

引擎、品类研发持续升级，品效合一打法营销破圈

——完美世界首次覆盖报告

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **游戏业务：2020H1 公司游戏业务收入为 43.58 亿元**，同比上升 51.44%。其中手游收入 29.14 亿元，同比增长 72.5%。**1、公司在传统 MMORPG 手游极具研发优势**，旗下《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等古风剑侠 MMO 产品长期贡献主要流水。随着《仙剑奇侠传》IP 的引入，传统赛道预计保持稳定增长。**2、在研发层面，公司持续进行玩法拓展与题材国际化**，新的 ARPG、回合制、经营模拟游戏丰富了公司手游产品的受众；国际化的大 IP 与魔幻题材也更加迎合欧美、日韩玩家的喜好，在头部市场具有较大的出海拓展空间。**3、品效合一的发行方式日趋成熟**，为公司开辟了一条完美特色的买量之路。《新神魔大陆》等产品依托于顶流明星、KOL 等高品质买量素材与符合买量客群的研发设计，首月流水远超市场预期。

端游方面，2020H1 年端游收入 12.47 亿元，同比增长 26.56%，《诛仙》《完美世界》等经典端游运营稳定；《CSGO》、《DOTA2》等电竞端游持续增长。21 年《新诛仙世界》、《完美世界》端游将再次拉动收入增长。

- **影视业务：2020H1 完美世界影视业务的营业收入为 7.85 亿元**，毛利率为 36.90%。2020 年由于公司自身片源储备充足，去库存、慎开机成为当前的主题。上半年共确认 8 部影视剧收入。配合建党 100 周年，下半年预计开机革命历史剧《光荣与梦想》、以及青春竞技爱情剧《舍我其谁》。

财务预测与投资建议

- 公司《完美世界》、《新笑傲江湖》手游持续维持较高流水，新游《新神魔大陆》为 Q3 带来增量，首月流水或达 5 亿。此外，《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》海外等大作预计持续成为下半年驱动力。2021 年《幻塔》、《一拳超人》手游，《完美世界》、《新诛仙世界》等端游大作皆值得期待。我们预计 20/21/22 年公司归母净利润分别为 24.34/31.56/36.09 亿元，对应 EPS 1.25/1.63/1.86 元，PE 为 27/20/18 倍。根据可比公司 2020 年 P/E 调整后均值 34 倍，给予公司目标价：42.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：流水不达预期风险、政策风险、买量成本提升风险、商誉减值风险、影视存货跌价风险、投资收益风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,034	8,039	12,041	15,302	17,450
同比增长(%)	1.3%	0.1%	49.8%	27.1%	14.0%
营业利润(百万元)	1,892	1,342	2,698	3,517	4,027
同比增长(%)	19.1%	-29.1%	101.1%	30.3%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,706	1,503	2,434	3,156	3,609
同比增长(%)	13.4%	-11.9%	62.0%	29.6%	14.4%
每股收益(元)	0.88	0.77	1.25	1.63	1.86
毛利率(%)	55.8%	60.9%	59.7%	60.1%	60.6%
净利率(%)	21.2%	18.7%	20.2%	20.6%	20.7%
净资产收益率(%)	20.8%	16.7%	23.2%	24.6%	22.8%
市盈率	37.8	42.9	26.5	20.4	17.8
市净率	7.6	6.8	5.6	4.5	3.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年09月28日)	33.21 元
目标价格	42.50 元
52周最高价/最低价	62.28/26.95 元
总股本/流通A股(万股)	193,963/178,982
A股市值(百万元)	64,415
国家/地区	中国
行业	互联网与传媒
报告发布日期	2020年09月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.20	-12.19	-40.80	16.94
相对表现	5.53	-6.77	-51.50	-1.99
沪深300	-2.33	-5.42	10.70	18.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	项雯倩
	021-63325888*6128
	xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003	
证券分析师	李雨琪
	021-63325888-3023
	liyuyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001	
证券分析师	吴丛露
	wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003	

联系人	詹博
	021-63325888*3209
	zhanbo@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1、公司概况	6
1.1 发展历史：游戏工作室到业界领先的影游综合体	6
1.2 股权结构：股权清晰集中，池宇峰为实控人	6
1.3 财务状况	7
1.3.1 20Q2 营收环比增长 59%，毛利率有所下降	7
1.3.2 三费率提升，研发、销售投入增加	8
1.3.3 20Q2 归母净利润同比增长 23%	8
1.4 主营业务：游戏业务表现强劲，影视去库存回暖	9
2、游戏业务：mmorpg 引擎迭代增长强劲，多品类拓张持续试水	10
2.1 手游：《新神魔大陆》买量表现出色，《梦幻新诛仙》或再创佳绩	10
2.1.1 手游行业趋势分析：大陆市场 ARPU 持续驱动增长	10
2.1.2 基本盘稳固：即时制 MMORPG 手游支撑公司收入持续增长	11
2.1.2 拓玩法发展用户池，《梦幻新诛仙》或成为公司回合制标杆	15
2.1.3 拓题材助力海外发行，《战神遗迹》或成为公司出海标杆	16
2.1.4 引擎迭代助力产品品质提升	19
2.1.5 发行品效合一，开辟买量新格局	20
2.1.6 2021 年产品矩阵饱满	22
2.2 端游：2021 年新端游将陆续上线	23
2.2.1 《诛仙》《完美世界》等经典端游运营稳定	23
2.2.2 通过《Dota2》《CS:GO》入局电竞圈	24
2.3 主机：踏入蓝海，拓宽发展新领域	25
2.4 平台：借助平台优势，增强发行能力	26
2.4.1 整合媒体平台，拓宽宣发渠道	26
2.4.2 携手 Valve 上线中国区 Steam，紧握平台发行主动权	27
2.5 研发：实力强劲，全球研发体系完整	28
3、影视业务：片源储备丰富，去库存、慎开机成为主题	29
3.1 电视剧：口碑热度双丰收	30
3.1.1 多部影视播出收入确认，助力影视剧存货结转清库存	30
3.1.2 强大团队丰富储备推动公司前行	34

3.1.3 疫情与政策扶持背景下，优选项目谨慎开机成主流	34
3.2 电影：国际合作促进票房大卖	36
4、盈利预测与投资建议.....	37
4.1 核心假设.....	37
4.2 投资建议.....	38
5、风险提示	39

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 营收变化 (亿)	8
图 3: 毛利变化 (亿)	8
图 4: 公司营业利润率、费率变化情况.....	8
图 5: 公司营业利润率、费率变化情况.....	8
图 6: 公司归母净利润变化情况.....	9
图 7: 2019 年公司主营业务 (百万)	9
图 8: 公司主营构成及变化 (亿)	10
图 9: 游戏业务收入、毛利率变化情况 (亿)	10
图 10: 移动网络游戏收入变化情况 (亿)	11
图 11: 完美世界旗下 top50 时长大于一年的游戏数量.....	12
图 12: 《新诛仙》畅销榜排位变化情况.....	13
图 13: 《完美世界》畅销榜排位变化情况	13
图 14: 《神雕侠侣 2》畅销榜排位变化情况	14
图 15: 《新神魔大陆》畅销榜排位变化情况.....	14
图 16: 《新笑傲江湖》畅销榜排位变化情况.....	15
图 17: 完美世界玩法品类拓.....	15
图 18: 《梦幻新诛仙》.....	16
图 19: 《幻塔》.....	16
图 20: 中国游戏海外市场下载量 (十亿)	17
图 21: 中国游戏海外收入 (亿美金)	17
图 22: 韩国手游市场分类型收入 (百万美金)	17
图 23: 美国手游市场分类型收入 (百万美金)	17
图 24: 完美世界旗下游戏题材划分	18
图 25: 《战神遗迹》.....	18
图 26: 完美世界游戏引擎效果对比.....	19
图 27: 买量素材量排行榜	21
图 28: 《新神魔大陆》TOP5 热点素材	22
图 29: PC 端网络游戏收入变化情况 (亿)	23
图 30: 2016-2020 年中国电竞市场整体规模 (亿)	25
图 31: 主机游戏收入变化情况 (亿)	25
图 32: 中、日、全球主机市场规模 (亿元)	26
图 33: 中、日、全球主机市场占游戏市场比例.....	26

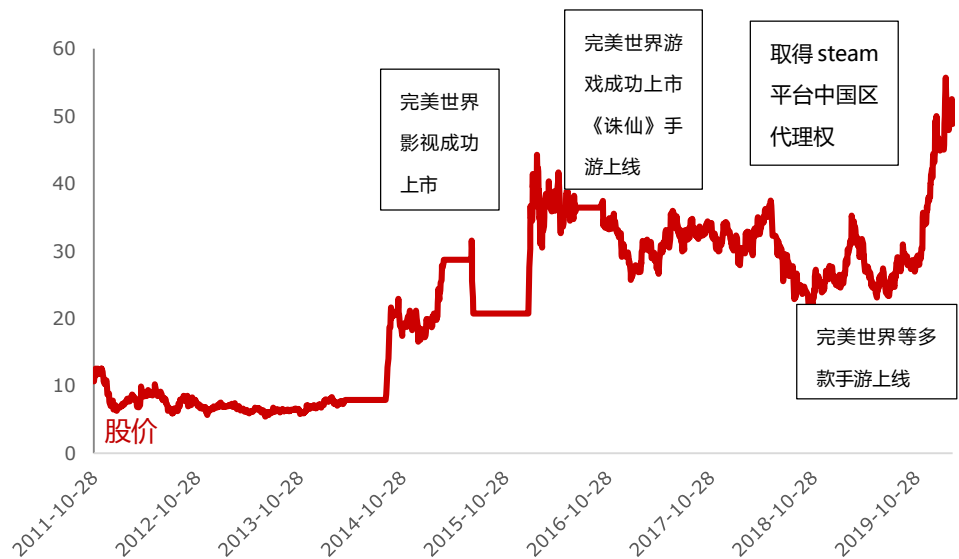
图 34: 公司旗下媒体平台	27
图 35: 2015-2018 年全球 Steam 注册用户数 (百万)	27
图 36: 2015-2018 年中国 Steam 注册用户数 (百万)	27
图 37: 完美世界影视营业收入情况 (亿)	29
图 38: 中国电视剧市场预计行业规模 (十亿)	30
图 39: 完美世界电视剧收入情况 (亿)	31
图 40: 完美世界电视剧行业市占率	31
图 41: 《香蜜沉沉烬如霜》豆瓣评分	32
图 42: 2018 年第一季度古装题材网剧播放量 TOP15	33
图 43: 2018 年第一季度网剧播放量 TOP5	33
图 44: 《香蜜沉沉烬如霜》豆瓣评分	34
图 45: 《侏罗纪世界 2》2018 端午档期同期数据对比 (万元)	36
表 1: 公司股权结构	7
表 2: 手游行业收入驱动拆解及预期变化	11
表 3: 完美世界公司手游引擎迭代	19
表 4: 完美世界移动游戏产品线	23
表 5: 完美世界在运营超过 5 年的端游列表	24
表 6: 完美世界举办/协办的电竞赛事	25
表 7: 完美主机游戏产品线	26
表 8: 完美世界旗下研发团队	28
表 9: 2018 年电视剧平均收视率 top30	32
表 10: 公司旗下六大制作团队	34
表 11: 2020 年影视剧储备	35
表 12: 完美世界预测表	37
表 13: 可比公司估值	38

1、公司概况

1.1 发展历史：游戏工作室到业界领先的影游综合体

- **2005-2007 三款现象级端游奠定行业地位：** 完美世界的前身是 1997 年在洪恩集团中成立的祖龙游戏工作室，主要负责 3D 游戏的研发，1999 年开发出世界上第一款 3D 即时战略游戏《自由与荣耀》。北京完美时空网络技术有限公司于 2004 年正式成立，随后在 2005、2006、2007 年连续推出自研爆款端游《完美世界》《武林外传》《诛仙》，为公司奠定了国内一线游戏大厂的地位。
- **2008 进军影视行业成为影游综合体：** 2008 年公司影视业务正式成立，与赵宝刚、滕华涛等知名导演开展合作并先后推出《失恋 33 天》《咱们结婚吧》《钢的琴》等颇受好评的影视产品。
- **2012-2016 持续开展与国外一线游戏厂商合作：** 2012 年公司与美国游戏开发商 Valve 签订合作协议，获得 Dota 2 在中国大陆的独家运营代理权，2016 年与 Valve 合作获得国际电竞游戏大作 CS:GO 在中国大陆的独家运营代理权。
- **2016 至今逐步发力手游业务，拓宽产业链：** 2016 年公司经典端游《诛仙》《倚天屠龙记》改编的手游公测，《诛仙》手游上线首月流水或超 4 亿。2018 年，公司与 Valve 开启“蒸汽平台”项目合作。2019 年公司重磅产品《完美世界手游》上线，首月月化流水或超 10 亿，同年《云梦四时歌》《梦间集天鹅座》等多款手游完成公测，公司实现多品类布局。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 股权结构：股权清晰集中，池宇峰为实控人

截止 2020 年 8 月 29 日，完美世界控股集团有限公司为完美世界的第一大股东，持股比例为 30.3%。

公司创始人池宇峰持有完美世界控股集团有限公司 90% 的股份并直接持有完美世界 7.7% 的股份，为公司的实际控制人和第二大股东。

上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）- 高毅邻山 1 号远望基金为公司的第三大股东，持股比例 4.4%。

目前，公司的实际控制人为池宇峰。

表 1：公司股权结构

主要股东排名	股东名称	持股数量（股）	占股本比例（%）
1	完美世界控股集团有限公司	392,197,498	30.33
2	池宇峰	99,414,934	7.69
3	上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）- 高毅邻山 1 号远望基金	57,000,000	4.41
	企业名称	参股关系	参股比例
1	祖龙娱乐有限公司	子公司	17.60%
2	重庆亚克科技发展有限公司	子公司	100.00%
3	北京完美影视传媒有限责任公司	子公司	100.00%
4	北京完美建信影视文化有限公司	孙公司	100.00%
5	完美世界游戏有限责任公司	子公司	100.00%
6	完美世界影视有限责任公司	子公司	100.00%
7	天津完美巨典影视文化有限公司	孙公司	60.00%
8	西安嘉行影视传媒股份有限公司	联营企业	10.00%
9	北京完美喜乐文化传媒有限公司	孙公司	70.00%

