

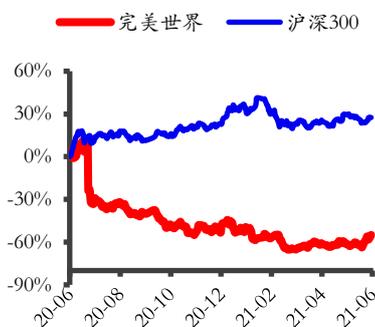
纵向深耕经典 IP，横向拓展年轻向新品类

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-06-29

收盘价（元）	24.98
近 12 个月最高/最低（元）	63.82/19.05
总股本（百万股）	1939.97
流通股本（百万股）	1827.22
流通股比例（%）	94.19%
总市值（元）	484.60
流通市值（元）	456.44

公司价格与沪深 300 指数走势比较


分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

研究助理：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

主要观点：

● 国内头部游戏研发商，经典 IP “端转手” 优势稳固

公司是国内最早的端游研发商之一，2005 年推出首款自研端游《完美世界》，成为当时国内少数能与《魔兽争霸》抗衡的 3D 游戏。2015 年后，公司紧握移动游戏机遇，基于端游时代积累的雄厚研发实力以及丰富的 IP 资源，推出《诛仙》《完美世界》等一系列“端转手”产品，并通过 IP 续作的持续迭代，巩固行业头部地位，驱动手游业务收入持续稳定增长。

● 游戏行业景气度依旧，“内容为王”逻辑进一步凸显，Z 世代消费力释放带来细分品类新机遇

2015 年至今，由手游重度化、精品化驱动的 ARPU 值提升是行业增长的主要逻辑，此外叠加游戏出海、云游戏发展有望打开行业增长天花板，我们预计未来手游行业将继续保持双位数的增速，行业景气度依旧。从产业链角度看，随着 TapTap、抖音、Bilibili 等内容型渠道的崛起，下游渠道呈分散化趋势，优质研发商的价值将进一步凸显。同时，随着 Z 世代年轻群体成为主流游戏用户，叠加其消费力的进一步释放，年轻用户对游戏的差异化的需求将催生细分品类新机遇：以二次元为载体，玩法、内容创新的游戏有望持续迎来结构性机会。

● 中期看公司产品线：纵向挖掘 IP 深度、端转手稳定迭代，横向拓展品类广度、打开年轻化新市场

基于端游世代积累的雄厚研发实力，公司持续扩充游戏产品线，在优势的 MMORPG 领域，公司纵向挖掘 IP 深度：对于“诛仙”“完美世界”等已获成功的 IP，进行续作的持续迭代；同时积极从外部获取“仙剑奇侠传”等新 IP，进一步发挥端转手优势。另一方面，横向拓展品类广度：基于年轻用户对游戏的差异化需求，公司持续加大在二次元、开放世界等细分品类的投入，有望借此打开年轻化市场。在公司储备的多款重磅产品中，经典端游 IP 续作《梦幻新诛仙》表现亮眼，二次元开放世界的突破之作《幻塔》也将于暑期上线，有望对公司纵向挖掘 IP 深度、横向拓展年轻向品类的战略成果进行有力验证。

● 长期看公司工业化水平：游戏引擎筑基，研发实力为矛，行业变化中稳步前行

丰富的产品线储备之外，作为一家有十六年深厚积淀的研发驱动型公司，长期竞争力体现在公司逐渐成熟的工业化体系。游戏引擎方面，公司自创立之初便坚守技术赋能理念，其行业领先的自研引擎是公司横跨端游、手游两个时代，并保持行业头部地位的有力保障。研发团队方面，公司研发团队规模 3000 余人，划分成专攻 MMORPG

的五大项目中心和探索年轻向新品类的九大工作室，在稳固端转手优势的同时，保证了新品类研发的灵活性。此外，公司前瞻性布局云游戏，多端融合趋势下，其技术优势将进一步凸显。未来，公司将基于工业化体系的核心优势，实现优质游戏的稳定迭代，为适应消费者需求变化、跨越下一个游戏产业升级周期打下坚实基础。

● 投资建议

我们认为，**中期来看**，在手游行业未来依旧保持快速增长、同时研发商价值进一步凸显的趋势下，公司有望凭借自身优秀研发实力，实现端转手 IP 续作的稳定迭代，同时打造出差异化的年轻向手游作品，从而推动未来业绩持续增长。**长期来看**，基于十六年深厚的研发积淀，公司已形成“游戏引擎、研发团队、云游戏”共同驱动的工业化体系，有望实现优质游戏的稳定产出，为公司跨越下一个游戏产业升级周期、适应消费者需求变化打下坚实基础。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 116/142/161 亿元，同比增速分别为 13.5%/22.4%/13.4%；归母净利润分别为 25.0/31.6/35.6 亿元，同比增速分别为 61.6%/26.2%/12.8%。公司目前市值为 485 亿元，我们认为公司合理市值为 550 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

- 1) 手游行业增速放缓的风险；
- 2) 游戏版号政策收紧的风险；
- 3) 公司新游戏上线不及预期的风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10225	11602	14202	16103
收入同比 (%)	27.2%	13.5%	22.4%	13.4%
归属母公司净利润	1549	2502	3157	3560
净利润同比 (%)	3.0%	61.6%	26.2%	12.8%
毛利率 (%)	60.3%	60.4%	60.7%	60.4%
ROE (%)	14.3%	18.3%	18.4%	17.0%
每股收益 (元)	0.80	1.29	1.63	1.84
P/E	36.96	19.37	15.35	13.61
P/B	5.28	3.55	2.83	2.31
EV/EBITDA	26.55	24.16	17.93	14.99

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：国内领先的影游综合体，游戏助推业绩上行	6
1.1 国内领先的影游综合体，集团公司泛娱乐产业布局广泛	6
1.2 股权结构清晰，管理层稳定且经验丰富	7
1.3 影游双轮驱动格局不变，“端转手”助推业绩上行	9
2 游戏行业：拥抱 Z 世代游戏新机遇，出海+云游戏打开增长空间	12
2.1 行业景气度依旧，手游成为主要驱动力	12
2.2 渠道分散化驱动产业链变革，“内容为王”逻辑逐渐凸显	14
2.3 未来行业增长驱动力：年轻用户激发新需求，出海+云游戏打开广阔增长空间	15
3 游戏业务：工业化研发体系优势稳固，纵向挖掘“端转手”IP 深度，横向拓展年轻化品类广度	17
3.1 公司核心竞争力：十六年研发积淀，工业化体系保障优质游戏稳定输出	17
3.2 纵向挖掘 IP 深度：端转手优势稳固，新作迭代保持 IP 长青	23
3.3 横向拓展品类广度：创新品类打开年轻化市场	24
3.4 游戏领域多维度布局打开新的想象空间	26
4 影视业务：边际持续向好，后续增长动能充沛	28
5 盈利预测和投资建议	32
5.1 盈利预测	32
5.2 可比公司估值	33
5.3 投资建议	34
风险提示：	34
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 完美世界控股集团业务版图.....	7
图表 3 公司前十大股东股权结构图.....	7
图表 4 2016-2021Q1 公司控股股东及一致行动人质押股份数占其所持有股份数比例.....	8
图表 5 公司主要高管履历.....	8
图表 6 2016-2021Q1 公司营业收入与同比增长率.....	9
图表 7 2016-2021Q1 公司归母净利润与同比增长率.....	9
图表 8 公司历年主营收入构成.....	10
图表 9 公司历年毛利率水平.....	10
图表 10 2016-2021Q1 公司费用率.....	11
图表 11 公司历年商誉规模 (亿元).....	11
图表 12 公司与传媒行业商誉/净资产比值.....	11
图表 13 2010-2020 年游戏市场规模与增长率.....	12
图表 14 2010-2020 年移动游戏市场规模占比.....	12
图表 15 2010-2020 年移动游戏市场规模与增长率.....	12
图表 16 2010-2020 年移动游戏用户规模与 ARPU 值.....	12
图表 17 2010-2020 年手游 ARPU 值与增长率.....	13
图表 18 全球主要地区手游市场 ARPU 值 (美元).....	13
图表 19 2015-2020 年收入前十手游中“端转手”梳理.....	13
图表 20 游戏行业产业链.....	14
图表 21 2019H1 中国游戏用户年龄结构.....	15
图表 22 2018 年 Z 世代、全国居民月均可支配收入对比.....	15
图表 23 二次元开放世界游戏《原神》IOS 畅销榜排名.....	15
图表 24 修仙放置类手游《一念逍遥》IOS 畅销榜排名.....	15
图表 25 2016-2020 年中国游戏海外收入及同比增速.....	16
图表 26 2020 年热门出海游戏.....	16
图表 27 各大厂商当前云游戏布局.....	16
图表 28 公司主要在运营端游情况一览.....	17
图表 29 2016-2020 年公司手游收入及增长率.....	18
图表 30 公司“端转手”游戏一览.....	18
图表 31 公司主要在运营移动端游戏情况一览.....	19
图表 32 公司游戏引擎、服务器框架等核心技术梳理.....	20
图表 33 公司研发团队架构：五大项目中心+九大新工作室.....	21
图表 34 《深海迷航》云游戏画面.....	22
图表 35 《新神魔大陆》云游戏画面.....	22
图表 36 2016-2021Q1 年公司研发费用情况.....	22
图表 37 2016-2020 年公司研发人员情况.....	22
图表 38 公司端游 IP 游戏储备梳理.....	23
图表 39 《梦幻新诛仙》人物形象.....	24
图表 40 《梦幻新诛仙》场景设计.....	24
图表 41 《梦幻新诛仙》TAPTAP 评分.....	24

图表 42 《梦幻新诛仙》IOS 畅销榜排名变化.....	24
图表 43 公司年轻向游戏储备梳理.....	25
图表 44 《幻塔》游戏预约情况.....	25
图表 45 《幻塔》测试服 TAPTAP 评分.....	25
图表 46 《幻塔》人物角色设计.....	26
图表 47 《幻塔》开放世界地图效果.....	26
图表 48 2016-2020 年电竞市场市场及增长率.....	27
图表 49 《DOTA 2》全球最高级别赛事 T19.....	27
图表 50 STEAM 中国区注册用户数及增长率.....	27
图表 51 “蒸汽平台”宣布推出试玩活动.....	27
图表 52 2016-2020 年公司影视业务收入及增长率.....	28
图表 53 2016-2021Q1 公司存货规模及增长率.....	28
图表 54 公司待播影视剧梳理.....	29
图表 55 公司与腾讯定制剧《斛珠夫人》.....	30
图表 56 公司与爱奇艺定制剧《怪你过分美丽》.....	30
图表 57 公司主要影视子公司或工作室情况一览.....	31
图表 58 公司分业务盈利预测.....	32
图表 59 可比公司估值.....	33

1 公司概况：国内领先的影游综合体，游戏助推业绩上行

1.1 国内领先的影游综合体，集团公司泛娱乐产业布局广泛

公司是国内领先的影游综合体。完美世界成立于2004年，是国内领先的影游综合体，拥有游戏和影视两大业务板块。公司在创立之初主要致力于端游的开发，于2005年推出首款作品《完美世界》，一举奠定公司在国产端游的龙头地位。2015年后，公司又凭借技术优势与IP红利，通过“端转手”的方式迅速实现移动端游戏的布局，并成为近年来公司成长的主要驱动力。影视业务方面，2008年完美世界影视成立，并在短短几年时间内跃居国内民营电视剧公司第一梯队，代表作包括《失恋33天》、《咱们结婚吧》、《最美的青春》等。2014年，完美世界影视借壳金磊股份在A股上市，而完美世界游戏也于2016年通过资产重组的方式注入上市公司体内，标志着公司影游双轮驱动格局的形成。

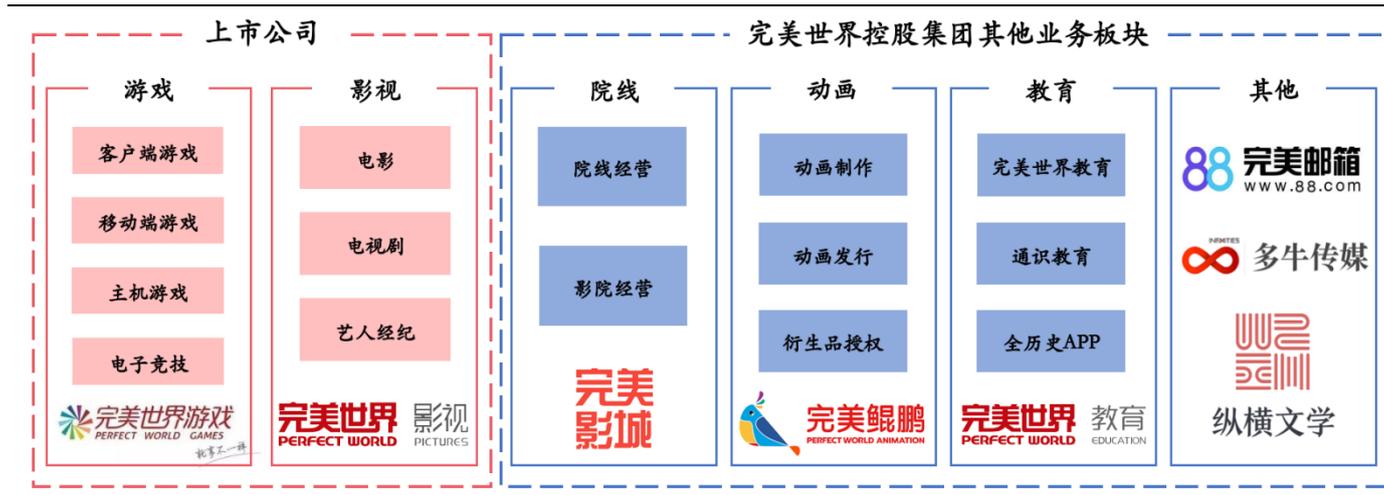
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

