

# 世纪华通 (002602.SZ)

## 盛跃对赌顺利完成，战略布局 3A 游戏

### 核心观点:

- **业绩概况:** 公司发布 19 年完整年报，期内实现营收 146.9 亿元，同增 17.30%，净利润 27.35 亿元，同降 18.56%。归母净利润 22.85 亿元，同增 69.8%。游戏分部净利润 31.04 亿元，车企和总部费用拖累业绩。
- **盛趣业绩对赌顺利完成，《龙之谷 2》迎来终测。** 受益于《辐射避难所》等新游戏上线以及自营传奇的买量投入，盛跃网络 19 年实现营收 62.53 亿元，同比增长 41.2%，净利润贡献 25.0 亿元 (YOY+12.0%)，业绩对赌顺利完成。2020 年，随着传奇版权市场逐步规范，自营传奇收入有望延续增长，《复古传奇》已重回游戏买量榜前三，《热血传奇怀旧版》上线后仍保持较高热度。2020 年计划上线的重要产品包括端改手产品《龙之谷 2》(终测将于 6 月启动)、《彩虹联盟》，热门影视 IP 改编游戏《庆余年》，次世代西方魔幻大作《代号：远征》，顶视角战术射击游戏《星球大战》，生存类沙盒游戏《饥荒》移动版。
- **研发分账比例和管理费用增加，点点互动净利润下滑。** 19 年 KOA 和 GOG 流水增长良好，全年收入同比增长 24.4% 至 55.61 亿元。由于过去三年超额完成业绩承诺，点点提高了管理团队的激励和研发方分账比例，导致净利润同降 28.6% 至 6.13 亿元。2020 年，随着海外市场竞争持续加剧，《火枪纪元》和《阿瓦隆之王》收入排名已从 19 年 12 月开始下滑，我们预计在新品推动下 2020 年业绩或持平。
- **拟收购乐游科技，战略布局 3A 游戏。** 拟通过子公司点点开曼收购乐游超过 50% 的股权，其拥有的 3A 科幻射击游戏《Warframe》在全球市场具有较高人气，完成收购将有效提升公司大型精品游戏的研发能力。
- **投资建议:** 由于出海市场竞争激烈，点点互动头部产品排名下滑，20 年业绩主要驱动力来自盛趣，预计 20~22 年归母净利润 37.4、43.0 和 48.5 亿元，对应 PE 分别为 22.67x、19.70x 和 17.47x，参考可比估值给予 20 年 26xPE 得每股合理价值 15.61 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策管控趋严，行业竞争加剧，新游戏上线延迟。

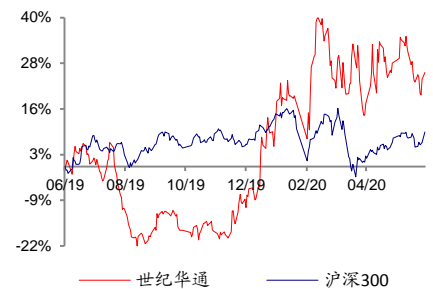
### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,524	14,690	16,571	18,462	20,174
增长率(%)	258.8	17.3	12.8	11.4	9.3
EBITDA(百万元)	3,221	3,425	4,432	5,040	5,652
归母净利润(百万元)	1,346	2,285	3,738	4,303	4,851
增长率(%)	72.0	69.8	63.6	15.1	12.7
EPS(元/股)	0.58	0.38	0.60	0.69	0.78
市盈率(P/E)	35.82	29.79	22.67	19.70	17.47
市净率(P/B)	3.06	2.77	2.97	2.58	2.25
EV/EBITDA	13.58	19.80	18.46	16.01	14.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.61 元
合理价值	15.61 元
前次评级	买入
报告日期	2020-06-02

### 相对市场表现



### 分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 相关研究:

世纪华通 (002602.SZ): 盛趣业绩高增长,《龙之谷 2》即将上线 2020-04-30

世纪华通 (002602.SZ): 历史弥新,蓄力手游 2019-12-22

联系人: 吴桐 021-60759783  
wutong@gf.com.cn

## 一、盛跃对赌顺利完成，《龙之谷2》进入终测

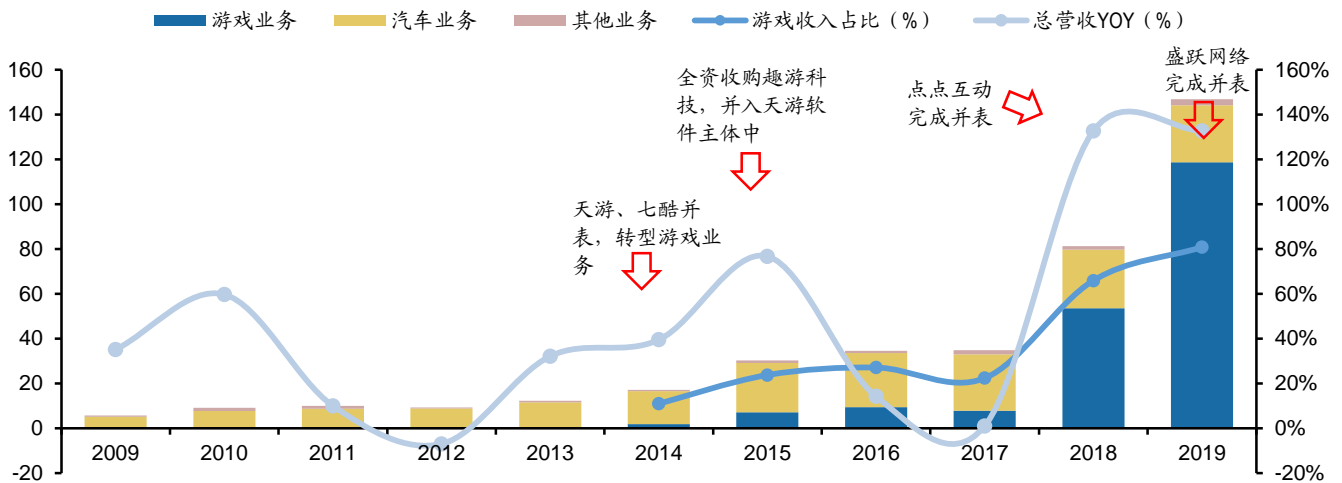
### （一）整体概况：营收增长稳健，期间费用增加，净利润同降 18.6%

公司发布2019年完整年报，期间实现营业收入146.9亿元，同增17.30%，毛利润同增13.7%至71.61亿元，毛利率同减1.62pct至51.25%。其中，由于盛跃并表，游戏实现收入118.73亿元（YOY+121.7%），车业实现收入25.43亿元（YOY-2.7%）。

