



买入(首次)

所属行业: 传媒互联网
当前价格(元): 20.86

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

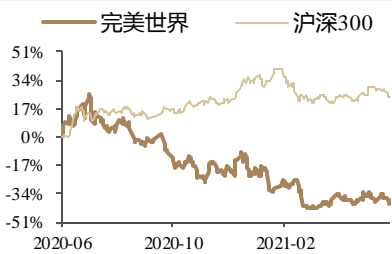
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

联系人

崔世峰

邮箱: cuisf@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.04	-6.34	9.02
相对涨幅(%)	-5.42	-6.71	7.12

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

完美世界(002624.SZ): 多维突破可期, 游戏龙头成长动能充足

投资要点

- 完美世界: A股稀缺研发驱动型游戏公司, 端游时代深厚积淀于手游时代充分释放。2004年完美世界成立, 2005年推出首款自研MMORPG端游《完美世界》开启游戏自研之路的征程。公司在端游时代积淀深厚, 2005-2013年于国内自研发行MMORPG端游15款。公司相关游戏研发能力与端游IP积淀在手游时代充分释放, 自2013年成功推出首款端转手产品《神雕侠侣》以来, 公司通过不断扩充端转手产品线驱动手游时代游戏业务的稳健增长。
- 第一轮端转手基本完成, 厂商IP系列化与IP原创力重要性提升。手游行业自2013年市场规模破百亿进入快速发展期, 到当前行业已进入稳定期。在发展过程中, 端游厂商依靠端游时代IP、玩法积淀保持手游时代稳固行业地位, 推动市场规模扩大。当前行业第一轮端转手基本完成, 端游时期各细分品类头部产品已基本完成转化, 展望未来行业第二轮端转手与原创手游IP趋势或将到来, 在新阶段中企业依托端游IP系列化产出新品能力与利用端转手红利期利润积累, 不断推陈出新, 向更多元的游戏品类突破, 创作更多原创优质IP的能力, 将决定企业长期竞争力。
- 优势品类地位稳固, 向MMO回合制与其他创新品类突破。完美世界在端游时代即形成了MMORPG细分领域领先研发实力, 手游时代公司在MMORPG品类地位稳固, 2020年市占率继续提升至24.4%, 而随着《新神魔大陆》上线, 公司第一轮端转手基本结束将进入第二轮端转手周期, 新周期中公司持续升级迭代端游经典IP, 保持MMORPG领域领先地位, 同时复用MMO研发经验向长周期MMO回合制品类突破, 并进一步向二次元、卡牌等创新品类进行突围, MMO垂直突破与创新品类横向突围将为公司下一个阶段的成长驱动力。
- 《梦幻新诛仙》上线在即, 有望成为长生命周期精品回合制产品。《梦幻新诛仙》作为回合制产品, 制作团队来自头部产品《神武》, 采用了诛仙大IP。玩法上, 回合制产品由于构建了良好的社交体系与稳定的经济系统, 产品生命周期较长, 《梦幻新诛仙》复刻了《梦幻西游》与《神武》等头部回合制产品中经典社交体系与经济体系, 有望成为长线运营精品, 为公司贡献稳定流水, 提升业绩稳定性。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计公司21-23年实现营收116/146/172亿元, 归母净利润23.5/29.8/35.7亿元, EPS1.21/1.54/1.84元, 对应当前股价PE17/14/11X。公司即将进入新一轮产品周期, 此外《梦幻新诛仙》作为长生命周期回合制产品有望成为公司业绩基石, 提升长期业绩稳定性, 驱动估值提升实现戴维斯双击。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 新品上线延期, 行业监管趋严, 流量成本提升。

股票数据

总股本(百万股):	1,939.97
流通A股(百万股):	1,827.22
52周内股价区间(元):	19.13-42.60
总市值(百万元):	40,467.74
总资产(百万元):	17,144.60
每股净资产(元):	5.69

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,039	10,225	11,607	14,613	17,148
(+/-)YOY(%)	0.1%	27.2%	13.5%	25.9%	17.3%
净利润(百万元)	1,503	1,549	2,352	2,981	3,574
(+/-)YOY(%)	-11.9%	3.0%	51.9%	26.8%	19.9%
全面摊薄EPS(元)	0.77	0.80	1.21	1.54	1.84
毛利率(%)	60.9%	60.3%	59.6%	59.4%	60.6%
净资产收益率(%)	15.8%	14.3%	18.5%	19.7%	19.9%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 端游时代积淀深厚，充分受益端转手红利.....	5
1.1. 发展历程：端游积淀.....	于手游时代充分释放5
1.2. 股权结构与财务分析.....	6
2. 端转手进入中后期，IP 系列化与 IP 创造力重要性提升.....	9
2.1. 端转手为行业近年来发展的重要推动力.....	9
2.2. 第一轮端转手基本完成，细分品类头部端游 IP 大多已手游化.....	12
2.3. 展望未来，IP 系列化与 IP 创造力重要性提升.....	13
3. 坚持 MMO 品类垂直拓展与创新品类横向突围.....	15
3.1. MMORPG 领域领先，向 MMO 回合制与其他创新品类不断突破.....	16
3.1.1. MMORPG 领域领先地位稳固，持续迭代端转手产品保持 IP 活力.....	16
3.1.2. 向 MMO 细分品类积极突破，合作与自研创新 IP.....	17
3.2. 回合制重点 IP 产品上线在即，《幻塔》或将成为品类突破开山之作.....	19
3.2.1. 《梦幻新诛仙》：有望打开长生命周期回合制 MMO 游戏市场.....	19
3.2.1. 《幻塔》：有望成为二次元品类突破开山之作.....	23
4. 影视业务谨慎经营策略下有望保持稳定.....	25
5. 盈利预测与投资建议.....	26
5.1. 盈利预测.....	26
5.2. 投资建议.....	27
6. 风险提示.....	28

图表目录

图 1: 完美世界游戏、影视业务历史沿革.....	5
图 2: 完美世界端游 IP 积淀.....	6
图 3: 2013-2021 年公司端游 IP 手游化产品.....	6
图 4: 完美世界截至 2021 年 6 月 7 日股权结构.....	7
图 5: 2016-2020 完美世界营业收入与增速.....	7
图 6: 2016-2020 完美世界归母净利润与增速.....	7
图 7: 2016-2020 完美世界收入结构.....	8
图 8: 2016-2020 完美世销售毛利率与净利率.....	8
图 9: 2020 年研发费用率、研发人员数量对比.....	9
图 10: 2016-2020 年完美世界三费率.....	9
图 11: PC 端游戏行业收入及增速.....	9
图 12: 手游行业收入及增速.....	10
图 13: 手游行业用户规模增速.....	10
图 14: 手游行业人均年 ARPU 值及增速.....	10
图 15: 2014-2020 年 iOS 端收入 TOP50 游戏中端游头部厂商产品数量(款).....	11
图 16: 2014-2020 年 iOS 端收入 TOP50 游戏中端转手产品数量(款).....	11
图 17: 2014-2020 年 iOS 端收入 TOP50 游戏中端转手产品收入占比(%).....	11
图 18: 《梦幻西游》手游上线后热度较高.....	12
图 19: 2014-2020 年 iOS 端收入 TOP50 游戏中当年新上线端转手产品数量(款).....	12
图 20: 2014-2020 年国内端转手重点产品.....	13
图 21: 《新天龙八部》宣传图.....	14
图 22: 《大话西游放置版》宣传图.....	14
图 23: 《龙之谷 1》副本战斗界面.....	14
图 24: 《龙之谷 2》MMORPG 玩法.....	14
图 25: 《崩坏 2》副本战斗界面.....	15
图 26: 《崩坏 3》副本战斗界面.....	15
图 27: 完美世界游戏战略发布会公布的新产品.....	15
图 28: 2008 年网络游戏玩家年龄分布.....	16
图 29: 2017 年角色扮演手游用户年龄结构.....	16
图 30: 《梦幻新诛仙》画面精致且年轻化.....	17
图 31: 《梦幻诛仙》游戏画面.....	17
图 32: 科幻开放世 MMO 游戏《Project: 棱镜》宣传图.....	18

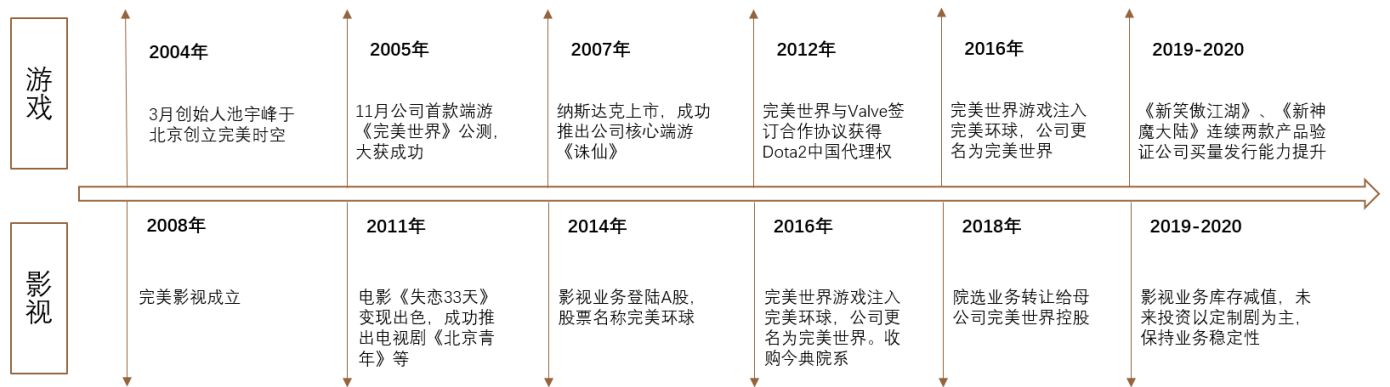
图 33: 回合制 MMO《仙剑奇侠传》宣传图.....	18
图 34: 2017-2020 年公司创新品类、IP 手游产品.....	18
图 35:《战神遗迹》公测首日表现.....	19
图 36:《神武》2017M11-2021M4 国内 IOS 端流水变化趋势, 以 2017M11 为基数 10020	
图 37:《神武 4》宣传图.....	20
图 38:《梦幻西游》社交架构.....	20
图 39:《梦幻西游》经济体系.....	22
图 40:《梦幻新诛仙》御剑飞行.....	23
图 41:《梦幻新诛仙》交易系统.....	23
图 42:《梦幻新诛仙》主角碧瑶人物形象年轻化.....	23
图 43:《幻塔》宣传图二次元风格浓厚.....	24
图 44:《幻塔》PC 端游戏实拍.....	24
图 45:《原神》PC 端游戏实拍.....	24
图 46:《幻塔》世界全景.....	25
图 47: 2019Q1-2021.06.11 游戏(中信)指数市值 TOP20 成分股季度营收总计与指数走 势.....	27
表 1: 截至 2020 年底公司影视业务商誉(万元).....	9
表 2: 各细分品类头部端游 IP 手游化时间(部分).....	13
表 3: 完美世界经典端游 IP 端转手续作储备.....	17
表 4: 完美世界 MMO 以及创新品类产品储备.....	19
表 5:《梦幻西游》货币资源汇总.....	21
表 6: 2021 年影视项目投资计划.....	25
表 7: 公司未来三年主营业务收入与毛利率预测.....	26
表 8: 核心假设表.....	27
表 9: 完美世界可比公司估值(截至 2021 年 6 月 18 日).....	28

