



买入（维持）

所属行业：互联网和相关服务
当前价格(元)：17.23

证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

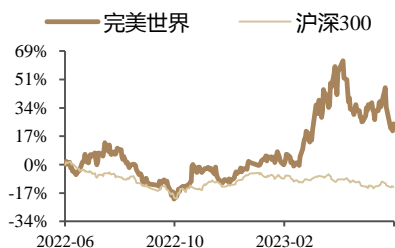
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩

邮箱：liuwx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.26	-20.02	9.57
相对涨幅(%)	-0.50	-14.88	14.02

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《完美世界(002624.SZ) 22Q3 财报点评：产品周期波动引起短期业绩承压，pipeline 中储备丰富增长可期》，2022.10.24

股票数据

总股本(百万股)：	1,939.97
流通A股(百万股)：	1,827.36
52周内股价区间(元)：	10.95-22.51
总市值(百万元)：	33,425.66
总资产(百万元)：	16,119.91
每股净资产(元)：	4.83

资料来源：公司公告

完美世界(002624.SZ)深度报告： 研发立足，产品周期整装待发

投资要点

- 研发型游戏厂商，能力圈层不断拓展。**完美世界是A股具有代表性的研发型游戏厂商。目前公司的研发部门采取前台+中台的结构，经过多轮改革和进化，现如今前台主要由“项目中心-子公司/工作室-孵化中心”三级构成，并由中台提供技术、美术、数据分析等支持。自创立以来，公司在端游、端转手、品类拓展三个发展阶段，均有核心研发团队提供产品支撑，能力圈层不断扩张。
- 移动游戏：基本盘稳健，将迎产品大年。**当前公司手游收入主要由三类产品贡献：以《诛仙手游》、《完美世界手游》等四款MMORPG端转手产品为代表的成熟期产品；以《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《完美世界-诸神之战》为代表，“MMO+”创新玩法的次新产品；以及23年新上线的《天龙八部2手游》。作为端游时期的起家品类，公司在MMO领域上足够深的积累，成熟期的产品组合形成了现阶段稳定的流水基本盘。纵观公司手游时代的研发和产品路径，大体上分为了经典IP产品矩阵、玩法与美术风格创新两条路线，当前公司在两条路线上都储备了多款产品，并且相继进入了测试阶段，双线并举，产品周期即将开启。
- 端游：新一代自研旗舰整装待发；电竞产品用户规模、客单价有望提升。**端游业务具有良好的旗舰产品长线运营能力，当前主要由两部分产品所构成：1)完美世界游戏的自研产品，例如《诛仙3》、《完美世界2国际版》，以及2)完美世界电竞所代理的电竞产品，例如《DOTA2》、《CS:GO》。自研侧研发思路与手游基本一致——围绕经典IP进行产品迭代，诛仙、完美世界IP新作已进入测试阶段，新一代端游旗舰整装待发。代理侧，《CSGO》全球用户规模持续增长，今年将迎上线以来最大更新；《DOTA2》入选杭州亚运会电竞项目，玩家关注度有望与国庆节假期效应相结合，驱动用户数、付费金额上行。
- 积极拥抱AI技术，MMORPG产品有望迎来革新。**公司内部已成立AI中心，由公司游戏业务CEO负责，目前已将AI相关技术应用于智能NPC、AI绘画等方面。AI技术对游戏资产的生产效率有望带来显著提升，而在竞争下，游戏厂商或提升内容更新的密度，驱动内容消费部分的玩家支出；此外，AIGC天然的对UGC内容友好，也有望丰富社交玩法，进而产生新的付费点。因此，MMORPG品类有望迎来更强的爆发期流水表现、更缓慢的衰减、以及更高的稳态期流水。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司2023-2025年实现收入89/102/110亿元，同比增长15%/15%/9%；实现归母净利润15/19/22亿元，同比增长6%/30%/14%。我们给予公司24年目标PE 25x，并以10%贴现至23年，对应目标市值428亿元、目标价22.09元、PE-23E 29x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品上线进度、流水表现不及预期；宏观经济波动；行业竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,518	7,670	8,825	10,159	11,033
(+/-)YOY(%)	-16.7%	-10.0%	15.1%	15.1%	8.6%
净利润(百万元)	369	1,377	1,456	1,885	2,157
(+/-)YOY(%)	-76.2%	273.1%	5.7%	29.5%	14.4%
全面摊薄EPS(元)	0.19	0.71	0.75	0.97	1.11
毛利率(%)	61.5%	68.4%	67.6%	68.0%	68.3%
净资产收益率(%)	3.6%	15.0%	14.7%	17.4%	18.1%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

投资五要素

核心逻辑：

我们在本篇报告中对完美世界进行系统性梳理，总结其作为研发型游戏厂商的能力来源、流水基本盘的构成、及 Pipeline 中产品储备，并探讨 AI 技术应用对其的潜在影响路径。

研发型游戏厂商，能力圈层不断拓展。完美世界是 A 股具有代表性的研发型游戏厂商。目前公司的研发部门采取前台+中台的结构，经过多轮改革和进化，现如今前台主要由“项目中心-子公司/工作室-孵化中心”三级构成，并由中台提供技术、美术、数据分析等支持。自创立以来，公司在端游、端转手、品类拓展三个发展阶段，均有核心研发团队提供产品支撑，能力圈层不断扩张。

移动游戏：基本盘稳健，将迎产品大年。当前公司产品主要分为三类：以《诛仙手游》、《完美世界手游》等四款 MMORPG 端转手产品为代表的成熟期产品；以《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《完美世界-诸神之战》为代表，“MMO+”创新玩法的次新产品；以及 23 年新上线的《天龙八部 2 手游》。作为端游时期的起家品类，公司在 MMO 领域上足够深的积累，成熟期的产品组合形成了现阶段稳定的流水基本盘。纵观公司手游时代的研发和产品路径，大体上分为了经典 IP 产品矩阵、玩法与美术风格创新两条路线，当前公司在两条路线上都储备了多款产品，并且相继进入了测试阶段，双线并举，产品周期即将开启。

端游：新一代自研旗舰整装待发；电竞产品用户规模、客单价有望提升。公司的端游业务具有良好的旗舰产品长线运营能力，当前主要由两部分产品所构成：1) 完美世界游戏的自研产品，例如《诛仙 3》、《完美世界 2 国际版》，以及 2) 完美世界电竞所代理的电竞产品，例如《DOTA2》、《CS:GO》。自研侧研发思路与手游基本一致——围绕经典 IP 进行产品迭代，诛仙、完美世界 IP 新作已进入测试阶段，新一代端游旗舰整装待发。代理侧，《CSGO》全球用户规模持续增长，今年将迎上线以来最大更新；《DOTA2》入选杭州亚运会电竞项目，玩家关注度有望与国庆节假期效应相结合，驱动用户数、付费金额上行。

积极拥抱 AI 技术，MMORPG 产品有望迎来革新。公司内部已成立 AI 中心，由公司游戏业务 CEO 负责，目前已将 AI 相关技术应用于智能 NPC、AI 绘画等方面。AI 技术对游戏资产的生产效率有望带来显著提升，而在竞争下，游戏厂商或提升内容更新的密度，驱动内容消费部分的玩家支出；此外，AIGC 天然的对 UGC 内容友好，也有望丰富社交玩法，进而产生新的付费点。因此，MMORPG 品类有望迎来更强的爆发期流水表现、更缓慢的衰减、以及更高的稳态期流水。

盈利预测与投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年实现收入 89/102/110 亿元，同比增长 15%/15%/9%；实现归母净利润 15/19/22 亿元，同比增长 6%/30%/14%。我们给予公司 24 年目标 PE 25x，并以 10%贴现至 23 年，对应目标市值 428 亿元、目标价 22.09 元、PE-23E 29x，首次覆盖，给予“买入”评级。

区别于市场的观点：

我们认为一个研发型游戏公司的核心竞争力在于两点：1) 能够研发出长生命周期的产品；2) 随着时间推移、受众需求变化，这种研发能力仍然是可复制的。上述两点会使得一个游戏公司的流水基本盘是波动上升的，而不是波动但均值不变的“项目制”。