期间产生销售费用2.2亿元，同比增长11.8%，销售费用率15.0%，同减0.74pct；管理费用8518万元（YOY+36.19%），管理费用率5.8%，同增0.8pct；研发费用1.33亿元（YOY+28.68%），研发费用率为9.1%，同增0.8pct。

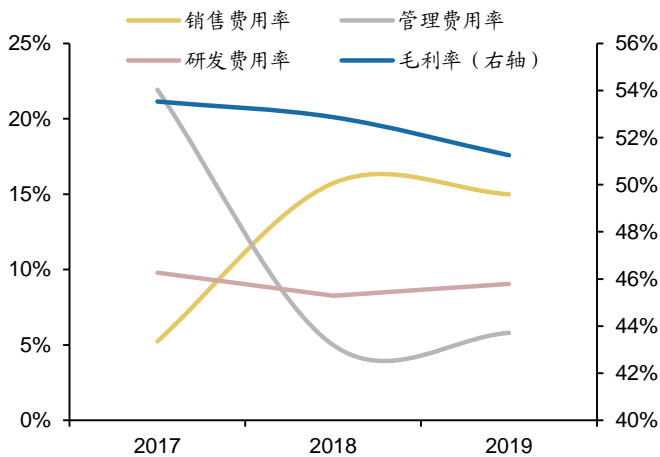
净利润27.35亿元，同比下滑18.56%，归母净利润22.85亿元，同比增长69.8%。主要财务数据与4月公告的业绩指标基本相同。

图1：世纪华通分业务的营业收入（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

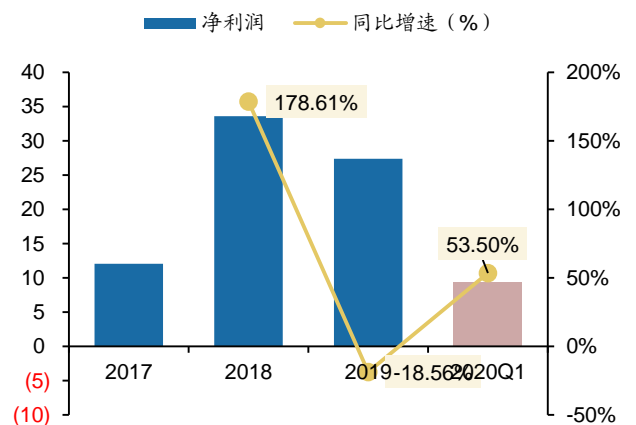
图2：世纪华通毛利率、期间费用率走势（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：17~18年的数据为同一口径并表追溯

图3：世纪华通净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：17~18年的数据为同一口径并表追溯

由于2019年6月盛跃网络并入交易属于同一控制下的企业合并。据相关会计准则的规定，2019年度以及重述后的比较期间归属于上市公司股东的净利润不包含盛跃网络在并入公司合并报表前，盛跃网络归属于母公司股东的净利润中按照除最终控制人持有的剩余股权比例计算部分。净利润指标更能反映公司在历史年份的盈利能力。

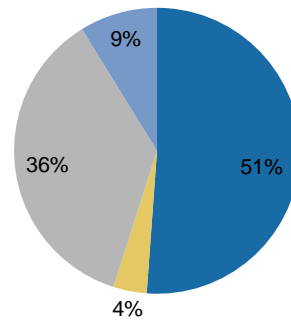
根据分部财务信息显示，游戏业务实现净利润31亿元，汽车及零部件业务实现净利润7.3亿元（由于游戏业务有向车企集团的分红），分部间抵消10.97亿元，最终净利润27.35亿元。

## （二）盛跃网络：盛趣业绩对赌顺利完成，多款新品即将上线

盛跃网络2019年实现营收62.53亿元，同比大幅增长41.2%。受益于《热血传说》、《辐射避难所》手游上线以及自营传奇产品的广告投入增加，游戏运营收入同比大幅增长至56.6%至31.99亿元，占总收入的51%，同比提升5pct；游戏授权收入（主要为腾讯代理）同比增长1.6%至22.33亿元。另外，游戏开发收入同增52.84%至2.37亿元，游戏软件销售及其他收入5.5亿元，主要为IP授权金收入。

