完美世界（002624.SZ）

2020 年 04 月 13 日

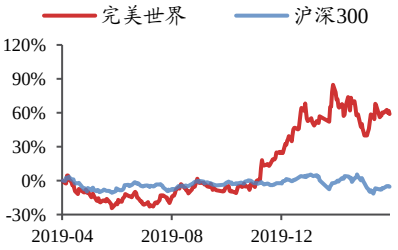
品质为王，影游双擎驱动航母再启程

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/4/10
当前股价(元)	48.05
一年最高最低(元)	57.89/22.60
总市值(亿元)	621.14
流通市值(亿元)	557.36
总股本(亿股)	12.93
流通股本(亿股)	11.60
近 3 个月换手率(%)	108.12

股价走势图



数据来源：贝格数据

方光照（分析师）
fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

余倩莹（联系人）
yuqianying@kysec.cn
证书编号：S0790120040010

● 影游双擎驱动再启程，首次覆盖给予公司“买入”评级

公司是国内顶尖的影游综合体，随着 2016 年完美世界游戏回归 A 股，影游双擎驱动业绩高增长。我们看好公司突出的游戏研发及运营能力，已上线核心产品《新笑傲江湖》、《完美世界》、《诛仙》等有望延续良好流水表现，叠加储备游戏《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》等后续的业绩贡献，游戏业务有望延续较快增长。影视业务 2020 年在行业供需两端驱动下，有望加快去库存，迎来业绩反转。我们预测公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 15.04/23.92/29.83 亿元，对应 EPS 分别为 1.16/1.85/2.31 元，当前股价对应 PE 分别为 41/26/21 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 内容为王+深度运营，打造业内领先的精品游戏工厂

公司砥砺 16 载沉淀经典 IP，积累了庞大的用户基础，并深耕 RPG 领域，重视“研发+深度运营”，持续打磨产品，提升付费率和 ARPPU。2017 年以来，公司加大细分领域布局，通过布局二次元、沙盒、开放世界、Rougelike 等类型游戏，品类突破带来用户增量。公司已上线游戏有望成为业绩稳定器，储备游戏《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》等已具备成功潜质、值得期待。作为 A 股唯一布局主机游戏、并积极布局 VR 游戏的游戏公司，有望充分受益于云游戏带来的增量市场，成为 3A 级重度游戏和 VR 游戏研发的领跑者。

● 坚守匠心、静待回暖，影视业务业绩有望出现反转

公司影视制作团队聚合了行业优质资源，尤其在剧集方面具备持续创作精品的能力，影视业务长期稳定增长可期。2020 年，在政策监管及疫情影响下，剧集行业或面临供给不足，公司有望加速去库存，影视业务或将重新盈利，实现业绩反转和现金流改善。

● 风险提示：新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险；新冠肺炎疫情对公司的影响存在不确定性；游戏、影视行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,930	8,034	8,038	12,033	14,614
YOY(%)	28.8	1.3	0.0	49.7	21.4
净利润(百万元)	1,505	1,706	1,504	2,392	2,983
YOY(%)	29.0	13.4	-11.9	59.1	24.7
毛利率(%)	57.4	55.8	63.6	62.6	62.8
净利率(%)	19.0	21.2	18.7	19.9	20.4
ROE(%)	16.6	18.9	12.0	19.9	20.0
EPS(摊薄/元)	1.16	1.32	1.16	1.85	2.31
P/E(倍)	41.3	36.4	41.3	26.0	20.8
P/B(倍)	7.8	7.4	6.4	5.2	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 影游双擎驱动，业绩增长稳定 5
1.1、 公司概况：坚守匠心，造就国内顶尖影游综合体 5
1.2、 业务构成：游戏为核心主业 6
2、 游戏：行业头部化加剧，深厚底蕴助力公司突围 7
2.1、 行业：存量市场内容为王，增量市场还看细分领域，云游戏或带来量价齐升 7
2.1.1、 用户红利逐渐消失，存量市场竞争日趋激烈 8
2.1.2、 存量市场竞争：去芜存菁、内容为王 8
2.1.3、 增量市场竞争：细分领域是关键 10
2.1.4、 5G 东风已至，云游戏有望带来量价齐升 12
2.2、 公司：品质为王+深度运营，打造业内领先的精品游戏工厂 14
2.2.1、 经典 IP 积累庞大用户基数，品类突破带来用户增量 14
2.2.2、 深耕 RPG 领域，重视“研发+深度运营”，持续打磨产品，提升付费率和 ARPPU 17
2.2.3、 各细分市场全面开花，储备项目为持续增长添砖加瓦 19
2.2.4、 云游戏赋能，“主机+ VR 游戏”或成为公司业绩的助推器 21
3、 影视：坚守匠心、静待回暖 22
3.1、 行业：政策规范、资本降温，终归于精品内容 22
3.2、 公司：顶尖团队匠心巨制，静待去库存加快带来业绩反转 24
4、 盈利预测与投资建议 27
4.1、 关键假设 27
4.1.1、 营业收入及毛利 27
4.1.2、 期间费用率 28
4.2、 盈利预测 28
4.3、 估值 28
4.3.1、 PE 估值法 28
4.3.2、 PEG 估值法 28
4.3.3、 投资建议及评级 29
5、 风险提示 29
附：财务预测摘要 30

图表目录

图 1： 完美世界游戏于 2004 年成立，2007 年美股上市，2015 年完成私有化 5
图 2： 完美世界影视于 2008 年成立，2014 年 A 股借壳上市 5
图 3： 2016 年完美世界影游双擎航母全面启航 6
图 4： 公司由完美世界控股集团控股，池宇峰为实际控制人（截至 2020 年 4 月 11 日） 6
图 5： 公司 2014-2019 年营业收入持续增长 7
图 6： 2019 年公司游戏业务营业收入同比增速回升 7
图 7： 2019 年游戏业务营业收入占整体营业收入的比例达 85% 7
图 8： 2019 年中国游戏市场收入增速有所回升 8
图 9： 2019 年中国移动游戏市场收入增速有所回升 8
图 10： 2019 年中国游戏用户规模同比增速仅 2.5% 8
图 11： 2019 年中国移动游戏用户规模同比增速仅 3.2% 8
图 12： 2019 年 4 月以来每月移动游戏版号获批数量明显减少 9

图 13: 2019 年 Top5 厂商占据 82.85%的国内移动游戏发行市场份额 9
图 14: 2019 年 10 月 Top5 及 Top10 移动游戏的国内时长份额较 2018 年 10 月进一步提升 9
图 15: 2018 年中国手游市场付费率达 63%，ARPPU 达 489 元 10
图 16: 重度用户付费率及 ARPPU 更高（2019 年 10 月） 10
图 17: 游戏设计/画风、类型是吸引重度游戏用户的主要因素（2019 年 10 月） 10
图 18: 2021 年全球游戏市场活跃玩家数量或达 27.25 亿 11
图 19: 2015-2019 年中国自研游戏海外收入 CAGR 达 22% 11
图 20: 2017-2019 年中国二次元游戏用户同比增速均超过 10% 12
图 21: 2016-2019 年中国二次元游戏市场规模 CAGR 达 25% 12
图 22: 2019 年中国女性向游戏的用户规模为 3 亿人 12
图 23: 2019 年中国女性向游戏的市场规模为 527 亿元 12
图 24: 在 5G 网络的加持下，云游戏及 VR/AR 游戏有望成为游戏行业新趋势 13
图 25: 云游戏在云端进行复杂计算 14
图 26: 2023 年中国云游戏市场用户规模或达 6.58 亿人 14
图 27: 2019 年近 9 成受访网民对云游戏有付费意愿 14
图 28: “体验感好、画面精良”成为吸引云游戏玩家的重要因素 14
图 29: 2019 年中国 Top100 移动游戏收入的 45.5%由角色扮演类（RPG）游戏贡献 17
图 30: 2019 年角色扮演类（RPG）游戏收入占中国自研游戏收入的 36.7% 17
图 31: 2019 年 RPG 游戏的 ARPDAU 在所有类型手游中最高 17
图 32: 2019H1 完美世界研发费用为 7.12 亿元 18
图 33: 公司研发人员占比不断提升，2018 年为 66% 18
图 34: 公司研发费用占营业收入的比例处于国内外上市头部游戏公司中的较高水平 18
图 35: 公司研发费用处于 A 股头部游戏公司中的领先水平 18
图 36: 《诛仙》IP 累计流水超 100 亿元，《完美世界》IP 累计流水超 80 亿元（截至 2019 年 8 月） 19
图 37: 《新诛仙》自 2016 年 8 月 10 日上线以来 iOS 畅销榜排名维持在 3-76 名 19
图 38: 《完美世界》自 2019 年 3 月 6 日上线以来 iOS 畅销榜排名维持在 1-38 名 19
图 39: 《新笑傲江湖》自 2019 年 12 月 19 日上线以来 iOS 畅销榜排名维持在 2-18 名 19
图 40: 《神魔大陆》2019 年 9 月 19 日上线当日登顶中国香港地区 iOS 免费及畅销榜 20
图 41: 《神魔大陆》2019 年 9 月 19 日上线当日登顶中国澳门地区 iOS 免费及畅销榜 20
图 42: 《神魔大陆》2019 年 9 月 19 日上线当日登顶中国台湾地区 iOS 免费榜，畅销榜排名第二 20
图 43: 2018 年公司来自海外的营业收入达 14.81 亿元，同比增长 20% 21
图 44: 2018 年公司来自海外的营业收入占游戏业务营业收入的比例达 27% 21
图 45: 《梦间集》在 2017 年 7 月 15 日登上 iOS 游戏免费榜 Top4 21
图 46: 《梦间集天鹅座》在 2020 年 1 月 10 日登上 iOS 游戏免费榜 Top10 21
图 47: 2019 年全国电视剧制作甲种机构同比下降 35% 23
图 48: 2019 年剧集投资规模或达 168 亿，同比下降 28% 23
图 49: 2019 年电视剧备案数量仅 905 部，同比下降 26% 23
图 50: 2020 年 1-3 月视频平台上线国产影视内容 415 部，同比上升 22%，但增长主要源于电影 23
图 51: 2020 年春节期间在线视频平台 DAU 较 2019 年春节明显增长 24
图 52: 2020 年 1-3 月剧集上新数量同比下降 5% 24
图 53: 2019 年公司影视业务营业收入同比下降 43% 25
图 54: 2019H1 公司影视业务收入主要由电视剧贡献 25
图 55: 2019H1 公司库存商品达 7.87 亿元，占存货的比例达 34%，处于同行业前列 27

表 1: 基于存量用户付费率和 ARPPU 提升所带来的游戏市场规模增长空间较大 10

表 2: 亚太地区（除中国外）活跃玩家数量同比增速领先于全球其他地区 11
表 3: 海外市场中，港台及东南亚地区的手游市场规模增速或较美日韩更高 11
表 4: 5G 技术最高或将用户体验速率提高 100 倍 13
表 5: 公司早期端游以 MMORPG 为主，拥有独创性游戏玩法特色，后拓展至多品类 15
表 6: 公司 MMORPG 类 IP 手游 iOS 排行榜排名靠前且 iOS/TapTap 评分较高 16
表 7: 公司加大细分游戏市场布局，游戏品类涵盖二次元、女性向、卡牌、沙盒、开放世界、Rougelike 等 16
表 8: 公司主机游戏精品频出，各具特色 22
表 9: 2018-2019 年公司播映影视作品口碑、收视双丰收 24
表 10: 公司影视剧制作团队实力雄厚 25
表 11: 公司影视剧储备项目丰富，覆盖多种题材类型 26
表 12: 完美世界 2020 年预测 PEG 明显低于可比公司（三七互娱、巨人网络、世纪华通、吉比特）的平均值 29

1、 影游双擎驱动，业绩增长稳定

1.1、 公司概况：坚守匠心，造就国内顶尖影游综合体

影游双线发展走向并线统一，双擎航母全面启程。公司的发展主要经历了两大阶段：**（1）2004-2015 年，影、游业务分立运营阶段。游戏方面，**完美世界游戏于 2004 年成立，早期专注于 MMORPG 端游研发，先后推出《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》等经典游戏。2007 年 7 月，完美世界游戏成功于美国纳斯达克上市，随后公司积极推行全球化战略，是首批出海的国内游戏公司，并收购海外游戏公司，增强研发实力。2015 年 7 月，完美世界游戏完成私有化。**影视方面，**完美世界影视于 2008 年成立，先后出品《非常完美》、《钢的琴》、《失恋 33 天》等优质电影及《婚姻保卫战》、《倾世皇妃》、《男人帮》等优质电视剧。2014 年 12 月，完美世界影视通过借壳上市登陆 A 股。

图1：完美世界游戏于 2004 年成立，2007 年美股上市，2015 年完成私有化



资料来源：完美世界官网、开源证券研究所

图2：完美世界影视于 2008 年成立，2014 年 A 股借壳上市



资料来源：完美世界官网、开源证券研究所

（2）2016 年至今，影游业务并立运营阶段。2016 年，完美世界游戏回归 A 股市场，并完成上市公司体系内的影游业务统一及整合，影游双擎航母全面启航。**游戏方面，**立足于既有的 MMORPG 端游优势，积极推动“端转手”，上线《诛仙》、《完美世界》、《武林外传》、《新笑傲江湖》等手游；丰富细分领域产品，拓展二次元、女性向、沙盒、开放世界、Roguelike 等类型游戏，上线《我的起源》、《梦间集》等手游；布局 AR、VR、云游戏新生态，推出《深海迷航》等游戏；完善全球化战略，

联手 Google 加速手游业务出海步伐，联手 Valve 共建蒸汽平台。**影视方面，**秉承“匠人精神”，陆续推出《归去来》、《香蜜沉沉烬如霜》等精品影视作品；聚焦内容，剥离院线业务；积极引入国内外优质资源，入股嘉行传媒、同心影视，与环球影业达成片单投资及战略合作协议；推动多元化发展，加大综艺、网络大电影等布局，推出《极限挑战》、《跨界喜剧王》等热播综艺。

