

世纪华通（002602）深度研究报告

游戏龙头显雏形

- ❖ **收购盛大游戏，A股第一游戏股现身。**公司前身主营业务为汽车零部件，陆续收购了七酷网络、天游软件、厦门趣游、点点互动实现转型，软件服务营收目前占比64%，2019年，公司298亿收购盛大游戏交易案获通过，公司将成为A股第一游戏股。2018年营收同比增长131%至80.74亿元，净利润达10.05亿元。当前汽车零部件业务稳定，游戏收入稳健增长。
- ❖ **盛大游戏“传奇系”宝刀未老，2019年《龙之谷世界》手游或将带来极大增量。**盛大游戏的《热血传奇》、《传奇世界》上线多年，月流水稳定，分别达3700万、1600万。“传奇系”15年IP积淀，页游、手游授权收入丰厚。依托高质量IP，公司已全面转型手游，《热血传奇》手游月流水最高7亿，《龙之谷》手游首月流水9.8亿，2019年《命运歌姬》、《流浪者小岛》、《RWBY》、《龙之谷世界》、《辐射避难所》等产品料将持续支撑公司手游增长。
- ❖ **点点互动顺势前行，成为手游出海龙头：**中国手游市场增速放缓，在版号总量控制的大背景下，无版号公司不出海，便出局。对比中国市场12%的行业增速，中国游戏公司在海外头部市场手游增速皆超过40%，海外增长空间广阔。点点互动作为中国第一的出海商，以SLG、休闲品类强大的研发实力占领了北美市场。点点互动旗下《家庭农场》、《海滨农场》等休闲社交产品，通过超长生命周期带来持续营收。此后，点点互动又成功打造顶级SLG产品——《火枪纪元》（营收约2亿美元）、《阿瓦隆之王》（营收约4亿美元），成为最吸金出海手游。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级**
随着盛大游戏并入公司，我们预计将带来大幅收入利润增长。盛大旗下核心IP手游《龙之谷2》预期将于2019年Q2~Q3上线，带来稳定的利润增量。我们预计公司2019~2021年营收分别达到141.93亿元/160.19亿元/174.53亿元，归母净利润为34.55亿元/38.48亿元/41.11亿元，对应EPS分别为0.93/1.04/1.11元，对应PE分别为8x/7x/6x。可比公司2019年P/E中位数为13.16X，我们据此给予公司目标价12.24元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**行业监管风险；市场竞争风险；游戏开发及推广风险；买量成本上升风险；知识产权保护和侵权风险。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	8,124	14,193	16,019	17,453
同比增速(%)	132.7%	74.7%	12.9%	9.0%
归母净利润(百万)	962	3,455	3,848	4,111
同比增速(%)	22.9%	259.1%	11.4%	6.8%
每股盈利(元)	0.26	0.93	1.04	1.11
市盈率(倍)	27	8	7	6
市净率(倍)	2	2	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年6月17日收盘价

推荐（首次）

目标价：12.24元

当前价：11.22元

华创证券研究所

证券分析师：李雨琪

电话：021-20572555

邮箱：liyiqui@hcyjs.com

执业编号：S0360519010001

证券分析师：潘文韬

电话：021-20572578

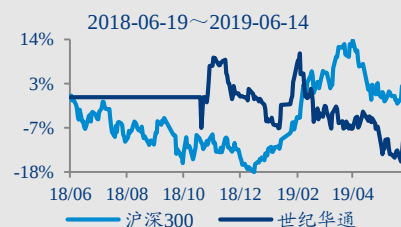
邮箱：panwentao@hcyjs.com

执业编号：S0360518070003

公司基本数据

总股本(万股)	370,387
已上市流通股(万股)	259,239
总市值(亿元)	417.8
流通市值(亿元)	292.42
资产负债率(%)	16.2
每股净资产(元)	3.7
12个月内最高/最低价	15.04/0.0

市场表现对比图(近12个月)



目录

一、公司概况	7
（一）发展历史：汽车零部件企业逐步转型成 A 股最大体量游戏公司	7
（一）股权结构：收购完成后盛跃网络实际控制人保持不变，腾讯入场	7
（三）财务状况：收购推动营收、利润持续双增长，毛利率维持高水准	8
（四）主营：双主业发展，游戏占比持续攀升	9
二、注入盛大游戏，打造全球游戏龙头	10
（一）盛大游戏私有化回归 A 股颇具波折	10
（二）端游业务：代理起家成为端游巨头，免费模式开创行业先河	12
（三）成功转型手游，《龙之谷世界》有望带来较大增量	15
1、IP 优势：端游时代海外代理形成 IP 合作先机	16
1.1 传奇 IP 依然重要；但贡献占比持续减弱	16
1.2 从代理到自研；期待《龙之谷世界》证明公司多品类爆款研发能力	18
1.3 储备游戏项目优质，19 年营收增长可期	21
2、研发优势：积蓄力量建立四大研发中心、八大工作室	22
3、发行优势：腾讯 30 亿战略入股，三七互娱战略合作助力公司补足渠道、发行能力。	23
3.1 腾讯 30 亿入股，强化产品渠道	23
3.2 与三七成立合资子公司+战略合作协议，提升发行经验	24
三、点点互动：手游出海成为大趋势，海外发行龙头获益	24
（一）中国厂商海外市场收入增速远高于国内，版号总量控制推动海外发行商获得更多产品	26
（一）持续深耕社交休闲游戏，研发优势打造全球细分品类龙头	27
（二）跳出传统休闲游戏舒适圈，发力 SLG+精品代理发行成绩喜人	28
四、七酷网络：国内页游研发领先者，加快“页转手”转型	31
（一）专注精品页游研发，开服数市场前列	32
（二）逐步推进“页转手”，多次霸占 iOS APP 榜首	34
五、天游软件：爆款体育休闲游戏起家，收购优质平台获利颇丰	35
（一）天游：爆款端游热度不减	36
（二）哥们网：仙侠特色缔造头部页游运营平台	36
六、盈利预测与估值	37
七、风险提示	38
（一）行业监管风险	38
（二）商誉过高风险	38
（三）买量成本上升风险	38

（四）知识产权保护和侵权风险	38
（五）人才流失风险	39

图表目录

图表 1	公司发展历程	7
图表 2	交易完成后世纪华通股权结构	8
图表 3	世纪华通财务数据	8
图表 4	世纪华通三费率变化（%）	9
图表 5	2013 年-2018 年世纪华通主营业务收入（亿）及毛利率	9
图表 6	世纪华通双主业模式	10
图表 7	盛大游戏发展历程及收入利润变化	11
图表 8	2014-2018 年盛大游戏营收情况	11
图表 9	2014-2018 年盛大游戏净利润情况	11
图表 10	盛大游戏三费率变化	12
图表 11	盛大手游营收占比情况	12
图表 12	公司端游营收情况	13
图表 13	公司头部端游营收（万元）及占端游收入比例	13
图表 14	热血传奇 MAU、付费用户变化	14
图表 15	热血传奇 ARPPU、消耗金额变化	14
图表 16	传奇世界 MAU、付费用户变化	14
图表 17	传奇世界 ARPPU、消耗金额变化	14
图表 18	盛大游戏旗下主要端游及代理端游	15
图表 19	盛大手游收入变化	15
图表 20	传奇 IP 营收及毛利占比情况（万元）	16
图表 21	盛大主要手游产品收入及传奇类占比变化（万）	16
图表 22	热血传奇手游 MAU、付费用户变化	17
图表 23	热血传奇手游 ARPPU、消耗金额变化	17
图表 24	传奇世界 MAU、付费用户变化	17
图表 25	传奇世界 ARPPU、消耗金额变化	17
图表 26	传奇世界 3D MAU、付费用户变化	18
图表 27	传奇世界 3D ARPPU、消耗金额变化	18
图表 28	盛大手游产品	18
图表 29	《龙之谷》手游 MAU 及付费用户变化	19
图表 30	《龙之谷》手游流水及 ARPPU 变化	19
图表 31	盛大游戏 IP 资源情况	19
图表 32	盛大游戏 Pipeline	21

图表 33	公司员工结构与行业比较	22
图表 34	盛大游戏八大工作室	23
图表 35	腾讯代理发行的盛大游戏部分头部手游	24
图表 36	收购前点点开曼股权结构	24
图表 37	收购前点点北京股权结构	24
图表 38	点点互动财务数据（万）	25
图表 39	点点互动费率变化	25
图表 40	点点互动核心技术人员简介	26
图表 41	中国游戏出海数据	26
图表 42	2018 年主要中国游戏发行商出海排名	27
图表 43	Family Farm Seaside 全球聚会/模拟游戏排名（截止 2019 年 3 月）	27
图表 44	Family Farm Seaside MAU 及月付费用户	28
图表 45	Family Farm Seaside 流水及 ARPPU	28
图表 46	点点互动手游上线情况	28
图表 47	Happy Acres MAU 及付费用户数	30
图表 48	Happy Acres 流水及 ARPPU	30
图表 49	2018 年点点互动海外手游营收构成	30
图表 50	2018 年度中国手游出海收入 TOP30	30
图表 51	《Gun of Glory》长期占据美国畅销榜前列	31
图表 52	《king of avalon》长期位列美国畅销榜前列	31
图表 53	七酷网络业绩承诺完成情况	31
图表 54	七酷网络营收（亿）	32
图表 55	七酷网络净利润（亿）	32
图表 56	2018 年研发商开服排行榜	32
图表 57	2017 年网页游戏研发商开服总榜前十	33
图表 58	北京文脉主要页游	33
图表 59	攻沙开服数量趋势	33
图表 60	2018 年度开服数量排行榜	33
图表 61	七酷主要手游产品	34
图表 62	魔力宝贝 iOS 排名情况	34
图表 63	择天记 iOS 排名情况	35
图表 64	天游财务数据	35
图表 65	街头篮球手游近一年排名趋势	36
图表 66	街头篮球手游界面	36

图表 67	2018 年度开服数量排名	37
图表 68	哥们网运营游戏大全	37
图表 69	可比公司估值	37
图表 70	世纪华通 2018 商誉	38
图表 71	盛跃网络商誉敏感性分析	38

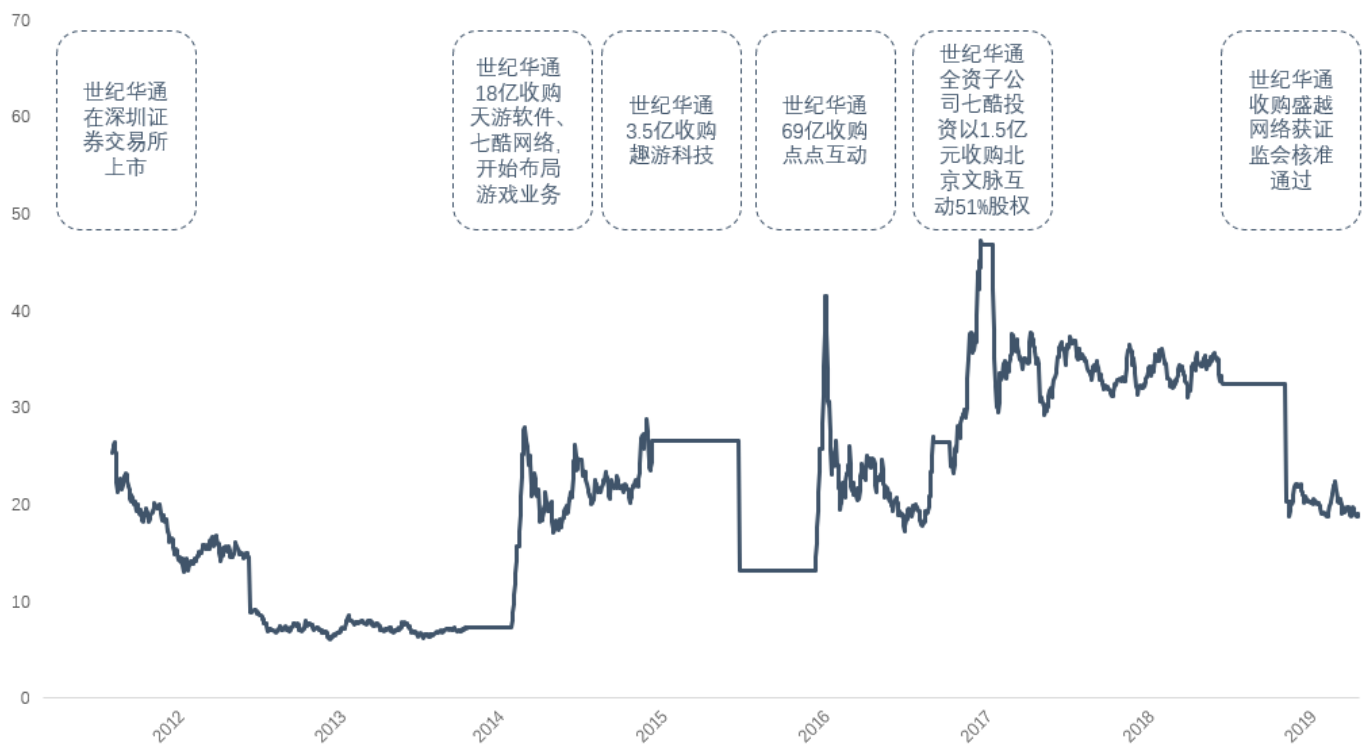
一、公司概况

（一）发展历史：汽车零部件企业逐步转型成 A 股最大体量游戏公司

世纪华通前身是于 2005 年 10 月成立的浙江世纪华通车业有限公司，其主营业务为汽车用塑料零部件及模具的研发、制造和销售。

公司自 2014 年开始布局游戏业务，先后收购了七酷网络、天游软件、厦门趣游、点点互动等国内知名游戏公司。2017 年 11 月，世纪华通全资子公司七酷投资以 1.5 亿元收购北京文脉互动 51% 股权，后者是国内优质页游研发商。2019 年 5 月，公司发布公告宣布以发行股份和现金支付收购盛跃网络（拥有原美国纳斯达克上市公司盛大游戏的网络游戏业务、主要经营性资产、核心团队）的交易案获得证监会核准通过，世纪华通将启动对盛大并表工作。盛大游戏并表后，公司在营收和净利润等指标上将稳居 A 股市场游戏股首位。

图表 1 公司发展历程



资料来源：华创证券整理

（一）股权结构：收购完成后盛跃网络实际控制人保持不变，腾讯入场

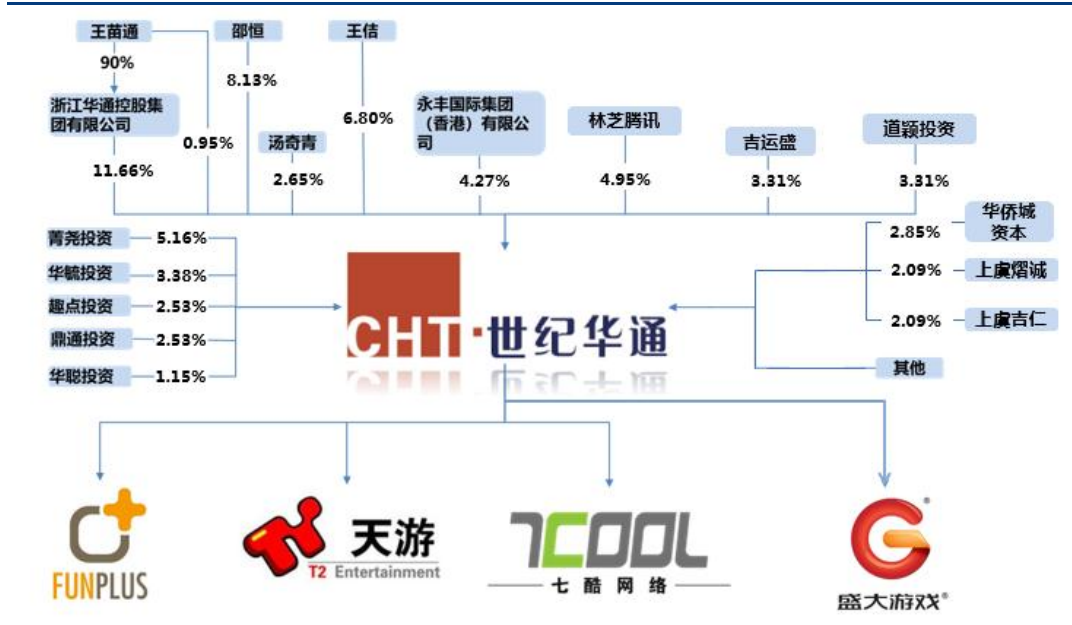
截止 2018 年三季报，浙江华通控股为世纪华通的控股股东，持股 18.71%；王苗通持有华通控股 90% 股权，并直接持有世纪华通 1.53% 股权，为世纪华通的实际控制方。

邵恒为世纪华通第二大股东，持股 13.05%，担任无锡七酷网络科技有限公司执行董事、总经理。

王佶为公司第三大股东，持股 10.91%，上海天游创始人，现为世纪华通 CEO 及盛大游戏董事长。

当前，盛跃网络实际控制人为王苗通，待公司 298 亿收购 100% 盛跃网络股权完成后，盛跃网络将成为公司全资子公司，上市公司的控股股东仍为华通控股，实际控制人仍为王苗通及其一致行动人，腾讯将成为上市公司第五大股东。所有交易所涉及股份锁定期为 36 个月。