1. 端游时代积淀深厚，充分受益端转手红利

1.1. 发展历程：端游积淀于手游时代充分释放

完美世界是国内领先影游综合体，业务覆盖游戏与影视两大板块。2003年公司实控人池宇峰前往韩国考察后立志要研发适合中国人玩的网络游戏，次年完美时空成立并着手开始研发公司首款游戏《完美世界》，该游戏前期研发投入超3000万，2005年11月公司首款PC游戏《完美世界》公测大获成功，2006年《完美世界国际版》推出，成为首款进军海外的国产游戏，公司于同年推出《武林外传》端游。2007年公司于纳斯达克上市。此后公司不断增强研发实力，稳步扩大游戏业务规模，先后推出有《诛仙》、《神鬼传奇》、《赤壁》等经典PC产品，同时拓展主机游戏业务，成为A股少有的具有PC、主机游戏研发实力的头部游戏研发商。

图1：完美世界游戏、影视业务历史沿革



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司以MMORPG端游起家，PC时代形成结合IP快速迭代MMORPG产品能力。2005年公司成功推出同名IP MMORPG游戏《完美世界》奠定了PC时代公司于MMORPG领域领先实力，此后公司凭借成功经验快速根据IP迭代MMORPG产品，基本保持每年推出1-3款MMORPG端游节奏。2005-2013年，公司于国内共计自主研发并推出端游16款，其中除《热舞派对MAX》以外均为MMORPG产品，游戏IP包含金庸武侠、西方魔幻、日系动漫等。公司后续代理《Dota2》、《CSGO》、《创世战车》等经典端游，此外还拥有全球最大端游交易平台Steam中国区代理权。

图 2：完美世界端游 IP 积淀



资料来源：公司官网，德邦研究所

2013 年公司推出首款端转手手游《神雕侠侣》，逐步将 PC 时代端游 IP、MMORPG 玩法积淀于手游时代释放。2013 年以来，公司先后推出《神雕侠侣》、《神魔大陆 3D》、《火炬之光》、《最终幻想：觉醒》、《射雕英雄传 3D》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》、《武林外传》、《完美世界手游》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》等端游转手游 MMORPG 产品。其中依托公司同名原创 IP 产品《完美世界》，2019 年上线后成为现象级游戏，首月流水超 10 亿，目前仍位于畅销榜前列，产品稳定性与玩家认可度较高。2019 年 12 月《新笑傲江湖》公测，该产品通过让人耳目一新的画风重塑了原著角色的形象，给予玩家新鲜感，游戏上线后受到玩家广泛关注，目前仍为公司贡献稳定流水。

图 3：2013-2021 年公司端游 IP 手游化产品

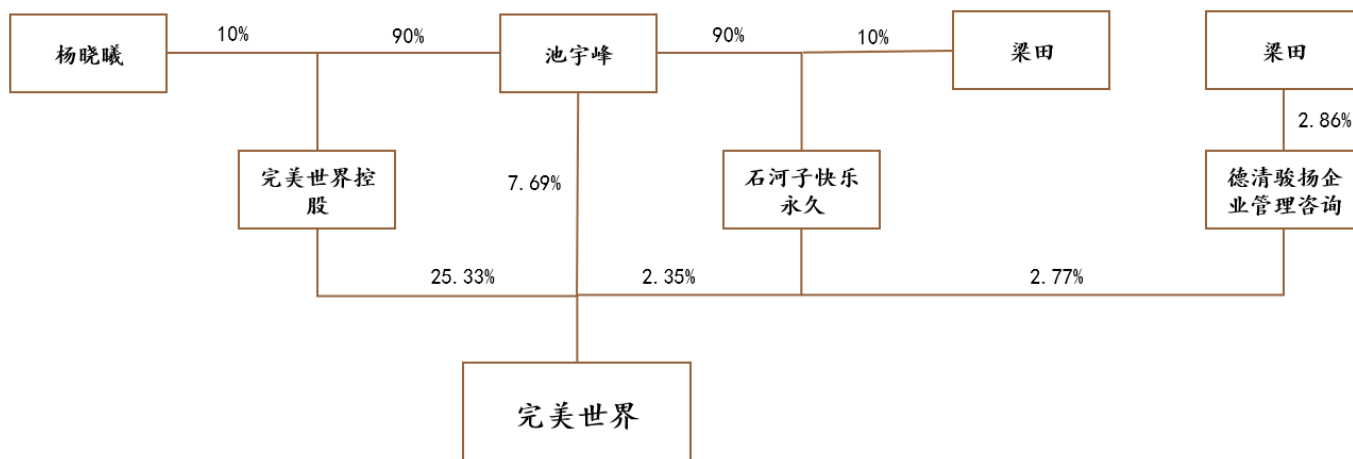


资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2. 股权结构与财务分析

公司股权集中，实控人持股 32.6%。公司实际控制人与创始人池宇峰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 24.91%股权和直接持有 7.69%完美世界股权共计持有完美世界股份有限公司 32.6%的股权。

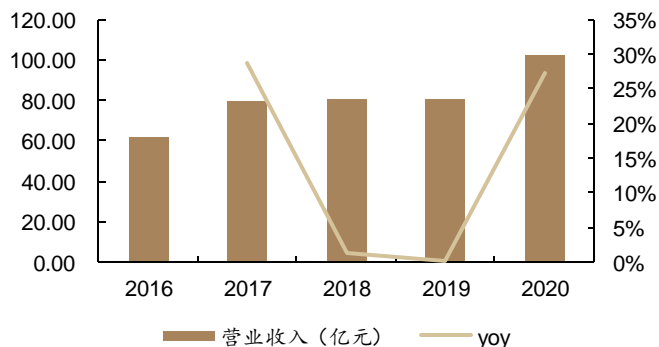
图 4：完美世界截至 2021 年 6 月 7 日股权结构



资料来源：Wind，德邦研究所

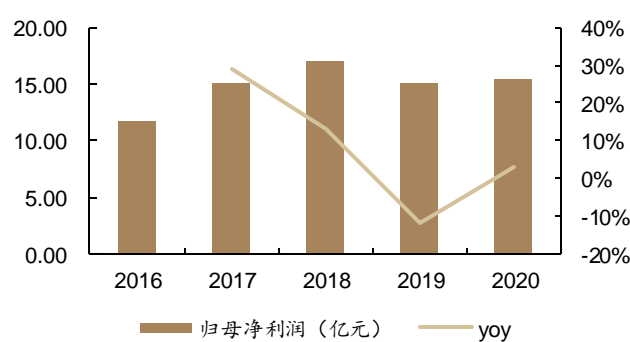
公司近年来游戏业务贡献主要业绩，影视收入占比逐渐下降。公司 2016-2020 年分别实现营业收入 61.6/79.3/80.34/80.39/102.25 亿元，分别同比增长 25.9%/28.8%/1.3%/0%/27.2%。其中 2018-2019 年公司受剥离院线业务，以及版号停发影响收入增速较低，此外重点游戏《完美世界》手游为腾讯独代，收入确认方式与自发游戏不同，以分成后净收入确认。19 年后随着版号发放正常化与 20 年疫情催化下营收实现快速增长。公司 2016-2020 分别实现归母净利润 11.66/15.05/17.06/15.03/15.49 亿元，分别同比增长 767.5%/29.0%/13.4%/-11.9%/3.04%，2019-2020 年业绩主要受影视业务存货减值拖累，剔除影视业务影响后，公司 2019 年游戏业务净利润同比增长 38.7%。20 年同比增长 20.4%。

图 5：2016-2020 完美世界营业收入与增速



资料来源：Wind，德邦研究所

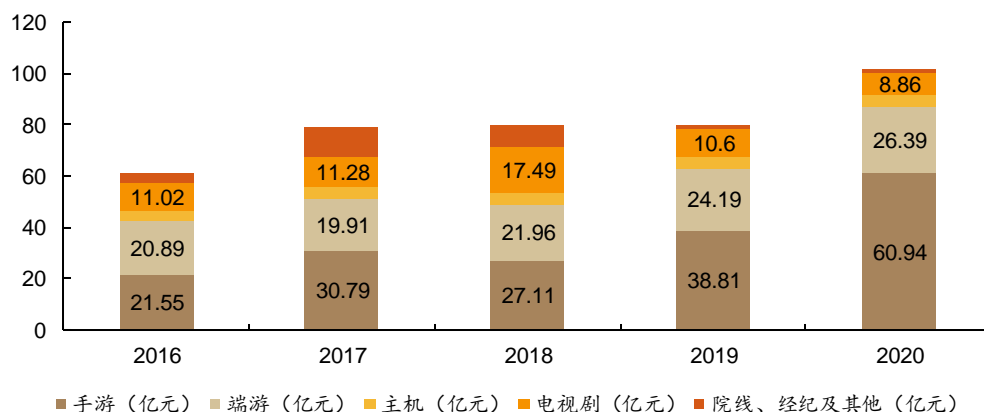
图 6：2016-2020 完美世界归母净利润与增速



资料来源：Wind，德邦研究所

收入结构上手游增速快，端游与主机维持稳定。完美世界 2016 年将游戏业务收入上市公司主体后游戏收入快速增长，分业务看主机与 PC 基本保持稳定，手游业务收入在端转手驱动下快速增长。影视相关业务收入逐步下降。分年度看，2016 年公司收购今典院线，2017 年院线成为公司游戏、影视外第三大业务，2018 年公司剥离院线业务，手游业务受版号影响，收入同比下降 12%。2019-2020 年，版号常态化，收入游戏业务维持快速增长，影视业务受行业环境等影响，收入逐步下滑。

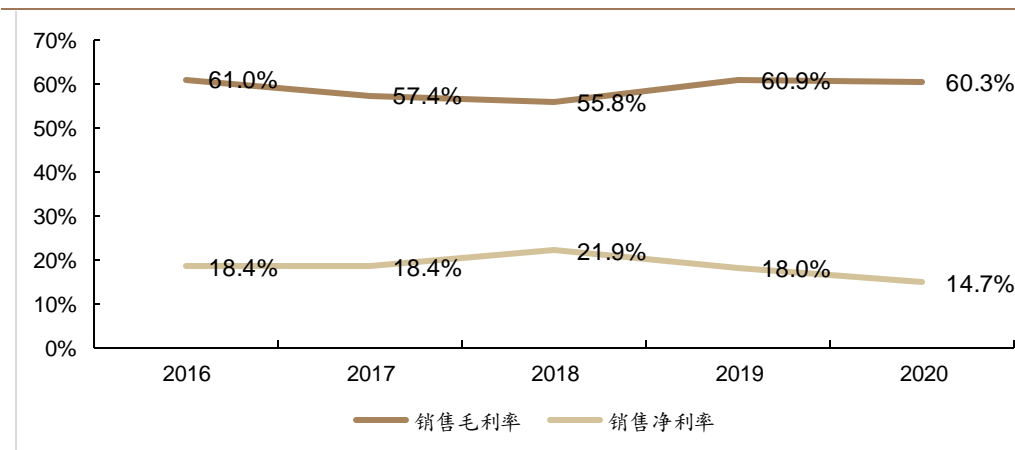
图 7：2016-2020 完美世界收入结构



资料来源：Wind，德邦研究所

毛利率持续稳定，净利率 19-20 年由于影视业务拖累有所下滑。公司毛利率持续稳定位于高位，2019 年提高 5.11pct 主要系 2019 年公司重点游戏《完美世界》、《我的起源》等游戏交由腾讯代理，以分成确认收入因此收入毛利率较高。净利率方面 19-20 年公司受影视业务存货减值影响大幅下滑，剔除相关资产减值损失亏损后两年销售净利率分别为 26.8%、24.2%，与毛利率变化接近。