对于 1)，公司已经通过目前产品矩阵中的若干产品证明；而对于 2)，虽然我们难以站在任何一个时间点，武断的声明其已经被“证明”，并且未来会持续如此。但公司成立以来，面对不同的市场环境，对业务提供支撑的核心研发团队是持续演进更迭的，18 年以来所投资、收购的游戏团队也相继产出了本轮产品周期中的重要产品，因此我们对此展望乐观。

而在短期角度上，我们认为完美世界是本轮游戏产业周期中，一个具有显著 Alpha 的标的，几条研发路径上都有重点产品待上线。加之，优势品类与 AI 技术适配度较好，且有电竞产业布局，我们认为当前配置有充分的性价比。

股价表现的催化因素：

我们预计对公司股价有显著催化作用的事件有：搭载 AI 技术的产品上线、重点产品上线流水超预期、杭州亚运会 DOTA2 项目热度超预期。

主要风险：

产品上线进度、流水表现不及预期：若公司产品上线进度、流水不及预期，可能引起收入、利润波动，进而造成业绩不及预期。

宏观经济波动风险：游戏行业本质上仍然是消费行业，虽然自身具备产品周期，顺周期属性较弱，但是宏观消费的强弱仍然会影响存量产品的表现，若国内宏观经济波动，可能会导致业绩表现不及预期。

行业竞争加剧风险：今年是游戏行业整体产品周期转向的一年，若下半年重要档期产品上线排期过于拥挤，可能会导致游戏公司之间在广告投放上进行竞争，进而导致销售费用高企，进而导致业绩不及预期。

内容目录

投资五要素	2
1. 完美世界：研发型游戏厂商，能力圈层不断拓展	7
2. 游戏业务：展望产品大年，积极拥抱 AI	8
2.1. 移动游戏：基本盘稳健，将迎产品大年	9
2.1.1. 基于优势品类 MMO 所构建的流水基本盘具有较好的稳定性	9
2.1.2. 经典 MMO 产品迭代与创新品类，双线并举将迎产品大年	11
2.1.3. 积极拥抱 AI 技术，MMORPG 产品有望迎来革新	13
2.2. 端游：新一代自研旗舰整装待发，电竞产品用户规模、客单价有望提升	15
3. 影视业务：减量提质，稳健发展	17
4. 盈利预测与投资建议	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 盈利预测	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 2022 年 A 股主要游戏上市公司研发人员数量及占比	7
图 2: 2018-2022 年 A 股主要游戏上市公司的研发费用 (百万元)	7
图 3: 完美世界游戏研发部门结构	8
图 4: 2018-2022 年游戏业务收入、增速及占比	9
图 5: 2018-2022 年游戏业务收入结构	9
图 6: 2019-2022 年游戏各子业务收入增速	9
图 7: 完美世界游戏当前的核心产品矩阵	10
图 8: 2020 年 1 月-2023 年 4 月完美世界 iOS+Google Play 渠道流水 (单位: 百万元) 10	
图 9: 公司对于游戏产品的划分	11
图 10: 2018 年-2023 年 4 月完美世界月度下载量 (万次)	13
图 11: 《天龙八部 2: 飞龙战天》上线后至 6 月 27 日国内 iOS 端下载量及流水表现	13
图 12: 《天龙八部 2: 飞龙战天》上线后至 6 月 27 日国内 iOS 端畅销榜表现	13
图 13: AI 与游戏制作结合的落地方向	14
图 14: 在更丰富的内容供给下, MMORPG 产品潜在的流水曲线变化示意图	14
图 15: 《诛仙世界》捏脸系统截图	16
图 16: 《Perfect New World》截图	16
图 17: 2012 年 8 月-2023 年 5 月《CS:GO》Steam 在线人数 (单位: 万人)	16
图 18: 2012 年 1 月-2023 年 5 月《DOTA2》Steam 在线人数 (单位: 万人)	16
图 19: 2018-2022 年影视业务收入及增速	17
图 20: 2018-2022 年影视业务各板块收入	17
图 21: 2022 年公司所出品的部分电视剧作品	17
表 1: 第一、第二代 IP 矩阵产品	11
表 2: 创新品类产品	12
表 3: 当前公司移动端产品储备	12
表 4: AI 与游戏制作结合的具体落地场景	14
表 5: 当前在运营的自研端游产品	15
表 6: 2023 年影视项目投资计划	18
表 7: 收入预测表 (单位: 百万元)	18
表 8: 游戏业务收入测算表 (单位: 百万元)	19
表 9: 核心假设表 (单位: 百万元)	19

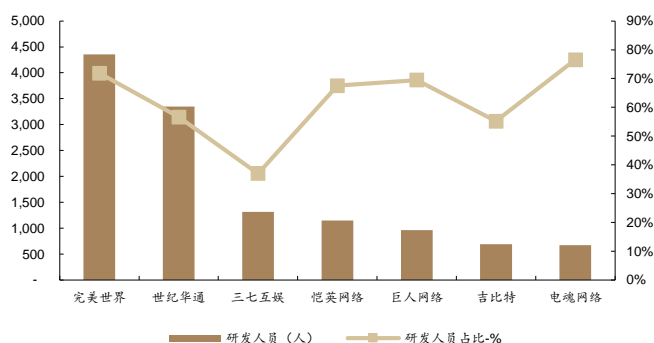
表 10: 利润预测表 (单位: 百万元)	19
表 11: 估值表	20
表 12: 可比公司估值表	20

1. 完美世界：研发型游戏厂商，能力圈层不断拓展

游戏产业链由上游至下游的角色分别为：IP 授权方（可选项，不一定每一款产品都有，例如阅文集团、迪士尼等公司都是标准的 IP 授权方）-研发方（即 CP 方，Content Provider 内容供给者，负责游戏开发，指游戏研发工作室）-发行方（负责产品的宣发、上线和运维，也称作代理商，例如腾讯、三七互娱等公司都有较大规模的代理业务）-渠道方（即第三方渠道应用商店，例如 iOS Store、Google Play，以及国内的硬核联盟、应用宝等；或第一方的官网渠道，商业模式是发行商通过在抖音、今日头条等媒体平台投放广告，将用户引流至官网下载安装游戏）。不同游戏厂商在上述 4 个角色中各有侧重，继而形成各自的商业模式特征。

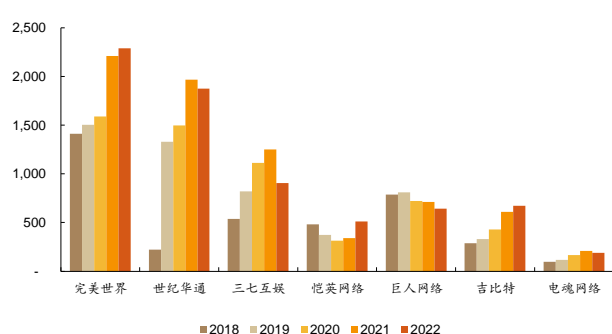
完美世界旗下游戏业务覆盖研发环节和发行环节，是 A 股具有代表性的研发型游戏厂商，其研发人员绝对数量、在总员工中的相对占比，以及历年的研发费用投入绝对值，都位于 A 股游戏公司中的最高的档次。

图 1：2022 年 A 股主要游戏上市公司研发人员数量及占比



资料来源：各公司公告，德邦研究所

图 2：2018-2022 年 A 股主要游戏上市公司的研发费用（百万元）



资料来源：Wind、各公司公告，德邦研究所

注：研发费用中有部分来自于自研产品上线后，给予研发团队的业绩激励，部分来自于研发团队的固定薪酬，因此会产生短期的波动，但拉长看，仍然可以发现不同游戏企业之间在研发投入上的差异。

目前公司的研发部门采取前台+中台的结构，经过多轮改革和进化，现如今前台主要由“项目中心-子公司/工作室-孵化中心”三级构成，并由中台提供技术、美术、数据分析支持。

