	24
<b>4. 未来：做次世代游戏，多元化拥抱年轻用户</b>	<b>26</b>
4.1. 储备产品多元化	26
4.2. 《幻塔》：有望成为公司转型标杆	27
<b>5. 盈利预测、估值与评级</b>	<b>30</b>
5.1. 收入假设	31
5.2. 费用率假设	31
5.3. 公司估值及评级	32
<b>6. 风险因素</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1：完美世界影视和游戏发展沿革	6
图 2：公司最新股权结构（截至 2021Q1）	7
图 3：2016-2020Q1 营业收入及增速	7
图 4：2016-2020Q1 归母净利润及增速	7
图 5：2015-2021Q1 各业务营收构成（亿元）	8
图 6：2015-2020Q1 完美世界毛利率	9
图 7：2015-2020Q1 完美世界三项费用率	9
图 8：2016-2020 年完美世界研发总支出	9

图 9: 可比公司研发费用/营业总成本 .....	9
图 10: 2016-2021Q1 归母净利润和经营性现金流量净额 (亿元) .....	10
图 11: 中国游戏市场及自主研发网络游戏实际销售收入状况 .....	10
图 12: 中国自主研发网络游戏在中国市场的份额状况 .....	10
图 13: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 .....	11
图 14: 2020 年重要海外市场国产移动游戏流水 TOP10 排名 .....	11
图 15: 2020 年中国自主研发移动游戏出海类型分布 .....	11
图 16: 2020 年重要海外市场国产移动游戏流水 TOP10 排名 .....	11
图 17: 2015-2020 游戏行业市场规模及增速 .....	12
图 18: 2015-2020 年游戏用户规模及增速 .....	12
图 19: 2020 年中国 20 强游戏公司研发费用情况 .....	14
图 20: 2020 年市值 TOP10 游戏企业游戏业务研发费用情况 .....	14
图 21: 2020 年国内主要游戏公司 (部分) 研发人员薪资情况 .....	14
图 22: 2018-2020 年游戏相关人才招聘薪资变化情况 .....	14
图 23: 《完美世界国际版》 .....	19
图 24: 《诛仙 3》 .....	19
图 25: 《诛仙》手游 .....	19
图 26: 《完美世界》手游 .....	19
图 27: 《神雕侠侣 2》手游 .....	20
图 28: 《新神魔大陆》手游 .....	20
图 29: 新国风手游《新笑傲江湖》 .....	20
图 30: 音游《Touch》 .....	21
图 31: 完美世界多端游戏一览 .....	22
图 32: 完美世界各硬件平台所发游戏占比 .....	22
图 33: 完美世界端游、主机游戏保持稳定规模 .....	22
图 34: 完美世界首款旗舰级云游戏《新神魔大陆》 .....	24
图 35: 《新诛仙》手游 2018.6.5-2021.6.5 期间 iOS 端畅销榜排名 .....	24
图 36: 《完美世界》手游 2019.3.6-2021.6.5 期间 iOS 端畅销榜排名 .....	25
图 37: 《新笑傲江湖》手游 2019.12.19-2021.6.5 期间 iOS 端畅销榜排名 .....	25
图 38: 《新神魔大陆》手游 2020.7.4-2021.6.5 期间 iOS 端畅销榜排名 .....	26
图 39: 完美世界产品品类拓展线 .....	27
图 40: 《幻塔》在 TapTap 上的评分 .....	27
图 41: 《幻塔》二测: 抑制器·改造测试 .....	28
图 42: 莉莉丝废土风游戏《末日余晖》 .....	28
图 43: 《幻塔》技能施放画面 .....	29
图 44: 游戏商店 .....	29
图 45: 载具系统 .....	29
图 46: 《幻塔》游戏战斗画面 .....	30
图 47: 《幻塔》二测画面优化前后对比 .....	30
表 1: 2020 年各上市公司投放头部手游产品买量情况 .....	12
表 2: 未上线主流平台的部分游戏 .....	13
表 3: 互联网大厂近年游戏公司投资情况 .....	16
表 4: A 股游戏厂商近年游戏公司投资情况 .....	17

表 5: 国内主要游戏公司研发实力对比情况 .....	18
表 6: 完美世界工作室产品及代表作 .....	21
表 7: 完美世界运营超 10 年的端游产品 .....	23
表 8: 完美世界收购的海外研发工作室及代表作 .....	23
表 9: 完美世界 2021 新游 .....	26
表 10: 公司细分业务收入预测 .....	31
表 11: 公司营业成本及各项费用率假设 .....	32
表 12: 可比公司估值表 (截至 2021.6.9) .....	32
表附录: 三大报表预测值 .....	33

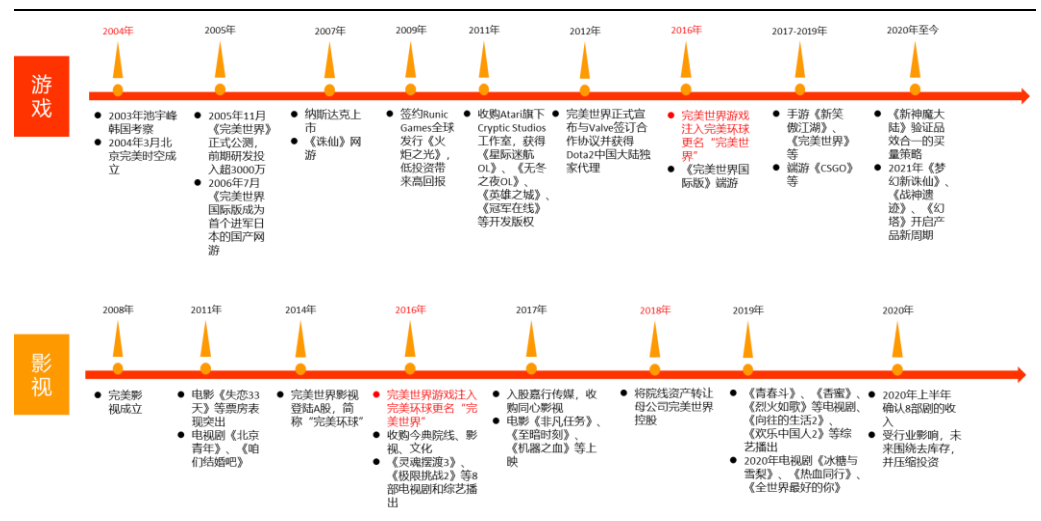
## 1. 公司概况：游戏驱动业绩稳健增长

### 1.1. 公司概况

#### 1.1.1. 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

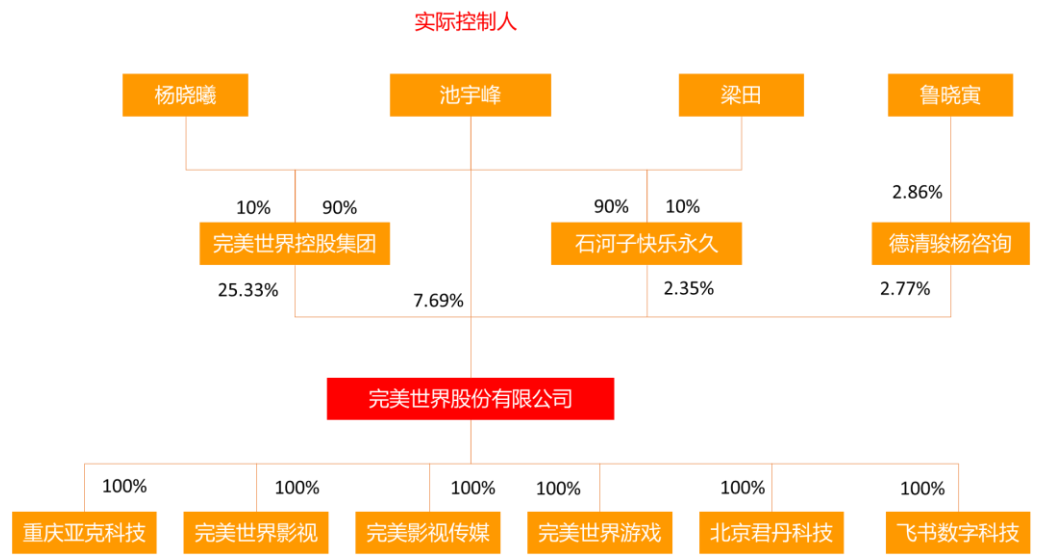


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 1.1.2. 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（截至 2021Q1）

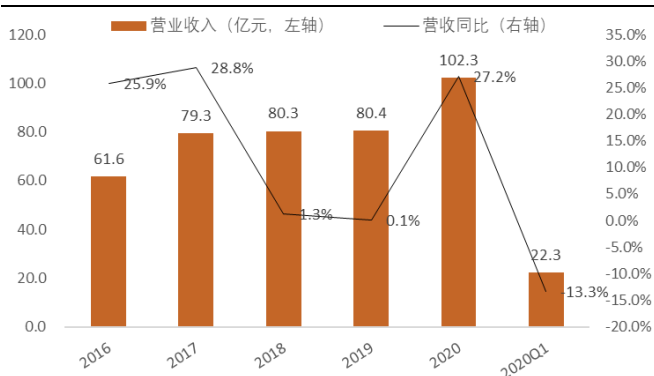


资料来源：公司财报，浙商证券研究所

## 1.2. 财务分析

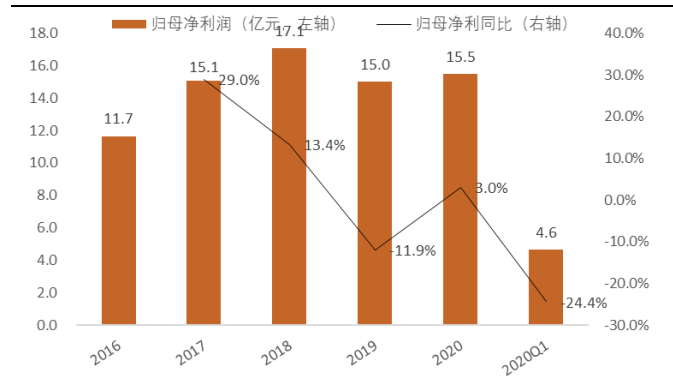
**游戏业务贡献主要业绩，2020 年影视剧存货减值后轻装上阵。**近年来，公司业绩增长稳健，2016/2017/2018/2019/2020 年分别实现营业收入 61.6 亿元、79.3 亿元、80.3 亿元、80.4 亿元、102.3 亿元，同比增速为 25.9%、28.8%、1.3%、0.07%、27.2%，实现归母净利润 11.66 亿元、15.05 亿元、17.06 亿元、15.03 亿元、15.5 亿元，同比增速为 767.54%、29.01%、13.38%、-11.92%、3.00%。2018 年公司转让院线业务，剔除院线业务，2019 年公司的游戏及电视剧业务收入较 2018 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%。2020 年，公司实现营收 102.3 亿元，同比增长 27.2%，主要因为老游戏《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》的长线运营贡献稳定收入，加上 2020 年上半年疫情影响，游戏流水出现高速增长。但受影视剧存货减值拖累，2020 年实现归母净利润 15.5 亿元，同比增长 3.0%。我们认为电视剧存货减值后 2021 年将轻装上阵，且进入 2021 年 Q2 之后，公司将迎来一波新周期，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，产品数量和品类多样性值得期待。

