

世纪华通(002602)

报告日期: 2023年04月11日

## 盛趣点点双轮驱动增长, 研运龙头新游扬帆起航

### ——世纪华通首次覆盖报告

#### 投资要点

##### □ 世纪华通: 六年一剑转型游戏, 前沿科技开拓业务

公司前身为浙江世纪华通车业股份有限公司, 是一家成立于2005年的汽车零部件二级供应商, 由于汽车零部件制造业务承压, 从2014年开始, 公司多次并购包括天游软件、七酷网络以及盛趣游戏等公司进军互联网游戏业。公司依托并购积累的资源优势, 以及与华为云、腾讯、卫士通等合作伙伴深度协作所搭建的生态优势, 逐渐形成互联网游戏业务持续保持领先地位, 汽车零部件制造业务保持稳健, 云数据业务高速发展的多维发展态势。

##### □ 互联网游戏业务: 国内新游上线, 海外点点闪耀

公司是优秀的游戏研运商, 已经建立了全球化的游戏研发和运营的完整生态系统, 拥有众多知名的游戏IP, 近百款在运产品持续贡献收益, 位居全球游戏行业的领先地位。公司形成了国内盛趣游戏, 海外点点互动的双轮驱动的布局, 盛趣游戏作为老牌游戏研发厂商拥有众多IP和优秀产品, 如传奇系列、传奇世界系列、龙之谷系列等。点点互动作为手游出海龙头, 拥有《菲菲大冒险》、《冰封时代》、《寒霜启示录》等优秀作品。我们认为, 伴随国内游戏版号核发常态化以及公司储备产品陆续上线, 海外业务稳步拓展, 有望驱动业绩增量。

##### □ 盈利预测

我们预计2022-2024年公司营业收入分别为128.28/149.45/169.73亿元, 同比增长-7.90%/16.50%/13.57%; 归属于母公司股东净利润分别为-66.13/20.54/29.53亿元, 同比增长-384.22%/131.06%/43.77%; EPS分别为-0.89/0.28/0.40, 以2023年4月11日收盘价, 对应PE分别为—/23.62/16.43。考虑到公司拥有包括传奇系列、传奇世界系列、龙之谷系列、辐射系列等的众多知名IP, 并具备长线运营及爆款频出的历史经验, 以及公司海外业务拓展表现较好, 给予一定估值溢价。我们认为, 伴随公司海内外储备产品的陆续上线, 有望驱动业绩加速兑现, 首次覆盖给予“买入”评级。

##### □ 风险提示

行业政策变动风险; 游戏版号申请风险; 核心人才流失风险; 新游上线表现不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,929	12,828	14,945	16,973
(+/-)(%)	-7.03%	-7.90%	16.50%	13.57%
归母净利润	2,327	-6,613	2,054	2,953
(+/-)(%)	-21.03%	-384.22%	131.06%	43.77%
每股收益(元)	0.31	-0.89	0.28	0.40
P/E	20.85	—	23.62	16.43

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 姚天航

执业证书号: S1230522010001

yaotianhang@stocke.com.cn

研究助理: 赵海楠

zhaohainan@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价 ¥6.51

总市值(百万元) 48,516.15

总股本(百万股) 7,452.56

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 正文目录

<b>1 世纪华通：六年一剑转型游戏，前沿科技开拓业务</b>	<b>4</b>
1.1 公司简介：多次并购实现新旧业务更迭，跨行业拓展商业布局	4
1.2 历史沿革：汽车零部件制造业起家，积极开拓游戏与云数据新市场	5
1.3 股权结构：管理层更新换代，推动公司深耕游戏产业	6
1.4 财务分析：收购盛趣助力游戏业务腾飞，盈利能力稳步提升	7
<b>2 互联网游戏业务：国内新游上线，海外点点闪耀</b>	<b>10</b>
2.1 百款在营游戏，双轮驱动铸就企业辉煌	10
2.2 盛趣游戏：老牌游戏厂商，筑底基本面稳固	10
2.3 点点互动：手游出海龙头，产品闪耀世界	13
<b>3 盈利预测与估值</b>	<b>16</b>
3.1 盈利预测	16
3.2 相对估值	16
<b>4 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 世纪华通业务版图.....	5
图 2: 公司发展历程.....	6
图 3: 公司股权结构(截至 2022 年 9 月 30 日).....	7
图 4: 公司营业收入及同比增长(单位: 亿元, %).....	8
图 5: 公司归母净利润及同比增长(单位: 亿元, %).....	8
图 6: 2018 年-2022 上半年公司营收结构(单位: %).....	8
图 7: 2018-2022H1 公司海内外营业收入分布(单位: 亿元).....	9
图 8: 2018-2022H1 公司海内外营业利润分布(单位: 亿元).....	9
图 9: 2018 年-2021 年公司各业务毛利率(单位: %).....	9
图 10: 2018 年-2021 年公司费用率(单位: %).....	9
图 11: 世纪华通游戏业务板块主导公司.....	10
图 12: 盛趣游戏旗下部分系列 IP.....	11
图 13: 世纪华通中台工业化.....	12
图 14: 《庆余年》发行后排名.....	13
图 15: 《Family Farm Adventure》(菲菲大冒险)发行后排名.....	14
图 16: 《Family Farm Adventure》(菲菲大冒险)荣获 APAC Awards2022 最佳模拟手游.....	14
图 17: 点点互动两款产品进入 2023 年 2 月中国手游海外收入增长榜 TOP10.....	15
表 1: 截至 2022 年 9 月 30 日公司前十大股东明细.....	7
表 2: 盛趣游戏部分代表产品.....	11
表 3: 世纪华通新游产品储备.....	13
表 4: 点点互动部分代表游戏.....	14
表 5: 公司盈利预测(单位: 百万元, %).....	17
表 6: 相对估值(单位: 亿元, 元/股, 倍).....	17
表附录: 三大报表预测值.....	19

## 1 世纪华通：六年一剑转型游戏，前沿科技开拓业务

### 1.1 公司简介：多次并购实现新旧业务更迭，跨行业拓展商业布局

世纪华通前身为浙江世纪华通车业股份有限公司，是一家成立于 2005 年的汽车零部件二级供应商，主营业务为各种汽车用塑料零部件及相关模具的研发、制造和销售，2011 年 7 月于深交所的中小板正式上市。

**汽车零部件制造业务承压，多次并购进军互联网游戏业。**2014 年，世纪华通车业收购天游软件及七酷网络，正式跨界到互联网游戏行业中，并更名为浙江世纪华通集团股份有限公司。在随后四年间，世纪华通陆续收购了厦门趣游、游影公司、重庆漫想族等公司，最终在 2019 年完成了对盛趣游戏 100% 股权的收购，覆盖了从研发到发行的互联网游戏产业布局，实现跨界转型。目前，公司主营业务以互联网游戏和汽车零部件制造为双核心，并逐渐将业务重心向互联网游戏倾斜。

**积极响应国家政策，入局云数据业务，与腾讯深度合作。**在《“十四五”数字经济发展规划》的指引下，为积极响应国家“加快数字化发展建设数字中国”的政策，公司 2021 年持续加强对互联网数据中心、数据安全等业务的布局和投入。

**公司通过多次并购拓张业务版图，并依托数字化领先优势，不断创新产品及服务。**业务方面，公司的互联网游戏业务持续保持领先地位，汽车零部件制造业务保持稳健，云数据业务高速发展。

#### 1) 互联网游戏业务

**公司业务集研发、全球发行、运营为一体的完整生态。**2020 年末，公司整合多家游戏业务子公司，建立互联网游戏分部，构建国内、出海双线布局。2021 年，公司完善研发架构，建设研运中台，实现研发质量和数量的提升。盛趣游戏是全球领先的游戏开发商、运营商和发行商，端游、页游与手游储备充足；点点互动在海外市场发力，与国际知名游戏社交平台合作，代理发行和自研游戏表现优异；天游软件是中国领先的运动休闲竞技类互联网游戏运营商，布局电竞产业多年，公司拥有《街头篮球》、《坦克英雄》、《兄弟足球》等数十款知名游戏 IP。