图4：盛跃网络营业收入结构（%，2019年）

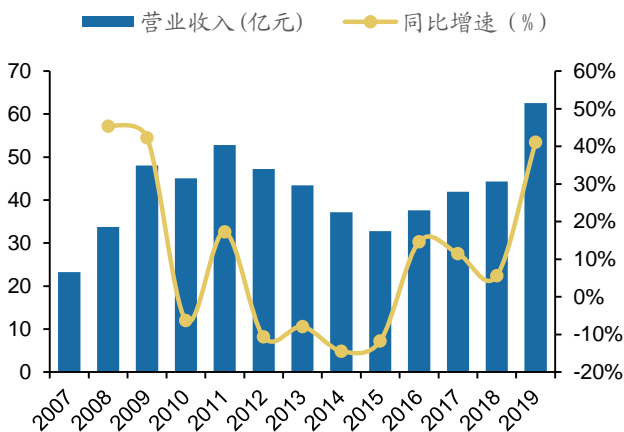
■ 游戏运营收入 ■ 游戏开发收入 ■ 游戏授权收入 ■ 其他收入



数据来源：世纪华通年报，广发证券发展研究中心

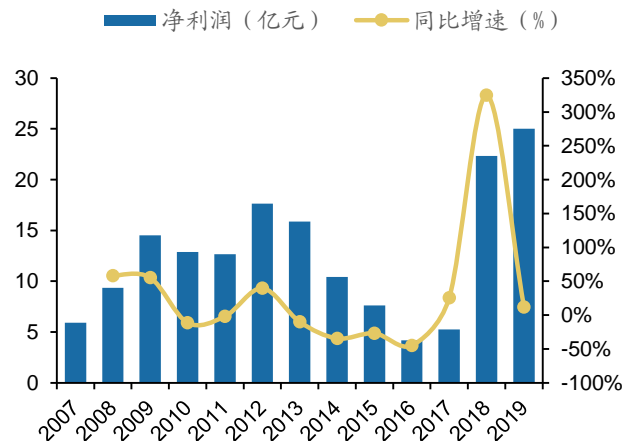
由于手游占比和销售费用提升，整体净利率同降10.4pct至40%，净利润贡献25.0亿元（YOY+12.0%），全年业绩对赌顺利完成。

图5：盛跃网络营业收入（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

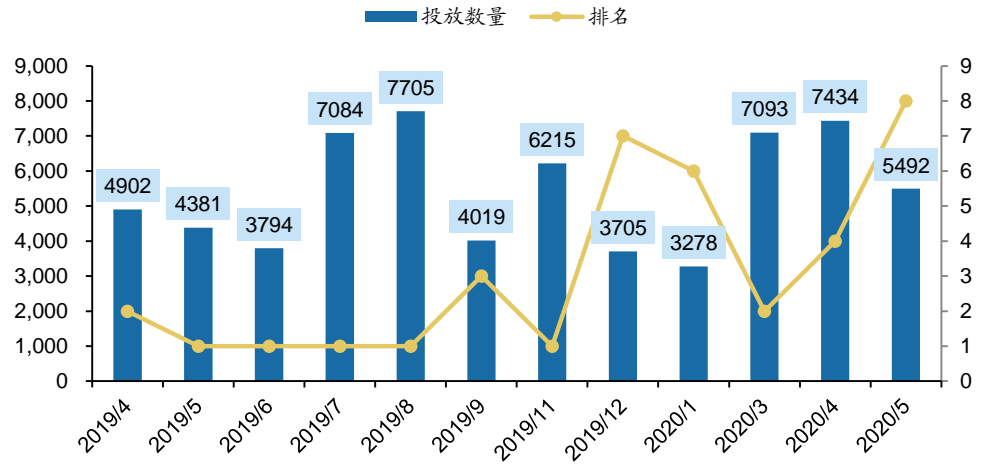
图6：盛跃网络净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2020年来看，随着传奇版权市场逐步规范以及严查版号的实施，盛趣自营传奇产品的收入有望继续保持增长，《复古传奇》在3月一度重回买量榜前三，《热血传奇怀旧版》于4月28日上线后保持较高热度。

图7：复古传奇广告素材投放数量（组）和排名走势



数据来源：Date-Eye，广发证券发展研究中心

2020年计划上线的重要产品包括端改手产品《龙之谷2》、《彩虹联盟》，热门影视IP改编游戏《庆余年》，次世代西方魔幻大作《代号：远征》，顶视角战术射击游戏《星球大战》。其中，《龙之谷2》终极测试将于6月启动，《彩虹联盟》已进入测试期，有望在年内上线。

表1：盛趣游戏2020~2021年的储备项目

新项目	上线日期	状态	运营/游戏级别	游戏类型	批文获得情况
AKB48 樱桃湾之夏	2020年2月	已上线	自营	偶像养成	国新出审[2019]3045号
龙之谷2	2020Q3	待上线	腾讯代理S级	MMO	国新出审[2019]3351号
庆余年	2020年	待上线	腾讯代理A级	MMO	未获得
代号：远征	2020年	待上线	腾讯代理S级	MMO	未获得
彩虹联盟（彩虹岛手游）	2020Q3	待上线	自营	横版MMO	国新出审[2020]34号
传奇天下（夺宝传世）	2020Q3	待上线	腾讯代理S级	MMO	新广出审[2018]274号
星球大战	2020年	待上线	自营	射击类	未获得
宝石幻想：光芒重现（Lapis Re:LiGHTs）	2020	待上线	自营	偶像养成	未获得
小森生活	2020Q3	待上线	自营	模拟养成	国新出审[2019]2721号
传奇英雄版	2020年	待上线	自营	MMO	未获得
复古传奇H5	2020年	待上线	自营	MMO	未获得
英雄年代H5	2020年	待上线	自营	MMO	未获得
传奇永恒手游	2020年	待上线	自营	MMO	未获得
通感纪元	2020年	待上线	自营	RPG	国新出审[2019]2644号
地域邂逅：记忆憧憬	2020年	待上线	自营A级	RPG，回合制	新广出审[2018]0109号
劳拉GO	2020年	待上线	自营	单机策略解谜	未获得
梦色卡司	2020Q2	待上线	自营	二次元音游	国新出审[2020]557号
代号C	2020年	待上线	自营	横版动作ARPG	未获得
创意甜品屋	2020年	待上线	自营	模拟经营	国新出审[2019]3502号

