



Research and
Development Center

完美世界 (002624): 研发筑基扬帆出海, 打造完美新世界

—完美世界 (002624) 深度报告

2022 年 5 月 30 日

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师
S1500522010001
+86 17317141123
fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告

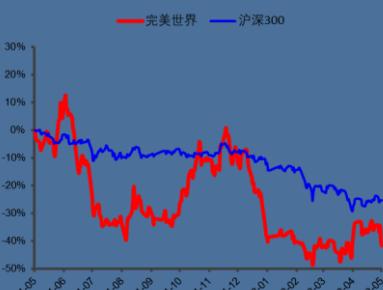
公司研究

深度报告

完美世界 (002624)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	12.96
52 周内股价	10.15~23.41
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-4.50
总股本 (亿股)	19.40
流通 A 股比例 (%)	94.18
总市值 (亿元)	251.42

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

完美世界 (002624): 研发筑基扬帆出海, 打造完美新世界

2022 年 05 月 30 日

本期内容提要:

坚持研发驱动, 具备多端研发能力的游戏公司。2021 年, 完美世界研发支出 22.11 亿元, 占营业收入 25.96%; 研发人员数量在 2021 年达到 4255 人, 占总人数的 67.84%, 均为 A 股游戏公司顶尖水平, 为公司游戏研发打下坚实基础。研发团队架构方面, 新老研发团队并举, 老团队负责端、手游持续迭代开发, 并引入多个新工作室, 负责 ARPG、开放世界、二次元等新品类游戏开发, 打开多元布局空间。目前公司共拥有 13 个项目组、20 余个具有独立开发能力的研发团队。此外, 公司在技术、美术、测评等方面为游戏开发提供平台支持, 积累游戏出产经验, 优化游戏出产流程。

IP 矩阵丰富, 积极打造新 IP 拓宽用户群体。1) 完美世界、诛仙两大核心 IP 持续贡献稳定流水。《完美世界手游》自 2019 年上线至今仍稳定在 iOS 游戏畅销榜 50 名左右, 持续贡献业绩; 21 年推出的《梦幻新诛仙》成为爆款, 上线后流水表现优异, 目前仍能保持在排行榜 40 名左右。2) 公司现有金庸与温瑞安武侠 IP 矩阵丰富, 且武侠 IP 与 MMORPG 玩法高度契合, 用户群体高度重合, 长期来看具备较大改编潜力。3) 新 IP 方面, 公司与国内外知名 IP 合作, 获取彩条屋系列 IP 与灵笼系列 IP 手游改编权, 有望扩大用户圈层; 原创 IP 《幻塔》游戏表现较好, 为公司带来业绩增量。

全球化发行新举措, “国内产品出海+海外本地化”求发展。公司在国内产品出海方面加大自主发行力度, 《幻塔》海外主要地区发行权授予腾讯海外发行子公司 Level Infinite, 保留韩国地区进行自主发行。目前已于 4 月在日本和欧美等主流地区开启海外发行测试, 预计于 Q3 上线海外版本。《梦幻新诛仙》手游于 3 月上线海外市场, 助力公司跑通海外自主发行道路, 后续海外发行有望从授权第三方过渡为自主发行。此外, 公司对海外研究团队的架构与研发方向进行了调整, 出售了美国研发工作室及相关欧美本地发行团队, 在地域选择上向更有人才和政策优势的加拿大转移, 选择更开放的年轻化团队, 产品类型转向以单机游戏和移动游戏为主, 更符合海外市场的需求。

影视平台优势持续, 谨慎投资积极消化库存。公司影视制作团队聚合了行业优质资源, 尤其在剧集方面具备持续创作精品的能力。此前主投主控或参投的影视剧项目减值已相对充分, 环球片单仅 1 部影片未上映, 测算较为审慎。并且公司顺应市场环境变化, 采取谨慎投资与积极消化库存相结合的经营策略, 加快推进库存项目的发行和排播的同时, 在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略, 新开机的项目绝大多数是平台定制剧, 保证了收益的确定性。在新剧方面, 公司储备的《月里青山淡如画》、《云襄传》、《许你岁月静好》等多部影视作品正在制作、发行过程中。

投资建议:2021 年公司处于转型阶段, 多个因素叠加导致业绩低于预期。公司产品将聚焦于年轻化和长线化, 产品思路聚焦“MMO+”和“卡牌+”两大赛道, 并且全球化进程亦将持续推进。《幻塔》上线重大更新 2.0“维拉”版本, 市场反馈良好、提振口碑。并且《幻塔》已于 4 月在日本和欧美等主流地区开启海外发行测试, 国内版本迭代以及海外市场有效延长龙头产品的全生命周期价值。公司游戏储备较为丰富, 《天龙八部 2》、《朝与夜之国》、《黑猫奇闻社》等产品版本已经准备完毕, 目前在等待版号发放, 海外市场有望年内上线, 为公司贡献增量业绩。4 月 11 日游戏版号恢复发放, 版号常态化稳定内容供给, 游戏出海形成新的增量, 完美世界作为龙头研发厂商, 建议重点关注。我们预计 2022-2024 年归母净利分别是 16.56/20.10/23.99 亿元, 分别对应估值 15.2X/12.5X/10.5X, 结合可比公司估值法, 给予公司 2022 年 20X PE 目标估值, 对应目标价为 17.08 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素: 核心游戏表现不及预期、新游上线进度或表现不及预期、影视内容制作及播出情况不及预期、市场竞争加剧风险、行业政策风险、核心人才流失风险、汇率波动导致的游戏海外收入业绩风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万)	10,225	8,518	9,405	11,230	13,195
同比(%)	27.2%	-16.7%	10.4%	19.4%	17.5%
归属母公司净利润 (百万)	1,549	369	1,656	2,010	2,399
同比(%)	3.0%	-76.2%	348.7%	21.3%	19.3%
毛利率(%)	60.3%	61.5%	62.5%	62.9%	63.2%
ROE(%)	14.3%	3.6%	13.9%	14.4%	14.7%
EPS (摊薄) (元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24
P/E	36.88	106.89	15.18	12.51	10.48
P/B	5.28	3.83	2.10	1.80	1.54

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 5 月 27 日收盘价

投资聚焦

- **业务转型升级, 2021 年业绩承压。**2017-2021 年公司分别实现营业收入 79.3 亿元/80.3 亿元/80.4 亿元/102.3 亿元/85.2 亿元, 同比增速为 28.8%/1.3%/0.07%/27.2%/-16.7%, 年均复合增长率为 1.81%, 2021 年收入同比有所下降, 主要贡献主要收入的游戏业务处于战略转型期, 虽然新游戏的品类和题材更加丰富, 但老游戏逐渐进入自然衰退期, 部分新游戏表现不及预期, 新老游戏衔接出现阶段性压力。2017-2021 年归母净利润分别为 15.1 亿元/17.1 亿元/15.0 亿元/15.5 亿元/3.69 亿元, 同比增速为 29%/13%/-12%/3%/-76%, 21 年净利大幅下跌同样系业务转型影响以及受海外疫情反复影响, 公司投资的环球片单公允价值下降, 对归母净利润产生负面影响约 2.7 亿元。
- **核心优势品类 MMO 筑底稳固基本盘, 发力创新多品类, 迎产品新周期。**公司优势领域为 MMO 类端游与手游, 现已发布了多款二次元、女性向、回合制游戏《幻塔》、《梦幻新诛仙》、《梦间集》。《幻塔》加入二次元元素, 吸引 Z 世代玩家;《梦幻新诛仙》加入回合制元素, 加入社交模式增强玩家的游戏粘性;《梦间集》定位为女性向游戏, 开拓女性玩家市场。此外, 公司发力创新, 将“多人开放”元素融入“MMO+”与“卡牌+”主要赛道中, 未来将持续推出多款创新类游戏。
- **提前布局游戏引擎与云游戏, 引领工业化游戏体系。**在自研引擎方面, 端游时代完美世界自主研发 Angelica 3D 引擎, 并基于此陆续推出《完美世界》、《诛仙》、《武林外传》等现象级端游。移动游戏时代, 完美世界仍然是国内少数坚持打造自研引擎的厂商, 其代表作 ERA 自研引擎, 从推出后经历数次版本和技术更新, 让国产自主研发游戏引擎达到行业前沿水平。在商用引擎二次开发方面, 完美世界对 Unity 3D 与 UE 4 引擎都有深入研究, 公司已通过 Unity 3D 开发了《梦幻新诛仙》以及使用 UE 4 开发了《幻塔》等游戏, 同时还有《完美新世界》、《诛仙 2》等 UE 引擎开发的游戏储备。前期技术储备充足, 具备先发优势。此外, 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, 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。
- **电竞业务有望成为第三增长曲线。**未来公司会将电竞业务当做发力的重点, 扩大电竞规模、持续对电竞平台进行升级迭代, 提升用户关注度。2021 年公司围绕《DOTA2》及《CS:GO》举办 DOTA2 冬季职业巡回赛-中国联赛 (DPC)、2021RMR 亚洲区春季赛-完美世界 CS:GO 联赛第一赛季 (PWLS1) 等赛事, 持续完善赛事体系; 通过举办首届完美电竞嘉年华, 以实景互动、虚拟现实、游戏试玩、舞台比赛等为用户带来沉浸式体验, 加大电竞文化打造。
- **本篇报告特色之处:**对完美世界的核心竞争力进行了详细的分析, 揭示公司长期增长逻辑, 并对公司游戏及影视业务进行细致拆解, 有力地支撑本文的盈利预测。

投资聚焦	4
1. 公司介绍	8
1.1 发展历程	8
1.2 管理团队	8
1.3 股权架构	9
2. 财务分析	10
2.1 收入分析	10
2.1.1 整体收入分析	10
2.1.2 分业务收入分析	10
2.1.3 分地区收入分析	12
2.2 毛利率分析	12
2.2.1 整体及分业务毛利率分析	12
2.2.2 分地区毛利率分析	13
2.3 运营费用分析	13
2.4 净利润分析	14
2.5 商誉与存货减值分析	14
3. 核心竞争力分析	16
3.1 研发能力+游戏引擎+云游戏引领工业化体系	16
3.1.1 研发实力行业领先	16
3.1.2 自研引擎国内领先, 引擎应用具备先发优势	17
3.1.3 云游戏市场蓬勃发展, 提前布局独具慧眼	18
3.2 IP 储备丰富	20
3.2.1 两大经典 IP: 完美世界 IP、诛仙 IP	20
3.2.2 武侠 IP 矩阵	22
3.2.3 新品类 IP	23
4. 游戏业务: 聚焦 “MMO+” 与 “卡牌+”, 多元化布局	24
4.1 游戏行业分析	24
4.1.1 手游市场增幅缩减, 新品难挽颓势	24
4.1.2 手游市场分成比例	26
4.1.3 端游市场结束收缩趋势, 国产端游再上新台阶	27
4.1.4 政策监管渐明朗, 版号恢复有望促增长	28
4.1.5 游戏出海空间广阔	29
4.2 完美世界端游业务	31
4.2.1 端游业务起家, 游戏种类齐备	31
4.2.2 电竞业务有望成为成长新曲线	32
4.3 手游持续夯实优势赛道, 维持行业领先地位	35
4.3.1 《幻塔》: MMO+科幻开放世界, 原创 IP 带来新增量	36
4.3.2 《梦幻新诛仙》: 诛仙 IP 再续经典, “MMO+回合制” 创新开放世界	40
4.4 游戏转型出海	41
4.5 游戏产品储备	42
5. 影视业务: 去库存、精细化管理成为主要方向	43
5.1 影视业务概述	43
5.2 影视业务分析	43
6. 盈利预测	46
6.1 盈利预测及假设	46
6.2 估值分析与投资评级	46
7. 风险因素	49

表 目 录

表 1: 公司高管团队履历.....	9
表 2: 完美世界主要游戏工作室情况.....	17
表 3: 公司产品的引擎使用情况.....	18
表 4: “完美世界”IP 系列游戏	20
表 5: “诛仙”IP 系列游戏	21
表 6: 金庸小说 IP 游戏矩阵	22
表 7: 创新系列 IP.....	23
表 8: 2018-2021 年游戏出海相关政策	30
表 9: 完美世界端游盘点.....	31
表 10: 完美世界养成模块介绍	38
表 11: 完美世界付费方式盘点.....	39
表 12: 完美世界游戏 Pipeline 整理	42
表 13: 完美世界主要影视子公司或工作室情况	45
表 14: 完美世界影视投资计划整理	45
表 15: 盈利预测核心假设	46
表 16: 可比公司估值.....	47

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	8
图 2: 2021 年完美世界股权穿透图	9
图 3: 完美世界 2017-2021 年营业收入及增速	10
图 4: 完美世界 2017-2021 年游戏业务收入及增速	11
图 5: 完美世界 2017-2021 年影视剧制作业务收入及增速	11
图 6: 完美世界 2017-2021 年分地区收入及海外地区收入占比	12
图 7: 完美世界 2017-2021 年整体及分业务毛利率数据	12
图 8: 完美世界 2017-2021 年分地区毛利率数据	13
图 9: 完美世界 2017-2021 年运营费用率数据	13
图 10: 完美世界 2017-2021 年运营费用率数据	14
图 11: 完美世界 2016-2021 年商誉	14
图 12: 完美世界 2016-2021 年存货跌价准备	15
图 13: 完美世界研发投入	16
图 14: 完美世界研发人员及占比	16
图 15: 完美世界与其他游戏公司研发投入对比	16
图 16: 完美世界与其他游戏公司研发费用率对比	16
图 17: UE4 在《幻塔》中应用效果	18
图 18: UE 在《诛仙世界》端游中应用效果	18
图 19: 2020-2025E 年中国云游戏市场收入统计及预测	18
图 20: 《深海迷航》云游戏画面	19
图 21: 《深海迷航》云游戏画面	19
图 22: 完美世界 IP	20
图 23: 诛仙 IP	21
图 24: 武侠系列 IP	22
图 25: 2014-2021 中国游戏市场实际销售收入及增速	24
图 26: 2014-2021 中国移动游戏市场实际销售收入	24
图 27: 2017Q1-2021Q4 中国移动游戏实际销售收入及增速	25
图 28: 2014-2021 中国移动游戏用户规模及增速	25
图 29: 2014-2021 中国移动游戏市场平均每用户收入	26
图 30: 手游产业链价值分成	27
图 31: 2014-2021 中国端游市场实际销售收入及增速	27
图 32: 2018-2021 年月度版号发放情况	28
图 33: 2019-2021 年季度版号发放及移动游戏市场销售收入增长情况	28
图 34: 2015-2021 年中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入与增速及占全球收入比例	29
图 35: 2021 年中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比	29

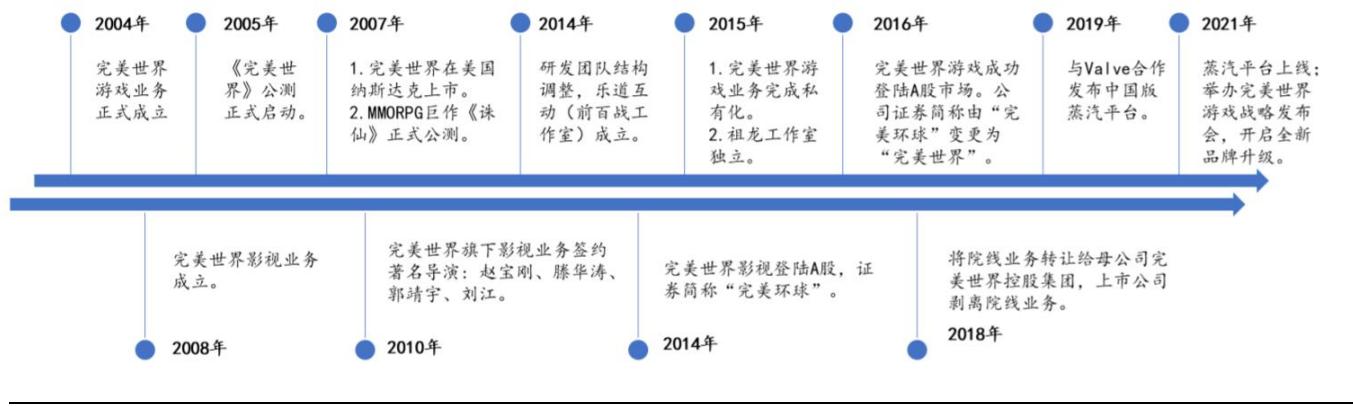
图 36: 完美世界端游板块规模.....	31
图 37: 2018-2022 中国电竞市场整体规模.....	32
图 38: 中国电竞行业核心价值链.....	33
图 39: 完美世界电竞板块布局.....	33
图 40: Steam 平台发展历史.....	34
图 41: 完美世界蒸汽平台.....	34
图 42: 完美世界手游板块规模.....	35
图 43: 2021 年收入排名前 100 移动游戏产品类型数量占比	35
图 44: 2021 年收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比	35
图 45: 《幻塔》上线至今的排名情况.....	36
图 46: 《幻塔》手游界面图	37
图 47: 《幻塔》开放世界地图效果	37
图 48: 《幻塔》拟态武器介绍	37
图 49: 《幻塔》拟态武器	37
图 50: 《幻塔》战斗界面	37
图 51: 《幻塔》战斗界面	37
图 52: 《幻塔》意志界面	38
图 53: 《幻塔》装备界面	38
图 54: 《幻塔》充值界面	39
图 55: 《幻塔》抽卡界面	39
图 56: 《幻塔 2.0》维拉时空	39
图 57: 《梦幻新诛仙》上线至今排名情况.....	40
图 58: 《梦幻新诛仙》人物形象.....	40
图 59: 《梦幻新诛仙》场景设计	40
图 60: 《梦幻新诛仙》国际版	41
图 61: 《幻塔》国际版测试	41
图 62: 完美世界电视剧板块规模	43
图 63: 《和平之舟》	44
图 64: 《向往的生活第四季》	44
图 65: 《最美乡村》	44
图 66: 《光荣与梦想》	44
图 67: 与爱奇艺合作的《怪你过分美丽》	44
图 68: 与优酷合作的《小女霓裳》	44
图 69: 网易 2022 年 Forward PE	47
图 70: 腾讯 2022 年 Forward PE	47
图 71: 完美世界公司股价周期分析	48