完美世界集团泛娱乐产业布局广泛，凸显协同效应。完美世界集团是上市公司的第一大股东，旗下拥有影视、游戏、院线、动画、教育、媒体等业务板块，其中影视和游戏业务处于上市公司体内，是完美世界集团的核心资产。而院线业务则包括了公司在2016至2017年收购的今典院线、今典影城、今典文化等，并于2018年剥离给完美世界集团。此外，集团公司在动画、教育、传媒等领域均有布局，有望形成协同效应，助力上市公司的长期发展。

图表 2 完美世界控股集团业务版图

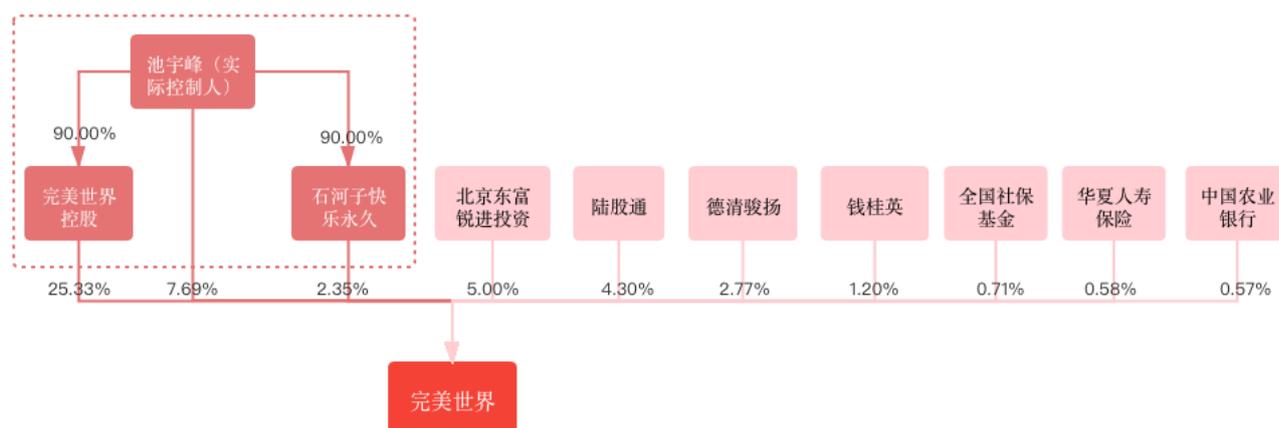


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 股权结构清晰，管理层稳定且经验丰富

公司股权结构清晰，前十大股东多为机构投资者。目前，创始人池宇峰合计持有公司 32.61% 的股权，是公司的实际控制人。其中池宇峰个人直接持股 7.69%，通过 90% 控股的完美世界控股集团持股 22.80%，通过 90% 控股的石河子快乐永久持股 2.12%，股权结构相对清晰。2020 年 6 月 12 日，东方资管旗下的北京东富锐进于以协议转让方式从完美控股处受让股份，成为公司第三大股东，目前持股 5.00%；而全国社保基金、华夏人寿保险和中国农业银行等其他机构分别持股 0.71%、0.58% 和 0.57%。此外，陆股通持股 4.30%，德清骏扬作为公司高管持股平台持股 2.77%，自然人钱桂英持股 1.20%。公司前十大股东合计持股为 50.50%，其中半数均为机构投资者。

图表 3 公司前十大股东股权结构图

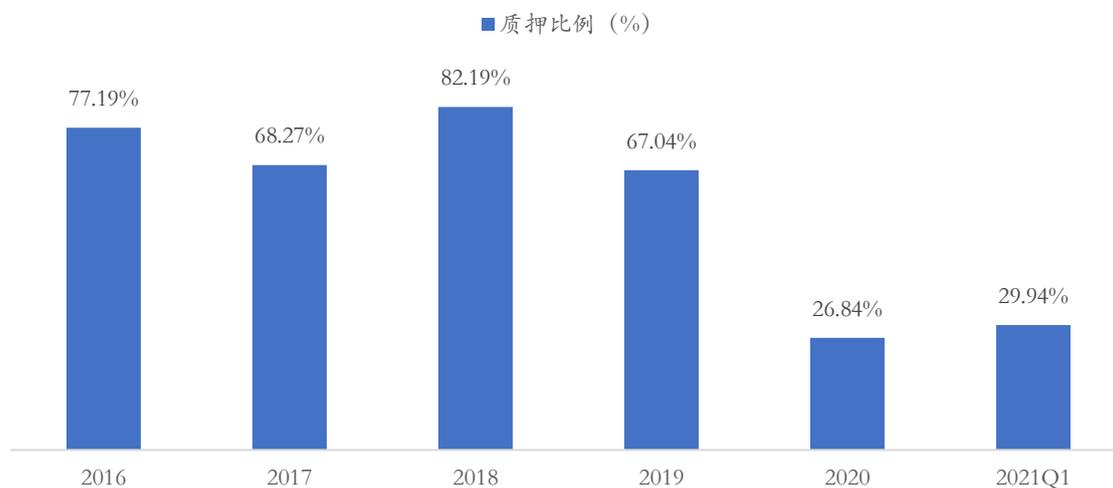


资料来源：Wind，华安证券研究所

公司第一大股东转让股权，进一步缓解质押风险。2020 年 6 月，公司公告完美控股拟以协议转让的方式向东富锐进（东方资管子公司）转让其所持的 5% 公司股份，转让价款共计 28.7 亿元，将主要用于偿还完美控股及其一致行动人的股票质押借款及相

关利息，同年7月8日转让完成。截止2021Q1，公司实际控制人池宇峰及一致行动人合计在质押股份数占其持有股份数的比重为29.94%，占公司总股本的10.58%，均较此前的高位显著下降，公司质押风险得到缓解。

图表 4 2016-2021Q1 公司控股股东及一致行动人质押股份数占其所持有股份数比例



资料来源：Wind，华安证券研究所

管理层具备丰富的行业和本地市场经验。公司的高管团队中，池宇峰作为公司创始人在游戏、影视、教育等多个行业具备长期且丰富的经验，目前担任完美世界控股的执行董事、总经理以及上市公司的董事长。公司现任 CEO 萧泓于 2008 年加入完美世界，是公司成功返回 A 股上市的主要负责人，运营能力强，行业经验丰富。公司联席 CEO 廉洁曾任高盛中国董事总经理，拥有丰富的资本市场经验。鲁晓寅 2004 年加入完美世界，并先后参与了《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》等现象级游戏的开发，对于游戏行业有着深刻的理解，目前担任公司总裁，兼任完美游戏 CEO。公司高管团队稳定且行业经验丰富，是后续发展的坚实基础。

图表 5 公司主要高管履历

高管	职位	子公司职务	主要履历
池宇峰 创始人	董事长	完美控股执行董事兼总经理 完美世界游戏董事长 完美影视传媒执行董事	2004 年创立完美世界，现任公司董事长；兼任完美世界控股集团执行董事、总经理，完美世界游戏董事长，完美世界影视传媒执行董事
萧泓	董事 CEO	完美世界游戏董事 完美世界游戏总经理	2008 年加入完美世界，曾任 Perfect World Co., Ltd. 高级副总裁、首席运营官、联席 CEO 及首席执行官；现任公司董事兼 CEO，兼任完美世界游戏董事、总经理
廉洁	联席 CEO	完美世界影视董事长 完美世界影视总经理	曾任高盛中国董事总经理、中金公司董事总经理，2016 年加入完美世界，现任公司联席 CEO，兼任完美世界影视董事长、总经理
鲁晓寅	总裁	完美世界游戏 CEO	2004 年加入完美世界；曾任完美世界(北京)网络技术有限公司副总裁，Perfect World Co., Ltd. 高级副总裁、首席艺术官；现任公司总裁，兼任完美世界游戏 CEO

曾映雪	副总经理 财务总监	完美影视传媒副总经理 完美影视传媒财务负责人	2004 年加入完美世界；曾任完美世界(北京)软件有限公司财务总监、完美世界(北京)影视文化有限公司副总裁，现任公司副总经理兼财务总监，兼任北京完美影视传媒有限责任公司副总经理、财务负责人
王巍巍	副总经理 董事会秘书	完美世界游戏副总经理	2007 年加入完美世界；曾任 Perfect World Co., Ltd. 副总裁，现任公司副总经理兼董事会秘书，兼任完美世界游戏副总经理
马俊	副总裁	-	曾任普华永道中天会计师事务所高级经理，2015 年加入完美世界，现任公司副总裁，负责证券事业及企业沟通相关工作

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 影游双轮驱动格局不变，“端转手”助推业绩上行

影游双轮驱动业绩稳定增长。自游戏业务完成注入以来，公司营业收入稳中有升，由 2016 年的 61.6 亿元增长至 2020 年的 102.2 亿元，但同期增长率出现较大幅度的波动，主要系公司分别于 2017 和 2018 年对院线业务进行了合并与剥离，若剔除该影响则增速较为稳定。2020 年，由于疫情对线上娱乐的提振作用，以及公司自研自发手游《新神魔大陆》的优异表现，公司营收同增 27.2% 至 102.2 亿元。2021 年一季度，在 2020 年高基数、以及《梦幻新诛仙》等重磅新品推迟上线的影响下，公司营收同比下滑-13.3% 至 22.3 亿元。**归母净利润方面**，整体呈现出上升趋势，从 2016 年的 11.7 亿元提升到 2020 年的 15.5 亿元。2019 年受制于院线业务出表，叠加游戏版号政策的收紧与计提存货减值准备，公司净利润同比下滑-11.9%。2020 年开始，公司游戏与影视业务双双回归正轨。2021 年，我们认为《梦幻新诛仙》《幻塔》等新游上线将贡献业绩增量，公司营收及归母净利润增速均有望回升。

图表 6 2016-2021Q1 公司营业收入与同比增长率



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 2016-2021Q1 公司归母净利润与同比增长率

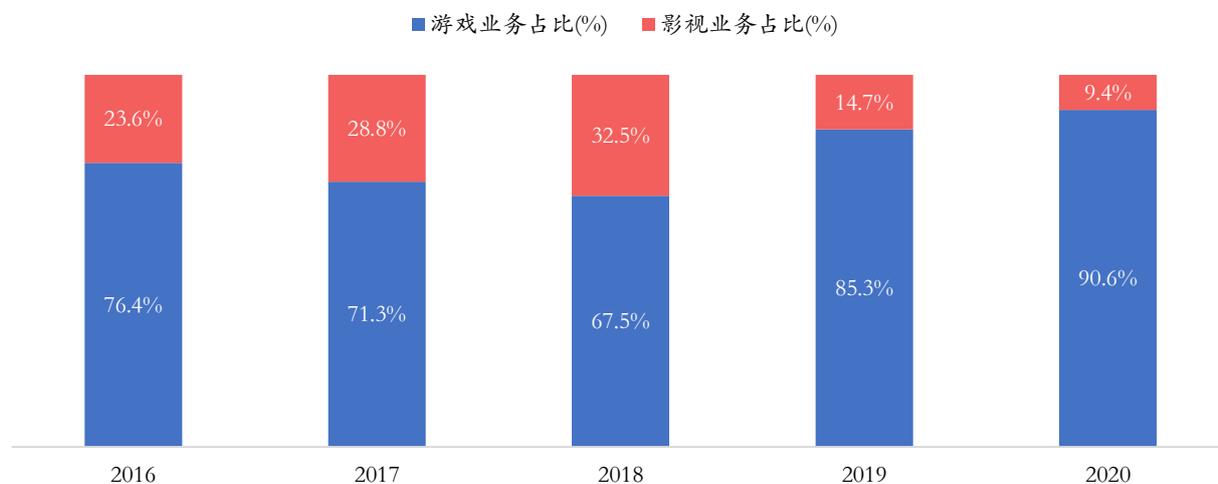


资料来源：Wind，华安证券研究所

游戏业务表现强劲，是公司收入的主要来源。公司主营业务主要分为游戏业务和影视业务两大类。其中，影视业务占比呈现出下滑趋势，从 2016 年 23.6% 的降至 2020 年的 9.4%，主要原因系：1) 影视行业大环境处于深度调整中；2) 公司向精品剧转型，业务规模缩减。游戏业务方面，得益于公司端游的长生命周期，以及对精品游戏的持续深耕，游戏收入占比持续提升，2020 年游戏业务实现营收 92.6 亿元，占总收入的 90.6%。同时，随着数款经典游戏成功实现“端转手”，公司移动端游戏营