资料来源：公司公告，东方证券研究所（截止至 2020 年 8 月 29 日）

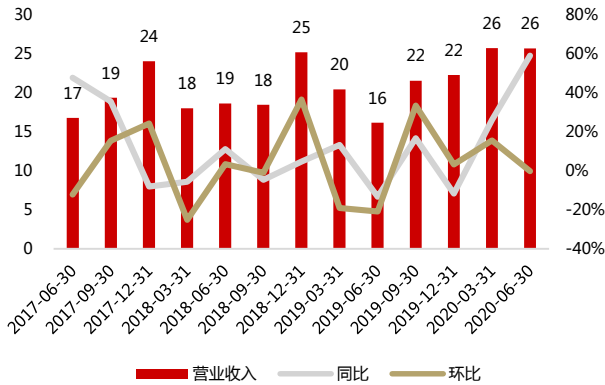
1.3 财务状况

1.3.1 20Q2 营收环比增长 59%，游戏业务表现强劲

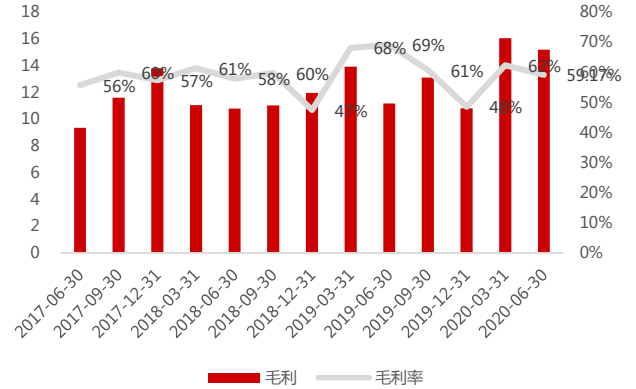
20Q2 公司营业收入为 25.69 亿，同比增长 59.12%，环比降低 0.21%。同比增长主要系游戏业务表现出色所致，《新笑傲江湖》等产品表现出色。

20Q2 毛利率为 59.17%，同比下降 10.00pp，环比下降 3.19pp。2020H1 毛利率为 60.77%，同比下降 7.81%，环比下降 0.15%。毛利率同比下降主要是手游毛利率下降所致，由于 19 年 3 月发行的头部产品《完美世界》为腾讯代理发行，收入采用净额法，而新品《新笑傲江湖》为自发产品采用总额法，毛利自然有所下降。

20H2 已上线《新神魔大陆》表现优异，首月月流水或超 5 亿。此外《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》海外等或将持续贡献增量。在 Q1 疫情带来线上游戏高基数的情况下，下半年流水有望持续拔高。

图 2：营收变化（亿）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：毛利变化（亿）


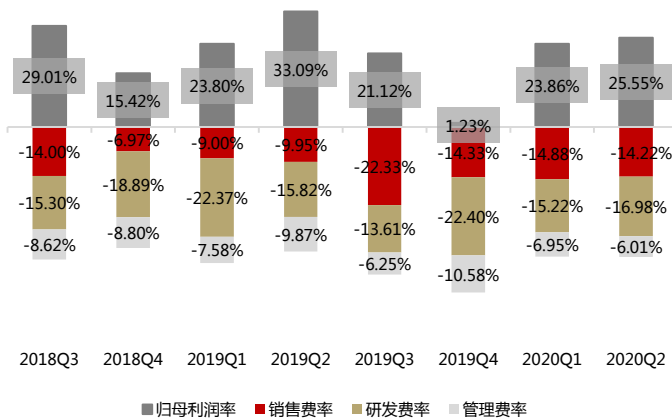
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3.2 三费率提升，研发、销售费用率逐年投入增加

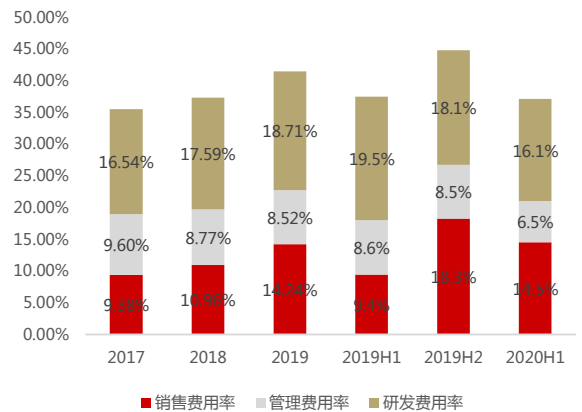
2020H1 销售费用为 7.48 亿，销售费率为 14.5%，同比增长 5.1pp。增长主要系 19H1 产品《完美世界》为腾讯代理发行所致，20 年《新笑傲江湖》为自主发行。

2020H1 年研发费用为 8.28 亿元，研发费率为 16.1%，20Q2 研发费率为 17.0%，同比增长 1.2pp。增长主要系公司研发人员数量增加，研发投入加大所致。

2020H1 年管理费用为 3.33 亿元，管理费率为 6.5%，同比下降 2.1pp。

图 4：公司营业利润率、费率变化情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司营业利润率、费率变化情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

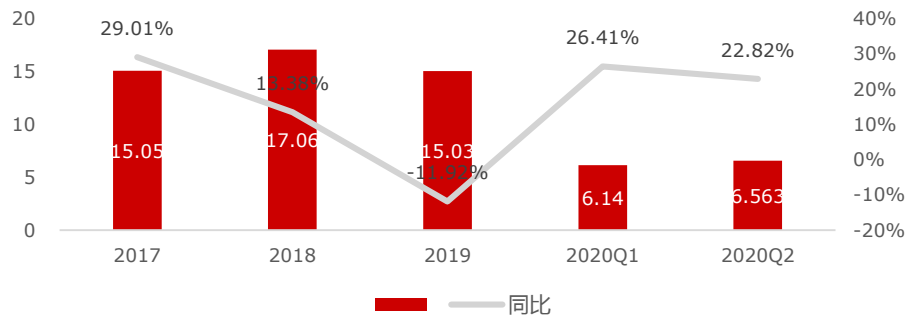
1.3.3 20Q2 归母净利润同比增长 23%。

2019 年游戏业务实现净利润 19 亿元，同比增长 39%。归母净利润同比下滑 12%，主要系影视业务亏损约 3.1 亿元，其中计提存货跌价准备约 3.6 亿元。公司计提天津同心商誉减值准备约 3.5

亿元，并根据股权转让协议相关约定确认业绩补偿，因有业绩补偿及商誉减值损失，商誉减值对公司业绩无重大影响。

2020H1 归母净利润达 12.71 亿，同比增长 24.53%。20Q2 归母净利润为 6.14 亿，同比增长 22.82%。

图 6：公司归母净利润变化情况

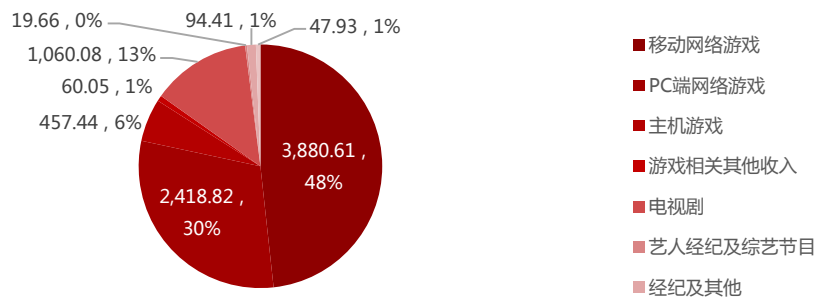


数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.4 主营业务：游戏业务表现强劲，影视去库存回暖

公司收入主要来自于游戏业务及影视业务。2019 年手游占比 48%，端游占比 30%，电视剧占比 13%。2016 年公司通过收购今典院线建立院线业务，2018 年将其剥离。

图 7：2019 年公司主营业务（百万）

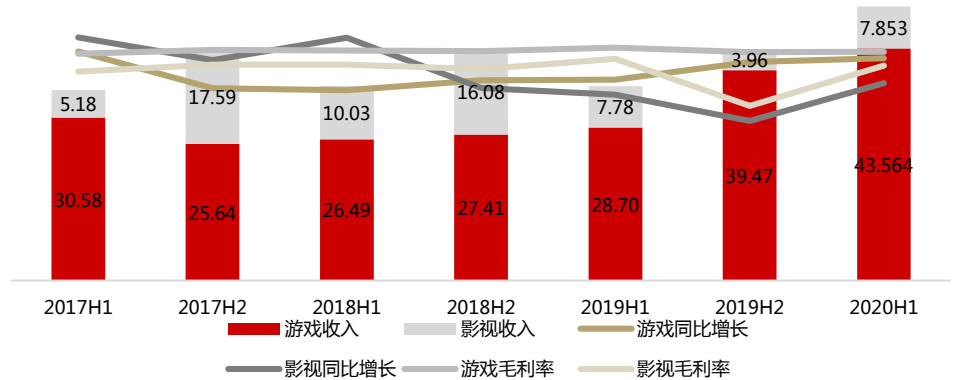


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年，公司游戏业务收入 68.16 亿元，同比上升 21.26%，占公司收入总额的 84.80%。同比增长主要系公司于 2019 年推出的《完美世界手游》《神雕侠侣 2》手游以及《CSGO》等端游表现优异带来。

影视业务收入 11.78 亿元，同比下降 54.90%，占公司收入总额的 14.66%。同比下降主要系市场及行业整体环境等因素影响。

图 8：公司主营构成及变化（亿）

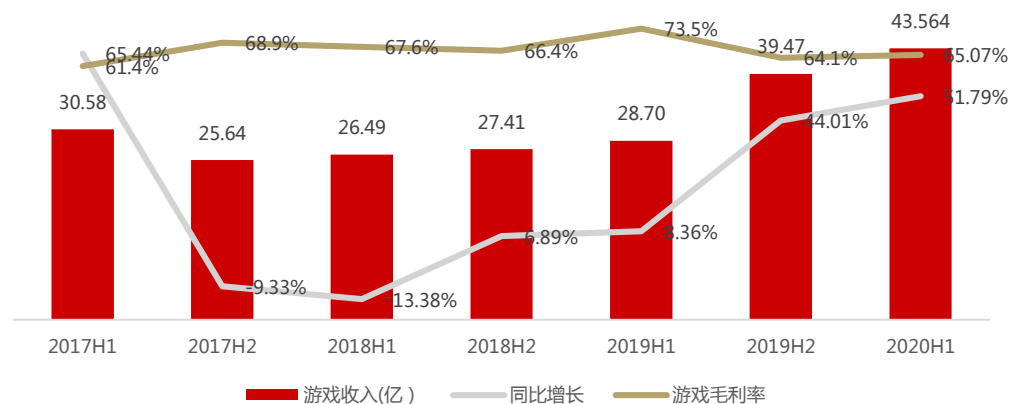


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2、游戏业务：mmorpg 引擎迭代增长强劲，多品类拓张持续试水

2020H1，公司游戏业务收入 43.56 亿元，同比增长 51.79%，主要系《新笑傲江湖》手游以及《CSGO》端游表现优异带来。2020H1 游戏业务毛利率为 65.07%，同比下降 8.4pp，主要系手游自主发行产品占比提升。

图 9：游戏业务收入、毛利率变化情况（亿）

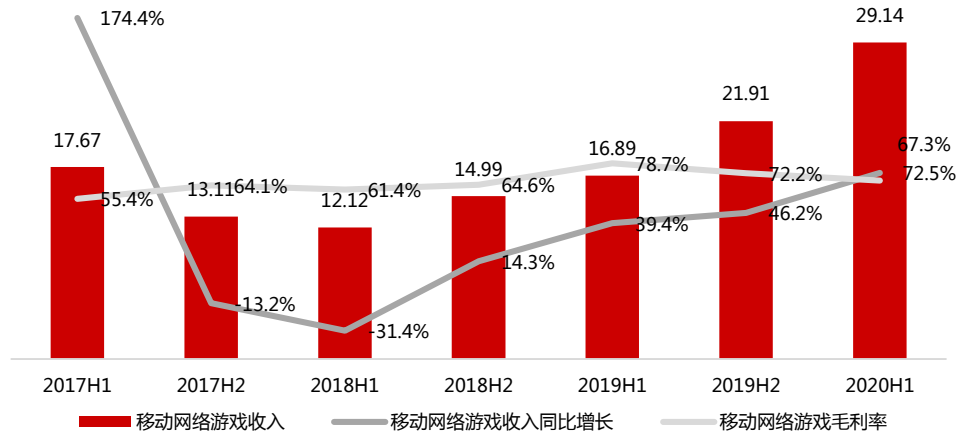


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.1 手游：《新神魔大陆》买量表现出色，《梦幻新诛仙》或再创佳绩

2020H1 年公司手游收入 29.14 亿元，同比增长高达 72.5%，增长主要系《新笑傲江湖》手游新增量。毛利率 67.3%，同比下滑 11.3pp，主要系 2019 年重要产品《完美世界》为腾讯代理发行，采用净额法确认收入，毛利率较高；2020 年重要手游《新笑傲江湖》为自主发行产品，采用总额法确认收入，毛利率较低。

图 10：移动网络游戏收入变化情况（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.1.1 手游行业表现良好，大陆市场 ARPU 持续驱动增长

从手游行业大陆市场数据来看，15 年以后用户数和 ARPU 增长都是由大产品驱动。15 年《梦幻西游》、《大话西游》、16 年《阴阳师》、17 年《王者荣耀》都是带动行业增长的重要产品

2018 年手游行业收入 1340 亿。版号暂停审批，但吃鸡《和平精英》上线，带动用户增速回升 9.2%。但因为无新版号导致无新游戏变现，ARPU 增速跌落至 5.6%。

2019 年手游行业收入 1581 亿。用户增速回落到 3.2% 低增长水平，但由于《和平精英》获得版号开启变现，ARPU 增速回升 10PP，增长 15.2%。

2020 年预期手游行业收入 2158 亿，收入同比增长 36.5%。

用户增速：因为疫情原因，用户在线时长有大幅拉升，Q1 手游用户数已超过 6.5 亿，我们认为手游用户增速会有所提升，我们判断全年用户数同比增长 5%。

ARPU 增速：上半年因为用户在线时长提升，头部产品付费水平高速拉升，Q1 手游行业收入同比增长 47%，ARPU 同比增长 40%；Q2 手游收入同比增长 25.39%。下半年来看，将有《天涯明月刀》、《原神》等数款顶流产品上线，拉升 ARPU 增速，我们判断 ARPU 同比增长 30%。

2021 年预期手游行业收入 2534.2 亿，收入同比增长 17%。

用户增速：或将回落至正常低增长水平，预计同比增长 3%

ARPU 增速：2020 年下半年上线的顶流产品将在 2021 年全年贡献流水，因此 ARPU 或将持续有不错增长，预计同比增 14%

2022 年预期手游行业收入 2920 亿，收入同比增长 15%。如无大产品上线，预计用户及 ARPU 增速接回落至正常水平。

表 2：手游行业收入驱动拆解及预期变化

(亿)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
-----	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