1. 公司介绍

1.1 发展历程

完美世界是国内先进的影游综合体，主要业务涵盖完美世界游戏和完美世界影视，其中包括网络游戏的开发、运营，电视剧、电影的制作发行等。其中，院线业务在2018年转让给母公司完美世界控股集团，目前主要业务是游戏和电视剧。2003年公司实际控制人池宇峰赴韩国考察，立志研发出适合中国人玩的网络游戏，第二年3月北京完美时空成立。公司成立后，《完美世界》的研发提上议程，前期研发投入超3000万元，《完美世界》于2005年11月正式公测，并于2006年进军国外，《完美世界国际版》成为首个进军日本的国产网游。此后完美世界游戏在加强研发的同时，加快海外拓展的节奏，游戏业务规模稳步扩张。目前拥有的核心游戏包括《幻塔》、《诛仙新世界》、《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》、《武林外传》等，涵盖多平台多品类，成为稀缺具备全硬件平台研发能力的头部游戏研发商。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 管理团队

管理层具备丰富的行业和资本市场经验。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。公司高管团队稳定且行业经验丰富，是后续发展的坚实基础。

表 1：公司高管团队履历

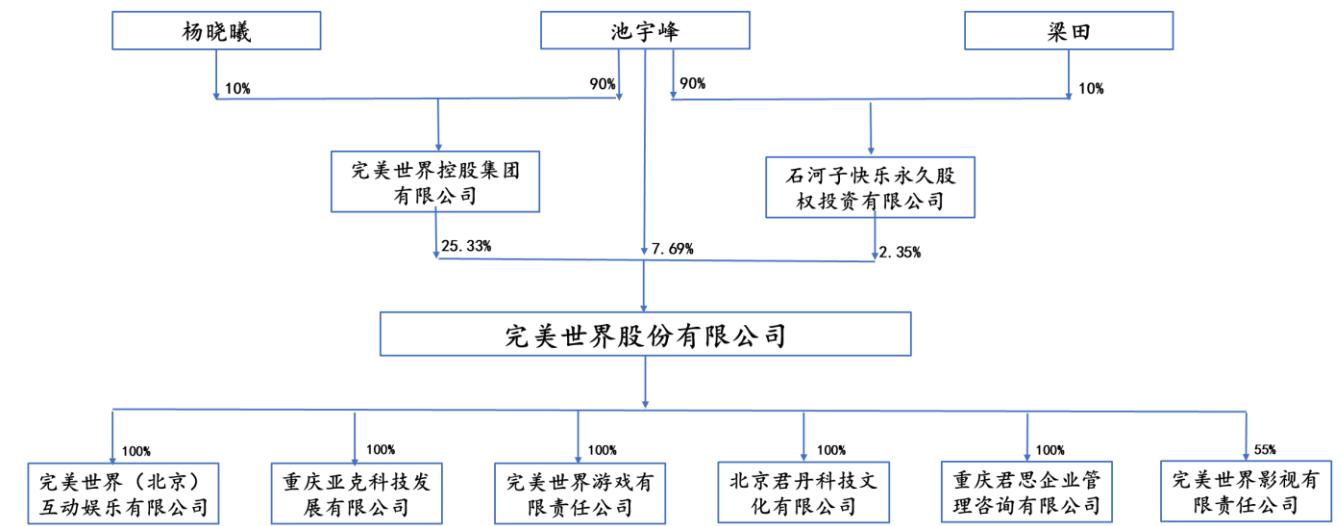
姓名	职位	履历
池宇峰	董事长	1996 年至 2010 年任北京金洪恩电脑有限公司董事长;2003 年至 2006 年兼任清华紫光股份有限公司副总裁兼首席技术官;2003 年至今任北京洪恩教育科技股份有限公司董事长;2004 年至今任完美世界(北京)网络技术有限公司董事长;2006 年至 2015 年任 PerfectWorldCo.,Ltd. 董事长;2009 年至 2010 年任北京完美时空文化传播有限公司董事;2010 年至今任北京完美影视传媒有限责任公司董事长;2015 年 8 月至今任上海完美世界网络技术有限公司董事长;2015 年 12 月至今任完美世界(北京)数字科技有限公司执行董事及总经理;2015 年 3 月 3 日至今任完美世界股份有限公司董事长。池宇峰于 2019 年 3 月 15 日担任新东方在线科技控股有限公司独立非执行董事。
萧泓	CEO	1997 年至 2000 年担任摩托罗拉(中国)电子有限公司培训及战略经理;2000 年至 2003 年担任思科系统(中国)网络技术有限公司机构效能及员工发展经理;2003 年至 2005 年担任飞利浦(中国)投资有限公司人力及战略总监;2005 年至 2008 年担任戴尔计算机(中国)有限公司的人才管理总监;2008 年至 2015 年曾先后担任 PerfectWorldCo.,Ltd. 高级副总裁、首席运营官、联席 CEO 及首席执行官;2015 年 8 月至今担任上海完美世界网络技术有限公司董事、总经理。
魏松	董事	2006 年任升华集团控股有限公司发展部经理;2006 年 10 月任浙江升华云峰新材股份有限公司董事会秘书;2010 年 2 月至 2013 年 3 月任浙江金磊高温材料股份有限公司副总经理,董事会秘书,技术中心主任;2013 年 3 月至 2015 年 3 月任浙江金磊高温材料股份有限公司董事,董事会秘书;2015 年 3 月至今任浙江金磊耐火材料有限公司副总经理;2015 年 6 月 17 日至今任完美世界股份有限公司董事。
鲁晓寅	COO	2001 年至 2004 年担任北京欢乐亿派科技有限公司艺术总监;2004 年至 2007 年担任完美世界(北京)网络技术有限公司副总裁;2007 年至 2015 年担任 PerfectWorldCo.,Ltd. 高级副总裁、首席艺术官;2015 年 8 月至今担任完美世界游戏有限责任公司高级副总裁;2017 年 1 月至今担任完美世界游戏有限责任公司首席运营官。
曾映雪	副总经理&董事	1992 年至 1998 年任北京昌平沙河地质研究院财务会计;1998 年至 2004 年任北京金洪恩电脑有限公司财务经理;2004 年至 2011 年任完美世界(北京)软件有限公司财务总监;2012 年至 2013 年任完美世界(北京)影视文化有限公司副总裁;2013 年至今任北京完美影视传媒有限责任公司副总经理,财务负责人;2015 年 3 月 3 日至今曾任完美世界股份有限公司董事兼副总经理兼财务总监。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 股权架构

公司股权高度集中。公司实际控制人池宇峰实际拥有完美世界股份有限公司 32.602% 的股权（通过持有完美世界控股 90% 股权、石河子快乐永久 90% 股权间接持有完美世界共计 32.602% 的股权）。公司旗下子公司包括完美世界互动娱乐、完美世界游戏、完美世界影视传媒、重庆亚克科技、北京君丹科技以及重庆君思等。

图 2：2021 年完美世界股权穿透图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

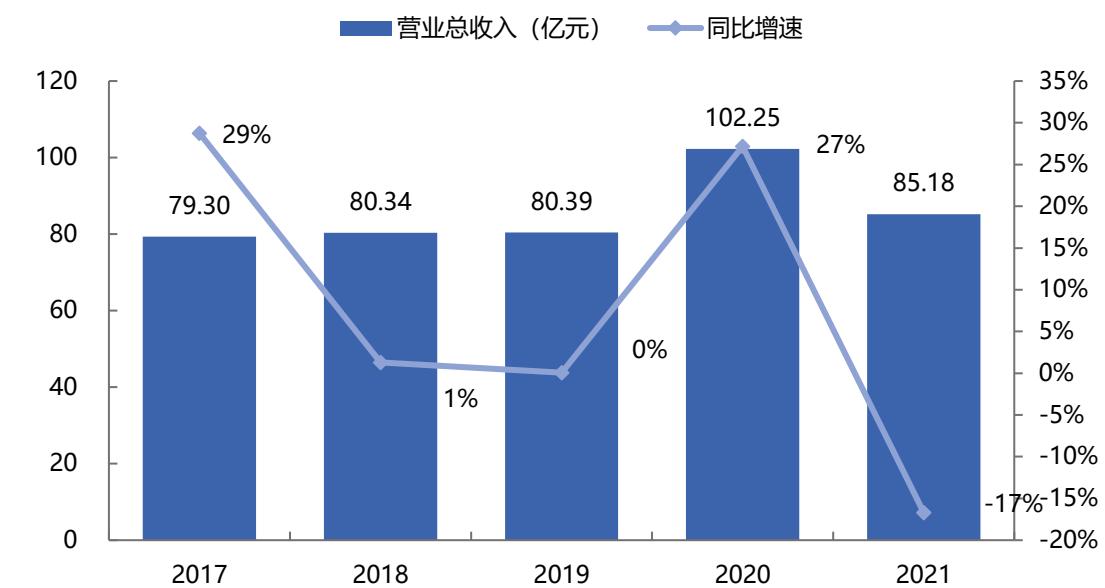
2. 财务分析

2.1 收入分析

2.1.1 整体收入分析

营业收入增速转负，阶段性因素导致利润下滑。公司 2017/2018/2019/2020/2021 年分别实现营业收入 79.3 亿元/80.3 亿元/80.4 亿元/102.3 亿元/85.18 亿元，同比增速为 28.8%/1.3%/0.07%/27.2%/-16.7%。2018-2019 年公司受剥离院线业务，以及版号停发影响收入增速较低，此外重点游戏《完美世界》手游为腾讯独代，收入确认方式与自发游戏不同。19 年后随着版号发放正常化与 20 年疫情催化营收实现快速增长。2021 年公司处在品牌升级和产品创新迭代的过渡阶段，并且版号停止发放，收入有所下滑，增长率降至负值。

图 3：完美世界 2017-2021 年营业收入及增速

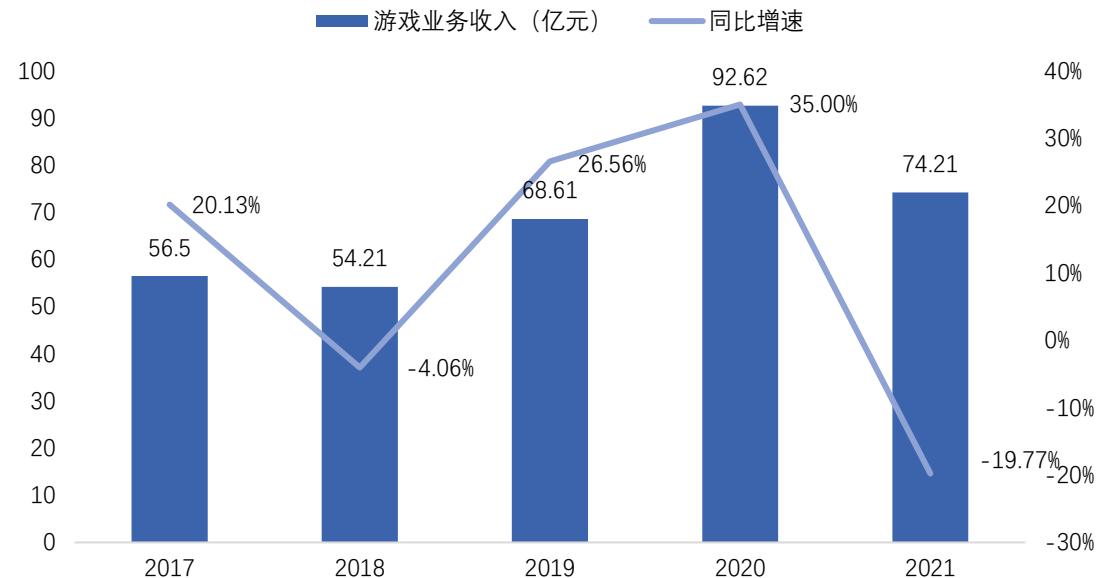


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.1.2 分业务收入分析

游戏业务贡献主要业绩，21 年受转型影响有所下滑。2021 年游戏业务收入 74.2 亿元，同比下降 19.77%，游戏业务归母净利润 7.2 亿元，同比下降 68.48%，主要系团队调整导致人工成本增加、投资收益下滑以及产品因素影响。

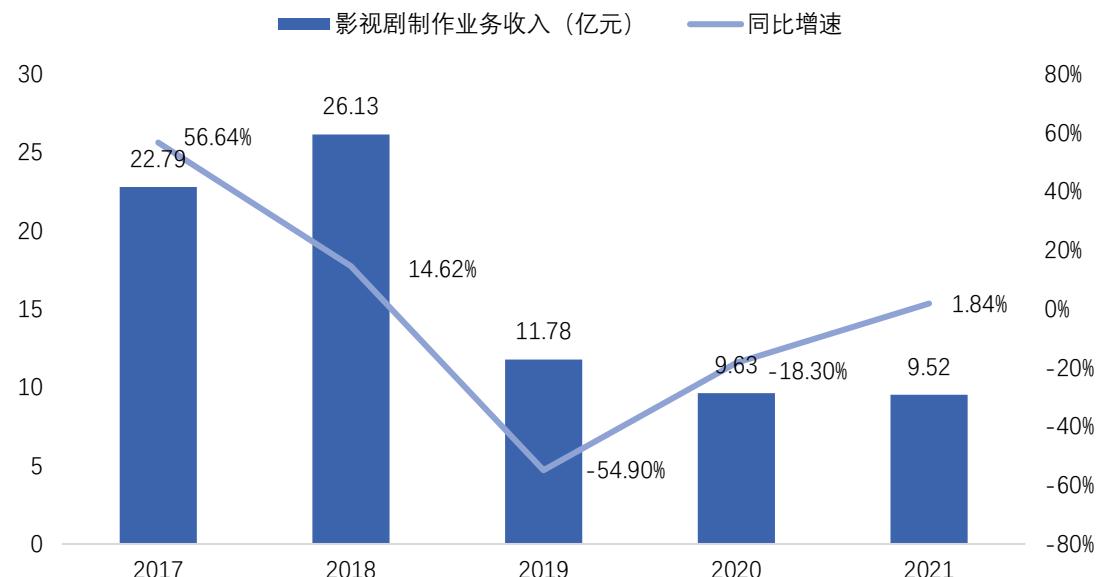
图 4: 完美世界 2017-2021 年游戏业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

影视业务持续精简, 业务逐渐回暖。2018 年之后公司持续缩减影视业务规模, 聚焦精细化项目管理, 根据公司 2018-2021 年报, 2019 年公司影视剧投资计划有 36 部, 2020 年为 34 部, 2021 年缩减为 16 部。公司 2021 年影视业务收入 9.5 亿元, 同比增长 1.84%, 影视业务归母净亏损 2.0 亿元, 亏损额较上年收窄 58.83%, 亏损主要系环球影业片单投资造成公允价值变动损失。

图 5: 完美世界 2017-2021 年影视剧制作业务收入及增速

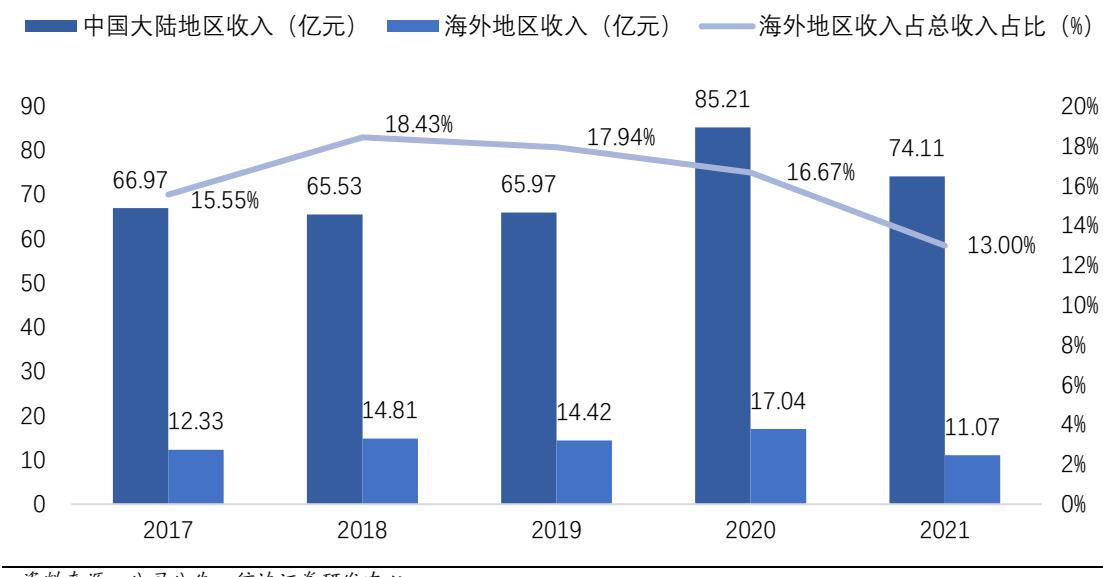


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.1.3 分地区收入分析

公司中国大陆地区收入占据主要地位，海外地区收入在 2018 年占比最高达到 18.43%，后受新冠疫情影响以及游戏业务海外地区流水自然下滑降至 2021 年的 13.00%。目前公司经过业务转型后将重视游戏出海，未来海外地区收入有望进一步提升。