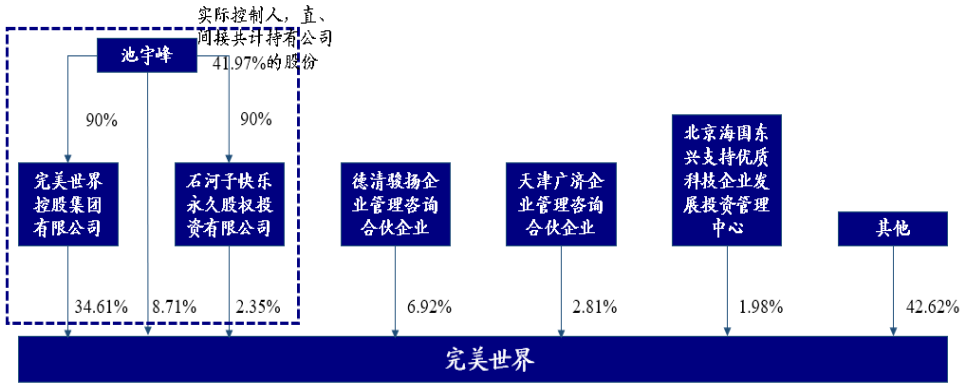
图3：2016 年完美世界影游双擎航母全面启航



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权结构集中稳定，池宇峰为实际控制人。截至 2020 年 4 月 11 日，公司由完美世界控股集团控股，持股比例为 34.61%。池宇峰为公司实际控制人，直接持股 8.71%，并通过完美世界控股集团、石河子快乐永久股权投资有限公司间接持股，共计持有公司 41.97%的股份，较 2019 年 Q3 下降 3.96pcts。公司股权结构稳定，控股股东持股比例较高，实际控制人的控制力较强，有利于公司战略的稳定持续推进。

图4：公司由完美世界控股集团控股，池宇峰为实际控制人（截至 2020 年 4 月 11 日）



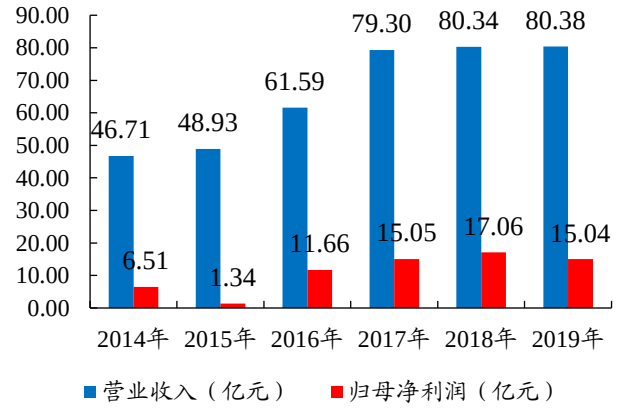
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 业务构成：游戏为核心主业

影游双擎驱动公司业绩增长，游戏是主要收入来源。随着 2016 年完美世界游戏

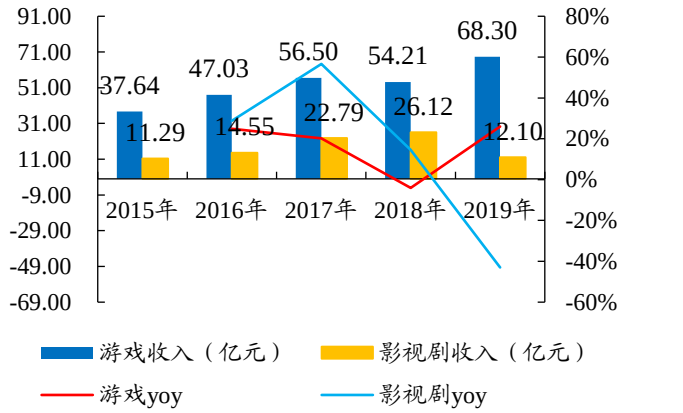
回归 A 股，影游双擎驱动公司营业收入连续两年高速增长。2018 及 2019 年，受到剥离院线业务、游戏及影视行业政策趋紧等影响，公司营业收入同比增速放缓。根据 2019 年业绩快报，2019 年公司营业收入为 80.38 亿元，同比增长 0.05%；若剔除剥离院线业务的影响，营业收入同比增长 6.78%。2019 年归属于上市公司股东的净利润为 15.04 亿元，同比下降 11.85%；若剔除存货跌价准备影响，归属于上市公司股东的净利润为 18.64 亿元，同比增长 9.25%。分业务来看，游戏业务是主要收入来源。2015-2018 年，由于影视业务的高速发展以及 2016 年收购院线业务，游戏业务收入占整体营业收入的比例持续下降。根据 2019 年业绩快报，受到多款精品游戏上线推动，2019 年游戏业务营业收入为 68.30 亿元，同比增长 25.99%，占整体营业收入的比例提升至 85%。2019 年游戏业务实现净利润 18.80 亿元，同比增长 37.41%。受到影视市场及行业整体环境影响，2019 年影视业务营业收入为 12.10 亿元，同比下降 42.54%，占整体营业收入的比例下降至 15%。2019 年影视业务亏损 3.1 亿元。我们判断，影视监管政策在 2020 年相对趋缓以及影视行业或面临供给不足，或推动公司影视业务业绩反转，叠加游戏业务的持续发力，2020 年业绩有望实现较快增长。

图5：公司 2014-2019 年营业收入持续增长



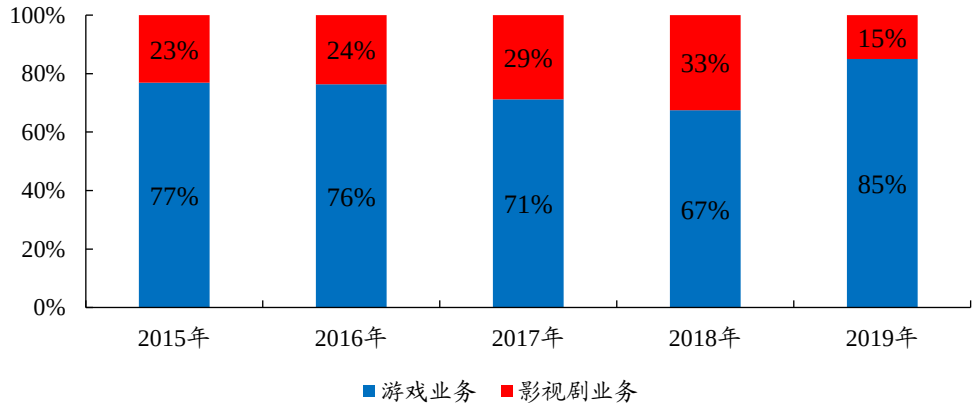
数据来源：公司公告、开源证券研究所（2019 年为业绩快报数据）

图6：2019 年公司游戏业务营业收入同比增速回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所（2019 年为业绩快报数据）

图7：2019 年游戏业务营业收入占整体营业收入的比例达 85%



数据来源：公司公告、开源证券研究所（2019 年为业绩快报数据）

2、 游戏：行业头部化加剧，深厚底蕴助力公司突围

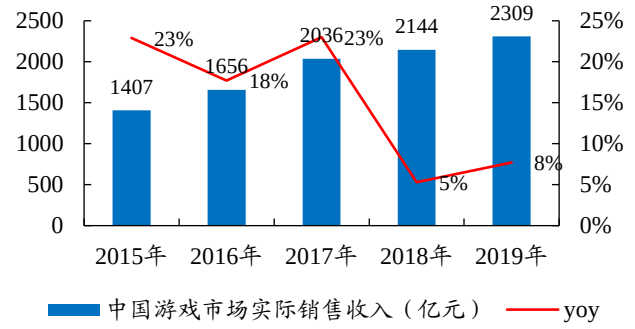
2.1、 行业：存量市场内容为王，增量市场还看细分领域，云游戏或带来

量价齐升

2.1.1、 用户红利逐渐消失，存量市场竞争日趋激烈

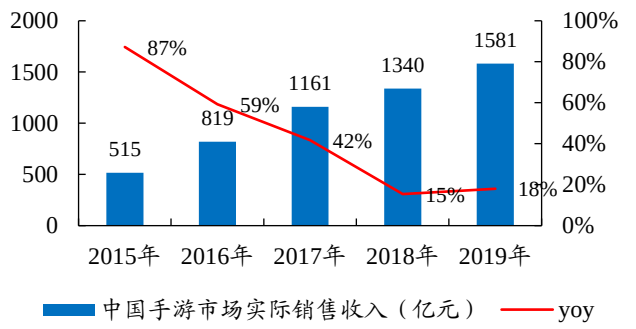
国内游戏行业收入稳中有升，用户规模增速放缓。2018 年底，游戏版号审批重启，游戏市场从底部走出。根据中国音数协游戏工委报告，2019 年中国游戏市场实际销售收入达 2309 亿元，同比增长 7.7%，其中，手游市场收入达 1581 亿元，同比增长 18.0%。游戏市场在经历了早期的用户规模快速扩张后，用户红利逐渐消失，用户增速明显放缓。根据中国音数协游戏工委报告，2019 年中国游戏用户规模为 6.4 亿，同比增长 2.5%，其中，手游用户规模为 6.2 亿，同比增长 3.2%。

图8：2019 年中国游戏市场收入增速有所回升



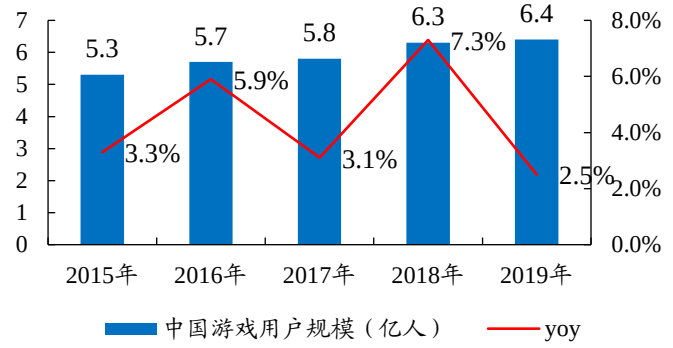
数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

图9：2019 年中国移动游戏市场收入增速有所回升



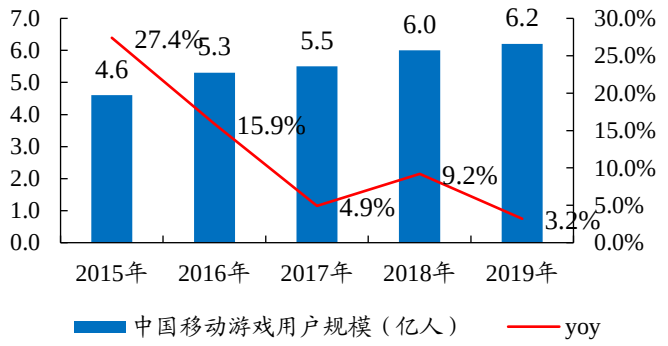
数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

图10：2019 年中国游戏用户规模同比增速仅 2.5%



数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

图11：2019 年中国移动游戏用户规模同比增速仅 3.2%



数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

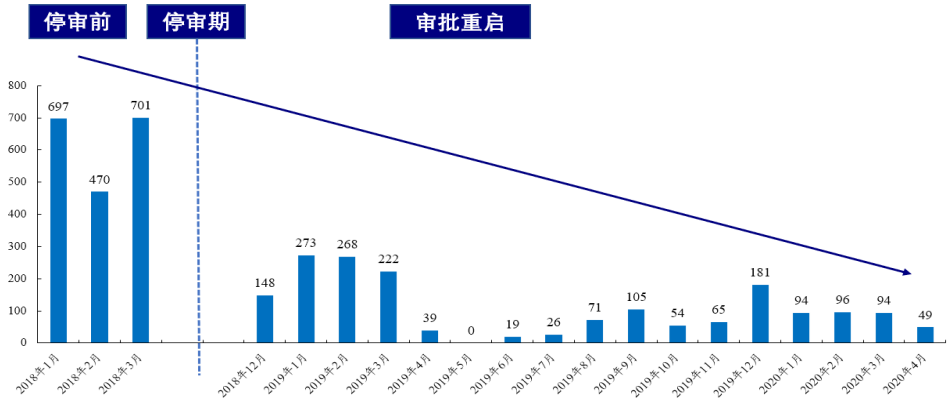
游戏行业收入规模增长依赖于用户数、付费率及 ARPPU 提升。简单的从公式“游戏市场收入规模=游戏用户数*付费率*ARPPU”来拆分，可以发现，用户数、付费率及 ARPPU 提升是行业规模增长的驱动因素。我们认为，未来用户数的增长将主要由增量市场的拓展带来，付费率及 ARPPU 的提升将主要由存量市场的精品化带来。因此，如何在存量市场竞争中取胜及拓展增量市场将成为关键。

2.1.2、 存量市场竞争：去芜存菁、内容为王

版号政策趋严，游戏产业去芜存菁，马太效应趋显。版号审批新规出台以来，在“总量控制、鼓励精品”的思路下，版号发放数量较之前大幅减少。2020 年 2 月底苹果及字节跳动再次明确须有版号才能登陆旗下 iOS 或穿山甲平台进行变现。我们认为，版号政策趋严将推动游戏产业精品化、头部化趋势增强。高品质意味着高

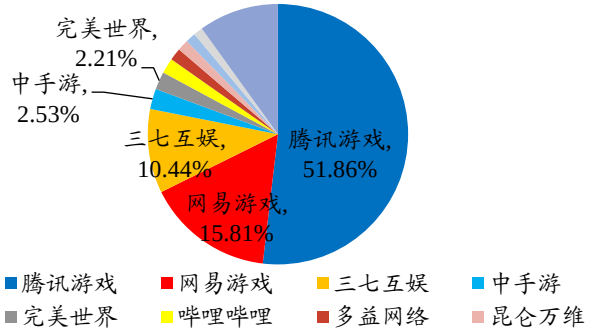
研发周期和成本，头部游戏公司由于资金、人员规模、产品矩阵等具备优势，市场份额有望不断提高。根据易观数据，2019 年 Top5 厂商占据 82.85%的国内移动游戏发行市场份额，较 2018 年提升 3.94pcts。而精品游戏也有助于提升用户粘性和用户时长。根据极光大数据，2019 年 10 月，Top5 游戏占据 55.6%的国内移动游戏用户时长，Top5 及 Top10 移动游戏的国内时长份额较 2018 年进一步提升。强者恒强，马太效应或更加凸显。

图12：2019 年 4 月以来每月移动游戏版号获批数量明显减少



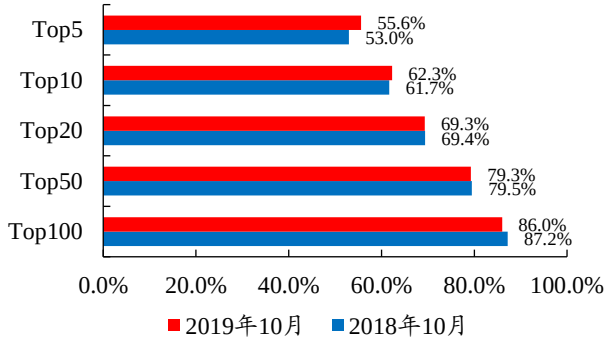
数据来源：国家新闻出版广电总局、开源证券研究所（截至 2020 年 4 月 11 日）