1) 项目中心是公司最早的研发单位。第一项目中心旗下的祖龙工作室曾研发出了《完美世界》端游、《武林外传》端游等早期成名作，并且也为后续新成立自研团队提供了人才供给。随着 2013-2015 年手游的兴起，公司在 2015 年收购了原畅游旗下的《天龙八部 3D》手游团队，成立第三项目中心，接手《诛仙手游》的研发，并且后续相继负责了多款经典端游产品的端转手研发。此后，第五项目中心、第七项目中心也相继成立，并分别开发出了《神雕侠侣 2 手游》、《新笑傲江湖手游》等产品。2022 年，随着公司新一轮的组织架构调整，第三、第五项目中心相继进转变为各个项目组相对独立的工作室群制度。

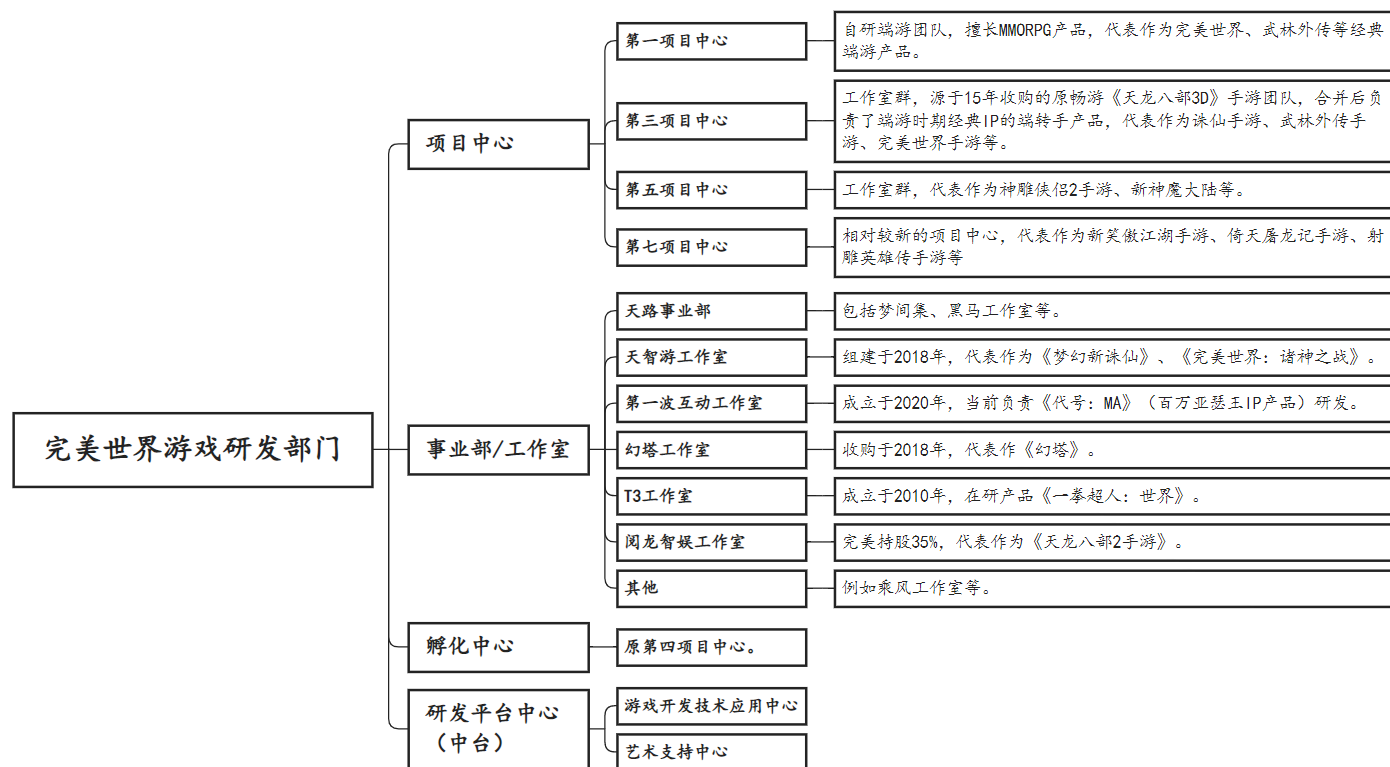
2) 事业部/工作室是相对较新的研发单位。2018 年，完美世界公布品牌年轻化策略，并先后投资了天智游工作室（即《神武》负责人陈少浩自多益离职后的创业公司）、幻塔工作室（前身为蜗牛旗下的黑金工作室，负责人张御，曾开发了《太极熊猫》系列产品）、阅龙智娱工作室（负责人李沛泽，曾担任畅游运营总

监)等工作室,与原有的天路事业部一同形成了第二级别的研发单位事业部/工作室。

3)孵化中心,源于此前的第四项目中心,主要是一些尚处于研发早期的产品。

4)研发平台中心(中台部门)主要为体内外的研发工作室提供算法、美术、数据分析等的支持。

图 3: 完美世界游戏研发部门结构



资料来源: 完美世界校招、游戏观察、企查查等, 德邦研究所整理

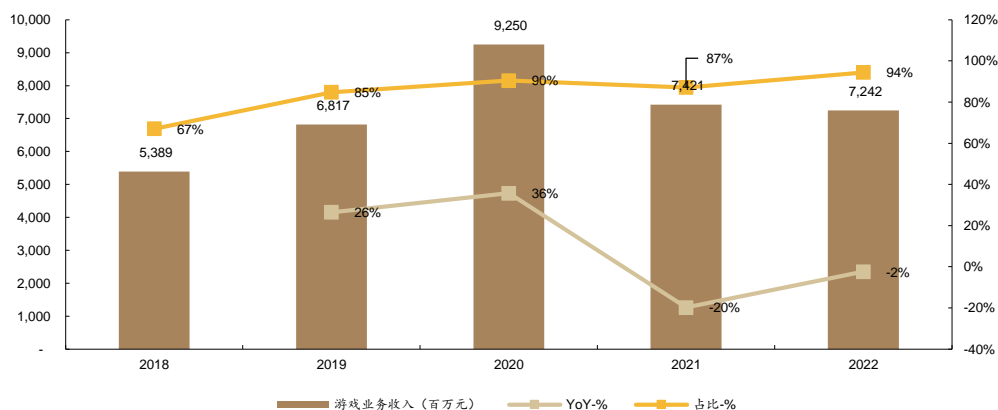
研发团队扩张与时俱进, 能力圈层不断扩张。端游时代到 2014 年前, 祖龙工作室做为公司的核心研发团队, 相继产出了《完美世界端游》、《诛仙端游》、《武林外传端游》等多款旗舰产品, 使得公司成功于纳斯达克上市; 随着 2014 年祖龙等工作室的独立, 以及原畅游旗下的《天龙八部 3D》手游团队的并入、第三项目中心的成立, 这一时期第三项目中心作为核心研发团队, 完成了核心产品的端转手研发, 支撑公司发展; 而 2018 年以来, 完美世界投资、布局的一系列工作室, 已经相继产出了《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《天龙八部 2 手游》等 2021 年至今的产品周期中的重要产品, 且尚有《百万亚瑟王》、《一拳超人: 世界》等即将上线的产品, 公司层面的研发能力与时俱进。

2. 游戏业务: 展望产品大年, 积极拥抱 AI

游戏业务的收入规模与产品周期呈现同频波动, 贡献全公司近 90%的收入。2020 年由于《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》的上线, 以及疫情导致的“宅经济”, 是公司的收入大年; 此后随着产品周期的变化和游戏版号的停发, 2021-2022 年基本在绝对值上维持稳定。在结构上, 随着 2019 年院线业务出表, 以及后续电视剧制作业务的收缩, 游戏业务在整体收入中的占比提升至了 2022 年的 94%。