#### 2) 汽车零部件业务

**公司汽车零部件业务分部主要从事各种汽车用塑料零部件及模具的研发、制造和销售。**公司是上汽大众、上汽通用、一汽集团、东风集团、广州本田等国内知名车企的 A 级供应商，也是德国马勒集团、法国法雷奥集团、美国 Vista-Pro 公司等世界一流企业的首选供应商。公司被认定为浙江省高新技术企业和浙江省“重合同、守信用”3A 级单位。2021 年公司作为国内少数几家拥有“水辅注塑”能力的企业，在“水辅注塑”业务单元拿到多家国内外知名企业的定点通知，主要包括上汽大众、一汽大众等，为其配套冷却系统连接管路。

#### 3) 云数据业务

**公司复制腾讯长三角人工智能先进计算中心项目经验，拓展全国重点核心区域单体大规模机房布局，积极响应“东数西算”工程。**为各类客户提供全生命周期互联网数据中心服务，为国家数字化建设贡献力量。2020 年新建 IDC 数据中心业务板块。2021 年 9 月与卫士通签署了《战略合作框架协议》，提升网络数据安全保护能力。2022 年成立“云数据中心事业部”。

图1: 世纪华通业务版图



资料来源: 公司公告、公司官网、浙商证券研究所

## 1.2 历史沿革: 汽车零部件制造业起家, 积极开拓游戏与云数据新市场

### (1)2005-2013年: 汽车零部件制造业稳扎稳打, 品牌具有全球影响力

2005年10月, 浙江世纪华通车业股份有限公司成立于浙江绍兴, 主要从事各类汽车零部件及相关模具的研发、制造和销售。2005-2013年期间, 公司逐步积累品牌优势, 在汽车用塑料件行业获得较高的知名度, 产品及服务受到客户的认可, 公司产品间接配套上海大众、上海通用、一汽大众等国内知名整车企业, 也是贝洱集团、伟世通集团、法雷奥集团等国际一流汽车零部件制造商的全球采购重要供应商, 其拥有的“全世通”商标被评为浙江省著名商标, 具有较高的知名度, 产品被认定为浙江省名牌产品, 尤其是散热器水箱产品在国内外具有较高声誉, 在国内乘用车市场占有率始终保持在较高水平。

### (2)2014-2019年: 多笔收购完善游戏业务生态, 跻身A股游戏公司第一梯队

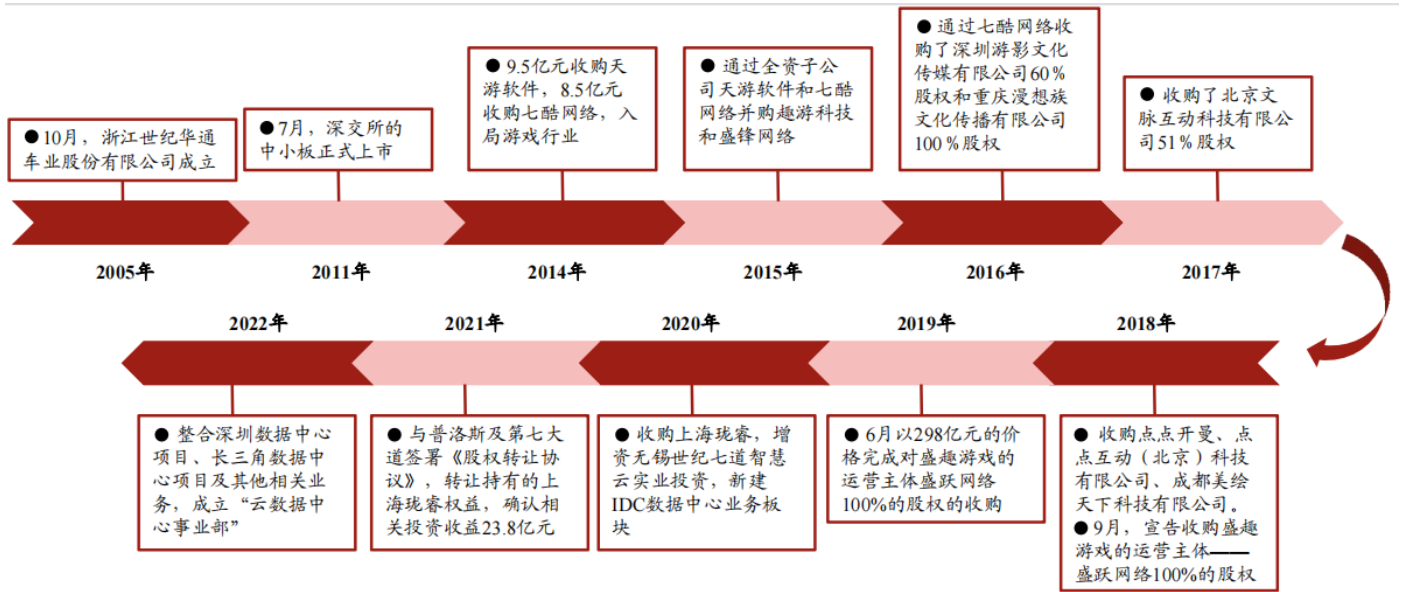
2014年起, 受汽车零部件业整体下滑的影响, 世纪华通开始了多起大规模并购进军互联网游戏业。2014年, 世纪华通通过拟发行股份和支付现金的方式, 分别以9.5亿、8.5亿收购了上海天游软件有限公司、无锡七酷网络科技有限公司。其中, 天游软件拥有国内知名游戏运营平台T2CN, 以《街头篮球》为主, 专注于休闲竞技类游戏的运营; 七酷网络拥有强大的研发团队, 具有独立开发能力, 主要产品有《热血战纪》、《我叫三国志》等。研发和发行两方面同时布局, 为世纪华通游戏业的进一步发展奠定基础。2015年, 世纪华通全资子公司天游软件收购了趣游(厦门)科技有限公司。2016年, 世纪华通通过七酷网络收购了深圳游影文化传媒有限公司60%股权和重庆漫想族文化传播有限公司100%股权。截至2016年底, 世纪华通商誉金额为18.62亿元。2017年, 世纪华通全资子公司无锡七酷投资有限公司收购了北京文脉互动科技有限公司51%股权。2018年, 世纪华通收购点点开曼、点点互动(北京)科技有限公司、成都美绘天下科技有限公司。2018年9月, 世纪华通宣告收购盛趣游戏的运营主体——盛跃网络100%的股权。此项巨额并购于2019年6月以298亿元的价格完成。至此, 世纪华通跻身A股游戏公司第一梯队。

### (3)2019年至今: 响应国家战略布局, 数据基建入局尝试

2020年, 响应国家“数字新基建”战略, 世纪华通收购上海珑睿, 增资无锡世纪七道智慧云实业投资, 新建IDC数据中心业务板块。根据公司年报, 上海珑睿目前主要项目为位于上海松江区的“长三角人工智能超算中心”, 将作为腾讯云在上海市松江区落地长三角人工智能超算中心枢纽与华东地区的核心机房。2021年3月至4月, 公司与普洛斯及第七