图 3：2016-2020Q1 营业收入及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

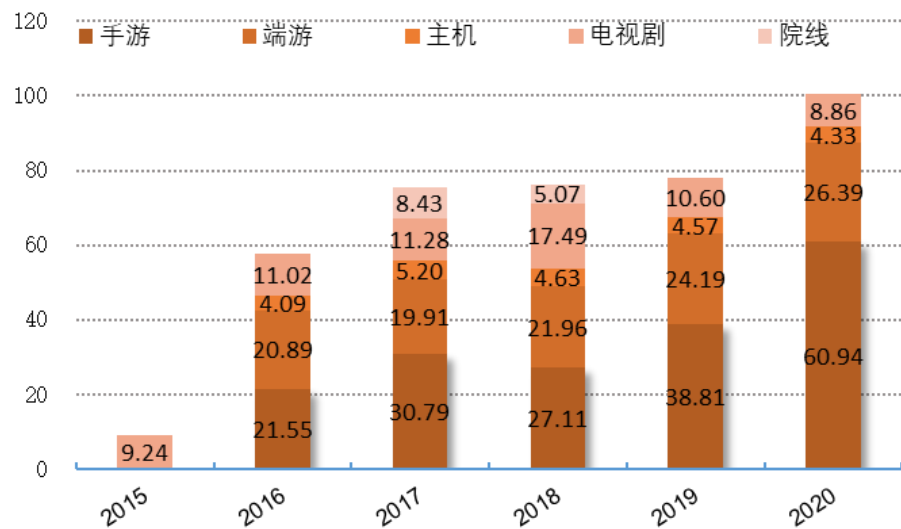
图 4：2016-2020Q1 归母净利润及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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、10.60 亿元。2020 年轻装上市站后，公司的手游、端游、主机游戏、电视剧业务分别实现收入 60.94 亿元、26.39 亿元、4.33 亿元、8.86 亿元。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 5：2015-2021Q1 各业务营收构成（亿元）

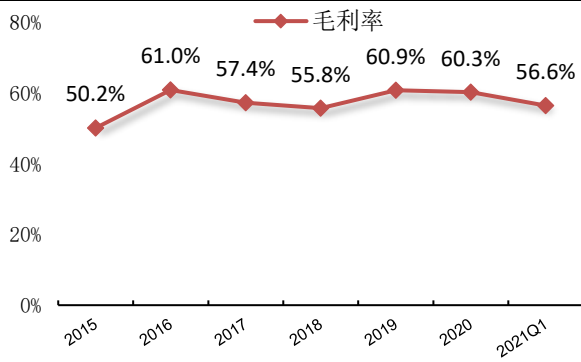


资料来源：Wind，浙商证券研究所

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）。2020 年公司整体毛利率为 56.6%，较上年同期降低 3.7pct，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 2020 年的 7.4%，2021Q1 的管理费用率为 8.5%。与此同时，公司将更多的支出用于游戏的研发和宣发，2020 年公司研发费用率高达 15.5%，销售费用率达 17.9%。

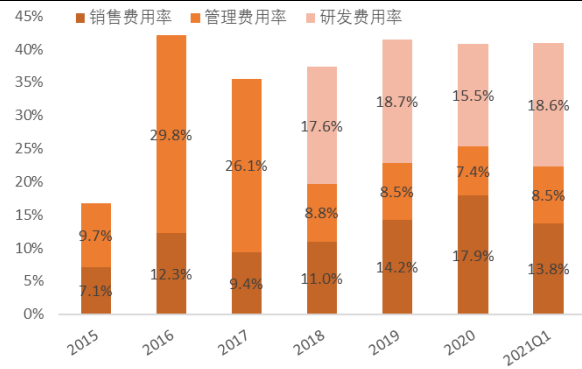


图 6：2015-2020Q1 完美世界毛利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

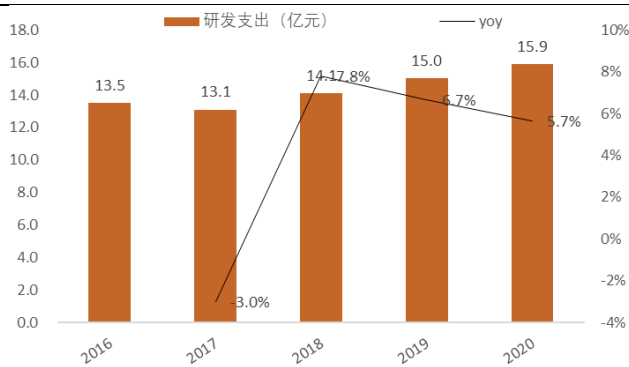
图 7：2015-2020Q1 完美世界三项费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

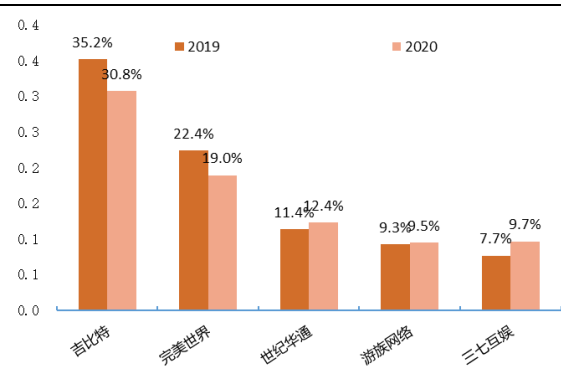
与可比公司相比，完美世界的研发支出处于较高水平。2016 年以来，公司研发支出总体呈现逐年攀升趋势，2020 年公司研发支出达到 15.9 亿元，同比增长 5.7%。我们比较完美世界与三七互娱、游族网络、世纪华通、吉比特这四家主流游戏公司的研发费用占营业总成本比重，发现完美世界的研发费用占营业总成本比重在几家可比公司里处于较高水平，说明公司对于研发的投入和重视程度较高。

图 8：2016-2020 年完美世界研发总支出



资料来源：Wind，浙商证券研究所

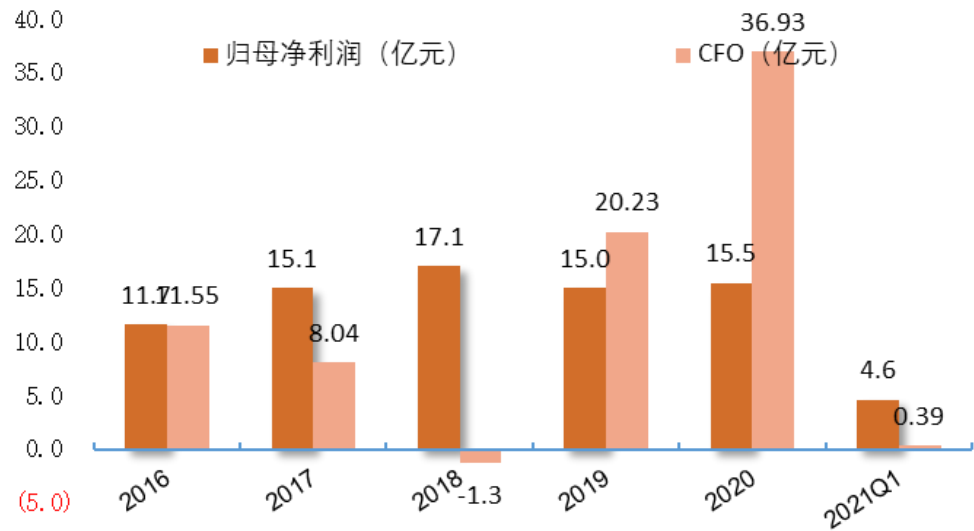
图 9：可比公司研发费用/营业总成本



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2020 年经营现金流在 2019 年由负转正的基础上增长 82.55%，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。2020 年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 36.93 亿元，我们预计后续公司现金流整体将保持较好的状态。

图 10：2016-2021Q1 归母净利润和经营性现金流量净额（亿元）



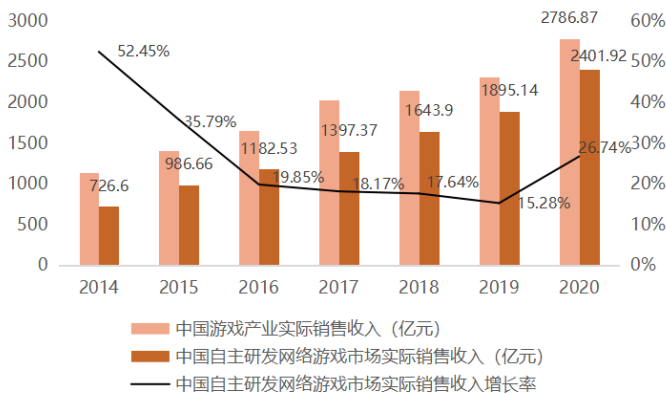
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 游戏行业：产品力是核心，内容为王趋势凸显

### 2.1. 国内自研竞争力增强，逐步获得海外认可

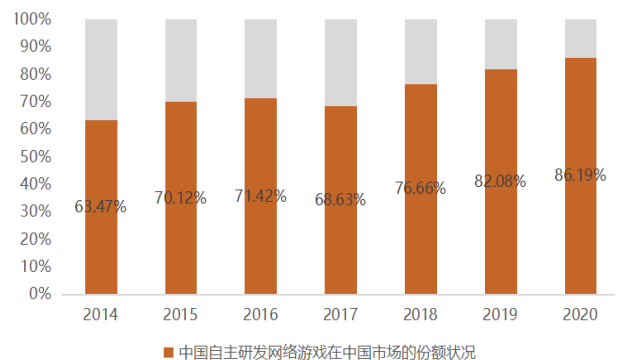
国内游戏市场中自研游戏占比和规模快速提升。2020 年新冠疫情激发了用户线上娱乐需求，中国游戏产业强势增长，增速逐年放缓的趋势出现逆转，市场整体收入 2787 亿元，同比增长 20.7%。随着企业创新意识的不断增强，自研游戏市场规模持续扩大，中国自主研发游戏已占据国内游戏产业主流，在国内市场份额逐年提升，2020 年自研比例已经从 2014 年的 63.5% 提升 22.7pct 到 86.2%，成为企业重要收入来源之一。截至 2020 年，国内市场自研游戏实际销售收入 2402 亿元，同比增长 27%。

图 11：中国游戏市场及自主研发网络游戏实际销售收入状况



资料来源：《2020 年中国游戏产业报告》，浙商证券研究所

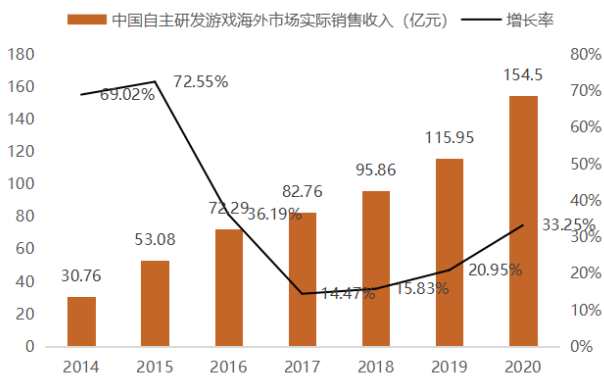
图 12：中国自主研发网络游戏在中国市场的份额状况



资料来源：伽马数据，浙商证券研究所

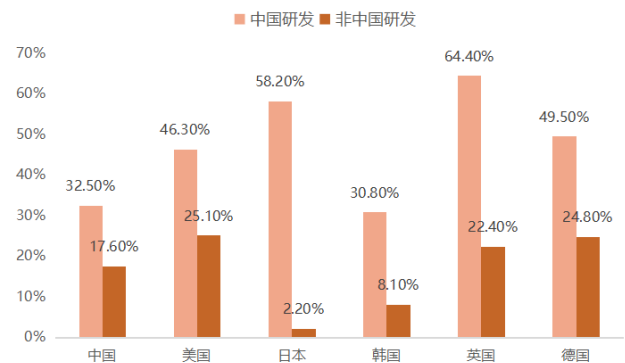
同时，中国自研游戏继续深耕海外市场，游戏出口额增长势头强劲，仅次于美国，位列世界第二。2020 年海外实际销售收入达 154.5 亿美元，同比增长 33.25%，超过了国内游戏产业的整体增速。得益于企业的研发竞争优势，中国自研游戏在海外认可度进一步提升，流水同比增速大于其他国家研发的产品，驱动海外市场规模快速扩张。

