

传媒

2020年05月29日

世纪华通 (002602)

—— IP 储备丰富，携手腾讯再续“传奇”

报告原因：有新的信息需要补充

增持 (维持)

市场数据：2020年05月28日

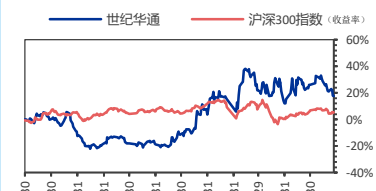
收盘价 (元)	12.95
一年内最高/最低 (元)	17.86/8.36
市净率	2.8
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	33572
上证指数/深证成指	2846.22/10653.49

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年03月31日

每股净资产 (元)	4.57
资产负债率%	21.19
总股本/流通 A 股 (百万)	6227/2592
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

联系人

林起贤
(8621)23297818×转
linqx@swsresearch.com

投资要点：

- 世纪华通是 A 股头部游戏公司之一，19 年游戏业务收入和利润规模均位于 A 股前列。
- 游戏行业变化：1) 手游行业已经历两轮成长周期，当下正处于 5G 商用、游戏出海加速以及新的买量渠道崛起背景下的第三轮景气周期起点；2) 手游行业季度增速及使用时长回暖，景气度呈现明确上行趋势；3) 游戏行业监管走出至暗时刻，2019 年以来积极的政策环境逐步形成。
- 三大优势构建盛趣游戏核心壁垒，20 年多款新作值得期待。优势一：充分的股权激励绑定核心团队，经典端游贡献长生命周期价值；优势二：公司在手 IP 储备丰富，传奇+龙之谷两大产品线证明公司“端改手”能力；优势三：腾讯战略入股，游戏发行渠道得到加强；联手中国移动，成立云游戏工作室。盛趣 20 年有多款新游戏值得期待，如腾讯独家代理+“大 IP 背景”的《龙之谷 2》、《庆余年》、《代号：远征》和《传奇天下》等，有望为 20 年贡献业绩增量。此外，盛趣在二次元等其他细分方向也有新品布局，游戏种类愈发丰富。
- 点点互动：SLG 出海龙头，加大研发投入开启跨品类扩张。1) 2019 年中国出海游戏收入约 116 亿美元，中期来看，仍有 80% 增长空间；2) 点点主要代理 FunPlus 研发的游戏，2018 和 2019 年，FunPlus 在国内游戏出海厂商中收入排名第一；2020 年 1-4 月，FunPlus 出海收入排行稳居前三；3) 点点代理的三款 SLG 游戏，《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》和《State of Survival》在 2020 年 4 月出海手游收入排行榜中均位列前 15，在 SLG 类游戏竞争激烈的背景下，充分证明公司在 SLG 领域的领先地位。4) 19 年扩张研发团队，导致利润有所下滑，20 年计划上线 4-5 款自研游戏，研发投入带来的业绩增量有望兑现。
- 投资建议：新增 2021-2022 年盈利预测，维持“增持”评级。原预测世纪华通 20 年营收和归母净利润分别为 124.7/17.5 亿元（2018 年预测）。随着盛趣完全并表，公司结构趋于稳定；20 年预计上线多款精品游戏，有望贡献业绩增量；IP 储备丰富，“端改手”能力验证后，IP 价值有望得到进一步挖掘；携手腾讯，增强渠道能力。我们上调世纪华通 20 年营收预测 36.2% 至 169.8 亿元，并预测 21-22 年营收分别为 186.3/194.6 亿元，预计 20-22 年增速分别为 16%/10%/4%；上调 20 年归母净利润预测 114.3% 至 37.5 亿元，并预测 21-22 年归母净利润分别为 45.7/49.3 亿元，同一可比口径下 20-22 年增速预计分别为 39%/22%/8%。目标市值 938 亿元，维持“增持”评级。
- 风险提示：商誉减值风险，股权质押风险，游戏项目延期/游戏新品表现不及预期风险，行业监管政策边际趋严风险。

财务数据及盈利预测

	2019E	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	14,690	3,804	16,976	18,633	19,458
同比增长率 (%)	17.3	11.0	15.6	9.8	4.4
归母净利润 (百万元)	2,278	804	3,752	4,572	4,927
同比增长率 (%)	69.3	257.6	64.7	21.9	7.8
每股收益 (元/股)	0.37	0.13	0.60	0.73	0.79
毛利率 (%)	51.3	55.3	53.1	54.3	55.0
ROE (%)	9.3	2.8	12.0	12.7	12.0
市盈率	35		22	18	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；2019 年报尚未披露，19 年数据为预测数据；

投资案件

投资评级与估值

预计世纪华通 20-22 年营收分别为 169.8/186.3/194.6 亿元，对应增速分别为 16%/10%/4%；预计 20-22 年归母净利润分别为 37.5/45.7/49.3 亿元，同一可比口径下对应增速分别为 39%/22%/8%。目标市值 938 亿元，维持“增持”评级。

关键假设点

1) 盛趣游戏：20 年预计上线多款重磅手游以及端游贡献稳定流水，预计盛趣 20-22 年的营收分别为 69.6/83.7/88.6 亿元，同比增速分别为 17%，20%，6%；

2) 点点互动：三款 SLG 游戏流水贡献稳定，20 年下半年自研休闲类游戏上线。预计点点 20-22 年营收分别为 70.6/74.4/78 亿元，同比增速分别为 27%/5%/5%；

3) 随着盛趣完全并表，预计公司主要费用率水平保持稳定。预计公司 20-22 年的销售费用率分别为 13.5%/13%/13%；管理费用率分别为 5%/5%/5%；研发费用率分别为 9%/9%/9%。

4) 预计世纪华通 20-22 年归母净利润分别为 37.5/45.7/49.3 亿元，同一可比口径下对应增速分别为 39%/22%/8%。

有别于大众的认识

市场认为公司错过手游红利期，我们认为公司通过传奇+龙之谷两大产品线证明公司“端改手”能力，后续携手腾讯，丰富的 IP 储备有望得到进一步发掘。

市场认为传奇类游戏市场竞争激烈，公司前景难以判断。我们认为随着 1) 公司加大“传奇”和“传奇世界”IP 的游戏开发和运营，2) “传奇”IP 大陆独占性确定，传奇类 IP 授权给其他游戏公司发行获取授权金，公司在传奇类游戏市场份额有望得到提升。

市场认为点点代理的《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》的成功不一定具有复制性，我们认为，在 SLG 出海竞争愈发激烈背景下，《State of Survival》19 年底上线后排名一路上行，流水表现出色，足以证明公司 SLG 出海领军地位。

股价表现的催化剂

游戏流水表现超预期；竞争格局改善；云游戏进展。

核心假设风险

游戏子公司表现低于预期带来商誉减值；主要股东股权质押比例较高；游戏项目延期；游戏新品表现不及预期风险；行业监管政策边际趋严风险。

目录

1. 并购成就 A 股利润规模最大的游戏公司	6
1.1 资本赋能，完善游戏布局	6
1.2 公司治理：管理层多有游戏一线从业经验	9
2. 盛趣游戏：在手 IP 丰富，20 年新品值得期待	10
2.1 游戏行业：正迎来第三轮景气上行	10
2.2 回归 A 股，再续传奇	12
2.3 三大优势构建盛趣核心壁垒	12
2.4 后续产品储备丰厚，借力腾讯渠道优势，打造精品手游	18
3. 点点互动：SLG 出海龙头，加大研发投入开启跨品类扩张	20
3.1 出海市场增长空间大，游戏品类以 SLG 为主	20
3.2 SLG 出海龙头，三款拳头产品排行靠前。	21
3.3 重视研发，打造研发+发行精品团队	21
3.4 增长驱动分析：SLG 产品表现稳定，跨品类扩张开启	22
4. 盈利预测及估值分析	23
4.1 业务分拆	23
4.2 估值分析与投资建议	25
4.3 风险提示	25

图表目录

图 1 : 世纪华通大事记	6
图 2 : 2019H1 公司营收结构 (%)	7
图 3 : 2019H1 公司毛利结构 (%)	7
图 4 : 2019H1 国内上市公司游戏收入排名 (亿元)	7
图 5 : A 股主要游戏公司 2019 年利润情况 (亿元)	7
图 6 : 2014~1Q20 商誉及占总资产比重情况 (亿元)	8
图 7 : 世纪华通商誉构成.....	8
图 8 : 股权结构.....	9
图 9 : 中国游戏市场实际销售收入	10
图 10 : 2011-2019 手游行业规模及增速变化.....	10
图 11 : 2016-2020Q1 手游市场季度规模及增速	11
图 12 : 手游在移动互联网整体时长占比 (%)	11
图 13 : 盛趣游戏 2007-2018 经营情况 (百万元 , %)	12
图 14 : 盛趣游戏 2016-2018 游戏收入结构.....	12
图 15 : 盛趣游戏研发支出及占收入比例 (百万元 , %)	13
图 16 : 盛趣游戏研发人员数量.....	13
图 17 : 《热血传奇》端游游戏流水和 ARPPU	16
图 18 : 《热血传奇手游》游戏流水和 ARPPU	16
图 19 : 《龙之谷》(国内) 端游游戏流水和 ARPPU	17
图 20 : 《龙之谷手游》游戏流水和 ARPPU.....	17
图 21 : 中国出海游戏收入及其增速 (亿美元)	20
图 22 : 出海游戏收入占整体游戏比例 (%)	20
图 23 : 1H19 各海外市场 Top250 游戏类别的收入分布 (按用户支出排名) ...	20
图 24 : 2020 年 4 月中国厂商出海收入排行.....	21
图 25 : 2020 年 4 月出海中国手游 TOP30	21
图 26 : 点点互动 2013-2019H1 合并口径收入及其同比 (百万元 , %)	22
图 27 : 点点互动 2013-2019H1 合并口径净利润及其同比 (百万元 , %)	22
图 28 : 《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》美区 iOS 畅销榜排名.....	22
图 29 : 《State of Survival》美区 iOS 畅销榜排名	22

表 1：主要游戏子公司并购情况	6
表 2：世纪华通主要游戏子公司业绩承诺及完成情况(亿元)	8
表 3：世纪华通主要高管	9
表 4：游戏监管政策变迁	10
表 5：盛趣游戏股权激励情况	13
表 6：国内主要游戏公司研发费用占收入比例	13
表 7：盛趣游戏核心工作室	14
表 8：盛趣主要自主运营端游 2016-2018 收入（百万）	14
表 9：盛趣游戏主要 IP 储备	15
表 10：盛趣旗下的主要传奇游戏收入情况（百万元）	15
表 11：“传奇” IP 系列产品 2016-2018 年经营情况（百万元）	16
表 12：授权腾讯代理主要游戏	17
表 13：授权腾讯运营模式游戏情况与分成比例	18
表 14：腾讯代理游戏计划	18
表 15：盛趣游戏未来产品线	19
表 16：趣加旗下游戏研发团队	21
表 17：盛趣游戏营收拆分	23
表 18：点点互动盈利预测	24
表 19：世纪华通盈利预测	24
表 20：国内主要游戏上市公司的估值情况	25

