

世纪华通 (002602.SZ) 增持 (首次评级)

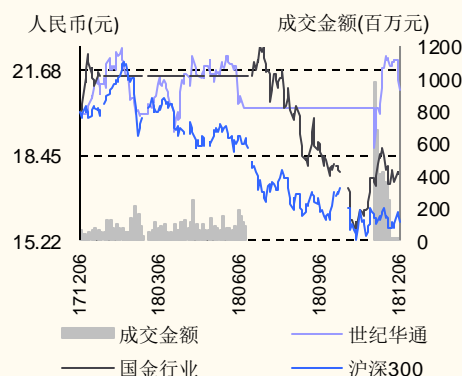
公司深度研究

市场价格 (人民币): 20.95 元

目标价格 (人民币): 24.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,277.06
总市值 (百万元)	48,913.14
年内股价最高最低 (元)	22.49/18.75
沪深 300 指数	3181.67
中小板综	7900.78



裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

逐鹿国内，剑指海外 A 股最大游戏公司的进击之路

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.490	0.762	0.480	0.631	0.633
每股净资产 (元)	4.27	4.92	9.96	10.98	12.00
每股经营性现金流 (元)	0.69	0.19	-0.03	1.03	1.08
市盈率 (倍)	95.66	44.59	46.08	35.04	34.89
净利润增长率 (%)	23.44%	55.47%	43.06%	31.50%	0.43%
净资产收益率 (%)	11.48%	15.50%	7.71%	9.19%	8.45%
总股本 (百万股)	1,027.09	1,027.09	2,334.76	2,334.76	2,334.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

备注: 暂未考虑盛大游戏并表因素

投资逻辑

- **手游行业增速放缓，但洗牌仍在继续：**国内游戏市场二八格局已成，腾讯和网易稳居第一梯队，盛大游戏、三七互娱、完美世界等位于第二梯队，在人口红利消失的存量市场，IP 储备见底的情况下，考验的是头部厂商的精品游戏持续产出能力，所以整个市场仍在充分竞争而非稳定。
- **盛大游戏研发和运营底蕴深厚，产品储备丰富：**从 2001 年代理《热血传奇》至今，盛大游戏推出游戏百款，研发和运营经验深厚。目前盛大游戏已全面完成手游化转型，在夯实 MMO 品类优势的基础上，布局二次元领域，打造 IP 生态圈，降低对传奇 IP 的依赖，产品储备丰富，且紧跟腾讯生态圈，强强联合。
- **点点互动海外优势稳固：**点点互动凭借《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》两款旗舰产品，多次居于出海手游厂商收入榜首，SLG 品类壁垒较高，生命周期长，未来还将继续开拓新的市场，并在保持 SLG 品类优势的基础之上尝试二次元和小游戏。

投资建议

- 盛大游戏在国内稳居头部，承诺 2018 年、2019 年和 2020 年实现扣非净利润 20 亿、25 亿和 30 亿。点点互动持续制霸海外市场，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，前两年业绩承诺已完成，2018H1 实现净利润 5.16 亿。我们认为盛大游戏和点点互动均可完成业绩承诺。收购完成后，世纪华通未来 5 年游戏业务复合增速 15%，游戏业务对营收的贡献比例将超过 80%。
- 传统的汽车零部件生产业务未来营收贡献率将低于 15%，毛利率约 20%。铜杆加工业务毛利率极低，仅 1.5% 左右，未来营收贡献率将低于 4%，对整体业绩影响微乎其微。
- 我们给予世纪华通 24 元的目标价，对应 2019 年 P/E 为 21 倍，高于 A 股游戏公司平均水平，首次评级“增持”；其中考虑到了盛大游戏的并表因素。

风险

- 新游戏延期风险，新游戏收入不达预期风险，政策监管风险，海外市场风险，股权分散风险，限售股解禁风险。

内容目录

世纪华通将成 A 股最大游戏公司，盛大登录 A 股道路曲折.....	4
手游行业增速放缓，但洗牌从未停息.....	5
并购不减反增，优质标的仍受追捧.....	6
洗牌进入下半场，存量市场暗藏凶险.....	7
出海大势所趋，但打开局面并非易事.....	9
盛大游戏宝刀未老，研运兼顾顺利转型.....	12
自带研发基因，MMO、二次元双管齐下.....	13
携手腾讯，打造自有发行品牌，严控产品上线节奏.....	18
构筑 IP 生态圈，搁置纠纷合作共赢.....	19
发行与投资并举，海外布局出手不凡.....	23
点点互动海外优势明显，立足 SLG 布局新品类.....	24
率先出海，点点互动成绩斐然.....	24
满足三要素，抓住机会制霸海外 SLG 市场.....	25
夯实 SLG 优势，寻找新的增长点.....	27
不止于盛大和点点，新老业务各安其位.....	28
汽车零部件生产划归子公司，业务表现稳定.....	28
七酷研发能力突出，可以承担 MMO 手游大任.....	29
天游体育竞技游戏起家，哥们网新游陆续上线.....	30
双主业、多领域、全产业链布局，世纪华通未来可期.....	31
财务分析.....	31
公司业绩回顾.....	31
整体业绩预测.....	33
估值.....	37
风险.....	38