收占比在 2020 年首次超过 50%，达到 59.6%。我们预计随着影视行业调整完毕，叠加公司精品剧战略转型完成，未来公司有望实现影视、游戏业务均衡发展。

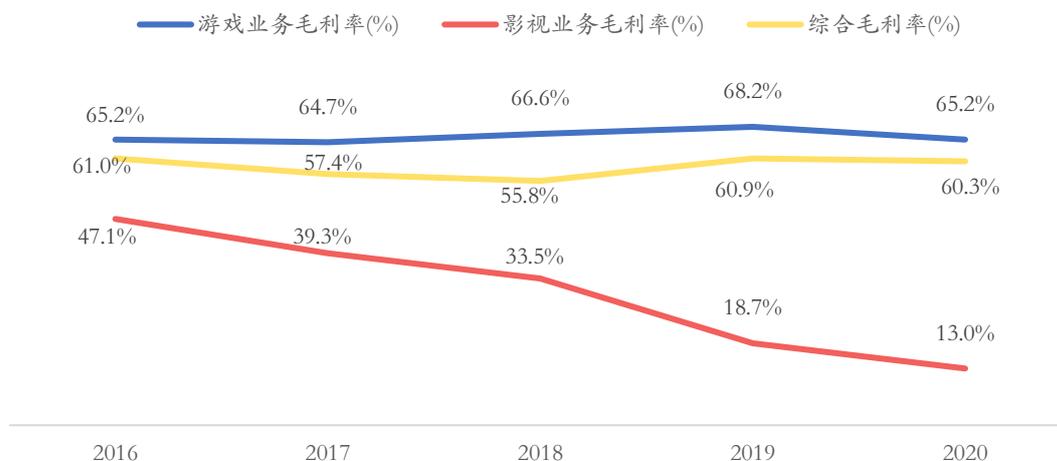
图表 8 公司历年主营收入构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

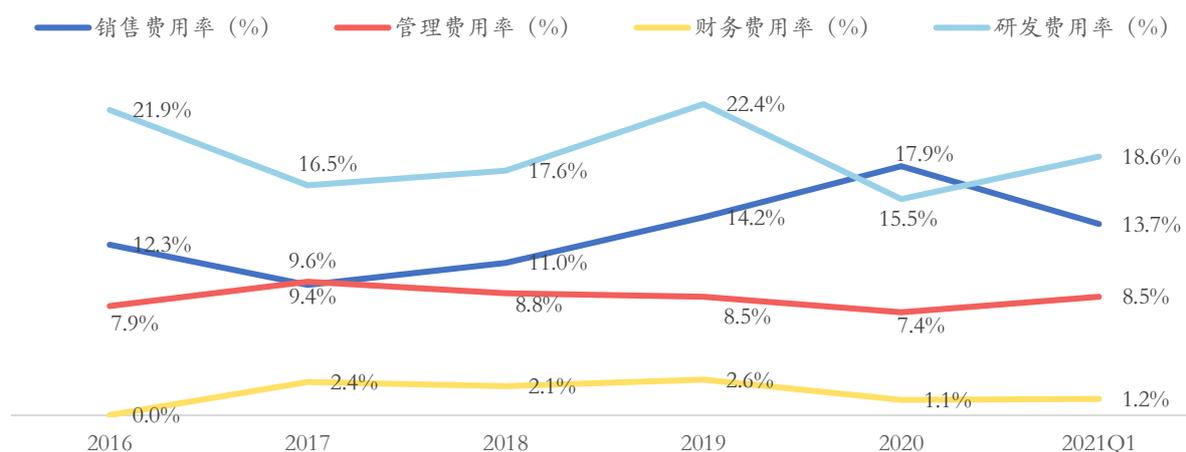
游戏毛利率维持高位，影视毛利率受行业整体影响出现下滑。自 2016 年以来，公司综合毛利率始终维持在 55% 以上，2020 年达到 60.3%，属于行业较高水平。**游戏业务方面**，毛利率由 2016 年的 65.2% 小幅上升至 2019 年的 68.2%，助力公司综合毛利率维持高位。2020 游戏毛利率小幅下滑至 65.2%，主要系公司移动端游戏中自主发行的模式占比提高，而公司在该模式下采用全额法确认收入。我们预计后续该模式占比有望进一步提升，带动游戏业务收入增加，而毛利率可能略有下降。**影视业务方面**，受行业整体环境以及政策影响，2016 至 2020 年影视业务毛利率持续下滑至 13.0%。我们判断在行业调整完毕后，公司有望凭借自身精品剧的制作能力，将影视业务毛利率维持在稳定水平。

图表 9 公司历年毛利率水平



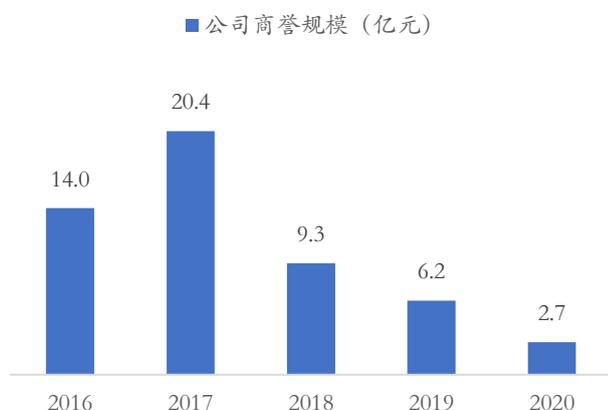
资料来源：公司公告，华安证券研究所

研发费用率维持在行业较高水平, 买量成本提升致销售费用率增长。公司费用率整体保持在稳定水平, 其中研发费用率基本保持在 15% 以上, 高于游戏行业平均水平。销售费用方面, 由于游戏行业买量竞争加剧, 叠加 2020 年《新神魔大陆》等新游产生推广费用, 公司销售费用率呈增长态势, 2020 年增至 17.9%。管理费用方面, 公司自 2016 年起加强对内部管理成本的控制, 管理费用率稳中有降, 2021Q1 为 8.5%。此外, 由于公司的资信水平与融资能力在完美世界游戏的整体注入后提升明显, 因此公司的短期及长期借款规模自 2016 年起呈增长态势, 导致财务费用率近年来略有增长, 2021Q1 增至 1.2%。

图表 10 2016-2021Q1 公司费用率


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

商誉减值风险持续释放, 预计未来风险较小。2017 年以前公司商誉较高, 合计为 20.4 亿元, 主要包括收购今典院线与今典影城而分别形成的 2.2 亿元、8.5 亿元, 以及收购天津同心影视传媒所产生的 7.0 亿元。2018 年以后, 公司对院线业务进行了剥离, 同时因营收不及预期对天津同心影视传媒计提减值准备 3.5 亿元, 致使商誉净值大幅降低。2020 年底, 公司商誉净值已降至 2.7 亿元, 商誉/净资产为 2.5%, 显著低于行业平均水平, 预计公司未来商誉减值风险较小。

图表 11 公司历年商誉规模 (亿元)


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 12 公司与传媒行业商誉/净资产比值


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 游戏行业：拥抱 Z 世代游戏新机遇，出海+云游戏打开增长空间

2.1 行业景气度依旧，手游成为主要驱动力

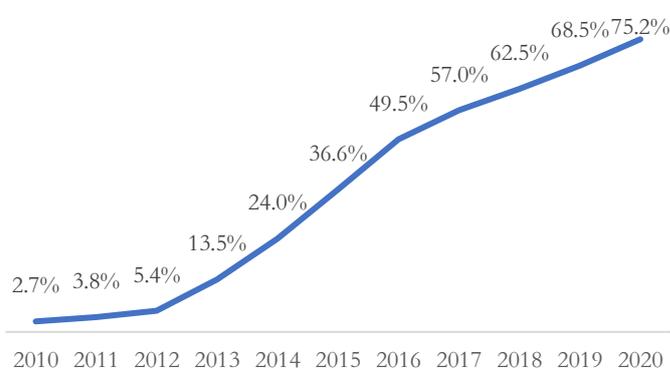
游戏行业整体增速放缓，手游占比已达 75%，是行业增长的主要驱动力。2014 年以来游戏行业增速持续下降，2019 年游戏行业市场规模达 2309 亿，增速仅为 7.7%。2020 年受疫情因素对于线上娱乐的提振效应，使得游戏行业增速回升至 20.7%，市场规模达 2786 亿元。结构方面，移动端游戏占比持续提升，2020 年超过 75%；其市场规模由 2015 年的 515 亿元增长至 2020 年的 2097 亿元，年均复合增长率为 32.4%，领先于游戏行业整体增速，是游戏行业增长的主要驱动力。

图表 13 2010-2020 年游戏市场规模与增长率



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

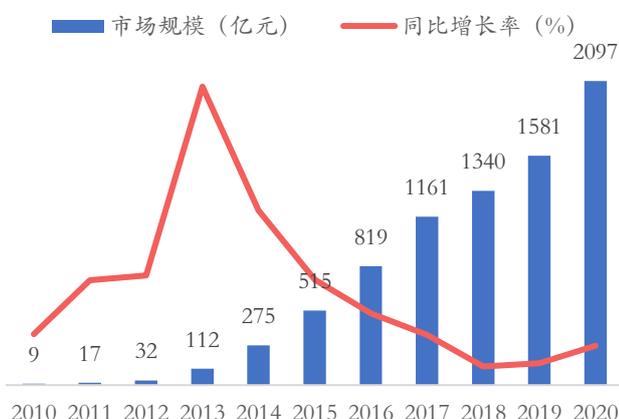
图表 14 2010-2020 年移动游戏市场规模占比



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

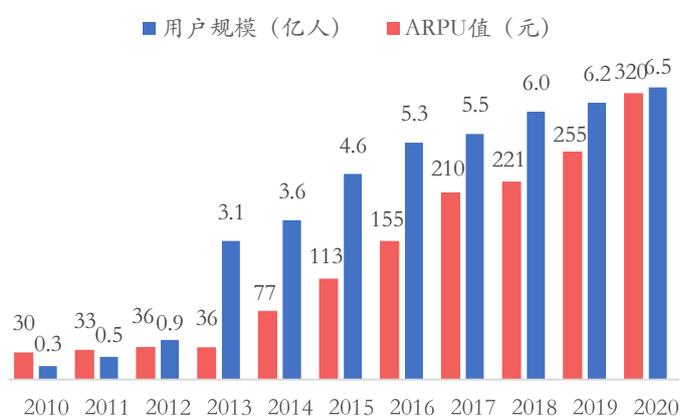
手游市场保持高增长，提升 ARPU 值成为行业增长主要逻辑。手游行业自 2013 年以来保持快速增长，2013-2020 年 CAGR 为 52%，2020 年市场规模达 2097 亿元，同增 32.6%。具体来看，2014 年前手游行业的主要驱动力来自于用户规模数的增长，该阶段智能手机的普及催生手游用户红利。而 2015 年后，手游行业用户红利逐渐消失，提升 ARPU 值成为行业增长关键，因此手游产品向精品化、重度化发展。

图表 15 2010-2020 年移动游戏市场规模与增长率



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

图表 16 2010-2020 年移动游戏用户规模与 ARPU 值



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

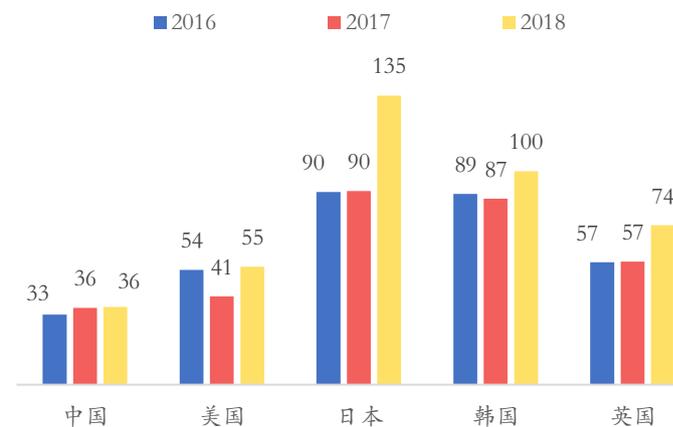
手游重度化趋势明显，ARPU 值仍存在提升空间。目前游戏行业重度化、精品化趋势明显，主要系手机硬件技术的迭代升级，为精品化、重度化手游提供了更好的硬件技术支撑，而重度化游戏所带来的画质的提升、玩法的升级以及体验的优化均提高了用户的付费意愿。因此随着用户红利进入尾声，重度化作为提升 ARPU 值的核心动力成为游戏厂商的首选。此外，虽然国内手游市场近年来 ARPU 值呈快速上升趋势，但仍远低于全球其他主要市场。2018 年美国手游市场 ARPU 值约为 55 美元，为国内同期的 1.6 倍；而文化属性与中国更相近的日韩，2018 年手游 ARPU 值分别约为 135 与 100 美元，是国内同期 ARPU 值的 4 倍和 3 倍。我们预计随着国内居民消费能力的提升以及游戏精品化的持续发展，手游市场 ARPU 值仍存在广阔的上升空间。