1. 并购成就 A 股利润规模最大的游戏公司

1.1 资本赋能，完善游戏布局

资本赋能，游戏板块动作不断。世纪华通成立于 2005 年，主营业务为汽车零部件的研制销售，2011 年在深交所上市。2014 年，公司收购了七酷、天游，进军游戏行业。2018 年完成对点点互动的收购，布局海外游戏市场，2019 年收购盛趣游戏，完成游戏产业从开发到运营发行的全产业链布局。

图 1：世纪华通大事记



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司游戏业务可分为以“盛趣游戏、点点互动”为核心的四大部分。公司游戏业务主要由天游、七酷、点点互动、盛趣游戏等几家子公司开展。公司 2020 年 4 月 13 日公告完成现金募资 31 亿元，主要用于补充现金流（公司已使用自有资金先行支付并购盛跃网络的现金对价及中介机构费用）。

表 1：主要游戏子公司并购情况

标的公司	首次披露日	完成时间	交易价格/亿元	发行股票对价/亿元	现金对价/亿元	标的公司主营业务
盛跃网络	2018/9/12	2019/6/30	298	268.7	29.3	盛跃网络是全球领先的网络游戏开发商、运营商和发行商，拥有雄厚的顶级 IP 资源，如传奇和龙之谷等。深耕端游领域多年，并已完成移动网络游戏业务布局，目前有多款端游和移动网络游戏正在运营。
点点互动	2015/12/1	2018/2/1	69.4	41.6	27.8	点点互动是最早一批面向海外市场的集研发、发行及运营为一体的游戏公司，在 SLG 游戏

的研发制作方面处于全球领先地位,业务布局海外,覆盖国家和地区超过 200 个。代表游戏为《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》。根据 App Annie 数据,自 2018 年以来《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》一直稳居手游出海收入榜前十。

天游主要从事运动休闲竞技类客户端平台运营,主要游戏产品有《街头篮球》、《攻沙》、《范伟打天下》、《天书世界》和《九阴绝学》。

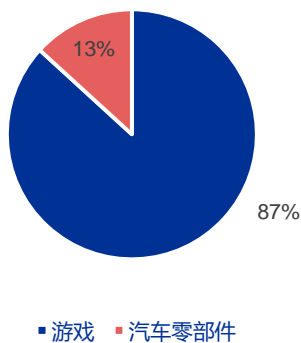
公司从事网游研发运营业务,总部研发公司员工约 660 人,属省“双软”企业,以移动网游与无端网游并存为发展方向。主要游戏产品有手游《屠龙决战沙城》、《择天记手游》以及《魔力宝贝手机版》等。

天游			9.5		
	2014/1/22	2014/9/3		14.1	3.9
七酷			8.5		

资料来源:wind,申万宏源研究

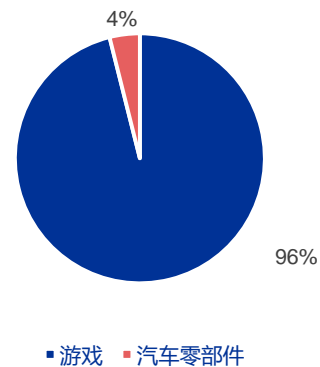
游戏业务贡献主要利润,并表盛趣后成为国内利润体量第三大的游戏公司。2019 年盛跃网络完成并表后,根据 2019 年中报数据,游戏业务收入占比 87%,毛利占比 96%,是公司利润的主要来源。根据公司 2019 年经营业绩公告,公司营业收入 146.9 亿元,归母净利润为 22.8 亿元,若剔除掉盛趣并表时同一控制下少数股东利润调整影响,公司 2019 年归母净利润为 27 亿元,在 A 股上市游戏公司中利润规模排名第一。根据 20 年一季报公告,公司 1Q20 年实现营业收入 38.04 亿元,同比增长 11.03%;实现归母净利润 8.04 亿元,同比增长 257.57%,业绩增长主要来自于游戏业务。

图 2: 2019H1 公司营收结构 (%)



资料来源:wind,申万宏源研究

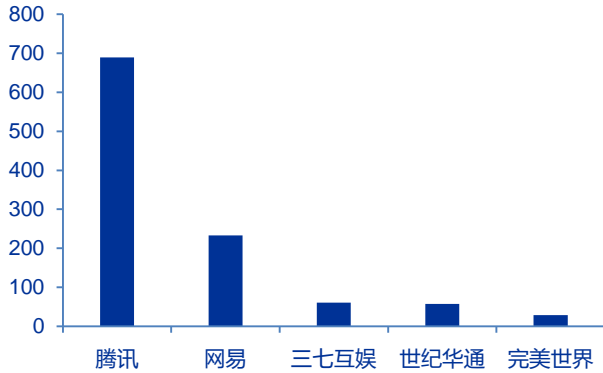
图 3: 2019H1 公司毛利结构 (%)



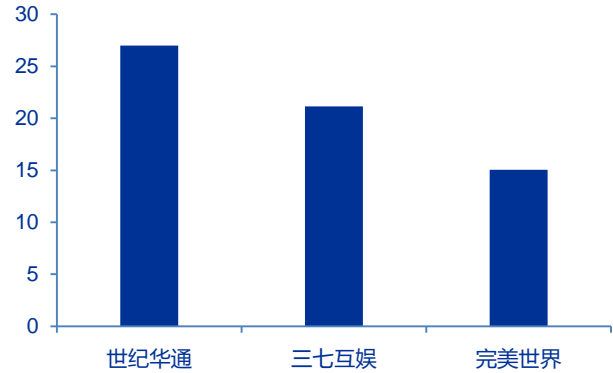
资料来源:wind,申万宏源研究

图 4: 2019H1 国内上市公司游戏收入排名 (亿元)

图 5: A 股主要游戏公司 2019 年利润情况 (亿元)



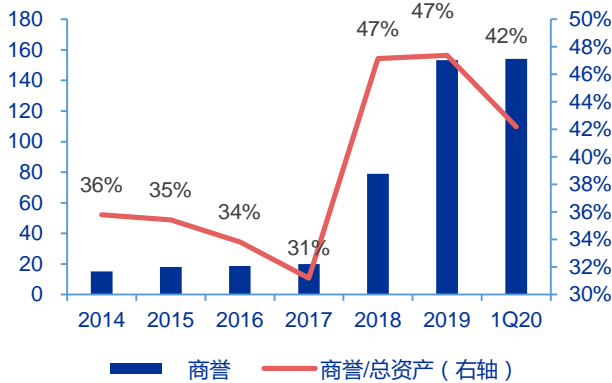
资料来源：wind，Gamewower，申万宏源研究



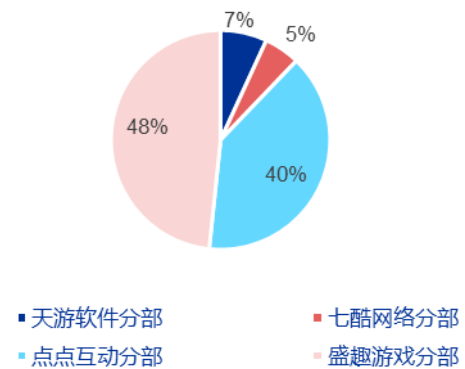
资料来源：wind，申万宏源研究

注：盛趣并表时未考虑同一控制下少数股东利润调整影响

商誉主要来自盛趣网络和点点互动。商誉方面，根据公司 2019 年中报披露，世纪华通合计商誉 153 亿元，占总资产的 49%。从商誉构成来看，盛趣游戏分部占比最大达到 48%，此后是点点互动分部占比达到 40%。从游戏子公司业绩对赌完成情况来看，七酷、天游和点点均已完成业绩承诺，盛趣游戏处于 2018-2020 的业绩承诺期中，2020 年业绩承诺为扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 29.68 亿元。

图 6: 2014~1Q20 商誉及占总资产比重情况(亿元)


资料来源：wind，申万宏源研究

图 7: 世纪华通商誉构成


资料来源：wind，申万宏源研究

注：数据取自 19 年中报，盛趣游戏分部包含 Actoz 商誉。

表 2: 世纪华通主要游戏子公司业绩承诺及完成情况(扣非归母净利润/亿元)

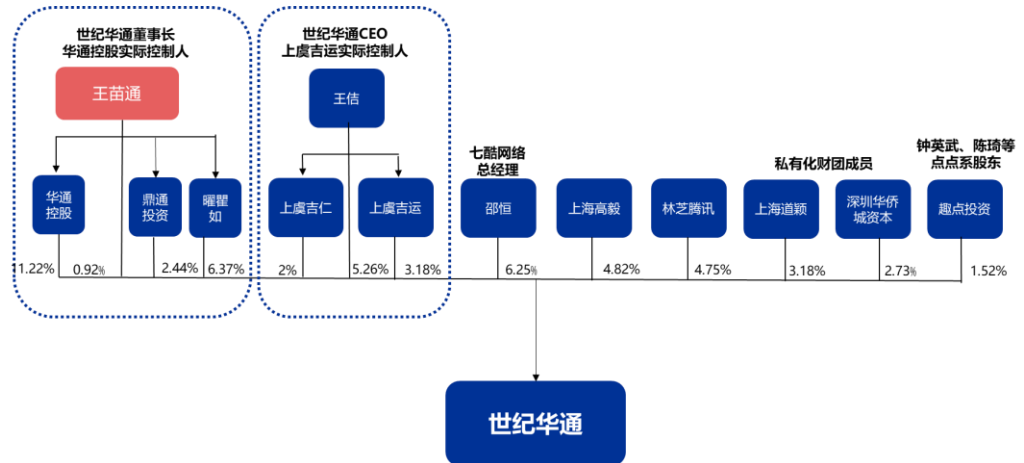
子公司名称	持股比例		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
天游软件	100%	承诺	0.90	1.10	1.40				
		实际	0.94	1.77	1.81				
七酷网络	100%	承诺	0.90	1.24	1.64				
		实际	0.95	1.30	1.76				
点点互动	100%	承诺			5.18	7.03	8.31		
		实际			5.26	7.12	8.57		
盛趣游戏	100%	承诺					21.36	24.94	29.68
		实际					21.40		

