

## 精品研发商多元布局，迎产品新周期

买入|维持

——完美世界(002624)公司跟踪报告

### 报告要点:

#### ● 游戏业务：稳中求变，开拓产品新周期

**研发侧，巩固技术和MMO品类优势，积极布局创新赛道。**1) 多年技术积淀雄厚研发优势，积极引入新团队拓展创新品类布局。公司是国内少数自主研发3D游戏引擎的企业，先后推出Angelica、ARK3D、ERA等自研引擎，19年起全面布局虚幻4引擎，陆续开发《梦幻新诛仙》、《幻塔》等产品。研发团队架构上，公司新老研发团队并举，老团队负责端、手游经典产品持续迭代开发，2018年起引入多个新工作室，负责ARPG、开放世界、二次元等新品类开发，打开多元品类布局空间。2) 核心优势品类MMO筑底稳固基本盘。公司布局MMO赛道超15年，研发经验丰富，累计获取数百亿元流水，2020年公司在MMORPG市场占有率提升至24.4%，长线运营能力突出。3) 手握多款旗舰IP，布局创新品类扩容产品矩阵。除自有IP完美世界、诛仙系列外，还囊括武侠、国风、魔幻等多品类IP。公司迎合年轻群体需求积极布局创新品类，新品储备中95%为自研产品。原创二次元方面，公布《幻塔》、《黑猫奇闻社》等多款新品。国漫方面，宣布与彩条屋系列、灵笼IP合作。日系IP方面，发布《百万亚瑟王》、《Code name X》、《一拳超人》等改编手游。**发行侧，补齐买量能力，坚持品效合一立体化发行策略。**公司从19年开始自建买量发行团队，从老游戏尝试扩大买量。依托高质量产品将买量作为品牌营销的有力补充，差异化买量节奏与品牌侧营销活动相配合，迅速增加新游曝光量触达目标人群，产品引流及回收效果好，品效广告生命周期长于纯效果广告，为公司带来持续新增用户。

#### ● 影视业务：计提减值轻装上阵，积极清库存

2020年受行业影响影视业务承压，公司计提存货减值损失5.23亿元。21年上半年，《上阳赋》、《暴风眼》、《爱在星空下》、《明天我们好好过》等剧集陆续确认收入。后续公司将继续以确定性较强的精品项目为主，积极消化现有存量产品，推动影视业务稳健发展。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司以研发技术构建壁垒，巩固优势MMORPG品类同时发力创新多品类，迎产品新周期。同时补齐买量能力提升品效合一发行能力，行业龙头价值凸显。我们预计2021-2023年公司实现归母净利润23.17/29.94/35.36亿，EPS1.19/1.54/1.82元/股，对应PE20x/16x/13x。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新游戏上线表现不及预期，老游戏流水过快下滑，政策监管风险。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8039.02	10224.77	12079.40	14813.77	17088.83
收入同比(%)	0.07	27.19	18.14	22.64	15.36
归母净利润(百万元)	1502.80	1548.50	2317.48	2994.84	3535.57
归母净利润同比(%)	-11.92	3.04	49.66	29.23	18.06
ROE(%)	15.79	14.29	17.92	18.82	18.18
每股收益(元)	0.77	0.80	1.19	1.54	1.82
市盈率(P/E)	30.92	30.00	20.05	15.51	13.14

资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 62.28 / 19.27

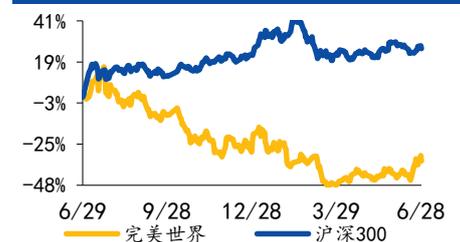
A股流通股(百万股): 1827.22

A股总股本(百万股): 1939.97

流通市值(百万元): 43761.92

总市值(百万元): 46462.24

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-完美世界(002624)2020年报及2021年一季报点评：高基数影响Q1业绩，期待新品上线》2021.04.27

《国元证券公司研究-完美世界(002624)20年业绩快报及21年一季度业绩预告点评：高基数影响Q1业绩，期待多元化产品新周期》2021.04.15

### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐

执业证书编号 S0020519080002

电话 021-51097188-2174

邮箱 lulu@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 公司概况：老牌精品游戏研发商 .....	4
2. 游戏业务：稳中求变，开拓产品新周期 .....	6
2.1 行业趋势：存量竞争下加快细分领域拓展，买量步入精细化时代 .....	6
2.2 研发侧：巩固技术和 MMO 品类优势，积极布局创新赛道 .....	13
2.2.1 优势一：多年技术积淀，研发实力雄厚 .....	13
2.2.2 优势二：MMORPG 为核心优势品类，持续深耕构建壁垒 .....	15
2.2.3 优势三：IP 矩阵丰富，积极布局创新品类拓展产品矩阵 .....	16
2.3 发行侧：补齐买量能力，坚持品效合一立体化发行策略 .....	24
3. 影视业务：轻装上阵，以确定性项目为主 .....	27
4. 盈利预测与估值 .....	29
5. 风险提示 .....	29

## 图表目录

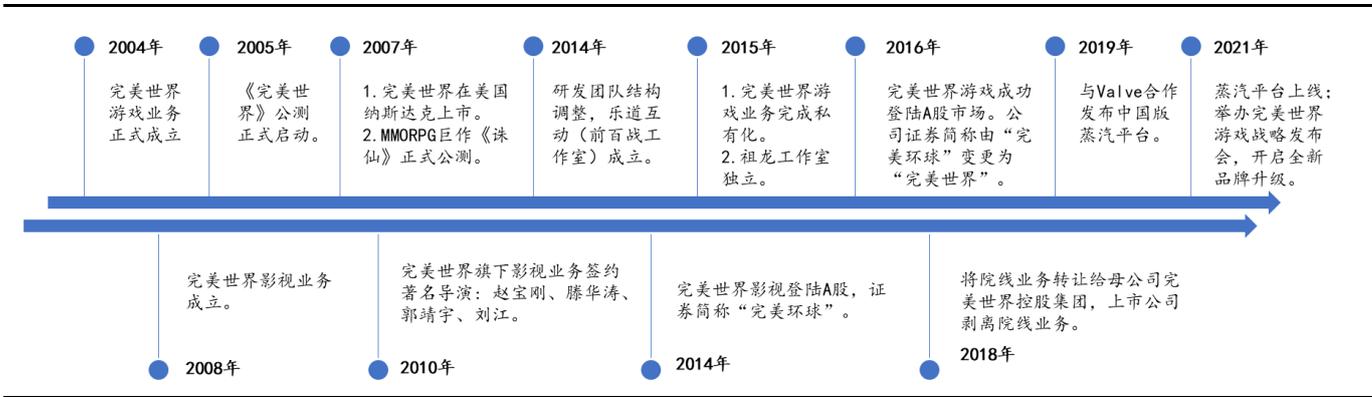
图 1：完美世界发展历程 .....	4
图 2：完美世界股权结构（截至 2021Q1） .....	4
图 3：2016-2020 年游戏业务收入及同比增速 .....	6
图 4：2016-2020 年游戏业务细分板块收入变动（亿元） .....	6
图 5：中国移动游戏市场实际销售收入及增长率 .....	7
图 6：中国移动游戏用户规模（亿）及增长率 .....	7
图 7：Z 世代用户规模变化情况 .....	7
图 8：各类线上娱乐应用日均使用时长占比变化 .....	7
图 9：2020H1 玩家年龄分布对比 .....	8
图 10：手游各年龄段渗透率（玩家数/人口数） .....	8
图 11：2019.6 Z 世代付费率和移动互联网付费率比较 .....	8
图 12：2020.11 Z 世代在手游行业活跃用户规模及占比 .....	8
图 13：2015-2020 年中国自主研发游戏海外市场实际收入及增长率 .....	9
图 14：2020 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 流水及其中国产游戏流水同比增长率 .....	9
图 15：2017-2020 年买量市场规模（亿元）与增速 .....	11
图 16：2017-2020 年买量与联运渠道占比变动 .....	11
图 17：买量智能化投放平台 .....	12
图 18：以腾讯为例的精细化流量采买方式 .....	12
图 19：2020 年 A 股主要游戏公司研发支出对比 .....	13
图 20：可比公司研发投入/营业收入 .....	13
图 21：完美世界 MMORPG 占所属品类市场份额 .....	15
图 22：完美世界流水过亿产品品类分布状况（按数量） .....	15
图 23：《诛仙》手游畅销榜排名 .....	16
图 24：IP 改变移动游戏市场收入状况（亿元） .....	17

图 25: 完美世界 IP 矩阵.....	17
图 26: 《梦幻新诛仙》iOS 畅销榜排名.....	19
图 27: 《梦幻新诛仙》官方服务器.....	19
图 28: 《梦幻新诛仙》渠道服务器.....	19
图 29: 《梦幻新诛仙》“战令”充值.....	20
图 30: 《梦幻新诛仙》月卡充值.....	20
图 31: 回合制 RPG 手游玩法的创新方向.....	20
图 32: 2016-2020 年主要 MMORPG 研发商 iOS 畅销榜 TOP100 市占率变化情况 (基于数量).....	20
图 33: 网络游戏经济系统拆解.....	21
图 34: 《幻塔》中玩家可使用载具辅助战斗和世界探索.....	22
图 35: 二次元移动游戏数量变动情况.....	23
图 36: 中国二次元移动游戏市场实际销售收入 (亿元).....	23
图 37: 公司买量素材投放数变动.....	25
图 38: 《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》iOS 畅销榜变动.....	25
图 39: 杨幂代言《新神魔大陆》素材在抖音获 6.5w 赞.....	26
图 40: 《新笑傲江湖》买量素材.....	26
图 41: 2016-2020 年公司电视剧业务收入及增速.....	27
图 42: 2016-2021Q1 公司存货 (亿元).....	27
表 1: 主流品类研发周期以及研发成本.....	9
表 2: 主要游戏公司品类矩阵及拓展方向.....	10
表 3: 安卓端分成比例变动带动游戏厂商净利润变动敏感性分析.....	11
表 4: 未上线主流安卓联运渠道的部分游戏.....	12
表 5: 公司项目孵化机制.....	14
表 6: 公司主要研发团队分布.....	14
表 7: 公司产品的引擎使用情况.....	15
表 8: 公司旗下主要 MMORPG 游戏运营时长.....	16
表 9: 完美世界 2021 新游发布会产品矩阵总览.....	18
表 10: 蒸汽平台部分上线产品.....	23
表 11: 公司主要主机/单机游戏.....	24
表 12: 公司 2021 年主要影视项目投资计划.....	28
表 13: 可比公司估值表.....	29

## 1. 公司概况：老牌精品游戏研发商

完美世界游戏双擎共同构建娱乐巨头。2004年，完美世界游戏业务正式成立，随后推出《完美世界》、《诛仙》等端游产品，是国内老牌游戏研发商，在游戏领域全面布局端游、手游、主机以及电竞等业务。2008年，完美世界影视业务成立，陆续推出《非常完美》、《等风来》等影视作品。2007年在美国纳斯达克上市，2014年完美世界借壳金磊股份登录A股，简称为“完美环球”。同年，游戏研发团队结构调整，前百战工作室成立为乐道互动；2015年完美旗下祖龙工作室独立，原CDO李青带领团队成立祖龙娱乐。2015年完美游戏完成私有化，2016年完美世界游戏注入完美环球登录A股市场，公司证券简称由“完美环球”变更为“完美世界”；2021年，完美世界游戏举办战略发布会，以“永不止步”为内核开启全新品牌升级。

