

传媒

2019年10月14日

完美世界 (002624)

——中期增长确定性强、估值提升空间大的游戏研发龙头

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

- **A 股游戏研发龙头，核心业务保持高增长。**完美世界拥有游戏影视两大业务板块，但游戏收入和毛利占比八成左右，是公司业绩增长主要推动力。公司游戏研发运营能力国内领先，19 上半年核心手游《完美世界》贡献较大业绩弹性使得扣非利润实现 38%高增长。今年三季度手游《神雕侠侣 2》和《完美世界》流水持续亮眼，电视剧《老酒馆》《山月不知心底事》上映有望实现收入确认，我们判断 3Q19 (单季) 核心业务同比呈现较高增速。
- **游戏行业需求端回暖，长期付费率有望提升，供给端龙头集中，优质研发商议价能力进入上行通道。**(1) 需求：手游 2Q19 增速创近 6 个季度新高，时长占比回暖。流量红利消退背景下，我们认为国内手游整体增长动力主要是付费率的提升，“Battle Pass”等付费模式创新有望拉动付费率增长，5G 时代云游戏等创新也有望优化产品体验提升付费意愿。(2) 供给：行业加速洗牌，龙头份额提升明显，优秀研发商通过与腾讯控股合作分享市场蛋糕。公司研发实力强，MMO 品类优势明显，积极向多元细分品类拓展。公司研发的 MMO 手游《完美世界》3 月末上线，1H19 预计实现 3%市占率。腾讯控股对优质产品给予高分成，且随着字节跳动入局游戏联运，渠道竞争更激烈后会以高分成争夺优质产品，优秀研发商议价能力进入上行通道。
- **公司游戏业务短期有产品上线催化，中期增长能见度高，长期受益于平台属性和云游戏红利享受估值提升。**公司研发竞争力突出，4Q19《梦间集天鹅座》《我的起源》《笑傲江湖手游》将上线，有望成为口碑精品。中期看 18 年新引进的资深团队将进入产能释放周期，明年《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》等新作能见度较高，业绩确定性较强。旗下的 Steam 中国（蒸汽平台）将为公司带来平台属性和业绩增量，有助于牵手更多优质产品，叠加其自身突出的端游、手游、主机游戏研发实力，公司未来有望享受云游戏创新红利。
- **严监管下电视剧行业处于低谷，期待年底至明年实现边际改善。**严监管下影视内容行业经历调整，但优质内容依然来自头部公司，预计年底至明年剧集排期相对常态化，且艺人限薪后电视剧公司有望优化生产要素配置提升内容质量。完美世界影视业务今年下半年以主旋律片单为主，大项目较少，期待年底至明年边际改善。
- **投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。**我们预计公司 19-21 实现营收 80.4/101.4/118.6 亿元，实现归母净利润 20.9/24.7/27.9 亿元，对应 EPS 1.62/1.91/2.15 元，对应 PE 18/15/13 倍。公司作为研发投入大、产品类型多的优质游戏研发商，牵手腾讯，行业领军地位稳固。短期有核心产品上线、公司新一轮回购等催化剂；中期看游戏储备丰富，产品线能见度和确定性较高；长期看蒸汽平台有望发挥平台优势，结合公司突出的研发能力，享受云游戏红利。影视业务占比较低且基本面触底，后续有望边际改善。我们通过分部估值给予公司 2020 年目标市值 481 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**监管政策边际变化风险，游戏项目延期/表现不及预期风险，资产减值风险。

市场数据：2019年10月11日

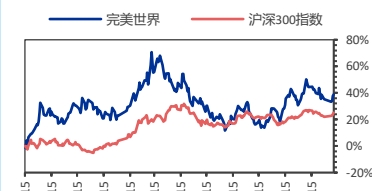
收盘价(元)	28.47
一年内最高/最低(元)	36.54/20.15
市净率	4.1
息率(分红/股价)	0.63
流通 A 股市值(百万元)	33024
上证指数/深证成指	2973.66/9666.58

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年06月30日

每股净资产(元)	6.94
资产负债率%	40.01
总股本/流通 A 股(百万)	1293/1160
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《完美世界 (002624) 点评：1H19 业绩超市场预期，精品手游将持续带动增长》
2019/08/12

《完美世界 (002624) 点评：三季报归母净利润受投资收益影响超预期，全年业绩指引符合预期》
2018/10/29

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(8621)23297818×转
yuanwj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	8,034	3,656	8,040	10,143	11,859
同比增长率(%)	1.3	-0.3	0.1	26.1	16.9
归母净利润(百万元)	1,706	1,020	2,088	2,468	2,786
同比增长率(%)	13.4	30.5	22.4	18.2	12.9
每股收益(元/股)	1.30	0.78	1.62	1.91	2.15
毛利率(%)	55.8	68.6	61.0	60.6	60.0
ROE(%)	20.2	11.2	19.7	18.8	17.4
市盈率	22		18	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预计完美世界 2019-2021 实现归母净利润 20.9/24.7/27.9 亿元，同比增长 22.4%/18.2%/12.9%。通过分部估值给予公司 2020 年目标市值 481 亿元，维持“买入”评级。

关键假设点

游戏业务方面，3Q19《神雕侠侣 2》流水超预期，4Q19《梦间集天鹅座》《我的起源》《笑傲江湖手游》等新品将陆续上线；明年储备的《梦幻新诛仙》《战神遗迹》等产品由新进核心团队研发，项目具备较高确定性；长期看蒸汽平台不仅带来增量收入，也有助于公司与更多优质研发商合作。我们预计 2019-2021 年公司游戏业务收入增速为 18.4%/28.1%/23.1%，手游仍是主要推动力。

影视业务方面，公司下半年主旋律项目较多，相对于同行的抗风险能力较强，《山月不知心底事》《老酒馆》已上映，有望为 3Q19 贡献业绩。预计年底至明年监管边际松动后电视剧排期相对常态化，且艺人限薪后电视剧公司生产要素配置有望优化，提升内容质量，我们预计 2019-2021 年公司影视业务收入增速为-38.0%/18.4%/-9.7%。

有别于大众的认识

市场认为《完美世界》手游已上线，公司明后年无明确增长点，但我们认为公司正开始进入产能释放期，Q3《神雕侠侣 2》的超预期表现已形成产品接力、4Q19《我的起源》《梦间集天鹅座》《笑傲江湖手游》等新作有望上线，将贡献增量。明年产品线轮廓已显现，新进核心团队将为《梦幻新诛仙》《战神遗迹》等数款大作提供有力的品质背书，后续增长确定性较高。

市场对蒸汽平台的中长期价值认识不充分，我们认为公司不仅能通过蒸汽平台获取平台属性和收入增量，还可利用平台入口和自身较强的多端（手游、端游、主机游戏）研发实力，享受云游戏创新红利。

市场对影视业务悲观，我们认为影视业务占比已较低；公司股价经历数月低迷走势，影视风险充分反映；3Q19《山月不知心底事》《老酒馆》的上映有望贡献一定增量；预计年底至明年监管边际放松，剧集排期相对常态化，期待边际改善；公司电视剧规模（毛利口径）处于行业中上游，但当前市场对其影视业务估值显著低于同类公司。

股价表现的催化剂

游戏产品流水超预期

蒸汽平台上线

核心假设风险

游戏、影视行业监管边际变化

游戏延期或表现不及预期

资产减值

目录

1. A 股游戏研发龙头，预计业绩稳健增长	7
1.1 公司概况：游戏是业绩增长基石，研发实力领先	7
1.2 手游是业绩增长主推力，预计下半年高增长持续	8
2. 游戏：多类型精品游戏储备丰富，下半年至明年具备较高增长确定性	11
2.1 行业：回暖迹象明确，优质研发商议价能力进入上行通道	11
2.1.1 需求端回暖，长期付费率有望提升；产品供给走向品类拓展和创新	11
2.1.2 格局变化：行业洗牌过程中龙头份额提升，优质研发商议价能力进入上行通道	13
2.2 中短期看：公司研发竞争力突出，下半年至明年具备较好增长能见度	15
2.2.1 研发实力领先，中台战略推动资源有效利用	15
2.2.2 从品类布局看，多品类游戏蓄势待发，核心团队提供品质背书	16
2.3 中长期看：搭建蒸汽中国，获取平台属性，享受云游戏红利	18
2.3.1 Steam：口碑构筑全球最大 PC/主机游戏发行平台	18
2.3.2 蒸汽平台带来收入增量、搭建与优质研发商合作渠道，有望受益于云游戏创新红利	21
3. 影视：严监管下电视剧行业供给侧持续出清，公司具备较强抗风险能力	24
3.1 影视内容行业严监管下经历调整，但优质内容依然来自头部公司，期待后续边际改善	24
3.2 完美影视业务经营平稳、片单丰富，具备较强抗风险能力	26
4. 盈利预测与估值分析	29
4.1 收入与成本预测	29
4.2 估值分析与投资建议	30
风险提示	32

图表目录

图 1: 完美世界大事记	7
图 2: 完美世界主要产品	7
图 3: 完美世界影视主要作品	7
图 4: 2016-1H19 完美世界总营收 (亿元, %)	8
图 5: 2016-1H19 完美世界归母净利润 (亿元, %)	8
图 6: 2018 及 1H19 完美世界收入及毛利率结构 (%)	8
图 7: 2016-1H19 游戏及影视子公司净利润 (亿元)	8
图 8: 2016-1H19 完美世界游戏营收 (亿元, %)	9
图 9: 游戏业务整体及细分毛利率 (%)	9
图 10: 2016-1H19 完美世界影视营收 (亿元, %)	9
图 11: 影视业务整体及细分毛利率 (%)	9
图 12: 授权代理推动 1H19 销售费率降低 (亿元, %)	10
图 13: Q2 现金流显著回暖 (亿元)	10
图 14: 《神雕侠侣 2》iOS 游戏畅销榜表现亮眼	10
图 15: 手游市场实际销售收入 (亿元, %)	11
图 16: 手游在移动互联网整体时长占比 (%)	11
图 17: 手机游戏月活用户规模 (亿人)	11
图 18: 各泛娱乐赛道付费率对比	12
图 19: 《堡垒之夜》用户付费习惯抽样结果 (%)	12
图 20: 2018 年度中国手游发行商竞争格局 (%)	14
图 21: 1H19 中国手游发行商竞争格局 (%)	14
图 22: 腾讯及头条系小游戏分成策略	14
图 23: 完美世界研发人员数量 (人)	15
图 24: 2018 年各游戏公司研发人员数量占比 (%)	15
图 25: 完美世界 8 月中国手游发行商排名上升 8 位至第 7 名	16
图 26: 手游主流品类用户黏性 Top5	17
图 27: 《我的起源》已有超过 819 万人预约	17
图 28: 《梦幻新诛仙》TapTap 用户评分	17
图 29: Steam 功能概览	19

图 30: 2003-2017 Steam 新增注册用户数 (百万)	19
图 31: 2006-2017 Steam 新增游戏数量 (款)	19
图 32: 2018 年 Steam 官方统计数据	20
图 33: Steam 游戏社区用户参与活跃	20
图 34: 2003-2016 Steam 用户留存率 (%)	20
图 35: Steam 付费游戏销售获得收入 (亿美元)	21
图 36: Steam 付费游戏总销量 (亿份)	21
图 37: 2015-2017 中国用户占比变化 (%)	22
图 38: 美中俄玩家平均拥有游戏数量比较 (款)	22
图 39: 蒸汽平台首批上线 40 款游戏	23
图 40: 电视剧制作甲种证机构数量变化 (家)	24
图 41: 电视剧制作备案数量 (截至 2019 年 6 月, 部)	25
图 42: 爱奇艺版权和自制内容净资产变化 (百万元)	26
图 43: 2016-1H19 各公司电视剧业务收入 (亿元)	27
图 44: 2016-1H19 各公司电视剧业务毛利率 (%)	27
图 45: 2016-1H19 各影视公司存货比较 (亿元)	27
图 46: 1H19 各影视公司存货结构 (%)	27
图 47: 1H17-1H19 公司存货平稳增长 (亿元)	27
图 48: 1H19 完美世界存货结构 (%)	27
图 49: 公司主旋律片单	28
表 1: 国内主流游戏厂商优势品类及延伸情况	13
表 2: 各游戏公司 1H19 投入产出效率比较	15
表 3: 完美部分新进团队过往成功项目	17
表 4: 完美世界中期游戏产品线	18
表 5: 2016&2017 Steam 付费游戏销售金额 Top10 比较	21
表 6: 完美世界与 Valve 公司授权协议内容	22
表 7: 海外三种类型云游戏平台对比	23
表 8: 2018-2019 连续剧有效播放市占率 TOP10	25
表 9: 完美世界电视剧储备情况	28
表 10: 完美世界收入预测 (百万元, %)	29