资料来源：wind,申万宏源研究

1.2 公司治理：管理层多有游戏一线从业经验

公司目前股权较为分散，经过多次重大资产重组，世纪华通创始人王苗通仍为公司的实际控制人，合计持有公司约 21% 的股权。公司 CEO 王佶和七酷创始人邵恒分别持有公司 10.44%/6.25% 的股权，点点系股东持有公司 1.52% 的股权。此外，高毅资产为代表的机构投资者、腾讯旗下的林芝腾讯和国资委控股的深圳华侨城，也是公司的主要股东。

图 8：股权结构



资料来源：wind，申万宏源研究

注：数据取自 2020 年 4 月 14 日公告

新进公司管理层大多有较强的游戏产业背景。公司 CEO 王佶为天游软件创始人，现兼任盛趣游戏董事长；副总裁邵恒、陈琦分别来自七酷和点点互动；原盛大游戏首席制作人张向东任公司 COO。

表 3：世纪华通主要高管

姓名	职务	履历
王苗通	董事长	1957 年出生，EMBA，2008 年至今任公司董事长。
王一锋	副董事长、总裁	1984 年出生，大学学历；2007 年 1 月进入世纪华通车业，任总经理；2008 年至今任世纪华通车业董事、总裁。
王佶	董事、CEO	1971 年出生，本科学历；天游软件创始人；2015 年起任公司 CEO。
邵恒	董事、副总裁	1985 年出生，高中学历；七酷网络创始人；2018 年起任公司副总裁。
陈琦	副总裁	1978 年出生，本科学历；2012 年加入点点互动，现任点点 CEO；2018 年起任公司副总裁。
张向东	COO	1975 年出生，EMBA；历任盛大游戏首席制作人、高级副总裁、CEO；2017 年起任公司 COO。
赏国良	财务总监	1969 年出生，本科学历，CPA，CTA；2008 年进入世纪华通车业，任财务总监
郅冰洁	董事会秘书	1994 年出生，本科学历；2020 年 1 月起任公司董秘。

资料来源：wind，申万宏源研究

2. 盛趣游戏：在手 IP 丰富，20 年新品值得期待

2.1 游戏行业：正迎来第三轮景气上行

手游行业已经历两轮成长周期，正处于第三轮景气上行。

- 1) 2011-2014：受益于 3G 用户红利。行业蓝海，竞争分散，游戏公司普遍受益；
- 2) 2015-2017：受益于 4G 重度化红利。行业竞争激烈，腾网两强格局初步形成，大量端游/页游基因的公司+弯道超车出海的创业公司涌现，但行业没有明显的第三极。
- 3) 18 年版号审批暂停，游戏行业增速触底，行业中小厂商加速出清。
- 4) 2019-：随着版号恢复，产能释放，行业逐步迎来复苏。而在行业低谷期加大产品储备的公司率先复苏。5G 商用后，未来有望迎来新一轮的应用创新。

图 9：中国游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC&IDC，申万宏源研究

图 10：2011-2019 手游行业规模及增速变化



资料来源：GPC&IDC，申万宏源研究

游戏行业监管走出至暗时刻，2019 年以来积极的政策环境逐步形成。过去 20 年来网游行业的监管划分与松紧程度处于变化之中，2018 年由于版号审核暂停，游戏行业迎来至暗时刻。2019 年版号重启以来，上海/海南/广州等地相继提出电竞产业规划；北京提出游戏产业 1500 亿产值目标；中宣部领导对游戏行业发展做出肯定。多种信号表明游戏行业环境转好。

表 4：游戏监管政策变迁

时间	事件	内容	影响
1998 年	《电子出版物管理办法》	对电子出版物进行了定义，电子游戏包含在其中；	游戏审核仅靠出版社自审的时期结束
2000 年	《软件产品管理办法》	定义软件产品是包括图书、音像和游戏相关的软件。	加强对软件产品和市场的规范管理
2000 年	《关于开展电子经营场所转向治理意见的通知》	明文禁止电子游戏设备的生产和销售。	主机游戏无法在国内发展
2002 年	《互联网出版管理暂行规定》	网络游戏上网出版前，必须向所在地省级出版行政单位主管部门提出申请，经审核同意后报国家新闻出版广电总局审批。	互联网出版的监督与管理职责明确

时间	事件	内容	影响
2016 年	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营。	对手游的审批做出详细的规定，但手游版号审核宽松
2018 年 3 月	《深化党和国家机构改革方案》	国家新闻出版署与国家电影局归属中宣部管理。	机构改革调整期间，游戏版号的发放暂时中止
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控。	对网络游戏数量和未成年人使用时长进行调控
2018 年 12 月	2018 中国游戏产业年会	中宣部出版局领导对游戏版号情况做出说明。	版号发放重启
2019 年 6 月	上海出台促进电子竞技产业健康发展 20 条意见	力争 3—5 年内，上海全面建成“全球电竞之都”。	上海开启电竞政策
2019 年 6 月	海南推出电竞发展“海六条”	在资金、人才、税收、出入境、赛事审批和传播等六个方面推动制定相应政策，以支持海南电竞产业发展。	海南开启电竞政策
2019 年 9 月	《广州市促进电竞产业发展三年行动方案（2019—2021 年）》	力争到 2021 年基本广州建成“全国电竞产业中心”。	广州开启电竞政策
2019 年 12 月	《关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见》	提出 2025 年北京市游戏产业年产值力争达到 1500 亿元。	北京提出产值目标，相比当前有 2 倍以上空间
2019 年 12 月	2019 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局领导指出让游戏成为创造美好生活的文化力量。	肯定游戏取得的成果

资料来源：新华网，中国政府网，申万宏源研究

2020 年景气度上行趋势已经确立，复工后手游仍保持稳健增长。随着版号恢复，18 年底以来手游行业迎来复苏，季度增速明显回暖。根据 GPC 的数据，1Q20 我国手游收入规模达到 554 亿元，同比增速为 46%。我们判断 2020 年版号恢复后的产能释放逻辑仍将延续，叠加春节线上流量红利，2020 全年手游增速有望达到 20% 以上。手游在移动互联网中的时长占比 2018 年底至今处于回暖趋势，2020 春节手游时长占比 12.2%，与去年一致；日人均使用时长 159 分钟，同比 19 年春节增长 41%。游戏工委、伽马数据显示：2020 年 4 月，移动游戏市场实际销售收入接近 160 亿元，同比增长 24.4%（伽马口径：20Q1 手游同比增长 49%），4 月手游增速打消市场对复工复产复学后大幅下滑的担忧。2020 年二三季度迎来新品周期。2020 年是游戏版号审批恢复后的游戏项目大年：腾讯的 DNF，网易的《暗黑破坏神》和《哈利波特》，三七跨品类扩张 SLG 游戏，完美《梦幻新诛仙》，吉比特 M68（时间未定），世纪华通《龙之谷 2》，掌趣科技《街霸》和《奇迹 3》等。

图 11：2016-2020Q1 手游市场季度规模及增速

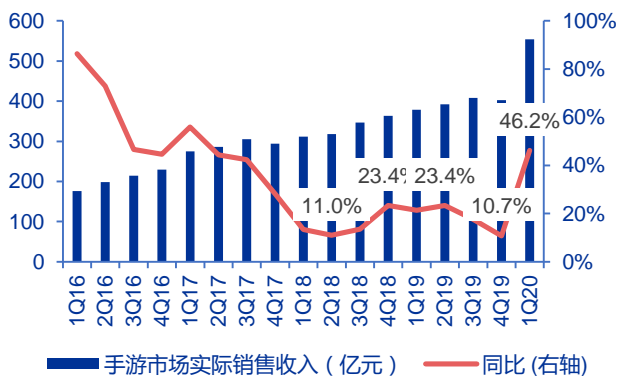
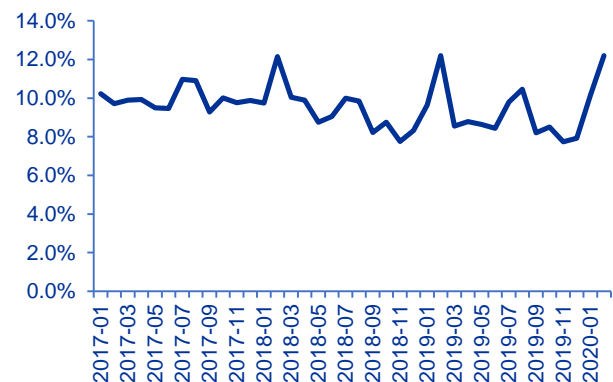


图 12：手游在移动互联网整体时长占比 (%)



资料来源：GPC&IDC，申万宏源研究

资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

2.2 回归 A 股，再续传奇

复盘盛趣游戏发展历程，可总结为以下四个阶段：

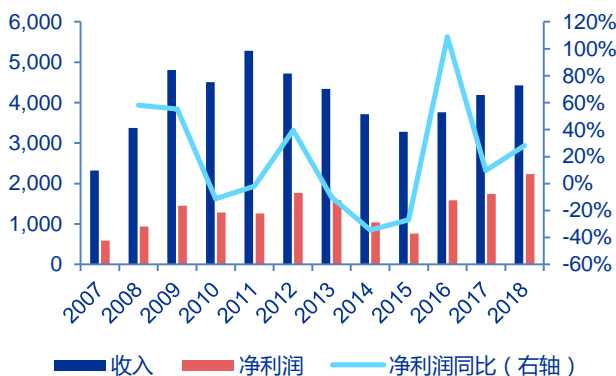
1) 1999-2009：“传奇”出击，引领网游时代。2001年，盛大游戏（盛趣游戏原为盛大游戏）从韩国游戏厂商亚拓士和娱美德处获得了《热血传奇》的代理权，2003年自主研发《传奇世界》，打造“传世”IP。2004年收购获得 Actoz 公司控股权，进一步绑定“传奇”IP。2005年采用“游戏免费，增值服务收费”模式，开创了网游 CSP 行业模式变革。除了传奇类游戏，公司还代理了《彩虹岛》与《永恒之塔》等游戏。在此期间，公司业绩实现飞速增长，2009年营业收入达到 48.1 亿元，归母净利润 14.5 亿元，盛大游戏在纳斯达克分拆上市。

2) 2010-2012：腾讯与网易崛起，公司发展进入瓶颈期。2010年进入后端游时代，盛大代理了《龙之谷》等优秀产品，但由于错失了《魔兽世界》（网易代理）与《穿越火线》（腾讯代理）等优质游戏的代理权，公司业绩增速趋缓。

3) 2013-2015：转型阶段，“端转手”尝试，私有化退市。2013年后，盛大在手游领域开始尝试，2013Q1 手游营收过亿元，2015年推出的《热血传奇手游》曾在 iOS 免费榜、畅销榜双榜登顶。2015年伴随着海外游戏公司私有化退市浪潮，盛趣游戏顺势完成私有化，为回归 A 股做准备。