大道签署《股权转让协议》，将公司、吉六零、第七大道持有的上海珑睿 50.10%权益转让给普洛斯，确认相关投资收益 23.8 亿元。2021 年 7 月，世纪华通设立子公司上海世纪珑腾，主营业务包括增值电信业务技术服务、信息系统集成服务、互联网数据服务、大数据服务等，并于 2021 年 10 月与腾讯云计算签署《战略合作协议》。2022 年 2 月 28 日整合深圳数据中心项目、长三角数据中心项目及其他相关业务，成立“云数据中心事业部”。公司同时投资布局了位于深圳市光明区的“弈峰科技光明 5G 大数据中心项目”，并将其作为公司的重要科技战略。

图2：公司发展历程



资料来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所

### 1.3 股权结构：管理层更新换代，推动公司深耕游戏产业

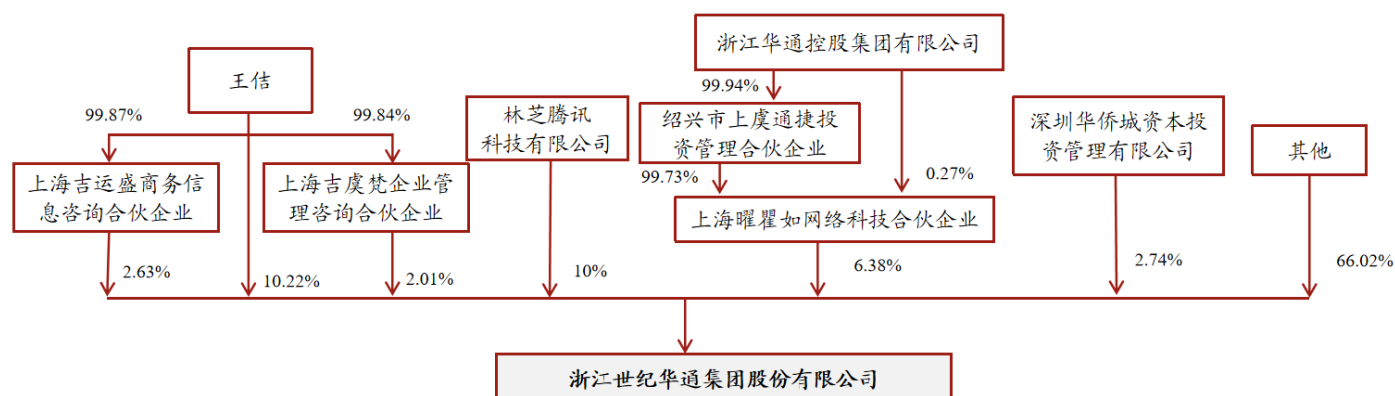
CEO兼董事长王信直接持股 10.22%，林芝腾讯为第二大股东。王信直接持有公司 10.22%的股份，通过上海吉运盛商务信息咨询合伙企业与上海吉虞梵企业管理咨询合伙企业间接持有为公司 4.64%的股份，总持股达 14.86%为第一大股东。

2019 年，世纪华通完成对盛趣游戏的收购后，原盛趣游戏股东腾讯成为世纪华通股东，腾讯通过旗下产业投资基金全资子公司林芝腾讯投资管理有限公司持股 4.76%。2020 年 7 月 27 日，林芝腾讯通过大宗交易耗资 2.13 亿增持世纪华通约 0.18 亿股股份，持股比例上升至 5%。2021 年 3 月 15 日，华通控股、鼎通投资分别将持有的公司 2.55%、2.45% 股份转让林芝腾讯，转让价款约为 27.9 亿元。林芝腾讯科技有限公司持股比例上升至 10%，成为第二大股东。

**新旧管理层交替，游戏行业经验深厚。**现任 CEO 兼董事长王信先生毕业于复旦大学计算机专业，曾为上海天游软件有限公司的创办人、CEO。2014 年，世纪华通以 9.5 亿元对价购买王信手中的天游软件，王信自此进入世纪华通董事会，任世纪华通 CEO。在王信先生的主导下，世纪华通完成了对点点互动、盛趣游戏等游戏公司的收购。此外，总裁谢斐曾任华数传媒控股股份有限公司副总裁、盛趣游戏首席执行官，曾获“中国游戏产业十大影响力人物”；财务总监纪敏曾任上海天游软件有限公司副总裁；副总裁王一锋为华通车业创始人王苗通之子；首席战略官方辉曾任职于腾讯科技公司战略投资部，也曾于创梦天地

科技有限公司任首席战略官。管理团队经验深厚，兼具专业知识、团队领导力与战略眼光，利于公司聚焦游戏发展。

图3: 公司股权结构(截至 2022 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

表1: 截至 2022 年 9 月 30 日公司前十大股东明细

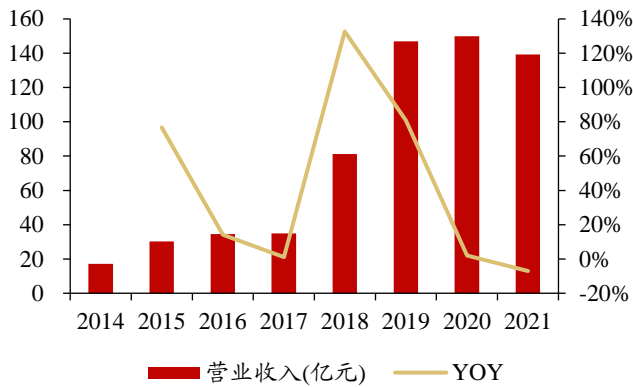
序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例
1	王佶	761,977,993	10.22%
2	林芝腾讯科技有限公司	745,255,696	10.00%
3	上海曜瞿如网络科技合伙企业(有限合伙)	475,813,861	6.38%
4	深圳华侨城资本投资管理有限公司	204,053,215	2.74%
5	绍兴上虞吉运盛商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	196,057,127	2.63%
6	上海道颖投资管理中心(有限合伙)	192,867,807	2.59%
7	绍兴上虞熠诚企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	149,886,298	2.01%
8	绍兴上虞吉仁企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	149,886,298	2.01%
9	香港中央结算有限公司	134,093,184	1.80%
10	上海华璨股权投资基金合伙企业(有限合伙)	109,057,454	1.46%

资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

## 1.4 财务分析: 收购盛趣助力游戏业务腾飞, 盈利能力稳步提升

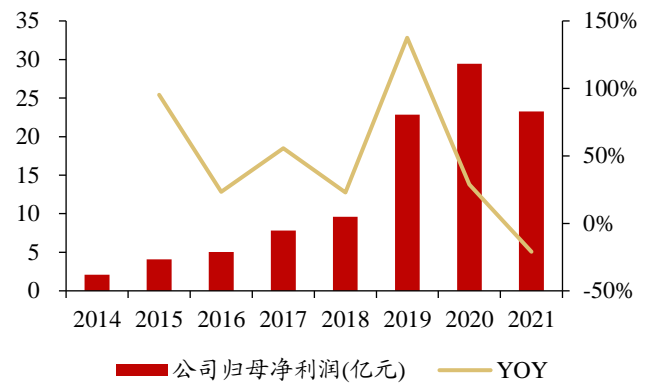
**公司主营业务逐步转换, 收购盛趣扩张规模。**2014-2019年, 公司的营业收入随着并购的逐步发展而稳步增长。尤其是2018年至2019年间, 公司的营业收入增长分别达到132.72%与80.82%, 总营收达到146.9亿元, 这得益于公司对点点互动与盛趣游戏的并购。2020年, 公司营业收入与归母净利润达到新高, 分别为149.83亿元与29.46亿元。2021年, 公司营收增速放缓, 归母净利润有所下降, 主要由于1)受到疫情等影响, 公司新产品研发效率有所降低, 新产品上线时间延迟, 研发类固定成本增加; 同时监管政策趋严, 游戏版号发放进度一定程度影响了公司国内新产品的推出; 2)国内游戏市场竞争较为激烈, 公司新上线产品获客成本提升导致产品运营成本增加; 3)过去几年公司海外游戏业务逐步由游戏代理发行为主转向产品自研自发, 由于海外自研产品需要前期较长时间的孵化和打磨, 造成一段时间内研发投入大、周期长的现象, 导致海外游戏业务板块近期利润下降。近年来, 公司持续布局云数据行业, 有望发掘全新业务增长点。