图13：2019 年 Top5 厂商占据 82.85%的国内移动游戏发行市场份额



数据来源：易观、开源证券研究所

图14：2019 年 10 月 Top5 及 Top10 移动游戏的国内时长份额较 2018 年 10 月进一步提升



数据来源：极光大数据、开源证券研究所

高用户基数下，精品游戏付费率及 ARPPU 提升空间仍大。在我国游戏市场庞大的用户基数下，针对存量用户的需求进行深挖，提升付费率及 ARPPU，成为游戏流水增长的重要方式。根据 Frost & Sullivan 数据，中国手游市场的付费率由 2017 年的 60%提升至 2018 年的 63%，同比增长 3pcts；ARPPU 由 2014 年的 343 元上升至 2018 年的 489 元，CAGR 为 9%。我们认为，随着用户对于游戏品质（游戏类型、玩法、功能设定、设计/画风等）的愈发关注，游戏行业将迎来“内容为王”时代，游戏精品率提升将推动付费率及 ARPPU 提升。基于更高的付费率和 ARPPU，中、重度游戏受益或更明显。

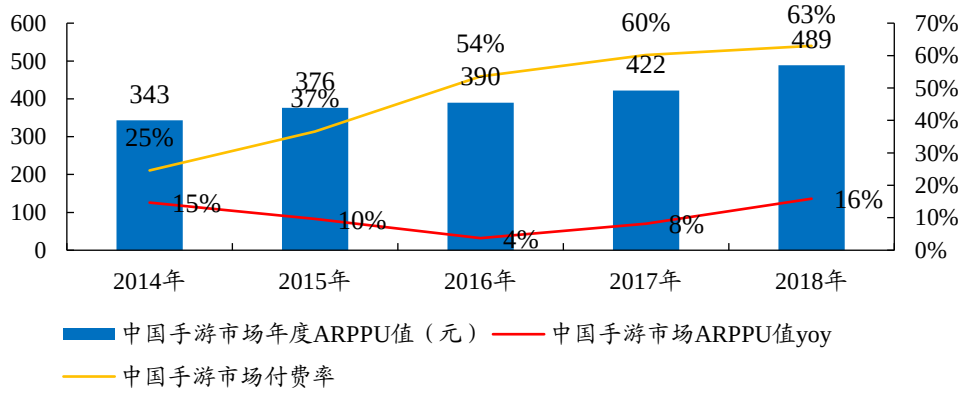
根据中国音数协游戏工委数据，2019 年中国游戏用户数达 6.4 亿，并假设 2019-2022 年付费率年均增长 3pcts，ARPPU 的 CAGR 维持 9%。根据公式“游戏市场收入=游戏用户数*付费率*ARPPU”，我们预测，基于付费率和 ARPPU 的提升，2020-2022 年存量用户对应的国内游戏市场规模分别为 2566 亿元、2918 亿元、3313 亿元。

表1：基于存量用户付费率和 ARPPU 提升所带来的游戏市场规模增长空间较大

ARPPU 的 CAGR / 付费率年均增长	2020E			2021E			2022E		
	8.5%	9.0%	9.5%	8.5%	9.0%	9.5%	8.5%	9.0%	9.5%
2.5pcts	2505	2528	2552	2818	2857	2897	3166	3225	3284
3.0pcts	2542	**2566**	2589	2878	**2918**	2958	3253	**3313**	3374
3.5pcts	2579	2603	2627	2938	2979	3020	3340	3402	3464

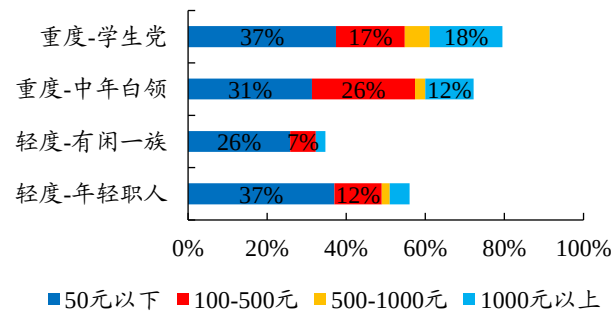
数据来源：开源证券研究所

图15：2018 年中国手游市场付费率达 63%，ARPPU 达 489 元



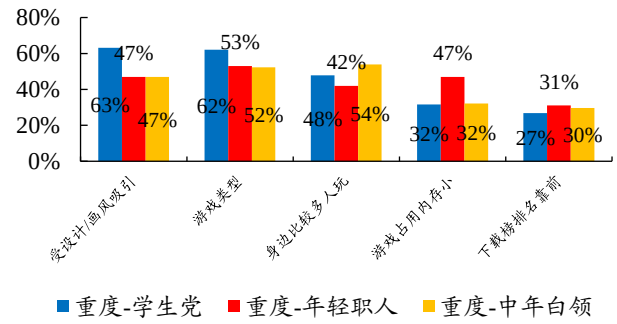
数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图16：重度用户付费率及 ARPPU 更高（2019 年 10 月）



数据来源：极光大数据、开源证券研究所

图17：游戏设计/画风、类型是吸引重度游戏用户的主要因素（2019 年 10 月）



数据来源：极光大数据、开源证券研究所

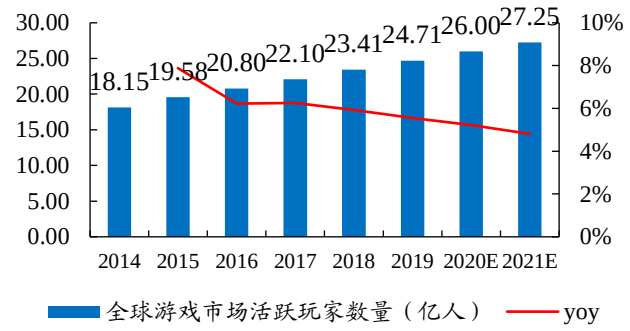
2.1.3、 增量市场竞争：细分领域是关键

游戏部分细分领域或仍有用户拓展空间。在海外市场，二次元、女性向、沙盒等手游细分领域及主机、VR 等新游戏品类，游戏公司或仍面临用户蓝海。拓展细分领域及新品类，满足不同游戏玩家差异化的需求，将成为吸引新用户的关键。

（1）海外游戏市场：在东南亚国家，如泰国、越南、马来西亚等，游戏市场较中国起步更晚，且文化、历史等与中国更相近，中国游戏公司出海更容易抢占市场。而韩国、日本等游戏成熟市场也正成为中国游戏公司出海必争之地。根据智研咨询预测，全球游戏市场活跃玩家数量将由 2019 年的 24.71 亿增长至 2021 年的 27.25 亿，CAGR 为 5%；其中，亚太地区（中国除外）活跃玩家数量将由 2019 年的 6.76 亿增长至 2021 年的 7.78 亿，CAGR 为 7%。根据中国音数协游戏工委数据，中国自主研

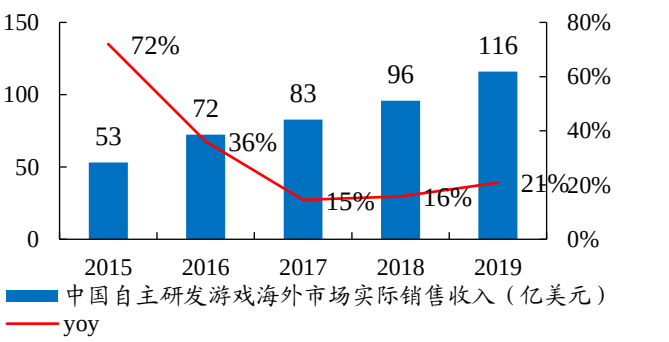
发游戏海外市场实际销售收入由 2015 年的 53 亿美元增长至 2019 年的 116 亿美元，CAGR 高达 22%，假设 2020-2022 年 CAGR 为 20%，2022 年将达 200 亿美元。

图18：2021 年全球游戏市场活跃玩家数量或达 27.25 亿



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图19：2015-2019 年中国自研游戏海外收入 CAGR 达 22%



数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

表2：亚太地区（除中国外）活跃玩家数量同比增速领先于全球其他地区

单位：亿	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
美洲	3.50	3.65	3.74	3.86	3.96	4.05	4.11	4.16
美洲 yoy		*4%*	*2%*	*3%*	*3%*	*2%*	*1%*	*1%*
亚太地区（除中国）	4.21	4.90	5.36	5.80	6.27	6.76	7.26	7.78
亚太地区 yoy		*16%*	*9%*	*8%*	*8%*	*8%*	*7%*	*7%*
欧洲	3.23	3.27	3.33	3.42	3.52	3.61	3.68	3.75
欧洲 yoy		*1%*	*2%*	*3%*	*3%*	*3%*	*2%*	*2%*
其他地区	2.30	2.70	3.08	3.36	3.66	3.97	4.29	4.61
其他地区 yoy		*17%*	*14%*	*9%*	*9%*	*8%*	*8%*	*7%*

数据来源：智研咨询、开源证券研究所

表3：海外市场中，港台及东南亚地区的手游市场规模增速或较美日韩更高

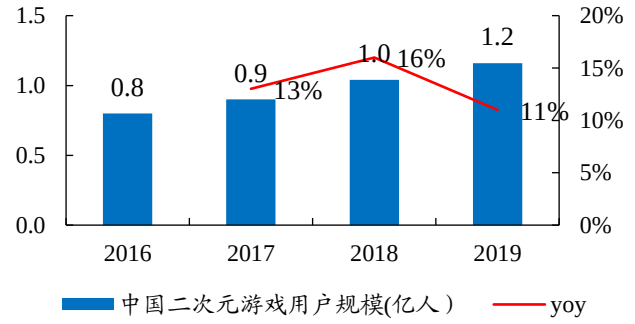
国家/地区	按收益计市场规模（亿美元）			CAGR	CAGR
已发展地区	2013A	2017 A	2022E	2013-2017	2017-2022E
美国	43.75	78.93	112.41	15.9%	7.3%
日本	37.79	66.15	97.01	15.0%	8.0%
韩国	20.95	43.92	65.12	20.3%	8.2%
台湾	1.46	7.28	12.93	49.5%	12.2%
香港	0.66	1.50	2.65	22.6%	12.0%
新加坡	0.67	2.00	3.33	31.6%	10.7%
发展中地区					
越南	0.64	1.95	3.75	32.4%	14.0%
泰国	1.05	2.42	3.61	23.4%	8.3%

数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

（2）二次元游戏市场：二次元游戏用户具有忠诚度高、消费意愿强、年轻化的特点，随着二次元文化在国内普及率不断提高，二次元游戏用户规模正逐步扩大。此外，随着二次元用户年龄渐长和收入水平的提高，该消费群体的游戏付费能力有望不断提升。根据中国音数协游戏工委数据，中国二次元游戏用户规模由 2016 年的

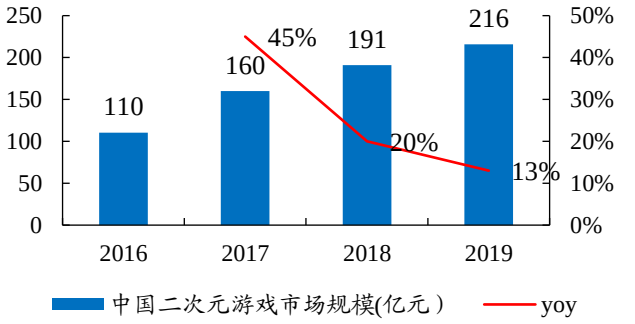
0.80 亿增长至 2019 年的 1.20 亿，CAGR 为 14%；假设 2020-2022 年 CAGR 维持 14%，我们预测 2022 年将达 1.78 亿。中国二次元游戏市场规模由 2016 年的 110 亿元增长至 2019 年的 216 亿元，CAGR 为 25%；假设 2020-2022 年 CAGR 为 15%，我们预测 2022 年将达 329 亿元。

图20：2017-2019 年中国二次元游戏用户同比增速均超过 10%



数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

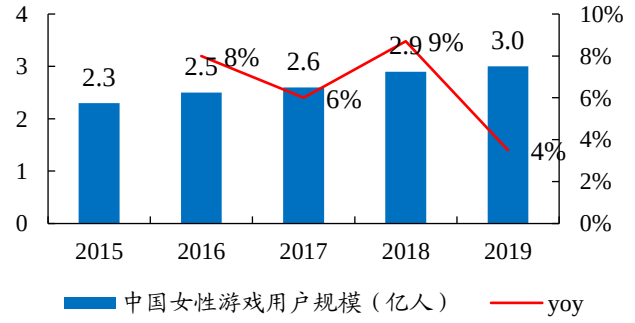
图21：2016-2019 年中国二次元游戏市场规模 CAGR 达 25%



数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

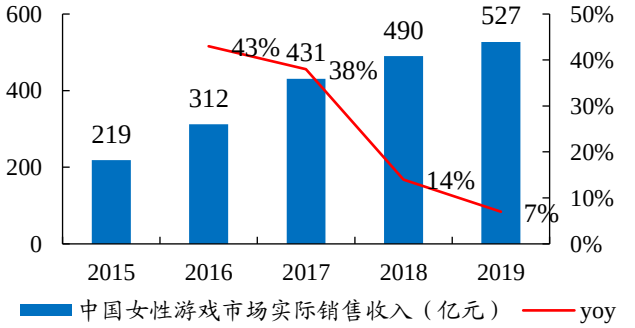
（3）女性向游戏市场：男性用户往往是重度游戏的硬核用户，随着这部分用户红利的逐渐衰竭，开发女性向游戏市场愈发重要。女性玩家对于玩法、画面、特效等的要求不尽相同，对于游戏的情感及社交属性或更青睐，对差异化要求或更高。我们判断，女性向游戏市场将进一步向多元化、细分化发展，从而为拥有不同喜好的女性玩家提供更多选择，市场潜力较大。根据中国音数协游戏工委数据，中国女性向游戏的用户规模由 2015 年的 2.3 亿增长至 2019 年的 3.0 亿，CAGR 为 7%；假设 2020-2022 年 CAGR 维持 7%，我们预测 2022 年将达 3.7 亿。中国女性向游戏的市场规模由 2015 年的 219 亿元增长至 2019 年的 527 亿元，CAGR 为 25%；假设 2020-2022 年 CAGR 维持 25%，我们预测 2022 年将达 1029 亿元。

