

世纪华通 (002602)

证券研究报告
2019年11月25日

国内及出海游戏龙头合璧，强强联手扬帆起航

A 股最大游戏厂商，实现游戏产业全方位发展。公司主营互联网游戏，旗下产业包括天游、七酷、点点互动（游戏出海龙头，18年1月并表）、盛趣游戏（国内游戏龙头，19年6月并表）等。受点点互动并表驱动，18年实现营收81.24亿元，同比增长132.72%，扣非归母净利润7.44亿元，同比增长96.26%。盛趣游戏6月并表，属同一控股股东并表追溯，以下为已调整同一口径的数据：公司19年前三季度实现营业收入109.35亿元，同比增长18.12%（多近17亿收入），实现归母净利润20.09亿元，同比下降15.13%，超前期预告上限，实现扣非归母净利润14.36亿元，同比增长110.50%，主要是盛趣等内生发展带来的业绩增量。

研发投入行业领先，与龙头合作密切。19年公司研发投入预计超13亿，研发团队近3000人，并携手三七等掘金买量市场。腾讯是公司重要战略股东（占比近5%）并代理公司头部手游《龙之谷》、《热血传奇》等。

拥有传奇、传世、龙之谷等头部 IP 核心资源，重视精品化。手游方面，传奇传世系列手游流水表现亮眼，年内新推《复古传奇英雄》、《决战玛法》、《传世重制版》等多款自研手游，其他品类方面《辐射避难所 online》等也获得不错的成绩。端游方面，《最终幻想14》5.0版本上线、《龙之谷》Q3登陆WeGame、《传奇系列端游》、《彩虹岛》等作品表现优异，带动端游业务年内前三季度增长近15%。20年为精品大年且逢传奇游戏在中国二十周年庆典，《传奇永恒新作》、《传奇英雄版》上线表现可期；其他游戏品类方面，《龙之谷2（腾讯独代）》、《庆余年（开放世界游戏）》、《小森生活》、《代号远征》、《Lapis》、《月夜狂想曲》储备丰富。

国内海外并购强化市场竞争，牵手中移动积极布局，云游戏英雄亮剑。点点作为出海第一厂商，强化全球发行能力，主打SLG和休闲品类，打造了《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》等爆款，20年布局海外大品类，十余款产品将陆续上线。19年10月10日公司披露与咪咕文化签署战略合作协议，将在游戏联运、5G云游戏生态建设、版权合作、海外等进行全面战略合作。

投资观点：公司18-19年相继整合游戏出海龙头点点互动及国内游戏龙头之一的盛趣游戏，强强联合，并进一步深化与腾讯的深度合作，掌握传奇传世、龙之谷、冒险岛等多款顶级IP资源，20年《龙之谷2》等游戏储备丰富，并建议关注后续31亿配套融资进展。我们预计公司19-21年营收增长分别为89%（未追溯调整）/20%/10%，归母净利润预计为30.2/40.2/50亿元，对应估值为18x/14x/11x，目前游戏行业19-20年估值中枢为19x/15x，作为定位全球的游戏行业龙头之一，我们认为公司估值应与三七、完美、吉比特等A股龙头公司接近，因此给予公司20年20X的目标估值，目标价13.4元，“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)	70.62	57.44	18.28	13.75	11.05
市净率(P/B)	10.95	3.99	2.66	2.38	2.10
市销率(P/S)	15.83	6.80	3.59	2.99	2.71
EV/EBITDA	31.44	31.96	14.00	9.77	7.70

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	9.16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)	54,560.93
流通A股市值(百万元)	23,746.33
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
- 2 《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
- 3 《世纪华通-年报点评报告:17年业绩符合预期，预计18Q1成增速拐点》 2018-04-25

内容目录

1. 公司介绍：并购实现主营转型，成为 A 股最大游戏厂商	4
1.1. 股东分析：股权结构清晰，背靠多家机构及互联网巨头	4
1.2. 企业并购：游戏子公司形成产业生态，简历完善产业体系	5
1.3. 公司业务：双主营转向游戏主要驱动	6
1.3.1. 汽车板块	6
1.3.2. 游戏板块	6
1.4. 财务分析：营收高增长，毛利率稳步提升	7
2. 行业分析：行业精品化趋势凸显，海外市场前景广阔	11
2.1. 产品呈现精品化趋势	11
2.2. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板	13
2.2.1. 中国游戏公司强势布局海外市场，把握海外游戏市场扩张潮流	13
2.2.2. 中国自研游戏认可度提升，不断突破海外市场天花板	13
2.2.3. 政策支持新高度，打造中国游戏文化品牌	14
2.3. 国内角色扮演类市占率高，传奇品类市场表现惊艳	16
2.3.1. 游戏类型分布中，角色扮演类表现亮眼	16
2.3.2. 传奇类手游 IP 繁多，单品流水表现惊艳	17
2.3.3. 传奇游戏版权规范，盛趣游戏《传奇》独占权韩国胜诉	17
2.4. 5G 建设逐渐落地，云技术不断发展，云游戏开启产业新赛季	18
3. 投资要点：顺应精品潮流，开拓海外市场，丰富游戏储备	19
3.1. 并购点点盛趣，海内外市场开拓同步推进	19
3.1.1. 点点互动：海外竞争日趋激烈，点点互动常年稳居第一	19
3.1.2. 盛趣游戏：产品精品化，长生命周期产品表现突出，腾讯合作游戏表现可期	22
3.2. 手游精品化推进，端游表现稳定，丰富游戏储备实现产业链全覆盖	24
3.3. 云游戏拉开产业竞争帷幕，牵手中移动积极布局，研发实力稳步提升	25
3.4. 剩余商誉有业绩支撑，减值风险小	26
3.5. 控股股东质押率和股票回购，彰显投资价值和长期信心	26
4. 盈利预测及投资观点	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1：世纪华通发展时间表	4
图 2：世纪华通股权结构	5
图 3：《龙之谷》2017 年 ios 畅销榜排名	6
图 4：《阿瓦隆之王》2017 年 ios 畅销榜排名	7
图 5：《辐射：避难所 Online》2019 年 ios 畅销榜排名	7
图 6：《火枪纪元》2018 年 ios 畅销榜排名	7
图 7：世纪华通 2016-2019Q1-Q3 营业收入及增速	8

图 8: 世纪华通 2016-2019Q1-Q3 归母净利润及增速.....	8
图 9: 世纪华通 2016-2019Q1-Q3 扣非归母净利润及增速.....	9
图 10: 世纪华通 2016-2019Q1-Q3 毛利净利情况.....	9
图 11: 世纪华通 2014-19H1 分业务毛利率情况.....	10
图 12: 世纪华通 2016-2019Q1-Q3 四项费用率情况.....	11
图 13: 世纪华通 2016-2019Q1-Q3 经营性现金流净额及归母净利润占比.....	11
图 14: 2008-2019Q1-Q3 中国移动游戏市场规模及增速.....	12
图 15: 2008-2019Q1-Q3 中国移动游戏用户规模及同比增速.....	12
图 16: 2018-2022E 全球游戏各细分市场收入分布情况.....	13
图 17: 2019 年全球游戏市场分布情况 (预计).....	13
图 18: 2019 年全球游戏细分市场及同比增长情况 (预计).....	13
图 19: 2008-2019Q3 年中国自研游戏海外市场销售收入.....	14
图 20: 2019Q3 游戏收入前 100 移动游戏产品类型占比.....	16
图 21: 2019Q3 收入前 100 移动游戏产品收入.....	16
图 22: 2019Q3 中国自主研发游戏市场类型占比.....	17
图 23: Google Stadia 付费模式.....	18
图 24: Google Stadia 界面, 功能仍较为单一.....	18
图 25: 云游戏平台 Xbox One X 与 Stadia 的评测数据, 基本上能满足玩家需求.....	19
图 26: 云游戏生态系统.....	19
图 27: 2019 年 9 月中国发行商出海收入排行榜.....	21
图 28: 点点互动企业文化.....	22
图 29: 世纪华通 2016-2019Q3 短期负债、长期负债及负债率情况.....	错误!未定义书签。

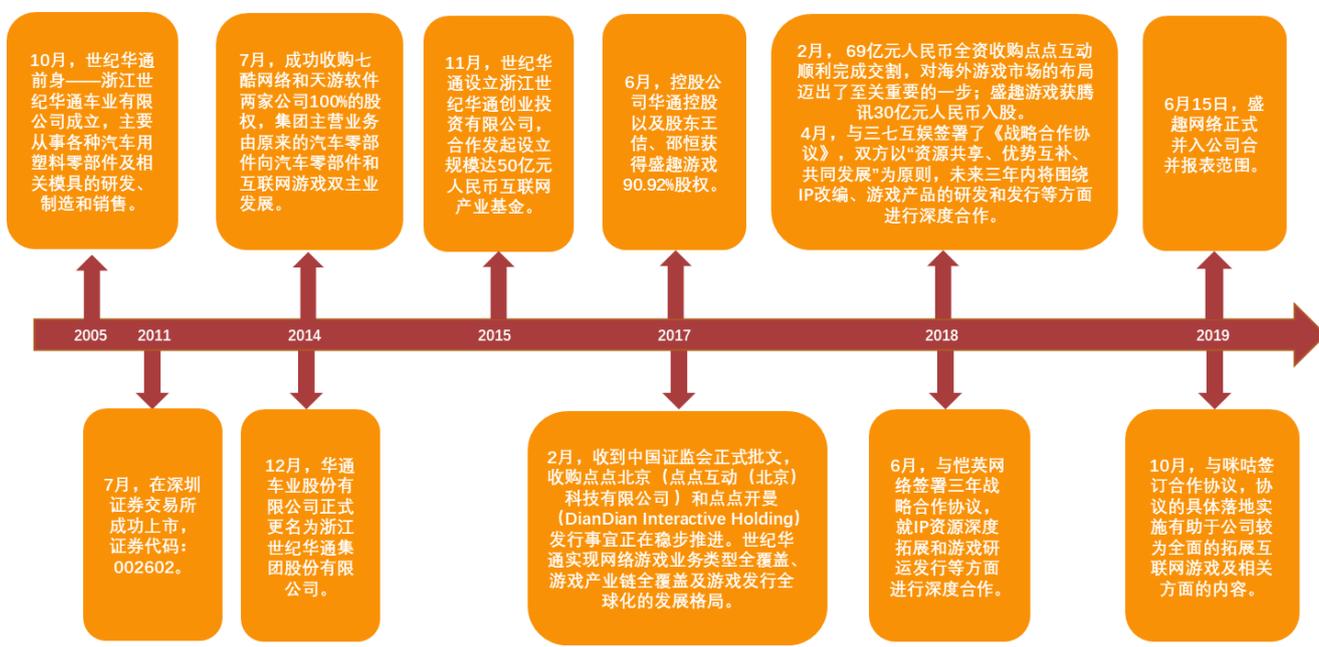
1. 公司介绍：并购实现主营转型，成为 A 股最大游戏厂商

公司是国内 A 股市场上规模最大的游戏公司之一，主营业务为互联网游戏和汽车零部件，旗下产业包括天游、七酷、点点互动、盛趣游戏、世纪华通车业等。2014 年公司分别以 9.5 亿、8.5 亿收购天游软件和七酷网络，实现汽配、游戏双主业并驾齐驱。2018 年 1 月完成点点互动 100% 股权收购及并表，其后游戏业务成为公司发展主要驱动力。

盛大游戏（正式名为：盛跃网络科技（上海）有限公司，以下简称为“盛趣游戏”）已于 2019 年 6 月 5 日正式并入公司合并报表范围，由于盛趣游戏在合并日前后均受控股股东浙江华通控股集团有限公司最终控制且该控制并非暂时性的，故该交易属于同一控制下企业合并。

目前公司游戏产品覆盖全球 200 多个国家和地区，全球游戏注册用户突破 30 亿，实现网络游戏业务类型全覆盖、游戏产业链全覆盖及游戏发行全球化的发展格局。

图 1：世纪华通发展时间表



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

1.1. 股东分析：股权结构清晰，背靠多家机构及互联网巨头

截至 2019 年 11 月，公司控股股东为浙江华通控股集团有限公司，其实际控制人为王苗通。华通控股及其一致行动人曜瞿如、上虞鼎通、王苗通、王娟珍（王苗通妻子）合计持有公司股份 22.01%。王苗通担任公司董事长、总经理，曾获得绍兴市劳动模范、绍兴市优秀社会主义事业建设者、上虞市优秀企业家等荣誉称号。

互联网巨头入股公司，有助于公司获得稳定的互联网媒体资源。腾讯旗下的林芝腾讯科技持有公司 4.96% 的股份，既作为公司股东也是公司重要媒体资源采购方，进一步深化资源、平台合作共享。