图表 17 2010-2020 年手游 ARPU 值与增长率



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

图表 18 全球主要地区手游市场 ARPU 值 (美元)



资料来源：Allcorrect Group，华安证券研究所

从产品端来看，原生精品手游接力“端转手”，推动 ARPU 值持续提升。我们将手游的重度化分为两个阶段。第一阶段中“端转手”是主旋律：由于“端转手”在游戏质量得到保证的同时可凭借移动化进一步扩大玩家基数，其在重度化逻辑的初期成为厂商首选。但自 2018 年起，各大热门端游 IP 基本完成向移动端的转换，因此我们认为“端转手”红利已接近尾声。第二阶段中原生手游接力：自 2019 年以来，诸如《万国觉醒》、《原神》、《战双帕弥什》等原生重度化手游陆续上线，其中《原神》更是凭借其主机级别的画质、辽阔的开放世界地图、3A 级别的制作，从多个维度将手游重度化提升到一个全新的层次。未来随着硬件以及网络技术的迭代升级，我们看好重度游戏、精品游戏在用户黏性以及付费率方面的优势将被进一步放大，预计原生重度化手游接棒“端转手”，由重度化推升 ARPU 值增长的逻辑仍将延续，从而驱动游戏行业持续增长。

图表 19 2015-2020 年收入前十手游中“端转手”梳理

排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	《梦幻西游》	《梦幻西游》	《王者荣耀》	《王者荣耀》	《王者荣耀》	《王者荣耀》
2	《全民突击》	《王者荣耀》	《梦幻西游》	《梦幻西游》	《梦幻西游》	《和平精英》
3	《全民奇迹》	《阴阳师》	《倩女幽魂》	《QQ 飞车》	《和平精英》	《三国志战略版》
4	《刀塔传奇》	《大话西游》	《大话西游》	《乱世王者》	《完美世界》	《梦幻西游》

5	《全民飞机大战》	《全民飞机大作战》	《阴阳师》	《一梦江湖》	《QQ飞车》	《剑与远征》
6	《海岛奇兵》	《倩女幽魂》	《天龙八部》	《阴阳师》	《阴阳师》	《率土之滨》
7	《欢乐斗地主》	《全民奇迹》	《新剑侠情缘》	《大话西游》	《大话西游》	《阴阳师》
8	《神武》	《剑侠情缘》	《魂斗罗》	《QQ炫舞》	《率土之滨》	《神武4》
9	《花千骨》	《火影忍者官方手游》	《龙之谷》	《倩女幽魂》	《神武3》	《大话西游》
10	《三国杀 Online》	《穿越火线：枪战王者》	《乱世王者》	《我叫MT4》	《跑跑卡丁车》	《穿越火线：枪战王者》

资料来源：mGameTracker，游戏客栈，华安证券研究所

2.2 渠道分散化驱动产业链变革，“内容为王”逻辑逐渐凸显

在游戏精品化、重度化趋势下，下游渠道的分散化驱动产业链价值向上游迁移。随着游戏精品化、重度化成为行业发展的必然趋势，游戏产业链价值也随之重新分配：首先，“研运一体”模式成为头部研发商首选。在游戏重度化趋势下，公司研发成本也逐年提升，而通过整合门槛相对较低的发行业务，可有效控制发行成本、提高毛利率。随着越来越多的头部研发商通过“研运一体”模式，实现公司业务向产业链中游的延伸，其对于下游渠道方的议价能力也随之逐步提升。其次，随着一批新兴渠道的崛起，传统安卓联运渠道的地位被逐渐削弱。抖音等大DAU流量平台、TapTap等垂直渠道凭借庞大的流量和鲜明的用户属性成为手游的重要分发渠道，其通常采用“广告+官网游戏下载”的联运模式，为游戏厂商提供了更低成本的分发渠道和更有针对性的口碑营销。综合来看，在手游行业驱动力转变的背景下，叠加下游渠道分散化，上游研运一体商话语权将提升，“内容为王”逻辑随之凸显。

图表 20 游戏行业产业链

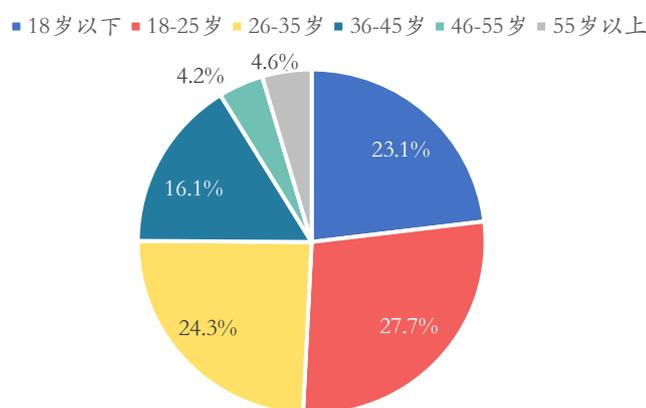


资料来源：易观千帆，艾瑞咨询，华安证券研究所

2.3 未来行业增长驱动力：年轻用户激发新需求，出海+云游戏打开广阔增长空间

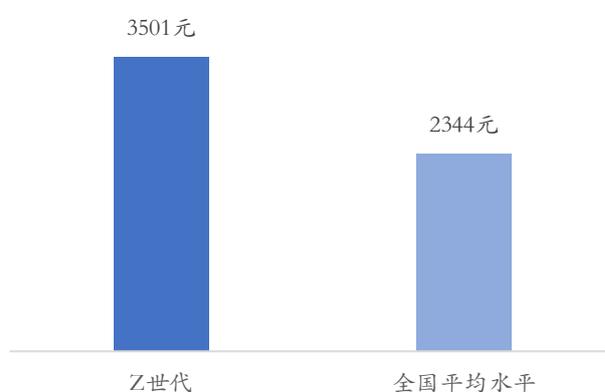
Z世代已成主流游戏用户，消费力逐渐释放为游戏行业带来增量。从用户规模看，根据伽马数据统计，2019H1 中国游戏用户中 25 岁以下用户规模占比首次超过 50%，意味着 Z 世代已成为游戏市场主流用户群体。从消费能力看，Z 世代所处的是经济进一步开放与加速市场化的“黄金时代”，其 2018 年每月可支配收入为 3501 元，显著高于全国居民月均可支配收入 2344 元。此外，2020 年后，随着 Z 世代人群本科/硕士毕业，开始步入社会并拥有收入，其消费能力有望持续升级。随着 Z 世代红利进一步释放，其高消费力有望推升游戏市场 ARPU 值，为行业带来新增量；同时，Z 世代对于游戏的差异化需求，也将催生细分品类的新机遇。

图表 21 2019H1 中国游戏用户年龄结构



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

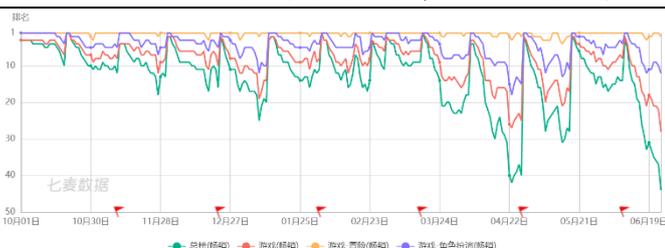
图表 22 2018 年 Z 世代、全国居民月均可支配收入对比



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

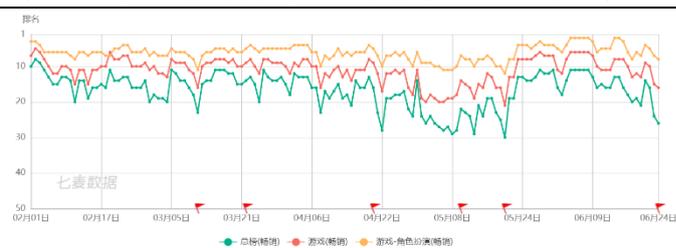
Z 世代差异化需求引领游戏新浪潮：二次元为载体，玩法、内容创新为内核。“二次元”泛指日式二维动漫的表现形式。21 世纪以来，随着日本 ACGN 文化（动画、漫画、游戏、轻小说）引进国内，以及互联网普及及扩大传播效应，“二次元”已成为 Z 世代群体广泛接受的文化载体。同时，Z 世代作为“数字原住民”、以及受教育程度最高的一代，易于接受游戏玩法的创新，对游戏内容质量也有更高的要求。近年来，《明日方舟》《原神》等二次元手游相继成为新晋爆款，模拟经营、Roguelike 等细分品类精品叠出，Z 世代游戏用户的差异化需求得到广泛验证，成为游戏行业发展的结构性机遇。

图表 23 二次元开放世界游戏《原神》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

图表 24 修仙放置类手游《一念逍遥》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

游戏出海加速，赛道红利叠加运研优势助力游戏厂商全球化布局。2020 年疫情催化下，海外用户居家时长大幅增长，中国游戏出海收入同增 33.3%至 154.5 亿美元，增幅高于国内市场。我们持续看好国内游戏厂商向海外市场突破，主要原因在于：**1) 市场空间大：**一方面欧美市场对移动游戏的接受程度正在逐步加大，另一方面东南亚市场也由于经济较为景气对手游的需求有所提升，因此海外移动端游戏市场空间广阔；**2) 国内厂商在移动端的研发和商业化优势明显：**得益于国内手游行业发展早、竞争激烈，游戏厂商在手游端的研发实力与运营能力优于欧美厂商，对市场趋势与用户特征有着更强的把控，该逻辑也屡次被近年来登顶欧美畅销榜的国产手游验证；**3) 渠道分成比例低，利好游戏研发商：**与国内安卓渠道 50%的分成模式不同，海外市场渠道构成单一且分成比例低，仅为 30%。由于减少的渠道成本可直接转化为利润，预计对研发商净利润边际贡献较大。

图表 25 2016-2020 年中国游戏海外收入及同比增速



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

图表 26 2020 年热门出海游戏



资料来源：Sensor Tower，华安证券研究所

云游戏仍处于探索阶段，未来有望打开行业增长天花板。我们认为短期内市场对云游戏仍处于探索阶段，其主要应用场景在于通过提供试玩服务，对潜在玩家进行引流，由此提升用户转化率。但是在 5G 技术快速发展、玩家接受度逐步提高以及各大游戏厂商加速布局的影响之下，市场整体发展环境向好。预计后续随着 5G 的全面普及以及流量成本显著降低，云游戏有望从用户规模与 ARPU 值两方面打开行业增长天花板。用户规模方面，云游戏使得潜在玩家摆脱硬件配置与硬件种类的限制以及降低了硬件的门槛，因而有望进一步扩大用户群体。ARPU 值方面，云游戏可以将原本仅存于 PC 或主机的重度游戏产品无缝拓展至移动端，因此有望提升重度游戏占比，从而带动行业整体 ARPU 值实现增长。

图表 27 各大厂商当前云游戏布局

厂商	年份	云游戏布局
索尼	2015 年	收购云游戏服务商 Onlive，发布云游戏平台 PlayStation Now，订阅人数已突破 100 万
谷歌	2019 年	在 14 个国家推出云游戏平台 Google Stadia，可通过 Chrome 浏览器体验云游戏服务
微软	2019 年	Xcloud 云游戏服务小范围测试，将于 2020 年发布并扩展至 Windows 10 PC 系统

英伟达	2020 年	发布云游戏服务 GeForce Now，可绑定第三方游戏平台在任意设备上体验云游戏服务
腾讯	2019 年	与英伟达合作构建 START 云游戏平台，上线腾讯即玩微信公众号
网易	2019 年	网易雷火与华为联合成立 5G 云游戏实验室，推出网易云游戏平台

资料来源：华安证券研究所整理

3 游戏业务：工业化研发体系优势稳固，纵向挖掘“端转手”IP 深度，横向拓展年轻化品类广度

3.1 公司核心竞争力：十六年研发积淀，工业化体系保障优质游戏稳定输出

研发基因成就端游龙头，塑造众多经典 IP。完美世界游戏成立于 2004 年，是国内最早研发端游的几家厂商之一。公司的首款端游《完美世界》于 2005 年上线，自研的游戏引擎、顶尖的美术建模、与首创的飞行玩法，成为当时国内少数能与《魔兽争霸》抗衡的 3D 游戏，从一众 2D 回合制 MMORPG 游戏中脱颖而出，积累了一批核心用户，并通过持续对游戏内容进行拓展升级以及上线新版本（《完美世界国际版》、《完美世界 2》），将其打造成公司龙头 IP 产品。得益于《完美世界》给公司带来的技术积累，后续公司又开发出《武林外传》、《诛仙》、《神魔大陆》、《笑傲江湖》等二十余款经典游戏，并成功将部分热门产品 IP 化。在长达十六载的端游运营中，公司一方面积累了丰富的游戏研发、制作及运营经验，同时也积累了众多仙侠类经典 IP，为后续长线化运营以及“端转手”奠定下良好的基础。