图 6: 完美世界 2017-2021 年分地区收入及海外地区收入占比



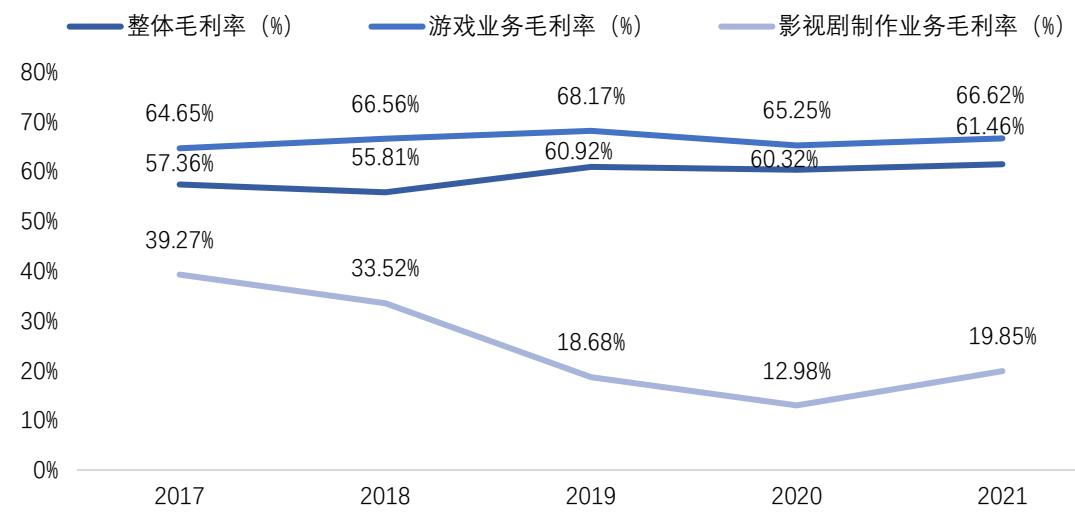
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 毛利率分析

2.2.1 整体及分业务毛利率分析

整体毛利率保持稳定较高水平。2017 年以来公司毛利率始终保持在 55% 以上的较高水平，2019 年公司毛利率为 60.9%，较 2018 年提升 5.1pct，主要因为部分新游戏由腾讯独家代理发行，确认收入时以净收入确认且不递延（公司自研自发产品计毛收入且有一定递延）。2021 年公司整体毛利率为 61.46%，同比上升 1.14pct。

图 7: 完美世界 2017-2021 年整体及分业务毛利率数据

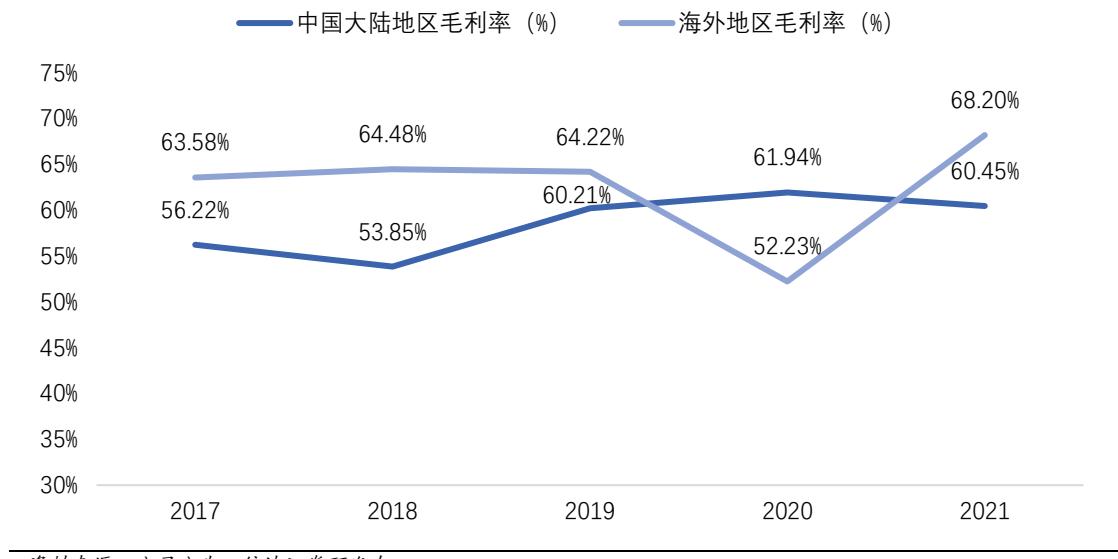


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2.2 分地区毛利率分析

公司海外地区毛利率高于中国大陆地区，除 2020 年受疫情影响海外地区毛利率有所回落，目前公司经过业务转型后海外地区收入将有所提升，有望拉动公司整体毛利率提升。

图 8: 完美世界 2017-2021 年分地区毛利率数据

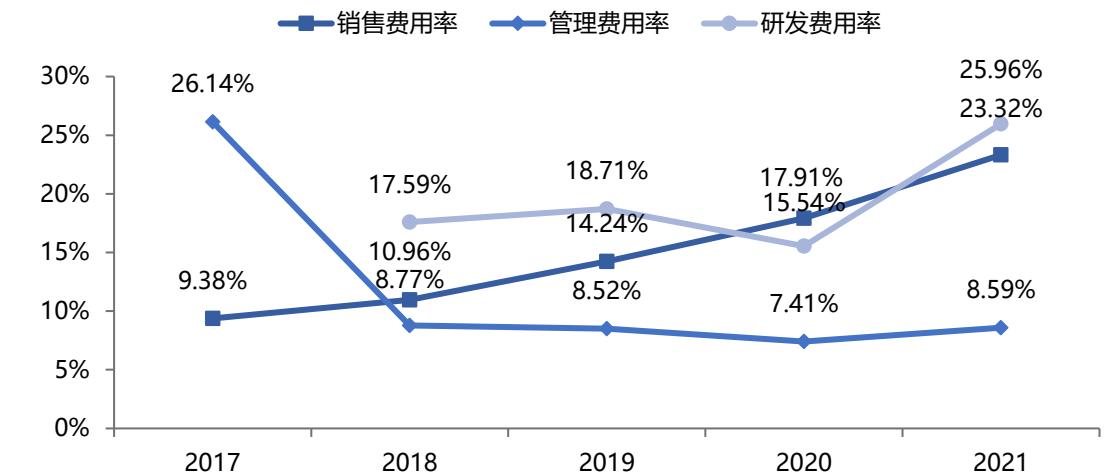


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 运营费用分析

内部管理成本得到有效控制，研发费用和销售费用保持较高水平。2017 年以来，公司加强内部管理成本控制，管理费用率逐年降低，由 2017 年的 26.14% 降至 2021 年的 8.59%。与此同时，公司将更多的支出用于游戏的研发和宣发费用，2021 年公司研发费用率高达 25.96%，销售费用率达 23.32%。具体而言，2021 年销售费用 19.86 亿，同比上升 8.46%，销售费用率 23.32%，同比上升 5.41pct；管理费用 7.32 亿，同比下降 3.36%，管理费用率 8.59%，同比上升 1.19pct；研发费用 22.11 亿，同比上升 39.13%，研发费用率 25.96%，同比上升 10.42pct。

图 9: 完美世界 2017-2021 年运营费用率数据

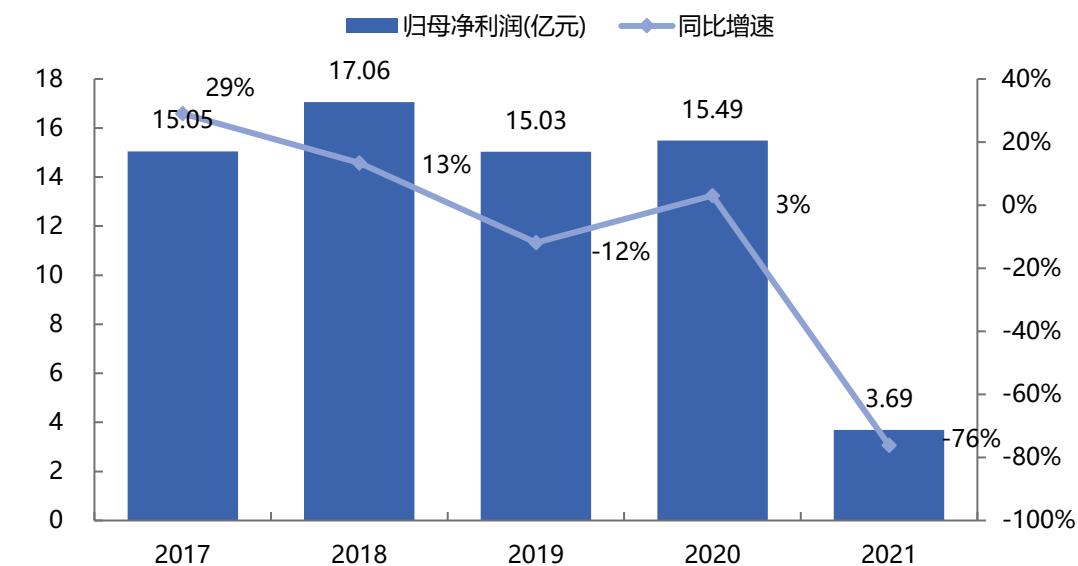


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.4 净利润分析

公司 2017/2018/2019/2020/2021 年净利润分别为 15.1 亿元/17.1 亿元/15.0 亿元/15.5 亿元/3.69 亿元，同比增速为 29%/13%/-12%/3%/-76%。21 年归母净利大幅下滑主要系新老游戏衔接、加大研发投入以及被投资企业经营性利润下滑，导致公司在转型期业绩出现阶段性压力。

图 10：完美世界 2017-2021 年运营费用率数据

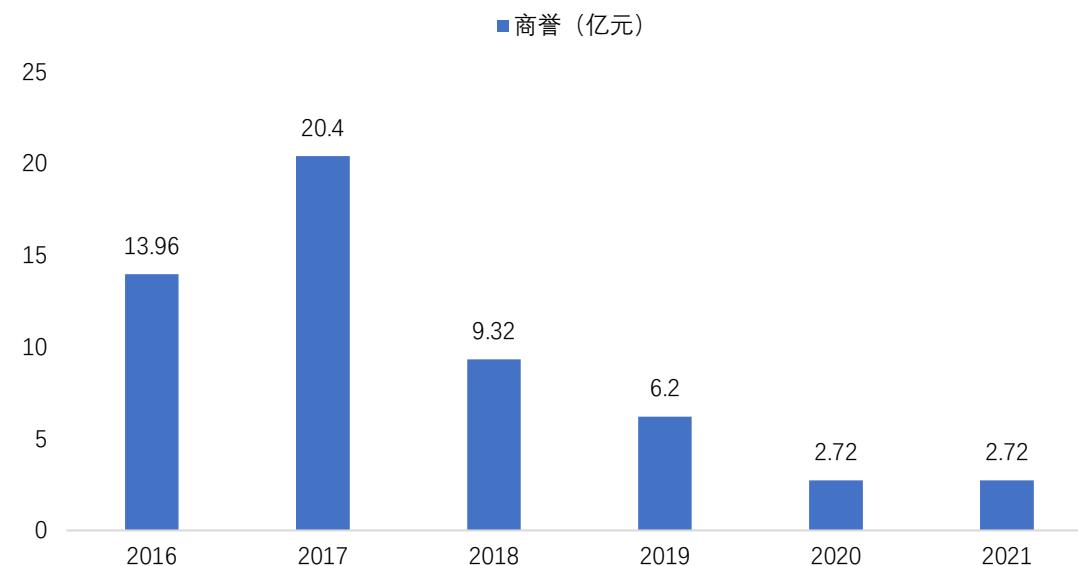


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.5 商誉与存货减值分析

商誉规模持续降低，减值风险逐渐释放。完美世界 2016 年收购院线业务共形成 17.7 亿元商誉，随着 2018 年公司将院线业务进行剥离，商誉净值也大幅降低，2021 年底公司商誉已经降至 2.72 亿元，未来公司商誉减值风险较小。

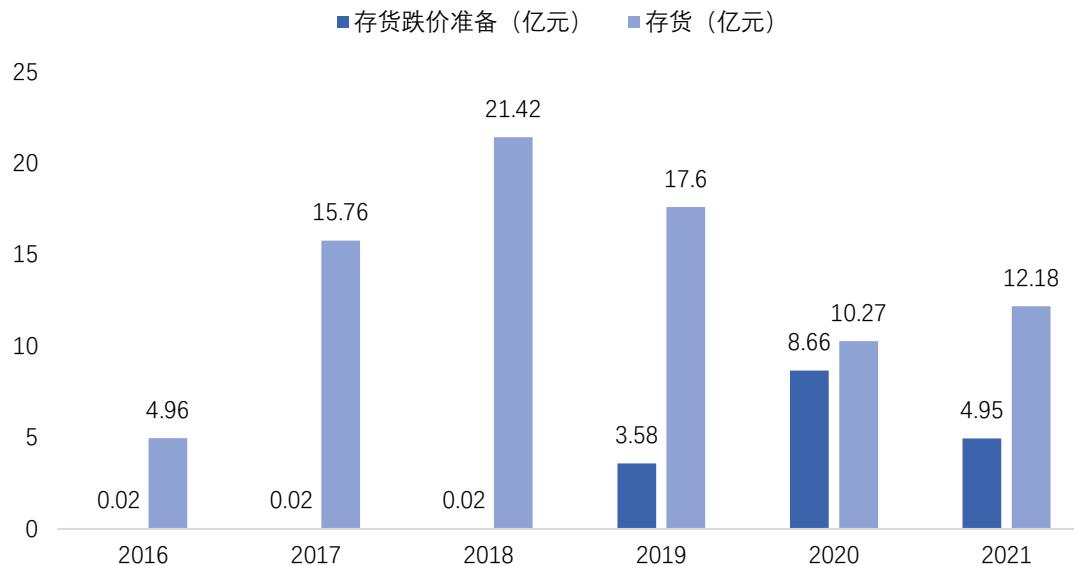
图 11：完美世界 2016-2021 年商誉



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

存货跌价准备计提充足。完美世界 2021 年底存货跌价准备为 4.95 亿元，计提比例充足，已经充分释放存货减值风险。

图 12: 完美世界 2016-2021 年存货跌价准备



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3. 核心竞争力分析

3.1 研发能力+游戏引擎+云游戏引领工业化体系

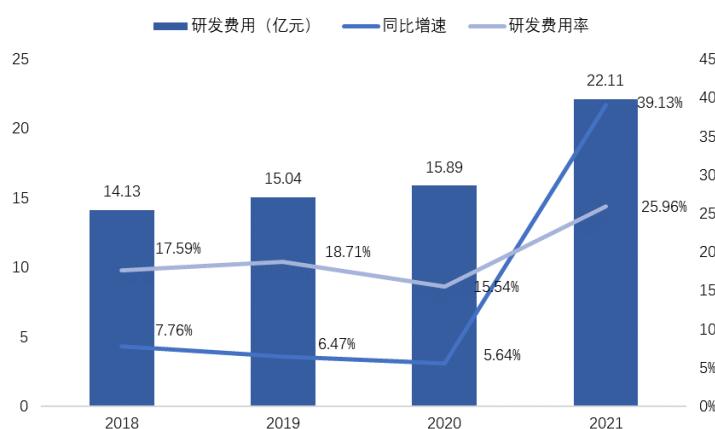
公司基于深厚的研发积累，逐渐形成以研发团队、游戏引擎、云游戏“三步走”引领的工业化体系，是公司能够横跨端游、手游两个时代，并保持行业头部地位的核心竞争力。未来看好公司持续加码研发投入，并在手游精品化、重度化趋势下，延续优质游戏的稳定产出频率。

3.1.1 研发实力行业领先

研发投入持续增长，研发人员数量保持较高水平。公司重视游戏研发能力，研发投入稳步增长。公司研发费用投入在 2018 年-2021 年分别为 14.13/15.04/15.89/22.11 亿元，保持稳定增长；公司在 2021 进一步加强研发投入，同比增长 39.13%，增速有所提升。此外，公司研发人员数量在 2021 年达到 4255 人，占比达到 67.84%，为公司提供研发基础。人均研发费用在 2021 年达到 51.96 万元。

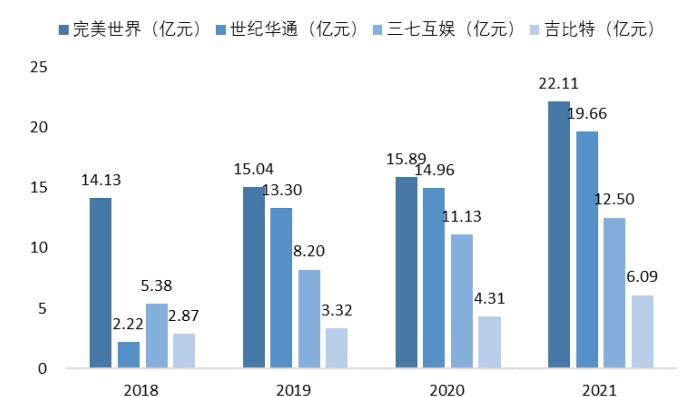
从研发费用的绝对金额来看，完美世界仅次于腾讯和网易，是国内研发投入最高的 A 股游戏上市公司。从研发费用率来看，21 年完美世界研发费用率达 26%，处于行业第一梯队，远高于三七互娱、世纪华通、吉比特等头部游戏厂商。从研发人员数量来看，21 年末完美世界研发人员达 4255 人，同比增长 13.80%，接近三七互娱的 2 倍。

图 13：完美世界研发投入



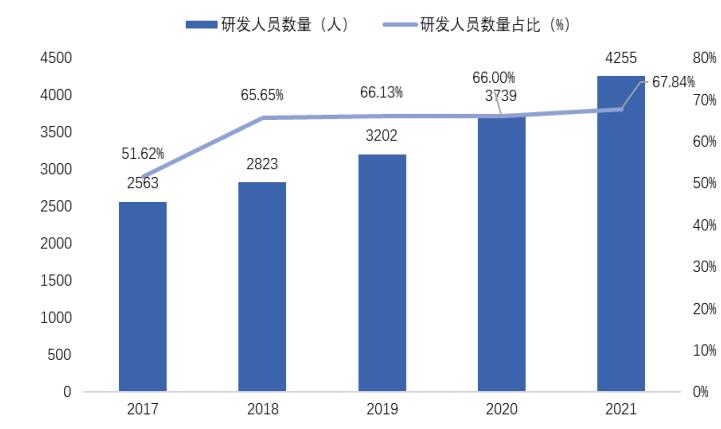
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：完美世界与其他游戏公司研发投入对比