国资委控股的深圳华侨城资本居于前十大股东行列，持有公司股份 2.85%。

图 2：世纪华通股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 企业并购：游戏子公司形成产业生态，简历完善产业体系

在游戏板块，公司拥有天游软件、七酷网络、点点互动、盛趣网络等全资下属游戏公司，在网络游戏业务领域建立了较为完善的开发、发行及运营体系游戏。

- **上海天游**：成立于 2005 年，是中国领先的运动休闲竞技类网络游戏平台运营商，主要从事**运动休闲竞技类**客户端平台运营，旗下子公司**厦门趣游**建立知名网页游戏平台“哥们网”，是中国网页游戏行业的龙头企业及中国文化创意产业的代表性企业。在运动休闲竞技类游戏领域具有领先优势。其主要运营游戏产品有《街头篮球》《天书世界》《九阴绝学》等。
- **无锡七酷**：成立于 2008 年，从事**网游研发运营**业务，总部研发公司员工约 400 多人，属国家“双软”企业和高新技术企业，以移动网游与无端网游并存为发展方向。主要运营游戏产品有《择天记》、《魔力宝贝》、《传奇盛世》等。
- **点点互动**：成立于 2010 年，是国际领先的**集研发、发行及运营为一体**的游戏公司；在 Facebook 上模拟经营类游戏全球排名前三；全球**海外发行十大收入公司之一**。其策略类游戏《阿瓦隆之王》曾荣获美国排行榜第一，**这是历史上第一款中国游戏占据美国排行榜第一**。2017 年推出《枪火纪元》，自 9 月底上线以来，短短 3 个月内突破全球 500 万下载，在海外 AppStore 商店流水已经超过 1500 万美元。在 2018 年 1 月中国手游出海收入榜单中，《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》分别位居第三名和第五名，成绩瞩目。
- **盛趣游戏**：成立于 1999 年 11 月，是全球领先的**网络游戏开发商、运营商和发行商**，拥有 2000 多名游戏研发、运维人员，围绕“精品研发、全球发行、IP 管理、新文化产业生产圈”四大战略，致力于打造一个国际化的互动娱乐平台。先后推出《热血传奇》、《传奇世界》、《泡泡堂》、《最终幻想 14》等 70 多款重量级网络游戏，注册用户超过 18 亿。2016 年净利润超过 16 亿，实现了公司历史新高。2017 年随着《龙之谷》、《传奇世界》、《神无月》、《传奇世界 3D》、《光明勇士》等新产品的上线，将继续保持高速增长，稳居中国网络游戏行业前三甲的位置。

表 1: 世纪华通主要收购历程

时间	收购子公司	收购价格	主营业务	代表产品
2014 年	七酷网络	8.5 亿	页游、手游	《择天记》、《传奇盛世》
2014 年	天游软件	9.5 亿	端游、手游	《街头篮球》
2015 年	厦门趣游	3.5 亿	页游、手游	《天书世界》、《九阴绝学》
2018 年	点点互动	69.39 亿	海外页游、手游	《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》
2019 年	盛趣游戏	298 亿	端游、手游	《热血传奇》、《龙之谷》

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 公司业务：双主营转向游戏主要驱动

1.3.1. 汽车板块

浙江世纪华通车业有限公司，是一家汽车零部件的二级供应商，主要从事各种汽车用塑料零部件及相关模具的研发、制造和销售，是上海大众、上海通用、一汽集团、东风集团、广州本田的定点配套 A 级供应商，也是德国贝洱集团、法国法雷奥集团、美国 Vista-Pro 公司等诸多世界一流企业的首选供应商。公司先后被认定为浙江省高新技术企业、浙江省“重合同、守信用”3A 级单位，产品被认定为浙江省名牌产品。

1.3.2. 游戏板块

2014 年起公司通过一系列兼并收购实现网络游戏业务类型全覆盖、游戏产业链全覆盖及游戏发行全球化的发展格局。18 年起，游戏板块业务成为公司增长主要驱动力。目前游戏板块以手游为主营，《辐射：避难所 Online》、点点互动代表作《阿瓦隆之王》及《火枪纪元》、盛趣游戏代表作《龙之谷》等多款手游排名居于 ios 畅销榜前 200；其中《龙之谷》、《阿瓦隆之王》、《辐射：避难所 Online》、《火枪纪元》的畅销榜峰值排名分别为第 2、10、35、56 名。

图 3: 《龙之谷》2017 年 ios 畅销榜排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 4:《阿瓦隆之王》2017 年 ios 畅销榜排名



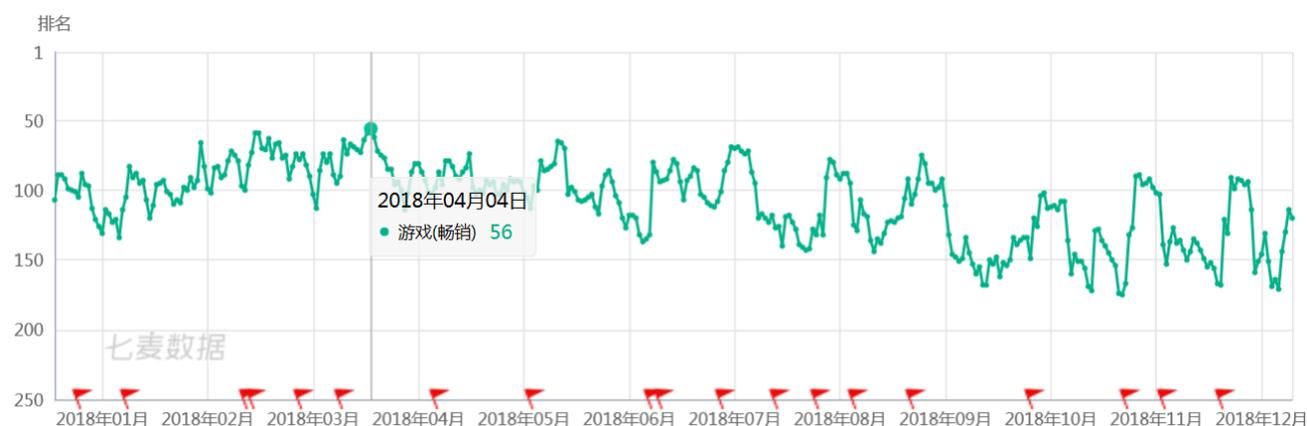
资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 5:《辐射：避难所 Online》2019 年 ios 畅销榜排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 6:《火枪纪元》2018 年 ios 畅销榜排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

1.4. 财务分析：营收高增长，毛利率稳步提升

游戏业务驱动收益增长，点点盛趣合并促使增长提速。

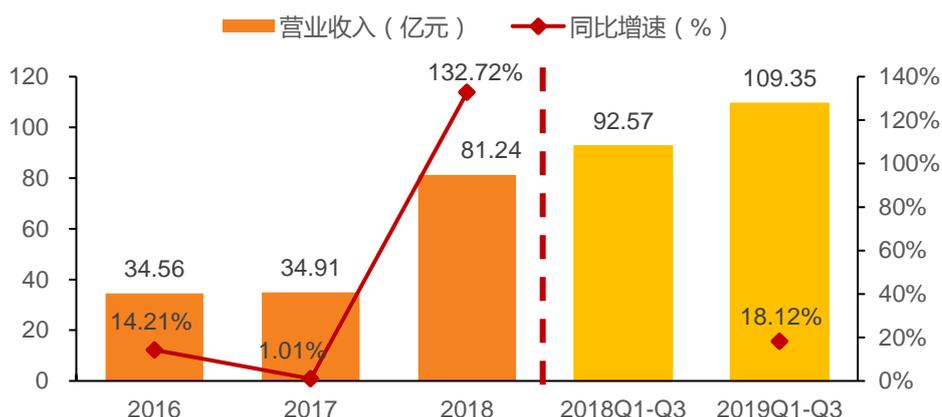
营收、归母、扣非：世纪华通 2016-2018 年营收复合增速为 53%。受点点互动并表带动，2018 年实现营收 81.24 亿元，同比增长 132.72%，实现归母净利润 9.62 亿元，同比增长 22.94%，实现扣非归母净利润 7.44 亿元，同比增长 96.26%。主要系：1) 18H1 软件服务收入首次超

过汽配业务，游戏业务已成为世纪华通业绩增长主要驱动力；2) 2018 年合并点点互动，营收和扣非归母净利增长提速。

19Q1~Q3 公司实现营业收入 109.35 亿元，同比增长 18.12% (多近 17 亿收入)，实现归母净利 20.09 亿元，同比下降 15.13%，**超前期预告上限** (公司前期预告 2019Q1-Q3 归母净利润为 18.5~19.8 亿元，同比下降 16.36%~21.86%)，实现扣非归母净利 14.36 亿元，同比增长 110.50%。主要系盛趣游戏 19 年 6 月 15 日并表带来业绩弹性。

经拆分，19Q3 单季度实现营收 40 亿元，同比增长 10.55%；归母净利润 8.31 亿元，同比增长 0.76%；扣非归母净利润 7.91 亿，同比增长 363.19%；

图 7：世纪华通 2016-2019Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：公司公告（19 三季报）、天风证券研究所；注：已按照 19Q1-Q3 披露数据，对 18Q1-Q3 数据进行调整，同比口径含盛趣游戏同期数值

图 8：世纪华通 2016-2019Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：公司公告（19 三季报）、天风证券研究所；注：已按照 19Q1-Q3 披露数据，对 18Q1-Q3 数据进行调整，同比口径含盛趣游戏同期数值

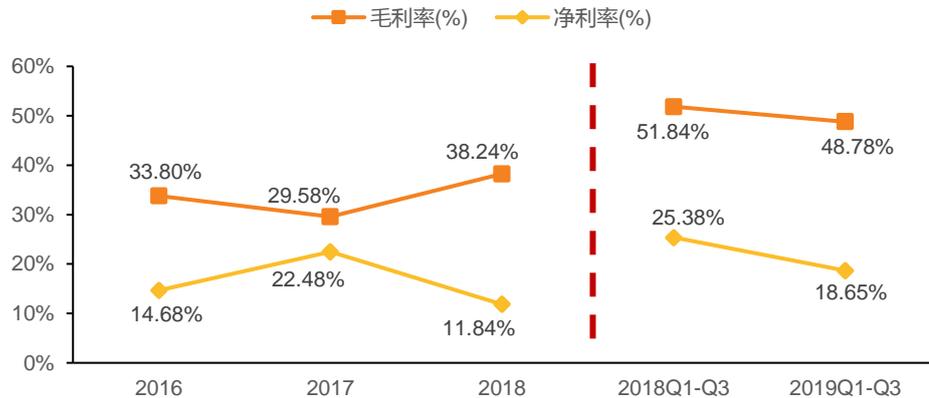
图 9：世纪华通 2016-2019Q1-Q3 扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告（19 三季报）、天风证券研究所；注：已按照 19Q1-Q3 披露数据，对 18Q1-Q3 数据进行调整，同比口径含盛趣游戏同期数值

毛利、净利：游戏业务营收占比逐年提升，高毛利带动公司整体毛利提升。2018 年公司综合毛利率 38.24%，同比增长 8.66pcts，净利率 11.84%，同比下降 10.64pcts。19Q1-Q3 毛利率 48.78%，同比下降 3.06pcts，净利率 18.65%，同比下降 6.73pcts，主要系发行比例提升导致毛利率下降，及管理费用、研发费用投入增长的影响。

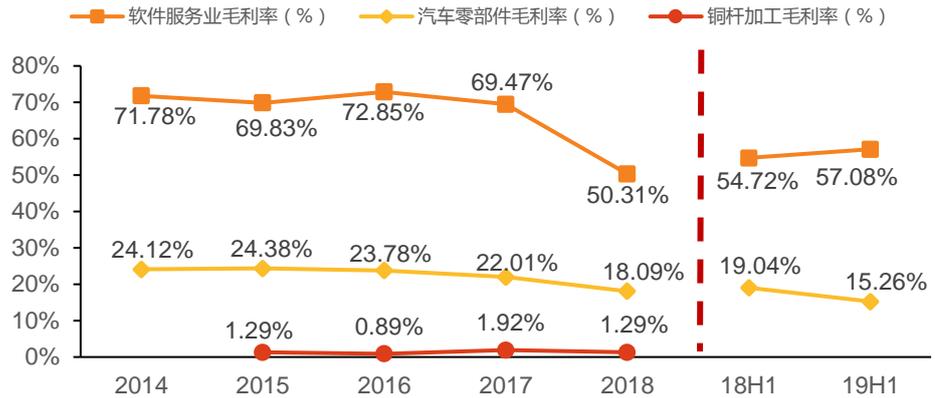
图 10：世纪华通 2016-2019Q1-Q3 毛利净利情况



资料来源：公司公告（三季报）、天风证券研究所注：已按照 19Q1-Q3 披露数据，对 18Q1-Q3 数据进行调整，同比口径含盛趣游戏同期数值

分业务看，与汽配业务等传统制造业相比，游戏业务毛利率遥遥领先。2014 年公司收购天游七酷，软件服务业毛利率 71.78%，同期汽配业务毛利率为 24.12%。2018H1 点点互动完成并表后，软件服务业毛利率下降至 54.72%。2019H1 盛趣网络完成并表后，软件服务业毛利率 57.08%。