图 13: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入



资料来源: 《2020 年中国游戏产业报告》, 浙商证券研究所

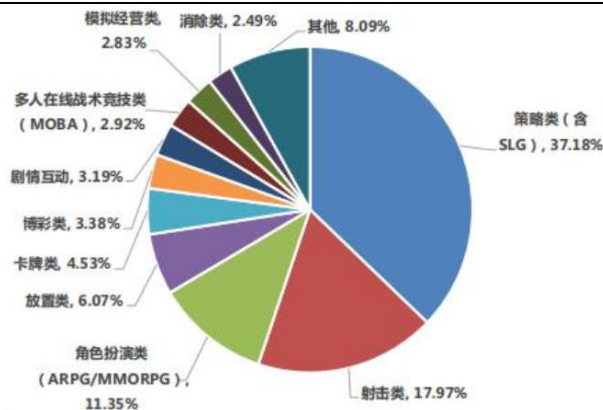
图 14: 2020 年重要海外市场国产移动游戏流水 TOP10 排名



资料来源: 伽马数据, 浙商证券研究所

从游戏出海类型分布来看, 策略类游戏和射击类游戏最受海外用户的欢迎, 在海外地区收入中分别以 37.18%和 17.97%的比重位居前二, 在 2020 年海外市场国产移动游戏流水 TOP10 排行榜中占据了半壁江山, 成为中国游戏企业重要的产品研发方向。此外, 2020 年, 米哈游、4399 凭借自主研发实力, 分别因《原神》《奇迹之剑》的流水表现首次跻身出海相关榜单。国内企业的研发扩张助推出海游戏品类日益丰富, 自研游戏凭借出色的海外表现凸显中国游戏产业强大的创新能力和增长潜力。

图 15: 2020 年中国自主研发移动游戏出海类型分布



资料来源: 《2020 年中国游戏产业报告》, 浙商证券研究所

图 16: 2020 年重要海外市场国产移动游戏流水 TOP10 排名

排名	游戏名称	中文名称	游戏类型	相关企业
1	PUBG MOBILE	PUBG MOBILE	射击类	腾讯游戏
2	Knives Out	荒野行动	射击类	网易游戏
3	Rise of Kingdoms	万国觉醒	策略类(SLG)	莉莉丝
4	Call of Duty	使命召唤手游	射击类	腾讯游戏
5	Mafia City	黑道风云	策略类(SLG)	友塔网络
6	AFK Arena	剑与远征	放置类	莉莉丝
7	State of Survival	末日生存	策略类(SLG)	Funplus
8	Lords Mobile	王国纪元	策略类(SLG)	IGG
9	Genshin Impact	原神	ARPG	米哈游
10	crasher: Origin	奇迹之剑	MMORPG	4399

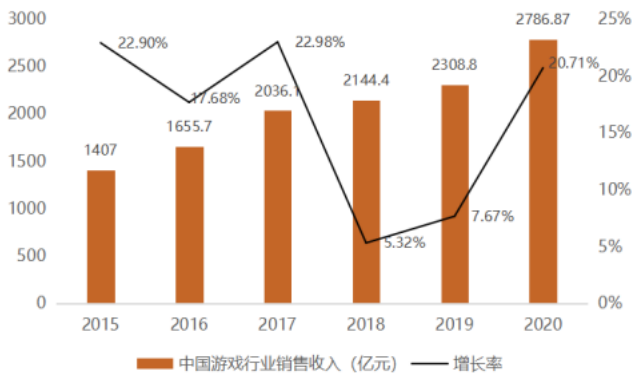
资料来源: 伽马数据, 浙商证券研究所

## 2.2. 内容为王下保持研发高投入是长期趋势

### 2.2.1. 渠道变革下, 内容为王趋势凸显

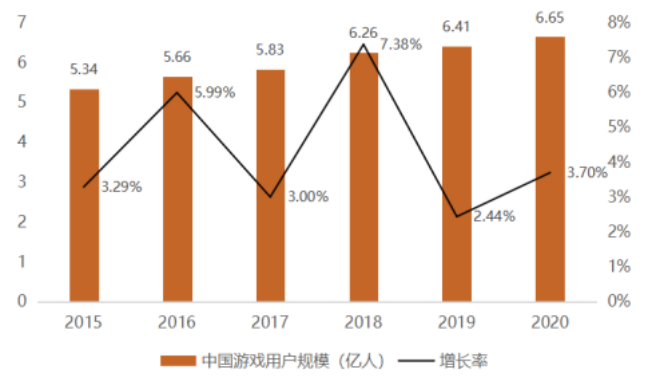
游戏行业市场规模增速放缓, 用户规模较饱和, 游戏市场进入存量竞争时代。自 2018 年, 中国游戏行业市场规模增速开始放缓, 市场趋于成熟, 连续两年增长率低于 10%。2020 年, 由于疫情影响, 用户在家玩游戏的机会增多, 市场规模达 2786.87 亿元人民币, 同比上升 20.71%。我们预计伴随疫情红利减弱, 游戏市场收入增速将逐渐恢复先前水平。但随着游戏市场趋于成熟, 且进入了流量 2.0 时代的人口红利后期, 游戏用户规模呈现较为饱和的状态, 增长缓慢, 人口红利殆尽。2020 年中国游戏用户规模为 6.65 亿人, 即使在疫情影响下, 同比增长也仅有 3.7%, 用户增长处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

图 17：2015-2020 游戏行业市场规模及增速



资料来源：游戏工委，浙商证券研究所

图 18：2015-2020 年游戏用户规模及增速



资料来源：游戏工委，浙商证券研究所

中头部厂商凭借优质的产品储备和较强的综合实力，纷纷入局买量市场，抢夺存量用户，买量市场竞争趋向白热化。根据 DataEye 《2020 移动游戏全年买量白皮书》，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。从投放指数来看，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。优质存量产品会加剧买量竞争，未来游戏推广的市场将以大厂竞争格局为主。

表 1：2020 年各上市公司投放头部手游产品买量情况

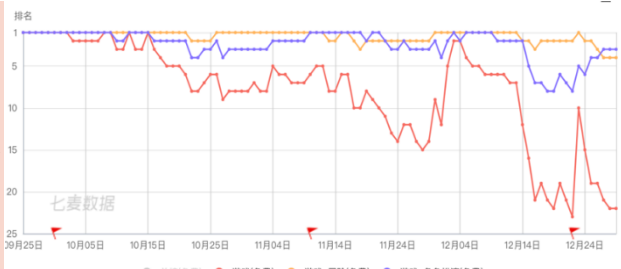
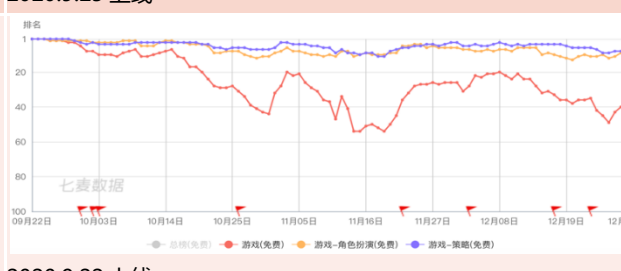
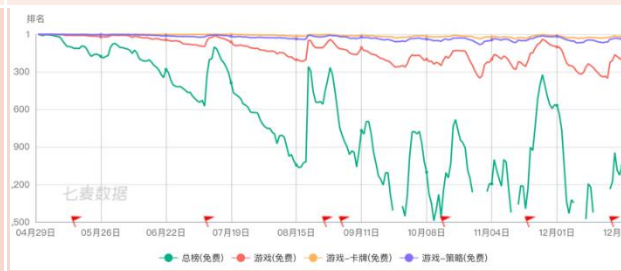
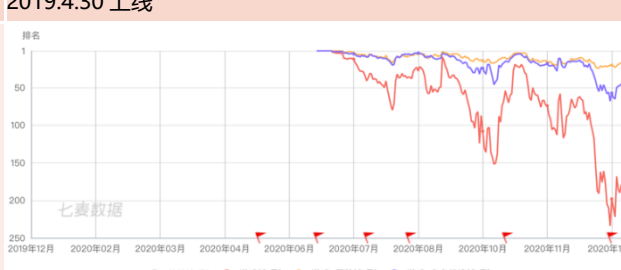
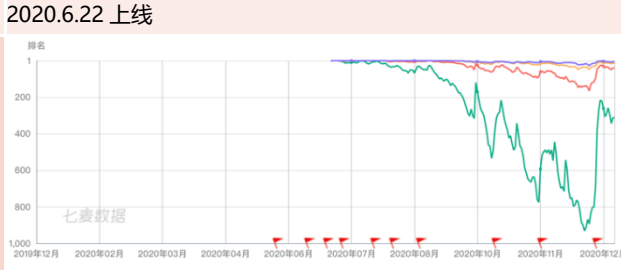
厂商	游戏名称	题材	玩法	投放指数
腾讯	乱世王者	三国	策略	14500
网易	天涯明月刀	武侠	MMORPG	8377
	梦幻西游网页版	西游	放置	70040
	梦幻西游	西游	回合制	17382
	率土之滨	三国	策略、卡牌	16978
	大话西游	西游	回合制	11383
	梦幻西游三维版	西游	MMORPG	10665
	一梦江湖	武侠	MMORPG	9087
	情女崑崙	仙侠	MMORPG	7428
	西游单机版	西游	回合制	6819
	三七互娱	糖灵盛典:黎明	魔幻	MMORPG
完美世界	新神魔大陆	魔幻	MMORPG	17667
游族	新笑傲江湖	武侠	MMORPG	16930
	少年三国志:蜀	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，浙商证券研究所

随着字节系、腾讯系、B 站、TapTap 等垂类 APP 的快速增长，渠道格局越发分散多元化，优质内容稀缺性凸显，成为研发商与渠道商争夺话语权的核心凭仗。TapTap、B 站等第三方渠道以及抖音快手等超级 APP 的兴起，提供了更丰富的渠道选择，吸引了众多游戏厂商入驻，并且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。在这种情况下,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,高品质的游戏研发商地位会不断提升,拥有更高的议价能力。

表 2: 未上线主流平台的部分游戏

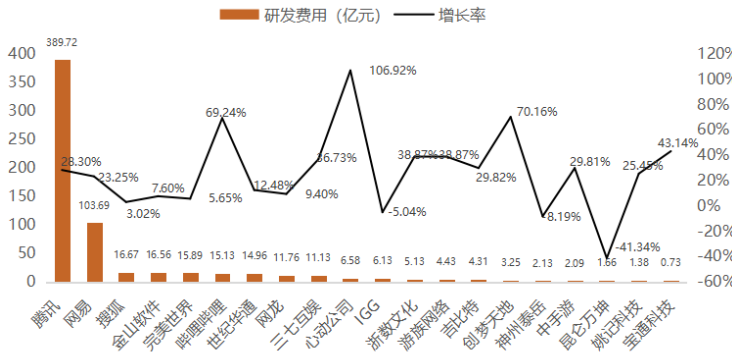
游戏名称	研发商	发行商	游戏类型	上线渠道	未上线渠道	七麦数据游戏榜单排名
《原神》	米哈游	米哈游	冒险	App Store、小米、魅族、官网、B 站、TapTap	华为、VIVO、OPPO、应用宝、百度、360、豌豆荚	 <p>2020.9.25 上线</p>
《万国觉醒》	乐狗游戏	莉莉丝	SLG	App Store、官网、TapTap、九游、应用宝、百度、豌豆荚	华为、小米、VIVO、OPPO、魅族、360	 <p>2020.9.22 上线</p>
《明日方舟》	鹰角网络	鹰角网络	SLG	App Store、VIVO、应用宝、百度、360、豌豆荚、TapTap、B 站、官网	华为、小米、OPPO、魅族	 <p>2019.4.30 上线</p>
《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	 <p>2020.6.22 上线</p>
《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	 <p>2020.7.2 上线</p>