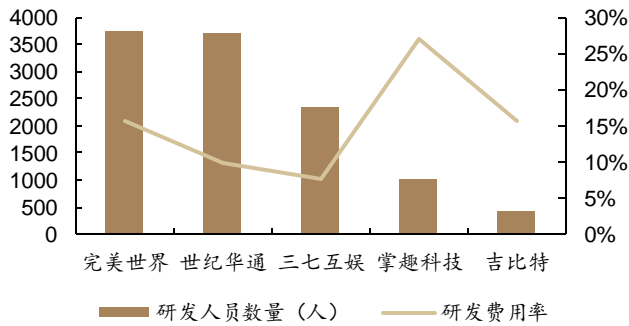
图 8：2016-2020 完美世销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，德邦研究所

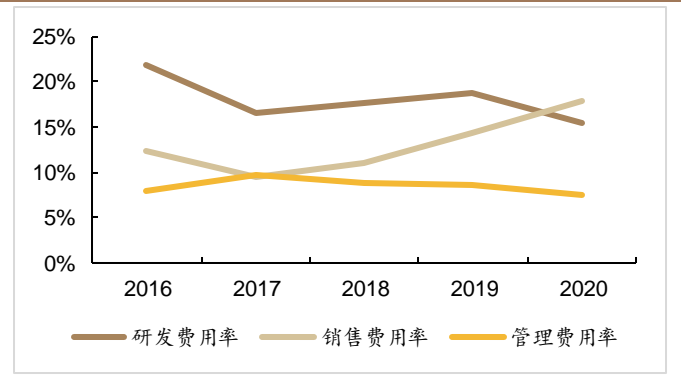
研发投入与研发实力行业领先，买量发行能力提升与竞争加剧致销售费用率增长。公司作为 A 股领先的研发驱动型公司，就研发费用率与研发人员数量看领先行业，截至 2020 年底公司研发人员数量达 3739 人，占总人数 66%。销售费用方面，公司自 2019 年底尝试买量自发行《新笑傲江湖》以来，买量发行能力持续提升，《新神魔大陆》出色表现验证公司品效合一打法，20 年随着买量竞争加剧，公司销售费用率同比增长 3.67pct 达 17.91%。管理费用方面，公司控制得当持续位于低位。

图 9：2020 年研发费用率、研发人员数量对比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：2016-2020 年完美世界三费率



资料来源：Wind，德邦研究所

影视业务商誉风险已充分释放。公司游戏业务经营稳健，商誉减值风险低，影视业务商誉 20 年计提减值后账面余额仅 5354 万元，公司截至 20 底商誉占资产比例为 1.76%，整体商誉风险较低。

表 1：截至 2020 年底公司影视业务商誉（万元）

形成商誉的公司	商誉账面原值	商誉累积减值准备	商誉期末余额
北京鑫宝源影视投资有限公司	6653	6653	0
上海宝宏影视文化传媒有限公司	5797	5797	0
天津同心影视传媒有限公司	69841	64487	5354

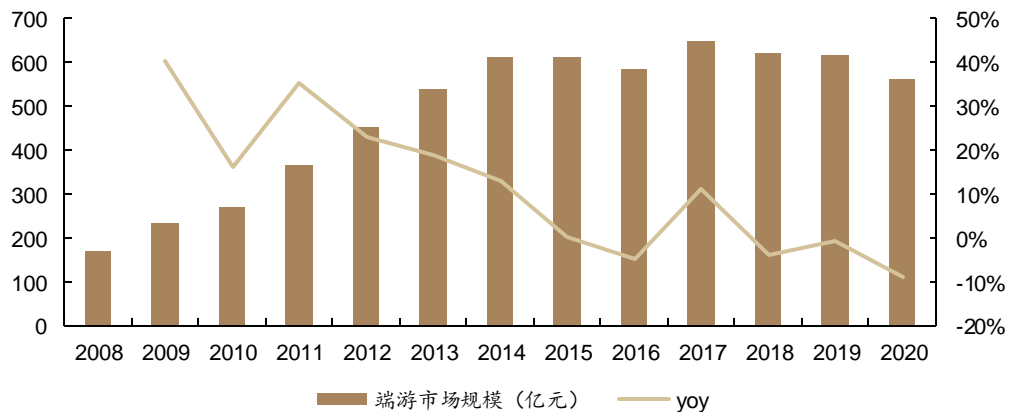
资料来源：公司年报，德邦研究所

2. 端转手进入中后期，IP 系列化与 IP 创造力重要性提升

2.1. 端转手为行业近年来发展的重要推动力

国内网络游戏自 2000 年进入快速发展期，2000-2010 年端游市场蓬勃发展，在 MMORPG、ACT、FPS 等各细分品类出现了《完美世界》、《DNF》、《穿越火线》等经典头部端游产品。2013 年手游行业伴随智能手机加速渗透快速发展，增量用户加入与 PC 用户的转移使得手游行业市场规模迅速扩大，端游市场规模增速放缓，2014-2020 年行业规模始终保持在 600 亿左右区间。

图 11：PC 端游戏行业收入及增速

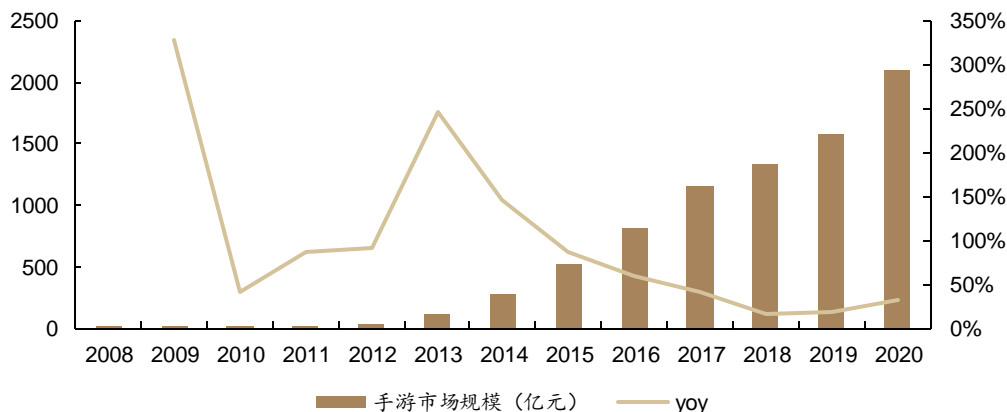


资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)&国际数据公司(IDC)，德邦研究所

手游行业随着智能手机普及与移动互联网快速发展迅速成长，2013 年行业规

模破百亿，此后行业持续保持高速增长，2019年市场规模达1581.1亿元，同比增长18%，2020年在疫情催化下行业规模成长加速，同比增长33%。

图 12：手游行业收入及增速

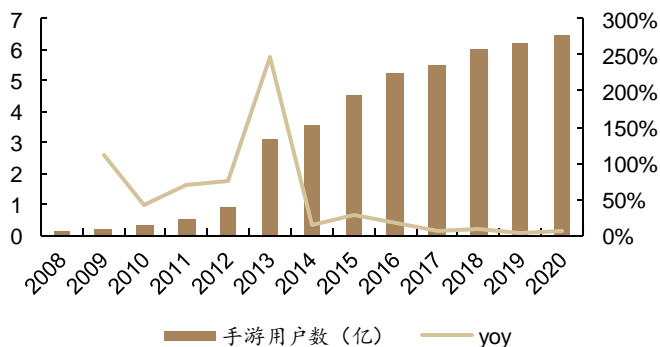


资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)&国际数据公司(IDC)，德邦研究所

将行业规模拆分为用户数与 ARPU 值看，用户数随着智能手机普及红利消失，手游用户数增长已只有个位数，2020年仅5%，未来用户数增长来源于非游戏用户向游戏用户的转化。根据 ESA 数据，美国 2019 年游戏 2.144 亿，占人口总数 65%，由此计算中国游戏潜在用户总数有望达 9 亿，相比 20 年 6.5 亿仍有一定成长空间，我们预计中国手游行业用户数未来仍将保持低速成长状态。

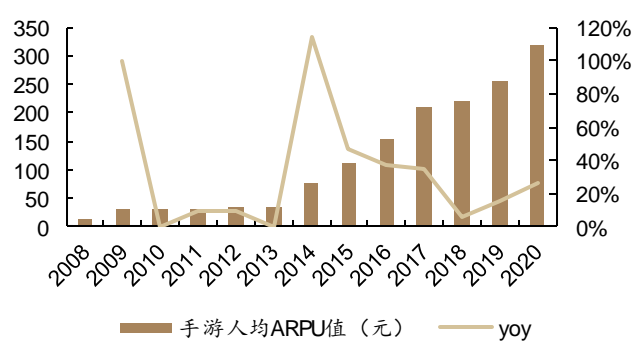
ARPU 方面，手游行业 ARPU 增速除 2018 年版号停发影响外，保持双位数增长，2020 年达 26%。游戏行业整体从量价齐升阶段进入用户缓慢增长，游戏产品推动用户付费率与 LTV 提升阶段，行业整体已渡过红利期进入成熟期。

图 13：手游行业用户规模增速



资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)&国际数据公司(IDC)，德邦研究所

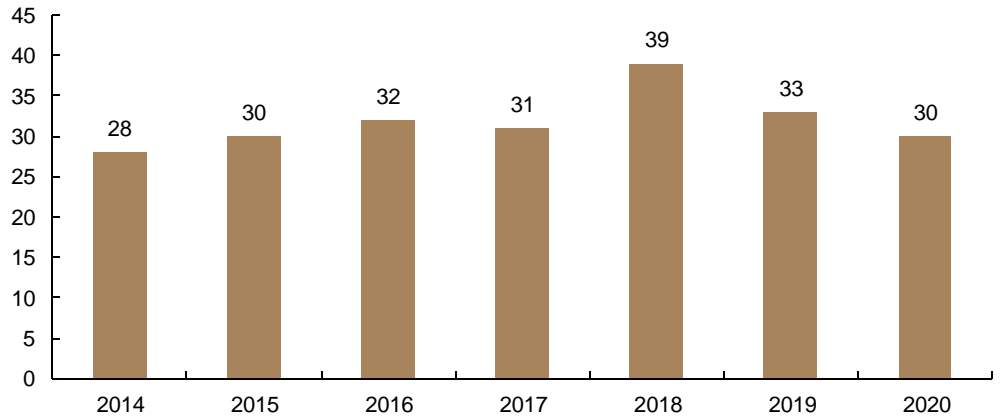
图 14：手游行业人均年 ARPU 值及增速



资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)&国际数据公司(IDC)，德邦研究所

行业从高速增长进入成熟期，端游时期大厂持续保持行业竞争力。我们统计 iOS 端 2014-2020 年收入 TOP50 产品，发现其中分别有 28/30/32/31/39/33/30 款产品来源于端游时代头部厂商，端游头部厂商实现突围占据了手游行业顶部市场。

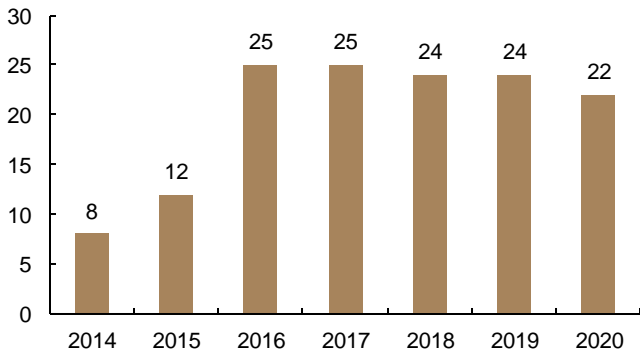
图 15: 2014-2020 年 iOS 端收入 TOP50 游戏中端游头部厂商产品数量(款)