图表目录

图表 1：世纪华通主要收购标的情况.....	4
图表 2：传奇世界.....	5
图表 3：2018 年 7-9 月中国手游市场营收.....	6
图表 4：2015 年《梦幻西游》手游.....	7
图表 5：2015 年《热血传奇》手游.....	7
图表 6：中国游戏市场并购情况.....	7
图表 7：2018Q1 国内手游市场份额.....	8
图表 8：2017Q1-2017Q3 国内移动游戏市场收入构成.....	8
图表 9：部分顶级端游 IP 改编情况.....	9
图表 10：中国公司游戏与 APP 出海成绩.....	10
图表 11：部分典型出海手游产品.....	10

图表 12: 东南亚国家畅销游戏类型.....	11
图表 13: 东南亚国家畅销游戏类型.....	11
图表 14: 2018 年 10 月和 9 月中国 APP 发行商出海收入排行	12
图表 15: 2017 年 A 股游戏公司净利润 TOP5.....	12
图表 16: 盛大游戏自研产品清单.....	13
图表 17: 盛大游戏手游清单.....	14
图表 18: 2018 年上半年国内手游市场各类型产品收入占比.....	15
图表 19: 二次元手游收入.....	16
图表 20: 部分知名二次元手游.....	16
图表 21: 停运或表现突出的手游.....	17
图表 22: 盛大游戏 i 次元计划.....	17
图表 23: 部分腾讯代理“端改手”产品成绩	18
图表 24: 泛娱乐概念图.....	19
图表 25: IP 改编方向	20
图表 26: 暴雪《魔兽》	21
图表 27: 手游玩家越来越年轻化.....	22
图表 28: 盛大游戏部分维权案例.....	22
图表 29: 《龙之谷 M》在东南亚 IOS 畅销榜的表现.....	23
图表 30: 2018 年 10 月出海游戏收入排行.....	25
图表 31: 点点互动主要产品清单.....	25
图表 32: 主要出海 SLG 游戏清单	26
图表 33: 2017 年 1 月美国 APP Store 收入排行.....	26
图表 34: 2017 年 7 月美国 APP Store 收入排行.....	26
图表 35: COK、城堡争霸、王国纪元核心数据	27
图表 36: 《城堡争霸》《王国纪元》占 IGG 营收比例.....	28
图表 37: 世纪华通车业.....	29
图表 38: 2018 年 6 月中国区 APP Store 排行榜.....	29
图表 39: 天游 T2CN 的页游中心.....	30
图表 40: 页游平台哥们网.....	30
图表 41: 世纪华通业务布局示意图.....	31
图表 42: 2018H1 世纪华通营收构成	32
图表 43: 各业务线毛利率.....	32
图表 44: 2017 年 A 股部分游戏公司营收利润.....	33
图表 45: 盛大游戏主要财务数据预测.....	34
图表 46: 盛大游戏 2018 年、2019 年主要产品规划.....	35
图表 47: 点点互动主要财务数据预测.....	35
图表 48: 智明星通、IGG 营收和毛利率	36
图表 49: 世纪华通主要财务数据预测（假设盛大游戏 2019 年 1 月并表）	36
图表 50: A 股部分游戏公司估值.....	37

世纪华通将成 A 股最大游戏公司，盛大登录 A 股道路曲折

- 自 2014 年开始，A 股上市公司世纪华通开始从汽车零部件生产业务向游戏业务逐步转型，其方式是收购游戏业务标的企业。2014 年 9 月，世纪华通分别以 9.5 亿和 8.5 亿人民币收购上海天游和无锡七酷。上海天游成立于 2004 年 10 月，2005 年 12 月 8 日，天游代理的由 JoyCityEntertainment 研发的体育竞技游戏《街头篮球》公测，该游戏曾经是全国各大网吧的爆款之一，至今仍是天游的主力创收产品。无锡七酷成立于 2008 年，主要研发 ARPG、RPG、SLG 为主的页游以及游戏引擎。
- 2015 年 6 月，上海天游 3.5 亿元全资收购厦门趣游，后者以代理运营页游为主要业务，旗下有知名页游平台“哥们网”，“哥们网”曾被评选为“2016 年度中国十大网页游戏运营平台”。
- 2018 年 2 月，世纪华通斥资 69.39 亿收购的点点开曼和点点北京（合称点点互动）资产过户完成并于当月开始并表。后者是国内第一批依靠模拟经营和休闲页游出海的厂商，积累了丰富的出海经验。目前，点点互动旗下《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》在海外持续火爆，点点互动在 2018 年数次登顶国内出海厂商收入榜。

图表 1：世纪华通主要收购标的情况

过户时间	标的	价格	主营业务	代表产品
2014 年	无锡七酷	8.5 亿	页游、手游	《择天记》《魔力宝贝》
2014 年	上海天游	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	盛大游戏	298 亿	端游、手游	《热血传奇》 《龙之谷》