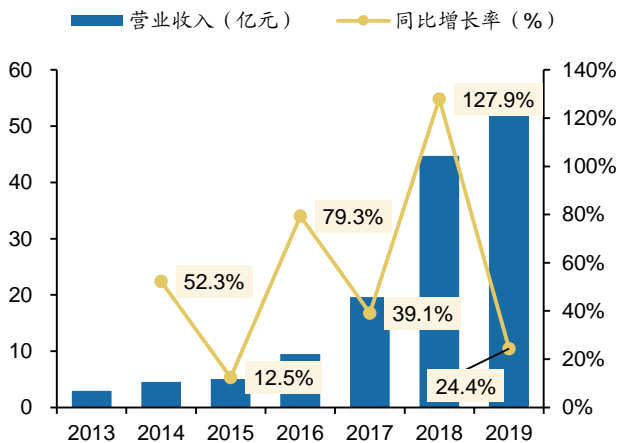
命运砂石计	2020年	待上线	自营	女性向	未获得
美男世界	2020年	待上线	自营S级	女性向AVG恋爱	未获得
PROJECT A	2020年	待上线	自营	射击	未获得
女神进化论	2020年	待上线	自营	手游模型卡牌	新广出审[2016]1426号
遗忘者之旅	2021年	待上线	自营	推理解谜	国新出审[2020]943号
古龙群侠传	2021年	待上线	自营	RPG	未获得
Idle mafia	2021年	待上线	自营	放置RPG	未获得
代号WS	2021年	待上线	自营	三国类游戏	未获得
饥荒手游	2021年	待上线	腾讯代理	沙盒	未获得
月夜狂想曲(恶魔城)	2021年	待上线	自营	横版ACT	未获得
我立于百万生命之上	2021年	待上线	自营	回合制卡牌	未获得
JoJo的奇妙冒险	2021年	待上线	自营	3D回合制卡牌	未获得

数据来源：盛趣游戏官网，TAPTAP，世纪华通资产收购报告，广发证券发展研究中心

### (三) 点点互动：研发分账比例和管理费用增加，净利润同比下滑

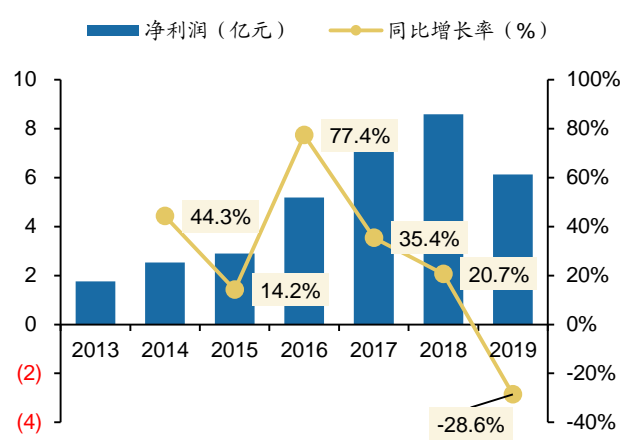
2019年KOA和GOG流水增长良好，全年收入同比增长24.4%至55.61亿元。由于点点在过去三年超额完成业绩承诺，公司增加其管理团队激励和产品的研发方分账比例，导致净利润同降28.6%至6.13亿元。

图8：点点互动营业收入（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

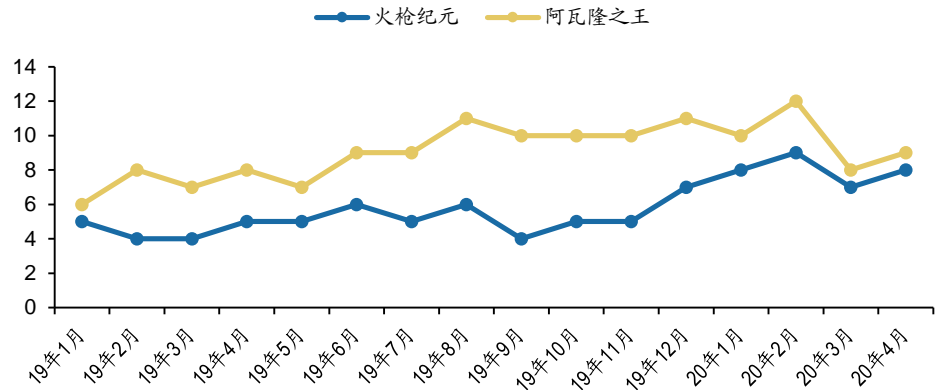
图9：点点互动净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

随着海外市场竞争持续加剧，《火枪纪元》和《阿瓦隆之王》收入排名已从19年12月开始下滑，2020年前4个月平均排名分别为第8名和第10名，考虑到点点互动新游戏的发行以及海外疫情带来手游流水整体提升将一定程度抵减头部产品下滑的影响，2020年点点互动业绩或持平。

图10: 《火枪纪元》和《阿瓦隆之王》的出海排名变动

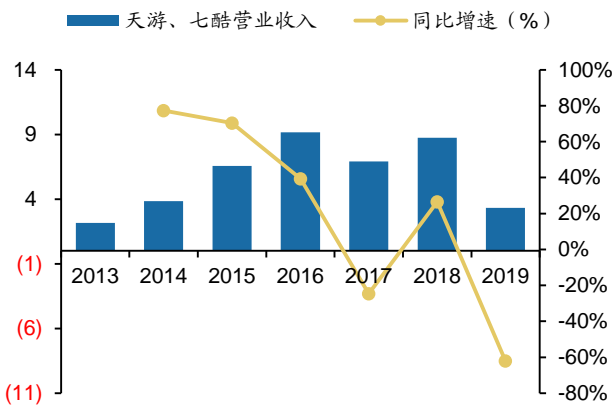


数据来源: Sensor Tower, 广发证券发展研究中心

#### (四) 其他: 天游、七酷收入大幅下滑, 车企和总部陷入亏损

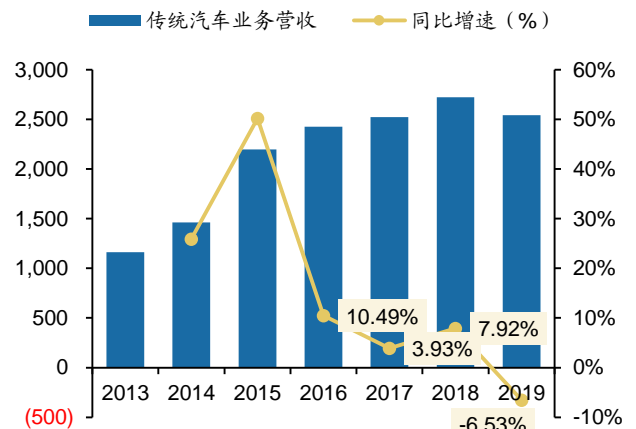
由于产品周期和业务结构调整, 天游、七酷的营业收入同比下滑62%至3.32亿元。汽车零部件业务实现营业收入25.43亿元, 同比下降6.53%, 毛利率12.39%, 同比减少1.88pct。根据分部财务信息, 在扣除游戏业务的内部分红10.98亿元后, 车企和总部形成亏损3.7亿元。