图4: 公司营业收入及同比增长(单位: 亿元, %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

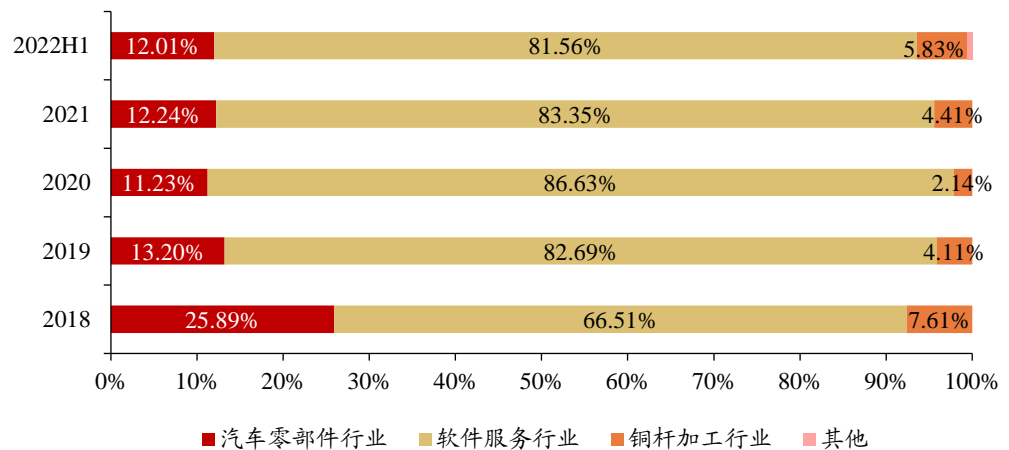
图5: 公司归母净利润及同比增长(单位: 亿元, %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

**汽车零部件业占比下降, 持续聚焦游戏主业。**2018年至2021年, 公司营业收入结构进一步变化, 以游戏为主的软件服务业由2018年占主营业务的66.51%波动增长至2021年的83.35%, 主要系公司对盛趣游戏的收购完成使得游戏业务迅速扩张; 汽车零部件业务由2019年占主营业务的25.89%下降至2021年的12.24%, 铜杆加工件业由2018年的7.61%波动下降至2021年的4.41%, 主要受行业全球一体化影响, 竞争加剧。随着整车的价格下降和原材料的价格上升, 零部件行业也存在着被价格挤兑的问题, 且人工成本也在不断增长, 公司主要战略重心逐步向游戏行业转移。

图6: 2018年-2022上半年公司营收结构(单位: %)

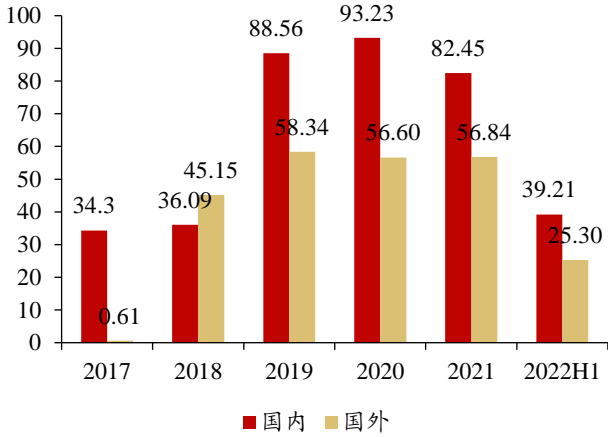


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

**点点互动助力海外市场探索, 游戏出海稳中求进。**2017年, 公司97.88%的营业收入来自于国内市场。2018年完成对点点互动的收购后, 海外业绩迎来显著增长, 营业收入一度超过国内市场。随着点点互动全球化的合作框架与业务网络逐步优化, 海外业务毛利率逐步提升。2021年与2022年H1, 公司海外业务毛利率分别为46.83%与55.97%。

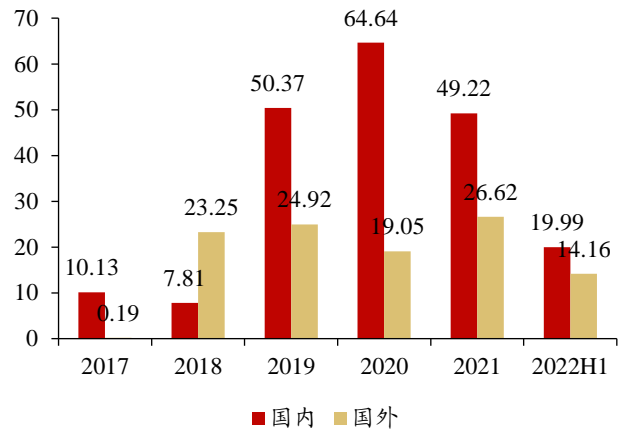


图7: 2018-2022H1 公司海内外营业收入分布(单位: 亿元)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

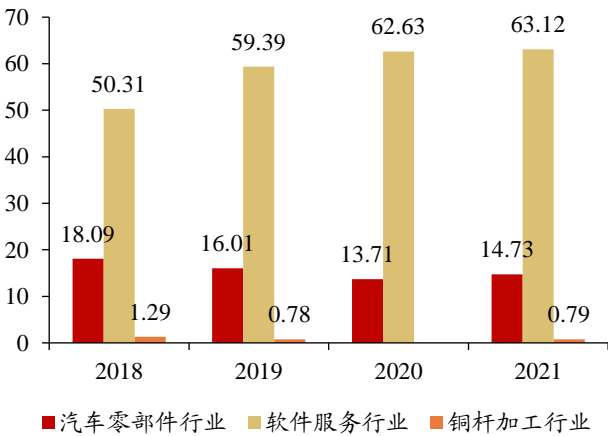
图8: 2018-2022H1 公司海内外营业利润分布(单位: 亿元)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

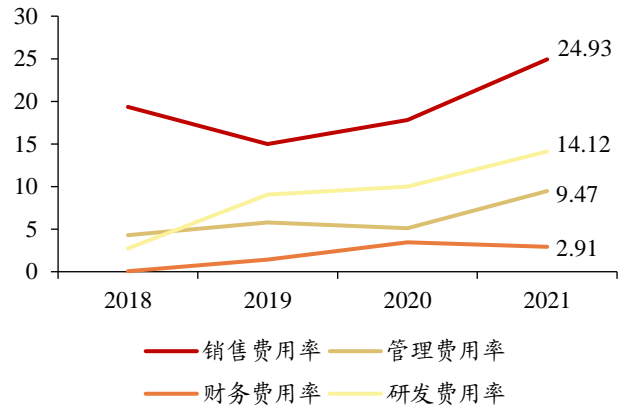
**游戏业务毛利较高, 研发力度持续加码。**公司 2018-2021 年间, 以游戏业务为主的软件服务业毛利率逐年增加, 2021 年达到 63.12%。汽车零部件行业与铜杆加工件业毛利率逐年波动下滑, 主要由于 1)公司业务调整, 重心转移至游戏业 2)疫情影响及行业竞争加剧导致零部件利润受到挤压。费用方面, 公司加码游戏研发投入, 研发费用率逐年上升, 2021 年达到 14.12%。2021 年销售费用达 24.93%, 主要系加大新游戏推广所致; 管理费用达 9.47%, 主要系中介咨询服务费增加, 及股权转让产生费用所致。

