

世纪华通 (002602)

证券研究报告

2019年12月03日

与核心股东腾讯继续深化合作，积极关注落地情况

事件：世纪华通全资子公司盛跃网络与腾讯于11月29日在深圳签署《业务合作协议》，更新原业务合作协议（18年1月16日签订），进一步发挥双方各自领域的资源优势，在数字化互动娱乐领域进行深入的业务合作。

腾讯作为公司的核心股东，将与公司保持紧密合作和资源共享。腾讯目前持有世纪华通4.96%的股份，居于公司前十大股东行列。腾讯既作为公司股东也是公司重要媒体资源采购方，该协议证明双方将在未来进一步深化资源、平台合作共享，腾讯进一步锁定公司优质游戏内容的独家优先合作权（公司未来自有新游戏在中国大陆及若干指定境外地区的发行和运营的独家优先合作权），看好公司研发实力，同时公司在游戏IP储备、海外发行方面也将持续跟腾讯保持紧密合作。

盛趣研发+腾讯独代历史成绩亮眼：2015年Q3上线的《热血传奇》、2017年Q1上线的《龙之谷手游》和《传奇世界》、2018年Q4上线的《传奇世界3D》。其中，《龙之谷》首月流水超10亿元，腾讯独家代理续作《龙之谷2》静待版号落地，有望于20Q1正式上线，我们预计公司20年起码有3款自研产品交由腾讯独代上线。

近期“传奇”版权归属进一步明确，公司有望在“传奇”品类上深化发展。11月28日公司公告收到安徽芜湖中级人民法院判决书，在韩国娱美德公司起诉由公司旗下盛趣游戏《传奇世界》授权改编、并由三七互娱运营的《屠龙破晓》手游侵犯著作权的案件中，娱美德公司诉求被法院依法全部驳回，且法院进一步明确认定：盛趣游戏作为《传奇世界》的合法著作权人，当然独立完整地享有我国著作权法所保护的一切权利，包括授权第三方进行改编、开发和运营等，而无需任何第三方明示或默示的许可和同意。10月14日公司公告已收到韩国法院的判决书，《判决书》驳回娱美德与韩国传奇公司的所有诉讼请求，盛趣游戏及关联公司就使用“传奇”版权的协议继续有效。该协议约定盛趣拥有“传奇”游戏在中国内地的独家版权。

投资观点：此次公告的战略合作协议为框架协议，未来具体实施内容、操作细节、分成比例等将另行签订具体合同，而后续协议的具体落地实施有助于公司业务的进一步拓展和提升，对公司发展将产生积极影响。公司有望加强与腾讯合作，实现共赢互利，背靠腾讯进一步稳固市场研发龙头地位，20Q1公司自研游戏+腾讯独代《龙之谷2》表现可期，并建议关注公司股权结构有望持续优化。我们预计公司19-21年归母净利润为30.2/40.2/50亿，增长为214%（未追溯调整）/33%/24%，对应估值为19x/15x/12x，作为定位全球的游戏行业龙头之一，我们给予公司20年20X的目标估值，目标价13.4元，维持“买入”评级。

风险提示：版号审批不及时、上线时间或游戏表现低于预期、海外推广受阻、治理结构改进、行业监管收紧等风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,490.82	8,124.00	15,388.48	18,495.41	20,387.49
增长率(%)	1.01	132.72	89.42	20.19	10.23
EBITDA(百万元)	1,086.99	1,416.19	3,507.22	4,671.31	5,710.40
净利润(百万元)	782.74	962.26	3,023.83	4,019.16	5,002.98
增长率(%)	55.47	22.94	214.24	32.92	24.48
EPS(元/股)	0.13	0.16	0.51	0.67	0.84
市盈率(P/E)	75.18	61.16	19.46	14.64	11.76
市净率(P/B)	11.65	4.24	2.83	2.53	2.24
市销率(P/S)	16.86	7.24	3.82	3.18	2.89
EV/EBITDA	31.44	31.96	15.02	10.54	8.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.88元
目标价格	13.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	5,956.43
流通A股股本(百万股)	2,592.39
A股总市值(百万元)	58,849.56
流通A股市值(百万元)	25,612.85
每股净资产(元)	4.02
资产负债率(%)	28.60
一年内最高/最低(元)	24.20/8.36