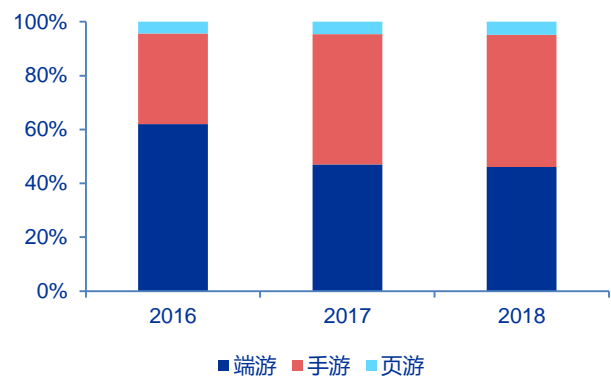
4) 2016 至今：大力发展手游，成功回归 A 股。从盛趣收入构成来看，手游收入占比从 2016 年的 34% 提升到 2018 年的 49%。期间，公司推出了《传奇世界手游》、《龙之谷手游》等改编于大型 IP 的手游产品。2019 年 6 月，证监会核准世纪华通收购盛跃网络 100% 的股权，盛趣游戏成功回归 A 股。

图 13 盛趣游戏 2007-2018 经营情况 (百万元, %)



资料来源：Bloomberg，wind，申万宏源研究

图 14：盛趣游戏 2016-2018 游戏收入结构



资料来源：wind，申万宏源研究

2.3 三大优势构建盛趣核心壁垒

优势一：股权激励绑定核心团队，经典端游贡献长生命周期价值。

核心团队股权激励充分，彰显公司长期发展决心。盛趣游戏核心管理层及部分业务骨干通过员工持股平台“上虞熠诚”间接持有世纪华通约 1.25 亿股。此外，王佶通过执行董事持股平台“上虞吉仁”持有世纪华通 1.25 亿股股份。上虞熠诚和上虞吉仁是盛趣游戏 2018-2020 业绩承诺补偿方，公司通过股权激励，绑定核心员工利益，有益于公司的长期发展。

表 5：盛趣游戏股权激励情况

批次	计划名称	授予日期	授予对象	费用计入期间
1	2016 员工计划	2016.12	16 名核心员工	11.66 亿元一次性计入 2016 年度
2	2017 员工计划	2017.12	4 名核心员工	0.86 亿元一次性计入 2016 年度
3	2017 执行董事计划	2017.12	王佶	11.35 亿元一次性计入 2016 年度

资料来源：wind，申万宏源研究

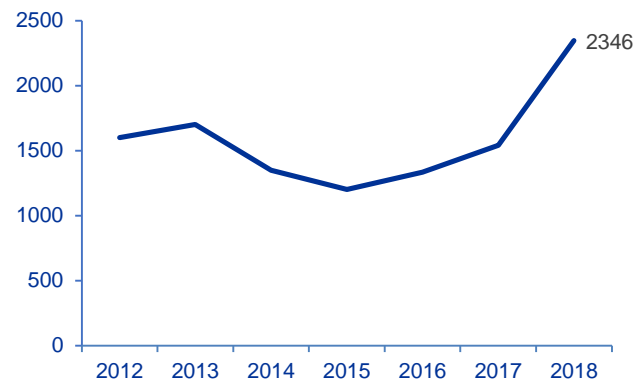
盛趣游戏注重技术研发，研发费用率位于 A 股游戏公司头部水平。盛趣 2015 年完成私有化退市后重新加大研发人员的布局，2018 年，研发费用率达到 18%，远高于 A 股同类公司 12% 的平均水平，研发人员数为 2346 人，两项指标均为 A 股游戏公司前三。

图 15：盛趣游戏研发支出及占收入比例(百万元，%)



资料来源：Bloomberg，wind，申万宏源研究

图 16：盛趣游戏研发人员数量



资料来源：Bloomberg，wind，申万宏源研究

表 6：国内主要游戏公司研发费用占收入比例

公司	2016	2017	2018	2019H1
巨人网络	21.50%	21.63%	20.85%	30%
完美世界	21.94%	16.54%	17.59%	19%
三七互娱	5.92%	6.97%	7.04%	5%
昆仑万维	4.16%	8.23%	10.86%	8%
金科文化	4.63%	5.49%	6.34%	5%
游族网络	5.59%	9.16%	10.32%	9%
天舟文化	7.54%	12.51%	12.45%	15%
平均值	10.18%	11.50%	12.21%	13.08%
盛趣游戏	21.49%	14.86%	18%	

资料来源：wind，申万宏源研究

公司六大工作室全面开花，团队负责人均在股权激励范围内。目前盛大游戏按照 IP 归属和游戏题材划分，旗下共有六个工作室，分别负责不同的游戏产品的开发、上线后版本更新、发行运营等工作。公司以热血、传奇、传世三大工作室为核心，主要负责传奇类游戏的研发运营工作。DNA 工作室研发实力强，代表作为《龙之谷》；萌芽工作室负责的游戏种类则相对多元，主要面向青少年及女性用户；北斗工作室则专注于 MMO、RPG 类端游和手游的研发。

表 7：盛趣游戏核心工作室

工作室名	团队负责人	入职盛趣时间	主要产品	业务方向	负责人是否在员工持股平台范畴
DNA 工作室	陈光	2009	《龙之谷》、《辐射避难所 online》	PPG、ARPG 类游戏的研发及引进	是
传奇工作室	沈杰	2001	《热血传奇》、《最终幻想》等	传奇 IP 端游、手游和 H5; 重度海外产品引入	是
北斗工作室	叶坚	2017	《传奇永恒》、《沙巴克传奇》、《新英雄年代》	MMO、RPG 游戏研发	是
传世工作室	任霆	2002	《传奇世界》、《星辰变》等端游，《神无月》等手游	MMO 类游戏研运一体化	是
萌芽工作室	胡婵君	2001	《泡泡堂》、《永恒之塔》、《冒险岛》、《彩虹岛 online》	多品类创意网游、韩系休闲游戏引进和研发	是
热血工作室	张在伟	2006	《热血传奇手游》	在研“传奇”IP，大型 MMO 手游开发	是

资料来源：公司官网，申万宏源研究

盛趣以端游起家，其生命周期长，收入贡献稳定。盛趣自 2001 年以来先后推出和运营了《热血传奇》、《传奇世界》、《泡泡堂》、《龙之谷》、《最终幻想 14》等经典游戏。其中，2010 年以前上线的多款端游在 2016-2018 年期间仍能贡献 15 亿以上的收入，且同比下滑幅度较小，经典端游的长生命周期价值验证了盛趣在游戏研发运营领域深厚的积累。

表 8：盛趣主要自主运营端游 2016-2018 收入（百万）

游戏产品	上线时间	2016	2017	2018
《热血传奇》	2001.11	581.33	499.73	527.48
《传奇世界》	2003.4	176.25	205.79	174.56
《龙之谷》	2010.7	270.43	250.32	186.44
其 1：《龙之谷》（国内）	2010.7	234.42	219.48	171.14
其 2：《龙之谷》（海外）	2016.9	36.01	30.84	15.30
《冒险岛》	2004.8	177.25	199.70	190.90
《永恒之塔》	2009.4	158.93	139.08	110.40
《最终幻想 14》（中国）	2014.8	51.26	91.67	182.49
《传奇 3》	2011.1	95.96	90.90	44.42
《传奇永恒》	2016.2	240.19	68.66	54.27
《最终幻想 14》（海外）	2015.9	47.57	65.87	54.72
《风云》	2007.7	45.91	47.97	47.49
合计		1845.09	1659.68	1573.19
YOY			-10%	-5%

游戏产品	上线时间	2016	2017	2018
2010年前上线端游合计		1139.68	1092.27	1050.84
YOY			-4%	-4%

资料来源：世纪华通重组报告书，申万宏源研究

优势二：IP 储备丰富，传奇+龙之谷两大产品线证明改编能力。

公司 IP 储备丰富，IP 自研及改编手游能力强。公司游戏 IP 自研水平高，产品生命周期长，拥有《传奇世界》、《龙之谷》、《光明勇士》、《神无月》等多个爆款游戏，公司《热血传奇》自 2001 年上线后仍保持较高热度，游戏内流水稳定。在游戏自研运营的基础上，盛趣游戏还积极向文学、影视类 IP 手游开发及运营拓展，持有 IP 类型愈发多元化，手游改编能力进一步增强，目前公司已接手《星辰变》、《庆余年》等作品的 IP 手游研发工作。

表 9：盛趣游戏主要 IP 储备

IP 名称	IP 出处	IP 类型
传奇	游戏	玄幻 MMO
传奇世界	游戏	武侠 MMO
龙之谷	游戏	动作 RPG
千年	游戏	玄幻 MMO
魔界	游戏	玄幻 MMO
光明勇士	游戏	魔幻 MMO
神无月	游戏	卡牌
彩虹岛	游戏	动作
疯狂赛车	游戏	休闲竞速
星辰变	小说	玄幻
鬼吹灯	小说	盗墓
盘龙	小说	玄幻
庆余年	小说	武侠

资料来源：wind，申万宏源研究

(1) 传奇类：

传奇类游戏主要包括“传奇”IP 和“传奇世界”IP，2016-2018 年期间，传奇类主要游戏收入占盛趣整体营收比例分别为 54%、43%、42%，若叠加给其他公司的传奇类 IP 授权收入，传奇类游戏产品收入贡献占比将更为突出。

表 10：盛趣旗下的主要传奇游戏收入情况（百万元）

传奇类游戏产品	上线时间	运营模式	2016	2017	2018
PC 端					
《热血传奇》	2001	自营	581.33	499.73	527.48
《传奇世界》	2003	自营	176.25	205.79	174.56
《传奇 3》	2011	自营	95.96	90.90	44.42
《传奇永恒》	2016.2	自营	240.19	68.66	54.27
主要 PC 端传奇游戏收入			1093.73	865.08	800.73
移动端					
《热血传奇手游》	2015	腾讯独代	897.15	488.65	342.07

传奇类游戏产品	上线时间	运营模式	2016	2017	2018
《传奇世界手游》	2017.3	腾讯独代		435.88	217.22
《屠龙世界手游》	2018.5	广州思璞独代			393.52
《传奇世界 3D》	2018.5	腾讯独代			72.04
主要移动传奇游戏收入			897.15	924.53	1024.85
传奇类主要游戏收入			1990.88	1789.61	1825.58
传奇类主要游戏收入占整体营收比例			54%	43%	42%