图9: 2018 年-2021 年公司各业务毛利率(单位: %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图10: 2018 年-2021 年公司费用率(单位: %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 2 互联网游戏业务：国内新游上线，海外点点闪耀

### 2.1 百款在营游戏，双轮驱动铸就企业辉煌

公司是出色的游戏研运商，实现国内盛趣、海外点点双轮驱动的发展格局。公司经过多年的发展，已经建立了全球化的游戏研发和运营的完整生态系统，拥有众多知名的游戏IP，近百款在运产品持续贡献收益，覆盖全球市场，并且拥有丰富的针对全球用户的游戏产品线，位居全球游戏行业的领先地位。2020年第四季度始，为了提高集团管理效率，增强各公司之间业务协同，公司将盛趣游戏、点点互动、天游软件等进行整合组建成互联网游戏分部，并构成以盛趣游戏和点点互动(Century Games)为主体的互联网游戏国内、出海双线布局。

图11：世纪华通游戏业务板块主导公司



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

**四大子版块公司实力雄厚。**公司四大游戏业务板块子公司中，除开国内游戏龙头盛趣游戏和海外游戏龙头点点互动(Century Games)外，天游软件是中国领先的运动休闲竞技类网络游戏运营商，主要运营游戏产品包括《街头篮球》、《攻沙》等，其运营的《街头篮球》FSPL职业电竞联赛至今已超过10年时间，线下比赛累计参赛人数达到8万人次，每年观看比赛直播人数超过500万人。而七酷网络是盛跃网路(前盛大游戏运营实体)子公司，由于运营业务类似，自2019年度起双方对旗下的国内游戏业务在研发资源、人力资源、IP资源、商务等资源上进行了多方位的整合。

### 2.2 盛趣游戏：老牌游戏厂商，筑底基本面稳固

**盛趣游戏(原盛大游戏)是中国游戏产业的开创者与变革者。**从2001年运营《热血传奇》开始，就一直引领着中国网络游戏的发展。2005年，盛大游戏宣布《热血传奇》、《传奇世界》等游戏采用“游戏免费，增值服务收费”模式，开创了网络游戏CSP模式。2015年，盛趣游戏自研手游《热血传奇手机版》成为移动时代的爆款，开启了端游改手游的浪潮。

**盛趣游戏拥有多款精品游戏，**包括《热血传奇》、《传奇世界》、《泡泡堂》、《龙之谷》、《最终幻想14》等端游，《扩散性百万亚瑟王》、《热血传奇手机版》、《传奇世界手游》、《龙之谷手游》、《辐射：避难所Online》、《庆余年》等手游。根据公司2020年年报，盛趣游戏的注册用户超过22亿，有近百款游戏持续贡献利润，其中《热血传奇》、《传奇世界》等手游产品累积流水超过140亿。根据公司2020年年报，其自研产品占比达到50%以上。

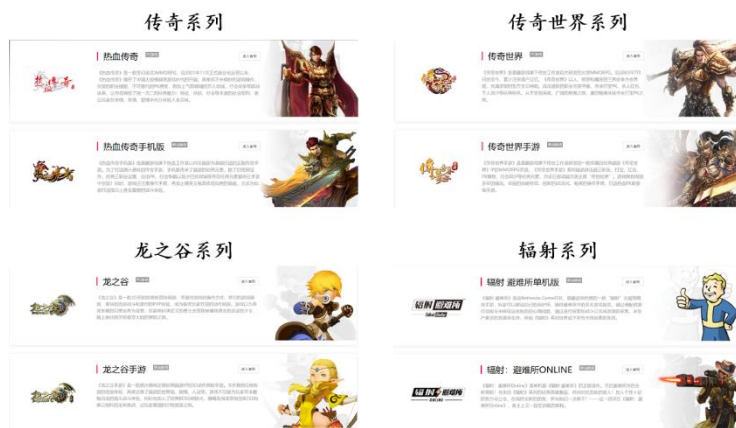
表2: 盛趣游戏部分代表产品

游戏名称	平台	游戏类型	来源	运营时间	简介
《热血传奇》	端游	MMORPG	代理	2001年-至今	开辟了中国网络游戏的先河, 至今仍在运营。
《传奇世界》	端游	MMORPG	自研	2003年-至今	盛大自研首作, 类传奇奇幻 MMORPG
《泡泡堂》	端游	休闲	代理	2003年-至今	中国最早的休闲游戏之一
《龙之谷》	端游	动作冒险	代理	2010年-至今	龙之谷是一款 3D 无锁定革新竞技网游
《最终幻想 14》	端游	MMORPG	代理	2013年-至今	已成为国服 MMORPG 的标杆精品
《扩散性百万亚瑟王》	手游	卡牌	代理	2013年-2016年	国产二次元手游开端
《热血传奇手机版》	手游	MMORPG	自研	2016年-至今	最高月流水达到7亿元
《龙之谷手游》	手游	动作冒险	代理	2019年-至今	龙之谷 IP 手游版
《辐射: 避难所 Online》	手游	策略模拟	自研	2020年-至今	单机版《辐射 避难所》的正版续作
《庆余年》	手游	RPG	自研	2020年-至今	获得了 iOS 游戏畅销榜第七、游戏免费榜第一

资料来源: 公司公告、游戏官网、华经产业研究所公众号、Techweb、浙商证券研究所

盛趣游戏拥有众多知名 IP, 包括传奇系列、传奇世界系列、龙之谷系列、辐射系列等。从历史表现上来看, 盛趣游戏旗下 IP 开发的游戏产品具备长线运营的特征, 持续给公司贡献较为稳定的营收与利润。其中传奇 IP 的《热血传奇》是中国网络游戏的“开山鼻祖”, 它开启了中国网络游戏时代并长线运营 20 余年, 积累了众多用户, 树立了良好口碑。除公司已有的 IP 外, 公司基于较强的宣发研运能力, 已与许多国际知名厂商合作, 引进全球的优秀 IP 产品, 比如《最终幻想 14》、《冒险岛》、《永恒之塔》等。

图12: 盛趣游戏旗下部分系列 IP



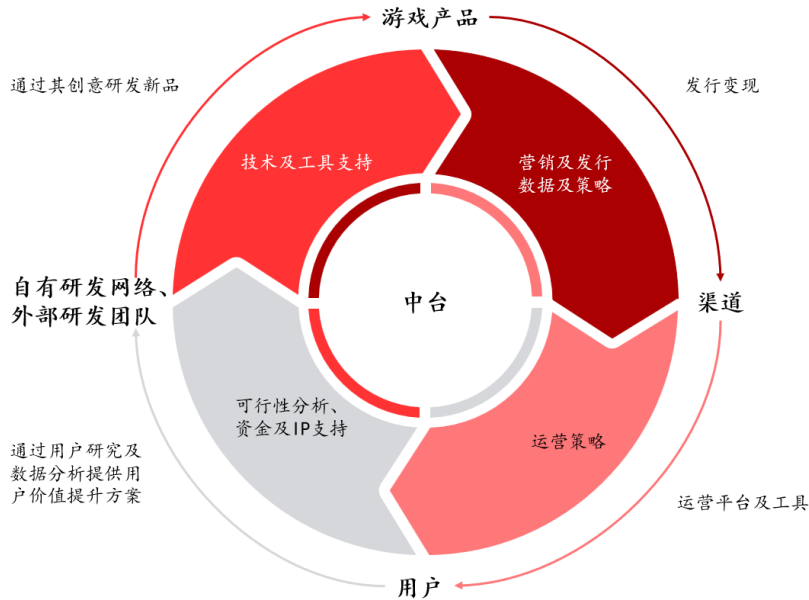
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