图 11：世纪华通 2014-19H1 分业务毛利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

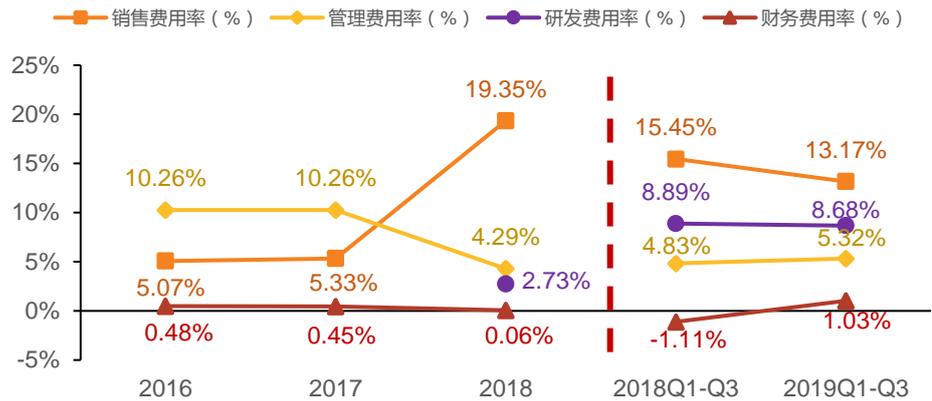
期间费用：点点合并导致 18 年费用率显著提升，财务费用显著下降。2018 年公司四项费用率为 26.43%，同比增长 10.39pcts，销售费用 15.72 亿元，同比增长 744.41%，管理费用 3.48 亿元，同比增长 63.40%，财务费用 449.65 万元，同比下降 71.30%，研发费用 2.22 亿元，同比增长 53.21%。

19 年前三季度业务结构及研发布局持续扩张(已进行盛趣游戏同一控股股东并表的回溯)。 19Q1~Q3 公司四项费用率为 28.20%，同比增长 0.15pcts，主要系：

- 1)销售费用率：**2019Q1~Q3 公司销售费用 14.4 亿元，同比增长 0.69%，销售费用率 13.17%，同比下降 2.28pcts；
- 2)管理费用率：**2019Q1-Q3 公司管理费用 5.81 亿元，同比增长 30.21%，管理费用率 5.32%，同比增长 0.49pcts；19Q3 管理费用 2.12 亿元，同比增长 18.13%；管理费用率 5.29%，同比增长 0.34pcts；**主要系公司业务结构扩大所致——团队扩张，积极布局；**
- 3)研发费用率：**2019Q1-Q3 研发费用 9.49 亿元（增长近 1.26 亿）同比增长 15.34%，研发费用率 8.68%，同比下降 0.21pcts，**主要系研发人员增加以及 IP 摊销增加所致，证明研发布局正在扩张；**
- 4)财务费用率：**2019Q1-Q3 公司财务费用 1.13 亿元，同比增长 209.65%，财务费用率 1.03%，同比上升 2.14pcts；19Q3 财务费用 0.71 亿元，财务费用率 1.78%，同比上升 3.11pcts。**主要是股票回购所需的短期融资成本所致。**

所得税费用明显增加：2019Q3 公司所得税费用 0.81 亿元，同比下降 39.26%，**主要系上年同期因盛跃 VIE 架构拆除而冲回已预提的代扣代缴企业所得税费用所致；综合税率无显著变化。**

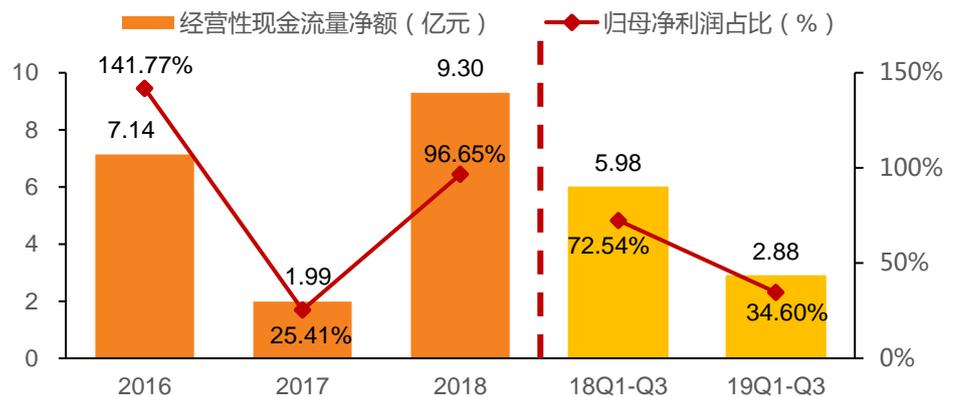
图 12：世纪华通 2016-2019Q1-Q3 四项费用率情况



资料来源：公司公告（19 三季报）、天风证券研究所；注：已按照 19Q1-Q3 披露数据，对 18Q1-Q3 数据进行调整，同比口径含盛趣游戏同期数值

经营性现金流净额：18 年经营性现金流显著增长。公司 2018 年经营活动产生的现金流净额为 9.30 亿元，同比增长 367.64%，归母净利润占比达 96.65%，主要是点点互动并入所致。2019Q1~Q3 经营性活动现金流净额 2.88 亿元，占归母净利润 34.60%，同比下降 37.94pcts。

图 13：世纪华通 2016-2019Q1-Q3 经营性现金流净额及归母净利润占比



资料来源：公司公告（19 三季报）、天风证券研究所

2. 行业分析：行业精品化趋势凸显，海外市场前景广阔

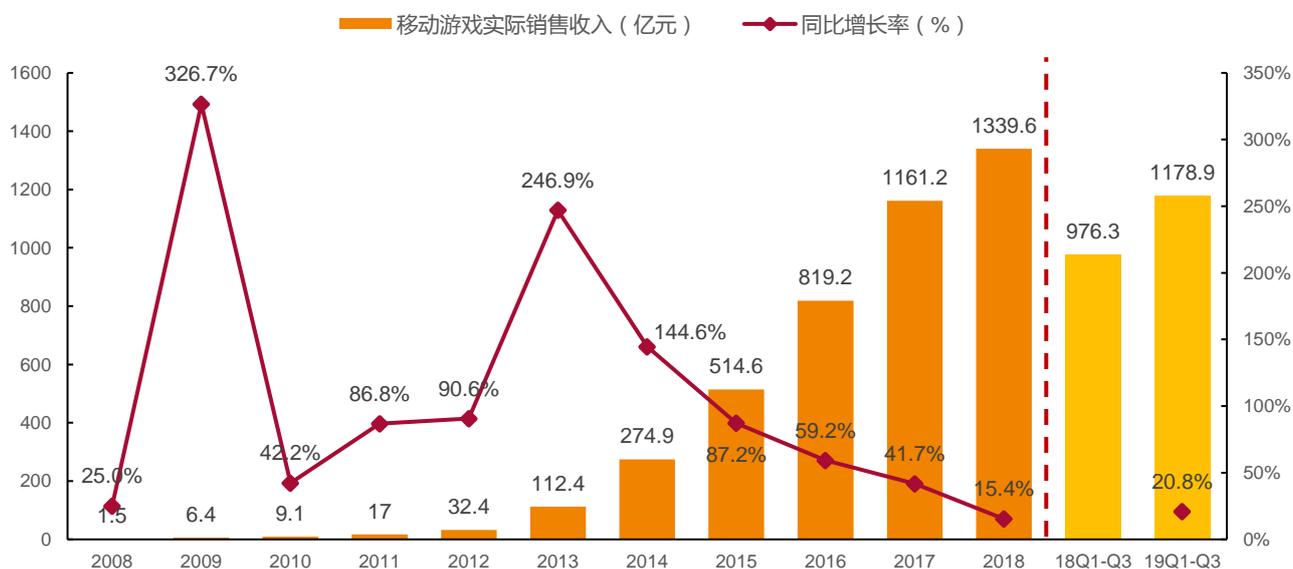
2.1. 产品呈现精品化趋势

中国游戏市场总体增速放缓，存量玩家对于游戏品质要求愈来愈高。2019 年前三季度游戏产业实际销售收入 1732.2 亿元；单季度看，19Q3 实际销售收入 592.1 亿元，相比 18Q3 增长 56.2 亿元，同比增长 10%，环比增长 2.8%，环比增速较 18Q3 下降 2.38pcts。受版号问题影响行业总体增速，19 年前三季度市场规模增速整体进一步放缓；19Q3 用户规模方面已达到 6.51 亿人，流量红利逐渐见顶。

细分市场来看，作为游戏行业主要推动力的手游市场流水增速呈现放缓迹象。由于高活跃用户数的吃鸡类手游并未实现收入变现，以及版号问题的影响，18 年手游行业增速下滑至十年来的最低值，19 年增速维持较低水平。2019 年前三季度中国手游市场实际销售收入 1178.9 亿元，占游戏市场 68%，同比增长 20.8%；单季度看，19Q3 手游销售收入达 408.1 亿元，同比增长 20%，环比增长 4.1%。

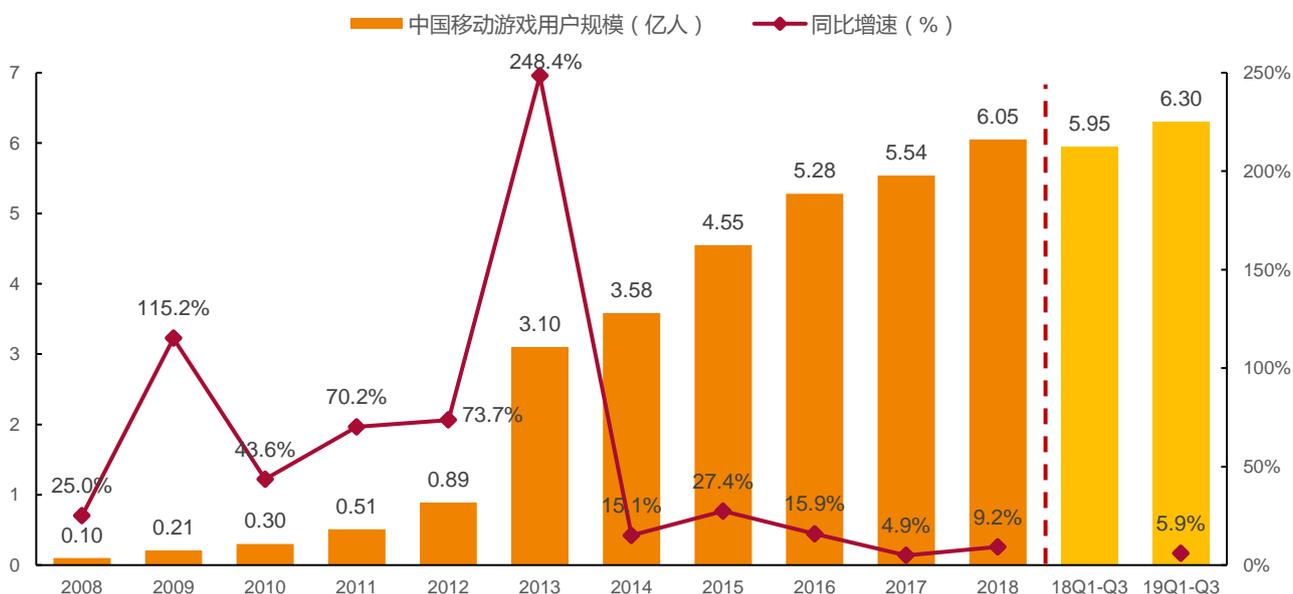
人口红利进入后周期，用户规模增长放缓。19Q3 中国移动游戏用户规模达 6.3 亿人，较 18Q3 增长 3500 万人，同比增长 5.9%，用户规模增速趋缓，表现出移动游戏用户数量已趋于饱和，未来空间主要在于 5G 时代以及游戏品质合力提升用户时间和 ARPU。

图 14：2008-2019Q1-Q3 中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：伽马数据、GPC、CNG、天风证券研究所；注：实际销售收入指游戏内所有付费用户每年玩游戏直接花费金额的总和，即总流水

图 15：2008-2019Q1-Q3 中国移动游戏用户规模及同比增速



资料来源：伽马数据、GPC、CNG、天风证券研究所

随着游戏行业总体增速放缓、流量人口红利趋尽，同时存量玩家对于游戏体验的要求越来越高，行业精品化趋势凸显，过去单纯依靠买量而不追求创新的模式将逐渐过渡到研发精品化、品效并行的模式。