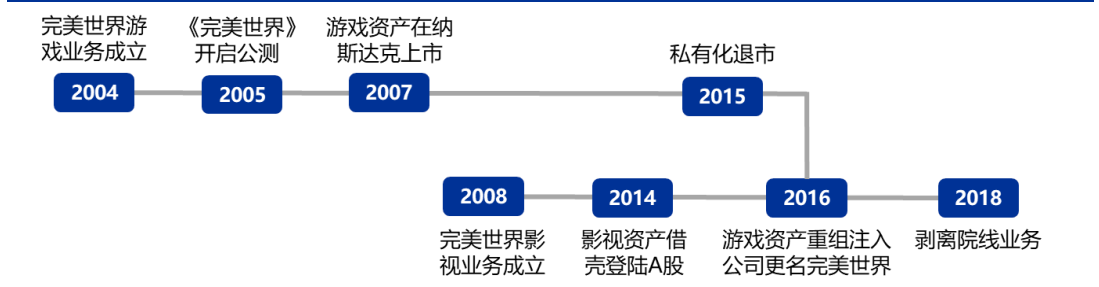
表 11: 完美世界毛利率预测 (%)	29
表 12: 完美世界期间费用预测 (百万元, %)	30
表 13: 完美世界归母净利润预测 (百万元, %)	30
表 14: 游戏公司估值表 (截至 10 月 13 日)	31
表 15: 影视公司业绩和估值表 (亿元, 截至 10 月 13 日)	32

1. A 股游戏研发龙头，预计业绩稳健增长

1.1 公司概况：游戏是业绩增长基石，研发实力领先

公司拥有游戏、影视两大业务板块，但影视占比较小，游戏是业绩主要推动力。完美控股的影视资产于 2014 年借壳登陆 A 股市场（完美环球）；游戏资产于 2007 年在美国纳斯达克上市，2015 年私有化退市，次年重组注入 A 股，上市公司更名为完美世界。2018 年公司剥离院线业务，聚焦于游戏和影视两大业务板块。截至 1H19，游戏业务收入占比 79%、毛利占比 84%，是公司主要的增长驱动力。

图 1：完美世界大事记

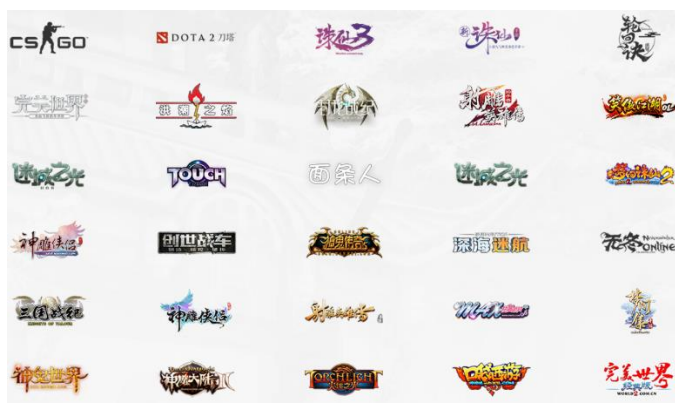


资料来源：完美世界官网，申万宏源研究

研发实力国内领先，游戏品类多点开花。公司以自研端游起家，推出《完美世界》《诛仙》等爆款 PC 游戏，跻身国内端游研发第一梯队；通过并购海外团队进军主机研发领域，推出《无冬 OL》《深海迷航》等热门主机产品，与美国 Valve 公司合作，代理了《DOTA2》《CS:GO》等全球知名电竞游戏，举办了 TI9 等国际级别电竞赛事，并开启“STEAM 中国”项目合作；公司在移动互联网时代积极向手游转舵，推出《诛仙》《武林外传》《完美世界》《神雕侠侣 2》等多款重点手游，是公司业绩增长基石。

影视业务秉承精品化路线，优质作品频出。公司投资拍摄了《陆贞传奇》《香蜜沉沉烬如霜》等精品电视剧、《极限挑战》《向往的生活》等热门综艺、《失恋 33 天》《等风来》等人气影片；与环球影业达成 5 年 50 部电影的片单合作，出品了《侏罗纪世界 2》等热门电影。

图 2：完美游戏主要产品



资料来源：完美世界官网，申万宏源研究

图 3：完美影视主要作品



资料来源：完美世界官网，申万宏源研究

1.2 手游是业绩增长主推力，预计下半年高增长持续

公司 2016-2018 年整体业绩稳步增长，19 上半年实现营收 36.56 亿元，同比下降 0.3%，剔除院线业务影响后 1H19 公司收入同比增长 12.4%；1H19 实现归母净利润 10.20 亿元，同比增长 30.5%，实现扣非净利润 9.73 亿元，同比增长 37.7%。

图 4：2016-1H19 完美世界总营收（亿元，%）



资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

注：1H19 总营收同比为剔除院线业务影响后数值

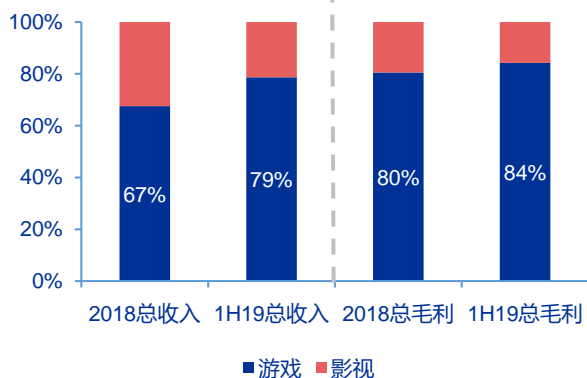
图 5：2016-1H19 完美世界归母净利润（亿元，%）



资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

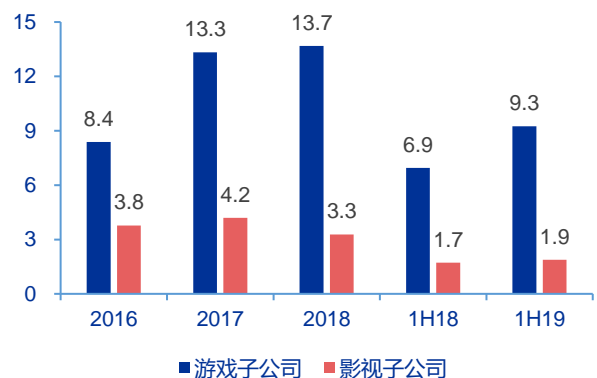
游戏为公司核心业务，毛利占比超过 80%。游戏业务为公司重要业绩构成，2018 年受版号停摆影响收入占比略有下降，19 上半年新产品带动游戏业务恢复活力，收入占比已提升至 79%。游戏业务毛利较高，贡献比例超过 80%。2016-2018 年，游戏子公司净利润复合增长率为 27.7%，其中 19 年上半年实现净利润 9.25 亿元，同比增长 33.3%，净利率同比提升 6.1pct 至 32.2%。影视子公司整体平稳，近年受监管趋严影响增长承压。

图 6：2018 及 1H19 完美世界收入及毛利率结构 (%)



资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

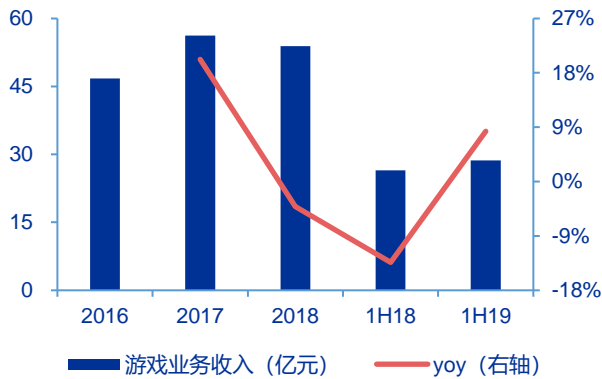
图 7：2016-1H19 游戏及影视子公司净利润（亿元）



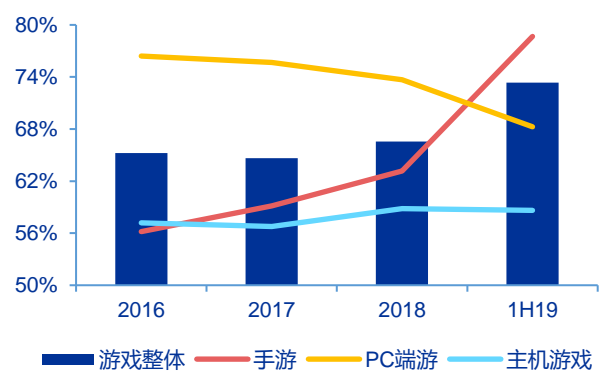
资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

核心手游贡献较大业绩弹性，授权运营模式下确认收入少但毛利率高。多端多品类游戏助力公司游戏业务持续稳健增长，1H19 公司游戏板块实现收入 28.78 亿元，同比增长 8.1%，其中手游业务同比增长 39.4%，“端改手”大作《完美世界》表现亮眼，上半年预计流水超 20 亿；《云梦四时歌》5 月下旬上线，表现符合预期；《诛仙》手游等老产品运

营稳健。《完美世界》手游等授权代理游戏确认净收入，带动毛利率同比大幅提升。而 PC 端游和主机游戏方面，1H18《深海迷航》贡献业绩，使得 1H19 在高基数下收入和毛利率有所下滑。

图 8：2016-1H19 完美世界游戏营收 (亿元, %)


资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

图 9：游戏业务整体及细分毛利率 (%)


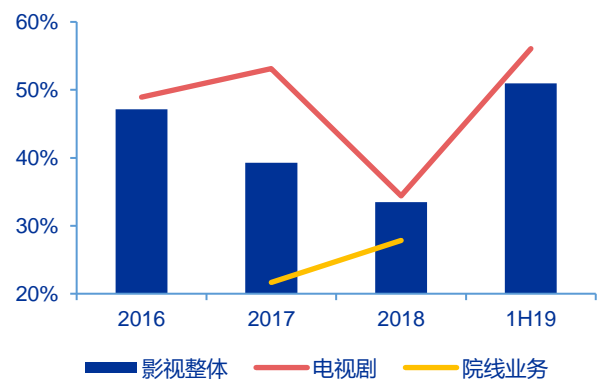
资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

1H19 影视调整后增长受益于《青春斗》收入确认，院线剥离叠加高毛利项目确认带动毛利率提升。随着优质影视作品持续推出，公司影视业务规模不断扩大。2016-2018 年复合增长率为 34%，19 上半年实现营收 7.79 亿元，同比下降 22.4%，剔除院线影响后同比增长 32.3%。上半年《青春斗》《筑梦情缘》《趁我们还年轻》实现收入确认，其中《青春斗》贡献较大。院线剥离叠加部分精品项目高毛利带动影视整体毛利率提升 11.9pct 至 50.9%。

图 10：2016-1H19 完美世界影视营收 (亿元, %)

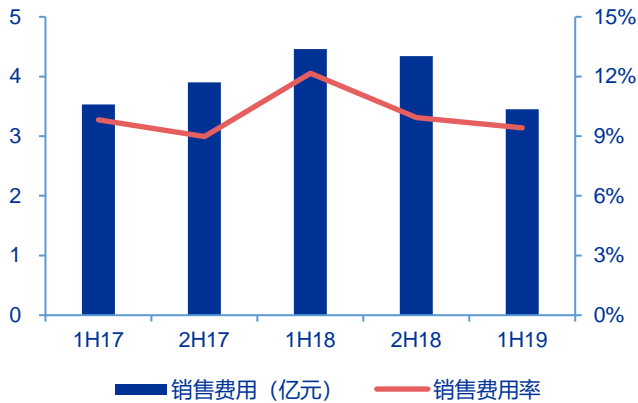

资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

注：1H19 影视业务营收同比为剔除院线业务影响后数值

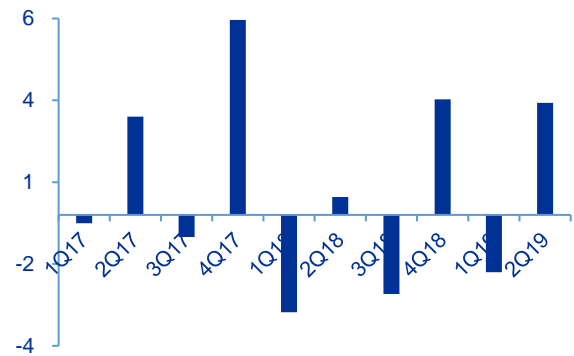
图 11：影视业务整体及细分毛利率 (%)


资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

授权代理使得销售费用率降低，公司 2Q19 现金流显著回暖。1) 费用率方面，公司上半年销售费率 9.42% (yoy-2.7pct)，主要由于重点游戏授权腾讯代理使得营销支出减少；研发+管理费率 28.07% (yoy+1.4pct)，基本保持稳定。2) 现金流方面，公司上半年经营现金流回暖，其中 Q2 经营现金流净额 3.42 亿元，同比环比均得到改善，主要受益于影视项目回款、游戏业务快速增长以及剔除院线业务后薪酬支出减少。

图 12: 授权代理推动 1H19 销售费率降低 (亿元, %)


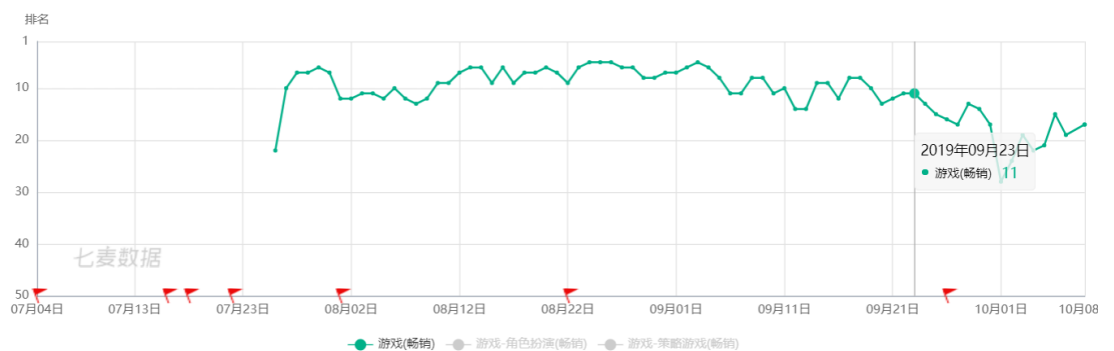
资料来源: 完美世界财报, 申万宏源研究

图 13: Q2 现金流显著回暖 (亿元)