盛趣游戏有八大游戏工作室, 布局不同游戏市场和游戏类型。分别为传奇工作室、传世工作室、D.N.A 工作室、Avata 工作室、北斗工作室、瑞霭工作室、起源工作室、锦星工作室。基于八大工作室强大的研发实力, 盛趣游戏在不同的市场均有布局, 例如 DNA 工作室拥有核心 IP 《龙之谷》、《辐射避难所》, 海内外均有相应游戏发行, 传奇工作室拥有核心 IP 《热血传奇》端游, 代理海外产品 MMORPG 《最终幻想》、偶像二次元游戏《Love Live!》, 八大工作室未来有望推出更多的精品客户端游戏和移动游戏。

盛趣游戏中台工业化、精品化战略成效显著。盛趣游戏 CEO 唐彦文的公开发言表示, “盛趣游戏不遗余力打造的研运中台, 是以用户需求为出发点, 持续优化流程、增加产能、

提升品质、拓宽品类，进而形成一套标准化体系，成为能够服务行业的中台”。研运中台指导下的精品化战略，是指从研发、运营到发行的全产业链条的精品化。数据中台通过分析用户游戏内行为数据，精准获取玩家的交互诉求，增强各产品的长线运营能力；研发中台和艺术中台工业化快速开发玩法和内容，不断提升用户的粘性。面向自有研发网络或外部研发团队提供可行性分析、资金和 IP 支持等。

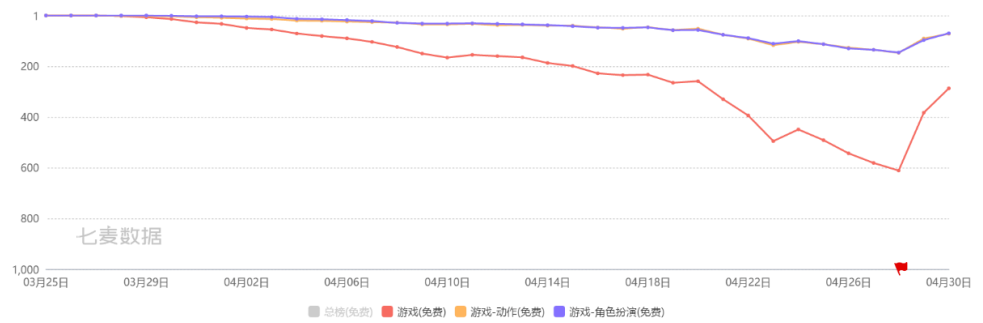
图13：世纪华通中台工业化



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**盛趣游戏 2022 年表现受政策环境影响较大，老游新游仍焕光辉。**2022 年公司受疫情、游戏版号停发及国内外游戏行业迈入存量竞争时代等原因影响较大，收入有所下滑，但老游戏保持长线运营，持续更迭版本，逐渐打造自身成熟品牌。《最终幻想 14》的 6.0 版本《晓月之终途》完成了更新；自正式公测以来，经过不断的创新发展，《最终幻想 14》已成为国服 MMORPG 的标杆精品。《龙之谷》IP 系列手游不断在细分玩法内容上创新突破，进一步扩大了其全球影响力。新游戏方面具有一定成绩，2022 年公司自研、腾讯代理的 IP 游戏《庆余年》于 2022 年 3 月 25 日推出后连续霸榜 App Store 游戏免费榜第一，4 月 29 日版本更新后塑造了第二增长曲线。此外，公司于 2022 年 7 月上线的《传奇天下》手游，首日便成为 App Store 游戏免费榜第四。

图14: 《庆余年》发行后排名



资料来源: 七麦数据、浙商证券研究所

**世纪华通新游储备丰富。**公司目前游戏储备丰富, 包括《龙之谷世界》、《饥荒: 新家园(待定)》、《月夜狂想曲》、《诸神之战》、《Lyra》、《项目代号 J&J》、《项目代号 M3》、《项目代号 WCC》、《项目代号 FCT》等。其中,《龙之谷世界》是一款 3D 奇幻动作手游, 沿袭经典 3D 无锁定视角, 搭配双武器切换操作模式, 玩家在手机上也能感受端游一样的战斗体验和操作手感。目前该游戏已在 2022 年 8 月 12 日正式开启全平台预约;《饥荒: 新家园》是饥荒系列 IP 新作, 饥荒 IP 相关作品在全球已销售近两千万份, 该新作在经典玩法的基础上增加了 Roguelike、多人模式等新内容, 计划由腾讯代理发行;《月夜狂想曲》是公司与 KONAMI 合作自主研发一款承袭 Castlevania 世界观的横版闯关冒险手游。

表3: 世纪华通新游产品储备

游戏名称	平台	游戏类型	来源	状态
《龙之谷世界》	手游	动作冒险	自研	2022 年 8 月 12 日正式开启全平台预约
《饥荒: 新家园(待定)》	手游	沙盒冒险	代理	2022 年 12 月获得版号
《月夜狂想曲》	手游	横版冒险	自研	2020 年 12 月获得版号, 已开放预约
《诸神之战》	手游	卡牌 RPG	自研	2022 年在海外推出, 国内未获版号
《Lyra》	/	/	/	研发中, 预计海外发行
《项目代号 J&J》	/	/	/	研发中, 预计海外发行
《项目代号 M3》	/	/	/	研发中, 预计海外发行
《项目代号 WCC》	/	/	/	研发中, 预计海外发行
《项目代号 FCT》	/	/	/	研发中, 预计海外发行

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

### 2.3 点点互动: 手游出海龙头, 产品闪耀世界

**点点互动(Century Games)**是中国最早的游戏出海厂商之一, 拥有多款拳头产品。点点互动成立于 2010 年, 是一家集研发、发行及运营为一体的国际领先的游戏公司。点点互动原为趣加(Funplus)旗下非全资子公司, 2018 年被世纪华通全资收购后, 仍负责海外运营趣加旗下 Kings Group 工作室的多款 SLG 游戏, 如《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》等。此外, 点点互动还代理了多款知名手游的海外运营, 如《刀塔传奇》、《我叫 MT2》等。2016 年和 2017 年, 点点互动代理的《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》成为现象级产品, 且生命周

期较长，在 2022 年中国手游收入 TOP30 排行榜中分别位列第 21 名和第 25 名(Sensor Tower 数据)。

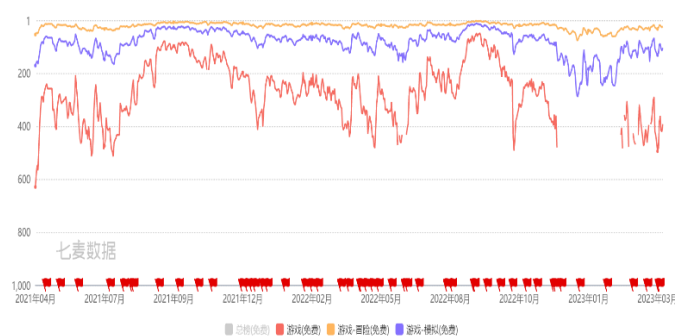
表4: 点点互动部分代表游戏

游戏名称	平台	游戏类型	来源	运营时间	简介
《火枪纪元》	手游	SLG	自研 (Funplus)	2016 年 7 月至今	现象级作品，生命周期长，位列 2022 年 12 月中国手游收入排行榜 21 名
《阿瓦隆之王》	手游	SLG	自研 (Funplus)	2017 年 7 月至今	现象级作品，生命周期长，位列 2022 年 12 月中国手游收入排行榜 25 名
《Family Farm Adventure》	手游	模拟经营	自研	2021 年 4 月至今	荣获 2022 Sensor Tower APAC Awards 最佳模拟手游奖
《LiveTopia》	端游	元宇宙	自研	2021 年 4 月至今	不到 5 个月时间,MAU 超过 4000 万,最高 DAU 突破 500 万,累计访问突破 6.2 亿次,
《Valor Legends》	手游	放置卡牌	自研	2022 年 5 月至今	共计 57 个国家 ios 免费榜的 TOP20, 韩国 ios 免费榜榜首霸榜 11 天。
《Frozen City》	手游	生存	自研	2022 年 12 月至今	位列 2023 年 2 月中国手游海外收入增长增长榜第 5 名
《Whiteout Survival》	手游	生存	自研	2023 年 2 月至今	位列 2023 年 2 月中国手游海外收入增长增长榜第 8 名