资料来源：wind，申万宏源研究

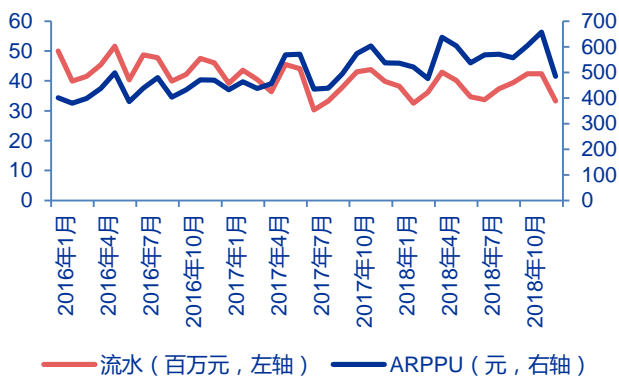
“传奇” IP “端改手” 已有成功案例。以“传奇” IP 为例，主要系列产品为《热血传奇》、《传奇 3》、《传奇永恒》等自主运营端游及《热血传奇手游》等手游产品。改编于“传奇” IP 的《热血传奇手游》2015 上线后好评不断，2016-2018 年游戏流水分别为 28 亿，14 亿，10 亿元，为公司贡献收入分别为 9 亿，4.9 亿，3.4 亿元。

表 11：“传奇” IP 系列产品 2016-2018 年经营情况（百万元）

	2016	2017	2018
“传奇” IP 营收合计	1842.61	1186.23	956.57
“传奇” IP 毛利合计	1544.08	991.808	782.397
“传奇” IP 毛利率	84%	84%	82%
“传奇” IP 营收占比	48.99%	28.28%	21.59%
“传奇” IP 毛利占比	50.45%	31.92%	22.26%

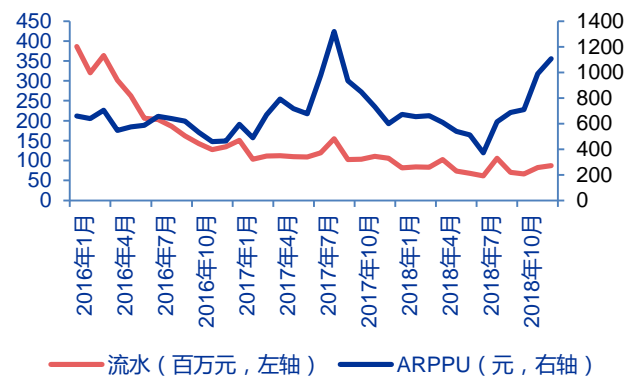
资料来源：wind，申万宏源研究

图 17：《热血传奇》端游游戏流水和 ARPPU



资料来源：wind，申万宏源研究

图 18：《热血传奇手游》游戏流水和 ARPPU



资料来源：wind，申万宏源研究

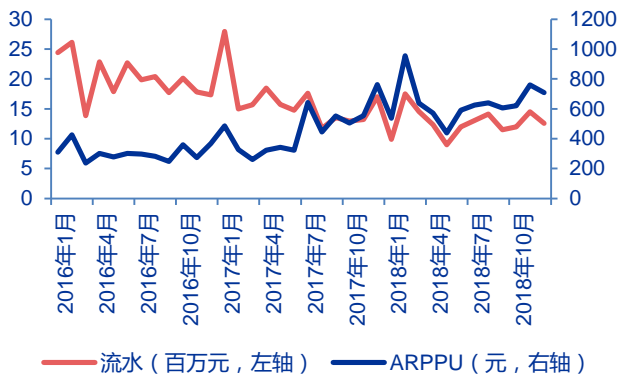
“传奇” IP 中国大陆版权归属明确，利好公司授权业务。公司于 2011 年从海外引入首款传奇产品《热血传奇》，之后相继自研和代理了《传奇 3》、《热血传奇手游》、《传奇世界》、《传世无双》、《传世群英传》、《夺宝传世》等多款以传奇 IP 为故事背景的游戏。2019 年 10 月，韩国法院判决盛趣游戏及关联公司拥有“传奇”游戏在中国大陆的独家版权，盛趣可通过传奇 IP 系列作品正当获利。公司目前已将“传奇”和“传奇世界” IP 授权给三七互娱、恺英网络、中手游等公司，其相关产品 2019 年总流水规模预计

约 40 亿,按照行业 8-12%的授权返点,预计传奇类 IP 授权业务 19 年为公司贡献业绩约 4 亿元。

(2) 龙之谷 :

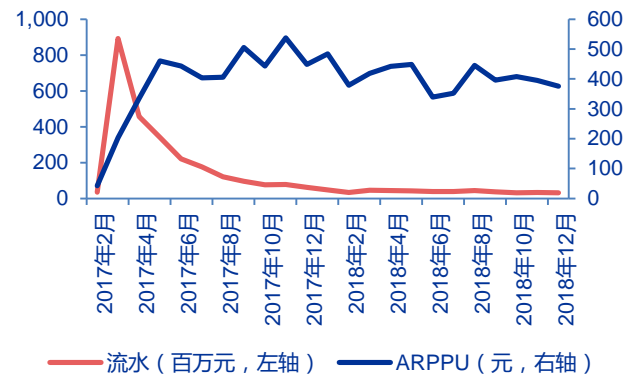
龙之谷端改手表现优秀,期待《龙之谷 2》手游上线。盛趣在 2010 年以 9500 万美元全资收购 Eyedentity Games,将《龙之谷》引入国内。《龙之谷》国内上线后吸引了大量年轻游戏玩家,随着时长积累,这批玩家逐步成为对“龙之谷”IP 有感情以及有消费能力的群体。根据玩家留存信息统计,2016-2018 年《龙之谷》端游游戏玩家中年龄达到 26 岁的占比超过 70%。在端游积累大量忠实用户的基础上,2017 年上线的《龙之谷手游》获得巨大成功,2017 全年流水达到 25.5 亿元,其中单月流水峰值接近 9 亿元。《龙之谷 2》手游预计在 20 年暑期档上线,腾讯独家代理,内部评级为 S 级,有望为公司业绩带来增量。

图 19 :《龙之谷》(国内)端游游戏流水和 ARPPU



资料来源:wind,申万宏源研究

图 20 :《龙之谷手游》游戏流水和 ARPPU



资料来源:wind,申万宏源研究

优势三:携手腾讯,强化渠道能力;联手中移动,共建云游戏。

2018 年 2 月腾讯以 29.85 亿元转让价格获得盛趣游戏 11.83% 的股份,成为盛跃网络第四大股东,双方达成战略合作。此后 2019 年 11 月盛趣游戏与腾讯在深圳签署《业务合作协议》,在数字化互动娱乐领域进行深入的业务合作,通过与腾讯深度的业务合作和紧密协同,盛趣游戏的品牌效应和市场反应能力得到进一步加强。

早在腾讯入股盛趣游戏之前,两家公司已在游戏代理及运营方面多次合作。2018 年 1-8 月,腾讯作为盛跃网络授权运营方,独家代理盛趣游戏 4 款著名移动端游戏,即《热血传奇手游》、《龙之谷手游》、《传奇世界手游》和《传奇世界 3D 手游》。2018 年 1-8 月,盛趣游戏从腾讯方获得游戏授权和渠道结算收入 5.64 亿元,占盛趣游戏当期授权运营模式收入的比例为 44.9%,占当期总营业收入比例为 20.7%。

表 12 :授权腾讯代理主要游戏

代理游戏	授权期限
《热血传奇》手游	至 2020 年 8 月 2 日
《传奇世界》手游	至 2020 年 1 月 17 日,在符合约定条件下可自动续约
《传奇世界 3D》手游	至 2022 年 12 月 31 日,在符合约定条件下可自动续约
《龙之谷》手游	至 2020 年 2 月 27 日,在符合约定条件下可自动续约

资料来源：wind，申万宏源研究

从业务模式来看，盛趣游戏与腾讯在移动端游戏的合作主要采用授权运营模式。盛趣负责游戏的研发和版本更新，从运营平台获得游戏分成款，根据具体承担职责不同，盛趣授权其他方运营的移动游戏中，盛趣取得的分成比例一般在 30%-50%之间。

表 13：授权腾讯运营模式游戏情况与分成比例

代理游戏	游戏来源	收入来源	盛趣游戏分成比例
《热血传奇》手游	自主研发	运营平台支付的游戏分成款	40%-50%
《传奇世界》手游	自主研发	运营平台支付的游戏分成款	35%-45%
《传奇世界 3D》手游	自主研发	运营平台支付的游戏分成款	35%-45%
《龙之谷》手游	自主研发	运营平台支付的游戏分成款	31.5%-45%

资料来源：wind，申万宏源研究

盛趣研发+腾讯代理，双方后续有望进一步加深合作。在“传奇”系列产品、《龙之谷》手游及其他多部作品取得成功，未来盛趣游戏和腾讯将合作推出更多游戏产品，2020 年计划推出《龙之谷 2》、《传奇天下》、《代号：远征》与《庆余年》等经典 IP 作品，有望为公司业绩带来增量。

表 14：腾讯代理游戏计划

代理游戏	类型	级别	上线时间	开发模式
龙之谷 2	手游 MMO	腾讯代理 S 级	2020Q2	自研
庆余年	手游 MMO	腾讯代理 A 级	2020Q3	IP 授权自研
代号：远征	手游 MMO	腾讯代理 S 级	2020Q4	IP 授权自研
传奇天下	手游 MMO	腾讯代理 S 级	2020Q3	自研
彩虹岛手游	手游 MMO	腾讯代理 A 级	2021 年	自研
AC 计划（暂定）	手游 ARPG	腾讯代理 A 级	2021 年	IP 授权自研

资料来源：wind，申万宏源研究

联手中国移动，共建云游戏。2020 年初，盛趣与中国移动旗下咪咕互娱合作成立原生云游戏工作室——擎云工作室。3 月，腾讯云、盛趣游戏、腾讯游戏三方宣布达成战略合作，共同推进云游戏落地，完成经典端游的云游化。4 月，盛趣游戏成为中国移动 5G 消息的首批合作伙伴，并与三大运营商共建 5G 消息小游戏中心。4 月 24 日，擎云工作室首个项目《热血传奇》原生云游戏版正式启动开发，成为业内首个试水原生云游戏的网游产品。4 月 28 日，《热血传奇怀旧版》开放测试，并同步在咪咕快游云游戏平台独家上架。盛趣与中移动的合作策略是：短期以现有存量游戏上云，中长期为原生云游戏的研发制作。

2.4 后续产品储备丰厚，借力腾讯渠道优势，打造精品手游

公司后续产品储备丰厚，未来两年有超过 15 款游戏新品计划上线，包含多款腾讯代理的重点手游。如《龙之谷 2》、《彩虹岛手游》，《代号：远征》和《传奇天下》《庆余年》等。其中，今年预计上线的两款大作《龙之谷 2》手游和网文 IP 改编手游《庆余年》备受期待。截止到 2020 年 4 月 26 日，《庆余年》累计播放量已达 80.3 亿，《庆余年》第二