资料来源: 七麦数据, 游戏官网, 浙商证券研究所

### 2.2.2. 游戏公司对研发重视程度显著增强

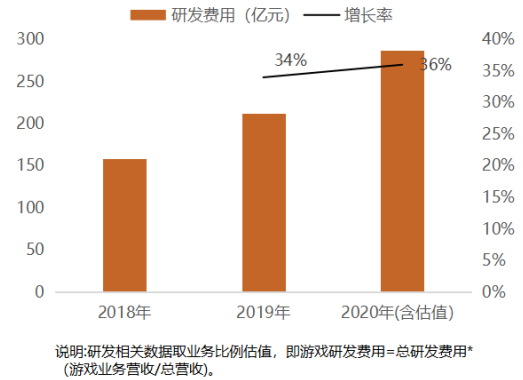
优质内容研发商地位的提升,带来的是企业持续加大的研发投入。2020年中国20强游戏公司中,共17家公司的研发费用呈正增长,同比增长率25.6%。其中,腾讯和网易分别389.72亿元、103.69亿元的研发开支占据前二;心动公司研发费用同比增幅最高为106.9%,头部公司对研发的重视程度持续增强。整体来看,伽马数据显示,国内市值TOP10游戏企业研发费用同比均出现增长,且近两年的投入力度明显加大,2020年研发费用增长幅度约36%,加强研发已成为企业普遍共识。

图 19: 2020 年中国 20 强游戏公司研发费用情况



资料来源: 易观分析, 浙商证券研究所

图 20: 2020 年市值 TOP10 游戏企业游戏业务研发费用



资料来源: 伽马数据, 浙商证券研究所

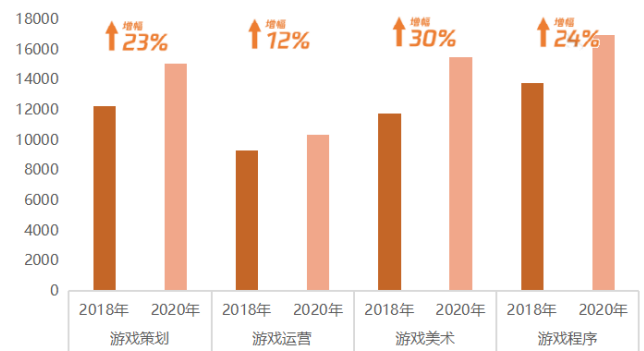
研发费用投入的增加主要因为对于研发人员的支出增加,一方面为应对行业变化和公司产品排期需要增加研发人员数量,另一方面各家厂商为吸引高质量游戏制作人才而提高工资待遇。腾讯、网易作为国内两家游戏巨头,薪资水平自成一档,依托平台优势积极抢占人才。此外,以吉比特、完美世界和三七互娱等公司为代表的二三线游戏厂家,在国内游戏产业的薪酬体系中也极具竞争力。从薪资变化上来看,相比2018年,2020年游戏研发人员招聘薪酬整体呈增长趋势,其中游戏美术类岗位涨幅最为明显,两年内招聘薪资上涨高达30%,反映游戏企业正在不断优化岗位薪酬结构,加速布局研发创新。

图 21: 2020 年国内主要游戏公司(部分)研发人员薪资情况

公司	薪酬及福利费	研发人员数量	研发岗人均薪酬
吉比特	3.76 亿	439 人	85.6 万
三七互娱	8.72 亿	2343 人	37.2 万
完美世界	12.82 亿	3739 人	34.2 万
世纪华通	11.06 亿	3715 人	29.8 万
游族网络	2.91 亿	1485 人	19.6 万

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 22: 2018—2020 年游戏相关人才招聘薪资变化情况



资料来源: 伽马数据, 浙商证券研究所

### 2.2.3. 大厂积极布局未来, 引发一波优秀工作室收购潮

在过去的一年中,腾讯、字节跳动、快手等互联网巨头为深入布局游戏市场,引发一波优秀中小型游戏公司和核心工作室的收购潮。2020年腾讯投资及收购的公司数达31家,是2019年的三倍,其中大部分是游戏公司,涵盖射击、角色扮演、休闲等多种品类,多数公司还处于早期阶段,说明腾讯更看重公司的发展前景与核心价值。字节跳动从休闲游戏切入,进军游戏行业,凭借休闲游戏发行平台 Ohayoo,在这一领域快速走向成熟。2020-2021年,字节通过战略融资的方式,相继入股有爱互娱、MYBO以及沐瞳科技等主打出海的手游开发商,避开了腾讯在国内的绝对优势,将其战略重点放在了海外。快手自2018年开始投资游戏公司,从细分赛道来看,近期投资的十字星工作室、王牌互动和

犀牛互动三家公司都有制作女性向游戏的经验，快手对女性向游戏研发公司较为青睐。此外，快手投资公司中，还包括以独立游戏闻名的凉屋游戏以及手握众多大 IP 的中手游，覆盖品类较为丰富。这一轮掀起的收购热潮，凸显研发能力在游戏行业竞争中的重要程度，大厂通过对外投资，向中小型游戏工作室提供资金与经验支持，持续激发内部创新潜质，为打造爆款创造条件。

**表 3：互联网大厂近年游戏公司投资情况**

	投资时间	工作室名称	代表作品	持股情况	地区
腾讯	2020年1月	白金工作室	《尼尔机械纪元》，《猎天使魔女》系列等	未披露	日本
	2020年1月	Funcom	《流放者柯南》系列	全资收购	挪威
	2020年2月	Yager Development	《无畏战舰》，《特殊行动：一线生机》	未披露	德国
	2020年2月	Roblox	《Roblox》(中文名为《罗布乐思》)	参投 G 轮融资	美国
	2020年5月	Marvelous AQL	《闪乱神乐》，《牧场物语》系列	20%股份	日本
	2020年6月	凡帕斯网络	《VGAME 消零世界》	31.25%股份	中国
	2020年6月	波希米亚交互工作室	《武装突袭》系列，《DayZ》系列	70%—80%股份	捷克
	2020年7月	Voodoo	《roller splat》，《snake vs block》	未披露	法国
	2020年7月	世纪华通	《龙之谷》系列，《传奇》系列	5%股份	中国
	2020年8月	乐游科技	《Warframe》(代理)	收购	中国
	2020年9月	云畅游戏	《鬼泣：巅峰之战》，《航海王：燃烧意志》	15%股份	中国
	2020年10月	10 Chambers	《GFTO》系列，《PAYDAY》系列	未披露	瑞士
	2020年10月	纳什游戏	《白之物语》	20%股份	中国
	2020年11月	First Fun	《神迹大陆-大型暗黑 3D 魔幻手游》	10.7%股份	中国
	2020年11月	Lockwood Publishing	《Avakin Life》	投资 2500 万美元	英国
	2020年11月	无端科技	《生死狙击》，《缥缈西游》	投资数百万人民币	中国
	2020年11月	七号笔迹	《梦幻消消乐》，《消除大作战》	30%股份	中国
	2020年11月	网元盛唐	《古剑奇谭》，《神舞幻想》	20%股份	中国
	2020年11月	水果堂	《鬼语迷城》	7.44%股份	中国
	2020年11月	炎央文化	《眷思量》	15%股份	中国
	2020年12月	钛核互动	《暗影火炬城》，《奇境守卫》	33.9%股份	中国
	2020年12月	APG GAMES	《最后的厂牌》	10%股份	中国
	2020年12月	润梦网络科技	《武侠义》	19.25%股份	中国
	2020年12月	影之月信息科技	《牧羊人之心》，《偌星》	14.5%股份	中国
2020年12月	Capstone Games	《拱顶石游戏》	未披露	中国	
2020年12月	Giraffe Game	暂无	从 3%增持至 6%	中国	
字节跳动	2020年6月	Ohayoo	休闲游戏发行平台，曾发行《消灭病毒》、《我功夫特牛》	未披露	中国
	2020年8月	MYBO	《Tetris (俄罗斯方块)》，《Starry Nuts》	3.96%股份	中国
	2020年10月	有爱互娱	《我欲封天》，《放置少女》，《红警 OL》	并购	中国
	2020年11月	神罗互娱	暂无	20%股份	中国
	2021年1月	盖姆艾尔	《仙境传说 RO：新世代的诞生》	27.4%股份	中国
	2021年3月	沐瞳科技	《无尽对决》，《Mobile Legends: Bang Bang》	并购	中国
快手	2018年5月	凉屋游戏	《战魂铭人》等	未透露	中国
	2019年9月	十字星工作室	《半盏复古行》，《长安百万贯》，《蝉女》	未透露	中国
	2019年10月	中手游	拥有多款 IP 大游戏，包括《航海王》，《火影忍者》等	2.5 亿港元	中国
	2020年3月	赛瑞思动	《傲天下》，《问鼎江湖》	并购	中国
	2020年4月	王牌互娱	《芳华录》，《圣光与荣耀》	持股 2.5% (2021.2 退出)	中国
	2020年8月	暖域科技	暂无	持股 16%	中国
	2020年12月	犀牛互动	《命运歌姬》，《舞动青春》，《51 新炫舞》	持股 25%	中国

资料来源：公司公告，企查查，浙商证券研究所



与大厂直接收购中小型游戏公司不同，A 股主流游戏厂商如完美世界、三七互娱、吉比特等主要挑选与自己公司产品调性契合或者能弥补品类短缺的优秀团队加入。例如三七互娱在苏州成立女性向工作室“萤火工作室”，吸引资深女性向游戏研发人才，持续发力“她经济”。此外，三七互娱在 2020 年投资了多家游戏公司，尤其是易娱网络和龙游天下，在 SLG 游戏领域有着丰富的研发经验，并且易娱网络的代表产品《Puzzles & Survival》在海外市场表现十分出色。通过参股优质游戏开发商，不断积累研发和运营经验，三七互娱有望弥补研发技术的短板，扩大游戏品类并实现海外市场的拓展。完美世界近年的投资动作，体现其在强化仙侠、武侠、魔幻等优势领域的基础上，继续深耕二次元的发展目标。2020 年，完美通过参股阅龙智娱拿下“天龙八部”IP 新游发行权，进一步扩充金庸武侠矩阵，助力开发独家 IP 版图；与此同时，完美从米哈游、哔哩哔哩等大厂挖来优秀的二次元工作室，积极探索不同题材，力求在二次元品类取得突破。吉比特通过与投资基金进行合作，不断创新投资形式，2020 年至今，先后认购了和谐成长三期基金、诺惟合悦基金和优格创投基金份额，并对易玩网络、广州帝释天、重庆九鱼乐、厦门辣葡萄等二十余家企业进行了投资。新投资公司中大多数成立时间较短，相比之下，吉比特更青睐中小型的研发工作室，将公司未来成长性作为投资决策的重要考量因素。

**表 4：A 股游戏厂商近年游戏公司投资情况**

	投资时间	工作室名称	代表作品	持股情况
完美世界	2020 年 4 月	掌愿互动	《Restaurant Renovation》，《Space Decor》	增持 10%至 25%股份
	2020 年 8 月	阅龙智娱	《浮生妖绘卷》，《新天龙八部手游》	35%股份
三七互娱	2020 年 9 月	易娱网络	《龙将》，《暗黑西游记》，《勇者之塔》	10%股份
	2020 年 9 月	不朽之王	暂无	20%股份
	2020 年 1 月	萌我爱网络	《最强王者》，《明日警戒》	17%股份
	2020 年 6 月	萌野网络	《传奇刃魔》，《烽火攻城》	20%股份
	2020 年 12 月	龙游天下	《汉末霸业》，《召唤骑士团》	20%股份
吉比特	2020 年 3 月	雏羽科技	《铸时匠》(英文名: Clocker)	25%股份
	2020 年 4 月	重庆九鱼乐	《不朽之旅》	20%股份
	2020 年 4 月	辣葡萄网络	《怪物工程师》	20%股份
	2020 年 6 月	上海润梦	《武侠义》	20%股份
	2020 年 7 月	广州帝释天	《拉结尔》，《环形战争》	增持
	2020 年 7 月	艾斯西网络	《源界》	25%股份
	2020 年 12 月	杭州谦游坊	《九黎》	18%股份