2.2. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板

2.2.1. 中国游戏公司强势布局海外市场，把握海外游戏市场扩张潮流

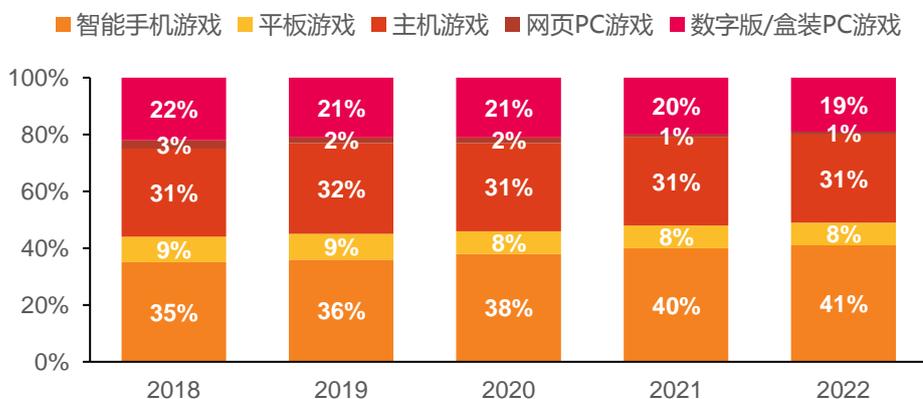
根据 Newzoo 数据，2018 年全球游戏市场规模为 1387 亿美元，是中国游戏市场规模的 3 倍以上，同比增长 14%。2019 年全球游戏市场预计产生 1521 亿美元的收入，同比增长 9.6%。

19 年移动游戏（智能手机及平板电脑）认为最大细分市场，产生 685 亿美元的市场收入——占据全球游戏市场规模的 45%。全球移动游戏收入中的 80%，即 549 亿美元将来自智能手机游戏，而平板游戏将占据剩余的 136 亿美元。

预计后续年份，移动游戏的市场增速也将持续高于 PC 游戏；到 2022 年，全球 PC 游戏的市场份额持续缩减；同时，移动游戏的收入增长也将超过主机游戏的增长。

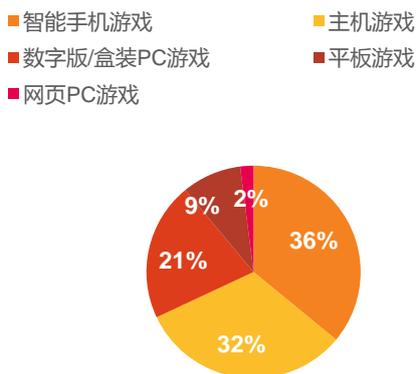
随着国内手游市场竞争愈发激烈，出海成为国内厂商重要的增长路径。海外游戏市场潜在空间广阔，中国游戏出海势在必行。

图 16：2018-2022E 全球游戏各细分市场收入分布情况



资料来源：Newzoo、天风证券研究所

图 17：2019 年全球游戏市场分布情况（预计）



资料来源：Newzoo、天风证券研究所

图 18：2019 年全球游戏细分市场规 模及同比增长情况（预计）



资料来源：Newzoo、天风证券研究所

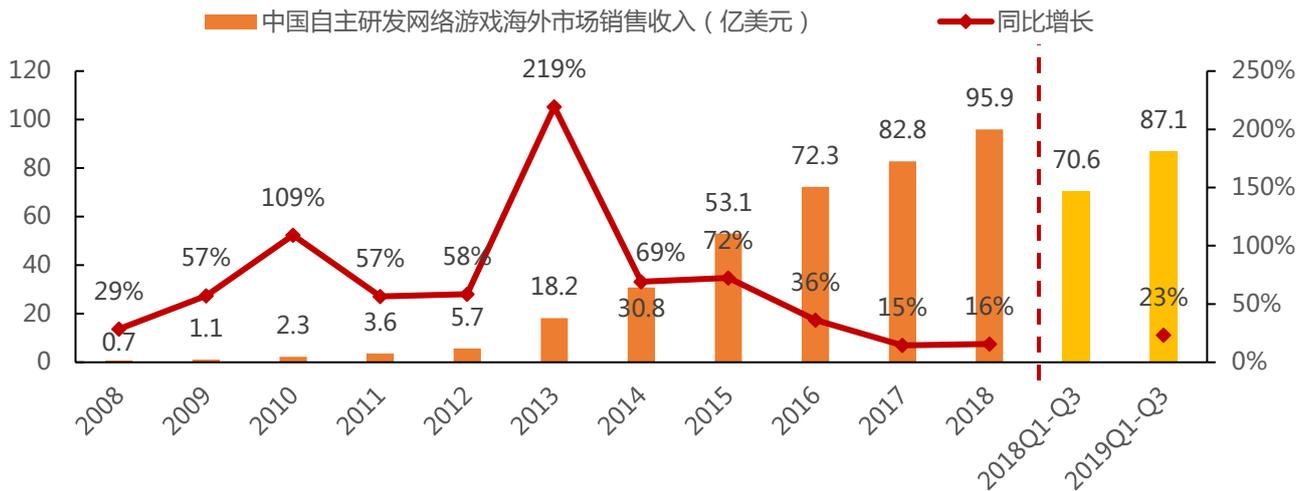
2.2.2. 中国自研游戏认可度提升，不断突破海外市场天花板

近几年，中国游戏公司开始面向海外市场，不断提高自研游戏出海比例。根据中宣部出版局局长郭义强在中国国际数字娱乐产业大会的报告，19Q1-Q3 中国自主研发游戏海外市场

销售收入为 87.1 亿美元，同比增长 23%，继续保持强劲发展势头。《2019 第三季度年中国游戏产业报告》显示，19Q3 单季度中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 31.4 亿美元（人民币为 223.6 亿元，按 7.12 的汇率折算），环比增长 9.2%，同比增幅高达 29.3%，继续保持快速增长。

在国内游戏市场受限的情况下，出海销售成为游戏公司发展的新的机会，拥有出海能力的头部公司抓住机会拓展海外市场，中小企业也积极谋求出海道路，随着中国游戏品牌力的提升，游戏出海为中国游戏行业发展拓展新的增长点。原本具有海外发行渠道优势与用户经验的公司，在出海市场中拥有先发优势。

图 19：2008-2019Q3 年中国自研游戏海外市场销售收入



资料来源：伽马数据、GPC、CNG、天风证券研究所

2.2.3. 政策支持新高度，打造中国游戏文化品牌

2019 年，出海游戏市场是值得关注的细分市场，国内具备精品游戏出海能力的公司存在利好。在游戏产业大会上，“要积极推动“走出去”，开辟新市场，让更多具有中国精神、中国风格、中国气派的产品走出国门、走向世界”，被郭局长提及。我们在前期报告中多次建议重视游戏出海细分领域，认为游戏出海已被提升至一个新的战略高度。

表 2：监管领导发言情况

发言时间	2018 年中国游戏产业年会（18 年 12 月）	2019 年第 17 届中国国际数字娱乐产业大会（19 年 8 月）
发言题目	担当文化使命，履行社会责任，共创中国网络游戏产业美好未来	坚持守正创新，担当文化使命，推动中国数字内容产业繁荣发展
发言领导	中宣部出版局副局长冯士新	中宣部出版局局长郭义强
习总书记的要求	做好新形势下宣传思想工作，必须以新时代中国特色社会主义思想为指导，增强“四个意识”、坚定“四个自信”，自觉承担起举旗帜、聚民心、育新人、兴文化、展形象的使命任务。网络游戏行业作为重要思想文化阵地，要切实贯彻落实中央要求，深入正本清源，着力守正创新，更好地服务大局、服务人民、服务经济社会发展。	数字内容产业作为新兴的文化产业，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习贯彻习近平总书记关于宣传思想工作的重要指示精神，增强“四个意识”，坚定“四个自信”，做到“两个维护”，努力创作无愧于时代、无愧于人民、无愧于民族的优秀作品，为繁荣发展社会主义文化事业、建设社会主义文化强国作出贡献。
行业发展现状	网络游戏已成为网络内容产业的重要版块，大众文化娱乐的重要方式，在促进我国互联网经济发展、激发文化创新创造活力、满足群众精神文化需求方面发挥了重要作用。	数字内容产业持续稳定发展，产业实力不断增强，社会影响力不断提高。2018 年，中国游戏市场实际销售收入达 2144 亿元，重点网络文学网站营收 342 亿元。19H1 数字内容产业继续稳步向好，游戏市场实际销售收入 1140 亿元，同增 8.6%，行业发展信心明显增强；不少企业加大研

发投入，着力打造精品，努力实现网络技术和优质内容的有机统一，高质量发展方向逐渐明晰；业界更加重视社会效益，积极回应社会关切，加强内容自审把关，社会责任意识有所提升。

现存问题 原创能力不足、文化内涵缺失、价值导向偏差、社会责任落实不到位等问题

创新能力不够、**内容质量不高**、文化内涵不足、**精品力作不多**、社会责任感不强等突出问题

更好地担负文化使命：我们将加大指导支持力度，着力推出一批具有中国风格、中国气派、展现新时代新气象的原创游戏精品，向新中国 70 华诞献礼。在加强精品生产的同时，我们将对社会反映强烈的涉黄涉赌涉暴、任意篡改历史、调侃英雄先贤、传播错误价值导向的游戏予以整治，坚决纠正创作生产中的不良倾向。

始终坚持正确导向：今年以来，国家新闻出版署加强审批管理，强化内容审核，对社会反映强烈的棋牌、捕鱼等涉赌游戏以及宫斗、官场等题材游戏进行严控，坚决纠正创作生产中的不良倾向。同时，采取措施鼓励支持企业出版运营价值导向正确、文化内涵丰厚、寓教于乐的游戏作品，形成导向清晰、标准明确、严谨规范的审批机制。下半年我们还将**加大游戏事中事后监管，加强对已上线游戏的动态监控，严肃处理运营中擅自增加不良内容等问题。**

加快产业转型升级：在审批监管中，我们将实施宏观调控、精准调控，推动游戏产业走高质量发展之路。针对产业发展中暴露出的过度逐利、侵权抄袭、消费欺诈等突出问题，我们将加快制定专门规范，探索建立信用档案，严格规范市场竞争秩序，有效保护创新创造，确保市场环境公平有序、风清气正。

始终坚持高质量发展：今年国家新闻出版署明确提出总量控制、精准调控的要求，就是要鼓励优秀、遏制平庸、淘汰低劣，推动转型升级，让精品生产成为全行业的共同追求。我们还将**开展游戏精品评选推荐活动，每年推选一批弘扬主旋律、传递正能量、寓教于乐的优秀游戏作品，加大对优秀产品的推介扶持**，充分发挥引领示范作用，推动多出精品力作，更好满足广大群众精神文化需要。

更好地履行社会责任：针对社会反映强烈的青少年沉迷网络游戏和过度消费等问题，我们将出台制度措施加以严格规范约束。需要特别强调的是，头部企业、头部产品用户多、影响大，更要带好头，严格自律，发挥好示范引领作用，用实际行动赢得社会认可和尊重，为行业发展营造良好的舆论氛围和外部环境。

始终坚持把社会效益放在首位：目前我们正在制定防止青少年沉迷网络游戏的办法，对**账号实名注册制度、未成年人使用网络游戏时段时长、向未成年人提供付费服务、探索实施适龄提示制度等作出明确要求**。有关措施出台后，游戏企业和平台运营商要不折不扣抓落实，坚决遏制青少年沉迷游戏问题，积极回应和解决社会关切。

推动优秀游戏海外传播：我们将加大指导力度，支持中国游戏企业与原创游戏精品更好地走出去，提高中国游戏的国际影响力，把中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌。

始终坚持创新创造：今年我国下发 5G 商业牌照，目前一些游戏企业已经开展 5G 云游戏的服务。**5G 游戏云端运行、无需下载、即点即玩等新特点，可能会对整个游戏业态产生重大影响，希望行业密切关注，积极探索，让新技术新应用助力行业转型升级。**要积极推动“走出去”，开辟新市场，让更多具有中国精神、中国风格、中国气派的产品走出国门、走向世界。19H1 中国自主研发游戏海外市场销售收入超过 55 亿美元，同比增长 20.2%，继续保持强劲发展势头。希望企业加强国外市场需求分析，加强产品研发，加强市场推广，以优质的产品和服务赢得国外受众，推动更多中国网络文化精品更好地走出去，增强中华文化影响力传播力。

总结：19 年 8 月郭义强的发言与去年的发言一脉相承，强调守正创新，为解决创新不足、内容不精、社会责任感不强等问题，在习总书记的思想指导下，提出坚持正确导向、坚持高质量发展、坚持把社会效益放在首位、坚持创新创造的发展意见，分别与去年的四点意见遥相呼应，但今年新增亮点为 5G 应用和云游戏，值得市场关注。