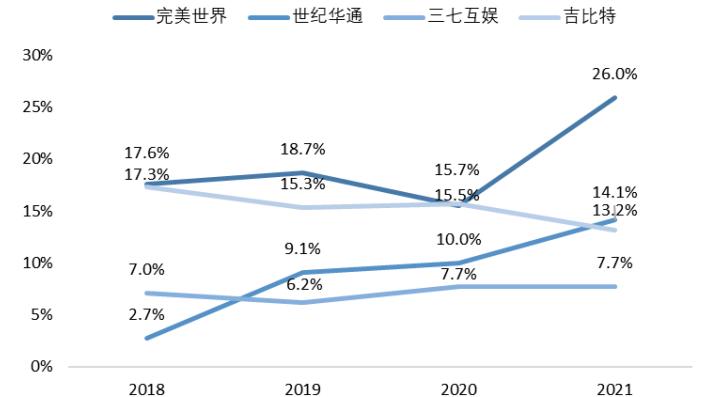
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：完美世界研发人员及占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16：完美世界与其他游戏公司研发费用率对比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

搭建自上而下的项目中心，加强研发实力。完美世界目前主要有 13 个项目组，其中，第一、第三、第五、第七项目中心擅长 MMORPG 游戏，完美世界、诛仙等老 IP 游戏大多出自上述项目中心。而完美世界 21 年上线的新游大多出自赤金智娱、幻塔、天智游等工作室。整体来看，项目中心+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。

表 2：完美世界主要游戏工作室情况

地区	项目组	主要工作室	游戏项目	新作
北京	第一项目中心	端游工作室 神武工作室	完美世界、武林外传、诛仙、完美国际、赤壁、梦幻诛仙、 神魔大陆、笑傲江湖（端游）	新诛仙世界（端游）、完美世界主机板
	第三项目中心		诛仙手游、云梦四时歌、完美世界国际版、武林外传手游	诛仙 2 手游
	第五项目中心	联动工作室 不动山工作室	烈火如歌手游、神雕侠侣 2 手游、新神魔大陆	
	第七项目中心		不败战神、倚天屠龙记手游、射雕英雄传手游、封龙战纪、新笑傲江湖手游	
	天路事业部	梦间集工作室 黑马工作室	梦间集、梦间集天鹅座 Don't Even Think（主机游戏，FPS）	
	孵化中心		旧日传说、逐光之路	
	赤金智娱		战神遗迹	
上海	T3 工作室	T3 工作室	射雕英雄传 3D 手游、轮回诀	一拳超人：世界
	乘风工作室	乘风工作室	龙之谷手游	海贼王
成都	天智游工作室	天智游工作室	梦幻新诛仙	完美世界：诸神之战
苏州	幻塔工作室	幻塔工作室	幻塔	
天津	阅龙智娱工作室 (持股 35%)			天龙八部 2
法国	Magic Design 工作室		非常英雄救世奇缘	Have A Nice Death

资料来源：DataEye 研究院，信达证券研发中心

3.1.2 自研引擎国内领先，引擎应用具备先发优势

完美世界在游戏引擎方面的不断创新升级，为其快速产出精品提供了强有力的技术保障。

从自研引擎来说，端游时代完美世界自主研发 Angelica3D 引擎，并基于此陆续推出《完美世界》《诛仙》《武林外传》等现象级端游。移动游戏时代，完美世界仍然是国内少数坚持打造自研引擎的厂商，其代表作 ERA 自研引擎，从推出后经历数次版本和技术更新，让国产自主研发游戏引擎达到行业前沿水平。2020 年底，完美世界 ERA 引擎与华为 Harmony OS 签署战略合作，双方将携手在新 5G 时代游戏领域展开更深层次的探索和布局。

从商用引擎二次开发来说，完美世界对虚幻引擎 4 与 Unity 3D 引擎都有一定深入，优势主要体现在：人才与二次开发。从人才优势来说，国内手游端引擎相关研发人才极度缺乏，而完美世界长期从事自研引擎开发，有深厚的技术积累。同时，顶级引擎的工具链非常成熟和复杂，需要熟悉引擎各项编辑器并建立清晰有效的次世代开发流程，其背后涉及多重二次开发，完美世界前期技术储备充足，具备先发优势。

表 3: 公司产品的引擎使用情况

引擎名称	引擎使用情况
Angelica 3D	主要用于开发 MMORPG 端游，产品包括《完美世界》《赤壁》《笑傲江湖》等
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
UE4 引擎	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。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17: UE4 在《幻塔》中应用效果



资料来源：《幻塔》，信达证券研发中心

图 18: UE 在《诛仙世界》端游中应用效果

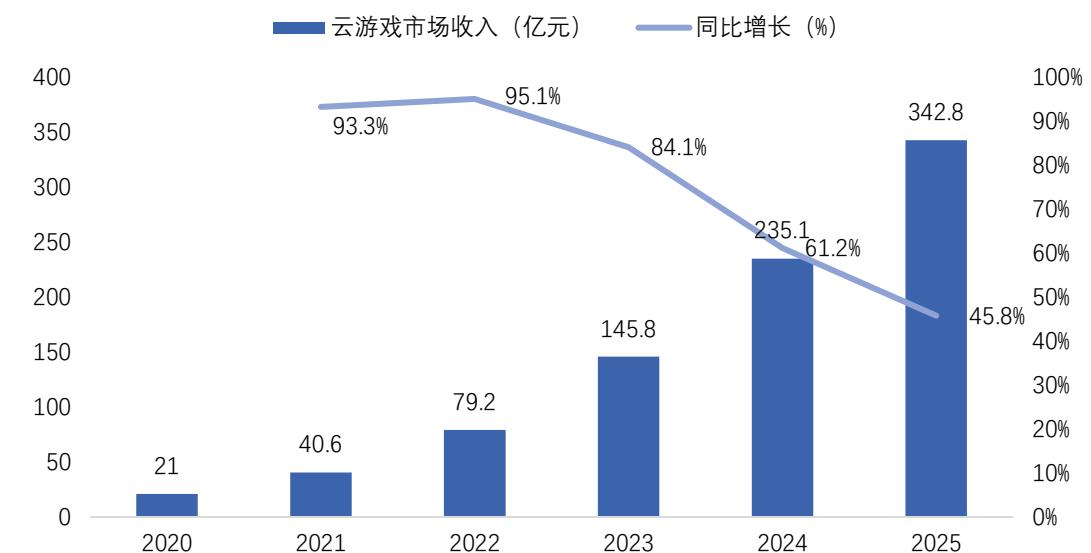


资料来源：《诛仙世界》，信达证券研发中心

3.1.3 云游戏市场蓬勃发展，提前布局独具慧眼

云游戏市场蓬勃发展，手游上云是大势所趋。根据中国信通院，2021 年中国云游戏市场收入同比增长 93.3% 至 40.6 亿元，预计至 2025 年云游戏市场收入将达到 342.8 亿元，且 2020-2025 年的年均复合增长率高达 74.8%。手游上云是板上钉钉的趋势，对开发者而言，云游戏是“肉眼可见”能够改变渠道以及当前游戏分发生态的产物，在 5G 以及云技术理想的情况下，云游戏能够替代当下的原生游戏，这极大地冲击了传统的渠道格局；对玩家来说，《2021 年全球云游戏报告》中的调查样本数据显示，94% 的玩家对云游戏产生广泛的兴趣。因而在 5G 技术的加持和游戏用户的助推下，手游上云是行业创新的必经之路。

图 19: 2020-2025E 年中国云游戏市场收入统计及预测



资料来源：中国信通院，信达证券研发中心

完美世界很早就在云游戏领域进行了尝试，2016年把《深海迷航》带进用户的客厅，2019年将《诛仙》《神雕侠侣2》手游等数款精品产品上到云端试玩。

针对《新神魔大陆》，完美世界进行了共四期的改造。第一期产品改造，云流化适配；第二期云更新方案，账号和支付体系；第三期游戏深度适配，TV端适配；第四期H5转CPS适配，云专属玩法。通过对游戏一系列深度开发和改造，实现游戏最合理的云化，用户可以使用不同载体设备进行云游戏，操作更加便捷以及享受更好的游戏体验。《新神魔大陆》手游云游戏化后主要有四大游戏优势，一是极速启动，二是极致画面，三是极高设备兼容性，四是专属玩法。

完美世界在研发层面打造云原生游戏产品矩阵，旗下有十多个游戏工作室，其中三个顶级工作室都在基于公司的经典IP和创新IP做云原生游戏的筹备，探索5G+VR全新的商业模式，未来完美世界游戏会打造回合制、动作类等不同类型的产品。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 20:《深海迷航》云游戏画面



资料来源：《深海迷航》，信达证券研发中心

图 21:《深海迷航》云游戏画面



资料来源：《深海迷航》，信达证券研发中心

3.2 IP 储备丰富

公司目前主营 IP 矩阵共包括三大方向：两大经典 IP：完美世界 IP、诛仙 IP；武侠 IP 矩阵；新原创系列 IP。

3.2.1 两大经典 IP：完美世界 IP、诛仙 IP

完美世界三大经典 IP 针对不同的用户群体，尽可能的满足各类用户的喜好。《完美世界》是玩家以男性为主的游戏，针对的是全球市场；《诛仙》的男女用户比例是五比五，是一个比较地道的中国仙侠，主要辐射群在中华文化圈；而《梦间集》70%多的用户是女性用户，是完美世界扩展女性用户的基础。

1. 完美世界 IP

《完美世界》作为公司的原创 IP，IP 生命较为长。其最早的端游版本，从 2005 年至今已运营了 17 年，公司也通过版本的持续迭代，2006 年推出了端游《完美世界国际版》，通过端转手，在 19 年推出《完美世界手游》，由腾讯代理运营。

表 4：“完美世界”IP 系列游戏

作品名称	作品类别	上线时间
完美世界	端游	2005
完美世界（国际版）	端游	2006.12
完美世界 2（国际版）	端游	2014.09
完美世界（经典版）	端游	2010.08
完美世界	手游	2019.04
完美世界：诸神之战	手游	2022.01
完美新世界	手游	未上线
Perfect New World	端游+主机	未上线

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：完美世界 IP



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2. 诛仙系列 IP

公司拥有独家 IP 游戏改编权，未来有数款《诛仙》IP 储备。公司作为最早改编《诛仙 IP》的游戏公司，目前已推出 5 款诛仙游戏，包括 07 年推出的端游《诛仙 1》以及后续持续迭代的《诛仙 2》、《诛仙 3》，并在 16 年通过端转手推出了《诛仙手游》。并且于 2021 年 6 月推出了《梦幻新诛仙》手游，成为当年的爆款游戏，为公司贡献了主要业绩。此外，正在研发的新端游《诛仙世界》和新手游《诛仙 2》将有助于公司进一步加强《诛仙》IP 的生命力。

表 5：“诛仙”IP 系列游戏

作品名称	作品类别	上线时间
诛仙	端游	2007.04
诛仙 2	端游	2009.09
诛仙 3	端游	2013.10
诛仙	手游	2016.08
梦幻新诛仙	手游	2021.06
诛仙 2	手游	未上线
新诛仙世界	端游	未上线

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23：诛仙 IP



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2.2 武侠 IP 矩阵

公司已有金庸《神雕侠侣》、《笑傲江湖》等 4 部小说游戏改编权，获得授权开发《天龙八部 2》手游进一步完善金庸 IP 产品矩阵。公司在 2011 年获取金庸部分小说的游戏改编权后，持续迭代武侠 IP 游戏产品，目前已经形成《神雕侠侣》、《笑傲江湖》、《射雕英雄传》、《倚天屠龙记》等多部 IP 改编作品的武侠 IP 系列产品矩阵。此外，公司获得金庸正版授权，《天龙八部 2》手游现已开发完成，《天龙八部 2》的加入有望进一步丰富公司金庸 IP 系列产品矩阵。

表 6：金庸小说 IP 游戏矩阵

作品名称	游戏类型	上线时间
神雕侠侣	端游	2012.09
笑傲江湖	端游	2013
神雕侠侣	手游	2013.08
射雕英雄传 3D	手游	2016.03
倚天屠龙记	手游	2016.07
射雕英雄传	手游	2017.07
神雕侠侣 2	手游	2019.07
新笑傲江湖	手游	2019.12
天龙八部 2	手游	未上线

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司宣布与温瑞安达成合作，有望进一步加强公司在武侠 IP 游戏的优势。根据公司 21 年游戏发布会，公司宣布与温瑞安合作，未来公司将围绕温瑞安系列武侠 IP 在游戏领域创作新品，公司未来持续对经典武侠 IP 迭代的游戏，持续巩固公司武侠 IP 游戏矩阵的优势。

图 24：武侠系列 IP



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2.3 新品类 IP

持续开拓新品类,打开年轻化市场空间。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。公司与光线传媒旗下彩条屋影业达成战略合作,获得《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《西游记之大圣归来》三大国产动画电影IP游戏改编授权,布局游戏与国漫的生态融合;公司与哔哩哔哩、艺画开天签订合作协议,以备受好评的国产科幻动画剧顶流之作《灵笼》为基础,共同打造多端“灵笼”系列IP游戏。此外,公司还储备有《一拳超人》《百万亚瑟王》多个国际知名IP,并通过《幻塔》《代号R》《代号:棱镜》等在研游戏丰富和巩固原创IP储备,相关游戏正在积极研发过程中。

表7: 创新系列IP

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

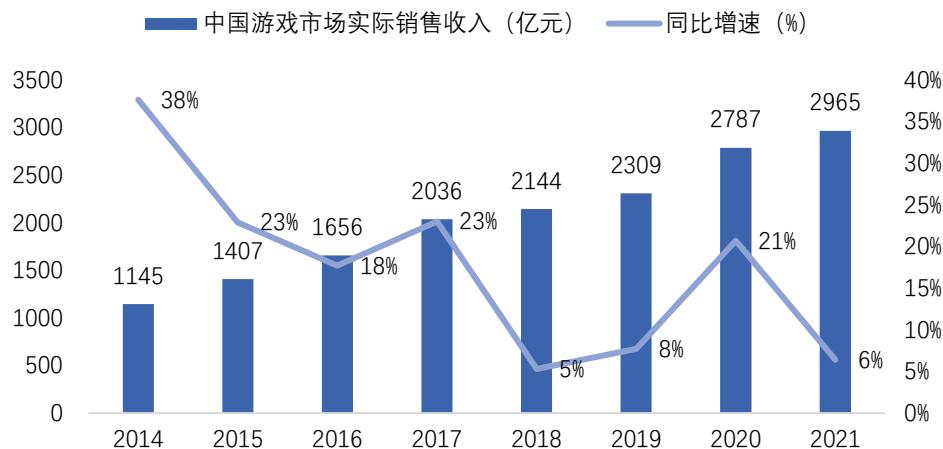
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

4. 游戏业务：聚焦“MMO+”与“卡牌+”，多元化布局

4.1 游戏行业分析

在 20 年疫情带来的宅经济效应减退以及下半年版号停发新游爆款减少、830 新政等影响下，2021 年中国游戏市场实际销售收入达 2965.13 亿元，同比增长 6.40%，增速较上年减少近 15 个百分点。

图 25: 2014-2021 中国游戏市场实际销售收入及增速

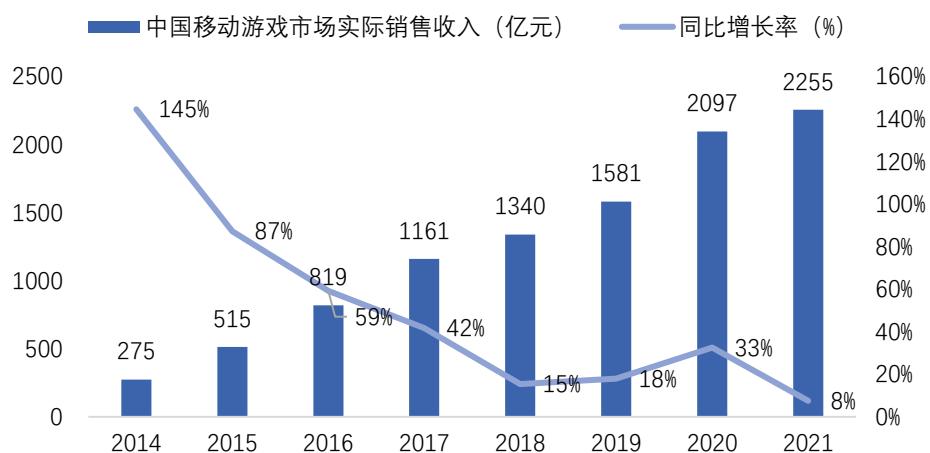


资料来源：游戏工委、信达证券研发中心

4.1.1 手游市场增幅缩减，新品难挽颓势

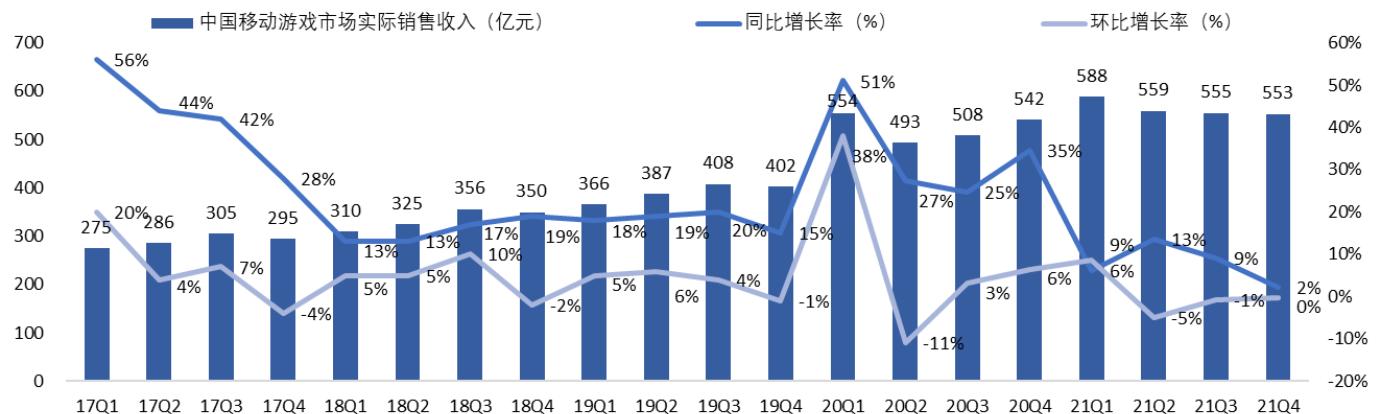
全年中国移动游戏市场实际销售收入增速放缓，新游增量不敌存量减量，中国手游市场加速由增量市场进入存量市场时代。2021 年中国移动游戏市场实际销售收入 2255.38 亿元，同比增长 7.6%，增幅较上年缩减约 25 个百分点。集中在 2021Q3 上线的重磅新游腾讯《英雄联盟手游》、网易《哈利波特：魔法觉醒》、三七互娱《斗罗大陆：魂师对决》等尽管表现亮眼，于 2021Q4 期间贡献的增量仍难抵部分头部存量游戏《王者荣耀》等的减量，手游 2021Q4 实际销售收入季度同比增速仅 2.1%。