图11: 天游、七酷营业收入(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 华通车企净利润(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、拟收购乐游科技, 战略布局 3A 游戏

2020年4月29日, 公司发布公告, 华通子公司点点开曼与港新有限公司和奇新有限公司签署合作备忘录, 拟收购其共同持有乐游科技的股权(合计约52.4%), 并支付投资意向金8000万美元。乐游旗下子公司 Digital Extremes 和 Splash Damage 具有较强的研发能力, 曾研发过多款知名主机游戏。

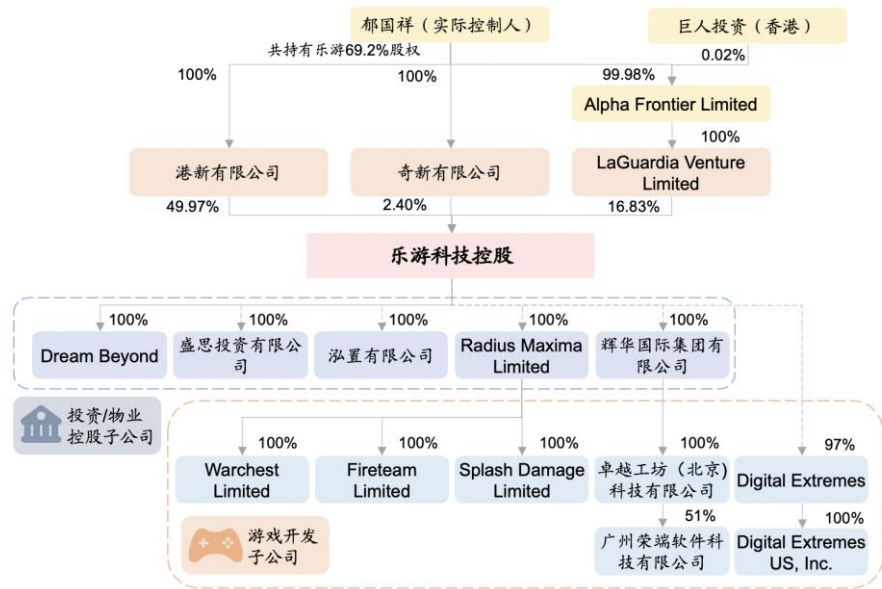
采用点点开曼进行收购主要考虑到: (1) 由于其境外运营的游戏产品有外汇储备; (2) 点点开曼海外游戏运营经验丰富, 对境外研发团队和游戏产品更为熟悉; (3) 点点互动重度游戏的研发能力有所欠缺, 收购研发团队以实现补充。(4) 云游戏时代来临后, 精品主机游戏云化有较强流量吸引力和厂牌标杆意义。

乐游当前业务架构可分为“游戏自主研发发行”、“职务作品和其他”两大板块：

(1) 游戏自主研发发行业务以Digital Extremes为核心，旗舰产品为其自主研发运营的3A级免费网游《Warframe》，一款科幻题材的多人合作模式第三人称动作游戏，目前同时在PC端和主机端（包括PlayStation 4、Xbox One和Switch）运营。该游戏至今已运营超过七年，一直为全球最受欢迎的免费的游戏之一。公司目前持有的顶级IP包括《指环王》、《变形金刚》、《文明Online》，旗下的发行公司Athlon Games、持股的Certain Affinity和广州荣端等开发商以联合开发方式参与到新产品的研发和发行工作中，部分产品已进入开发后期阶段。

(2) 职务作品业务以Splash Damage为主导，其拥有强大的3A游戏研发制作实力和丰富的联合开发经验，与微软等大型厂商合作紧密，主要作品包括《Gears 5》、《Halo: Reach》等。其他业务主要为出售游戏周边商品。

图13：乐游科技控股股权结构图



数据来源：Bloomberg，乐游科技年报，广发证券发展研究中心

**Digital Extremes专注3A大作开发，旗舰产品《Warframe》成绩优异。**《Warframe》（星际战甲）是乐游科技的子公司Digital Extremes研发的一款科幻射击网游，采用游戏内购的付费模式，2013年3月25日全球公测发行，2013~2014年间先后登陆PS4和XboxOne平台，2015年9月25日在国内公测发行。

2016~2018年间《Warframe》凭借良好的游戏品质和口碑，在全球市场创下优秀成绩。接连4年入选Steam年度畅销游戏榜，其中2016年入选“黄金级”（Steam平台年度营收排名第11~22名），2017~2019年连续三年入选“铂金级”（Steam平台年度营收排名Top12），游戏流水增速连续三年超过30%。《Warframe》在2017年10月~2018年11月间推出了《Plains of Eidolon》、《The Sacrifice》、《Fortuna》三支优质资料片，伴随着积极的内容更新，2018年同时在线用户数创历史新高，年收入规模达到1.94亿美元，总注册用户数达到4809万人。

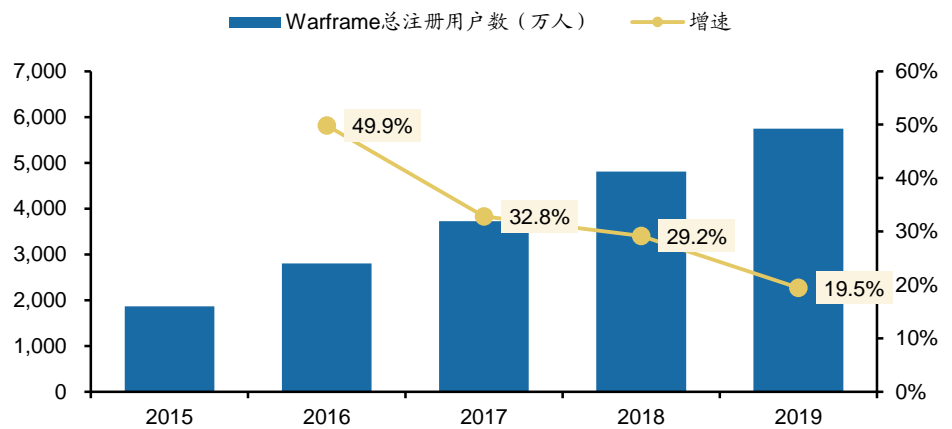
2019年由于新资料片《Empyrean》的研发工作规模较大，内容更新频率降低，导致新用户增速放缓，预计2019年的营业收入同比下降12.2%至1.7亿美元左右。