季预计 20 年下半年上线，届时游戏将会同步上新。公司后续产品品类更加多元，在传统 IP 基础上还增加了女性向、二次元等细分方向，游戏种类更加丰富。

表 15：盛趣游戏未来产品线

游戏名称	运营模式	代表作品	上线时间
龙之谷 2	腾讯代理	MMO	2020Q2
庆余年 2	腾讯代理	MMO	2020Q3
代号远征	腾讯代理	MMORPG	2020Q4
传奇天下	腾讯代理	MMO	2020Q3
女神进化论	自主运营	卡牌	待定
Lapis Re:LiGHTs	自主运营	模拟养成	待定
雄图霸业	自主运营	MMO	待定
龙之起源	自主运营	MMO	待定
美男世界	自主运营	女性向 AVG 恋爱	待定
永恒幻想	待定	MMO	待定
封神演义	待定	RPG	待定
鬼吹灯昆仑神宫	待定	RPG	待定
命运砂石计	待定	女性向	待定
梦色卡司	待定	音乐	待定
PROJECT A	待定	射击	待定

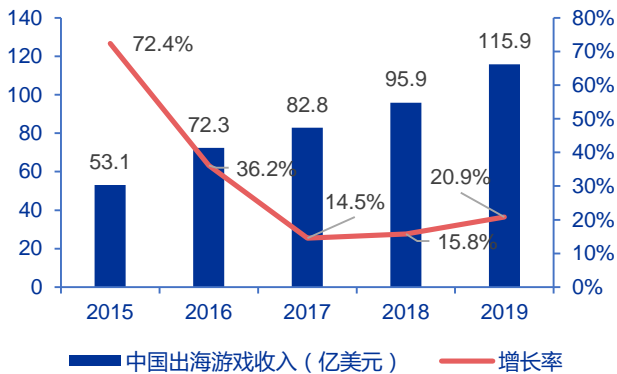
资料来源：公司官网，申万宏源研究

3. 点点互动：SLG 出海龙头，加大研发投入开启跨品类扩张

3.1 出海市场增长空间大，游戏品类以 SLG 为主

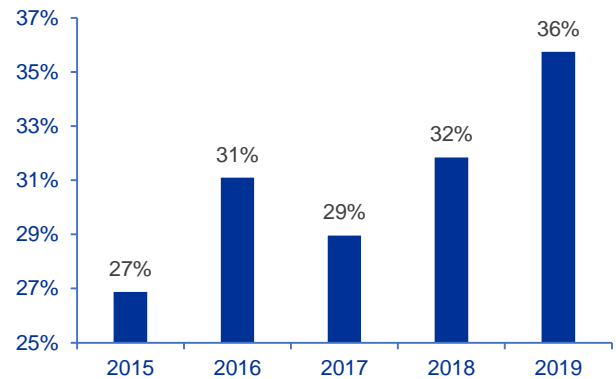
游戏出海市场中期来看有 90 亿美元的增长空间。根据 GNC 和 IDC 数据，2019 年我国出海游戏收入为 115.9 亿美元，出海游戏收入占整体游戏比例约 36%。无论研发技术实力还是商业模式创新，中国手游都位居全球一线水平。中国游戏在新兴市场渗透率已较高（20%-43%），而在成熟国家市场仅为 11%-23%。由于成熟市场对国内出海占比贡献达 80%（对应 90 亿美元），保守估计，假设中国游戏在发达国家渗透率中期还能提升一倍，则中期出海规模还有 90 亿美元的增长空间。

图 21：中国出海游戏收入及其增速（亿美元）



资料来源：GNC&IDC，申万宏源研究

图 22：出海游戏收入占整体游戏比例（%）



资料来源：GNC&IDC，申万宏源研究

出海游戏以 SLG 为主，在欧美市场尤为明显。SLG 游戏在全球多个国家收入排行靠前，在欧美市场尤为明显。欧美玩家以策略、休闲类游戏为主，但头部集中度不高，偏好更为多元，英德亦呈现肥尾分布。根据 App Annie 数据，20 年 4 月的出海手游收入 TOP30 中，SLG 游戏多达 13 款，远超其它品类游戏。

图 23：1H19 各海外市场 Top250 游戏类别的收入分布（按用户支出排名）

市场类型	国家	Top1	收入占比	Top2	收入占比	Top3	收入占比
成熟市场	日本	角色扮演	39%	动作	18%	益智	12%
	韩国	角色扮演	69%	策略	7%	动作	7%
	美国	策略	17%	休闲	16%	博弈	16%
	英国	休闲	27%	策略	21%	益智	9%
	德国	策略	28%	休闲	19%	角色扮演	16%
新兴市场	巴西	动作	26%	策略	17%	角色扮演	14%
	印度	动作	32%	策略	20%	休闲	19%
	俄罗斯	策略	36%	角色扮演	25%	动作	19%
	印尼	动作	26%	角色扮演	25%	策略	15%

资料来源：App Annie，申万宏源研究

3.2 SLG 出海龙头，三款拳头产品排行靠前。

点点深耕 SLG 游戏，发行的手游《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》长期占据出海手游收入排行榜的 TOP10，2019 年推出的《State of Survival》上线后也同样深受好评。2018 和 2019 年 FunPlus 为中国发行商出海收入排行榜第一名。根据 App Annie 数据，2020 年 1-4 月，FunPlus 出海收入排行稳居前三。旗下三款 SLG 游戏，《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》和《State of Survival》在 2020 年 4 月出海手游收入排行榜中均位列前 15，充分证明公司在 SLG 游戏的领先地位。

图 24：2020 年 4 月中国厂商出海收入排行

排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化
1	莉莉丝游戏	-	16	智明星通	1 ▲
2	FunPlus	1 ▲	17	乐元素	9 ▲
3	腾讯	1 ▼	18	Firecraft Studios	-
4	网易	-	19	掌趣科技	3 ▼
5	IGG	-	20	有爱互娱	1 ▼
6	友塔游戏	-	21	爱奇艺	1 ▼
7	欢聚集团	3 ▲	22	创酷互动	1 ▼
8	博乐游戏	-	23	龙腾简合	1 ▼
9	龙创悦动	2 ▼	24	字节跳动	1 ▲
10	三七互娱	1 ▲	25	梦加网络	2 ▼
11	悠星网络	2 ▼	26	中文在线	2 ▲
12	壳木游戏	1 ▲	27	易幻网络	3 ▼
13	沐瞳科技	1 ▲	28	点触科技	1 ▼
14	4399	2 ▼	29	紫龙游戏	4 ▼
15	游族	-	30	Tap4Fun	1 ▲

资料来源：App Annie，申万宏源研究

图 25：2020 年 4 月出海中国手游 TOP30

1	PUBG MOBILE	-	16	Cash Frenzy™ Casino	-
2	万国觉醒	-	17	偶像梦幻祭!! Music	-
3	荒野行动	-	18	Be The King	-
4	使命召唤手游	▲	19	Age of Z	-
5	剑与远征	▼	20	风之大陆	-
6	霸道风云	▼	21	Chapters: Interactive Stories	-
7	王国纪元	▼	22	苏丹的游戏	-
8	火枪纪元	▼	23	明日之后	-
9	阿瓦隆之王	▼	24	仙境传说RO	-
10	守望黎明	▲	25	战火与秩序	-
11	State of Survival	▲	26	第五人格	-
12	龙族幻想	★	27	Lotsa Slots	-
13	放置少女	-	28	列王的纷争	-
14	奇妙庄园	-	29	奇迹MU	-
15	明日方舟	▼	30	新三国志	-

资料来源：App Annie，申万宏源研究

3.3 重视研发，打造研发+发行精品团队

点点互动过去以游戏发行运营业务为主，近年来逐步加强研发团队建设。公司目前的热门游戏产品《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》和《State of Survival》均由 Kings Group 研发生产，授权点点互动代理运营，点点互动需向其支付流水分成费。点点近年来加速研发团队的扩张，19 年底已拥有超过 300 人的研发团队，计划在 20 年上线多款自研的休闲类游戏。此外，世纪华通公告，计划以点点为主体收购乐游科技。目前已签署《合作备忘录》并支付 8,000 万美金诚意金，后续全面开展尽职调查工作及排他期的锁定。标的公司乐游科技主营业务为 PC 和主机游戏的发行运营，核心产品《War frame》19 年收入 1.95 亿美元，若能完成收购，将完善点点在海外发行平台端的布局。

表 16：趣加旗下游戏研发团队

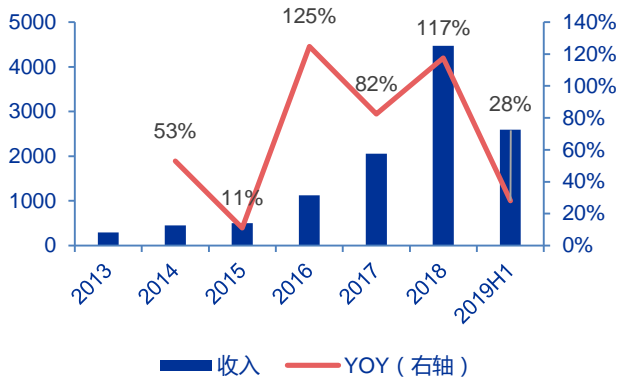
团队名称	方向	代表产品
Kings Group	SLG (策略游戏) 开发商	《King of Avalon》、《Guns of Glory》、《State of Survival》
世纪创游	社交 / 模拟类游戏工作室	《Family Farm》、《Townkins》
XII Braves	二次元 RPG 手游开发	《圣光之誓 (Valiant Force)》、《奥拉索斯战记》
That Game Company	主机游戏	《Journey》、《Sky》
Sirvo Studios	冒险类手游	《Guildlings》
Bonfire Studios	前暴雪团队	暂未发布游戏
STRESSLEVELZERO	VR 游戏	《Duck Season》、《Hover Junkers》

资料来源：Crunchbase，wind，申万宏源研究

3.4 增长驱动分析：SLG 产品表现稳定，跨品类扩张开启

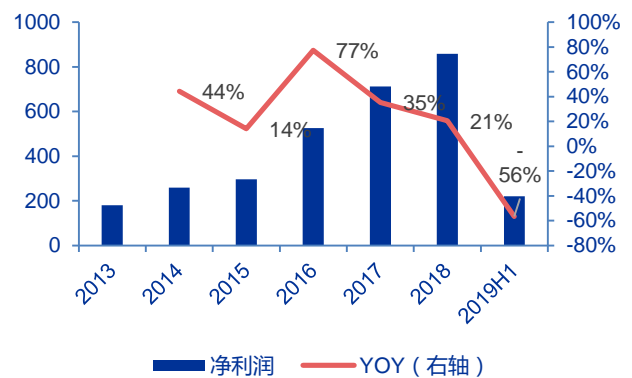
点点互动在 2016-2018 业绩承诺期均超额完成了业绩承诺，2019H1 利润同比下滑较多主要系点点加大了研发支出以及游戏买量成本提升影响。