图 26: 2014-2021 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：游戏工委、信达证券研发中心

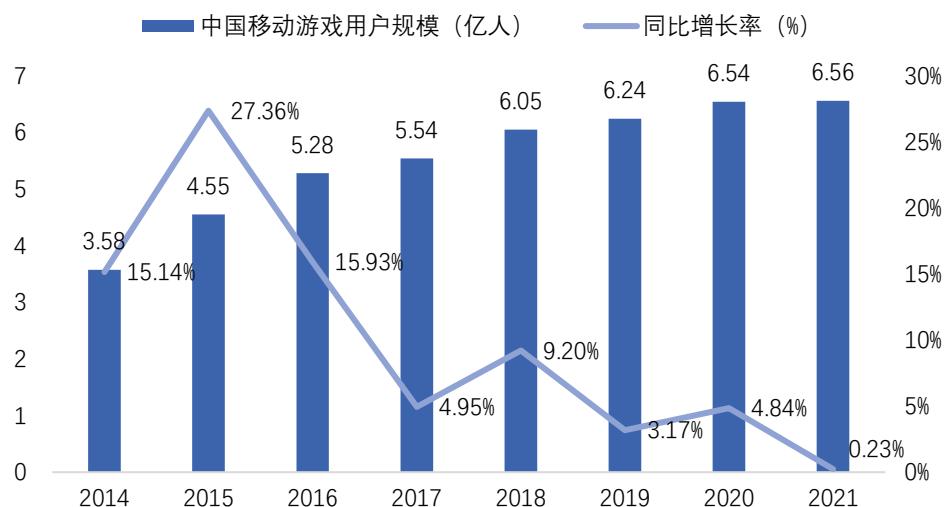
图 27: 2017Q1-2021Q4 中国移动游戏实际销售收入及增速



资料来源: 游戏工委、信达证券研发中心

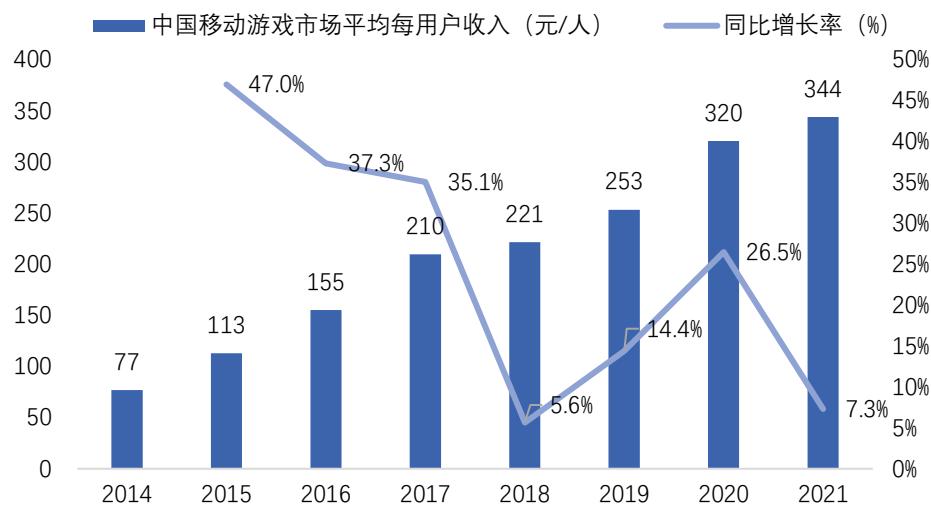
人口红利趋于消失, 手游市场进一步饱和, 受供给侧改革等影响 APRU 增速放缓。2021 年中国移动游戏用户规模 6.56 亿人, 增速下滑至 0.23%, 平均每用户收入 (APRU) 344 元, 同比增速下滑至 7.3%。

图 28: 2014-2021 中国移动游戏用户规模及增速



资料来源: 游戏工委、信达证券研发中心

图 29: 2014-2021 中国移动游戏市场平均每用户收入



资料来源：游戏工委、信达证券研发中心

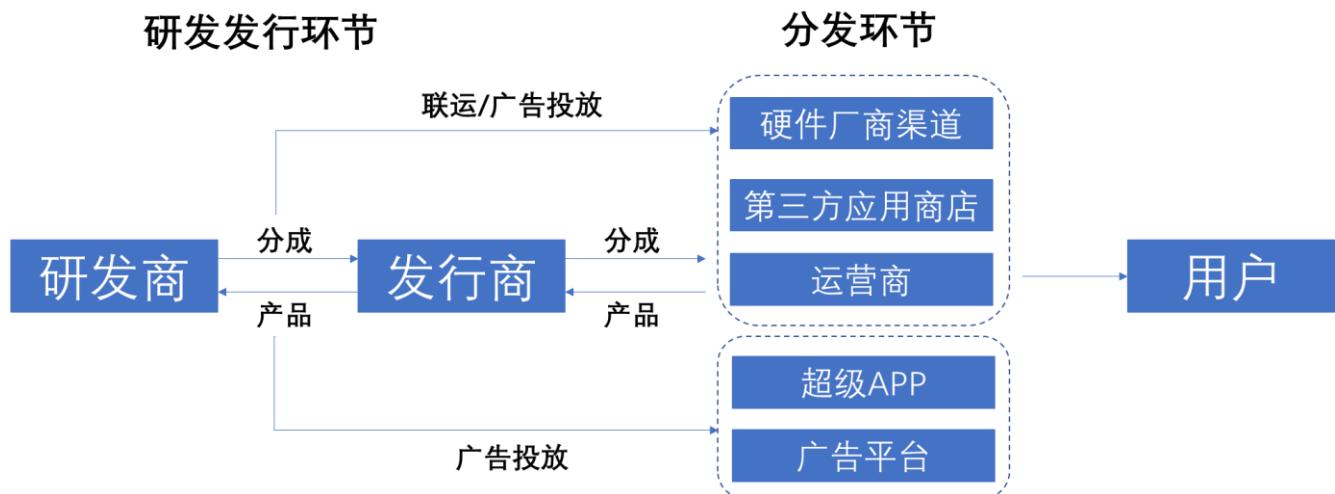
在游戏版号受限、广告主预算普遍下降、营销方式多元化等多重因素作用下，手游买量市场呈现出疲软态势。根据热云数据 C.A.S 广告素材智能分析系统数据，2022 年 Q1 月均投放产品数超过 6200 款，同比下降近 20%，App 数量减少近 1500 款。在春节档新游的带动之下，22Q1 的新增率较 21Q4 相比有所提升，但与去年同期相比，仍处在下行发展阶段，平均新增率约 15%，低于去年 4 个 pcts，增量市场表现乏力。

4.1.2 手游市场分成比例

手游产业链价值分成：渠道获得较高比例收入。从手游产业链按业务流程来看，自上游至下游的各参与方分别是 IP 授权方、游戏研发商（CP）、游戏发行商、渠道商、用户。其中 IP 授权方一般可获取游戏流水的 0-12% 的分成；游戏研发商一般可获取游戏流水的 15-30% 的分成；游戏发行商一般可获取游戏流水 15-40% 的分成。

而渠道商是可以直接触达玩家的平台，所以分成比例最高，渠道商一般分为硬件渠道、第三方应用商店、超级 APP 及新兴渠道。其中硬件渠道指手机厂商自带的官方应用商店，如苹果手机的 iOS 应用商店、各安卓手机自有的应用商店；第三方应用商店一般是互联网公司开发的应用分发商城，比如腾讯应用宝、360 应用商店、百度手机助手、91 游戏大厅等；超级 APP 渠道一般指在抖音、今日头条等拥有高流量的平台购买效果广告来获取用户；新兴渠道是以 TapTap、好游快爆为代表的优质玩家社区渠道。以硬件渠道为例，iOS 应用商店可以获取 30% 的流水分成，安卓渠道一般获取 50% 的流水分成。

图 30: 手游产业链价值分成

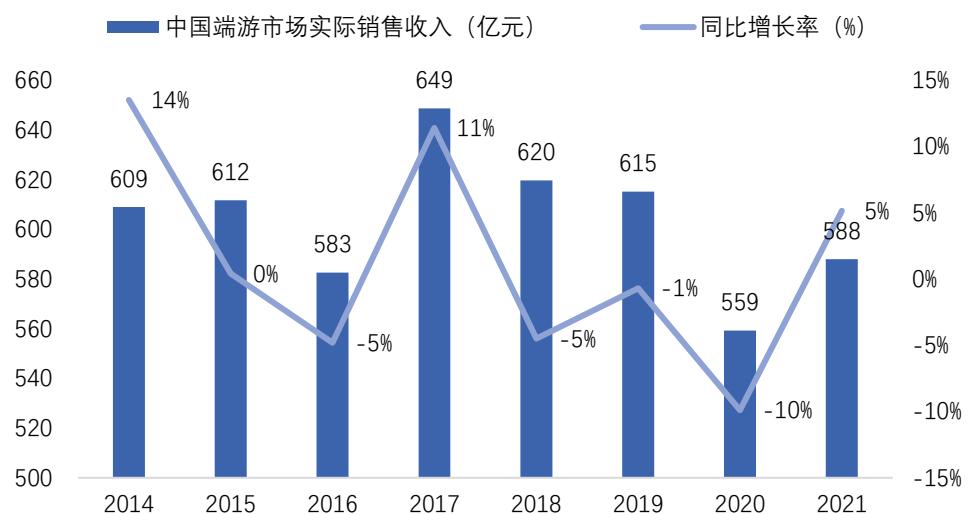


资料来源: 信达证券研发中心

4.1.3 端游市场结束收缩趋势，国产端游再上新台阶

端游市场结束收缩，头部游戏屡破纪录。2021 年中国客户端游戏市场实际销售收入达 588 亿元，比 2020 年增加了 28.80 亿元，同比增长 5.15%，结束了自 2018 年以来连续三年的下降趋势。新款头部游戏屡破销售纪录、全平台发行模式兴起，于 2021 年 8 月 12 日上线的网易《永劫无间》销售额突破 14 亿元，占据 Steam 年销售额第 12 位。

图 31: 2014-2021 中国端游市场实际销售收入及增速



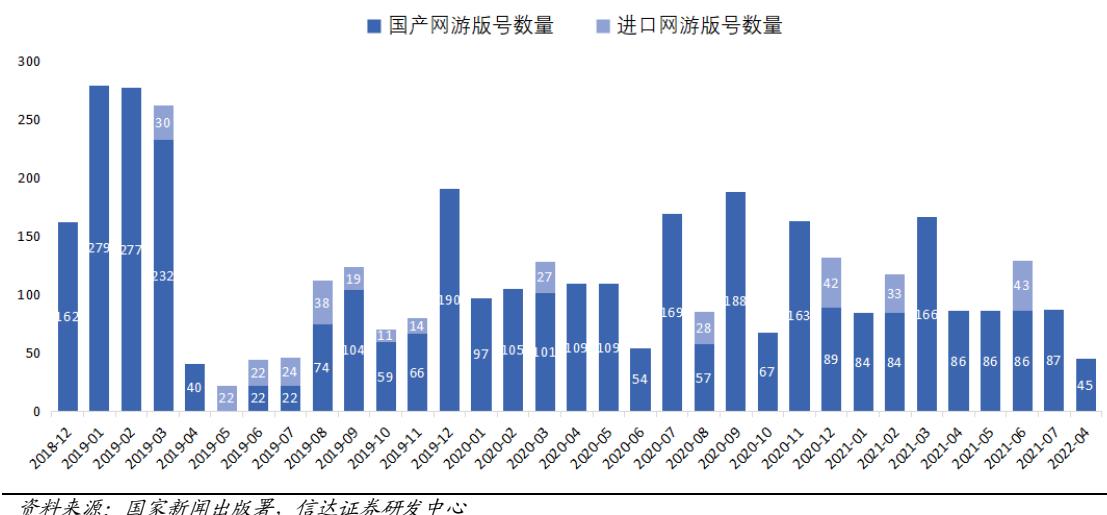
资料来源: 游戏工委、信达证券研发中心

4.1.4 政策监管渐明朗，版号恢复有望促增长

政策监管方向渐明朗，版号回归结束利空。自 2021 年下半年开始，游戏行业监管政策再次收紧，防沉迷新规落地、重点游戏企业被约谈、版号审批“寒冬”持续，游戏行业面临的监管压力不断上升。在我们此前外发的《游戏行业点评：短期是承压，希望在转角》的报告中提到，整体而言游戏版号审批等监管的目的是为更好地促进我国游戏质量的提升、保护未成年人、以及做好文化输出的“名片”，实质上是为中国游戏实力整体长期提升的铺垫。22 年 3 月，中宣部出版局接受《中国新闻出版广电报》专访，提出将指导出版单位贴近未成年人等读者受众，推出一批主旋律鲜明、正能量充沛的高品质网络游戏。2022 年 4 月 11 日晚，国家新闻出版署公布 4 月份国产网络游戏审批信息，共 45 款游戏，距离 2021 年 8 月游戏版号停发以来共 263 天。

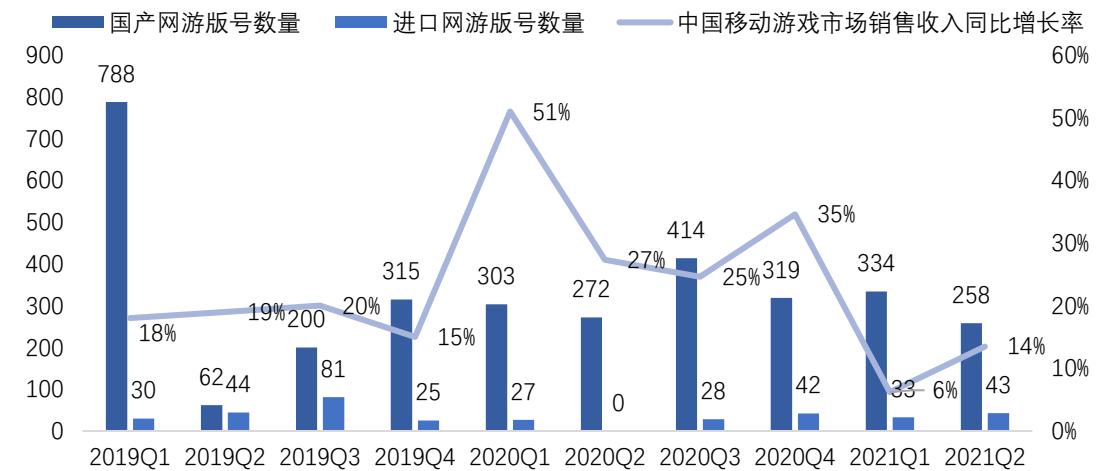
本次版号发放数量相对较少，供给端收严引导精品化发展。从数量看，自 2018 年 12 月重新开展游戏审批工作后，随即在 2019 年 Q1 审批通过超过 700 个游戏。而 2021 年版号暂停发放之前，2021 年月均约 80+ 款（其中 3 月为 166 款），相较起来本次恢复发放的数量有所下滑。供给端收严仍是趋势，监管层旨在通过总量控制，引导行业精品化发展。

图 32：2018-2021 年月度版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，信达证券研发中心

图 33：2019-2021 年季度版号发放及移动游戏市场销售收入增长情况

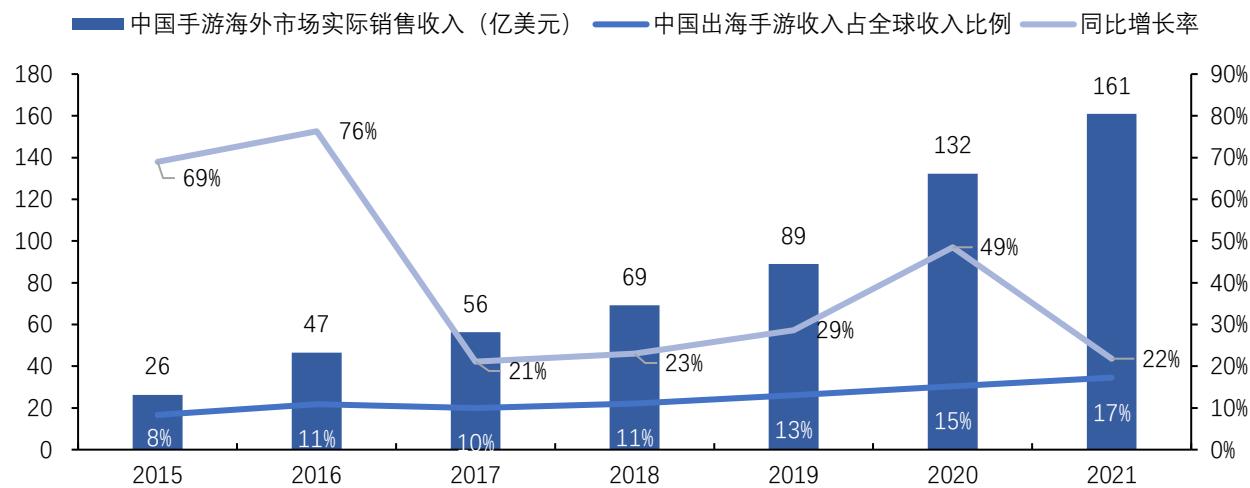


资料来源：国家新闻出版署，信达证券研发中心

4.1.5 游戏出海空间广阔

高基数下海外市场收入仍呈现 22% 增长。面临国内移动游戏市场存量竞争加剧、版号审批趋严的困境，游戏唯有出海方可突围已成行业共识。2021 年，中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入达 160.9 亿美元，同比增长 21.8%，增速同比下降约 27 个百分点，占全球手游收入比例攀至 17.26%。2021 年全球游戏市场上年高基数基础上增速大幅放缓，而中国手游在海外市场的收入仍实现了两位数的增长，充分凸显了国产游戏全球化竞争力的增强。根据伽马数据，2022 年 1 月，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 15.95 亿美元，环比增长 5.27%。2 月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 14.46 亿美元，环比下降 9.36%。