资料来源: 公司公告、世纪华通公众号、GameLook 公众号、Sensor Tower 公众号、浙商证券研究所

**自研产品《Family Farm Adventure》大放异彩。**第三方机构 Sensor Tower 公布了 2022 Sensor Tower APAC Awards 年度获奖名单，点点互动自研产品《Family Farm Adventure》(菲菲大冒险)荣获最佳模拟手游奖。该游戏源自点点互动的成名 IP《Family Farm》(家庭农场)，这款最早在 Facebook 上线的模拟经营游戏曾创造过月活过 1500 万的成绩。和初代产品《Family Farm》(家庭农场)较为单纯的模拟经营玩法相比，《Family Farm Adventure》(菲菲大冒险)在海岛农场经营的基础之上，还融入了 RPG 冒险与三消玩法，体验上更为丰富。该作自 2021 年上线后，迅速进入了多个国家和地区的畅销榜单 TOP10。据 Sensor Tower 统计，《Family Farm Adventure》(菲菲大冒险)目前海外月下载量超过 100 万次，已经成为迄今单月收入最高的出海模拟经营手游。

图 15: 《Family Farm Adventure》(菲菲大冒险)发行后排名



资料来源: 七麦数据、浙商证券研究所

图 16: 《Family Farm Adventure》(菲菲大冒险)荣获 APAC Awards2022 最佳模拟手游



资料来源: 世纪华通公众号、浙商证券研究所

**2023 年开局顺利，抢先占领冰封末日题材细分赛道。**点点互动不断加码自研游戏发行，在模拟经营、放置卡牌、角色扮演等多个细分领域，打造出了多款月流水超千万的爆款。2023 年 2 月，Sensor Tower 的榜单显示，点点互动自研的《Frozen City》(冰封时代)位列增长榜第 5 名，而《Whiteout Survival》(寒霜启示录)位列增长榜第 8 名，这两款产品均

采用了冰封末日生存题材。这一现象不仅表明继丧尸生存、废土生存题材后，冰封末日生存正在成为生存类游戏赛道的又一个破局者，也意味着点点互动已经抢先占据了这一细分赛道的市场份额。

图17: 点点互动两款产品进入2023年2月中国手游海外收入增长榜TOP10



资料来源: 世纪华通公众号、浙商证券研究所

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

根据我们的测算，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 128.28/149.45/169.73 亿元，同比增长-7.90%/16.50%/13.57%，收入的具体构成与分项预测如下：

#### (1) 软件服务业务

该项业务主要由互联网游戏业务驱动，2022 年由于疫情影响和游戏版号停发影响，新产品研发效率及上线节奏受到影响导致 2022 年收入预计同比下滑较多。但考虑到后续版号常态化发放，且公司储备龙之谷 IP 手游《龙之谷世界》，饥荒 IP 手游《饥荒：新家园》、《月夜狂想曲》、《诸神之战》、《Lyra》、《项目代号 J&J》等多品类新游；点点互动深耕海外市场，2023 年开局顺利，多产品发挥出色。我们预计未来三年公司软件服务业务收入为 10.40 亿、12.43 亿、14.37 亿，同比增长分别为-10.39%、19.51%、15.58%；一方面由于游戏行业竞争导致买量成本提高，以及游戏研发前期投入较大，毛利率小幅承压，另一方面 AIGC 的出现有望赋能游戏生产范式升级及游戏买量，因此我们预计未来三年软件服务业务毛利率保持小幅增长，分别为 63.72%、66.50%、68.03%。

#### (2) 汽车零部件制造业务

汽车零部件业务方面，2022 年受下游整车需求端以及疫情影响较大，目前公司汽车零部件业务战略维稳，主要下游客户保持相对稳定，我们预计未来三年公司汽车零部件制造业务收入为 1.69 亿、1.74 亿、1.79 亿，同比增长分别为-1.00%、3.00%、3.00%；公司汽车零部件制造业务较为成熟，我们预计未来三年该业务毛利率将基本维持稳定，分别为 14.81%、14.42%、14.65%。

#### (3) 铜杆加工业务

铜杆加工业务方面，由于公司未来战略重心转移，铜杆加工件收入增速未来预计将有一定幅度的下滑，我们预计未来三年公司铜杆加工业务收入为 0.74 亿、0.77 亿、0.81 亿，同比增长分别为 20.00%、5.00%、5.00%；公司铜杆加工业务较为成熟，我们预计未来三年该业务毛利率将基本维持稳定，分别为 1.51%、1.75%、1.35%。

### 3.2 相对估值

公司通过多次并购拓张业务版图，转型跻身 A 股游戏公司第一梯队。考虑到公司利润主要由互联网游戏业务贡献，我们选取游戏行业的三七互娱(证券代码：002555.SZ)、完美世界(证券代码：002624.SZ)、吉比特(证券代码：603444.SH)、姚记科技(证券代码：002605.SZ)作为公司的可比上市公司进行分析。

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 128.28/149.45/169.73 亿元，同比增长-7.90%/16.50%/13.57%；归属于母公司股东净利润分别为-66.13/20.54/29.53 亿元，同比增长-384.22%/131.06%/43.77%；EPS 分别为-0.89/0.28/0.40，以 2023 年 4 月 11 日收盘价，对应 PE 分别为—/23.62/16.43。考虑到公司拥有包括传奇系列、传奇世界系列、龙之谷系列、辐射系列等的众多知名 IP，并具备长线运营及爆款频出的历史经验，以及公司海外业务拓展表现较好，给予一定估值溢价。我们认为，伴随公司海内外储备产品的陆续上线，有望驱动业绩加速兑现，首次覆盖给予“买入”评级。



表5: 公司盈利预测(单位: 百万元, %)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>世纪华通</b>					
总收入	14,982.97	13,929.01	12,828.27	14,944.91	16,972.92
YOY	2.00%	-7.03%	-7.90%	16.50%	13.57%
成本	6,613.39	6,344.72	5,938.73	6,413.92	6,923.62
毛利	8,369.58	7,584.29	6,889.54	8,530.99	10,049.30
毛利率	55.86%	54.45%	53.71%	57.08%	59.21%
<b>软件服务业务</b>					
收入	12,980.46	11,609.62	10,403.04	12,432.17	14,369.32
YOY	6.87%	-10.56%	-10.39%	19.51%	15.58%
成本	4,850.87	4,281.35	3,774.66	4,165.37	4,593.40
毛利	8,129.59	7,328.27	6,628.37	8,266.80	9,775.92
毛利率	62.63%	63.12%	63.72%	66.50%	68.03%
<b>汽车零部件制造业务</b>					
收入	1,681.82	1,704.89	1,687.84	1,738.48	1,790.63
YOY	-13.27%	1.37%	-1.00%	3.00%	3.00%
成本	1,451.26	1,453.76	1,437.79	1,487.82	1,528.23
毛利	230.56	251.13	250.05	250.65	262.40
毛利率	13.71%	14.73%	14.81%	14.42%	14.65%
<b>铜杆加工件</b>					
收入	320.69	614.49	737.39	774.26	812.97
YOY	-46.93%	91.61%	20.00%	5.00%	5.00%
成本	311.25	609.61	726.27	760.72	801.99
毛利	9.44	4.88	11.12	13.54	10.98
毛利率	2.94%	0.79%	1.51%	1.75%	1.35%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