图表 28 公司主要在运营端游情况一览

游戏名称	游戏类型	上线时间	特点及简介
《完美世界》	MMORPG	2005 年 11 月	公司研发的第一款游戏。在画质方面，游戏凭借先进的引擎技术，首先在 MMORPG 类游戏中引入 3D 画面，在玩法方面，游戏加入了首创的飞行玩法。两者结合奠定了其在 MMORPG 类游戏的龙头地位。
《武林外传》	MMORPG	2006 年 7 月	改编自电视剧《武林外传》，一方面秉承了原作轻松搞笑的风格，给人极强的代入感；另一方面引入类格斗游戏的武功动作系统，突出实时战斗属性。曾先后获得 2006 年 China joy 金翎奖、2007 年度“十大最受欢迎的网络游戏”等荣誉。
《完美世界国际版》	MMORPG	2006 年 12 月	《完美世界》系列游戏中的一款，其在前作的基础上进一步提升了画质和性能，但收费方式上做出了改变，由点卡收费转为游戏免费，道具收费的模式，在当时属于理念超前的商业模式。
《诛仙 3》	MMORPG	2007 年 5 月	改编自萧鼎所著同名仙侠小说，并在原有五大门派的基础上，增加人族、神裔与天脉三个种族概念，进一步拓宽了世界观。
《神鬼传奇》	MMORPG	2009 年 4 月	改编自同名系列电影，其地图包括了亚特兰蒂斯、百慕大三角、埃及金字塔、复活节岛、秦始皇陵等众多神秘遗迹，体现出东西方两种文化元素交融的魅力。

《神雕侠侣》	MMORPG	2012年9月	改编自金庸同名武侠小说《神雕侠侣》，并加入了轻功、历练、经脉等微创新玩法。同时，游戏场景设计精致，3D建模的角色逼真，画面效果远优于传统2D回合制游戏。
《梦幻诛仙2》	MMORPG	2012年10月	画质领先，动态场景丰富且逼真，同时其音乐音效也有着非常出色的表现，曾获得2011年度中国游戏风云榜“年度最佳回合网游”等荣誉。
《DOTA 2》	MOBA	2013年4月	美国 Valve 公司使用 Source 引擎研发的多人联机对抗竞技游戏，是全球最成功的网络游戏之一。
《笑傲江湖 OL》	MMORPG	2013年6月	改编自金庸原著《笑傲江湖》，采用了公司自研的新一代物理引擎、虚拟生态系统等众多原创技术，曾获得2013年“优秀网络游戏奖”。
《神魔大陆 2》	MMORPG	2014年6月	采用奇幻游戏题材，并首次引入“玩家行为改变世界”的概念，使得游戏中的核心游戏内容都能由玩家意志影响，给予玩家极大的代入感与体验感。
《CS: GO》	FPS	2017年9月	美国 Valve 公司研发的 FPS 游戏，是全球最成功的游戏之一。
《创世战车》	DIY 载具对战	2017年7月	融合创新，将沙盒游戏的 DIY 元素与载具游戏的对战元素相结合，提供了载具对战游戏的新思路。
《遗迹：灰烬重生》	TPS	2019年8月	多平台游戏，融合了 Roguelike 类游戏的随机性以及射击类游戏刺激感。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

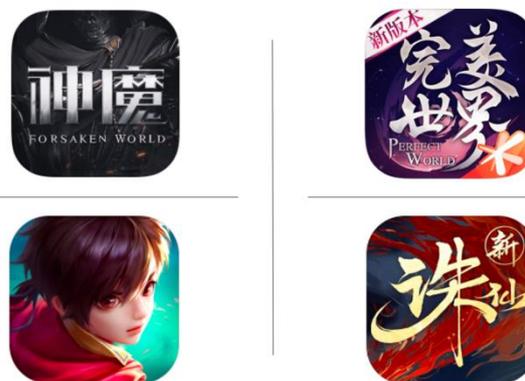
紧握“端转手”红利，延续研发优势。2015年后，伴随着智能手机和4G通信的大规模普及，手游的精品化、重度化得到了更好的技术支撑。在此基础之上，公司紧跟行业趋势，基于丰富的端游研发经验及IP储备，于2015年成立了专攻“端转手”的第三项目中心，相继将旗下《诛仙》《神魔大陆》《完美世界》等一系列经典IP打造为手游。一方面，公司凭借在端游时代积累下的技术优势，将端游庞大的世界观、丰富的玩法移植到手游设备上，使得游戏质量得到保证；另一方面，移动端提供更加碎片化的娱乐场景，在保证原有玩家群体的前提下进一步扩大玩家基数。在“端转手”红利驱动下，公司手游业务营收保持高速增长，由2016年的21.6亿元增至2020年的60.9亿元，其中多款游戏上线至今仍保持畅销榜前50的稳定水平。

图表 29 2016-2020 公司手游收入及增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 公司“端转手”游戏一览



资料来源：公司官网，华安证券研究所

产品矩阵持续迭代,年轻向原创 IP 焕发生机。在将多个端游 IP 打造为手游之后,公司通过持续推出系列化续作,如《神雕侠侣 2》《梦幻新诛仙》《完美新世界》等,延续经典 IP 的长生命周期。除经典武侠类 IP 之外,公司也积极布局二次元、女性向等新兴游戏品类,将热门产品打造成新的年轻向 IP 系列,进一步丰富公司 IP 矩阵。如公司先后于 2017、2020 年推出女性向 RPG 手游《梦间集》、《梦间集天鹅座》,基于差异化的画风和玩法打造“梦间集”IP 系列,后续《梦间集 2》等也将陆续上线。综合来看,通过传统 IP 端转手的持续迭代,以及年轻向 IP 的推陈出新,公司在过去五年内产品管线丰富、上线节奏稳定,保持了优质游戏的稳定输出。

图表 31 公司主要在运营移动端游戏情况一览

游戏名称	游戏类型	上线时间	研发商/发行商	简介
《神雕侠侣》	MMORPG	2013 年 8 月	完美世界	改编自端游《神雕侠侣》,是公司顺应行业潮流,发力移动端的代表作
《诛仙手游》	MMORPG	2016 年 8 月	完美世界	改编公司经典端游《诛仙》,上线四年至今仍位于手游畅销榜前 50,流水稳定
《火炬之光》	ARPG	2017 年 1 月	Runic Games 完美世界	由世界顶级游戏工作室 Runic Games 制作,公司为国内独家代理发行方
《射雕英雄传》	MMORPG	2017 年 7 月	完美世界	改编自金庸同名小说,采用自研的 ERA 引擎打造,建模细致、画质出众
《梦间集》	二次元养成	2017 年 7 月	完美世界	公司首款女性向游戏,以经典中国武侠文化为内核,属于 2017 年现象级二次元手游
《武林外传》	MMORPG	2018 年 6 月	完美世界	改编经典端游《武林外传》,是公司发力年轻化游戏的代表作
《完美世界》	MMORPG	2019 年 4 月	完美世界 腾讯	改编自公司经典端游《完美世界》,是 2019 年重磅手游大作,曾位居手游畅销榜前三
《云梦四时歌》	卡牌养成	2019 年 5 月	完美世界	公司原创手游,其将流行风格与传统文化相结合,打造出游戏特属的“新唐风”;并与陕西历史博物馆合作,设计出原创游戏角色
《神雕侠侣 2》	MMORPG	2019 年 7 月	完美世界	《神雕侠侣》手游的续作,是公司实现 IP 系列化,延长 IP 生命周期的重要标志
《我的起源》	沙盒类 MMO	2019 年 11 月	完美世界 腾讯	游戏将沙盒建造与 MMORPG 相融合,主打“多人共创”的理念,自由度高、有机性强,是公司多品类拓展的一次尝试。
《新笑傲江湖》	MMORPG	2019 年 12 月	完美世界	改编自端游《笑傲江湖》,是公司发力年轻化游戏的代表作
《梦间集天鹅座》	女性向养成	2020 年 1 月	完美世界	同为《梦间集》IP 的游戏,在前作基础上创新了面部捕捉视频通话,是公司将《梦间集》IP 系列化的,曾获得 2019 年度“优秀手机游戏”。
《新神魔大陆》	MMORPG	2020 年 7 月	完美世界	改编自端游《神魔大陆》,依托经典 IP,延续“魔幻史诗”情怀。
《非常英雄救世奇缘》	动作类单机 手游	2021 年 3 月	完美世界	由完美世界旗下工作室研发的 2D 横版动作冒险类游戏,故事背景取材自《西游记》

《旧日传说》 Roguelike 卡牌 2021年3月 完美世界 Roguelike 回合制卡牌手游，强调策略与随机性

《战神遗迹》	MMORPG	2021年5月	完美世界	魔幻题材手游，包含 Roguelike、解谜等元素
--------	--------	---------	------	---------------------------

资料来源：公司公告，华安证券研究所

“三步走”搭建工业化体系，保障优质游戏稳定输出。从端转手 IP 迭代到原创 IP 系列，优质游戏的稳定输出背后，是公司十六年研发积淀后，逐渐形成的工业化生产体系：其一，通过领先的游戏引擎技术提升整体生产效率；其二，通过成熟的研发团队实现优质游戏的稳定输出；其三，通过云游戏等先进技术升级产品结构。

游戏引擎方面，深厚技术积累夯实公司头部地位。对于游戏行业而言，游戏引擎如同制造业的“高精度机床”，是迈向工业化、大幅提升生产效率和游戏效果的重要一步。自创立之初，公司便坚守技术赋能理念，深耕游戏引擎领域并自主开发出核心技术，是公司能够跨越桌面端与移动端两个时代，并保持行业头部地位的重要保障。在端转手初期，商用跨端引擎尚未大规模普及，公司通过将自研 3D 引擎 Angelica 移植到 iOS 及安卓平台上，为多款大型 MMO 端游迅速移植到移动平台的发展战略提供了坚实的技术基础。近年来，随着开放世界、沙盒类游戏的流行，玩家对游戏品质的期待达到了新的高度。在此趋势下，公司基于深厚的引擎技术积累，迅速搭建起基于 Unity 及 UE 引擎的产品管线。其中，有望于暑期上线的开放世界手游《幻塔》是公司首款 UE4 引擎作品，其画质、细节处理均处于行业较高水平。

图表 32 公司游戏引擎、服务器框架等核心技术梳理

核心技术名称	核心技术功能简介
Angelica3D 游戏引擎	一款跨平台的 3D 图形引擎，支持开发任何类型的游戏，拥有完整的工具链和开发流程，在此引擎基础上开了十数款成功的游戏，是国内最成熟的游戏引擎之一。
Cube 2.5D 游戏引擎	在能生成高清的 3D 背景、游戏道具和人物的同时，采用了角度锁定技术，通过在游戏场景中避免天空和远距离物体降低了成像的技术难度，对硬件的要求较低。
Echoles3D 游戏引擎	为高效快速地渲染大批量静态和动态三维对象而生，采用了高内聚、低耦合的模块化设计原则，将各模块的关联性降到最低，可以保证各个开发人员之间独立工作，同时还具备极强的易用性和扩展性。
ERA 游戏引擎	一款跨平台游戏引擎，具备基于次世代物理渲染概念的渲染构架，可将静态光照、动态光照混合处理，在节省计算量的同时，大幅降低发热。此外，引擎还为大规模同屏优化，可应对数百人同屏，千人进行逻辑更新的国战级别的压力。
ARK3D 游戏引擎	一款跨平台 3D 引擎，目标平台为 PC 和 Console 平台，可在提供一流画面的同时，给玩家带来流畅的操作和充分的画面感，并针对 Console 平台进行了特殊优化。
EPARCH 2D 游戏引擎	针对 PC 平台的二维游戏引擎，在二维游戏中引入了维技术，画面表现力更强，并充分利用了硬件性能。
PWGS 框架	一款自主开发的服务器框架，具备成熟稳定，性能强大，高扩展性等特点，是完美世界应用最多的框架之一，目前已有大约 13 款采用 PWGS 服务器框架的游戏上线运营。
XDB 框架	一款自主开发的服务器框架，兼具安全、快速开发、平衡成本与性能，并开创性地引入了新的数据访问模式，成为健壮鲁棒的游戏服务器框架。
PWSL	一款自研的网络底层库，高效高速，易于使用。同时支持多种语言:C/C++、JAVA、C#、Python 等，是可跨平台的网络库。服务器和客户端均可使用，PWGS 和 XDB 服务器框架均使用了 PWSL 网络库。
WDB	一款自研的 NoSQL 数据库系统，针对游戏访问进行了特殊优化，具备较高的性能。

ARC 平台	一款自研的开放式游戏分发平台，包含了账号接入、游戏分发、游戏启动、电竞宣传、充值活动、跨游戏联动等诸多功能。
PWAU	内部使用的账号和付费系统，稳定且高效。
游戏发布管理系统	内部使用的游戏发布系统，可以随时回退到之前的任一版本，并比对任意两个版本的异同。
BI 系统	可以为运营、开发方向提供指导性的信息，并即时发现一些可能的事故。
企业云系统	可以灵活地配置服务，在不增加物理服务器的条件下增加虚拟机，开展新业务。
Datafriends 游戏数据分析系统	可以针对不同阶段的游戏运营需求，为游戏开发运营等相关部门提供行之有效的游戏分析以及数据支持。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