图22：2019 年中国女性向游戏的用户规模为 3 亿人



数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

图23：2019 年中国女性向游戏的市场规模为 527 亿元



数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

（4）开放世界与 Roguelike 游戏市场：开放世界游戏拥有较高的自由度、广阔的地图、丰富的剧情任务，可以让玩家自由探索游戏世界，并与 NPC 交互，沉浸感极强。Roguelike 游戏更为轻型，主要通过机制的随机性给玩家带来全新的冒险体验，需要的资源更少，对独立游戏制作者更为友好。目前，国内开放世界与 Roguelike 类游戏尚处于刚刚兴起阶段，较为稀缺，可拓展空间大。

2.1.4、 5G 东风已至，云游戏有望带来量价齐升

5G 东风已至，游戏行业或迎来新变革。回顾游戏行业发展历程，每一次硬件或网络升级，都会推动颠覆式的浪潮到来。“PC 设备+有线网络”推动端游时代到来；“PC 设备+网络带宽提高”推动页游发展；“智能手机普及+3G/4G 网络”推动手游时代到来；“智能手机普及+网络带宽提高及资费降低”推动小游戏风靡。随着 5G 时代到来，游戏行业有望迎来新的变革，若叠加 AR、VR 硬件设备进步，颠覆式浪潮有望来临。

表4：5G 技术最高或将用户体验速率提高 100 倍

技术指标	指标技术含义	4G 要求	5G 要求	性能提升
用户体验速率	用户可获得最低传输速率	0.01-0.1Gbps	0.1-1Gbps	10-100 倍
用户峰值速率	单个用户可获得最高速率	1Gbps	20Gbps	20 倍
时延	数据从源节点到目的节点时间间隔	20-30ms	低至 1ms	数十倍
链接数密度	单位面积内的连接数量总和	10 万台设备/平方公里	100 万台设备/平方公里	10 倍
流量密度	单位面积内的总流量	0.1-0.5Tbps/平方公里	数十 Tbps/平方公里	数百倍

资料来源：亿欧、开源证券研究所

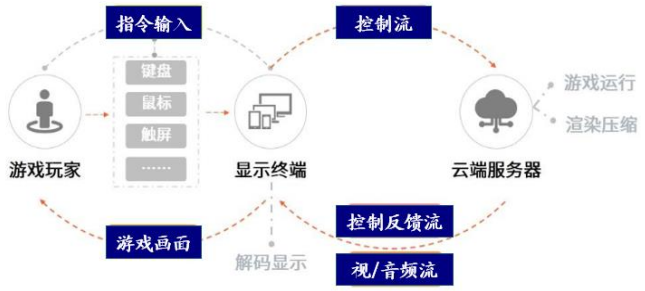
图24：在 5G 网络的加持下，云游戏及 VR/AR 游戏有望成为游戏行业新趋势



资料来源：Gamelook、开源证券研究所

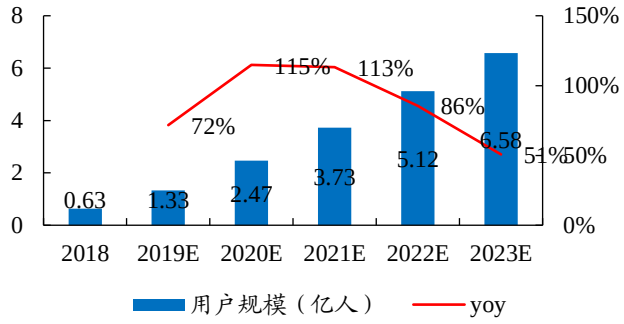
云游戏具有“即点即玩、跨屏切换”等优势，有利于扩大游戏用户边界。由于云游戏无需下载、即点即玩，用户开始游戏的时间成本将大幅降低，以往从未有过游戏体验的用户将受到吸引；由于云游戏可实现不同设备数据互通，同款游戏跨屏切换，端游、手游、主机游戏之间的边界将日益模糊；由于云游戏在云端进行复杂计算，目前受到低端硬件设备限制而无法畅玩中、重度，尤其是 3A 级游戏大作的用户将解除限制。我们判断，云游戏将带来游戏用户数量攀升，转化大量体验式玩家、重度主机游戏玩家成为活跃用户。根据艾媒咨询预测，中国云游戏用户规模将从 2018 年的 0.63 亿增长到 2023 年的 6.58 亿，CAGR 高达 60%。

图25：云游戏在云端进行复杂计算



资料来源：艾媒咨询、开源证券研究所

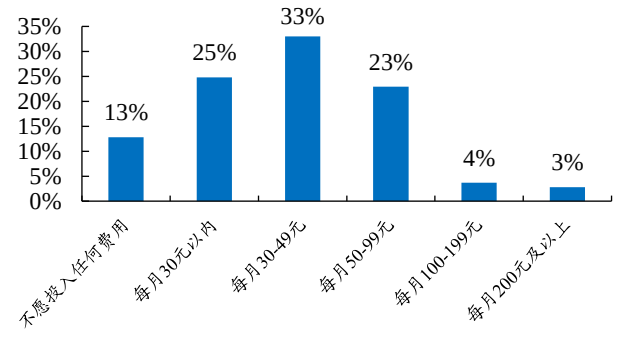
图26：2023 年中国云游戏市场用户规模或达 6.58 亿人



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

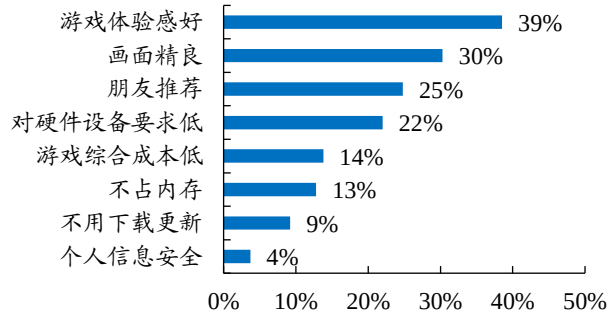
云游戏打开增量市场空间，精品中、重度游戏及 VR 游戏或更受益。云游戏潜在受众群体为中、重度游戏玩家，他们出于对更好的游戏体验的追求，付费意愿或更高。根据艾媒咨询，2019 年近 9 成的受访网民对云游戏有付费意愿。由于不同画面的游戏在传输上存在差异，画面精美的中、重度游戏将更适合转化为云游戏。由于云游戏可帮助 VR 游戏通过 5G 网络串流云端运行，解决目前的硬件、网络限制，云 VR 或将兴起。根据 Niko Partners 报道，2023 年中国或将取代日本成为亚洲最大的云游戏市场。若假设 2023 年国内云游戏收入占整体游戏收入的比例达到 2018 年日本主机游戏收入占整体游戏收入的比例（22.5%），并根据 Niko Partners 的预测，2023 年中国游戏市场规模将达 415 亿美元，我们推测 2023 年国内云游戏市场规模或达 93 亿美元。

图27：2019 年近 9 成受访网民对云游戏有付费意愿



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图28：“体验感好、画面精良”成为吸引云游戏玩家的重要因素



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

2.2、 公司：品质为王+深度运营，打造业内领先的精品游戏工厂

2.2.1、 经典 IP 积累庞大用户基数，品类突破带来用户增量

砥砺 16 载沉淀经典 IP，成功“端转手”验证用户黏性。公司始终坚守“精品化”的产品策略，依靠自身强大的研发、制作实力，自主研发了多款高品质、长生命周期的经典 IP 游戏。端游《完美世界》、《诛仙》等自上线以来，依靠领先的 3D 引擎技术、创新性的游戏玩法、精美的画面呈现效果，积累了国内首批 MMORPG 用户，并通过不断的版本更新迭代，将游戏沉淀为经典 IP，经久不衰，持续贡献收入。公司抓住手游浪潮，自 2016 年起成功将多款 IP 游戏“端转手”或将经典影视 IP 改编为手游，推出了《诛仙》、《完美世界》、《神雕侠侣》、《新笑傲江湖》等爆款。

公司 IP 手游持续排名 iOS 游戏畅销榜前列，且评分较高，验证了高品质、高口碑及长生命周期。

表5：公司早期端游以 MMORPG 为主，拥有独创性游戏玩法特色，后拓展至多品类

端游名称	游戏类型	初代版本上线时间	运营时间（年）	IP	游戏特色
《完美世界》	MMORPG	2005	15	《完美世界》	采用自主研发的 3D 引擎，首创自由飞行系统，在中国上古神话传说的基础上营造奇幻世界
《完美国际》	MMORPG	2006	14	《完美世界》	出口至全球 100 多个国家和地区，打造国际化标准的客服平台，实现“多国混战”
《武林外传》	MMORPG	2006	14	《武林外传》	首创“喜剧网游”模式，从游戏背景、任务、系统等各方面突出轻松搞笑的风格
《诛仙》	MMORPG	2007	13	《诛仙》	首创网文 IP 改编端游，后续不断迭代，在保留传统网游中武器、装备的常规玩法外，加入了“灵魂色彩”、“启灵”、“唤魂”、“夺魂”、“附魂”五大玩法
《赤壁》	MMORPG	2008	12	—	沿用中国古代三国时期的历史背景，并且加入了塔防、即时战略、策略、动作竞技等诸多 PVP 元素
《热舞派对 MAX》	社交休闲	2008	12	—	精致细腻的人物模型、动感十足的热舞、加上嗨翻全场的劲歌，众多特色挑战模式任玩家选择
《口袋西游》	MMORPG	2008	12	《西游记》	以《西游记》为背景，设计飞行等特色系统，透过 Q 版的人物，令玩家重温唐僧师徒四人西天取经的经历
《神鬼传奇》	MMORPG	2009	11		国内首款魔幻探险网游，玩家扮演探险者，亲历神秘遗迹，寻找众神散落的灵魂，阻止邪恶生物的入侵
《神鬼世界》	MMORPG	2010	10	—	使用全新的 Cube Engine2 引擎，让游戏整体画面风格将更加写实和硬朗，3D 场景更具层次感，具备极强的打击感
《神雕侠侣》	MMORPG	2012	8	《神雕侠侣》	由金庸《神雕侠侣》授权改编，加入轻功、历练、经脉等玩法
《笑傲江湖 OL》	MMORPG	2013	7	《笑傲江湖》	游戏采用新一代物理引擎、虚拟生态系统等众多原创技术，以金庸原著《笑傲江湖》为蓝本，为玩家还原江湖世界
《神魔大陆》	MMORPG	2013	7	《神魔大陆》	引入“玩家行为改变世界”全新理念和独有编年史体系，使得纪元年代、星辰运转、神祇诞生等都能由玩家意志影响
《DOTA2》	MOBA	2013（国服）	7	—	天辉和夜魇两大阵营分别由五位玩家组成，以守护己方远古遗迹并摧毁敌方远古遗迹为使命
《CS:GO》	FPS	2017（国服）	3	—	玩家分为反恐精英与恐怖份子两个阵营，达到地图要求目标或消灭全部敌方则取得胜利
《创世战车》	载具对战	2017	3	—	玩家通过创造、操控自己的战争机器，冲锋战斗、摧毁敌人
《深海迷航》	海洋题材沙盒生存	2018	2	—	端游及主机双平台游戏，并推出 VR 版本。玩家扮演的宇航员掉落在海洋，需要想办法生存，并尝试探索飞船失事的原因
《非常英雄》	横向卷轴游戏	2019	1	《西游记》	端游及主机双平台游戏，首次以西方文化视角对西游文化进行改编，成功的融合了传统文化与现代艺术
《遗迹：灰烬重生》	生存动作射击游戏	2019	1	—	端游及主机双平台游戏，游戏充满激烈的射击和近战格斗元素，玩家可以用各种方式探索游戏世界，与史诗级 BOSS 酣战

资料来源：公司官网、开源证券研究所

表6：公司 MMORPG 类 IP 手游 iOS 排行榜排名靠前且 iOS/TapTap 评分较高

手机游戏	游戏类型	上线时间	运营时间（年）	是否端转手	iOS 游戏畅销榜排名	iOS/TapTap 评分
《神雕侠侣》	MMORPG	2013	7	是	354	4.0
《诛仙》	MMORPG	2016	4	是	23	4.8
《射雕英雄传 3D》	MMORPG	2016	4	否	643	4.8
《火炬之光》	MMORPG	2016	4	否	446	4.8
《射雕英雄传》	MMORPG	2017	3	否	579	4.4
《新武林外传手游》	MMORPG	2018	2	是	124	3.9
《烈火如歌》	MMORPG	2018	2	否	614	4.9
《神雕侠侣 2》	MMORPG	2019	1	是	65	3.0
《新笑傲江湖》	MMORPG	2019	1	是	9	4.5
《完美世界》	MMORPG	2019	1	是	24	4.4
《封龙战纪》	MMORPG	2019	1	否	—	4.4
《新神魔大陆》	MMORPG	预约人数 2.95 万	—	是	曾登顶港澳地区 iOS 游戏畅销榜	7.1
《梦幻新诛仙》	MMORPG	预约人数 7.08 万	—	是	—	—
《战神遗迹》	RPG	—	—	—	—	—

资料来源：公司官网、七麦数据、TapTap、开源证券研究所（iOS 游戏畅销榜排名截至 2020 年 4 月 11 日 19:00；所有已上线手游采用 iOS 评分，所有未上线手游采用 TapTap 评分；iOS 评分截至 2020 年 4 月 11 日 19:00，满分为 5 分；TapTap 评分截至 2020 年 4 月 11 日 19:00，满分为 10 分）

拓展细分市场，品类突破带来增量用户。公司基于多元化、年轻化战略，将手游品类逐步向 MMORPG 以外拓展。目前，公司已有《我的起源》、《梦间集》、《梦间集天鹅座》、《云梦四时歌》等品类突破的产品，涵盖沙盒、女性向、ARPG、卡牌等多种类型，涉及未来科幻、二次元、古代神话等多种题材。此外公司也积极布局电竞领域，代理《DOTA2》和《CS：GO》，并打造多层次、立体化的赛事体系。多元化的产品体系将有助于公司覆盖更广泛的游戏用户群体，实现用户规模增长。