资料来源：公司公告，企查查，浙商证券研究所

### 2.3. 国内主流 A 股游戏公司的研发实力对比

**研发投入：**完美世界在研发费用与研发人力上排名位居前列，围绕研发团队成长、纳新研发中心拓展、团队扩增、技术中台支出等方面进行集中建设；世纪华通的研发投入较大，2019 年盛趣游戏正式并入世纪华通后，为其注入了较强的研发实力；三七互娱的研发投入增速不断加快，2020 年研发费用及研发人员分别同比增长了 35.63%和 48.10%；2020 年游族网络研发费用 4.43 亿元，研发人员达 1485 人，随着进一步聚焦主营业务、加大研发投入以及优化内部管理，公司明确把研发定为未来工作的主流方向；截至 2020 年，吉比特共有 439 名研发人员，研发费用 4.31 亿元，占营业收入的 15.7%，研发投入保持较高的水准。作为优质创新型企业，吉比特拥有丰富的团队管理经验以及高比例的研发投入，为公司持续推出新产品奠定良好基础。

**人才激励：**各大游戏公司纷纷出台人才激励政策，从调动积极性、提高专业性和培养创

造性等角度培育人才。其中，完美世界持续通过“内部培养+外部引进”等多元化方式完善自身人才体系，帮助员工最大限度地展现才华；三七互娱创新平台化的人才管理机制，并成立“三七互娱大学”，为员工提供了多种线上学习课程，有效提升竞争力；其他公司也分别从薪酬、培训两方面对员工进行激励和管理，致力于建设核心人才队伍。

表 5：国内主要游戏公司研发实力对比情况

游戏公司	研发费用	研发人员	人才激励	游戏收入及增长趋势	自研产品储备	相关创新措施
完美世界			“内部培养+外部引进” 多元化完善人才体系		《完美新世界》、《诛仙2》、《天龙八部2》、《幻塔》等大IP游戏	①技术中台支持 ②自研 ERA 引擎 ③玩法创新待提升
三七互娱			建立平台化人才管理机制、改革立项机制、灵活设置团队考核标准、创立“三七互娱大学”		立项类别涉及 MMORPG、SLG、SRPG、模拟经营等领域，产品储备丰富	①立项革新 ②赛道多元 ③美术创新 ④技术攻坚
吉比特			良好的企业文化氛围、有效的激励机制、多样化的培训机会		坚持精品化路线，储备有《摩尔庄园》、《地下城3：魂之诗》、《剑开仙门》等游戏	①自主研发 ②游戏运营 ③数据挖掘和市场响应
游族网络			秉承 SMART 原则建立激励制度、设立“游族大学”，开展培训		《Simure Vikings》、《伊甸园的骄傲》、《新盗墓笔记》、《第五方舟》、《放置童话》等	①聚焦主营业务 ②加大研发投入 ③优化内部管理
世纪华通			薪酬政策、培训计划		超 10 款产品在研，品类覆盖 MMORPG、模拟经营、横版动作等。	①云游戏技术 ②玩法创新 ③功能游戏细分市场拓展

资料来源：公司公告，伽马数据，浙商证券研究所

### 3. 公司：三个核心竞争力

#### 3.1. 核心竞争力一：研发体系完善

公司的研发团队超过 3000 人，共建有北京、苏州、上海、成都、广州等多个研发中心，研发团队超过 20 支，研发方向包括 4 大旗舰 IP（完美世界 IP、诛仙 IP、武侠品类和魔幻品类）以及追赶游戏领域潮流的二次元向与女性向游戏。北京完美是完美游戏的主场，玩家熟悉的大部分游戏都是由北京完美的第一、第三、第五和第七项目中心研发，核心团队有着高深的游戏资历，开发过众多高水准的游戏，主要负责旗舰 IP 的研发。

##### 第一项目中心：丰富的 MMORPG 端游开发经验

第一项目中心已上线的游戏包括《完美世界国际版》、《完美世界》、《诛仙3》、《梦幻诛仙》、《笑傲江湖》、《武林外传》、《神魔大陆》和《赤壁》，这些产品是公司创收的主力，未来该团队将有两款重磅自研游戏上线：《完美世界主机版》和《诛仙端游》。《完美世界主机版》是一款使用 unity 引擎制作的动作向魔幻题材 3D MMORPG 游戏，未来将上线主机平台、XBOX 和 PS4，首先在北美发行，后面向全球，公司对该

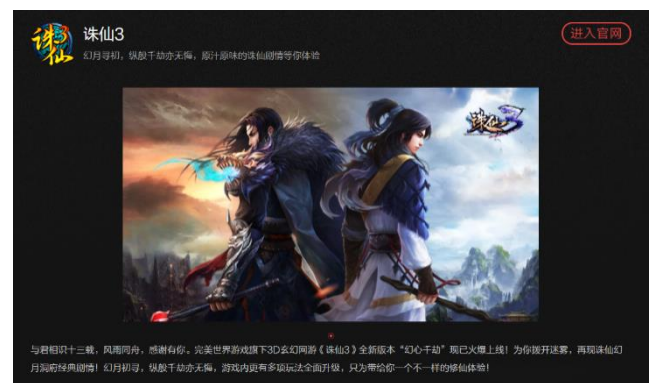
游戏的研发费用投入已经高达2亿元。另一款《诛仙端游》则是在诛仙IP基础上使用UE4引擎创作的一款次世代3D MMORPG游戏，未来将上线PC端游市场。

图 23：《完美世界国际版》



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 24：《诛仙3》

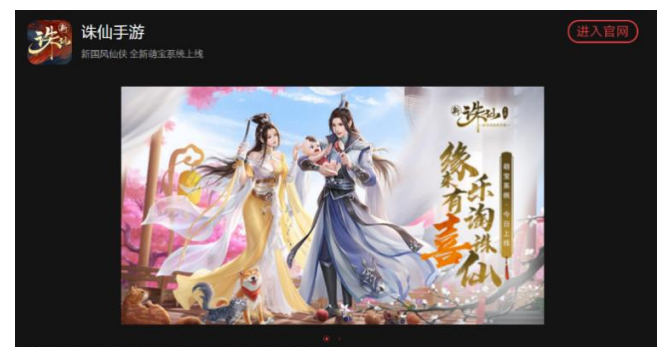


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 第三项目中心：端转手后的MMORPG手游开发主力

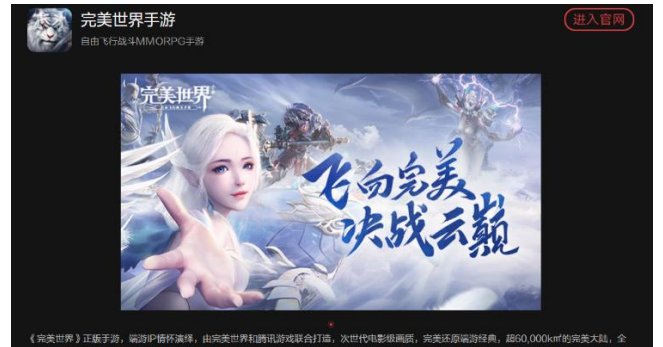
第三项目中心成立于2015年，团队起初仅有40人，随着手游市场的发展和公司项目研发运维的需要，目前已经扩张到400人。2015年公司实行端转手战略以来，共有4款大型手游成功上线，分别是《诛仙》手游、《武林外传》手游、《云梦四时歌》和《完美世界》手游。其中《诛仙》手游堪为行业标杆之作，上线首日即排行iOS畅销榜第二名，其商业表现和生命周期远远优于同时期的同类产品，上线五年后仍能保持畅销榜前50的好成绩，为公司贡献月流水仍近亿元量级。此外，《完美世界》手游也是公司可圈可点的长生命周期手游，凭借这四款游戏，第三项目中心在2019年获得收入破百亿的成就。

图 25：《诛仙》手游



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 26：《完美世界》手游

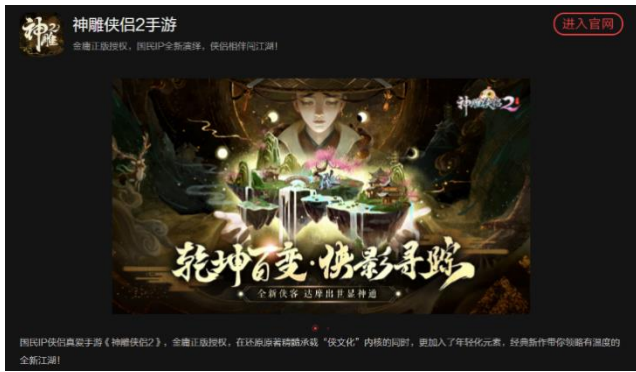


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 第五项目中心：综合的手游项目开发中心

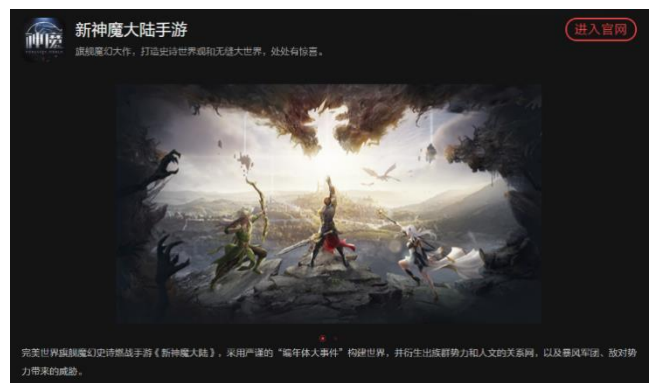
第五项目中心的定位比较综合，前身是完美世界战略发展部和侵略火工作室。五项在公司主要承担着引擎和美术的技术研发工作，团队拥有丰富的次世代游戏开发经验。美术引擎团队是国内最早开始研究商业引擎的开发团队，代表作有《烈火如歌》，是国内最早使用unity引擎实现全面次世代的手游作品。未来的新游戏我们将更成熟地使用UE4引擎进行开发，以实现更好的美术效果。此外，五项的产品战略始终是顺应市场发展趋势和玩家需求变化，内部设立四大工作室，专攻二次元、国际化、沙盒、开放世界、模拟经营、UE4等方向。以往代表作包括2018年的《烈火如歌》，是完美首款影游联动成功的作品；2019年的《神雕侠侣2》是完美首次比较成功的回合制游戏；2020年上线的《新神魔大陆》面向全球发行，在台澳地区拿和韩国地区表现优异。未来的产品储备包括三款大IP的大制作。

图 27: 《神雕侠侣 2》手游



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 28: 《新神魔大陆》手游



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

**第七项目中心: 新国风手游《新笑傲江湖》**

第七项目中心从 2013 年开始致力于手游领域, 团队从最初的几十人到目前已有两百多人, 过往作品包括不败战神、倚天屠龙记、射雕英雄传、封龙战纪以及 2019 年上线的新国风手游《新笑傲江湖》。

图 29: 新国风手游《新笑傲江湖》

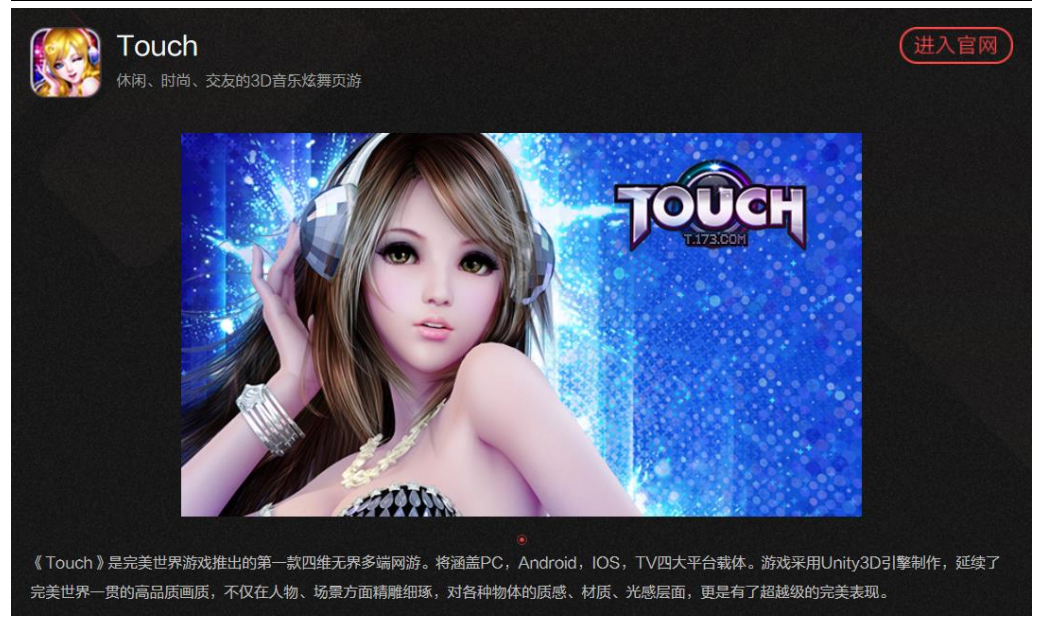


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

**逍遥工作室: 音游《热舞派对》**

除了《圣斗士星矢》等 MMORPG 端游之外, 还研发过音游类型的游戏如《热舞派对》、《Touch》。

图 30: 音游《Touch》



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

其他工作室团队则负责细分游戏品类的拓展, 包括开发世界、APRG、回合制、二次元和女性向游戏, 新的工作室团队一部分是从其他游戏公司挖掘过来的, 也有着丰富的游戏开发经验。