图表 2 交易完成后世纪华通股权结构



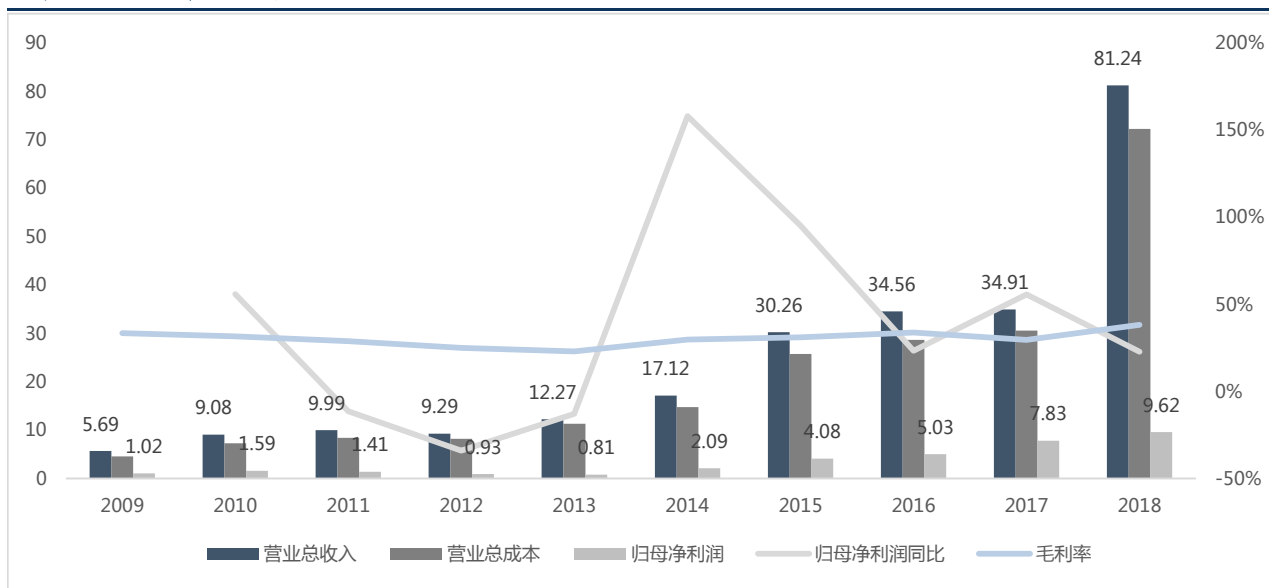
资料来源：公司公告，华创证券

（三）财务状况：收购推动营收、利润持续双增长，毛利率维持高水准

在2018年2月点点互动并表后，2018年全年公司营业收入同比增长132.72%，归母净利润增长22.94%，扣非归母净利润同比增长96.26%。其中，点点2018年并表收入45.36亿，贡献利润8.63亿，去除点点并表因素公司收入35.88亿，同比增长10%，归母净利润0.99亿。点点互动16/17/18年业绩承诺分别为5.18/7.03/8.31亿。

本次收购盛跃网络100%股权交易完成后，公司在营收和净利润等指标上将稳居A股市场游戏股首位。标的公司盛跃网络2016年度、2017年度及2018年分别实现净利润15.87/17.43/22.33亿元。交易方承诺标的公司2018/2019/2020年扣非净利润不低于21.36/24.94/29.68亿元。

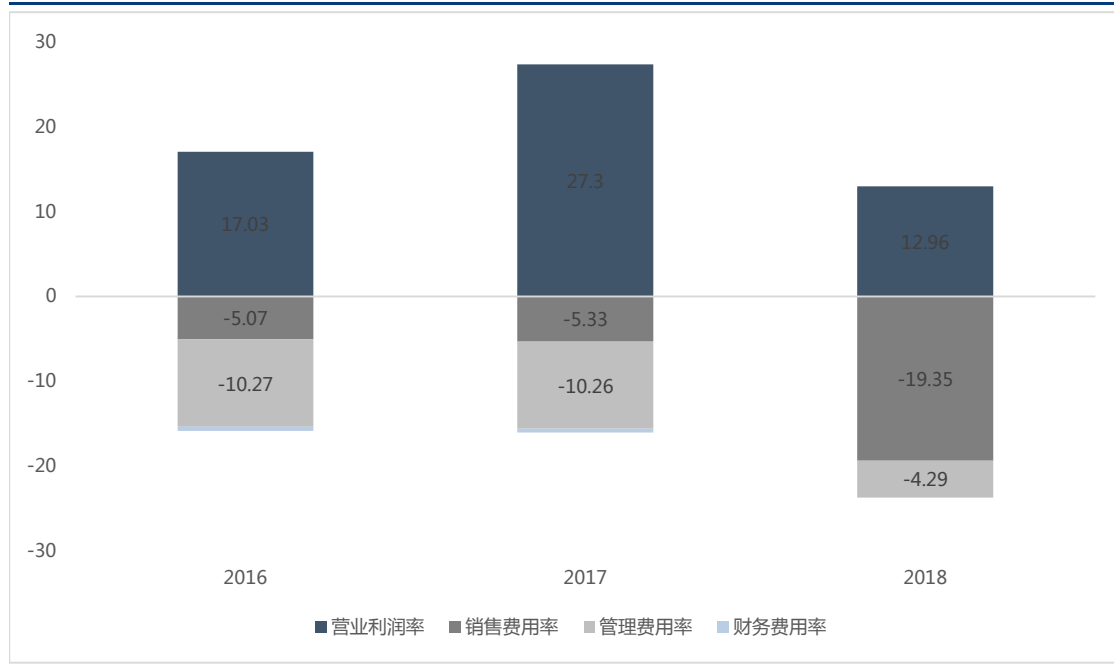
图表 3 世纪华通财务数据



资料来源：公司公告，华创证券

2018 年销售费用 15.72 亿元，同比增长 744.41%；管理费用 3.48 亿元，同比增长 63.40%，主要系点点互动纳入合并报表所致。

图表 4 世纪华通三费率变化（%）

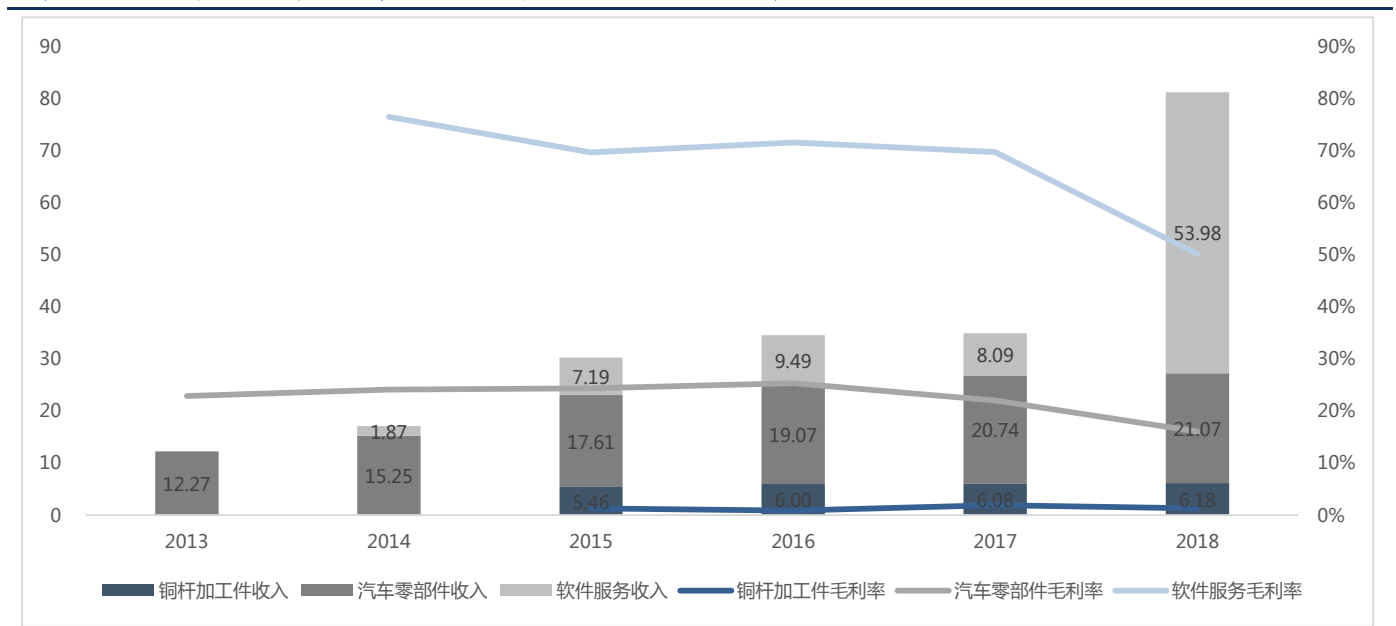


资料来源：公司公告，华创证券

（四）主营：双主业发展，游戏占比持续攀升

2018 年全年实现营业总收入 81.24 亿元，其中软件服务收入占比 66.45%，汽车零部件收入占比 25.94%，剩余 7.61% 收入来自铜杆加工件。2018 年 2 月份点点互动顺利并表是公司软件服务收入占比大幅提升的主要原因。

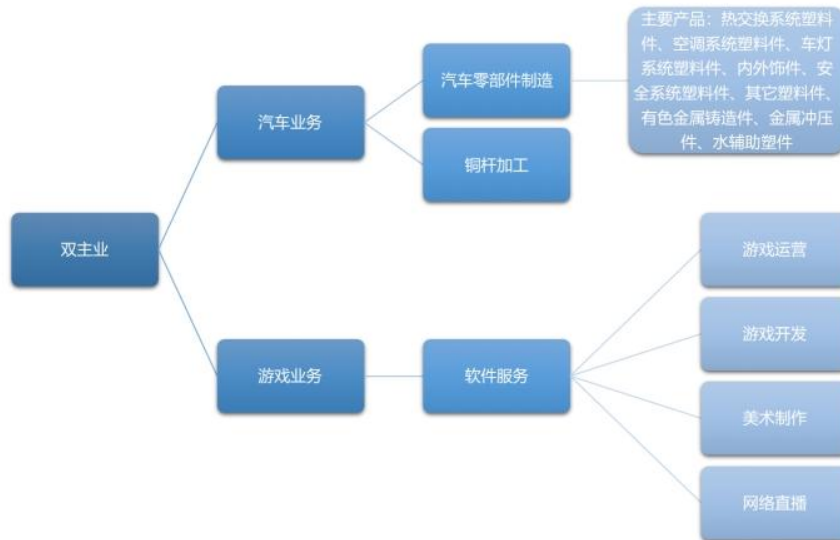
图表 5 2013 年-2018 年世纪华通主营业务收入（亿）及毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

自从 2014 年通过并购七酷和天游进入游戏行业以来，公司的业务重心逐渐由汽车零部件调整为游戏。公司目前拥有天游软件、七酷软件以及点点互动三家运营网络游戏业务的子公司。随着公司完成对盛大游戏 100% 股权收购，世纪华通在游戏行业竞争地位将进一步提升。

图表 6 世纪华通双主业模式



资料来源：公司官网，华创证券

二、注入盛大游戏，打造全球游戏龙头

（一）盛大游戏私有化回归 A 股颇具波折

盛大游戏将回归 A 股，优质资产注入已定。

盛大游戏 11 年开启私有化进程，直至 17 年 8 月，世纪华通控股股东华通控股和第二、第三大股东邵恒、王佶通过三次收购合计直接间接持有盛大游戏 100% 股权。

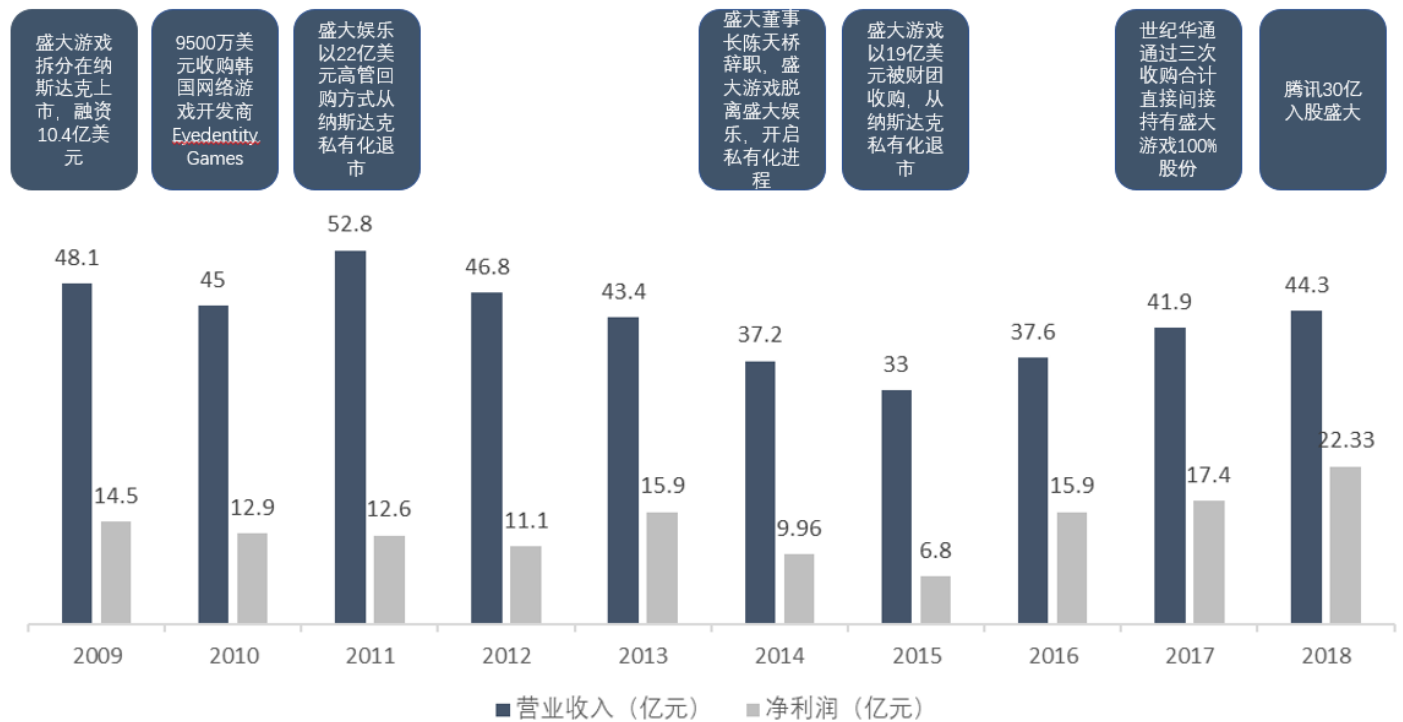
据 2017 年 6 月公告，在该次收购完成后一年之内，控股股东及大股东以实际评估值为作价基础将其持有的盛大游戏权益优先转让给上市公司世纪华通。

2018 年 2 月 8 日，盛大游戏宣布和腾讯达成战略合作，腾讯以 30 亿元人民币战略入股盛大游戏，其持股比例约在 10-15%，世纪华通前三股东占盛大游戏持股比例近 90%，双方将在现有业务上强化深度合作。

2019 年 2 月 20 日，公司公告宣布世纪华通收购盛大已获证监会无条件通过，盛大回归 A 股可期。

2019 年 5 月 23 日，公司公告宣布收购盛大游戏获证监会核准通过，世纪华通将启动对盛大游戏并表工作。

图表 7 盛大游戏发展历程及收入利润变化

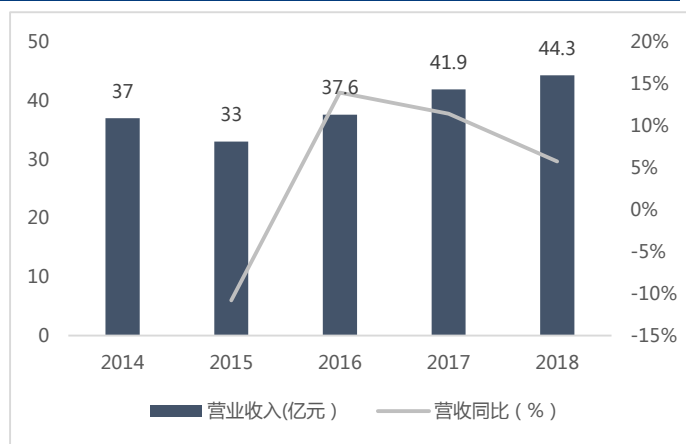


资料来源：公司公告，华创证券

自 2011 年开启私有化，公司业绩受到一定影响：13 年中国手游优化浪潮开启，各大公司加码手游，盛大却在移动端增长略显乏力，进度缓慢。

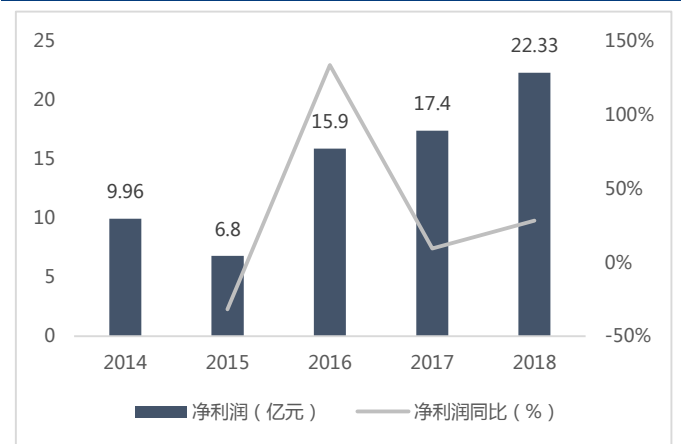
直至 2016 年的《热血传奇》手游上线，才使公司营收重回增长。至此，盛大游戏重回正轨，2017 年《龙之谷》、《传奇世界手游》；2018 年《屠龙世界》、《传奇世界 3D》带动公司营收、利润持续增长。