来源：公开资料，国金证券研究所整理

- 2018 年 11 月 7 日，世纪华通股票复牌并发布收购盛跃网络（盛大游戏）的最预案，这场作价 298 亿的收购进入最后阶段。公司管理层表示盛大游戏预计将于 2019 年第一季度完成并表。公告显示，2017 年盛大游戏营收 41.94 亿，扣非后归母净利润为 15 亿，并承诺 2018 年、2019 年和 2020 年归母净利润分别不低于 20 亿、25 亿和 30 亿。盛大游戏并表后，世纪华通的营收和利润规模将超过完美世界、三七互娱等公司，稳居 A 股首位。
- 作为国内的老牌游戏巨头之一，盛大游戏登录 A 股道路可谓曲折。2001 年，盛大游戏代理由韩国娱美德开发的游戏《Mir2》（国内译为《热血传奇》），2003 年，盛大游戏自研自发的《传奇世界》上线，尽管在有关《传奇》的版权问题上，盛大游戏曾和娱美德、亚拓士闹得不可开交，但《传奇》系列产品仍然成就了盛大游戏，2009 年，盛大游戏赴美上市，成为当年美国规模最大的 IPO 案。

图表 2：传奇世界



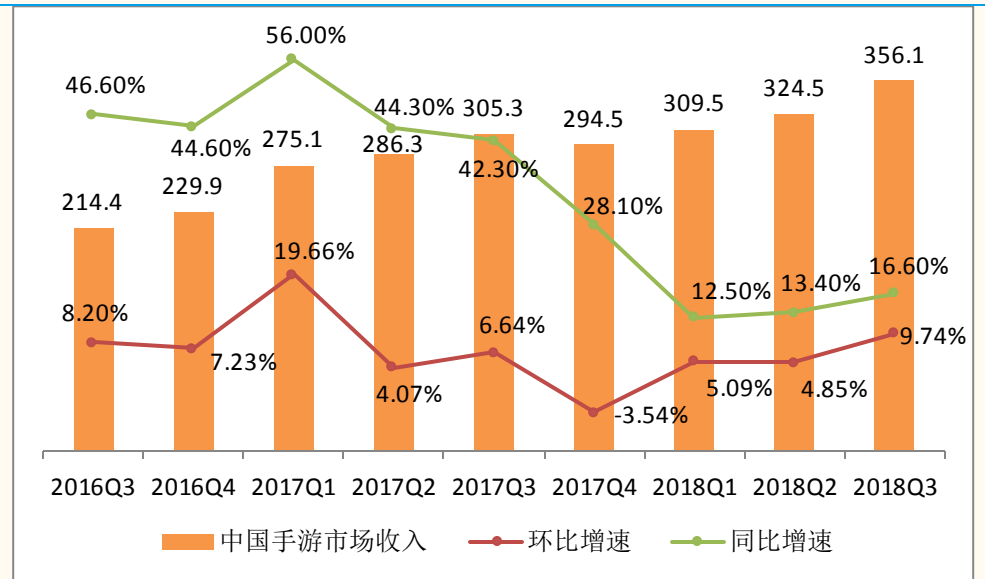
来源：游戏截图，国金证券研究所

- 2014 年 1 月，盛大游戏正式宣布私有化，以盛大集团、春华资本为首的财团向盛大游戏提出非约束性私有化方案。2014 年 9 月，东方证券、海通证券和中银绒业加入盛大游戏私有化战队。2014 年 11 月，盛大集团将所持有的盛大游戏股份全部出售给中银绒业和亿利盛达。
- 自 2014 年 10 月接棒“WCG”的“WCA”落户银川之后，银川开始打造“电竞之都”，因此银川市政府极为重视盛大游戏借壳中银绒业回归 A 股的进展。然而，2015 年 2 月，中银绒业因涉嫌信息披露违法违规，被证监会调查，盛大游戏借壳中银绒业登录 A 股之事陡生变故。2015 年 6 月，世纪华通斥资 63.9 亿，拿下盛大游戏 43% 的股权。2015 年 11 月，盛大游戏股票不再在纳斯达克证券交易所挂牌交易，在美股完成退市。2017 年，通过数次资本运作，世纪华通总共以 298 亿元的代价，购得盛大游戏 100% 的股权。
- 在收购无锡七酷和上海天游之后，世纪华通完成了从汽车零部件单业务向汽车零部件+游戏的双主业转型，不过游戏业务体量较小，2014 年占比 11.65%，2015 年开始占比超过 20%。2018 年 2 月，点点互动完成并表，游戏业务占比超过汽车零部件生产业务，达到 64.26%，游戏成为世纪华通的主营业务。2019 年初盛大游戏完成并表后，预计世纪华通的游戏业务占比将超过 80%。

手游行业增速放缓，但洗牌从未停息

- 据游戏工委和伽马数据发布的研究报告，2018 年 Q3 国内手游行业实际销售收入 356.1 亿元，同比增 16.6%，环比增速 9.7%，远低于一年前 40% 以上的同比增速。手游行业增速放缓是个老生常谈的话题，早在 2015 年就开始被频繁提及。时至今日，我们每每谈及手游行业，总是将行业增速放缓作为一个最基本的命题，并附上“两极分化”“腾讯网易控场”“洗牌完成”“市场成熟”等标签。可是，市场洗牌真的已经完成了吗？存量市场就意味着格局稳定？我们看未必。