表6: 相对估值(单位: 亿元, 元/股, 倍)

证券代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利(亿元)				EPS(元/股)				PE			
			2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E
002555.SZ	三七互娱	620.56	28.76	29.69	34.41	38.65	1.30	1.34	1.55	1.74	21.58	20.90	18.03	16.05
002624.SZ	完美世界	360.83	3.69	13.77	17.66	20.53	0.19	0.71	0.91	1.06	97.75	26.20	20.44	17.58
603444.SH	吉比特	389.17	14.68	14.61	16.47	19.14	20.43	20.33	22.92	26.63	26.50	26.64	23.62	20.34
	平均值	456.86	-	-	-	-	-	-	-	-	48.61	24.58	20.70	17.99
002602.SZ	世纪华通	485.16	23.27	-66.13	20.54	29.53	0.31	-0.89	0.28	0.40	20.85	-	23.62	16.43

资料来源: 浙商证券研究所

注: 公司市值按 2023 年 4 月 11 日收盘价计; 世纪华通盈利预测来自浙商证券, 其他公司参考 Wind 一致预期; 世纪华通已预告 2022 年归母净利亏损 60-80 亿元。

## 4 风险提示

**(1) 行业政策变动风险。**近年来国家对于游戏行业的监管趋严，对于游戏内容、游戏道德风险及未成年人保护均作出严格规定。目前随着游戏行业监管日趋完善，监管边际放松，长期来看，规范经营的企业可以从中受益，但中短期来看，在监管动态变化的过程中，游戏行业仍具有一定的行业政策变动风险。

**(2) 游戏版号申请风险。**由于监管部门政策调整，游戏版号存在长时间暂停发放的前例，虽然公司海外游戏业务不受版号政策影响，但公司国内新产品的推出节奏可能一定程度上受到游戏版号发放进度的影响。

**(3) 核心人才流失风险。**核心人才指拥有专业技术、掌握关键资源的具有不可替代特点的人，公司的软件服务及云服务等重要业务板块，依赖现有业务团队的长期经验积累，若公司重要业务板块核心人员流失，将会对公司现有业务产生不利影响。

**(4) 新游上线表现不及预期。**即便公司具备优秀的游戏自研能力和丰富的项目经验，也不能确保所有新上线产品表现均符合预期。若新游表现不及预期，则可能会对公司的经营业绩产生一定的影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,568</b>	<b>10,499</b>	<b>11,018</b>	<b>14,031</b>
现金	3,031	4,850	4,156	6,917
交易性金融资产	269	174	194	209
应收账款	3,800	3,620	4,422	4,582
其它应收款	1,287	1,082	1,297	1,305
预付账款	229	185	196	209
存货	584	371	535	589
其他	369	218	220	221
<b>非流动资产</b>	<b>31,074</b>	<b>24,636</b>	<b>26,028</b>	<b>27,036</b>
金额资产类	7,410	7,410	7,410	7,410
长期投资	3,715	2,708	4,069	5,270
固定资产	1,478	1,524	1,577	1,650
无形资产	343	389	412	343
在建工程	76	101	120	8
其他	18,052	12,505	12,441	12,356
<b>资产总计</b>	<b>40,643</b>	<b>35,135</b>	<b>37,047</b>	<b>41,067</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,707</b>	<b>7,209</b>	<b>8,300</b>	<b>8,760</b>
短期借款	753	1,035	1,318	1,539
应付款项	1,384	1,214	1,467	1,520
预收账款	0	3	3	3
其他	5,571	4,957	5,512	5,698
<b>非流动负债</b>	<b>781</b>	<b>2,357</b>	<b>1,064</b>	<b>1,564</b>
长期借款	15	1,591	298	798
其他	767	767	767	767
<b>负债合计</b>	<b>8,489</b>	<b>9,567</b>	<b>9,365</b>	<b>10,325</b>
少数股东权益	1,072	1,104	1,165	1,272
归属母公司股东权益	31,082	24,464	26,517	29,470
<b>负债和股东权益</b>	<b>40,643</b>	<b>35,135</b>	<b>37,047</b>	<b>41,067</b>

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>890</b>	<b>1,615</b>	<b>2,239</b>	<b>3,507</b>
净利润	2,534	(6,580)	2,114	3,060
折旧摊销	612	337	318	376
财务费用	408	247	296	262
投资损失	(2,637)	(38)	(75)	(170)
营运资金变动	99	12	(384)	2
其它	(126)	7,638	(31)	(24)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,169)</b>	<b>(1,403)</b>	<b>(1,625)</b>	<b>(1,205)</b>
资本支出	(1,670)	(399)	(338)	(174)
长期投资	(1,199)	(948)	(1,382)	(1,216)
其他	1,699	(57)	95	185
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(199)</b>	<b>1,606</b>	<b>(1,307)</b>	<b>460</b>
短期借款	100	283	283	222
长期借款	(4,005)	1,576	(1,293)	500
其他	3,705	(252)	(296)	(262)
<b>现金净增加额</b>	<b>(516)</b>	<b>1,818</b>	<b>(693)</b>	<b>2,761</b>

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>13,929</b>	<b>12,828</b>	<b>14,945</b>	<b>16,973</b>
营业成本	6,345	5,939	6,414	6,924
营业税金及附加	54	48	57	65
营业费用	3,472	2,566	2,541	2,546
管理费用	1,319	1,155	1,255	1,392
研发费用	1,966	1,860	2,182	2,495
财务费用	406	213	243	216
资产减值损失	(23)	(7,550)	0	0
公允价值变动损益	147	(95)	20	15
投资净收益	2,636	38	75	170
其他经营收益	169	146	181	202
<b>营业利润</b>	<b>3,246</b>	<b>(6,405)</b>	<b>2,540</b>	<b>3,731</b>
营业外收支	(2)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3,244</b>	<b>(6,405)</b>	<b>2,540</b>	<b>3,731</b>
所得税	710	175	426	671
<b>净利润</b>	<b>2,534</b>	<b>(6,580)</b>	<b>2,114</b>	<b>3,060</b>
少数股东损益	208	33	60	108
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,327</b>	<b>(6,613)</b>	<b>2,054</b>	<b>2,953</b>
EBITDA	1,493	1,744	2,996	4,129
EPS (最新摊薄)	0.31	(0.89)	0.28	0.40

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-7.03%	-7.90%	16.50%	13.57%
营业利润	-5.63%	-297.33%	139.66%	46.86%
归属母公司净利润	-21.03%	-384.22%	131.06%	43.77%
<b>获利能力</b>				
毛利率	54.45%	53.71%	57.08%	59.21%
净利率	16.70%	-51.55%	13.74%	17.40%
ROE	7.49%	-27.03%	7.75%	10.02%
ROIC	1.92%	4.66%	6.93%	8.57%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.89%	27.23%	25.28%	25.14%
净负债比率	26.40%	37.42%	33.83%	33.58%
流动比率	1.24	1.46	1.33	1.60
速动比率	1.11	1.35	1.21	1.49
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.33	0.34	0.41	0.43
应收账款周转率	4.20	4.30	4.64	4.74
应付账款周转率	5.17	5.06	5.34	5.19
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.31	-0.89	0.28	0.40
每股经营现金	0.12	0.22	0.30	0.47
每股净资产	4.17	3.28	3.56	3.95
<b>估值比率</b>				
P/E	20.85	—	23.62	16.43
P/B	1.56	1.98	1.83	1.65
EV/EBITDA	42.28	28.17	16.30	11.33

资料来源：浙商证券研究所

### 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。

未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>