图表 8 2014-2018 年盛大游戏营收情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 2014-2018 年盛大游戏净利润情况

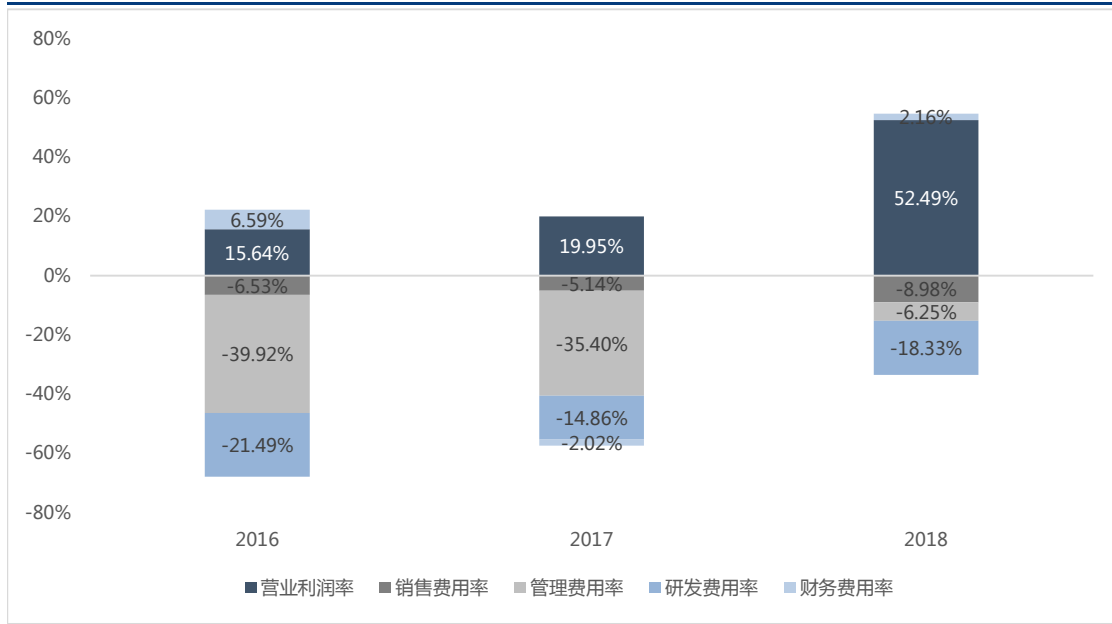


资料来源：公司公告，华创证券

2018 年管理费用 2.77 亿元，远远低于 2017 年的 14.85 亿元。下降主要因为没有确认股权激励费用。2016 年和 2017 年公司分别确认股权激励费用 11.68 亿和 12.17 亿。

2018 年销售费用 3.98 亿元，较 2017 年 2.16 亿元有所增长。增长主要因为《传奇世界 3D 手游》和《屠龙世界手游》的于 2018 年 5 月上线，相关的推广费用增加。

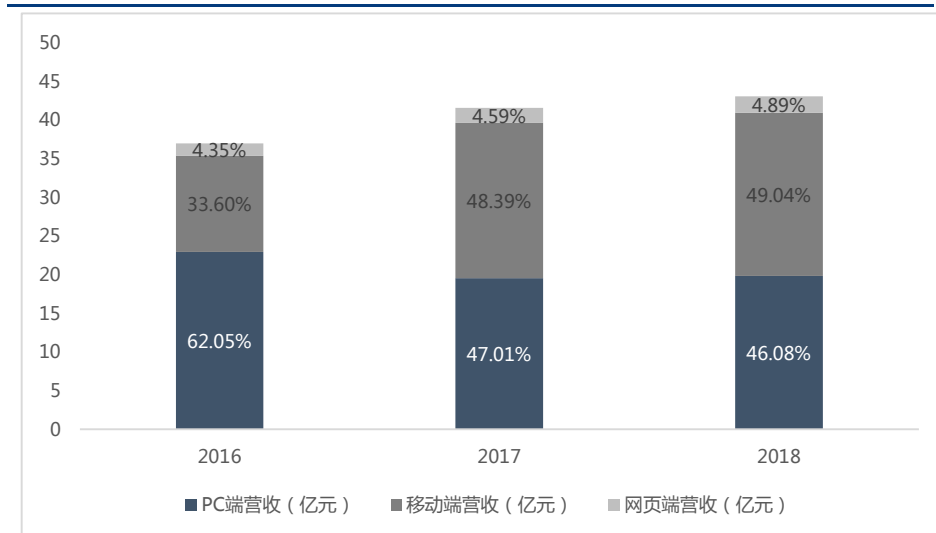
图表 10 盛大游戏三费率变化



资料来源：公司公告，华创证券

2018 年盛大游戏的移动游戏收入占比进一步攀升，达到 49.04%。受益于其自研手游上线，传奇 IP 延续性，海外市场布局，以及二次元市场逐渐成熟等为公司业绩带来的增长动力，18 年盛大游戏实现净利润 22.33 亿元，超额完成业绩承诺业绩。

图表 11 盛大手游营收占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

（二）端游业务：代理起家成为端游巨头，免费模式开创行业先河

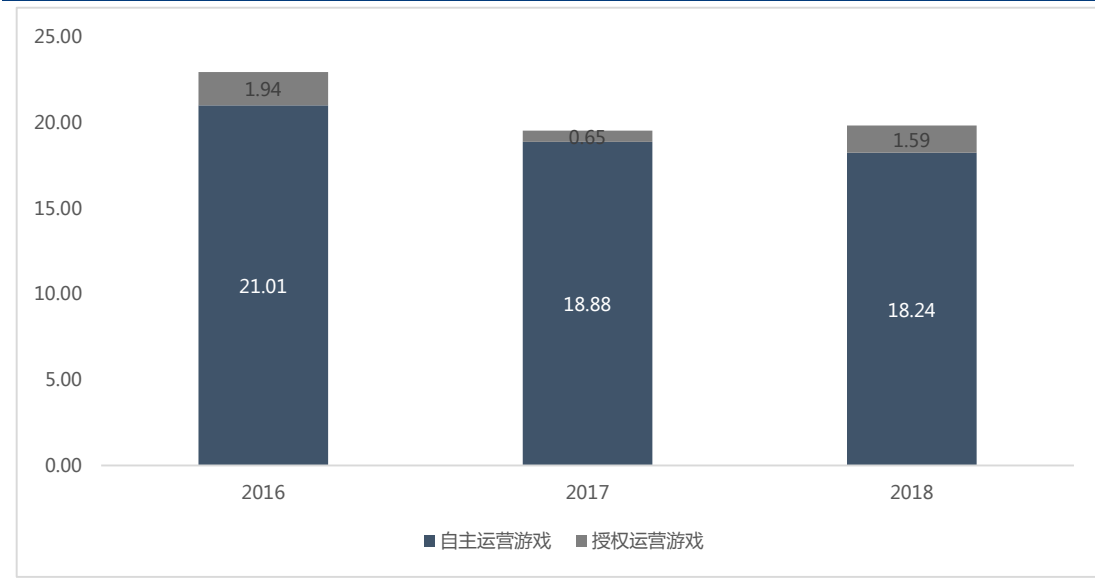
2001 年起，公司代理运营了《传奇 3》、《泡泡堂》、《龙之谷》、《永恒之塔》、《冒险岛》、《最终幻想 14》、《勇者斗恶龙 X》、《新热血英豪》、《泡泡战士》、《彩虹岛 2》等端游。

2003 年，公司自研的第一款网游《传奇世界》上线，之后自主研发了《风云》、《梦幻国度》、《千年 3》、《星辰传说 online》、《传世群英传》、《星辰变》、《传世无双》、《传奇永恒》端游。

2005 年，公司宣布《热血传奇》、《传奇世界》、《梦幻国度》三款游戏采用“永久免费”，开创游戏盈利新模式——“游戏免费，增值服务收费”，并成为当前游戏行业主流的商业模式。

但随着端转手的历史进程，公司端游收入不可避免地产生下滑，2017 年端游营收为 19.5 亿，低于 2016 年 23 亿。

图表 12 公司端游营收情况



资料来源：公司公告，华创证券

“传奇系”端游依旧经典。从产品来看，端游收入主要来自传奇、传奇世界，2018 年占比约为 30%，但其收入贡献占比正在下降。

2001 年陈天桥以 30 万美元拿下韩国《热血传奇》的代理权，2002 年《传奇》为盛大带来约 6 亿收入，占据中国网游 68% 的市场份额，成为第一大网络游戏运营商。2003 年盛大游戏发布自研游戏《传奇世界》，获得当年“年度最具人气国产网络游戏”，最高在线人数突破 100 万人。传奇系列生命周期长，流水稳定，也累积了丰富运营经验及庞大客户群体，注册用户过亿，活跃用户五百万级。在百度网游风云榜上，运营长达十余年的《热血传奇》仍然排在第七位，基于其背后强大运营和广泛受众的 IP 效力将在未来继续发挥巨大的潜力。

图表 13 公司头部端游营收（万元）及占端游收入比例

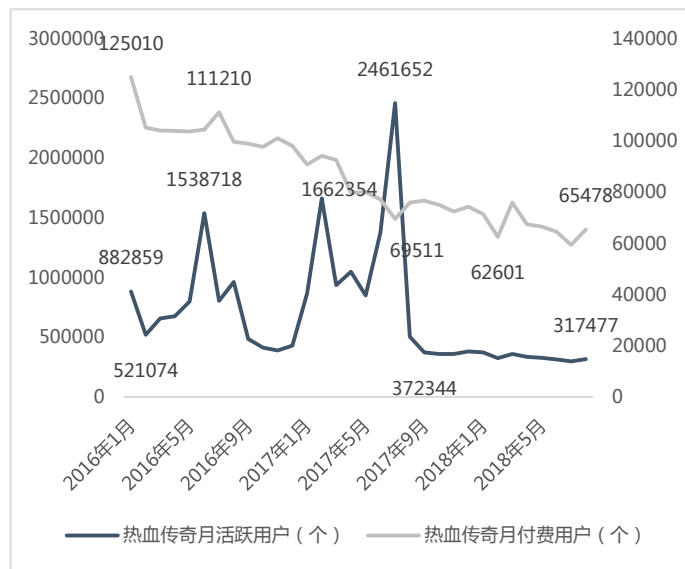
	2016		2017		2018 年	
《热血传奇》	58,133.02	25.33%	49,972.82	25.58%	52,748.09	21.53%
《传奇世界》	17,625.29	7.68%	20,579.31	10.54%	17,456.34	7.12%
《龙之谷》	27,042.76	11.78%	25,031.69	12.81%	18,644.41	7.61%
其 1: 《龙之谷》（中国）	23,441.97	10.21%	21,947.97	11.24%	17,114.15	6.98%
其 2: 《龙之谷》（海外）	3,600.79	1.57%	3,083.71	1.58%	1,530.26	0.62%
《冒险岛》	17,725.28	7.72%	19,970.00	10.22%	19,090.11	7.79%
《永恒之塔》	15,893.17	6.93%	13,907.76	7.12%	11,040.49	4.51%
《最终幻想 14》（中国）	5,125.55	2.23%	9,167.08	4.69%	18,249.12	7.45%
《传奇 3》	9,595.91	4.18%	9,090.11	4.65%	4,442.28	1.81%

	2016		2017		2018 年	
《传奇永恒》	24,019.04	10.47%	6,865.55	3.51%	5,426.91	2.21%
《最终幻想 14》（海外）	4,757.34	2.07%	6,587.07	3.37%	5,472.29	2.23%
《风云》	4,591.49	2.00%	4,797.11	2.46%	4,748.99	1.94%
合计	184,508.86	80.40%	165,968.49	84.97%	157,319.02	64.20%

资料来源：公司公告，华创证券

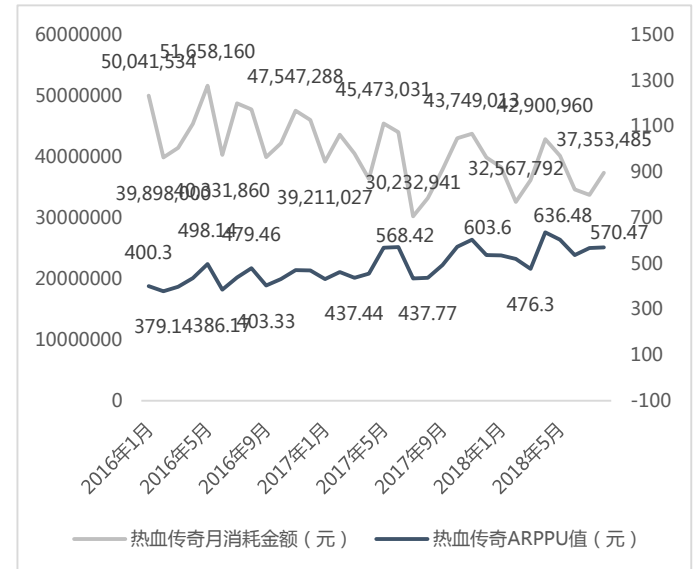
《热血传奇》MAU、付费用户有所下滑，ARPPU 较为稳定。

图表 14 热血传奇 MAU、付费用户变化



资料来源：公司公告，华创证券

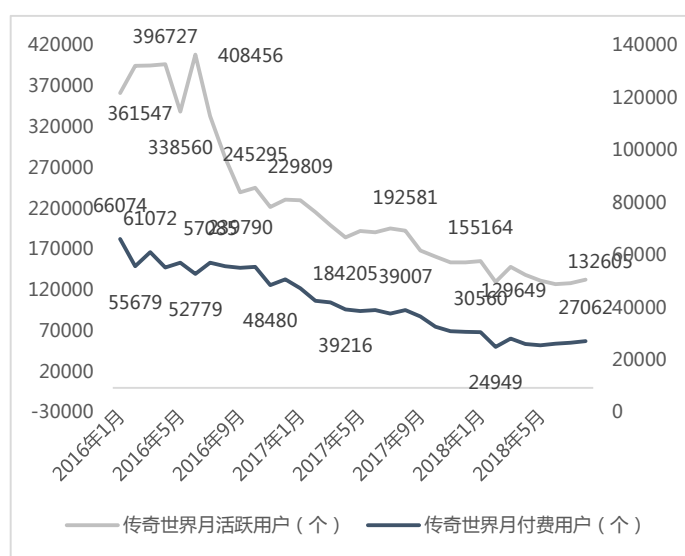
图表 15 热血传奇 ARPPU、消耗金额变化



资料来源：公司公告，华创证券

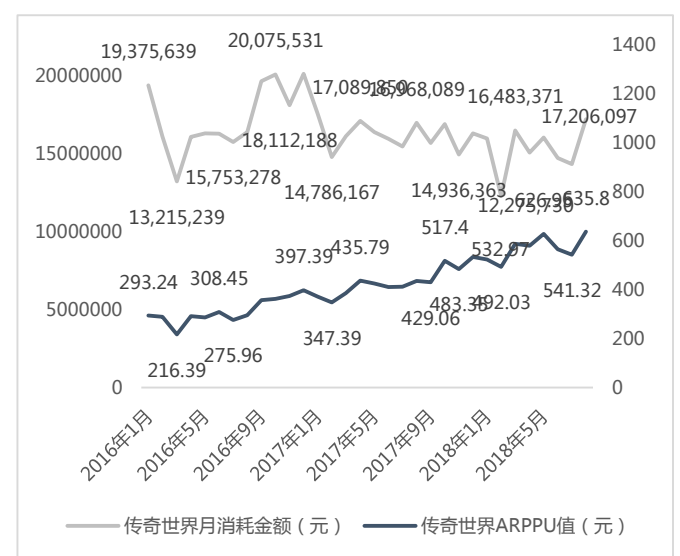
《传奇世界》月活下滑较快，ARPPU 稳中有升。

图表 16 传奇世界 MAU、付费用户变化



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 传奇世界 ARPPU、消耗金额变化



资料来源：公司公告，华创证券

从 2002 年起盛大先后获得了《泡泡堂》、《冒险岛》、《永恒之塔》、《最终幻想 14》的代理。与海外游戏开发者的良好关系使得盛大具有获得率先获得优质 IP 的优势，为后续端转手打下良好基础。