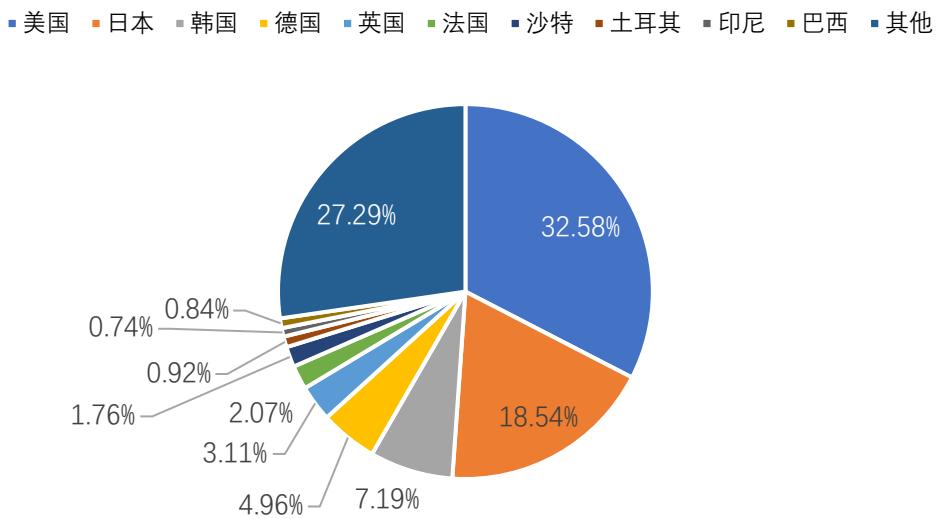
图 34：2015-2021 年中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入与增速及占全球收入比例



资料来源：伽马数据、信达证券研发中心

出海游戏立足成熟市场基本盘，开始寻找新兴市场增长点。2021 年，中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布中，美国、日本、韩国三大海外市场合计贡献国产游戏出海收入的 58.31%。“基本盘”美日韩市场的合计占比呈下降趋势，中东、南美地区占比有所提升。

图 35：2021 年中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比



资料来源：伽马数据、信达证券研发中心

多政策鼓励支持游戏出海，打造文化精品。意识到游戏产业对于文化建设的重要意义，在文化出海的大背景下，近年来配合“一带一路”路线，从国家到地方出台一系列扶持政策，为中国游戏企业对标世界领先水平、开拓海外市场、传播优秀中国文化，提供了有力保障和支持。例如，为提升首都文化软实力、影响力，助力全国文化中心建设，为将北京建设成为“国际网络游戏之都”，2019年北京市政府发布《关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见》，通过激励精品创作、规范游戏出版、培育发行平台、推进园区建设等举措打造国际游戏创新高地。在政策鼓励支持下，在愈加激烈的国际市场竞争下，中国游戏出海正迎来前所未有的机遇与挑战。

表 8：2018-2021 年游戏出海相关政策

时间	政策文件/事件	政策
2018	上海市人民政府《关于促进上海动漫游戏产业发展的若干实施办法》	支持有条件的动漫游戏企业开拓海外市场，尤其是“一带一路”沿线国家和周边国家市场。鼓励优秀企业扩大对外贸易，通过境外投资并购、联合经营、设立分支机构等方式开拓海外市场。支持本市动漫游戏企业赴境外参赛、参展和发行动漫游戏产品。鼓励本市动漫游戏企业开发适合海外目标市场的动漫游戏产品。
2018	文化和旅游部产业发展司《关于推荐动漫游戏产业“一带一路”国际合作项目的通知》	开展 2018 年度动漫游戏产业“一带一路”国际合作项目扶持工作，遴选一批国际合作成效与示范带动效应好的动漫游戏产业“一带一路”国际合作项目予以扶持。包括具有鲜明中国文化特色、在“一带一路”沿线国家出口业绩显著、市场认可的畅销动漫游戏产品；与“一带一路”沿线国家企业或机构通过联合制片、版权交易、服务外包等形式合作开发，适宜沿线国家文化需求、贴合当地市场的优质动漫游戏产品；为动漫游戏产业“一带一路”国际合作提供信息交流、项目对接、展览展示、翻译推介、人才培养等服务的线上或线下功能性平台项目；与沿线国家合作开展的动漫游戏领域技术、装备创新或应用项目；
2019	北京市人民政府《关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见》	推进游戏行业国际传播能力建设，发挥游戏国际化表达优势，讲好中国故事。鼓励面向海外发行弘扬中华优秀传统文化，体现北京文化特色的优秀原创游戏产品，支持北京游戏企业通过境外投资并购、联合经营、设立分支机构等方式开拓海外市场。定期组织本市游戏企业赴境外参加海外展会，深化中外游戏文化交流。
2020	国家对外文化贸易基地（上海）“千帆计划”	将助力数字文化创意内容出海，多渠道、多层次、立体化地推进中华文化“走出去”。面向有出海需求的优秀数字文化产品，培育数字内容生产、服务数字内容海外推广，优化原创数字内容生产发展的环境业态，提升国产数字文化内容的国际竞争力，打响“上海文化”品牌。
2021	商务部、中央宣传部等 17 部门《关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》	加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式，壮大数字创意、网络视听、数字出版、数字娱乐、线上演播等产业，鼓励优秀传统文化产品、文化创意产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”。
2021	中宣部出版局副局长杨芳在 2021ChinaJoy 致辞	中宣部出版局副局长杨芳表示：要进一步增强文化自觉；要坚持精品化战略，着重考量游戏的导向取向、文化内涵，关注产品的完成度、创新性，综合评判产品的出版价值，同时要优质化，以行业发展反哺科技创新，以科技创新助推行业发展；要增强国际化意识，对标世界一流，同时为中国游戏注入更多中华文化，实现有广泛的国际影响力。

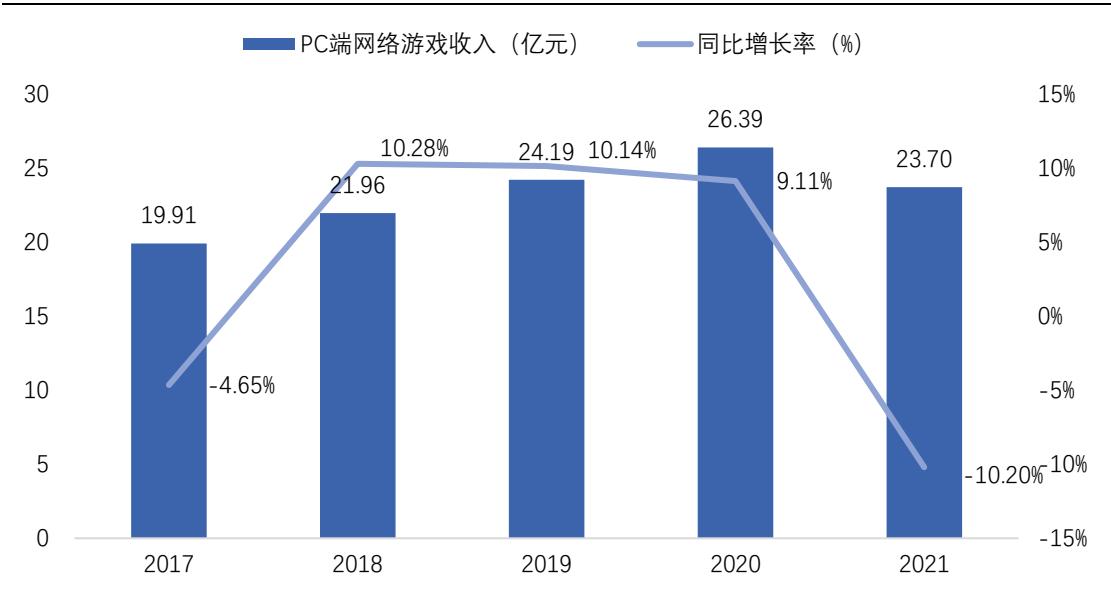
资料来源：信达证券研发中心整理

4.2 完美世界端游业务

4.2.1 端游业务起家，游戏种类齐备

完美世界作为国内最早研发端游的几家厂商之一，成功发行了《完美世界》、《诛仙》等优质端游产品。《完美世界》于 2005 年上线，目前仍在运营，长生命周期的运营使得《完美世界》已经成为一大游戏 IP。根据官网信息，公司旗下《诛仙 3》、《神鬼世界》、《武林外传》等多款游戏已经运营超十年。公司在 IP 运营上具有连续性，《诛仙》等 IP 游戏都推出相应续作极大延长了 IP 的生命周期。IP 游戏的长生命周期与公司研发实力带来的优良游戏素质保证了端游流水的稳定性，2021 年公司端游业务实现营业收入 23.70 亿元，同比下降 10.20%，占整体收入的 27.82%。

图 36：完美世界端游板块规模



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 9：完美世界端游盘点

游戏名称	游戏类型	上线时间
完美世界	端游	2005 年
武林外传	端游	2006 年 9 月
完美世界国际版	端游	2006 年 12 月
诛仙	端游	2007 年 5 月
神魔传奇	端游	2009 年 4 月
神魔大陆	端游	2010 年 10 月
神雕侠侣	端游	2012 年 9 月
圣斗士星矢 online	端游	2013 年 4 月
笑傲江湖 OL	端游	2013 年 6 月
DOTA2	端游	2013 年 12 月
CSGO	端游	2017 年 4 月
新诛仙世界	端游	待上线

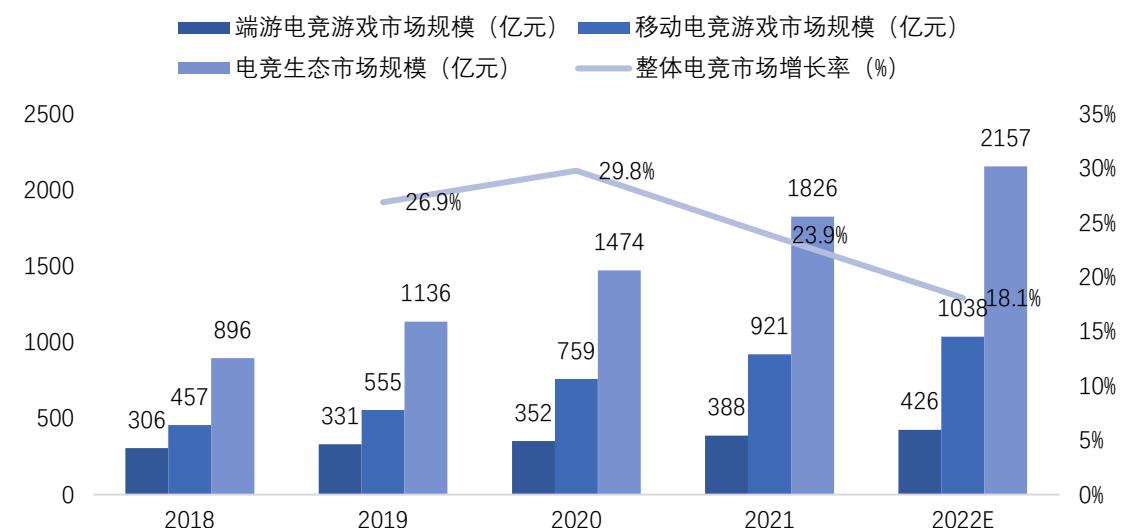
资料来源：信达证券研发中心整理

4.2.2 电竞业务有望成为成长新曲线

1. 电竞业务整体规模

后疫情时代下中国电竞产业发展迅速。(1)政策驱动:2021年9月电竞成为2022杭州亚运会正式项目,全国多地电竞扶持政策陆续加码;(2)职业规范:《电子竞技员国家职业技能标准》颁布,中国国家电竞足球队正式成立;(3)推出赛事:更多平台与品类的游戏电竞化发展,体育电竞与大众电竞快速发展壮大;(4)新游上线:多款优质电竞游戏上线,重磅产品为市场带来新动力;(5)促进就业:疫情下电竞赛事率先线上开赛,游戏主播、电竞陪练师等成为灵活就业新模式;(6)发展衍生品:衍生品成为电竞重要的破圈方式,影视、综艺、动漫和音乐等内容共同打造电竞IP。2021年电竞行业规模突破1800亿元,中国电竞用户超过5亿,电竞生态市场中游戏直播、电竞陪练、电竞赛事及俱乐部规模分别达到240亿、140亿、120亿,电竞生态服务逐渐完善。

图 37: 2018-2022 中国电竞市场整体规模

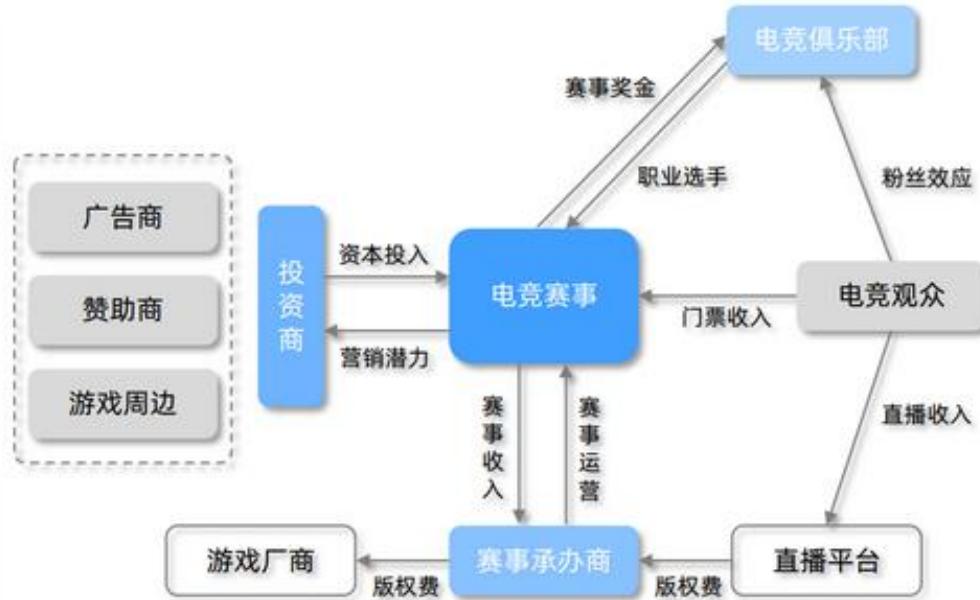


资料来源: 艾瑞咨询研究院, 信达证券研发中心

2. 完美世界电竞业务分析

完美世界凭借全球顶级电竞大作《DOTA2》及《CS:GO (反恐精英: 全球攻势)》,公司抢先布局电竞产业,依托立体化、多层次、全方位的游戏运营,树立在电竞市场的领先地位。除此以外,公司积极拓展游戏上下游产业链布局,与 Valve Corporation 达成战略合作,成为 Steam 在中国大陆的唯一运营商。公司一方面用技术创新升级电竞体验,结合 AR、VR 等新技术打造全新的电竞体验模式;另一方面通过电竞内容创新与技术合作,完善电竞生态产业链,实现协同共赢。

图 38: 中国电竞行业核心价值链



资料来源：行行查数据库，信达证券研发中心

依托完美世界竞技平台，公司从电竞产品运营、赛事体系打造、人才培养等方面着手，持续深化电竞领域、布局完美世界游戏的电竞化发展，多次成功举办全球性顶级赛事。未来公司会将电竞业务当做发力的重点，扩大电竞规模、持续对电竞平台进行升级迭代，提升用户关注度。2021 年公司围绕《DOTA2》及《CS:GO》举办 DOTA2 冬季职业巡回赛-中国联赛 (DPC)、2021RMR 亚洲区春季赛-完美世界 CS:GO 联赛第一赛季 (PWLS1) 等赛事，持续完善赛事体系；通过举办首届完美电竞嘉年华，以实景互动、虚拟现实、游戏试玩、舞台比赛等为用户带来沉浸式体验，加大电竞文化打造。

图 39: 完美世界电竞板块布局



资料来源：完美世界官网，信达证券研发中心

3. 完美世界代理蒸汽平台

Steam 平台是全球最大的综合性数字发行平台之一,其游戏数量超过 5 万款。2021 年 Steam 月活玩家超 1.32 亿、日活超 6900 万; 所有玩家在 Steam 上总共度过了 430 万年 (将近 380 亿小时)。