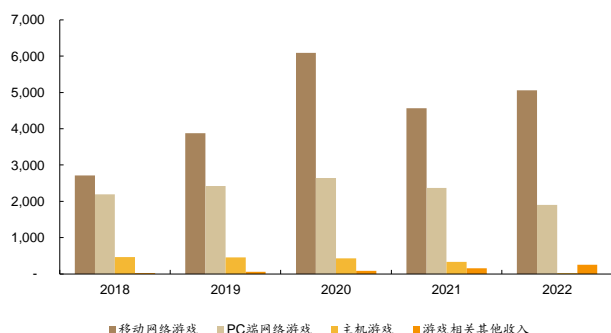
当前端游和手游在收入端的贡献约 3:7。而在游戏业务内部，由于公司本身发家于端游时代，加之与 Valve 的合作关系，端游业务在收入端维持了一定体量的贡献（2022 年占游戏业务收入的 26%）；手游 2019 年起贡献持续扩大，现阶段已经成为了主要的收入来源（2022 年占比 70%）；主机游戏业务随着 2022 年海外工作室的出售，已经出表；游戏相关其他收入主要包括电竞赛事举办、为第三方提供外包研发服务等等，体量较小。

图 4：2018-2022 年游戏业务收入、增速及占比



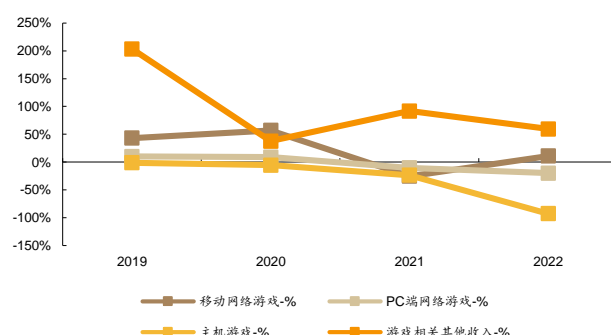
资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

图 5：2018-2022 年游戏业务收入结构



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

图 6：2019-2022 年游戏各子业务收入增速



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

2.1. 移动游戏：基本盘稳健，将迎产品大年

2.1.1. 基于优势品类 MMO 所构建的流水基本盘具有较好的稳定性

在存量角度，当前公司的产品矩阵主要由三批产品构成：1) 成熟期产品：上线于 2020 年及以前，以 MMORPG 品类为主，代表为四款端转手产品《诛仙手游》、《完美世界手游》、《新笑傲江湖手游》和《新神魔大陆手游》；2) 次新产品：上线于 2021-2022 年，以《梦幻新诛仙》、《幻塔》、《完美世界-诸神之战》为代表，玩法品类有所创新（分别为回合制 MMO、开放世界、竖版 MMORPG）；3) 新产品：23 年已经上线的《天龙八部 2》，和有望即将上线的三款二次元 IP 产品。

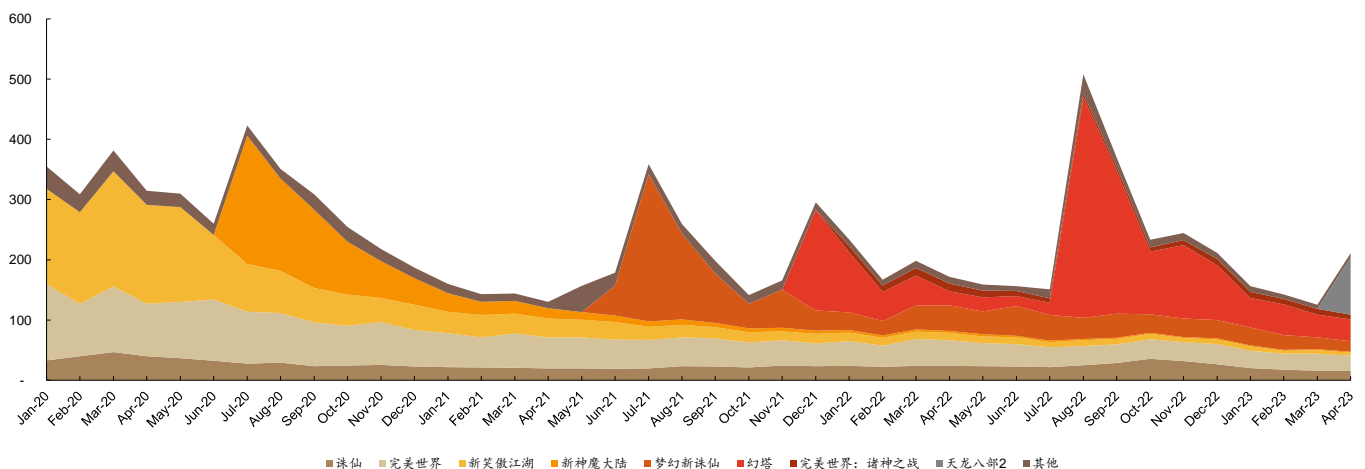
图 7：完美世界游戏当前的核心产品矩阵

成熟期产品（2020年及以前上线）	次新产品（2021年-2022年上线）	新产品（2023年上线）
<p> 产品名称：诛仙 品类：MMORPG 上线时间：2016年9月 产品来源：自研 发行方式：境内自主发行</p> <p> 产品名称：完美世界 品类：MMORPG 上线时间：2019年3月 产品来源：自研 发行方式：境内腾讯独代；境外自主发行+紫龙、易幻代理发行</p> <p> 产品名称：新笑傲江湖 品类：MMORPG 上线时间：2019年12月 产品来源：自研 发行方式：境内自主发行</p> <p> 产品名称：新神魔大陆 品类：MMORPG 上线时间：2020年6月 产品来源：自研 发行方式：境内自主发行；境外自主发行+游族、4399代理发行</p>	<p> 产品名称：梦幻新诛仙 品类：回合制MMO 上线时间：2021年6月 产品来源：自研 发行方式：境内/境外自主发行</p> <p> 产品名称：幻塔 品类：开放世界 上线时间：2021年12月（境内）/2022年8月（境外） 产品来源：自研 发行方式：境内自主发行；境外腾讯代理发行</p> <p> 产品名称：完美世界-诸神之战 品类：MMORPG 上线时间：2022年1月 产品来源：自研 发行方式：境内自主发行</p>	<p> 产品名称：天龙八部2 品类：MMORPG 上线时间：2023年4月 产品来源：代理参股公司 发行方式：境内自主发行</p>
		待上线产品（部分）
		<p> 产品名称：百万亚瑟王 品类：卡牌 测试进度：2023年1月限量删档测 产品来源：自研</p> <p> 产品名称：女神异闻录：夜幕魅影 品类：JRPG 测试进度：2023年3月限量删档测 产品来源：自研</p> <p> 产品名称：一拳超人：世界 品类：ACT 测试进度：2023年1月限量删档测 产品来源：自研</p>

资料来源：七麦、TAPTAP 等，德邦研究所整理绘制

作为端游时期的起家品类，公司在 MMORPG 领域上足够深的积累，成熟期的产品组合形成了现阶段稳定的流水基本盘。作为一个从端游时代，以 MMORPG 代表作《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》崛起的游戏公司，历经移动互联网时代的端转手，MMO 仍然是公司的优势品类和核心品类，2020 年垂类市场市占率达到 24.4%。而一款 MMORPG 产品在其生命周期中，玩法有一个从他叙式到自叙式的变化，进而有前期流水爆发力强，中期快速衰减，后期流水持续性好的特点。因此，公司已经进入稳态期的 MMORPG 产品组合，可以形成较为稳定的流水基本盘。

图 8：2020 年 1 月-2023 年 4 月完美世界 iOS+Google Play 渠道流水（单位：百万元）



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

注：不包含国内的安卓端，因此海外流水在上图中会显得更多；以当月汇率收盘价做历史汇率调整。

2.1.2. 经典 MMO 产品迭代与创新品类，双线并举将迎产品大年

纵观公司手游时代的研发和产品路径，大体上分为了两条路线：

1) 经典端游的端转手，以及后续的第二代 IP 矩阵产品。其中第一代端转手产品开始于 2013 年 8 月上线的《神雕侠侣手游》，结束于 2019 年 7 月上线，由腾讯代理发行的《完美世界手游》，主要集中在 2013-2014 年和 2017-2019 年两个时间段。第一代端转手产品玩法上基本与端游一致，更多在于移动端的适配和端游体验的还原。而第二代产品的上线则开始于 2019 年的《神雕侠侣 2》，并且持续至今。在这个阶段，公司已经开始了年轻化的转型，投资或并购了一系列新团队，因此出现了诸多美术、玩法上的更新与探索