资料来源: SensorTower, 德邦研究所

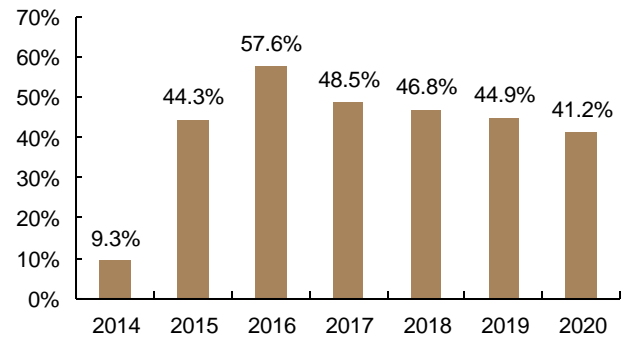
端游 IP 手游化是端游厂商突围的核心动力来源,同时推动行业快速发展。我们进一步梳理 2014-2020 年 iOS TOP50 产品,可以发现 2014-2020 年 TOP50 产品中端转手产品分别有 8/12/25/25/24/24/22 款。端游 IP 转手游产品 2015 年开始增加,2016 年达到巅峰,后续保持稳定。在端转手发展阶段中,腾讯、网易、完美世界等端游厂商纷纷将端游时期的 IP 产品手游化推出了《穿越火线》、《大话西游》、《完美世界》等头部产品,端游厂商依靠端游时期的深厚积淀,在手游时代保持了行业地位。从游戏收入占比看,2014-2020 年 iOS 端 TOP50 中端转手手游占总收入比分别为 9.3%/44.3%/57.6%/48.5%/46.8%/44.9%/41.2%,端转手产品占领头部游戏市场收入半壁江山,推动游戏行业发展。

图 16: 2014-2020 年 iOS 端收入 TOP50 游戏中端转手产品数量(款)



资料来源: SensorTower, 德邦研究所

图 17: 2014-2020 年 iOS 端收入 TOP50 游戏中端转手产品收入占比(%)



资料来源: SensorTower, 德邦研究所

端转手成功率较高主要系端游 IP 可以为手游带来端游时期的核心用户。端游 IP 积累的核心用户有效降低对应手游产品流量成本并提高游戏全生命周期价值,产品成功率大幅提升。

用户获取上,端游 IP 往往积累了大量粉丝,随着手游版本上线,核心用户将主动进入游戏降低用户获取成本。《梦幻西游》作为国民级 MMO 回合制网游,注册用户达 3.6 亿,其手游版上线后 凭借端游 IP 与手游便捷游玩的特点吸引了大量端游核心用户的回归,上线首日同时在线人数破百万,上线七日同时在线人数破 150 万。

图 18:《梦幻西游》手游上线后热度较高



资料来源:《梦幻西游》手游微博, 德邦研究所

用户留存上,核心用户在端游时期已充分了解游戏玩法,手游版本上线后可迅速上手,用户留存率较高。

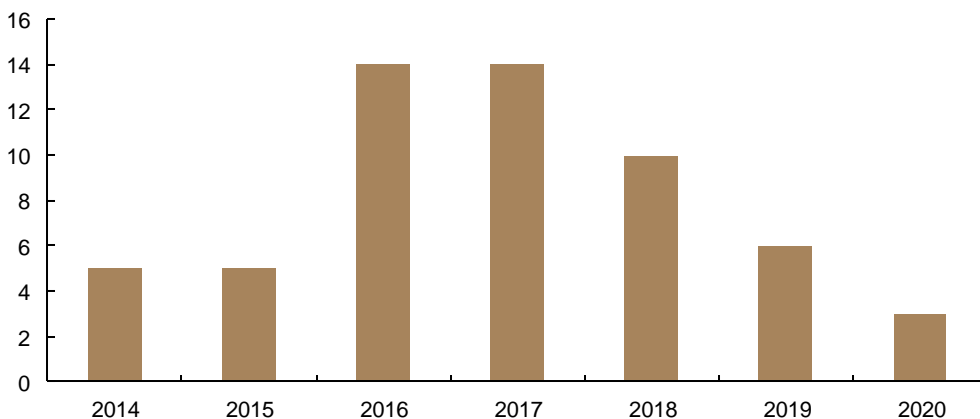
用户付费上,核心用户在端游时养成了良好付费习惯,用户付费引导较容易,且核心用户对端游 IP 的情怀,也更容易转化为付费意愿从而推动游戏付费率提升。此外,随着用户年龄增长,端游核心用户付费能力也在逐渐成长,这些核心用户 ARPU 值较高推动游戏变现效率提升。

2.2. 第一轮端转手基本完成, 细分品类头部端游 IP 大多已手游化

值得注意的是,进入 2020 年 iOS 畅销榜 TOP50 中端转手产品数量与流水占比已开始下降,更多如《万国觉醒》、《最强蜗牛》、《原神》等原创 IP 产品崭露头角,但端转手仍然保持了较强的成功率。

新上线头部端转手产品数量从 2018 年开始下降。20 年头部端转手产品数量下降与流水占比的下降自然有《英雄联盟手游》、《地下城与勇士手游》等产品延迟上线的影响,但从 2014-2020 年每年新端转手产品进入 iOS 端 TOP50 数量看,行业端转手趋势已经进入中后期。根据 Sensor Tower,行业自 2016 年起新上线端转手产品开始激增,当年有 14 款端转手产品进入 iOS 端收入 TOP50,2017 年延续了端转手热潮,2018 年后新端转产品数量开始下降,进入 20 年 iOS 端收入 TOP50 的新端转手产品仅 3 款。

图 19: 2014-2020 年 iOS 端收入 TOP50 游戏中当年新上线端转手产品数量(款)



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

产品产出量下降同时，端转手产品成功率仍较高。端转手产品由于 IP 与核心用户加成，游戏相比无 IP 普通产品更易成功。我们以是否进入 iOS 端 TOP50 衡量每年新端转手手游是否成功发行，发现 2018-2020 虽然每年新头部端转手游戏数量在下降，但成功率一直维持高位，2018-2020 年端转手游戏分别有 14/9/4 款新游戏进入 iOS 端收入 TOP100，其中分别有 10/6/3 款新游戏进入 TOP50，成功率分别为 71%/67%/75%。

图 20：2014-2020 年国内端转手重点产品



资料来源：德邦研究所绘制

不同品类头部端游 IP 第一次端转手已基本完成，后续将进入第二轮端转手周期。为何近些年新上线头部端转手产品数量开始下滑？核心在于不同品类头部端游 IP 产品在近些年行业发展趋势下基本完成了第一次端转手尝试，而手游产品生命周期 3 年，新品研发时间 2 年，在端转手产品生命周期未尽，新品还处于研发中的状况下，第一次端转手产品与新品释放存在的周期错配是当下端转手新品上线较少的核心因素，随着第一轮端转手产品逐渐老化，第二轮端转手产品周期即将到来。

表 2：各细分品类头部端游 IP 手游化时间（部分）

品类	头部 IP 与手游化时间
MMORPG	《完美世界》（2019）、《天涯明月》（2020）
回合制	《梦幻西游》（2015）、《问道》（2016）
ACT	《冒险岛》（2015）、《龙之谷》（2017）
FPS	《穿越火线》（2015）、《使命召唤》（2020）
战术射击	《PUBG》（2018）
竞速	《QQ 飞车》（2017）、《跑跑卡丁车》（2019）
体育	《NBA》（2017）、《FIFA 足球》（2018）
集换式卡牌	《炉石传说》（2015）

资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

2.3. 展望未来，IP 系列化与 IP 创造力重要性提升

第一次端转手基本完成，展望未来我们认为部分未手游化的头部端游产品仍将延续端转手的路径发展（如《魔兽世界》等），另一方面第二轮端转手与原创手游 IP 趋势或将到来。

当前行业第一轮端游 IP 手游化已接近尾声，目前仍在运营的端转手产品已有部分进入生命周期的中后期，第二轮 IP 产品系列化周期即将到来，20 年除《天涯明月刀》这样的端转手产品外，盛趣游戏研发腾讯发行的《龙之谷 2》也已上

线。此外在网易、腾讯、完美世界等大厂产品线中也已有《大话西游放置版》、《新天龙八部》、《梦幻新诛仙》等二代甚至三代产品。

图 21:《新天龙八部》宣传图



资料来源:2021 腾讯游戏年度发布会, 德邦研究所

图 22:《大话西游放置版》宣传图



资料来源:2021 网易游戏发布会, 德邦研究所

对于厂商而言不断推出 IP 系列新手游将有效积累核心用户, 延长 IP 生命周期, 同时新玩法的加入也将为玩家带来更丰富的体验, 为 IP 扩大粉丝盘。

在第二轮端转手周期中, 厂商系列化 IP 能力的重要性大幅提升, 新产品能否进一步吸引老玩家回流并引入新玩家决定了游戏产品上限, 我们对比研究优秀 IP 续作产品与表现不及前作的续作产品发现, 决定 IP 系列化成功与否的核心在于对 IP 作品还原与创新的平衡。

还原方面, 对 IP 作品的忠诚还原与延续是一代端转手作品成功的重要因素。正如前文所写, 端游 IP 对于手游产品的核心价值在于降低 CPA 提高 LTV。实际上, 结合 IP 宣传即可降低产品获客成本, 但提高 LTV 有赖于对游戏 IP 剧情玩法的还原与延续, 当核心用户进入游戏后熟悉的玩法与剧情将很大程度提高用户留存与付费。而《龙之谷 2》相比《龙之谷 1》与《龙之谷端游》在玩法上做了根本性改变, 《龙之谷 1》与《龙之谷端游》核心玩法都为类《地下城与勇士》的 ARPG 副本模式, 而《龙之谷 2》进行了根本性的玩法变更, 将游戏改变为大世界 MMORPG 产品, 游戏玩法内核产生根本变化, 此时端游的 IP 价值只在于降低 CPA, 而核心用户留存率却因玩法变化降低, 《龙之谷 2》整体表现不及《龙之谷 1》。同样的问题也出现在《我叫 MT》系列产品上, 该系列产品由初代卡牌玩法变更为续作中的 MMORPG, 产品表现远不及一代产品。

图 23:《龙之谷 1》副本战斗界面



资料来源:《龙之谷 1》, 德邦研究所

图 24:《龙之谷 2》MMORPG 玩法



资料来源:《龙之谷 2》, 德邦研究所

创新方面, 对 IP 作品精准还原同时进行产品剧情延续、画面升级、玩法微创新是成功续作的共同特点。从手游产品持续更新迭代续作的历史看, 成功续作产品在还原的基础上也进行了相应升级, 为新老用户提供更丰富的游戏体验。以米哈游崩坏学园系列为例, 《崩坏 3》剧情上延续了《崩坏 2》中“崩坏”这一核心概念, 同时主要人物角色也被延续, 玩法方面也保留了人物培育、抽卡、副本等

核心玩法，其变化的是产品由 2D 横版过关升级为 3D 战斗，整体画面得到较大提升，同时以独立产品看，《崩坏 3》质量水平较高吸引了大量新用户游玩游戏，为 IP 真正扩大了粉丝盘。