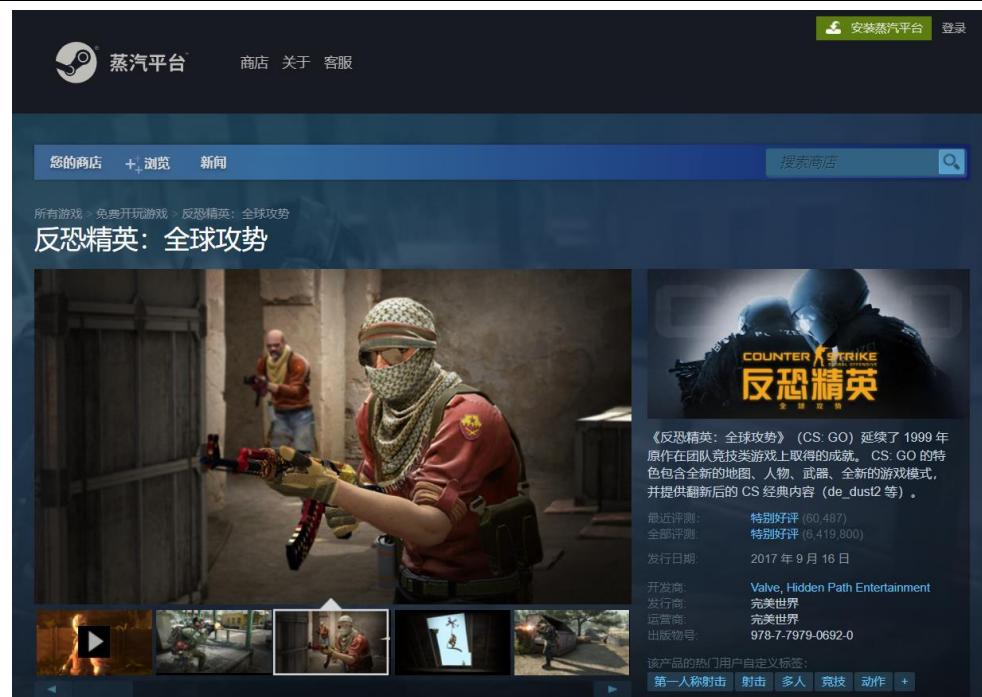
图 40: Steam 平台发展历史

- | | | |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| • 2003年, Steam平台发布 | • 2005年, 上线了首批非Valve的游戏 | • 2012年, 上线了《CS: GO》,同时推出手机端APP和“greenlight”发行政策 |
| • 2004年, 自研射击类游戏《半条命2》在Steam独占发行,上线首月即推动平台在线用户数环比增长24.8%,成为Steam的生涯转折点。 | • 2007年, 上线Steam论坛、好友列表、社区小组等,社交属性得到加强 | • 2013年, 上线了《Dota2》,推出玩家测评功能 |
| | • 2008年, 推出开发者平台Steamworks, 上线云服务,活跃用户超过2000万 | • 2016年, 微信、支付宝进驻 |
| | • 2011年, 推出Steam令牌和创意工坊 | • 2017年, 上线《绝地求生》 |
| | | • 2019年, Steam与完美世界合作推出了Steam中国 |

资料来源: 信达证券研发中心

蒸汽平台脱胎于 Steam, 但独立于 Steam, 蒸汽平台专为中国玩家量身定制, 将提供高速的服务器, 高质量的本地化运营, 新鲜奇特的游戏体验和分享途径。平台也会支持 VR 虚拟现实等新技术, 同时逐步构建海量游戏库, 从而满足不同年龄和品味玩家的需求。蒸汽平台独特的身份或许会让它同时拥有 Steam 和 WeGame 的优势。一方面蒸汽平台背后是 Steam 储备丰厚的游戏库, 一些没有汉化的外国优秀游戏或许会因此得到汉化引入; 另一方面, 多一个国内平台的助力, 蒸汽平台也将会是国内独立游戏快速生长的沃土。随着蒸汽平台的不断发展, 将完美世界游戏业务发展。

图 41: 完美世界蒸汽平台

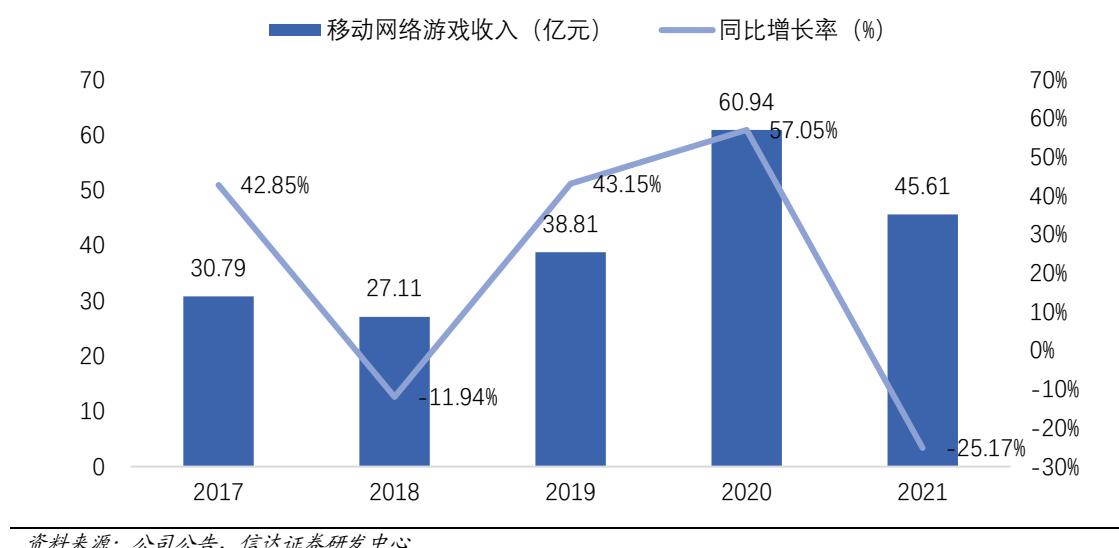


资料来源: 蒸汽平台官网, 信达证券研发中心

4.3 手游持续夯实优势赛道，维持行业领先地位

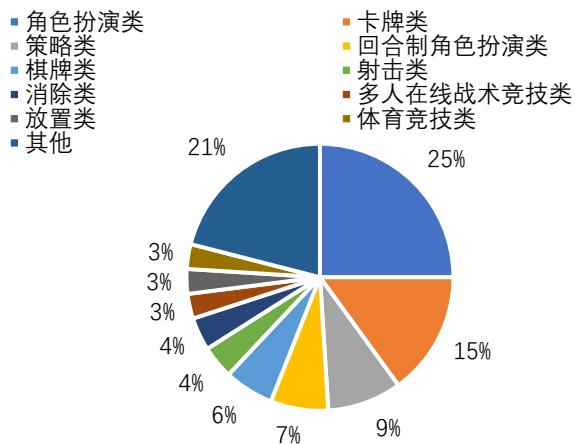
立足 MMORPG 品类，IP 端游改手游大获成功。完美世界以端游 RPG 类游戏研发起步，研发了《诛仙 3》、《笑傲江湖》等多款大热 MMORPG 类 IP 端游，积累了 IP 热度。公司在移动手游时代顺应行业趋势采取了 IP 端游转手游的策略将成熟 IP 端游移植到移动端，研发了《新诛仙手游》、《射雕英雄传 3D》等多款 MMORPG 类游戏。IP 手游上线后取得巨大成功。端转手策略的成功带动公司手游业务迅速发展，2019、2020 年公司手游业务收入同比增长均超过 40%，2021 年由于版号政策的影响及公司转型影响手游业务收入出现了一定的下滑，2021 年手游板块收入 45.61 亿元，同比下降-25.17%，收入占比 53.54%。

图 42：完美世界手游板块规模



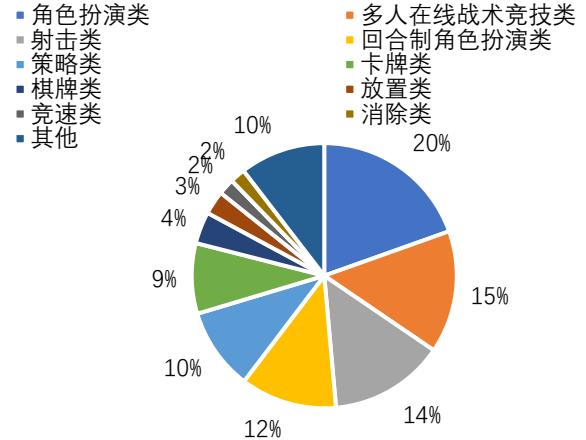
MMORPG 是完美世界擅长的游戏品类，布局赛道已经超过 15 年，具备丰富的研运经验。MMORPG 是国内游戏用户最为偏好的细分品类之一，2021 年收入排名 Top100 游戏产品中，角色扮演类游戏数量与收入均占比第一，分别达到 25% 与 20%。根据伽马数据，完美世界在 MMORPG 品类累计获取了百亿元流水。

图 43：2021 年收入排名前 100 移动游戏产品类型数量占比



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图 44：2021 年收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比



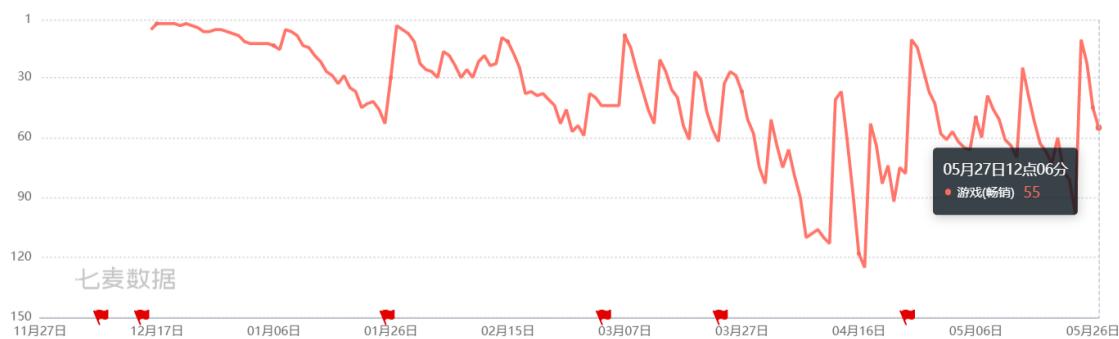
资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

4.3.1 《幻塔》：MMO+科幻开放世界，原创IP带来新增量

《幻塔》是完美世界游戏旗下 Hotta Studio 自主研发的轻科幻开放世界手游，于 2021 年 12 月开启全平台公测，22 年 4 月在美国、加拿大等地进行封闭 Beta 测试。《幻塔》融合了开放世界、爽快战斗、多维捏脸和拟态角色的独有特点，主要面向偏年轻化的二次元、末日废土爱好者。《幻塔》鼓励玩家进行社交，引入多人副本和 MMORPG 游戏中常见的公会机制与玩家交易系统，提高用户粘性与氪金程度。《幻塔》的精良制作和大胆创新得到业内的肯定，获得 2021 年度 ChinaJoy 主办的 2021 年度优秀游戏评选大赛（金翎奖）中“玩家最期待的移动网络游戏”奖项。

《幻塔》高自由度多人开放世界玩法与废土轻科幻二次元风格，深受玩家喜爱，游戏预下载即取得 APP Store 免费总榜榜首，并连续霸榜 6 天；《幻塔》采用根植于游戏内容、与玩家共创共成长的内容营销新打法，以游戏自身品质吸引玩家，实现首月新增用户过千万、首月流水近 5 亿元的佳绩。《幻塔》自 2021 年 12 月上线至今，用户水平总体维持较稳定状态，根据七麦数据显示《幻塔》在游戏畅销榜中保持在 50 名左右波动。

图 45：《幻塔》上线至今的排名情况



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

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》是公司首款用 UE4 引擎开发的多人开放世界手游，并于 2020 年进行了视觉效果的全面升级，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 46:《幻塔》手游界面图



资料来源:《幻塔》,信达证券研发中心

图 47:《幻塔》开放世界地图效果



资料来源:《幻塔》,信达证券研发中心

游戏战斗设计:以武器为载体,融合 **MMO** 与二次元的战斗设计。幻塔的核心战斗是结合了 **MMO** 个人特征与二次元抽卡的新式改造,为了保证抽卡的付费吸引力,也为每把武器赋予了生命的设定:拟态。因为每把武器存储了每个角色的战斗数据,所以在使用武器中可以幻化成角色帮助玩家熟练战斗。并且在拟态角色中赋予一定的剧情,好感度等设计,为玩家添加抽卡的内容驱动力。

图 48:《幻塔》拟态武器介绍



资料来源:《幻塔》,信达证券研发中心

图 49:《幻塔》拟态武器



资料来源:《幻塔》,信达证券研发中心

图 50:《幻塔》战斗界面



资料来源:《幻塔》,信达证券研发中心

图 51:《幻塔》战斗界面



资料来源:《幻塔》,信达证券研发中心

游戏养成设计：抽卡为核心养成，设计随机词条养成延长游戏追求。武器、意志为付费爆发线、装备为日常追求线的改良架构。《幻塔》有别于传统的MMORPG，战斗框架将装备化作拟态作为主要的抽卡项，奠定了游戏以抽武器为核心的付费拉收，游戏额外添加了意志（镶嵌在装备上）进行次要付费的拉收。在常规玩法线上、使用简化MMO的装备系统、在装备上胚子获得与进阶时候设计随机词条来填充后期玩家战力增长到达瓶颈时的随机数值追求。

表 10：完美世界养成模块介绍

大养成项	小养成项	养成模式	主要获得途径
武器	胚子	获得	付费抽卡
	升级	基础材料填充	日常行为
	生阶	稀有材料填充	组队副本
意志	升星	吃同名卡	付费抽卡
	胚子	需要镶嵌在4个在武器上	付费抽卡
	升级	吃同类卡或基础经验填充	日常行为
装备	套装	集齐部件	凑齐部件
	升星	吃同名卡	付费抽卡
	胚子	副本掉落、获得词条	组队副本
源器	强化	基础材料填充	周常副本
	强化大师	满足强化条件	凑齐强化材料
	进阶	吃同类装备、提升随机词条	最对副本
拟态	胚子	商店兑换	日常、周常兑换
	升星	消耗同名卡	日常、周常兑换
坐骑	好感度养成	消耗好感度材料	日常行为
拟态	胚子	主线、成就获得	主线、支线任务
	养成	基础材料填充	日常行为

资料来源：信达证券研发中心整理

图 52：《幻塔》意志界面



资料来源：《幻塔》，信达证券研发中心

图 53：《幻塔》装备界面



资料来源：《幻塔》，信达证券研发中心

游戏商业化设计：商业化较为温和。游戏的常规付费礼包较为温和，在一个常规周期内（后期）大中小R付费分层明显，在游戏内的付费页也帮助玩家区分开付费性价比。

表 11：完美世界付费方式盘点

礼包名	定价	周期	礼包内容	定位
新手补给	6RMB	一次性	金核*5+SR 源器*1	小R（常规98/月）
冒险礼包	30 RMB	一次性	金核*10+SSR 源器*1	小R（常规98/月）
月卡	30 RMB	1个月	300 钻石+3000 绑钻	小R（常规98/月）
BP	68 RMB/138 RMB	1.5个月	一套意志+金核+绑钻+杂物	小R（常规98/月）
首充双倍	131RMB	一次性	钻石+绑钻	中R（常规768/月）
周卡	1510 钻	一周	双倍绑钻+装备升级材料+金币	中R（常规768/月）
普通兑换	无上限	一次性	钻石	大R（无上限）
钻/RMB=10				

资料来源：信达证券研发中心整理

图 54：《幻塔》充值界面



资料来源：《幻塔》，信达证券研发中心

图 55：《幻塔》抽卡界面



资料来源：《幻塔》，信达证券研发中心

积累经验不断打磨，2.0 版本再续创新。2022 年 4 月《幻塔》开启 2.0 全新版本，于 4 月初发布官方 PV 和先前服，玩家讨论热度持续发酵，口碑也完成了逆袭。此次更新上线的超大维拉地图，打造了大规模、场景丰富度高、可自由探索的赛博朋克城市，解锁全新剧情、引入新角色，在更新和丰富内容的同时，对 1.0 版本存在的问题进行修正，不断从反馈中汲取经验、优化玩家体验，维持了较好的盈利能力。

图 56：《幻塔 2.0》维拉时空



资料来源：《幻塔》官网，信达证券研发中心

4.3.2 《梦幻新诛仙》：诛仙 IP 再续经典，“MMO+回合制”创新开放世界

《梦幻新诛仙》是由完美世界游戏打造的一款诛仙旗舰·如梦仙侠大世界手游，采用传统 MMO+创新回合制，延续经典“诛仙 IP”，持续扩大 IP 影响力。包含寻宝解谜高自由度的探索交互、元素地势影响下的策略性战斗，以及创新性的国风元素，吸引大批回合制玩家。《梦幻新诛仙》利用 AI 采集分析服务器的数据，自动生成新势力和 NPC，提供了真实自然的交互体验，增强用户的游戏沉浸感。同时在游戏体验方式及 U3D 引擎的深度改写能力等方面也有出色表现。此外，与以往公司其他游戏的重度氪金相比，《梦幻新诛仙》开启了一条对微氪玩家、零氪玩家较为友好“平民化”路线，实现游戏流量、口碑双提升，保证了游戏的长线运营。《梦幻新诛仙》实现经典 IP 在回合制赛道的迭代升级。七麦数据显示《梦幻新诛仙》目前在游戏畅销榜中依然能稳定在 40 名左右。

图 57：《梦幻新诛仙》上线至今排名情况



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

画面细节皆是用心，技术优势逐步体现。从画面表现力来看，完美已经是行业中极少数技术中台有底蕴对 U3D 引擎进行深度改写的公司了；使得《梦幻新诛仙》整体光影与细节效果突破了传统 U3D 的性能限制。画面实力体现在全 3D 的建模、真实光影细节、飞剑粒子特效和人物清晰度之上。而细心之处则体现在下雨时游戏里起雾后的山水世界，御剑飞行时雨雾会轻轻的从两边散开，落在地上会有踩青石板的声音和溅起来的水花，阴影与人物动作的实时对应，背后的剑会有光影慢慢闪过，流动的水面会被飞剑分开，跳起来时周边的白鸽会被惊的飞起。过去由于手机性能限制而难以实现的表现力，在完美世界的引擎功底积累与硬件性能的提升共同作用下得以展现开来。

图 58：《梦幻新诛仙》人物形象



资料来源：《梦幻新诛仙》官网，信达证券研发中心

图 59：《梦幻新诛仙》场景设计



资料来源：《梦幻新诛仙》官网，信达证券研发中心

4.4 游戏转型出海

近年来，游戏出海成为多数游戏企业的战略选择，伴随我国游戏产业国际竞争力的提升和出海规模的增长，中华文化、中国元素的国际影响力也将随之提升和扩展。游戏出海的范围从港澳台地区、东南亚地区为主逐步转向全球，游戏出海产品类型也更加多元。面对海外多元化的市场需求，我国游戏企业纷纷发力游戏出海，加快产业布局和研发投入，面向全球市场的内容制作及发行成为产品布局的重要因素之一。