手游收入	274.9	514.6	819.2	1161.2	1339.6	1581.1	2158.2	2534.2	2920.6
	144.60%	87.20%	59.20%	41.70%	15.40%	18.00%	36.5%	17.4%	15.2%
手游用户数	3.58	4.55	5.28	5.54	6.05	6.2	6.51	6.71	6.90
	15.50%	27.10%	16.00%	4.90%	9.20%	3.20%	5.0%	3.0%	2.9%
ARPU	76.8	113.1	155.2	209.6	221.4	255	331.5	377.9	423.3
ARPU 增速	111.80%	47.30%	37.20%	35.10%	5.60%	15.20%	30.0%	14.0%	12.0%
完美世界手游业务			21.6	30.8	27.1	38.8	72.20	99.02	116.03
市占率			2.63%	2.65%	2.02%	2.45%	3.35%	3.91%	3.97%

数据来源：游戏工委，东方证券研究所预测

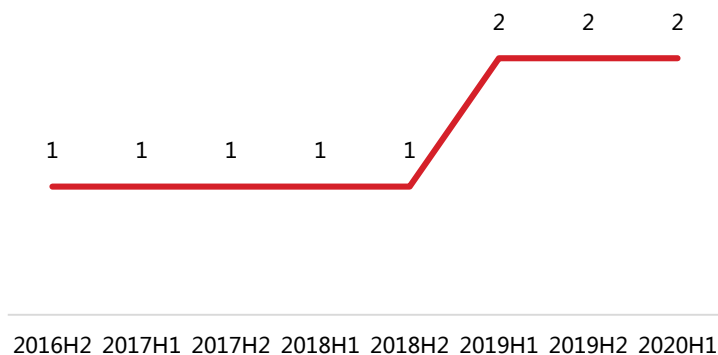
2.1.2 公司基本盘稳固：即时制 MMORPG 手游支撑公司收入持续增长

公司在 MMORPG 手游极具研发优势。旗下《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》等产品贡献主要流水。

目前来看，受消费者对质量要求提高、版号停发的行业政策倒逼游戏精品化、手游引擎技术等多种因素的影响，国内大部分手游公司的增长驱动力已经完成了由数量驱动到质量驱动的转变，旗下长线数量得到提升。如果我们将一波流产品和长线高流水产品进行拆分，不难发现对于游戏公司来说，长线产品才是公司核心支撑力。

我们将长线产品定义为能够在 app store 畅销榜 top50 保持一年以上的产品，公司的长线产品数量也得到了增加，目前公司拥有《新诛仙》和《完美世界手游》两款长线产品。《神雕侠侣 2》和《新笑傲江湖》分别于 2019 年 7 月和 11 月上线，目前在畅销榜排名稳定，《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》自上线以来一直保持在畅销榜非常前列，二者有望成为公司的新长线产品支撑力。

图 11：完美世界旗下 top50 时长大于一年的游戏数量



数据来源：appannie，东方证券研究所

公司 MMORPG 类产品主要由公司第三项目中心、第五项目中心、第七项目中心研发。

1、第三项目中心（俗称三项，核心团队）

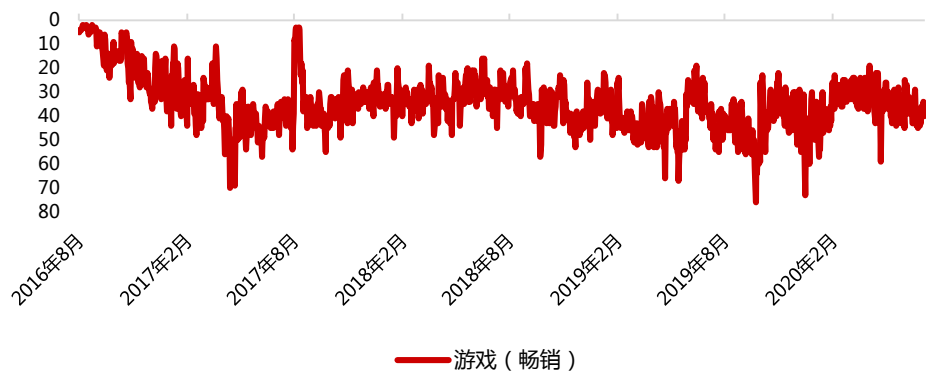
2015 年公司从搜狐畅游引入原《天龙八部》研发团队，并接手《诛仙》手游研发工作。在此之后，这一团队逐渐吸收来自完美内外的人才，至今已有超过 400 位研发人员。旗下已上线 4 款手游，

包括《诛仙》（即时 MMO）、《武林外传》（即时 MMO）、《完美世界》（即时 MMO）、《云梦四时歌》（回合制 MMO），前三款为完美经典端游 IP 改编手游。

过往产品：

- 《新诛仙》手游（即时制 MMO）：近四年来持续为公司贡献稳定流水，游戏于 2016 年 8 月推出，首日即登顶 App Store 免费榜。游戏上线恰逢原 IP 改编的电视剧《青云志》热播，影游联动下游戏上线两周内稳定保持在 App Store 畅销榜前 5 位，当月流水或超过四亿。时至今日将近 4 年时间里，我们判断《新诛仙》仍维持近亿流水。

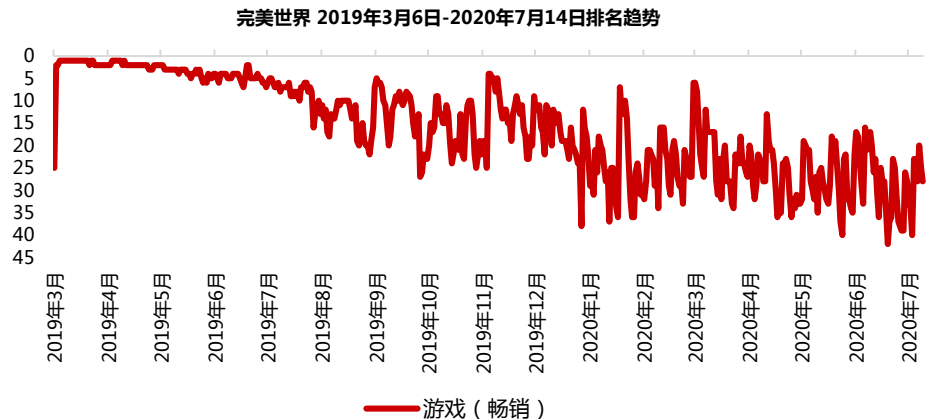
图 12:《新诛仙》畅销榜排位变化情况



数据来源：七麦数据，东方证券研究所（数据截止 2020 年 7 月 14 日）

- 《完美世界》手游（即时制 MMO）：于 2019 年 3 月发布，上线后打破《王者荣耀》神话，曾实现连续 17 天的 App Store 畅销榜榜首，首月月化流水我们判断超过 10 亿元。游戏上线后一年内畅销榜排名基本稳定在前 30 名。时隔一年多，产品预计仍维持过亿流水，支撑力极强。

图 13:《完美世界》畅销榜排位变化情况



数据来源：七麦数据，东方证券研究所（数据截止 2020 年 7 月 14 日）

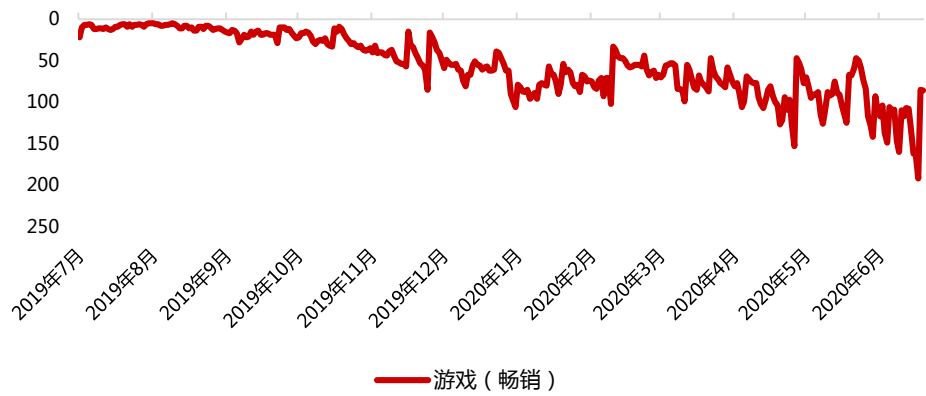
2、第五项目中心

五项于 2016 年组建，内设四大游戏工作室，核心产品依然基于 MMORPG，其他方向还瞄准二次元、国际化、沙盒、开放世界、模拟经营、UE4 等方向。过往产品包括《烈火如歌》（即时制 MMO）、《神雕侠侣 2》（回合制 MMO）、《新神魔大陆》手游（即时制 MMO）等

过往产品：

- **《神雕侠侣 2》手游（回合制 MMO）**：于 2019 年 8 月上线，首月月流水或达 2 亿，上线后进入 top50 时长总计达到 155 天。当前稳定期数据要弱于即时制 MMO 项目。

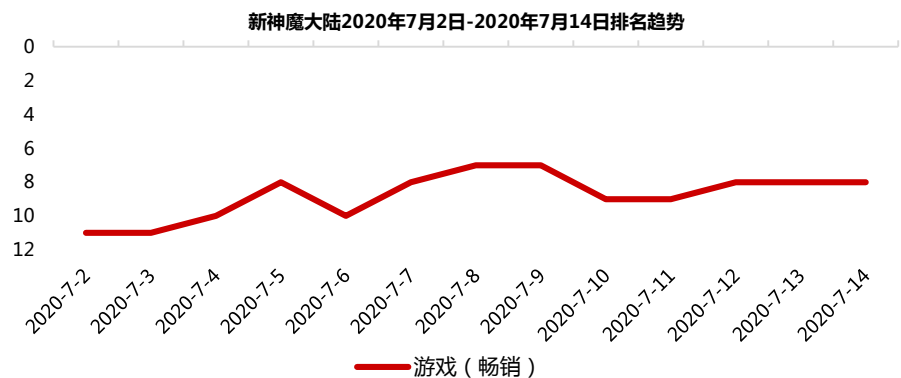
图 14:《神雕侠侣 2》畅销榜排位变化情况



数据来源：七麦数据，东方证券研究所（数据截止 2020 年 7 月 14 日）

- **《新神魔大陆》手游（即时制 MMO）**：于 2020 年 7 月上线，在品效合一的买量策略下，我们估算首月流水超过 4 亿。

图 15:《新神魔大陆》畅销榜排位变化情况



数据来源：七麦数据，东方证券研究所（数据截止 2020 年 7 月 14 日）

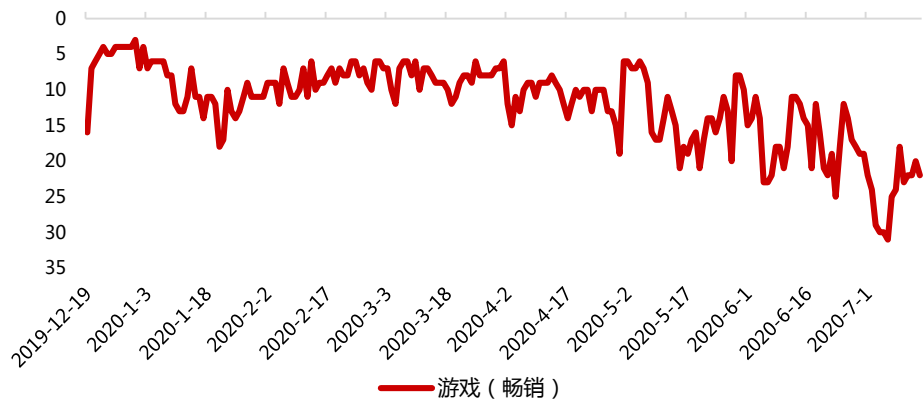
- **获得软星授权，端转手 IP 预计持续发力**：公司与北京软星公司达成合作，仙剑系列 1-6 部正传、1 部前传和 1 部外传的端游 IP 将用于一款仙侠题材回合制 MMO 手游的开发。这一合作也将补足完美古风剑侠端转手 IP。

3、第七项目中心

曾研发《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，当前研发团队已突破 200 人

- 《新笑傲江湖》手游（即时制 MMO）：于 2019 年 12 月底上线，畅销榜位列 top5，至今流水仍然维持较高水平。

图 16:《新笑傲江湖》畅销榜排位变化情况



数据来源：七麦数据，东方证券研究所（数据截止 2020 年 7 月 14 日）

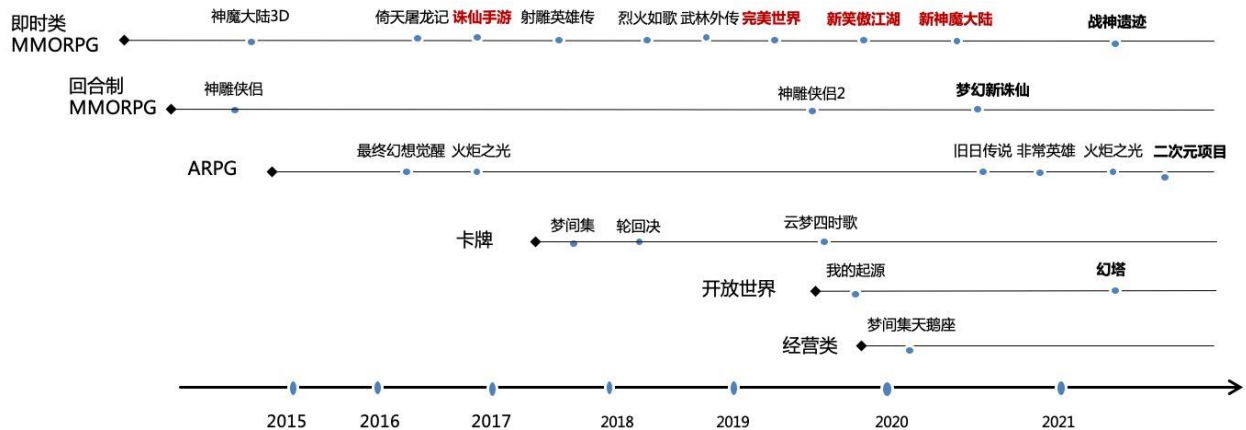
2.1.3 拓玩法发展用户池，《梦幻新诛仙》或成为公司回合制标杆

公司在研发层面持续进行品类和题材拓展：

公司早期产品以即时制 MMORPG 和 ARPG 为主，其中即时制 MMORPG 类数据成为业内标杆。

当前已拓展至回合制 MMO、ARPG、卡牌、模拟类、开放世界类等多方向。

图 17: 完美世界玩法品类拓



数据来源：Appannie, Taptap, 东方证券研究所

回合制项目或成为成功概率最高的拓品类项目：

公司此前就有《神雕侠侣 2》等多款回合制产品，但上述产品长线流水表现都较为普通，远不及《诛仙》、《完美世界》等即时 MMO 项目。

但 2020H2 即将上线的《梦幻新诛仙》经过前期几轮试水，有望成为公司回合制标杆性产品。项目主要由成都天智游工作室研发，已被完美收购，过往产品包括《神武》端游、手游。截止 2020 年 8 月 2 日，《梦幻新诛仙》全平台预约数突破 349 万，taptap 评分高达 8.2。