图表 18 盛大游戏旗下主要端游及代理端游

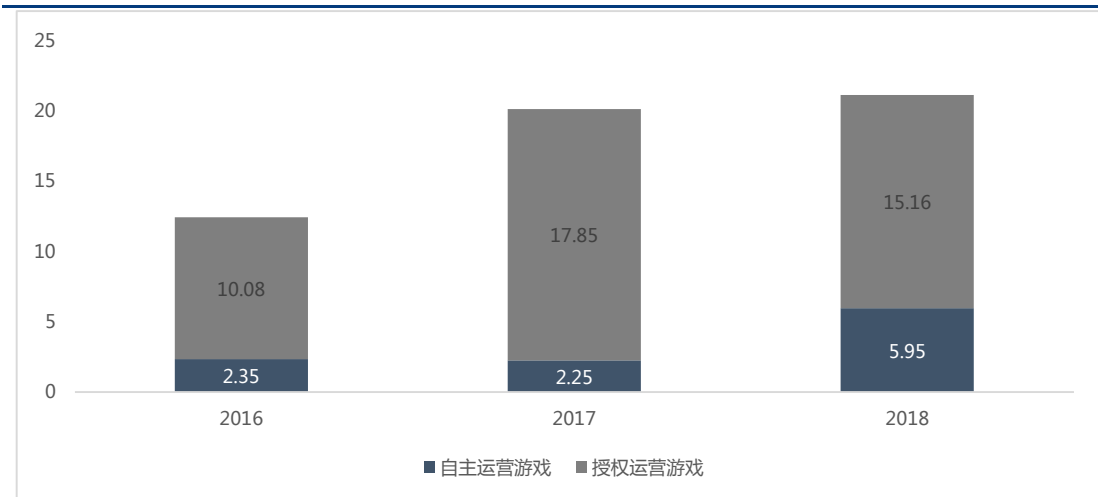
游戏名称	游戏类型	开发商	发行商	发行时间
《热血传奇》	MMORPG	韩国娱美德	盛大代理	2001.9
《泡泡堂》	休闲	NEXON	盛大代理	2003.4.12
《传奇世界》	MMORPG	盛大	盛大	2003.7.28
《冒险岛》	MMORPG	WIZET	NEXON（盛大运营）	2004.7.23
《彩虹岛》	MMORPG	韩国 Actoz Soft	盛大	2007.5.1
《龙之谷》	3DMMORPG	Eyedentity Games	盛大	2009
《永恒之塔》	MMORPG	NCsoft	盛大代理	2009.4
《最终幻想 14》	MMORPG	square enix	square enix（盛大代理）	2013.8

资料来源：公司官网，华创证券

（三）成功转型手游，《龙之谷世界》有望带来较大增量

2018 年盛大实现手游营收 21.11 亿，占总收入比重达从 2016 年 33.6% 上升到 49.04%。18 年 1 月腾讯发行《传奇世界》正版手游，由三七互娱和盛大游戏联合研发，上线一周 App Store 中国区游戏下载榜第 5，18 年还推出了《传奇世界 3D》等产品。

图表 19 盛大手游收入变化



资料来源：公司公告，华创证券

1、IP 优势：端游时代海外代理形成 IP 合作先机

1.1 传奇 IP 依然重要；但贡献占比持续减弱

传奇 IP 采取全生命周期管理，营收贡献突出。传奇 IP 作为盛大游戏的核心 IP，为盛大贡献了大量稳定流水。近年来，盛大也将传奇 IP 授权给多家游戏企业研发页游及手游，如《传奇霸业》《蓝月传奇》《王者传奇》等，均取得较高流水。

然而传奇 IP 成长曲折，盛大、娱美德版权之争旷日持久。2001 年，盛大游戏以 30 万美元的价格从韩国企业亚拓士（ACTOZ）手中取得了《传奇》代理权，约定将产品在中国大陆以及香港地区的相关著作权权利独家授予盛大游戏。

娱美德和亚拓士是《传奇》的共有著作权人。根据娱美德、亚拓士和盛大网络于 2002 年 7 月 14 日签署的《补充协议》，在《软件许可协议》及前述《补充协议》有效期内，娱美德将其作为《传奇》共有著作权人的一切权利委托亚拓士行使。根据亚拓士与娱美德联合出具的《〈热血传奇〉授权书》及亚拓士出具的《〈热血传奇〉授权声明》，自 2009 年 10 月 1 日至 2023 年 9 月 28 日，数龙科技、蓝沙信息有权将其《传奇》软件著作权转授权及分授权给第三方并有权采取一切措施积极维权。但截至目前，盛大与娱美德就《续展协议》有效性的法律纠纷尚在进行中。但盛大根据上述已签署的相关协议安排，在授权许可范围内正常使用传奇 IP 版权，并已按照约定分成比例计提相应的版权分成费。传奇 IP 共有版权和未决法律纠纷对盛大生产经营产生重大影响，如败诉会对盛大盈利稳定性造成一定影响。

因此，公司开启了手游产品多元化，以求增强公司产品运营稳定性。2016 年以来，传奇 IP 贡献占比持续降低：2016 年至 2018 年“传奇”IP 系列（不包括“传奇世界 IP”）产品营业收入占比分别为 49.99%、28.28%和 21.59%，毛利占比为 50.45%、31.92%和 22.26%。

图表 20 传奇 IP 营收及毛利占比情况（万元）

	2016	2017	2018 年 1-8 月
传奇 IP 营业收入	184,261.04	118,622.94	95,656.85
传奇 IP 毛利	154,408.45	99,180.84	78,239.68
营业收入	376,111.22	419,441.14	442,965.95
毛利	306,092.16	310,705.26	351,468.51
传奇 IP 产品营业收入占比	48.99%	28.28%	21.59%
传奇 IP 产品毛利占比	50.45%	31.92%	22.26%

资料来源：公司公告，华创证券

手游来看，从 2016 年《热血传奇》单款贡献 72%的手游收入，到 2018 年下降为 19.1%。（注意：传奇世界与传奇为不同 IP，前者为盛大独立知识产权）

图表 21 盛大主要手游产品收入及传奇类占比变化（万）

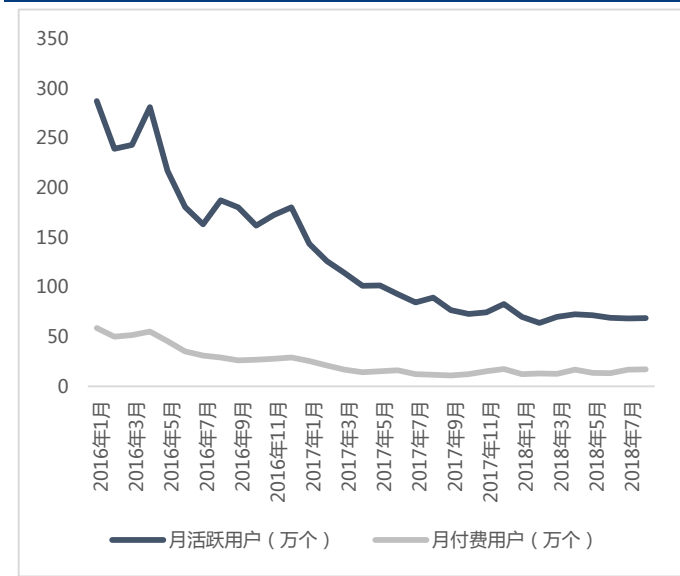
游戏产品	2016 年度		2017 年度		2018 年 1-8 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
热血传奇手游	89,714.80	72.20%	48,865.46	24.30%	23,314.50	19.10%
传奇世界手游			43,587.70	21.68%	15,894.69	13.02%
屠龙世界手游					13,724.48	11.24%
龙之谷手游			75,331.52	37.46%	9,719.81	7.96%
传奇世界 3D 手游					6,238.40	5.11%

合计	89,714.80	72.20%	167,784.68	83.44%	68,891.87	56.43%
----	-----------	--------	------------	--------	-----------	--------

资料来源：公司公告，华创证券

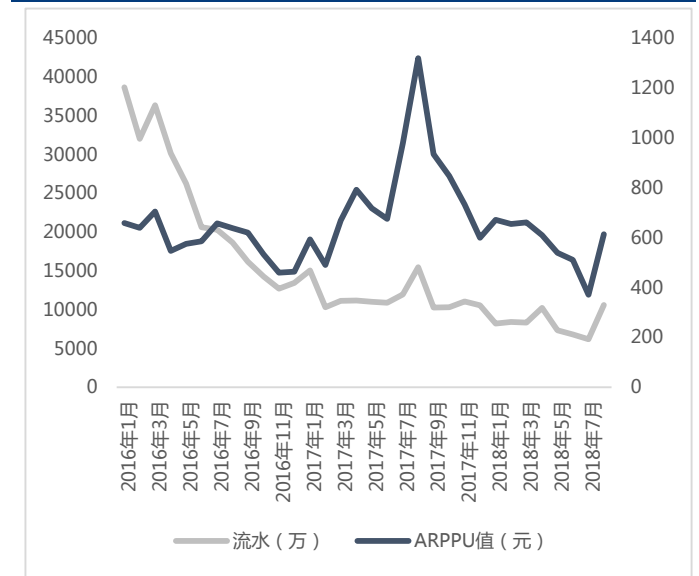
盛大游戏 15 年 8 月推出的《热血传奇手机版》上线后常月稳居畅销榜三甲行列，单日最高流水达到 4600 万元，月流水最高突破 7 亿，到目前累计流水过 70 亿。18 年以来《热血传奇》手游 MAU、付费用户、ARPPU 均较为稳定。

图表 22 热血传奇手游 MAU、付费用户变化



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 热血传奇手游 ARPPU、消耗金额变化



资料来源：公司公告，华创证券

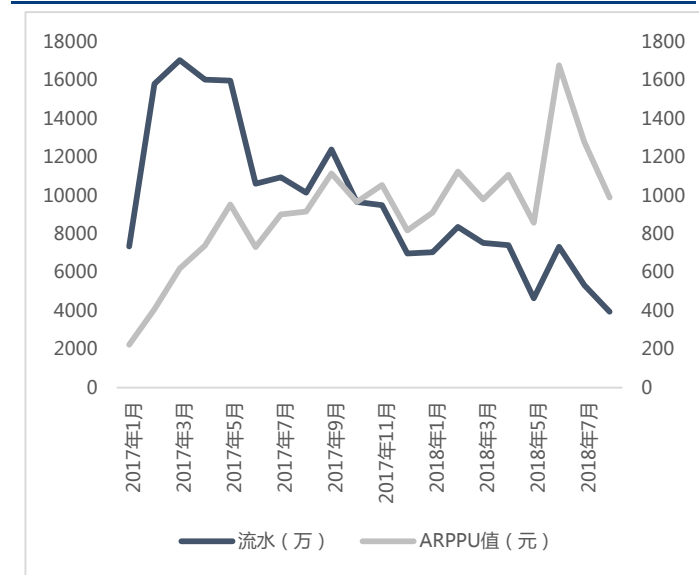
腾讯独代，盛大研发的《传奇世界》手游于 2017 年 1 月上线，高峰期贡献月流水 1.7 亿。2018 年以来月活较为稳定，ARPPU 稳中有升。

图表 24 传奇世界 MAU、付费用户变化



资料来源：公司公告，华创证券

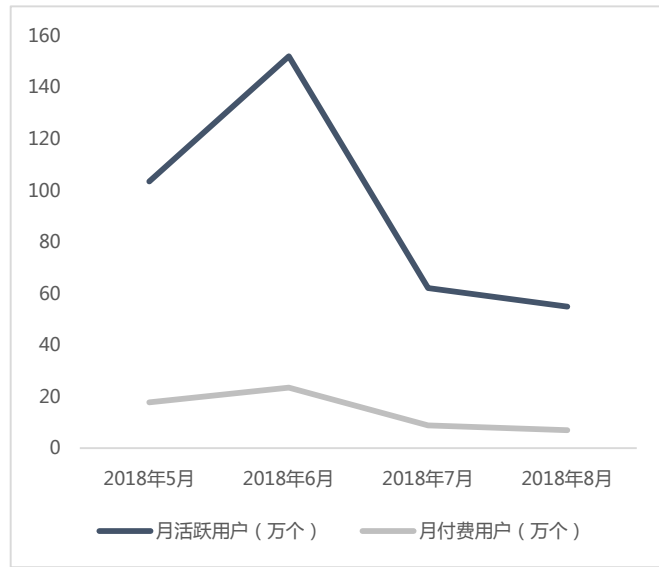
图表 25 传奇世界 ARPPU、消耗金额变化



资料来源：公司公告，华创证券

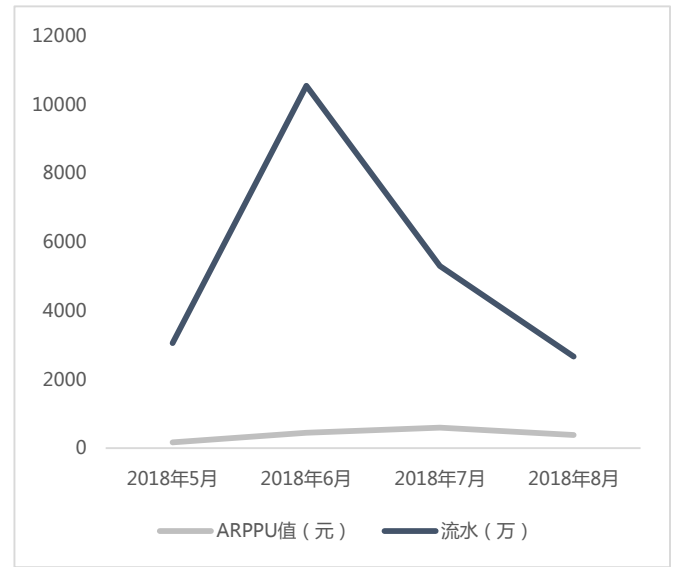
《传奇世界 3D 手游》于 2018 年 5 月上线，是公司起源工作室自研、腾讯发行的手游，基于传奇世界 IP 制作的具有庞大恢弘的中国玄幻世界观背景。与另一款 5 月上线的《屠龙世界》手游一样，为公司 2018H2 贡献手游收入增量。

图表 26 传奇世界 3D MAU、付费用户变化



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 传奇世界 3D ARPPU、消耗金额变化



资料来源：公司公告，华创证券

1.2 从代理到自研：期待《龙之谷世界》证明公司多品类爆款研发能力

作为老牌公司，盛大从代理海外大厂端游起家，与众多厂商早已建立良好合作关系。在手游层面，除了自研《传奇》产品外，盛大依然是最早获得海外优质产品代理权的厂商之一。曾代理《扩散性百万亚瑟王》、《魔物狩猎者》、《锁链战记》、《LoveLive》、《辐射避难所》等产品。

图表 28 盛大手游产品

时间	游戏	发行商	研发商	
2012 年 8 月	悍将传世	自研		MMOARPG
2013 年 7 月	扩散性百万亚瑟王	代理	Square Enix	二次元卡牌
2014 年 1 月	封神 MM	代理	金酷游戏	二次元、MMORPG
2014 年 2 月	魔物狩猎者	代理	Square Enix	卡牌
2014 年 3 月	勇者世界	代理	gumi	卡牌
2014 年 5 月	锁链战记	代理	SEGA	二次元卡牌
2014 年 6 月	LoveLive!学园偶像祭	代理	Bushiroad	二次元卡牌
2014 年 6 月	魔王日记	自研		二次元卡牌
2014 年 7 月	血族	自研		二次元卡牌
2015 年 5 月	热血传奇手机版	自研		MMORPG
2015 年 9 月	超级地城之光	自研		ARPG
2016 年 5 月	沙巴克传奇	自研		MMOARPG
2016 年 5 月	我们的传奇	自研		MMORPG
2016 年 7 月	辐射避难所单机版	代理	Bethesda	模拟
2017 年 3 月	龙之谷	自研		MMOARPG
2017 年 3 月	传奇世界手游	自研		MMORPG

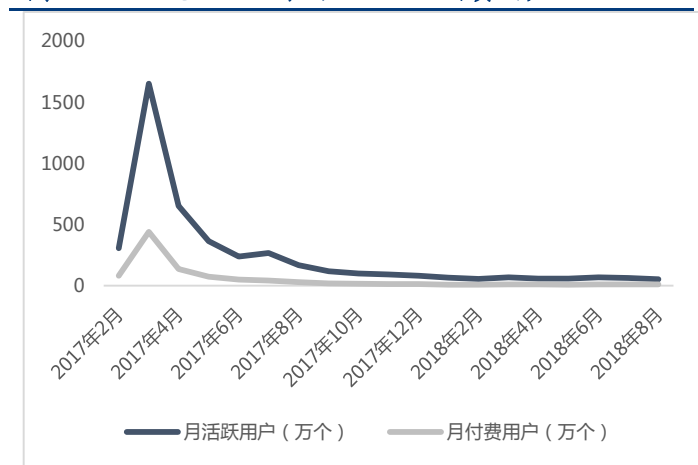
时间	游戏	发行商	研发商	
2017 年 8 月	龙之战记	自研		ARPG
2017 年 8 月	神无月	自研		二次元卡牌
2017 年 10 月	城与龙	代理	Asobism	策略
2017 年 11 月	暗黑血统 2	自研		MMOARPG
2017 年 11 月	境界之诗	代理	希娜科艺	二次元卡牌
2017 年 12 月	神域召唤	代理	Ateam	二次元、RPG
2018 年 5 月	传奇世界 3D	自研		MMORPG
2018 年 6 月	屠龙世界	自研		MMOARPG
2018 年 11 月	光明勇士	自研		MMORPG
2019 年 1 月	命运歌姬	代理	犀牛互动	二次元
2019 年 5 月	瑰雪黑阳: RWBY	自研		动作

资料来源: Appannie, 华创证券

但当前让市场最为不确定的便是, 公司自研产品除了“传奇”IP 外, 并没有特别的自研爆款出现。2017 年, 公司端转手产品《龙之谷》非常成功, 上线后陆续取得 IOS 免费版总榜第一、畅销榜第二的成绩, 上线首月取得 9.8 亿元流水, 2017 年创造的流水 25.5 亿元。但这一产品为盛大和欢乐互娱共同研发, 使得市场对盛大当前研发实力依然心存疑虑。