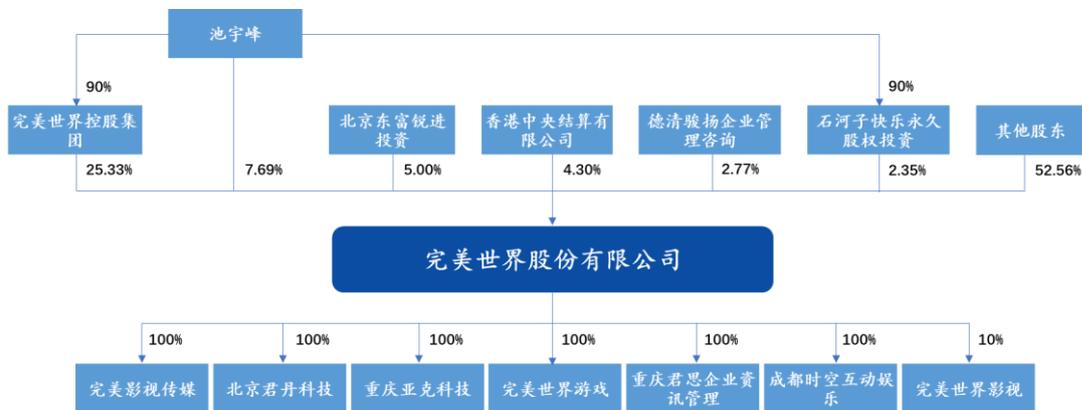
图 1：完美世界发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司股权结构集中，池宇峰为实控人。完美世界控股集团为第一大股东，持有 25.33% 股权，集团创始人兼董事长池宇峰为上市公司实际控制人，池宇峰直接持股占公司总股本的 7.69%，还通过完美世界控股集团、石河子快乐永久股权投资间接持有 24.91% 的股份，直接和间接持股比例合计 32.60%。完美控股、快乐永久和池宇峰构成一致行动人。

图 2：完美世界股权结构（截至 2021Q1）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司管理层具有优秀的学历背景+丰富的行业经验，为公司长期发展奠定坚实基础，**总裁鲁晓寅 2017 年开始全面负责公司游戏业务。**创始人池宇峰 2015 年至今任完美世界游戏及完美世界董事长、完美世界集团执行董事及总经理，负责把握公司整体经营战略和组织架构。CEO 萧泓 2008 年加入完美世界，帮助公司完成回归 A 股上市，负责公司日常运营管理。总裁兼完美游戏 CEO 鲁晓寅原为公司游戏美术负责人，参与主导开发了《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》等产品，2017 年开始全面负责公司游戏业务。

姓名	职务	性别	年龄	履历
池宇峰	董事长	男	49	1996-2010 年任北京金洪恩电脑有限公司董事长； 2003-2004 年兼任清华紫光股份有限公司副总裁兼首席技术官； 2003 年至 2018 年任北京洪恩教育科技股份有限公司董事长； 2020 年至今任 iHumanInc. 董事长； 2015 年至今任完美世界游戏有限责任公司、完美世界股份有限公司董事长； 任完美世界控股集团有限公司执行董事及总经理。
萧泓	董事兼首席 执行官	男	54	1997-2000 年任摩托罗拉（中国）电子有限公司培训及战略经理； 2000-2003 年任思科系统（中国）网络技术有限公司机构效能及员工发展经理； 2003-2005 年任飞利浦（中国）投资有限公司人力及战略总监； 2005-2008 年任戴尔计算机（中国）有限公司人才管理总监； 2008-2015 年曾先后任 Perfect World Co.,Ltd. 高级副总裁、首席运营官、联席 CEO 及首席执行官； 2015 年至今任完美世界游戏有限责任公司董事； 2016 年至今任完美世界股份有限公司董事；2016 年至 2019 年任完美世界股份有限公司总经理； 2019 年至今任完美世界股份有限公司首席执行官。
鲁晓寅	董事兼总裁	男	42	2001-2004 年任北京欢乐亿派科技有限公司艺术总监； 2004-2007 年任完美世界（北京）网络技术有限公司副总裁； 2007-2015 年任 Perfect World Co.,Ltd. 高级副总裁、首席艺术官； 2015 年至今任完美世界游戏有限责任公司高级副总裁； 2017 年至今任完美世界游戏有限责任公司首席执行官； 2019 年至今任完美世界股份有限公司总裁； 2021 年至今任完美世界股份有限公司董事。

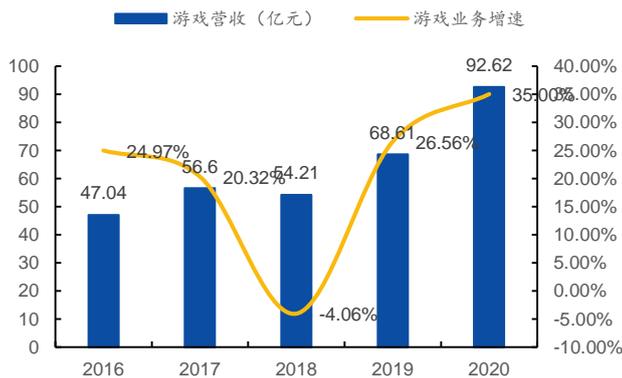
## 2.2 游戏业务：稳中求变，开拓产品新周期

2020 年公司游戏业务实现营业收入 92.62 亿，同比增长 35.00%。实现净利润 22.85 亿，同比增长 20.43%。主要来自于《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》手游贡献增量以及老产品持续稳定贡献利润。2021Q1 游戏业务实现净利润 4.27 亿元，同比下降 15.73%，扣非后净利润为 3.31 亿元，同比下降 34.12%。主要由于去年同期疫情叠加《新笑傲江湖手游》上线的高基数前提下，本期缺少新游戏产品出现下滑。

游戏业务细分板块来看，2020 年端游业务稳定增长，新品表现优异拉动移动游戏业务高速增长。2020 年端游实现收入 26.39 亿元，同比增长 9.11%，毛利率 61.49%。

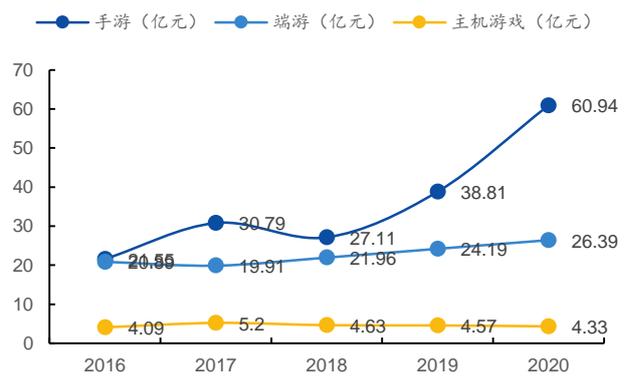
《诛仙》、《完美世界国际版》贡献稳定收入，《DOTA2》、《CS:GO》围绕赛事打造多元化运营手段发掘年轻用户，带动电竞业务增长。2020 年手游实现收入 60.94 亿元，同比增长 57.05%，毛利率为 68.26%。《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等老产品贡献良好业绩，《新神魔大陆》的成功发行标志公司的品效合一发行战略日趋成熟，进一步巩固在 MMORPG 核心品类的优势，根据伽马数据显示，2020 年公司在移动游戏 MMORPG 细分市场份额由 2020 年上半年的 22.5% 进一步提升至 24.4%。

图 3：2016-2020 年游戏业务收入及同比增速



资料来源：wind，国元证券研究所

图 4：2016-2020 年游戏业务细分板块收入变动（亿元）



资料来源：wind，国元证券研究所

### 2.1 行业趋势：存量竞争下加快细分领域拓展，买量步入精细化时代

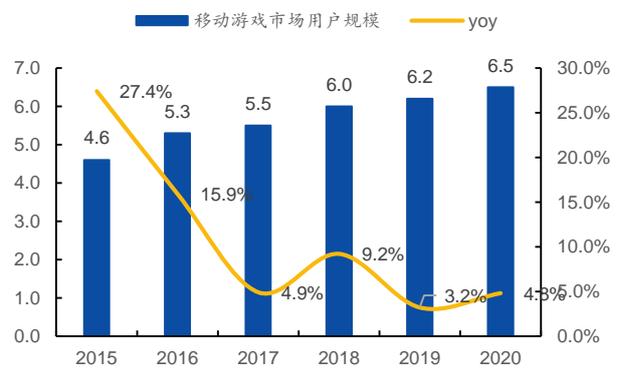
产品驱动取代流量成为游戏市场规模增长主因。2019 年中国游戏市场收入中移动游戏收入达 1581.1 亿元，同比增长 18%，用户规模 6.2 亿，增速 3.2%。2020 年在疫情的影响下，线上娱乐全面爆发，移动游戏收入达 2096.8 亿元，规模增速达 32.6%，用户规模 6.5 亿，增速 4.8%，用户增长幅度趋缓。随着疫情带来的流量红利影响逐步减弱，游戏市场增速将逐步恢复至常态化。2021 年 1-5 月中国移动游戏市场实际销售收入同比增长达 7.31%。2021 年 5 月，中国移动游戏市场实际销售收入为 186.16 亿元，同比增长 5.28%，环比增长 3.97%。上半年优质次新游叠加新游贡献收入，产品驱动成为市场增长主因。

图 5：中国移动游戏市场实际销售收入及增长率



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究所

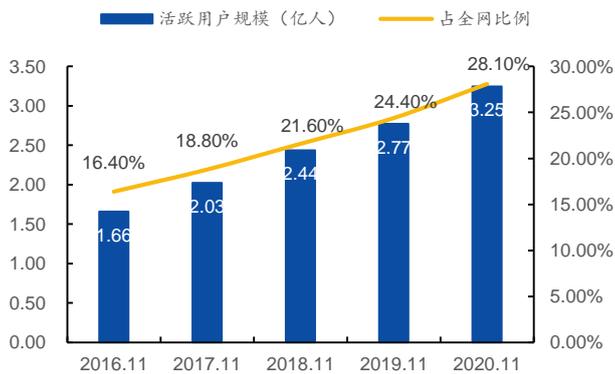
图 6：中国移动游戏用户规模（亿）及增长率



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究所

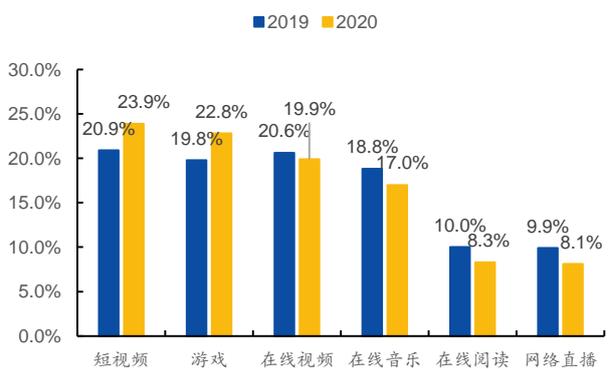
**Z 世代用户快速增长，成为移动互联网消费人群主力。**据 QuestMobile，2020 年我国 Z 世代活跃用户规模已达 3.25 亿，占全网比例 28.10%，2016-2020 年活跃用户规模年均复合增速 18.29%。据 MobTech 统计，短视频、游戏为移动网民前两大线上娱乐方式，2020 年游戏占线上娱乐应用日均使用时长 22.8%，同比增幅 3.00%。