作者

文浩 分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《世纪华通-公司深度研究:国内及出海游戏龙头合璧，强强联手扬帆起航》 2019-11-25
- 2 《世纪华通-公司点评:298亿收购盛跃完成全体系布局，积极关注后续过会情况》 2018-11-13
- 3 《世纪华通-季报点评:18Q1并表提升增速，18年继续关注公司背靠腾讯生态带来的持续成长性》 2018-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	481.13	3,098.90	6,769.97	8,567.67	10,294.02
应收票据及应收账款	1,118.79	1,551.91	3,272.38	2,525.93	3,865.54
预付账款	54.81	40.14	106.86	65.51	114.77
存货	473.89	464.06	533.71	636.29	587.41
其他	190.71	790.17	3,398.94	3,323.81	3,462.86
流动资产合计	2,319.33	5,945.18	14,081.86	15,119.22	18,324.60
长期股权投资	127.49	272.15	272.15	272.15	272.15
固定资产	1,182.71	1,152.65	1,123.43	1,080.67	1,029.79
在建工程	19.18	78.74	47.24	28.34	17.01
无形资产	166.20	204.96	169.69	134.41	99.14
其他	2,598.87	9,092.35	10,300.83	10,247.86	10,203.85
非流动资产合计	4,094.44	10,800.85	11,913.34	11,763.45	11,621.94
资产总计	6,413.77	16,746.04	25,995.20	26,882.66	29,946.53
短期借款	231.43	297.16	2,700.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	644.53	836.00	1,069.35	1,164.89	1,171.89
其他	422.66	625.30	339.36	367.16	375.37
流动负债合计	1,298.62	1,758.45	4,108.70	2,532.05	2,547.26
长期借款	0.00	1,011.00	1,011.00	1,000.00	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.00	92.10	55.05	73.58	64.32
非流动负债合计	18.00	1,103.10	1,066.05	1,073.58	1,064.32
负债合计	1,316.62	2,861.56	5,174.76	3,605.63	3,611.58
少数股东权益	47.59	20.10	20.10	20.10	20.10
股本	1,027.09	2,334.76	5,956.43	5,956.43	5,956.43
资本公积	1,883.50	8,821.23	10,037.09	10,037.09	10,037.09
留存收益	4,025.74	11,779.82	14,843.90	17,300.50	20,358.42
其他	(1,886.77)	(9,071.43)	(10,037.09)	(10,037.09)	(10,037.09)
股东权益合计	5,097.15	13,884.48	20,820.44	23,277.03	26,334.96
负债和股东权益总	6,413.77	16,746.04	25,995.20	26,882.66	29,946.53

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	784.66	961.56	3,023.83	4,019.16	5,002.98
折旧摊销	180.62	202.26	95.99	96.93	97.50
财务费用	22.07	33.32	46.93	102.68	46.62
投资损失	(508.83)	(138.89)	(35.00)	(35.00)	(35.00)
营运资金变动	(229.68)	(833.87)	(4,480.20)	955.17	(1,429.06)
其它	(49.96)	705.68	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	198.88	930.05	(1,348.45)	5,138.94	3,683.03
资本支出	421.76	6,190.72	37.05	(18.53)	9.26
长期投资	68.05	144.67	0.00	0.00	0.00
其他	(643.28)	(8,804.51)	(1,285.57)	53.53	25.74
投资活动现金流	(153.47)	(2,469.12)	(1,248.52)	35.00	35.00
债权融资	303.43	1,326.16	3,729.00	2,018.00	2,018.00
股权融资	(31.16)	7,993.98	5,040.80	(102.68)	(46.62)
其他	(371.55)	(5,275.54)	(2,501.76)	(5,291.57)	(3,963.05)
筹资活动现金流	(99.29)	4,044.59	6,268.04	(3,376.25)	(1,991.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(53.87)	2,505.52	3,671.07	1,797.69	1,726.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,490.82	8,124.00	15,388.48	18,495.41	20,387.49
营业成本	2,458.18	5,017.65	7,768.10	9,108.99	9,527.07
营业税金及附加	26.49	26.93	49.24	59.19	65.24
营业费用	186.15	1,571.91	2,037.43	2,309.47	2,515.93
管理费用	61.58	348.39	818.67	924.77	1,029.57
研发费用	296.53	221.99	1,338.80	1,553.61	1,671.77
财务费用	15.67	4.50	46.93	102.68	46.62
资产减值损失	12.37	37.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	508.83	138.89	35.00	35.00	35.00
其他	(1,027.92)	(296.69)	(70.00)	(70.00)	(70.00)
营业利润	952.95	1,052.86	3,364.30	4,471.70	5,566.28
营业外收入	9.07	1.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.93	4.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	961.09	1,050.13	3,364.30	4,471.70	5,566.28
所得税	176.43	88.57	340.47	452.54	563.31
净利润	784.66	961.56	3,023.83	4,019.16	5,002.98
少数股东损益	1.92	(0.70)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	782.74	962.26	3,023.83	4,019.16	5,002.98
每股收益(元)	0.13	0.16	0.51	0.67	0.84

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.01%	132.72%	89.42%	20.19%	10.23%
营业利润	61.93%	10.48%	219.54%	32.92%	24.48%
归属于母公司净利润	55.47%	22.94%	214.24%	32.92%	24.48%
获利能力					
毛利率	29.58%	38.24%	49.52%	50.75%	53.27%
净利率	22.42%	11.84%	19.65%	21.73%	24.54%
ROE	15.50%	6.94%	14.54%	17.28%	19.01%
ROIC	20.81%	22.41%	28.09%	28.09%	37.00%
偿债能力					
资产负债率	20.53%	17.09%	19.91%	13.41%	12.06%
净负债率	-3.49%	-12.77%	-14.61%	-28.14%	-31.43%
流动比率	1.79	3.38	3.43	5.97	7.19
速动比率	1.42	3.12	3.30	5.72	6.96
营运能力					
应收账款周转率	3.53	6.08	6.38	6.38	6.38
存货周转率	5.54	10.70	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.59	0.70	0.72	0.70	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.16	0.51	0.67	0.84
每股经营现金流	0.03	0.16	-0.23	0.86	0.62
每股净资产	0.85	2.33	3.49	3.90	4.42
估值比率					
市盈率	75.18	61.16	19.46	14.64	11.76
市净率	11.65	4.24	2.83	2.53	2.24
EV/EBITDA	31.44	31.96	15.02	10.54	8.33
EV/EBIT	35.66	35.91	14.19	9.82	7.71

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com