图14: 《Warframe》游戏的相关情况



数据来源：Digital Extremes 官方网站，Steam 平台，广发证券发展研究中心

图15: Warframe全球总注册用户数（万人）和同比增速（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

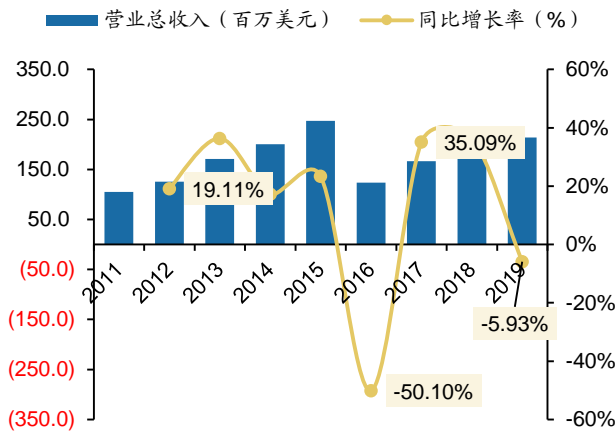
**2019年业绩转亏，寻求并购。**由于《Warframe》面临激烈的市场竞争和内容更新频率放缓，2019年公司的游戏开发及发行收入同比下降9.8%，职务作品板块订单数量稳健增长，收入占比提升至14.5%，但未完全抵消游戏开发和发行业务收入的下降，全年总营业收入同降5.93%至2.14亿美元，归母净利润亏损838万美元。

从历史情况来看，乐游的收购对价或在20亿美元左右。2019年2月，美图(01357.HK)曾提出以26.9亿港元的对价收购乐游子公司Dreamscape Horizon 31%的股权，并向乐游配发及增发19.08%的普通股股份。2019年9月，公司曾与腾讯、网易、高盛等多名独立潜在投资者就可能交易进行初步讨论，其可能采取的形式为可能收购由该公司控股股东之一郁国祥于公司实益拥有的权益，或可能收购集团业务的主要部分。



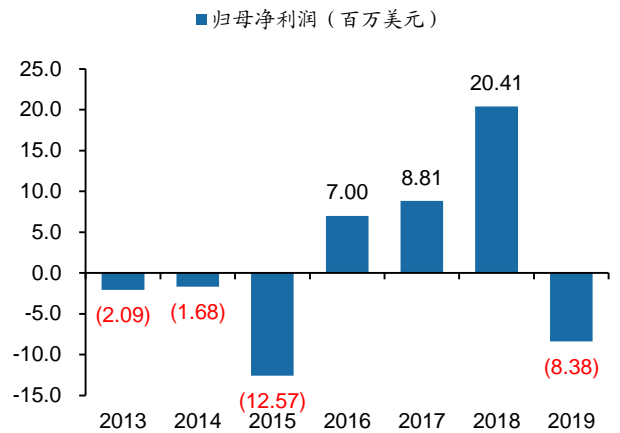
2019年11月，创梦天地(01119.HK)曾提出以约14亿美元的对价收购乐游69.21%的股份，但随后交易并未达成。

图16: 乐游科技营业收入(百万美元)和增速(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图17: 乐游科技归母净利润(百万美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

通过多次收购，乐游在全球范围内吸纳了众多国际化游戏人才，2019年末员工人数达到1046人，其中研发和运营团队合计733人，中层管理264人，高级管理49人。地域分布方面，公司共有加拿大员工525人，占比50.2%，大多数来自子公司Digital Extremes；英国员工290人，大多数来自子公司Splash Damage；美国员工31人，其他地区员工200人，主要为中国员工，位于香港、北京、广州、上海等地。

表2: 乐游科技目前在研的游戏产品

名称	风格	类型	运营/合作模式	状态	开发公司	代理/自研	平台
指环王	奇幻	MMORPG	双方将分别在各自的地区独家营销、发行并运营该游戏	开发中	乐游子公司 Athlon Games& 亚马逊游戏	共同开发及制作	PC 主机多平台
文明online	历史	SLG	子公司荣端科技已获得 Take-Two 的独家许可，开发基于《Civilization (文明)》IP 的多人在线游戏	开发后期	子公司荣端游戏& 乐游科技	共同开发及制作	PC 主机多平台
变形金刚	科幻	FPS	在特定知识产权(包括变形金刚版权)之基础上开发制作	2019年2月时公测版已完成50%，开发预算从1500万美元追加至3300万美元	Certain Affinity& 乐游科技	共同开发及制作	PC 主机多平台

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 二、盈利预测和投资建议

相比前期报告，我们调整预测项如下：

(1)传统汽车零部件方面，整体产销受疫情影响较重，预计全年形成亏损8012万元。天游、七酷方面，《街头篮球》Q1、Q2表现突出，预计全年净利润贡献1026万元。

(2)点点互动方面，疫情有助于促进海外用户的游戏消费，同时研发部门在国内，新品研发不受影响，但被出海竞争加剧，买量成本高企等负面影响因素部分抵消，点点互动2020年净利润预计同比增长7.35%至6.58亿元。

(3)盛趣游戏方面，考虑到公司的核心产品《龙之谷2》（腾讯代理）受Q1疫情影响，测试期和预计上线时间比原预期延迟约2个月，最终测试时间从5月29日延迟至6月份，我们下调2020年盛趣净利润预期。