资料来源: 完美世界财报, 申万宏源研究

下半年游戏高景气度持续, 影视大项目少但预计仍有部分项目确认收入。 进入 3Q19, 1) 游戏业务方面, 《完美世界》手游流水相比上半年有所下滑, 但依然保持月流水 2-3 亿水准 (符合预期); 7 月底上线的《神雕侠侣 2》表现超预期, 维持在 iOS 游戏畅销榜第 10 名水平, 我们预计《神雕 2》月流水 2 亿+, 将为 Q3 贡献一定的业绩增量。而预计 Q4 上线的《梦间集天鹅座》《我的起源》《笑傲江湖手游》亦将为公司带来增量, 下半年游戏有望延续高增长趋势。2) 影视业务方面, 公司下半年影视内容以主旋律题材为主, 大项目较少。公司参投的《老酒馆》《山月不知心底事》已上映, 我们预计公司将于三季度实现相关收入确认。

回顾 3Q18, 游戏版号暂停、电视剧业务收入确认较少形成低基数。我们判断 3Q19 (单季) 游戏和电视剧核心业务在经营上同比呈现较高增速, 但由于 3Q18 (单季) 投资受益较多, 可能会影响归母净利润口径的同比增速。

图 14: 《神雕侠侣 2》iOS 游戏畅销榜表现亮眼


资料来源: 七麦数据, 申万宏源研究

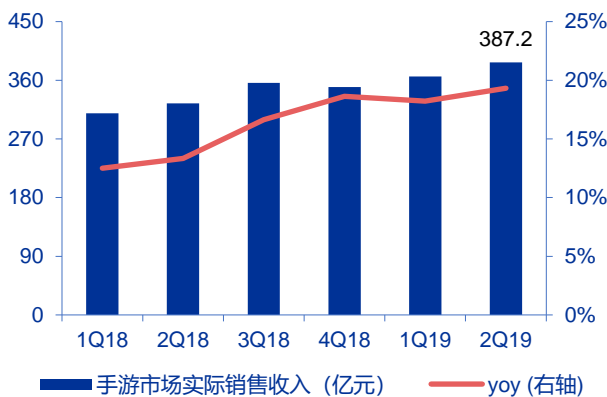
2. 游戏：多类型精品游戏储备丰富，下半年至明年具备较高增长确定性

2.1 行业：回暖迹象明确，优质研发商议价能力进入上行通道

2.1.1 需求端回暖，长期付费率有望提升；产品供给走向品类拓展和创新

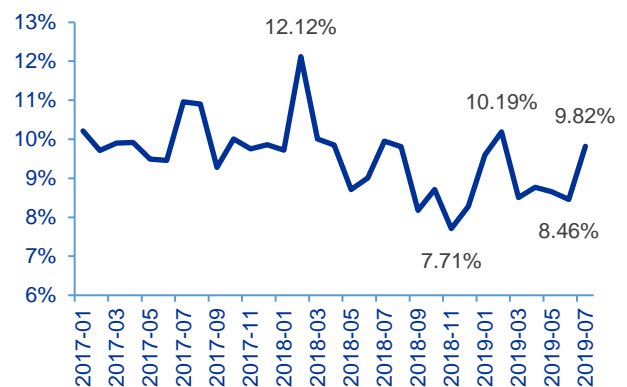
手游行业今年二季度增速创近 6 个季度新高，时长占比回暖。根据伽马数据，Q2 手游行业实际销售规模为 387 亿元，同比增长 19.3%，增速为近 6 个季度最高。根据 QuestMobile 数据，19 年 6 月手游时长占比回到 8.5%，7 月时长占比升至 9.8%，相比去年低点提升 2.1 个百分点，且 19 年 6 月手游 MAU 同比增长 7.8%，高于移动互联网 MAU 整体增速。行业逐步从出版号停摆带来的产品“空窗期”走出，复苏迹象明确。

图 15：手游市场实际销售收入（亿元，%）



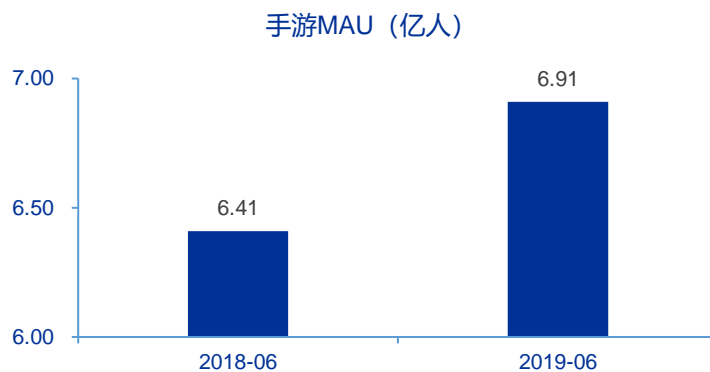
资料来源：伽马数据，申万宏源研究

图 16：手游在移动互联网整体时长占比（%）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 17：手机游戏月活用户规模（亿人）

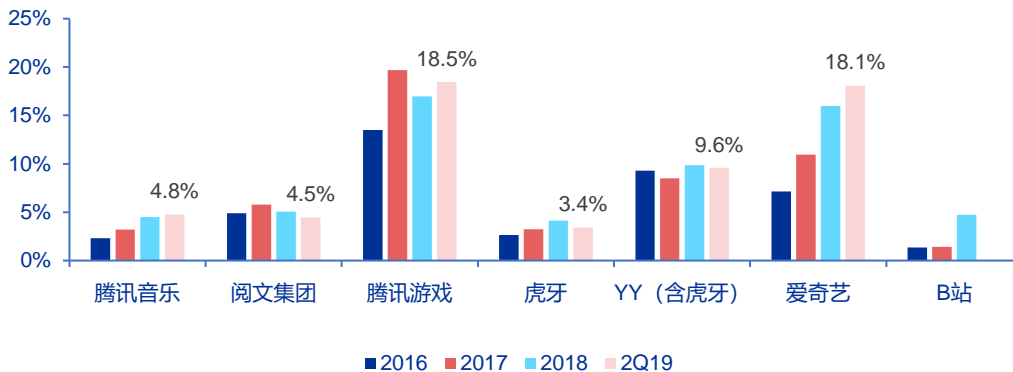


资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

从中长期看，根据“游戏收入=用户数*ARPU，ARPU=ARPPU*付费率”公式，MAU 和 ARPPU 在移动红利消失、宏观经济承压环境下大幅增长难度较大，而付费率是突破关

键。游戏行业付费渗透率在整个泛娱乐赛道中与长视频相近，接近 20%。同时游戏也与长视频处境类似，付费渗透率提升遭遇瓶颈，过去 1-2 年付费率提升并不明显。**我们认为付费模式创新有望助力游戏行业突破 20%付费率瓶颈。**

图 18：各泛娱乐赛道付费率对比



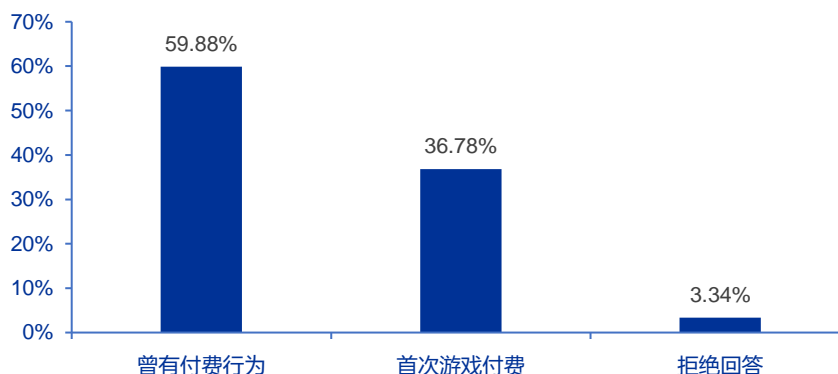
资料来源：各公司财报，艾瑞指数，伽马数据，申万宏源研究

注：由于腾讯手游用户数未披露，考虑到腾讯渠道的高渗透率，以手游行业整体用户数作为腾讯手游用户数，即 腾讯手游付费率=腾讯手游付费用户数/手游行业整体用户数

以“Battle Pass”为代表的第三次付费模式创新有望成为行业付费率提升的良药。第一次付费创新是改变传统的买断制付费，采用免费下载、道具付费模式；第二次付费创新是在道具付费的基础上加入了抽卡元素。前两次付费创新解决的是 ARPPU 提升的问题，而“Battle Pass”则是将高粘性的潜在付费人群进行变现，从而提升整体付费率。

Battle Pass 的核心是 VIP 月卡+成长基金+成就任务相结合，购买 Battle Pass 的玩家通过游戏中的各种任务、日常、挑战来提升自己的战阶等级，并获得与等级对应的道具奖励。而未购买的用户依然能提升等级，且能看到等级对应的奖励，但不能获取，只有花费一定金额购买通行证后，奖励才会解锁。因此游戏时长越长、等级越高的玩家在面对越来越丰富的奖励时，付费意愿往往大大增强。“Battle Pass”助力《堡垒之夜》收获近 70% 付费率，目前已延伸至国内多种中重度游戏品类，货币化潜力较大。我们认为，“Battle Pass”并非是对现有道具付费模式的取代，而是在原有付费模式基础上，实现对未付费的粘性用户有效转化，行业付费率天花板有望进一步抬升。

图 19：《堡垒之夜》用户付费习惯抽样结果 (%)



资料来源：LendEDU, Pollfish, 申万宏源研究

从产品供给看，玩法创新的重要性显现。头部厂商倾向于代理或研发经过验证的创新品类/玩法，不断拓展新品类，并通过自身较强的研运体系传播给大众。主流游戏厂商均已具备较为成熟和完备的研运体系，1) 腾讯、网易、完美世界各品类布局较为完善，因此对创新玩法的追求更为强烈；2) 其他头部大厂则根据自身特点在优势品类基础上向其他细分游戏品类延伸，完善品类布局，如向 roguelike、二次元、竞技类倾斜。主要打法是利用自身渠道优势直接代理，如《和平精英》《堡垒之夜》《失落城堡》等，或对新玩法进行融合创造，如《荒野行动》《明日之后》《我的起源》等。

表 1：国内主流游戏厂商优势品类及延伸情况

公司	代表类型	代表产品	多品类延伸布局	延伸产品
腾讯	MMO/SLG;	完美世界、剑侠情缘、乱世王者	融合创新品类	我的起源（沙盒+MMO）、一起来捉妖
	MOBA/FPS/大逃杀;	王者荣耀、和平精英、穿越火线、QQ 飞车		
	休闲类棋牌/音舞	3 欢乐斗地主、QQ 炫舞		
网易	MMO/SLG/卡牌;	梦幻西游、大话西游、倩女幽魂、率土之滨、炉石传说	MOBA/大逃杀;	决战平安京、荒野行动
	二次元	阴阳师	融合创新品类	明日之后（沙盒+生存）、楚留香（沙盒+MMO）、第五人格（非对称大逃杀）
完美世界	MMO	完美世界、诛仙	二次元/赛博朋克	梦间集天鹅座、梦间集 1/2
	MOBA/FPS（代理）	DOTA2、CS:GO	Roguelike	奈奥格之影
	主机游戏	无冬 OL、深海迷航、非常英雄	大逃杀 融合品类	边缘计划 我的起源（沙盒+MMO）
吉比特	MMO;	问道	SRPG	螺旋英雄谭
	Roguelike	地下城堡系列、贪婪洞窟系列、不思议迷宫	MOBA	原力守护者
		一刀传世、永恒纪元	SLG/卡牌	代号 M68
三七互娱	ARPG	斗罗大陆	卡牌	拳皇觉醒、斗罗大陆
		少年三国志、女神联盟/	SLG	球球大作战
游族网络	卡牌	三十六计、权力的游戏	MMO	猎魂觉醒
	SLG	狂暴之翼	模拟养成	一直奔向月
	ARPG	热血传奇	二次元	山海镜花
世纪华通	ARPG	冒险岛、龙之谷	二次元	命运歌姬
	MMO	阿瓦隆之王、火枪纪元		
	SLG（点点互动）			

资料来源：TapTap，各公司公告，申万宏源研究

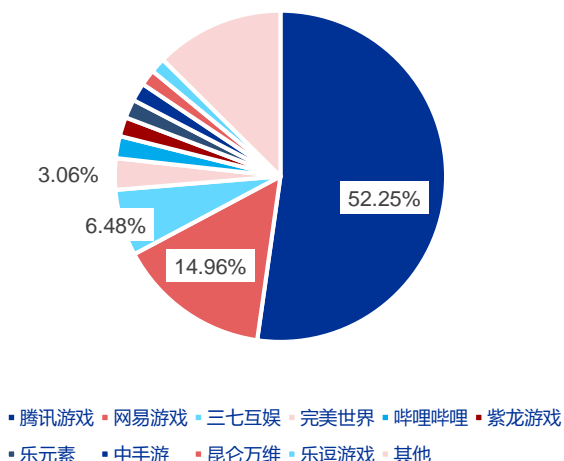
2.1.2 格局变化：行业洗牌过程中龙头份额提升，优质研发商议价能力进入上行通道