表7：公司加大细分游戏市场布局，游戏品类涵盖二次元、女性向、卡牌、沙盒、开放世界、Rougelike 等

	手游	游戏类型	上线时间	运营时间（年）	iOS/TapTap 评分
已上线	《梦间集》	女性向卡牌	2017	3	4.0
	《轮回决》	RPG 卡牌	2018	2	4.2
	《云梦四时歌》	RPG 卡牌	2019	1	—
	《我的起源》	沙盒+MMO	2019	1	4.6
	《梦间集天鹅座》	恋爱养成+经营	2020	0	3.9
储备	《战神遗迹》	RPG	储备	—	—
	《幻塔》	开放世界+RPG	储备	—	—
	《奈奥格之影》	Rougelike	储备	—	8.4
	《梦间集 2》	二次元	储备	—	9.2
	《新神魔大陆》	MMORPG	储备	—	7.1

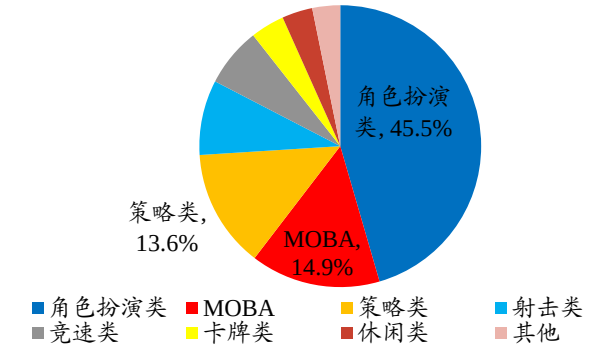
《梦幻新诛仙》	MMORPG	储备	—	8.1
《一拳超人》	二次元	储备	—	—

资料来源：公司公告、公司官网、TapTap、开源证券研究所（所有已上线手游采用 iOS 评分，所有未上线手游采用 TapTap 评分；iOS 评分截至 2020 年 4 月 11 日 19:00，满分为 5 分；TapTap 评分截至 2020 年 4 月 11 日 19:00，满分为 10 分）

2.2.2、 深耕RPG领域，重视“研发+深度运营”，持续打磨产品，提升付费率和ARPPU

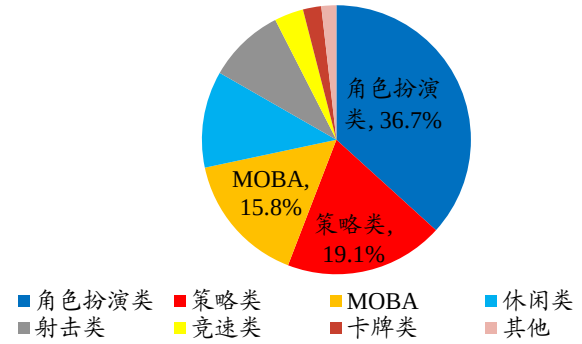
公司深耕 RPG 领域，占据游戏市场主赛道。RPG 游戏由于其高代入性及剧情体验，一直深受玩家喜爱，占据游戏收入的近半壁江山。根据中国音数协游戏工委数据，2019 年中国 Top100 移动游戏总收入中的 45.5%由 RPG 游戏贡献，中国自研游戏收入中的 36.7%由 RPG 游戏贡献。根据 Game Analytics 数据，2019 年 RPG 游戏的 ARPDAU 在所有移动游戏类型中最高。公司持续深耕 RPG 领域，推出《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等顶级 MMORPG 游戏，占据用户付费的主赛道。

图29：2019 年中国 Top100 移动游戏收入的 45.5%由角色扮演类（RPG）游戏贡献



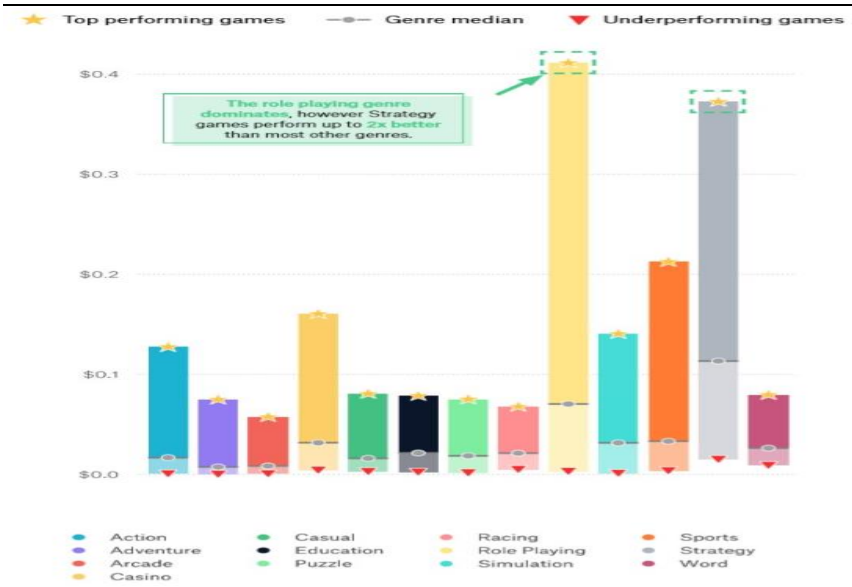
数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

图30：2019 年角色扮演类（RPG）游戏收入占中国自研游戏收入的 36.7%



数据来源：中国音数协游戏工委、开源证券研究所

图31：2019 年 RPG 游戏的 ARPDAU 在所有类型手游中最高

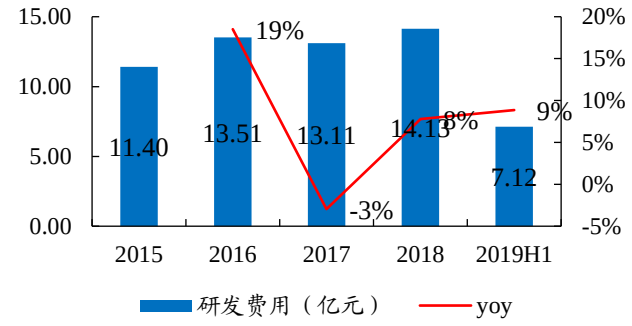


资料来源：Game Analytics

重视研发投入，研发能力跨平台，有助于构建精品游戏矩阵，吸引用户付费。公司砥砺 16 载能够持续推出众多口碑、收入双丰收的游戏，关键在于具备全行业一

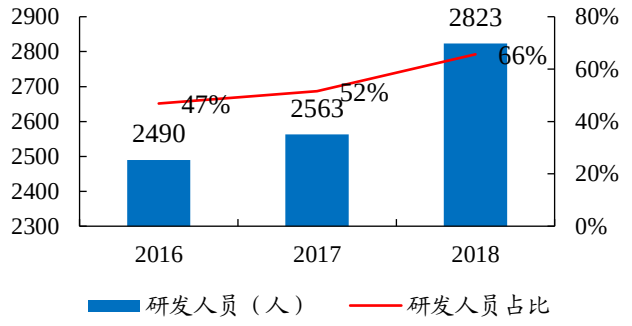
流的研发能力。一方面，公司建立了“平台（员工）—工作室—公司—资本运作”4阶段内部创业机制，孵化了祖龙娱乐公司，乐道、热点、乐逍遥、闲游等子公司，星云、不动山、玩聚等工作室，积累了众多优秀人才与团队。另一方面，公司陆续并购海外工作室，拥有 Cryptic Studios、Unknown Worlds Entertainment 等海外知名游戏研发团队。公司不断提高研发投入，2019H1 研发费用为 7.12 亿元，占营业收入的比例达 19%，处于国内外上市头部游戏公司中的较高水平。此外，公司是 A 股唯一研发能力跨越 PC、移动设备、主机三个平台的游戏公司，能够将同款游戏呈现在三大平台，有助于构建精品游戏矩阵，提高联动性。“高研发投入+长研发周期+跨平台能力”为推出精品游戏奠定基础，而优质游戏提升用户付费率、实现较高流水，又为持续研发投入提供资金支持，从而构成良性循环。

图32：2019H1 完美世界研发费用为 7.12 亿元



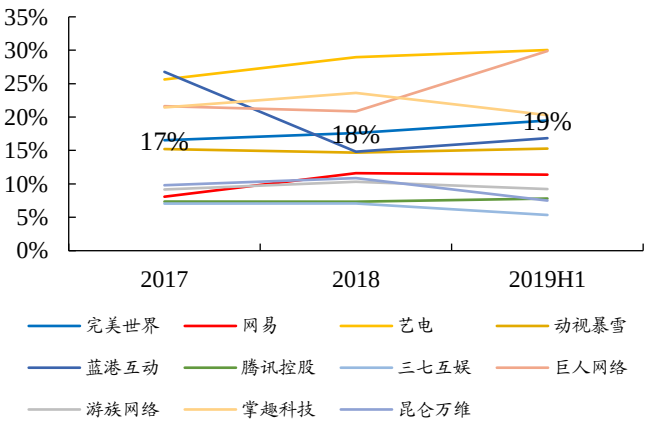
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：公司研发人员占比不断提升，2018 年为 66%



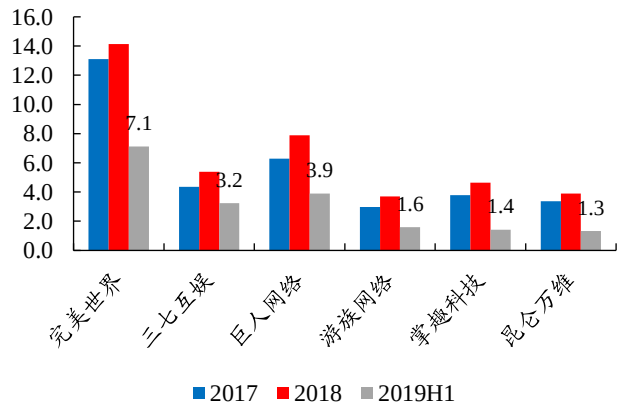
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：公司研发费用占营业收入的比例处于国内外上市头部游戏公司中的较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：公司研发费用处于 A 股头部游戏公司中的领先水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

“自主运营+授权代理”结合，深度运营，提升留存率、付费率和 ARPPU。一方面，公司采用自研自发模式，通过端转手、持续的版本更新迭代、举办特色活动等方式，增加用户黏性。以《新笑傲江湖》为例，作为“端转手”IP 游戏，自 2018 年曝光以来就备受瞩目；2019 年 12 月 19 日，正式全平台公测；此后，游戏保持每月 2 次版本更新的节奏，增添划地分盟、铸造神兵等玩法，推出金鼠闹春、集五福等活动；邀请超人气青年演员肖战代言贯彻“年轻化”战略。另一方面，公司也将部分手游授权第三方代理发行及运营，借力第三方流量优势，取长补短。以《完美世界》手游为例，采取腾讯代理运营模式，2018 年在腾讯新文创生态大会重磅亮相，

掀起广泛讨论热度；2019 年 3 月，正式启动全平台不删档测试；此后，游戏保持“每周更新”、“每季度发布新版”的更迭进度，满足玩家不断变化的需求。依靠公司的深度运营，游戏实现高用户黏性、长生命周期和较高流水。

2.2.3、 各细分市场全面开花，储备项目为持续增长添砖加瓦

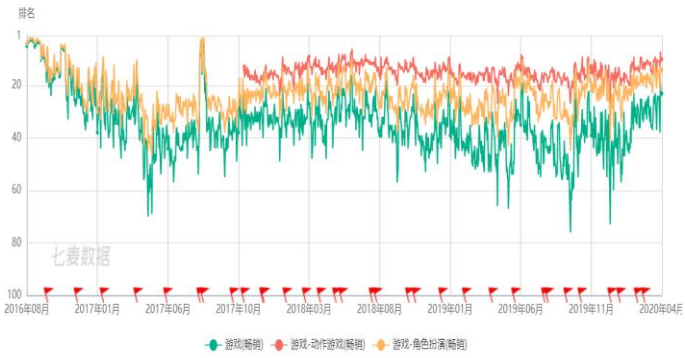
RPG 市场：巩固优势，已上线游戏有望成为业绩稳定器，储备游戏已具备成功潜质、值得期待。（1）在已上线游戏方面，《新笑傲江湖》、《完美世界》、《诛仙》等核心产品有持续较好的流水表现，已验证或正在验证长生命周期，有望成为公司业绩稳定器。根据伽马数据，截至 2019 年 8 月，《诛仙》IP 累计流水超 100 亿元，《完美世界》IP 累计流水超 80 亿元。根据七麦数据，《新诛仙》自 2016 年 8 月 10 日上线以来，iOS 游戏畅销榜排名维持在 3-76 名；《完美世界》自 2019 年 3 月 6 日上线以来，iOS 游戏畅销榜排名维持在 1-38 名；《新笑傲江湖》自 2019 年 12 月 19 日上线以来，iOS 游戏畅销榜排名维持在 2-18 名。

图36：《诛仙》IP 累计流水超 100 亿元，《完美世界》IP 累计流水超 80 亿元（截至 2019 年 8 月）



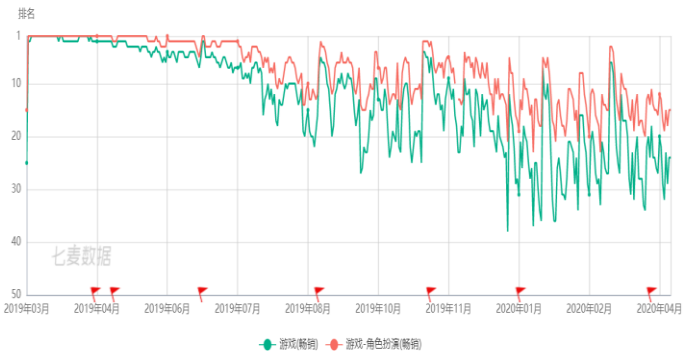
资料来源：伽马数据、开源证券研究所

图37：《新诛仙》自 2016 年 8 月 10 日上线以来 iOS 畅销榜排名维持在 3-76 名



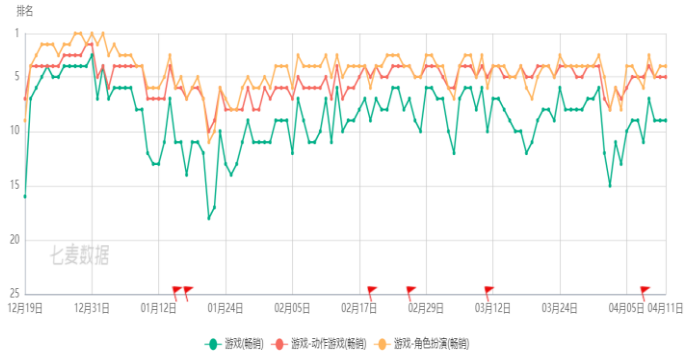
资料来源：七麦数据

图38：《完美世界》自 2019 年 3 月 6 日上线以来 iOS 畅销榜排名维持在 1-38 名



资料来源：七麦数据

图39：《新笑傲江湖》自 2019 年 12 月 19 日上线以来 iOS 畅销榜排名维持在 2-18 名

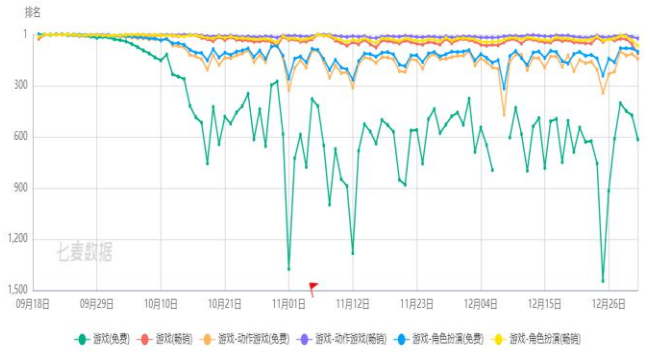


资料来源：七麦数据

（2）在储备游戏方面，有《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《非常英雄》等有望在 2020 年上线的项目。《新神魔大陆》作为魔幻史诗燃战手游，依靠宏伟的世界观及史诗剧情、特色的技能天赋玩法、自由度高的飞行系统、炫丽华美的画面、独树一帜的魔幻风格等，在港澳台市场已取得亮眼成绩；2019 年 9 月，登陆港澳台地区，上线当天除在台湾地区获畅销榜第二外，三地其他五榜（台湾免费榜、香港免费及畅销榜、澳门免费及畅销榜）均第一。2020 年 3 月 24 日，根据新闻出版广电总局游戏审批信息公告，《新神魔大陆》获得 3 月第二批国产游戏版号，我