表 6: 完美世界工作室产品及代表作

	研发团队	研发游戏类型	过往作品	最新产品
老工作室	第一项目中心	MMORPG (端游)	完美世界、武林外传、诛仙、完美世界国际版、赤壁、梦幻诛仙、神魔大陆、笑傲江湖 (端游)	新诛仙世界 (端游、UE4)、完美世界主机版
	第三项目中心	MMORPG (手游)	诛仙手游、武林外传手游、完美世界手游、云梦四时歌	诛仙 IP 卡牌手游
	第五项目中心	回合制 MMO	烈火如歌手游、神雕侠侣 2 手游	仙剑奇侠传 IP 手游
	第七项目中心	MMORPG	不败战神、倚天屠龙记 (手游)、射雕英雄传 (手游)、封龙战纪、新笑傲江湖 (手游)	
	逍遥工作室	MMORPG、音游	热舞派对 (端游)、圣斗士星矢 (端游)、Touch、圣斗士星矢: 集结、火炬之光手游、最终幻想: 觉醒、我的起源	
新工作室	梦间集工作室	女性向	梦间集、梦间集天鹅座	梦间集 2
	黑马工作室	射击		Don' t Even Think (UE4)
	奈奥格之影工作室	Roguelike 等新品类	无 (内部孵化的新团队)	旧日传说手游
	赤金智娱	ARPG	狂暴之翼	战神遗迹
	T3 工作室	动作、二次元	射雕英雄传 ZERO、射雕英雄传 3D 手游、轮回诀	一拳超人
	乘风工作室	ARPG	龙之谷 (手游)	日本 IP ARPG 手游
	天智游工作室	回合制	前神武团队	梦幻新诛仙
	苏州幻塔	开放世界	太极熊猫	幻塔 (UE4)
Cryptic Studios			万智牌传奇 (端游)	

资料来源: 完美后花园, 浙商证券研究所

### 3.2. 核心竞争力二: 全硬件平台研发能力

完美世界是 A 股少有的具有端游、主机、手游全覆盖研发能力的企业。完美世界 2004 年制作推出了 PC 端游也是公司第一款游戏《完美世界》，该游戏在推出后大获成功。《完美世界》的成功奠定了公司在 MMORPG 类游戏的地位，该款游戏之后公司围绕这一具有经验的优势品类发布了多款 PC 端游。随着移动智能手机的普及，公司也加码移动游戏研发，以“端游 IP 转手”为思路，在移动端发行了多款 MMORPG 游戏，同样取得巨大成功。主机部分公司通过收购等方式进行布局，推出了《Don't Even Think》等多款优质主机游戏。

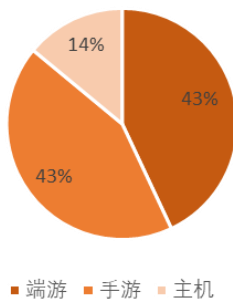
图 31：完美世界多端游戏一览

新游推荐	客户端游戏	手机游戏	单机游戏	主机游戏
幻塔	完美世界2国际版	幻塔	隐龙传	HOB
梦幻新诛仙手游	完美世界经典版	梦幻新诛仙手游	深海迷航	游戏平台
战神遗迹	神魔大陆2	战神遗迹	面条人	完美世界平台
黑猫奇闻社	笑傲江湖	黑猫奇闻社	迷城之光	完美电竞平台
热门游戏	赤壁	旧日传说	洪潮之焰	逗留一会福利平台(N)
非常英雄救世奇缘	武林外传	非常英雄救世奇缘	网页游戏	TOUCH
新笑傲江湖手游	梦幻诛仙2	新诛仙手游		
新神魔大陆手游	诛仙3	新武林外传手游		
旧日传说		新笑傲江湖手游		
新武林外传手游				
新诛仙手游				

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

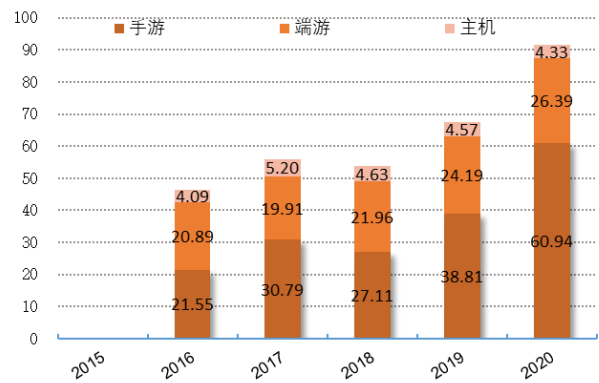
根据我们的粗略统计，公司至今共发行游戏 50 余款（部分游戏主机、PC 都可游玩），其中端游占比 43%，手游占比 43%，主机游戏占比 14%。相比于其他可比公司，完美世界多平台研发实力具有强大的协同效应，端游 IP 转手游，主机 IP 转手游空间巨大。

图 32：完美世界各硬件平台所发游戏占比



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

图 33：完美世界端游、主机游戏保持稳定规模



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

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 研发的对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。IP 游戏的长生命周期与公司研发实力带来的优良游戏素质保证了端游流水的稳定性，2020 年公司端游业务实现营业收入 26.39 亿元，同比增长 9.1%。

**表 7：完美世界运营超 10 年的端游产品**

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

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

**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。除了通过收购补强研发实力与 IP 库存以外，完美世界也积极在海外设立分公司，培养研发能力。分公司借助海外成熟的游戏环境，吸引了一批在美术、艺术、游戏方面很有想法的人才，壮大了公司的研发团队。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 8：完美世界收购的海外研发工作室及代表作**

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 OL》、《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，浙商证券研究所

此外，公司在云游戏的应用上也走在国内主流游戏公司的前列。2020 年完美世界首款旗舰级云游戏《新神魔大陆》在中国电信的天翼云游戏平台独家重磅上线，虽然受制于客观条件，云游戏目前尚未成熟，但其未来的商业价值得到了很好的印证。公司的原生云游戏《诛仙》也在积极研发中。

图 34：完美世界首款旗舰级云游戏《新神魔大陆》



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

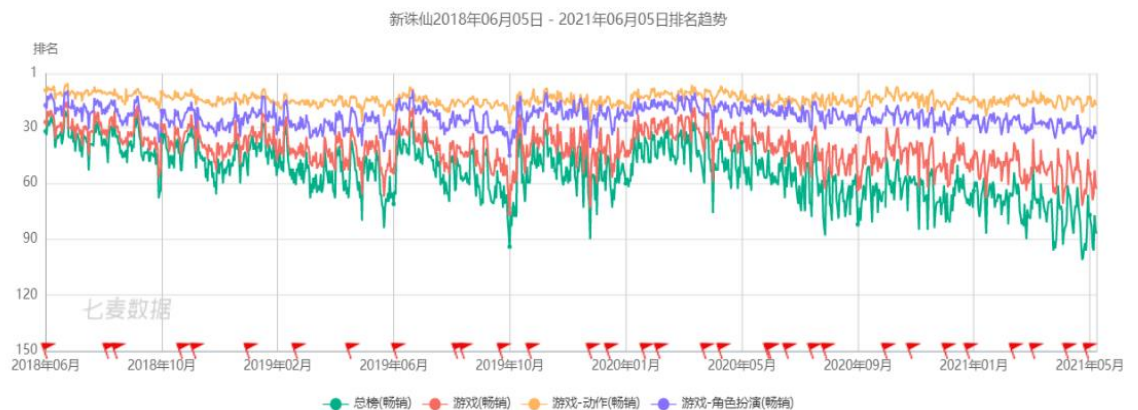
### 3.3. 核心竞争力三：强运营拉长产品生命周期

老游的长生命周期证明了完美世界强大的运营能力。公司擅长的 MMORPG 游戏市场份额位居市场第二，仅次于网易，根据公司公告，2020 年完美在国内自研 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《新诛仙》手游上线 5 年后依然稳居 iOS 端畅销榜 Top50 左右，此外《完美世界手游》和《新笑傲江湖》两款老游戏目前的 iOS 端畅销榜排名也是稳居 Top50 左右。

#### 1、《新诛仙》手游

《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。游戏画面当时可以碾压绝大部分仙侠游戏，故事剧情有着诛仙大 IP 的加持也较为有趣，适合重度 MMO 游戏玩家。

图 35：《新诛仙》手游 2018.6.5-2021.6.5 期间 iOS 端畅销榜排名



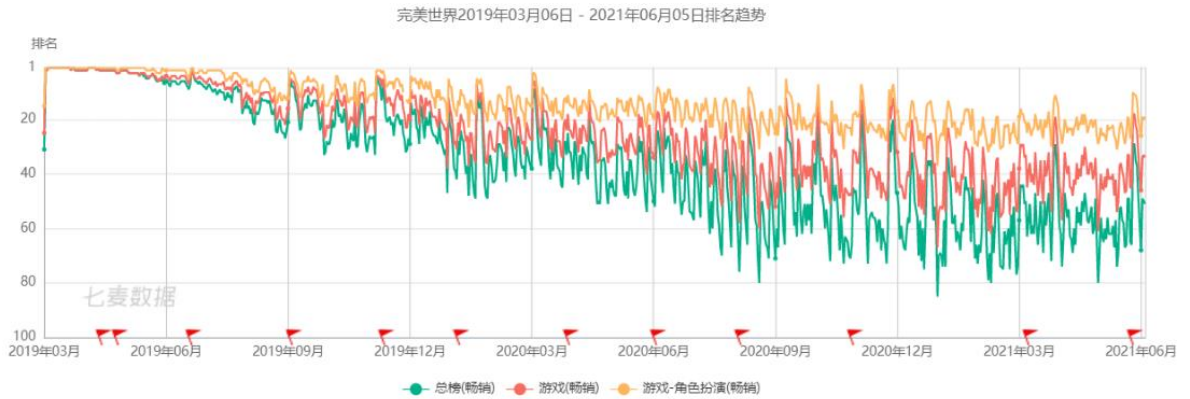
资料来源：七麦数据，浙商证券研究所

#### 2、《完美世界》手游



《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 36：《完美世界》手游 2019.3.6-2021.6.5 期间 iOS 端畅销榜排名