表 1：第一、第二代 IP 矩阵产品

移动端第一代 IP 衍生产品		
产品名称	上线时间	类型
神雕侠侣手游	2013 年 8 月	回合制 MMO
神魔大陆手游	2014 年 6 月	MMORPG
笑傲江湖 3D 手游	2014 年 12 月	MMORPG
神鬼传奇手游	2017 年 4 月	MMORPG
诛仙手游	2016 年 9 月	MMORPG
武林外传手游	2018 年 6 月	MMORPG
完美世界手游	2019 年 7 月	MMORPG
移动端第二代 IP 衍生产品		
产品名称	上线时间	类型
神雕侠侣 2	2019 年 7 月	回合制 MMO
新笑傲江湖	2019 年 12 月	MMORPG
新神魔大陆	2020 年 7 月	MMORPG
梦幻新诛仙	2021 年 6 月	回合制 MMO
完美世界：诸神之战	2022 年 1 月	竖版 MMO

资料来源：Sensor Tower、七麦等，德邦研究所整理

图 9：公司对于游戏产品的划分



资料来源：公司公告，德邦研究所

2) 创新玩法品类及美术风格探索产品。始于 2017 年上线的女性向产品《梦间集》，随着公司 2018 年年轻化战略转型，相继上线了例如卡牌类产品《轮回诀》、《云梦四时歌》，Rogelike 产品《旧日传说》，开放世界 MMO 产品《幻塔》等玩法和美术风格的创新产品。

表 2：创新品类产品

产品名称	上线时间	类型
梦间集	2017 年 7 月	女性向
轮回诀	2018 年 4 月	卡牌类
烈火如歌	2018 年 9 月	影视 IP+MMORPG
云梦四时歌	2019 年 5 月	卡牌类
梦间集天鹅座	2020 年 1 月	模拟经营类
旧日传说	2021 年 3 月	Roguelike
战神遗迹	2021 年 5 月	ARPG
幻塔	2021 年 12 月	开放世界 MMO
黑猫奇闻社	2022 年 8 月	女性向解谜

资料来源：Sensor Tower、七麦等，德邦研究所整理

移动端产品储备丰富，三款二次元 IP 产品已经进入测试阶段。当前公司 pipeline 中储备有 10 款移动端为主（部分产品是多端产品，即移动端、PC 端、主机端均会上线）的产品。短期来看，《一拳超人：世界》、《百万亚瑟王（代号：MA）》、《女神异闻录：夜幕魅影》三款二次元 IP 产品已经先后于 23 年 1 月、3 月完成测试，有望年内上线。

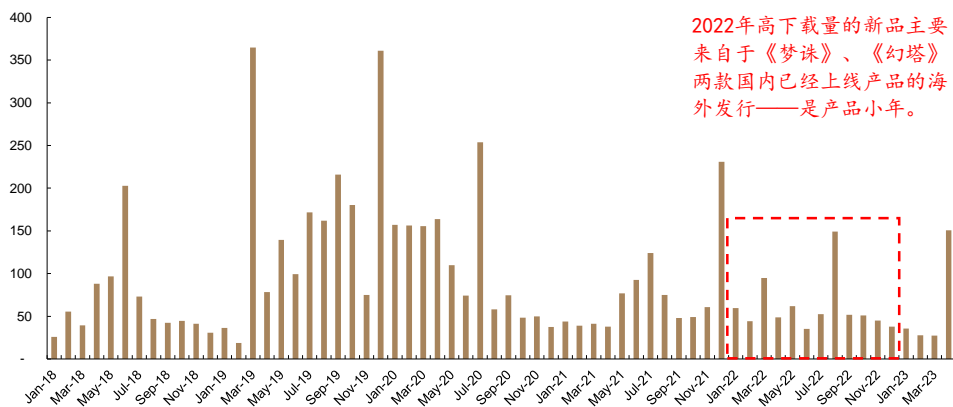
经典 IP 矩阵产品与创新品类并举，产品周期开启在即。经典 IP 矩阵产品方面，诛仙 IP 二代矩阵产品《诛仙 2》、完美世界 IP 二代矩阵产品《代号：新世界》、神魔大陆 IP 三代矩阵产品《神魔大陆 2》已在研发中。此外，公司亦储备有灵笼 IP 及其他原创 IP 的创新品类产品。

表 3：当前公司移动端产品储备

产品名称	产品来源	品类	所在端	研发测试进度
神魔大陆 2	自研	MMORPG	多端	研发中
一拳超人：世界	自研	ACT	移动端	2023 年 1 月首测
百万亚瑟王	自研	卡牌	移动端	2023 年 1 月二测
女神异闻录：夜幕魅影	自研	JRPG	移动端	2023 年 3 月首测
诛仙 2	自研	MMORPG	多端	研发中
代号：新世界	自研	开放世界	多端	研发中
灵笼 IP 开放世界项目	自研	开放世界	移动端	研发中
原创 IP 模拟经营项目	自研	模拟经营	多端	研发中
原创 IP 开放世界项目	自研	开放世界	多端	研发中
代号 Lucking	自研	-	移动端	研发中

资料来源：公司公告、七麦等，德邦研究所整理

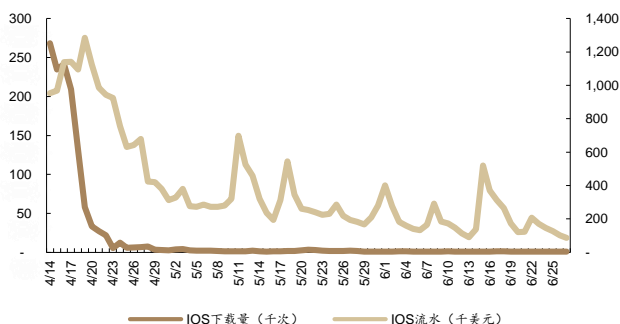
图 10：2018 年-2023 年 4 月完美世界月度下载量（万次）



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

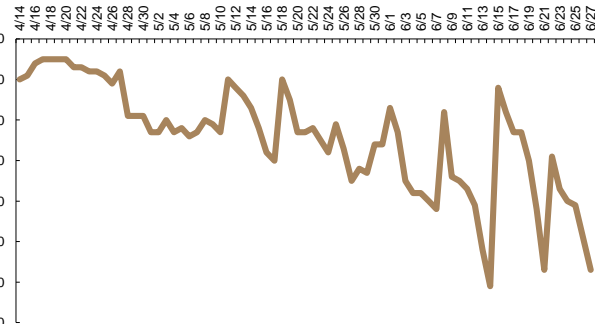
开启本轮产品周期的《天龙八部 2》手游上线后表现稳健，静待后续产品逐步上线兑现研发投入。本轮产品周期中已经率先于 4 月 14 日上线的 MMORPG 手游《天龙八部 2：飞龙战天》表现优异，首周畅销榜平均排名 6.4 名，后续预计自然下滑至稳态期。

图 11：《天龙八部 2：飞龙战天》上线后至 6 月 27 日国内 iOS 端下载量及流水表现



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

图 12：《天龙八部 2：飞龙战天》上线后至 6 月 27 日国内 iOS 端畅销榜表现



资料来源：七麦，德邦研究所

2.1.3. 积极拥抱 AI 技术，MMORPG 产品有望迎来革新

成立 AI 中心，AI+游戏已在多方向落地。内部已成立 AI 中心，由公司游戏业务 CEO 负责，中台技术部门牵头，各项目制作人深度参与，大力研究及推行 AI 技术的学习与应用。目前公司已将 AI 相关技术应用于游戏中的智能 NPC、场景建模、AI 绘画、AI 剧情、AI 配音等方面。