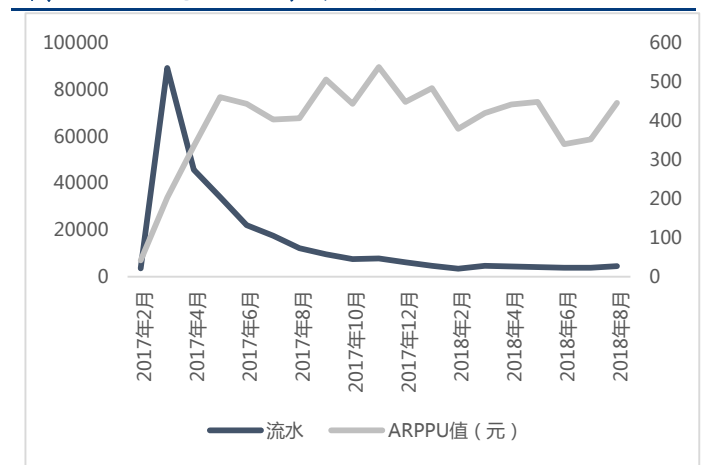
2019 年来看, 《龙之谷世界》将于 Q2-Q3 上线, 为公司工作室纯自研产品。有望成为长线产品持续贡献流水, 如《龙之谷世界》超出市场预期表现, 将成为盛大证明当前自身研发实力的好机会。

图表 29 《龙之谷》手游 MAU 及付费用户变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 30 《龙之谷》手游流水及 ARPPU 变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

当前, 公司拥有“传奇”、“龙之谷”、“神无月”、等核心 IP, 更多重磅 IP 正与海外大厂洽谈之中, 未来或有更多二次元、端转手项目上线。

图表 31 盛大游戏 IP 资源情况

IP 名称	IP 属性	IP 类型	IP 版权来源
传奇	游戏	玄幻 MMO	与他人共有自有
传奇世界	游戏	武侠 MMO	研发自有

IP 名称	IP 属性	IP 类型	IP 版权来源
龙之谷	游戏	动作 RPG	研发自有
神无月	游戏	卡牌	研发自有
千年	游戏	玄幻 MMO	研发自有
地城之光	游戏	动作 RPG	研发自有
英雄年代	游戏	武侠 MMO	研发自有
星辰变	文学	玄幻	外部授权
鬼吹灯	文学	盗墓	外部授权
盘龙	文学	西方玄幻	外部授权
魔界	游戏	玄幻 MMO	外购自有
雪中悍刀行	文学	仙侠	外部授权
彩虹岛	游戏	横版动作	研发自有
星辰杀	游戏	武侠 MMO	研发自有
生肖传说	游戏	武侠 MMO	外购自有
零世界	游戏	玄幻 MMO	研发自有
诸侯	游戏	武侠 MMO	外购自有
风云	游戏	武侠 MMO	外购自有
星尘传说 online	游戏	玄幻 MMO	外购自有
超级绿	漫画	都市	投资自有
武零后	漫画	英雄	投资自有
疯狂赛车	游戏	休闲竞速	研发自有
梦幻国度	游戏	休闲	研发自有
纵横天下	游戏	武侠 MMO	研发自有
三国总动员	游戏	休闲	研发自有
盛大富翁	游戏	休闲	研发自有
全城热斗	游戏	武侠 MMO	研发自有
星界传说	游戏	武侠 MMO	研发自有
悍将传世	游戏	武侠 MMO	研发自有
传世群英传	游戏	武侠 MMO	研发自有
求魔	游戏	玄幻 MMO	研发自有
城市总动员	游戏	休闲	研发自有
麻球盒子	游戏	休闲	外购自有
仙境世界	游戏	休闲	研发自有
重生时代	游戏	玄幻 MMO	研发自有
缘分搜索	游戏	休闲	研发自有
宠物生活	游戏	休闲	研发自有
战神图	游戏	休闲	研发自有
宝石大作战	游戏	休闲	研发自有

IP 名称	IP 属性	IP 类型	IP 版权来源
Gpets	游戏	休闲	研发自有
DJ	国度	游戏 休闲	研发自有
切客花园	游戏	休闲	研发自有
神迹	游戏	武侠 MMO	研发自有
推推侠	游戏	休闲	研发自有
迪斯尼梦幻飞板	游戏	休闲	研发自有
泡泡岛	游戏	格斗	研发自有
只言片语	游戏	休闲	研发自有
怪物总动员	游戏	休闲	研发自有
羊羊与狼	游戏	休闲	研发自有
蛋糕总动员	游戏	休闲	研发自有
龙城战记	游戏	动作 RPG	研发自有

资料来源：公司公告，华创证券

1.3 储备游戏项目优质，19 年营收增长可期

公司预计于 19 Q2-Q3 上线《龙之谷世界》手游，此外《辐射：避难所》、《地城邂逅》等 IP 产品预期也将陆续上线。经过多年手游研发积淀，2019 年起盛大众多自研手游产品即将开花结果。

图表 32 盛大游戏 Pipeline

名称	类型	进度	发行账号	研发商	版号
流浪者小岛	放置，解密	2019 年 5 月 8 日上线	盛大游戏	Tricky Tribe	
地城邂逅：记忆憧憬	角色扮演	2019 年 4 月 25 日上线	盛大游戏	WFS	新广出审[2018] 文网游进字〔2018〕0109 号
AKB48 樱桃湾之夏	养成	预约中	盛大游戏		
刀锋之怒	ARPG	预约中	盛大游戏		新广出审[2018]1749 号
辐射：避难所 Online	生存，冒险	预约中	盛大游戏	盛大游戏	新广出审[2017]10153 号
金装裁决	MMO			自研	新广出审[2018]1757
雄图霸业	MMO			代理	新广出审[2017]4869
玉女降临	卡牌			自研	新广出审[2017]7842
龙之谷世界	角色扮演，MMORPG	2019H2 上线	腾讯	盛大游戏	
偶像顶点（暂定）	卡牌			IP 授权自研	
美男世界（暂定）	卡牌			代理	
自营 1	ARPG			IP 授权自研	
龙之谷世界	MMO			自研	

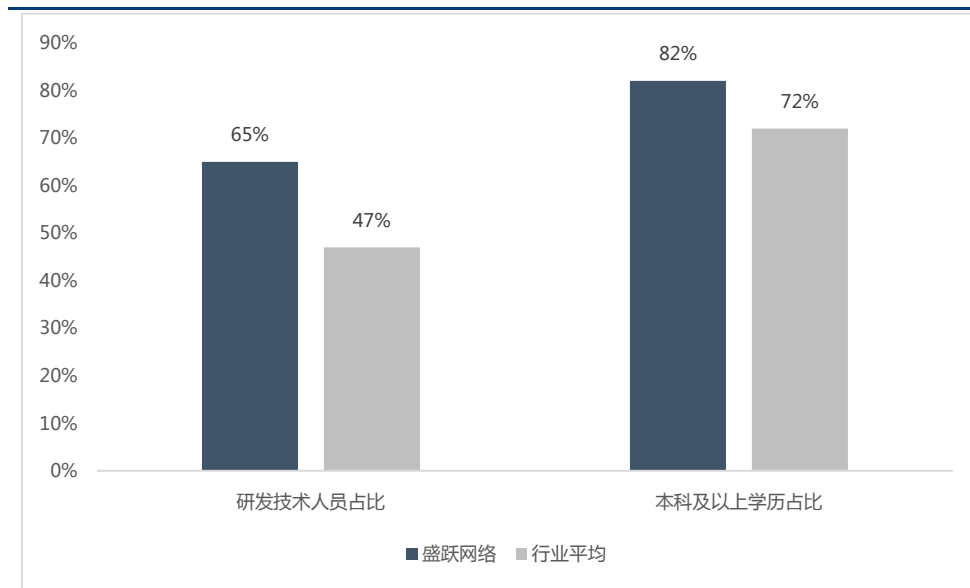
名称	类型	进度	发行账号	研发商	版号
AC 计划（暂定）	ARPG			IP 授权自研	
彩虹岛手游	MMO			自研	
庆余年	MMO			IP 授权自研	
无尽的远征（暂定）	MMO			IP 授权自研	
授权 1	卡牌			IP 授权自研	
疯狂爱消厨	休闲	预约中	盛大游戏		新广出审[2018] 文网游进字〔2018〕0109 号

资料来源：TapTap，公司公告，广电总局，华创证券

2、研发优势：积蓄力量建立四大研发中心、八大工作室

公司人才储备充足，研发投入处于行业领先水平。截至 2018 年 12 月 31 日，公司总员工人数 3617 人，其中研发及技术人员 2,346 人，占比 64.86%，远超行业平均水平（47%）。研发人员中，博士、硕士、本科学历人数合计 1,921 人，占研发人员总数比例为 81.90%，优质员工助力盛大游戏持续位居行业一线。公司研发费用率高于行业平均水平，足以支撑收入持续增长。

图表 33 公司员工结构与行业比较



资料来源：公司公告，华创证券 注：盛跃网络即盛大游戏。

四大全球研发发行中心构建全球发行体系，盛大游戏拥有上海、成都、武汉、韩国四大全球研发发行中心，游戏产品覆盖港澳台地区、日、韩、东南亚、中东、欧洲、北美等 100 多个国家和地区。目前海外收入占盛大游戏收入的 20%，依靠全球同步发行《龙之谷世界》、《最终幻想 14》等热门移动游戏，点点互动强大海外发行能力也将加码盛大游戏海外发行。

旗下八大工作室，研发团队实力强劲。当前公司有八大游戏工作室、共 2000 多人研发团队，研发覆盖自研 IP、日韩、欧美合作 IP 等多个种类。八大工作室的主要负责人和制作人均有 10 年以上的游戏开发、运营经验，不乏从国内网游市场起步就一直任职盛大的游戏老将，同时公司对各工作室有较大激励。

图表 34 盛大游戏八大工作室

工作室名称	主要领导	业务方向	代表性游戏
D.N.A 工作室	陈光	研发实力最强的工作室之一	《龙之谷》、《无主之地》；在研《辐射避难所》、《龙之谷世界》
传奇工作室	沈杰	传奇 IP 端游；手游、H5；引进重度、核心向海外产品	《热血传奇》、《最终幻想》、《lovelive! 》
北斗工作室	叶坚	擅长 MMOPRG	《传奇永恒》、《沙巴克传奇》
萌芽工作室	胡婵君	多品类创意网游、韩系休闲	《永恒之塔》、《冒险岛》、《彩虹岛》、《泡泡堂》
传世工作室	任霆	研发、运营、发行一体	端游《传奇世界》、《星辰变》；手游《神无月》
起源工作室	王佩雄	自研手游，3D 引擎开发	《超级地城之光》、《传奇世界 3D》、《龙之起源》
热血工作室	张在伟	移动游戏研发	《热血传奇手游》，在研“传奇”IP
启航工作室	陈玉林	面向国内外 CP 引进和合作	《粉刷匠大作战》、《疯狂爱消厨》

资料来源：华创证券调研

3、发行优势：腾讯 30 亿战略入股，三七互娱战略合作助力公司补足渠道、发行能力。

3.1 腾讯 30 亿入股，强化产品渠道

在腾讯正式战略入股之前，盛大游戏与腾讯在游戏代理发行方面已有密切合作。2015 年盛大游戏和腾讯合作的《热血传奇》手游创造最高月流水 7 亿，到目前累计流水过 70 亿。2017 年盛大游戏推出两款由腾讯代理发行的《龙之谷》、《传奇世界》手游，《龙之谷》最高月流水近 10 亿。拥有微信、QQ 以及应用宝等众多分发平台的腾讯，在手游发行领域具备强大优势，18 年腾讯手游发行口径市占率达 58%。2018 年腾讯直接以 30 亿入股盛大游戏，是腾讯近年内在国内游戏公司投资最大的一笔，表明双方利益更趋一致，将推动双方 IP 开发与代理发行的双赢合作良性循环。

资料来源：官网，华创证券

此外，盛大子公司还与国内发行龙头三七互娱共同出资 5000 万成立手游发行公司掌娱网络，向三七互娱学习发行经验。

2018年4月，母公司世纪华通与三七互娱签署战略合作协议：在未来3年，世纪华通优先授权三七互娱游戏改编权，数量每年不少于3款；三七互娱国内外游戏发行运营在同等条件下优先与世纪华通合作。

点点互动 (Funplus) 已于 2018 年 1 月 16 日正式并表, 为上市公司海外游戏业务发展加码。

本次并购当中，公司以发行股份及支付现金方式，购买趣加控股持有的点点开曼 40%股权、菁尧国际 100%股权、华联国际 100%股权和华毓国际 100%股权（后三家合计持有点点开曼 60%股权）。

以及购买菁尧投资、华聪投资和华毓投资合计持有的点点北京 60%的股权和钟英武和关毅涛合计持有的点点北京 40%的股权。

```

graph TD
    ZYW[钟英武] -- 100% --> NI[Nonstop International Limited]
    GYT[关毅涛] -- 100% --> GZ[GZ International Limited]
    NI -- 72.42% --> QJG[趣加全球控股]
    GZ -- 27.58% --> QJG
    QJG -- 100% --> QJH[趣加互动]
    QJH -- 100% --> QJC[趣加控股]
    QJC -- 40.0000% --> DDKW[点点开曼]
    QJG -- 100% --> QYI[菁尧投资]
    QYI -- 100% --> QYJ[菁尧国际]
    QYJ -- 31.9716% --> DDKW
    QJG -- 100% --> HZT[华聪投资]
    HZT -- 100% --> HZJ[华聪国际]
    HZJ -- 7.1048% --> DDKW
    QJG -- 100% --> HMT[华毓投资]
    HMT -- 100% --> HMJ[华毓国际]
    HMJ -- 20.9236% --> DDKW
  
```

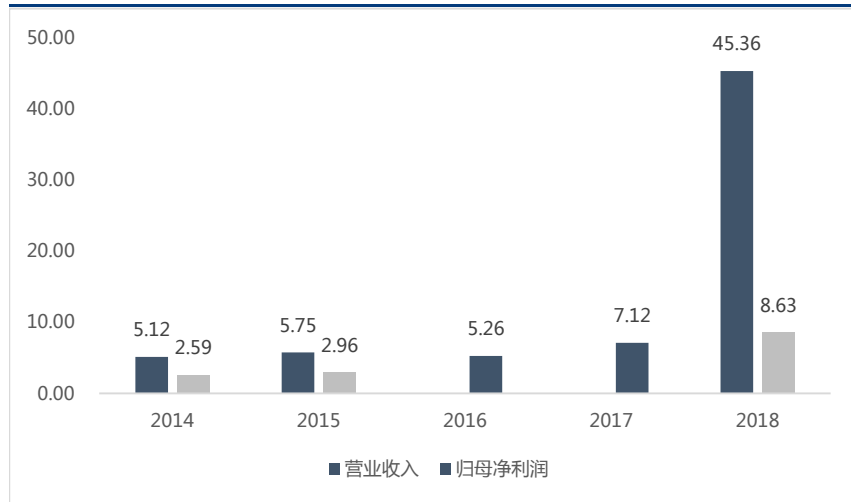
资料来源：公司公告，华创证券

```
graph TD; A[菁尧投资] -- 31.98% --> F[点点北京]; B[华聪投资] -- 7.10% --> F; C[华毓投资] -- 20.92% --> F; D[钟英武] -- 34% --> F; E[关毅涛] -- 6% --> F;
```

资料来源：公司公告，华创证券

Funplus 实现高速增长，顺利完成业绩承诺。公司 2016、2017、2018 年度分别实现归母净利润 5.26 亿元、7.12 亿元和 8.63 亿元，同比增长 77.59%、35.22%和 21.21%，均超额完成业绩承诺。Funplus 早期深耕于基于 Facebook 的休闲游戏，2016、2017 年的高速增长主要由《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》两款 SLG 手游贡献。

图表 38 点点互动财务数据（万）

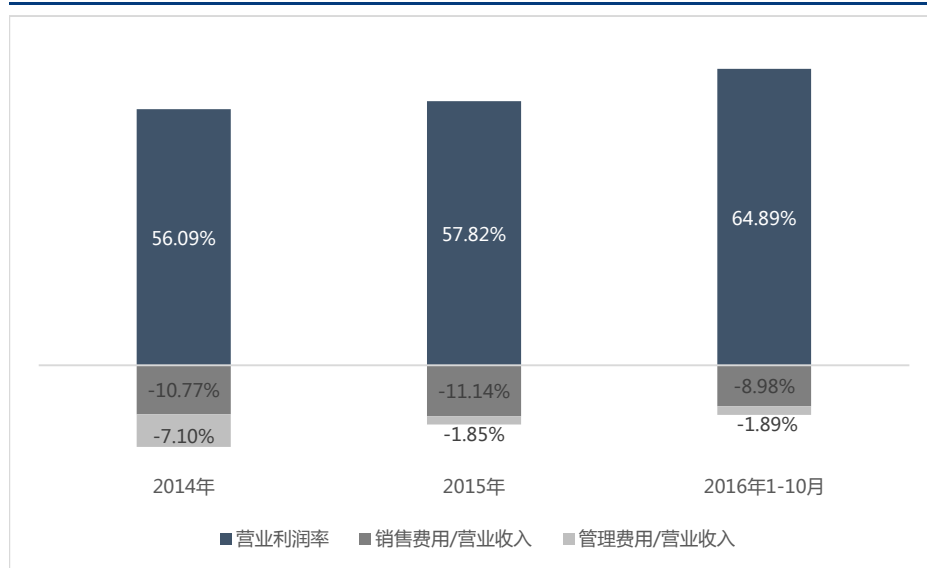


资料来源：公司公告，华创证券

管理费用占营业收入的比例由 2014 年度 7.10%下降至 2015 年的 1.85%，下降幅度较大，主要系点点开曼 2014 年 7 月进行了内部结构调整，将点点香港及其子公司剥离至趣加互动，从而将非游戏业务的研发人员剥离导致支付的研发费用大幅减少。

