公司研究

重点新游《幻塔》将上线，有望带来 22 年业绩弹性

——完美世界（002624.SZ）动态跟踪研究报告

要点

《幻塔》多次测试游戏品质持续提升，营销策略转变实现降本提效。四轮测试结束，《幻塔》在美术演出、动作玩法、剧情流程、氪金点等方面进行大规模改进，基本实现满足玩家多样需求，口碑获得显著提升。对标二次元现象级游戏《原神》，《幻塔》在空战系统、社交属性、深度 PVP 玩法上展现独有优势，形成差异化竞争。《幻塔》加大对垂直渠道端的投入和运营，通过泛二次元平台 B 站、TapTap 社区运营、MCN 渠道推广，全面触及潜在玩家群体，通过较低成本增加游戏热度。

《幻塔》终测热度高，首月 MAU 预计将达 1000 万量级，流水有望达到 6-10 亿元。《幻塔》将于 2021 年 12 月 16 日开启公测，截至 12 月 8 日 21 时，《幻塔》官网预约人数突破 1517 万（对比公司上一代主力 MMO《梦幻新诛仙》上线前全网预约人数 1200 万+）；TapTap 预约人数 154.8 万，评论数 2.8 万；B 站预约人数超 98.1 万，评论数超 4.8 万。参考目前预约数，**我们估计《幻塔》首月 MAU 约为 1000 万。**对标《梦幻新诛仙》、《原神》，《幻塔》在画面特效、玩法深度方面占优，IP 影响力、技术力略不足，我们预计《幻塔》初期成绩将介于《梦幻新诛仙》和《原神》之间，**首月流水约 6-10 亿 RMB，有望在 22 年持续释放业绩。**

高研发投入夯实公司基本盘，主力产品进入回收期。公司游戏业务 A 股领先，旗下独立开发能力的团队 20 余个，研发费用占收比、研发人员占比高于同业，深厚的技术积累有望支持《幻塔》上线后的持续迭代与产品线研发。《梦幻新诛仙》上线后 5 个月内 ios 畅销榜平均排名 17 名，有望继续贡献长线业绩增量，公司经典 MMO 游戏《完美世界》《新笑傲江湖》维持热度，维持流水基本盘。

手游行业进入多方位转型期，完美世界顺应行业趋势。公司传统“多 IP、短周期”策略进入发展后期，战略聚焦高品质新游《幻塔》。通过《幻塔》切入二次元细分领域，有望实现品类突破，塑造全新增长曲线。《幻塔》的科幻废土题材易被高付费能力的欧美玩家接受，出海前景广阔。目前游戏版号发放处于暂停状态，21 年末重量级新品上市较少，MMO+开放世界+二次元品类尚未有巨头入场，市场竞争较弱，《幻塔》处于上线的优势节点。

盈利预测、估值与评级：考虑 21 年《旧日传说》等存量游戏不及预期，游戏买量价格上升推高营销费率，《幻塔》多次测试快速、大规模迭代带来高研发费率。我们下调 21-23 年净利润预测至 13.26/21.13/25.77 亿元（较上次预测 -18.0%/-1.7%/-1.5%），现价对应 PE 31/19/16x。同时，考虑公司传统优势品类游戏及创意类新品储备较充足，自研优势地位有望巩固。高质量开放世界+二次元新游《幻塔》21 年底上线，有望为 22 年业绩带来弹性。维持“买入”评级。

风险提示：行业增速放缓；人才流失；存量手游表现不及预期；政策变动风险；影视业务减值。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元人民币）	8,039.02	10,224.77	9,620.09	12,156.66	14,231.01
营业收入增长率	0.07%	27.19%	-5.91%	26.37%	17.06%
净利润（百万元人民币）	1,502.80	1,548.50	1,326.48	2,112.70	2,577.01
净利润增长率	-11.92%	3.04%	-14.34%	59.27%	21.98%
EPS（人民币元）	1.16	0.80	0.68	1.09	1.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.79%	14.29%	11.19%	15.49%	16.40%
P/E	18	26	31	19	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-8，注：2020 年股本增加至 1,940 百万元

买入（维持）

当前价：20.93 元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人：王凯

wangkai8@ebscn.com

市场数据

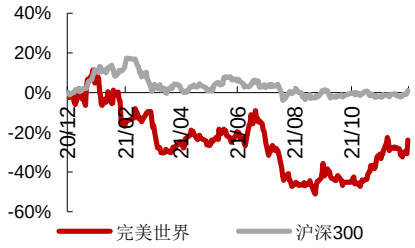
总股本(亿股)	19.40
总市值(亿元):	406.04
一年最低/最高(元):	13.01/30.84
近三月换手率:	145.07

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.12	26.23	-32.74
绝对	12.59	28.01	-25.65

资料来源：Wind

股价相对走势



资料来源：wind

相关研报

短期收入利润承压，期待业绩释放及创新游戏上线——完美世界（002624.SZ）2021 半年报点评（2021-08-17）

长生命周期精品游戏护航游戏业务高速增长，未来新品类型丰富——完美世界（002624.SZ）2020 年报及 2021 一季报点评（2021-04-27）

目录

1、 动态：二次元&开放世界品类突破，优质新品《幻塔》将带来显著增量 4
1.1、 《幻塔》多次测试逐步改进，深入开拓二次元市场 4
1.2、 《幻塔》营销策略转变，降低买量有望实现降本提效 5
1.3、 《幻塔》首月流水有望达到 6-10 亿元，有望助力 22 年公司业绩增长 6
1.4、 公司其他产品：MMO 游戏品类持续深耕，多品类全方位探索 8
2、 公司概况：游戏影视持续发展，财务水平预期优化 9
2.1、 业务分析：游戏影视双栖发展，巩固公司优势地位 9
2.2、 财务分析：营收及毛利率水平有望升高，公司持续加大研发投入 10
3、 行业分析：手游行业进入多方位转型期，完美世界顺应行业趋势 11
3.1、 供给端：完美“端转手”策略进入发展后期，战略聚焦高品质新游《幻塔》 11
3.2、 渠道端：传统买量成本升高，垂直渠道有望助力《幻塔》长线运营 12
3.3、 需求端：国内市场规模增长较缓，二次元、海外是持续增长点 13
3.4、 行业政策：游戏版号批复暂停，《幻塔》初期竞争压力有望减小 14
4、 估值与投资建议 15
5、 风险分析 15

图目录

图 1：《幻塔》“原型测试”主界面 UI：页面老式，比较杂乱 5
图 2：《幻塔》新界面 UI：页面简洁，操作性强 5
图 3：公司销售费用及销售费用率持续增长 6
图 4：taptap 月活快速增长，助力《幻塔》热度提升 6
图 5：《梦幻新诛仙》ios 游戏畅销榜排名趋势 8
图 6：《新笑傲江湖》ios 游戏畅销榜排名趋势 8
图 7：2019 年中国手游细分行业用户使用时长分布 8
图 8：2020 年中国手游市场细分行业用户使用时长分布 8
图 9：完美世界游戏、影视发展历程 10
图 10：公司营收及增速：政策收紧不改营收增长韧性 10
图 11：公司营收构成：游戏占比较大 10
图 12：公司整体及分业务毛利率情况：游戏毛利率高，影视毛利率低 11
图 13：完美世界研发团队分析：研发费用及费用率稳步上升 11
图 14：2020 年可比公司研发团队分析：研发团队强于可比公司 11
图 15：游戏行业 ARPU 值变化稳步提升 12
图 16：2020 年 12 月 TapTap 用户年龄结构——年轻化 13
图 17：taptap 平台《幻塔》详情（21 年 12 月 7 日） 13
图 18：中国移动游戏市场实际销售收入：21Q3 环比略收缩 13
图 19：中国自研游戏海外市场实际销售收入：市场持续扩大 13
图 20：国内二次元游戏市场规模分析：二次元游戏市场发展迅速 14