收入口径来看，世纪华通2020~2022年的营业收入分别为165.7亿元、184.6亿元和201.7亿元，可比口径分别同比增长12.8%、11.4%和9.3%。

表3：世纪华通各业务分部营业收入贡献分拆

营业收入分拆 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
传统汽车业务	2612.79	2190.20	1780.34	1691.32	1640.58
YOY (%)	3.63%	-16.17%	-30.00%	-5.00%	-3.00%
天游、七酷营业收入	874.43	820.07	341.98	327.82	314.31
YOY (%)	26.48%	-6.22%	2.89%	-4.14%	-4.12%
点点互动营业收入	4469.90	5559.59	6267.40	6885.69	7367.68
YOY (%)	117.44%	24.38%	12.70%	9.87%	7.00%
页游 (百万美元)	11.07	9.96	9.46	9.18	8.90
海外手游 (百万美元)	730.64	798.61	901.82	992.00	1071.36
盛趣游戏营业收入	4429.66	5957.22	8181.59	9557.37	10851.91
YOY (%)	5.61%	34.48%	30.84%	16.82%	13.54%
PC端	1983.50	2021.51	2426.92	2305.57	2190.30
移动端	2111.02	3717.96	5547.71	7048.37	8458.05
营业收入合计	12,524	14,690	16,571.31	18,462.20	20,174.49
YOY (%)	63.24%	17.30%	12.81%	11.41%	9.27%

数据来源：世纪华通资产重组报告，广发证券发展研究中心

公司主营业务为游戏，考虑到营业收入和净利润规模均位于A股龙头地位，我们选择国内头部游戏上市公司估值作为参考，完美世界、三七互娱、吉比特2020~2021年的平均PE为28.0x和24.6x，按照2020年给予公司26xPE估值，算得公司合理估值为1012亿元，按照当前股本折得15.61元/股。

表4：国内主要游戏上市公司的估值情况（统计日期：2020年6月1日收盘）

代码	行业	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股)					P/E				
				(其他公司按市场一致预期)					17A	18A	19A	20E	21E
002602.SZ		世纪华通	864.27	0.13	0.15	0.37	0.60	0.69	44.59	35.82	29.79	22.67	19.70

002624.SZ	游	完美世界	606.80	1.29	1.32	1.16	1.81	2.10	34.95	34.18	38.80	24.86	21.49
002555.SZ	戏	三七互娱	760.83	0.80	0.48	1.00	1.11	1.26	43.86	73.49	35.05	31.57	27.94
002174.SZ	研	游族网络	164.37	0.74	1.14	0.29	1.44	1.72	27.36	17.79	69.96	14.03	11.73
600373.SH	发	中文传媒	157.59	1.07	1.19	1.27	1.25	1.42	10.91	9.78	9.18	9.32	8.23
300031.SZ	运	宝通科技	77.77	0.56	0.68	0.77	0.98	1.24	37.18	30.24	26.94	21.03	16.70
603444.SH	营	吉比特	273.40	8.48	10.06	11.26	15.18	17.13	49.33	41.60	37.17	27.57	24.43
300315.SZ	商	掌趣科技	146.15	0.10	-1.14	0.13	0.32	0.38	65.52	—	47.55	19.74	16.31

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**投资建议:** 公司已完成游戏产业全版图搭建,“盛趣游戏+点点互动”形成强大的内生驱动力,“腾讯入股+中移动战略合作”构筑外延护城河,体内外产业资源丰富,稳居游戏产业第二梯队龙头地位。

随着传奇版权市场逐步规范以及严查版号的实施,盛趣自营和授权的传奇产品收入有望保持增长,3月份《复古传奇》重回游戏买量榜前三,《热血传奇怀旧版》已于4月28日正式上线,回归无商城的时长收费制,流水表现值得期待。除传奇产品外,盛趣目前储备手游超过20款,今年值得期待的作品包括《龙之谷2》、《彩虹联盟》、《庆余年》、《代号:远征》等。同时公司签约了众多日本知名IP,积极布局二次元品类,如《地城邂逅》、《月夜狂想曲(恶魔城)》、《Lapis Re: LiGHTs》、《我立于百万生命之上》、《JoJo的奇妙冒险》等。

受出海竞争加剧影响,点点互动的主要SLG产品20Q1流水有所下滑,新品研发上开始尝试在经营、Puzzle、博彩等多品类上突围,目前已有多款产品上线试水。我们认为点点将持续受益于海外移动游戏市场增长和产品红利,有望保持稳健增长。

我们预计公司2020~2022年实现营业收入165.7亿元、184.6亿元和201.7亿元,分别同比增长12.8%、11.4%和9.3%;2020~2022年归母净利润37.38亿元、43.03亿元和48.51亿元,对应PE分别为22.67x、19.70x和17.47x。根据可比公司估值算得每股合理价值为15.61元/股,维持“买入”评级。

## 四、风险提示

**(1) 增发解禁风险。**盛跃网络资产收购增发股份于2019年7月4日上市，部分股份的锁定期为1年，将于2020年7月解禁，市值合计超过百亿。

**(2) 商誉减值风险。**公司账面商誉将达到154亿元，其中世纪华通原有商誉合计78.96亿元。从历史业绩承诺来看，天游软件、七酷网络、点点互动均完成了业绩对赌，并在2018年的商誉减值测试中，估算得到天游分部和点点分部的商誉未有减值迹象，但不排除未来出现减值的可能。收购标的盛跃网络在2020年的业绩承诺为29.68亿元，若上线游戏时间推迟或流水表现不及预期，可能存在商誉减值压力。