资料来源：新浪游戏、天风证券研究所

2.3. 国内角色扮演类市占率高，传奇品类市场表现惊艳

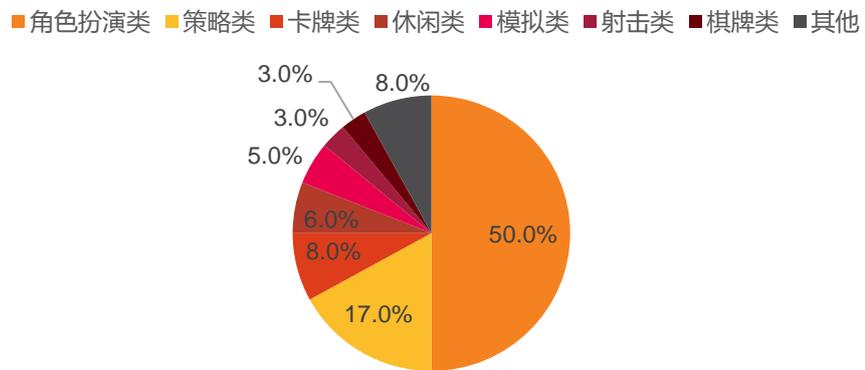
2.3.1. 游戏类型分布中，角色扮演类表现亮眼

GPC 和 IDC 共同发布的《2019 年度第三季度中国游戏产业报告》显示，中国游戏市场中细分游戏类型的比例分布已经趋向于稳定，角色扮演类游戏在整体市场收入和自研市场中表现亮眼，均占到 40%以上水平。

在移动游戏产品中，角色扮演类游戏由于其高代入性及剧情体验，广受欢迎，19Q3 收入市占率 50%，占据移动游戏的半壁江山。

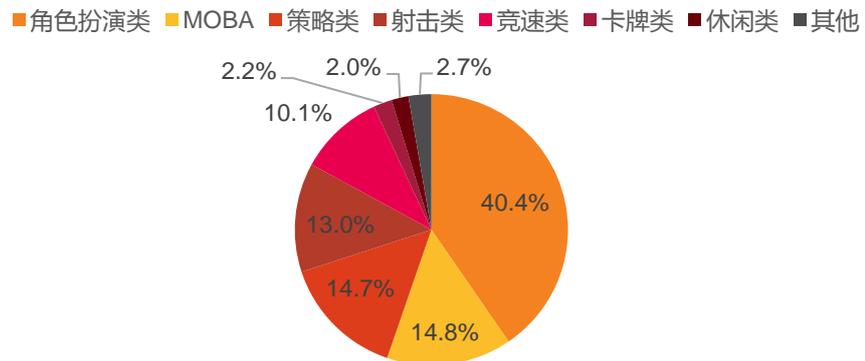
从收入分布来看，19Q3 角色扮演类游戏仍然占据绝对优势，占比达到 40.4%；MOBA 游戏发展迅速，市场扩张速度极快，占比达到 14.8%；策略类游戏与 MOBA 不相上下，占比为 14.7%，相差仅为 0.1%；三者占比超过总收入的 70%；竞速类游戏占比达到 10.1%，休闲、卡牌类游戏占比较少，均未达到 3%。

图 20：游戏收入前 100 移动游戏产品类型占比



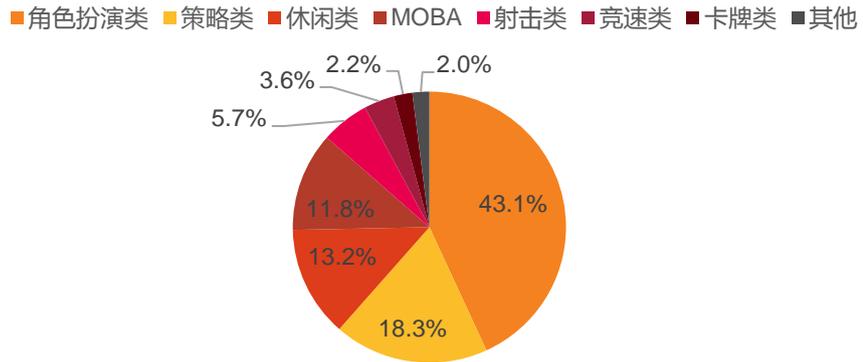
资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）、国际数据公司（IDC）、《2019 第三季度年中国 游戏产业报告》、天风证券研究所

图 21：收入前 100 移动游戏产品收入



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）、国际数据公司（IDC）、《2019 第三季度年中国 游戏产业报告》、天风证券研究所

图 22：中国自主研发游戏市场类型占比



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）、国际数据公司（IDC）、《2019 第三季度中国 游戏产业报告》天风证券研究所

2.3.2. 传奇类手游 IP 繁多，单品流水表现惊艳

包括盛趣游戏旗下的《热血传奇》、《传奇世界》及《传奇世界 3D》、三七互娱旗下的《一刀传世》、恺英网络旗下的《蓝月传奇》在内的多款传奇类产品表现惊艳。其中，《热血传奇》、《一刀传世》、《传奇世界 3D》ios 游戏畅销榜峰值排名进入前五；多款手游月流水历史峰值破亿。截至 2019 年 11 月 22 日，《一刀传世》、《轩辕传奇》排名位居 ios 游戏畅销排行前 100。

表 3：传奇手游表现情况

手游名称	发布日期	ios 畅销榜峰值排名	备注
热血传奇手游	2015 年 8 月 6 日	1	单日最高流水 4600 万，月流水 7 亿
一刀传世	2018 年 12 月 14 日	3	-
传奇世界 3D	2018 年 5 月 9 日	5	-
轩辕传奇手游	2017 年 5 月 15 日	6	-
蓝月传奇手游	2019 年 4 月 18 日	7	最高月流水突破 2 亿元
传奇世界	2016 年 12 月 14 日	14	-
复古传奇	2019 年 2 月 26 日	62	-
魔域手游	2017 年 9 月 29 日	122	-
传世复古版	2019 年 8 月 28 日	131	-
复古传世	2019 年 9 月 4 日	139	-
烈火荣耀	2016 年 12 月 23 日	147	-
王者传奇	2019 年 5 月 16 日	160	-
传奇霸业手游	2014 年 12 月 26 日(公测)	-	2014 年 12 月公测后，80 天内总流水破 3 亿、单日总流水 2000 万

资料来源：七麦数据、taptap、天风证券研究所

2.3.3. 传奇游戏版权规范，盛趣游戏《传奇》独占权韩国胜诉

2017 年至今，海内外市场涌现大量传奇 IP 游戏，版权问题持续引发争议。仅 2017 年 2 月到 2018 年 4 月，盛大游戏共发现 3995 款涉嫌侵犯《热血传奇》的游戏，经盛大游戏的集中打击后，已经有 933 款游戏被下架。其中，版权问题在法律诉讼上今年获最新进展。

2017年6月30日,世纪华通子公司蓝沙信息、Shengqu Games Limited(公司曾用名 Shanda Games Limited)与亚拓士签署了《续展协议》。娱美德及韩国传奇公司认为该行为侵犯了其权利,故其向首尔中央地方法院提起诉讼。被告为亚拓士。

2019年10月14日,世纪华通发布公告称,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,盛趣游戏拥有“传奇”游戏在中国内地的独家版权。

至此,传奇版权问题进一步明确。

2.4. 5G 建设逐渐落地,云技术不断发展,云游戏开启产业新赛季

云游戏是脱离终端限制,直接在云端服务器运行游戏的一种新的游戏形式,其特点是免配置、免下载、跨终端,是游戏产业的一次基因进化。未来云游戏将成为游戏产业竞争的关键阵地。抢先占领云游戏市场的企业,未来将更有可能把握住游戏产业的命脉。

从2000年到现如今,云游戏一直饱受质疑。由于高延迟、高丢包等问题,其发展一直欠佳。但最近两年来情况大有改善,主要原因在于技术已驱成熟。尽管如此,目前云游戏距离取代传统游戏还有距离,但伴随着5G建设逐渐落地和云技术不断发展,云游戏的解决方案也将呼之欲出。近期Google Stadia Pro云游戏平台于19年11月19日正式上市,玩家测评显示Google Stadia在网络延迟方面有所改善,但目前功能单一,且用户进入游戏前的等待时长仍需改善,收费模式也尚待突破(流媒体模式订阅结束后付费游戏也无法玩)。

图 23: Google Stadia 付费模式

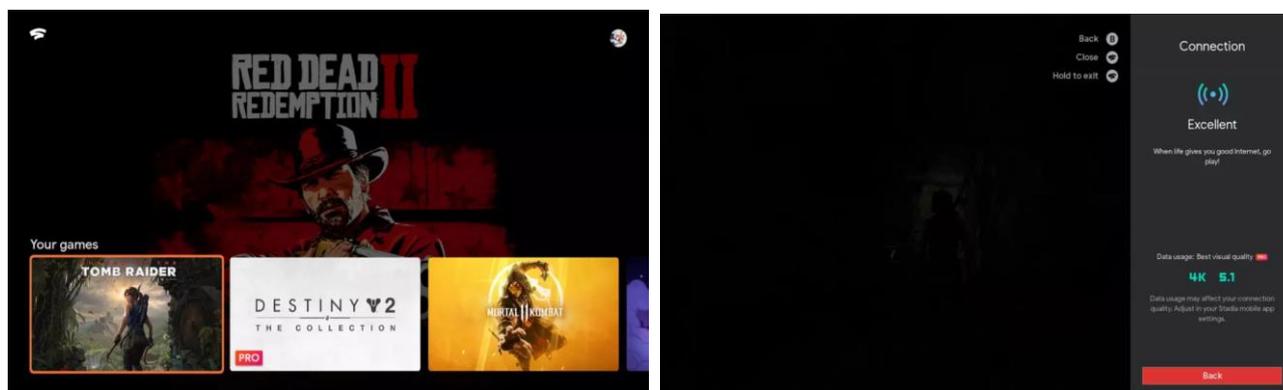
时间	会员模式	付费模式	价格	可享受的服务
2019.06开启预售	限量版创始人套装/高级版	订阅+买断	129.99	含Chromecast Ultra机顶盒、限量版深蓝Stadia手柄 Night Blue Stadia Controller、3个月Stadia Pro会员、《命运2》完整版、(创始版特有:3个月Buddy Pass(可送给1个好友3个月的Pro资格)、提前注册Stadia创始人用户名)
2019.11.19	Stadia Pro 会员	订阅+买断	每月9.99	享受4K、HDR、60fps、5.1环绕立体声传输质量、享受独家优惠和免费试玩
2020	Stadia Base 普通会员	买断	免费	限制1080p、60fps、双声道立体声传输质量

Stadia在美国推出的游戏的价格如下,基本上与零售价一样,部分有优惠:

- 《刺客信条:奥德赛》:通常为60美元,但Stadia Pro为30美元
- 《Gylt》:30美元
- 《Just Dance 2020》:50美元
- 《Kine》:20美元
- 《Mortal Kombat 11》:通常为60美元,但Stadia Pro为42美元
- 《荒野大镖客2》:60美元
- 《Samurai Showdown》:60美元
- 《Thumper》:20美元
- 《古墓丽影:暗影》:60美元
- 《古墓丽影:崛起》:30美元
- 《古墓丽影9》:通常为20美元,但Stadia Pro为10美元
- 《最终幻想XV》:通常为40美元,但Stadia Pro为30美元
- 《刺客信条:奥德赛Stadia终极版》:通常为120美元,但Stadia Pro为60美元
- 《Mortal Kombat 11高级版》:通常为90美元,但Stadia Pro为63美元
- 《荒野大镖客2》特别版:80美元;《荒野大镖客2》Ultimate Edition:100美元