图表 3：2018 年 7-9 月中国手游市场营收



来源：伽马数据，国金证券研究所

并购不减反增，优质标的仍受追捧

- 几年前，你如果在与人闲聊的时候透露自己是手游行业的一员，对方八成会面带羡慕地夸上一句：这个很赚钱！没错，在 2013 年左右，草根团队拿着半成品 demo 忽悠到百万投资的事情在业界比比皆是，那是不少手游创业者至今仍在怀念的一段日子，概念火热，热钱疯狂，只要手里有产品，甭管质量如何，都有人愿意接盘买单。不过很快，这种带着几分夸张色彩的造富神话便被激烈的市场竞争迅速消解，2015 年底，业内媒体上有关“手游寒冬”的评论铺天盖地，全国范围内中小 CP 大面积死亡，整个手游行业一片哀鸿遍野。
- 那么竞争是怎么变得激烈起来的？行业洗牌始于何处？有人说是因为 CP 过多，行业产能过剩，必然要淘汰一部分，也有人说是因为用户被产品教育后，开始对手游质量有了更高的要求。不过在我看来，最重要的原因是传统互联网巨头的入局，2014 年底开始，腾讯、网易、畅游、盛大、百度等厂商涉足手游领域，并在 2015 年掀起 IP 战争。从 C 端来看，IP 是天然的前期导量利器，大厂们的 IP 改编游戏在市面上碾压中小团队的产品并非难事；从 B 端来看，IP 是非常牢固的竞争壁垒，天价 IP 授权费是中小厂商们无法越过的鸿沟。正是靠着 IP 在 B 端和 C 端对中小厂商的双重压制，巨头们很快犁庭扫穴，淘汰了绝大部分同行。这种强行拉高竞争门槛的洗牌方式，有几分是刻意为之，有几分是在追逐利润时候的附带结果，我们不得而知，但可以确定的是：手游市场已经趋于理性，资本也不再愿意为单纯的概念买单。

图表 4: 2015 年《梦幻西游》手游



来源: 游戏截图, 国金证券研究所

图表 5: 2015 年《热血传奇》手游



来源: 游戏截图, 国金证券研究所

- 有意思的是, 热钱冷却后, 手游行业的投资并购案例和金额却不减反增, 根据艾瑞咨询的统计, 从 2014 年开始, 中国游戏行业并购案例中与手游相关的比例在 90% 左右, 尽管 2015 年证监会宣布严控游戏行业跨界定增, 但 2015 年的并购金额是 2014 年的两倍, 2016 年与 2015 年基本持平, 2017 年则超过 500 亿元。如果我们稍加留意, 就会发现市场寒冬期之后, 手游行业的单笔投资并购金额有明显提升, 投资标的知名度和实力也远胜之前的初创团队, 比如天神互动收购一花科技和嘉兴乐玩、阿里游戏收购广州简悦、昆仑万维收购闲徕互娱、中文在线收购晨之科, 以及本篇报告将会重点分析的世纪华通收购点点互动和盛大游戏。市场之潮起起落落, 退潮之后, 才知道谁在裸泳, 存量市场阶段的每一家投资标的, 都有其独到之处。

图表 6: 中国游戏市场并购情况

中国游戏市场并购情况一览

	买方数量	标的数量	并购金额 (亿元)	涉及移动游戏比例 (%)
2013年	19	26	201.01	44.1%
2014年	26	33	218.05	87.0%
2015年	30	52	456.36	94.2%
2016年	37	30	426.6	97.9%
2017年	47	60	536.19	86.7%

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

洗牌进入下半场, 存量市场暗藏凶险

- 2017 年, 腾讯手游收入 628 亿元, 网易手游收入 257 亿元, 合计为 885 亿元, 占当年 1161.2 亿元整体手游市场体量的 76.2%。腾讯和网易对国内手游行业的绝对统治并不是在 2017 年才建立起来的, 一句“中国只有两

家游戏公司，一家叫腾讯网易，另一家叫其他”早已道尽个中滋味。除腾讯网易外，盛大游戏、完美世界、三七互娱、游族网路、巨人网络等第二梯队的厂商各有千秋，确立了较稳定的市场地位。这种中小厂商几乎无立锥之地的市场格局，正是我们常常挂在嘴边的“洗牌”的直接产物，当整个行业“二八格局”正式形成的时候，各方观点普遍认为洗牌已经完成，接下来手游行业将在“两超多强”的格局之下稳步发展。但我们认为，洗牌仍未结束，淘汰大量中小厂商只是完成了上半场，下半场的高手过招才刚刚开始。

