

证券研究报告—动态报告/公司快评
传媒
世纪华通 (002602)
买入
游戏

重大事件快评

(维持评级)

2019年12月19日

《传奇》版权归属进一步确立，持续看好向上成长空间

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002

事项：

公司公告控股子公司亚拓士收到江西省宜春市中级人民法院《民事裁定书》，娱美德娱乐有限公司、株式会社传奇 IP 立即停止在中国大陆向任何第三方进行涉及网络游戏《LEGENDOFMIR II》(中文名：《传奇》)改编权授权；娱美德娱乐有限公司、株式会社传奇 IP、深圳市椰子互娱网络技术有限公司、江西椰子互娱网络技术有限公司立即停止履行其签署的授权协议《MIR2 PC Client Game and Web Page Service Operation and Management Agreement》。”

评论：

法院判决进一步确立公司作为《传奇》游戏版权大陆市场唯一合法授权方地位，并将有望为公司持续带来显著利润。1) 由于历史原因，盛趣游戏(原盛大游戏)与韩国娱美德在《传奇》版权存在持续的版权纠纷，这也导致了国内传奇类游戏授权混乱的局面；2) 今年以来公司陆续在国际及国内司法判决中获胜，持续奠定公司作为《传奇》游戏版权大陆市场唯一合法授权方地位：10月14日公告子公司亚拓士在韩国首尔胜诉，11月29日安徽省芜湖市中级人民法院驳回娱美德诉讼请求并确认盛趣信息拥有《传奇世界》的著作权；而本次控股子公司亚拓士的相关诉讼、并对诉前行为保全行为，获得江西宜春中院支持，进一步确立了公司作为《传奇》游戏版权大陆市场唯一合法授权方地位；3) 根据相关数据统计，中国大陆市场《传奇》类游戏年流水规模约为300亿，在确定唯一合法授权地位后，《传奇》相关IP授权市场将得到有效规范，有望为公司贡献显著IP授权收入。

维持盈利预测，看好公司新产品周期和治理结构改善空间，维持“买入”评级。1) 在完成对盛跃网络(原盛大游戏)收购之后，公司已经形成国内自研(盛大游戏)+出海代理的业务格局(点点互动)；2020年公司将迎来产品大年：《龙之谷2》(已获发版号)、《庆余年》等头部产品有望陆续上线；同时公司近期与腾讯签署战略合作协议，也将有助公司业务迈上新台阶；2) 我们维持盈利预测，预计公司19/20年净利润分别为30.5/40.7亿元，对应EPS分别为0.51/0.68元，当前股价分别对应同期22.0/16.5倍PE，作为国内游戏研发及出海龙头，估值水平显著低于A股其他可比公司估值水平。我们持续看好新产品推出、治理改善及版权归属确定后的基本面持续向上可能，继续维持“买入”评级。

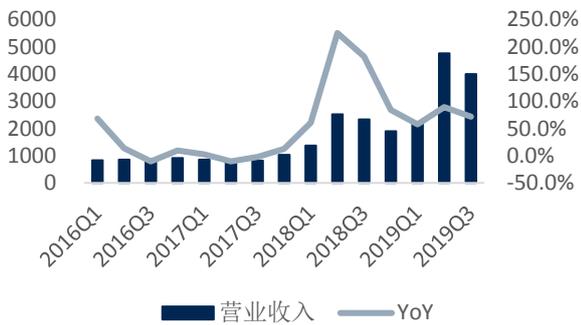
风险提示：业绩低于预期；商誉风险；监管政策风险；产品不达预期风险等。

表 1: 可比公司估值水平

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300113	顺网科技	买入	26.3	182.60	0.70	0.87	37.57	30.23
002555	三七互娱	买入	26.15	552.35	0.97	1.16	26.96	22.54
300315	掌趣科技	买入	6.75	186.13	0.16	0.33	42.19	20.45
002602	世纪华通	买入	11.26	670.69	0.51	0.68	22.02	16.51
603444	吉比特	买入	318.5	228.94	12.44	14.49	25.60	21.98

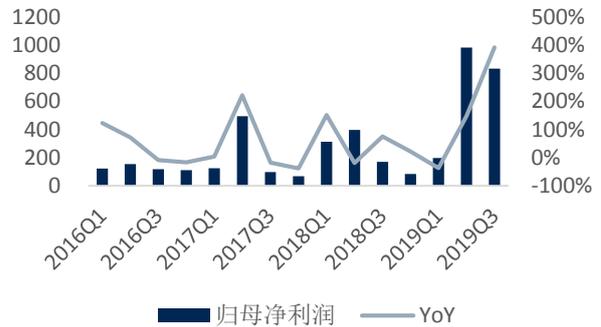
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