图 25:《崩坏 2》副本战斗界面



资料来源:《崩坏 2》, 德邦研究所

图 26:《崩坏 3》副本战斗界面



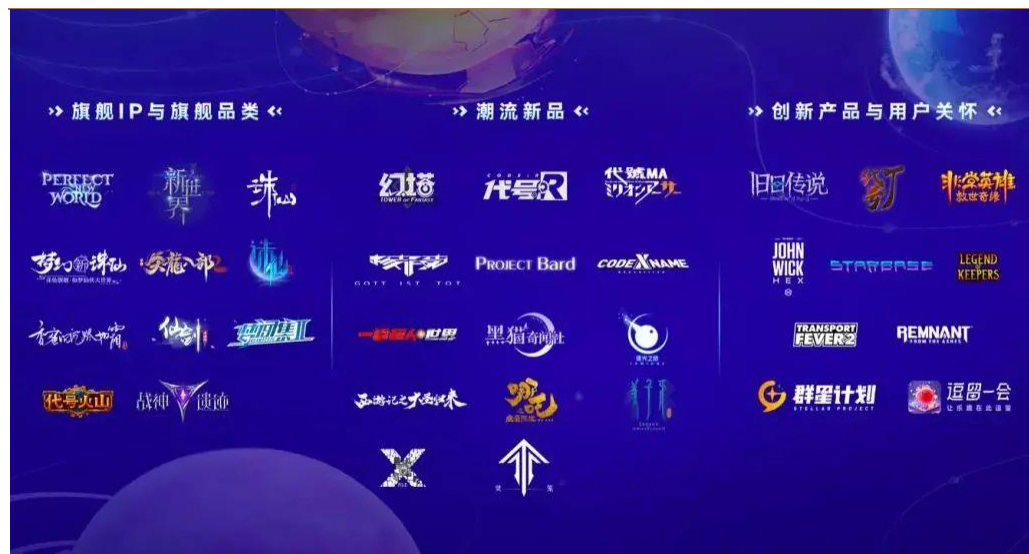
资料来源:《崩坏 3》, 德邦研究所

延续端转手路径外，原创 IP 能力愈发重要。在手游市场不断的发展过程中，不仅端游公司保持了其龙头行业地位，也出现了一批优质原创 IP 手游产品，占领了各细分赛道，如米哈游的《崩坏 3》、《原神》在崩坏 IP 基础上，牢牢占领了二次元用户人群；友谊时光的《浮生为卿歌》及《熹妃 Q 传》等产品，在女性向手游领域遥遥领先。因此，企业自身在细分赛道的产品布局与 IP 创新能力也非常重要。对于传统端游厂商而言，如何利用好端游 IP 手游化及 IP 产品未来系列化带来的利润积累，转化为自身创新能力，不断推陈出新，突破多年积累的方法论的限制，向更多元的游戏品类突破，创作更多优质 IP，将决定企业的长期竞争力。

3. 坚持 MMO 品类垂直拓展与创新品类横向突围

完美世界作为国内老牌大厂，端游时代行业积淀深厚，形成了于 MMORPG 领域快速更新迭代能力。进入 2020 年，随着《新神魔大陆》上线，公司已基本完成对于旗下端游时期 IP 的第一轮端转手尝试，并在 MMORPG 细分品类达成稳定领先。那么在公司端游第一轮端转手已基本完成的阶段看未来，公司在新发展阶段中进一步稳定成长的动力来源于哪？

图 27: 完美世界游戏战略发布会公布的新产品



资料来源: 完美世界游戏战略发布会, 德邦研究所

3.1. MMORPG 领域领先，向 MMO 回合制与其他创新品类不断突破

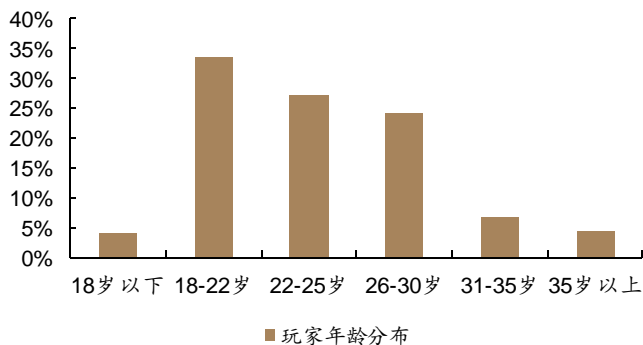
开启第二轮端转手周期，持续更新迭代经典 IP，保持 MMORPG 领先实力，复用 MMO 研发经验向长周期 MMO 回合制等其他 MMO 品类突破，并进一步向二次元、卡牌等创新品类进行突围，将为公司下一个阶段的成长驱动力。

3.1.1. MMORPG 领域领先地位稳固，持续迭代端转手产品保持 IP 活力

完美世界于 MMORPG 细分市场行业领先，市占率已达 24.4%。公司在端游时代即形成了 MMORPG 细分领域领先研发实力，2005-2013 年，公司于国内共计自主研发并推出端游 16 款，其中除《热舞派对 MAX》以外均为 MMORPG 产品，公司将端游时代积累的研发经验充分运用至手游研发中，在手游 MMORPG 细分市场也达到行业领先。根据公司年报，2020 年公司 MMORPG 领域市场占有率继续提升达 24.4%。

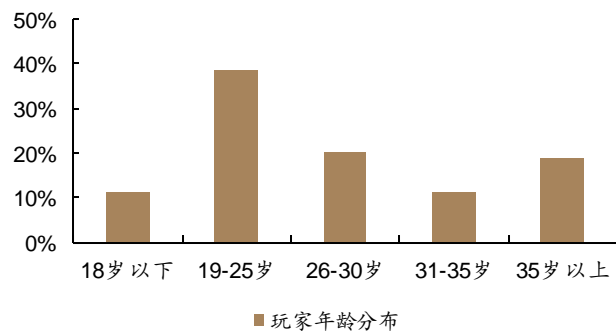
实际上端游 IP 核心用户已不年轻，公司通过不断更新迭代端转手产品保持 IP 活力，扩大 IP 粉丝盘。端游 IP 对手游产品的核心价值在于降低用户获取成本与提升 LTV，然而随着端游核心玩家的老去，端转手产品低成本获取用户的能力在未来可能会受到挑战。根据易观分析数据，2008 年中国网络游戏用户年龄分布中，18-30 岁用户为主力用户，占比达 85%，该部分用户到 2021 年已全部超过 30 岁，并不再年轻。此外《2017 全球移动游戏产业白皮书》数据显示，各类游戏中 30 岁以下年轻用户均是核心玩家，占比均超过 60%。公司在第一轮端转手基本结束后将进入第二轮端转手周期，不断迭代更新端转手产品，扩大端游 IP 在年轻手游玩家中的影响力，保持 IP 长期活力，扩大 IP 粉丝盘。

图 28：2008 年网络游戏玩家年龄分布



资料来源：易观分析，德邦研究所

图 29：2017 年角色扮演手游用户年龄结构



资料来源：友盟+，德邦研究所

从公司 4 月 13 日游戏战略发布会看，在 MMORPG 领域公司持续对经典端游 IP 进行迭代升级，将进入第二轮端转手产品周期，未来产品中已有《完美新世界》、《诛仙 2》、《天龙八部 2》等二代 MMORPG 端转手作品储备，有望助力公司保持 MMORPG 领域领先地位，进一步扩大市场份额。

表 3：完美世界经典端游 IP 端转手续作储备

IP 端游	一代端转手产品与上线时间	储备端转手续作	核心看点
《完美世界》	《完美世界》(2019)	《完美新世界》	奇幻开放世界 MMO 手游
《梦幻诛仙》	《梦幻诛仙》(2016)	《梦幻新诛仙》	新回合精品画质，高自由大世界
《诛仙》	《新诛仙》(2016)	《诛仙 2》	虚幻 4 引擎研发，布局 5G 云游戏
《天龙八部》	《天龙八部》(2017)	《天龙八部 2》	金庸正版授权
《仙剑奇侠传》	《仙剑奇侠传 online》(2017)	《仙剑奇侠传》	姚壮宪先生担任剧情顾问，游戏贯穿八部仙剑作品世界观
《火炬之光》	《火炬之光移动版》(2016)	《代号：火山》	延续《火炬之光 3》世界观，继承随机玩法精髓

资料来源：完美世界游戏战略发布会，德邦研究所

此外从产品风格看，目前公司储备经典 IP 手游续作 6 款，在年轻化方面均有一定尝试，尤其以近期将上线的《梦幻新诛仙》看，画风与前作《梦幻诛仙》比更生动立体，人物形象也更年轻，有望为该 IP 打开 Z 世代市场。而年轻化的尝试有利于完美世界持续扩大经典 IP 粉丝盘，将保证 IP 长期活力与长线货币化能力，提高公司长期发展天花板。且年轻化产品也有利于公司年轻化品牌形象的树立，随着年轻用户成长，付费能力提升，公司长期变现效率也有望提高。

图 30：《梦幻新诛仙》画面精致且年轻化



资料来源：《梦幻新诛仙》、德邦研究所

图 31：《梦幻诛仙》游戏画面



资料来源：《梦幻诛仙》、德邦研究所

3.1.2. 向 MMO 细分品类积极突破，合作与自研创新 IP

公司 MMORPG 细分品类行业地位稳固，正努力利用端转手带来的利润积累，以及相关 MMO 产品研发经验转化为自身创新能力，尝试向回合制等更多 MMO 细分品类突破，并进一步向二次元等创新品类发展，创作更多优质 IP，打开公司发展天花板。

MMO 细分品类上，公司发力回合制，储备产品《梦幻新诛仙》定档 6 月 25 日。此外公司还储备有大 IP 回合制产品《仙剑奇侠传》。回合制产品相比传统 MMORPG 生命周期更长，突破该品类后将长期提升公司业绩稳定性。我们将在下文中进一步剖析 MMO 回合制产品长生命周期的原因。公司在回合制 MMO 产品外，还储备有其他多款创新品类 MMO 产品包括 JRPG MMO《CODE NAME:X》、互动叙事 RPG《代号：R》等。

图 32: 科幻开放世 MMO 游戏《Project: 棱镜》宣传图



资料来源: 完美世界游戏发布会, 德邦研究所

图 33: 回合制 MMO《仙剑奇侠传》宣传图



资料来源: 完美世界游戏发布会, 德邦研究所

在创新品类突破上, 公司自 2017 年起陆续推出了卡牌游戏《轮回诀》、开放世界沙盒手游《我的起源》、女性向产品《梦间集》、《梦间集天鹅座》、唐风社交卡牌手游《云梦四时歌》、克苏鲁风 Roguelike 产品《旧日传说》等产品, 积累了大量年轻用户并在沙盒、女性向、卡牌等 MMORPG 领域外的细分品类积累研发经验, 为企业长期用户沉淀与品类突破打下扎实基础。

图 34: 2017-2020 年公司创新品类、IP 手游产品



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

创新品类产品、IP 合作储备丰富, 公司有望实现品类突破。公司当前储备产品线除传统优势 MMORPG 产品外还涵盖二次元、卡牌、JRPG、叙事解谜等多种游戏类型, 覆盖了目前市场上大部分的主流赛道, 融合了开放世界等全新元素, 公司 MMORPG 地位稳固, 创新品类突破动力充足, 将进入新发展阶段。此外公司积极通过外延合作构建起 IP 矩阵, 在传统武侠方面与温润安达成合作, 在日系游戏等方面也储备有《女神异闻录 5》、《百万亚瑟王》等 IP, 国漫方面, 公司也与彩条屋、异画天开等知名国漫厂商合作共同进行游戏研发, 丰富 IP 储备将助力推进公司 MMO 与创新品类突破进程。