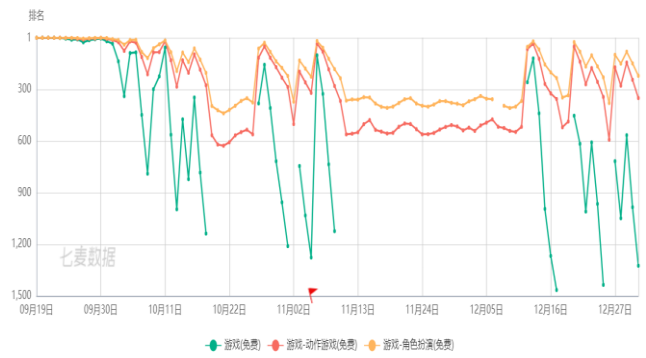
们预计将在 2020 年二季度国内上线，有望延续在港澳台的强势表现。《梦幻新诛仙》作为诛仙 IP 衍生手游，依靠诛仙经典情怀、高自由度策略战斗、匠心画质等，还未上线就吸引了众多玩家；截至 2020 年 4 月 11 日，根据官网数据，已有 10.58 万人预约，TapTap 评分高达 8.1 分。2020 年 4 月 8 日，根据新闻出版广电总局游戏审批信息公告，《战神遗迹》获得 4 月首批国产游戏版号。我们预计《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》和《战神遗迹》上线后能够延续公司以往 MMORPG 精品游戏的良好流水表现，为公司贡献较大业绩弹性。

图40：《神魔大陆》2019 年 9 月 19 日上线当日登顶中国香港地区 iOS 免费及畅销榜



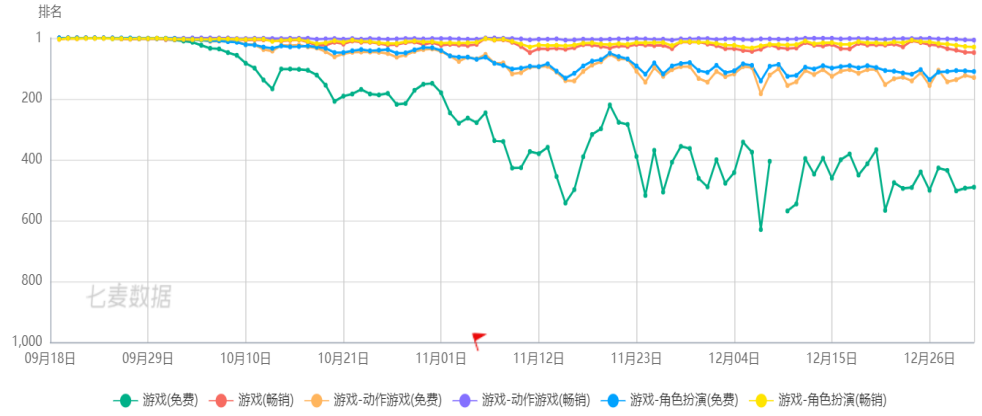
资料来源：七麦数据

图41：《神魔大陆》2019 年 9 月 19 日上线当日登顶中国澳门地区 iOS 免费及畅销榜



资料来源：七麦数据

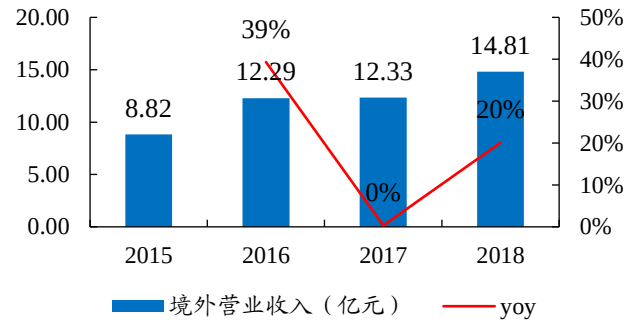
图42：《神魔大陆》2019 年 9 月 19 日上线当日登顶中国台湾地区 iOS 免费榜，畅销榜排名第二



资料来源：七麦数据

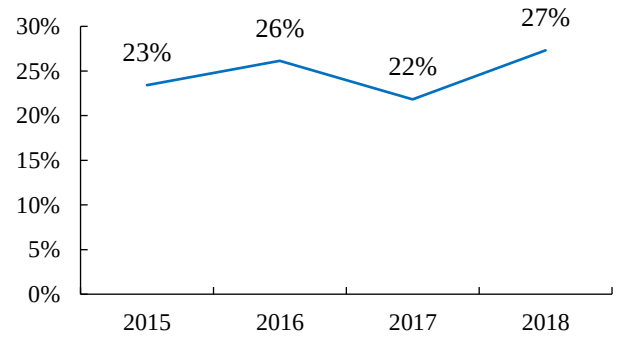
海外市场：积极实践国际化战略，从授权出海向全球资源整合升级。作为国内首批出海的游戏公司，公司多年来在中国网络游戏出海收入排名中稳居前列。根据伽马数据，公司荣登 2019 年全球移动游戏市场中国企业竞争力榜 Top5。截至 2020 年 4 月 11 日，公司在北美洲、欧洲和亚洲设有全资子公司，并已成功将旗下游戏发展到海外 100 多个国家和地区。2018 年公司来自海外的营业收入达 14.81 亿元，同比增长 20%，占游戏业务营业收入的比例达 27%。随着出海战略的持续推进，公司从授权出海升级为全球资源整合。2019 年 3 月，公司宣布与 Google 战略合作，将借助 Google 的营销及技术优势，进一步推动游戏出海。

图43：2018 年公司来自海外的营业收入达 14.81 亿元，同比增长 20%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：2018 年公司来自海外的营业收入占游戏业务营业收入的比例达 27%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

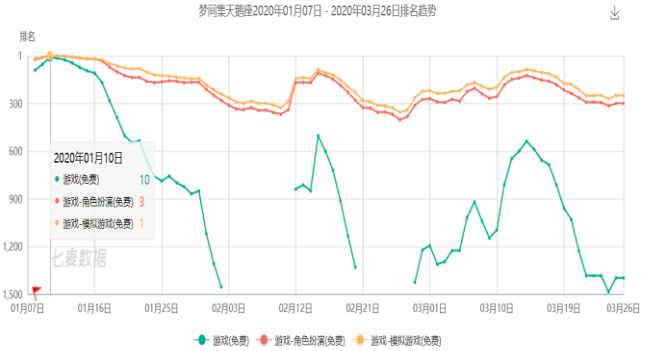
二次元及女性向游戏：通过《梦间集》打开市场，并发展成为又一大 IP。2017 年，公司推出《梦间集》手游，通过精美的国风立绘、庞大的声优团队、独特的武侠背景、特色的棋局玩法等吸引二次元及女性用户。在 2017 年 7 月 14 日上线首日即一举揽获 App Store 首页以及本周新游两个精品推荐位，并在 2017 年 7 月 15 日登上 iOS 游戏免费榜 Top4。为进一步深耕二次元及女性向市场，2020 年推出 IP 衍生手游《梦间集天鹅座》，主打“恋爱+美食”双向经营，在 2020 年 1 月 10 日登上 iOS 游戏免费榜 Top10。此外，公司还布局小说、漫画、动画领域，将《梦间集》打造为除《诛仙》、《完美世界》等经典 IP 外的又一大 IP，填补二次元及女性游戏市场空白。

图45：《梦间集》在 2017 年 7 月 15 日登上 iOS 游戏免费榜 Top4



资料来源：七麦数据

图46：《梦间集天鹅座》在 2020 年 1 月 10 日登上 iOS 游戏免费榜 Top10



资料来源：七麦数据

开放世界与 Roguelike 游戏：国内开放世界与 Rouguelike 游戏市场刚刚崛起，公司积极试水、战略布局。公司已上线和储备项目中，《我的起源》主打“沙盒+MMO”，玩家扮演救世主重建末日世界；《幻塔》融合了开放世界与 RPG 元素；《奈奥格之影》主打“Roguelike+克苏鲁神话”，有望打造国产的《暗黑地牢》。根据 TapTap 数据，截至 4 月 11 日，《奈奥格之影》已有 8.75 万玩家预约，评分高达 8.4。我们认为，公司将开放世界、Roguelike 等元素与传统 RPG 游戏相融合，基于玩法的创新，有望带来用户及业绩增量。

2.2.4、 云游戏赋能，“主机+ VR 游戏”或成为公司业绩的助推器

近年来公司不断发力主机及 VR 游戏，云游戏时代或成为国内 3A 级重度游戏及 VR 游戏的领跑者。主机游戏方面，2013 年公司斥资 2.55 亿元收购电玩巴士，踏出

了进军主机游戏的第一步；此后，精品频出，《无冬 OL》、《深海迷航》、《非常英雄》、《HOB》、《DON'T EVEN THINK》等游戏都深受国内外玩家喜爱。公司还储备有《完美世界》主机版、《非常英雄 2》、《Torchlight Frontiers》、《Magic Ascension》等项目。**VR 游戏方面，**公司主动探索 VR 技术与游戏的结合，抢占先发优势。《深海迷航》推出 VR 模式，为玩家带来了沉浸式的游戏体验；与 Valve 公司合作推出蒸汽平台，未来有望将 Steam 平台上的爆款 VR 游戏引入国内，并探索 VR 游戏合作研发模式。公司还将携手电信天翼云、视博云等云技术头部公司，在云游戏基础上，进一步拓展开发 VR 云游戏，共同探索“5G+VR+云游戏”商业化。我们认为，作为 A 股唯一布局主机游戏、并积极布局 VR 游戏的游戏公司，有望充分受益于云游戏带来的增量市场，成为 3A 级重度游戏及 VR 游戏的领跑者。

表8：公司主机游戏精品频出，各具特色

	主机游戏名称	类型	推出时间	游戏特色
已推出项目	非常英雄	横向卷轴游戏	2019 年 1 月	端游及主机双平台游戏，2D 横版卷轴式闯关玩法；首次以西方文化视角对西游文化进行改编，成功的融合了传统文化与现代艺术
	Don't even think	多边不对称生存游戏	2019 年 7 月	更具“对抗性”的迷你战斗模式；加入“天赋系统”，玩家可按自己喜好选择战斗、生存、辅助、通用四种天赋
	遗迹：灰烬重生	生存动作射击游戏	2019 年 8 月	端游及主机双平台游戏，拥有动态生成的关卡，并支持人物自定义和装备武器制作；游戏充满激烈的射击和近战格斗元素
	深海迷航	海洋题材沙盒生存游戏	2018 年 1 月	端游及主机双平台游戏，主打优秀的游戏画面和逼真的海底体验，利用精细的画面表现和适当的气氛渲染让玩家如同置身真正的外星海，多光源渲染和大量高清重置的贴图为玩家展现一个如梦似幻的异星海底世界
	迷城之光|HOB	动作冒险&解谜游戏	2018 年 1 月	结合了动作和解谜；卡通渲染风格；拥有独特的世界观和清爽怡人的画风
	三对三街头篮球	篮球休闲竞技游戏	2016 年 12 月	5 大职业君临球场，15 名角色强强联手；增加自由训练场、替补系统、剧情模式、天气系统
	三国战纪	动作过关游戏	2015 年 9 月	3D 画面，15 周年纪念续作，继承了街机版的经典玩法和特色
	无冬之夜 OL	角色扮演类游戏	2002 年 6 月	手柄操作带来全新体验；主动性和临场感强
储储备项目	Torchlight Frontiers <火炬之光 3>	端游、主机双平台	预计 2020 年	—
	Magic Legends	端游、主机双平台	预计 2020 年	—
	完美世界主机版	端游、主机双平台	积极研发中	—

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

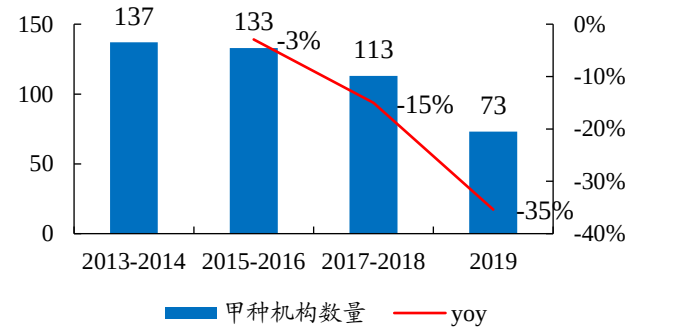
3、 影视：坚守匠心、静待回暖

3.1、 行业：政策规范、资本降温，终归于精品内容

政策规范下低效产能出清，行业集中度有望不断提高。2017 年以来，广电总局不断出台政策文件规范影视行业发展，影视行业迎来洗牌，大量中小公司退出市场。根据企查查数据，2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 1 日间，吊销/注销的影视公司数量达 2996 家。根据国家广播电视总局数据，2019 年仅 73 家机构取得《电视剧制作许可证（甲种）》，同比下降 35%。我们认为，在政策趋严、资本降温的背景下，影视行业低效产能正逐步出清。洗牌过后，资源将不断向能够持续产出精品优质内容