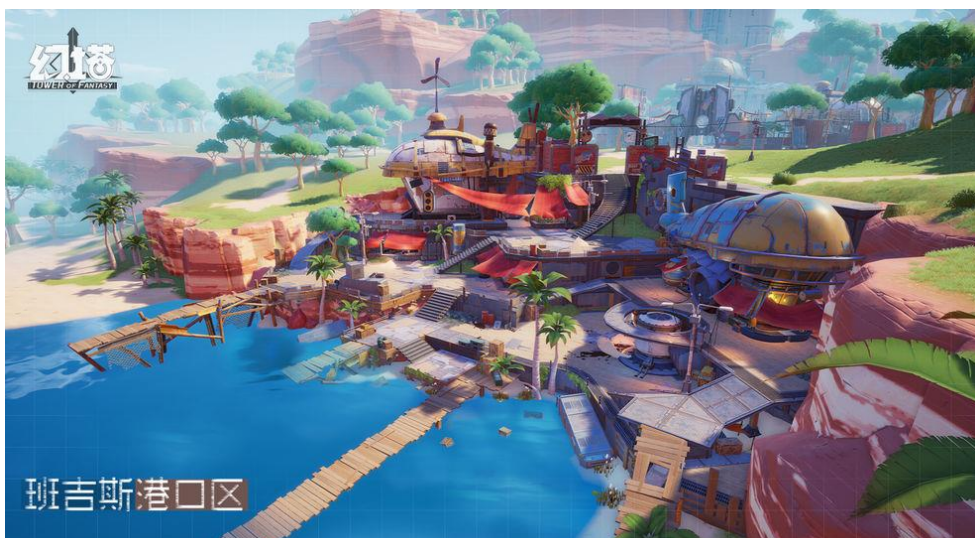
图 18:《梦幻新诛仙》



数据来源：TapTap，东方证券研究所

再战开放世界项目：此前腾讯代理的完美世界研发的开放世界项目《我的起源》表现一般。此次新成立的幻塔工作室收编了蜗牛游戏核心成员，之前项目组成功作品包括《太极熊猫》等。2021 年预计开放世界 UE4 项目《幻塔》手游即将问世。

图 19:《幻塔》

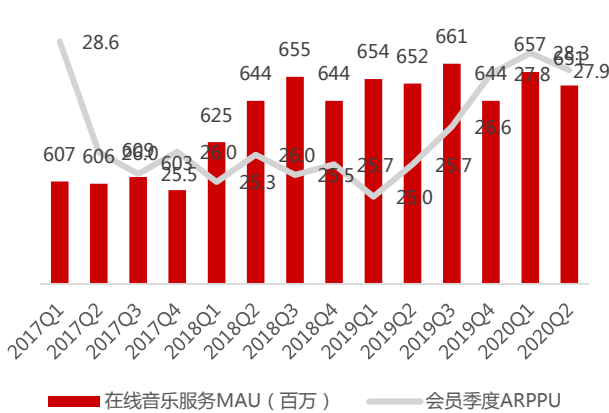


数据来源：Taptap，东方证券研究所

2.1.4 拓题材助力海外发行，《战神遗迹》或成为公司出海标杆

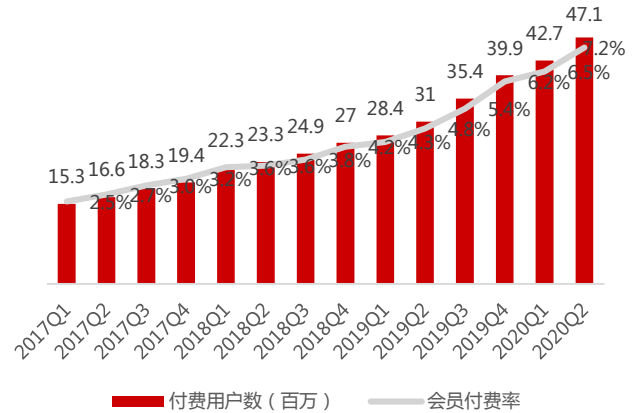
2018年中国厂商产品海外收入增长52%，2019年估计增速48%。按照美国好莱坞电影票房占比远超国内数据来看，去年中国大陆手游行业市场为1581亿，海外市场609亿。对于中国厂商来说海外市场仍有超过1000亿拓展空间。

图 20：中国游戏海外市场下载量（十亿）



数据来源：Appannie, 东方证券研究所

图 21：中国游戏海外收入（亿美金）

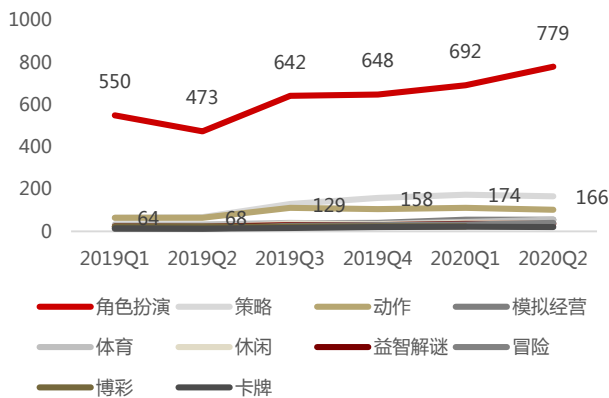


数据来源：Appannie, 东方证券研究所

美国 RPG 当前收入占比较低，未来有极大拓展空间：我们对美国、韩国 RPG 收入占比来看，韩国占比 56.1%、美国占比仅为 13%。

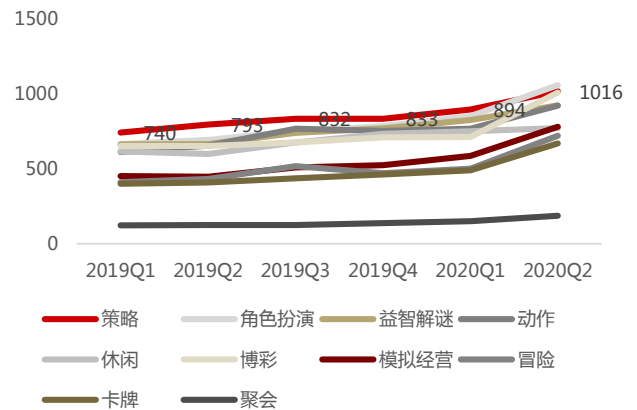
- 需求端：暴雪《魔兽》、Bethesda《上古卷轴》等知名产品，北美玩家并非不爱 RPG 类型。
- 供给端：美国本土产品以计时付费和一次性付费为主的变现模式使得本土大厂对于移动端 RPG 类变现有所顾虑，因此移动端本土化优质产品供给较少。中国 MMORPG 大厂主要为网易、完美世界等，此前题材几乎都围绕古风为主。全球化立项 IP 上线后预期有望拿下美国、日本等核心市场。

图 22：韩国手游市场分类型收入（百万美金）



数据来源：sensortower, 东方证券研究所

图 23：美国手游市场分类型收入（百万美金）

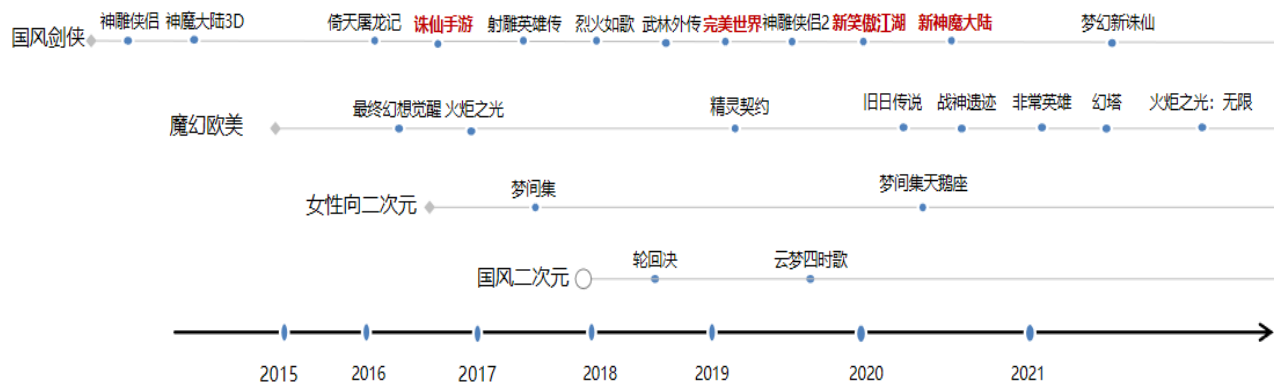


数据来源：sensortower, 东方证券研究所

完美世界此前题材几乎都为武侠类，包括《诛仙》、《武林外传》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等，此类产品在海外发行上受到较大制约。

目前已拓宽至二次元、女性向、魔幻、以及其他全球化 IP 题材。已经上线的包括《云梦四时歌》、《梦间集》、《新神魔大陆》，即将上线的《战神遗迹》、《幻塔》、《一拳超人》、《女神异闻录 5》都是题材拓展的产物。全球化大 IP 与国际化的游戏题材使得完美扭转了先前手游出海的局限性，诸如《幻塔》、《一拳超人》、《女神异闻录 5》等在美国、日本市场具有较大的出海拓展空间。

图 24：完美世界旗下游戏题材划分



数据来源：Appannie, Taptap, 东方证券研究所（数据截止 2020 年 7 月 14 日）

特别是 2020Q3，《战神遗迹》将有机会帮助完美世界在北美等头部市场发力。《战神遗迹》由赤金智娱工作室研发，工作室为游族网络《狂暴之翼》研发团队创立，并获得了完美的投资。此前，《狂暴之翼》就专攻北美市场，曾创下两年流水过 30 亿的记录。预期《战神遗迹》有极大机会帮完美拿下北美的空白。

图 25：《战神遗迹》



数据来源：Taptap, 东方证券研究所

2.1.5 引擎迭代助力产品品质提升

公司手游产品引擎经历了几代变革，从最初的 Era 到 Unity 3D，到 2020H2 开始上线的新游主要以 UE4 引擎为主。

表 3：完美世界公司手游引擎迭代

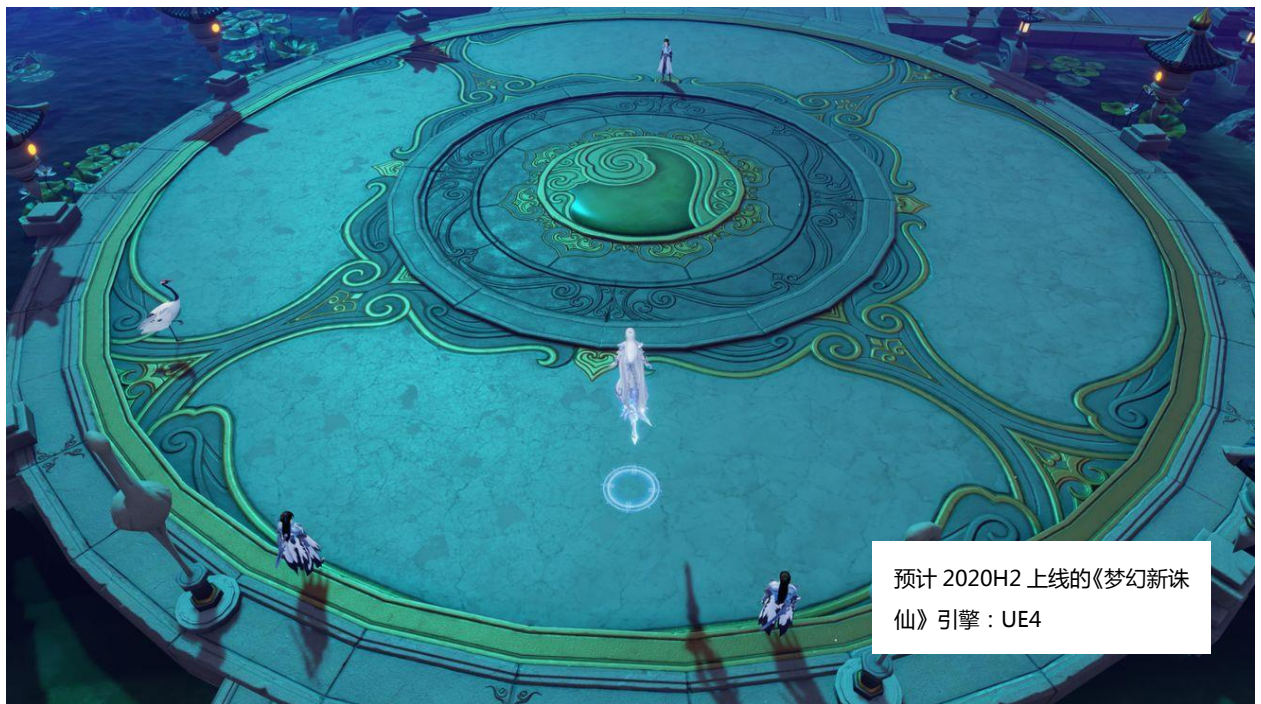
排名	游戏名	手游发行时间	游戏引擎
1	神雕侠侣	2013.8.22	Valhalla
2	倚天屠龙记	2016.6.22	Era
3	诛仙手游	2016.12.5	unity 3D
4	最终幻想：觉醒	2016.12	Unity 3D
5	射雕英雄传手游	2017.6.29	Era
6	轮回决	2018.1.26	Unity 3D
7	完美世界手游	2019.4.18	Unity 3D
8	神雕侠侣 2	2019.8.16	UE4
9	新笑傲江湖	2019.12.19	Unity 3D
10	梦间集天鹅座	2020.1.9	Unity 3D
11	新神魔大陆	2020.7	Unity 3D
12	战神遗迹	2020Q3	UE4
13	梦幻新诛仙	2020Q4	UE4
14	幻塔	2021	UE4
15	火炬之光：无限	2021	UE4

资料来源：Taptap、广电总局、东方证券研究所

引擎的迭代带来显著的游戏品质提升：对比早期完美自研引擎 Era 研发的《倚天屠龙记》，U3D 引擎研发的《诛仙》，再到今年下半年即将上线的 UE4 引擎产品《梦幻新诛仙》，不难发现引擎迭代带来的美术表现力提升十分显著。