图 7：Z 世代用户规模变化情况



资料来源：QuestMobile，国元证券研究所

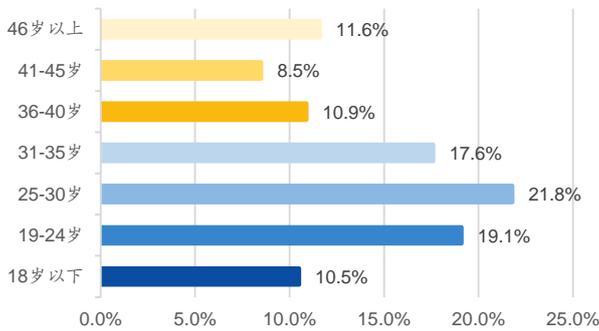
图 8：各类线上娱乐应用日均使用时长占比变化



资料来源：MobTech，国元证券研究所

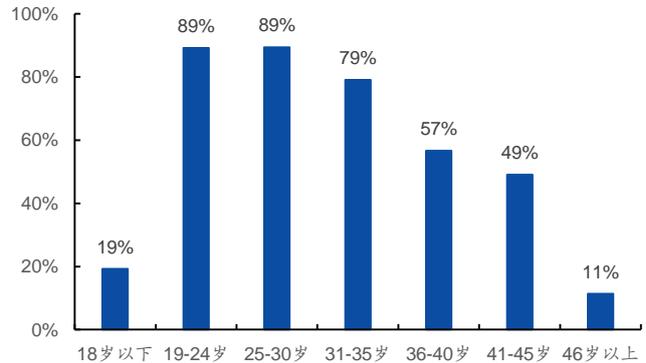
**手游消费呈现明显的代际差异，Z 世代正在逐渐成长为线上娱乐行业的主力消费人群，核心玩家将持续扩容。**手游特别是中重度手游有明显操作门槛，具有一定的学习成本，从年龄分布看游戏消费呈现出明显代际差异，46 岁以上人群过 5 亿，但渗透率仅为 11.6%，而 18-30 岁年龄段渗透率在 79% 以上，同时贡献近六成的总玩家数。我们若将现阶段 18-35 岁人群（1985-2002 年间出生）定义为手游核心用户群，目前这部分人口约占总人口的 26.48%，随代际切换不断新进核心用户，至 2038 年潜在核心用户（18 岁以上，85 后）人口渗透率有望达到 45.11%。

图 9：2020H1 玩家年龄分布对比



资料来源：Questmobile, 国元证券研究所

图 10：手游各年龄段渗透率（玩家数/人口数）

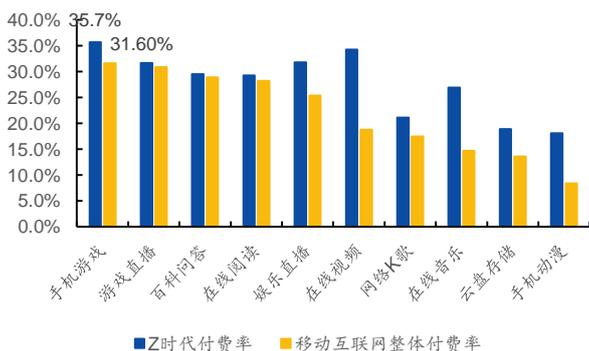


资料来源：Questmobile, CNNIC, 国家统计局, 联合国人口司, 国元证券研究所  
注：总人口数为联合国人口司预测值中口径

**Z 世代付费率在各个细分赛道中均好于移动网民均值，其中 Z 时代手游付费率高达 35.7%。** Z 世代出生于互联网高速发展的阶段，内容消费的诉求更高，而良好的物质和教育基础决定了 Z 世代群体更具有版权意识，更愿意为优质内容付费。根据凯度调研数据显示，Z 世代每月人均可支配收入达到 3501 元，远高于全国月人均可支配收入 2561 元。横向比较目前 Z 时代对于手游付费率位于所有线上消费之首，高达 35.7%，整体的付费率和付费金额较优。随着 Z 时代成长成为消费主力，整体手游用户质量将极大提高。

**Z 世代玩家偏好 MMORPG、MOBA、二次元等品类手游，玩家审美以及对产品品质要求日益提升。** 据 QuestMobile，MMORPG 手游《光遇》、《天涯明月刀》中 Z 世代用户占比分别达到 66.6%及 62.4%，开放世界二次元手游《原神》用户中 Z 世代占比达到 58.1%，均超过半数。

图 11：2019.6 Z 世代付费率和移动互联网付费率比较



资料来源：Questmobile, 国元证券研究所

图 12：2020.11 Z 世代在手游行业活跃用户规模及占比



资料来源：Questmobile, 国元证券研究所

**国产手游出海步伐加快，海外市场中国自研产品流水占比持续提升，游戏出海带来游戏厂商的增长第二极。** 2020 年中国自研游戏的海外市场收入为 154.5 亿美元，同比上升 33.3%，海外市场仍具备一定的营收增长空间。对比美、日、韩、英、德等

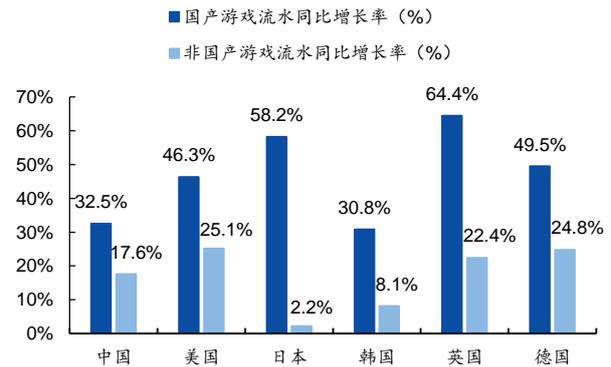
全球重要移动游戏市场，目前国产移动游戏在这些国家的流水同比增长率均高于该国家移动游戏市场的流水增速；除韩国市场外，国产移动游戏的海外增速均超过国内市场 32.5%的流水增速，国产移动游戏出海前景明朗。得益于研发能力的提升以及国内移动游戏市场积累的经验与资金实力，各大厂商均积极筹划海外布局，在国内市场版号趋严、监管力度加大以及头部厂商格局稳定的情况下，出海市场成为游戏行业的增长第二极。

图 13: 2015-2020 年中国自主研发游戏海外市场实际收入及增长率



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究所

图 14: 2020 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 流水及其中国产游戏流水同比增长率



资料来源：中国音数协游戏工委&国际数据公司，国元证券研究所

头部及二线厂商基本盘稳定，在精品化带动研发成本和研发周期上行的前提下，相较于中小厂商拥有更多试错机会，公司在保证优势品类持续迭代筑底基本盘同时针对 Z 世代年轻用户需求，通过投资合作或者收编具备新品类创意的成熟团队或中小工作室，填补非优势品类的内容空缺。同时加速海外市场布局，打开收入增长新空间。

表 1: 主流品类研发周期以及研发成本

	MMO	ARPG	卡牌	SLG	休闲	二次元
研发周期	约 2 年以上	约 1-1.5 年	约 1.5 年	约 1.5 年	约 6-12 个月	约 1.5 年
研发成本	1-2 亿	数千万	数千万	超过 1 亿	1000 万元	2000 万以上

资料来源：公司公告，调研资料，制作人访谈，国元证券研究所

**表 2：主要游戏公司产品类矩阵及拓展方向**

公司	优势品类		拓展品类		海外布局		
	主要类型	代表产品	主要类型	代表/待发产品	发行地区	主要类型	代表产品
腾讯	MOBA	《王者荣耀》	MMORPG	《天涯明月刀》	欧美/日本等	战术竞技	《PUBG MOBILE》
	射击	《穿越火线》	策略	《鸿图之下》	东南亚	MOBA	《王者荣耀》
	战术竞技	《和平精英》	开放世界	《诺亚之心》	欧美/东南亚	塔防策略	《Clash of Clans》
	棋牌	《欢乐斗地主》	2D 横板过关	《DNF 手游》	欧美	射击	《使命召唤手游》
	动作格斗	《火影忍者》	末日生存	《黎明觉醒》	欧美/日本/东南亚	MMORPG	《龙族幻想》
	体育运动	《FIFA 足球世界》	女性向	《光与夜之恋》			
	赛车竞速	《QQ 飞车》	模拟经营	《小森生活》			
	音乐	《QQ 炫舞》	二次元	《一人之下》			
网易	MMORPG	《梦幻西游》等	放置	《宝可梦大冒险》	日本	战术竞技	《荒野行动》
	策略	《率土之滨》	休闲	《阴阳师：妖怪屋》	日本/韩国	末日生存	《明日之后》
	卡牌	《炉石传说》等	射击	《Disorder》	日本/韩国	非对称竞技	《第五人格》
	末日生存	《明日之后》	赛车竞速	《王牌竞速》			
	体育竞技	《实况足球-2020》	女性向	《时空中的绘旅人》			
完美世界	MMORPG	《新神魔大陆》/《新笑傲江湖》/《完美世界手游》	动作	《非常英雄》	港台	MMORPG	《完美世界手游》
			Roguelike	《旧日传说》	韩国	MMORPG	《新神魔大陆》
					港台/东南亚	MMORPG	《新笑傲江湖》
三七互娱	MMORPG	《云上城之歌》	SLG	《狂野西境》	日本	RPG	《江山美人》
	ARPG	《斗罗大陆》	模拟经营	《叫我大掌柜》	日本/韩国	MMORPG	《云上城之歌》
	传奇、奇迹类	一刀传世、精灵盛典	女性向	《一千克拉女王》	欧美	SLG	《Puzzle&Survival》
吉比特	MMORPG	《问道手游》	放置类	《一念逍遥》			
	Roguelike	《不思议迷宫》等	二次元 RPG	《复苏的魔女》			
	休闲	《奇葩战斗家》	经营养成	《摩尔庄园》	港台	放置	《最强蜗牛》
	解谜/益智	《匠木》、《长生劫》	ARPG	《纪元：变异》			
掌趣科技	奇迹 RPG	《奇迹 MU：觉醒》	二次元	《那些需要守护的》	韩国/东南亚	奇迹 RPG	《奇迹 MU：觉醒》
	卡牌	《大掌门》《一拳超人》			日本	卡牌	《拳皇 98 终极之战》
	策略塔防	《塔防三国志》等			港澳/东南亚	卡牌	《一拳超人》
游族网络	卡牌	《少年三国志》1/2	二次元	《伊甸园的骄傲》	日本	二次元	《红：伊甸园的骄傲》
	ARPG	《狂暴之翼》	MMORPG	《新盗墓笔记》	日本	卡牌	《少年三国志 2》
	SLG	《权力的游戏》			欧美	SLG	《权力的游戏》
世纪华通	传奇类	《传奇》/《传奇世界》	放置类	《Idle mafia》	欧美	策略	《阿瓦隆之王》
	MMORPG	《最终幻想 14》等	ARPG	《月夜狂想曲》	欧美	策略	《火枪纪元》
	休闲	《冒险岛》/《彩虹岛》	女性向	《梦色卡司》	欧美	策略	《State of survival》
	体育竞技	《街头篮球》	偶像养成	《樱桃湾之夏》等			
	二次元	《Love Live!》、《血族》	模拟养成	《小森生活》			
	末日生存	《辐射：避难所 Online》					