图 26 :点点互动 2013-2019H1 合并口径收入及其同比 (百万元, %)



资料来源：wind，申万宏源研究

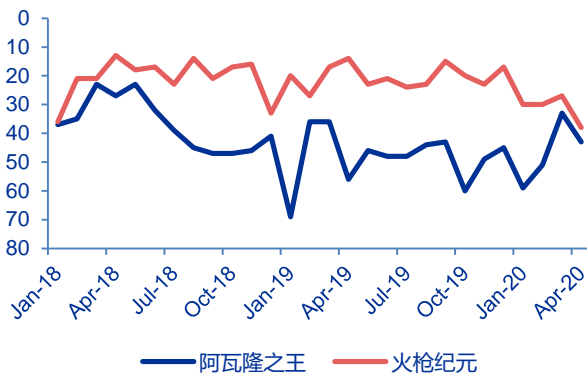
图 27 :点点互动 2013-2019H1 合并口径净利润及其同比 (百万元, %)



资料来源：wind，申万宏源研究

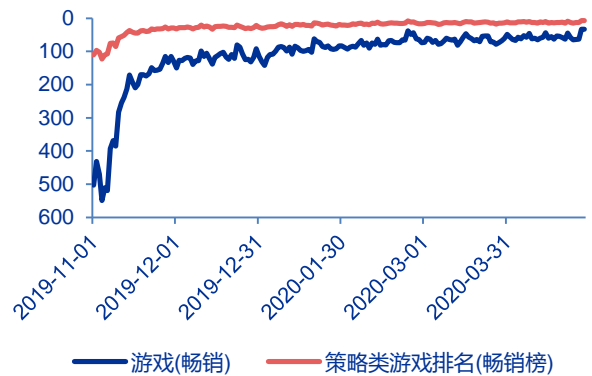
点点有望发展成“SLG + 二次元 + 休闲游戏”的多品类布局。SLG 游戏：数据显示，当前头部的 SLG 游戏生命周期均超过 2 年时间，有些甚至已经运营长达 4 年，这与 SLG 游戏具有用户忠诚度高、生命周期长、消费后置等特性相吻合。2019 年至今，《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》贡献流水较为稳定，排名也未出现明显下滑；2019 年底上线的《State of Survival》加速买量，在美区 iOS 畅销榜排名提升迅猛，有望在 2020 年贡献持续可观流水。除了传统强项 SLG 领域，点点 19 年开始加强对二次元和休闲类游戏的布局，预计 20 年会上线《idle oasis》、《jackpot craze》、《dragon adventure》、《paradise adventure》等新游戏，品类涉及休闲、RPG、卡牌、二次元等，丰富了点点的游戏产品矩阵。

图 28 :《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》美区 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，申万宏源研究

图 29 :《State of Survival》美区 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，申万宏源研究

4. 盈利预测及估值分析

4.1 业务分拆

(一) 盛趣游戏

1) **端游**：以存量游戏为主，主要为《热血传奇》、《传奇世界》、《龙之谷》等大 IP 经典端游，目前仍能贡献比较稳定的流水。考虑到 2020 年为《热血传奇》上线 20 周年，公司将推出《热血传奇怀旧版》，重回时长收费制，有望为公司端游流水的持续提供助力。我们预计 2019-2022 年，盛趣端游收入分别为 20.9/18.08/16.56/16.08 亿元，分别同比 5%/-14%/-8%/-3%。

2) **手游**：20 年预计上线多款重磅手游，主要包括腾讯独代的《龙之谷 2》、《庆余年》、《代号：远征》和《传奇天下》四款手游，以及自研自营的《传奇永恒》新作等。此外，“传奇”IP 授权给第三方公司的收入有望得到进一步提升。我们预计 2019-2022 年，盛趣手游收入分别为 36.52/49.9/65.84/71.24 亿元，分别同比 73%/37%/32%/8%。

表 17：盛趣游戏营收拆分

单位/百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收拆分							
自主运营	2336	2113	2450	4023	4518	5324	5516
PC 端	2101	1888	1824	1971	1688	1536	1488
移动端	235	225	595	2022	2805	3768	4008
网页			31	30	25	20	20
授权运营	1362	2042	1855	1925	2445	3041	3341
PC 端	194	65	159	120	120	120	120
移动端	1008	1785	1516	1630	2185	2816	3116
网页	161	191	180	175	140	105	105
PC 端合计	2295	1953	1983	2091	1808	1656	1608
YOY		-15%	2%	5%	-14%	-8%	-3%
移动端合计	1243	2011	2111	3652	4990	6584	7124
YOY		62%	5%	73%	37%	32%	8%
网页端合计	161	191	210	205	165	125	125
主营业务收入合计	3698	4155	4305	5947	6963	8365	8857
YOY		12%	4%	38%	17%	20%	6%
其他业务收入	63	40	125	0	0	0	0
营业收入总额	3761	4194	4430	5947	6963	8365	8857
YOY		12%	6%	34%	17%	20%	6%

资料来源：wind，申万宏源研究

(二) 点点互动

1) SLG 《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》贡献持续流水 根据 App Annie 和 SensorTower 数据，估算其流水规模在 5000 万美元/月的量级，《State of Survival》2019 年底上线后，榜单排名一路上行，预计为 2020 年业绩贡献增量。

2) 自研游戏：公司计划 20 年推出 4-5 款新游戏，有望贡献一定业绩增量。

3) 点点在 19 年利润率有所下滑，主要是因为 1、16-18 年点点超额完成业绩承诺，给与承诺方超额部分的 50% 作为奖励，这部分费用计入约 2-3 千万；2、加速研发团队扩充，加大自研游戏的研发投入。随着新品上线以及团队稳定，我们预计点点 2019-2022 年收入分别为 55.6/70.6/74.4/78 亿元，利润分别为 5.4/7.5/8.2/8.4 亿元。

表 18：点点互动盈利预测

单位/百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收	1127.0	2055.7	4469.9	5560.4	7060.0	7440.0	7800.0
YOY	125%	82%	117%	24%	27%	5%	5%
毛利	801.8	1279.3	2507.0	2669.0	3388.8	3571.2	3744.0
毛利率	71%	62%	56%	48%	48%	48%	48%
净利润	525.6	711.6	858.6	539.2	745.2	816.0	837.6
净利率	47%	35%	19%	10%	11%	11%	11%

资料来源：wind，申万宏源研究

（三）天游、七酷

七酷、天游 19 年由于版号获批受限，收入受到一定影响。考虑到天游在电竞类游戏的积累储备以及七酷游戏研发团队整合进入盛趣，我们预计天游、七酷 2019-2022 年合计贡献利润为 804/7643/8988/9167 万元，对上市公司整体利润影响有限。

（四）汽配及其他业务

汽配业务由于汽车行业景气度原因，我们预计其营收和贡献利润均会出现一定下滑，但由于其利润体量较小，对上市公司整体利润影响有限。

（五）费用率预测

随着授权第三方发行的游戏权重提升以及盛趣完全并表后的团队趋于稳定，我们预计公司 2020-2022 年的销售费用率稳中有降，分别为 13.5%/13%/13%；预计 2020-2022 年的管理费用率保持稳定，分别为 5%/5%/5%；预计研发费用率和之前水平保持一致，2020-2022 年分别为 9%/9%/9%。

（六）世纪华通整体

综上所述，我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 169.8/186.3/194.6 亿元，预计同比增速分别为 16%/10%/4%；预计 2020-2022 年归母净利润分别为 37.5/45.7/49.3 亿元，若不考虑同一控制下盛趣合并报表调整的影响，同一可比口径下 20-22 年预计增速分别为 39%/22%/8%。

表 19：世纪华通盈利预测

单位/百万元	2019E	2020E	2021E	2022E
营收	14690.2	16975.5	18632.8	19458.2
YOY		16%	10%	4%
毛利	7534.2	9022.2	10124.7	10707.0
毛利率	51%	53%	54%	55%

单位/百万元	2019E	2020E	2021E	2022E
营业成本	7,156.0	7,953.3	8,508.1	8,751.2
归母净利润	2702.9	3752.2	4572.2	4926.9
YOY		39%	22%	8%
净利率	18%	22%	25%	25%

资料来源：wind，申万宏源研究；

注：19年归母净利润未考虑同一控制下盛趣合并报表调整影响；

4.2 估值分析与投资建议

游戏业务贡献公司主要业绩，游戏业务营收和利润规模均位于 A 股游戏公司前列，采用可比公司估值法，选取 A 股头部游戏公司完美世界、三七互娱、吉比特作为估值参考。根据 wind 一致预期，完美世界、三七互娱、吉比特 20-22 年的平均 PE 分别为 25X/21X/18X，给予世纪华通 2020 年 25XPE 估值，对应目标市值为 938 亿元，对应目标价为 15.06 元/股。

表 20：国内主要游戏上市公司的估值情况

证券代码	证券简称	股价 2020.5.28	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002624	完美世界	42.87	1.83	2.17	2.52	23.43	19.76	17.01
002555	三七互娱	33.68	1.31	1.55	1.82	25.71	21.73	18.51
603444	吉比特	394.15	15.29	18.15	20.79	25.78	21.72	18.96
PE 均值						24.97	21.07	18.16
002602	世纪华通	12.95	0.60	0.73	0.79	21.49	17.64	16.37

资料来源：wind,申万宏源研究

注：完美、三七、吉比特均为 wind 一致预期，世纪华通为申万宏源研究测算。

新增 2021-2022 年盈利预测，维持“增持”评级。原预测世纪华通 20 年营收和归母净利润分别为 124.7/17.5 亿元(2018 年预测)。随着盛趣完全并表，公司结构趋于稳定；20 年预计上线多款精品游戏，有望贡献业绩增量；IP 储备丰富，“端改手”能力验证后，IP 价值有望得到进一步挖掘；携手腾讯，增强渠道能力。我们上调世纪华通 20 年营收预测 36.2%至 169.8 亿元，并预测 21-22 年营收分别为 186.3/194.6 亿元，预计 20-22 年增速分别为 16%/10%/4%；上调 20 年归母净利润预测 114.3%至 37.5 亿元，并预测 21-22 年归母净利润分别为 45.7/49.3 亿元，预计同一可比口径下 20-22 年增速分别为 39%/22%/8%。目标市值 938 亿元，维持“增持”评级。