表目录

表 1：《幻塔》测试情况分析：一测三测反响不理想，二测四测结果良好 4
表 2：《幻塔》和《原神》游戏设计对比 5
表 3：《幻塔》运营数据假设 7
表 4：《幻塔》首月流水敏感性分析 8
表 5：完美世界 2021 年 04 月新品发布会产品布局 9
表 6：完美世界 2020 年出海游戏 13
表 7：2017 年来游戏行业监管有所收紧 15
表 8：盈利预测与估值简表 15

1、 动态：二次元&开放世界品类突破，优质新品《幻塔》将带来显著增量

1.1、 《幻塔》多次测试逐步改进，深入开拓二次元市场

《幻塔》制作团队集中公司精华，制作质量值得期待。《幻塔》是公司 21 年重点游戏，主打新拓展的开放世界、二次元画风，作为完美转型的标志，集中了完美的研发力量。完美以原苏州工作室为基础，加入其他资深游戏组原成员支持，许多成员为拥有其他项目经验的主策、主美、主程，美术质量、游戏水准值得期待。

《幻塔》将于 2021 年 12 月 16 日全平台公测，测试及预约数据亮眼，首月月活有望达到 1000 万量级。2020 年 10 月 29 日，《幻塔》首测“抑制器·原型测试”开启，2021 年 11 月 14 日《幻塔》四测“抑制器·终极测试”结束，《幻塔》经历四次测试，在美术形象、玩法策略、武器系统大幅改进，游戏质量和热度持续走高。截至 12 月 8 日 21 时，《幻塔》官网预约人数突破 1517 万；TapTap 预约人数 154.8 万，评论数 2.8 万；B 站预约人数超 98.1 万，评论数超 4.8 万。作为对比，完美世界上一代主力 MMO 游戏《梦幻新诛仙》，在上线前预约数约 1200 万+，《幻塔》预约热度较高。《幻塔》将实现全球、全端上线，同时于 21 年 12 月末安排曝量活动与宣发，我们根据预约情况，保守估计《幻塔》首月月活将达 1000 万水平。

表 1：《幻塔》测试情况分析：一测三测反响不理想，二测四测结果良好

测试编号	测试情况及评价
一测	测试结果不及预期，负面评论数量多；画面美术设计、游戏玩法模式、UI 等多方面未达到用户要求；测试整体流程不佳。
二测	Taptap 用户评分接近 8.5 分，褒贬比、留存率较高；全面重塑游戏美术领域，人物形象更接近二次元，吸引力上升；玩法上削弱 MMO 人物升级要素，进一步侧重武器端。
三测	服务器出现问题，卡顿、bug 明显，玩家体验不佳，差评数量上升；游戏质量稳步提升，赋予武器人格，强化玩家氪金需求，公司决定优先进行 PVE 内容，吸引更广范围的玩家。
四测	各社区评分较高；全网预约人数升至 1300 万+，游戏热度升高；改良武器收费模式，武器“拟态”玩法下放到中氪玩家，降低付费门槛；更新天气系统、空中连招、装备锻造等系统，整体反响较好。

资料来源：光大证券研究所根据 TapTap 社区、Bilibili 整理

四轮测试结束，《幻塔》在全游戏美术演出、玩法、剧情流程、氪金点等方面进行大规模改进，基本实现满足玩家多样需求，将增强玩家的粘性。《幻塔》导入 UE4 引擎开发游戏，运用“可交互特效系统”等前沿技术进行开发。根据四轮测试结果：

1）《幻塔》增强世界和角色的真实感。《幻塔》将渲染饱和度调至更高，对场景内部各类物体进行不同程度细化，增强开放世界的真实感；同时，《幻塔》对人物模型设计更加细化，五官和表情与人设的贴合度升高，补充细化角色在特定环境和天气下的反应，增强角色和世界互动的真实感。

2）《幻塔》改进 UI 设计。在 UI 方面，图表整体做缩小化透明处理，取消边框，增大玩家视角，使玩家能够通过单手完成主要人物攻击和交互的需求。

3）《幻塔》针对更广泛的玩家需求进一步优化游戏。《幻塔》将新人引导改为拟人萌妹形象，将武器“拟态”系统下放至中氪、低氪玩家中，虽然对游戏本身产生了一些排期压力，但降低普通玩家和高氪玩家的差距，增大游戏早期的用户群基数。

4）《幻塔》对游戏操作手感和动作效果进行改进。《幻塔》的战斗设计较为精细，增加创新性的空中连招，提升动作效果和打击感。

5）《幻塔》提供高性价比氪金项目。《幻塔》改变依靠重氪支撑营收的传统结构，通过月卡等高性价比消费活动，提高微氪、无氪玩家的消费。

综上，四测更新后《幻塔》对微氪和轻氪玩家较为友好，游戏整体留存率有望高于同业；后续公司将持续更新二次元“拟态”人物，逐步补充装备锻造、排行榜等完美独具心得的消费点，维持游戏热度，持续吸引泛二次元玩家，扩大公司营收增量。

图 1：《幻塔》“原型测试”主界面 UI：页面老式，比较杂乱

资料来源：17173 新闻中心

图 2：《幻塔》新界面 UI：页面简洁，操作性强

资料来源：17173 新闻中心

《幻塔》对标二次元现象级游戏《原神》，差异化竞争展现优势。《幻塔》融合开放世界自由探索、MMO 品类的数值竞技与社交、轻科幻的二次元美术风格等游戏特色。一方面吸引了二次元开放世界的玩家，开拓二次元游戏版块，夯实游戏玩家基数；另一方面通过独有画风、丰富玩法与《原神》形成差异化竞争，强化自身的优势特点。

表 2：《幻塔》和《原神》游戏设计对比

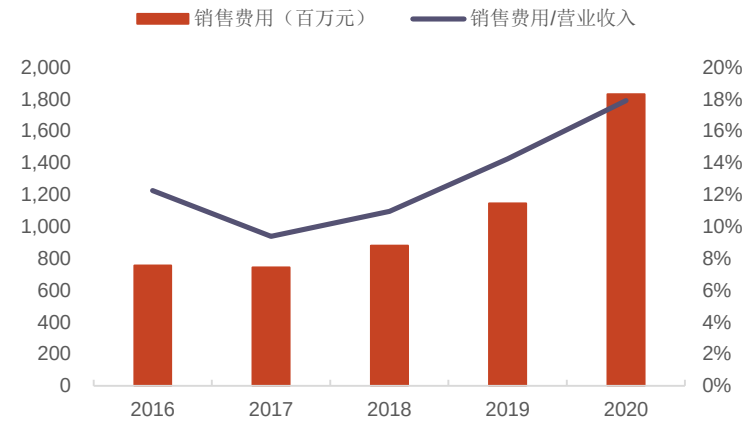
	《原神》	《幻塔》	《幻塔》优势
题材	浓重异域风情，日式幻想风。	浓重轻科幻色彩，废土科技风。	欧美海外市场适配度和吸引力更高。
玩法	角色切换的二次元抽卡游戏；大地图探索、解谜等单人活动设计。	武器切换和元素交互的 MMO 开放世界游戏，兼具社交属性；融合无缝地图、高自由度探索、爽快战斗系统，场景互动解谜、组队拓荒副本等玩法。	核心游戏玩法机制更成熟，社交性更强，玩家长期氪金动力更充足。
流程	缺少副本设计，单人玩家为主，重视游戏时间而非玩家的氪金动力。	包含 PVE 模式和 PVP 模式，并设置游戏副本，玩家拥有氪金正反馈高。	多模式多副本设置游戏，满足玩家差异化需求。
形象	人物形象官方设定。	人物形象支持自主创造。	玩家自主性提高，满足玩家多样化需求。
受众	付费意愿一般但忠诚度高的二次元玩家，实施“平民化”发展路线，满足玩家收集癖好。	挖掘高氪玩家潜力，满足部分想要更硬核、更深度的玩家需求。	推动微氪轻氪群体向轻氪中氪群体转变。