表 4: 完美世界 MMO 以及创新品类产品储备

游戏名称	游戏类型	游戏风格	游戏系列 IP	平台
梦间集 2	-	二次元	梦间集	移动
香蜜沉沉烬如霜	RPG	国风仙侠	香蜜沉沉烬如霜	移动&云游戏
幻塔	开放世界 MMORPG	二次元	-	移动
代号: R	RPG	二次元	-	移动
代号: MA	卡牌	二次元	百万亚瑟王	移动
Project: 棱镜	开放世界 MMORPG	科幻	-	移动
Project: Bard	RPG	二次元	-	移动
CODE NAME: X	JRPG	日式	女神异闻录	移动
一拳超人: 世界	ARPG	二次元	一拳超人	移动
黑猫奇闻社	解谜	现代都市	-	移动
逐光之旅	平台跳跃	独立向	-	移动
代号: 档案	解谜	现代都市	-	PC&移动

资料来源: 完美世界游戏战略发布会, 德邦研究所

3.2. 回合制重点 IP 产品上线在即,《幻塔》或将成为品类突破开山之作

2021 年公司第一款重点产品《战神遗迹》已上线, 游戏上线后表现符合预期, 上线首日达免费榜第一, 畅销榜第十名。

图 35: 《战神遗迹》公测首日表现



资料来源: 完美世界游戏, 德邦研究所

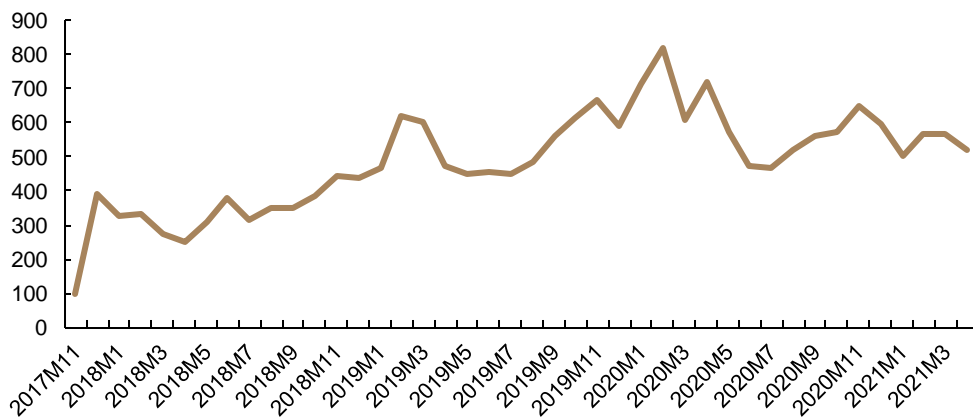
公司后续还储备有经典端游 IP 续作回合制游戏《梦幻新诛仙》、二次元开放世界 MMO《幻塔》、端游 IP 续作武侠 MMORPG 游戏《天龙八部 2》、二次元 ARPG 《一拳超人: 世界》。其中《梦幻新诛仙》定档 6 月 25 日,《幻塔》等产品预计下半年上线。

3.2.1. 《梦幻新诛仙》: 有望打开长生命周期回合制 MMO 游戏市场

《梦幻新诛仙》为完美世界经典端游 IP《梦幻诛仙》端转手产品, 制作团队来自回合制 MMO 顶级产品《神武》, 是一款高自由度回合制策略战斗手游, TapTap 测试评分截至 6 月 11 日 7.3 分, 具有非常高的玩家口碑, 其作为公司首款回合制手游, 具有诛仙大 IP 与较好的游戏品质有望实现公司回合制 MMO 游戏品类的突破, 而回合制产品具有长生命周期特点, 因此其同时有望成为公司稳定业绩基石。

根据 Sensor Tower 数据观测,《神武》自 2017 年 11 月上线以来, 游戏流水保持稳定。截至 2021 年 5 月, 单月 iOS 端流水仍比首月流水高, 与传统 MMORPG 产品首月流水高后期流水逐步降低的流水趋势产生了较大区分, 充分体现出了回合制 MMO 品类的长生命周期特点。另一款回合制顶级产品《梦幻西游》流水趋势也与《神武》表现相近。

图 36:《神武》2017M11-2021M4 国内 IOS 端流水变化趋势,以 2017M11 为基数 100



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

那么回合制游戏为何具有长生命周期的特点?

1) 回合制慢游戏节奏、轻操作的游戏玩法与社交行为更契合。回合制游戏核心对战玩法为双方组织阵容按照一定顺序进行技能释放对战,轻操作,游戏设定上单局对战进行时间游戏后期较长,游戏节奏慢,同时一般来说玩家可以选择“挂机”的方式进行游戏,此时玩家完全不需要进行操作,作为对比的是 RPG 类实时战斗游戏,需要玩家实时操作,相对来说玩家游戏难度更高,更专注。因此在慢游戏节奏下,回合制游戏天然适合社交,众多用户在“挂机”的同时与游戏玩家进行社交沟通。我们可以看到头部回合制游戏的对自身的定位基本都包含社交这一重要元素(如《神武 4》的游戏定位为快乐社交手游)。

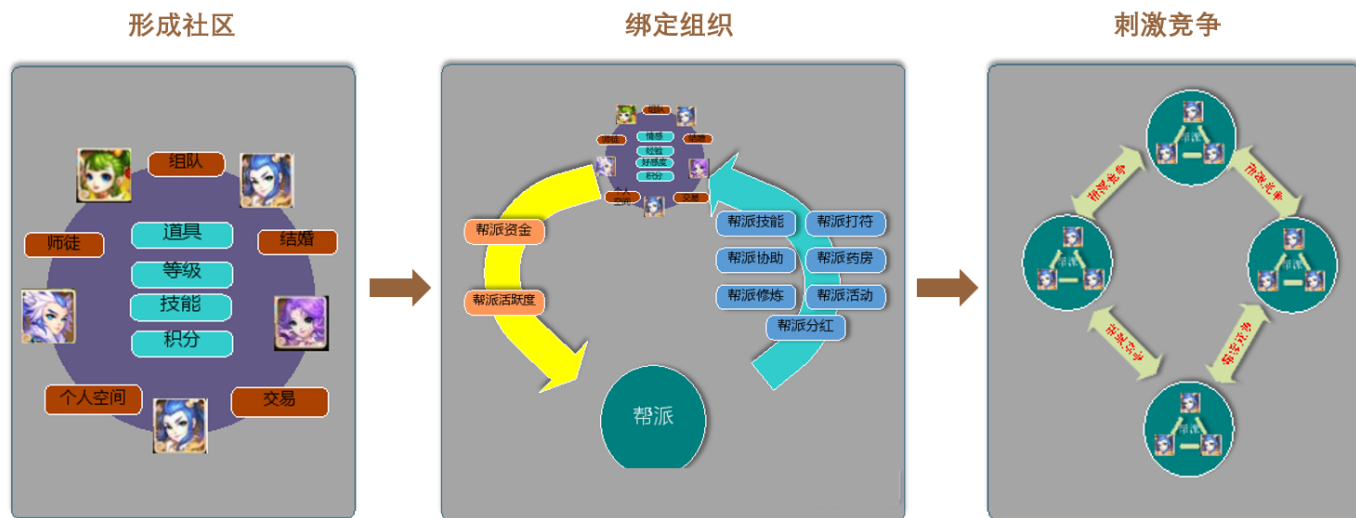
图 37:《神武 4》宣传图



资料来源:《神武 4》官网, 德邦研究所

由于游戏玩法与社交体系的契合,游戏设计上厂商们都在通过帮派、师徒、夫妻等系统,每日任务必须组队才能进行的玩法限制等方式鼓励玩家在游戏内的社交行为。我们以《梦幻西游》为例,其社交体系主要由三个循序渐进部分组成:1) 首先玩法设定上通过成长过程中需求的道具、等级、技能、积分刺激玩家与其他玩家进行社交,并通过夫妻关系、师徒关系、生人组队关系给玩家之间的关系以承载,驱动玩家之间社交不断强化,游戏逐渐社区化,形成弱社交圈。2) 在弱社交圈形成后,鼓励玩家加入帮派从而绑定组织关系,社交圈被沉淀固定,形成固有社交氛围。3) 最后鼓励帮派与帮派间竞争互动,从而激发玩家对帮派的荣誉感增加了玩家的归属感,最终刺激服务器社交循环,刺激组织内协调分配。

图 38:《梦幻西游》社交架构



资料来源: GameRes, 德邦研究所

社交体系的建立将有效提升用户留存与拉新召回从而提升产品生命周期。用户留存方面，社交体系构建后，玩家间的关系固定在游戏中，游戏之于玩家不仅仅是游玩内容，更是社交活动满足玩家社交需求，从而提升玩家活跃度，在线时长，以及留存。拉新召回方面，玩家之间口碑社交传播可以获得用户，同时由于玩家现实生活中相互之间的社交关系，这些新用户相对于买量用户留存更高。同时，游戏还可和社交软件绑定，更方便召回流失的用户，只要社交圈中一人还在游戏中，就更容易激活周边的老用户，因此虽然建立方式不尽相同，但成功建立社交体的游戏都具有一定长生命周期特点，如《王者荣耀》、《梦幻西游》、《问道》、《神武4》等。

2) 回合制游戏建立了相对完善的经济系统与数值体系，游戏中常见的货币通货膨胀趋势得到限制。《梦幻西游》、《神武4》等回合制产品普遍建立了一套相似而稳定的游戏经济系统。

以《梦幻西游》为例，《梦幻西游》货币分为三类：银币、金币、仙玉。银币是低级货币，主要用于玩家的日常技能升级消耗和基础成长（一般不用充值，游戏产出量充足）；金币是高级货币，主要用于玩家之间核心资源的交易（最核心的货币，用于日常交易等）；仙玉是通用货币，可以转化为金币和银币，也可以直接在商城购买核心资源，只能由人民币充值获得。

表 5: 《梦幻西游》货币资源汇总

货币之间转化公式: 1元=10仙玉=1000金币=100000银币 (高级货币可向低级货币转化)		
银币	获得途径	金币兑换(主要)、日常任务等
	消耗途径	技能提升、角色修炼等
金币	获得途径	仙玉兑换(最主要)、日常任务(产出较少且有每日限制)
	消耗途径	交易(最主要)、交易税
仙玉	获得途径	充值(唯一)
	消耗途径	购买基础资源等(不可购买战力提升型道具)