2021年12月，公司与相关方签订协议，出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队，该交易已于2022年一季度完成交割。经过上述调整，公司海外游戏业务布局更加清晰，未来公司将围绕“国内产品出海+海外本地化发展”双维度发力。海外本地化发展方面，公司在地域选择上向更有人才和政策优势的加拿大转移，同时选择更开放的年轻化团队，产品类型以单机游戏和移动游戏为主，更符合海外市场的需求。

国内产品出海方面，《梦幻新诛仙》手游于2022年3月17日同步上线海外市场。此外，《幻塔》手游已于近日在海外多地开启测试，预计年内正式上线海外市场。

图 60: 《梦幻新诛仙》国际版



资料来源: 《梦幻新诛仙》国际版官网, 信达证券研发中心

图 61: 《幻塔》国际版测试



资料来源: 《幻塔》, 信达证券研发中心

4.5 游戏产品储备

公司将聚焦“MMO+”与“卡牌+”两大核心赛道，强化经典品类优势，夯实游戏业务基本盘，同时加大创新潮流品类的研发投入，在美术风格和玩法设计上加入二次元、开放世界等全新元素，推动游戏业务持续转型升级。另一方面，公司也将依托更适合于全球化发行的精品游戏，发力游戏出海，为公司业绩增长贡献新的增量。

表 12: 完美世界游戏 Pipeline 整理

序号	游戏名称(暂定)	游戏类型	自研/代理
1	Perfect New World	PC 端游	自研
2	完美新世界	移动游戏	自研
3	诛仙世界	PC 端游	自研
4	诛仙 2	云原生游戏	自研
5	天龙八部 2	移动游戏	代理
6	神魔大陆 2	移动游戏	自研
7	黑猫奇闻社	移动游戏	自研
8	朝与夜之国 (Project Bard)	移动游戏	自研
9	CODE NAME: X	移动游戏	自研
10	一拳超人：世界	移动游戏	自研
11	百万亚瑟王 (代号: MA)	移动游戏	自研
12	Have a Nice Death	PC 端游+主机	自研
13	放置游戏	移动游戏	自研
14	双点医院	PC 端游	代理

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

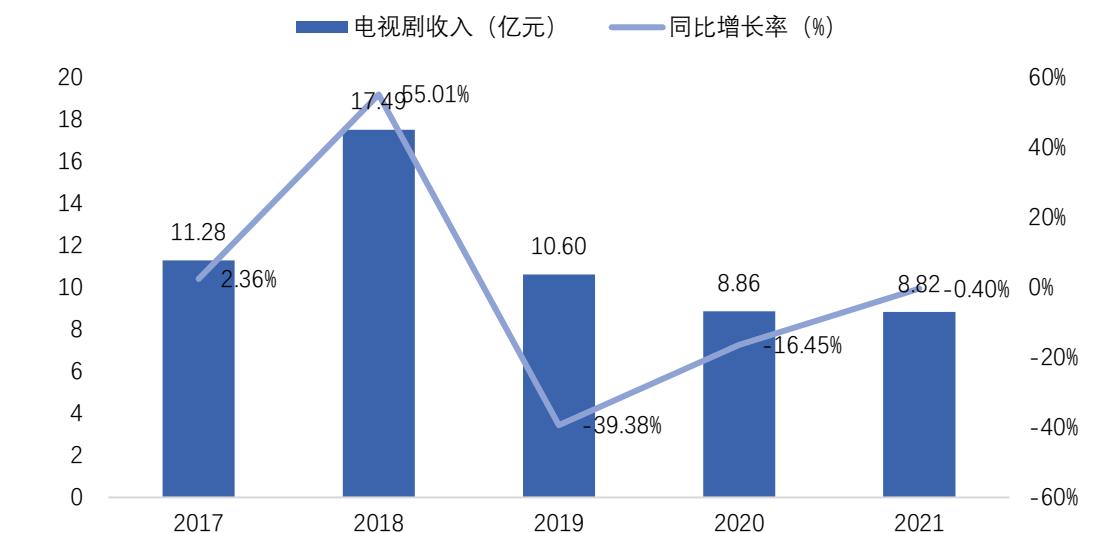
5. 影视业务：去库存、精细化管理成为主要方向

5.1 影视业务概述

完美世界的影视业务包括电视剧、电影的制作及销售业务，电视剧业务占主导地位。除最初成立的完美影视外，完美世界通过收购和设立，目前拥有多个影视业务子公司。在影视剧的业务流程及模式方面，电视剧和电影二者的投拍业务流程大致相同，包括前期开发立项、拍摄和后期处理、发行与销售。

逐步剥离院线，影视板块以电视剧业务为主，并加速去库存，走轻资产之路。2018年1月，公司宣布以约16.65亿元人民币的价格，将院线业务相关资产转让给母公司完美世界控股集团有限公司，同时将完美世界院线资产商誉减值。从发展趋势看，电视剧业务在影视板块中地位愈发突出，电视剧业务成为公司影视收入的主要构成部分。2021年实现收入8.82亿元，同比降低0.40%，占收入8.66%。

图 62：完美世界电视剧板块规模



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 影视业务分析

坚持“匠心精品”，持续推出多样化精品剧集。电视剧方面，在行业变革重生的背景下，从2018到现在，公司出品的《香蜜沉沉烬如霜》、《趁我们还年轻》、《七月与安生》、《老酒馆》、《光荣时代》、《和平之舟》、《昔有琉璃瓦》等精品电视剧、网剧，《向往的生活第四季》、《极限挑战第四季》等精品综艺相继播出，赢得了良好的收益及市场口碑，获得诸多奖项的认可。此外，公司投资拍摄多部正能量、主旋律剧集，其中《老酒馆》、《光荣时代》等多部剧集入选“庆祝新中国成立70周年国家广播电视台优秀剧目展播”名单，《最美的乡村》、《温暖的味道》得到了广电总局脱贫攻坚题材重点剧目推荐，《光荣与梦想》入选建党100周年重点献礼项目。

图 63: 《和平之舟》



资料来源: 完美世界官网, 信达证券研发中心

图 64: 《向往的生活第四季》



资料来源: 完美世界官网, 信达证券研发中心

图 65: 《最美乡村》



资料来源: 完美世界官网, 信达证券研发中心

图 66: 《光荣与梦想》



资料来源: 完美世界官网, 信达证券研发中心

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《小女霓裳》。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 67: 与爱奇艺合作的《怪你过分美丽》



资料来源: 完美世界官网, 信达证券研发中心

图 68: 与优酷合作的《小女霓裳》



资料来源: 完美世界官网, 信达证券研发中心

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。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。

表 13: 完美世界主要影视子公司或工作室情况

工作室	核心成员	代表作
嘉行传媒	杨幂	《三生三世十里桃花》、《亲爱的翻译官》
青春你好	梁振华	《怪你过分美丽》、《心想事成》、《暴风眼》
完美蓬瑞	刘江	《咱们结婚吧》、《咱们相爱吧》、《媳妇的美好时代》
鑫宝源	赵宝刚	《深海利剑》、《触不可及》、《婚姻保卫战》
华美时空	滕华涛	《失恋 33 天》、《等风来》、《剩者为王》
完美建信	郭靖宇	《红娘子》、《大秧歌》、《勇敢的心》
完美海岸	张海帆	《天涯女人心》、《天舞纪》、《花千骨》
江何工作室	何静吴玉江	《麻辣女兵》、《麻辣女王》、《神犬奇兵》
允亭工作室	孙允亭	《北上广不相信眼泪》、《大宗师之海上风云》、《天蝎》
张弘毅工作室	张弘毅	《28 岁未成年》、《太子妃升职记》、《睡在我上铺的兄弟》
刘宁工作室	刘宁	《香蜜沉沉烬如霜》、《冰糖炖雪梨》、《星落凝成糖》
完美远方	苗萌	《半生缘》、《心理大师》、《方根书简》
李峰工作室	李峰	《忽而今夏》、《趁我们还年轻》、《钢的琴》
王贵君工作室	王贵君	《山月不知心底事》、《盛唐风华》

资料来源：信达证券研发中心

2022 年，公司将顺应市场环境变化，采取谨慎投资与积极消化库存相结合的经营策略，加快推进库存项目的发行和排播的同时，在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略，以期实现影视业务的稳健发展。根据公司公告，目前有 6 部剧处于后期制作中、6 部剧处于拍摄中阶段，公司影视业务的立项储备较为充足，有望推动未来影视业务稳步发展。

表 14: 完美世界影视投资计划整理

序号	投资项目名称	制作进度 (截至报告日)	预计开拍日期
1	月里青山淡如画	后期制作中	-
2	云襄传	后期制作中	-
3	许你岁月静好	后期制作中	-
4	星落凝成糖	后期制作中	-
5	摇滚狂花	后期制作中	-
6	灿烂！灿烂！	后期制作中	-
7	特工任务	拍摄中	-
8	心想事成	拍摄中	-
9	温暖的，甜蜜的	拍摄中	-
10	只此江湖梦	拍摄中	-
11	纵横芯海	拍摄中	2022 年下半年
12	九个弹孔	拍摄中	2022 年下半年

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

6. 盈利预测

6.1 盈利预测及假设

- 收入端：游戏业务方面，《幻塔》手游上线后表现优秀，重大更新2.0“维拉”版本有望延长游戏生命周期，带动游戏流水提升。同时《梦幻新诛仙》、《完美世界》、《诛仙》等核心存量游戏在iOS畅销榜表现较为稳定，预计存量老游戏保持较为稳定的流水贡献。在新游储备方面，《天龙八部2》、《朝与夜之国》、《黑猫奇闻社》等多款热门IP改编游戏已经研发结束，待版号发放即可上线，《一拳超人：世界》、《百万亚瑟王》、《女神异闻录5》也预计将于2023-2024年陆续上线，贡献增量业绩。预计游戏业务2022年至2024年贡献收入84.05亿元/101.80亿元/120.93亿元。
- 影视业务方面，公司加速去库存和精细化管理，影视业务收入逐渐回暖，22Q1已上线《昔有琉璃瓦》等多部口碑剧，同时公司储备有《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》《星落凝成糖》等多个影视项目，预计影视业务22年保持微盈，预计影视业务2022年至2024年贡献收入10.00亿元/10.50亿元/11.02亿元。
- 综上所述，我们预计22-24年公司收入同比增长10.41%/19.41%/17.50%，分别为94.05亿元/112.30亿元/131.95亿元。
- 销售费用端：《幻塔》在上线后投放规模处于较低水平，预计投放费用较低，新游戏受版号影响上线节奏不确定性强，预计投放规模保持稳定，因此预计22-24年销售费用率呈下降趋势，分别为17.49%/17.14%/16.79%。
- 研发费用端：公司持续深耕UE4引擎技术，同时后续有较多在研游戏项目，因此预计22-24年公司仍保持较高的研发费用率，分别为22.07%/21.62%/21.41%。

表 15：盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	10,224	8,518	9,405	11,230	13,195
毛利率（%）	60.32%	61.46%	62.48%	62.92%	63.23%
净利率（%）	15.1%	4.3%	17.6%	17.9%	18.2%
销售费用率（%）	17.91%	23.32%	17.49%	17.14%	16.79%
管理费用率（%）	7.41%	8.59%	7.73%	7.35%	6.98%
研发费用率（%）	15.54%	25.96%	22.07%	21.62%	21.41%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

6.2 估值分析与投资评级

基于以上假设，我们预计2022-2024年归母净利分别为16.56/20.10/23.99亿元，分别对应估值15.2X/12.5X/10.5X。通过可比公司分析可知，因为前期版号停发（版号已于4月11日恢复发放），目前A股游戏公司估值偏低，目前版号重启、游戏出海、元宇宙等逻辑有望使板块估值提升。随着游戏版号的重新发放，储备产品有望步入正常上线节奏，厂商业绩将得到修复，带动行业恢复增长。我们以估值锚点腾讯、网易作为参考，给予公司2022年20XPE目标估值，对应目标价为17.08元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 16: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (百万元) 2021A	净利润 (百万元) 2022E	净利润 (百万元) 2023E	PE 2021A	PE 2022E	PE 2023E
700 HK Equity	腾讯	28,041.50	123,788	120,898	148,071	22.65	23.19	18.94
9999 HK Equity	网易-S	4,576.15	19,762	20,286	23,427	23.16	22.56	19.53
					平均	22.90	22.88	19.24
002624.SZ	完美世界*	251.42 亿元	369	1,656	2,010	106.89	15.18	12.51

资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心, 注: *信达预期, 其余为 Bloomberg 一致预期, 市值为 2022 年 05 月 29 日数据

图 69: 网易 2022 年 Forward PE



图 70: 腾讯 2022 年 Forward PE



图 71：完美世界公司股价周期分析



资料来源：Wind，信达证券研发中心

7. 风险因素

核心游戏表现不及预期：公司核心游戏《幻塔》、《梦幻新诛仙》等游戏贡献度较高，若因版本内容、玩法更新不及海内外市场变化，导致核心付费玩家流失，或将影响业绩稳定性。

新游上线进度或表现不及预期：公司海内外储备产品上线时间受研发、企宣、测试、推广以及政策监管等影响，若包括《天龙八部2》、《朝与夜之国》、《黑猫奇闻社》、《诛仙世界》端游等未按预期及时上线，或因市场变化较快、游戏同质化等导致新游戏上线后表现不及预期，可能出现流水及利润下降。

影视内容制作及播出情况不及预期：公司影视内容制作及播出受政策等因素影响较大，若影视行业政策监管趋严，或影响公司业绩。

市场竞争加剧风险：随着网络游戏行业逐渐进入成熟期，行业内部竞争日趋激烈，网络游戏以外的各种互联网文化创意细分产业的发展也在进一步加剧外部竞争。同时，网络游戏用户也在不断成熟，用户对产品的要求也日趋提高。激烈的市场竞争，或将会从产品和市场渠道等方面给公司的发展带来挑战。

行业政策风险：若游戏行业政策监管趋严，或影响公司业绩。且版号重新发放尚不具备确定性，游戏版号发放再次收紧会影响公司新游上线，进而影响公司业绩。

核心人才流失风险：公司核心人才系公司研发团队，若研发团队流失，将影响新游及时开发上线及后续发行运营，带来业绩不确定性。

汇率波动导致的游戏海外收入业绩风险：汇率受市场、政策、国际环境等影响而产生变动，可能造成游戏收入缩水，给公司出海游戏的收益带来直接影响。

资产负债表						单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	7,885	7,565	9,533	12,275	15,471	
货币资金	2,943	3,436	5,166	7,357	9,958	
应收票据	112	110	122	146	171	
应收账款	1,299	982	1,084	1,294	1,521	
预付账款	331	311	334	394	459	
存货	1,027	1,218	1,309	1,545	1,800	
其他	2,172	1,507	1,518	1,539	1,562	
非流动资产	7,622	9,475	9,463	9,450	9,434	
长期股权投资	2,768	2,752	2,752	2,752	2,752	
固定资产(合计)	354	381	399	415	429	
无形资产	190	260	230	200	170	
其他	4,310	6,082	6,082	6,082	6,082	
资产总计	15,507	17,040	18,997	21,725	24,905	
流动负债	4,204	4,357	4,624	5,301	6,033	
短期借款	784	628	628	628	628	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	733	501	538	635	740	
其他	2,687	3,228	3,458	4,038	4,665	
非流动负债	121	2,178	2,178	2,178	2,178	
长期借款	23	0	0	0	0	
其他	98	2,178	2,178	2,178	2,178	
负债合计	4,325	6,535	6,802	7,479	8,211	
少数股东权益	347	214	248	289	338	
归属母公司股东	10,835	10,290	11,946	13,956	16,355	
负债和股东权益	15,507	17,040	18,997	21,725	24,905	
重要财务指标						单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	10,225	8,518	9,405	11,230	13,195	
同比(%)	27.2%	-16.7%	10.4%	19.4%	17.5%	
归属母公司净利	1,549	369	1,656	2,010	2,399	
同比(%)	3.0%	-76.2%	348.7%	21.3%	19.3%	
毛利率(%)	60.3%	61.5%	62.5%	62.9%	63.2%	
ROE(%)	14.3%	3.6%	13.9%	14.4%	14.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24	
P/E	36.88	106.89	15.18	12.51	10.48	
P/B	5.28	3.83	2.10	1.80	1.54	
EV/EBITDA	31.02	50.65	15.11	10.51	7.36	

利润表						单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	10,225	8,518	9,405	11,230	13,195	
营业成本	4,057	3,283	3,529	4,164	4,851	
营业税金及附加	32	29	33	39	46	
销售费用	1,831	1,986	1,645	1,924	2,216	
管理费用	757	732	727	825	921	
研发费用	1,589	2,211	2,075	2,428	2,825	
财务费用	113	124	132	157	185	
减值损失合计	-969	-235	-100	-100	-100	
投资净收益	196	408	423	337	264	
其他	557	-176	325	389	457	
营业利润	1,628	149	1,913	2,317	2,772	
营业外收支	28	6	8	14	10	
利润总额	1,657	156	1,921	2,331	2,782	
所得税	152	-21	230	280	334	
净利润	1,504	177	1,690	2,051	2,448	
少数股东损益	-44	-192	34	41	49	
归属母公司净利	1,549	369	1,656	2,010	2,399	
EBITDA	1,776	768	1,517	1,972	2,462	
EPS(当年)(元)	0.80	0.19	0.85	1.04	1.24	
现金流量表						单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	3,693	1,098	1,477	2,011	2,492	
净利润	1,504	177	1,690	2,051	2,448	
折旧摊销	197	319	121	124	126	
财务费用	134	155	0	0	0	
投资损失	-196	-196	-408	-423	-337	
营运资金变动	1,627	403	28	126	137	
其它	426	450	60	48	45	
投资活动现金流	-453	590	253	179	109	
资本支出	-571	-339	-170	-158	-155	
长期投资	-28	647	0	0	0	
其他	146	282	423	337	264	
筹资活动现金流	-2,794	-1,127	0	0	0	
吸收投资	17	51	0	0	0	
借款	1,121	614	0	0	0	
支付利息或股息	-405	-334	0	0	0	
现金净增加额	384	523	1,730	2,190	2,601	

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice最佳分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。