图 26：完美世界游戏引擎效果对比





数据来源：Taptap, 东方证券研究所

2.1.6 发行品效合一，开辟买量新格局

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

《新神魔大陆》这款产品于7月2日公测后，在市场上获得极高的关注度的同时，首月流水或达5亿量级，极大地超出公司预期及市场预期。

产品在发行端方面，一改早期以品牌营销为主，而是采用品牌营销和买量效果合二为一的发行策略。《新神魔大陆》买量素材在上线15天内登顶投放素材榜。

图 27：买量素材量排行榜

排名	游戏名称	投放素材数	投放媒体	持续投放天数	排名变化
1	 新神魔大陆 完美世界(北京)网络技术有限公司	8425	  	15天	12 ↑
2	 梦幻西游网页版 广州网易计算机系统有限公司	5088	  	56天	--
3	 爱上海消消 南京网盟软件有限公司	5080	 	176天	2 ↓
4	 三国志幻想大陆 广州城九游信息技术有限公司	4351	  	96天	--
5	 蓝月至尊版 浙江争游网络科技有限公司	3639	  	587天	2 ↓
6	 荒野乱斗 上海游族信息技术有限公司	3166	  	89天	1 ↑

数据来源：dataEye，东方证券研究所

游戏上线前，完美已制定高举高打的宣发战略。产品引入杨幂、陈小春、任华达三位明星及 KOL 实现多圈层发酵。依托于顶级流量明星代言的高品质买量素材和符合传统买量型客户的消费偏好的研发设计，神魔大陆在用户端获得了非常高的认可，这验证了公司在品效合一发行策略上的日趋成熟，为公司开辟了一条完美特色的买量之路。

图 28:《新神魔大陆》TOP5 热点素材

番号	文案标题	创意覆盖百分比
1	对传奇手游感到失望? 这款你真的要试试, 原汁原味!	20.35%
 <p>关键词: 传奇手游 失望 原汁原味</p>		
2	中国区终于上线, 没有付费, 没有VIP, 一切装备可掉落	15.90%
 <p>关键词: 中国区 付费 vip 装备</p>		
3	3000以下的手机勿入, 可能带不动这游戏, 高精建模4K画质!	15.26%
 <p>关键词: 手机 游戏 高精</p>		
4	6种职业可选, 48种角色转职, 开局送时装, 太好玩了!	12.51%
 <p>关键词: 职业 角色 转职 时装</p>		
5	烧脑策略手游! 一款真正带兵打仗的游戏, 征战沙场你说了算!	7.90%
 <p>关键词: 策略 手游 沙场</p>		

数据来源: 游戏客栈, 东方证券研究所

2.1.7 2021 年产品矩阵饱满

长线来看, 公司游戏产品线储备丰富, 涵盖女性向、二次元、RPG 等品类, 公司的《梦幻新诛仙》预计 2020Q4 上线;《战神遗迹》预计 Q4 海外上线, 随后国内上线; 2021 年仍有 UE4 引擎研发的开发世界游戏《幻塔》; 日本 IP 项目《一拳超人》、《女神异闻录 5》; 引入《龙之谷》研发团队出品的 ARPG 项目; 二次元解密类产品等预期将陆续上线。

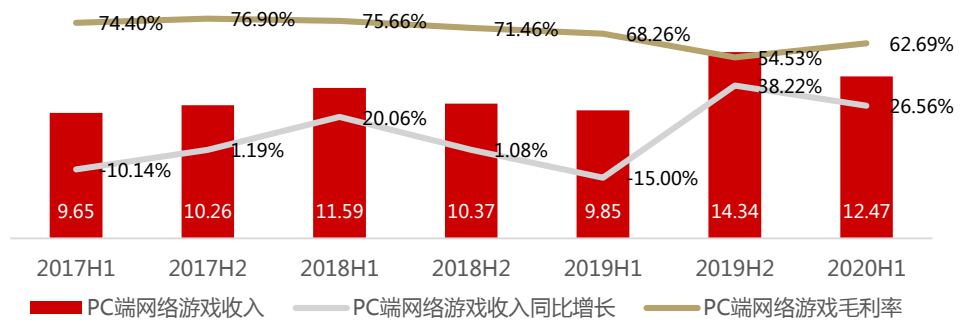
表 4：完美世界移动游戏产品线

游戏名称	类型	Taptap 预约	预计上线时间	版号	IP
火炬之光：无限	冒险、ARPG	269526	2021		同名端游
旧日传说	冒险、角色扮演	114261	2020H2	国新出审[2020]1408 号	
梦幻新诛仙	回合制、角色扮演	74772	2020Q4	国新出审[2020]867 号	同名小说、端游
非常英雄	解谜、ARPG	23906	2020H2		
战神遗迹	魔幻、ARPG	22717	2020Q3 海外	国新出审[2020]720 号	
梦间集 2	女性向、模拟经营	98570	2021		同名手游
幻塔	ARPG	299692	2021		
一拳超人	二次元		2021		同名漫画
ARPG 产品	ARPG		2021		
二次元解谜冒险类产品	解密冒险		2021		
女神异闻录 5	冒险、角色扮演		2021		同名主机游戏、动漫
Magic Legends	魔幻、ARPG		2021		基于端游世界观
Lowpoly 风格手游	卡牌		2021		

资料来源：Taptap、广电总局、东方证券研究所

2.2 端游：2021 年新端游将陆续上线

2020H1 年公司端游收入 12.47 亿元，同比增长 26.56%，增长主要系《CS:GO》等端游带来增量。毛利率 62.7%，同比下滑 5.6pp，主要因《CS:GO》为代理产品，毛利率较低。

图 29：PC 端网络游戏收入变化情况（亿）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.1 《诛仙》《完美世界》等经典端游运营稳定

第一工作室以端游和主机项目为主，负责老端游维护和新项目开发。完美端游时代的研发人才已经广泛分布于公司各个团队，部分团队如祖龙工作室已经独立。虽然老产品并非完全由一项开发，但当前一项负责了下述产品的更新维护，而且也是国内少数还在坚持研发端游的团队。

- 擅长：MMORPG
- 过往产品：

端游：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

《诛仙》和《完美世界》是公司于 2007 年和 2006 年上线的端游，目前均运营超过十年，积累了大量人气和稳定用户。截止 2018 年，《完美世界》端游为公司带来或超过 200 亿的流水，《诛仙》端游流水累计或超过 100 亿元。

此外，公司还拥有数款运营超过 5 年的游戏。端游的生命周期长、盈利空间广。未来公司的经典端游产品能够持续贡献稳定收入。

表 5：完美世界在运营超过 5 年的端游列表

游戏名称	上线时间	运行年份
《完美世界》	2006	14
《诛仙》	2007	13
《武林外传》	2007	13
《赤壁》	2008	12
《热舞派对》	2008	12
《口袋西游》	2008	12
《神鬼传奇》	2009	11
《神鬼世界》	2010	10
《神魔大陆》	2011	9
《神雕侠侣》	2012	8
《笑傲江湖 OL》	2013	7

资料来源：公司公告，东方证券研究所

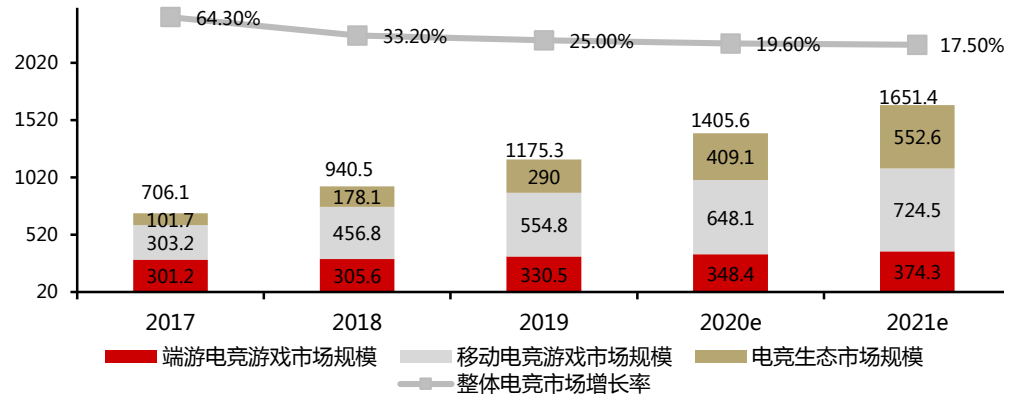
● **在研项目：**

《新诛仙世界》：UE4 引擎打造的国风 MMORPG 端游，预期于 2021 年上线。

《完美世界》：Unity 3D 引擎打造的全新动作向 MMORPG 端游+主机产品，研发预算或达 2 亿，预期于 2021 年上线。

2.2.2 通过《Dota2》《CS:GO》入局电竞圈

公司拥有经典游戏《DOTA2》及《CS:GO》在中国地区代理权。《DOTA2》和《CS:GO》是世界性的经典游戏，在中国玩家间拥有极高的人气，两款游戏也拥有官方的电竞联赛。电竞行业作为近年急速发展的产业之一，行业规模逐年增加，拥有广阔的发展前景。

图 30：2016-2020 年中国电竞市场整体规模（亿）


数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

公司以《DOTA2》和《CS:GO》为切入点，成功切入电竞市场。2019 年公司协助举办的 DOTA2 国际邀请赛在上海完美收官。2018 年以来公司还与游戏官方合作在北京、上海等 29 个城市举办了多项《DOTA2》《CS:GO》电竞赛事，提前布局电竞领域，在未来赢得发展的先机。

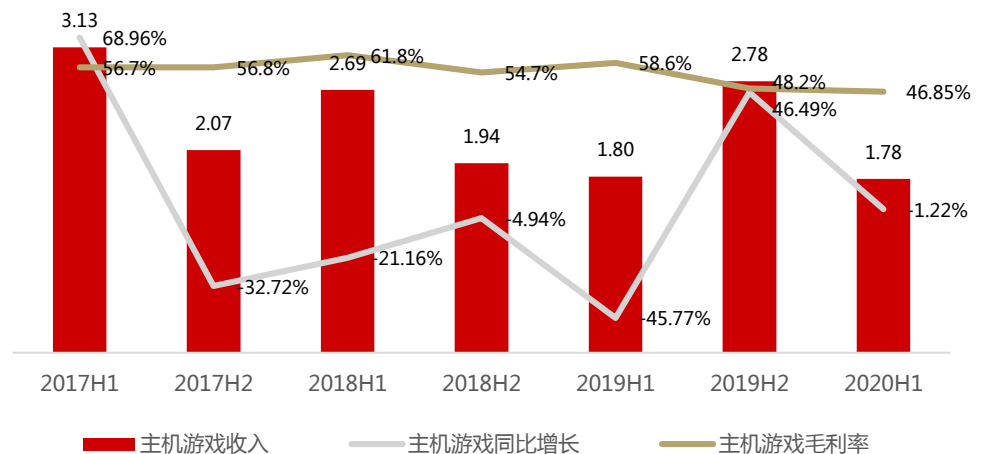
表 6：完美世界举办/协办的电竞赛事

比赛名称	比赛项目	举办时间
完美世界城市挑战赛	DOTA2、CS:GO	2018、2019
完美世界全国高校联赛	DOTA2、CS:GO	2018、2019
第九届 DOTA2 国际邀请赛	DOTA2	2019

资料来源：公司官网、东方证券研究所

2.3 主机：踏入蓝海，拓宽发展新领域

2019 年公司主机游戏收入 4.58 亿元，同比下降 1.10%。毛利率 46.9%，环比下滑 11.8pp，主要系代理产品占比增加所致。

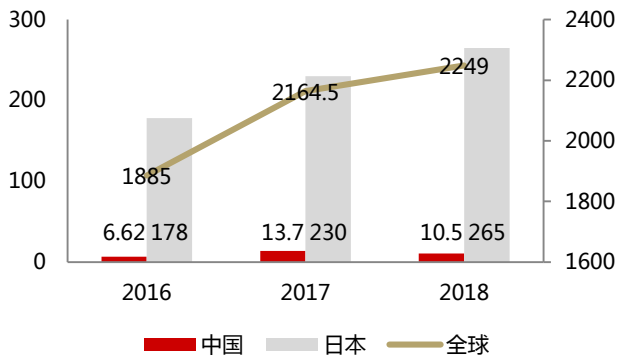
图 31：主机游戏收入变化情况（亿）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

主机游戏（Console Game）通常指使用电视屏幕为显示器，在电视上执行家用主机的游戏，是除端游、手游外的另一种游戏形式。相比端游和手游，主机游戏因有更加强大的设备支撑从而可以表现出更加优秀的游戏性和剧情演出，提升玩家的沉浸感与购买意愿。

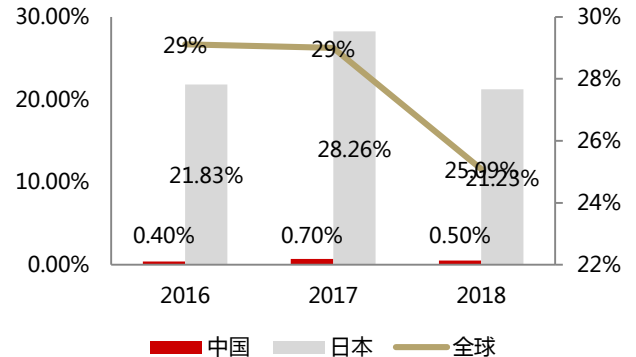
但由于早期的游戏设备价格较高，市场管理不佳使得盗版频出和官方主机禁令的阻碍，主机游戏在中国仍然是一片未经开发的蓝海。

图 32：中、日、全球主机市场规模（亿元）



数据来源：Newzoo, CNG, 东方证券研究所

图 33：中、日、全球主机市场占游戏市场比例



数据来源：Newzoo, CNG, 东方证券研究所

但在消费者购买力不断提高，长达 13 年的游戏机禁令于 2014 年被取消后，主机游戏产业也迎来了复苏。同时，在游戏行业由“渠道第一”向“内容第一”的转变中，主机游戏更能得到经济实力较强的那一批玩家的青睐，拓展出新的增长点。

公司紧跟行业风向，提前布局主机游戏领域，先后推出《无冬之夜》、《火炬之光》、《星际迷航》等多款主机游戏。2016 年公司发行的 VR 主机游戏《深海迷航》，目前已经在全球发售了 200 多万份。2019 年公司推出的主机游戏《DON’ T EVEN THINK》上线首月即登顶 PlayStation 美服 F2P 游戏下载榜单，注册玩家数突破六十余万，并在 PlayStation Store 获得官方推荐位，展现了公司在主机研发方面同样强大的实力。

公司在持续研发主机游戏的同时也注重加强和传统主机大厂的合作，和索尼联合推出主机游戏《FARSLIDE》，《无冬之夜》《迷城之光》等主机游戏产品也登上了索尼的 PS4。公司仍有一批精品主机游戏正在研发当中，未来有望借助各大平台为公司带来营收增长。