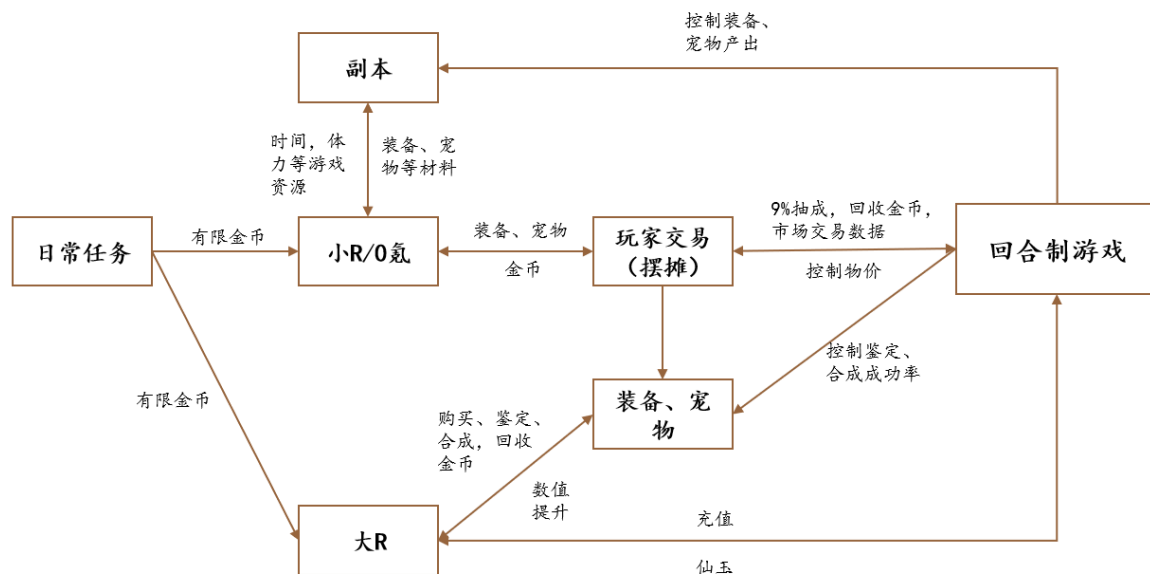
资料来源:《梦幻西游》，德邦研究所

有了货币系统后游戏核心是控制游戏内货币产出与消耗以及玩家充值带来的超发问题。由于游戏实际的通用货币是金币，本处只讨论金币的获取与消耗。金币获取上，充值仙玉并转化为金币是最主要的获取手段，日常任务同样也能获取金币但游戏对每日获取金币有限制(一般2000金币)，且金币不能直接交易，官方也在通过各种方式打击金币人民币直接交易，从而限制了刷金工作室大量进入导致的游戏货币超发。消耗上，回合制游戏允许玩家间通过摆摊等方式进行游戏内顶级道具装备交易，而摆摊方式的交易，游戏会抽取9%左右的税，道具的交

易价格普遍在 50 元以上，顶级商品对应人民币价格数千元，交易税能充分回收游戏自身内部的货币产出。

另一方面，回合制游戏与传统 MMORPG 商城不同的是，其不售卖可直接提升战斗数值产品，顶级道具、装备需要通过大量玩家投入时间去副本刷、投入大量金币合宠物、鉴定物品而获得，因此大 R 玩家的充值购买的是小 R 或 0 氪玩家的时间，而不是直接购买数值，而合宝宝、鉴定物品消耗的大量金币同样并不一定能换来数值提升(存在几率)，从而消耗金币，此时游戏官方通过控制副本爆率、鉴定几率、合宠成功率等即可对物价进行一定控制，另一方面通过这一套完整机制，游戏本身无需通过不断推出高数值装备等刺激消费(同名道具、宠物，合成与鉴定结果不同的特点会驱动玩家不断充值)，避免游戏整体数值体系的迅速崩坏，同时大 R 小 R 玩家都能获得一定游戏乐趣。从《梦幻西游》端游看，根据相关玩家分享，2009 年游戏货币与人民币兑换比例在 11 万:1，2019 年比例为 12.5 万:1，通货膨胀率极低，有效提升玩家充值意愿。

图 39:《梦幻西游》经济体系



资料来源：德邦研究所绘制

回合制游戏构建了良好的社交系统与稳定货币体系与数值体系，从而成功进行长生命周期运营，一方面游戏玩家稳定，另一方面避免数值体系迅速崩坏导致的大 R、小 R 玩家生态失衡。

《梦幻新诛仙》制作团队来自《神武》，采用了诛仙大 IP，复刻了《梦幻西游》与《神武》等头部回合制产品中经典社交系统与经济体系，有望成为长线运营精品，成为公司稳定业绩基石。《梦幻新诛仙》从此前测试情况看，制作团队在诛仙大 IP 的基础上，对《梦幻西游》、《神武》中的回合制核心玩法进行了较好的复刻，同时保留了师徒、夫妻等关系玩法，摆摊等交易系统，从而有望成为社交关系、经济系统稳定的长周期产品，为公司贡献稳定业绩。在细微玩法上，《梦幻新诛仙》也有一定创新，如融入了开放世界的元素，游戏中所有场景玩家都可以通过“御剑术”到达。此外在传统回合制战斗基础上，《梦幻新诛仙》也加入了“强交互”式的玩法，通过环境变化、法宝以及武器技能带来的元素效果，让玩家探索更多更有趣的战斗策略。

图 40:《梦幻新诛仙》御剑飞行



资料来源:《梦幻新诛仙》, 德邦研究所

图 41:《梦幻新诛仙》交易系统



资料来源:《梦幻新诛仙》, 德邦研究所

剧情延续、画面升级、风格年轻化,《梦幻新诛仙》作为二代端转手产品有望吸引老用户回流同时为游戏引入年轻新玩家。剧情上:《梦幻新诛仙》在还原诛仙经典剧情的基础上,将小说中温暖的瞬间提炼出来,让玩家在游玩之后,感受到《梦幻新诛仙》不一样的深情,此外游戏也扩充了原著的支线情节,形成完整故事线,让 IP 粉丝与新玩家更易接受。画面上:完美世界采用领先的实时光效渲染技术和 PBR2.0 物理渲染技术,让饱和光感更高级,明暗对比更通透。而动态点光源和 HDR 的技术革新,也让游戏中的光影效果更加真实,整体画面相比其他回合制产品有较大升级。此外游戏画风年轻化特点明显,人物形象年轻,易受 Z 世代人群接受。

图 42:《梦幻新诛仙》主角碧瑶人物形象年轻化



资料来源: TapTap, 德邦研究所

3.2.1.《幻塔》:有望成为二次元品类突破开山之作

《幻塔》是公司旗下幻塔工作室研发的二次元开放世界 MMO 三端互通手游。该产品是公司第一款真正意义上的二次元游戏,玩家受众群体与公司传统优势品类仙侠/武侠 MMO 产生较大变化,且该产品为公司原创 IP。因此《幻塔》是公司在玩家受众年轻且对泛二次元内容需求逐步加深背景下的一次重大尝试,该产品有望帮助公司切入二次元赛道以及推进品牌年轻化。

当前《幻塔》已经过二测,游戏整体表现出色,在《原神》打开国内二次元开放世界游戏市场后,《幻塔》获得了较高的玩家期待值,官网预约数超 560 万, TapTap 预约量超 85 万,测试服达 8.1 分,预计《幻塔》将会成为公司二次元品类突破的开山之作。

图 43:《幻塔》宣传图二次元风格浓厚



资料来源: TapTap, 德邦研究所

采用 UE4 引擎, PC 端画质比肩《原神》。不同于《原神》采用 U3D 游戏引擎, 完美世界作为国内少数几家熟练掌握 UE4 引擎的游戏厂商, 在《幻塔》中采用了 UE4 引擎, 从而给游戏带来了移动端较极致的渲染效果与画面表现。但由于移动端性能限制, 如《原神》等游戏在移动端都进行了画质限制, 我们从《幻塔》测试情况看, 其 PC 端画面表现较移动端有较大提升, 可比肩《原神》PC 端。

图 44:《幻塔》PC 端游戏实拍



资料来源:《幻塔》, 德邦研究所

图 45:《原神》PC 端游戏实拍



资料来源:《原神》, 德邦研究所

开放世界玩法融入 MMORPG, 将有效提升用户留存。《幻塔》玩法是融合了开放世界的 MMORPG, 就 MMORPG 来说, 社交、PVP、武器培育等元素都得到了保留, 公司在 MMO 领域多年研发经验有望得到复用, 用户付费有保证, 而开放世界玩法的融入对《幻塔》来说不是与《原神》对标的噱头, 而是真正提升了游戏 MMORPG 玩法内核下的玩家体验与留存率。

开放世界玩法融入 MMORPG 后, MMORPG 游戏的玩法路径就不仅仅是做任务、角色提升、PVP、社交, 还额外加入了 PVE 世界探索玩法, 游戏深度大大提升, 因此玩家能更长久的从游戏本身内容取得较好的游戏体验。而传统 MMORPG 产品 PVE 玩法包括地图往往是割裂的, 以副本等形式出现, 是社交 PVP 玩法的附庸, 当人物等级或战力难以获得提升时, 由于游戏深度不足较易造成玩家流失。《幻塔》作为开放世界 MMORPG, 很好的将用户社交需求与开放世界探索结合, 为用户搭建了一个无缝大世界, 根据公司交流数据, 《幻塔》测试用户次日留、七留等留存指标相比公司传统 MMO 产品有较大提升。

图 46:《幻塔》世界全景



资料来源: Bilibili, 德邦研究所

4. 影视业务谨慎经营策略下有望保持稳定

2020 年公司影视业务由于库存剧开拍早, 制作成本高产生成本倒挂, 公司计提相应存货减值造成影视业务亏损, 此外公司对收购公司天津同心影视传媒等影视公司计提商誉减值 3.5 亿元, 由于股转协议约定有业绩补偿, 本次计提商誉减值对业绩影响不大。本次计提减值后, 影视相关商誉账面余额为 0.53 亿元, 商誉风险较低。公司影视业务经历 20 年存货减值后, 21 年轻装上阵, 未来有望保持稳定。

截至 2021Q1 公司已有《上阳赋》、《暴风眼》、《爱在星空下》、《明天我们好好过》等多部精品电视剧相继播出, 取得良好市场口碑。

21 年公司将顺应市场环境变化, 谨慎投资与积极消化库存相结合, 快推进库存项目的发行和排播的同时, 在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略, 新开机项目以风险较低的定制剧、主旋律剧为主, 影视业务未来预计将保持稳定。

表 6: 2021 年影视项目投资计划

投资项目名称	制作进度	预计开拍日期
昔有琉璃瓦	后期制作中	-
理想照耀中国	后期制作中	-
光荣与梦想	后期制作中	-
舍我其谁	后期制作中	-
山河表里	拍摄中	-
月里青山淡如画	拍摄中	-
和平方舟	拍摄中	-
许你岁月静好	筹备中	2021 年上半年
来吧, 宝贝	筹备中	2022 年上半年
云襄传	筹备中	2023 年下半年
心想事成	筹备中	2024 年下半年
大明江湖宅女记	筹备中	2025 年下半年
星落凝成糖	筹备中	2026 年下半年
和前男友一起穿越到 23 年后	筹备中	2027 年下半年
灿烂	筹备中	2028 年下半年
摇滚狂花	筹备中	2029 年下半年

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计公司 21-23 年分别实现营业收入 116.1/146.1/171.5 亿元，同比增长 13.5%/25.9%/17.3%，分业务看：

移动网络游戏：手游业务 20 年由于疫情催化以及《新神魔大陆》表现出色，营收同比增长 57.1% 达 60.94 亿元。21 年由于 20 年基数较高且重点产品上线延期，我们预计 21 年公司手游收入增速将放缓，此外公司产品储备丰富，21 年产品上线延期后《幻塔》、《一拳超人：世界》等产品预计将为 22 年贡献可观收入。预计 21-23 年移动网络游戏将实现营收 73.1/99.6/121.9 亿元，分别同比增长 20%/36%/22%。公司自发行产品以流水总额确认收入，渠道分成记成本，随着《完美世界》等腾讯代理产品流水自然下滑，手游毛利率将下降，我们预计公司未来将以自发行为主，此外《天龙八部 2》为代理产品，毛利率较低（CP 方分成记成本），预计上线后将对毛利率产生影响，预计 21-23 年手游业务毛利率分别为 67%/65%/65%。