2014 年度、2015 年度及 2016 年 1-10 月，销售费用占营业收入比例分别为 10.77%、11.14%及 8.98%，整体呈上升趋势，主要因为随着运营游戏的数量不断增加且从 2014 年开始拓宽了与移动客户端的合作，广告推广费不断增加。

图表 39 点点互动费率变化



资料来源：公司公告，华创证券

Funplus 具有强大的研发实力和人才储备。首席执行官兼技术总裁陈琦，曾先后在几家著名互联网公司任职，如：360 圈、Koolanoo 集团，Spil Games Asia 等。技术副总裁张华良，本科毕业于上海交通大学，取得科学工程专业的理学学士学位，在中美两国都有丰富的软件行业任职经验，工作的公司包括：Netscape Communications Corporation、Engage Corporation 等，曾为 BuyPayWin.com 的共同创始人及 Movoto.com 的技术总监。游戏平台负责人张思远，在超图软件担任地理信息系统开发工程师。

图表 40 点点互动核心技术人员简介

姓名	性别	从业年限	任职
陈琦	男	11 年	首席执行官
张华良	男	28 年	技术副总裁
张思远	男	8 年	游戏平台负责人
海飞	男	9 年	Family Farm Seaside 项目主管

资料来源：公司公告，华创证券

（一）中国厂商海外市场收入增速远高于国内，版号总量控制推动海外发行商获得更多产品

中国手游厂商在美国、日本、韩国、德国、英国、法国、加拿大等地区的 2018 年行业增速都超过 40%，且增速远高于 2017 年水平。

图表 41 中国游戏出海数据

新兴市场助推下载量增长，收入实现全线上升				App Annie			
主要市场（按总部位于中国的公司*的游戏下载量排名） iOS 与 Google Play 综合数据，2018 年				主要市场（按总部位于中国的公司*的游戏用户支出排名） iOS 与 Google Play 综合数据，2018 年			
排名	国家/地区	相对于 2017 年	2017 年相比 2016 年	排名	国家/地区	相对于 2017 年	2017 年相比 2016 年
1	美国	41%	-1%	1	美国	60%	51%
2	印度	78%	71%	2	日本	72%	62%
3	印尼	67%	22%	3	韩国	84%	19%
4	巴西	37%	0%	4	台湾地区	4%	8%
5	越南	45%	28%	5	德国	40%	40%
6	俄罗斯	26%	-1%	6	中国香港	23%	19%
7	泰国	16%	7%	7	英国	55%	48%
8	墨西哥	28%	-10%	8	俄罗斯	26%	31%
9	土耳其	33%	-2%	9	法国	47%	59%
10	菲律宾	36%	5%	10	加拿大	52%	68%

资料来源：App Annie，华创证券

2018 年，Funplus 依然在网易、腾讯等众多游戏厂商中脱颖而出，成为中国厂商出海龙头。2019 年来看，版号受压制的情况下，中国厂商必然被迫海外发力。版号总量控制的前提下，无法获得版号不出海，便出局。对于像 Funplus 这样的海外强势发行公司来说，必然能获得更多可选产品。2019Q1，根据 App Annie 数据显示，Funplus 依然在中国出海发行商排行中夺得榜首。

一方面，Funplus 在北美市场已经产生成熟的发行优势；另一方面，盛大持有韩国微信 Kakao 一定股权比例，并在日韩地区早已有一定基础。公司整体而言在海外头部市场有较好协同。

图表 42 2018 年主要中国游戏发行商出海排名

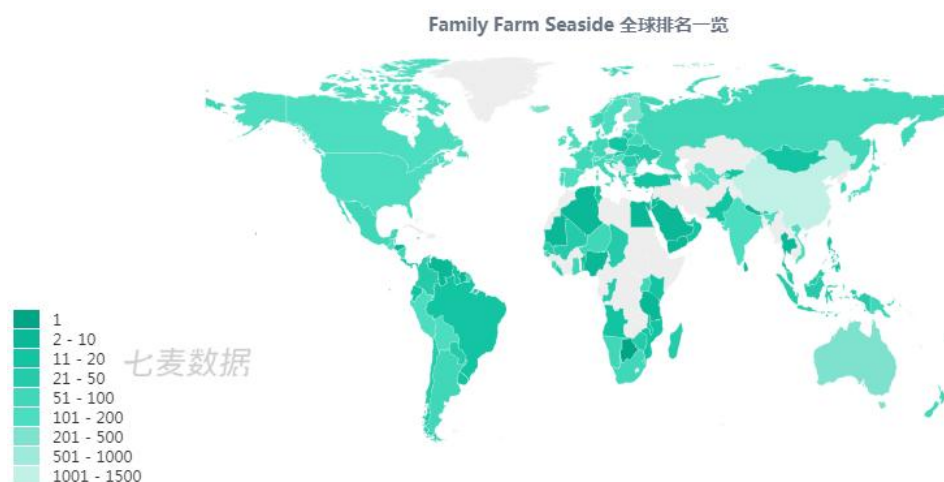


资料来源: App Annie, 华创证券

(一) 持续深耕社交休闲游戏，研发优势打造全球细分品类龙头

Funplus 早期基于 Facebook 平台开发诸多的社交休闲模拟类页游。公司自研的休闲模拟类游戏《家庭农场》上线七年，全球用户总数量超过 1 亿，依然保持着月千万美元的营收。公司在引导客户消费和提升客户消费价值上有不俗成绩。

图表 43 Family Farm Seaside 全球聚会/模拟游戏排名（截止 2019 年 3 月）



资料来源: 七麦数据, 华创证券

《家庭农场》的成功为点点互动积累了从游戏设计、优化、用户维护、营销、推广、游戏内微创新、渠道等一系列经验。

2012 年，点点互动再次瞄准移动游戏市场的红利，顺势推出《家庭农场》的手机版——《海滨农场》（Family Farm

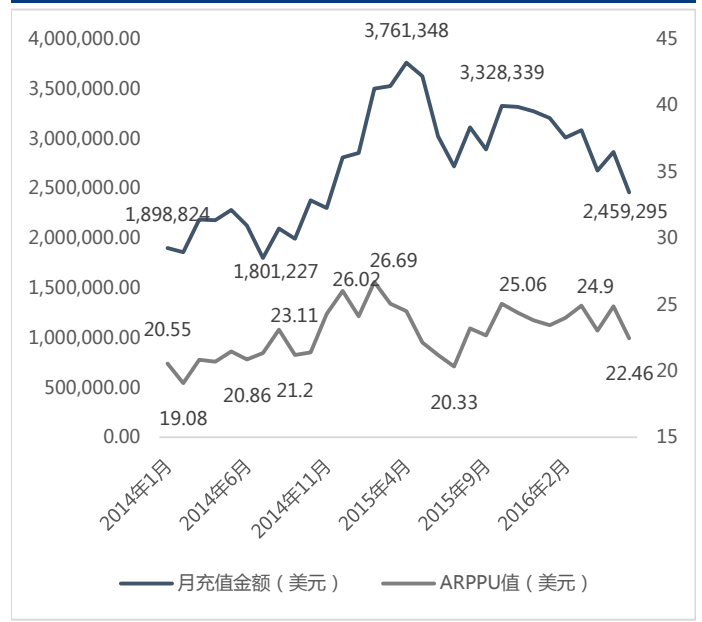
Seaside），发行后跃升为全球 87 个市场 App Store 畅销榜 TOP10 的成绩，截至 2019 年 3 月，《海滨农场》仍然占据了近 30 个国家和地区 App Store 畅销榜 TOP10，强大的生命周期和高用户粘性拓展了点点互动的营收空间。

图表 44 Family Farm Seaside MAU 及月付费用户



资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 Family Farm Seaside 流水及 ARPPU



资料来源：公司公告，华创证券

（二）跳出传统休闲游戏舒适圈，发力 SLG+精品代理发行成绩喜人

业务布局发生转变，自研+代理全面发展。2014 年之前，公司主要以轻度休闲类游戏为主，发行地区则主要集中在欧美地区。2014 年之后，公司开始战略转型，主要体现在两个方面：第一，公司拓展了游戏业务的外延，由以自研为中心向自研+代理并重的方向发展，代理收入不断提升；第二，海外发行在公司中的重要性提升。

2018Q4，公司上线《Town and Tails》、《Happy Merge - Dream Farm》、《Zone Z》等产品；2019Q1，公司上线《Zone Z》、《梦境侦探》、《맨트라》（当前韩国畅销排位 30-50 名）、《Animatch!》、《牧羊人之心》手游。

图表 46 点点互动手游上线情况

游戏名称	类型	开发商	上线时间
Family Farm Seaside	手游	FunPlus	2013 年 2 月
Texas Poker	手游	卡拉网络	2013 年 4 月
刀塔传奇	手游	莉莉丝	2014 年 9 月
MT2	手游	乐动卓越	2015 年 4 月
乱斗西游	手游	网易互娱	2015 年 8 月
League of Immortals	手游	网易游戏	2015 年 8 月
Warship	手游	Goorusoft	2016 年 4 月
Wartide	手游		2016 年 5 月
帝国之光	手游		2016 年 5 月
Sandigma	手游	Unicorn Game	2016 年 5 月

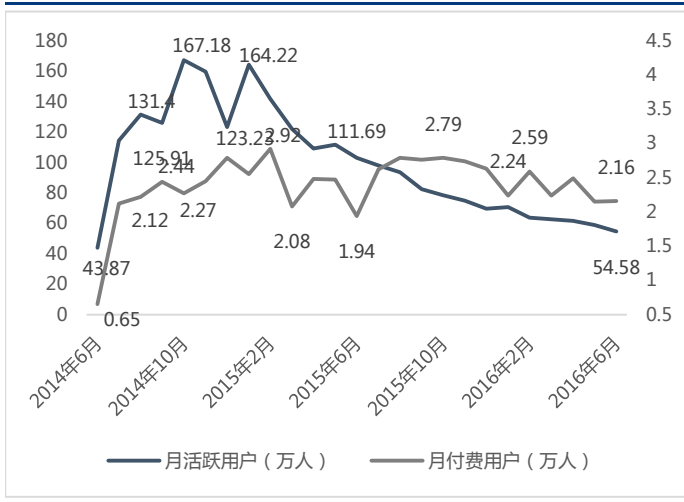
游戏名称	类型	开发商	上线时间
Valiant Force	手游	XII Braves（投资公司）	2016 年 5 月
Boom Islands	手游	Caden Goodwin	2016 年 5 月
Guardians Underground	手游		2016 年 6 月
阿瓦隆之王 King of Avalon	手游	KingsGroup（点点工作室）	2016 年 7 月
幸运捕鱼	手游		2016 年 11 月
Unlimited Alliance Conquest	手游		2016 年 12 月
Dino Village: Next Island	手游		2017 年 5 月
星际连环阵	手游		2017 年 6 月
龙之谷	手游	盛大	2017 年 8 月
火枪纪元 Gun of Glory	手游	KingsGroup（点点工作室）	2017 年 8 月
奥拉索斯战纪	手游	XII Braves（投资公司）	2018 年 4 月
Townkins	手游		2018 年 6 月
巨兽崛起	手游		2018 年 4 月
Z Day: Hearts of Heroes	手游		2018 年 8 月
小镇物语	手游	点点互动	2018 年 9 月
Town and Tails	手游		2018 年 10 月
Happy Merge - Dream Farm	手游		2018 年 12 月
Zone Z	手游		2019 年 1 月
梦境侦探	手游		2019 年 2 月
맨트라	手游		2019 年 2 月
Animatch!	手游		2019 年 4 月
牧羊人之心	手游	YAMAYURI GAMES	2019 年 4 月

资料来源：公司公告，华创证券

SLG 以长生命周期著称，稳居最赚钱游戏类型。榜单上前五的席位，有四席属于（经营模拟）SLG 游戏。SLG 品类对公司的运营能力和本地化策略有很大考验，在公司等头部厂商建立先发优势的前提下，有较高的进入壁垒。中重度类型将为公司稳定贡献收入，并有利于公司后续拓展市场。

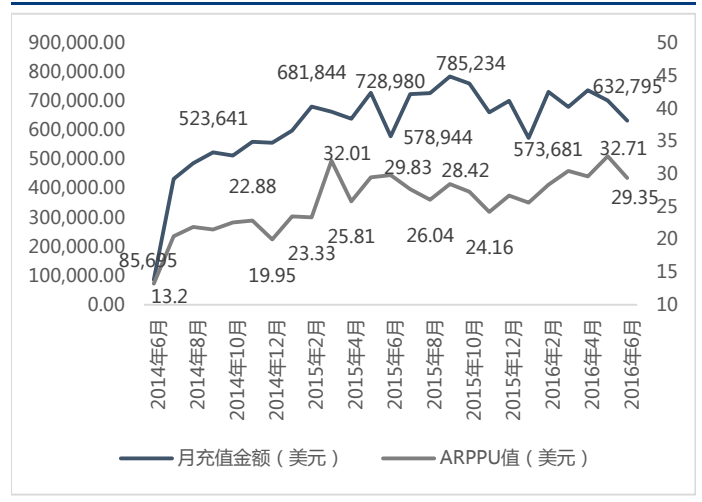
摸清海外玩家口味后，2014 年 FunPlus 相继推出《Royal Story》、《Happy Acres》等多款 SLG 类游戏。

图表 47 Happy Acres MAU 及付费用户数



资料来源：公司公告，华创证券

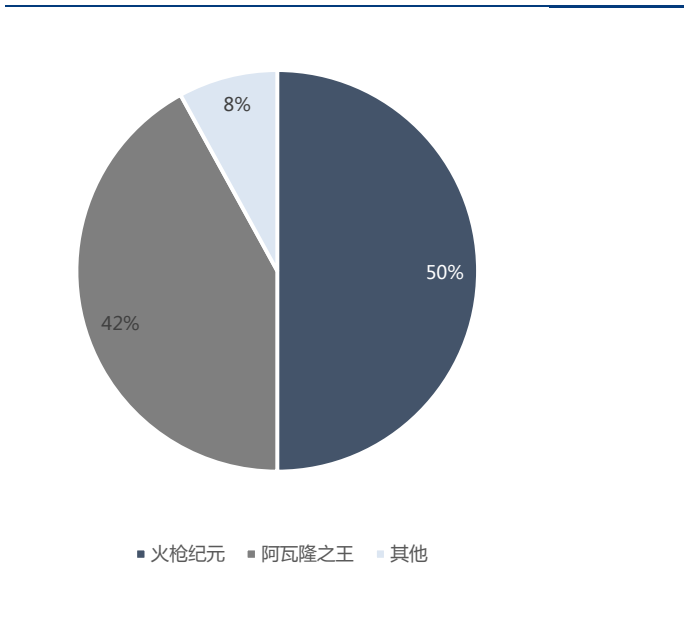
图表 48 Happy Acres 流水及 ARPPU



资料来源：公司公告，华创证券

2018 年，根据 Appannie 数据来看，Funplus 手游收入主要来源于《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》两款 SLG 产品，二者均是稳定在畅销榜 TOP10 位置数年的手游，研发工作室皆为 Funplus 投资的 KingsGroup，制作人是有“手游出海领域的张小龙”之称的刘宇宁。

图表 49 2018 年点点互动海外手游营收构成



资料来源：AppAnnie，华创证券

图表 50 2018 年度中国手游出海收入 TOP30



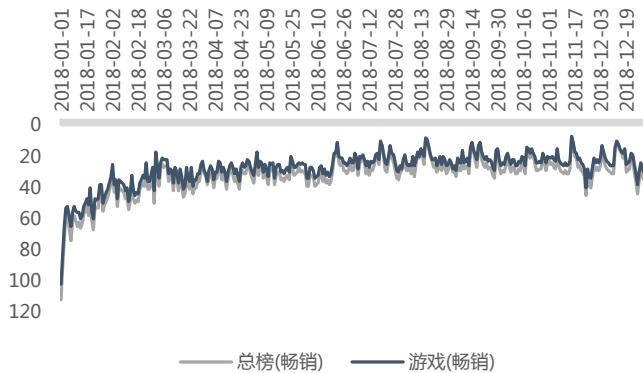
资料来源：Sensor Tower，华创证券

2016 年推出的《阿瓦隆之王》海外累计收入 3.8 亿美元（截止 2018 年 9 月），上线至今已经有 3 年多时间，强劲势头不得不让人刮目相看。

《火枪纪元》是 2017 年下半年的推出的产品，2018 年一整年的表现势头也最为强劲，2018 年前 9 月累计收入 2 亿美元，2 月至 10 月稳居第三，但其他月份依然维持在 Top5。