资料来源：国元证券研究所

**买量市场快速增长，超越联运规模。**联运渠道整体流量趋于稳定，而近年来以抖音为核心的超级 APP 的兴起大量抢占用户流量及时长推动买量市场的火热，2017 年买量官包市场规模为 316.9 亿元，2018 年增长 38% 达到约为 436 亿元，2019 年买量市场规模增幅接近翻倍，总规模已超联运，2020 年买量渠道的市场规模接近 1200 亿，占整体移动游戏比例达到 57%。

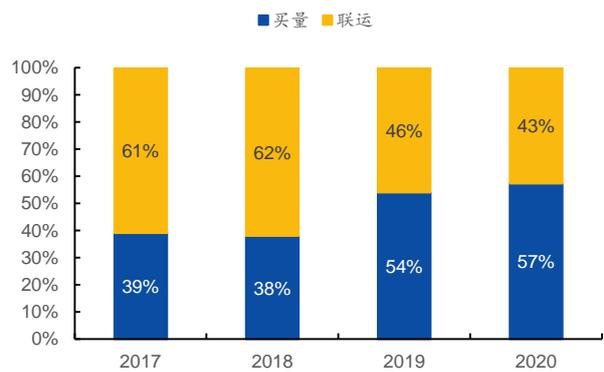
图 15: 2017-2020 年买量市场规模 (亿元) 与增速

图 16: 2017-2020 年买量与联运渠道占比变动



资料来源: 硬核联盟白皮书, 手游那点事, 国元证券研究所

注: 2017、2018 年为硬核联盟统计及预测移动游戏市官包买量规模, 2019、2020 年为访谈数据



资料来源: 硬核联盟白皮书, 手游那点事, 国元证券研究所

注: 2017、2018 年为硬核联盟统计及预测移动游戏市官包买量规模, 2019、2020 年为访谈数据

**买量的快速增长以及垂类渠道的崛起带动精品游戏研发/发行商渠道议价能力提升，产业链价值得以重新分配，利好精品游戏研发商。**国内苹果生态渠道格局相对稳定，而在海外市场，EPIC 已于 20 年在《堡垒之夜》中加入绕开苹果商店的新支付渠道。20 年 12 月 3 日，苹果官方宣布针对小型企业和独立开发者降低抽成佣金的计划，佣金抽成将可降低至 15%。国内安卓生态下，过高的分成比例、维护 SDK 所投入运维成本以及存在版本更新不及时、不能快速根据玩家反馈调整运营内容一直是亟待解决的问题。2019 年腾讯就《剑网三：指尖江湖》以及《跑跑卡丁车》与安卓渠道谈判，要求渠道分成比例降至 30%，2020 年《原神》与小米商店达成协议，分成比例为 7:3，渠道分成比例下降已开口子，未来渠道有望更多让利上游厂商。

厂商侧近几年出现多款选择不在主流安卓渠道服首发的头部产品。青瓷游戏《最强蜗牛》安卓渠道目前仅上线 TapTap 和 B 站，20 年 10 月 31 日再上线华为等应用商店，圈存住首批用户红利。椰岛游戏《江南百景图》安卓渠道则由 TapTap 独家发行。两者均为中小型厂商产品，通过精细化买量投放成功突围，莉莉丝《万国觉醒》、米哈游《原神》、吉比特《一念逍遥》等具备高关注度的热门产品也均未选择首发上线联运渠道。通过敏感性分析，安卓分成比例提升至 70% 时，厂商净利润率有望从 25% 提升至 42%。

表 3: 安卓端分成比例变动带动游戏厂商净利润变动敏感性分析

安卓分成比例	50%	55%	60%	65%	70%
净利润率	25.00%	30.00%	34.38%	38.24%	41.67%

资料来源: 国元证券研究所 假设: 原研运一体厂商净利润为 25%; IOS 和安卓流水比 1: 1.5; IOS 分成比例保持在 70%。

表 4：未上线主流安卓联运渠道的部分游戏

游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	上线渠道	上线时间
明日方舟	二次元塔防	鹰角网络	鹰角网络	App Store、官网、TapTap、B 站	2019. 5. 1
浮生为卿歌	女性向	友谊时光	友谊时光	App Store、官网、TapTap	2020. 12. 31
最强蜗牛	放置	青瓷游戏	青瓷游戏	App Store、官网、TapTap、B 站（10 月 31 日上线华为应用商店）	2020. 6. 23
江南百景图	模拟经营	椰岛游戏	椰岛游戏	App Store、TapTap	2020. 7. 2
万国觉醒	策略类	乐狗游戏	莉莉丝游戏	App Store、官网、TapTap、九游	2020. 9. 23
原神	开放世界	米哈游	米哈游	卓渠道暂不上线华为、小米应用商店	2020. 9. 28
一念逍遥	放置	吉比特	吉比特	App Store、官网、TapTap、B 站	2021. 2. 1

资料来源：公司官网，国元证券研究所

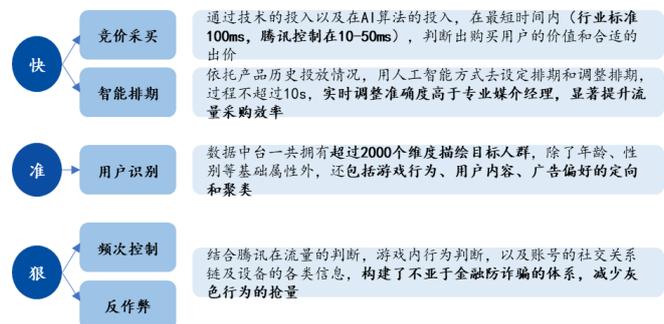
买量投放由“粗放式”向“创意化、精品化”转变，营销打法回归产品本身质量。在行业初期快速发展阶段，厂商充分享受流量红利，更看重效果广告带来的短期内直接转化，更多是“粗放式”买量投放。而随着流量红利逐渐减少，在市场存量竞争下，产品逻辑成为主导。精品内容在引流、转化和留存率表现更好，产品回收期健康形成良性投放。而长尾内容转化效果低，难以承受上行的买量成本，行业竞争转向优质内容之间的竞争。在激烈流量竞争下，优质内容同样需要依靠广告营销达成品牌宣传的即时转化。品效合一发行方式的优势在于，营销创意与产品实际内容高度结合，能够精准有效定位目标高价值用户，上线初期即能实现高转化率并直观反应在流水侧。此外，品牌与效果宣发并举，扩大品牌声量的同时有利于建立长期品牌影响力，在游戏本身质量高，能够长线稳定运营的前提下能够持续带来增量用户。

图 17：买量智能化投放平台

图 18：以腾讯为例的精细化流量采买方式



资料来源：游戏陀螺，国元证券研究所



资料来源：腾讯游戏学院，国元证券研究所

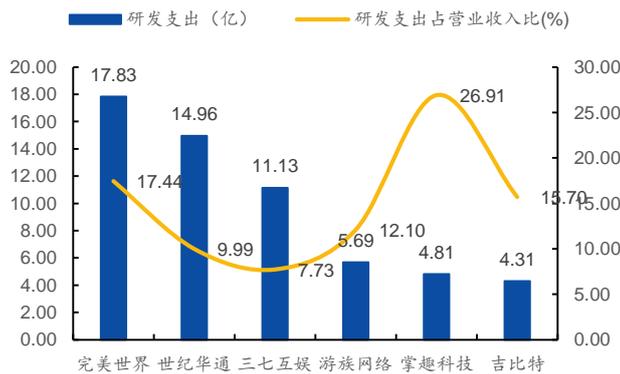
## 2.2 研发侧：巩固技术和 MMO 品类优势，积极布局创新赛道

### 2.2.1 优势一：多年技术积淀，研发实力雄厚

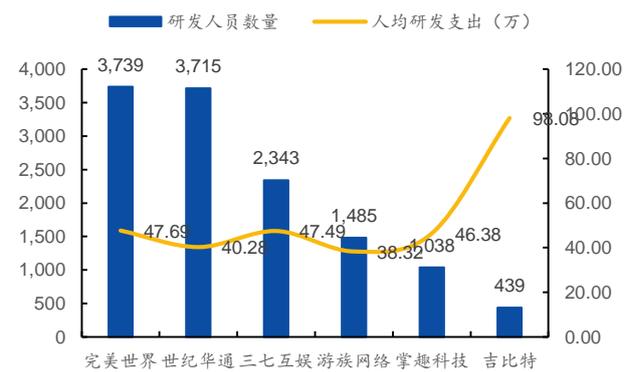
公司研发投入及研发人员数量位于 A 股同类公司首位。公司始终保持较高水平的研发投入，2020 年公司研发投入为 17.83 亿元，研发人员数量为 3739 人，同比增长 8.47%，均位于 A 股同类可比公司首位。研发支出占营业收入比重为 17.44%，人均研发支出达到 47.69 万元，均位于市场头部。

图 19：2020 年 A 股主要游戏公司研发支出对比

图 20：可比公司研发投入/营业收入



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

研发部门组织架构上，公司研发团队采用工作室与职能中心并行，积极引入新团队拓展品类布局。整体研发团队以第一、第三、第五、第七项目中心为基础，并行研发技术中台和孵化中心，并设立多个工作室，其中包括公司 2018 年以来陆续并入的新团队，如赤金互娱（原《狂暴之翼》团队）、乘风工作室（原《龙之谷》手游团队）、天智游工作室（原《神武》手游团队）以及幻塔工作室（原《太极熊猫》手游团队）等。对单个项目而言，公司成立内部项目孵化机制，机制分为 4 个阶段：员工、工作室、公司、资本运作。每个阶段公司根据员工能力，为其提供资源支持及激励，帮助员工从职员成长为公司负责人，直至进入资本市场。公司目前在北京、上海、深圳、成都、苏州、北美地区及欧洲已拥有 20 余个专注不同题材和品类的研发工作室，覆盖二次元、开放世界、女性向、射击、竞技等新品类和题材。