资料来源:腾讯网、techweb、天风证券研究所

图 24: Google Stadia 界面,功能仍较为单一



资料来源:Google Stadia、天风证券研究所

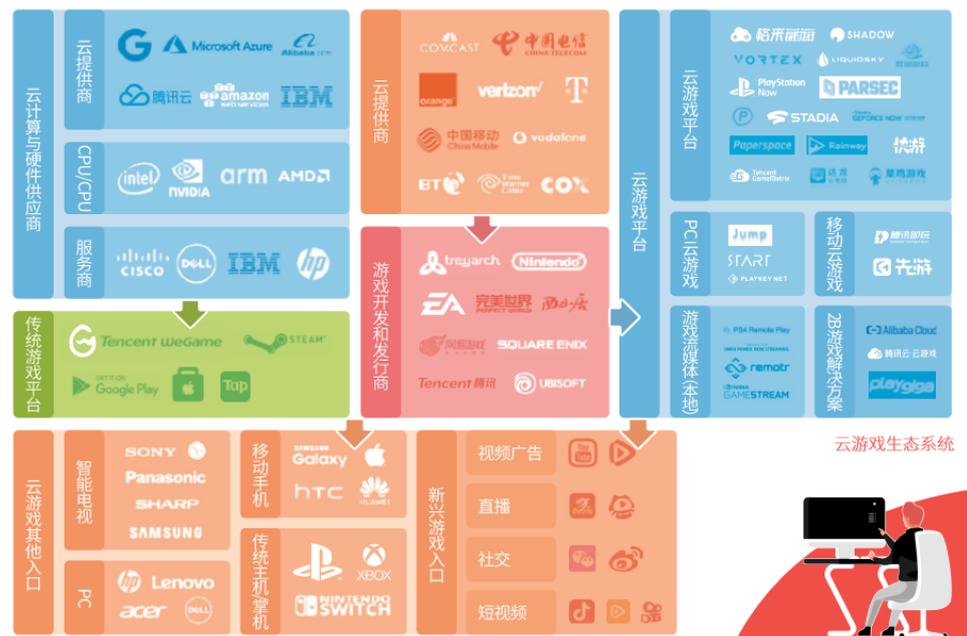
图 25：云游戏平台 Xbox One X 与 Stadia 的评测数据，基本上能满足玩家需求

Latency Tests	Xbox One X	Stadia	Difference
Destiny 2	100ms (30fps)	144ms (60fps)	+44ms
Mortal Kombat 11	78ms	122ms	+44ms
Shadow of the Tomb Raider 60fps	83ms	139ms	+56ms
Shadow of the Tomb Raider 30fps	167ms	217ms	+50ms
Gylt	N/A (Stadia Exclusive)	139ms	-

资料来源：Eurogamer、天风证券研究所

从产业生态的角度来说，云游戏重新构建了产业生态，传统主机游戏设备商、云计算厂商、游戏研发与发行商、游戏订阅平台方以及电信运营商均包含其中。与传统模式相比，云游戏引发利益重新分配：**硬件商话语权减弱、云服务厂商话语权变强、内容研发商话语权持续分化，优质内容研发商有望持续增长。**

图 26：云游戏生态系统



资料来源：腾讯研究所《云游戏发展与趋势报告：未来战略要塞》、天风证券研究所

3. 投资要点：顺应精品潮流，开拓海外市场，丰富游戏储备

3.1. 并购点点盛趣，海内外市场开拓同步推进

3.1.1. 点点互动：海外竞争日趋激烈，点点互动常年稳居第一

➤ **点点互动集研发、发行及运营于一体，海外市场表现强劲。**

全球发布游戏超过 18 个语言版本，覆盖国家和地区超过 200 个，是中国出海发行商收入最高的公司之一。作为国内首批出海游戏厂商，点点互动于 2011 年就凭借自主研发的社交休闲类游戏《家庭农场》风靡 Facebook，之后顺势推出《家庭农场》、手机版《海滨农场》，取得全球 87 个市场 App Store 畅销榜 TOP10 的好成绩。

2018 年 1 月，点点互动完成过户，不仅提高了公司的收入和利润规模，也帮助公司获取

海外市场，提升全球发行运营能力。

经过多年的研发投入和运营经验积累，点点互动近年手游表现出色，主打 SLG 和休闲品类，打造了《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》等爆款手游，均于 App Annie iOS 畅销排行居于前列。2020 年，点点互动开始布局海外大品类，如卡牌、养成、轻休闲、消除、博弈类，十余款产品将于 2020 年陆续上线。

表 4：点点已上线手游梳理

手游名称	发布日期	畅销榜峰值排名	畅销榜当前排名
《阿瓦隆之王》	2017 年 6 月 21 日	10	79
《火枪纪元》	2017 年 10 月 19 日	56	162
《天天农场》	2016 年 6 月 6 日	326	1424
《小镇物语》	2018 年 11 月 9 日	397	1465
《梦境侦探》	2019 年 2 月 1 日	623	-

资料来源：七麦数据、天风证券研究所；注：排名截至 2019 年 11 月 22 日

➤ 点点收购流程及收购细节

2015 年 9 月 8 日~10 月 15 日，菁尧投资、华毓投资、华聪投资增持点点北京和点点开曼。

2015 年 12 月，公司公告收购菁尧、华毓、华聪和点点北京、点点开曼。与此同时，点点方成立趣点以继续间接持有原公司，以获得业绩补偿。

2017 年 2 月公告显示，世纪华通获得菁尧投资、华聪投资、华毓投资、点点互动(北京)科技有限公司 100% 股权，并通过境外子公司现金支付方式购买点点开曼 40% 股权。其中，菁尧投资、华聪投资、华毓投资合计持有点点开曼 60% 股权。此次交易中**标的资产的交易对价合计为 69.39 亿元，其中股份对价总计 41.63 亿元，现金对价 27.76 亿元**。点点开曼评估值为 68.39 亿元；点点互动评估值为 1 亿元；点点合计估值 69.39 亿元。

2018 年 1 月，公司收购点点互动顺利完成过户，对海外游戏市场的布局迈出了至关重要的一步。

- 发行股份及支付现金购买资产交易中，点点方换股股东合计持有公司股份 2.24 亿股，定增股份发行价格为 18.35 元/股（发行日 2018 年 1 月 16 日），经历分红、定增摊薄后对应股价为 7.07 元（当前股价 9.16 元/股）。
- 19 年 2 月解禁后，上海菁尧已减持 3.285% 股份（剩余 5% 股份），上海华毓已减持 2.78% 股份（剩余 2.64% 股份），上海华聪已减持 0.69% 股份（剩余 1.15% 股份）。

表 5：18 年 1 月完成 41.63 亿元点点收购定增

发行对象	获配数量(万股)	定增后持股数量(万股)	解禁日期	锁定期(月)
上海华毓投资中心(有限合伙)	7,912.20	12,659.52	2019-02-11	12.00
上海华聪投资中心(有限合伙)	2,686.66	4,298.66	2019-02-11	12.00
上海菁尧投资中心(有限合伙)	12,089.97	19,343.95	2019-02-11	12.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 6：点点并购交易对价情况

交易对方	持有的标的公司	本次交易前持有标的公司股权比例	交易对价 (亿元)	股份对价 (亿元)	现金对价 (亿元)	发行公司股数(亿股)
菁尧投资	菁尧国际(点点开曼)	100%	21.87	21.87	-	1.18
华聪投资	华聪国际(点点开曼)	100%	4.86	4.86	-	0.26
华毓投资	华毓国际(点点开曼)	100%	14.31	14.31	-	0.77
趣加控股	点点开曼	40.00%	27.36	-	27.36	-
合计(直接+间接)	点点开曼	100%	68.39	41.03	27.36	2.21
菁尧投资	点点北京	31.97%	0.32	0.32	-	0.02
华聪投资	点点北京	7.10%	0.07	0.07	-	0.00
华毓投资	点点北京	20.92%	0.21	0.21	-	0.01
钟英武	点点北京	34.00%	0.34	-	0.34	-
关毅涛	点点北京	6.00%	0.06	-	0.06	-
合计	点点北京	100%	1.00	0.60	0.40	0.03
总计			69.39	41.63	27.76	2.24

资料来源：公司公告、天风证券研究所

- 并购时,点点互动承诺 2016 年、2017 年和 2018 年分别实现归母净利润 5.18 亿、7.03 亿和 8.31 亿。**目前业绩承诺均已实现**,2016~2018 年分别实际归母净利润 5.26 亿、7.12 亿、8.57 亿元。
- **从游戏出海收入单项可看出,点点互动稳定业绩表现,19 年业绩表现可期。**凭借《阿瓦隆之王》与《火枪纪元》的出色表现,点点互动在继 2018 年登顶中国发行商出海收入排行榜之后,在 2019 年延续霸榜表现,连续数月位居中国发行商出海收入榜首位,领跑中国游戏出海第一梯队。

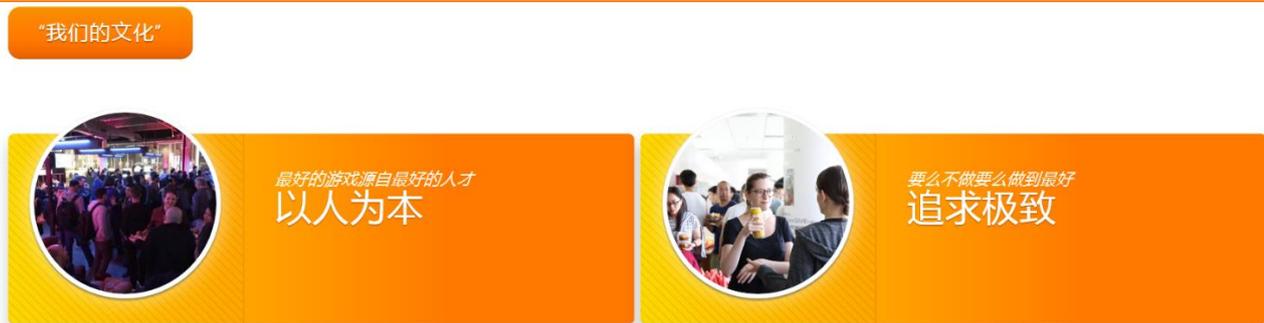
图 27：2019 年 9 月中国发行商出海收入排行榜



资料来源：App Annie、天风证券研究所

- **点点借助投资韩国 Kakao Games 切入韩国游戏市场,扩大海外游戏版图。**18年3月,公司公告点点互动投资韩国 Kakao Games 约 100 亿韩元, 股份占比 1.19%。韩国 Kakao Games 系韩国移动社交巨头 Kakao 旗下公司, 于 17 年 11 月正式成立(之前为公司内部的游戏事业部), 其业务覆盖手游和 PC 游戏, 未来将延伸到 VR、AR 等领域, 已成为拥有超 5.5 万亿会员的全球多平台游戏公司。游戏龙头企业腾讯和网易为成功进军韩国市场, 均选择与 Kakao 的游戏部门合作, 如腾讯旗下的《全军出击》、《奇迹暖暖》, 网易旗下的《阴阳师》等, 均取得不俗成绩表现, 其中,《阴阳师》在韩国上线首日便快速登顶免费榜。
- 点点互动致力于为用户提供最极致的创新和娱乐体验, 以“**以人为本, 追求极致**”为企业文化, 力求成为新一代全球互动娱乐领域的领袖。钟英武是公司的联合创始人。他 2007 年获得美国 Maharishi 大学计算机硕士学位; 先后担任贝尔实验室搜索工程师、RockYou 公司技术产品总监、TheGameNet.com 公司技术及产品副总裁。

图 28: 点点互动企业文化



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

3.1.2. 盛趣游戏: 产品精品化, 长生命周期产品表现突出, 腾讯合作游戏表现可期

- 近几年, 盛趣游戏贯彻**精品化战略**, 在游戏研运的主业基础上进行外延式拓展, 打造了综合的网络游戏体验和娱乐系统, 实现业务多元化的经营模式, 从而增强可持续盈利能力与扩大其盈利空间, **长生命周期产品**的突出表现持续为盛趣游戏贡献利润, 将推动盛趣游戏业绩稳步增长。

发行运营起家的基因是未来游戏储备选择的可靠保障, 未来将有多款手游大作上线, 明年业绩有望得到显著增长。其中一大热门游戏《龙之谷 2》为龙之谷 IP 的正版续作手游, 与腾讯合作发行、独立代理, 我们预计最快年底或明年年初上线。

表 7: 盛趣游戏已上线手游梳理

手游名称	发布日期	畅销榜峰值排名	畅销榜当前排名
《lovelive 学园偶像祭》	2014 年 5 月 2 日	22	490
《热血传奇》	2015 年 8 月 6 日	1	223
《辐射避难所单机》	2016 年 7 月 7 日	73	636
《龙之谷》	2016 年 10 月 19 日	2	118
《传奇世界》	2016 年 12 月 14 日	14	252
《传奇世界 3D》	2018 年 5 月 9 日	5	536
《命运歌姬》	2019 年 3 月 28 日	229	-
《流浪者小岛》	2019 年 5 月 7 日	600	-
《辐射: 避难所 Online》	2019 年 7 月 3 日	33	134

资料来源: 七麦数据、天风证券研究所; 注: 排名截至 2019 年 11 月 22 日

- 2016 年，盛趣游戏营收 37.61 亿，不计算股权支付费用后的净利润为 15.87 亿，净利润率为 42.2%；2017 年营收 41.94 亿，扣除股份支付费用后净利润 17.43 亿，净利润率为 41.5%（上述股权支付费用是一次性的，不会影响到 2018 年利润业绩）。

并购时，盛趣游戏承诺 2018 年、2019 年和 2020 年实现扣非净利润 20 亿、25 亿和 30 亿。2018 年实现营收 44.3 亿，净利润 22.3 亿，其中扣非净利润为 21.40 亿，完成业绩承诺。19H1 营收 25.61 亿，较上年同期增长 45.41%，占世纪华通总营收 36.9%。