CR3 份额升至 78.6%，腾讯与其他研发商分享市场的逻辑未变。根据易观数据监测的国内手游发行商口径市场格局显示，1H19 腾讯网易合计市占率达到 68.6%，相比 2018 年提升 1.4pct。而 19 上半年 CR3（腾讯、网易、三七）达到 78.6%，相比 2018 年提升 4.9pct。

值得注意的是，腾讯 19 年多款重要产品来自对其他研发商的独家代理，如 19 上半年的完美世界的《完美世界》手游、《云梦四时歌》、西山居的《剑网 3》等，以及下半年游族网络的《权力的游戏》、祖龙的《龙族幻想》，以及腾讯与世纪天成联合开发的《跑跑卡丁车手游》等。腾讯虽然市占率过半，但与其他研发商分享市场份额的逻辑未变。我们根据腾讯 2Q19 财报判断其游戏毛利率有所下滑，《完美世界》等优质产品获得较优分成是原因之一。

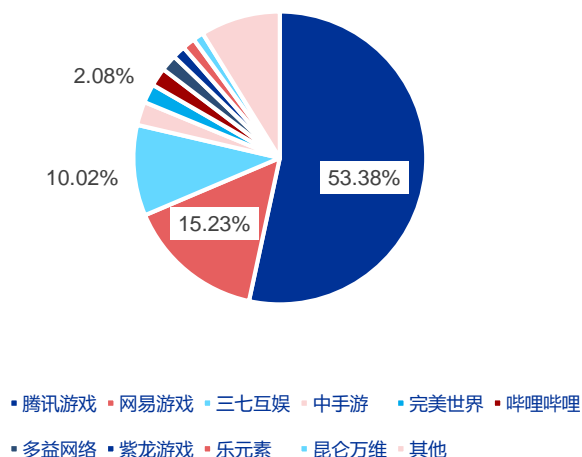
易观数据显示完美世界 1H19 市占率 2.08%，相比 2018 年下滑 1pct，主要由于其上半年主要产品《完美世界》交由腾讯发行，因此市场份额并未划分至完美世界。完美世界上半年手游毛利同比增长 79%（《完美世界》手游确认净收入，使得完美世界上半年收入增速较低，但使用毛利指标可以剔除收入确认方式带来的影响），我们测算《完美世界》单款手游上半年贡献市场份额在 3%左右。

图 20：2018 年度中国手游发行商竞争格局 (%)



资料来源：Analysys 易观，申万宏源研究

图 21：1H19 中国手游发行商竞争格局 (%)



资料来源：Analysys 易观，申万宏源研究

字节跳动入局联运加剧渠道竞争，有望撼动原有渠道分成比例。当前字节跳动以小游戏联运为主，少量独代，且分成比例优于微信小游戏。字节跳动收购墨鹍+“绿洲计划”布局重度游戏，有望以较低分成比例吸引研发商，或将撼动安卓端渠道 5:5 的分成比例。

图 22：腾讯及头条系小游戏分成策略

腾讯小游戏分成策略		
内购分成策略	月内购流水收入 ≤ 50 万的部分	开发者 100%
	月内购流水收入 > 50 万的部分	开发者 60% / 腾讯 40%
广告分成策略	单日广告收入流水 ≤ 100 万元的部分	开发者 50% / 腾讯 50%
	单日广告收入流水 > 100 万元的部分	开发者 30% / 腾讯 70%
头条系小游戏联运分成策略 (普通游戏)		
内购分成策略	月内购流水收入 ≤ 50 万的部分	开发者 60% / 头条 40%
	月内购流水收入 > 50 万的部分	开发者 70% / 头条 30%
广告分成策略	单日广告收入流水 ≤ 100 万元	开发者 60% / 头条 40%
	单日广告收入流水 > 100 万元的部分	开发者 50% / 头条 50%

资料来源：App Growing，申万宏源研究

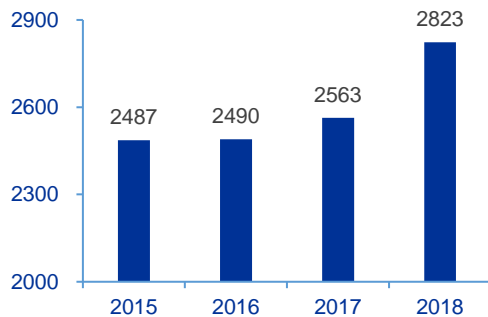
2.2 中短期看：公司研发竞争力突出，下半年至明年具备较好增长能见度

2.2.1 研发实力领先，中台战略推动资源有效利用

研发规模庞大，组织架构不断完善。2018 年公司研发人员为 2823 人，占员工比例达到 65.7%，居游戏公司前列。

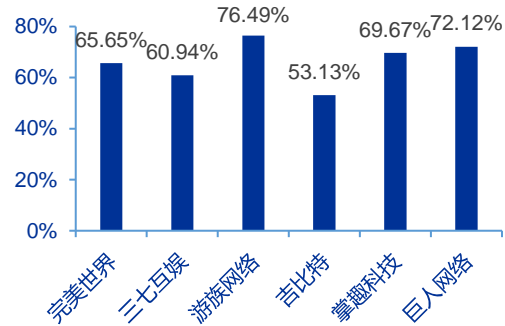
组织架构方面，公司成立专家委员会，对游戏研发方向、策略和项目相关的所有事项提供专业的决策和参考意见。推动中台战略，搭建“项目中心-工作室-孵化中心”的平级研发体系；成立研发平台中心，下设美术、程序平台，各工作室均可使用。

图 23：完美世界研发人员数量（人）



资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

图 24：2018 年各游戏公司研发人员数量占比 (%)



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

保持高投入巩固研发优势，虽然精品游戏研发周期长、引擎等技术积累消耗资源多，使得过去投入产出回报有所滞后，但业绩有望逐步释放。公司游戏业务经过 15 年发展已积累了国内领先的研发优势，为维持竞争力始终保持高研发投入。1H19 研发投入为 7.36 亿元，占游戏收入比例为 25.6%。为了剔除不同公司游戏产品形态以及收入确认方式带来的差异，我们使用 (游戏业务毛利-销售费用)/研发投入来衡量各游戏公司的投入产出效率 (创收效率)。1H19 公司创收效率为 2.4，略低于同行业公司，主要由于公司主推精品游戏，研发周期较长，且引擎等平台核心技术搭建及积累需要消耗较多资源，使得投入产出有所滞后。但随着高质量产品上线，业绩有望逐步释放。

表 2：各游戏公司 1H19 投入产出效率比较

公司名称	研发人员数量 (人)	销售费用/毛利	研发投入/毛利	人均创收毛利 (万元)	产出效率
完美世界	2823	16.35%	34.87%	74.74	2.40
三七互娱	1379	69.42%	6.21%	379.41	4.93
游族网络	1493	20.81%	26.75%	61.49	2.96
吉比特	297	11.37%	15.54%	328.62	5.70
掌趣科技	896	3.46%	38.60%	45.65	2.50
巨人网络	1635	16.17%	36.27%	65.81	2.31

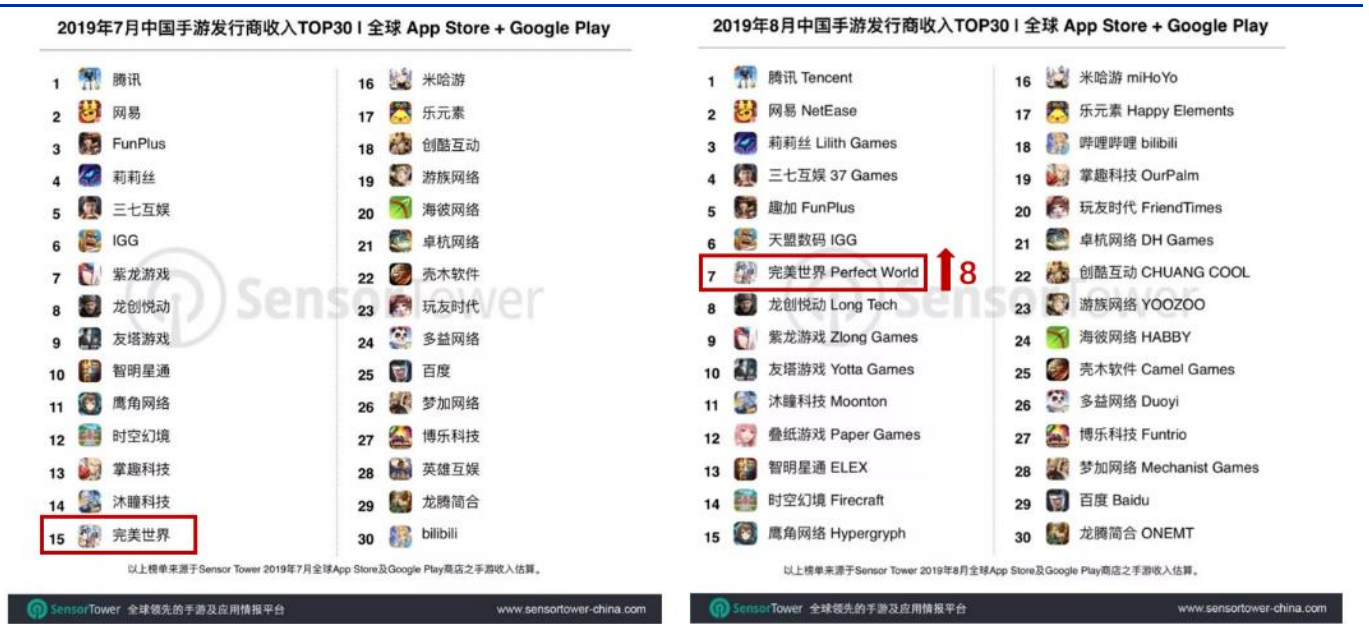
资料来源：各公司财报，申万宏源研究

注：各公司研发人数为 2018 年数值，其余指标基于 1H19 财报计算；创收效率=(游戏业务毛利-销售费用)/研发投入

2.2.2 从品类布局看，多品类游戏蓄势待发，核心团队提供品质背书

下半年《完美世界》流水企稳，《神雕侠侣 2》表现超预期。上半年《完美世界》表现突出，上线 5 小时即登顶 App Store（中国区）免费榜，12 小时内新增突破 260 万，而后登顶畅销榜，我们预计 3 月至 9 月实现流水达 30 亿元。港台版本的《完美世界 M》6 月底上线，7 月收入达到 720 万美元（SensorTower 数据）。7 月上线的《神雕侠侣 2》表现超预期，稳定在 iOS 游戏畅销榜 TOP10（第一章已提到）。根据 SensorTower 数据，在《神雕侠侣 2》助力下，公司 8 月中国手游发行商全球收入从 7 月第 15 名上升至 8 月第 7 名。

图 25：完美世界 8 月中国手游发行商排名上升 8 位至第 7 名



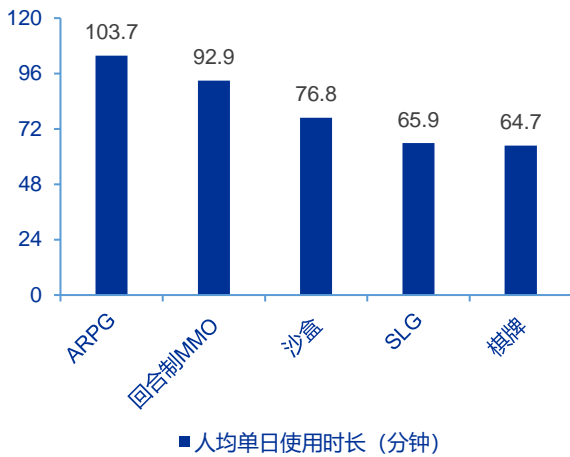
资料来源：SensorTower，申万宏源研究

立足优势 MMO 品类，积极布局细分市场，打造多元化产品组合，Q4《梦间集天鹅座》《我的起源》《笑傲江湖手游》值得期待。公司在立足核心优势品类 MMORPG 的基础上（《笑傲江湖手游》），积极布局细分游戏市场，不断拓展丰富旗下游戏类型，目前公司储备的游戏含回合制、ARPG、SLG、卡牌等多种类型，涉及科幻、二次元、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材，融合了开放世界、沙盒等全新元素。

2019 年 7 月，国内团队自研的多边不对称生存游戏《DON'T EVEN THINK》北美上线，引起了众多玩家关注。2019 年第四季度，公司储备的泛二次元 IP 续作《梦间集天鹅座》（已取得版号）将上线，其为公司在二次元领域的突破之作，TapTap 评分高达 9.4 分。

公司自研腾讯独家代理的沙盒+MMO 手游《我的起源》预计 11 月上线（已取得版号）。《我的起源》开放测试 2 个月以来，已有超过 819 万人预约，TapTap 评分达到 7.9 分，有望成为下一个口碑爆款。根据 Analysys 易观监测，沙盒类用户人均单日使用时长为 76.8 分钟，仅次于 MMORPG。

图 26: 手游主流品类用户黏性 Top5



资料来源: Analysys 易观, 申万宏源研究
注: 为 2019 年 2 月数据

图 27: 《我的起源》已有超过 819 万人预约



资料来源: 完美世界财报, 申万宏源研究
注: 截至 2019 年 9 月 10 日

多个新进核心团队具备资深项目经历, 为明后年产品线提供品质背书, 中期增长具备较高能见度。公司 18 年加强研发储备, 引进了曾开发/发行过爆款手游《神武》《狂暴之翼》等作品的多个资深手游团队。由这些新进团队制作的《幻塔》《战神遗迹》《梦幻新诛仙》等作品将于明年上线, 预热阶段已获得众多游戏玩家关注, 如回合制手游《梦幻新诛仙》融入开放世界的创新元素, 通过高画质强化用户体验, 目前 TapTap 评分已达到 8.2 分。新进团队过往的高流水长周期项目经历可为公司明年产品提供有力背书, 也使得公司明后年游戏业务增长确定性增强。

表 3: 完美部分新进团队过往成功项目

游戏	表现
《神武》	《神武》系列游戏在 2017 年共收入 17.54 亿元, 在中国 MMORPG 类游戏中排名第六
《狂暴之翼》	曾在 34 个国家获得了畅销榜第一的成绩, 全球月流水达到了 4100 万美元 (约 2.8 亿人民币), DAU 达到了 150 万

资料来源: 多益网络, 游族网络, 申万宏源研究

图 28: 《梦幻新诛仙》TapTap 用户评分



资料来源: TapTap, 申万宏源研究

表 4: 完美世界中期游戏产品线

游戏	预计上线时间
手游	
《梦间集天鹅座》	4Q19
《我的起源》	4Q19
《新笑傲江湖》	4Q19
《新神魔大陆》	1Q20
《梦幻新诛仙》	2020
《战神遗迹》	2020
《幻塔》	2020
《梦间集 2》	2020
《一拳超人》	2020
《非常英雄》	2020
端游/主机游戏	
《遗迹：灰烬重生 (Remnant: From the Ashes)》	2H19
《Torchlight Frontiers》	2H19
《完美世界》主机版	2020
《Magic Ascension》	2020
《新诛仙世界》	2021

资料来源：完美世界 2019 年中报，申万宏源研究

2.3 中长期看：搭建蒸汽中国，获取平台属性，享受云游戏红利

2.3.1 Steam：口碑构筑全球最大 PC/主机游戏发行平台

迎合用户需求、不断完善功能，Steam 从封闭式游戏分发平台成长为开放式游戏社区。

Steam 平台在 2003 年诞生之初为 Valve 公司推送旗下游戏更新的平台；2005 年开始推出外部游戏，逐步转变为游戏分发平台；2007 年引入游戏论坛，增加社交属性；2008 年推出“Steam 云”支持同步信息；2011 年推出账号防护系统和创意工坊；2013 年上线游戏玩家测评功能；2017 年上线直接发行系统。经过 16 年发展，Steam 及时关注用户需求，在功能、界面等方面进行了大量修补完善，已成为提供 30000 款各类型游戏，支持聊天、直播和创意探索等多种功能的开放式游戏社区。

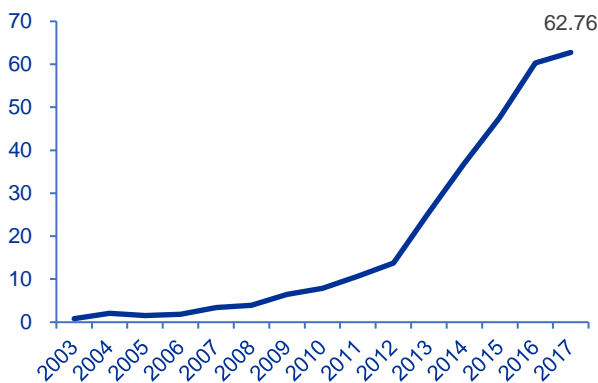
图 29: Steam 功能概览



资料来源: Steam 官网, 申万宏源研究

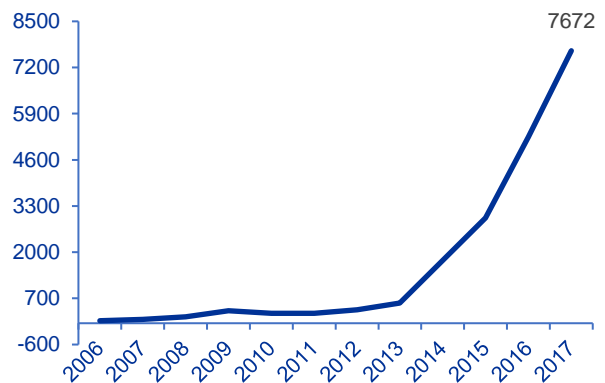
全球最大 PC/主机游戏发行平台, Steam 玩家和游戏数量保持高增长。2017 年 Steam 注册用户数已接近 3 亿人, 5 年 CAGR 超过 330%; 2018 年, 平台 MAU 达到 9000 万, DAU 达到 4700 万, 同时在线用户数峰值达到 1850 万, 每月新增 160 万购买用户。从 2012 年引入青睐之光计划, 由玩家投票决定游戏发行, 到 2017 年推出直接发行计划, 降低了独立游戏的准入门槛, Steam 平台游戏数量快速增长, 目前 Steam 商店提供约 30000 款各类型游戏, 可满足游戏玩家的多元化需求。

图 30: 2003-2017 Steam 新增注册用户数 (百万)



资料来源: SteamSpy, 申万宏源研究

图 31: 2006-2017 Steam 新增游戏数量 (款)



资料来源: SteamSpy, 申万宏源研究

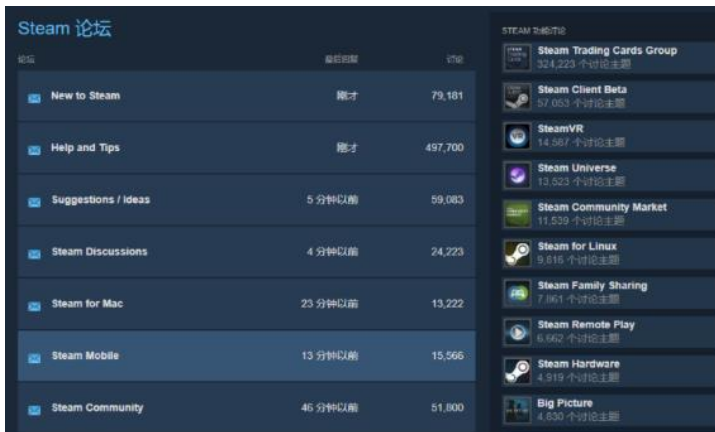
图 32: 2018 年 Steam 官方统计数据



资料来源: Steam, 申万宏源研究

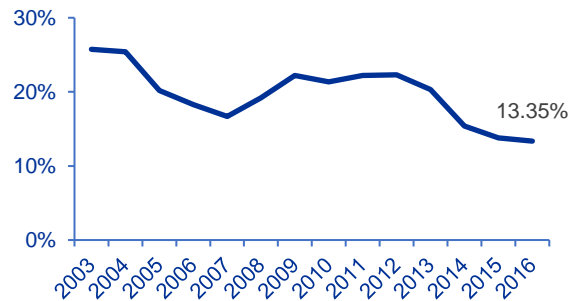
强大社交体系增强用户黏性。 Steam 整合游戏商店和游戏社区, 1) 对于游戏玩家, 聊天直播功能可作为社交方式, 交易功能可使得玩家投入价值提高; 2) 对于开发者, 可根据游戏玩家的反馈及时改进; 3) 对于平台, 推荐功能使得高质量游戏被挖掘, 放大平台口碑效应。根据 SteamSpy, 虽然新用户增加使得平台整体留存率有所下降, 但整体仍保持 13%以上水平。

图 33: Steam 游戏社区用户参与活跃



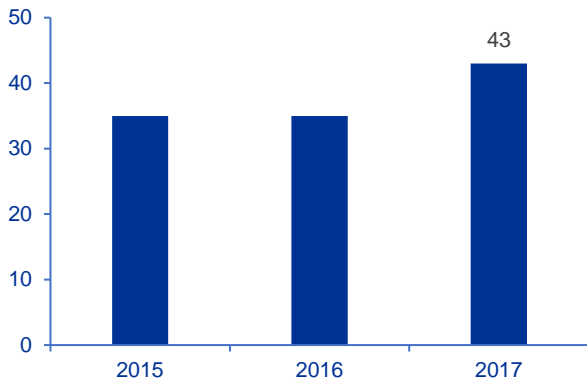
资料来源: Steam, 申万宏源研究

图 34: 2003-2016 Steam 用户留存率 (%)



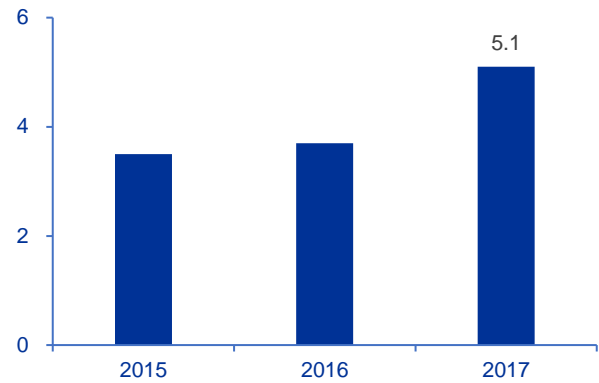
资料来源: SteamSpy, 申万宏源研究

精品游戏聚集效应显著, 头部游戏带动平台收入增长。 Steam 的收入主要来源于付费游戏的分成收入和游戏内购买道具的分成收入, 其中对于付费游戏销售产生的收入, 2016 年为 35 亿美元, 与上一年基本持平; 2017 年在爆款游戏《绝地求生》带动下收入增长到 43 亿美元。《绝地求生》全球销量达到 2780 万份, 对应收入达到 6 亿美元。2017 年排名前 100 的游戏 (占总游戏数量 0.5%) 收入占比达到 50%。

图 35: Steam 付费游戏销售获得收入 (亿美元)


资料来源: SteamSpy, 申万宏源研究

注: 不包含 DLC, MTX 及其他游戏内购买

图 36: Steam 付费游戏总销量 (亿份)


资料来源: SteamSpy, 申万宏源研究

表 5: 2016&2017 Steam 付费游戏销售金额 Top10 比较

排名	2016		2017	
	游戏	销售金额 (百万美元)	游戏	销售金额 (百万美元)
1	《文明 6》	79	《绝地求生》	600
2	《侠盗飞车 5》	74	《CS: GO》	120
3	《CS: GO》	67	《侠盗飞车 5》	83
4	《黑暗之魂 3》	64	《使命召唤: 二战》	41
5	《毁灭战士》	55	《文明 6》	38
6	《古墓丽影: 崛起》	55	《巫师 3: 狂猎》	38
7	《全面战争: 战锤》	55	《神界: 原罪 2》	37
8	《幽浮 2》	51	《幽灵行动: 荒野》	33
9	《全境封锁》	49	《全面战争: 战锤》	22
10	《无人深空》	43	《中土世界: 战争之影》	31

资料来源: SteamSpy, 申万宏源研究

2.3.2 蒸汽平台带来收入增量、搭建与优质研发商合作渠道, 有望受益于云游戏创新红利

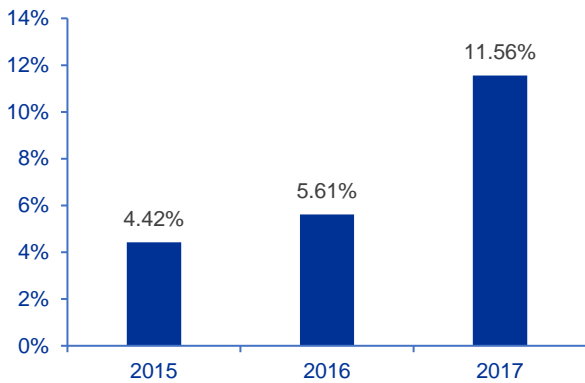
牵手 Valve 建立蒸汽平台 (Steam 中国区代理)。2018 年 6 月 11 日, 完美世界与 Valve 公司签署授权协议建立 Steam 中国。今年 8 月 21 日, 完美世界宣布 Steam 中国正式定名为“蒸汽平台”, 其独立于 Steam 平台, 且拥有独立游戏库, 首批将上线《Dota2》《刀塔霸业》等 40 款游戏, VR 游戏也在计划之中, 预计将与 Steam 平台功能保持一致, 如浏览器、商店、评测、愿望单、社区等。

表 6: 完美世界与 Valve 公司授权协议内容

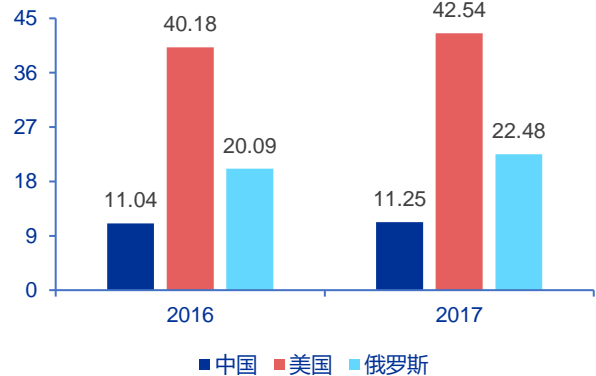
合作内容及方式	1. 完美世界在中国大陆地区建立、运营及推广 Steam 中国。 2. Valve 公司为 Steam 中国的上线及运营提供软件授权及相关技术支持, 同时授权完美世界在 Steam 中国的推广中使用其商标及相关宣传资料。 3. 完美世界负责将 Steam 海外游戏产品引进至 Steam 中国并进行本地化等相关工作, 同时负责推荐及支持中国游戏产品在 Steam 中国的发行及运营。
结算方式	完美世界以现金支付约定金额的预付款, 该款项可用于抵扣未来运营期间产生的、应支付给 Valve 公司的授权款。该授权款按照收入及双方约定的方法计算。

资料来源: 完美世界关于与 Valve 公司签署授权协议建立 Steam 中国的公告, 申万宏源研究

Steam 平台中国用户爆发式增长, 货币化能力仍有挖掘空间。2015 年, Steam 平台中国用户占比 4.42%, 排名第五。2017 年在《绝地求生》带动下, 中国用户占比达到 11.56%, 仅次于美国排名第二, 其中活跃用户占比达到 19.5% 位居第一, 但是中国玩家拥有的游戏数量占比仅为 5.4% (平均拥有游戏 11 款), 不足美国的四分之一, 在用户 Top10 国家中排名末位。目前 Steam 提供的游戏中支持中文的仅有 2000 多款, 占比不足 10%; 此外, 中国玩家在玩联网游戏时需使用网络加速器实现跨服, 汉化、网络以及版号审批等因素一定程度限制了 Steam 平台中国玩家参与度。

图 37: 2015-2017 中国用户占比变化 (%)


资料来源: SteamSpy, 申万宏源研究

图 38: 美中俄玩家平均拥有游戏数量比较 (款)


资料来源: SteamSpy, 申万宏源研究

蒸汽平台承接 Steam 资源和用户优势, 获取平台属性, 在实现收入增量的同时为后续与海内外优质研发商合作打开潜在空间。1) 对于游戏用户, 蒸汽平台保留原版商店、评测和愿望单等功能, 可维持平台与用户情感联系, 通过较低教育成本实现原用户迁移。且蒸汽平台将采用本地化服务器, 低延迟的游戏体验对用户形成较强吸引力。首批上线游戏包含热门游戏大厂及独立制作团队的优质产品, 后续高水准本地化内容有望持续输出, 可满足各类玩家的多元化需求。

2) 对于完美世界, 通过蒸汽平台可触达国内外优秀研发商, 与其建立进一步合作 (获取端转手 IP、合作开发新品等), 在为公司带来收入增量的同时, 也打开了平台化潜在空间。

图 39：蒸汽平台首批上线 40 款游戏

蒸汽平台™		
<ul style="list-style-type: none"> • Romance of the Three Kingdoms XIV (三国志14) • Euro Truck Simulator 2 (欧洲卡车模拟2) • Overcooked 2 (胡闹厨房2) • Dead Cell (重生细胞) • Two Point Hospital (双点医院) • Subnautica (深海迷航) • Unruly Heroes (非常英雄) • Scrap Mechanic (废品机械师) • ABZU (智慧之海) • One Shot • Dragon Cliff (龙崖) • Conqueror's Blade: Frontier (战意：前线) • Luna The Shadow Dust (月影之塔) • The Disappearing of Gensokyo (永远消失的幻想乡) 	<ul style="list-style-type: none"> • Risk of Rain 2 (雨中冒险2) • Touhou Luna Nights (东方月神夜) • DYING: Reborn (临终：重生试炼) • Descenders (速降王者) • Faith of Danschant (神舞幻想) • Hidden Dragon: Legend (隐龙传) • Monkey King: Hero ils Back (大圣归来) • ICEY (艾希) • GuJian (古剑奇谭) • Home Behind (归家异途) • Bright Memory (光明记忆) • Mobile Empire (手机帝国) • OPUS: Rocket of Whispers 	<ul style="list-style-type: none"> • The Scroll Of Taiwu (太吾绘卷) • Chinese Parents (中国式家长) • eSports Legend (电竞传奇) • Raft • Shio (汐) • Basketball Plan (篮球计划) • ROGUELIKE HERO (不当英雄) • RPG Maker MV (RPG制作大师MV) • Manga Maker ComiPo! • Wallpaper Engine • FTL • DOTA 2 • DOTA Underlords (刀塔霸业)

资料来源：蒸汽平台媒体试玩会，申万宏源研究

云游戏时代头部研发商保持高议价能力，拥有稀缺端游、主机游戏研发能力以及蒸汽中国平台的完美世界有望充分受益。云游戏突破硬件设备限制、降低用户使用门槛、扩大用户覆盖面，通过订阅模式获取更长的用户使用时长，有望为优质 3A 游戏厂商开辟新的增量空间。

我们通过总结国外云游戏平台的三种模式发现，**研发商面对云游戏平台依然具备较强的议价能力（决定与云游戏平台分成方式、决定是否在云游戏平台首发产品等）。**

此外，海外仅提供云游戏服务器租赁的云游戏平台倾向于接入 Steam 进行游戏“上云”，若蒸汽平台接入云游戏，有望在云游戏时代率先获得入口，进一步强化平台优势。

表 7：海外三种类型云游戏平台对比

	不提供游戏购买	提供游戏购买无独占内容	提供游戏购买且有独占内容
代表平台	LoudPlay, Geforce Now, LiquidSky, Vortex, Shadow	Onlive, Stadia	Playstation Now, Project xCloud
商业模式	本质是硬件租赁	硬件租赁为主的会员服务+游戏买断分成	订阅收入
研发商意愿	增量市场，愿意提供内容	存在挤出效应，愿意为能扩大用户规模的平台提供内容	自成内容体系，原则上不存在分账问题
发展瓶颈	未强烈影响原有生态，天花板低	订阅制难分账，云服务成本高	云服务成本高
潜在方向	打磨硬件服务提高用户粘性	完善独占内容叠加流量优势有望构筑生态	完善基础设施服务，订阅制推动商业模式升级

资料来源：各云游戏平台官网，申万宏源研究整理

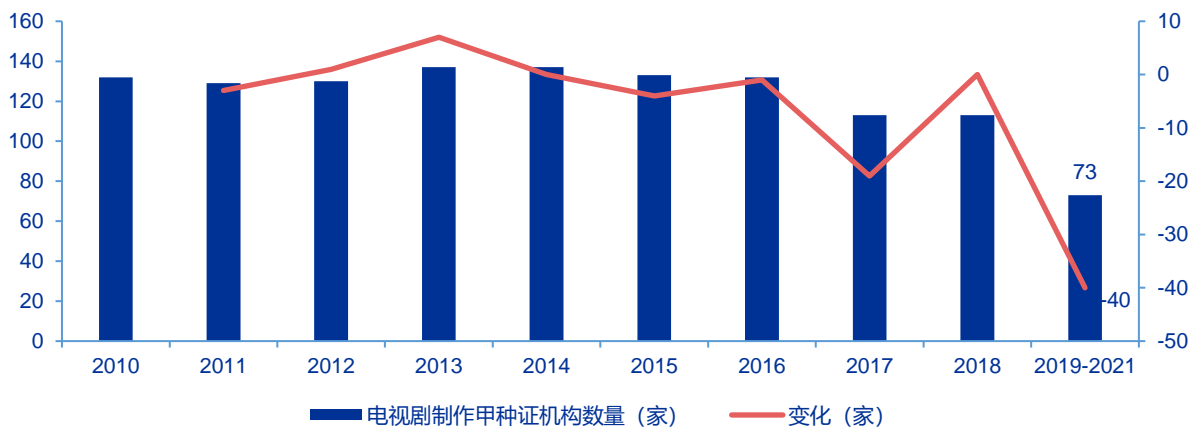
3. 影视：严监管下电视剧行业供给侧持续出清，公司具备较强抗风险能力

3.1 影视内容行业严监管下经历调整，但优质内容依然来自头部公司，期待后续边际改善

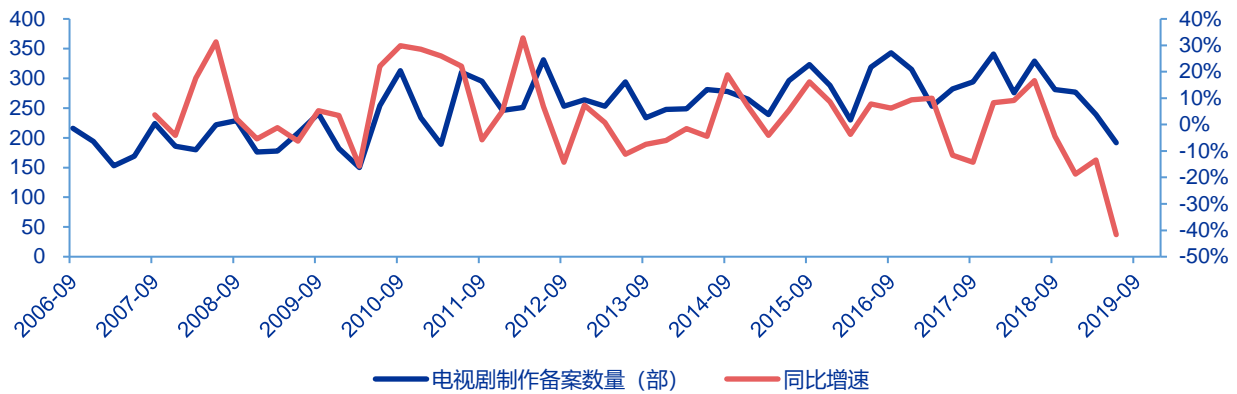
2018 年以来影视内容监管趋严，主要政策包括：1) 网台监管趋同：网剧、网大、网络动画等网生内容也需要由制作公司备案后提交省级广播电视局审核；2) 内容题材引导：鼓励现实题材、限制过度娱乐化的内容；3) 艺人限薪、规范税收。这些举措有助于挤破泡沫，引导形成行业规范，但也对影视公司已经制作完成的项目排期和播出形成较大影响，进而影响收入确认和回款，也使得新增产能减少。另外，2015 年以来，影视行业融资降温也对电视剧公司产生较大影响。短期电视剧行业处于低谷期。

从行业整体看，供给侧持续出清，电视制作机构数、电视剧备案数均下滑。根据广电总局公布 2019-2021 年度《电视剧制作许可证（甲种）》机构名单，中国电视剧制作中心有限责任公司等 73 家机构入选，较 2017 年、2018 年的 113 家下降 35%。从备案数看，18 年下半年以来电视剧备案数持续下滑，19 上半年电视剧备案数共计 611 部，较去年同期 820 部下滑 34.2%。

图 40：电视剧制作甲种证机构数量变化（家）



资料来源：国家广电总局，申万宏源研究

图 41: 电视剧制作备案数量 (截至 2019 年 6 月, 部)


资料来源: 国家广电总局, 申万宏源研究

影视行业正处调整期, 但头部内容依然出自龙头公司。由于项目排期收到监管影响, 且项目制作周期长及前期投入高, 2019 年上半年影视内容行业盈利承压。然而, 头部公司依然保持了较强的内容制作实力, 从云合数据监测的 2018-2019 电视剧有效播放市占率 TOP10 榜单中可以看到, 头部内容依然出自华策影视、完美影视、慈文传媒、正午阳光、新丽传媒等影视制作大厂。

表 8: 2018-2019 连续剧有效播放市占率 TOP10

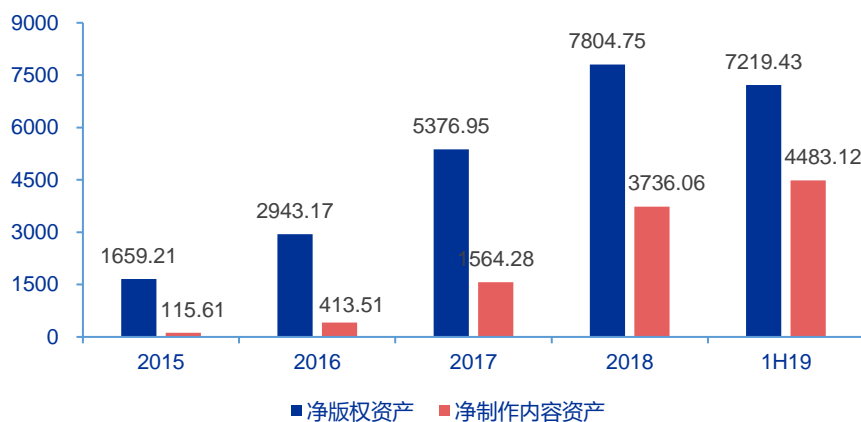
排名	2019 (年初至 9 月 14 日)		2018	
	项目名称	制作机构	项目名称	制作机构
1	知否知否应是绿肥红瘦	正午阳光	延禧攻略	欢娱影视
2	都挺好	正午阳光	香蜜沉沉烬如霜	完美影视等
3	亲爱的, 热爱的	华策影视	如懿传	新丽传媒
4	封神演义	芒果影视等	扶摇	柠萌影业等
5	破冰行动	爱奇艺	你和我的倾城时光	光彩影业、愚恒影业等
6	小女花不弃	完美影视	凉生我们可不可以不忧伤	慈文传媒
7	小欢喜	柠萌影业	谈判官	嘉行传媒等
8	少年派	贰零壹陆影视	猎毒人	捷成世纪等
9	招摇	愚恒影业	三生三世十里桃花	华策影视
10	白发	耀客传媒	恋爱先生	陕西文投等

资料来源: 云合数据, 申万宏源研究

头部剧价格近年快速攀升, 明星限薪+视频网站自制影响下未来价格或将降温。根据中商产业研究院数据, 精品大剧互联网版权价格已由 2015 年初的 100~200 万/集快速增长至 2017 年的 800~1,000 万/集 (《赢天下》800 万/集、《迷航昆仑墟》1,000 万/集), 2018 年《凉生, 我们可不可以不忧伤》单价达到 1480 万, 2019 上映的《都挺好》约 1450 万元/集。2019 头部内容单价依然保持高位, 主要由于 2019 年内容基本在 2018 年采购完成。但随着限薪令效果逐步显现, 以及头部视频网站发力自制优化成本结构, 预计未来头部内容单价或将降温。**我们判断未来头部剧以提价保持或提升份额不是主要路径, 而是扩大产能规模。**

以爱奇艺为例，2015至2019年自制内容净资产占总内容净资产（版权+自制）比例快速增长，占比从2015年的6.5%提升到1H19的38.3%。

图 42：爱奇艺版权和自制内容净资产变化（百万元）



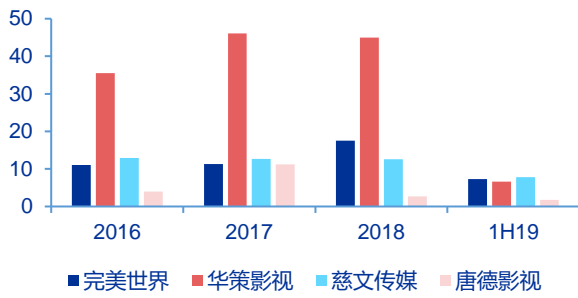
资料来源：爱奇艺财报，申万宏源研究

行业严监管仍将持续，但预计年底至明年影视排期相对常态化，且艺人限薪后电视剧公司生产要素配置有望优化，提升内容质量。今年7月，广电总局发布了《关于做好庆祝新中国成立70周年电视剧展播工作的通知》，控制娱乐性较强的古装剧、偶像剧播出。但是在10月份展播活动结束后，影视排期有望走向相对常态化。

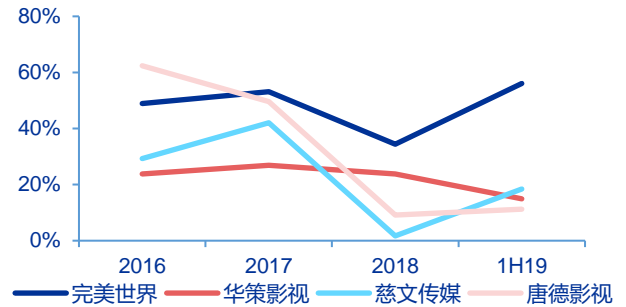
其次，2018年《国家广播电视总局关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》规定每部电视剧/网络剧（含网络电影）全部演员片酬不超过制作总成本的40%，其中主要演员不超过总片酬的70%，预计将使电视剧的生产要素配置得到优化，同等制作成本下编剧、服化道、后期等生产要素有望得到资源倾斜从而提升整体内容质量。

3.2 完美影视业务经营平稳、片单丰富，具备较强抗风险能力

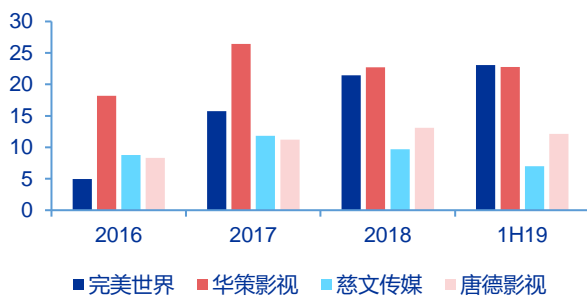
公司电视剧业务跻身行业第一梯队，整体经营平稳。从收入规模角度看，由于项目排期受到监管影响，行业整体呈现收入规模下滑趋势，而完美世界电视剧业务仍实现了56.1%的正增长。从毛利率角度看，公司毛利率平稳且明显高于同行业公司，主要因为公司不过分启用大IP及流量明星，成本结构相对合理；其他电视剧公司联合出品项目较多，分成成本增加使得毛利率下降。从存货角度看，完美存货规模平稳增长，而多数影视公司收缩项目。存货结构上，公司产成品（已拍摄完成并取得发行许可证的项目）占比相对较低，在产品（在拍项目）占比相对较高，反映公司的项目风险相对较小，能够及时确认收入，并且内容储备丰富，业务运转呈现良性循环。

图 43: 2016-1H19 各公司电视剧业务收入 (亿元)


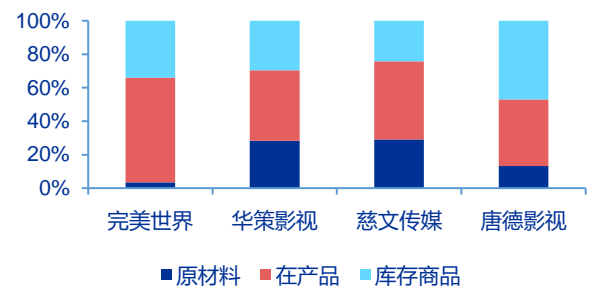
资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

图 44: 2016-1H19 各公司电视剧业务毛利率 (%)


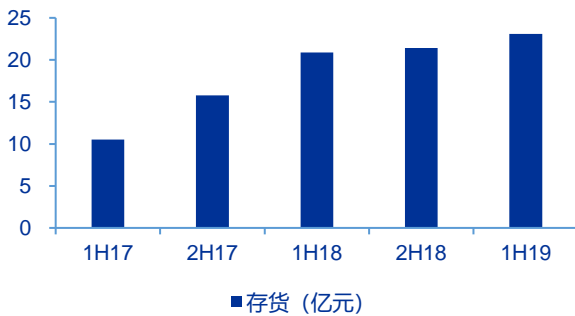
资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

图 45: 2016-1H19 各影视公司存货比较 (亿元)


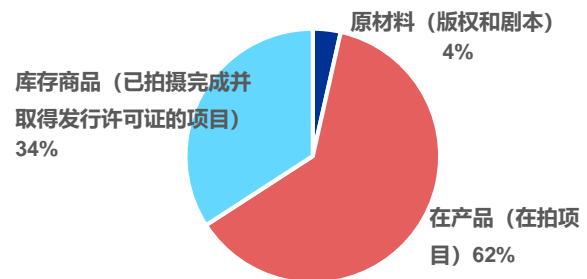
资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

图 46: 1H19 各影视公司存货结构 (%)


资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

图 47: 1H17-1H19 公司存货平稳增长 (亿元)


资料来源: 完美世界财报, 申万宏源研究

图 48: 1H19 完美世界存货结构 (%)


资料来源: 完美世界财报, 申万宏源研究

下半年公司以主旋律片单为主, 三季度预计确认《老酒馆》《山月不知心底事》, 期待年底至明年有边际改善。公司积极响应市场需求, 把握重大宣传节点, 投资拍摄多部正能量、主旋律剧集, 其中《归去来》《老酒馆》等 10 部剧入选“2018-2022 百部重点电视剧选题片单”; 《山月不知心底事》《河山》等 7 部剧入选“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。《暴风眼》《热血同行》《鳄鱼与牙签鸟》等其他剧目也已处于开拍、预热宣传等状态, 各类型题材储备丰富。随着《老酒馆》《山月不知心底事》已于 Q3 上映, 我们预计能实现相关收入确认。期待年底至明年项目排期相对常态化+生产要素配置优化、内容质量提升能够推动行业走出低谷。

图 49：公司主旋律片单

2018-2022百部重点电视剧选题片单	庆祝新中国成立70周年国家广播电视总局优秀剧目展播
《归去来》	《老酒馆》
《最美的青春》	《山月不知心底事》
《黄土高天》	《河山》
《老酒馆》	《新一年又一年》
《圆明园》	
《河山》	
《新一年又一年》	
《碧海丹心》	
《燃烧》	
《第十团》	
	《碧海丹心》
	《燃烧》
	《蓝盔特战队》

资料来源：完美世界 2019 中报，申万宏源研究

表 9：完美世界电视剧储备情况

电视剧	制作进度
《鳄鱼与牙签鸟》	完成制作
《热血同行》	完成制作
《不婚女王》	完成制作
《壮志高飞》	完成制作
《半生缘》	完成制作
《我的健身教练》	完成制作
《幸福的理由》	完成制作
《爱在星空下》	完成制作
《西夏死书》	完成制作
《河山》	完成制作
《碧海丹心》	完成制作
《新一年又一年》	完成制作
《燃烧》	完成制作
《蓝盔特战队》	完成制作
《霍元甲》	完成制作
《暴风眼》	已杀青
《冰糖炖雪梨》	已杀青
《全世界最好的你》	已杀青
《怪你过分美丽》	已杀青
《江山故人》	已杀青
《义无反顾》	已杀青
《家有仙妻》	已开机
《天舞纪》	筹备中
《谜图 1936》	筹备中
《我在天堂等你》	筹备中
《第十团》	筹备中
《最美的乡村》	筹备中
《陆小凤》	筹备中
《猎头局中局》	筹备中
《极限飞行：试飞英雄》	筹备中
《我不结婚的理由》	筹备中
《他知道风从哪个方向来》	筹备中
《小军嫂》	筹备中
《心理大师》	筹备中

资料来源：完美世界财报，新浪网，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 收入与成本预测

收入端：游戏业务方面，7 月底上线的《神雕侠侣 2》流水超预期，Q4《梦间集天鹅座》《我的起源》《笑傲江湖手游》等新产品将贡献增量；明年储备的《梦幻新诛仙》《战神遗迹》等产品由新进核心团队研发，具备较高能见度；长期看公司将保持多端多品类研发优势，蒸汽平台带来增量收入的同时，打开了云游戏潜在空间，我们预计 2019-2021 年公司游戏业务收入增速为 18.4%/28.1%/23.1%，手游是主要推动力。影视业务方面，行业整体受监管影响仍处于调整期，公司下半年主旋律项目较多，相对于同行的抗风险能力强，《山月不知心底事》《老酒馆》已上映，有望为 Q3 贡献业绩，我们预计 2019-2021 年公司影视业务收入增速为-38.0%/18.4%/-9.7%。我们预计公司 2019-2021 年营业总收入增速为 0.1%/26.1%/16.9%（19 年收入增速较低主要由于核心游戏为净额法确认收入）。

表 10：完美世界收入预测（百万元，%）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
游戏	5650	5421	6421	8225	10127
yoy		-4.1%	18.4%	28.1%	23.1%
影视	2279	2613	1620	1918	1732
yoy		14.7%	-38.0%	18.4%	-9.7%
总收入	7930	8034	8040	10143	11859
yoy		1.3%	0.1%	26.1%	16.9%

资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

毛利率：游戏业务授权运营模式使用净收入确认，毛利率较高（《完美世界》手游等）。但公司自身也具备较强发行实力，假设未来没有其他授权运营游戏，公司整体游戏毛利率预计略有回落。我们预计 2019-2021 年游戏业务毛利率为 67.8%/67.0%/64.6%，影视业务毛利率预计保持稳定，公司过往较少采用高成本艺人，成本结构较为合理、毛利率也较高，预计明星限薪对公司毛利率的边际改善较小。我们预计 2019-2021 年公司整体毛利率为 61.0%/60.6%/60.0%。

表 11：完美世界毛利率预测（%）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
游戏业务毛利率	64.7%	66.6%	67.8%	67.0%	64.6%
影视业务毛利率	39.3%	33.5%	34.0%	33.0%	33.0%
整体毛利率	57.4%	55.8%	61.0%	60.6%	60.0%

资料来源：完美世界财报，申万宏源研究

期间费用&净利率：授予运营亦使得销售费用率降低，假设未来没有其他授权运营游戏，费用率将回升。我们预计 19-21 年公司销售费用率为 9.0%/9.5%/9.5%，管理费用和研发费用率预计保持稳定。我们预计 19-21 年公司期间费用率为 35.8%/35.9%/35.8%。预计 2019-2021 年公司归母净利率为 26.0%/24.3%/23.5%。

表 12: 完美世界期间费用预测 (百万元, %)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售费用	744	880	724	964	1127
销售费用率	9.4%	11.0%	9.0%	9.5%	9.5%
管理费用	762	704	655	822	961
管理费用率	9.6%	8.8%	8.2%	8.1%	8.1%
研发费用	1311	1413	1407	1732	2043
研发费用率	16.5%	17.6%	17.5%	17.1%	17.2%
财务费用	190	168	89	124	112
财务费用率	2.4%	2.1%	1.1%	1.2%	0.9%
期间费用率	37.9%	39.4%	35.8%	35.9%	35.8%

资料来源: 完美世界财报, 申万宏源研究

表 13: 完美世界归母净利润预测 (百万元, %)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入	7930	8034	8040	10143	11859
归母净利润	1505	1706	2088	2468	2786
归母净利润率	19.0%	21.2%	26.0%	24.3%	23.5%

资料来源: 完美世界财报, 申万宏源研究

4.2 估值分析与投资建议

我们采用分部估值对完美世界市值空间进行判断, 分部估值下完美世界 2020 年目标市值 481 亿元。

(1) 游戏业务 PE 估值 442 亿元

我们预计游戏业务 19-20 年净利润为 18.7/22.1 亿元, 全球各主要市场的游戏公司存在估值分化, 看海外, 日韩市场中增长预期较强的游戏公司 (如 Netmarble) 2020 年 PE 估值在 25 倍以上, 但过度依赖单一产品/IP 的公司 (如 Gungho/Webzen) 估值仅在 10-11 倍水平线; 欧美市场主要游戏公司 2020 年平均 PE 在 21 倍左右, 各家研发实力均较强, 相对估值差异并不大。看国内, 具备平台属性的腾讯控股和具备强研发实力的网易 2020 年 PE 估值分别为 24 倍、19 倍。完美世界游戏研发能力国内领先, 目前开始进入产能释放期, 增长确定性较强; 公司通过蒸汽平台有望享受平台属性和云游戏红利, 打开估值空间。综合全球游戏市场估值情况, 考虑到 A 股上市的数字娱乐行业龙头具有一定稀缺性, 给予完美世界游戏业务 2020 年目标 PE 20 倍, 对应目标市值 442 亿元。

表 14: 游戏公司估值表 (截至 10 月 13 日)

	2018A	2019E	2020E	2021E
A 股				
三七互娱	19.9	19.1	16.2	14.2
游族网络	16.4	11.9	9.9	8.5
吉比特	14.7	22.0	18.8	16.3
世纪华通	50.1	17.7	14.4	13.7
掌趣科技	-3.1	12.7	11.9	11.3
平均值		16.7	14.2	12.8
中概股				
腾讯控股	33.2	29.5	24.3	20.2
网易	25.7	20.7	19.3	17.6
金山软件	52.7	-	39.2	34.0
平均值		25.1	27.6	23.9
日韩				
NC Soft	27.1	25.5	14.6	12.5
Netmarble	38.0	36.9	26.1	24.4
Nexon	10.4	11.8	12.2	11.7
Gungho	9.5	7.0	9.7	12.0
Mixi	6.0	21.3	20.6	26.5
Webzen	12.4	14.4	11.4	9.4
平均值		19.5	15.8	16.1
欧美				
育碧	20.3	25.9	24.9	20.9
Take-Two	25.3	24.9	21.5	19.0
动视暴雪	20.7	20.5	18.5	16.9
EA	21.8	20.1	18.2	16.6
平均值		22.9	20.8	18.3

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

注 1: Mixi、育碧、Take-Two 和 EA 以 3 月 31 日为当年财年结束, 上表中 2018-2021 对应其 2019 财年至 2022 财年

注 2: 上述预测 A 股公司为 Wind 一致预期, 中概及海外公司为彭博一致预期

(2) 影视业务 PE 估值 39 亿元

我们预计公司影视业务 19-20 年净利润为 2.2/2.6 亿元 (考虑环球片单投资收益和影视基金利息支出)。完美世界电视剧规模 (毛利口径) 处于行业中上游, 可比影视公司 2020 年平均 PE 17.0 倍, 保守给予影视业务 20 年目标 PE 15 倍, 对应目标市值 39 亿元。

表 15：影视公司业绩和估值表（亿元，截至 10 月 13 日）

	总收入	归母净利润	电视剧业务 收入	电视剧业务 毛利	市值	PE	
						2019E	2020E
华策影视	57.97	2.11	44.98	10.69	116	27.7	20.4
慈文传媒	14.35	-10.94	12.56	0.21	37	18.7	13.5
欢瑞世纪	13.28	3.25	11.14	5.75	46		
平均值						23.2	17.0

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：上述公司财务数据均为 2018 年度，市值/PE 截至 19 年 10 月 13 日

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。我们预计完美世界 2019-2021 实现营收 80.4/101.4/118.6 亿元，实现归母净利润 20.9/24.7/27.9 亿元，对应 EPS 1.62/1.91/2.15 元，对应 PE 18/15/13 倍。公司作为研发投入大、产品类型多的优质游戏研发商，牵手腾讯，行业领军地位稳固。短期有核心产品上线、公司新一轮回购等催化剂；中期看游戏储备丰富，产品线能见度和确定性较高；长期看蒸汽平台有望发挥平台优势，结合公司在主机、端游、手游上突出的研发能力，享受云游戏创新红利。影视业务占比较低且基本面触底，后续有望边际改善。我们通过分部估值给予公司 2020 年目标市值 481 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 行业监管政策边际变化风险。网络娱乐行业受到国家相关政策和职能部门监管，监管在许可证发放、题材/品类管理、未成年保护等方面均有涉及，监管政策如边际趋严对公司收入和估值均可能产生影响。

(2) 游戏项目延期/表现不及预期风险。对于游戏公司而言产品制作到上线包含立项、开发、版号申请、测试等多个步骤，项目周期具有不确定性，项目延期将对收入产生影响；项目上线后表现无法准确预测，表现不及预期亦对公司业绩产生影响。

(3) 资产减值风险。公司影视业务在较严的监管环境下，项目销售可能会受到影响，进而产生存货跌价损失以及部分子公司（同心影视）商誉减值风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,930	8,034	8,040	10,143	11,859
营业收入	7,930	8,034	8,040	10,143	11,859
游戏	5,650	5,421	6,421	8,225	10,127
影视	2,279	2,613	1,620	1,918	1,732
营业总成本	6,589	6,769	6,090	7,730	9,078
营业成本	3,381	3,550	3,136	3,996	4,744
游戏	1,994	1,811	2,067	2,711	3,583
影视	1,383	1,738	1,069	1,285	1,160
税金及附加	64	43	43	55	64
销售费用	744	880	724	964	1,127
管理费用	762	704	655	822	961
研发费用	1,311	1,413	1,407	1,732	2,043
财务费用	190	168	90	124	113
资产减值损失	137	10	8	2	0
信用减值损失	0	0	27	36	27
其他收益	69	130	130	130	130
投资收益	183	465	200	200	200
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-1	34	34	34	34
营业利润	1,593	1,892	2,313	2,776	3,145
营业外收支	56	23	76	52	51
利润总额	1,649	1,916	2,389	2,828	3,195
所得税	189	156	236	283	323
净利润	1,460	1,759	2,153	2,545	2,873
少数股东损益	-45	53	65	77	87
归母净利润	1,505	1,706	2,088	2,468	2,786

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

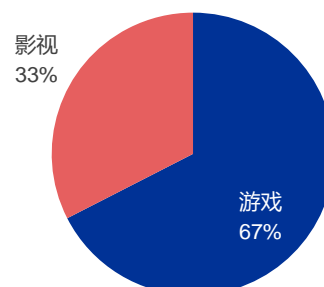
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,460	1,759	2,153	2,545	2,873
加: 折旧摊销减值	417	177	145	147	137
财务费用	292	243	90	124	113
非经营损失	-249	-534	-234	-234	-234
营运资本变动	-1,122	-1,725	-423	-971	-706
其它	6	-50	0	0	0
经营活动现金流	804	-130	1,731	1,612	2,183
资本开支	188	96	-34	-34	-34
其它投资现金流	1,903	3,071	280	280	280
投资活动现金流	1,715	2,976	314	314	314
吸收投资	3	2	-22	0	0
负债净变化	-467	-215	294	294	294
支付股利、利息	380	476	90	124	113
其它融资现金流	-607	-1,264	0	0	0
融资活动现金流	-1,451	-1,952	182	169	181
净现金流	1,032	920	2,227	2,095	2,677

资料来源: wind, 申万宏源研究

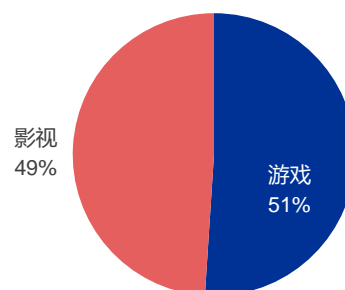
合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,246	10,783	13,397	16,426	19,781
现金及等价物	3,236	4,229	6,455	8,551	11,228
应收款项	2,680	2,875	3,175	3,685	4,063

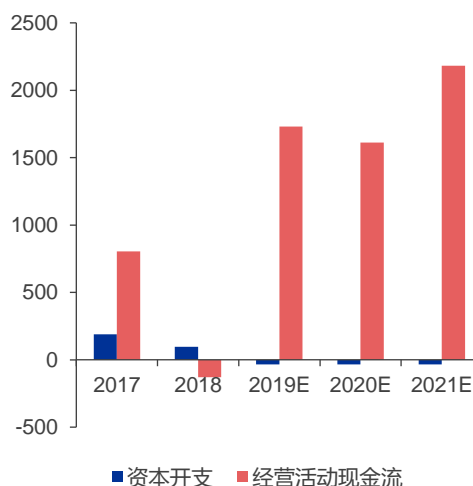
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



存货净额	1,576	2,142	2,230	2,652	2,953
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,754	1,538	1,538	1,538	1,538
长期投资	3,237	3,452	3,452	3,452	3,452
固定资产	491	362	312	262	211
无形资产及其他资产	2,610	1,380	1,321	1,262	1,203
资产总计	16,585	15,978	18,483	21,402	24,649
流动负债	5,215	3,921	3,921	3,921	3,921
短期借款	1,724	1,270	1,270	1,270	1,270
应付款项	1,861	1,466	1,466	1,466	1,466
其它流动负债	1,631	1,185	1,185	1,185	1,185
非流动负债	2,583	2,748	3,042	3,336	3,629
负债合计	7,798	6,669	6,963	7,257	7,551
股本	1,386	1,386	1,364	1,364	1,364
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,557	2,491	2,491	2,491	2,491
其他综合收益	-86	-28	52	132	212
盈余公积	128	151	180	214	253
未分配利润	2,979	4,438	6,497	8,931	11,678
少数股东权益	823	870	935	1,012	1,099
股东权益	8,787	9,309	11,520	14,145	17,098
负债和股东权益合计	16,585	15,978	18,483	21,402	24,649

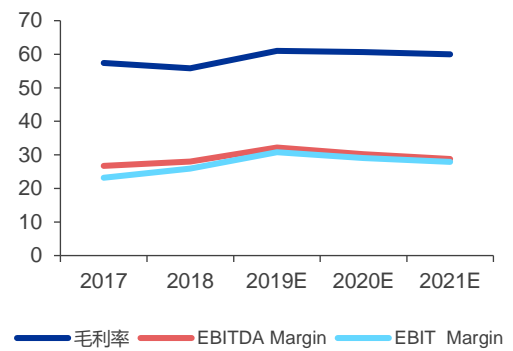
资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

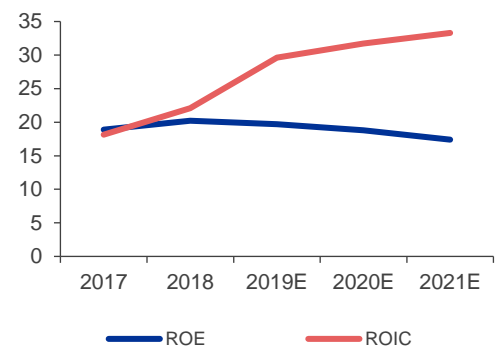
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	1.14	1.30	1.62	1.91	2.15
每股经营现金流	0.61	-0.10	1.34	1.25	1.69
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	6.06	6.42	8.19	10.16	12.38
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	18.1	22.1	29.6	31.7	33.3
ROE	18.9	20.2	19.7	18.8	17.4
毛利率	57.4	55.8	61.0	60.6	60.0
EBITDA Margin	26.7	28.0	32.2	30.2	28.8
EBIT Margin	23.2	25.9	30.8	29.1	27.9
营业总收入同比增长	28.8	1.3	0.1	26.1	16.9
归母净利润同比增长	29.0	13.4	22.4	18.2	12.9
资产负债率	47.0	41.7	37.7	33.9	30.6
净资产周转率	1.00	0.95	0.76	0.77	0.74
总资产周转率	0.48	0.50	0.44	0.47	0.48
有效税率	12.9	10.8	10.8	10.8	10.8
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	24.9	21.9	17.6	14.9	13.2
P/B	4.7	4.4	3.5	2.8	2.3
EV/Sale	4.7	4.5	4.3	3.2	2.6
EV/EBITDA	17.7	16.1	13.3	10.6	8.9
股本	1,293	1,293	1,293	1,293	1,293

资料来源: wind, 申万宏源研究

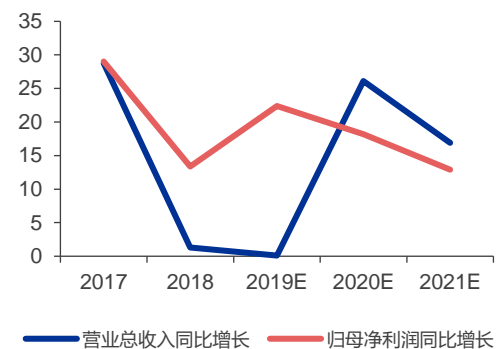
经营利润率(%)



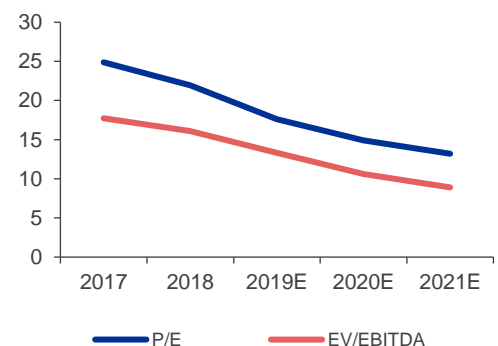
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。