图 13：AI 与游戏制作结合的落地方向



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 4：AI 与游戏制作结合的具体落地场景

落地场景	应用
梦幻新诛仙	智能 NPC 与 IK 技术，使得 NPC 具有丰富的微表情
诛仙世界	全天候天气智能 AI 演算技术，实现了对雨、雪、大雾等天气的全局还原和细节处理
研发	场景建模、纹理渲染、AI 绘画开拓设计思路与创意灵感

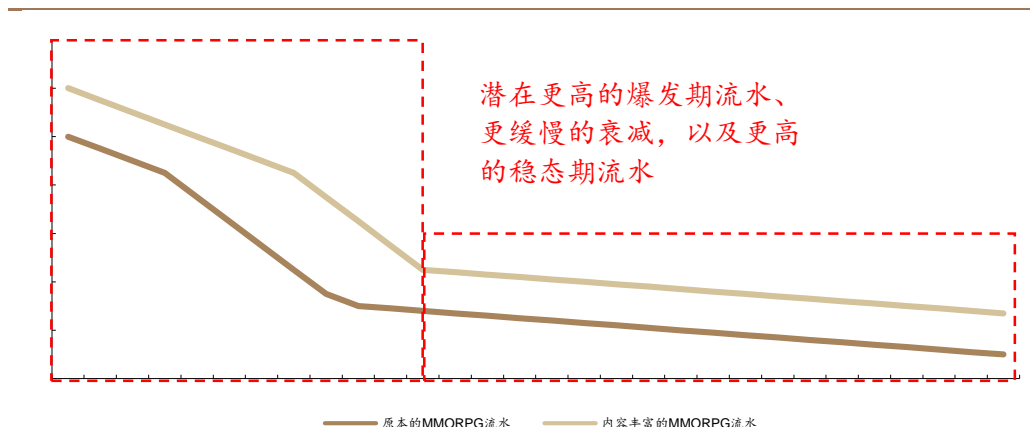
资料来源：公司公告，德邦研究所

我们维持前期游戏行业深度报告中对于 **AI+游戏** 的观点：单位内容生产效率提升带来降本，与内容生产频率提升带来增效，两条路径均有可能出现。但无论最终哪一条路径占主流，AI 对于游戏这样一个以内容生产作为核心的行业都具有显著的正向意义。

MMORPG 品类是公司目前最为擅长也是收入贡献最大的垂类，而对于传统的 MMORPG 产品而言，通常我们认为其流水前期爆发力强、衰减快、衰减幅度大；而进入稳态期后，则可以获得一个较长时间的流水长尾期。原因在于，前期高爆发的部分，本身是在消耗制作团队所生产的内容（例如升级、提升数值、过主线等等），显著的他叙式特征；而进入到长尾期，玩家间互动、游戏内社交占据更大的玩法权重，显著的自叙式特征。

AI 技术的应用，对游戏资产的生产效率带来显著提升；而在竞争下，游戏厂商或提升单款游戏中内容的密度；进而有望提升内容消费部分的玩家支出；此外，AIGC 对内容生产效率的显著提升，以及同等质量下生产者门槛的下降，天然的对 UGC 内容友好，也有望丰富社交玩法的宽容度，进而产生新的付费点挖掘。因此，**MMORPG 品类有望迎来更强的爆发期流水表现、更缓慢的衰减、以及更高的稳态期流水。**

图 14：在更丰富的内容供给下，MMORPG 产品潜在的流水曲线变化示意图



资料来源：德邦研究所绘制

2.2. 端游：新一代自研旗舰整装待发，电竞产品用户规模、客单价有望提升

公司当前的端游业务主要由两部分所构成：1) 完美世界游戏的自研产品，例如《诛仙3》、《完美世界2国际版》，以及 2) 完美世界电竞所代理的电竞产品，例如《DOTA2》、《CS:GO》。

自研端游是公司的发家业务。凭借着 2006-2007 年上线的《完美世界端游》、《武林外传端游》、《诛仙端游》等产品的出色表现，公司完成了于纳斯达克的上市。

总结来看，端游时代完美世界取得成果的因素在于：

1) 一流美术团队+自研引擎，产品具有同时代领先的美术表现。核心工作室祖龙（即祖龙娱乐前身）本身具有一流的美术团队，并且有 Angelica 3D 等自研引擎渲染加持，作品的美术表现在同时代的国产 MMO 产品中相对优秀。

2) 玩法创新及优化，区别于前期的引进/国产 MMORPG 产品。《魔兽世界》、《奇迹 MU》等美、韩进口产品珠玉在前，MMO 核心玩法体系已经基本定型、且经过市场验证，公司在此之上进一步开发出了飞行系统等优化。

3) 选用了国内受众更广的 IP。在题材及 IP 的选择上，采用了更符合国内玩家审美、受众更丰富的三国、武侠、仙侠 IP，例如诛仙、笑傲江湖、武林外传等。

研发立项思路倾向于对经典 IP 产品迭代，对于旗舰产品有良好的长线运营能力。当前公司在运营的自研端游产品以第一代端游产品的经典服，和后续同 IP 下迭代的系列产品为主——手游的产品研发、立项思路与端游一脉相承。于 2022 年，上线于 2013、2014 年的《诛仙3》、《完美世界2国际版》至今仍然稳定贡献收入，体现公司长线运营的能力与经验。

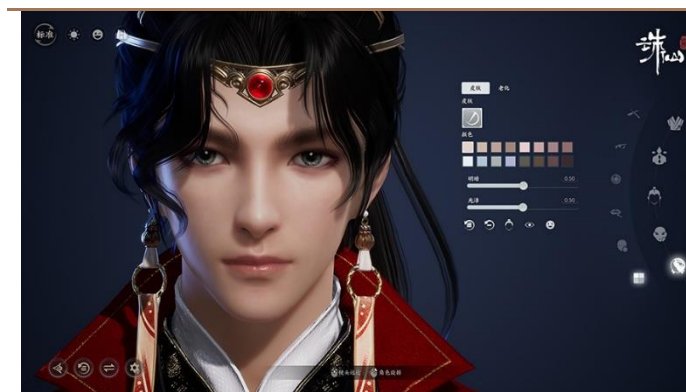
表 5：当前在运营的自研端游产品

产品名称	品类	上线时间
完美世界经典版	MMORPG	2006 年 1 月
武林外传	MMORPG	2006 年 9 月
赤壁	MMORPG	2008 年 1 月
神鬼世界	MMORPG	2011 年 3 月
梦幻诛仙 2	回合制 MMO	2012 年 5 月
神雕侠侣	回合制 MMO	2012 年 9 月
笑傲江湖	MMORPG	2013 年 6 月
诛仙 3	MMORPG	2013 年 10 月
神魔大陆 2	MMORPG	2014 年 6 月
完美世界 2 国际版	MMORPG	2014 年 9 月

资料来源：完美世界游戏官网、人民网、美通社等，德邦研究所

诛仙、完美世界 IP 新作已进入测试阶段，新一代端游旗舰整装待发。基于诛仙 IP 的 MMORPG 端游产品《诛仙世界》，于 2022 年 8 月完成首测测试；基于完美世界 IP 的动作向端游产品《Perfect New World》于 4 月上架海外 Steam 平台，并且于 5 月 4 日开启封闭 beta 测试。

图 15:《诛仙世界》捏脸系统截图



资料来源:《诛仙世界》游戏截图, 德邦研究所

图 16:《Perfect New World》截图



资料来源:《Perfect New World》游戏截图, 德邦研究所

前瞻布局电竞, 蒸汽平台持续推进。2021 年 Steam 的 MAU 达到 1.32 亿、DAU 为 6900 万, 是全球最大的 PC 游戏平台之一。在 2018 年 6 月, 公司便与 Valve 签署协议建立 Steam 中国 (蒸汽平台), 并持续推进。于 2022 年 7 月, 蒸汽平台首次游戏发布会举办, 超过 80 款游戏新品亮相。此外, 于 2022 年, 蒸汽平台帮助《双点医院》、《筑梦颂》两款产品获得进口版号, 其中,《双点医院》已于 2023 年 3 月正式上线蒸汽平台。