资料来源：光大证券研究所根据游戏葡萄、公司公告、36Kr 整理

1.2、 《幻塔》营销策略转变，降低买量有望实现降本提效

传统买量成本高，公司需要转变营销策略，降低买量需求，提升游戏收益转化率。完美世界的传统买量策略亟需转变，一方面老 IP 如金庸系列、诛仙等 IP 的影响力在逐渐削弱；另一方面传统的明星代言方式也有风险。公司传统营销策略以《梦幻新诛仙》，根据 AppGrowing 数据显示，截至上线前一周，《梦幻新诛仙》累计排重后的广告数达 25766 条，单日投放峰值为 6 月 24 日（上线前一天）新增广告 7994 条，整体买量程度很大。销售费用方面，由于游戏行业买量竞争的加剧以及公司新游所产生的推广费用，公司销售费用率呈增长态势。买量成本持续上涨，性价比、营收转化率低，影响公司利润增长。

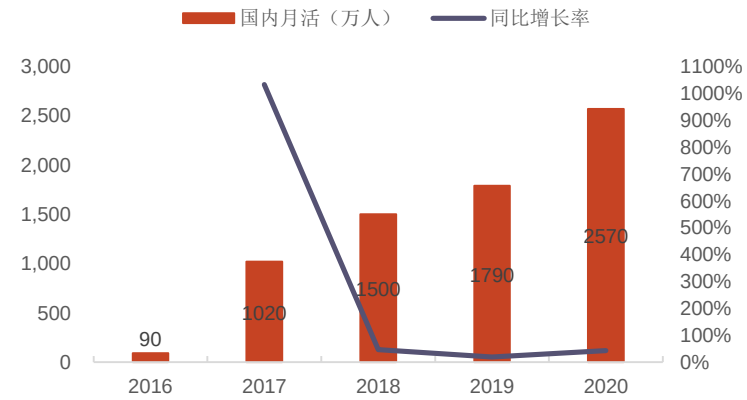
图 3：公司销售费用及销售费用率持续增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

参考《原神》营销经验，《幻塔》加大对垂直渠道端的投入和运营，低成本增加游戏热度。1）根据 DataEye-ADX 统计数据显示，《幻塔》总体买量比较低，在上线前将处于逐步加码态势。**2）**与《原神》相同，《幻塔》同样侧重于字节系流量池，根据 DataEye-ADX 统计显示，《幻塔》的买量平台选择上，21-10-1 至 21-11-25，以投放素材数计，抖音占 23.96%、今日头条占 21.38%、抖音火山小视频占 20.04%、B 站占 14.22%，总体布局较为均衡。**3）**《幻塔》重视哔哩哔哩和 Tap Tap 等垂直渠道，以泛二次元化渠道和评分平台为重要营销渠道。注重 MCN 渠道，借用头部主播的影响力、鼓励玩家进行二次创作以增加游戏的热度。**4）**借用部分舆论，采用低成本的“黑红”形式以增加游戏热度，目标在于形成热度后凭借游戏本身的高素质和高质量以形成良好口碑逆转局面。

图 4：taptap 月活快速增长，助力《幻塔》热度提升



资料来源：心动公司公告，光大证券研究所

1.3、 《幻塔》首月流水有望达到 6-10 亿元，有望助力 22 年公司业绩增长

1）对标二次元头部手游《原神》，《幻塔》首月月活预计有望达到 1000 万。目前《幻塔》TapTap 评分 6.7，略低于原神上线前一个月的 7.1，预期上线后表现将略不及《原神》。根据 Activeplayer.IO 统计数据，《原神》上线前预约数约 2000 万、首月 MAU 约 1650 万。对标《原神》，《幻塔》目前预约达到 1560 万，我们保守估计《幻塔》首月 MAU 将达到 1000 万。

2）考虑米哈游并未披露《原神》官方数据，我们选取米哈游上一代主力二次元手游《崩坏 3》作为参考。我们预计《幻塔》付费率预计约 13%-17%，付费玩家加权月付费约为 432-570RMB。根据米哈游招股书，17H1，《崩坏 3》付费率约 12.5%、付费用户月均付费维持在 250 元左右（除了 17M4 因重要新版本上线较高）。考虑近年来我国手游玩家付费意识的持续培养、泛二次元受众的不断扩大、《幻塔》相对于《崩坏 3》的品质提升，同时受益于《幻塔》更充足的氪金正反馈、更完善的付费模式，我们假设《幻塔》首月付费率约为 13%-17%，预期付费玩家月平均付费额为 432-570RMB。

3）《幻塔》通过适当开发高性价比氪金产品，有望推动轻氪玩家转中重氪，提高整体付费水平。参考《崩坏 3》，根据米哈游招股书，17H1《崩坏 3》月付费高于 500 元中重氪玩家占比约 17%。我们认为，《幻塔》内核仍为传统 MMO 游戏，在数值体系、副本玩法等方面具备更多氪金点，同时，高美术水平的“拟态”系统有望激发玩家的付费需求。我们假设，首月付费玩家中，中重氪玩家约占 20-25%，轻氪玩家约 75%-80%。

表 3：《幻塔》运营数据假设

玩家信息	数据
轻氪占比	75%-80%
中重氪占比	20%-25%
付费玩家加权付费（元）	432-570
付费率	13%-17%

资料来源：光大证券研究所预测

对标《原神》、《梦幻新诛仙》，我们预计《幻塔》首月流水有望实现 6-10 亿元，驱动完美世界 22 年 Q1 业绩增长，后续持续释放业绩。

1）细分领域竞争小，版号发行暂停，《幻塔》上线时间点良好。游戏行业监管政策缩紧，游戏版号发放处于放缓和暂停的状态，21 年末 22 年初重量级新品上市较少；同时“MMO”+“开放世界”+“二次元”的游戏品类中，尚未有游戏巨头的入场，市场竞争较弱。这使已有版号且与细分品类市场相吻合的《幻塔》处于上线的优势节点。后续网易等游戏巨头入局该细分市场或将对《幻塔》市场份额产生冲击。

2）对标完美世界上一代主力 MMO 游戏《梦幻新诛仙》，《幻塔》表现保守估计与其持平。完美世界为“MMO”游戏领域的龙头公司，其 21 年重要产品《梦幻新诛仙》首月流水超 5 亿 RMB。对标《梦幻新诛仙》，IP 方面《梦幻新诛仙》为完美世界的传统 IP，《幻塔》是全新原创游戏，IP 较弱；细分市场方面，《幻塔》为完美世界在二次元游戏市场的崭新探索，运营经验较为缺乏。但《幻塔》整体美术演出、画面特效、游戏玩法质量较高，预期表现保守估计将与《梦幻新诛仙》持平。