图 1: 世纪华通单季度营收及增速 (单位: 百万元、%)



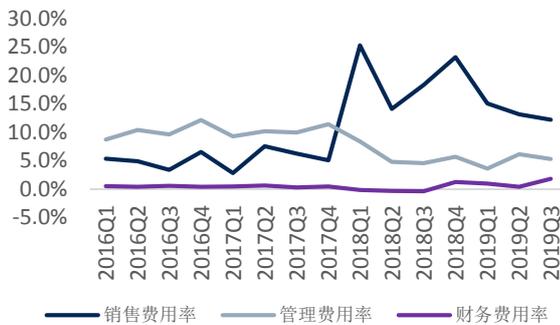
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 世纪华通单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 世纪华通三项费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 世纪华通毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3099	1382	1654	2045
应收款项	1722	11218	13461	14942
存货净额	464	3852	4351	4725
其他流动资产	660	2340	2808	3116
流动资产合计	5945	18792	22274	24829
固定资产	1231	1401	1578	1729
无形资产及其他	205	197	189	180
投资性房地产	9092	9092	9092	9092
长期股权投资	272	182	209	237
资产总计	16746	29664	33342	36068
短期借款及交易性金融负债	315	5961	5713	4267
应付款项	836	3244	3664	3979
其他流动负债	607	3185	3645	3988
流动负债合计	1758	12390	13022	12234
长期借款及应付债券	1011	1011	1011	1011
其他长期负债	92	123	154	155
长期负债合计	1103	1134	1165	1166
负债合计	2862	13524	14187	13400
少数股东权益	20	20	19	18
股东权益	13864	16121	19136	22650
负债和股东权益总计	16746	29664	33342	36068

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.41	0.51	0.68	0.80
每股红利	0.08	0.13	0.18	0.21
每股净资产	5.94	2.71	3.21	3.80
ROIC	11%	16%	17%	18%
ROE	7%	19%	21%	21%
毛利率	38%	49%	52%	53%
EBIT Margin	14%	24%	27%	28%
EBITDA Margin	16%	25%	28%	29%
收入增长	133%	80%	20%	11%
净利润增长率	23%	217%	34%	17%
资产负债率	17%	46%	43%	37%
息率	0.7%	3.0%	4.0%	4.7%
P/E	27.3	22.0	16.5	14.1
P/B	1.9	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	22.2	22.1	16.3	14.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8124	14623	17548	19478
营业成本	5018	7458	8423	9155
营业税金及附加	27	73	88	97
销售费用	1572	2705	3159	3506
管理费用	348	886	1061	1177
财务费用	4	139	278	232
投资收益	139	139	139	139
资产减值及公允价值变动	(38)	(16)	(22)	(25)
其他收入	(203)	0	0	0
营业利润	1053	3485	4656	5425
营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	1050	3482	4653	5422
所得税费用	89	435	582	678
少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	962	3049	4075	4748

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	962	3049	4075	4748
资产减值准备	25	6	4	5
折旧摊销	156	139	161	182
公允价值变动损失	38	16	22	25
财务费用	4	139	278	232
营运资本变动	(6954)	(9541)	(2295)	(1500)
其它	(26)	(7)	(5)	(5)
经营活动现金流	(5799)	(6336)	1962	3455
资本开支	(141)	(323)	(356)	(356)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(286)	(233)	(383)	(383)
权益性融资	4083	0	0	0
负债净变化	1011	0	0	0
支付股利、利息	(194)	(793)	(1059)	(1234)
其它融资现金流	2985	5646	(248)	(1447)
融资活动现金流	8703	4853	(1307)	(2681)
现金净变动	2618	(1717)	272	391
货币资金的期初余额	481	3099	1382	1654
货币资金的期末余额	3099	1382	1654	2045
企业自由现金流	(5878)	(6661)	1725	3177
权益自由现金流	(1882)	(1137)	1234	1528

相关研究报告

《世纪华通-002602-重大事件快评：并购盛大游戏持续布局游戏产业链，股份回购展现长期发展信心》 —— 2018-11-21

《世纪华通-002602-2017 年报点评：全产业链布局带动业绩高速增长,储备产品预期高企》 ——2018-04-25

《世纪华通-002602-重大事件快评：点点互动 100%股权过户完成，游戏产业链布局更进一步》 ——2018-01-26

《世纪华通-002602-2017 年三季报点评：业绩符合预期，游戏业务全类型加码》 ——2017-10-31

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032