我们认为，盛趣有效明星产品集中在 19 年下半年发布，包括《辐射：避难所 Online》、《AKB48 樱桃湾之夏》等多款重磅产品；预计下半年及全年业绩将迎来显著增长，进一步带动世纪华通的游戏营收占比和增幅，盛趣游戏有望在下半年完成业绩对赌。

- 19 年 7 月 1 日公司披露最终方案，拟采用询价方式非公开发行股票募集本次重组的配套资金，募集资金总额不超 31 亿，发行对象不超 10 名合格投资者。本次募集配套资金在扣除本次重组发行费用及中介机构费用后将用于支付本次交易中的现金对价。
- 发行股份及支付现金购买资产交易中，盛趣方换股股东合计持有公司股份 22.53 亿股，占公司总股数 37.82%，发行价格为 11.93 元/股（发行日为 2019 年 6 月 3 日，当前股价 9.16 元/股），限售股解禁时间均为 2022 年 7 月 4 日。

表 8：18 年 11 月完成 268.73 亿元定增为收购盛趣游戏作准备

发行对象	获配数量(万股)	定增后持股数量(万股)	解禁日期	锁定期(月)
上海曜瞿如网络科技有限公司(有限合伙)	39,651.16	39,651.16	2022-07-04	36.00
林芝腾讯科技有限公司	29,559.38	29,559.38	2022-07-04	36.00
绍兴上虞吉运盛商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	19,805.28	19,805.28	2022-07-04	36.00
上海道颖投资管理中心(有限合伙)	19,805.28	19,805.28	2022-07-04	36.00
深圳华侨城资本投资管理有限公司	17,004.43	17,004.43	2022-07-04	36.00
绍兴上虞熠诚企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	12,490.52	12,490.52	2022-07-04	36.00
绍兴上虞吉仁企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	12,490.52	12,490.52	2022-07-04	36.00
上海华璨股权投资基金合伙企业(有限合伙)	10,150.20	10,150.20	2022-07-04	36.00
国华人寿保险股份有限公司	9,902.64	9,902.64	2022-07-04	36.00
上海馨村投资中心(有限合伙)	8,021.14	8,021.14	2022-07-04	36.00
绍兴上虞砾颐股权投资合伙企业(有限合伙)	6,515.37	6,515.37	2022-07-04	36.00
珠海鸿泰盈股权投资基金(有限合伙)	5,913.95	5,913.95	2022-07-04	36.00
珠海鸿瀚投资管理企业(有限合伙)	5,721.65	5,721.65	2022-07-04	36.00
德清朴华锦岚股权投资基金合伙企业(有限合伙)	5,446.45	5,446.45	2022-07-04	36.00
上海嘉琴企业管理合伙企业(有限合伙)	2,970.79	2,970.79	2022-07-04	36.00
歌斐资产管理有限公司	2,770.80	2,770.80	2022-07-04	36.00
宁波公佑股权投资合伙企业(有限合伙)	2,712.96	2,712.96	2022-07-04	36.00
詹弘	2,634.10	2,634.10	2022-07-04	36.00
宁波殊一投资合伙企业(有限合伙)	2,583.30	2,583.30	2022-07-04	36.00
苏州领瑞鑫慧投资管理中心(有限合伙)	1,980.53	1,980.53	2022-07-04	36.00
上海钧成投资中心(有限合伙)	1,980.53	1,980.53	2022-07-04	36.00
子于股权投资基金(宿迁)合伙企业(有限合伙)	1,237.83	1,237.83	2022-07-04	36.00
共青城中投盛灿投资管理合伙企业(有限合伙)	851.18	851.18	2022-07-04	36.00
嘉兴若荟投资管理有限公司	846.81	846.81	2022-07-04	36.00
银川凤凰盛达基金管理合伙企业(有限合伙)	643.67	643.67	2022-07-04	36.00
紫荆明曜(宁夏)投资管理中心(有限合伙)	608.37	608.37	2022-07-04	36.00
宁波梅山保税港区盛世互联投资合伙企业(有限合伙)	544.65	544.65	2022-07-04	36.00
苏州君骏德股权投资合伙企业(有限合伙)	412.61	412.61	2022-07-04	36.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 9：盛趣并购交易对价情况

交易对方	股东属性	出让标的公司股权比例	交易对价 (万元)	现金对价 (万元)	股份对价 (万元)	发行公司股份 (亿股)
曜瞿如	实际控制人 王苗通	15.87%	47.30	-	47.30	3.97
林芝腾讯	盛趣股东	11.83%	35.26	-	35.26	2.96
宁波盛杰	盛趣股东	9.83%	29.29	29.29	-	-
吉运盛	盛趣股东, 王佶 一致行动人	7.93%	23.63	-	23.63	1.98
道颖投资	盛趣股东	7.93%	23.63	-	23.63	1.98
华侨城资本	盛趣股东	6.81%	20.29	-	20.29	1.70
上虞熠诚	盛趣股东	5.00%	14.90	-	14.90	1.25
上虞吉仁	盛趣股东, 王佶 一致行动人	5.00%	14.90	-	14.90	1.25
上海华璨	盛趣股东	4.06%	12.11	-	12.11	1.02
国华人寿	盛趣股东	3.96%	11.81	-	11.81	0.99
上海馨村	盛趣股东	3.21%	9.57	-	9.57	0.80
上虞砾颐	盛趣股东	2.61%	7.77	-	7.77	0.65
珠海鸿泰盈	盛趣股东	2.37%	7.06	-	7.06	0.59
珠海鸿瀚	盛趣股东	2.29%	6.83	-	6.83	0.57
朴华锦岚	盛趣股东	2.18%	6.50	-	6.50	0.54
上海嘉琴	盛趣股东	1.19%	3.54	-	3.54	0.30
歌斐资产-创世 华盛私募基金	持有盛趣股权	1.11%	3.31	-	3.31	0.28
宁波公佑	盛趣股东	1.09%	3.24	-	3.24	0.27
詹弘	晋城钢铁控股集团 的财务经理	1.05%	3.14	-	3.14	0.26
殊一投资	盛趣股东	1.03%	3.08	-	3.08	0.26
领瑞鑫慧	盛趣股东	0.79%	2.36	-	2.36	0.20
钧成投资	盛趣股东	0.79%	2.36	-	2.36	0.20
子于投资	盛趣股东	0.50%	1.48	-	1.48	0.12
中投盛灿	盛趣股东	0.34%	1.02	-	1.02	0.09
若荟投资	盛趣股东	0.34%	1.01	-	1.01	0.08
凤凰盛达	盛趣股东	0.26%	0.77	-	0.77	0.06
紫荆明曜	盛趣股东	0.24%	0.73	-	0.73	0.06
盛世互联	盛趣股东	0.22%	0.65	-	0.65	0.05
苏州君骏德	盛趣股东	0.17%	0.49	-	0.49	0.04
合计		100%	298.03	29.29	268.73	22.53

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 手游精品化推进，端游表现稳定，丰富游戏储备实现产业链全覆盖

➢ IP 改编手游制霸市场，版权归属明确带动收入增长

2019 年 10 月，旗下子公司亚拓士收到韩国法院胜诉判决，驳回了娱美德禁止亚拓士与盛趣游戏续约《传奇》软件著作权许可协议的主张。18 年 1 月，上海国际经济贸易仲裁委员会

会裁定，亚拓士与盛趣游戏续约《传奇》软件著作权许可协议合法有效，该协议中约定了盛趣享有《传奇》在中国大陆、香港地区的独占性权利。

传奇版权归属的进一步明确，有望带动授权相关收入持续增长。

➢ **国内手游精品化、渠道分化趋势明显，有利于龙头 CP 厂商**

公司传奇系列手游流水表现顽强；19 年新推《复古传奇英雄》、《决战玛法》、《传世重制版》、《辐射避难所 online》等多款精品自研手游，研发实力强劲。

其他自研如《彩虹联萌》、《AK48 樱桃湾之夏》、《通感纪元》也将在 19Q4 陆续上线。《龙之谷》首月流水超 10 亿元，腾讯独家代理续作《龙之谷 2》静待版本号落地，如果及时不排除 19 年年底上线。

2020 年为世纪华通精品大年，目前多款移动游戏正在研发过程中，涵盖 MMO、RPG、偶像养成、ARPG、音乐、卡牌等多种类型。未来两年内，将有《龙之谷 2》、《传奇永恒新作》、《庆余年》、《小森生活》、《代号：远征》、《樱桃湾之夏-AKB48》、《彩虹岛手游》、《AC 计划（暂定）》、《Lapis Re: LiGHTs（暂定）》、《月夜狂想曲（恶魔城）（暂定）》等陆续上线。

表 10：2019-2021 年公司手游产品情况（除传奇品类，传奇品类公司主要以分成收益为主）

名称	类型	上线时间	开发模式
命运歌姬	卡牌	2019 年 1 月 18 日	代理
瑰雪黑阳：RWBY	ACT	2019 年 3 月 25 日	代理
辐射避难所 Online	卡牌	2019 年 7 月 3 日	自研
樱桃湾之夏-AKB48	MSC	2019 年 12 月 26 日	自研
龙之谷 2	MMO	2019 年底或者 2020 年初	腾讯代理
彩虹岛手游	MMO	2020 年	腾讯代理
庆余年	MMO	2020 年	腾讯代理
AC 计划（暂定）	ARPG	2020 年	腾讯代理
无尽的远征（暂定）	MMO	2020 年	腾讯代理
Project A	MMO	2020 年	自研
地城邂逅：记忆憧憬	MMO	2020 年	代理
小森生活	TCG	2020 年-2021 年	代理
Lapis Re: LiGHTs（暂定）	RPG	2020 年-2021 年	代理
月夜狂想曲（恶魔城）（暂定）	RPG	2020 年-2021 年	代理

资料来源：七麦数据、taptap、天风证券研究所

➢ **产品生态相辅相成，端游市场重拾升势**

除手游市场表现惊艳外，传奇系列端游表现亦趋稳定。同时，《最终幻想 14》5.0 版本上线、《龙之谷》Q3 登陆 WeGame、彩虹岛等作品表现优异，带动端游业务年内前三季度增长近 15%。20 年逢传奇游戏在中国二十周年庆典，端游系列有望重大改版。

3.3. 云游戏拉开产业竞争帷幕，牵手中移动积极布局，研发实力稳步提升

2019 年是行业英雄亮剑云游戏之年，一场产业新赛季的帷幕正悄然拉开。值此重要节点，公司牵手中国移动，将在游戏联运、5G 云游戏生态建设、版权合作、海外拓展运营等方面进行全面战略合作。2019 年 10 月 10 日，公司与咪咕签订合作协议，协议的具体落地实施有助于公司较为全面的拓展互联网游戏及相关方面的内容，包括但不限于游戏联运、5G 云游戏生态建设、版权合作、电竞产业、传统文化数字化、海外拓展运营、其他商业合作等方面，对公司发展将产生积极影响。与此同时，随着咪咕合作的推进，公司将与中国移动有更进一步的权益相关合作，有助于公司海外业务开展。

2019Q1~Q3 公司研发投入 9.49 亿元，同比增长 15.34%，主要系研发人员增加以及 IP 摊销

增加所致，研发布局逐步扩张。随盛趣并表经营及牵手中移动布局云游戏，我们预计公司19Q4将加大研发投入，2019全年研发投入将达13.4亿。

表 11：可比游戏公司 19Q3 研发投入及营收占比情况

	研发投入（亿元）	研发费用率（%）
恺英网络	3.03	20.15%
掌趣科技	2.30	19.15%
完美世界	10.06	17.30%
吉比特	2.29	14.75%
顺网科技	1.29	10.58%
世纪华通	9.49	8.68%
三七互娱	5.16	5.40%
中文传媒	3.89	4.49%
宝通科技	0.23	1.28%

资料来源：wind、天风证券研究所

3.4. 剩余商誉有业绩支撑，减值风险小

世纪华通 2019 年半年报披露公司剩余商誉为 153.02 亿元。其中，天游七酷商誉 18 年商誉已进行减值、19H1 未进行减值，已减值比例分别为 41.45%、14.47%，商誉剩余值分别为 10.52 亿元、8.12 亿元，符合业绩经营情况，暂无商誉减值风险；点点互动 18 年并表后业绩表现较好，盛趣网络 19H1 并表尚在对赌期，两大游戏龙头子公司大作储备丰富，未来业绩表现可期。

表 12：世纪华通 19 年中报商誉情况（单位：亿元）

形成商誉的事项	原始商誉价值（并购时）	剩余值	已减值比例
天游软件分部	17.96	10.52	41.45%
七酷网络分部	9.49	8.12	14.47%
点点互动分部	60.33	60.43	-
盛趣游戏 (不含 Actoz Soft Co., Ltd.)	72.28	72.28	0
Actoz Soft Co., Ltd	1.67	1.67	0
洋葱网络霍尔果斯技术有限公司	0.19	0	0
合计	161.93	153.02	-