3）对标二次元头部手游《原神》，《幻塔》技术力不占优，首月表现预计不及《原神》。在技术力方面，完美世界研发能力在传统 MMO 游戏公司中处于领先，但与米哈游相比依然存在部分不足，比如在《幻塔》四测时仍有较明显卡顿现象，《原神》在优化方面表现更佳。根据 Sensortower，《原神》首月全球流水约 2.5 亿美元。

以 MAU×付费率×玩家加权月均付费计算，我们预计《幻塔》首月流水将实现 6-10 亿元，考虑《幻塔》收入将递延确认，将贡献 22 年业绩增量。

表 4：《幻塔》首月流水敏感性分析

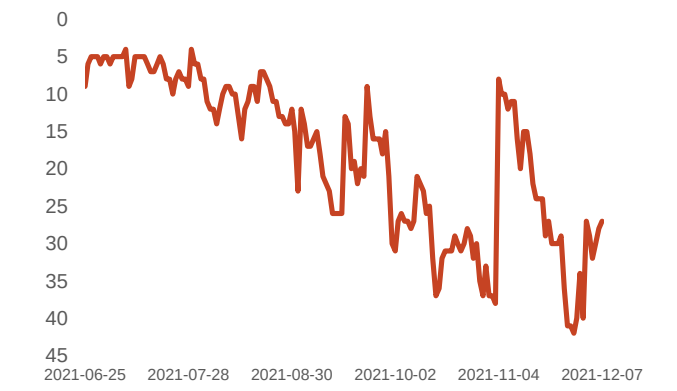
《幻塔》首月流水预测（亿元）		付费率				
		13%	14%	15%	16%	17%
加权付费（元）	432	6	6	6	7	7
	467	6	7	7	7	8
	501	7	7	8	8	9
	536	7	7	8	9	9
	570	7	8	9	9	10

资料来源：光大证券研究所预测

1.4、 公司其他产品：MMO 游戏品类持续深耕，多品类全方位探索

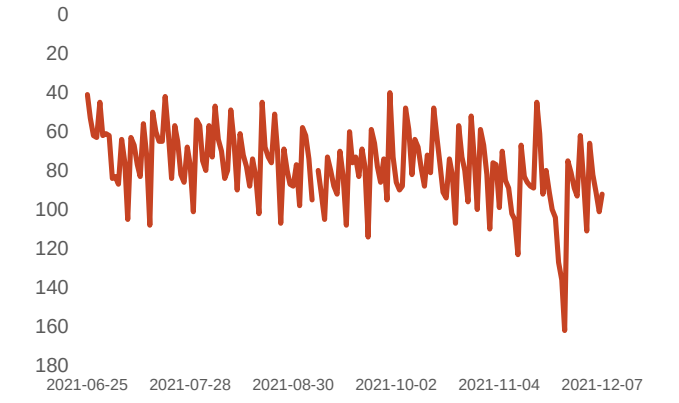
主力产品表现稳定，《梦幻新诛仙》进入回收期。根据七麦数据，截至 2021 年 12 月 7 日，《梦幻新诛仙》IOS 游戏畅销榜单中排名 27 位，《新笑傲江湖》IOS 畅销榜单中排名 92 位。《梦幻新诛仙》前期的研发、营销投入逐步开始回收，参考《诛仙》生命周期，《梦幻新诛仙》有望长线运营持续贡献业绩。

图 5：《梦幻新诛仙》ios 游戏畅销榜排名趋势



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

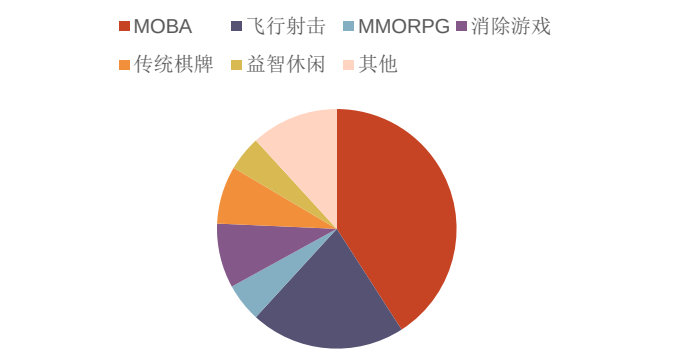
图 6：《新笑傲江湖》ios 游戏畅销榜排名趋势



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

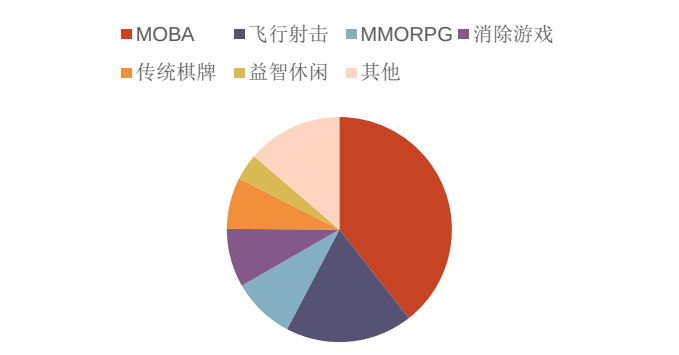
国内对 MMO 游戏偏好升高，完美世界传统优势有望加大。在游戏精品化趋势下，各手游细分行业的行业竞争加剧，根据 Questmoblie 数据，2019 年至 2020 年，MMO 游戏占中国手游总时长自 5.2%提升至 9%，中国玩家对 MMO 类游戏的偏好处于上升态势，完美世界是 MMO 传统龙头，业绩有望借势升高。

图 7：2019 年中国手游细分行业用户使用时长分布



资料来源：Questmobile，光大证券研究所

图 8：2020 年中国手游市场细分行业用户使用时长分布



资料来源：Questmobile，光大证券研究所

完美世界游戏在二次元、女性向和回合制游戏中均有积极探索，进入新一轮产品周期的同时，公司历史研发投入进入兑现期。2021 年 4 月，完美世界战略发布会上一次性公开近 30 款新品及 IP，其中超过半数为细分赛道的创意类新品，展现出高品质、次世代、跨平台、全球化的特点。其中《一拳超人：世界》具备知名度高的日本动漫 IP，预期将存在天然受众；《代号：MA》的玩法已经较为成熟，投入相对较少，整体收益将比较高。

表 5：完美世界 2021 年 04 月新品发布会产品布局

产品名	平台	类型	题材	IP	自研/代理	4 月情况
Perfect new world	主机&PC	次时代动作	奇幻	有	自研	在研
完美新世界	移动	开放世界 MMORPG	玄幻	有	自研	在研
新诛仙世界	PC	MMORPG	仙侠	有	自研	在研
诛仙 2	移动	MMORPG	仙侠	有	自研	在研
梦幻新诛仙	移动	大世界创新回合	仙侠	有	自研	上线
天龙八部 2	移动	MMORPG	武侠	有	代理	即将开测
温瑞安系列	—	—	武侠	有	自研	在研
梦间集 2	移动	—	未来风	有	自研	在研
香蜜沉沉烬如霜	移动	大世界 RPG	神话	有	自研	在研
代号：仙剑	移动	大世界创新回合制	仙侠	有	自研	在研
代号火上	移动	策略休闲 RPG	魔幻	有	自研	在研
战神遗迹	移动	混合玩法 ARPG	魔幻	无	自研	上线
幻塔	移动	开放世界 RPG	废土科幻	无	自研	年末上线
代号：R	移动	互动叙事 RPG	蒸汽幻想	无	自研	在研
代号：MA	移动	多人协同 RPG	日系幻想	有	自研	在研
Project：棱镜	移动	开放世界	异星科幻	无	自研	2021 内开测
ProjectBard	移动	二次元冒险 RPG 手游	日系幻想	无	自研	在研
CODENAME：X	移动	JRPG	现代	有	自研	在研
一拳超人：世界	移动	3D 动作	英雄热血	有	自研	近期开测
黑猫奇闻社	移动	互动解谜	都市奇幻	无	自研	在研
逐光之旅	PC	平台跳跃	深海唯美	无	自研	在研
代号：档案	PC	叙事解谜	都市传说	无	自研	在研
彩条屋系列	—	—	神话国漫	有	自研	在研
灵笼改编游戏	—	—	神话国漫	有	自研	在研