研发团队方面，公司拥有 5 大项目中心+9 大新工作室，在稳固端转手优势的同时，发掘细分品类新机遇。其中，5 大项目中心专攻 MMORPG 品类，主要负责经典 IP 的研发迭代，主要包括：1) 第一项目中心，端游研发主力，曾开发《完美世界》《诛仙》等多款经典端游；2) 第三项目中心，负责《诛仙手游》《完美世界手游》等多款经典 IP “端转手”；3) 第五项目中心，曾推出全球发行的爆款手游《新神魔大陆》；4) 第七项目中心，成立于 2013 年的手游研发团队，曾推出《新笑傲江湖》；5) 逍遥项目中心，曾研发《圣斗士星矢》《我的起源》等创新品类游戏。此外，公司于 2017 年后，通过内部孵化、外部投资成立了专注年轻向新品类的 9 大工作室。其中主要包括专注女性向 IP 的梦间集工作室、前《神武》研发团队天智游工作室、全球化经验丰富的赤金智娱等。整体来看，5 大项目中心+9 大工作室的团队架构，既实现了端转手 MMORPG 游戏研发优势的持续深化，又保证了新品类研发的灵活性，为公司带来研发产量和质量的双重优势。

图表 33 公司研发团队架构：五大项目中心+九大新工作室

	研发团队	主攻游戏品类	过往代表性游戏	游戏新作
五大项目中心	第一项目中心	MMORPG 端游	《诛仙》《完美世界》	《完美新世界》等
	第三项目中心	MMORPG 端转手	《诛仙手游》	《诛仙2》等
	第五项目中心	创新品类 MMO	《新神魔大陆》	《仙剑奇侠传手游》
	第七项目中心	MMORPG 手游	《新笑傲江湖》	-
	逍遥项目中心	创新品类 MMO	《我的起源》	-
九大新工作室	梦间集工作室	女性向	《梦间集》	《梦间集2》
	赤金智娱	ARPG	《狂暴之翼》	《战神遗迹》
	T3 工作室	动作、二次元	《射雕英雄传手游》	《一拳超人》
	乘风工作室	ARPG	《龙之谷手游》	-
	天智游工作室	回合制	《神武》	《梦幻新诛仙》
	Hotta Studio	开放世界	《太极熊猫》	《幻塔》
	黑马工作室	射击类端游	-	《Don't Even Think》
	奈奥格之影工作室	Roguelike	-	《旧日传说手游》
Cryptic Studios	-	-	《万智牌传奇》	

资料来源：完美世界校园招聘，TapTap，华安证券研究所

云游戏方面，公司前瞻性推动游戏云化，多端融合下技术优势将进一步凸显。公司自 2017 年起就致力于云游戏研发，并提出“云游戏三部曲”的产品升级概念：1) 首次探索云游戏，将主机游戏《深海迷航》云化；2) 2020 年推出的《新神魔大陆》手游则完整的实现了免下载、高品质渲染、跨终端引擎自适应这些云游戏特性，突显了公司在云游戏赛道的优势；3) 推出《诛仙 2》等原生云游戏。由于在云游戏中，PC、主机、移动端游戏均可实现云上供应，硬件配置的制约将不复存在，游戏质量将进一步向 3A 大作靠拢。因此，我们预计公司在大屏精品游戏中积累的深厚技术储备，将在云游戏上得到更充分的体现，从而保证公司在云游戏时代的竞争优势。

图表 34 《深海迷航》云游戏画面



资料来源：《深海迷航》，华安证券研究所

图表 35 《新神魔大陆》云游戏画面



资料来源：《新神魔大陆》，华安证券研究所

综合来看，公司基于深厚的研发积累，逐渐形成以游戏引擎、研发团队、云游戏“三步走”引领的工业化体系，是公司能够横跨端游、手游两个时代，并保持行业头部地位的核心竞争力。未来，我们预计公司将长期以“技术赋能”为导向，因此看好公司持续加码研发投入，并在手游精品化、重度化趋势下，延续优质游戏的稳定产出频率，为端游 IP 深度的进一步纵向挖掘、以及对年轻向新品类的横向拓展打下坚实基础。

图表 36 2016-2021Q1 年公司研发费用情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 37 2016-2020 年公司研发人员情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 纵向挖掘 IP 深度：端转手优势稳固，新作迭代保持 IP 长青

从未来产品线来看，公司将进一步挖掘大型 MMO 端游 IP 深度，夯实端转手优势地位。一方面，对于已获端转手成功的代表性 IP，公司将进行续作的持续迭代。根据公司 4 月 13 日举行的游戏战略发布会，“完美世界”“诛仙”两大端游 IP 均有 2-3 款新游在研，在平台、画风、玩法上形成差异化矩阵，探索 IP 更深层的发展空间。另一方面，公司也积极从外部获取新的端游 IP，如仙侠类 IP “天龙八部”“仙剑奇侠传”、以及世界范围内认知度较高的“火炬之光”“女神异闻录”等，进一步发挥端转手经验优势、拓展 IP 矩阵。

图表 38 公司端游 IP 游戏储备梳理

游戏 IP 类型	游戏名称	游戏平台类型	游戏品类	上线时间
经典端游 IP	《Perfect New World》	主机&PC	MMORPG	在研
经典端游 IP	《完美新世界》	移动	MMORPG	在研
经典端游 IP	《新诛仙世界》	PC	MMORPG	在研
经典端游 IP	《诛仙 2》	移动	MMORPG	在研
经典端游 IP	《梦幻新诛仙》	移动	回合制 MMORPG	2021 年 6 月 25 日上线
经典端游 IP	《天龙八部 2》	移动	MMORPG	在研
经典端游 IP	《仙剑奇侠传》	移动	回合制 MMORPG	在研
经典端游 IP	《代号：火山》	移动	SRPG	在研
经典端游 IP	《CODE NAME: X》	移动	JRPG	在研

资料来源：完美世界 2021 年游戏战略发布会，华安证券研究所

《梦幻新诛仙》：诛仙 IP 内核，玩法、美术、技术多面创新。公司自研自发的《梦幻新诛仙》于 6 月 25 日全平台上线，是目前市场关注度最高的新游之一。一方面，“诛仙”IP 已经历十余年积淀，前有网络文学、影视剧、端手游等多个爆款作品铺垫，而《梦诛》作为 IP 系列的最新续作，将享受庞大且稳固的粉丝红利。另一方面，玩法、美术、技术上的多面创新，使《梦诛》游戏品质远超同类 MMORPG 手游。玩法上，游戏采用回合制玩法、引入丰富的互动和好感度机制，在降低玩家操作门槛的同时，提升游戏的自由度和社交属性。美术上，游戏采用更加年轻化的人设，同时以国风环境设计描绘精美的仙侠世界，有望吸引更多年轻玩家。技术上，公司采用领先的实时光效渲染系统，在光影处理上实现对“晨昏”“四季”“天气”的仿真效果，大幅提升玩家的游戏沉浸感。

图表 39 《梦幻新诛仙》人物形象



资料来源：《梦幻新诛仙》官网，华安证券研究所

图表 40 《梦幻新诛仙》场景设计



资料来源：《梦幻新诛仙》官网，华安证券研究所

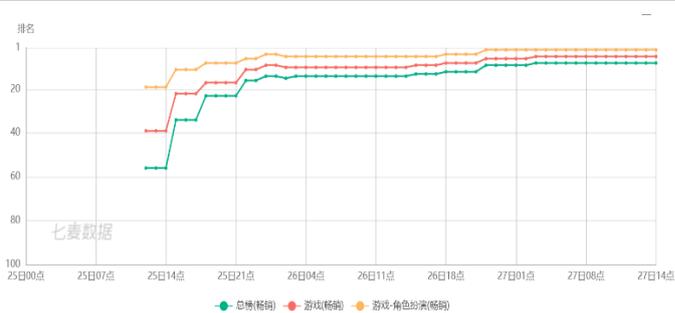
《梦幻新诛仙》上线三日数据亮眼，有望成为端转手 MMORPG 新标杆。《梦诛》由曾推出长青 MMORPG 游戏《神武》的天智游工作室自 2018 年起研发，自 2021 年 3 月“好梦无限”删档测试起，得益于精致的美术和丰富的玩法，市场关注度持续攀升，上线前全网预约人数已超过 1200 万。6 月 25 日正式公测后，《梦诛》在移动端基础上新增端游版本，实现 iOS、安卓、PC 三端互通。截至 6 月 27 日，《梦诛》上线三日 iOS 畅销榜排名持续攀升，分别为 11/6/5 名，TapTap 评分为 7.1 分，有望成为公司新一代长线运营的精品游戏、端转手 MMORPG 的质量标杆。

图表 41 《梦幻新诛仙》TapTap 评分



资料来源：TapTap，华安证券研究所

图表 42 《梦幻新诛仙》iOS 畅销榜排名变化

资料来源：七麦数据，华安证券研究所
注：数据截止至 2021 年 6 月 27 日 14:00

3.3 横向拓展品类广度：创新品类打开年轻化市场

持续开拓新品类，打开年轻化市场空间。除了纵向深耕 MMO 品类外，公司顺应 Z 世代消费者引领的游戏新浪潮，于 2018 年提出“多元化、年轻化”战略，积极向细分游戏品类开拓。目前，公司已打造出《梦间集》、《我的起源》、《梦间集天鹅座》、《云梦四时歌》等作品，涵盖了沙盒、二次元、女性向、ARPG、卡牌等多个品类。其中 2017 年推出的《梦间集》一度是女性向游戏的代表作，并成为公司继“完美世界”、“诛仙”后的第三大 IP。2021 年 4 月游戏战略发布会上，公司公布了多款在研年轻化游戏新品，其中既包括《一拳超人》《灵笼手游》等外部影视 IP 的手游新作，也包括《幻塔》《黑猫奇闻社》等原创作品。我们认为，在 MMORPG 基本盘稳固的背景下，公司将持续加大在二次元、女性向品类的投入，打开年轻化市场空间。

图表 43 公司年轻向游戏储备梳理

游戏 IP 类型	游戏名称	游戏平台类型	游戏品类	上线时间
动漫 IP	《一拳超人：世界》	移动	二次元, ACT	2021 年上线
动漫 IP	《彩条屋 IP 系列》	移动	-	在研
动漫 IP	《灵笼 IP 系列》	移动	-	在研
原创	《梦间集 2》	移动	女性向, SRPG	在研
原创	《幻塔》	移动、PC	二次元, 开放世界 MMORPG	2021 年暑期上线
原创	《代号: R》	移动	二次元, 互动叙事 RPG	在研
原创	《代号: MA》	移动	二次元, CCG	在研
原创	《Project: 棱镜》	移动	二次元, 开放世界 RPG	在研
原创	《Project Bard》	移动	二次元, 冒险类 RPG	在研
原创	《黑猫奇闻社》	移动	二次元, 互动解谜	在研
原创	《逐光之旅》	PC	二次元, 平台跳跃	在研
原创	《代号: 档案》	PC	二次元, 叙事解谜	在研

资料来源：完美世界 2021 年游戏战略发布会，华安证券研究所

《幻塔》：二次元开放世界突破之作。《幻塔》由公司旗下 Hotta Studio 自 2018 年起开始研发，是公司首款二次元开放世界 MMORPG 游戏，也是公司“多元化、年轻化”战略成果的初步体现。从 2020 年 7 月首测，到 2021 年 1 月的全新 PV，《幻塔》基于年轻玩家的偏好，对游戏人设、UI、场景渲染进行了脱胎换骨的改版，并在社交媒体上引起较大的关注度。截至 6 月 27 日，《幻塔》口碑与热度均高企，其实机演示 PV（宣传视频）在 Bilibili 的播放量达 170 万次，全网预约量超过 570 万，TapTap 测试服评分 8.0 分。《幻塔》预计于暑期档上线，有望成为公司在二次元开放世界品类的突破之作。

图表 44 《幻塔》游戏预约情况



资料来源：《幻塔》官网，华安证券研究所

图表 45 《幻塔》测试服 TapTap 评分



资料来源：TapTap，华安证券研究所

多点微创新聚沙成塔，差异化内容吸引年轻玩家。相比于国内传统 MMORPG，《幻塔》从视觉效果到玩法都为年轻用户量身定制。**视觉效果上**，《幻塔》是公司首款 UE4 引擎作品，并于 2020 年进行了视觉效果的全局升级，根据最新实机演示，其人物造型也更为契合“二次元”的审美特点，场景设计则更为贴近“废土轻科幻”的故事设定，与国内以仙侠风为主的 MMORPG 游戏形成差异化。**玩法上**，在 PVP、社交、公会战等传统 MMORPG 玩法之外，《幻塔》引入了基于开放世界大地图的 PVE 单人玩法。其一方面丰富了游戏的可玩性，在“打怪升级”的数值系统之外，为玩家提供了自由度高、相对休闲的玩法选择，有助于提升玩家的在线时长和长期留存率；另一方面，弱社交性的单人玩法也更为契合二次元游戏爱好者的“宅属性”，提升年轻用户对 MMORPG 游戏的接受度。综合来看，《幻塔》以视效、玩法多个层面的微创新，与传统 MMORPG 游戏形成差异化，有助于公司向年轻用户进一步破圈。