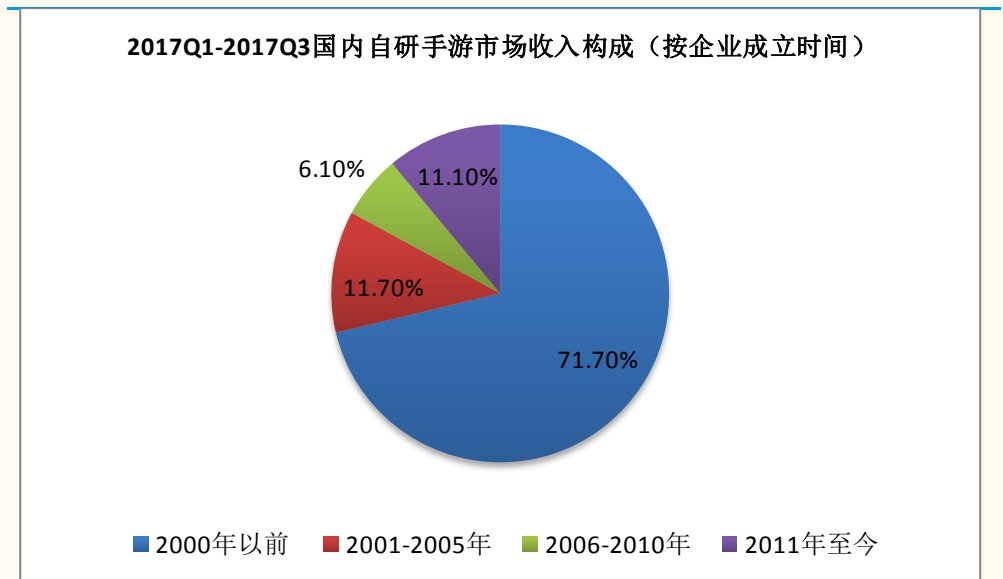
图表 7: 2018Q1 国内手游市场份额

TOP50移动游戏中研发商收入份额				TOP50移动游戏中发行商收入份额			
排名	企业名称	产品收入份额	排名变化	排名	企业名称	产品收入份额	排名变化
1	腾讯游戏	42.90%	——	1	腾讯游戏	55.60%	——
2	网易游戏	21.90%	——	2	网易游戏	22.80%	——
3	掌趣科技	4.40%	New	3	哔哩哔哩	2.30%	+6
4	三七互娱	3.20%	-1	4	叠纸网络	2.20%	New
5	DELIGHTWorks	2.30%	New	5	三七互娱	2.10%	-2
6	叠纸网络	2.20%	New	6	龙图游戏	1.80%	-2
7	畅游	1.90%	-4	7	乐元素	1.80%	——
8	乐元素	1.80%	+2	8	游族网络	1.40%	New
9	西山居	1.80%	-3	9	IGG	1.40%	+1
10	游族网络	1.40%	New	10	米哈游	1.30%	New

来源：伽马数据，国金证券研究所

- 相较于“洗牌”，我更愿意称两三年前的“手游寒冬”为“清洗”，因为洗牌这个词意味着所有市场竞争参与者之间的激烈角逐，而不是强者对弱者的单方面收割。如果我们逐一审视目前仍在手游市场上活跃的厂商们，就不难发现其中绝大部分都不是手游市场爆发后才创立的新贵，而是在端游、页游时代就多建树的老面孔，腾讯、网易、盛大、完美、畅游、巨人是端游巨头，游族、三七互娱、恺英、掌趣科技靠页游起家，B站此前虽然不是游戏公司，但在二次元文化领域早已声名远播。除了乐元素、米哈游、中手游、乐逗等寥寥数家公司外，不少几年前还混得风生水起的纯手游新贵如今已在市场上销声匿迹。

图表 8: 2017Q1-2017Q3 国内移动游戏市场收入构成



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 从某种意义上说，手游市场的上半场洗牌不过是传统游戏大厂跑马圈地的过程，他们有着丰富的 IP 储备、老练的研发和市场推广经验、雄厚的财力、

高质量的人才队伍，那些在寒冬中被淘汰的团队从来都算不上他们的对手，尘埃落定之后，他们需要面对的真正对手就是彼此。千万不要以为在“两超多强”的市场格局之下，处于同一梯队的厂商们可以高枕无忧，相安无事。为什么从 2015 年开始，盛大开了与腾讯合作的先例之后，巨人、畅游、完美世界等厂商纷纷效仿？难道是为了通过携手腾讯继续去蹂躏那些硕果仅存的中小厂商们？当然不是，如果我们复盘腾讯联手第二梯队厂商的过程，就会发现腾讯大开合作之门的时候正值中小厂商大批倒下的 2016 年，在这个时间点上，强者之间的下半场竞争才刚刚开始，一旦有第二梯队的厂商想借助腾讯的导量和运营能力谋求更大的市场份额，其他厂商一定会快速跟进，因为落后可能就意味着被淘汰。