**表 5：公司项目孵化机制**

阶段	进阶标准	资源支持	激励机制
员工阶段	<b>培养经验</b> - 立志做好产品 - 没有开发经验，没有团队	<b>完整支持</b> - 开发成本 - 免费运营	- 行业薪资 - 部门奖金 - 项目提成
工作室阶段	<b>组建团队</b> - 有研发成功产品经验 - 有创新和项目管理能力 - 已形成团队或有组建团队的实力	<b>技术支持</b> - 自主引擎（收费） - 美术（收费） - IP（免费）	- 制作人年薪百万 - 团队千万级分红（税收利润 30%的分红总包） - 一定的自主权（如招聘）
公司阶段	<b>产品开发</b> - 连续研发产品成功的工作室允许分拆为子公司 - 三款产品月收入超过 3000 万或两款产品月收入超过 5000 万	<b>用户支持</b> - 自主引擎（收费） - 美术（收费） - IP（免费） - 用户导入	- 创业团队可获得股权（30%-49%不等） - 独立子公司可以自行制定薪资体系，奖金体系，开发方向，加强竞争力
资本运作	<b>盈利能力</b> - 成功开发了四款以上产品 - 子公司年利润大于两亿	<b>母公司出让股权，甚至可以让出控制权</b>	- 母公司溢价出让控股权 - 子公司寻求资产证券化

资料来源：和君咨询，国元证券研究所

**表 6：公司主要研发团队分布**

地点	团队	过往产品	近期开发产品
北京	第一项目中心	完美世界、武林外传、神魔大陆、诛仙（端游）	新诛仙世界、完美世界主机版
	第三项目中心	诛仙手游、武林外传手游、完美世界手游、云梦四时歌	基于诛仙 IP 卡牌手游
	第五项目中心	烈火如歌手游、神雕侠侣 2 手游	新神魔大陆手游、仙剑奇侠传 IP 手游
	第七项目中心	倚天屠龙记手游、射雕英雄传手游	新笑傲江湖手游
	孵化中心	-	旧日传说
	逍遥工作室	热舞派对（端游）、圣斗士星矢（端游）、Touch	我的起源
	天路事业部—梦间集工作室	梦间集、梦间集天鹅座	梦间集 2
上海	天路事业部—黑马工作室	射击类主机游戏	Don't even think（主机）
	赤金互娱	狂暴之翼	战神遗迹
	T3 工作室	射雕英雄传端游、射雕英雄传手游、轮回诀	一拳超人
成都	乘风工作室	龙之谷手游	日漫风格二次元 ARPG 手游
	天智游工作室	神武手游	梦幻新诛仙
苏州	幻塔工作室	太极熊猫	幻塔
深圳	惊奇互娱	-	竞技类手游
美国	Cryptic 工作室	星际迷航 0L、无冬 0L	万智牌（端游+主机）
	Unknown Worlds	深海迷航	深海迷航：零度之下（端游+主机）
	Echtra 工作室	火炬之光系列	火炬之光 3
法国	Magic Design 工作室	非常英雄	非常英雄手游

资料来源：完美后花园，国元证券研究所

公司是国内少数自主研发3D游戏引擎的企业，游戏开发实力雄厚。公司早期产品主要采用自研引擎开发，推出了Angelica、ARK3D、ERA等自研引擎。比如Angelica X引擎主要用于开发MMORPG端游，曾用于《完美世界》、《笑傲江湖》的研发。ERA引擎针对移动平台打造，在Vulkan支持方面成效显著，主要为玩家带来高流畅度、高帧率、低能耗的体验，产品包括《倚天屠龙记》等。公司于19年推出首款使用UE4的主机游戏《DON' T EVEN THINK》，后续手游《梦幻新诛仙》、《幻塔》均采用UE4引擎制作，其他在研UE4项目包括原生云游戏《诛仙2》、端游《新诛仙世界》、主机游戏《X档案》等。

表7：公司产品的引擎使用情况

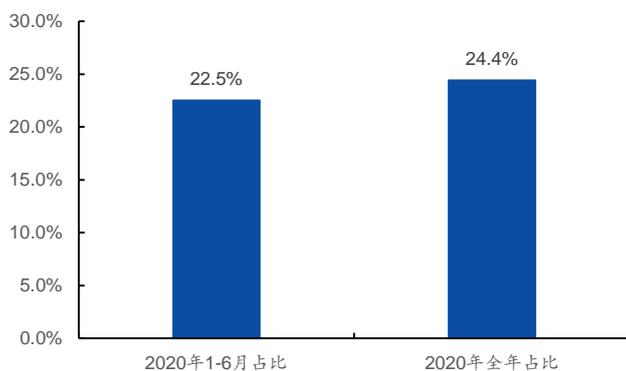
引擎名称	使用情况
自研引擎：Angelica X	主要用于开发MMORPG端游，产品包括《完美世界》《赤壁》《笑傲江湖》。
自研引擎：ERA	主要对游戏画面及性能进行深度优化，产品包括《倚天屠龙记》等。 2019年上线的《DON' T EVEN THINK》为公司首款使用UE4的主机游戏。 公司将3A级别前沿技术广泛应用于移动产品，比如：使用虚拟纹理技术提升游戏细节表现、《诛仙2》将UE4的体积雾针对移动平台优化、将粒子系统Niagara应用于游戏特效及环境交互。
UE4引擎	在研UE产品包括《诛仙2》、《新诛仙世界》、《X档案》等，另有更多团队及项目在进行中。正在测试中的开放世界MMO手游《幻塔》应用了UE引擎中的超大地形、超远距离动态阴影、自定义着色模式的研发技术。

资料来源：UOD2020，国元证券研究所

## 2.2.2 优势二：MMORPG为核心优势品类，持续深耕构建壁垒

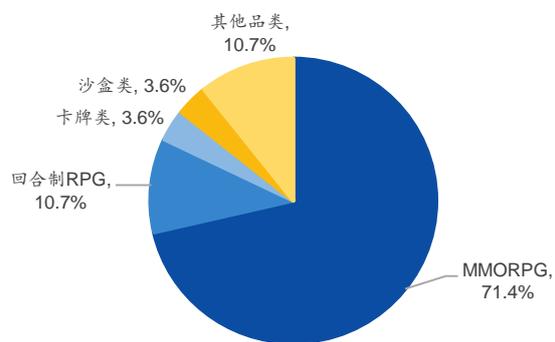
MMORPG是完美世界游戏擅长的优势品类，布局赛道已经超过15年，具备丰富的研运经验。MMORPG是国内游戏用户最为偏好的细分品类之一，2020年收入排名TOP100游戏产品中，角色扮演类游戏占比第一，达到19.48%。根据伽马数据，完美世界在MMORPG品类累计获取了数百亿元流水，流水过亿产品中71.4%为MMORPG产品。

图21：完美世界MMORPG占所属品类市场份额



资料来源：国元证券研究所

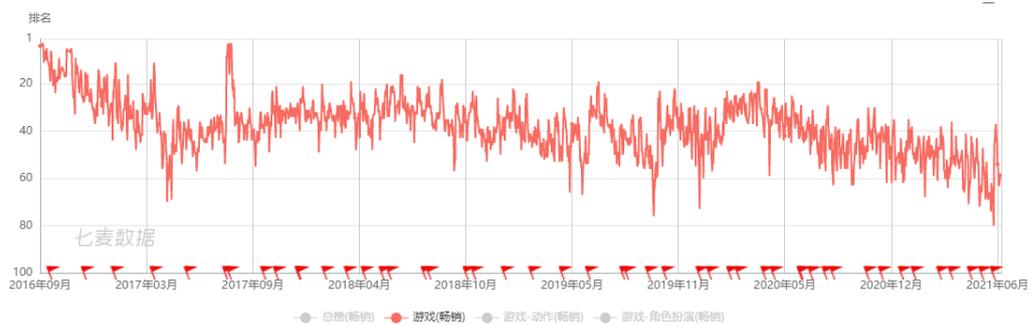
图22：完美世界流水过亿产品品类分布状况（按数量）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

2020年，公司在MMORPG市场占有率提升至24.4%，长线运营实力突出。四款主力手游《新诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》和《新神魔大陆》长期位列国内IOS畅销榜TOP50，验证公司在MMORPG品类竞争优势。公司旗下有7款运营时长超过10年的端游产品，“完美世界”“神魔大陆”均为公司代表性原创IP，同时对“神雕侠侣”、“笑傲江湖”“诛仙”等武侠、仙侠类小说IP改编，在端游领域积累了丰富的玩法内容与核心用户。2005年上线《完美世界》已运营超15年。公司自2013年开始实行“端转手”策略后陆续推出多款精品手游，其中《诛仙》手游已运营近5年。

图 23:《诛仙》手游畅销榜排名



资料来源：国元证券研究所

表 8: 公司旗下主要 MMORPG 游戏运营时长

类型	游戏	上线时间	已运营时长 (年)
端游	完美世界	2005.11	15+
	武林外传	2006.7	14+
	诛仙3	2007.5	14+
	口袋西游	2008.1	13+
	赤壁	2008.1	13+
	梦幻诛仙2	2009.3	12+
	神鬼传奇	2009.4	12+
	神鬼世界	2012.1	9+
	神雕侠侣	2012.5	9+
	神魔大陆2	2013.9	7+
	笑傲江湖	2013.11	7+
	手游	新诛仙手游	2016.8
完美世界手游		2019.3	2+
新笑傲江湖		2019.12	1+

资料来源：公司官网，国元证券研究所

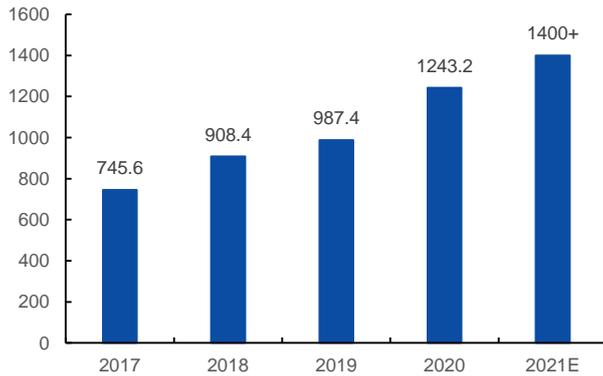
### 2.2.3 优势三：IP 矩阵丰富，积极布局创新品类拓展产品矩阵

公司多年沉淀手握多款旗舰 IP，并积极拓宽 IP 版图，拓展创新品类。根据伽马数据，2020年 IP 改编移动游戏市场收入首次超过千亿元，用户价值及特征也使得 IP 改编

游戏在买量、营销等领域占据优势。公司除自有 IP 完美世界、诛仙系列外，还囊括武侠、国风、魔幻品类。武侠是公司布局最广泛的品类之一，其中《天龙八部 2》手游持续开发金庸武侠系列，并与温瑞安系列作品 IP 达成合作。在稳固自身基本盘同时，公司迎合年轻群体，扩展潮流 IP。原创二次元方面，公布《幻塔》、《黑猫奇闻社》等多款新品。国漫方面，宣布与彩条屋系列、灵笼 IP 合作。日系 IP 方面，新发布《百万亚瑟王》、《Code name X》、《一拳超人》等改编手游。

图 24：IP 改变移动游戏市场收入状况（亿元）

图 25：完美世界 IP 矩阵



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：完美世界新游发布会，国元证券研究所

**2021 年新游发布会共发布新品游戏 24 款，其中 95% 为自研产品，迎来产品新周期。**公司公布了两款完美世界 IP 新品及 3 款诛仙 IP 新品，分别为主机游戏《Perfect New World》、手游《完美新世界》，和端游《新诛仙世界》、5G 原生云游戏《诛仙 2》手游、《梦幻新诛仙》。技术方面，多款游戏采用虚幻 4 引擎制作。Pipeline 方面，《幻塔》官网预约人数超 572 万人，三测将于 7.15 开启，目前暂定档暑期上线。此外，《天龙八部 2》、《一拳超人：世界》也即将开启测试。其中，《天龙八部 2》由公司投资的阅龙智娱研发主要负责研发，完美负责发行和参与研发，武侠 MMO 属于工业化水平较为成熟的产品，有望年内上线。