图表 46 《幻塔》人物角色设计



资料来源：《幻塔》官网，华安证券研究所

图表 47 《幻塔》开放世界地图效果



资料来源：《幻塔》官网，华安证券研究所

3.4 游戏领域多维度布局打开新的想象空间

电竞风口确定性强，公司持续深化该领域布局。受益于国家相关部门的规范引导，以及商业化经验的积累，我国电竞产业正处于高速发展期，行业规模由 2016 年的 504 亿元增长至 2019 年的 947 亿元，CAGR 达 23.4%。凭借从 Valve 处获得的两款全球顶尖电竞游戏《Dota 2》和《CS: GO》，公司自 2015 年起便举办了一系列的大型电竞赛事，并于 2019 年首次举办了《Dota 2》在全球最高级别的赛 Ti9，其线上线下总观看人数破两亿，助力公司充分享受赛道红利。我们预计未来公司会持续围绕着《Dota 2》与《CS: GO》这两款游戏开展一系列电竞赛事，一方面从中获取门票、广告赞助、直播分成等收入；另一方面提前积累电竞赛事商务与运营 Ti9 营方面的经验，奠定在该领域的优势地位。

图表 48 2016-2020 年电竞市场市场及增长率



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

图表 49 《Dota 2》全球最高级别赛事 Ti9



资料来源: Ti9, 华安证券研究所

“蒸汽平台”获实质性进展, 未来可期。2018年6月, 公司公告与 Valve 公司达成授权协议, 双方将共同推进“Steam 中国”的平台建设、推广和全球游戏引进, 后又将名称确定为“蒸汽平台”。Steam 平台是 Valve 公司在 2003 年建立的数字发行平台, 目前总注册账户数量已突破 10 亿, 上线游戏数量超过 3 万款, 同时在线人数超过 2000 万, 是全球最大的综合性数字发行平台之一。此外, 截止 2020 年 12 月, Steam 平台中的简体中文用户占比已达到 47.1%, 从侧面印证了 Steam 在中国有庞大的用户群体。我们预计“蒸汽平台”将进一步优化用户的下载体验, 并解决原 Steam 平台处在监管灰色地带的问题, 未来有望成为国内最大的端游分发平台, 从而夯实公司的行业地位与长期业绩稳定性。

图表 50 Steam 中国区注册用户数及增长率



资料来源: SteamSpy, 华安证券研究所

图表 51 “蒸汽平台”宣布推出试玩活动



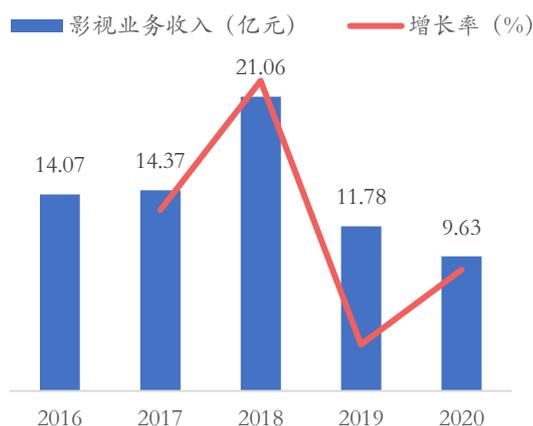
资料来源: 蒸汽平台微博, 华安证券研究所

4 影视业务：边际持续向好，后续增长动能充沛

公司是国内领先的影视文化投资、制作及发行机构之一。完美世界影视的前身为成立于 2008 年的北京完美时空，在创立之初主要致力于影视剧的开发。公司的首部作品为 2009 年上映的电影《非常完美》，后续又打造出《婚姻保卫战》、《失恋 33 天》、《钢琴》等一系列高热度、高口碑的作品，在短短几年时间内跃居为国内民营影视剧公司第一梯队。伴随着电视剧生产体系的建立与完善，公司逐步向泛娱乐产业拓展，目前拥有影视剧开发、综艺栏目、艺人经纪、娱乐营销等多个业务板块，是国内领先的影视文化投资、制作及发行机构之一。

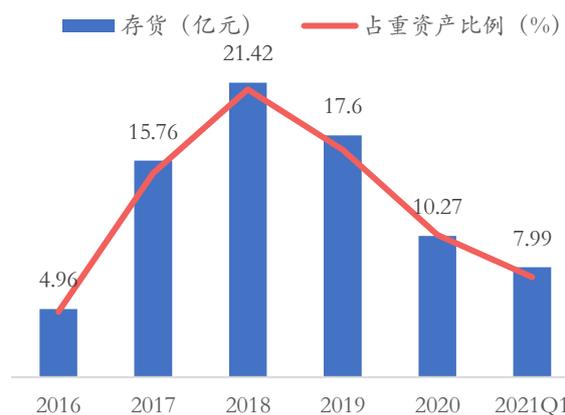
加速去库存，存货减值风险逐步释放。由于 2018 年后的一系列强监管政策，影视行业进入深度调整，公司的营业收入也相应出现了较大幅度的下滑，2019 年实现营收 11.8 亿元，同比下降 44%。在行业变革重生的背景下，公司一方面计提了 3.56 亿元的存货跌价准备，另一方面提出聚焦战略，积极消化待播项目。2020 年，公司“逆市而立”，共推出 12 部电视剧。我们认为，公司目前电视剧项目储备丰富，且多部剧已确定拟播放平台，或将于今明两年发行或开播，预计后续存货减值风险较低。

图表 52 2016-2020 公司影视业务收入及增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所
*收入均剔除院线业务影响

图表 53 2016-2021Q1 公司存货规模及增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所
*公司的存货是指已拍摄或正处于制作中，但尚未售卖的影视作品

储备项目保证剧集供应，主旋律作品把握重大宣传节点。公司目前共储备有 34 部电视剧，半数已完成制作并确定拟播放平台。其中，预计于 2021 年 7 月 1 日上映的《光荣与梦想》是建党一百周年重磅献礼作品，同时也是广电总局“4+2”重点项目工程中的唯一重大革命历史题材。此外，公司还储备有《高大霞的火红年代》、《温暖的味道》、《我在天堂等你》、《蓝盔特战队》等多部正能量、主旋律作品，覆盖了扶贫脱坚、革命、维和等多个题材。我们认为，在 2021 年有多个重大宣传节点的背景下，公司主旋律作品的表现令人期待。

图表 54 公司待播影视剧梳理

电视剧名称	题材	备案时间	主演	制作阶段	制作及投资主体	拟播映时间	拟播映平台
《不婚女王》	当代都市	2015.12	佟丽娅、张亮	完成制作	华美时空	2021 年	爱奇艺
《义无反顾》	当代都市	2016.4	王森、王洋	完成制作	完美世界江河工作室	2021 年	爱奇艺,腾讯,优酷
《爱在星空下》	当代都市	2016.9	贾乃亮、陈意涵	完成制作	青春你好	2021 年	浙江卫视、北京卫视、爱奇艺
《幸福的理由》	当代都市	2017.3	钟汉良、乔振宇	完成制作	青春你好	2021 年	爱奇艺、芒果 TV
《舍我棋谁》	当代都市	2019.7	李兰迪、牛骏峰	完成制作	完美世界刘宁工作室	2021 年	优酷
《温暖的味道》	当代农村	2019.3	靳东	完成制作	完美华松	2021 年	-
《壮志高飞》	当代都市	2017.8	陈乔恩、郑恺	完成制作	完美世界影视	2021 年	东方卫视、北京卫视、优酷、腾讯、爱奇艺
《高大霞的火红年代》	近代革命	2018.4	佟丽娅、陈昊	完成制作	完美影视传媒	2021 年	江苏卫视、北京卫视、优酷、腾讯、爱奇艺
《新一年又一年》	现代都市	2018.4	于晓光、郎月婷	完成制作	完美世界影视	2021 年	浙江卫视、北京卫视、爱奇艺、乐视、腾讯
《蓝盔特战队》	当代军旅	2016.11	王彦霖、李溪芮	完成制作	完美世界影视	2021 年	优酷、腾讯、爱奇艺
《光荣与梦想》	近代革命	2020.2	侯京健、黄晓明	后期制作	完美蓬瑞	2021 年	北京卫视
《暴风眼》	当代其它	2019.1	杨幂、张彬彬	后期制作	青春你好	2021 年	浙江卫视、芒果 TV、优酷、腾讯、爱奇艺
《西夏死书》	当代其它	2017.2	汪东城、贾青	后期制作	完美海岸	-	优酷
《仙琦小姐许愿吧》	都市言情	2017.5	吴映洁、刘智扬	后期制作	完美世界影视	-	湖南卫视、优酷、腾讯、爱奇艺
《江山故人》	古代其他	2017.7	章子怡、周一围	后期制作	完美世界影视	2021 年	优酷
《斛珠夫人》	古代言情	2017.9	杨幂、陈伟霆	后期制作	嘉行传媒	-	腾讯
《大海港》	当代其它	2019.1	李健、牟星	拍摄中	完美影视传媒	2021 年	央视一套
《我在天堂等你》	当代都市	2019.6	-	拍摄中	完美世界影视	-	-
《第十团》	近代革命	2018.1	-	筹备中	完美建信	-	-
《试飞英雄》	当代军旅	2019.4	陈学冬、徐海乔	筹备中	完美世界影视	-	-
《心想事成》	当代都市	2020.2	杨紫、王子文	筹备中	青春你好	-	-
《千屿千寻》	当代都市	2018.11	杨紫	筹备中	完美世界李峥工作室	-	-
《我要逆风去》	当代都市	2019.11	-	筹备中	完美世界影视	-	-
《星落凝成糖》	古代神话	-	杨紫、邓伦	筹备中	完美世界刘宁工作室	-	优酷
《野火春风斗古城》	近代革命	2020.8	-	筹备中	完美建信	-	-
《昔有琉璃瓦》	当代都市	2019.11	陈钰琪、林一	筹备中	完美远方	2021 年	优酷
《温暖的甜蜜的》	当代都市	-	宋茜、高伟光	筹备中	完美蓬瑞	-	-

《来吧宝贝》	当代都市	2020.7	-	筹备中	完美蓬瑞	-	-
《许你岁月静好》	当代都市	-	-	筹备中	完美世界影视	-	-
《山河表里》	古代传奇	-	陈星旭	筹备中	完美世界影视	-	-
《灿烂》	当代都市	2019.1	-	筹备中	完美世界影视	-	-
《月里青山淡如画》	当代都市	-	-	筹备中	完美世界李峥工作室	-	-
《心想事成》	当代都市	-	-	筹备中	青春你好	-	-
《云襄传》	古代传奇	2020.3	朱一龙, 赵丽颖	筹备中	青春你好	-	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

定制化进一步降低腰部影视剧风险。公司此前大量剧集以主投主控为主，前期需求投入一定资金，然而目前影视行业整体还处于供大于求的阶段，腰部剧并非平台优先采购的对象，因此公司确认收入的时间点存在不确定性，甚至可能遇到无法成功发行的风险。为解决上述问题，公司近年来也逐渐尝试定制剧模式，例如，与爱奇艺合作的《怪你过分美丽》、与腾讯合作的《斛珠夫人》，与优酷合作的《西夏死书》。我们认为，后续定制模式有望成为公司制作的主要模式，进一步加强业绩确定性。

图表 55 公司与腾讯定制剧《斛珠夫人》



资料来源：《斛珠夫人》，华安证券研究所

图表 56 公司与爱奇艺定制剧《怪你过分美丽》



资料来源：《怪你过分美丽》，华安证券研究所

顶尖的制作团队是公司高质量作品稳定输出的基石。自成立以来，公司通过深度合作、内部孵化、和对外并购三种方式，汇聚了一批业内顶级的电视剧制作团队。其中，深度合作是指公司与赵宝刚、郭靖宇、刘江等一批导演及制作人建立的长期战略合作关系，是完美世界影视稳定的剧集内容产出量的重要保障。其深度主要体现在：1) 时间久：合作自 2010 年开始，时间已长达 10 年；2) 利益深度绑定：合作导演、制片人通过持有天津广济间接持有完美影视股权。对外投资方面，公司于 2018 年收购了同心影视 73% 的股权，以及嘉行传媒 10% 的股权。其中，同心影视旗下拥有著名编剧工作室青春你好，而嘉行传媒是由杨幂参与创建的影视公司，代表作包括《三生三世十里桃花》。此外，公司也通过内部孵化，在保留了工作室独立性与创新性的同时，放大其所擅长类型的优势，是公司多元化工作室矩阵的有机补充。