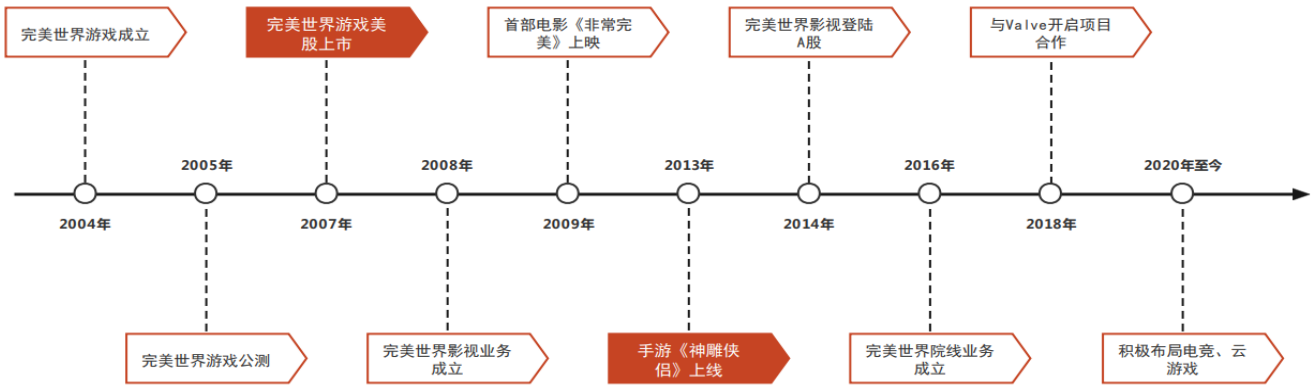
资料来源：游戏葡萄，公司公告，光大证券研究所

2、 公司概况：游戏影视持续发展，财务水平预期优化

2.1、 业务分析：游戏影视双栖发展，巩固公司优势地位

广泛布局游戏与影视，游戏业务 A 股领先。完美世界于 2004 年成立，游戏业务与影视业务双轮驱动长期支撑公司业绩发展，是完美世界控股集团旗下盈利能力最强的版块。游戏领域：同名游戏《完美世界》2005 年开启公测；2006 年《完美世界》进军海外市场；2007 年 MMORPG 作品《诛仙》开启公测，同年完美世界游戏在纳斯达克上市；2013 年开启“端转手”战略，2016 年完美世界游戏登陆 A 股，2018 年与 Valve 平台开启“Steam 平台”项目合作，2020 年积极开展云游戏业务部署。影视领域：2014 年完美世界影视借壳金磊股份在 A 股上市；2016 年建立完美世界院线业务（后于 2018 年被剥离）。

图 9：完美世界游戏、影视发展历程

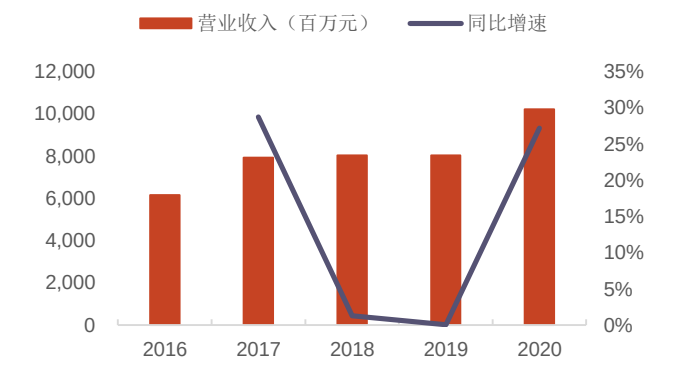


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.2、 财务分析：营收及毛利率水平有望升高，公司持续加大研发投入

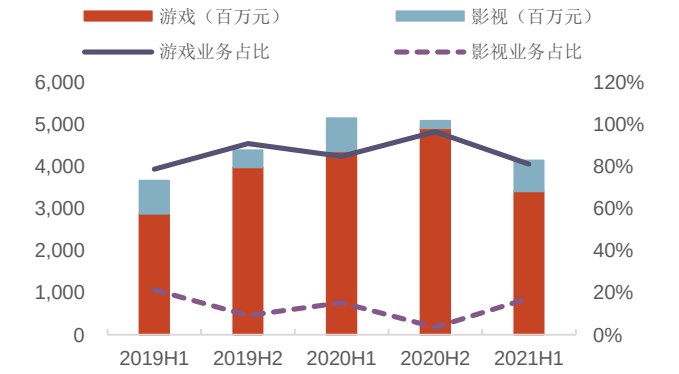
营业收入整体波动性增长，20 年疫情宅需求带来高增速，21 年前三季度业绩有所下滑。1）2016 年完美世界游戏登陆 A 股市场，16-17 年营收高速增长，分别同比增长 26%、29%。2）2018-2019 年因游戏政策环境收紧、影视院线业务剥离，公司营收增长缓慢，分别同比增长 1%、0%。3）2020 年受益于疫情所带来的宅需求的上升，公司营收重现高速增长，同比增长 27%。4）21 年前三季度，因部分游戏项目延期、版号暂停、海外产品调整等原因，游戏业务增长放缓。21 年前三季度公司营收 67.4 亿，同比下滑 16.4%。**2021 年年末重磅新游《幻塔》将上线，有望驱动 2022 年营收增长。**

图 10：公司营收及增速：政策收紧不改营收增长韧性



资料来源：公司公告，光大证券研究所

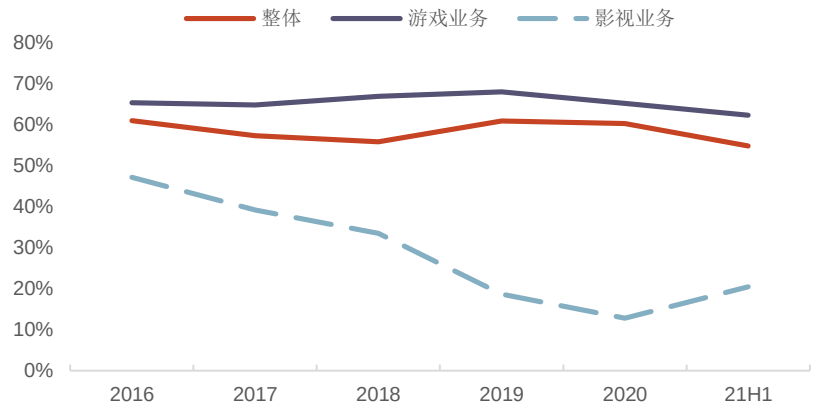
图 11：公司营收构成：游戏占比较大



资料来源：公司公告，光大证券研究所

游戏业务毛利率维持高位，影视毛利率有望迎来改善。2016-2018 年公司毛利率受并购院线业务影响下滑；2019 年剥离院线业务及部分重要游戏采用代理模式后毛利率水平回升。1）2019-2020 年，影视业务的毛利率分别为 18.6%和 12.8%，远低于公司毛利率水平。21 年以来，随着公司存货清理顺利进行，影视毛利率有所提升，21H1 回升至 20.4%，未来有望持续改善。2）2016-21H1，公司游戏业务的毛利率稳定于 62%以上，为公司毛利率提供有效支撑。