**表 9：完美世界 2021 新游发布会产品矩阵总览**

矩阵	IP/品类	游戏名称	类型	玩法	题材	自研/代理	进度	备注
经典向	完美世界 IP	perfect new world	PC&主机	次时代动作	奇幻	自研	研发中	
		完美新世界	移动	开放世界 MMO	奇幻	自研	研发中	
	诛仙 IP	新诛仙世界	PC	MMO	仙侠	自研	研发中	
		诛仙 2	移动	MMO	仙侠	自研	研发中	原生云游戏
		梦幻新诛仙	移动	回合制+大世界 MMO	仙侠	自研	6.25 上线	
	武侠/新国风	天龙八部 2	移动	MMO	武侠	代理	近期测试	
		温瑞安系列	-	-	武侠	自研	研发中	
		梦间集 2	移动	-	赛博风	自研	研发中	
		香蜜沉沉烬如霜	移动	大世界 RPG	仙侠	自研	研发中	移动端、云端研发进行中
	魔幻	代号：火山	移动	轻操作策略休闲 RPG	魔幻	自研	研发中	
		战神遗迹	移动	ARPG	魔幻	自研	5.20 上线	
	创新向		幻塔	移动	开放世界	废土科幻	自研	7.15 三测
		代号：R	移动	互动叙事	蒸汽幻想风	自研	研发中	
百万亚瑟王 IP		代号：MA	移动	多人协同 CCG	日系幻想	自研	近期测试	2013 年盛大代理《扩散性百万亚瑟王》为国内最早引入的核心二次元手游
		Project：棱镜	移动	开放世界	异星科幻风	自研	近期测试	
		Project Bard	移动	冒险 RPG	日系幻想	自研	研发中	
女神异闻录 IP		code name X	移动	JRPG	日系现代	自研	研发中	
		一拳超人：世界	移动	动作类	热血打斗	自研	近期测试	
		黑猫奇闻社	移动	女性向+互动解谜	都市奇幻	自研	近期测试	
		逐光之旅	PC/移动	平台跳跃	深海唯美	自研	即将上线	
		代号档案	PC/移动	叙事解谜	都市传说	自研	即将上线	
		彩条屋 IP 系列	-		神话	自研	研发中	
	灵笼	-		国漫	自研	研发中		

资料来源：2021 年完美世界新游发布会，国元证券研究所

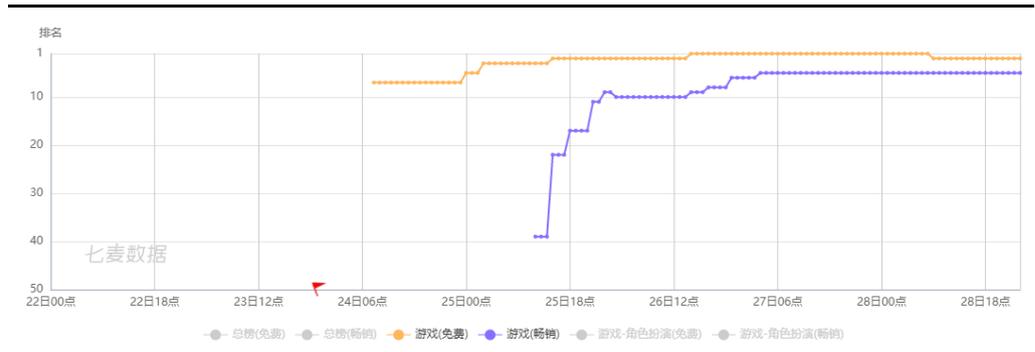
### 重点产品一：《梦幻新诛仙》

**游戏类型：**为公司旗下天智游工作室(前神武核心团队)研发的“创新型回合制 RPG+高画质”手游。游戏沿用诛仙 IP 世界观，采用回合制+大世界玩法提升游戏自由探索度和环境交互，并引入人工智能技术自动生成全新的 NPC 并参与到玩家剧情体验中。主要面向回合制 MMO 用户，偏向平稳长线运营。游戏采用 iOS、安卓以及官方 PC 三端互通，在保留核心玩法基础上融入阵法等特色玩法，简化日常任务流程便于玩家

操作，人物捏脸系统、游戏画面光影效果、建模精度以及配音音效质感在目前同类产品中表现力突出。

**首日流水超 1500 万，官方渠道引流效果较好。**《梦幻新诛仙》6.25 上线，根据官方数据，游戏首日流水超 1500 万，上线三日位于畅销榜第 5，免费榜第 2。此次游戏采用三端互通模式，从引流效果来看，官方服务器目前已开 16 个，渠道服务器为 6 个，官服的引流人数显著高于渠道服，游戏整体利润率水平有望提升。

图 26:《梦幻新诛仙》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

图 27:《梦幻新诛仙》官方服务器



资料来源：游戏截图，国元证券研究所

图 28:《梦幻新诛仙》渠道服务器



资料来源：游戏截图，国元证券研究所

**付费内容上**，游戏目前主要付费点集中在角色成长所需的各类道具资源获取，以及战令通行证（45 元/月）、月卡（30 元/月）、成长基金（充值 88 元后随等级返还对应游戏内货币）等，后期包括角色、灵兽、仙友的经验等级提升，装备打造和升级，均需要持续的资源投入，游戏内整体付费点偏长线。

图 29:《梦幻新诛仙》“战令”充值



资料来源：游戏截图，国元证券研究所

图 30:《梦幻新诛仙》月卡充值

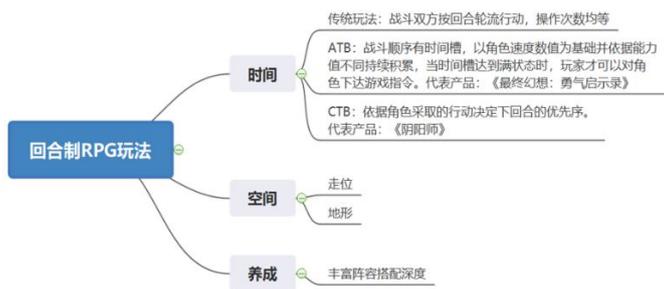


资料来源：游戏截图，国元证券研究所

游戏形式推陈出新，回合制 RPG 手游玩法能够持续迭代。回合制手游以社交体验为核心，数值成长为辅。早先回合制 RPG 凭借易上手的指令回合行动，兼具角色养成、职业搭配、资源管理等内容搭配策略性成为市场主流。而随着硬件技术提升，即时制手游凭借操作的即时反馈，以及更强的场景表现力，产品数量持续增长。但同时回合制 RPG 手游玩法也在迭代创新，区别于即时制的操作性，回合制 RPG 手游可玩性以策略搭配为主，从时间、空间以及养成模式上拓展游戏深度。

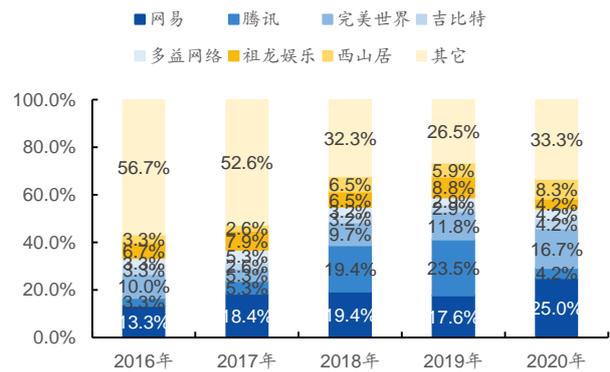
市场格局上，MMO 品类头部效应明显，传统优势大厂构建壁垒。从 2016-2020 年畅销榜 TOP100 中 MMO 手游研发商市占率的变化来看，以网易、完美世界为代表的头部厂商市占率逐年提升。MMORPG 在游戏架构设计、玩法深度、提升沉浸感的技术要求以及运营精细化等方面都具备明显门槛，传统优势大厂凭借多年积淀已经形成较为稳定的技术壁垒。

图 31: 回合制 RPG 手游玩法的创新方向



资料来源：知乎，游戏陀螺，国元证券研究所

图 32: 2016-2020 年主要 MMORPG 研发商 iOS 畅销榜 TOP100 市占率变化情况 (基于数量)



资料来源：七麦数据，国元证券研究所 注：2020 年腾讯进入畅销榜 TOP100 产品共 7 款，其中 6 款为代理，此处仅统计自研产品，因此占比下滑较大

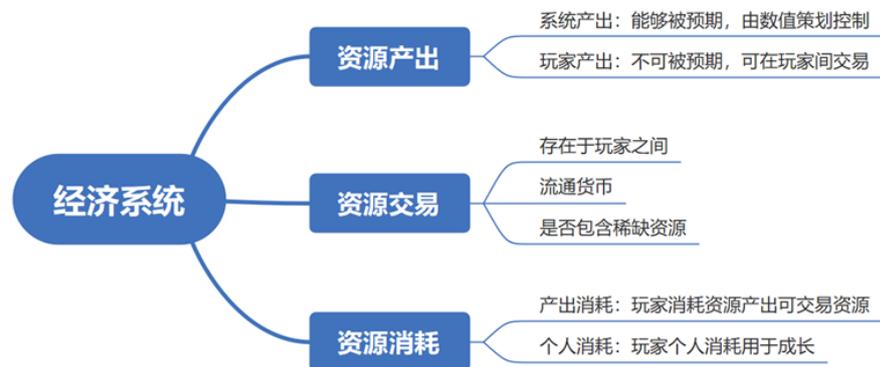
头部回合制 MMORPG 手游具备完善的数值设计和社交系统，是保证后续长线运营的前提。早入局的头部厂商在高玩家基础前提下（玩家结构合理健康）不断优化数值设计和补充游戏内容，构建技术和运营成本壁垒，保证游戏生态稳定，吸引玩家长期

留存。

**数值：**1) 成长数值：主要是游戏的成长节奏和成长体验，对于长线运营游戏来说偏向于做小数值设计，游戏前期成长较快，中后期趋于平稳，各阶层玩家间保持合理差距。需要游戏本身玩法和品质能够经历长期考验，只要玩家认可游戏品质，就能够沉浸于参与各类玩法产出资源→消耗资源养成角色→养成角色再参与玩法验证成长的游戏闭环中，成为游戏生态的一部分。2) 经济数值：完善可控的经济生态是保证游戏留存和长线运营的重点。网游经济系统实际上是游戏内资源的产出、交易和消耗，关联游戏的商业化设计和运营策略。对于开放程度更高的经济系统，由于存在套利机会，维持经济生态的平稳和市场秩序在实际运营过程中更加困难，维稳成本更高，普通小厂难以承担和复制经验。