**(3) 新游戏上线延迟的风险。**未来计划上线的游戏产品或由于版号未能及时发放或者游戏开发原因出现延迟上线的情况。

**(4) IP版权及诉讼风险。**盛跃网络存在主要针对《传奇》、《传奇世界》等软件著作权及其授权的重大未决诉讼、仲裁事项，包括涉及《传奇》著作权续约纠纷、《传奇》著作权对外授权纠纷、“热血传奇”注册商标纠纷、《传奇世界》对外授权纠纷等。但是资产重组方案中，曜瞿如、华通控股、王苗通、邵恒、王佶等人承诺，对因上述诉讼事项产生的损失以现金方式足额作出赔偿，同时从目前情况来看，版权官司逐渐转向对盛趣有利的一面。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>10,361</b>	<b>8,851</b>	<b>12,883</b>	<b>17,638</b>	<b>22,841</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>2,222</b>	<b>2,178</b>	<b>3,586</b>	<b>4,327</b>	<b>4,850</b>
货币资金	5,819	3,016	5,494	6,634	7,298	净利润	3,359	2,735	3,783	4,354	4,909
应收及预付	2,854	3,947	4,430	4,937	5,389	折旧摊销	291	333	213	213	213
存货	464	410	424	475	509	营运资金变动	-912	-1,039	-415	-240	-272
其他流动资产	1,224	1,477	2,534	5,592	9,644	其它	-515	148	5	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>20,482</b>	<b>23,509</b>	<b>23,482</b>	<b>23,455</b>	<b>23,428</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,092</b>	<b>-2,964</b>	<b>-1,187</b>	<b>-3,187</b>	<b>-4,187</b>
长期股权投资	587	673	673	673	673	资本支出	-400	-476	-187	-187	-187
固定资产	1,224	1,228	1,244	1,261	1,278	投资变动	-3,127	-2,506	0	0	0
在建工程	80	43	43	43	43	其他	1,434	18	-1,000	-3,000	-4,000
无形资产	365	322	278	235	192	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,003</b>	<b>-1,792</b>	<b>78</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他长期资产	18,227	21,243	21,243	21,243	21,243	银行借款	1,510	4,054	-188	0	0
<b>资产总计</b>	<b>30,843</b>	<b>32,359</b>	<b>36,364</b>	<b>41,093</b>	<b>46,269</b>	股权融资	4,340	1	270	0	0
<b>流动负债</b>	<b>3,563</b>	<b>6,340</b>	<b>6,292</b>	<b>6,667</b>	<b>6,934</b>	其他	-2,848	-5,847	-5	0	0
短期借款	297	188	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>3,212</b>	<b>-2,554</b>	<b>2,478</b>	<b>1,141</b>	<b>664</b>
应付及预收	1,378	1,294	1,340	1,500	1,610	<b>期初现金余额</b>	<b>2,052</b>	<b>5,264</b>	<b>3,016</b>	<b>5,494</b>	<b>6,634</b>
其他流动负债	1,888	4,859	4,952	5,167	5,325	<b>期末现金余额</b>	<b>5,264</b>	<b>2,710</b>	<b>5,494</b>	<b>6,634</b>	<b>7,298</b>
<b>非流动负债</b>	<b>1,212</b>	<b>1,150</b>	<b>1,150</b>	<b>1,150</b>	<b>1,150</b>						
长期借款	1,011	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	201	1,150	1,150	1,150	1,150						
<b>负债合计</b>	<b>4,775</b>	<b>7,490</b>	<b>7,443</b>	<b>7,817</b>	<b>8,085</b>						
股本	2,335	5,956	6,227	6,227	6,227						
资本公积	10,386	14,225	14,225	14,225	14,225						
留存收益	3,286	5,356	9,094	13,396	18,247						
归属母公司股东权益	15,752	24,546	28,554	32,857	37,708						
少数股东权益	10,316	323	368	419	477						
<b>负债和股东权益</b>	<b>30,843</b>	<b>32,359</b>	<b>36,364</b>	<b>41,093</b>	<b>46,269</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>12,524</b>	<b>14,690</b>	<b>16,571</b>	<b>18,462</b>	<b>20,174</b>
营业成本	5,902	7,161	7,406	8,290	8,894
营业税金及附加	62	52	59	66	72
销售费用	1,970	2,202	2,519	2,677	2,925
管理费用	625	852	961	1,034	1,130
研发费用	1,034	1,330	1,409	1,569	1,715
财务费用	-91	211	-80	-121	-139
资产减值损失	-192	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	-55	0	0	0
投资净收益	240	186	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,594</b>	<b>3,065</b>	<b>4,299</b>	<b>4,948</b>	<b>5,578</b>
营业外收支	-6	-2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3,588</b>	<b>3,063</b>	<b>4,299</b>	<b>4,948</b>	<b>5,578</b>
所得税	229	327	516	594	669
<b>净利润</b>	<b>3,359</b>	<b>2,735</b>	<b>3,783</b>	<b>4,354</b>	<b>4,909</b>
少数股东损益	2,013	450	45	51	58
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,346</b>	<b>2,285</b>	<b>3,738</b>	<b>4,303</b>	<b>4,851</b>
EBITDA	3,221	3,425	4,432	5,040	5,652
EPS (元)	0.58	0.38	0.60	0.69	0.78

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	258.8%	17.3%	12.8%	11.4%	9.3%
营业利润增长	277.2%	-14.7%	40.2%	15.1%	12.7%
归母净利润增长	72.0%	69.8%	63.6%	15.1%	12.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.9%	51.3%	55.3%	55.1%	55.9%
净利率	26.8%	18.6%	22.8%	23.6%	24.3%
ROE	8.5%	9.3%	13.1%	13.1%	12.9%
ROIC	10.0%	10.0%	11.8%	11.8%	11.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.5%	23.1%	20.5%	19.0%	17.5%
净负债比率	18.3%	30.1%	25.7%	23.5%	21.2%
流动比率	2.91	1.40	2.05	2.65	3.29
速动比率	2.73	1.29	1.94	2.53	3.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.41	0.45	0.46	0.45	0.44
应收账款周转率	5.27	4.32	4.32	4.32	4.32
存货周转率	26.99	35.82	39.07	38.89	39.61
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.58	0.38	0.60	0.69	0.78
每股经营现金流	0.95	0.37	0.58	0.69	0.78
每股净资产	6.75	4.12	4.59	5.28	6.06
<b>估值比率</b>					
P/E	35.82	29.79	22.67	19.70	17.47
P/B	3.06	2.77	2.97	2.58	2.25
EV/EBITDA	13.58	19.80	18.46	16.01	14.16

## 广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。

朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。