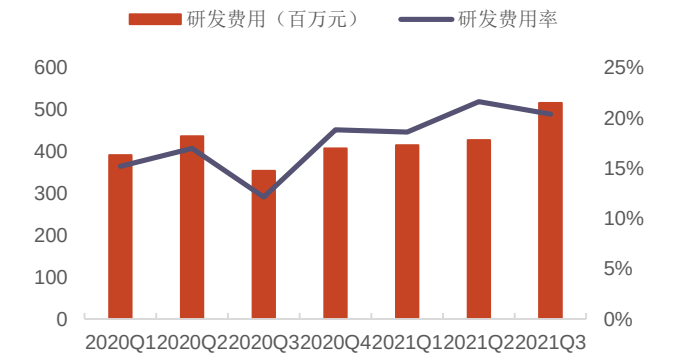
图 12：公司整体及分业务毛利率情况：游戏毛利率高，影视毛利率低



资料来源：公司公告，光大证券研究所

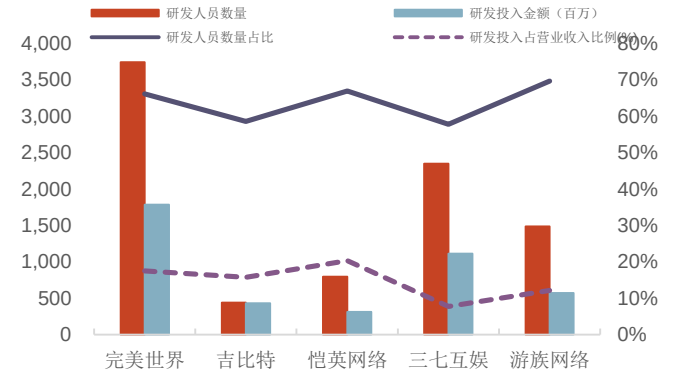
公司研发费用率持续上升，研发投入、研发团队优于可比公司。完美世界是国内首批自主研发 3D 引擎的游戏公司之一，根据完美世界公告，自公司 2004 年成立以来到 21Q3，其自研产品超过总产品的 95%，技术积累深厚且基础设施建设充足。2020 年后，公司研发费用率稳定于 20%左右，研发费用率相对较高。这主要因为完美世界引入了多支研发和制作团队，积极提升游戏品类的多样性，推高研发费用的同时也增强了公司研发、制作的实力。相较于 A 股其他游戏公司而言，完美世界整体研发支出较高，研发团队人数众多，2020 年研发支出 17.83 亿元，占营业收入的 17.44%，研发占收比高于 A 股同业吉比特、三七互娱；研发人员共 3739 人，占员工总数的 66%。

图 13：完美世界研发团队分析：研发费用及费用率稳步上升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 14：2020 年可比公司研发团队分析：研发团队强于可比公司



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

3、 行业分析：手游行业进入多方位转型期，完美世界顺应行业趋势

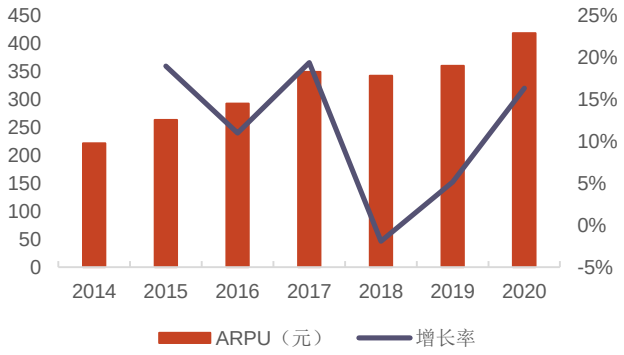
3.1、 供给端：完美“端转手”策略进入发展后期，战略聚焦高品质新游《幻塔》

老牌厂商多 IP、短期化运营效果下滑，完美聚焦新游《幻塔》。14 年以来，完美世界等老牌端游厂商凭借 IP 数量多、推出时间快抢占市场，游戏产品偏向短期运营，在短时间内收回前期投资。20 年《原神》大获成功拉高玩家对游戏的评判标准，纯 IP 游戏的吸引力下降，游戏质量成为关注焦点，各厂商开始从“多

点开花”转向“单点深耕”。完美通过多次优化，集中全公司研发能力，打造高质量 MMO+开放世界新游《幻塔》，有望实现品类突破，长线运营带来稳定业绩提升。

游戏付费用户付费能力稳步提升，有望成为《幻塔》流水高增驱动力。根据《中国游戏产业报告》分析，2020 年，中国游戏行业 ARPU 值大约为 420 元，同比增长近 16.4%。手游核心用户中付费用户的付费意愿和能力持续升级。《幻塔》作为一款 MMO，相比于《王者荣耀》、《和平精英》等大 DAU 型竞技游戏，更偏向于依靠 ARPU 的提升驱动，因此游戏行业整体 ARPU 的提升，有望带动《幻塔》获佳绩。

图 15：游戏行业 ARPU 值变化稳步提升



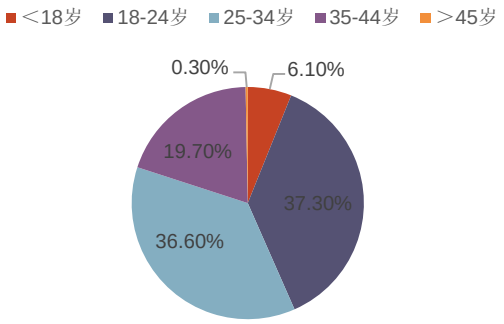
资料来源：《中国游戏产业报告》，光大证券研究所

3.2、 渠道端：传统买量成本升高，垂直渠道有望助力《幻塔》长线运营

成本降低、互动生态、高用户粘性，TapTap 等垂直渠道助力完美降本提效。TapTap 的主要优势在于，1）为开发者提供免分成免推广的渠道，能够降低完美世界等传统游戏厂商的销售成本；2）活跃的玩家&厂商生态圈层使完美世界能够及时发现游戏 bug 或体验欠缺的地方，并进行改进优化；3）垂直渠道用户粘性高于传统渠道，用户结构更年轻化，未来完美世界有望加速吸引氪金主力人群。

复盘《原神》历程，TapTap 有望助力完美新品《幻塔》提升用户留存率、维持长线运营、打造良好游戏生态。1）《原神》作为 TapTap 上首款尝试 PC 端、移动端、主机端全平台发布的游戏，全面触及潜在游戏玩家。**2）**《原神》增加 TapTap 账号登录方式，有效将 TapTap 端的预约量转化为实际留存的游戏用户。**3）**官方在 TapTap 频繁发帖与玩家进行交流，以互动启发的方式推动《原神》长线运营。同时，在 TapTap 社区内设有官方与玩家、玩家与玩家之间的沟通渠道，进一步细分为问答、反馈、交友组队等形式，实现《原神》内容生态多方之间的良好互动。**《幻塔》有望通过对标《原神》，模仿以上经验，推动其用户粘性增强，助力幻塔的长期化运营。**