图表 57 公司主要影视子公司或工作室情况一览

子公司/工作室	持股比例	子公司或工作室代表作	核心成员	核心成员简介
嘉行传媒	10%	《三生三世十里桃花》、 《亲爱的翻译官》	杨幂	知名女演员、流行乐歌手、影视制片人。
青春你好	51%	《怪你过分美丽》、《心想事成》、《暴风眼》	梁振华	著名影视编剧、制片人。主创影视作品多次摘取全国收视冠军，屡获“华表奖”、“金鹰奖”、“飞天奖”、“五个一工程奖”等奖项。
完美蓬瑞	100%	《咱们结婚吧》、《咱们相爱吧》、《媳妇的美好时代》	刘江	著名导演，曾囊括飞天奖、金鹰奖、白玉兰奖等国内各重大奖的剧集奖和最佳导演奖。
鑫宝源	100%	《深海利剑》、《触不可及》、《婚姻保卫战》	赵宝刚	著名导演、国家一级导演，曾荣获包括“飞天奖最佳导演奖”、“金鹰奖最佳导演奖”、“华鼎奖最受欢迎导演”等在内的国内外诸多奖项。
华美时空	100%	《失恋 33 天》、《等风来》、《剩者为王》	滕华涛	知名导演、编剧、制片人，其影视作品风格多样，善于捕捉内心世界细腻动人的事物，与时代贴合紧密。
完美建信	100%	《红娘子》、《大秧歌》、 《勇敢的心》	郭靖宇	具有编剧才能的创作型导演。作品多次获得“飞天奖”、“金鹰奖”、“五个一工程奖”“白玉兰奖”以及“华鼎奖”等各项大奖。
完美海岸	70%	《天涯女人心》、《天舞纪》、《花千骨》	张海帆	著名作家、编剧，被誉为中国神秘文学第一人，曾获年度网络作家奖，新浪原创大赛金奖，新浪原创大赛最具人气奖等众多奖项。
江河工作室	100%	《麻辣女兵》、《麻辣女王》、《神犬奇兵》	何静 吴玉江	金牌制作人。作品曾获湖南卫视全年收视冠军和年度收视金奖、中美电影节金天使奖等。
允亭工作室	100%	《北上广不相信眼泪》、 《大宗师之海上风云》、 《天蝎》	孙允亭	曾担任国内一线影视公司文学项目总监多年，创作、策划众多口碑与收视皆佳的影视剧，工作室拥有众多优秀编剧资源。
张弘毅工作室	100%	《28 岁未成年》、《太子妃升职记》、《睡在我上铺的兄弟》	张弘毅	著名影视编剧、策划。在影视行业内具有多年一线创作及项目开发经验和资源，并担任 First 青年电影节、企鹅影视“青梦计划”等多项电影创投单元评审工作。
刘宁工作室	100%	《香蜜沉沉烬如霜》、《冰糖炖雪梨》、《星落凝成糖》	刘宁	著名导演、编剧、监制，作品曾获十大年度制作人奖
完美远方	100%	《半生缘》、《心理大师》、《方根书简》	苗萌	制片人，现任完美世界影视副总裁
李峥工作室	100%	《忽而今夏》、《趁我们还年轻》、《钢琴》	李峥	制片人，曾获 2018 年度最具影响力剧集操盘手，“创新中国”2018 年度全国广播影视业创新人物大奖。
王贵君工作室	100%	《山月不知心底事》、《盛唐风华》	王贵君	制片人，现任完美世界影视副总经理

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

在游戏业务驱动下，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 116/142/161 亿元，同比增速分别为 13.5%/22.4%/13.4%；归母净利润分别为 25.0/31.6/35.6 亿元，同比增速分别为 61.6%/26.2%/12.8%。

核心假设：

1) 移动端游戏业务：2020 年，由于疫情期间“宅经济”影响，以及《新神魔大陆》表现亮眼，公司手游业务同增 57.1%至 60.9 亿元。基于 2020 年的高基数，叠加《梦幻新诛仙》《幻塔》等新游均于 2021H2 上线，在年内为公司带来的收入增量有限，因此我们预计 2021 年公司手游收入增速同比放缓。2022 年后，随着《梦诛》《幻塔》《一拳超人：世界》等重磅新游业绩释放，以及“诛仙”“完美世界”等 IP 续作陆续上线，预计公司手游收入增速将逐步回升。此外，由于公司未来自主运营的游戏比重增加，全额法成为主要收入确认方法，预计后续毛利率将持续下降。因此，我们预计公司 2021-2023 年移动端游戏业务收入分别为 73.1/95.3/110.1 亿元，同比增速分别为 19.9%/30.4%/15.5%。同时预计 2021-2023 年移动端游戏业务毛利率分别为 67%/66%/65%。

2) PC 端游戏业务：2021 年，公司代理的《CSGO》《DOTA2》热度不减，且系列全球电竞赛事有望恢复举办，考虑到 2020 疫情期间高基数影响，预计公司 2021 年 PC 端业务收入同比略降。2022 年后，公司自研的大型端游《Perfect New World》《新诛仙世界》有望上线，推动公司 PC 端游业务稳定增长。此外，长期运营下，预计公司端游毛利率保持稳定。因此，我们预计公司 2021-2023 年 PC 端游戏业务收入分别为 27.7/30.5/33.5 亿元，同比增速分别为 5%/10%/10%。同时预计 2021-2023 年 PC 端游戏业务毛利率稳定在 62%。

3) 主机游戏业务：由于游戏生命周期影响，预计 2021 年公司主机游戏业务保持缓慢下降的态势。2022 年后，随着《Perfect New World》主机端上线，预计将为公司端游业务带来增量。因此，我们预计公司 2021-2023 年主机游戏业务收入分别为 4.1/4.3/4.8 亿元，同比增速分别为-5%/5%/10%。同时预计 2021-2023 年主机游戏业务毛利率稳定在 50%。

4) 影视业务：2021 年，公司电视剧业务储备较为丰富，但受制于播出集数调减、单集价格较低等因素，收入增速低于剧集增速。未来，随着剧集储备的进一步释放，预计公司影视业务收入将保持稳定增长态势。因此，我们预计公司 2021-2023 年影视业务收入分别为 10.1/10.5/10.8 亿元，同比增速分别为 5%/4%/3%。同时预计 2021-2023 年影视业务毛利率稳定在 13%。

图表 58 公司分业务盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
游戏业务				
移动端游戏				
收入	6094	7309	9531	11011
YoY (%)	-	19.9%	30.4%	15.5%

毛利率 (%)	68.0%	67.0%	66.0%	65.0%
PC 端游戏				
收入	2639	2771	3048	3353
YoY (%)	-	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	63.0%	62.0%	62.0%	62.0%
主机游戏				
收入	433	412	432	476
YoY (%)	-	-5.0%	5.0%	10.0%
毛利率 (%)	49.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他游戏业务				
收入	83	99	139	181
YoY (%)	-	20.0%	40.0%	30.0%
毛利率 (%)	56.0%	58.0%	60.0%	62.0%
总收入				
	9250	10591	13151	15020
YoY (%)	-	14.5%	24.2%	14.2%
毛利率 (%)	65.6%	64.9%	64.5%	63.8%
影视业务				
总收入	963	1011	1051	1083
YoY (%)	-	5.0%	4.0%	3.0%
毛利率 (%)	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
总计				
营业收入	10212	11602	14202	16103
YoY (%)	-	13.6%	22.4%	13.4%
毛利率 (%)	60.6%	60.4%	60.7%	60.4%

资料来源：华安证券研究所整理

5.2 可比公司估值

我们选取了同为 A 股头部游戏公司的三七互娱、吉比特作为可比公司，根据 Wind 一致预期，2021-2023 年可比公司 PE 平均值分别为 22.0x/18.7x/16.1x。我们预测公司 2021 年净利润为 25.0 亿元，按照可比公司估值 22.0x，公司合理市值为 550 亿元左右。

图表 59 可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002555.SZ	三七互娱	546.26	29.98	36.23	42.41	18.22	15.08	12.88
603444.SH	吉比特	382.32	14.86	17.13	19.79	25.72	22.32	19.32
平均值						21.97	18.70	16.10

资料来源：华安证券研究所整理

注：盈利预测采用 Wind 一致预期，数据采用 2021/06/28 收盘价

5.3 投资建议

我们认为，**中期来看**，在手游行业未来依旧保持快速增长、同时研发商价值进一步凸显的趋势下，公司有望凭借自身优秀研发实力，实现端转手 IP 续作的稳定迭代，同时打造出差异化的年轻向手游作品，从而推动未来业绩持续增长。**长期来看**，基于十六年深厚的研发积淀，公司已形成“游戏引擎、研发团队、云游戏”共同驱动的工业化体系，有望实现优质游戏的稳定产出，为公司跨越下一个游戏产业升级周期、适应消费者需求变化打下坚实基础。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 116/142/161 亿元，同比增速分别为 13.5%/22.4%/13.4%；归母净利润分别为 25.0/31.6/35.6 亿元，同比增速分别为 61.6%/26.2%/12.8%。公司目前市值为 485 亿元，我们认为公司合理市值为 550 亿元，**首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险提示：

- 1) **手游行业增速放缓的风险**：不排除未来手游行业受到政策限制或用户流失等因素的影响从而导致行业增速出现放缓的风险；
- 2) **游戏版号政策收紧的风险**：不排除监管政策趋严、游戏版号政策收紧从而导致公司版号获取难度加大、新游上线节奏不及预期的风险；
- 3) **公司新游戏上线不及预期的风险**：不排除公司未来上线的新游戏不及市场预测从而导致收入下滑或者增速放缓的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7885	9910	13757	17897	营业收入	10225	11602	14202	16103
现金	2943	4850	8046	11687	营业成本	4057	4592	5586	6377
应收账款	1299	1271	1556	1765	营业税金及附加	32	44	51	57
其他应收款	72	64	78	88	销售费用	1831	2146	2627	2899
预付账款	331	367	447	510	管理费用	757	924	1091	1260
存货	1027	1163	1414	1615	财务费用	113	-79	-160	-246
其他流动资产	2212	2195	2216	2232	资产减值损失	-969	-71	-87	-79
非流动资产	7622	9782	10083	10376	公允价值变动收益	-413	0	0	0
长期投资	2768	2768	2768	2768	投资净收益	196	828	1013	1149
固定资产	354	625	893	1162	营业利润	1628	2804	3574	4070
无形资产	190	242	256	289	营业外收入	40	2	2	2
其他非流动资产	4310	6147	6165	6156	营业外支出	12	0	0	0
资产总计	15507	19692	23840	28272	利润总额	1657	2806	3576	4073
流动负债	4204	3311	4018	4575	所得税	152	353	450	513
短期借款	784	0	0	0	净利润	1504	2453	3126	3560
应付账款	733	629	765	874	少数股东损益	-44	-49	-31	0
其他流动负债	2687	2682	3253	3702	归属母公司净利润	1549	2502	3157	3560
非流动负债	121	2430	2430	2430	EBITDA	2155	1977	2485	2729
长期借款	23	23	23	23	EPS (元)	0.80	1.29	1.63	1.84
其他非流动负债	98	2408	2408	2408					
负债合计	4325	5741	6448	7005					
少数股东权益	347	298	267	267					
股本	2012	2012	2012	2012					
资本公积	1962	1962	1962	1962					
留存收益	6862	9679	13152	17027					
归属母公司股东权	10835	13653	17125	21000					
负债和股东权益	15507	19692	23840	28272					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3693	1500	2377	2665
净利润	1549	2502	3157	3560
折旧摊销	197	111	123	117
财务费用	134	19	1	1
投资损失	-196	-828	-1013	-1149
营运资金变动	1627	-228	55	59
其他经营现金流	303	2653	3156	3578
投资活动现金流	-453	-1100	820	977
资本支出	-571	-50	-194	-172
长期投资	-28	0	0	0
其他投资现金流	146	-1050	1013	1149
筹资活动现金流	-2794	1507	-1	-1
短期借款	-355	-784	0	0
长期借款	-203	0	0	0
普通股增加	647	0	0	0
资本公积增加	-364	0	0	0
其他筹资现金流	-2520	2291	-1	-1
现金净增加额	384	1907	3196	3641

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	27.2%	13.5%	22.4%	13.4%
营业利润	21.4%	72.2%	27.5%	13.9%
归属于母公司净利	3.0%	61.6%	26.2%	12.8%
获利能力				
毛利率 (%)	60.3%	60.4%	60.7%	60.4%
净利率 (%)	15.1%	21.6%	22.2%	22.1%
ROE (%)	14.3%	18.3%	18.4%	17.0%
ROIC (%)	14.8%	10.0%	10.5%	9.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	27.9%	29.2%	27.0%	24.8%
净负债比率 (%)	38.7%	41.2%	37.1%	32.9%
流动比率	1.88	2.99	3.42	3.91
速动比率	1.55	2.53	2.96	3.45
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.59	0.60	0.57
应收账款周转率	7.87	9.13	9.13	9.13
应付账款周转率	5.53	7.30	7.30	7.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	1.29	1.63	1.84
每股经营现金流	1.90	0.77	1.23	1.37
每股净资产	5.59	7.04	8.83	10.83
估值比率				
P/E	36.96	19.37	15.35	13.61
P/B	5.28	3.55	2.83	2.31
EV/EBITDA	26.55	24.16	17.93	14.99

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕。三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、中港证券, 2020 年加入华安证券研究所。

研究助理: 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验, 2020 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。