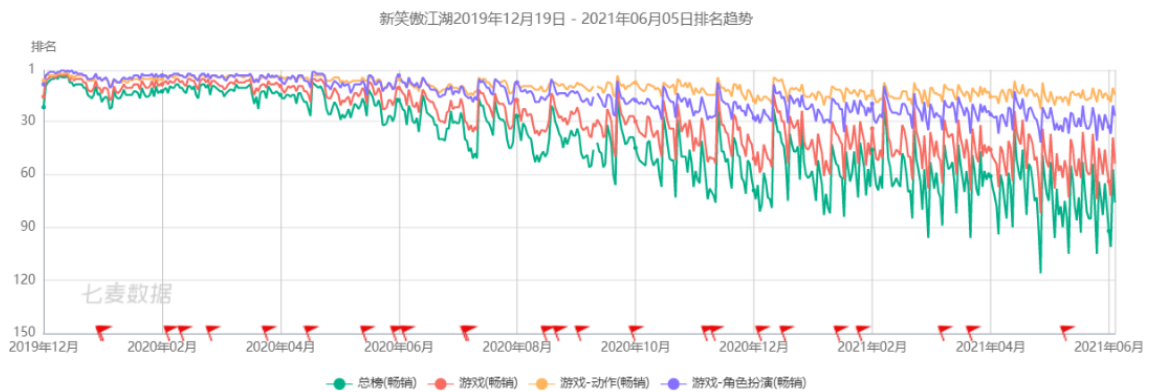


资料来源：七麦数据，浙商证券研究所

### 3、《新笑傲江湖》

《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，目前的月流水仍近亿。

图 37：《新笑傲江湖》手游 2019.12.19-2021.6.5 期间 iOS 端畅销榜排名

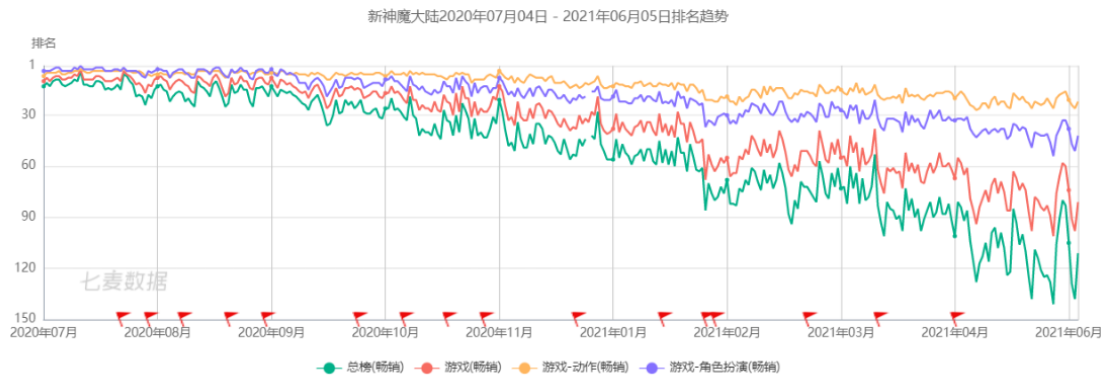


资料来源：七麦数据，浙商证券研究所

### 4、《新神魔大陆》

《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 38: 《新神魔大陆》手游 2020.7.4-2021.6.5 期间 iOS 端畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 浙商证券研究所

## 4. 未来: 做次世代游戏, 多元化拥抱年轻用户

### 4.1. 储备产品多元化

2021 年公司的产品储备有《战神遗迹》(5 月 20 日已经公测)、《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《天龙八部 2》、《一拳超人》等。这些游戏中多有标杆性的创新型产品, 如《梦幻新诛仙》采用回合制玩法, 有望实现对头部回合制 MMORPG 产品的攻破。公司的产品储备中期待值最高的是轻度二次元+开放世界玩法的《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 8.0 分, 在同类型产品中处于较高水平。二次元+开放世界的玩法也说明了公司紧随游戏市场用户的审美潮流, 凭借内部研发的优秀基因沉淀, 努力实现题材和玩法上的突破和微创新。

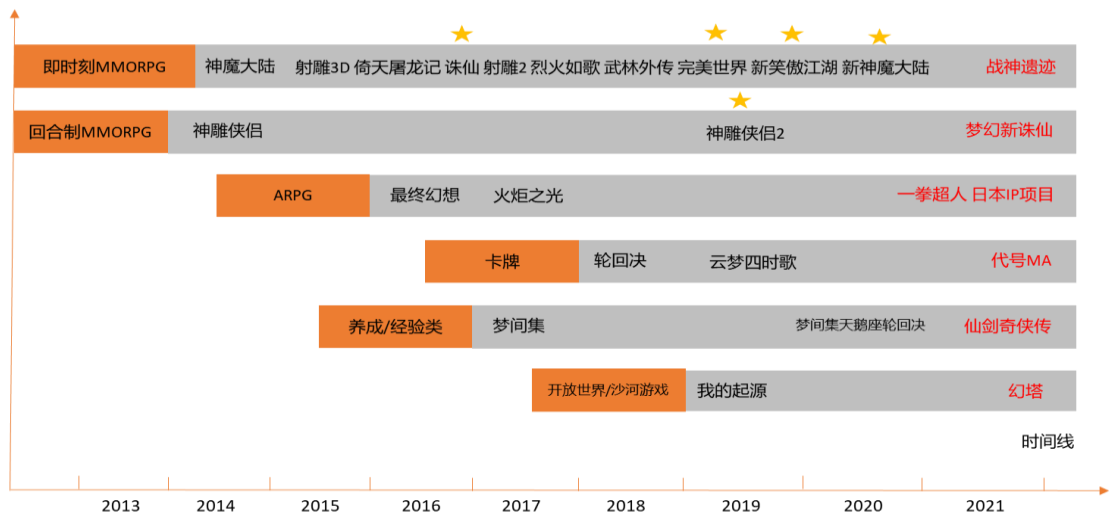
表 9: 完美世界 2021 新游

游戏	类型	创新点	TapTap 评分	预计上线时间
战神遗迹	魔幻动作	融入 Roguelike 玩法	5.3	2021.5.20
梦幻新诛仙	回合制 MMORPG	回合制	8.3	2021.6.25
幻塔	MMO	二次元+开放世界	8.0	2021H2
天龙八部 2	3D MMORPG	次世代研发技术	9.0	2021H2
一拳超人	英雄扮演动作手游	超级英雄 IP, 沉浸感		2021H2
黑猫奇闻社	二次元卡牌	都市传说和互动解谜	9.4	2021H2

资料来源: 公司公告, TapTap, 浙商证券研究所

除了内部团队在玩法、题材等微创新上做出的努力, 公司把握细分市场出现的机会, 吸引外部优秀制作团队加入, 未来我们将看到更多二次元、女性向以及放置类和开放世界类玩法的创新型游戏。

图 39：完美世界产品品类拓展线



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4.2. 《幻塔》：有望成为公司转型标杆

### 产品基本情况（截至 2021/06/04）

《幻塔》是由完美世界旗下苏州幻塔工作室研发的一款二次元画风+开放世界玩法的 MMORPG 游戏，游戏的画风和玩法较完美以往传统老游戏有了很大突破，面向的用户群偏年轻化，主要为二次元爱好者、科幻废土元素爱好者、MMO 手游消费者以及潜在的开放世界 MMO 用户。目前游戏已经完成了三端二次内测，二测的水平较一测有了很大提升，因此获得许多玩家较高的期待。官网的预约人数已经超 560 万，TapTap 的预约数已经超 85 万，评分 8.0，在 MMO 产品中的评分中已经处于较高水平。

图 40：《幻塔》在 TapTap 上的评分



资料来源：TapTap，浙商证券研究所

### 看点 1：开放世界观与剧情

区别于国内主流 MMORPG 游戏的东方玄幻、武侠、仙侠世界观，《幻塔》采用了末世废土的世界观，展现了未来高科技时代下末日灾难后的世界：废土世界下，幸存者通过高科技产品对抗末世后的变异人，在绝望中寻求希望的故事。在过去 20 年，废土世界观游戏留下了许多经典，如《辐射》系列，《废土》系列，《无主之地》系列以及《潜行

者》系列等；去年莉莉丝也曝光一款废土世界观射击类游戏《末日余晖》，获得极大的关注，已在今年初进行第一次内测。除游戏外，近期国漫中也涌现了由 bilibili、艺画开天联合出品的废土风作品《灵笼》，豆瓣评分 8.3，b 站播放量达 4.2 亿。

对于开放世界游戏，主线剧情的推进尤为重要，除了把控游戏剧情的发展脉络，更引导着玩家进行新区域的探索。如《原神》通过寻找在与天理维系者战斗中失散的亲人，引出了旅行者探索七国风土人情的旅途。而《幻塔》的剧情则更为激烈，主角在变异生物横行的末世为避难所的兄妹所救，而他们属于地下组织艾达之子，目标是推翻天空之城海嘉德。主角在探索过程中决定帮助海德嘉，去到五个不同的底层世界关闭能源逆转装置。这大致展现了幻塔世界的全貌，即由五个底层世界区域所构成的世界；未来版本迭代后的主要剧情估计也围绕去往不同的地图执行任务展开，推动玩家探索新地图。

图 41：《幻塔》二测：抑制器·改造测试



资料来源：完美世界，浙商证券研究所

图 42：莉莉丝废土风游戏《末日余晖》



资料来源：浙商证券研究所

### 看点 2：战斗系统和武器系统提升可玩性

游戏中的战斗系统主要由武器、源器、装备和载具构成。玩家可以通过多种技能连招、武器切换与空中连击等方式进行战斗，提升战斗趣味性。《幻塔》战斗系统相较《原神》更为复杂，自由度与操作要求更高。

与《原神》在战斗中切换角色进行战斗不同，《幻塔》允许玩家在战斗中切换不同武器进行战斗。玩家可以在身上装备三种不同属性增益的武器，目前二测武器种类有 11 种。按照定位，可以分为三类：辅助、防御、输出。按照元素，可以分为四类：火焰、寒冰、雷电、物理，不同元素之间具有相互克制的作用，增加武器组合的趣味性。每把武器拥有四类天赋：普攻、闪避、技能、连携。使用不同的技能与武器切换连招，可以打出很多不同的技能效果，如闪避普攻、跳跃普攻、空中多段攻击、切换武器连携打击等。多种武器、连招和元素克制体系让《幻塔》的战斗体验不输《原神》。

图 13: 《幻塔》技能施放画面



资料来源:《幻塔》游戏内画面, 浙商证券研究所

《幻塔》游戏内的装备系统可以提供各种属性的加成, 目前共有 **8 种类型的装备**, **三种装备品质**。玩家可以同时装备 **2 个源器**, 源器的相关属性提升和主被动技能可以在战斗时使用, 也可以用于跨越地形, 完成多场景交互。同时高品质源器可以进阶, 源器与武器系统搭配提高了游戏的可玩性。此外, 《幻塔》内涵丰富的**载具系统**, 使玩家在开放世界中可以更快地移动。

图 24: 游戏商店



资料来源: bigfun, 浙商证券研究所

图 45: 载具系统



资料来源: bigfun, 浙商证券研究所

### 看点 3: 小游戏和社交体系提升体验

#### 1、PVE、PVP 与小游戏等多种玩法, 提高开放世界游戏体验

不同于《原神》的二次元卡牌内核, 《幻塔》以传统的 MMORPG 为核心, 除主线剧情外, 还有 Roguelike 副本, PVP, 采集、解谜等小游戏。除了常见的 PVE, 幻塔中还加入了 PVP 模式, 这是《原神》目前所不具备的, 提升了游戏的竞技性与社交属性, 同时也是国产 MMORPG 中的传统模式。《幻塔》通过巅峰联赛的 PVP 竞技场模式以及相应的战力排行榜, 有望吸引更多潜在的 MMORPG 玩家参与其中, 同时提升氪金程度。

#### 2、鼓励社交

与《原神》更加注重单机体验不同, 《幻塔》更加鼓励玩家进行社交。除了多人副本外, 游戏内还有 MMORPG 游戏中常见的公会机制与玩家交易系统, 能够提高用户粘性与氪金程度。与公会制度相匹配的有公会任务, 公会周常以及公会商店等。如果想要拿到资源, 就需要与其他玩家进行合作。