4.3 风险提示

(1) **商誉减值风险。**根据 20 年一季报披露，世纪华通当前合计商誉 154.2 亿元，占上市公司总资产的 42%。当前游戏行业竞争激烈，若相关游戏子公司业绩不及预期，将会产生一定的商誉减值风险。

(2) **股权质押风险。**根据公司 20 年 5 月 15 日的公告数据,公司主要股东华通控股、邵恒和王佶等合计质押公司股票 18 亿股,占总股本比例为 28.9%,占其所持有的股份比例为 95%,股权质押比例较高。

(3) **游戏项目延期/表现不及预期风险。**对于游戏公司而言,产品从制作到上线包含立项、开发、版号申请、测试等多个步骤,项目周期具有不确定性,项目延期将对收入产生影响;项目上线后表现无法准确预测,表现不及预期亦对公司业绩产生影响。

(4) **行业监管政策边际趋严风险。**游戏行业受到国家相关政策和职能部门监管,监管在版号发放、题材/品类管理、未成年保护等方面均有涉及,监管政策如边际趋严对公司收入和估值均可能产生影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业总收入	12,524	14,690	16,976	18,633	19,458
营业收入	12,524	14,690	16,976	18,633	19,458
盛趣	4,430	5,947	6,963	8,365	8,857
点点	4,470	5,560	7,060	7,440	7,800
天游、七酷	874	804	764	749	764
汽配及其他	2,780	2,378	2,188	2,078	2,037
营业总成本	9,310	11,820	12,703	13,640	14,071
营业成本	5,902	7,156	7,953	8,508	8,751
盛趣	915	1,543	1,931	2,436	2,582
点点	1,963	2,891	3,671	3,869	4,056
天游、七酷	359	402	382	374	382
汽配及其他	2,696	2,319	1,969	1,829	1,731
税金及附加	62	52	60	66	69
销售费用	1,970	2,202	2,292	2,422	2,530
管理费用	625	856	849	932	973
研发费用	1,034	1,342	1,528	1,677	1,751
财务费用	-91	212	22	35	-3
其他收益	144	133	180	200	220
投资收益	240	192	240	260	280
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	19	0	0	0
信用减值损失	0	-79	-40	-40	-50
资产减值损失	192	-49	-50	-30	-40
资产处置收益	-2	0	0	0	0
营业利润	3,594	3,086	4,602	5,383	5,797
营业外收支	-6	-2	1	-7	-4
利润总额	3,588	3,084	4,603	5,376	5,793
所得税	229	329	480	563	606
净利润	3,359	2,755	4,123	4,813	5,186
少数股东损益	2,013	477	371	241	259
归母净利润	1,346	2,278	3,752	4,572	4,927

资料来源：wind，申万宏源研究；注：2019 年报尚未披露，故为预测数据；

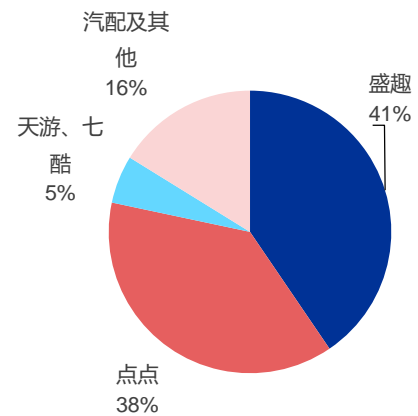
合并现金流量表

百万元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
净利润	3,359	2,755	4,123	4,813	5,186
加：折旧摊销减值	0	0	135	115	135
财务费用	0	0	22	35	-3
非经营损失	0	0	-240	-260	-280
营运资本变动	0	0	-772	-381	-158
其它	2,213	2,167	0	0	0
经营活动现金流	2,213	2,167	3,268	4,322	4,881
资本开支	400	475	0	0	0
其它投资现金流	-1,190	-2,714	-462	-442	-422
投资活动现金流	-1,590	-3,189	-463	-443	-423
吸收投资	4,340	1	3,100	0	0
负债净变化	974	2,288	-1,858	100	200
支付股利、利息	1,438	442	22	35	-3
其它融资现金流	-873	-3,636	0	0	0
融资活动现金流	3,003	-1,789	1,220	65	203
净现金流	3,704	-2,787	4,026	3,944	4,661

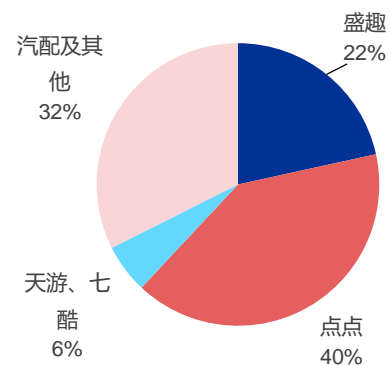
资料来源：wind，申万宏源研究；注：2019 年报尚未披露，故为预测数据；

合并资产负债表

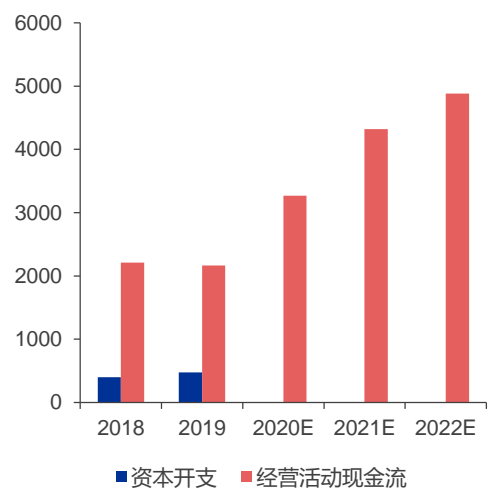
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



百万元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,461	9,236	14,820	19,867	25,399
现金及等价物	5,988	3,789	8,527	13,184	18,557
应收款项	3,348	4,407	5,244	5,628	5,794
存货净额	464	410	419	425	417
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	661	630	630	630	630
长期投资	2,163	3,316	3,316	3,316	3,316
固定资产	1,303	1,271	1,226	1,181	1,137
无形资产及其他资产	16,916	18,512	18,462	18,432	18,392
资产总计	30,843	32,336	37,824	42,797	48,243
流动负债	3,563	6,257	4,012	4,162	4,412
短期借款	335	2,758	400	500	700
应付款项	1,812	1,787	1,900	1,950	2,000
其它流动负债	1,416	1,712	1,712	1,712	1,712
非流动负债	1,212	1,197	1,697	1,697	1,697
负债合计	4,775	7,454	5,709	5,859	6,109
股本	2,335	5,956	6,227	6,227	6,227
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	9,575	12,646	15,476	15,476	15,476
其他综合收益	556	581	591	601	611
盈余公积	103	103	103	103	103
未分配利润	3,183	5,246	8,998	13,570	18,497
少数股东权益	10,316	349	720	961	1,220
股东权益	26,068	24,882	32,115	36,938	42,134
负债和股东权益合计	30,843	32,336	37,824	42,797	48,243

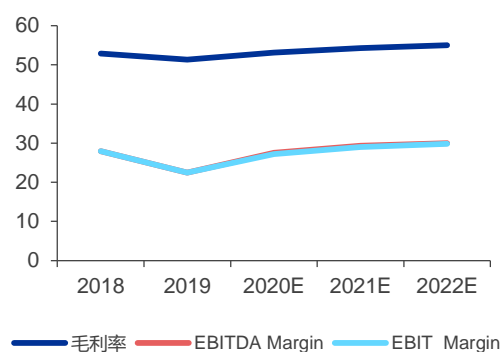
资料来源：wind，申万宏源研究；注：2019 年报尚未披露，故为预测数据；

重要财务指标

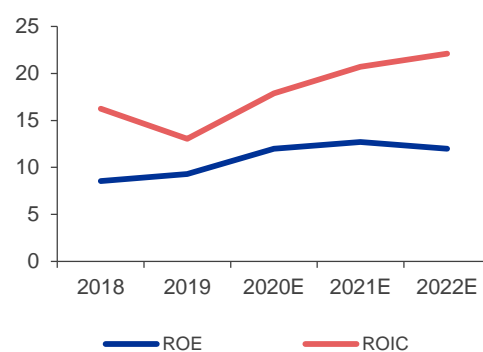
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.22	0.37	0.60	0.73	0.79
每股经营现金流	0.36	0.35	0.52	0.69	0.78
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.53	3.94	5.04	5.78	6.57
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	16.3	13.0	17.9	20.7	22.1
ROE	8.6	9.3	12.0	12.7	12.0
毛利率	52.9	51.3	53.1	54.3	55.0
EBITDA Margin	27.9	22.4	27.5	29.3	30.0
EBIT Margin	27.9	22.4	27.2	29.0	29.8
营业总收入同比增长	258.8	17.3	15.6	9.8	4.4
归母净利润同比增长	72.0	69.3	64.7	21.9	7.8
资产负债率	15.5	23.1	15.1	13.7	12.7
净资产周转率	0.80	0.60	0.54	0.52	0.48
总资产周转率	0.41	0.45	0.45	0.44	0.40
有效税率	6.8	11.4	11.0	11.0	11.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	59.9	35.4	21.5	17.6	16.4
P/B	5.1	3.3	2.6	2.2	2.0
EV/Sale	6.8	5.3	4.3	3.6	3.2
EV/EBITDA	24.3	23.8	15.5	12.5	10.8
股本	2,335	5,956	6,227	6,227	6,227

资料来源：wind，申万宏源研究；注：2019 年报尚未披露，故为预测数据；

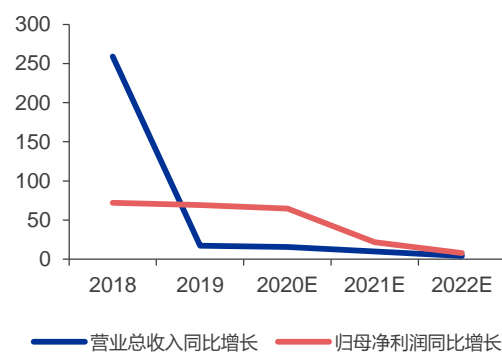
经营利润率(%)



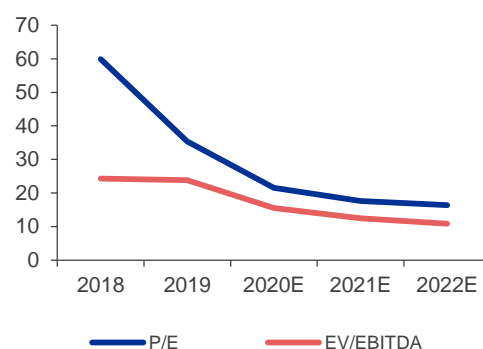
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。