- 见惯了头部厂商们在手游市场的呼风唤雨，不少人很难设想这些成名已久的游戏巨头怎么会被压制甚至淘汰。但如果我们回头去看分别在 PC 单机和网游时代叱咤风云的奥美和九城的兴衰，便会发现头部厂商的失败其实并没有那么不可思议。在这个强强对话的新阶段，所有第二梯队厂商都将面临比所谓“寒冬期”更大的竞争压力。如果说手游市场的上半场洗牌在很大程度上是由 IP 驱动，那么下半场洗牌则比拼的是优质内容的持续输出。在与腾讯合作之前，盛大的《传奇》、巨人的《征途》、畅游的《天龙八部》、掌趣的《奇迹》全都已经推出过自研自发的第一代手游版本，如今我们很容易发现上述厂商们在和腾讯合作推出相同 IP 的二次和多次改编手游时，开始有意放慢产品上线节奏，以期能最大化利用 IP 价值，延长当期新品的生命周期，并且在产品上线时间节点的选择方面慎之又慎。这么做的原因在于：IP 改编产品的效用与改编次数成反比，谁过快地将自家储备 IP 的价值消耗殆尽，谁就将提前面对产品荒的窘境。你说原创？相比于“端改手”这一成熟的模式，任何原创都有较高风险，而在强敌环伺的情况下，一着不慎，便可能满盘皆输。

图表 9：部分顶级端游 IP 改编情况

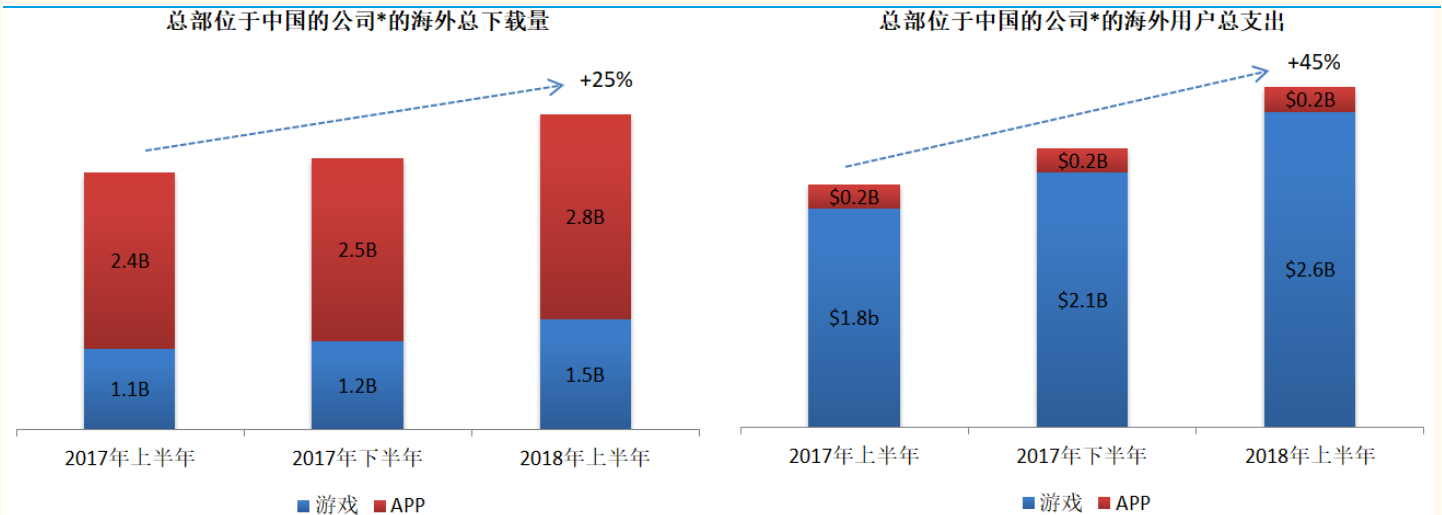
	传奇	天龙八部	征途	奇迹
2014	决战沙城	天龙八部 3D	征途口袋版	全民奇迹
2015	热血传奇		新征途（征程）	
2016	沙巴克传奇、我们的传奇		征途手机版	
2017	传奇世界手游	天龙八部手游		
2018	传奇世界 3D			奇迹 MU：觉醒

来源：App Store，国金证券研究所

出海大势所趋，但打开局面并非易事

- 手游出海并不是一个新鲜话题，有关手游出海的讨论贯穿了整个国内手游市场红海化的过程。今天，越来越多的国内手游厂商开始瞄准海外市场，其中还包括腾讯网易这样的行业巨头，这在很大程度上说明国内手游市场已阶段性见顶，海外市场将成为国内手游厂商新的业绩增长引擎。App Annie 发布的数据显示，2012 年 7 月至 2018 年 6 月，海外玩家在中国移动游戏上的总支出已经超过 160 亿美元，2018 年上半年，国内手游厂商出海总收入 26 亿美元，同比增长 40%，总下载量 15 亿次，同比增长 25%，均远高于国内市场增长率。