表 7：完美主机游戏产品线

游戏名称	平台	预计上线日期
完美世界	主机	2021
Torchlight III	主机	2020H2
Magic Legends（曾用名 Magic The Gathering）	主机	2020H2

资料来源：公司官网、东方证券研究所

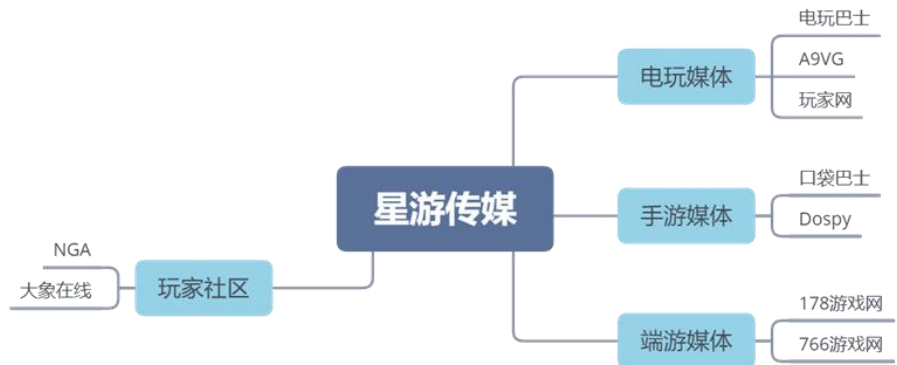
2.4 平台：借助平台优势，增强发行能力

2.4.1 整合媒体平台，拓宽宣发渠道

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

在网络普及率的提高和时间碎片化趋势的影响下，游戏媒体逐渐成为厂商发力的重点。游戏媒体的助力更够让一款游戏的宣发实现事半功倍的效果，公司一直围绕游戏开展产业链全方位布局，从2012年开始先后将知名游戏网站电玩巴士、知名游戏论坛 NGA、知名游戏信息平台 178 游戏网等平台纳入完美世界媒体中并成立游戏媒体与玩家集团“星游传媒”。

图 34：公司旗下媒体平台



数据来源：公司官网，东方证券研究所

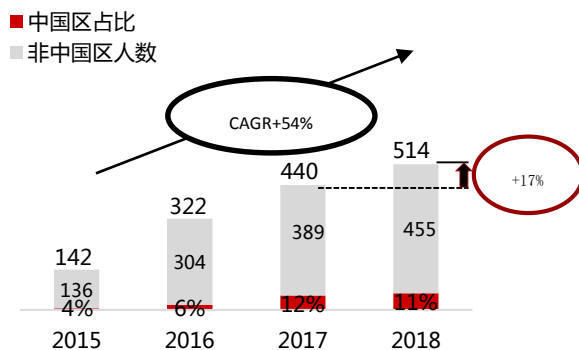
未来知名网站有望在公司的宣发过程中扮演重要作用，为新品的引流和造势提供持续帮助。

2.4.2 携手 Valve 上线中国区 Steam，紧握平台发行主动权

2019 年，公司与美国 Valve 公司开启“蒸汽平台”项目合作。蒸汽平台即国外的 Steam 平台，是目前全球最大的综合性数字发行平台之一。玩家可以在该平台购买、下载、讨论、上传和分享游戏和软件。

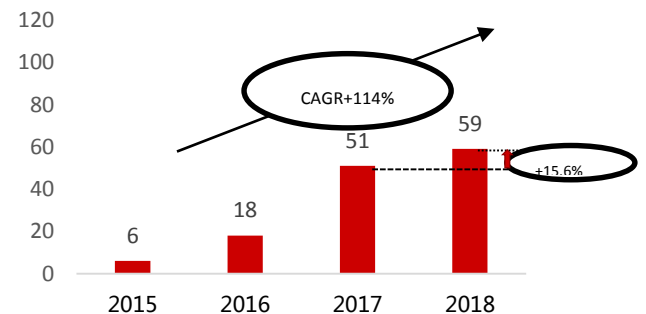
凭借 H1Z1、《绝地求生》《GTA5》等精品游戏的推动，Steam 从一个曾经小众的“舶来品”，慢慢成为国内不可忽视的分发平台。国产游戏《中国式家长》和《太吾绘卷》的成功让更多玩家对平台产生了关注并开始使用，2018 年来自中国区的玩家已成为平台上最活跃的用户，超过美国和俄罗斯。

图 35：2015-2018 年全球 Steam 注册用户数（百万）



数据来源：腾讯《2018 年游戏行业外部市场观察报告》，东方证券研究所

图 36：2015-2018 年中国 Steam 注册用户数（百万）



数据来源：腾讯《2018 年游戏行业外部市场观察报告》，东方证券研究所

国外游戏平台想要进入中国需要经过复杂的程序，近年中国厂商又有出海的需求，在这样的背景下“蒸汽平台”项目适逢其时。公司不仅能够通过合作协助发行自己的游戏和得到分成收益，还能够加强在发行过程中的地位，与国内优质游戏开发商开展保持紧密的合作关系，进一步增强公司实力。

2.5 研发：实力强劲，全球研发体系完整

当前，在人口红利逐渐消失的大背景下，手游玩家的增长率逐渐降低。行业也已经从产品同质化严重、圈钱“换皮”游戏层出不穷的阶段过渡到以高质量游戏内容为核心的新时代。在新的发展阶段，一款游戏能否成功，开发者团队的研究能力就显得至关重要。

公司一向以研发能力见长，基于诛仙和完美世界两大 IP 开发的爆款游戏都是自研自发的产品。这样的成就与公司严密完善的开发团队结构有密切的关系，公司目前拥有几大项目组，其负责人都参与制作过至少一款知名游戏，为研发产品质量提供可靠保证。

表 8：完美世界旗下研发团队

团队所在地	团队名称	过往产品	擅长类型	新作
北京	第一项目中心	完美世界、武林外传、诛仙、完美世界国际版、赤壁、梦幻诛仙、神魔大陆、笑傲江湖（端游）	完美MMORPG（端游）	新诛仙世界（端游）、完美世界主机版（主机游戏）
	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	MMORPG	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	MMORPG、回合制	仙剑奇侠传、SLG 手游
	第七项目中心	PC 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	MMORPG	
	逍遥工作室	热舞派对（端游）、圣斗士星矢（端游）、Touch、圣斗士星矢：集结、火炬之光手游、最终幻想：觉醒、精灵契约、我的起源	MMORPG、音游	
	梦间集工作室	梦间集、梦间集天鹅座	女性向	梦间集 2
	黑马工作室		射击（主机游戏）	Don't Even Think
	孵化中心			奈奥格之影
	赤金智娱	狂暴之翼	ARPG	战神遗迹
	T3 工作室	射雕英雄传 ZERO（端游）、射雕英雄传 3D 手游、轮回诀	动作、二次元	一拳超人
上海	乘风工作室	龙之谷手游	ARPG	日漫二次元风格 ARPG 手游
成都	天智游工作室		回合制	梦幻新诛仙
苏州	幻塔工作室	太极熊猫、天堂 2：血盟	ARPG、开放世界	幻塔
深圳	惊奇互娱		竞技	两款竞技手游
美国	Cryptic 工作室	Champions Online（冠军 OL）、Star Trek Online（星际迷航 OL）、Neverwinter（无冬 OL）	MMORPG（端游+主机游戏）	Magic:Legends（万智牌：传奇，端游+主机游戏）

	Unknown Worlds Natural Selection2 (物竞天择 2)	沙盒 (端游+主机游)	Subnautica:Below Zero (深海迷航: 零度之下, 端游+主机游戏)
	Echtra 工作室	Subnautica (深海迷航) 戏)	ARPG (端游) Torchlight III (火炬之光 3, 端游+主机游戏)
法国	Magic Design 工作室	非常英雄 横版动作 (端游+主机游戏)	非常英雄 手游、非常英雄 2 (端游+主机游戏)

资料来源：完美世界后花园，东方证券研究所

除国内外，完美世界还通过自行建立子公司和收购工作室的方式在全球多个国家或地区建立了本土化的游戏研发工作室，实现了完整的全球研发体系。依托本土化的研发团队，公司有能力和能力开发精准针对国外玩家偏好的游戏。2012 年公司旗下日本全资子公司 C&C Media Co., Ltd. 在日本推出了 2D 动作 MMORPG《Dark Blood》。相比于对现有的游戏在出口过程中进行本地化处理，直接开发适合国外玩家的游戏更能帮助公司吸引用户、创造价值。

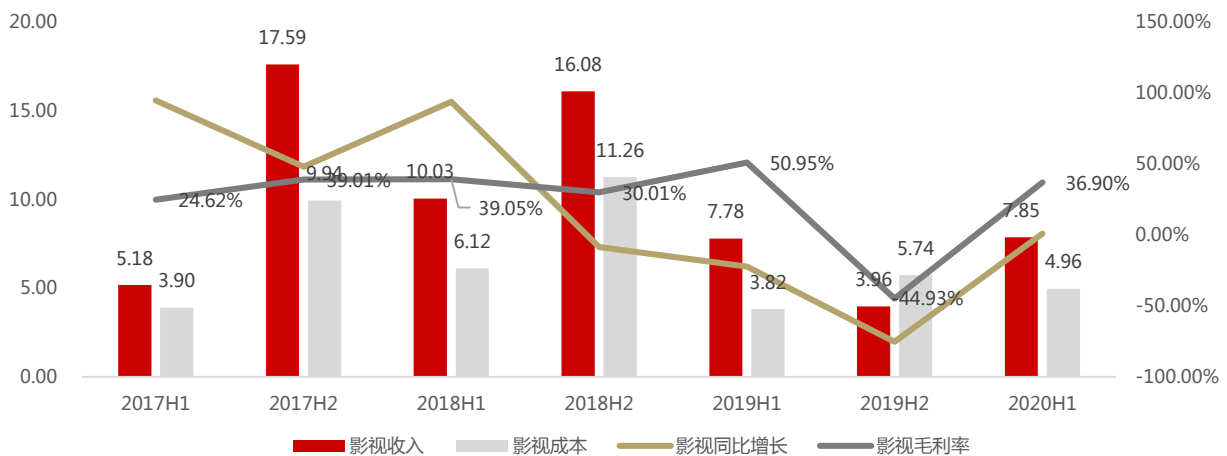
出色的研发能力让完美世界也能很好地领跑未来的云游戏时代。今年 7 月发行的《新神魔大陆》完整实现了云游戏免下载、高画质、跨终端、自适应的特征，为国内云游戏制作与发行积累了宝贵的经验；新款原生云游戏《诛仙 2》也预计将在 21 年正式上线。

3、影视业务：片源储备丰富，去库存、慎开机成为主题

完美世界影视创立于 2008 年 8 月，主要涵盖影视项目的开发、制作、发行和销售；综艺栏目；娱乐营销；艺人经纪；演出活动管理；衍生经济业务等板块。在中国文化产业快速增长的大环境和国家政策的扶持下，完美世界影视一路高歌，出品了多部优质的影视作品，也在 2018 年荣获中国文娱金数据年度电视剧制作公司第一名。

- 2019 年完美世界影视业务的营业收入为 11.78 亿元，占总营业收入的 14.66%，毛利率为 18.73%左右。
- 2020H1 完美世界影视业务的营业收入为 7.85 亿元，毛利率为 36.90%。

图 37：完美世界影视营业收入情况（亿）

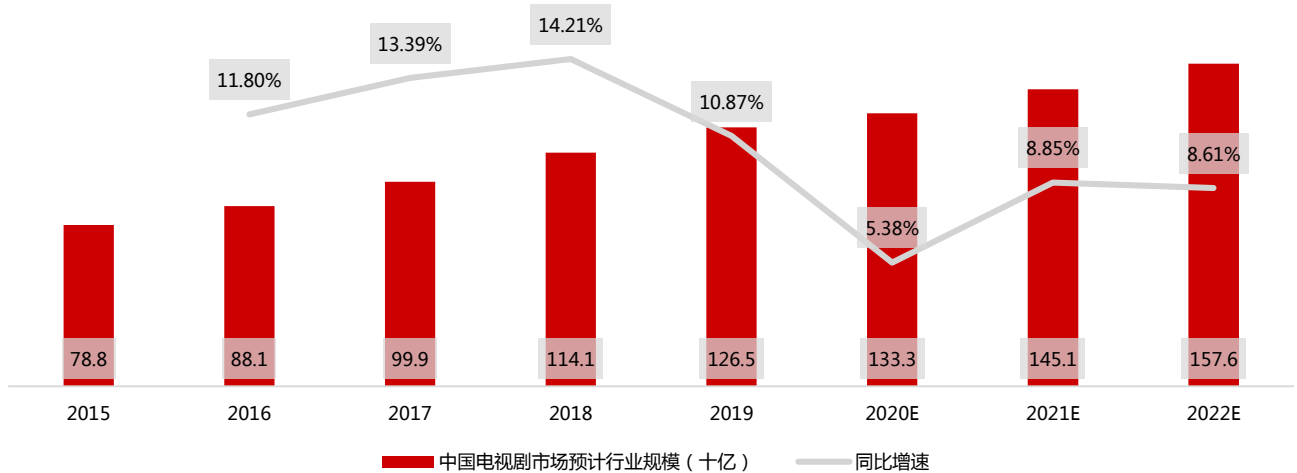


数据来源：公司公告，东方证券研究所

影视行业发展进入平稳期

中国电视剧市场在 2015-2018 年经历了快速发展，市场规模不断增加。但受“阴阳合同”事件和广电总局限古令的影响，2019 年电视剧市场规模增速放缓，2020 年受疫情影响，剧组无法准时复工，预计市场规模增速会进一步下降。目前来看，中国电视剧市场已经结束了高速发展的时期，向稳定增长转变。

图 38：中国电视剧市场预计行业规模（十亿）



数据来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

政策导向对电视剧题材的影响更加明显

2020 年是脱贫攻坚的决胜之年，广电总局发布通知，要求加大脱贫攻坚题材电视剧的排播力度。受此影响，今年制作并播出的电视剧有相当一部分都聚焦扶贫的主旋律，脱贫攻坚题材电视剧共有 20 余部，数量较前几年的主旋律题材电视剧有所增加。