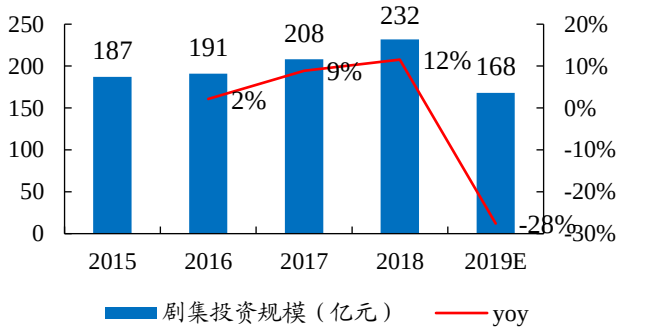
的头部公司聚集，行业集中度将不断提升。

图47：2019 年全国电视剧制作甲种机构同比下降 35%



数据来源：国家广播电视总局、开源证券研究所

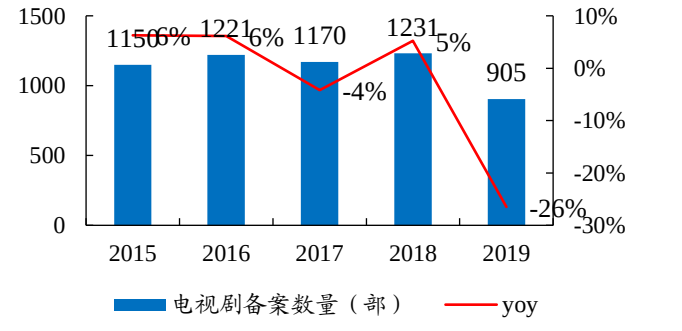
图48：2019 年剧集投资规模或达 168 亿，同比下降 28%



数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

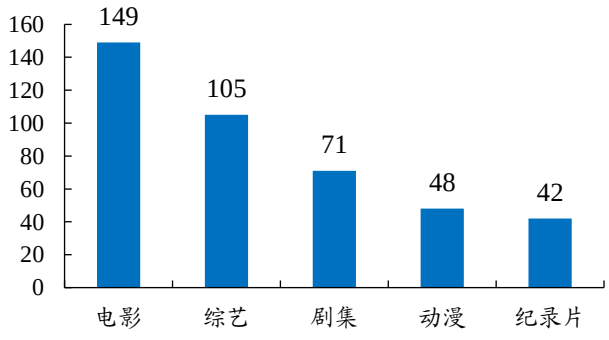
政策监管及疫情影响下，剧集行业或面临供给不足，从而加快去库存。在政策严监管下，备案电视剧数量大幅下降，根据国家广播电视总局数据，2019 年，备案电视剧数量为 905 部，同比下降 26%。2020 年，由于新冠肺炎疫情影响，影视基地关闭、拍摄工作暂停，截至 4 月 11 日仍未全面复工，剧集行业或面临供给不足。另一方面，疫情催生“宅娱乐”盛行，视频平台的活跃用户数及在线时长显著提升，网、台对优质影视内容的需求或增加。根据艺恩数据，2020 年 1-3 月视频平台上线国产影视内容 415 部，同比上升 22%，但增长主要源于电影上线数量的增多，从 2019 年的 54 部上升至 149 部；相比 2019 年 1-3 月，台播剧上新数量减少 9 部，剧集上新数量同比减少 5%，网、台缺剧态势明显。我们判断，供需两方面因素推动下，2020 年影视行业有望迎来加快去库存，精品内容存货较多的公司有望充分受益，迎来收入确认的加快及现金流的改善。

图49：2019 年电视剧备案数量仅 905 部，同比下降 26%



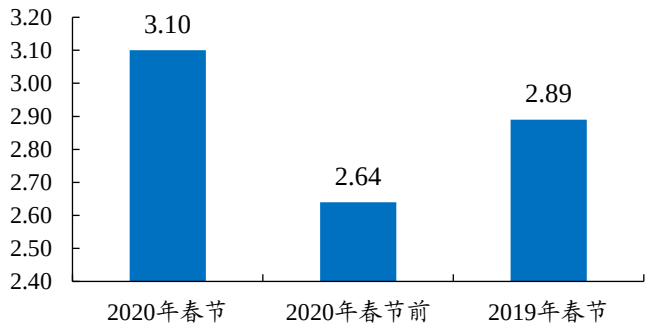
数据来源：国家广播电视总局、开源证券研究所

图50：2020 年 1-3 月视频平台上线国产影视内容 415 部，同比上升 22%，但增长主要源于电影



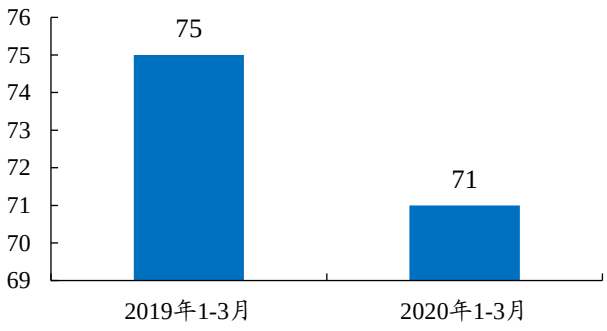
数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

图51：2020 年春节期间在线视频平台 DAU 较 2019 年春节明显增长



数据来源：艺恩数据、开源证券研究所（2019 年春节为 2019 年 2 月 4 日-2 月 10 日，2020 年春节前为 2020 年 1 月 2 日-1 月 23 日，2020 年春节为 2020 年 1 月 24 日-2 月 2 日）

图52：2020 年 1-3 月剧集上新数量同比下降 5%



数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

3.2、 公司：顶尖团队匠心巨制，静待去库存加快带来业绩反转

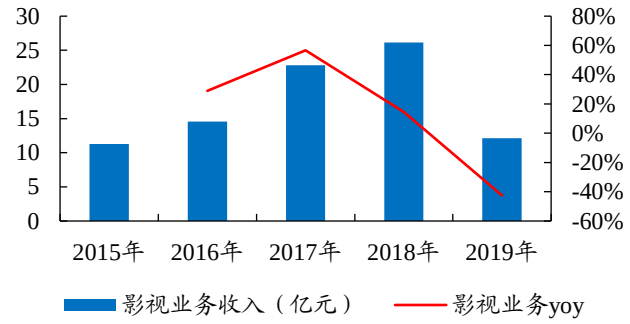
秉承“匠人精神”，佳剧频出。截至 2020 年 4 月 11 日，公司出品的《冰糖炖雪梨》、《香蜜沉沉烬如霜》、《烈火如歌》、《忽而今夏》、《七月与安生》等头部剧集都收获了不俗收视表现和良好口碑。2018 年，公司将院线业务剥离给母公司完美世界控股集团，将部分转让款用于影视剧投资项目，更加专注于影视内容生产。由于政策监管及整体环境影响，2019 年公司实现影视业务营业收入 12.10 亿元，同比下降 43%。

表9：2018-2019 年公司播映影视作品口碑、收视双丰收

分类	名称	播映时间	题材类型	播放量/票房（亿）	演员阵容	豆瓣评分
电视剧	冰糖炖雪梨	2020 年 3 月 19 日	青春成长	—	吴倩、张新成	7.3
	老酒馆	2019 年 8 月 26 日	近代传奇	14.9	陈宝国、秦海璐	7.3
	山月不知心底事	2019 年 8 月 20 日	都市情感	10.6	宋茜、欧豪	6.7
	七月与安生	2019 年 7 月 22 日	都市情感	—	沈月、陈都灵	7.6
	香蜜沉沉烬如霜	2018 年 8 月 2 日	古装神话爱情	165.3	杨紫、邓伦	7.7
	走火	2018 年 6 月 6 日	青春励志刑侦剧	14.9	于毅、周放	6.1
	忽而今夏	2018 年 4 月 19 日	青春爱情	19.7	白宇、卜冠今	8.2
	烈火如歌	2018 年 3 月 1 日	古装	82.9	周渝民、迪丽热巴	5.8
电影	憨豆特工 3	2018 年 11 月 23 日	喜剧、动作	1.7	尼尔·珀维斯、罗伯特·韦德	6.4
	影	2018 年 9 月 30 日	剧情、动作、武侠	6.3	邓超、孙俪	7.2
	侏罗纪世界 2	2018 年 6 月 15 日	动作、科幻、冒险	17.0	里斯·帕拉特、布莱丝·达拉斯·霍华德	6.7
	灵魂摆渡·黄泉	2018 年 2 月 1 日	古装、神话、爱情	2.2	于毅、何花	7.1
综艺	极限挑战 4	2018 年 4 月 29 日	星素互动励志体验节目	38.0	黄渤、黄磊	7.6
	无限歌谣季	2018 年 4 月 21 日	音乐唱作类真人秀节目	9.7	毛不易、薛之谦	6.8
	向往的生活第二季	2018 年 4 月 20 日	生活服务纪实节目	33.5	黄磊、何炅	8.1
	欢乐中国人第二季	2018 年 1 月 28 日	大型新时代中国故事传播节目	2.3	海清、撒贝宁	—

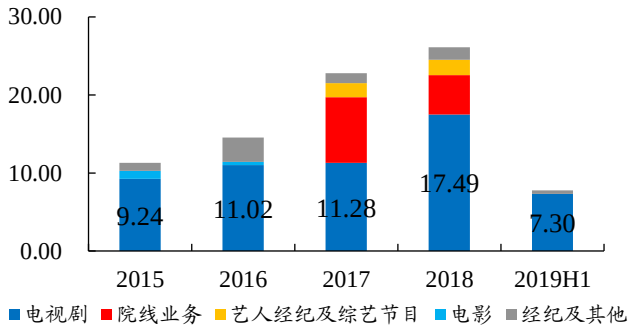
资料来源：公司官网、艺恩数据、豆瓣、开源证券研究所（播放量、票房及豆瓣评分截至 2020 年 4 月 11 日 19:00）

图53：2019 年公司影视业务营业收入同比下降 43%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图54：2019H1 公司影视业务收入主要由电视剧贡献



数据来源：公司公告、开源证券研究所

制作团队实力雄厚，具备持续创作高品质影视剧能力。公司自成立之初就抢先与众多优秀制作团队建立合作关系，占据中国影视剧市场的制高点。截至 2020 年 4 月 11 日，公司旗下拥有鑫宝源、华美时空、完美蓬瑞、完美建信、青春你好、江何工作室六大核心制作团队，拥有赵宝刚、滕华涛、刘江、郭靖宇、何静、吴玉江、梁振华等国内知名导演、编剧、制片人，人才优势明显。此外，公司通过投资，与嘉行传媒、新片场建立了紧密的战略合作关系。我们认为，公司制作团队实力雄厚，聚合了行业优质资源，基于头部效应有望不断吸引人才加入，尤其在剧集方面具备持续创作精品的能力，影视业务长期稳定增长可期。

表10：公司影视剧制作团队实力雄厚

公司/工作室	核心人员	加入时间	代表作	资源地位
北京鑫宝源影视投资有限公司	赵宝刚（导演）	1998	《奋斗》、《我的青春谁做主》、《青春斗》、《深海利剑》、《北京青年》、《婚姻保卫战》等	签约王子文、任重、王阳、张铎、安悦溪、张佳宁等当红演员，以良好的声誉和协作精神在业内赢得良好的口碑
北京华美时空文化传播有限公司	滕华涛（导演）	2010	《浮沉》、《长大》、《二胎时代》、《你好，乔安》、《我的！体育老师》;《失恋 33 天》、《等风来》、《上海堡垒》等	电视剧深挖都市题材，品质深得观众认可
北京完美蓬瑞影视文化有限公司	刘江（导演）	2011	《誓言今生》、《乱世三义》、《咱们结婚吧》、《咱们相爱吧》;《咱们结婚吧》等	通过开放性的创作实体与全国知名影视公司及电视台合作，不断拓展制作领域，在业界享有良好的口碑和信誉
北京完美建信影视文化有限公司	郭靖宇（导演、编剧）	2011	《勇敢的心》、《射雕英雄传》（2017）、《娘道》、《灵魂摆渡》等	与老中青三代实力偶像明星建立了长期合作关系，签约知名艺人 30 余名
江何工作室	何静、吴玉江（制片人）	2011	《麻辣女兵》、《神犬奇兵》、《神犬小七》系列、《麻辣变形计》系列等	坚持以创新为核心，拥有全民萌宠 IP“神犬小七”
北京青春你好文化传媒有限公司	梁振华（编剧、制片人）	2016	《暴风眼》、《三生三世枕上书》、《热血传奇》、《天意》、《思美人》等	以剧本及项目研发为核心竞争力，专注内容，作品涵盖青春、励志、历史、科幻、谍战、武侠等多种题材品类；签约冯建宇、李雨轩、刘源等知名艺人

资料来源：完美世界影视官网、开源证券研究所

公司有望加速去库存，2020 年或迎来影视业绩的反转。根据 2020 年腾讯视频

已公布片单，既有《三生三世枕上书》、《大唐女儿行》等古装爱情剧，也有《全职高手 2》、《穿越火线》等电竞剧；根据 2020 年爱奇艺已公布片单，既有《成化十四年》、《唐人街探案》等悬疑探案剧，也有《重启之极海听雷》等探险剧；根据 2020 年湖南卫视已公布片单，既有《大明风华》、《孤城闭》等古装剧，也有《向阳而生》、《完美关系》等都市剧；根据 2020 年东方卫视已公布片单，既有《新世界》、《风暴舞》等谍战剧，也有《卖房子的人》、《了不起的儿科医生》等职场剧。网、台待播剧的内容题材明显较 2019 年更丰富，对于内容的需求也更多元化。公司影视剧储备项目丰富，覆盖都市情感、悬疑刑侦、青春励志、古装等题材类型，多维度内容矩阵更有利于满足网、台需求。根据 2019 年半年报，公司存货为 23.08 亿元，占总资产的比例为 14%，其中库存商品 7.87 亿元，占总资产的比例为 5%，占存货的比例为 34%，在 A 股同行业公司中处于前列。我们预计，行业供需两方面因素推动下，公司多部完成制作的库存剧将加速消化，为 2020 年的业绩带来较大贡献。根据公司 2019 年业绩快报，受影视行业整体环境等因素影响，公司计提存货跌价准备 3.6 亿元，导致 2019 年影视业务亏损 3.1 亿元。我们判断，2020 年公司将加快去库存，影视业务将重新盈利，实现业绩反转。

