

评级：增持（维持）

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

分析师：朱骏楠

执业证书编号：S0740517080007

Email: zhuqn@r.qizq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E		
完美世界	19.87	1.16	0.80	0.64	1.15	17	25	31	17	--	买入

备注：股价取自2021年11月26日收盘

基本状况

上市公司数	150
行业总市值(百万元)	1406605
行业流通市值(百万元)	1168035

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【中泰传媒 游戏专题】论当前游戏出海竞争格局与潜在机会 2021.11.28
- 2 【中泰传媒 游戏专题】三季度梳理：行业头部化、全球化趋势进一步加深，政策趋严，收入增速回暖 2021.11.06
- 3 【中泰传媒 游戏专题】从投资、买量、产品、政策、全球市场5维度看行业发展趋势 2021.06.04
- 4 【中泰传媒 哔哩哔哩】专题：加速泛化的B站 2021.02.01
- 5 游戏专题|估值的锚——对比中美游戏公司 2021.01.07

投资要点

- 本篇报告旨在通过对比《幻塔》、《原神》、《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》4款游戏在Bilibili游戏中心评论情况，分析《幻塔》当前热度水平。（数据取自Bilibili游戏中心4款游戏的评论区，仅统计一级评论，评论的再回复不纳入统计，数据为手动分析官网数据，若与官方披露存在误差，则以官方数据为准，具体数据在附注中列示）
- ①评论量对比：
 - 《幻塔》公测前评论量接近《原神》，远超《天涯明月刀》与《哈利波特：魔法觉醒》。《幻塔》、《原神》、《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》4款游戏根据我们整理的Bilibili游戏中心评论总量分别为4.39万、28.72万、1.5万、2.87万，考虑到除《幻塔》外，其余3款游戏均已公测，因此为了统一口径，采用各款游戏公测前数据对比，4款游戏的评论量分别为4.39万、5.64万、0.47万、0.7万，占比总评论量比例分别为10.0%、19.6%、31.6%、24.3%。可以看到，《幻塔》在距离公测还有半个月的情况下，评论量已经达到《原神》公测前评论量的77.8%，大幅超越《天涯明月刀》与《哈利波特：魔法觉醒》，《原神》在上线后依然保持了高评论热度，公测前评论量仅占到当前总量的19.6%。
 - 《幻塔》展现出对泛用户较强吸纳能力：Bilibili将用户分为7个Level，从Lv0~Lv6，我们将用户分为Lv2及以下与Lv5及以上等级用户，分别代表平台新进用户与资深用户，对比4款游戏公测前评论量占比，其中Lv2及以下用户在《幻塔》、《原神》、《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》的评论占比分别为0.10%、0.28%、0.40%、0.20%，Lv5及以上用户评论占比分别为66.3%、90.9%、85.7%、72.9%，说明参与《幻塔》评论的用户有较大一部分为平台新进用户，而《原神》的互动则大部分来自资深用户，《幻塔》展现出对泛用户较强吸纳能力。
- ②评分对比：
 - 《幻塔》公测前评分略超《天涯明月刀》，落后于《原神》、《哈利波特：魔法觉醒》。Bilibili游戏评价分为5个等级，从1~5星，对应2、4、6、8、10分，我们统计了4款游戏公测前平均分，《幻塔》、《原神》、《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》分别为5.5分、6.5分、5.3分、6.8分，从评分角度看，两款内核玩法为MMO的游戏评分相对落后，但《天涯明月刀》在上线后经过一系列运维更新整体评分上升至6.3分，《原神》与《哈利波特：魔法觉醒》分别下降至6.0分与5.5分。
 - 《幻塔》评分呈两极分化，高分歧高热度。根据4款游戏的评分分布，公测前《幻塔》、《原神》、《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》4款游戏用户打1星的占比分别为49.8%、33%、49.3%、19.6%，打5星的比例分别为37.6%、44.7%、29.8%、30.9%，可以看到《幻塔》呈现出明显的打分两极分化，5星占比超过《天涯明月刀》与

《哈利波特：魔法觉醒》，1星占比同样超过这两款游戏，较大的分歧带来了高关注度与讨论量，有利于游戏上线初期的快速低成本引流，降低CPA，提升ROI。

■ ③设备端对比

■ 我们统计了《幻塔》、《原神》、《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》4款游戏用户评论的设备，其中iPhone手机的占比分别为1.8%、1.3%、3.2%、2.3%，《幻塔》iPhone用户评论占比高于《原神》，低于《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》，较低的iPhone设备占比显示《幻塔》面向受众较为年轻化。

■ 投资建议：

■ 根据对《幻塔》、《原神》、《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》4款游戏在Bilibili游戏平台联运的评论数据对比分析，从评论热度看，《幻塔》已经非常接近公测前的《原神》，大幅超越《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》。根据伽马数据统计，《天涯明月刀》首月流水预计破13亿，《原神》首月国内流水超7亿，《哈利波特：魔法觉醒》首月国内流水超11亿，因此《幻塔》在Bilibili游戏中心评论热度接近《原神》，超越《天涯明月刀》、《哈利波特：魔法觉醒》的背景下，拥有爆款潜质，非常值得期待。

■ 推荐重点关注**完美世界**，我们预计公司2021~2022年实现收入91.71亿、125.98亿，同比增长-10.3%、37.4%，实现归母净利润11.93亿、21.5亿，同比增长-23%、80.2%，当前市值对应2021与2022年PE为31x和17x，维持“买入”评级。（股价取自2021年11月26日收盘）

■ **风险提示：**1) 产品延期上线风险；2) 产品上线表现不及预期风险；3) 行业政策及监管风险；4) 自身统计数据或因样本不完整、统计方法存在缺陷等造成与实际情况不一致的风险。

图表 1: Bilibili 游戏中心 4 款游戏评论指标统计

	原神	天涯明月刀	哈利波特	幻塔
当前评论总数 (条)	287180	14970	28680	43890
当前平均分	6.0	6.3	5.5	5.5
公测前评论量 (条)	56390	4738	6956	43890
公测前平均分	6.5	5.3	6.8	5.5
公测前评论数占比当前总评论 (%)	19.6%	31.6%	24.3%	100.0%
B站level5及以上用户评论量 (公测前)	51236	4059	5068	29116
占比 (%)	90.9%	85.7%	72.9%	66.3%
B站level2及以下用户评论量 (公测前)	159	19	14	45
占比 (%)	0.28%	0.40%	0.20%	0.10%
iphone设备数量 (台)	3599	476	646	777
占比 (%)	1.3%	3.2%	2.3%	1.8%

来源: Bilibili 游戏中心, 中泰证券研究所

图表 2: Bilibili 游戏中心 4 款游戏公测前评论星级分布

星级分布 (公测前, 比例)	原神	天涯明月刀	哈利波特	幻塔
1星	33.0%	49.3%	19.6%	49.8%
2星	6.0%	4.9%	7.3%	3.8%
3星	7.7%	9.1%	20.0%	5.0%
4星	8.6%	6.9%	18.3%	3.8%
5星	44.7%	29.8%	30.9%	37.6%

来源: Bilibili 游戏中心, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。