在电竞游戏产品上, 公司分别于 2013 年 8 月、2017 年 9 月正式上线《DOTA2》、《CS:GO》两款代理 Valve 的大 DAU 电竞产品。截止 2023 年 5 月,《CS:GO》、《DOTA2》仍然是 Steam 上全球同时在线人数最多的产品。

1)《CS:GO》: 将迎来上线后最大更新。截止 2023 年 5 月,《CS:GO》全球在线人数仍处于持续提升中, 此外 2023 年 3 月, Valve 宣布基于起源 2 引擎的《CS:GO 2》开启测试, 并有望于 2023 年夏季完成公测迭代 (国服可能由于备案审核等因素, 节奏稍慢), 我们看好此次该产品上线以来最大规模迭代, 所带来的用户数量、付费金额的增长。

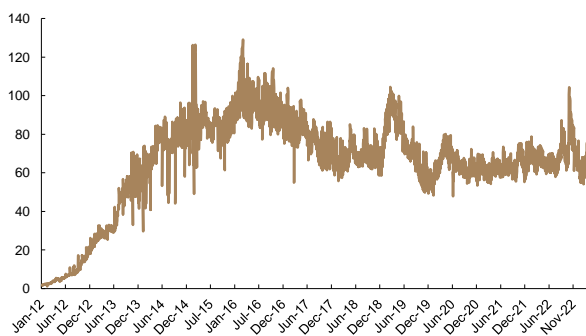
2)《DOTA2》: 亚运会叠加国庆假期, 看好用户数、付费回升。在 2018 年以后基本进入用户规模的稳定期。此外, 杭州亚运会将于 2023 年 9 月 23 日至 10 月 8 日举行,《DOTA2 (刀塔 2)》将成为电子竞技的正式竞赛项目之一。我们看好亚运会带来的玩家关注度与国庆节假期效应相结合, 驱动用户数、付费金额上行。

图 17: 2012 年 8 月-2023 年 5 月《CS:GO》Steam 在线人数 (单位: 万人)



资料来源: SteamDB, 德邦研究所

图 18: 2012 年 1 月-2023 年 5 月《DOTA2》Steam 在线人数 (单位: 万人)

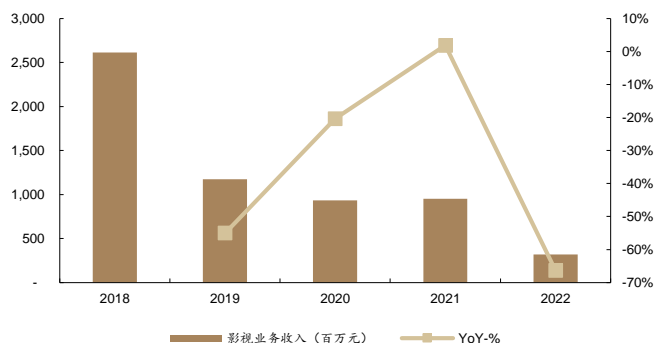


资料来源: SteamDB, 德邦研究所

3. 影视业务：减量提质，稳健发展

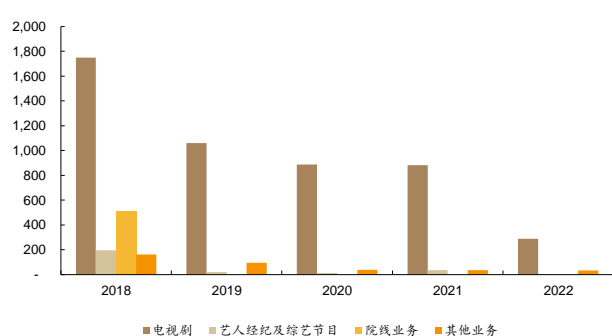
影视业务减量提质、降本增效。公司的影视业务主要包括电视剧制作、艺人经纪及综艺节目制作、院线业务等业务，其中院线业务相关资产已经于2018年1月转让给母公司完美世界控股集团有限公司，剥离出上市公司体外。随着公司在影视剧制作上持续聚焦精品内容，减量提质、降本增效，整体收入规模有所下降。

图 19：2018-2022 年影视业务收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 20：2018-2022 年影视业务各板块收入



资料来源：公司公告，德邦研究所

2022 年至今，公司出品了《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》《摇滚狂花》等电视剧。并储备有《许你岁月静好》《特工任务》《灿烂！灿烂！》《只此江湖梦》《纵横芯海》《九个弹孔》等影视作品，正在制作、发行、排播过程中。后续公司将继续秉承“匠心精品、内容为王”的精品发展战略，采取“减量提质”的经营策略，加快推进库存项目的发行和排播的同时，在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略，以期实现影视业务的稳健发展。

图 21：2022 年公司所出品的部分电视剧作品



资料来源：优酷、爱奇艺、腾讯视频，德邦研究所

表 6：2023 年影视项目投资计划

投资项目名称	制作进度	预计开拍日期
特工任务	完成制作	-
灿烂！灿烂！	完成制作	-
许你岁月静好	后期制作中	-
只此江湖梦	后期制作中	-
执行局	后期制作中	-
纵横芯海	后期制作中	-
危险的她 2	后期制作中	-
九个弹孔	后期制作中	-
珠玉在侧	后期制作中	-
神隐	拍摄中	-
欢迎来到麦乐村	筹备中	2023H1
幸福草	筹备中	2023H1
临渊	筹备中	2023H2
千朵桃花一世开	筹备中	2023H2

资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年实现收入 88/102/110 亿元，同比增长 15%/15%/9%。其中，游戏业务实现收入 84/98/107 亿元，同比增长 16%/16%/9%；影视业务实现收入 3.1/2.9/2.8 亿元，分别同比下滑 5%/5%/5%。具体而言，对于游戏业务的细分项：

表 7：收入预测表（单位：百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,670	8,825	10,159	11,033
YoY-%	-10%	15%	15%	9%
其中：				
游戏业务	7,242	8,413	9,762	10,650
YoY-%	-2%	16%	16%	9%
影视业务	321	305	290	275
YoY-%	-66%	-5%	-5%	-5%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

1) 移动游戏，预计实现收入 61/71/79 亿元收入，同比增长 21%/16%/11%。我们的基准假设是，占比较大的存量产品《诛仙手游》、《完美世界手游》、《梦幻新诛仙手游》等流水稳中略降，符合生命周期的自然衰减。增量方面，一部分来自于 22 年上线较晚的《幻塔》（海外服）的结构性增量，一部分来自于今年已经上线的《天龙八部 2》，和有望上线的《神魔大陆 2》、《一拳超人：世界》、《百万亚瑟王（代号：MA）》、《女神异闻录》等产品的新贡献，本质上是对产品周期开启的表述。

2) PC 端游戏，预计实现收入 20/23/25 亿元，同比增长 4%/18%/5%。年内核心存量产品《诛仙 3》、《完美世界 2 国际版》、《DOTA2》预计基本维持稳定，《CSGO》由于用户数仍在增长、且有大版本更新，有望同比增长。新品主要为《Perfect New World》、《诛仙世界》，考虑到测试进度，预计年内上线时间会偏晚，审慎起见我们将更多的收入体现在了 2024 年。

3) 主机游戏，暂不给予收入预期。由于公司已经在 22 年剥离了海外游戏子公司，目前暂时不存在规模较大的主机端游戏，且并没有相关的产品研发排期。另一方面，目前大部分手游产品实际都是“多端产品”，后续有望上线主机端版本，但目前能见度尚较低。综合以上两者，审慎起见，我们暂时并不给予主机游戏收入预期。

表 8：游戏业务收入测算表（单位：百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
游戏业务	7,242	8,413	9,762	10,650
YoY-%	-2%	16%	16%	9%
其中：				
移动网络游戏	5,061	6,137	7,131	7,893
YoY-%	11%	21%	16%	11%
PC 端网络游戏	1,903	1,976	2,332	2,457
YoY-%	-20%	4%	18%	5%
主机游戏	25	-	-	-
YoY-%	-92%	-	-	-
其他游戏收入	253	300	300	300
YoY-%	60%	18%	0%	0%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