**社交：**游戏内社交即玩家之间的社交行为和社交关系。主要包括：社交基础、社交需求、社交入口。对于头部产品来说，具备有较高的活跃人数以及相对合理的用户结构奠定社交基础，加入交易、好友、帮派系统，官方保证规律的版本更新节奏，通过不同活动内容制造更多正向的社交需求，包括核心资源的市场流通、组队过难度玩法、团体形式 PVP 等，让玩家能够在游戏中找到定位和存在价值，加强社交粘性，推动游戏生态良性运转。

图 33：网络游戏经济系统拆解



资料来源：知乎，国元证券研究所

### 重点游戏二：《幻塔》

**游戏类型：**原创 IP《幻塔》采用科幻废土世界观+开放世界元素，通过自由搭配职业设定实现多种战斗体验。同时融入公司擅长的 MMO 作为底层玩法，主打轻社交模式，玩家可以能够通过自主选择、组队协作等方式获得合适的社交体验，形成产品差异化特色。

**测试表现：**二测次留 60%，三留 40%左右，采用 iOS、安卓以及官方 PC 三端互通。三测定于 7.15 开启，官网预约人数超 572 万人，暂定档暑期上线。

**游戏特点：**《幻塔》采用 UE4 引擎打造。游戏整体美术风格针对泛二次元人群喜好。玩法上加入完美擅长的动作设计，在世界探索上，用滑板、攀爬、载具飞行的方式实现“可见即可达”。地图内设置有多个小副本及可互动元素，增加环境可消耗点，达

成开放世界体验。战斗系统上，游戏设计多种战斗方式如潜行背刺、骑乘攻击、子弹时间等，增强战斗打击感和世界沉浸度。数值培养上，游戏采用以武器为核心的数值养成逻辑，装备带有等级、评分、特殊效果及品阶。玩家通过战斗、合成等方式培养装备。社交系统上，游戏设有传统 MMO 必备的世界频道、工会系统、强调多人联机社交。

图 34：《幻塔》中玩家可使用载具辅助战斗和世界探索



资料来源：Bilibili，国元证券研究所

**中国二次元移动游戏市场 2021 年预计销售收入将达 270 亿元以上，腰部二次元产品呈现扩容态势。**二次元手游经历了由相对小众题材向知名 IP 改编再到更多优质原创内容兴起，由核心二次元逐渐向接受度更广的泛二次元内容拓展，从代理日服游戏到自制游戏成功实现出海的发展历程。近年来国内二次元手游市场稳步增长，根据伽马数据，2021 年我国二次元游戏销售收入有望达到 270 亿元以上，泛二次元用户规模接近 3 亿，为核心二次元用户规模的两倍以上。其中，2020 年流水 1-10 亿元的腰部产品数量为 41 款，较 2019 年数量呈现明显上升。

**画风和内容是二次元手游的核心要素，具备优质内容创意的后进入厂商存在差异化竞争机会，有望实现弯道超车。**相比较重度手游对于玩法深度和工业化水平的要求，二次元用户更为看重游戏的内容设定（包括 IP、画风、人设、世界观、立绘、配音等）。体现在畅销榜层面，二次元游戏排名波动区间上下限差距较大，在游戏玩法保持稳定的前提下排名显著提升往往伴随游戏内容更新，优质内容能够充分激发二次元用户的消费意愿。

图 35：二次元移动游戏数量变动情况

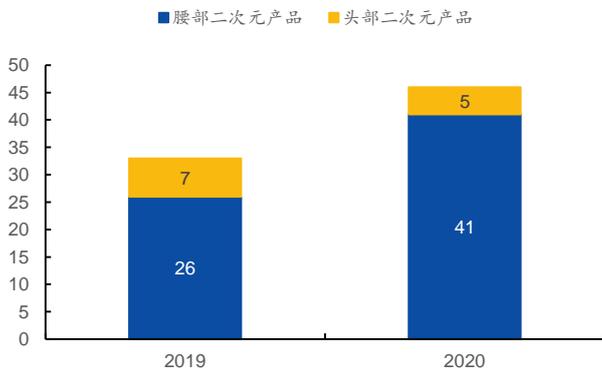


图 36：中国二次元移动游戏市场实际销售收入（亿元）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所 注：头部二次元游戏为当年流水高于 10 亿的产品，腰部二次元游戏为流水在 1-10 亿之间的产品

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

**端游：持续深耕大屏端，2022 年预计两款新游上线。**公司是国内为数不多的同时具有端游、主机、手游全平台游戏研发实力的厂商。储备产品方面，在研产品包括端游《新诛仙世界》、“端游+主机”双平台游戏《Perfect New World》，预计将于 2022 年下半年上线。

**立体化布局电竞赛事，推动代理端游收入增长。**2019 年成功在上海举办了第九届《DOTA2》国际邀请赛，推动同年《DOTA2》流水收入实现新高。2020 年举办完美世界 CSGO 职业联赛——亚洲区秋季赛、完美世界全国高校联赛（包含 DOTA2 和 CS:GO 项目）。2021 年，公司举办了 DOTA2 职业巡回赛—中国联赛（DPC 中国联赛）、完美世界 CS:GO 职业联赛（PWL），以及首届完美电竞嘉年华。今年预计将举办 CS:GO 巅峰赏金赛。

**蒸汽平台落地，从渠道端助力产品推广与售卖。**公司与 V 社达成战略合作，蒸汽平台（Steam 中国版）已于 2 月 9 日开启先锋测试，目前平台已经上线 62 款游戏，未来随着产品的进一步扩容，有望从渠道端占得端游/单机游戏市场先发优势。

表 10：蒸汽平台部分上线产品

序号	产品	序号	产品
1	CS: GO	11	古剑奇谭三
2	Dota2	12	恶果之地
3	戴森球计划	13	蜡烛人
4	面条人	14	非常英雄
5	艾希	15	洪潮之焰
6	了不起的修仙模拟器	16	魔法洞穴
7	无尽旅图	17	隐龙传：影踪
8	部落与弯刀	18	星际角斗场
9	失落城堡	19	月影之塔
10	爱惜	20	冒险公社

资料来源：蒸汽平台，国元证券研究所

**主/单机游戏：**根据伽马数据，目前国内核心主机/单机游戏用户在数千万级别，随着用户付费能力的提升和版权意识的强化，现阶段国内主机/单机游戏开发环境已经有明显改善，相关产品活跃度在快速提升。其中，以游戏科学《黑神话：悟空》为代表，游戏测试视频放出后相关累计播放量已达到数亿次，充分显示出国内用户对于高质量产品的期待，也进一步明朗了主机/单机游戏未来市场需求前景。

公司已有多款游戏上线，其中西游记题材主机游戏《非常英雄》因其出色的画面表现及动画设计荣获多项国际奖项，《遗迹：灰烬重生》在 Steam 平台上线不久即取得销量破百万套的优秀成绩。储备产品中，有《万智牌：传奇》及《完美世界》IP 新游《Perfect New World》。

**表 11：公司主要主机/单机游戏**

名称	类型	状态
《无冬之夜 OL》	“端游+主机”双平台	2012.11 上线
《HOB》	主机	2017.9 上线
《深海迷航》	单机	2018.1 上线
《隐龙传》	单机	2018.3 上线
《非常英雄》	“端游+主机”双平台	2019.4 上线
《洪潮之焰》	单机	2019.5 上线
《面条人》	单机	2020.10 上线
《万智牌：传奇》	“端游+主机”双平台	预计 2021 年上线
《Perfect New World》	“端游+主机”双平台	预计 2022 年上线

资料来源：国元证券研究所

### 2.3 发行侧：补齐买量能力，坚持品效合一立体化发行策略

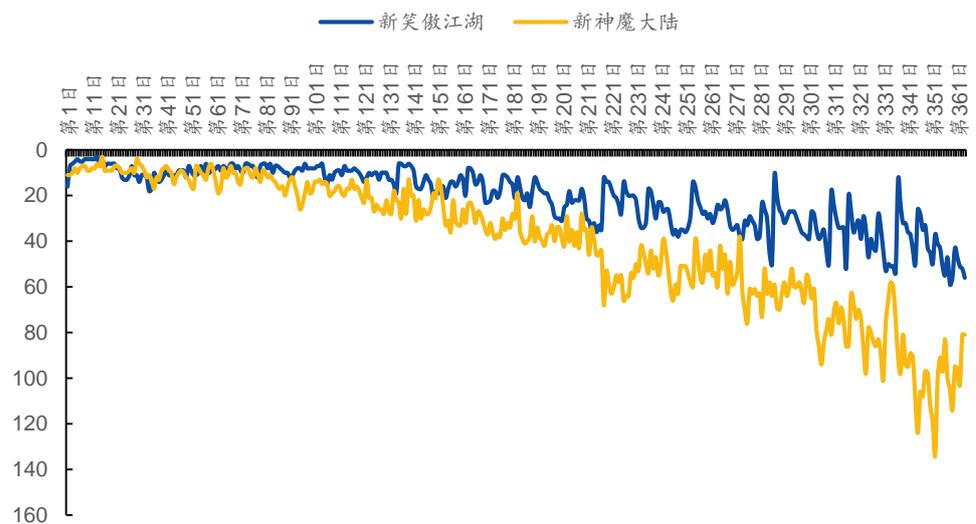
**差异化买量节奏与品牌侧营销活动相配合，回收效果好，品效广告生命周期长于纯效果广告，为公司带来持续新增用户。**公司从 19 年开始自建买量发行团队，从老游戏开始尝试扩大买量规模。从投放趋势来看，公司并非持续高投入买量，将买量作为品牌营销的有力补充，投放高峰都与新游上线以及产品重要活动节点的时间吻合，使新品在短时间内集中爆发，快速破圈触达全网用户。三次买量峰值分别对应《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》以及《新神魔大陆》上线。从投放效果来看，《神雕侠侣 2》首月流水 2 亿，《新笑傲江湖》首月流水 4 亿，《新神魔大陆》上线首日流水破千万，首月流水约 5 亿，上线超半年时间稳定在畅销榜前 40 位。根据 Dataeye 数据显示，完美世界在投的品效广告中，单条素材生命周期最长超过 300 天，平均投放时长达到 36 天，超过目前买量市场 82% 的在投素材。品效广告能够长期投放带来持续新增，有效降低成本。

图 37：公司买量素材投放数变动



资料来源：Dataeye, 国元证券研究所

图 38：《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》iOS 畅销榜变动



资料来源：国元证券研究所

投放素材创意化程度高，精准定向核心用户同时获取泛用户。首先，游戏代言人选取上针对用户进行分层匹配，如选用流量热度与话题度高的杨幂代言《新神魔大陆》，一方面通过女神形象拉动游戏的核心用户群体（高年龄层的男性玩家）；一方面通过其强大的粉丝号召力和流量传播力多方触达泛用户圈层，视频投放抖音开屏广告，获 6.5w 点赞。《诛仙》手游选用任贤齐和 THE9 代言，即通过情怀拉动老玩家，也吸引年轻粉丝群体拉动宣传。在精准定向核心用户的同时，切合明星特色实现创意差异化，覆盖更多泛用户群体。