图 16：2020 年 12 月 TapTap 用户年龄结构——年轻化



资料来源：MobTech，光大证券研究所

图 17：taptap 平台《幻塔》详情（21 年 12 月 7 日）

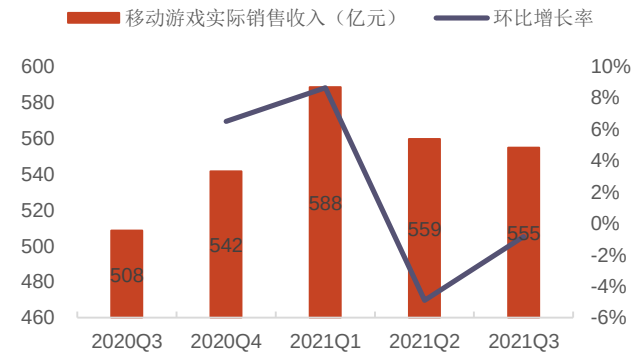
资料来源：taptap 官网

3.3、 需求端：国内市场规模增长较缓，二次元、海外是持续增长点

国内游戏市场规模增长较弱，公司发展需要拓宽第二增长曲线。未成年人保护、版号暂停等监管趋严是 21 全年主基调，国内游戏市场增长承压。根据伽马数据，2021 年 3 月，中国游戏用户量环比减少 100 万，环比下降 0.16%；2021Q3 国内移动游戏市场实际销售收入 554.69 亿元，同比增长 9.09%，环比下降 0.85%。

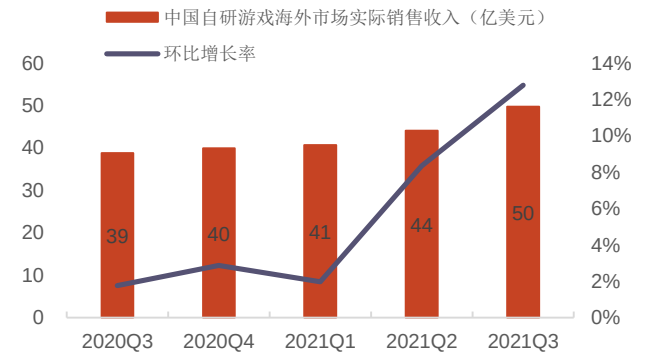
自研游戏海外市场宽广，《幻塔》有望成为公司出海战略领航者。根据伽马数据，2021Q3，中国自研游戏海外市场实际销售收入为 49.66 亿美元，环比增长 12.77%。根据 App Annie 数据，以用户支出计，21H1 中国出海移动游戏占海外移动游戏市场份额达 23%，成为海外游戏市场份额首位，国产游戏海外竞争力已被证实。完美世界传统优势游戏领域以武侠和仙侠题材为主，在出海方面的困难较大。《幻塔》的末世科幻和废土题材本属于西方舶来文化，进行反向输出更容易被接受。欧美用户对游戏深度、硬核程度要求高，同时具备较高付费率，《幻塔》出海前景广阔。

图 18：中国移动游戏市场实际销售收入：21Q3 环比略收缩



资料来源：伽马数据，光大证券研究所

图 19：中国自研游戏海外市场实际销售收入：市场持续扩大



资料来源：伽马数据，光大证券研究所

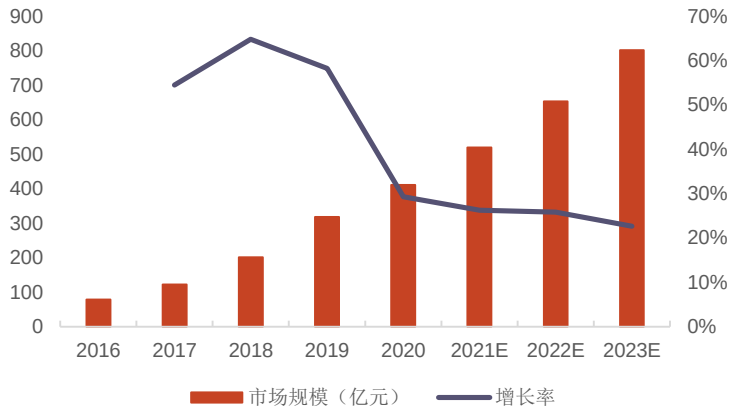
表 6：完美世界 2020 年出海游戏

游戏	发行时间	国家/地区
R5（新神魔大陆）	2020.2	韩国
新笑傲江湖 M	2020.3	港澳台
新笑傲江湖 M	2020.5	新加坡、马来西亚

资料来源：公司公告，光大证券研究所

二次元游戏市场规模持续扩大，推动公司拓展新市场。根据艾瑞咨询，2020 年国内二次元游戏市场规模为 411 亿元，已成为游戏产业的重要组成部分。2020 年，二次元手游《原神》上线，根据 Sensor Tower，上线首月全球流水 2.5 亿美元，位居该月手游全球流水排名第一，提升了二次元品类的营收天花板。预计未来，IP 改编的二次元游戏，特别是国产动漫改编的二次元游戏将获得广泛欢迎，增长空间可期。完美世界及时转型，通过《幻塔》切入二次元细分领域，有望实现品类突破，为公司营收贡献增量。

图 20：国内二次元游戏市场规模分析：二次元游戏市场发展迅速



资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

3.4、 行业政策：游戏版号批复暂停，《幻塔》初期竞争压力有望减小

2021 年游戏行业监管政策有所收紧。国内游戏市场整体监管环节分为事前、事中、事后监管三个阶段。21 年监管持续加强，重点除防止未成年人沉迷外，还包括版号审批、游戏备案、内容审查以及管理虚拟货币交易等方面。监管部门提出四个“进一步”倡议：要求各游戏厂商增强文化自觉、精品意识、国际化意识、安全意识，推动国产游戏限量提质。

版号发放收紧，国家审批保持严格，《幻塔》竞争压力较小。2021 年 8-10 月，国产网络游戏版号审批信息均未公布。这是自 2018 年 3 月至 12 月停发版号后再次出现版号停发现象，网络游戏版号发行可能面临较长时间的暂缓或暂停。《幻塔》已经于 21 年 4 月获批移动游戏版号，发行进程未受影响，同时其在此停发版号的空档期上线，将面临较小的行业竞争和市场压力。

表 7：2017 年来游戏行业监管有所收紧

时间	相关政策	政策主要内容
2017 年 12 月	文化部修订《网络游戏管理暂行办法》	任何从事网络游戏运营的单位须取得网络文化经营许可证，而进口网络游戏须获得文化和旅游部内容审查批准后，方可运营。国产网络游戏须在运营之日起 30 日内向文化部备案。
2018 年 8 月	八部委发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》	方案旨在控制新网络游戏的数量及限制孩子们用于玩电子设备的时间。
2019 年 10 月	国家新闻出版署颁布《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	(i)实行实名注册制度。(ii)严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长。 (iii)规范向未成年人提供付费服务。 (iv)探索实施适龄提示制度。网络游戏企业应分析未成年人沉迷的成因，并及时对造成沉迷的游戏内容、功能或者规则进行修改。
2021 年 3 月	中宣部颁布《游戏审查评分细则》	游戏送审试行全新的评分审查制度，从 5 个方面对游戏作品进行评分，包括“观念导向”、“原创设计”、“制作品质”、“文化内涵”和“开发程度”。低分游戏将被打回，退出版号审批流程。
2021 年 7 月	中宣部出版局副局长杨芳 2021 年 ChinaJoy 致辞	提出四个“进一步”：进一步增强文化自觉，进一步增强精品意识，进一步增强国际化意识，进一步增强安全意识。要全力以赴抓好防沉迷工作，不折不扣落实好各项管理规定，坚决保护青少年健康成长;国家层面的防沉迷实名认证平台已建成，接入企业 5000 多家、游戏超万款，初步达成了防沉迷工作的基础性目标。