在费用端，我们的预测如下表所示，主要反映自研、自发产品上线产生的买量推广费用和研发团队激励，进而所带来的销售、研发费用增长，以及人员数量、单位员工薪酬的温和增长。

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 15/19/22 亿元，同比增长 6%/29%/14%，对应净利润率 17%/19%/20%。

表 9：核心假设表（单位：百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用	1,109	1,226	1,431	1,552
YoY-%	-44%	11%	17%	8%
研发费用	2,290	2,457	2,638	2,805
YoY-%	4%	7%	7%	6%
管理费用	734	794	877	939
YoY-%	0%	8%	10%	7%
销售费用率-%	14.5%	13.9%	14.1%	14.1%
研发费用率-%	29.9%	27.8%	26.0%	25.4%
管理费用率-%	9.6%	9.0%	8.6%	8.5%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

表 10：利润预测表（单位：百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1,377	1,456	1,885	2,157
YoY-%	273%	6%	29%	14%
As % of revenue	18.0%	16.5%	18.6%	19.6%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

4.2. 盈利预测

考虑到公司已经可以稳定盈利，我们采用 PE 相对估值法为公司进行估值。我们选取了 A 股的部分游戏上市公司作为可比公司。可比公司 PE-23E、PE-24E

均值分别为 28x、23x。

考虑到:1)公司年内多款产品有望上线,且 24-25 年仍然有丰富的产品储备;
2) 公司积极融合 AI 技术与游戏研发,加之 MMORPG 品类本身适配度高,有望实现降本增效。我们给予公司 24 年目标 PE 25x,并以 10%贴现至 23 年,对应目标市值 428 亿元、目标价 22.09 元、PE-23E 29x,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 11: 估值表

	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润 (亿元)	13.8	14.6	18.9	21.6
YoY-%	273%	6%	29%	14%
对于当前市值 PE-x	24.3	23.0	17.7	15.5
目标 PE-x	31.1	29.4	25.0	19.9
目标市值 (亿元)	428			
目标价 (元)	22.09			

资料来源:公司公告,德邦研究所测算

注:取 6 月 29 日收盘价计算 PE。

表 12: 可比公司估值表

代码	简称	市值 (亿元)	2023 年业绩 (亿元)	2024 年业绩 (亿元)	PE-23E-x	PE-24E-x
002555.SZ	三七互娱*	767	34.6	39.8	22.2	19.3
002602.SZ	世纪华通	553	16.4	24.6	33.7	22.5
002558.SZ	巨人网络	395	12.2	14.4	32.5	27.5
002517.SZ	恺英网络*	348	15.3	21.4	22.7	16.2
603444.SH	吉比特	370	16.4	19.2	22.5	19.3
300459.SZ	汤姆猫	231	5.9	6.8	39.1	33.8
300002.SZ	神州泰岳	277	7.2	8.6	38.4	32.2
600633.SH	浙数文化	209	6.8	7.7	30.5	27.3
002605.SZ	姚记科技*	193	8.0	9.5	24.2	20.4
603258.SH	电魂网络	109	3.6	4.2	30.3	25.7
300031.SZ	宝通科技	104	4.2	5.7	24.7	18.3
		平均值			29.2	23.9
		中位数			30.3	22.5

资料来源:Wind,德邦研究所

注:三七互娱、恺英网络、姚记科技已覆盖,采用德邦预测;其余采用 Wind 一致预期;截止 2023 年 6 月 29 日。

5. 风险提示

产品上线进度、流水表现不及预期:若公司产品上线进度、流水不及预期,可能引起收入、利润波动,进而造成业绩不及预期。

宏观经济波动风险:游戏行业本质上仍然是消费行业,虽然自身具备产品周期,顺周期属性较弱,但是宏观消费的强弱仍然会影响存量产品的表现,若国内宏观经济波动,可能会导致业绩表现不及预期。

行业竞争加剧风险:今年是游戏行业整体产品周期转向的一年,若下半年重要档期产品上线排期过于拥挤,可能会导致游戏公司之间在广告投放上进行竞争,进而导致销售费用高企,进而导致业绩不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.72	0.75	0.97	1.11
每股净资产	4.72	5.10	5.58	6.14
每股经营现金流	0.60	0.79	1.11	1.23
每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	17.67	22.96	17.73	15.50
P/B	2.69	3.38	3.09	2.81
P/S	4.52	3.93	3.41	3.14
EV/EBITDA	16.35	20.04	15.19	12.99
股息率%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	68.4%	67.6%	68.0%	68.3%
净利润率	18.2%	16.8%	18.9%	19.9%
净资产收益率	15.0%	14.7%	17.4%	18.1%
资产回报率	8.8%	8.6%	10.3%	11.0%
投资回报率	8.9%	11.6%	14.0%	14.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-10.0%	15.1%	15.1%	8.6%
EBIT 增长率	152.2%	38.9%	29.4%	13.8%
净利润增长率	273.1%	5.7%	29.5%	14.4%
偿债能力指标				
资产负债率	39.4%	39.4%	38.9%	37.3%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.3
现金比率	0.7	0.7	0.8	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	46.0	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	206.8	206.8	206.8	206.8
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	22.6	22.5	22.9	22.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,377	1,456	1,885	2,157
少数股东损益	22	24	31	35
非现金支出	426	49	49	49
非经营收益	-390	40	35	30
营运资金变动	-280	-36	157	109
经营活动现金流	1,155	1,533	2,157	2,379
资产	-207	-320	-320	-320
投资	1,509	-5	-6	-7
其他	60	129	130	131
投资活动现金流	1,362	-196	-196	-196
债权募资	-256	-100	-100	-100
股权募资	6	0	0	0
其他	-2,772	-896	-1,106	-1,237
融资活动现金流	-3,022	-996	-1,206	-1,337
现金净流量	-388	342	755	846

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 29 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,670	8,825	10,159	11,033
营业成本	2,420	2,859	3,255	3,495
毛利率%	68.4%	67.6%	68.0%	68.3%
营业税金及附加	33	44	51	55
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,109	1,226	1,431	1,552
营业费用率%	14.5%	13.9%	14.1%	14.1%
管理费用	734	794	877	939
管理费用率%	9.6%	9.0%	8.6%	8.5%
研发费用	2,290	2,457	2,638	2,805
研发费用率%	29.9%	27.8%	26.0%	25.4%
EBIT	1,132	1,572	2,033	2,313
财务费用	32	108	97	77
财务费用率%	0.4%	1.2%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-53	0	0	0
投资收益	177	124	124	124
营业利润	1,473	1,592	2,066	2,366
营业外收支	13	-1	-1	-1
利润总额	1,486	1,591	2,065	2,365
EBITDA	1,479	1,621	2,082	2,361
所得税	86	111	149	173
有效所得税率%	5.8%	7.0%	7.2%	7.3%
少数股东损益	22	24	31	35
归属母公司所有者净利润	1,377	1,456	1,885	2,157

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,987	3,328	4,083	4,929
应收账款及应收票据	982	1,372	1,423	1,600
存货	1,562	1,721	2,018	1,996
其它流动资产	847	916	1,015	1,044
流动资产合计	6,378	7,337	8,539	9,569
长期股权投资	2,614	2,614	2,614	2,614
固定资产	340	391	443	496
在建工程	0	0	0	0
无形资产	153	153	153	153
非流动资产合计	9,258	9,527	9,796	10,066
资产总计	15,636	16,864	18,335	19,635
短期借款	351	251	151	51
应付票据及应付账款	353	362	434	401
预收账款	22	25	29	31
其它流动负债	3,392	3,956	4,478	4,795
流动负债合计	4,117	4,593	5,092	5,277
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	2,043	2,043	2,043	2,043
非流动负债合计	2,043	2,043	2,043	2,043
负债总计	6,160	6,636	7,134	7,320
实收资本	2,012	2,012	2,012	2,012
普通股股东权益	9,159	9,887	10,830	11,908
少数股东权益	317	341	371	407
负债和所有者权益合计	15,636	16,864	18,335	19,635

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022 年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5 年多二级研究经验，2 年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券 TMT 组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018 年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020 年 wind 金牌分析师。

刘文轩，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。