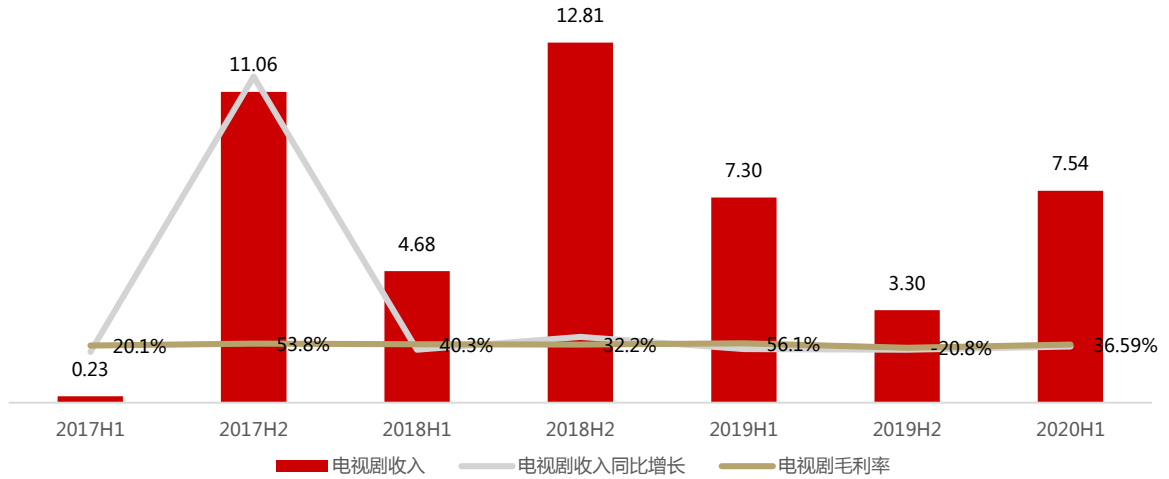
2021 年是中国共产党建党 100 周年，我们可以预计以建党为题材的主旋律电视剧数量只会增加，不会减少，政策导向对电视剧题材的影响将会更为明显。

3.1 电视剧：口碑热度双丰收

3.1.1 多部影视播出收入确认，助力影视剧存货结转清库存

今年上半年 8 部影视剧获得了收入确认，一季度确认的《冰糖炖雪梨》和《暴风眼》是两个在今年体量较大的电视剧，为一季度的业绩量级做出了较大的贡献。二季度确认了 6 部新影视剧，包括《月上重火》、《怪你过分美丽》、《全世界最好的你》、《最美的乡村》、《燃烧》以及《三叉戟》，Q3 已确认收入网剧《天舞纪》、网络大电影《倩女幽魂人间情》以及《霍元甲》。随着收入的逐步确认，有助于推动影视剧的存货结转、清库存的开展。

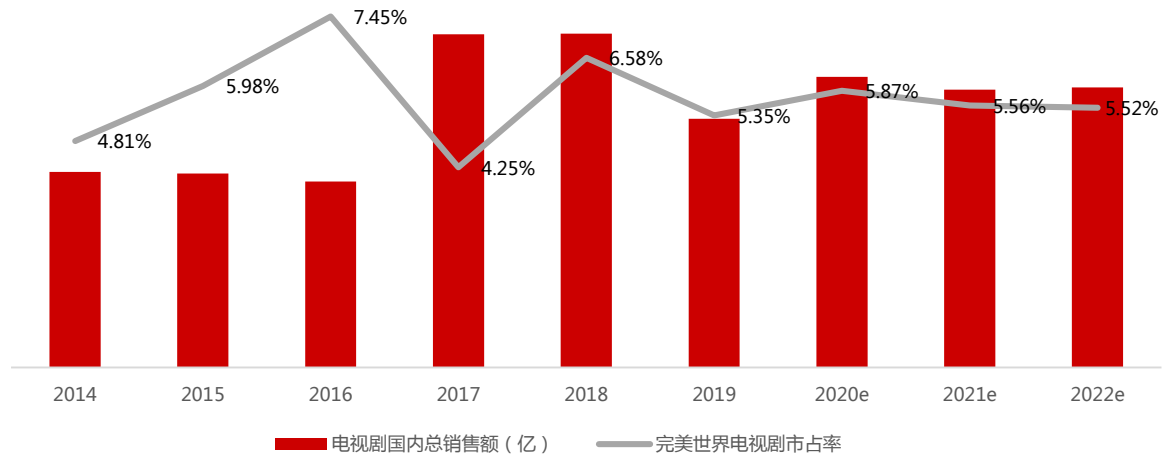
图 39: 完美世界电视剧收入情况 (亿)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

整体来看, 我们预计完美世界 2019~2022 年电视剧市占率保持稳定。

图 40: 完美世界电视剧行业市占率



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

1、《香蜜沉沉烬如霜》成为近十年口碑最好的古装神话剧

公司 2018 年出品的古装神话偶像剧《香蜜沉沉烬如霜》由杨紫和邓伦主演, 电视剧改编自同名言情小说, 拥有广泛的书粉基础。凭借精良的制作和演员的纯熟演技, 电视剧开播后收视率一路走高, 单日最高收视率达到 1.503, 电视平均收视率在 2018 年上星的电视剧中排名第九, 网络端总播放量 49.5 亿, 在 2018 年网播剧中排名第 2, 成功实现网播量和收视的双高。

表 9：2018 年电视剧平均收视率 top30

排名	剧名	收视率	排名	剧名	收视率	排名	剧名	收视率
1	恋爱先生	1.56	11	幸福一家人	1.27	21	猎豺狼	1.07
2	娘道	1.54	12	美好生活	1.27	22	面具	1.21
3	岁岁年年柿林红	1.45	13	大江大河	1.24	23	好久不见	1.062
4	换了人间	1.45	14	初心	1.22	24	我的青春遇见你	1.043
5	正阳门下小女人	1.41	15	谈判官	1.19	25	一千零一夜	1.018
6	最美的青春	1.39	16	初婚	1.18	26	归去来	0.984
7	楼外楼	1.35	17	猎毒人	1.13	27	利刃出击	0.981
8	娘亲舅大	1.33	18	红蔷薇	1.1	28	爱国者	0.959
9	香蜜沉沉烬如霜	1.30	19	开封府	1.09	29	破冰者	0.955
10	我的继父是偶像	1.30	20	老男孩	1.081	30	和平饭店	0.944

数据来源：中国电视剧产业发展报告，东方证券研究所

而难能可贵的是，《香蜜沉沉烬如霜》还完成了收视率和口碑的双赢，截止 2020 年 6 月，电视剧在权威社区豆瓣上的观众评分高达 7.7 分，是继 2009 年的古装神话剧《仙剑奇侠传 3》后同类型电视取得的最好成绩。

图 41：《香蜜沉沉烬如霜》豆瓣评分

香蜜沉沉烬如霜 (2018)



导演: 朱锐斌 / 李秉光 / 澄丰
 编剧: 马佳 / 张鸷盎 / 刘格林 / 徐子善 / 陈璐莎
 主演: 杨紫 / 邓伦 / 陈钰琪 / 罗云熙 / 王一菲 / 更多...
 类型: 爱情 / 奇幻 / 古装
 制片国家/地区: 中国大陆
 语言: 汉语普通话
 首播: 2018-08-02(中国大陆)
 集数: 63
 单集片长: 45分钟
 又名: Ashes of Love
 IMDb链接: tt8976346

豆瓣评分



数据来源：豆瓣电影，东方证券研究所

2、《烈火如歌》抬升古装偶像类型新高度

公司 2018 年出品的《烈火如歌》是古装偶像题材电视剧，改编自知名言情作者明晓溪的同名小说，并由知名演员迪丽热巴和周渝民主演，同样取得了优秀的的成绩。剧集采取优酷独家播放的形式，播出期间#烈火如歌#主话题获得微博阅读 3.5 亿，讨论 37.1 万。

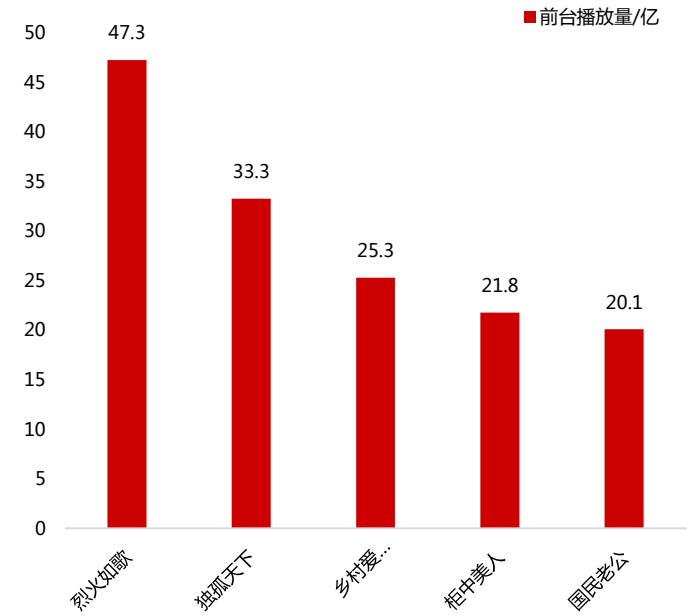
《烈火如歌》无论是和同期同题材网剧相比还是和其他题材网剧相比，在播放量上都有相当大的优势，成为同期古装网剧和网剧播放量的双料第一，凸显公司在制作上的强大实力。

图 42：2018 年第一季度古装题材网剧播放量 TOP15

序号名	播放平台	上线时间	播放量/亿	
1	烈火如歌	优酷	2018.3.1	47.1
2	独孤天下	腾讯视频	2018.2.21	33.3
3	柜中美人	优酷	2018.2.8	21.8
4	寻秦记	优酷	2018.1.28	16.4
5	蜀山战纪 2 踏火行歌	爱奇艺	2018.1.30	11.9
6	新笑傲江湖	优酷、腾讯视频	2018.2.26	5.8
7	飘香剑雨	爱奇艺	2018.2.8	4
8	花落宫廷错流年	腾讯视频	2018.1.10	3.6
9	三国机密之潜龙在渊	腾讯视频	2018.3.27	3.3
10	半妖皇帝	爱奇艺	2018.2.23	1.2
11	龙凤店传奇第三季	爱奇艺	2018.1.1	1
12	小戏骨八仙过海	腾讯视频	2018.1.29	0.9
13	十里桃花后传	爱奇艺	2018.1.19	0.8
14	韦贵妃传奇	爱奇艺	2018.1.26	0.3
15	部门客栈第一季	爱奇艺、搜狐视频	2018.1.15	0.17
16	部门客栈第二季	爱奇艺	2018.3.2	0.016

数据来源：骨朵数据，东方证券研究所

图 43：2018 年第一季度网剧播放量 TOP5



数据来源：腾讯骨朵数据，东方证券研究所

3、《冰糖炖雪梨》口碑热度双丰收

除古装偶像剧之外，公司制作现代题材电视剧的实力也不容小觑。2020 年第一季度开播的《冰糖炖雪梨》由《香蜜沉沉烬如霜》的原班制作团队——完美世界影视刘宁工作室操刀，同样获得了口碑和收视率的双丰收。微博主话题#电视剧冰糖炖雪梨#阅读近 38 亿，讨论量 243 万+，荣登电视剧话题榜的榜首。同时，和该剧相关的 59+ 微博话题词频频登上热搜。在电视剧开播的同时，其中的重点情节被网友们多次提起，热切讨论，电视剧热度高居不下。

除了电视剧播出的高热度外，《冰糖炖雪梨》本身也收获了较好的口碑，剧集播出时在豆瓣电影上的评分高达 7.6，高于同期播出的《安家》《完美关系》《我在北京等你》，剧集播出完成后在豆瓣电影上的评分也稳定在 7.1，表现出色。

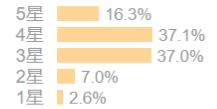
图 44:《香蜜沉沉烬如霜》豆瓣评分

冰糖炖雪梨 (2020)



导演: 朱锐斌
 编剧: 马佳
 主演: 吴倩 / 张新成 / 周历杰 / 陈楚月 / 曹博 / 更多...
 类型: 剧情 / 爱情 / 运动
 制片国家/地区: 中国大陆
 语言: 汉语普通话
 首播: 2020-03-19(中国大陆)
 集数: 40
 单集片长: 45分钟
 又名: Skate Into Love
 IMDb链接: tt11991508

豆瓣评分

7.1 ★★★★★
 108114人评价


数据来源: 豆瓣电影, 东方证券研究所

除了偶像剧外, 公司也创作了许多涵盖各个年龄段观众的需求的作品, 在符合了群众审美口味的同时, 也积极响应国家号召, 创作了多部正能量, 有希望的主旋律作品。其中《老酒馆》、《光荣时代》、《山月不知心底事》、《河山》、《新一年又一年》、《高大霞的火红年代》入选“庆祝新中国成立 70 周年国家广播电视总局优秀剧目展播”名单, 《最美的乡村》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。

3.1.2 强大团队丰富储备推动公司前行

1、强大制作团队保证精品成果。

公司旗下拥有六大实力制作团队及赵宝刚、滕华涛等著名导演、编剧、制片人, 展现了其突出的人才资源和制作能力。与这些工作室的协议也凸显了公司未来产品的质量保证和爆款可能。

表 10: 公司旗下六大制作团队

工作室	代表人物	代表作品
北京鑫宝源影视投资有限公司	赵宝刚	《婚姻保卫战》《男人帮》《北京青年》《老有所依》《青年医生》《深海利剑》《青春斗》
北京华美时空文化传播有限公司	滕华涛	《浮沉》《蜗居》《二胎时代》《你好, 乔安》《裸婚时代》
北京完美蓬瑞影视文化有限公司	刘江	《媳妇的美好时代》《黎明之前》《咱们结婚吧》《咱们相爱吧》
北京完美建信影视文化有限公司	郭靖宇	《红娘子》《火蓝刀锋》《打狗棍》《勇敢的心》《射雕英雄传》(2017)、《娘道》
江河工作室	何静、吴玉江	《麻辣女兵》《麻辣女王》《神犬奇兵》《神犬小七第一季》《麻辣变形计第一季》《神犬小七第二季》
北京青春你好文化传媒有限公司	梁振华	《暴风眼》《澳门人家》《三生三世枕上书》《热血传奇》《天意》《春天里》《冰与火的青春》

资料来源: 公司官网、东方证券研究所

3.1.3 疫情与政策扶持背景下, 优选项目谨慎开机成主流

由于疫情与政策导向等因素，优选项目谨慎开机成为了当前影视剧制作的主要发展趋势，共有 2 部新剧预计于今年下半年开机。为响应国家的主旋律号召，在今年 7 月 1 日开工，由刘江导演主导的革命历史剧《光荣与梦想》，作为广电总局“4+2”重点项目工程中唯一重大历史革命题材以及庆祝建党 100 周年的献礼剧，预计将成为明年影视板块业绩贡献的主力军。