图表 10：中国公司游戏与 APP 出海成绩



中国以外市场为App Store 和Google Play 总数据，分析不包括总部在中国的公司收购的海外公司

来源：APP Annie，国金证券研究所

- 不过，国内手游厂商扬帆出海，并非全然由国内手游市场成为红海后倒逼所致。早在 2013 年，IGG 就已向全球市场推出《城堡争霸》。我们认为，出海的国内手游厂商主要分为四类：1、主打海外市场，先出口后内销型，代表厂商为智明星通、IGG、龙创悦动、龙腾简合以及点点互动 (Funplus)，如今主打类型为 SLG 游戏，这类厂商出海时间最早，在海外市场已经建立了较大优势；2、国内和海外两手抓型，代表厂商为游族网络、昆仑万维，有着丰富的海外游戏发行和运营经验；3、国内市场红海化之后出海寻求新增长型，代表厂商为腾讯、网易、B 站、乐元素等，这类厂商是国内市场竞争中的获胜者，有足够的实力和动力去开拓海外市场；4、创新型，代表厂商为 Supertapx、Zenjoy、Word Find 等，这类厂商在近期突然崭露头角，依靠玩法独特的轻度游戏打开海外市场，有效地避开了竞争激烈的 SLG、吃鸡、MMO 等热门出海品类。

图表 11：部分典型出海手游产品

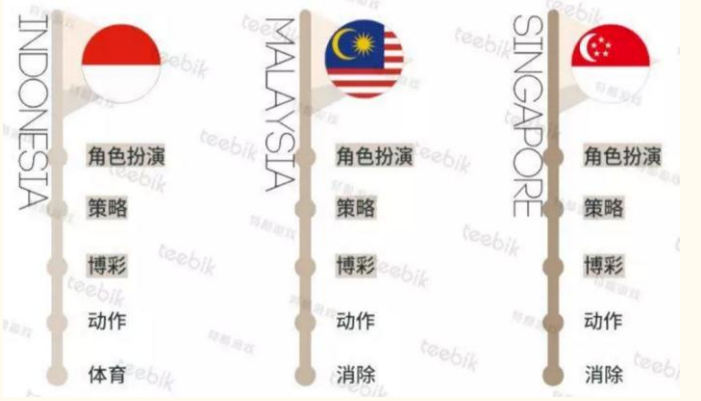
游戏名称	厂商	游戏类型
COK 列王的纷争	智明星通	SLG
王国纪元	IGG	SLG
火枪纪元	Funplus	SLG
末日争霸	龙创悦动	SLG
苏丹的复仇	龙腾简合	SLG
天使纪元	游族网络	RPG
永恒纪元	三七互娱	RPG
全民奇迹	昆仑万维	RPG
偶像梦幻祭	乐元素	二次元
碧蓝航线	Yostar	二次元
崩坏 3	米哈游	二次元
荒野行动	网易	射击
PUBG Mobile	腾讯	射击
Love Balls	Supertapx	休闲
Word Crossy	Word Find	休闲
Word Connect	Zenjoy	休闲

来源：公开资料，国金证券研究所

- 一般来说，出海手游厂商会将海外市场划分成港澳日韩、东南亚、欧美、中东、南美等几大块，每一块海外市场都有着不同的经济发展水平和文化

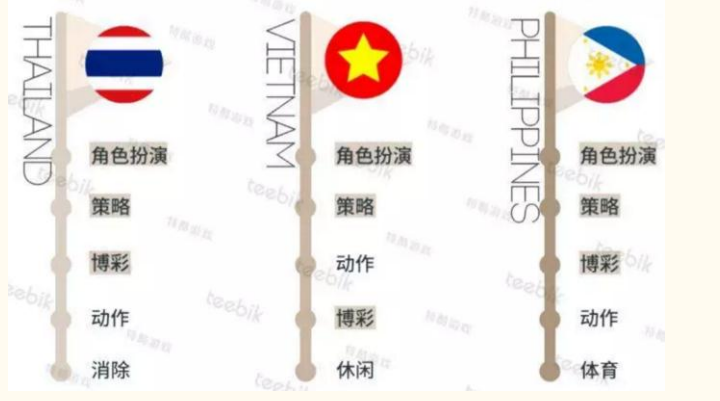
背景，这决定了出海手游品类和运营打法会存在差别。港澳日韩与东南亚同属大中华文化区，玩家青睐 RPG 和动作游戏，日本比较特殊，对二次元游戏情有独钟，欧美和中东玩家付费能力强，对 SLG 游戏接受度高，博彩类游戏在欧美和东南亚有广泛的市场，休闲类游戏则全球通吃。所以，出海厂商若想在某一区域市场打开局面，吃透当地玩家对特定游戏类型的喜好是第一步，第二步则是深入做好本地化工作，如游戏内容、美术风格、人物形象和当地文化的契合，付费方式的改进，UI、语言、音频的调优，最后才是渠道的铺设与游戏的推广运营。