资料来源：公司公告（19 半年报）、天风证券研究所；注：点点互动分部中，点点开曼因汇率变动导致商誉较原始值增加

表 13：世纪华通有商誉子公司 2016-2018 年业绩情况

	2016	2017	2018
	净利润（万元）	净利润（万元）	净利润（万元）
天游软件	18,054.33	17,698.00	8,139.45
七酷网络	17,533.20	13,018.62	1,730.84
点点互动		71,156.09	85,689.14

资料来源：公司公告（18 年报）、天风证券研究所

3.5. 控股股东质押率和股票回购，彰显投资价值和长期信心

➢ 截至 2019 年 11 月 7 日，公司控股股东华通控股质押比例为 84.16%，董事长王苗通及

其一致行动人质押比例为 61.29%。结合 19 年三季报数据，前十大股东及其一致行动人合计质押比例为 54.31%，核心股东邵恒、王佶（总经理）质押率占持股比 99.76% 及 100%。

表 14：世纪华通大股东质押情况（截至 2019 年 11 月 7 日）

股东名称	持股比例(%)	持股数（亿股）	质押股数（亿股）	占持股比（%）	占总股数（%）
华通控股	11.73%	6.99	5.88	84.16%	9.88%
曜瞿如	6.66%	3.97	0.00	0	0.00%
上虞鼎通	2.55%	1.52	1.52	100%	2.55%
王苗通	0.96%	0.57	0.57	99.93%	0.96%
王娟珍	0.11%	0.06	0.06	97.52%	0.11%
王苗通一致行动人合计	22.01%	13.11	8.04	61.29%	13.49%
邵恒	8.19%	4.88	4.87	99.76%	8.17%
永丰国际	4.07%	2.42	0.64	26.42%	1.07%
王佶	6.84%	4.07	4.07	100%	6.84%
上虞吉运盛	3.33%	1.98	1.98	100%	3.33%
王佶一致行动人合计	10.17%	6.06	6.06	100%	10.17%
前十大股东及其一致行动人合计	56.96%	36.08	19.60	54.31%	32.90%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 15：可比游戏公司质押率情况（截至 2019 年 10 月 10 日）

证券简称	大股东质押率
恺英网络	100.00%
游族网络	87.59%
世纪华通	82.27%
巨人网络	81.36%
完美世界	75.58%
顺网科技	70.68%
星辉娱乐	63.11%

资料来源：wind、天风证券研究所

- 2018 年 11 月 9 日~2019 年 10 月 8 日，公司通过回购股份专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份 9743.41 万股，占公司目前总股本的 1.64%，最高成交价为 22.69 元/股，最低成交价为 8.78 元/股，成交总金额为 15.81 亿元（不含交易费用）。本次回购的股份将作为公司实施员工持股计划、股权激励计划的股份来源。

4. 盈利预测及投资观点

盈利预测核心假设如下：

- 受点点及盛趣并表影响，18-19 年公司营收大幅增长，20-21 年《传奇永恒新作》、《传奇英雄版》、《龙之谷 2（腾讯独代）》、《庆余年（开放世界游戏）》、《小森生活》、《代号远征》、《Lapis》、《月夜狂想曲》储备丰富驱动营收持续稳定增长。
- 游戏业务占比提升，尤其是高毛利率的自研手游占比持续提升，公司毛利率有望持续增长。
- 费用率方面保持稳定，研发投入方面持续提升，财务费用后续通过融资等有望改善。
- 分部方面，盛趣游戏承诺 2018-2020 年实现扣非净利润 20/25/30 亿，18 年业绩承诺已兑现，预计 19-20 年将完成业绩承诺。点点互动承诺 2016-2018 年分别实现回

母净利润 5.18/7.03/8.31 亿，目前业绩承诺均已实现，2016~2018 年分别实际归母净利润 5.26/7.12/8.57 亿元，预计 19 年受研发费用提升影响归母净利润略有下降，但 20 年游戏上线后也有望稳定提升。

投资观点:公司 18-19 年相继整合游戏出海龙头点点互动及国内游戏龙头之一的盛趣游戏，强强联合，并进一步深化与腾讯的深度合作，掌握传奇传世、龙之谷、冒险岛等多款顶级 IP 资源，20 年《龙之谷 2》等游戏储备丰富，并建议关注后续 31 亿配套融资进展。我们预计公司 19-21 年营收增长分别为 89%（未追溯调整）/20%/10%，归母净利预计为 30.2/40.2/50 亿元，对应估值为 18x/14x/11x。目前游戏行业 19-20 年估值中枢为 19x/15x，作为定位全球的游戏行业龙头之一，我们认为公司估值应与三七互娱、完美世界、吉比特等 A 股龙头公司接近，因此基于公司 20 年 20X 的目标估值，目标价 13.4 元，“买入”评级。

表 16：可比公司估值情况，2019-2020 年游戏行业估值中枢为 19x/15x

证券简称	总市值（亿元）	2019E 净利润	2020E 净利润	2019E 增速	2020E 增速	2019PE	2020PE
三七互娱	483.92	21.00	24.62	108.23%	17.24%	23.04	19.66
完美世界	442.75	21.06	24.46	23.44%	16.14%	21.02	18.10
吉比特	227.42	8.88	10.43	22.76%	17.54%	25.62	21.80
掌趣科技	152.49	4.76	9.29	-	95.37%	32.07	16.41
游族网络	144.82	11.23	13.59	11.29%	21.01%	12.90	10.66
顺网科技	147.12	4.63	5.30	43.95%	14.47%	31.78	27.76
凯撒文化	46.87	3.79	4.78	36.21%	26.07%	12.37	9.81
星辉娱乐	59.47	4.16	4.36	74.42%	4.83%	14.30	13.64
宝通科技	49.91	3.59	4.41	31.96%	22.98%	13.92	11.32
昆仑万维	168.07	12.57	14.59	24.97%	16.04%	13.37	11.52
中文传媒	161.39	17.96	20.23	10.93%	12.66%	8.99	7.98
					平均值	19x	15x

资料来源：wind 一致预测、天风证券研究所；统计时间为 2019 年 11 月 24 日晚。

5. 风险提示

- 版号审批不及时的风险——18 年 12 月版号重启后以及 19 年 4 月版号正常受理后审批正常化，但仍存在数月的时间差，可能会影响游戏上线时间的风险。
- 上线时间或游戏表现低于预期的风险——尤其是头部游戏项目表现或上线时间低于预期的风险。
- 海外推广受阻的风险——海外推广受海外政策、市场等因素受阻的风险。
- 治理结构改进的风险——点点、盛趣、天游、七酷等均为收购整合标的，均存在管理层、人员及技术整合等问题，其中的股东、高管等致力结构优化也需持续观察，以及定期跟踪商誉情况。
- 行业监管收紧的风险——10 月 21 日，提请十三届全国人大常委会审议的未成年人保护法（修订草案）新增“网络保护”专章，其中规定，对未成年人使用网络游戏实行时间管理，具体监管细则已落地，关注此类型的行业监管后续变化，同时也关注行业监管收紧影响内容审核时间、以及已上架内容下线等风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(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	营业收入	3,490.82	8,124.00	15,388.48	18,495.41	20,387.49
应收票据及应收账款	1,118.79	1,551.91	3,272.38	2,525.93	3,865.54	营业成本	2,458.18	5,017.65	7,768.10	9,108.99	9,527.07
预付账款	54.81	40.14	106.86	65.51	114.77	营业税金及附加	26.49	26.93	49.24	59.19	65.24
存货	473.89	464.06	533.71	636.29	587.41	营业费用	186.15	1,571.91	2,037.43	2,309.47	2,515.93
其他	190.71	790.17	3,398.94	3,323.81	3,462.86	管理费用	61.58	348.39	818.67	924.77	1,029.57
流动资产合计	2,319.33	5,945.18	14,081.86	15,119.22	18,324.60	研发费用	296.53	221.99	1,338.80	1,553.61	1,671.77
长期股权投资	127.49	272.15	272.15	272.15	272.15	财务费用	15.67	4.50	46.93	102.68	46.62
固定资产	1,182.71	1,152.65	1,123.43	1,080.67	1,029.79	资产减值损失	12.37	37.57	0.00	0.00	0.00
在建工程	19.18	78.74	47.24	28.34	17.01	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	166.20	204.96	169.69	134.41	99.14	投资净收益	508.83	138.89	35.00	35.00	35.00
其他	2,598.87	9,092.35	10,300.83	10,247.86	10,203.85	其他	(1,027.92)	(296.69)	(70.00)	(70.00)	(70.00)
非流动资产合计	4,094.44	10,800.85	11,913.34	11,763.45	11,621.94	营业利润	952.95	1,052.86	3,364.30	4,471.70	5,566.28
资产总计	6,413.77	16,746.04	25,995.20	26,882.66	29,946.53	营业外收入	9.07	1.31	0.00	0.00	0.00
短期借款	231.43	297.16	2,700.00	1,000.00	1,000.00	营业外支出	0.93	4.04	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	644.53	836.00	1,069.35	1,164.89	1,171.89	利润总额	961.09	1,050.13	3,364.30	4,471.70	5,566.28
其他	422.66	625.30	339.36	367.16	375.37	所得税	176.43	88.57	340.47	452.54	563.31
流动负债合计	1,298.62	1,758.45	4,108.70	2,532.05	2,547.26	净利润	784.66	961.56	3,023.83	4,019.16	5,002.98
长期借款	0.00	1,011.00	1,011.00	1,000.00	1,000.00	少数股东损益	1.92	(0.70)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	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
其他	18.00	92.10	55.05	73.58	64.32	每股收益(元)	0.13	0.16	0.51	0.67	0.84
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	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	47.59	20.10	20.10	20.10	20.10	成长能力					
股本	1,027.09	2,334.76	5,956.43	5,956.43	5,956.43	营业收入	1.01%	132.72%	89.42%	20.19%	10.23%
资本公积	1,883.50	8,821.23	10,037.09	10,037.09	10,037.09	营业利润	61.93%	10.48%	219.54%	32.92%	24.48%
留存收益	4,025.74	11,779.82	14,843.90	17,300.50	20,358.42	归属于母公司净利润	55.47%	22.94%	214.24%	32.92%	24.48%
其他	(1,886.77)	(9,071.43)	(10,037.09)	(10,037.09)	(10,037.09)	获利能力					
股东权益合计	5,097.15	13,884.48	20,820.44	23,277.03	26,334.96	毛利率	29.58%	38.24%	49.52%	50.75%	53.27%
负债和股东权益总计	6,413.77	16,746.04	25,995.20	26,882.66	29,946.53	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					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	20.53%	17.09%	19.91%	13.41%	12.06%
净利润	784.66	961.56	3,023.83	4,019.16	5,002.98	净负债率	-3.49%	-12.77%	-14.61%	-28.14%	-31.43%
折旧摊销	180.62	202.26	95.99	96.93	97.50	流动比率	1.79	3.38	3.43	5.97	7.19
财务费用	22.07	33.32	46.93	102.68	46.62	速动比率	1.42	3.12	3.30	5.72	6.96
投资损失	(508.83)	(138.89)	(35.00)	(35.00)	(35.00)	营运能力					
营运资金变动	(229.68)	(833.87)	(4,480.20)	955.17	(1,429.06)	应收账款周转率	3.53	6.08	6.38	6.38	6.38
其它	(49.96)	705.68	0.00	0.00	0.00	存货周转率	5.54	10.70	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	总资产周转率	0.59	0.70	0.72	0.70	0.72
资本支出	421.76	6,190.72	37.05	(18.53)	9.26	每股指标(元)					
长期投资	68.05	144.67	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.13	0.16	0.51	0.67	0.84
其他	(643.28)	(8,804.51)	(1,285.57)	53.53	25.74	每股经营现金流	0.03	0.16	-0.23	0.86	0.62
投资活动现金流	(153.47)	(2,469.12)	(1,248.52)	35.00	35.00	每股净资产	0.85	2.33	3.49	3.90	4.42
债权融资	303.43	1,326.16	3,729.00	2,018.00	2,018.00	估值比率					
股权融资	(31.16)	7,993.98	5,040.80	(102.68)	(46.62)	市盈率	70.62	57.44	18.28	13.75	11.05
其他	(371.55)	(5,275.54)	(2,501.76)	(5,291.57)	(3,963.05)	市净率	10.95	3.99	2.66	2.38	2.10
筹资活动现金流	(99.29)	4,044.59	6,268.04	(3,376.25)	(1,991.67)	EV/EBITDA	31.44	31.96	14.00	9.77	7.70
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	35.66	35.91	14.19	9.82	7.71
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

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