此外，同名小说改编的青春竞技爱情剧《舍我其谁》预计将于今年 9 月开机，由《冰糖炖雪梨》与《香蜜沉沉烬如霜》的原班团队制作，有望成为明年青春竞技领域的话题作。

表 11：2020 年影视剧储备

序号	投资项目名称	制作进度	预计开拍日期
1	不婚女王	完成制作	2018 年 3 月杀青，完成
2	霍元甲	完成制作	2019 年 1 月杀青，完成
3	幸福的理由	完成制作	2017 年 8 月杀青，完成
4	西夏死书	完成制作	2017 年 10 月杀青，完成
5	半生缘	完成制作	2018 年 2 月杀青，完成
6	壮志高飞	完成制作	2017 年 12 月杀青，完成
7	新一年又一年	完成制作	2018 年 11 月杀青，完成
8	蓝盔特战队	完成制作	2018 年 7 月杀青，完成
9	高大霞的火红年代	完成制作	2019 年 4 月杀青，完成
10	义无反顾	后期制作中	2019 年 3 月杀青，后期中
11	江山故人	后期制作中	2018 年 11 月杀青，后期中
12	大海港	后期制作中	2019 年 11 月杀青，后期中
13	温暖的味道	后期制作中	2020 年 4 月杀青，后期中
14	光荣与梦想	筹备中	2020 年 7 月 1 日开机
15	仙琦小姐许愿吧	筹备中	2019 年下半年
16	我要逆风去	筹备中	2020 年下半年
17	舍我其谁	筹备中	2020 年下半年
18	斛珠夫人	筹备中	2020 年 5 月已开机
19	第十团	筹备中	2020 年下半年
20	极限飞行：试飞英雄	筹备中	2020 年下半年
21	心想事成	筹备中	2020 年下半年
22	千屿千寻	筹备中	2020 年下半年
23	小军嫂	筹备中	2020 年下半年
24	我在天堂等你	筹备中	2020 年下半年
25	星落凝成糖	筹备中	2020 年下半年
26	我的新世界	筹备中	2020 年下半年
27	野火春风斗古城	筹备中	2020 年下半年
28	格斗少年	筹备中	2020 年下半年

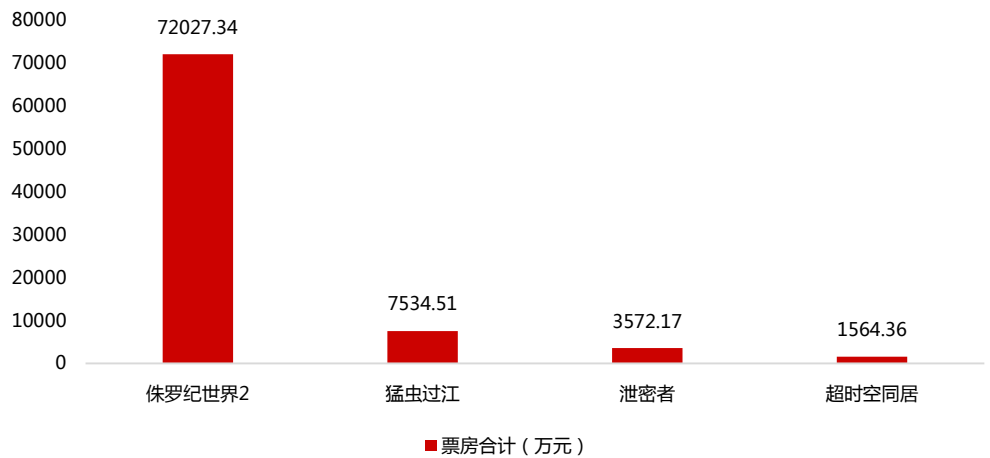
资料来源：公司官网、东方证券研究所

3.2 电影：国际合作促进票房大卖

在电影方面，完美世界影视已协助发行数部热门电影，如《妈阁是座城》，《侏罗纪世界 2》，《嘉年华》，《灵魂摆渡·黄泉》等，在带给观众观感的同时也对社会问题进行了探讨，推进着社会的改进与深思。其中《灵魂摆渡·黄泉》作为网络电影获得了十分高的人气，周播放量达到了 3787 万，也在 2019 年第三届金骨朵网络影视盛典上获得年度人气网络电影奖。

此外，在电影方面，公司与环球影业(Universal Pictures)进行的战略合作计划正在有序进行推进，值得期待。《侏罗纪世界 2》在内地上映后，获得了单日 2 亿的极高票房，同期对比展现了其极高的观众吸引力。

图 45:《侏罗纪世界 2》2018 端午档期同期数据对比（万元）



数据来源：新浪财经头条，东方证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 核心假设

1) 游戏业务：2020H1 收入为 43.58 亿元，同比增长 51.44%

手游方面，2020H1 收入 29.14 亿元，同比增长 72.5%，20Q1 受疫情影响，在线时长增长，新游《新笑傲江湖》及老产品表现优异，20Q2 产品流水较为稳定，叠加递延收益释放环比持平；Q3《新神魔大陆》上线，在买量加持下首月流水预计过 5 亿，此外还有《战神遗迹》海外、《梦幻新诛仙》有待上线。我们预计 2020~2022 年手机游戏收入分别为 72.20/99.02/116.03 亿，同比增长 86.05%/37.15%/17.18%。毛利率因自发自占比提升，采用总额法导致毛利率有所下降，我们假设 2020~2022 年毛利率 65%/63%/63%。

端游方面，2019 年公司端游收入 24.19 亿元，同比增长 10.14%，经典端游运营长期稳定，2021 年《新诛仙世界》、《完美世界》端游将再次拉动收入增长。我们预计 2020~2022 年端游收入为 26.43/32.83/35.33 亿，同比增长 9.27%/24.21%/7.61%。因自研游戏占比提升，我们假设毛利率为 62%/66%/67%。

主机游戏方面，2019 年公司主机游戏收入 4.58 亿元，同比下降 1.10%，《Torchlight III》、《Magic Legends》、《完美世界》等精品主机游戏即将上线，预计 2020 年~2022 年主机收入为 3.73/4.51/5.46 亿，同比增长 -18.5%/21.0%/21.0%，毛利率为 46.9%/46.9%/46.9%。

2) 考虑到 2020 年自己发行产品占比提升，我们预计会带来销售费率提升，管理费率、研发费率也因为流水计入收入比重上升而下滑。因此我们预计 2020~2022 年销售费用率为 15.06%/15.97%/16.38%，管理费用率为 6.25%/5.41%/5.22%，研发费率 16.51%/16.74%/17.44%。

3) 公司 20-22 年的营业所得税率维持 8%。

表 12：完美世界预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
游戏					
销售收入（百万元）	5,389.35	6,816.93	10275.12	13688.13	15750.65
增长率	-4.13%	26.49%	50.73%	33.22%	15.07%
毛利率	66.97%	68.06%	63.58%	62.85%	63.03%
电视剧					
销售收入（百万元）	1,748.83	1,060.08	1,358.45	1,203.13	1,204.49
增长率	55.01%	-39.38%	28.15%	-11.43%	0.11%
毛利率	34.40%	32.15%	36.59%	36.59%	36.59%
艺人经纪及综艺节目					
销售收入（百万元）	193.88	19.66	130.70	156.84	188.21
增长率	8.57%	-89.86%	564.82%	20.00%	20.00%
毛利率	34.40%	88.76%	50.00%	50.00%	50.00%
经纪及其他					

销售收入(百万元)	161.96	94.41	78.06	78.06	78.06
增长率	26.72%	-41.71%	-17.32%	0.00%	0.00%
毛利率	40.10%	-147.96%	17.90%	0.00%	0.00%
其他业务					
销售收入(百万元)	32.99	47.93	49.75	59.7	71.64
增长率	7.25%	45.29%	3.80%	20.00%	20.00%
毛利率	0.39%	81.56%	56.62%	62.77%	65.35%
院线业务					
销售收入(百万元)	506.76	-	0	0	0
增长率	-39.87%	-100.00%			
毛利率	27.84%				
合计	8033.77	8039.01	12,041.27	15,301.89	17,449.61
增长率	1.31%	0.07%	49.79%	27.08%	14.04%
综合毛利率	55.81%	60.92%	59.73%	60.13%	60.56%

数据来源：东方证券研究所

4.2 投资建议

公司《完美世界》、《新笑傲江湖》手游持续维持较高流水，新游《新神魔大陆》为 Q3 带来增量，我们估计首月流水或达 5 亿。此外，《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》海外等大作预计持续成为下半年驱动力。2021 年《幻塔》、《一拳超人》手游，《完美世界》、《新诛仙世界》等端游大作值得期待。公司无论从研发团队增长、产品品类题材拓展、端转手 IP 补足再到云游戏时代重度产品布局都有较大突破。我们预计 20/21/22 年公司归母净利润分别为 24.34/31.56/36.09 亿元，对应 EPS 1.25/1.63/1.86 元，PE 为 27/20/18 倍。根据可比公司 2020 年 P/E 调整后均值 34 倍，我们给予公司目标价：42.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值(亿元)	企业价值/收入 (倍)	企业价值 /EBITDA(倍)
				TTM	20E	21E				
	调整后平 均值	9706.31	9706.31	36.39	34.25	25.86	4.66	10299.80	10.66	33.96
002555.SZ	三七互娱	839.20	839.20	30.17	28.33	23.71	10.25	848.09	5.62	29.45
603444.SH	吉比特	444.84	444.84	49.77	38.47	31.35	13.46	445.33	17.86	34.66
0700.HK	腾讯控股	42701.51	42701.51	42.60	35.92	29.19	8.27	45440.25	10.67	33.17
9999.HK	网易-S	4381.56	4381.56	19.04	28.70	24.69	5.30	4600.88	7.01	28.05
9990.HK	祖龙娱乐	164.46	164.46	—	38.12	15.42	-13.96	164.46	12.16	44.48

资料来源：2020/9/28 日收盘价，wind 一直预期，东方证券研究所

5、风险提示

流水不达预期风险：游戏上线后实际流水水平和高峰期流水持续性会有着较强的不确定性。

政策风险：当前中国大陆地区对于游戏上线需要版号审核，且对国内产品出海属于鼓励政策；而海外手游上线无需版号审核。但各国政策，以及他国对于中国厂商态度变化可能会对未来厂商出海产生影响。电影、电视剧政策影响影视剧审核、内容。

买量成本提升风险：单用户获取成本上涨或带来买量压力。

商誉减值风险：公司仍有 6.2 亿商誉，影视等业务如收入不达预期或带来商誉减值风险。

影视存货跌价风险：公司仍有 15 亿左右存货；虽然处于清库存状态，但当前仍存在计提存货跌价准备风险。

投资收益的风险：公司投资收益主要来自于祖龙等带来的长期股权投资收益，18/19 年公司投资收益额为 4.65/2.29 亿，我们假设 2020~2022 年投资收益为 1.63/2.96/3.62 亿，占营业利润比重分别为 6%/8.4%/9.0%。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,229	2,526	5,389	6,887	9,874	营业收入	8,034	8,039	12,041	15,302	17,450
应收票据、账款及款项融资	1,964	2,355	2,998	3,799	4,365	营业成本	3,550	3,142	4,849	6,100	6,882
预付账款	790	542	751	878	914	营业税金及附加	43	31	47	59	68
存货	2,142	1,760	1,212	1,525	1,721	营业费用	880	1,145	1,814	2,444	2,859
其他	1,658	2,950	3,141	3,337	3,533	管理费用及研发费用	2,117	2,189	2,741	3,389	3,954
流动资产合计	10,783	10,132	13,491	16,426	20,407	财务费用	168	206	75	50	25
长期股权投资	1,559	1,914	1,914	1,914	1,914	资产、信用减值损失	10	729	89	157	100
固定资产	362	364	335	252	170	公允价值变动收益	0	427	4	0	0
在建工程	0	48	0	1	2	投资净收益	465	229	163	296	362
无形资产	87	214	122	43	0	其他	163	88	105	119	104
其他	3,187	3,958	3,668	3,752	3,829	营业利润	1,892	1,342	2,698	3,517	4,027
非流动资产合计	5,195	6,497	6,039	5,961	5,915	营业外收入	31	10	38	26	25
资产总计	15,978	16,629	19,530	22,388	26,321	营业外支出	7	6	9	8	8
短期借款	1,270	1,139	1,139	1,139	1,139	利润总额	1,916	1,346	2,727	3,536	4,044
应付票据及应付账款	393	486	663	818	977	所得税	156	(101)	218	283	324
其他	2,258	3,175	3,485	3,486	3,942	净利润	1,759	1,447	2,509	3,253	3,721
流动负债合计	3,921	4,800	5,287	5,443	6,057	少数股东损益	53	(56)	75	98	112
长期借款	794	225	224	235	246	归属于母公司净利润	1,706	1,503	2,434	3,156	3,609
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.88	0.77	1.25	1.63	1.86
其他	1,954	1,476	1,838	1,756	1,690						
非流动负债合计	2,748	1,701	2,062	1,991	1,936	主要财务比率					
负债合计	6,669	6,501	7,349	7,434	7,993		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	870	614	689	787	899	成长能力					
股本	1,315	1,293	1,940	1,940	1,940	营业收入	1.3%	0.1%	49.8%	27.1%	14.0%
资本公积	2,491	2,309	1,542	1,494	1,569	营业利润	19.1%	-29.1%	101.1%	30.3%	14.5%
留存收益	4,589	5,859	7,982	10,692	13,881	归属于母公司净利润	13.4%	-11.9%	62.0%	29.6%	14.4%
其他	44	53	28	42	41	获利能力					
股东权益合计	9,309	10,129	12,181	14,954	18,329	毛利率	55.8%	60.9%	59.7%	60.1%	60.6%
负债和股东权益总计	15,978	16,629	19,530	22,388	26,321	净利率	21.2%	18.7%	20.2%	20.6%	20.7%
						ROE	20.8%	16.7%	23.2%	24.6%	22.8%
						ROIC	16.9%	14.3%	19.6%	21.4%	20.3%
						偿债能力					
						资产负债率	41.7%	39.1%	37.6%	33.2%	30.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.75	2.11	2.55	3.02	3.37
						速动比率	2.20	1.67	2.25	2.64	2.99
						营运能力					
						应收账款周转率	4.5	3.7	4.3	4.3	4.1
						存货周转率	1.9	1.5	2.6	3.3	3.2
						总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.88	0.77	1.25	1.63	1.86
						每股经营现金流	-0.10	1.56	1.63	1.03	1.52
						每股净资产	4.35	4.91	5.92	7.30	8.99
						估值比率					
						市盈率	37.8	42.9	26.5	20.4	17.8
						市净率	7.6	6.8	5.6	4.5	3.7
						EV/EBITDA	30.2	36.3	20.3	16.0	14.3
						EV/EBIT	29.2	38.9	21.7	16.9	14.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