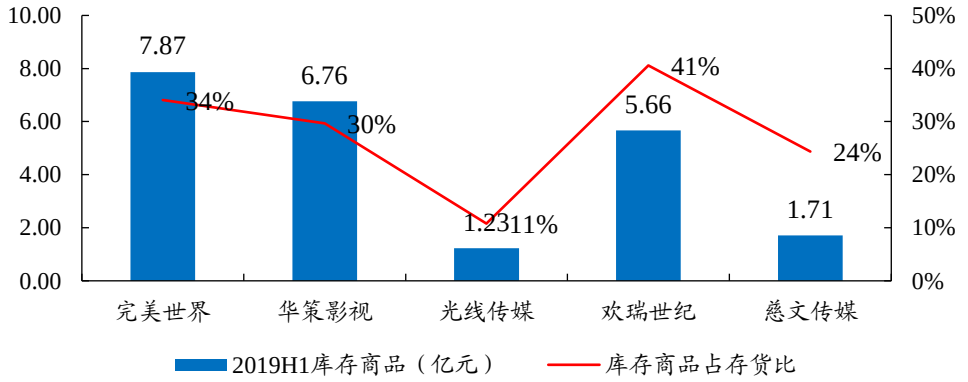
表11：公司影视剧储备项目丰富，覆盖多种题材类型

影视剧名称	进度	题材类型	演员阵容
不婚女王	2018 年 3 月杀青，完成制作	都市情感	佟丽娅、张亮
壮志高飞	2017 年 12 月杀青，完成制作	青春励志	陈乔恩、郑恺
半生缘	2018 年 2 月杀青，完成制作	年代情感	刘嘉玲 、蒋欣
我的健身教练	完成制作	都市情感	汪东城、张俪
幸福的理由	2017 年 8 月杀青，完成制作	都市情感	钟汉良、乔振宇
爱在星空下	2017 年 9 月杀青，完成制作	现代都市	贾乃亮、陈意涵
西夏死书	2017 年 10 月杀青，完成制作	现代冒险	汪东城、贾青
江山故人（帝凰业）	2018 年 11 月杀青，后期制作中	古装历史	章子怡、周一围
新一年又一年	2018 年 11 月杀青，后期制作中	都市情感	于晓光、朗月婷
蓝盔特战队	后期制作中	现代军旅	王彦霖、李溪芮
碧海丹心	后期制作中	近代革命	佟丽娅、刘威
霍元甲	2019 年 1 月杀青，后期制作中	年代动作	赵文卓、毛林林
义无反顾	后期制作中	都市职场	王森、王洋
暴风眼	2020-2022 北京重点电视剧片单，拍摄中	都市谍战	杨幂、张彬彬
全世界最好的你	2019 年 7 月杀青，优酷播出（已上线预告）	青春励志	宋伊人、张耀
怪你过分美丽	2019 年 10 月杀青，后期制作中	都市情感	秦岚、高以翔
天舞纪	2019 年 12 月杀青，后期制作中	古装玄幻	许凯、吴佳怡
最美的乡村	2019 年 9 月开机，拍摄中	当代农村	杨志刚、刘智扬
家有仙妻	2019 年 3 月开机	都市言情	吴映洁、刘智扬
第十团	筹备中	近代革命	—
猎头局中局	筹备中	当代都市	—
陆小凤	筹备中	古装悬疑	—
我在天堂等你	筹备中	当代都市	—
妙探先生	筹备中	民国探案	—
大宗师	筹备中	近代传奇	—
千屿千寻	筹备中	当代都市	—
蓝色花火	筹备中	当代都市	—

影视剧名称	进度	题材类型	演员阵容
谜团 1936	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：公司公告、公司官网、国家广播电视总局、开源证券研究所

图55：2019H1 公司库存商品达 7.87 亿元，占存货的比例达 34%，处于同行业前列



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 关键假设

4.1.1、 营业收入及毛利

（1）游戏业务

PC 端游戏：公司端游研发能力突出、运营经验丰富，《诛仙》、《完美世界》作为核心端游产品，运营时间均超过 10 年，成为长生命周期代表，流水趋于稳定，我们假设 2019-2021 年核心产品流水和毛利率保持稳定。

移动游戏：已上线主要贡献业绩的核心产品包括《新笑傲江湖》、《完美世界》、《新诛仙》、《神雕侠侣 2》、《我的起源》等。我们预计公司储备项目中的《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《非常英雄》、《幻塔》、《一拳超人》等将于 2020-2021 年上线，也成为贡献业绩的核心产品；假设核心产品贡献流水的占比保持稳定、公司自主运营的产品与渠道方的分成比例保持稳定、授权运营的产品与代理方的分成比例保持稳定。公司 2019 年核心产品《完美世界》授权腾讯代理运营，按照分成后的流水确认收入，收入确认比例与成本确认比例均较自主运营产品更低，毛利率更高，或推动 2019 年整体毛利率提升；假设 2020、2021 年公司核心产品主要为自主运营，整体毛利率较 2019 年有所回落。

主机游戏：假设随着产品推出的节奏，存在大小年的波动，但从长期趋势看，收入呈稳定增长的趋势。

（2）影视业务

核心构成为剧集拍摄制作。假定 2020 年加快去库存，2019 年半年报中的库存去掉计提的减值准备之后基本能在 2020 年完成销售，而基于 2020 年疫情影响和行业整体环境影响，新开机拍摄相对谨慎；考虑到“限薪令”严格执行，演员等成本得到控制，假定 2020 年开始影视剧毛利率有所提升。

4.1.2、 期间费用率

销售费用率：2015-2018 年分别为 7.1%、12.3%、9.4%、11.0%，小幅波动，假设 2019-2021 年销售费用率维持在 11%。

研发费用率：2015-2018 年分别为 23.3%、21.9%、16.5%、17.6%，考虑到公司主机、云游戏、VR 游戏等方面加大投入，假设研发费用率有所提升，2019-2021 年分别为 18.1%、18.5%、18.5%。

4.2、 盈利预测

结合上述假设分析，我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 80.38、120.33、146.14 亿元，同比分别增长 0.05%、49.71%、21.45%；归属于母公司股东的净利润分别为 15.04、23.92、29.83 亿元，同比分别增长-11.85%、59.06%、24.70%，对应当前股本的 EPS 分别为 1.16 元、1.85 元、2.31 元。

4.3、 估值

综合考虑公司的收入规模、盈利能力和成长性，我们选取三七互娱（002555）、巨人网络（002558）、世纪华通（002602）、吉比特（603444）作为可比公司，采用相对估值法中的 PE 和 PEG 估值方法对公司进行估值。

4.3.1、 PE 估值法

按照 Wind 一致预期，采用 2020 年 4 月 10 日收盘价，选取的可比公司三七互娱、巨人网络、世纪华通、吉比特对应的 2020 年预测 PE 分别 26.1、31.5、20.0、24.8 倍，平均值为 25.6 倍；按照我们的盈利预测，完美世界对应的 2020 年预测 PE 为 26.0 倍，与可比公司 2020 年预测 PE 的平均值基本持平。

4.3.2、 PEG 估值法

依然以三七互娱、巨人网络、世纪华通、吉比特作为可比公司，我们将业绩成长性作为考虑因素，采用 PEG 法进行估值。基于 2019 年年报数据，将三七互娱、吉比特 2019 年归母净利润（分别为 21.15 亿元、8.09 亿元）作为业绩基期；基于 2019 年业绩快报数据，将巨人网络、世纪华通 2019 年归母净利润（分别为 8.34 亿元、25.51 亿元）作为业绩基期。基于 2019 年业绩快报，将完美世界 2019 年归母净利润 15.04 亿元作为业绩基期。其中三七互娱、巨人网络、世纪华通、吉比特 2021 年归母净利润采用 Wind 一致预期，完美世界 2021 年归母净利润采用我们预测值，计算得出三七互娱、巨人网络、世纪华通、吉比特、完美世界从基期到预测期的业绩 CAGR 分别为 23%、33%、36%、24%、41%；根据 Wind 一致预期，三七互娱、巨人网络、世纪华通、吉比特对应的 2020 预测 PE 分别为 26.1 倍、31.5 倍、20.0 倍、24.8 倍，对应 PEG 分别为 1.12、0.95、0.55、1.02，平均值为 0.91；完美世界对应的 2020 年预测 PE 为 26.0 倍，对应 PEG 为 0.64，明显低于可比公司 PEG 的平均值。

表12：完美世界 2020 年预测 PEG 明显低于可比公司（三七互娱、巨人网络、世纪华通、吉比特）的平均值

		归母净利润（2018）	基期净利润（2019 年业绩快报/年报）	归母净利润（2021E）	基期至 2021 年业绩 CAGR	PE（2020E）	PEG
002555.SZ	三七互娱	10.09	21.15	32.12	23%	26.1	1.12
002558.SZ	巨人网络	10.78	8.34	14.82	33%	31.5	0.95
002602.SZ	世纪华通	9.62	25.51	47.33	36%	20.0	0.55
603444.SH	吉比特	7.23	8.09	12.49	24%	24.8	1.02
	平均值					**25.6**	**0.91**
002624.SZ	完美世界	17.06	15.04	29.83	41%	**26.0**	0.64

数据来源：Wind、开源证券研究所（基于 2020 年 4 月 10 日收盘价，三七互娱、巨人网络、世纪华通、吉比特预测数据采用 Wind 一致预期，完美世界预测数据采用我们的预测值）

4.3.3、 投资建议及评级

我们看好公司突出的游戏研发及运营能力，已上线核心产品有望延续良好流水表现，叠加储备游戏后续的业绩贡献，游戏业务有望延续较快增长；影视业务 2020 年在行业供需两端驱动下，有望加快去库存，迎来业绩反转。基于 PEG 估值法，公司当前估值水平明显低于可比公司平均值。**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**

5、 风险提示

1、 **新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险。**若《新神魔大陆》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》等新游戏上线时间推迟或流水表现低于预期，或导致公司未来业绩低于预期。

2、 **新冠肺炎疫情对公司的影响存在不确定性。**全球新冠肺炎疫情对于公司国内外游戏的时长和流水的影响存在不确定性。

3、 **游戏、影视行业政策变化对公司的影响存在不确定性。**公司游戏及影视业务的开展受行业政策的影响较大，监管政策的变化对于公司业绩的影响存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10246	10783	11329	14682	16669
现金	3236	4229	6000	7112	8338
应收票据及应收账款	1662	1964	1663	3768	2828
其他应收款	167	121	167	264	260
预付账款	852	790	852	1606	1380
存货	1576	2142	1108	394	2325
其他流动资产	2754	1538	1538	1538	1538
非流动资产	6339	5195	5254	5554	5771
长期投资	1482	1559	1727	1917	2095
固定资产	479	362	299	411	444
无形资产	114	87	37	41	38
其他非流动资产	4264	3187	3192	3186	3193
资产总计	16585	15978	16582	20236	22439
流动负债	5215	3921	3967	5215	4668
短期借款	618	1270	1270	1270	1270
应付票据及应付账款	489	393	334	786	566
其他流动负债	4108	2258	2363	3159	2832
非流动负债	2583	2748	2316	2370	2198
长期借款	500	794	362	415	244
其他非流动负债	2083	1954	1954	1954	1954
负债合计	7798	6669	6283	7585	6866
少数股东权益	823	870	606	727	859
股本	1386	1386	1386	1386	1386
资本公积	3557	2908	2908	2908	2908
留存收益	3106	4589	5686	7871	10558
归属母公司股东权益	7964	8439	9693	11924	14715
负债和股东权益	16585	15978	16582	20236	22439

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	804	-130	2462	1523	1927
净利润	1460	1759	1240	2513	3115
折旧摊销	280	166	142	122	153
财务费用	190	168	184	197	260
投资损失	-183	-465	-216	-264	-282
营运资金变动	-1122	-1725	1112	-1046	-1318
其他经营现金流	179	-34	0	0	0
投资活动现金流	1715	2976	16	-158	-87
资本支出	194	141	-109	110	38
长期投资	2523	1355	-167	-186	-178
其他投资现金流	4432	4471	-261	-234	-227
筹资活动现金流	-1451	-1952	-706	-253	-614
短期借款	177	652	0	0	0
长期借款	-1533	294	-432	53	-172
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-605	-649	0	0	0
其他筹资现金流	509	-2249	-275	-306	-442
现金净增加额	1032	920	1771	1112	1226

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7930	8034	8038	12033	14614
营业成本	3381	3550	2925	4506	5439
营业税金及附加	64	43	60	89	103
营业费用	744	880	884	1324	1608
管理费用	2073	704	757	1137	1381
研发费用	0	1413	1455	2226	2704
财务费用	190	168	184	197	260
资产减值损失	137	10	643	94	22
其他收益	66	130	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	183	465	216	264	282
资产处置收益	-1	34	0	0	0
营业利润	1589	1892	1346	2724	3380
营业外收入	72	31	9	20	20
营业外支出	13	7	6	7	8
利润总额	1649	1916	1350	2737	3392
所得税	189	156	110	223	277
净利润	1460	1759	1240	2513	3115
少数股东损益	-45	53	-264	121	132
归属母公司净利润	1505	1706	1504	2392	2983
EBITDA	1902	2085	1435	2752	3400
EPS(元)	1.16	1.32	1.16	1.85	2.31

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	1.3	0.0	49.7	21.4
营业利润(%)	32.3	19.1	-28.8	102.3	24.1
归属于母公司净利润(%)	29.0	13.4	-11.9	59.1	24.7
获利能力					
毛利率(%)	57.4	55.8	63.6	62.6	62.8
净利率(%)	19.0	21.2	18.7	19.9	20.4
ROE(%)	16.6	18.9	12.0	19.9	20.0
ROIC(%)	11.7	14.2	8.8	15.3	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	47.0	41.7	37.9	37.5	30.6
净负债比率(%)	11.8	-2.5	-22.1	-26.0	-30.0
流动比率	2.0	2.7	2.9	2.8	3.6
速动比率	1.0	1.6	2.0	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	5.6	8.0	8.0	8.0	8.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.32	1.16	1.85	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	-0.10	1.90	1.18	1.49
每股净资产(最新摊薄)	6.16	6.53	7.50	9.22	11.38
估值比率					
P/E	41.3	36.4	41.3	26.0	20.8
P/B	7.8	7.4	6.4	5.2	4.2
EV/EBITDA	36.0	32.3	45.3	23.3	18.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835