图 39：杨幂代言《新神魔大陆》素材在抖音获 6.5w 赞

图 40：《新笑傲江湖》买量素材



资料来源：抖音，国元证券研究所



资料来源：国元证券研究所

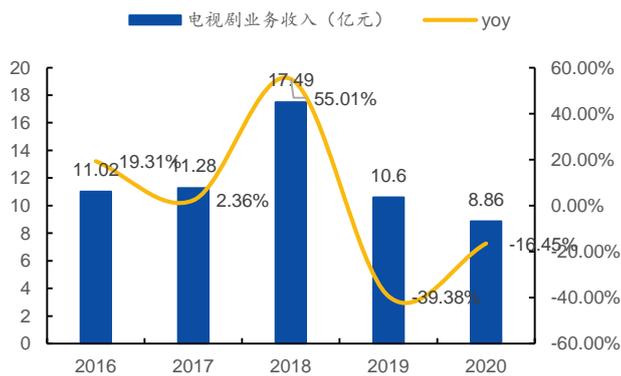
素材制作精度高，其中 3D 素材占买量素材总量 78%。在素材制作上，完美世界在买量素材中创新性采用“三渲二”动画技术，相较于一般 CG 动画类素材能更流畅地展示游戏角色的打斗动作，渲染后的画面既能够凸显人物形象，贴合《新笑傲江湖》国风画风。素材剧情上，选取武侠 IP 中的经典片段和人物关系，一方面打动原著 IP 用户，一方面通过人物之间剧情发展，使得更多泛用户对创意素材本身产生兴趣，增强用户对游戏的印象。此外，公司在品牌营销侧推出了《新笑傲江湖》手游 CG 动画，达到影视级别画面呈现。

### 3. 影视业务：轻装上阵，以确定性项目为主

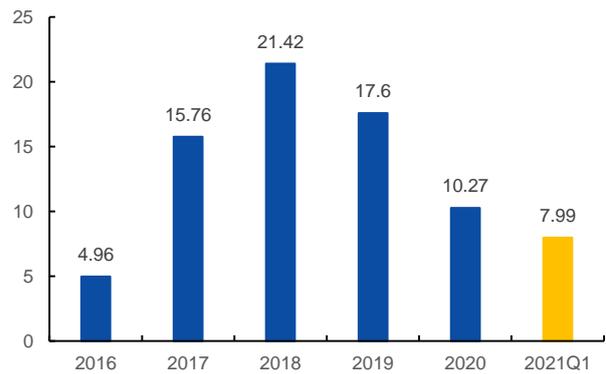
公司积极消化影视库存，针对影视存货计提跌价准备，释放风险轻装上阵。受市场因素影响，影视业务收入下滑。公司 2020 年影视业务收入为 9.63 亿元，同比下降 18.30%。其中，电视剧为影视业务主要收入来源。2020 年，公司电视剧收入 8.86 亿元，同比下降 16.45%。2020 年，公司计提商誉减值损失 3.48 亿元，存货跌价损失及合同履行成本减值损失 5.23 亿元。

图 41：2016-2020 年公司电视剧业务收入及增速

图 42：2016-2021Q1 公司存货（亿元）



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

针对市场环境变化，公司 2021 年宗旨为“积极去库存+谨慎开机”，后续开机项目方面主要以确定强的影视剧集如定制剧以及献礼剧为主。2021 年上半年，《上阳赋》、《暴风眼》、《爱在星空下》、《明天我们好好过》等剧陆续确认收入。2021 年公司共计划投资影视项目 16 个，其中后期制作中 4 部，拍摄中 3 部，筹备中 9 部。其中《光荣与梦想》、《理想照耀中国》均已于 Q2 播出。

**表 12：公司 2021 年主要影视项目投资计划**

名称	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》	2021H1
《来吧，宝贝》	2021H1
《云襄传》	2021H2
《心想事成》	2021H2
《大明江湖宅女记》	2021H2
《星落凝成霜》	2021H2
《和前男友一起穿越到 23 年后》	2021H2
《灿烂》	2021H2
《摇滚狂花》	2021H2

资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

公司以研发技术构建壁垒，巩固优势 MMORPG 品类同时发力创新多品类，迎产品新周期。同时补齐买量能力提升品效合一发行能力，行业龙头价值凸显。其中，游戏业务具体拆分来看，21 年《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》、《幻塔》等新品上线贡献增量，储备产品《天龙八部 2》、《一拳超人》手游有望于年内上线。端游及主机端，在研产品《新诛仙世界》、“端游+主机”双平台游戏《Perfect New World》有望于 2022 年下半年上线。预计 21/22/23 年手游业务实现收入分别为 77.45/98.65/118.38 亿元，端游业务实现收入 27.84/33.42/36.09 亿元，主机业务实现收入 4.22/4.85/5.09 亿元。影视业务维持收缩，以清库存为主要目标，收入端保持稳定。预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 23.17/29.94/35.36 亿，EPS1.19/1.54/1.82 元/股，对应 PE20x/16x/13x。参考行业可比公司平均估值为 22x，考虑公司作为 A 股游戏企业龙头，具备强研发实力并在游戏细分领域全面布局，拓展创新品类有望迎来产品新周期，给予公司 25x 估值，对应目标市值 579 亿，维持“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

代码	可比公司	收盘价	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002555.SZ	三七互娱	24.28	1.31	1.35	1.63	1.91	18.53	17.99	14.90	12.71
603444.SH	吉比特	538.91	14.56	20.69	23.83	27.54	37.01	26.05	22.61	19.57
平均值								22.02	18.76	16.14

资料来源：wind，国元证券研究所 注：收盘价为 2021.6.29

## 5. 风险提示

新游戏上线表现不及预期，老游戏流水过快下滑，政策监管风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10132.11	7884.62	11918.45	14559.69	18105.00
现金	2525.50	2943.19	5796.27	7880.98	10967.42
应收账款	2270.12	1299.28	2569.09	2995.77	3329.81
其他应收款	183.38	72.19	166.88	193.51	210.42
预付账款	541.88	330.92	678.98	743.95	830.77
存货	1760.21	1027.19	500.00	500.00	500.00
其他流动资产	2851.02	2211.84	2207.23	2245.47	2266.58
<b>非流动资产</b>	6497.28	7622.31	6943.17	7345.86	7418.02
长期投资	1913.90	2768.08	2622.50	2884.75	3173.23
固定资产	364.02	354.04	411.59	380.90	306.09
无形资产	213.96	190.49	83.36	-23.76	-130.89
其他非流动资产	4005.41	4309.71	3825.72	4103.97	4069.60
<b>资产总计</b>	16629.39	15506.93	18861.62	21905.55	25523.02
<b>流动负债</b>	4799.61	4203.70	5468.56	5526.23	5614.25
短期借款	1138.64	784.07	1064.25	995.65	947.99
应付账款	486.39	733.02	906.34	1087.39	1245.46
其他流动负债	3174.58	2686.61	3497.97	3443.19	3420.80
<b>非流动负债</b>	1701.04	120.83	114.58	117.64	117.87
长期借款	225.32	22.57	22.57	22.57	22.57
其他非流动负债	1475.72	98.26	92.01	95.06	95.29
<b>负债合计</b>	6500.65	4324.54	5583.14	5643.87	5732.12
少数股东权益	614.03	347.07	347.07	347.07	347.07
股本	1364.86	2011.66	2011.66	2011.66	2011.66
资本公积	2325.47	1961.87	1961.87	1961.87	1961.87
留存收益	5858.80	7045.26	9052.34	12047.18	15582.75
归属母公司股东权益	9514.71	10835.32	12931.41	15914.60	19443.83
<b>负债和股东权益</b>	16629.39	15506.93	18861.62	21905.55	25523.02

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021EE	2022EE	2023EE
<b>经营活动现金流</b>	2023.44	3692.55	2439.95	2315.94	3329.33
净利润	1447.16	1504.29	2317.48	2994.84	3535.57
折旧摊销	141.50	196.85	187.07	206.57	216.32
财务费用	206.21	112.54	196.00	211.00	223.00
投资损失	-229.40	-195.69	-320.00	-320.00	-320.00
营运资金变动	398.30	1623.61	340.22	-430.61	-323.35
其他经营现金流	59.68	450.96	-280.82	-345.85	-2.20
<b>投资活动现金流</b>	-1994.32	-453.06	466.43	60.20	34.25
资本支出	449.04	571.93	0.00	0.00	0.00
长期投资	1535.19	40.69	-145.58	262.25	288.48
其他投资现金流	-10.10	159.57	320.86	322.45	322.73
<b>筹资活动现金流</b>	-1426.65	-2794.36	-53.31	-291.42	-277.15
短期借款	-131.38	-354.57	280.17	-68.59	-47.66
长期借款	-568.43	-202.74	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-21.63	646.80	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-582.70	-363.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-122.50	-2520.25	-333.48	-222.83	-229.48
现金净增加额	-1383.96	383.65	2853.07	2084.72	3086.43

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	8039.02	10224.77	12079.40	14813.77	17088.83
营业成本	3141.66	4057.03	5016.27	6018.33	6893.22
营业税金及附加	31.22	31.90	37.69	46.22	53.32
营业费用	1145.02	1831.09	1811.91	2222.07	2563.32
管理费用	684.54	757.41	1026.75	1185.10	1367.11
研发费用	1504.47	1589.35	1908.55	2296.13	2563.32
财务费用	206.21	112.54	196.00	211.00	223.00
资产减值损失	-707.10	-969.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	427.38	412.91	0.00	0.00	0.00
投资净收益	229.40	195.69	320.00	320.00	320.00
<b>营业利润</b>	1341.73	1628.30	2523.80	3273.73	3867.17
营业外收入	10.46	39.83	38.85	34.45	36.81
营业外支出	6.33	11.60	10.61	10.23	10.58
<b>利润总额</b>	1345.86	1656.54	2552.04	3297.95	3893.40
所得税	-101.29	152.25	234.55	303.11	357.83
<b>净利润</b>	1447.16	1504.29	2317.48	2994.84	3535.57
少数股东损益	-55.64	-44.22	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	1502.80	1548.50	2317.48	2994.84	3535.57
EBITDA	1689.45	1937.69	2906.86	3691.29	4306.49
EPS (元)	1.16	0.80	1.19	1.54	1.82

主要财务比率					
会计年度	2019.00A	2020.00A	2021EE	2022EE	2023EE
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.07	27.19	18.14	22.64	15.36
营业利润(%)	-29.09	21.36	55.00	29.71	18.13
归属母公司净利润(%)	-11.92	3.04	49.66	29.23	18.06
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	60.92	60.32	58.47	59.37	59.66
净利率(%)	18.69	15.14	19.19	20.22	20.69
ROE(%)	15.79	14.29	17.92	18.82	18.18
ROIC(%)	46.64	62.88	109.24	99.54	113.03
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.09	27.89	29.60	25.76	22.46
净负债比率(%)	27.52	18.65	20.94	19.50	18.37
流动比率	2.11	1.88	2.18	2.63	3.22
速动比率	1.67	1.43	2.09	2.54	3.14
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.49	0.64	0.70	0.73	0.72
应收账款周转率	3.55	5.35	6.08	5.32	5.40
应付账款周转率	7.14	6.65	6.12	6.04	5.91
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.80	1.19	1.54	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.90	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.59	6.67	8.20	10.02
<b>估值比率</b>					
P/E	30.92	30.00	20.05	15.51	13.14
P/B	4.88	4.29	3.59	2.92	2.39
EV/EBITDA	22.11	19.27	12.85	10.12	8.67

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188