图 46: 《幻塔》游戏战斗画面



资料来源:《幻塔》游戏内画面, 浙商证券研究所

#### 看点 4: 虚幻 4 引擎赋能, 二测中画面渲染与动作大幅优化

《幻塔》是完美世界首款采用虚幻 4 引擎制作的游戏, 采用了二次元画风, 这类画风吸引了更多的年轻人和二次元用户群体。近期大热的《原神》与之前的《崩坏 3》也正是采用的二次元画风。相较于同样采用二次元风格描绘废土世界的《无主之地》和《噬神者》系列, 《幻塔》的游戏画面渲染更加明亮和温馨, 预计这种明亮的二次元风格将拓宽玩家受众。幻塔在二测时大幅优化了动画与画面渲染效果, 整体画面的细腻程度和人物动作惯性更加自然。游戏的捏脸系统自由度较高, 但 UI 界面风格尚未统一, 仍需改进。

图 47: 《幻塔》二测画面优化前后对比



资料来源: 完美世界, 浙商证券研究所

#### 商业模式: 以成熟的 MMORPG 数值系统为基础的开放世界游戏

《幻塔》的游戏内核为传统的 MMORPG, 而非《原神》的二次元卡牌。游戏内的组队副本, PVP、世界频道、公会系统、各类排名、玩家交易系统等都加强了《幻塔》的社交属性。游戏内也鼓励玩家组队和加入公会, 加入公会即可获得必需的游戏资源, 加速玩家成长。目前游戏尚未开放付费测试, 预计游戏将把商店售卖的各类武器、源器、载具以及外观等作为主要的盈利来源, 而非卡牌抽取。同时《幻塔》的开放世界大地图上, 散布着各种解谜、采集、烹饪小游戏, 促进玩家对开放世界地图进行更进一步的探索, 让玩家体会到开放世界的探索乐趣。

## 5. 盈利预测、估值与评级

## 5.1. 收入假设

公司游戏业务尤其是手游业务稳定发展，贡献主要业绩，储备产品能够支撑未来业绩。2020年移动游戏业务收入增速高达57%主要因为受疫情之下宅经济影响，老游戏流水表现出色。但2020年新游上线较为缺乏，2021年重磅产品皆有延期，且受2020年上半年高基数影响，我们认为2021年手游收入增速将有所放缓。2021年三款重磅产品《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》和《幻塔》对于收入的贡献主要体现在2022年，其他储备产品如《天龙八部2》、《一拳超人》等都将持续为公司带来商业化成果，经我们的流水模型测算，预计公司2021-2023年手游收入增速分别为15%、40%、21.6%，端游收入增速分别为4.4%、5.3%、6%，主机游戏的收入增速分别为-2.1%、4.6%、11.2%。

影视剧业务以去库存为主，未来将收缩投资，故我们假设未来三年收入增速为-5%、0%、0%。

综上，我们假设2021-2023年公司总收入增速分别为10%、29%、17%。

**表 10：公司细分业务收入预测**

细分业务收入	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
移动游戏 (亿元)	27.11	38.81	60.94	70.15	98.22	119.41
增长率 (%)	-11.95%	43.16%	57.02%	15.11%	40.01%	21.57%
端游 (亿元)	21.96	24.19	26.39	27.54	29.00	30.74
增长率 (%)	10.30%	10.15%	9.1%	4.4%	5.3%	6.0%
主机 (亿元)	4.63	4.57	4.33	4.24	4.43	4.93
增长率 (%)	-10.96%	-1.30%	-5.3%	-2.1%	4.6%	11.2%
电视剧 (亿元)	17.49	10.60	8.86	8.42	8.42	8.42
增长率 (%)	55.05%	-39.39%	-16.42%	-5%	0%	0%
总收入 (亿元)	80.34	80.39	102.25	112.48	145.09	169.75
增长率 (%)	1.31%	0.06%	27.19%	10%	29%	17%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5.2. 费用率假设

### 营业成本/营业收入

自从2020年公司的自研自发游戏比例上升，我们认为总额收入计提法则下，分成成本的提升将降低毛利率水平。我们预计后续自研自发比例将继续保持较高水平，故假设2021-2023年营业成本/营业收入保持在40%的水平。

### 销售费用率

一方面从行业大背景来看，近两年游戏行业受移动互联网流量红利日趋见顶的影响，大厂亦开始入局买量市场，买量成本大幅攀升。另一方面从公司自身来看，由于自研自发的游戏占比变高，宣发费用提升导致销售费用率显著提升。我们认为2021年公司新游上线数量较多，且买量成本较高的背景下，两方面因素将导致2021年公司的销售费用率大幅提升。但我们观察到近期买量成本有所好转，主要因为买量效率提升以及教育行业禁止买量后给其他买量市场增加空间，故我们判断2022年之后销售费用率攀升的现象将得到缓解，我们预计2021-2023年公司的销售费用率为20%、19%、16%。

### 管理费用率

由于公司开始注重加强内部成本管控，我们预计 2021-2023 年管理费用率保持稳定，为 7.5%、7%、7%。

### 研发费用率

重视研发是游戏行业的共识，也是行业发展的必然趋势，完美世界一直较为重视研发投入，我们预计公司未来三年仍将保持对研发费用的高投入，2021-2023 年研发费用率保持在 17%、18%、18%。

**表 11：公司营业成本及各项费用率假设**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业成本/营业收入 (%)	44.19%	39.08%	39.68%	40.00%	40.00%	40.00%
营业税金及附加率 (%)	0.54%	0.39%	0.31%	0.41%	0.37%	0.37%
销售费用率 (%)	10.96%	14.24%	17.91%	20.00%	19.00%	16.00%
管理费用率 (%)	8.77%	8.52%	7.41%	7.50%	7.00%	7.00%
研发费用率 (%)	17.59%	18.71%	15.54%	17.00%	18.00%	18.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上所述，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 112.5 亿元、145.1 亿元、169.8 亿元，同比增加 10%、29%、17%，归母净利润分别为 23.9 亿元、29.9 亿元、33.1 亿元，同比增加 54.3%、25.2%、10.8%，摊薄 EPS 分别为每股 1.19 元、1.49 元、1.65 元，对应 2021 年 6 月 9 日收盘价（每股 23.03 元）动态 PE 分别为 18.55 倍、14.82 倍、13.38 倍。

### 5.3. 公司估值及评级

按照游戏行业 2021 年 6 月 9 日收盘价计算，2021 年行业平均估值为 19.52X。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+云游戏时代和元宇宙概念催化下有望得到业绩和估值双提升，给予公司 23X 估值，对应目标市值 550 亿元，对应目标价格 27.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 12：可比公司估值表（截至 2021.6.9）**

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002555.SZ	三七互娱	26.00	1.31	1.36	1.65	1.91	23.89	19.14	15.86	13.60
002602.SZ	世纪华通	7.02	0.40	0.56	0.64		17.98	12.55	10.97	
603444.SH	吉比特	552.01	14.56	20.38	23.52	27.23	29.26	26.88	23.32	20.12
								19.52	16.72	16.86

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 6. 风险因素

- 1、政策监管趋严的风险；
- 2、新游跳票的风险；
- 3、游戏流水不达预期的风险。



**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7884.62	12932.29	15960.89	19068.41
现金	2943.19	4862.19	6164.81	9255.14
交易性金融资产	1753.28	1334.11	1778.82	1622.07
应收账款	1411.40	2929.65	3962.68	3950.13
其他应收款	72.19	162.12	209.97	203.40
预付账款	330.92	714.60	798.74	855.64
存货	1027.19	2124.68	2487.29	2612.03
其他	346.43	804.95	558.59	569.99
<b>非流动资产</b>	7622.31	6567.62	6957.02	7058.82
金额资产类	0.00	631.00	210.33	280.45
长期投资	2768.08	2080.40	2254.13	2367.53
固定资产	354.04	361.95	401.52	443.53
无形资产	190.49	147.25	115.86	47.45
在建工程	275.00	290.11	328.79	379.29
其他	4034.72	3056.90	3646.39	3540.57
<b>资产总计</b>	15506.93	19499.91	22917.92	26127.22
<b>流动负债</b>	4203.70	4782.14	5555.00	5731.87
短期借款	784.07	1064.25	995.65	947.99
应付款项	733.02	669.18	936.78	1110.96
预收账款	23.59	482.21	582.94	483.00
其他	2663.01	2566.50	3039.62	3189.92
<b>非流动负债</b>	120.83	1198.68	939.27	752.93
长期借款	22.57	22.57	22.57	22.57
其他	98.26	1176.11	916.70	730.35
<b>负债合计</b>	4324.54	5980.82	6494.27	6484.80
少数股东权益	347.07	278.86	193.49	98.88
归属母公司股东权	10835.32	13240.23	16230.16	19543.55
<b>负债和股东权益</b>	15506.93	19499.91	22917.92	26127.22
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3692.55	1151.25	1422.04	3136.35
净利润	1504.29	2320.68	2904.56	3218.77
折旧摊销	196.85	122.63	126.23	139.27
财务费用	112.54	1.78	(11.07)	(39.68)
投资损失	(195.69)	(195.69)	(195.69)	(195.69)
营运资金变动	1609.24	(1887.93)	265.75	120.53
其它	465.32	789.79	(1667.74)	(106.86)
<b>投资活动现金流</b>	(453.06)	329.88	(108.98)	41.17
资本支出	(217.46)	(46.12)	(104.27)	(122.62)
长期投资	(854.18)	56.67	246.95	(183.52)
其他	618.59	319.33	(251.65)	347.31
<b>筹资活动现金流</b>	(2794.36)	437.86	(10.44)	(87.19)
短期借款	(354.57)	280.17	(68.59)	(47.66)
长期借款	(202.74)	0.00	0.00	0.00
其他	(2237.05)	157.69	58.15	(39.53)
<b>现金净增加额</b>	445.13	1919.00	1302.62	3090.33

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10224.77	11247.24	14508.94	16975.47
营业成本	4057.03	4498.90	5803.58	6790.19
营业税金及附加	31.90	46.54	53.89	62.09
营业费用	1831.09	2249.45	2756.70	2716.07
管理费用	757.41	843.54	1015.63	1188.28
研发费用	1589.35	1912.03	2611.61	3055.58
财务费用	112.54	1.78	(11.07)	(39.68)
资产减值损失	956.02	15.63	20.62	544.97
公允价值变动损益	412.91	412.91	412.91	412.91
投资净收益	195.69	195.69	195.69	195.69
其他经营收益	130.30	115.85	111.52	119.22
<b>营业利润</b>	1628.30	2403.82	2978.10	3385.77
营业外收支	28.23	28.23	28.23	28.23
<b>利润总额</b>	1656.54	2432.06	3006.34	3414.01
所得税	152.25	111.38	101.78	195.23
<b>净利润</b>	1504.29	2320.68	2904.56	3218.77
少数股东损益	(44.22)	(68.21)	(85.37)	(94.61)
<b>归属母公司净利润</b>	1548.50	2388.89	2989.93	3313.38
<b>EBITDA</b>	1849.79	2543.71	3102.71	3487.57
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.77	1.19	1.49	1.65
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.19%	10.00%	29.00%	17.00%
营业利润	(41.82%)	47.63%	23.89%	13.69%
归属母公司净利润	(47.68%)	54.27%	25.16%	10.82%
<b>获利能力</b>				
毛利率	60.32%	60.00%	60.00%	60.00%
净利率	14.71%	20.63%	20.02%	18.96%
ROE	14.53%	19.34%	19.97%	18.37%
ROIC	12.85%	14.82%	15.72%	14.82%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.89%	30.67%	28.34%	24.82%
净负债比率	18.65%	20.54%	18.59%	16.67%
流动比率	1.88	2.70	2.87	3.33
速动比率	1.63	2.26	2.43	2.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.64	0.68	0.69
应收账款周转率	5.73	6.00	5.29	5.50
应收账款周转率	6.65	6.42	7.23	6.63
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.77	1.19	1.49	1.65
每股经营现金	1.84	0.57	0.71	1.56
每股净资产	5.39	6.58	8.07	9.72
<b>估值比率</b>				
P/E	28.62	18.55	14.82	13.38
P/B	4.09	3.35	2.73	2.27
EV/EBITDA	29.04	16.02	12.45	10.12

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>