PC 端网络游戏：端游业务 20 年疫情催化下收入同比增长 10% 达 26.4 亿元，21 年在 20 年高基数下，我们预计增速将放缓，但考虑《CSGO》Major 系列赛、《Dota2》TI 系列赛 21 年将恢复举办，有望进一步提升游戏热度，推动端游收入增长，预计 21 年公司端游业务实现营收 27.64 亿元，同比增长 5%，22-23 年，端游业务有望伴随公司《Perfect New World》、《诛仙世界》两大重点 IP 续作陆续上线实现稳定增长，预计端游业务 22-23 年营收分别同比增长 10%/8%。毛利率方面，预计端游业务毛利率将保持稳定，21-23 年分别为 62%/63%/63%。

主机游戏：主机游戏业务由于新品供给不足，老游戏进入生命周期后期，预计 21 年收入同比下降 7%，22-23 年随着《Perfect New World》主机版本上线预计营收将重回增长，预计 22-23 年公司主机游戏收入分别同比增长 8%/5%。毛利率方面，预计端游业务毛利率将保持稳定，21-23 年分别为 49%/49%/48%。

影视业务：经历 19-20 连续两年的库存减值后，公司影视业务轻装上阵，当前采取了以定制剧为主的谨慎开机策略，有望实现稳定经营，预计 21-23 年影视业务营业收入分别同比增长 5%/3%/2%，毛利率保持稳定。

表 7：公司未来三年主营业务收入与毛利率预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
移动网络游戏				
营业收入(百万元)	6094	7308	9961	12191
YOY	57.0%	19.9%	36.3%	22.4%
毛利率	68.3%	67.1%	64.9%	65.4%
PC 端网络游戏				
营业收入(百万元)	2639	2764	3032	3280
YOY	9.1%	4.7%	9.7%	8.2%
毛利率	61.9%	62.0%	62.5%	63.0%
主机游戏				
营业收入(百万元)	433	403	435	457
YOY	-5.3%	-7.0%	8.0%	5.0%
毛利率	49.6%	49.0%	48.5%	48%
影视业务				
营业收入(百万元)	935	982	1011	1032
YOY	-20.4%	5.0%	3.0%	2.0%

毛利率	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
-----	------	------	------	------

资料来源: Wind, 德邦研究所

费用: 研发费用方面, 公司作为 A 股少数研发驱动型公司, 在品质为王行业趋势下, 预计将保持高研发投入, 研发费用率 21-23 年稳步提升分别为 15.8%/16.0%/16.2%。销售费用方面, 在流量红利见顶背景下, 大厂进入买量推动流量价格提升, 行业流量成本将维持稳步上涨态势, 短期受到电商等其他细分行业影响, 公司新产品主要为自研自发驱动宣发费用增长, 预计未来公司销售费用率将稳步提升, 21-23 年分别为 18.1%/18.3%/18.6%。公司成本管控逐步增强, 预计 21-23 年管理费用率保持在 7%。

表 8: 核心假设表

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业成本/营业收入	39.7%	40.4%	40.6%	39.4%
营业税金及附加	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
销售费用率	17.9%	18.1%	18.3%	18.6%
研发费用率	15.5%	15.8%	16.0%	16.2%
管理费用率	7.4%	6.9%	6.8%	6.8%

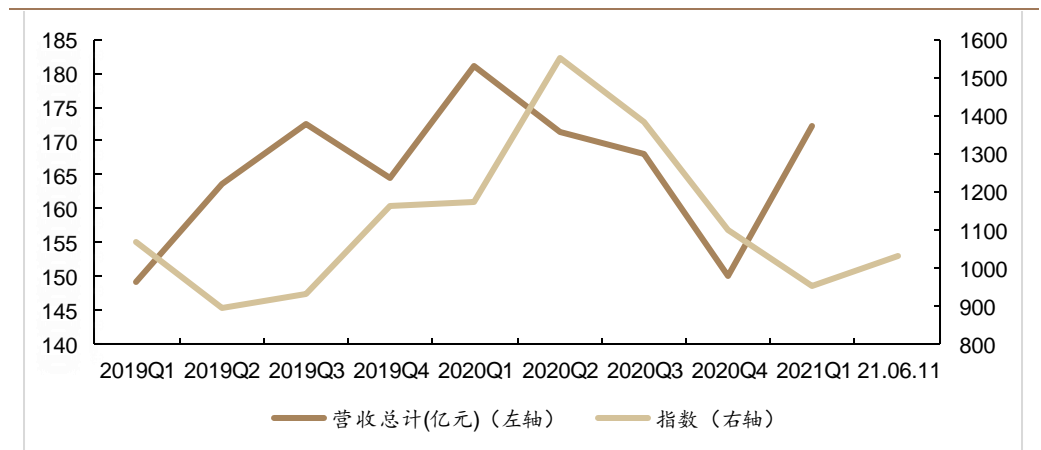
资料来源: Wind, 德邦研究所

综上, 我们预计公司 21-23 年分别实现营收 116.1/146.1/171.5 亿元, 分别同比增长 14%/26%/17%, 实现归母净利润 23.5/29.8/35.7 亿元, 分别同比增长 52%/27%/20%。对应 21 年 6 月 18 日收盘价 20.86 元, PE 为 17/14/11X。

5.2. 投资建议

游戏行业上市公司营收 Q1 环比已恢复增长, 下半年行业迎来低基数且头部公司逐步进入新产品周期, 行业整体业绩有望实现同比增长。我们统计中信游戏指数市值 TOP20 上市游戏公司季度营收与指数走势, 自 20Q1 上市公司营收因疫情达到高点后, 指数于 Q2 达到高点, 指数落后营收变化约一个季度。当前上市公司营收已于 Q1 环比恢复增长, Q2 起完美世界、三七互娱等头部游戏公司正逐步进入新产品周期, 面对 20Q3-Q4 低基数, 游戏行业整体营收有望实现同比正增长。

图 47: 2019Q1-2021.06.11 游戏(中信)指数市值 TOP20 成分股季度营收总计与指数走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

完美世界作为 A 股稀缺的研发驱动型公司, 未来 2-3 年优质产品储备丰富, 将充分受益行业精品化趋势, 且公司即将进入新一轮产品周期, 重点 IP 产品《梦幻新诛仙》定档 6 月 25 日, 21H2 起《幻塔》等创新品类优质产品也将陆续释放, 推动公司业绩稳定增长, 此外《梦幻新诛仙》作为长生命周期回合制产品有望成为公司业绩基石, 提升公司长期业绩稳定性, 驱动估值提升实现戴维斯双击。我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9：完美世界可比公司估值（截至 2021 年 6 月 18 日）

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
三七互娱	002555.SZ	24.91	1.31	1.35	1.63	1.91	19	18	15	13
吉比特	603444.SH	537.00	14.56	20.62	23.67	27.49	37	26	23	20
巨人网络	002558.SZ	14.25	0.51	0.58	0.74	0.82	28	25	19	17
世纪华通	002602.SZ	6.58	0.40	0.56	0.64		16	12	10	
平均 PE								20	17	17

资料来源：Wind，德邦研究所

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

新品上线延期：新品上线前期可贡献较多流水，若新品上线延期将对公司当期业绩产生较大影响。

行业监管政策趋严：公司主营游戏业务，若行业版号政策趋严，公司获取版号难度加大，将对产品上线产生不利影响。

流量成本提升：买量发行成为游戏宣发重要手段之一，若流量成本大幅上升将对公司盈利能力产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.80	1.21	1.54	1.84
每股净资产	5.59	6.56	7.78	9.26
每股经营现金流	1.90	1.50	1.60	1.72
每股股利	0.16	0.23	0.30	0.36
价值评估(倍)				
P/E	36.96	17.21	13.58	11.32
P/B	5.28	3.18	2.68	2.25
P/S	4.10	3.62	2.87	2.45
EV/EBITDA	26.55	16.73	12.81	9.87
股息率%	0.5%	1.1%	1.4%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	60.3%	59.6%	59.4%	60.6%
净利润率	15.1%	20.3%	20.4%	20.8%
净资产收益率	14.3%	18.5%	19.7%	19.9%
资产回报率	10.0%	12.8%	13.6%	14.2%
投资回报率	14.8%	14.6%	15.6%	16.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.2%	13.5%	25.9%	17.3%
EBIT 增长率	27.8%	8.8%	22.7%	21.6%
净利润增长率	3.0%	51.9%	26.8%	19.9%
偿债能力指标				
资产负债率	27.9%	29.1%	29.8%	28.0%
流动比率	1.9	2.0	2.2	2.5
速动比率	1.6	1.7	1.9	2.1
现金比率	0.7	1.0	1.2	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	46.4	46.4	46.4	46.4
存货周转天数	92.4	92.4	92.4	92.4
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	28.9	33.2	42.6	50.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,549	2,352	2,981	3,574
少数股东损益	-44	-39	-40	-86
非现金支出	1,153	147	156	161
非经营收益	-592	-193	-293	-228
营运资金变动	1,627	644	309	-87
经营活动现金流	3,693	2,910	3,112	3,334
资产	-571	-246	-352	-304
投资	-28	0	0	0
其他	146	277	434	389
投资活动现金流	-453	31	82	84
债权募资	1,121	0	0	0
股权募资	17	0	0	0
其他	-3,932	-598	-763	-905
融资活动现金流	-2,794	-598	-763	-905
现金净流量	384	2,342	2,431	2,513

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 18 日
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,225	11,607	14,613	17,148
营业成本	4,057	4,691	5,928	6,764
毛利率%	60.3%	59.6%	59.4%	60.6%
营业税金及附加	32	59	64	71
营业税金率%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
营业费用	1,831	2,095	2,674	3,190
营业费用率%	17.9%	18.1%	18.3%	18.6%
管理费用	757	797	994	1,166
管理费用率%	7.4%	6.9%	6.8%	6.8%
研发费用	1,589	1,834	2,338	2,778
研发费用率%	15.5%	15.8%	16.0%	16.2%
EBIT	1,958	2,130	2,615	3,180
财务费用	113	128	167	190
财务费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-969	-36	-33	-44
投资收益	196	277	314	389
营业利润	1,628	2,413	3,035	3,564
营业外收支	28	29	21	21
利润总额	1,657	2,442	3,056	3,584
EBITDA	2,155	2,241	2,737	3,297
所得税	152	130	116	97
有效所得税率%	9.2%	5.3%	3.8%	2.7%
少数股东损益	-44	-39	-40	-86
归属母公司所有者净利润	1,549	2,352	2,981	3,574

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,943	5,285	7,716	10,229
应收账款及应收票据	1,411	1,558	1,996	2,337
存货	1,027	1,188	1,501	1,712
其它流动资产	2,503	2,564	2,686	2,772
流动资产合计	7,885	10,596	13,900	17,052
长期股权投资	2,768	2,768	2,768	2,768
固定资产	354	350	343	337
在建工程	275	412	595	755
无形资产	190	238	266	294
非流动资产合计	7,622	7,765	7,988	8,161
资产总计	15,507	18,361	21,888	25,213
短期借款	784	784	784	784
应付票据及应付账款	733	848	1,071	1,222
预收账款	24	498	587	488
其它流动负债	2,663	3,087	3,956	4,456
流动负债合计	4,204	5,216	6,399	6,950
长期借款	23	23	23	23
其它长期负债	98	98	98	98
非流动负债合计	121	121	121	121
负债总计	4,325	5,337	6,519	7,071
实收资本	2,012	2,012	2,012	2,012
普通股股东权益	10,835	12,717	15,101	17,960
少数股东权益	347	308	267	182
负债和所有者权益合计	15,507	18,361	21,888	25,213

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。