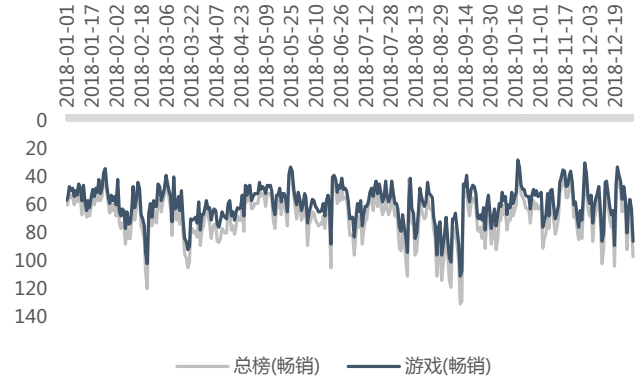
2019 年，我们判断这两款产品依然会贡献不错流水，此外公司 2019 年会有《螺旋英雄谭》、《螺旋境界线》、日式女性向卡牌类产品上线成为增量。

图表 51 《Gun of Glory》长期占据美国畅销榜前列



资料来源：七麦数据，华创证券

图表 52 《king of avalon》长期位列美国畅销榜前列



资料来源：七麦数据，华创证券

四、七酷网络：国内页游研发领先者，加快“页转手”转型

七酷网络是国内领先的无端网游研发厂商。在无端游戏领域内专门从事 ARPG、RPG、SLG、游戏引擎研发与产品内容研发。公司成立于 2008 年，总部位于无锡国家软件园，在无锡、上海、北京、深圳都设有控股公司从事无端网游研发运营业务。而随着手游时代来临，公司战略有所变化，战略布局开始以无端网游与移动端网游并存为方向。截止到目前，七酷网络的主要产品有手游《屠龙决战沙城》、《传奇天下》以及页游《传奇盛世》。七酷网络增长迅猛，快速成为国内一线页游厂商。七酷网络于 2014 年 9 月完成并表并入世纪华通，业绩承诺完成情况如下：

公司收入从 2012 年 0.1 亿元增长到 16 年的近 3 亿元，年复合增长达到 140%。利润方面，2012 年公司尚处亏损状态，到 2016 年归母净利润已达 1.76 亿元，顺利完成业绩承诺。

图表 53 七酷网络业绩承诺完成情况

	2014	2015	2016
承诺扣非后归母净利润不低于	9000 万元	12400 万元	16400 万元
实际扣非后归母净利润	9488.64 万元	13018.62 万元	17552.75 万元
承诺利润超额完成比例	5.43%	4.99%	7.03%

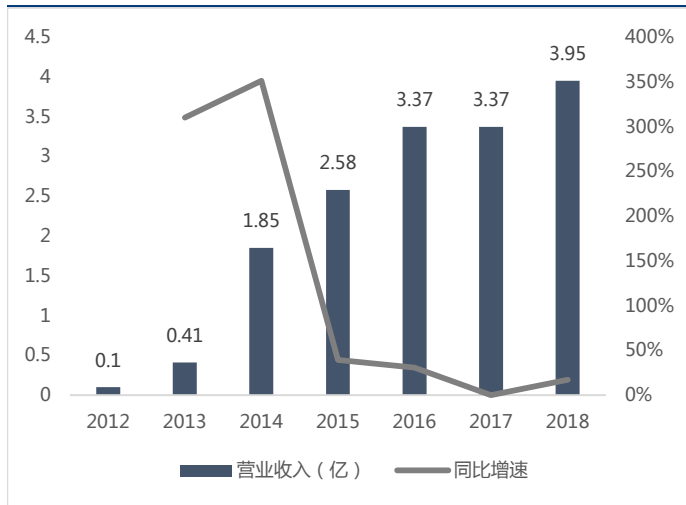
资料来源：公司公告，华创证券

2017 年七酷网络营收 3.37 亿，保持稳定；利润端，公司以 5 亿元高价出售杭州盛锋，获得投资收益 4.5 亿元，排除投资收益净利润为 1.3 亿，同比下滑。

此外，2017 年 11 月，七酷投资以 1.5 亿元收购国内优质页游研发商——北京文脉互动 51% 股权，承诺业绩 18/19/20 净利润 5000/6000/7200 万；然而 2018 年 3 月 19 日，公司又再一次出售北京文脉互动。

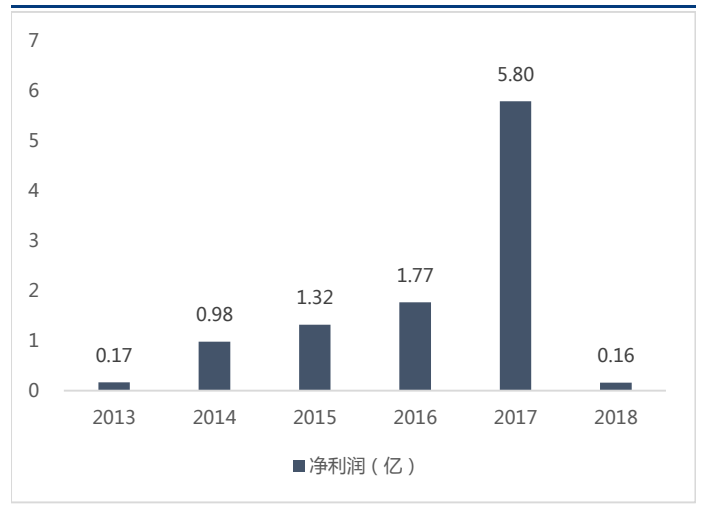
2018 年，七酷网络实现营收 3.95 亿，实现净利润 0.16 亿。2018 年，页游开服数有所下滑；手游层面，新推出的《择天记》、《魔力宝贝》等手游前期流水可观，后期略显不足。加之公司扩大研发投入，总部研发人员从 17 年的 430 人增加到了 18 年的 660 人，推动成本走高，导致 18 年净利润下滑明显。

图表 54 七酷网络营收（亿）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 55 七酷网络净利润（亿）



资料来源：公司公告，华创证券

（一）专注精品页游研发，开服数市场前列

公司页游定位“精品化”，市场表现在同类型游戏中较为突出。其子公司杭州盛锋开发的《传奇盛世》自 2015 年 9 月开服以来在各大页游开服排行榜中长期位居前十（当前已剥离）。从页游研发商角度，七酷网络 2018 年全年开服 5491 组，在所有页游研发商中排名第十一。

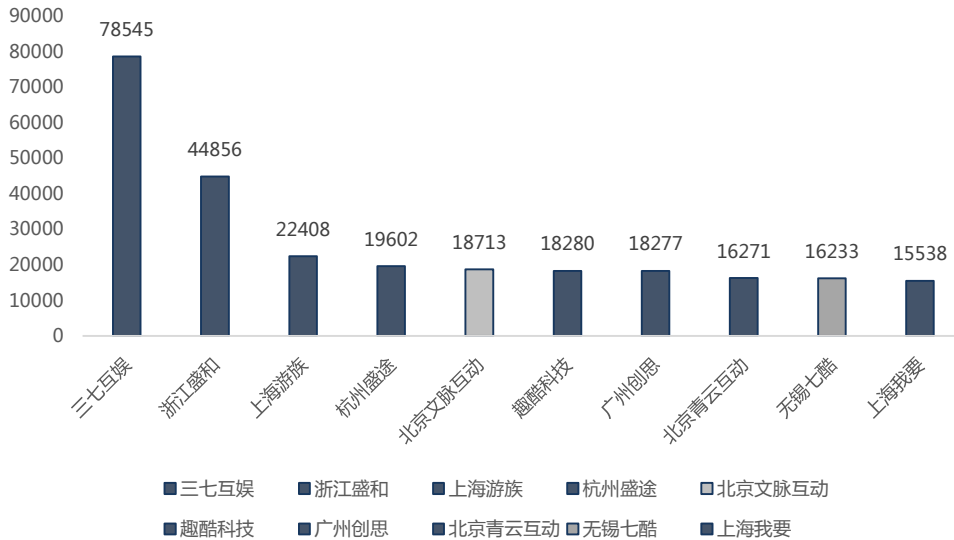
图表 56 2018 年研发商开服排行榜

2018年研发商开服排行榜			
	第一名：上海三七互娱 服务器：40934 组 传奇霸业 10513		
	第二名：浙江盛和 服务器：17478 组 蓝月传奇 14038		
	第三名：杭州盛途 服务器：10661 组 传奇世界 10661		
TOP4:	成都墨非科技	服务器：10590组	详情
TOP5:	趣酷科技	服务器：10051组	详情
TOP6:	上海我要	服务器：8953组	详情
TOP7:	杭州盛游	服务器：8616组	详情
TOP8:	上海游族	服务器：7614组	详情
TOP9:	北京文脉互动	服务器：7132组	详情
TOP10:	广州创思	服务器：5668组	详情
TOP11:	无锡七酷	服务器：5491组	详情

资料来源：9k9k，华创证券

由于页游行业整体趋势下行，2018 年公司开服数较 2017 年有所下滑。根据 9k9k 数据，七酷排名从 2017 年第 9 下滑到第 11。七酷主要页游有：《热血传奇》、《决战沙城 2》、《传奇时代》、《天神传奇》等传奇类产品。

图表 57 2017 年网页游戏研发商开服总榜前十



资料来源：9k9k，华创证券

文脉互动 2018 年 Q1 贡献母公司流水的主要产品有《攻沙》、《屠龙战记》和《热血战歌》。其中《攻沙》自 2017 年 7 月推出后，稳居页游开服榜前十。文脉互动 2018 年初至 3 月 19 日剥离为上市公司贡献利润 979.84 万。

图表 58 北京文脉主要页游

游戏名称	游戏类型	游戏题材	开发商	发行商	上线时间	开服数量
《屠龙战记》	ARPG	魔幻	北京文脉	2144	2016 年	7982
《热血战歌》	ARPG	魔幻	北京文脉	360 游戏、37	2016 年	4362
《攻沙》	ARPG	传奇类	北京文脉	哥们网	2017 年 7 月	11137

资料来源：公司官网，9k9k，华创证券

图表 59 攻沙开服数量趋势



资料来源：9k9k，华创证券

图表 60 2018 年度开服数量排行榜

TOP4: 传奇霸业	服务器: 10513组	详情
TOP5: 灭神	服务器: 8601组	详情
TOP6: 金装传奇	服务器: 7014组	详情
TOP7: 大天使之剑	服务器: 5950组	详情
TOP8: 传奇盛世	服务器: 5452组	详情
TOP9: 魔域永恒	服务器: 5195组	详情
TOP10: 攻沙	服务器: 5167组	详情
TOP11: 天剑狂刀	服务器: 4985组	详情

资料来源：9k9k，华创证券

（二）逐步推进“页转手”，多次霸占 iOS APP 榜首

2014 年公司发布第一款魔幻 ARPG 游戏《热血战纪》手游版，这也是七酷在页转手领域的初次尝试。其后公司陆续发布《决战沙城》、《传奇天下》、《屠龙决战沙城》、《魔力宝贝》，以及与腾讯、三七互娱合作的《择天记》，市场表现喜人。

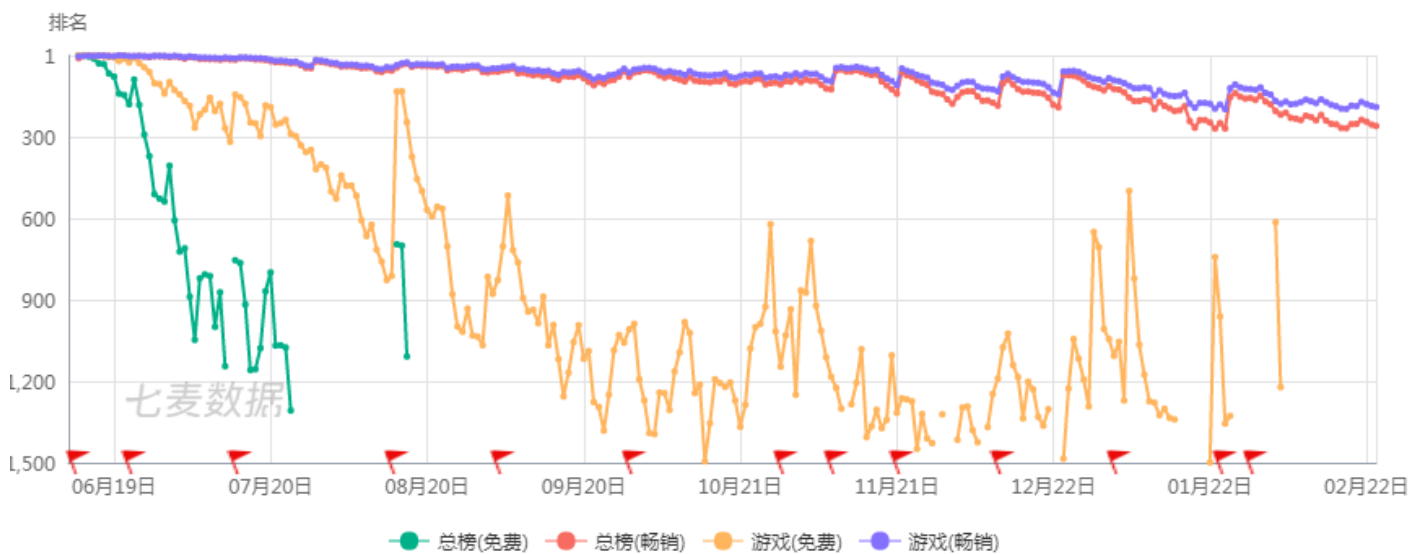
图表 61 七酷主要手游产品

游戏名称	游戏类型	游戏题材	开发商	发行商	上线时间
《热血战纪手游版》	ARPG	魔幻	七酷网络		2014 年
《决战沙城》	MMORPG	玄幻	七酷网络	CMGE	2014 年
《传奇天下》	RPG	魔幻	七酷网络		2016 年
《屠龙决战沙城》	MMORPG	玄幻	七酷网络	CMGE	2017 年
《择天记》	MMORPG	玄幻	七酷&上海墨鹍	腾讯	2018 年 1 月
《凤凰无双》	ARPG	玄幻	七酷&三九互娱		2018 年 3 月
《魔力宝贝》	RPG	探险	ENIX	腾讯&七酷	2018 年 6 月
《仙境传说》	MMORPG		韩国 GRAVITY	塔人网络	2019 年

资料来源：公司公告，华创证券

其中，《择天记》、《魔力宝贝》上线第一日便登顶 iOS 总榜及游戏榜第一位。

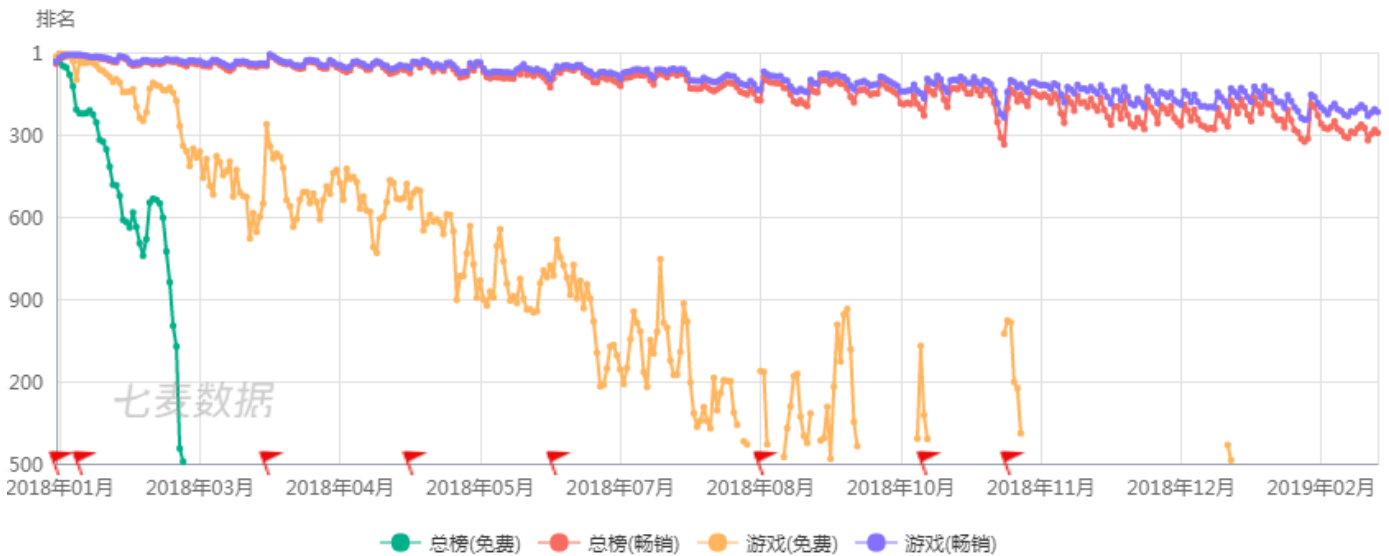
图表 62 魔力宝贝 iOS 排名情况



资料来源：七麦数据，华创证券

《择天记》首周流水日均突破 1000 万元，由于公测时间较晚，电视剧放映一年后才正式公测，影游联动效果一般，游戏热度扩散受到影响。上线以来在游戏下载榜和畅销榜均呈现下滑趋势。