资料来源：光大证券研究所根据国家新闻出版署、中宣部、游戏日报整理

4、 估值与投资建议

考虑：1）21 年《旧日传说》、《战神遗迹》等存量游戏表现不及预期；2）《梦幻新诛仙》等游戏买量价格上升推动营销费率上升，《幻塔》多次测试快速、大规模的迭代带来高研发费率。我们下调 21-23 年净利润预测至 13.26/21.13/25.77 亿元（较上次预测-18.0%/-1.7%/-1.5%），现价对应 PE 31/19/16x。同时：1）完美世界目前有 30 个游戏持续开发，传统优势品类游戏产品及创意类新品储备较充足，公司自研优势地位有望巩固。2）高质量开放世界+二次元新游《幻塔》21 年底上线，有望为 22 年业绩带来弹性。维持“买入”评级。

表 8：盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元人民币）	8,039.02	10,224.77	9,620.09	12,156.66	14,231.01
营业收入增长率	0.07%	27.19%	-5.91%	26.37%	17.06%
净利润（百万元人民币）	1,502.80	1,548.50	1,326.48	2,112.70	2,577.01
净利润增长率	-11.92%	3.04%	-14.34%	59.27%	21.98%
EPS（人民币元）	1.16	0.80	0.68	1.09	1.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.79%	14.29%	11.19%	15.49%	16.40%
P/E	18	26	31	19	16
P/B	2.8	3.7	3.4	3.0	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-8，注：2020 年股本增加至 1,940 百万元

5、 风险分析

1）行业增速放缓风险：中国移动互联网的用户数量增长空间和用户使用时长红利缩小，未来将进入多种娱乐形态存量竞争的时代，游戏行业增速可能放缓。

2）人才流失风险：内容产品的核心生产要素是创意与制作团队，中国游戏公司对于技术美术、游戏策划等方面的人才竞争较为激烈。

3）存量手游表现不及预期：《非常英雄救世奇缘》、《旧日传说》、《战神遗迹》等现存手游生命周期可能较短。

4）政策变动风险：版号发放若面临较长时间暂停，可能对公司长期产品线带来影响。

5）影视业务减值：受市场及行业整体环境影响，影视业务业绩增长不佳，可能将计提存货减值及商誉减值。

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**8,039**	**10,225**	**9,620**	**12,157**	**14,231**
营业成本	3,142	4,057	3,829	4,583	5,177
折旧和摊销	116	176	134	178	206
税金及附加	31	32	30	38	44
销售费用	1,145	1,831	1,943	2,334	2,675
管理费用	685	757	713	901	1,054
财务费用	206	113	50	21	8
研发费用	1,504	1,589	1,732	2,067	2,419
投资收益	229	196	300	300	300
营业利润	**1,342**	**1,628**	**1,763**	**2,739**	**3,360**
利润总额	**1,346**	**1,657**	**1,791**	**2,767**	**3,388**
所得税	(101)	152	165	254	311
净利润	**1,447**	**1,504**	**1,626**	**2,513**	**3,077**
少数股东损益	(56)	(44)	300	400	500
归属母公司净利润	**1,503**	**1,549**	**1,326**	**2,113**	**2,577**
EPS(元)	**1.16**	**0.80**	**0.68**	**1.09**	**1.33**

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**2,023**	**3,693**	**1,546**	**1,551**	**2,727**
净利润	1,503	1,549	1,326	2,113	2,577
折旧摊销	116	176	134	178	206
净营运资金增加	(1,780)	(1,697)	(229)	1,621	887
其他	2,185	3,665	314	(2,361)	(943)
投资活动产生现金流	**(1,994)**	**(453)**	**203**	**25**	**50**
净资本支出	(445)	(571)	(221)	(200)	(200)
长期投资变化	1,914	2,768	0	0	0
其他资产变化	(3,463)	(2,650)	424	225	250
融资活动现金流	**(1,427)**	**(2,794)**	**(794)**	**(96)**	**(311)**
股本变化	(22)	647	0	0	0
债务净变化	(275)	(982)	(434)	250	200
无息负债变化	106	(1,194)	(226)	25	418
净现金流	**(1,384)**	**384**	**954**	**1,480**	**2,466**

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	**16,629**	**15,507**	**16,163**	**18,625**	**21,818**
货币资金	2,526	2,943	3,897	5,377	7,843
交易性金融资产	2,249	1,753	1,753	1,753	1,753
应收账款	2,270	1,299	1,521	1,922	2,250
应收票据	85	112	105	133	156
其他应收款（合计）	183	72	68	86	100
存货	1,760	1,027	490	854	1,112
其他流动资产	517	346	346	346	346
流动资产合计	**10,132**	**7,885**	**8,565**	**10,930**	**14,079**
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,914	2,768	2,773	2,773	2,773
固定资产	364	354	484	534	473
在建工程	48	275	190	147	189
无形资产	214	190	206	210	213
商誉	620	272	272	272	272
其他非流动资产	135	430	430	430	430
非流动资产合计	**6,497**	**7,622**	**7,598**	**7,695**	**7,739**
总负债	**6,501**	**4,325**	**3,664**	**3,940**	**4,558**
短期借款	1,139	784	0	0	0
应付账款	486	733	613	733	828
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	606	24	725	916	1,072
其他流动负债	1,048	57	57	57	57
流动负债合计	**4,800**	**4,204**	**3,193**	**3,219**	**3,637**
长期借款	225	23	373	623	823
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,429	38	38	38	38
非流动负债合计	**1,701**	**121**	**471**	**721**	**921**
股东权益	**10,129**	**11,182**	**12,498**	**14,686**	**17,260**
股本	1,293	1,940	1,940	1,940	1,940
公积金	2,506	2,225	2,357	2,569	2,826
未分配利润	5,678	6,782	7,666	9,242	11,059
归属母公司权益	**9,515**	**10,835**	**11,851**	**13,639**	**15,713**
少数股东权益	614	347	647	1,047	1,547

主要指标

盈利能力（%）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	60.9%	60.3%	60.2%	62.3%	63.6%
EBITDA 率	31.2%	31.8%	16.7%	20.3%	22.5%
EBIT 率	29.4%	29.9%	15.3%	18.8%	21.0%
税前净利润率	16.7%	16.2%	18.6%	22.8%	23.8%
归母净利润率	18.7%	15.1%	13.8%	17.4%	18.1%
ROA	8.7%	9.7%	10.1%	13.5%	14.1%
ROE（摊薄）	15.8%	14.3%	11.2%	15.5%	16.4%
经营性 ROIC	48.1%	53.9%	25.9%	30.5%	35.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	39%	28%	23%	21%	21%
流动比率	2.11	1.88	2.68	3.40	3.87
速动比率	1.74	1.63	2.53	3.13	3.57
归母权益/有息债务	5.32	13.43	31.81	21.91	19.10
有形资产/有息债务	8.40	17.46	39.47	27.57	24.74

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	14.2%	17.9%	20.2%	19.2%	18.8%
管理费用率	8.5%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
财务费用率	2.6%	1.1%	0.5%	0.2%	0.1%
研发费用率	18.7%	15.5%	18.0%	17.0%	17.0%
所得税率	-7.5%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.24	0.16	0.17	0.26	0.32
每股经营现金流	1.56	1.90	0.80	0.80	1.41
每股净资产	7.36	5.59	6.11	7.03	8.10
每股销售收入	6.22	5.27	4.96	6.27	7.34

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	18	26	31	19	16
PB	2.8	3.7	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	10	12	23	15	11
股息率	1%	1%	1%	1%	2%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE