万联证券 WANLIAN SECURITIES

内容为王趋势下，游戏持续向好&影视边际改善

——完美世界（002624.SZ）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020 年 09 月 06 日

报告关键要素：

完美世界股份有限公司是国内大型影游综合体，业务涵盖游戏、影视两大板块，影视业务于 2015 年借壳上市，游戏业务 16 年实现上市。公司 20H1 实现营收 51.44 亿元（YoY+40.7%），实现归母净利润 12.71 亿元（YoY+24.5%），实现扣非归母净利润 11.52 亿元（YoY+18.4%）。游戏业务增速亮眼（营收 20H1 同增 51.79%），影视业务库存加速去化，边际向好趋势明显。短期看，游戏业务方面下半年新品丰富有较高流水预期，中长期看布局云游戏、Steam 国内代理等打开长期增长空间。

投资要点：

- **游戏业务亮眼，短期展望可见度高：**1）MMORPG 品类吸金、生命周期在众多游戏类型中处领先地位，公司为 MMORPG 龙头公司，20H1 市占率 22.5%；2）公司递延收入/营收比重大幅领先于一众 A 股公司，该指标是未来营收的先行指标，既反映不俗吸金能力，亦是短期业绩的实现保障；3）7 月《新神魔大陆》上线表现亮眼，后续仍有《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》等新品待上线，产品接力展望良好。
- **影视业务库存去化加速，深度绑定主创人员的机制下发展可持续：**1）库存去化方面，19 年全年仅 7 部剧确认收入，20H1 就有 8 部剧已确认收入，库存去化效果显著；2）多元化题材布局，目前有多部作品储备，主旋律片单踩准重大宣传节点值得期待，如 21 年建党 100 周年重磅制作《光荣与梦想》献礼片；3）间接股权、排他性协议绑定主创，实现利益协同保证稳定输出，年轻团队也在逐渐孵化。
- **云游戏及 Steam 国区落地预期加持，长期空间更为广阔：**云游戏打开游戏行业空间，5G 落地后有望加速发展，公司作为为数不多的端游、手游、主机全布局的 CP 方，将更长久的受益于此，目前首款旗舰云游戏已推出，原生云游戏在研；Steam 中国有望放大公司海外业务的优势，亦促进电竞布局，有望打通公司电竞领域全产业链。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入为 109.43/134.54/161.59 亿元，对应 EPS 为 1.27/1.45/1.56 元，现价（9 月 4 日收盘价 35.98 元）对应 PE 为 29.16X/25.44X/23.69X。**首次覆盖，给予“增持”评级。**
- **风险因素：**政策监管风险、行业竞争程度加剧、新产品上线进度和表现不及预期、新技术变革不及预期。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,039	10,943	13,454	16,159
增长比率（%）	0.1%	36.1%	22.9%	20.1%
净利润(百万元)	1,503	2,462	2,821	3,029
增长比率(%)	-11.9%	63.8%	14.6%	7.4%
每股收益(元)	0.77	1.27	1.45	1.56
市盈率(倍)	47.8	29.2	25.4	23.7

资料来源：Wind、万联证券研究所

基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	完美世界（北京）数字科技有限公司/35.06%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,939.63
流通A股（百万股）	1,789.82
收盘价（元）	35.98
总市值（亿元）	697.88
流通A股市值（亿元）	643.98

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 09 月 04 日

相关研究

分析师： 夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理： 杨岚

电话：17620199511

邮箱：yanglan1@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、游戏+影视双轮驱动，打造文化娱乐产业集群 4
1.1 国内领先影游综合体，主打 MMORPG 类型手游 4
1.2 社保资金继续增持，参股公司在港股上市 6
1.3 游戏业务为核心增长点，影视业务包袱卸除 7
2、游戏：精品化成主流，龙头 CP 优势凸显 11
2.1 手游市场进入成熟期，公司创收能力业内领先 11
2.2 从行业看公司，优质研发商议价能力提升 14
2.2.1 头条系入局，发行业务竞争加剧 14
2.2.2 游戏版号严审常态化，头部效应愈发突出 15
2.2.3 公司研发投入领先同业，技术壁垒不断增厚 16
2.3 IP 为基，核心品类加码、新品类拓展，短期业绩可见度高 18
2.3.1 IP 生命力强，长线运营能力出色 18
2.3.2 核心品类树立牢固优势，新品类拓展增量 20
2.4 品质手游出海受认可，提早布局海外市场 21
2.5 云游戏布局先行者、Steam 平台逐步落地，长期想象空间打开 22
2.5.1 云游戏将至，游戏市场空间进一步打开 22
2.5.2 端游优势+加码云技术，首款旗舰云游戏已推出 23
2.5.3 Steam 国内独代，助力出海&电竞领域布局 25
3、影视：库存加速消化，边际向好趋势确定 27
3.1 行业遇资本退潮，剧集追求流量+口碑 27
3.1.1 影视资本遇冷、剧集减量提质，优质内容受追捧 27
3.1.2 用心打造精品主旋律剧集，优质当代题材作品霸屏 29
3.2 工作室+股权绑定主创，充分激发内生创作动力 29
3.3 库存去化加速，新品可期 30
4、盈利预测与估值 31
5、风险提示 32

图表 1：公司发展历程 4
图表 2：公司在营游戏一览 4
图表 3：集团业务板块 5
图表 4：公司股权结构 7
图表 5：2016-2020H1 公司营收入及同比增速 7
图表 6：2016-2020H1 公司归母净利润及同比增速 7
图表 7：2016-2019 年公司营业收入结构 8
图表 8：2016-2019 年公司毛利结构 8
图表 9：2017-20H1 公司费率变动 8
图表 10：2016-2020H1 存货金额及其占总资产比重 9
图表 11：2017-20H1 年公司现金流变动情况 9
图表 12：2016-2019 年公司 ROE(TTM) 10
图表 13：2017-20H1 公司各业务毛利率 10
图表 14：15-19 年国内手游市场用户规模 12
图表 15：15-19 年国内手游市场销售收入 12
图表 16：15-19 年中国手游市场 ARPU（元） 12
图表 17：20H1 收入 Top100 手游类型分布 13
图表 18：16-19 年 MMORPG 市场规模及占比 13
图表 19：《完美世界》手游自上线以来排名情况 13
图表 20：20H1 最吸金手游厂商 Top7（iOS） 13

万联证券

图表 21：国内主要游戏公司递延收入占游戏收入比重 14
图表 22：20H1 手游增长榜 Top100 厂商上榜次数 Top7（iOS） 15
图表 23：19H1&20H1 头部手游公司活跃用户规模份额 15
图表 24：19H1&20H1 头部手游公司总时长份额 15
图表 25：17H1-20H1 公司 VS 行业营收增速 16
图表 26：17-20.8 国产网络游戏发放版号数量 16
图表 27：20 年至今部分游戏厂商获版号数量 16
图表 28：17-19 年 A 股主要游戏公司研发费率 17
图表 29：16-19 年 A 股主要游戏公司研发人员占比 17
图表 30：公司已发行游戏中自研比例 17
图表 31：2016-2021E 中国 IP 手游市场规模及占比 18
图表 32：19 年手游流水测算榜 Top10 19
图表 33：公司部分手游产品上线一年内 iOS 畅销榜排名推移情况 20
图表 34：当前储备的游戏项目 20
图表 35：20 年 6 月中国手游发行商收入 Top30 21
图表 36：20 年 7 月中国手游发行商收入 Top30 21
图表 37：2019-2022E 中国云游戏市场规模 22
图表 38：云游戏兴趣用户对云游戏的终端选择情况 23
图表 39：云游戏兴趣用户对各类产品的选择情况 23
图表 40：百亿市值以上上市游戏公司云游戏布局状况 23
图表 41：百亿市值以下上市游戏公司云游戏布局状况 23
图表 42：《新神魔大陆》宣传图 24
图表 43：《新神魔大陆》上线至今排名趋势 24
图表 44：中国电竞产业链图谱 25
图表 45：Steam 中国区官方网站首页 25
图表 46：公司电竞赛事举办情况 26
图表 47：2017-2021E 中国电竞市场规模 26
图表 48：2017-2021E 中国电竞用户数量 26
图表 49：15-19 年文娱行业投融资规模变化情况 27
图表 50：15-19 年文娱行业单笔投资金额及同比增速 27
图表 51：15-20H1 获得发行许可的电视剧总部数和平均单部集数 28
图表 52：18-19 年上新剧平均豆瓣评分 28
图表 53：18-19 年有效播放量 Top10 平均豆瓣评分 28
图表 54：19 年主旋律剧集豆瓣最高评分 Top10 中完美影视占 2 席 29
图表 55：公司旗下主要影视子公司/工作室 30
图表 56：20 年至今公司参与制作或出品电视剧一览 31
图表 57：2019-2022E 主营业务情况及预测（单位：亿元） 32

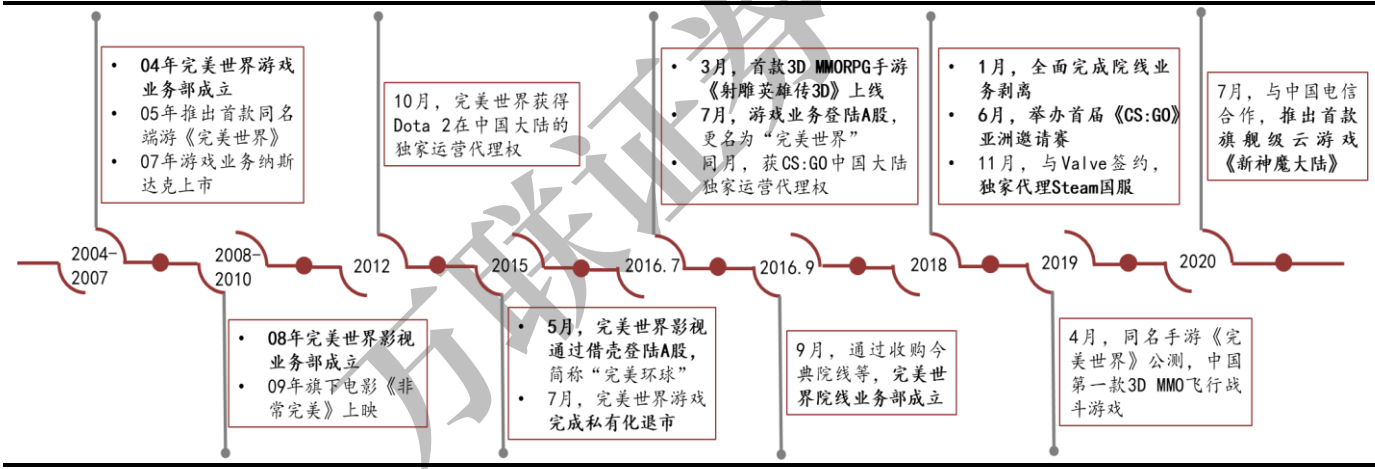
广发证券

1、游戏+影视双轮驱动，打造文化娱乐产业集群

1.1 国内领先影游综合体，主打MMORPG类型手游

以端游起家，携手影视业务A股上市。游戏业务前身创立于1997年，2004年游戏业务部正式成立，主打3D端游，05年推出爆款游戏《完美世界》，一举成为当时国内端游领域七大巨头之一，07年于纳斯达克上市（证券代码：PWRD）。目前，游戏产品覆盖PC端、移动端及云端，**是国内少有实现终端全覆盖的游戏厂商。**2008年影视业务部成立，次年推出第一部电影《非常完美》，目前已参与创作及发行了100多部电视剧，获专业奖项超200个。公司以影视业务为上市主体，于2015年借壳登陆A股（证券代码：002624.SZ），由于受到手游冲击、在美股估值过低等因素影响，**游戏业务以私有化方式退出纳斯达克，并于16年回归A股**，与影视业务合并，16年7月正式更名为“完美世界”，成为当时国内最大的影游综合体。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、万联证券研究所

主打MMORPG类型手游，延续端游的累积优势。据伽马数据，20H1公司在手游MMORPG细分领域的市占率达22.5%。公司最成功的端游之一《完美世界》，以高水平的3D制作和创新的飞行、御剑玩法，成为当时最风靡的MMORPG端游，而由于具有技术、人才等优势，MMORPG手游转型也水到渠成。16年连续推出多款包括《射雕英雄传3D》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》，3款手游最高排位都进入了App Store游戏畅销榜Top5，游戏类型都为MMORPG。**同年手游业务便以21.55亿元的营收超过端游业务，标志着端转手取得阶段性成效。**据七麦数据显示，19年推出由腾讯独代的同名自研手游《完美世界》，上线前便已收获超1000万用户的预约，首日便斩获App Store游戏畅销榜第1位，随后连续4个月占据Top10。目前公司仍在上架的手游中，超过80%都为MMOPRG手游，且都具有不俗的榜单排名表现。

图表2：公司在营游戏一览

类别	游戏名称	游戏类型	上线时间
手游	神雕侠侣	MMORPG	2013 年 8 月
	射雕英雄传 3D	MMORPG	2016 年 3 月
	倚天屠龙记	MMORPG	2016 年 5 月
	新诛仙	MMORPG	2016 年 9 月
	火炬之光	RPG	2016 年 12 月
	射雕英雄传	MMORPG	2017 年 6 月
	梦间集	模拟经营	2017 年 7 月
	烈火如歌	MMORPG	2018 年 4 月

万联证券

	新武林外传	MMORPG	2018 年 5 月
	轮回诀	MMORPG	2018 年 6 月
	完美世界	MMORPG	2019 年 3 月
	云梦四时歌	RPG 卡牌	2019 年 6 月
	神雕侠侣 2	MMORPG	2019 年 8 月
	新笑傲江湖	MMORPG	2020 年 1 月
	梦间集天鹅座	模拟经营	2020 年 5 月
	新神魔大陆	MMORPG	2020 年 7 月
端游	完美世界	MMORPG	2005 年 11 月
	武林外传	MMORPG	2006 年 7 月
	完美国际	MMORPG	2006 年 12 月
	诛仙 3	MMORPG	2007 年 5 月
	赤壁	MMORPG	2008 年 1 月
	热舞派对 MAX	休闲舞蹈	2008 年 3 月
	口袋西游	MMORPG	2008 年 10 月
	神鬼传奇	MMORPG	2009 年 4 月
	梦幻诛仙 2	MMORPG	2009 年 10 月
	神鬼世界	MMORPG	2010 年 12 月
	神雕侠侣	MMORPG	2012 年 9 月
	笑傲江湖 OL	MMORPG	2013 年 10 月
	神魔大陆 2	MMORPG	2013 年 10 月
	DOTA2	MOBA	2013 年 12 月
	无冬 OL	RPG	2015 年 2 月
	面条人	RPG	2016 年 7 月
	创世战车	STG	2017 年 7 月
	CS:GO	FPS	2017 年 9 月
主机	隐龙传：影踪	RPG	2017 年 8 月
	赦免者	RPG	2017 年 8 月
	迷城之光	解谜类	2017 年 9 月
	愤怒军团：重装	射击类	2017 年 12 月
	深海迷航	沙盒类	2018 年 1 月
	洪潮之焰	RPG	2018 年 1 月
	非常英雄	RPG	2019 年 1 月
	Don't Even Think	射击类	2019 年 7 月
	遗迹：灰烬重生	RPG	2019 年 8 月
	拯救世界特别小队	SLG	2019 年 9 月

资料来源：完美世界游戏官网、万联证券研究所

背靠九大板块，充分利用集团化优势。集团共有游戏、影视、电竞、动画、教育、院线、传媒、文学和互联网商务九大板块，其中上市公司完美世界涵盖游戏、影视、电竞板块。板块之间的相互联动，如游戏与动画合作共同开发自有IP、教育的指向性人才培养为其余各个板块输送人才等，充分发挥集团内部协同效应，公司将获得更多渠道、业务方面的支持，形成以“游戏+影视”双轮驱动并带动其他板块的发展模式。

图表3：集团业务板块

万联证券



资料来源：集团官网、万联证券研究所

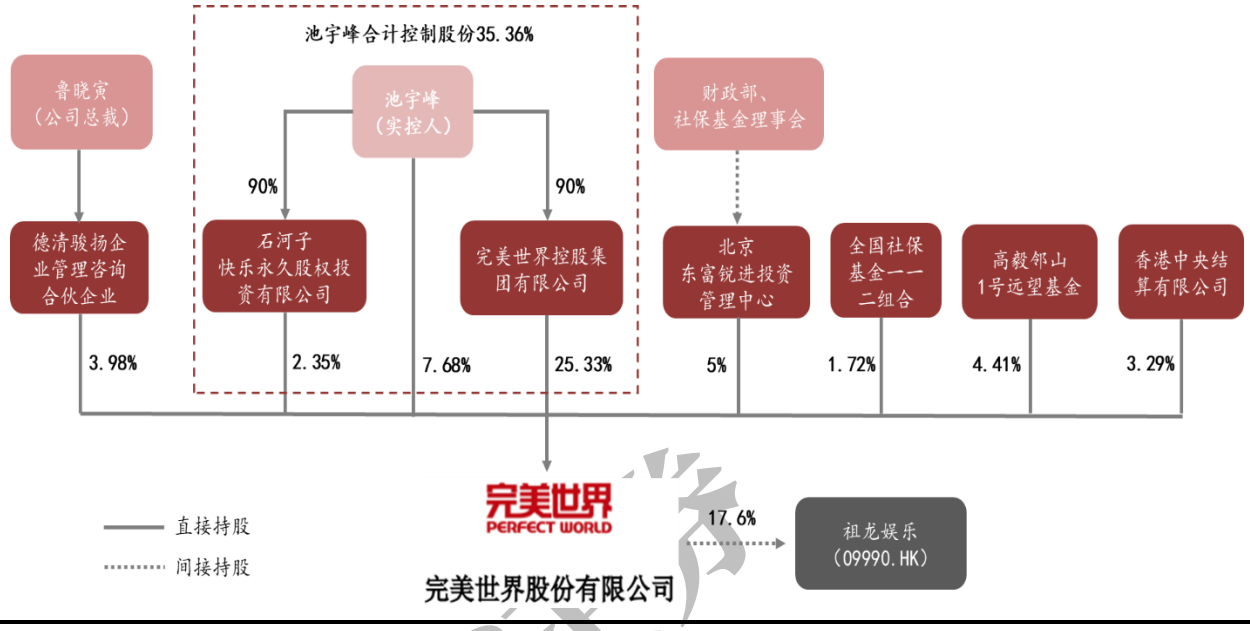
万联证券

1.2 社保资金继续增持，参股公司在港股上市

创始人主动出让股份，社保基金继续加码。公司与快乐永久、完美控股构成一致行动人，实控人为池宇峰先生，截至20年8月完美控股、池宇峰先生、快乐永久三者共计持股比例为35.37%，与19年末相比减少了12.29%，其中9.33%为主动减持。20年7月6日过户完成，北京东富锐进以协议转让方式从完美控股处受让股份，持股比例为5%，成为公司第三大股东，其实控人为由财政部和社保基金理事会共同设立的东方资管，加上原有的社保一一二基金组合，与社保相关的资金持股比例共计6.72%。16年公司设立股权激励计划和员工持股计划，目前持股比例共为1.16%，存续期将于20年12月15日届满。高毅邻山1号远望基金于20Q1成为公司新进十大股东之一，截至20年8月持有公司股份4.41%，Q2增持2.75%。

参股公司在港交所上市，合作关系紧密。祖龙娱乐（09990.HK）于20年7月15日在港交所上市，公司通过下属全资海外子公司间接持有祖龙娱乐17.60%股份。祖龙娱乐前身为祖龙工作室，于1997年创办，04年3月与完美控股合并，实控人李青先生时任集团的首席开发官。祖龙娱乐于14年9月脱离完美世界独立运作，专注于MMORPG手游开发。目前，完美控股是祖龙娱乐主要客户兼前五大供应商之一，双方于20年6月签订《完美世界游戏合作框架协议》，主要内容包括IP的开发和运营、图像设计服务等，形成战略合作关系。

图表4：公司股权结构

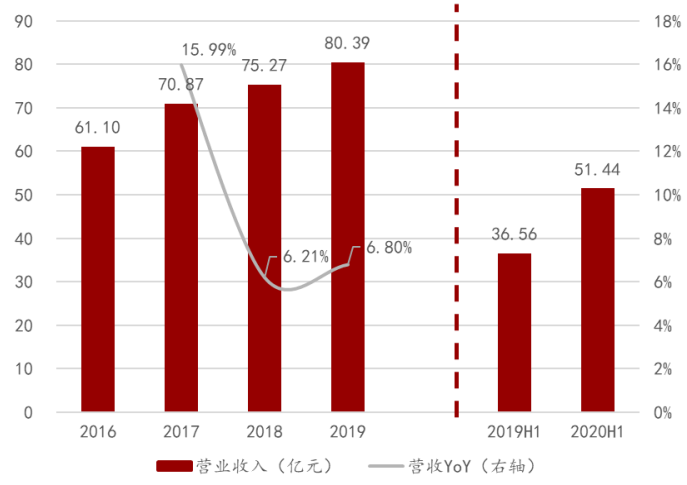


资料来源：公司财报、公司公告、万联证券研究所

1.3 游戏业务为核心增长点，影视业务包袱卸除

19年影视业务拖累盈利，目前不利因素已消除；游戏业务增长显著。19年两大核心板块此消彼长，营业收入为80.39亿元（YoY+6.80%，剔除院线业务收入后计算而得），增长基本平稳。归母净利润为15.05亿元（YoY-11.92%），主要因影视行业整体监管趋严所造成的影响，包括：1）影视板块业务收缩，营收同比下降54.90%；2）天津同心影视业绩不及预期，提取商誉减值3.51亿元释放风险；3）影视剧备案数锐减，提取存货跌价损失3.56亿元。随着影视行业进入阶段性转型，公司发挥自身内容制作优势，加快库存去化，不利因素已充分消除。**公司20H1半年报显示，20H1营收51.44亿元（YoY+40.68%），归母净利润12.71亿元（YoY+24.53%），扣非归母净利润11.52亿元（YoY+18.42%）。**

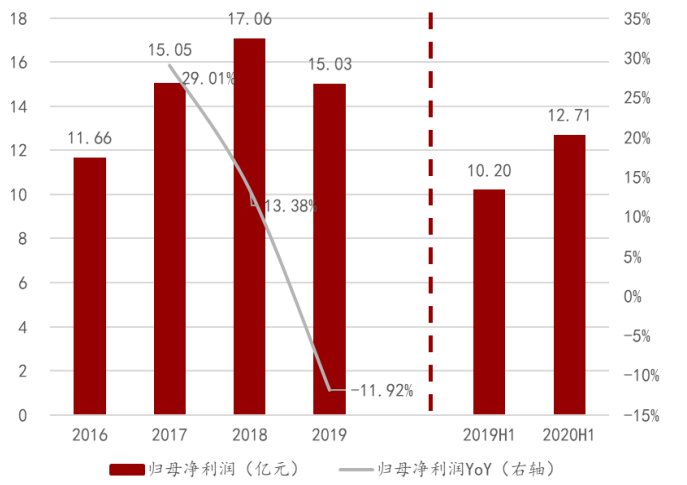
图表5：2016-2020H1公司营收入及同比增速



资料来源：公司财报、万联证券研究所

注：剔除院线业务收入

图表6：2016-2020H1公司归母净利润及同比增速

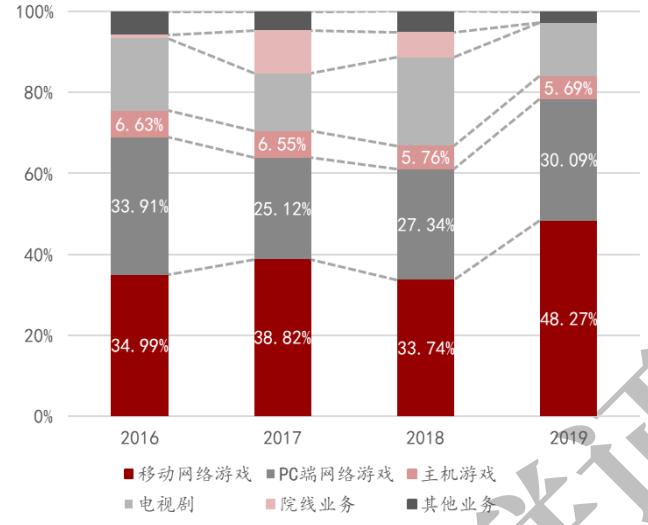


资料来源：公司财报、万联证券研究所

以游戏板块为业务核心，手游毛利贡献度最高。游戏始终为公司的业绩主力贡献业务，营收、毛利贡献约为7-9成。19年游戏板块占营业收入85.34%，其中移动端、PC

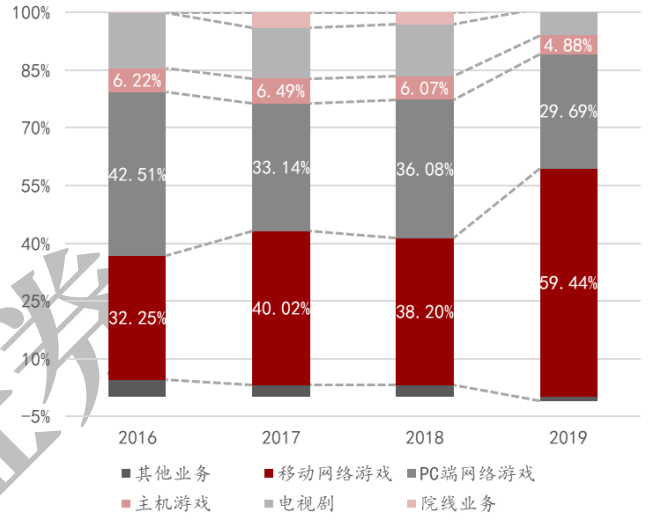
端和主机游戏分别占48.27%、30.09%、5.69%，19年移动端游戏比重较18年提高14.53pct。影视业务方面，19年电视剧营收为10.60亿元（YoY-39.38%），收入、毛利贡献度分别下滑至13.19%、6.96%，主要受剧集行业监管趋严、审批和上线节奏减缓所影响，20H1 7.54亿元（YoY+3.22%），基本与上年持平，下降趋势得到缓解。

图表7：2016-2019年公司营业收入结构



资料来源：公司财报、万联证券研究所

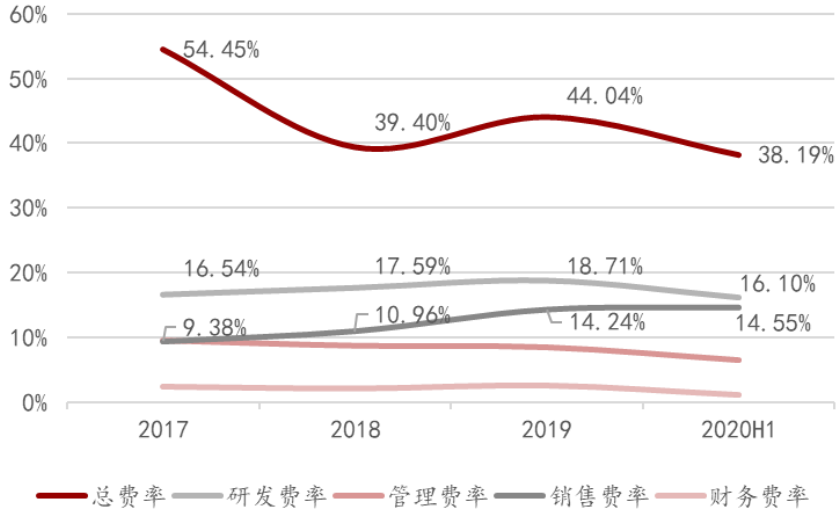
图表8：2016-2019年公司毛利结构



资料来源：公司财报、万联证券研究所

总体费率基本稳定，主要支出为研发和销售费用。销售费率近年有所抬升，从18年10.96%上升至20H1的14.55%，原因主要有：1）新上线手游涵盖MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型，数量繁多、题材多样，要求营销方面投入更多资金；2）发行团队形成立体化营销体系时间不长，仍处于探索阶段，正寻找内容创新与破圈机会，宣传效率尚未到达最高水平，未来有望降低。研发费率始终在高位运行，20H1研发费率为16.10%，对研发的重视使得公司保持游戏研发在业界的领先水平，为布局云游戏等新兴赛道做足准备。

图表9：2017-20H1公司费率变动

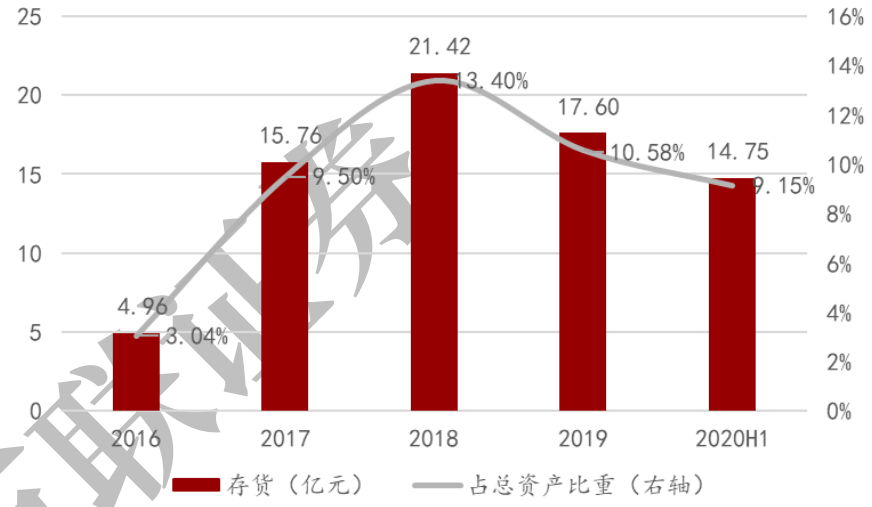


资料来源：公司财报、万联证券研究所

通过积极去库存，直面影视业务转型问题。公司存货主要包括影视业务的剧本成本和制作成本，制作中的电影、电视剧在拍摄完成并取得《电影片公映许可证》或《电视

剧发行许可证》后转入入库商品，19年已入库的电影、电视剧成本占存货比重68%。受影视市场及行业整体环境等因素影响，公司在影视业务上采取“减量提质”战略，资金倾斜于优质作品，同时在疫情期间观影需求上升、新剧无法开机的行业大背景下，并未对剧集业务产生较大负面影响，反而通过加速库存消化回流资金。**20H1公司存货为14.75亿元，占总资产比重9.15%，较19年底下降1.43pct。**值得注意的是，由于新收入准则要求，自发游戏的递延成本计入存货科目，使得影视业务库存下降未能充分通过报表体现出来。

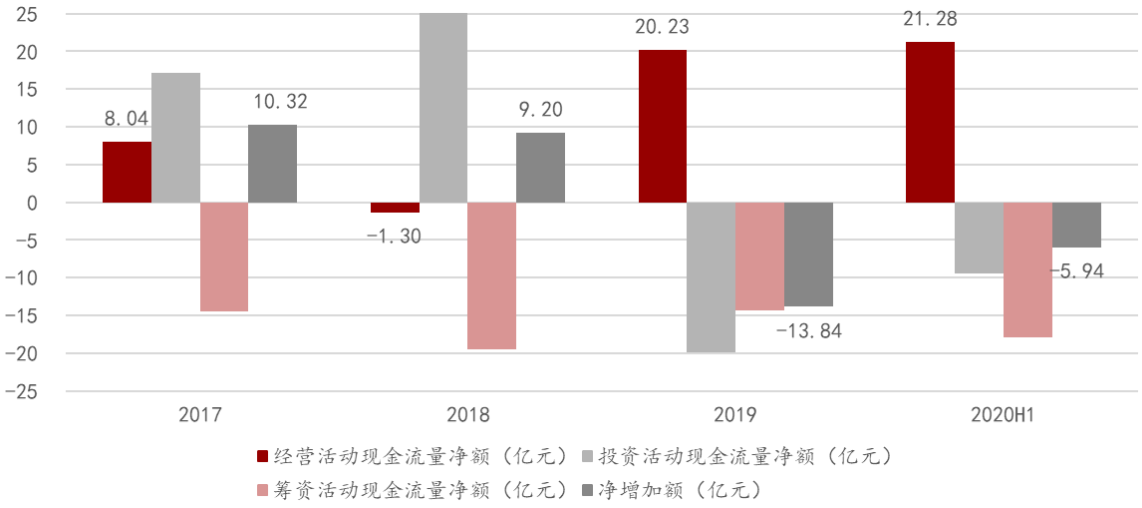
图表10：2016-2020H1存货金额及其占总资产比重



资料来源：公司财报、万联证券研究所

新上线手游表现出色，经营活动现金流显著提升。经营活动现金流从18年的-1.3亿元提高到20.23亿元，主要系本期新上线手游表现良好带来的流水增加，以及影视剧精品化投资策略下现金支出减少所致。18年公司全面剥离院线业务，当年取得股权转让款，带来投资活动现金流入大幅提高，19年增加对结构性存款、理财产品的投资及购置固定资产、无形资产及其他长期资产的支出，投资活动现金净流出19.94亿元，对现金流量净额造成暂时性冲击。随着非经常项目的影响消失，游戏业务的良好表现将保证后续公司现金流整体保持在较为充沛的状态。

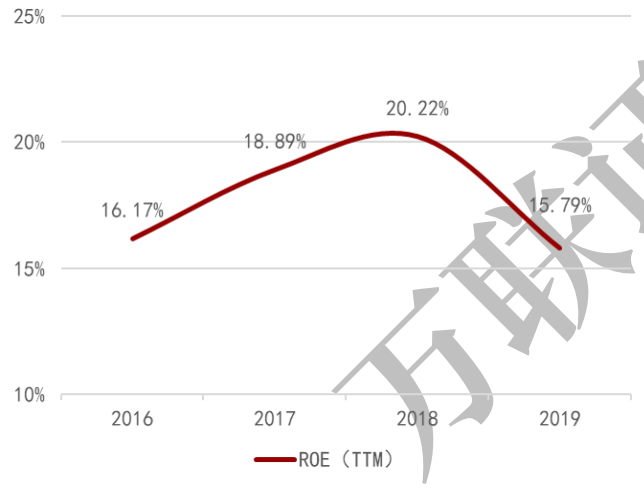
图表11：2017-20H1年公司现金流变动情况



资料来源：公司财报、万联证券研究所

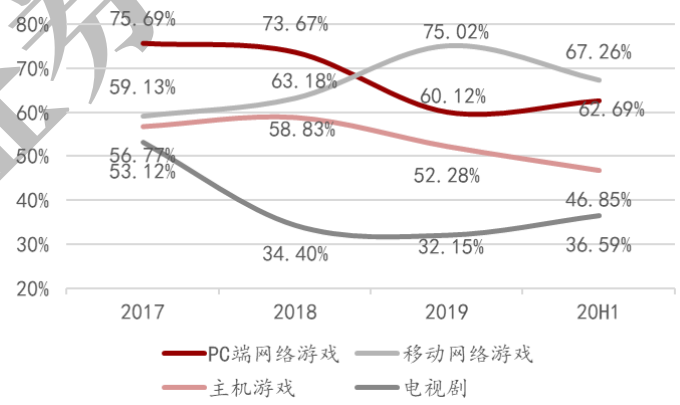
游戏业务毛利率波动属正常经营范畴，影视业务毛利率有望提升。19年公司动态ROE为15.79%，较18年下降4.42pct，整体盈利能力轻微下降，主要在于销售净利率和权益乘数的下降，19年销售利润率下降2.55pct至18.69%，权益乘数从1.99下降至1.82。**游戏业务方面，**手游自主发行占比提升，主机游戏、端游代理发行占比提升，导致毛利率均出现不同程度的降低，但这仅是业务特性导致的差异，无需担忧。**影视业务方面，**内外因素共同作用导致毛利率水平出现暂时性下降。1）外部：电视剧内容监管趋严冲击，平台购剧压价幅度大于制作成本下降幅度；2）内部：公司自18年起开始培养年轻团队，项目毛利率水平不如在溢价能力和作品把控上远高于市场平均水平的成熟导演，电视剧毛利率从17年53.12%陡然降至19年的32.15%，且电视剧行业周期较长，影响具有持续性。随着加速去库存、内容精品化，电视剧业务毛利率重回往常水平在望。

图表12：2016-2019年公司ROE(TTM)



资料来源：公司财报、万联证券研究所

图表13：2017-20H1公司各业务毛利率



资料来源：公司财报、万联证券研究所

万联证券

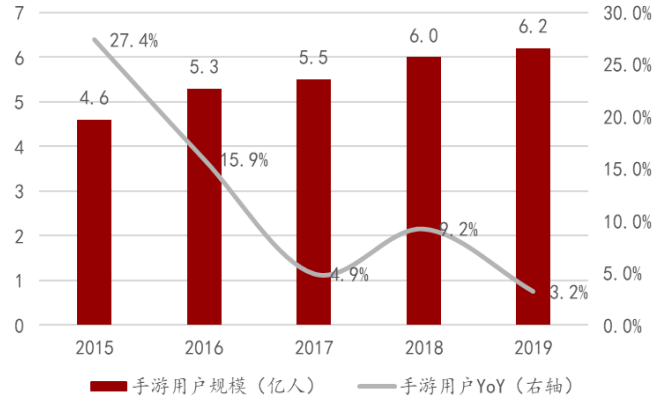
2、游戏：精品化成主流，龙头CP优势凸显

2.1 手游市场进入成熟期，公司创收能力业内领先

手游市场规模呈不断上升趋势，用户数量趋于平稳，行业步入ARPU主导增长阶段。19年手游市场行业规模为1581.1亿元，占整个游戏产业比重为68.5%，15-19年CAGR为32.4%，对于整个游戏产业而言，快速增长的手游行业已逐渐占据主导地位；手游用户数量达6.2亿人，占游戏用户比重96.88%，较18年上升1.64pct，用户数量基本处于饱和状态，新增用户拓展空间不大。同时，19年手游用户增速为3.2%，与18年相比下降6pct，但市场规模增速达18.03%，**手游用户规模趋于稳定，行业逐渐步入存量竞争阶段，即通过不断提升自身手游产品吸金能力，提高ARPU以抢占市场份额**。19年手游市场ARPU为255.02元，同比增长14.22%。

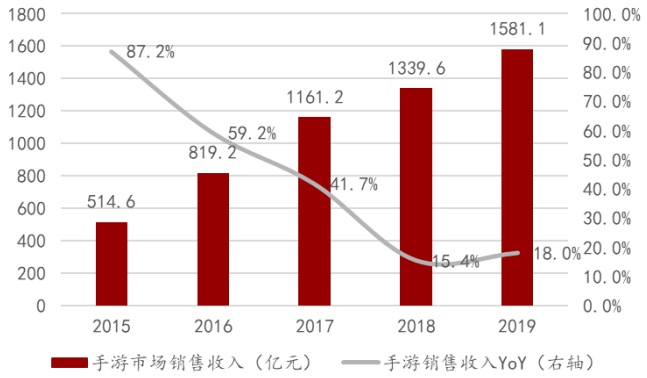
万联证券

图表14：15-19年国内手游市场用户规模



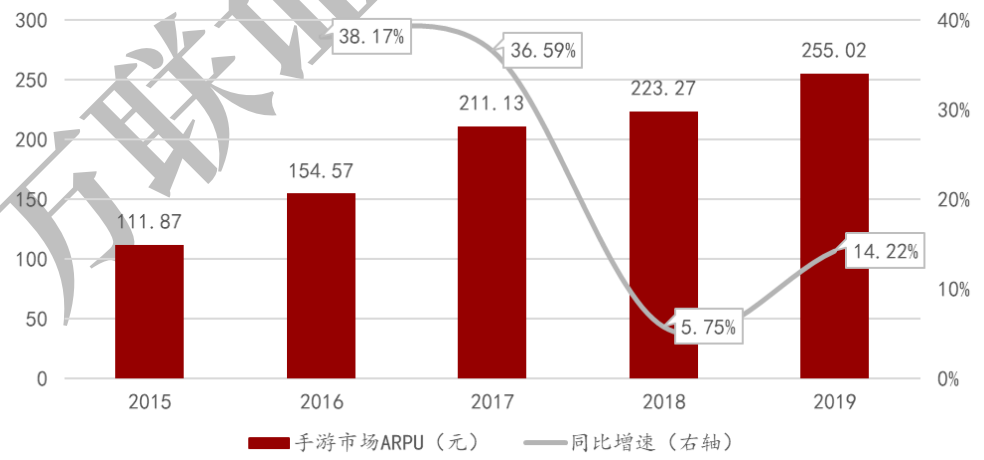
资料来源：游戏工委、万联证券研究所

图表15：15-19年国内手游市场销售收入



资料来源：游戏工委、万联证券研究所

图表16：15-19年中国手游市场ARPU（元）

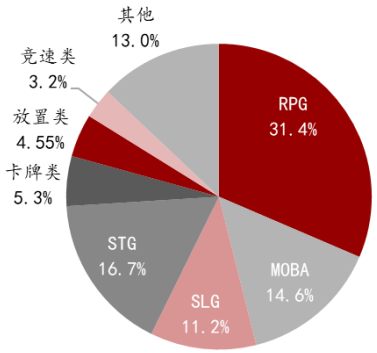


资料来源：游戏工委、万联证券研究所

MMORPG类型手游作为基石品类，在吸金能力上占据优势，增速高于行业整体水平。与其他游戏类型对比，MMORPG是更好的细分赛道，与其他热门品类相比，SLG虽ARPU高但国内受众不高，MOBA/STG等DAU高但ARPU低。1）ARPU高，用户规模大：19年MMORPG的ARPPU为256.5元，次高的CCG类型游戏仅为161.6元。根据Frost&Sullivan统计，19年MMORPG类型手游市场规模达488亿元，占手游行业比重26.86%，在各类型手游中占比最高，且虽受手游市场增长放缓、版号收紧等因素影响，19年MMORPG手游市场规模依然保持26.4%的较高增速，位列各类型手游第二位，根据音数协《2020年1-6月中国游戏产业报告》，20H1营收Top100中RPG类型游戏占比31.44%，为第一大品类；七麦数据20H1最吸金手游Top100中，RPG占比31/100，高居首位。2）生命周期长，用户黏性高：该类型游戏能允许大量用户组队，并在游戏世界中互动，逐渐演化出社交功能，有效提高用户粘性和投入时间，根据Frost&Sullivan测算，相较于国内所有手游的平均生命周期（3-12个月），MMORPG平均生命周期更长（8-18个月）。尽管技术进步对游戏行业的改造使得新热点频现，但RPG仍是用户最长情的选择。2014年起3D技术的爆发，游戏一度向画面冲击力更强、参与度更高的“短平快”趋势发展，但随着此类型游戏的同质化现象日趋严重，用户新鲜感也逐渐下降，RPG仍为玩家的第一大选择。

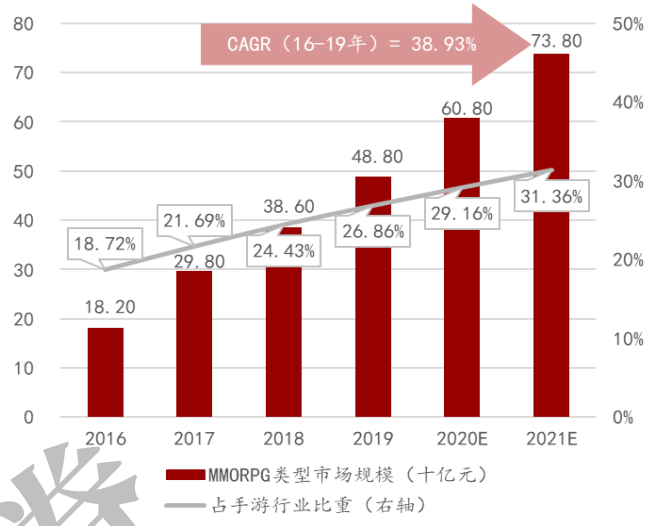
万联证券

图表17：20H1收入Top100手游类型分布



资料来源：游戏工委、万联证券研究所

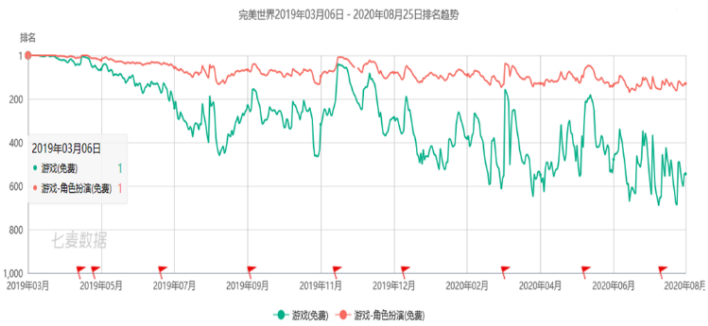
图表18：16-19年MMORPG市场规模及占比



资料来源：Frost&Sullivan、万联证券研究所

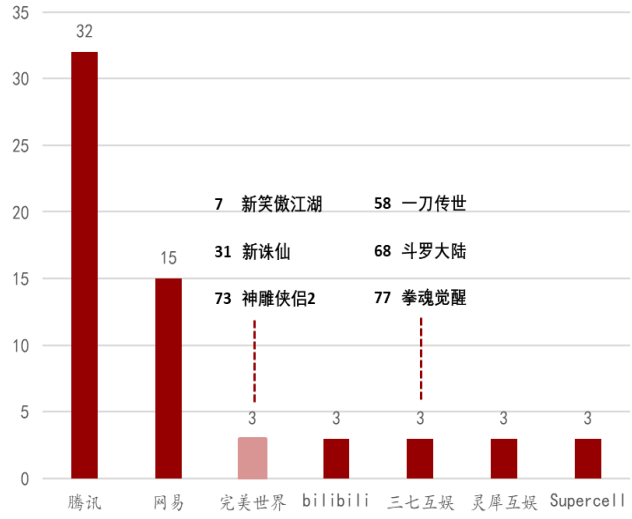
公司作为国内MMORPG领域龙头，旗下多款口碑手游创造大量流水。《完美世界》手游2019年3月公测至今，在国内iOS游戏畅销榜平均排名第18名，20H1最高至该榜单第6名，20年1月流水仍过2亿，具有较长的生命周期；19年12月上线的新游《新笑傲江湖》在年轻化方面做得较好，与腾讯、网易的大IP产品在同一时间窗口上线仍有突出表现，首月流水将近4亿；**20年7月上线的《新神魔大陆》表现更加突出，首日流水破千万，据公司预测，预计首月流水约为4到5亿元。**根据七麦数据的监控及模型测算显示，8月IOS平台日均收入约$52万。根据七麦数据的统计，20H1最吸金手游厂商（iOS渠道）排名中，完美世界居Top3。

图表19：《完美世界》手游自上线以来排名情况



资料来源：七麦数据、万联证券研究所

图表20：20H1最吸金手游厂商Top7（iOS）

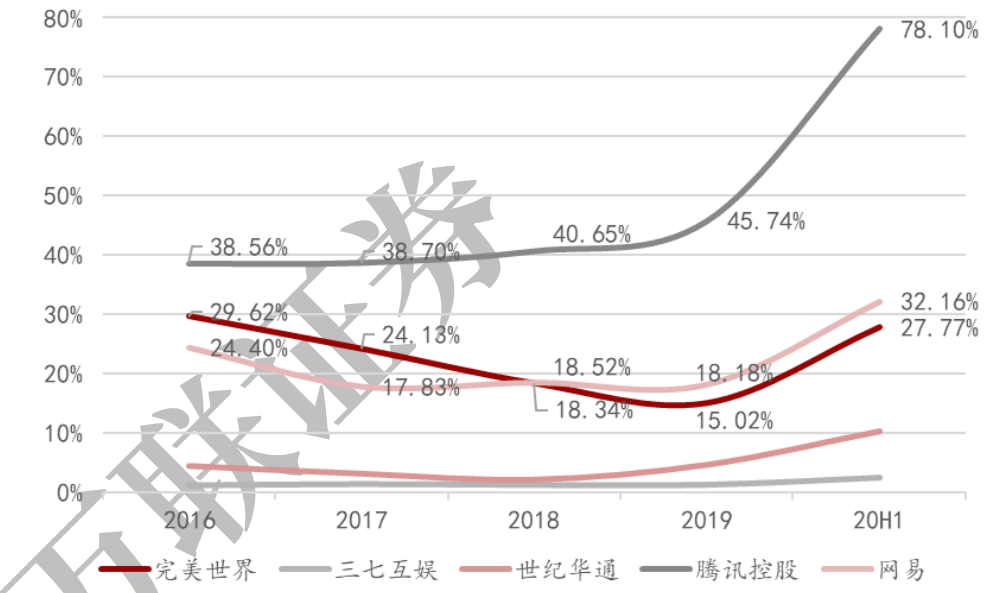


资料来源：七麦数据、万联证券研究所

公司递延收入占比与网易相当，业绩可见度高。递延收入体现已充值而未消费的游戏流水，将会被延期确认为收入，按公司收入确认标准，端游、主机游戏充值平均在180天内确认收入，手游充值则为90天，同时递延比例还作为业绩的先行指标，直接反映产品的运营和吸金能力。腾讯递延收入占比超50%，处于领先地位；公司和网易处于同一水平，无论是占比还是变化趋势，二者基本保持一致；而其余游戏公司递延收入占比仍处于较低水平。19年公司递延收入占游戏收入比重15.02%，与18年相比下降

3.32pct，主要因为部分新游由腾讯独代导致收入以净额法确认，且收入不递延。根据QuestMobile统计，无论是活跃用户规模还是总时长，公司份额占比都不及网易，但二者递延收入占比却较为接近，体现重度手游较强的吸金能力，公司在MMORPG领域布局取得较好成果，产品用户ARPU较高。**20H1公司递延收入12.51亿，相较19年末提升了约2亿，已售出尚未充值游戏点卡0.45亿元，增量主要来自《新笑傲江湖》、《CS：GO》等的递延。**

图表21：国内主要游戏公司递延收入占游戏收入比重



资料来源：各公司财报、万联证券研究所

注：收入指当期销售收入，即当期报表收入-上期递延收入+本期递延收入

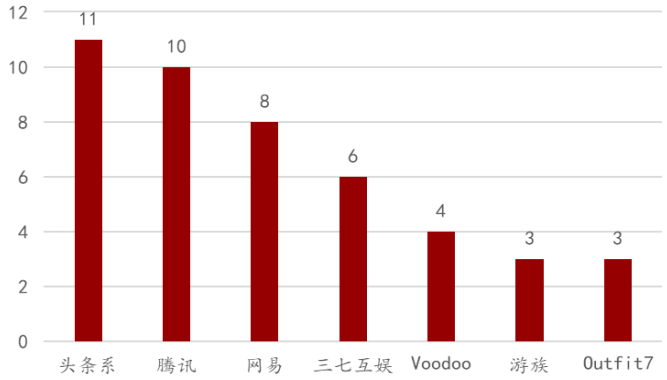
2.2 从行业看公司，优质研发商议价能力提升

2.2.1 头条系入局，发行业务竞争加剧

渠道方同时担任发行角色，所代理手游或将获得流量倾斜。对于即将推广的未发布游戏，渠道方一般会给出内部评级后确定流量分配，后续会根据市场表现调整。如果渠道方直接与开发商对接，甚至联合研发，则流量分配将更有侧重性。参照头条系做法，借助自家平台的流量池，通过对所代理的手游进行相关的视频推广、植入下载入口等方式转化用户。头条系所代理的多款手游都曾在抖音等平台中出现，更有些产品的相关话题达到了过亿的播放量。

头条系入局，发行领域竞争加剧，上游CP或将因此受益而获更高分成。头条系在休闲游戏布局并快速取得成效，发行业务成绩亮眼，抢占其他发行商市场空间。根据七麦数据发布的《2020上半年中国手游iOS最强用户增长榜》，头条系共11款游戏上榜（包括Ohayoo的10款、朝夕光年的1款），在各厂商中排名第一，其中《我功夫特牛》、《脑洞大师》、《宝剑大师》、《是特工就上一百层》等多款游戏更是一度成为霸榜App Store游戏免费榜Top1。高质量产品愈发成为稀缺资源，精品内容将成为争相抢夺对象，优质CP商议价能力提升。

图表22：20H1手游增长榜Top100厂商上榜次数Top7（iOS）



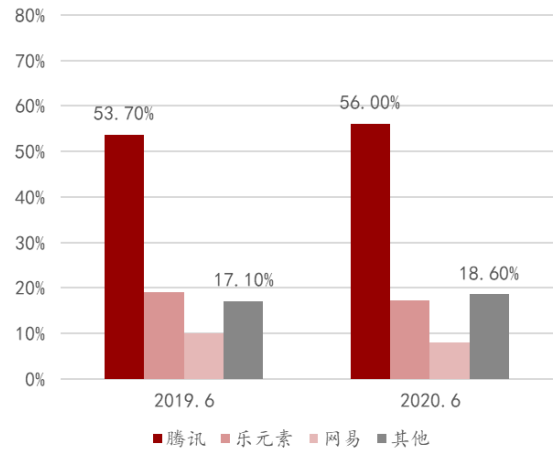
资料来源：七麦数据、万联证券研究所

2.2.2 游戏版号严审常态化，头部效应愈发突出

版号收紧具有持续性，手游市场整体环境得到改善。18年3月29日，原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》，称因机构改革，将影响游戏审批工作进度，游戏版号将暂停发放，此次暂停长达近九个月，直至18年12月游戏版号才重新发放。19年版号发放已完全恢复，但缩量现象明显，国产网络游戏发放版号数量为1383个，甚至少于18年的2082个，截至20年8月本年版号已发放807个，预计20年版号发放数量与19年持平。渠道方也严格配合执行，20年8月初苹果大规模下架了无版号游戏，仅1号当天App Store中国区就下架游戏2.7万款。版号强监管有效防止“马甲包”、“套版号”等乱象出现，有利于改善行业基本面。

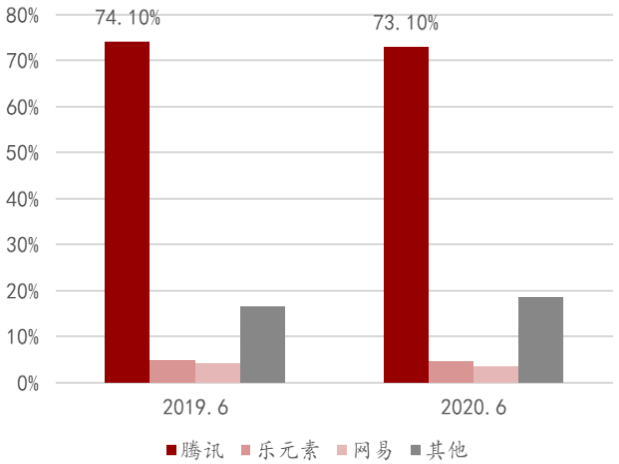
行业集中度愈发集中，完美位居第二梯队。根据QuestMobile的数据，无论是用户规模还是总时长，腾讯依然牢牢占据国内手游行业头名，且优势明显、份额稳定。20年6月，腾讯活跃用户规模占总用户比重56%，总时长份额达73.1%，远超其他企业。随着手游行业发展趋于成熟，业内逐渐转变为存量竞争，精品内容将成为争取用户的必要武器，研发作为精品内容的开发基础，优质CP或将在之后更为激烈的市场竞争中崭露头角。**随着行业步入ARPU拉动增长阶段，高基数下增速有所放缓，公司营收增速远跑赢行业整体，头部效应充分显现。**

图表23：19H1&20H1头部手游公司活跃用户规模份额



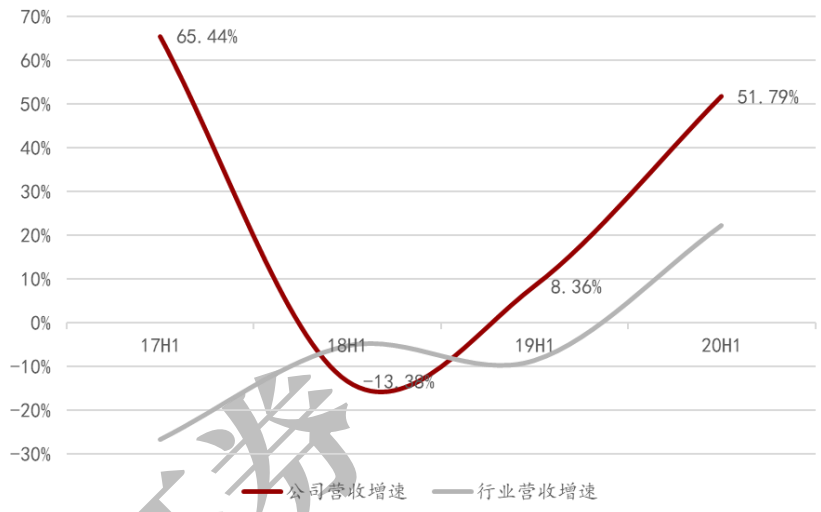
资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

图表24：19H1&20H1头部手游公司总时长份额



资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

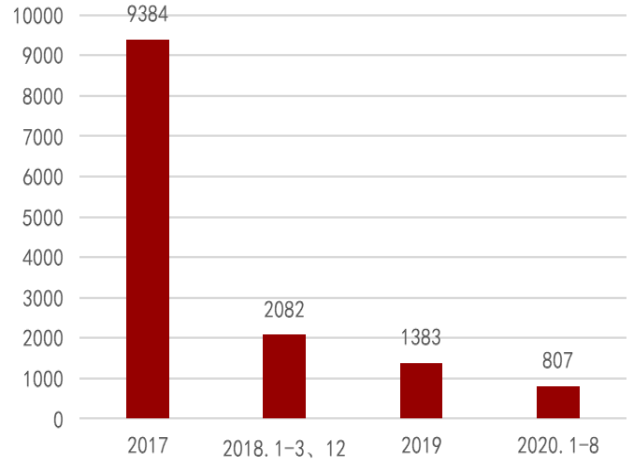
图表25：17H1-20H1公司VS行业营收增速



资料来源：Wind、游戏工委、万联证券研究所

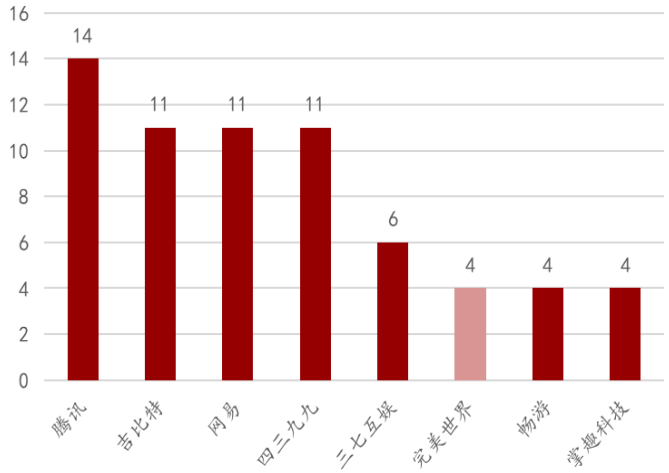
版号稀缺、研发商优势凸显。公司手握多个版号蓄势待发，产品保持较高研发创新质量。20年至今，公司共有4款手游获得版号，其中《新神魔大陆》上线后表现十分亮眼，其余三款未上线游戏的TapTap评分都在8.3-8.6之间。这三款中，《梦幻新诛仙》定位为公司20年旗舰级手游，该产品不同于以往“诛仙”IP打造的MMORPG手游，为开放世界3D即时回合制RPG，属于回合制领域创新产品，由天智游工作室开发，团队包括原《神武》端、手游负责人在内的一众回合制领域资深开发人员，同时产品或使用了UE4引擎开发，画面强调质感与细节。

图表26：17-20.8国产网络游戏发放版号数量



资料来源：国家新闻出版署、万联证券研究所

图表27：20年至今部分游戏厂商获版号数量

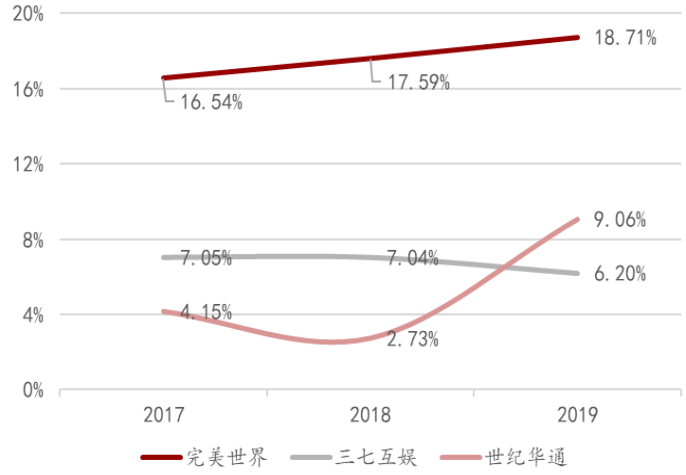


资料来源：国家新闻出版署、万联证券研究所

2.2.3 公司研发投入领先同业，技术壁垒不断增厚

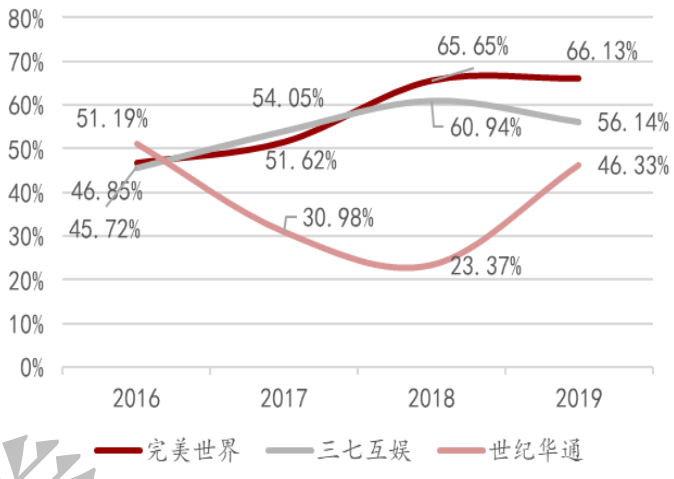
与同业相比，研发的资金、人员投入都较大。19年公司研发费用占营收比重为18.71%，较18年上升1.12pct，远高于世纪华通的9.06%和三七互娱的6.20%，研发资金投入较大。人员方面，游戏业务在A股上市后研发人员数量占比不断攀升，从16年46.85%到19年66.13%，跃升为三者中的首位。

图表28：17-19年A股主要游戏公司研发费率



资料来源：Wind、万联证券研究所

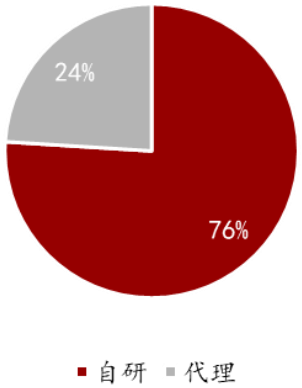
图表29：16-19年A股主要游戏公司研发人员占比



资料来源：Wind、万联证券研究所

自研能力出色，内容研发、通用技术并重。公司坚持“内容为体 技术为翼”的发展之道，1）通用技术：积累了强大的游戏引擎研发及应用实力，公司在引擎技术方面表现尤为突出，自主研发的Angelica 3D、Cube、Raider、Eparch 2D和ERA等业内领先游戏引擎，足以支撑在移动端、PC端乃至主机端进行游戏开发，同时能实现高品质3D技术应用，突出仅有3D环境下才能体现的游戏特色，手游的御剑飞行、空中群战及角色捏脸等技术，都是基于强大的游戏引擎开发能力和服务器程序研发能力。2）内容研发：20年公司游戏项目共18个，所有的游戏都是自研，而19年游戏项目中自研比例为83.33%，暂时减少代理项目，集中精力于自研项目，是公司对于研发能力提升的需求。自研的游戏中，通用技术嵌入其中，应用了VR、AR、人工智能、云计算等前沿技术应用，加入由AR人体骨骼识别技术、AR面部识别、折叠屏、高帧率、高分辨率等技术所衍生的一系列功能。

图表30：公司已发行游戏中自研比例



资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

团队架构分明，良好机制保障品类创新与突破。研发体系上，根据CEO萧泓先生此前的内部信，完美世界内部设专业委员会，对游戏研发方针、策略和项目相关的所有事项提供专业的决策和参考意见；成立研发平台中心，下设孵化、美术、程序中心等。就手游而言，分为三个层级：1）项目中心，规模较大的成熟核心团队，负责公司旗舰级别手游，每个项目中心负责多个游戏产品；2）工作室，根据游戏类型进行划分，不同工作室向不同类型方向深耕；3）孵化中心，负责推进创新项目。通过工作室晋

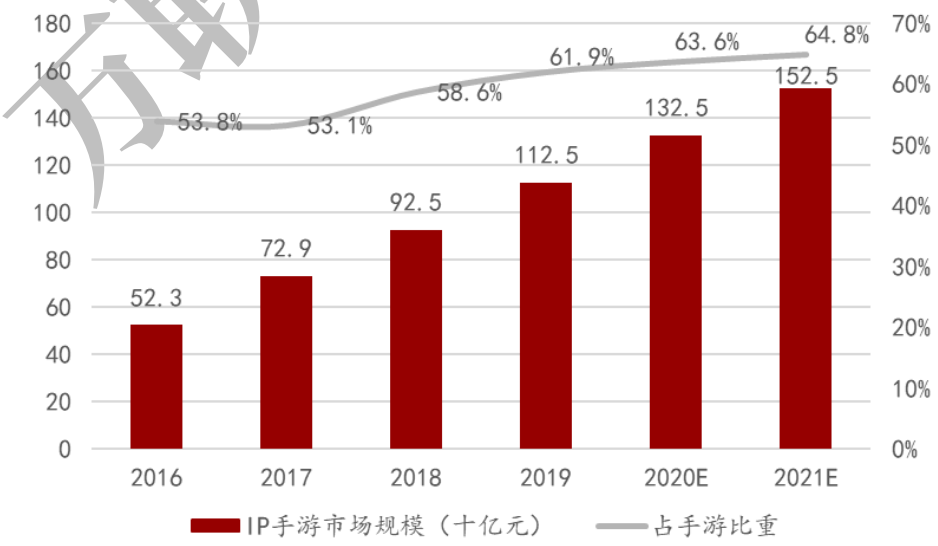
升项目中心机制，实现新品类游戏推出S级产品，除了解决大小年问题外，还能实现手游领域多品类布局。内部项目孵化机制上，分为员工、工作室、公司、资本4个阶段，根据员工的能力及业绩配以不同的资源支持和激励机制。已实现港股上市的祖龙娱乐即是公司孵化机制的成功典范。同时，公司推行年轻化战略，《完美世界》手游100多人的研发团队中，近1/3是年轻人，其中大多数是美术和策划，更好地抓住年轻人的审美诉求，实现过往IP年轻化。

2.3 IP为基，核心品类加码、新品类拓展，短期业绩可见度高

2.3.1 IP生命力强，长线运营能力出色

IP是手游市场的主力。19年中国IP手游市场规模为1125亿元，同比增速为21.62%，高于整个手游市场6.62pct，占整个手游市场比重为61.9%，增加3.3pct，保持较快发展速度。同时，根据Frost & Sullivan的数据显示，中国最热门手游前20名（按iOS App Store的流水计量）中，**原创IP手游的比重由17年的35%上升到19年的50%，头部CP对于原创IP游戏的打造愈发精品化。**而且，授权IP还建立起IP持有人与游戏开发商之间的合作关系：IP持有人能以手游形式维持和扩大IP粉丝群；手游CP商则能利用既有粉丝基础和热门IP优势，扩大在用户中的影响力；海外授权IP，还能提高全球影响力而促进全球分销，建立海外市场相对优势。

图表31：2016-2021E中国IP手游市场规模及占比



资料来源：Frost & Sullivan、万联证券研究所

注：IP手游包括原创IP手游和授权IP手游

公司IP储备丰富，以多种形式切入手游领域。公司目前IP储备分为几类，包括：1）端转手，以完美世界为首的原创IP，在端游时期便已经塑造自身影响力，并形成大批忠实粉丝，利用端游IP切入手游赛道，也吸引了原有粉丝加入；2）金庸小说、诛仙等经典文学授权IP，以金庸小说为例，16年公司回归A股后就推出以射雕英雄传、倚天屠龙记等IP命名的相关手游，作为手游领域的先发产品，19年推出神雕侠侣、笑傲江湖，金庸小说的长盛不衰也造就了相关IP的持续影响力；3）热门影视IP，如武林外传、烈火如歌等，爆款影视、尤其是热播剧的IP，其热度本身就是相关手游最好的宣传方式，利用粉丝经济实现影游联动将是公司的一大优势。此外，公司近期获得《仙剑奇侠传》系列IP的游戏联合开发权和发行权，计划基于该IP推出仙侠题材回合制MMORPG手游。

此前与腾讯联手合力打造爆款，目前品效合一发行策略日趋成熟。公司是以强研发著称的公司，与腾讯的合作可借助其流量优势及用户数据获得良好的导量、运营效果，19年公司推出3款与腾讯合作游戏，包括《完美世界》、《云梦四时歌》和《我的起源》，前两者分别获6星、5星评级，其中《云梦四时歌》作为原创二次元题材IP，能拿到5星实属不易，而且还拓展了如女性用户、ARPG玩家等计划外用户群体；而《我的起源》结合RPG与沙盒玩法，受到腾讯内部高度重视，是腾讯推出的赛道战略的主力产品，目标群体是为大学生为核心年轻用户，首日上线流水约千万。但战略合作的劣势在于，一般公司自研自发的产品回款周期约1-2个月（其中iOS约1个月左右，安卓约2个月），而腾讯的回款周期为3个月。公司在自主发行上通过《新神魔大陆》手游的成功，验证了“品效合一”发行策略的日趋成熟，在发行端走出了新的格局。

老游戏、头部厂商地位牢固，完美世界凭优势产品突围。据伽马数据的《19年中国移动游戏年度报告》手游流水测算榜，19年上榜的手游中有4款在15年上线，运营时间在5年左右，还有另外4个席位也被老游戏占据，只有公司的《完美世界》和《跑跑卡丁车》作为19年新品上榜，值得一提的是，二者都由腾讯独代发行。同时，Top10产品有8款来自腾、网，剩下两家也都是跻身前列的知名游戏公司。在头部产品表现如此强劲之下，《完美世界》作为新游依然成功突围，位列全年流水榜第4。

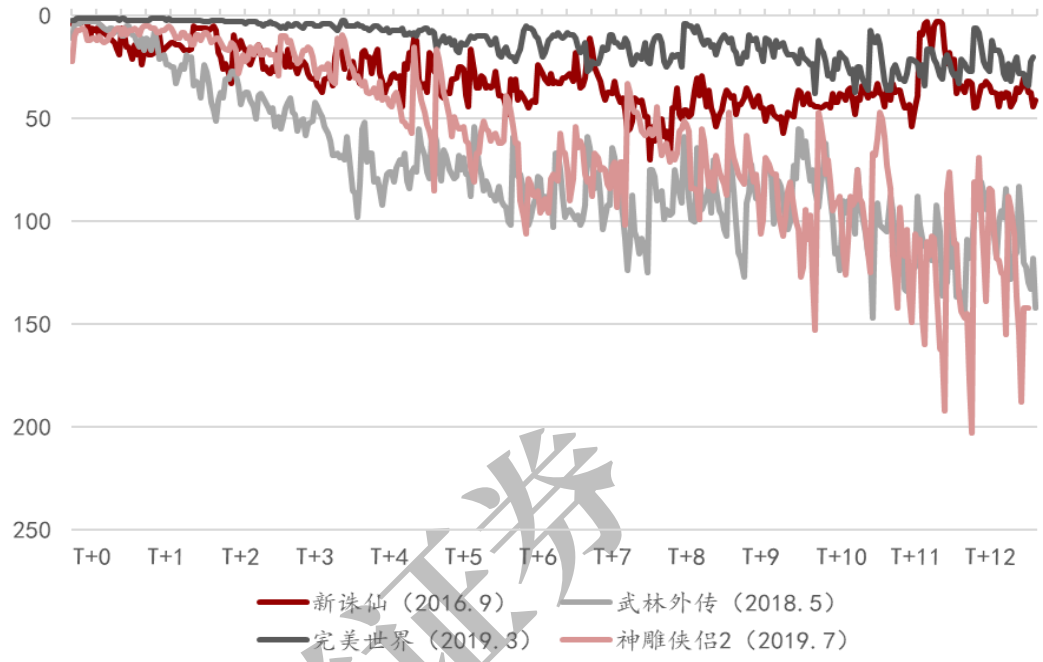
图表32：19年手游流水测算榜Top10

排名	游戏名称	游戏类型	厂商	上线时间
1	王者荣耀	MOBA	腾讯	2015 年 10 月
2	梦幻西游	回合制 RPG	网易	2015 年 3 月
3	和平精英	射击类	腾讯	2018 年 2 月
4	**完美世界**	**MMORPG**	**完美世界**	**2019 年 3 月**
5	QQ 飞车	竞速类	腾讯	2017 年 11 月
6	阴阳师	回合制 RPG	网易	2016 年 9 月
7	大话西游	回合制 RPG	网易	2015 年 9 月
8	率土之滨	SLG	网易	2015 年 10 月
9	神武 3	回合制 RPG	多益网络	2017 年 11 月
10	**跑跑卡丁车官方竞速版**	**竞速类**	**腾讯**	**2019 年 6 月**

资料来源：伽马数据、万联证券研究所

核心产品长线运营出色，赋予IP长生命力。MMORPG类型手游高爆发、流水集中，属于内容消耗型的产品，相比SLG、电竞游戏来说，付费点前置、生命周期更短，对于授权IP的MMORPG游戏而言，上线一周后原有IP粉丝基本已被吸收，随后需要在各种运营方式下实现新用户吸收和老用户留存。《新诛仙》、《完美世界》手游等产品虽然都是由授权IP打造的游戏，《新诛仙》2016年8月公测至今已4年，20H1期间在国内iOS游戏畅销榜依旧取得平均第34名的成绩；《完美世界》手游2019年3月公测至今，在国内iOS游戏畅销榜平均排名第18名，20H1期间最高至该榜单第6名。以上手游都通过不断推出新的资料片、进行大型版本更新等，以立体营销、精细化长线运营等方式，维持玩家活跃度和留存率。

图表33：公司部分手游产品上线一年内iOS畅销榜排名推移情况



资料来源：七麦数据，万联证券研究所

注：括号内为产品上线日期

2.3.2 核心品类树立牢固优势，新品类拓展增量

品类拓展、题材创新，有望成为公司业绩新增长点。随着游戏市场发展的日渐成熟，玩家对游戏类型的喜好越发多元化和细分化，公司在既有优势基础上，积极布局游戏市场各细分领域，打造多元化的产品组合。公司近年来一直尝试沙盒、二次元、女性向等各类题材，已储备包括回合制、Roguelike 等多种品类，以“梦间集”IP 打造的国风题材《梦间集》、女性向题材《梦间集天鹅座》上线后免费游戏榜最高排位达第 4、第 10 位，而以赛博朋克、二次元为题材的《梦间集 2》也将于 20H2 上线；《梦幻新诛仙》作为一款旗舰级开放世界 3D 即时回合制 RPG，或将为公司拓宽回合制市场，已于 20 年 4 月获得游戏版号；《战神遗迹》是公司在 ARPG 领域的破局产品，玩法上结合了 Roguelike、解谜、休闲等多种元素，在 CJ 展上吸引了众多玩家的关注。**公司以核心品类 MMORPG 构成业绩基本盘，新品类、新题材拓展带来业绩未来增长弹性。**

图表34：当前储备的游戏项目

游戏名称（暂定）	上线平台	游戏类型	题材	自研/代理
新诛仙世界	端游	MMORPG	幻想、玄幻	自研
完美世界	主机	MMORPG	幻想、玄幻	自研
Torchlight III	端游+主机	RPG	奇幻、冒险	自研
Magic Legends	端游+主机	MMORPG	魔幻	自研
X 档案	端游	RPG	解谜	自研
Glimmer	端游	RPG	冒险、探索	自研
旧日传说	手游	Roguelike	克苏鲁、解谜	自研
Low poly 风格产品（暂未命名）	手游	-	Low poly	自研
ARPG 产品（暂未命名）	手游	ARPG	-	自研
梦幻新诛仙	手游	回合制 RPG	玄幻、开放世界	自研

万联证券

战神遗迹	手游	ARPG	魔幻	自研
幻塔	手游	ARPG	二次元、女性向、开放世界	自研
非常英雄	手游	ARPG	二次元、中国风	自研
一拳超人	手游	回合制 RPG	动漫、二次元	自研
二次元解谜冒险类产品（暂未命名）	手游	-	解谜、二次元	自研
都市开放世界 JRPG 产品（暂未命名）	手游	JRPG	都市	自研
仙剑奇侠传	手游	回合制 RPG	东方仙侠	自研
诛仙 2	原生云游戏	MMORPG	幻想、玄幻	自研

资料来源：公司年报、电玩巴士、TapTap、万联证券研究所

2.4 品质手游出海受认可，提早布局海外市场

上半年境外业务表现出色，主要得益于多款品质手游海外上线。公司在中国、美国、加拿大、荷兰、法国、韩国、日本等地设有 20 余个分支机构，产品遍及美、欧、亚等全球 100 多个国家和地区。**20H1 境外地区收入 7.25 亿元（YoY+44.29%），占营业收入比重 14.09%，毛利率为 64.20%，高于境内业务毛利率 3.99pct。**20 年 2 月，《R5》（《新神魔大陆》）在韩国上线，取得该区域 Google 免费榜第 2、畅销榜 Top10 以及 iOS 免费榜第 3、畅销榜 Top10 的佳绩；20 年 3 月，《新笑傲江湖 M》在港澳台地区上线，取得香港、台湾 iOS 游戏畅销榜第 1 以及 Google 畅销总榜 Top3 的成绩，并且上线后多次获得 Google Play 及 App Store 港澳台三地商店推荐；20 年 5 月，《新笑傲江湖》在新加坡和马来西亚上线，上线首周勇夺新加坡 iOS 免费榜第 4、畅销榜第 7 以及 Google 免费榜 Top1。得益于魔幻史诗手游《新神魔大陆》、《新笑傲江湖》卓越的市场表现，公司 20 年 7 月全球收入环比暴涨 93%（仅统计公司作为发行商在全球 App Store 和 Google Play 商店的收入，《完美世界》等手游产品归入该游戏发行商账号），成功回归中国手游发行商收入榜第 7。

图表35：20年6月中国手游发行商收入Top30



资料来源：SensorTower、万联证券研究所

图表36：20年7月中国手游发行商收入Top30



资料来源：SensorTower、万联证券研究所

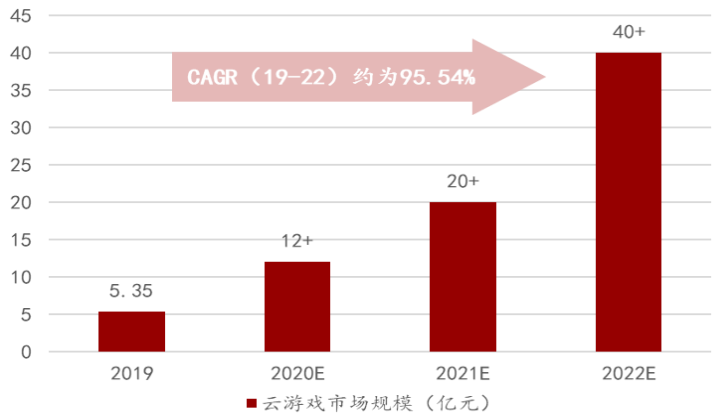
收购多个海外端游、主机研发团队，迎来产品兑现期。在主机端，10 年收购 Runic Games 并获得主机知名 IP《火炬之光》开发权，19 年初，由公司中法团队合作研发的西游题材横版过关主机+PC 游戏《非常英雄(Unruly Heroes)》上线，游戏获国内外多项大奖，春节期间摘得“动画界奥斯卡”安妮奖，公司将针对“非常英雄”进一步开发系列作品，《非常英雄 2》端游、主机游戏将于 20H2 推出；19 年 7 月由公司国内主机团队研发的战术竞技类主机游戏《Don't Even Think》陆续于北美等地上线，游戏在 8 月获得 PlayStaion 北美地区免费游戏下载第一名。在端游方面，公司于 11 年收购了美国本地优质的研发团队 Cryptic Studios，同样获得《星际迷航》、《无冬》等 IP，并于 15 年就共同研发以欧美魔幻为题材的《无冬 OL》，取得了良好的口碑及收益；19 年 8 月推出由另一个美国团队 Gunfire Games 开发、公司自主发行的《遗迹：灰烬重生》，Steam 测评分数 78/100 分，已售数量达百万量级。目前，公司在欧美、日本等地都保有自己的研发实力，巩固研发优势，继续打造符合海外玩家习惯的作品，端游及主机双平台游戏《完美世界》、《Torchlight III》、《Magic Legends》等项目正在积极研发中。手游方面，《新神魔大陆》预计 Q4 在东南亚、欧美地区上线；《战神遗迹》已取得版号，预计 Q3 在海外上线；《梦幻新诛仙》预计 Q4 上线。

2.5 云游戏布局先行者、Steam平台逐步落地，长期想象空间打开

2.5.1 云游戏将至，游戏市场空间进一步打开

5G技术解决云游戏发展掣肘，云游戏进一步打开游戏市场空间。云游戏发展的壁垒在于技术和成本，服务于云游戏的重要基础建设如5G通信基站、边缘节点搭建等仍处于覆盖推进期，只有基础建设完成度较高时，云游戏才能实现大范围推广，迎来爆发式增长。根据5G的建设进度，当前正处于爆发的前夜。高昂的网络流量成本，有望随着用户数量增长而降低，减少整个产业链中网络费用支出，这也有助于打破资金壁垒，形成“资金+创新”正向循环。根据伽马数据《2020年云游戏产业调查报告》，**19年中国云游戏市场规模为5.35亿元，占整个游戏市场的0.23%**，预计未来三年将以每年翻一倍的速度高速扩张，长期有望打开游戏市场新的增长空间。

图表37：2019-2022E中国云游戏市场规模

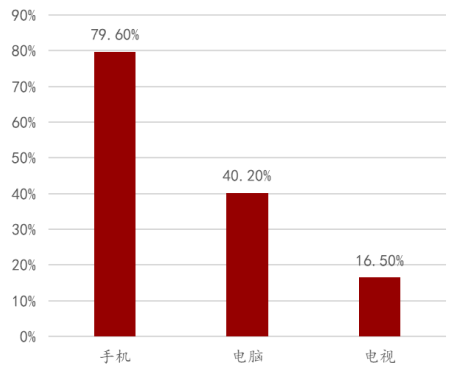


资料来源：游戏工委、伽马数据、万联证券研究所

短期来看，移动端和移动游戏是玩家的首要选择，但长期来看3A大作是长期方向。根据伽马数据《报告》的调查显示，近8成用户希望能在手机上玩云游戏，在终端产品选择上，移动游戏成为首选，占比57.2%，这说明目前用户仍倾向于移动端，手游上云将是近几年的短期趋势；暂时只有15.1%的用户选择原生云游戏，其中原因除了对原生云游戏概念的了解程度不足外，更大可能在于目前原生云游戏发展尚未成熟，吸

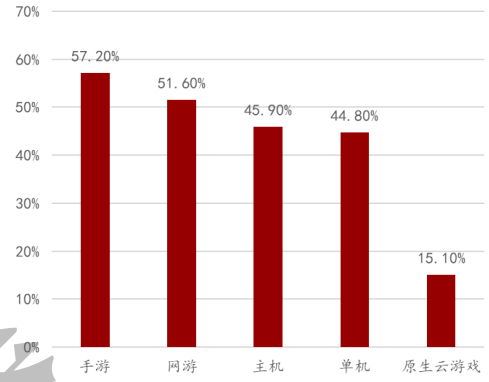
引用户的精品化内容供应不足，未形成用户粘性。**随着5G技术普遍应用暴露出内容稀缺问题，高品质CP打造3A大作或将是未来长期方向。**

图表38：云游戏兴趣用户对云游戏的终端选择情况



资料来源：伽马数据、万联证券研究所

图表39：云游戏兴趣用户对各类产品的选择情况



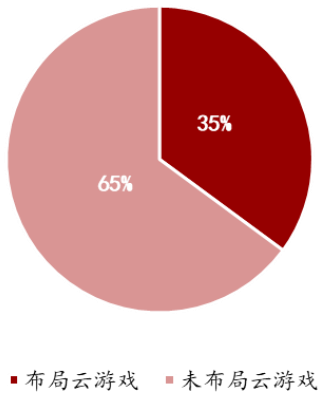
资料来源：伽马数据、万联证券研究所

2.5.2 端游优势+加码云技术，首款旗舰云游戏已推出

游戏厂商云游戏开发尚未全面启动，在端游领域积累充分、高品质CP的赛道优势更为明显。从游戏大厂（市值百亿以上）角度看，只有35%的游戏公司布局云游戏，小厂商更是难以突破技术、资金壁垒，仅有12%的公司尝试进入云游戏领域。在5G时代内容稀缺、平台方竞争激烈情况下，云游戏非常利好高品质CP。再者，云计算可突破手游硬件限制，充分发挥公司端游、主机等大屏游戏的深厚技术储备，与只具备手游内容的CP拉开差距，提前构筑技术壁垒并抢占市场份额。

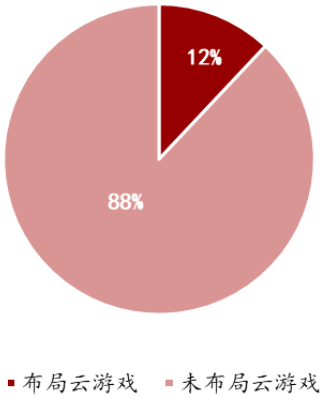
率先合作布局“5G+VR+云游戏”，抢占5G时代游戏新领域。公司最早于17年开始研发云游戏，同年推出云游戏《深海迷航》试水客厅娱乐。19年3月与谷歌战略合作，积极探索云游戏、VR、AR等新类型游戏，并联合天翼云平台于19年11月实现《神雕侠侣2》、《武林外传》、《梦间集》等多款手游云端试玩。对于手游上云，旗下经典IP在新品研发初期已将云技术的影响考虑在内，已在新游研发中加入云游戏版本研发的“标配”流程。而在发行层面，利用5G时代下出现的RCS、视频彩铃的新营销工具，利用与中国电信紧密合作关系，提高宣发能力。目前，公司已储备多款PC及主机在研游戏，为更成熟的云游戏平台时代做准备。

图表40：百亿市值以上上市游戏公司云游戏布局状况



资料来源：伽马数据、万联证券研究所

图表41：百亿市值以下上市游戏公司云游戏布局状况



资料来源：伽马数据、万联证券研究所

注：不包含仅提供产品授权入驻云游戏平台的公司

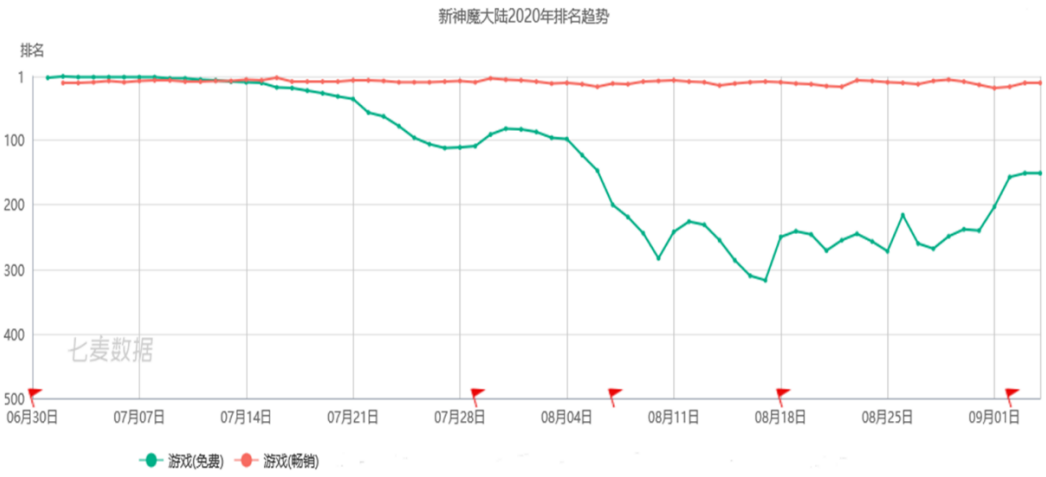
首款旗舰级云游戏已推出，原生云游戏已进入研发阶段。7月2日《新神魔大陆》在天翼云游戏平台独家首发上线，**是中国电信第一款重点推广的云游戏产品**，邀请杨幂、任达华、陈小春为代言人，构建了宏大的魔幻史诗级剧情，采用PBR渲染、模拟HDR、自然风场、全局光照，以及SSS材质引擎和高分辨率等技术基底，上线不到1小时便登顶App Store免费游戏榜。该款游戏是由公司研发的首款旗舰级云游戏，在中国电信、视博云等技术方支持下，用户可以免下载、即点即玩超过2个G的游戏，且在云游戏服务器支持下，实现DX渲染，自适应动态调整游戏分辨率展现更高画质、并利用云端GPU获得更流畅游戏体验，完整实现了免下载、高品质渲染、自适应、跨终端等云游戏特性。目前，公司多款游戏产品登陆包括三大运营商、头部手机硬件厂商在内的多个云游戏平台，**备受瞩目的原生云游戏《诛仙2》已进入研发阶段。**

图表42：《新神魔大陆》宣传图



资料来源：完美世界游戏官网、万联证券研究所

图表43：《新神魔大陆》上线至今排名趋势



资料来源：七麦数据、万联证券研究所

2.5.3 Steam国内独代，助力出海&电竞领域布局

与SP平台联手，丰满公司发行渠道羽翼。Steam作为全球最大的综合性数字发行平台之一，主要扮演游戏分发角色。18年6月11日，公司与Valve共同宣布将在已有合作伙伴关系基础上开启“Steam中国”项目，19年8月正式命名为“蒸汽平台”，二者上线游戏基本独立，其在国内竞争对手主要是腾讯的WeGame。据公司管理层介绍，Steam中国筹备时间超2年，除技术层面因素外，更重要原因在于第一批在Steam中国上线的游戏大概有60多款，其中绝大部分为海外游戏，而进口游戏版号比国产游戏发放节奏更慢，因此出现晚于原定上线时间的情况；在分成方面，作为平台Steam中国与CP之间37分，平台30%的部分由公司和V社分，预计Steam中国有望于20H2推出。

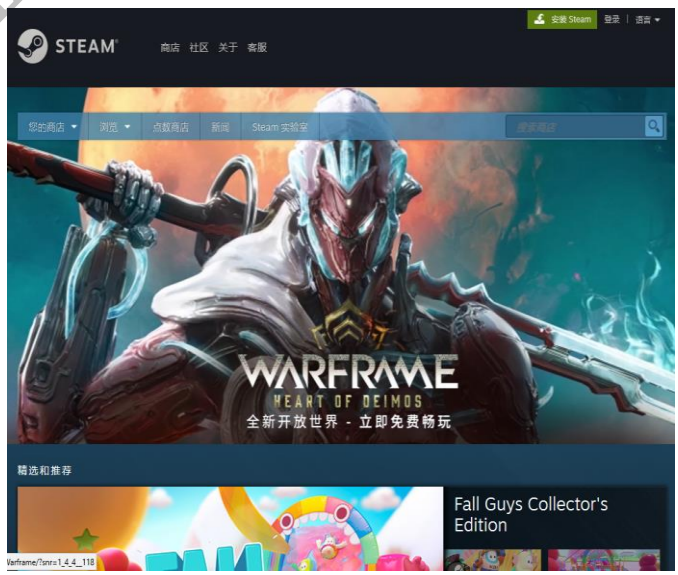
Steam中国实现“引进来、走出去”两手抓，放大公司海外游戏业务优势。引进来：Steam平台之前并没有获得中国官方的公开认可，公司通过Steam中国可以更高效引进国外优质游戏；走出去：可帮助本土中小厂商快速上线Steam中国甚至Steam Global。19年公司因主机游戏无大IP游戏上线，故收入端有所承压，随着Steam中国的推出，打开海外市场，该情况或将有所缓解。

图表44：中国电竞产业链图谱



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

图表45：Steam中国区官方网站首页



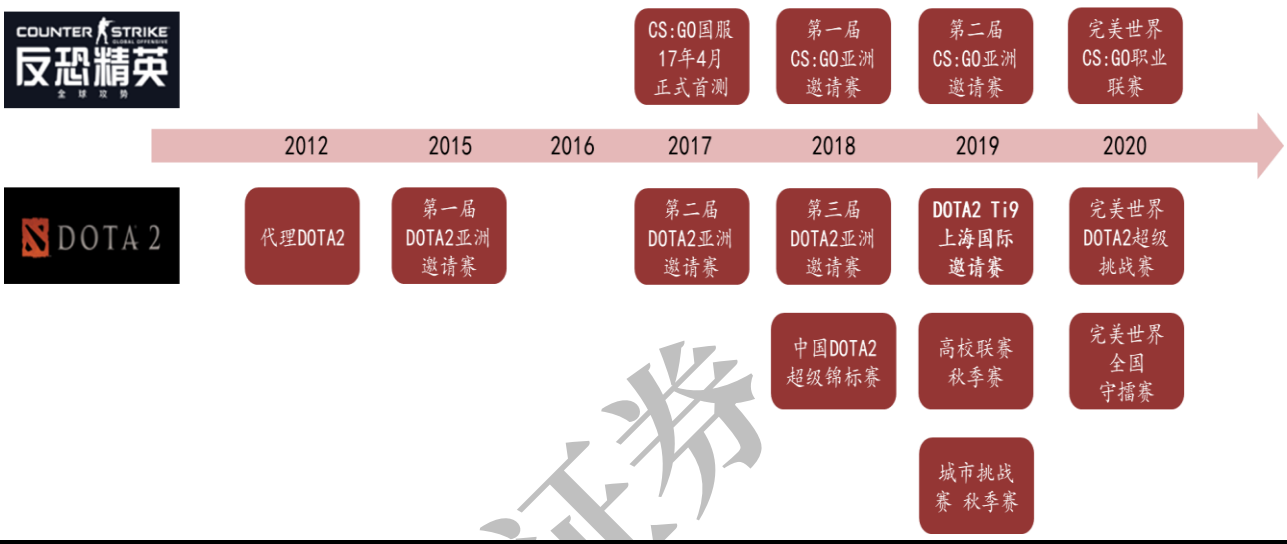
资料来源：Steam官网、万联证券研究所

公司主要以两大世界级电竞IP为依托，作为内容授权方促进国内电竞赛事全球化。公司于12年获得《DOTA2》中国大陆代理权、17年国际电竞游戏大作《CS:GO》国服开测。19年8月，公司协助Valve在上海成功举办《DOTA2》2019年国际邀请赛（Ti9），这不仅是Ti系列赛事首次在中国举办，还是电子竞技历史上奖金池次高赛事（目前奖金最高电竞赛事为将于瑞典举办的Ti10，截至9月3日奖金池已达3499万美元）。根据官方公布消息，Ti9奖金池的最终金额达3433万美元，按照赛前发布的45.5%冠军分成比例计算，冠军队伍获得超过1562万美元的奖金。公司在产品端依托《DOTA2》、《CS:GO》等世界级电竞作品，提高自身内容授权地位，促进世界电竞赛事引进来及中国电竞赛事走出去；在赛事端打造多层次、立体化的赛事体系，并对赛事进行体育化发展。

以Steam平台及其新增功能为基础，中长期有望打通公司电竞领域全产业链。公司推进“蒸汽平台”项目，除了加强游戏发行能力、为云游戏平台布局外，中长期更多注意力集中在电竞领域。Valve已开启Steam TV的拓展，布局游戏直播，使其不再局限于特定赛事直播，提供高清画质、多语言频道，同时嵌入社交功能，能与好友一起观

看比赛并交流。在保持合作关系下，公司或将其链条从内容授权拓展到内容传播，随着赛事承办能力的加强，有望实现电竞产业链全覆盖。

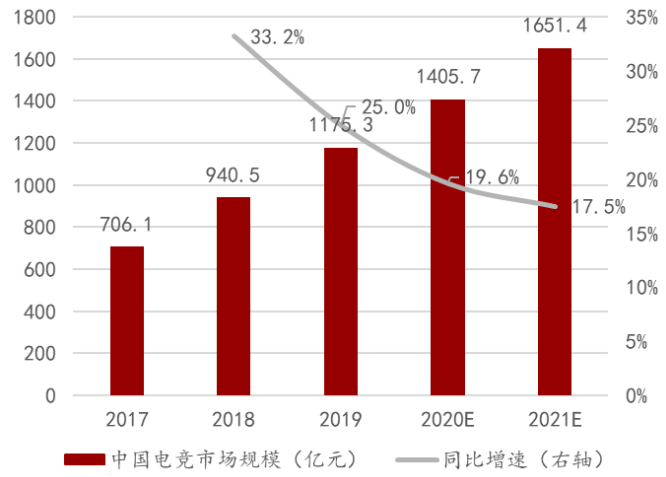
图表46：公司电竞赛事举办情况



资料来源：DOTA2国服官网、CS:GO国服官网、万联证券研究所

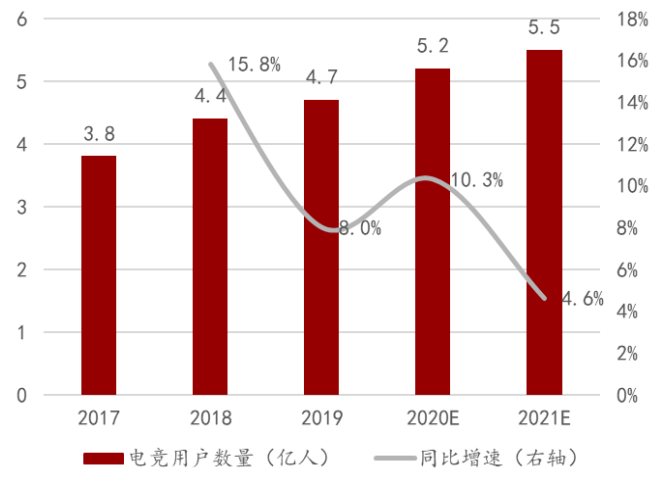
电竞领域受政策扶持，公司联手Steam提前布局有望受益。目前，已有包括北上广深在内的多个省市出台地方政策性文件支持电竞行业发展，其迸发出的新活力和巨大潜力备受青睐。19年电竞用户数量4.7亿人，同比增速8%，除中国在世界级电竞赛事的出色表现、自走棋类电竞游戏火爆外，还包括《亲爱的，热爱的》、《全职高手》等电竞题材影视剧热播，电竞不断出圈，带动电竞用户数量进一步增长。同时，受益于直播平台、主播等赛事之外的产业链核心环节增长，整体市场规模仍处于平稳上升趋势。19年中国电竞市场规模为1175.3亿元，同比增速25%，增长主要来自于电竞生态市场，而端游、手游电竞游戏收入仍占据电竞市场主要部分，但其市场规模占比在不断收缩。**公司以电竞游戏和赛事为基础，联手Steam布局快速增长的电竞生态市场，切入电竞领域高速发展赛道。**

图表47：2017-2021E中国电竞市场规模



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

图表48：2017-2021E中国电竞用户数量



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

3、影视：库存加速消化，边际向好趋势确定

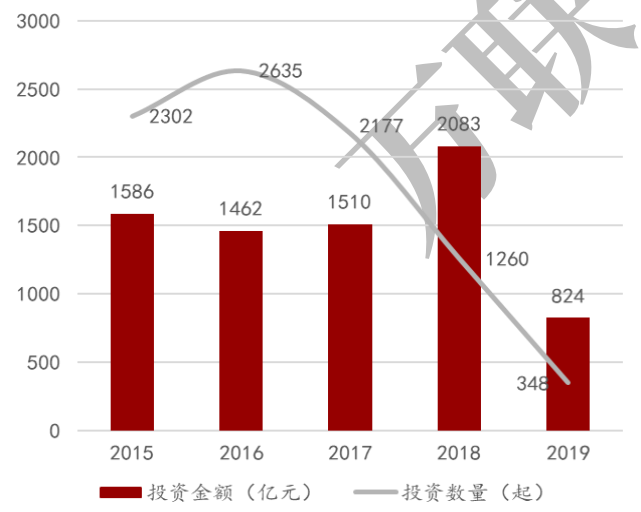
3.1 行业遇资本退潮，剧集追求流量+口碑

3.1.1 影视资本遇冷、剧集减量提质，优质内容受追捧

投资冷却、资本退潮，精品内容受追捧。19年文娱行业投资金额为824亿元，投资数量348起，18年二者分别为2083亿元和1260起，无论从金额还是数量看文娱行业降温迹象都十分明显。但19年行业单笔投资规模达2.37亿元，同比增长43.63%，业内优质项目较为稀缺，精品内容已成为投资的重点领域。

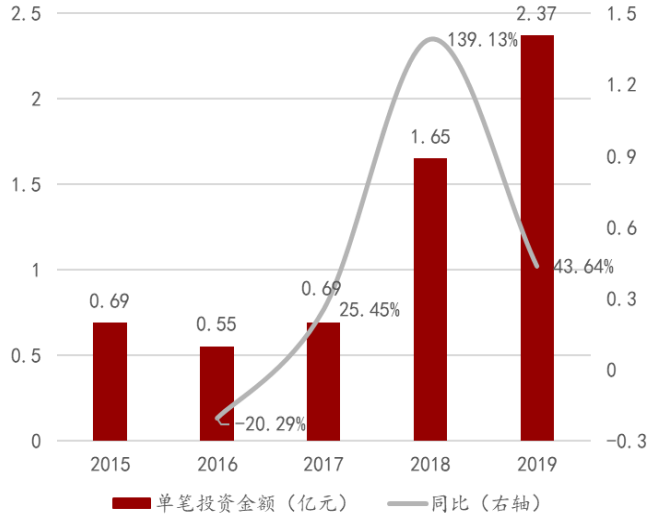
受外部事件冲击，电视剧行业面临从流量到内容的转型。随着“天价片酬”、“阴阳合同”等问题被曝光，“禁止向影视行业跨界定增”、“税务自查自纠”等相应对策也随之出台，监管趋严使整个行业面临从流量到内容的转型。据艺恩数据显示，19年电视剧市场总投资规模预计为168亿，创近5年历史新低，且**影视公司的投融资事件仅有数十件，相比18年130起事件，降幅明显。**同时，影视剧售价、成本双降是目前行业趋势，售价下降幅度大于成本，回报率相对下滑，资金逐渐向头部剧集中。随着对优质内容需求的增加，影视、动漫等核心业务多为内容创作的细分领域，未来或将成为资本追逐的重点。

图表49：15-19年文娱行业投融资规模变化情况



资料来源：鲸准洞见、36Kr创投、前瞻产业研究院、万联证券研究所

图表50：15-19年文娱行业单笔投资金额及同比增速

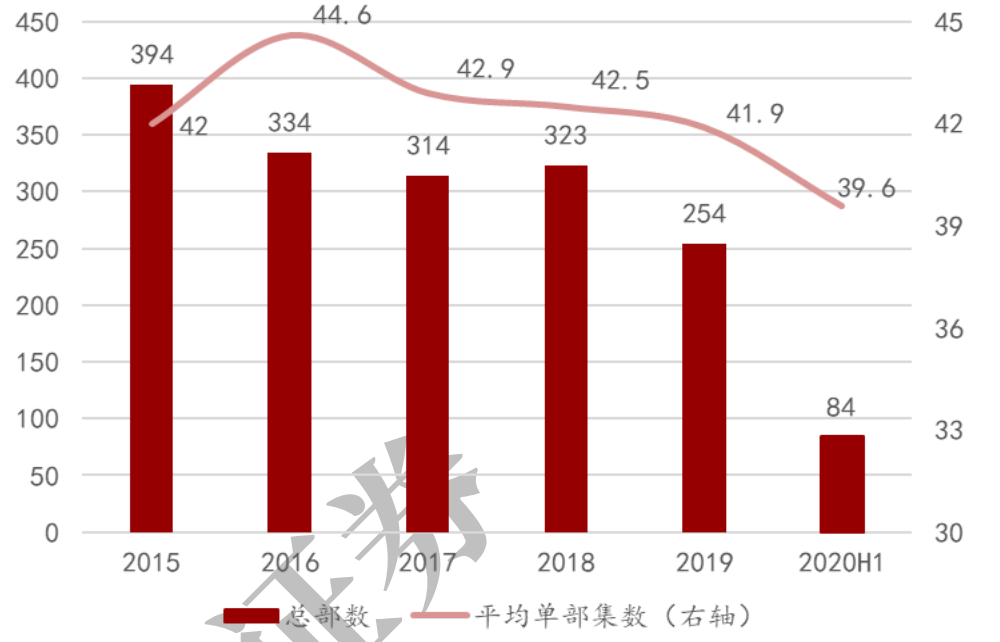


资料来源：鲸准洞见、36Kr创投、前瞻产业研究院、万联证券研究所

无论是剧集的数量还是长度，都处于压缩转型过程。通过整理广电总局数据发现，15年至今电视剧总部数一直处于下降趋势，19年获得发行许可的电视剧总部数为254部，同比下降21.36%，同时总集数即将进入小于1万集时代，19年总集数为10650集；20年2月广电总局发布“限集令”，提倡电视剧拍摄制作不超过40集，20H1平均单部剧集长度随之下滑至39.6，**剧集数量和长度压缩、内容制作愈发精良或将成长期趋势。**摄制完成并取得《电视剧发行许可证》后，才能将电视剧拷贝、播映带和其他载体转移给购货方，并确认电视剧销售收入，对于公司而言由于发行许可颁发数量减少，为加快资金周转速度，需加强自身内容质量，以精品化提高单个产品收入。**公司在19年共确认收入电视剧约7部，且基本为几百万量级腰部剧，千万级别的剧集总体较少，相比18年确认13部，公司明显受到行业整体偏弱影响。**

万联证券

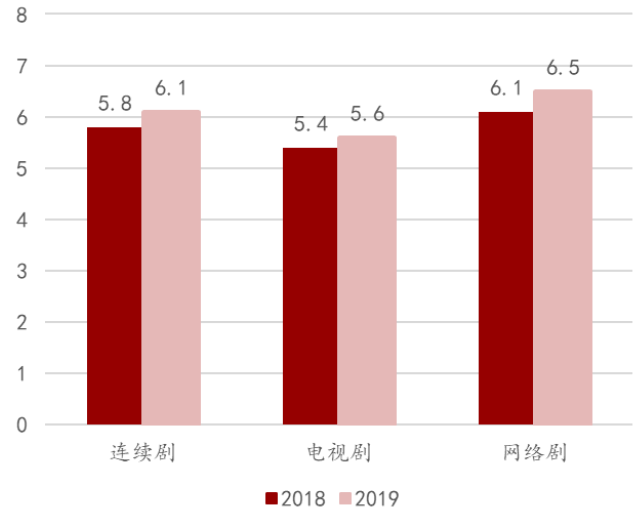
图表51：15-20H1获得发行许可的电视剧总部数和平均单部集数



资料来源：国家广电总局、万联证券研究所

头部流量剧集兼具口碑，内容精品化提升程度明显。19年所有上新剧集平均豆瓣评分从5.8提升到6.1，正片有效播放量Top10连续剧则从5.6提升到6.8，连续剧口碑提升主要来自于头部台剧，18年Top10台剧平均豆瓣评分略低于整体，19年则远超平均水平，而由于网剧整体水平分化明显，因此头部网剧评分远高于平均水平。据云合数据统计，19年破8分剧集共9部，其中评分最高的剧集为爱奇艺独播网剧《我在未来等你》，截至目前豆瓣评分8.5。相较于所有新剧，头部剧集除了吸引流量外，口碑都高于平均水平，且增速较快，带动整体质量提高。

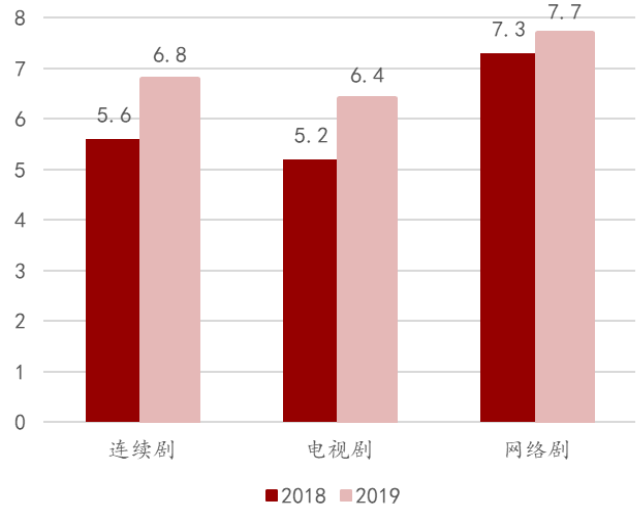
图表52：18-19年上新剧平均豆瓣评分



资料来源：云合数据、万联证券研究所

注：豆瓣评分满分为10分，下同

图表53：18-19年有效播放量Top10平均豆瓣评分



资料来源：云合数据、万联证券研究所

注：有效播放量是指排除花絮、预告、特辑等干扰后，综合有效点击与受众观看时长的点击量，下同

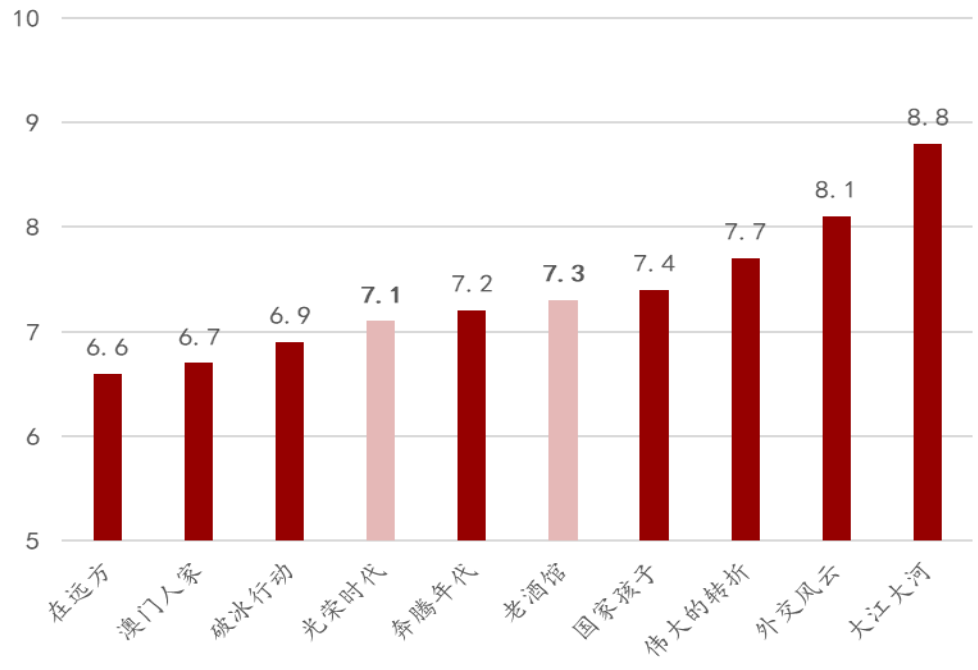
公司布局多元化题材剧集，热度、口碑兼收。20年至今，公司参与制作或出品共11部电视剧作品，当代题材占比54.55%，同时还包括近代、古代等多种类型，不少剧集有

亮眼表现。开年剧《绝代双骄》春节期间与《爱情公寓5》和《锦衣之下》等共同跻身Top5，超越了《庆余年》《下一站是幸福》等一众新老热播剧，收获了超27亿的微博话题阅读量，讨论量突破2500万，抖音相关话题的视频播放量超6.3亿次。由完美世界影视和幸福蓝海、优酷等联合出品的青春励志剧《冰糖炖雪梨》，是国内首部冰上竞技题材的青春剧，献礼2022年冬奥会，题材创新与18年爆款剧集《香蜜沉沉烬如霜》出自同一制作团队，在经历了4个月的拍摄和6个月的后期制作后，豆瓣上获得超11万人综合评分7.1的评价。而在热度上，#冰糖炖雪梨#及#电视剧冰糖炖雪梨#两大微博话题阅读量高达117.4亿，和剧集相关的60多个微博话题词频上热搜，抖音相关话题播放量也达到32.3亿。最新推出剧集《大侠霍元甲》已收官，于爱奇艺独播，最高位于骨朵热度指数周排行榜第5位，微博阅读量5.4亿，讨论量33.5万，豆瓣评分6.2分，总弹幕数超100万条。

3.1.2 用心打造精品主旋律剧集，优质当代题材作品霸屏

以正能量、主旋律剧集弘扬主流价值观，实现流量、口碑双丰收。公司把握重大宣传节点，投资拍摄多部正能量、主旋律剧集，在国家广电总局为庆祝新中国成立70周年遴选的86部优秀献礼剧目展播名单中，包括《老酒馆》、《光荣时代》、《燃烧》、《蓝盔特战队》等8部来自公司的影视作品，前两者分别排名19年所有新上主旋律剧集的第5、第7位，豆瓣评分分别获7.3、7.1，《老酒馆》主演陈宝国老师凭借该剧获第26届上海电视节白玉兰奖最佳男主角。同时，据中国视听大数据统计，得到广电总局脱贫攻坚题材重点剧目推荐的《最美的乡村》于6月6日在CCTV1播出，黄金时段平均收视率为1.67%，排名20H1台剧第3位。**目前正在筹备的入选建党100周年重点献礼项目、入选“广电总局2018-2022百部重点电视剧选题（第三批）”片单的《光荣与梦想》，已于7月1日正式开机，预计将于21年7月1日推出。**

图表54：19年主旋律剧集豆瓣最高评分Top10中完美影视占2席



资料来源：艺恩数据、豆瓣、万联证券研究所

3.2 工作室+股权绑定主创，充分激发内生创作动力

深度绑定主创团队，激励机制鼓励优良创作不断涌现。天津广济为赵宝刚先生、郭靖

宇先生等导演团队共同发起设立的公司，作为创作团队与公司之间的桥梁，19年末该公司持股比例为1.34%，在15年完美影视刚上市时，持股比例曾高达12.53%。股份的持有让创作团队在公司上市过程中获得丰厚回报，同时也将自身作品质量与公司业绩绑定，激发团队的创作热情，持续摄制更多优秀作品。

与知名导演合作紧密的同时，年轻项目也在逐渐孵化。各大工作室作为主要内容制作团队，部分会与公司签订独家排他性服务协议，针对不同时期的市场需求，持续创作高品质的影视作品，其中鑫宝源的《青春斗》、青春你好的《小女花不弃》、刘宁工作室的《冰糖炖雪梨》都是同时期的爆款作品，而由完美蓬瑞负责的备受关注的主旋律剧《光荣与梦想》目前已于横店开机。同时，公司自己培养的年轻工作室逐渐崭露头角，由吕赢工作室打造，杨紫、肖战等流量明星主演的《余生请多指教》再次登上CCTV官微，预计将于20H2上线；刘宁工作室“蜜糖三部曲”的前两部《香蜜》、《冰糖炖雪梨》大获成功，收官之作《星落凝成糖》已处于筹备阶段，预计将于20H2开机。

图表55：公司旗下主要影视子公司/工作室

子公司/工作室	导演/制片/编剧	主要作品	报酬或股权
鑫宝源	赵宝刚	青春斗、深海利剑、北京青年、老有所依	间接股权+市场化薪酬
完美蓬瑞	刘江	咱们结婚吧、归去来、老酒馆、光荣与梦想	间接股权+市场化薪酬
完美建信	郭靖宇	大侠霍元甲、最美的乡村、绝代双骄（2020）	间接股权+市场化薪酬
华美时空	滕华涛	蜗居、失恋三十三天、等风来、上海堡垒	间接股权+市场化薪酬
江何工作室	何静、吴玉江	我是特种兵、麻辣变形计系列、神犬小七系列	间接股权+市场化薪酬
青春你好	梁振华	怪你过分美丽、小女花不弃、我的博士老公	市场化薪酬
刘宁工作室	刘宁	香蜜沉沉烬如霜、冰糖炖雪梨、星落凝成糖	市场化薪酬
吕赢工作室	吕赢	忽而今夏、余生请多指教	市场化薪酬
李峥工作室	李峥	全世界最好的你	市场化薪酬

资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

3.3 库存去化加速，新品可期

20H1公司有8部剧集确认收入，而19年仅确认7部，库存去化明显；目前公司优质影视产品储备丰富，疫情控制后项目已逐步开机。根据20年中报披露，目前影视项目储备包括《光荣与梦想》《不婚女王》《义无反顾》《爱在星空下》《幸福的理由》《舍我其谁》《温暖的味道》《半生缘》《壮志高飞》《高大霞的火红年代》《新一年又一年》《蓝盔特战队》《大海港》与《我在天堂等你》等，“蜜糖三部曲”最后一部《星落凝成糖》已处于筹备阶段，电影《我和萌犬的夏天》、《灵犬奇缘》、《我没有恐犬症》已于8月29日正式开机。

图表56：20年至今公司参与制作或出品电视剧一览

电视剧名称	上线日期	台/网剧	题材	上线平台	首日热度/最高热度	豆瓣评分
大侠霍元甲	2020-7-28	台剧	近代、剧情	爱奇艺	60/72	6.2
天舞纪	2020-7-8	网剧	古代	爱奇艺	44/73	6.3
怪你过分美丽	2020-6-8	网剧	当代、都市	爱奇艺	61/73	8
最美的乡村	2020-6-6	台剧	当代、剧情	腾讯视频、优酷视频、爱奇艺、芒果TV、搜狐视频	41/64	-
三叉戟	2020-5-31	台剧	当代、犯罪	腾讯视频、优酷视频、爱奇艺	64/85	7.7
燃烧	2020-5-28	台剧	当代、犯罪	腾讯视频、爱奇艺、搜狐视频	57/62	6.4
月上重火	2020-5-28	网剧	古代、武侠	腾讯视频、优酷视频、爱奇艺、芒果TV、搜狐视频	41/64	5.9
全世界最好的你	2020-4-10	网剧	当代、爱情	优酷	72/78	6.7
冰糖炖雪梨	2020-3-19	台剧	当代、爱情	优酷	65/87	7.1
热血同行	2020-1-20	网剧	近代、战争	优酷	57/77	7.2
绝代双骄	2020-1-16	台剧	古代、武侠	爱奇艺	68/80	6

资料来源：公司官网、骨朵影视、万联证券研究所

注1：骨朵全网热度指数（满分100），由观众关注、热议、互动、反馈情况和媒体曝光表现综合评估而成

注2：豆瓣评分截至20年9月3日，满分为10分；《最美的乡村》因评分人数不足而缺少豆瓣评分

4、盈利预测与估值

假设依据：公司主要以游戏和影视业务为主，其中游戏业务可分为手游、端游和主机游戏，19年贡献超过84%的营收和94%毛利；影视业务则以电视剧业务为主，19年营收和毛利占比分别为13.19%、6.96%，故选择将以上四者拆分作为盈利预测依据。

假设一：手游业务保持高速增长。受益于《新诛仙》、《完美世界》手游的长线运营和《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》的出色表现，以及即将推出的旗舰级游戏《梦幻新诛仙》和针对海外市场的《战神遗迹》，全年预计增速60%；但随着宅经济红利消失、手游市场进入存量竞争阶段，或会部分放缓手游增速，21/22年预计增速为30%/25%。毛利率方面，公司发行重心逐渐转移到自主发行，以全额法计入收入的方式较代理发行毛利率更低，且自身营销体系形成时间较短，因此毛利率或有所下滑，预计20-22毛利率分别为70%/67.5%/65%。

假设二：端游业务流水来源相对稳定。主要来源包括《完美世界》、《诛仙》等长生命周期游戏和《DOTA2》、《GS：GO》等代理游戏，同样受到宅经济促进，预计20年增速将提升到20%，红利不再后预计21/22年将保持在10%。长线运营下毛利率变动不大，20-22年基本维持在65%/60%/60%。

假设三：主机业务迎来增长机会。目前产品竞争力正在提升，20年营收预计为-1%，蒸汽平台上线后，或将给主机游戏带来更多机会，预计21/22年增速将维持在3%/5%。毛利率保持稳定，预计20-22年为45%/50%/50%。

假设四：电视剧业务逐渐成熟。由于疫情影响，20年开机剧组数量减少，电视剧存货加速出清，但储备丰富，上线剧集也较多，变现节奏加快，消极影响不大。随着版号收紧常态化，电视剧出品逐渐成熟，预计20-22年电视剧业务增速为30%/25%/20%，而随着行业薪酬溢价现象得到控制，预计毛利率逐步上升至36%/38%/40%。

图表57：2019-2022E主营业务情况及预测（单位：亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
手游业务				
营业收入（亿元）	38.81	62.09	80.72	100.90
YoY	43.15%	60%	30%	25%
毛利率	75.02%	70%	67.50%	65%
端游业务				
营业收入（亿元）	24.19	29.03	31.93	35.12
YoY	10.14%	20%	10%	10%
毛利率	60.12%	65%	60%	60%
主机业务				
营业收入（亿元）	4.57	4.53	4.66	4.90
YoY	-1.10%	-1%	3%	5%
毛利率	52.28%	45%	50%	50%
电视剧业务				
营业收入（亿元）	10.60	14.31	17.89	21.47
YoY	-39.38%	35%	25%	20%
毛利率	32.15%	36%	38%	40%
总计				
营业收入（亿元）	78.17	109.43	134.54	161.59
YoY	9.81%	40%	23%	20%
毛利率	63.26%	63.36%	61.34%	60.26%

资料来源：Wind、万联证券研究所

注：由于其他业务比重较低（19年比重为2.76%），故不在总计范围内

基于以上假设，我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入为 109.43/134.54/161.59 亿元，归母净利润分别为 24.62/28.21/30.29 亿元，对应 EPS 为 1.27/1.45/1.56 元，现价（9 月 4 日收盘价 35.98 元）对应 PE 为 29.16X/25.44X/23.69X。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

5、风险提示

政策监管风险。公司两大核心业务游戏和影视，都面临对于版号发放、发行许可的严格审查，不排除出现临时暂停发放的情况，产品若因无法通过审查而延迟或无法上线，或将对公司业绩产生消极影响。

行业竞争程度加剧。随着手游市场进入成熟期、手游用户规模逐渐饱和，业务发展重点将从吸引增量转移到争夺存量，行业竞争激烈程度加剧。

新产品上线进度和表现不及预期。目前公司业绩增长点主要来自手游业务，下半年也还有多部手游即将上线。若产品创造流水不及预期，将直接影响公司营业收入。

新技术变革不及预期。云游戏、AR、VR等新技术尚未实现技术成熟，与5G技术的融合

亦需要时间验证，而新技术传导到手游链路较长，存在较多不确定性，因此研发过程中若新技术变革不及预期，或将产生较大沉没成本。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,132	13,236	17,002	20,868
货币资金	2,526	3,651	5,059	6,241
应收票据及应收账款	2,355	2,877	3,630	4,385
其他应收款	183	218	270	331
预付账款	542	811	1,018	1,246
存货	1,760	2,241	2,948	3,616
其他流动资产	2,766	3,437	4,076	5,049
非流动资产	6,497	6,991	7,441	7,908
长期股权投资	1,914	2,214	2,514	2,814
固定资产	364	406	408	423
在建工程	48	89	124	151
无形资产	214	295	373	461
其他长期资产	3,958	3,987	4,022	4,059
资产总计	16,629	20,226	24,443	28,776
流动负债	4,800	6,184	7,690	9,299
短期借款	1,139	1,409	1,693	1,978
应付票据及应付账款	486	555	724	909
预收账款	606	720	895	1,095
其他流动负债	2,569	3,500	4,378	5,317
非流动负债	1,701	1,803	2,117	2,274
长期借款	225	205	405	505
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,476	1,597	1,712	1,769
负债合计	6,501	7,987	9,808	11,573
股本	1,365	1,370	1,370	1,370
资本公积	2,325	2,335	2,350	2,363
留存收益	5,859	7,989	10,411	13,021
归属母公司股东权益	9,515	11,660	14,097	16,720
少数股东权益	614	579	538	483
负债和股东权益	16,629	20,226	24,443	28,776

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,023	2,796	2,463	2,680
净利润	1,447	2,427	2,780	2,974
折旧摊销	142	231	126	155
营运资金变动	402	57	-347	-338
其它	33	81	-96	-111
投资活动现金流	-1,994	-1,610	-1,127	-1,360
资本支出	-445	-1,059	-830	-812
投资变动	-1,564	-1,221	-1,089	-1,323
其他	15	669	792	775
筹资活动现金流	-1,427	-61	72	-138
银行借款	1,876	250	484	385
债券融资	0	0	0	0
股权融资	3	5	0	0
其他	-3,306	-316	-412	-523
现金净增加额	-1,384	1,125	1,408	1,182
期初现金余额	3,852	2,526	3,651	5,059
期末现金余额	2,468	3,651	5,059	6,241

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,039	10,943	13,454	16,159
营业成本	3,142	4,010	5,202	6,421
营业税金及附加	31	56	64	76
销售费用	1,145	1,587	1,984	2,424
管理费用	685	732	1,035	1,404
研发费用	1,504	1,967	2,443	2,939
财务费用	206	124	113	145
资产减值损失	-707	-656	-553	-520
公允价值变动收益	427	350	403	311
投资净收益	229	312	384	461
资产处置收益	-2	-2	-3	-3
营业利润	1,342	2,607	3,014	3,196
营业外收入	10	40	15	45
营业外支出	6	9	8	9
利润总额	1,346	2,638	3,021	3,232
所得税	-101	211	242	259
净利润	1,447	2,427	2,780	2,974
少数股东损益	-56	-35	-41	-55
归属母公司净利润	1,503	2,462	2,821	3,029
EBITDA	1,674	2,823	2,853	3,049
EPS（元）	0.77	1.27	1.45	1.56

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.1%	36.1%	22.9%	20.1%
营业利润	-29.1%	94.3%	15.6%	6.0%
归属于母公司净利润	-11.9%	63.8%	14.6%	7.4%
获利能力				
毛利率	60.9%	63.4%	61.3%	60.3%
净利率	18.0%	22.2%	20.7%	18.4%
ROE	15.8%	21.1%	20.0%	18.1%
ROIC	13.8%	16.7%	14.6%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	39.1%	39.5%	40.1%	40.2%
净负债比率	-7.3%	-13.2%	-17.3%	-19.4%
流动比率	2.11	2.14	2.21	2.24
速动比率	1.63	1.65	1.70	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.54	0.55	0.56
应收账款周转率	3.54	3.90	3.80	3.79
存货周转率	1.78	1.79	1.76	1.78
每股指标（元）				
每股收益	0.77	1.27	1.45	1.56
每股经营现金流	1.04	1.44	1.27	1.38
每股净资产	4.91	6.01	7.27	8.62
估值比率				
P/E	47.76	29.16	25.44	23.69
P/B	7.54	6.15	5.09	4.29
EV/EBITDA	35.56	17.38	16.88	15.53

资料来源：Wind、万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场