图表 63 择天记 iOS 排名情况



资料来源：七麦数据，华创证券

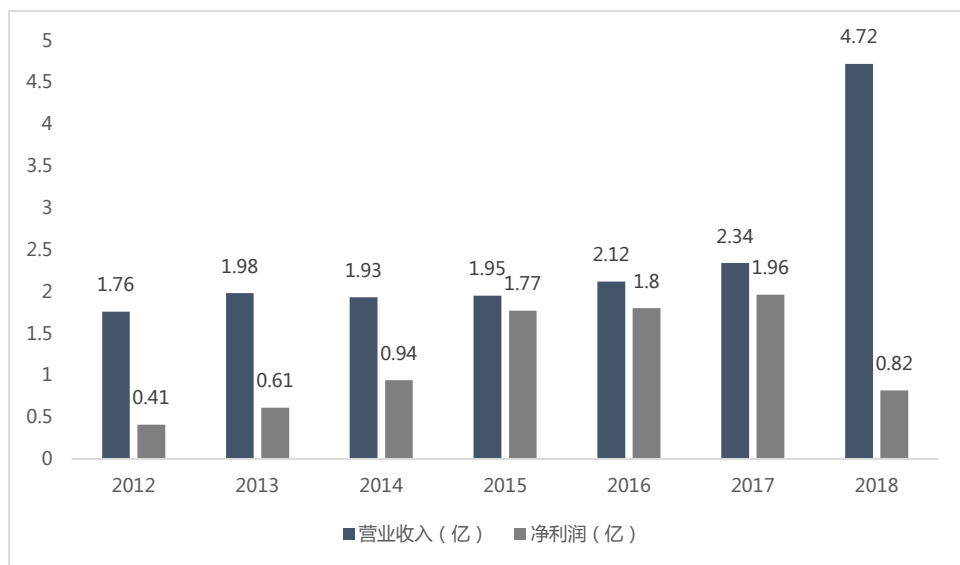
五、天游软件：爆款体育休闲游戏起家，收购优质平台获利颇丰

天游软件公司成立于 2004 年 10 月 8 日，是中国领先的运动休闲竞技类网络游戏平台运营商，旗下拥有国内知名游戏运营平台 T2CN。其子公司厦门趣游（后改名哥们网科技）是中国网页游戏行业的龙头企业。

2014 年天游软件完成并表并入世纪华通，承诺业绩 14/15/16 为 0.9/1.1/1.4 净利润亿，实际实现 0.94/1.77/1.81 亿。

天游软件逐步由页游向手游转型，2018 年天游软件旗下哥们网代理发行了《仲裁之刃》、《剑魂榜》、《龙城独霸》等手游，流水表现良好，18 年实现营收 4.72 亿元，同比增长 202%，但由于成本的提高，推升销售费用大幅提高，18 年净利润有所下滑。

图表 64 天游财务数据

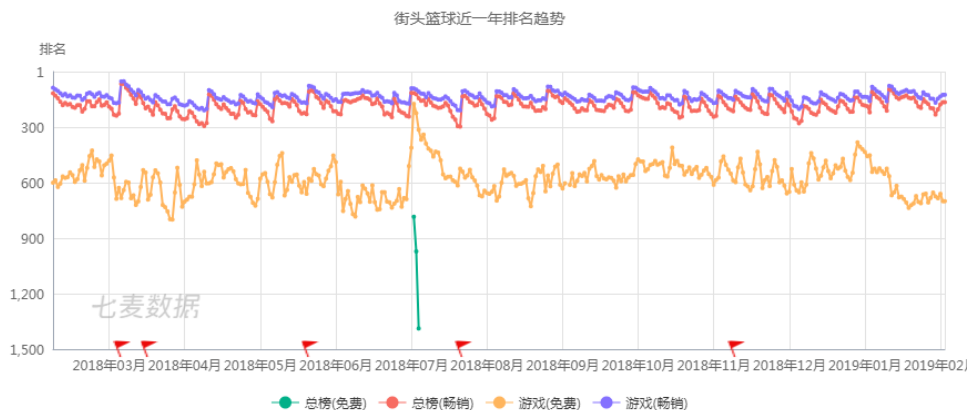


资料来源：公司公告，华创证券

（一）天游：爆款端游热度不减

天游软件的爆款产品《街头篮球》拥有过亿注册用户，30 万人同时在线的成绩，总流水过 10 亿元，使天游成为国内一流的网络游戏厂商，目前产品在网吧网游热力排行榜中位于 20 名左右。2016 年推出《街头篮球》手游，目前 iOS 端总下载量近千万，近期在 APP Store 游戏畅销榜中排 126 位，在体育榜排 31 位。

图表 65 街头篮球手游近一年排名趋势



资料来源：七麦数据，华创证券

图表 66 街头篮球手游界面



资料来源：公司资料，华创证券

（二）哥们网：仙侠特色缔造头部页游运营平台

哥们网科技有限公司成立于 2008 年 9 月，隶属于厦门趣游科技有限公司，目前已发展成为中国前十大网页游戏运营平台之一。2015 年 5 月，世纪华通子公司天游软件以 35 亿元收购厦门趣游科技有限公司，取得 100% 股权。

公司以“侠文化”为基础，成功打造了哥们网、牛 A 网、聚游网、游戏多、7711、真武、573、2667 八大极具中华文化特色的知名网页游戏平台，成功运营了《九阴绝学》、《天书世界》、《九龙朝》、《仙域》、《打天下》、《攻沙》、《傲剑 2》等具有鲜明中华传统文化特色、月营收过千万的精品页游。

哥们网旗下共运营网页游戏 144 款，在 2018 年度排行榜中位于 18 名，较 2017 年度排名上升 1 位，总开服数达到 41787 组，在页游衰退的大环境中运行平稳，流水贡献保持稳定。

图表 67 2018 年度开服数量排名

TOP8: 贪玩游戏	服务器: 9665 组	详情
TOP9: 7K7K	服务器: 8706 组	详情
TOP10: 9377	服务器: 7816 组	详情
TOP11: 51游戏	服务器: 7337 组	详情
TOP12: 爱奇艺游戏	服务器: 6720 组	详情
TOP13: 迅雷牛X页游	服务器: 6569 组	详情
TOP14: 傲天游戏	服务器: 6327 组	详情
TOP15: 2144	服务器: 6172 组	详情
TOP16: XY游戏	服务器: 5836 组	详情
TOP17: 金山猎豹	服务器: 5700 组	详情
TOP18: 哥们网	服务器: 5682 组	详情
TOP19: 酷狗游戏	服务器: 5148 组	详情
TOP20: 斗鱼TV	服务器: 5066 组	详情
TOP21: 易乐玩	服务器: 4976 组	详情

资料来源: 9k9k, 华创证券

图表 68 哥们网运营游戏大全

哥们网运营游戏大全							
游戏名称	总开服数	最近30天	详情	游戏名称	总开服数	最近30天	详情
攻沙	2437	45	开服列表	九阴绝学	5724	32	开服列表
万剑	907	32	开服列表	天书世界	6719	32	开服列表
蓝月传奇	940	5	开服列表	打天下	2041	14	开服列表
传奇世界	483	14	开服列表	逆天邪神	404	0	开服列表
灭神	355	32	开服列表	寒刀	299	0	开服列表
梁山传奇	297	0	开服列表	射雕英雄传	277	5	开服列表
傲剑2	2147	9	开服列表	北斗神兵	253	51	开服列表
齐天大圣	316	0	开服列表	盗墓笔记	304	0	开服列表
铁血血城	468	0	开服列表	斗罗大陆之史莱克	188	16	开服列表
传奇盛世	464	0	开服列表	九龙朝	987	0	开服列表
太极崛起	154	14	开服列表	天地诸神	220	0	开服列表
赤月传说2	343	0	开服列表	血饮传说	144	56	开服列表
三国群雄传	141	0	开服列表	大青云	133	0	开服列表
鹿鼎记	114	4	开服列表	龙符	114	5	开服列表
傲剑绿色版	200	5	开服列表	格斗江湖	412	5	开服列表
仙域	984	5	开服列表	乾坤战纪	108	0	开服列表
主宰传奇	95	0	开服列表	神仙劫	93	0	开服列表
青云志	235	0	开服列表	三生三世十里桃花	74	0	开服列表
修仙记	70	0	开服列表	修天决	99	0	开服列表

资料来源: 9k9k, 华创证券

六、盈利预测与估值

随着盛大游戏并入公司, 我们预计将带来大幅收入利润增长。同时盛大旗下核心 IP 手游《龙之谷 2》预期将于 2019 年 Q2~Q3 上线, 带来稳定的利润增量。我们预计公司 2019~2021 年营收分别 141.93 亿元/160.19 亿元/174.53 亿元, 归母净利润分别为 34.55 亿元/38.48 亿元/41.11 亿元, 对应 EPS 分别为 0.93/1.04/1.11 元, 对应 PE 分别为 8x/7x/6x。

可比公司 2019 年 P/E 中位数为 13.16X, 我们据此给予公司目标价 12.24 元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

图表 69 可比公司估值

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	市销率	企业价值/EBITDA(倍)
				TTM	19E	20E				
中位值	中位值	1513949.26	1513949.26	15.77	13.16	10.73	3.01	1766419.74	4.83	16.03
002558.SZ	巨人网络	3656030.16	3656030.16	36.15	--	--	4.00	3701629.42	11.02	30.93
002624.SZ	完美世界	3233150.00	3233150.00	17.65	15.00	12.94	3.64	3425006.86	4.16	19.81
002555.SZ	三七互娱	2656087.82	2656087.82	25.23	14.13	11.87	4.14	2723339.55	2.97	14.82
600373.SH	中文传媒	1645260.39	1645260.39	9.88	9.12	8.17	1.19	1907460.39	1.66	10.66
002174.SZ	游族网络	1513949.26	1513949.26	15.77	12.34	10.27	3.20	1766419.74	5.02	16.47
300418.SZ	昆仑万维	1462971.69	1462971.69	12.33	10.69	9.12	2.47	1708638.29	4.83	16.03
603444.SH	吉比特	1418308.18	1418308.18	18.12	17.00	14.67	4.54	1426690.00	8.07	14.50
300315.SZ	掌趣科技	945817.08	945817.08	-3.06	--	--	1.72	948194.97	5.17	14.02
002425.SZ	凯撒文化	494756.61	494756.61	14.69	9.70	7.36	1.23	560549.02	6.57	19.25
300031.SZ	宝通科技	472153.78	472153.78	15.45	13.16	10.73	1.95	511453.78	2.20	11.63

资料来源: wind, 华创证券

七、风险提示

（一）行业监管风险

游戏行业受政策影响较大，例如若行业政策持续收紧或公司版号发放速度不及预期，将对公司业绩产生一定负面影响。

（二）商誉过高风险

截止 2018 年，世纪华通形成商誉 78.96 元，占总资产 167.46 亿的 47.15%，高于行业平均水平。考虑到盛跃网络合并报表层面新增商誉 73.96 亿，世纪华通整体商誉或达 152.92 亿。

图表 70 世纪华通 2018 商誉

被投资单位名称或形成商誉的事项	期末余额
天游软件	759,047,523.75
厦门趣游	292,554,027.09
七酷网络	744,340,866.94
重庆漫想族	56,600,220.00
深圳游影文化传媒有限公司	9,790,881.11
成都美绘天下科技有限公司	878,811.83
点点北京	3,917,718.39
点点开曼	5,626,426,327.79
Talefun	386,013,077.38
云派互联	16,240,302.38
合计	7,071,058,670.06

资料来源：公司公告，华创证券

基于 2018 年度盛跃网络合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润，就商誉减值对盛跃网络经营业绩的影响敏感性分析如下

图表 71 盛跃网络商誉敏感性分析

商誉减值比率	商誉减值金额（万元）	标的公司扣非后归属于母公司股东净利润
-1.00%	-7395.65	-3.46%
-5.00%	-36978.26	-17.28%
-10.00%	-73956.52	-34.56%

资料来源：公司公告，华创证券

（三）买量成本上升风险

公司经营的传奇类产品 CPA 有不断上涨趋势，或一定程度压缩利润率。

（四）知识产权保护和侵权风险

传奇 IP 采取全生命周期管理，营收贡献突出。传奇 IP 作为盛大游戏的核心 IP，为盛大贡献了大量稳定流水。近年

来，盛大也将传奇 IP 授权给多家游戏企业研发页游及手游，如《传奇霸业》《蓝月传奇》《王者传奇》等，均取得较高流水。

然而传奇 IP 成长曲折，盛大、娱美德版权之争旷日持久。2001 年，盛大游戏以 30 万美元的价格从韩国企业亚拓士（ACTOZ）手中取得了《传奇》代理权，约定将产品在中国大陆以及香港地区的相关著作权权利独家授予盛大游戏。

娱美德和亚拓士是《传奇》的共有著作权人。根据娱美德、亚拓士和盛大网络于 2002 年 7 月 14 日签署的《补充协议》，在《软件许可协议》及前述《补充协议》有效期内，娱美德将其作为《传奇》共有著作权人的一切权利委托亚拓士行使。根据亚拓士与娱美德联合出具的《〈热血传奇〉授权书》及亚拓士出具的《〈热血传奇〉授权声明》，自 2009 年 10 月 1 日至 2023 年 9 月 28 日，数龙科技、蓝沙信息有权将其《传奇》软件著作权转授权及分授权给第三方并有权采取一切措施积极维权。但截至目前，盛大与娱美德就《续展协议》有效性的法律纠纷尚在进行中。但盛大根据上述已签署的相关协议安排，在授权许可范围内正常使用传奇 IP 版权，并已按照约定分成比例计提相应的版权分成费。传奇 IP 共有版权和未决法律纠纷对盛大生产经营产生重大影响，如败诉会对盛大盈利稳定性造成一定影响。

（五）人才流失风险

如公司无法很好地绑定核心人物，将带来人才流失风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,099	5,458	9,671	13,655
应收票据	344	602	679	740
应收账款	1,207	1,997	2,254	2,456
预付账款	40	53	60	66
存货	464	616	693	757
其他流动资产	791	1,381	1,558	1,697
流动资产合计	5,945	10,107	14,915	19,371
其他长期投资	817	941	979	1,008
长期股权投资	272	272	272	272
固定资产	1,153	1,150	1,148	1,147
在建工程	79	139	199	259
无形资产	205	184	166	149
其他非流动资产	8,275	8,246	8,222	8,203
非流动资产合计	10,801	10,932	10,986	11,038
资产合计	16,746	21,039	25,901	30,409
短期借款	297	363	429	494
应付票据	169	225	252	276
应付账款	667	885	995	1,088
预收款项	8	14	16	17
其他应付款	229	229	229	229
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18
其他流动负债	371	785	957	1,115
流动负债合计	1,759	2,519	2,896	3,237
长期借款	1,011.00	2,022.00	3,033.00	4,044.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	92	92	92	92
非流动负债合计	1,103	2,114	3,125	4,136
负债合计	2,862	4,633	6,021	7,373
归属母公司所有者权益	13,864	16,386	19,860	23,016
少数股东权益	20	20	20	20
所有者权益合计	13,884	16,406	19,880	23,036
负债和股东权益	16,746	21,039	25,901	30,409

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,042	1,973	3,449	3,846
现金收益	1,168	3,685	4,121	4,419
存货影响	10	-152	-77	-65
经营性应收影响	-456	-1,098	-379	-306
经营性应付影响	333	280	140	118
其他影响	-13	-742	-356	-321
投资活动现金流	-2,469	-180	-180	-180
资本支出	-271	-210	-204	-199
股权投资	109	0	0	0
其他长期资产变化	-2,307	30	24	19
融资活动现金流	4,045	566	944	318
借款增加	1,023	1,077	1,077	1,077
财务费用	-194	-446	-955	-1,020
股东融资	4,083	4,083	4,083	4,083
其他长期负债变化	-867	-4,148	-3,261	-3,822

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,124	14,193	16,019	17,453
营业成本	5,018	6,661	7,490	8,188
税金及附加	27	47	53	58
销售费用	1,572	1,845	2,082	2,269
管理费用	570	2,129	2,403	2,618
财务费用	4	57	109	151
资产减值损失	38	38	38	38
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	139	240	240	240
其他收益	19	120	120	120
营业利润	1,053	3,776	4,205	4,492
营业外收入	1	1	1	2
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	1,050	3,773	4,202	4,490
所得税	88	318	354	379
净利润	962	3,455	3,848	4,111
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	962	3,455	3,848	4,111
NOPLAT	966	3,507	3,947	4,249
EPS(摊薄) (元)	0.26	0.93	1.04	1.11

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	132.7%	74.7%	12.9%	9.0%
EBIT 增长率	8.0%	263.2%	12.5%	7.7%
归母净利润增长率	22.9%	259.1%	11.4%	6.8%
获利能力				
毛利率	38.2%	53.1%	53.2%	53.1%
净利率	11.8%	24.3%	24.0%	23.6%
ROE	6.9%	21.1%	19.4%	17.8%
ROIC	16.2%	36.9%	28.7%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	17.1%	22.0%	23.2%	24.2%
债务权益比	10.2%	15.2%	18.0%	20.2%
流动比率	338.0%	401.2%	515.0%	598.4%
速动比率	311.6%	376.8%	491.1%	575.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.7	0.6	0.6
应收帐款周转天数	44	41	48	49
应付帐款周转天数	40	42	45	46
存货周转天数	34	29	31	32
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.93	1.04	1.11
每股经营现金流	0.28	0.53	0.93	1.04
每股净资产	3.74	4.42	5.36	6.21
估值比率				
P/E	27	8	7	6
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	48	15	14	13

传媒组团队介绍

组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

分析师：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500