图表 12：东南亚国家畅销游戏类型



来源：APP Annie，国金证券研究所

图表 13：东南亚国家畅销游戏类型



来源：APP Annie，国金证券研究所

- 在我们长期谈论手游出海的过程中，很多人似乎形成了一种误解，即：海外市场就是 2013 年的国内市场，打开局面并不困难，所以才那么多厂商纷纷布局。事实自然不是如此，我们之所以称海外市场为“新蓝海”，只是因为参照系是早已化成一片血海的国内手游市场，而并不意味着这是一个可以任由国内厂商纵横驰骋的蛮荒之地。上面已经提到要成就一款成功的出海游戏所需要做的工作，其难度即便比起国内市场也不遑多让。实际上我们认为，手游出海发展至今已开始趋于红海化。
- 首先，主打 SLG 品类的第一批出海厂商建立起了稳固竞争壁垒，后来者较难打破，原因在于：1、SLG 品类有很高的游戏深度，付费点后置，买量单价高，回本周周期长，其成本不是一般厂商所能负担得起；2、SLG 品类对本地化策略以及运营能力有较高要求，在 IGG、点点互动、智明星通等厂商占据先发优势的情况下，后来者几乎没有学习和摸索的机会。其次，东南亚市场上，游族网络、昆仑万维等在 MMORPG 和 ARPG 细分市场确立了主导地位。最后，国内游戏巨头腾讯网易悍然出手布局海外市场，吃鸡品类只是个开始，尝到甜头的他们未来势必会持续跟进。因此，除 Supertapx 为代表的创新型轻游戏厂商外，出海后来者想要在高营收的中重度类型上分一杯羹，并非易事。2018 年 4 月-7 月、9 月以及 10 月，点点互动在国内 APP 出海厂商中收入排名第一，这为世纪华通后续的海外市场布局建立起了巨大的先天优势。

图表 14: 2018 年 10 月和 9 月中国 APP 发行商出海收入排行

中国APP发行商出海收入排行			
2018年10月		2018年9月	
排名	公司	排名	公司
1	FunPlus	1	FunPlus
2	IGG	2	网易
3	网易	3	IGG
4	智明星通	4	智明星通
5	友塔游戏	5	Game168
6	腾讯	6	腾讯
7	龙创悦动	7	龙创悦动
8	莉莉丝游戏	8	创酷互动
9	创酷互动	9	龙腾简合
10	游族	10	游族

来源: APP Annie, 国金证券研究所

盛大游戏宝刀未老，研运兼顾顺利转型

- 成立于 1999 年的盛大，是中国互联网发展史绕不开的关键参与者。2001 年，凭借着《热血传奇》，盛大开启了中国的网游时代，全网吧争相玩传奇的盛况，即便过去十多年也依旧令人热血沸腾。此后，盛大接连推出《疯狂坦克 2》《泡泡堂》《传奇世界》等经典游戏，并于 2004 年在美股上市，助陈天桥超越丁磊成为中国新首富。2009 年，盛大游戏单独登陆纳斯达克，成为当年美国的最大 IPO 案例。但是，由于诸多原因，盛大游戏未能继续扩大在国内游戏市场的优势。2014 年底，盛大集团宣布完成对盛大游戏的出售。从曾经的风光无限到最后的黯然拆分，多少透露着几许悲凉意味，不少人对盛大游戏的结局冠以“败局”“没落”等字眼。在我们看来，盛大游戏确实在页游和手游时代错失了一些机遇，但远远称不上“败局”。
- 世公告显示，盛大游戏 2016 年、2017 年、2018 年前 4 个月的净利润分别 4.19 亿、5.26 亿、5.43 亿元。如果不计算 2016 年末盛大网络合并取得 Shanda Games 控制权而产生的股权激励费用，盛大游戏 2016 年度净利润 15.87 亿，2017 年度净利润 17.43 亿。2017 年 A 股上市游戏公司中净利润最高的为三七互娱，为 16.21 亿。2018 年 5 月，盛大游戏副总裁谭雁峰在接受新浪专访时表示盛大游戏的手游营收占比已经接近 85%，手游化转型顺利完成。所以不管从游戏营收规模还是营收结构上看，盛大游戏在国内游戏产业中依然有着强大的统治力，业界还出现了将腾讯、网易和盛大统称为“TNG”的新叫法，这也印证了盛大游戏目前不低的市场地位。我们认为，在被世纪华通收购之后，盛大游戏的后续表现将更值得期待。

图表 15: 2017 年 A 股游戏公司净利润 TOP5

排名	公司名称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
1	三七互娱	61.89	16.21
2	恺英网络	31.34	16.13
3	完美世界	79.3	15.04
4	巨人网络	29.07	10.69
5	天神娱乐	31.07	10.02

来源: 公司公告, 国金证券研究所

自带研发基因，MMO、二次元双管齐下

- 如今手游行业有实力的厂商大都被贴上了鲜明的标签，如网易和完美世界的“自研”、腾讯的“导量”、B站和米哈游的“二次元”，那么盛大游戏呢？传奇成就了盛大，盛大是否只有传奇？答案是否定的，因为除《传奇》《冒险岛》《泡泡堂》等代理游戏外，盛大曾经推出过多款自研游戏。据我们统计，盛大游戏从2001年9月代理《热血传奇》至今，共上线端游、页游和手游约100款，其中自研游戏43款，占比在40%以上，包括《传奇世界》《热血传奇手机版》《传奇世界手游》《神无月》《传奇世界3D》等表现不俗的知名产品。在这43款自研游戏中，MMO有28款，占比超过60%。可见，和其他成名于端游时代的大厂一样，盛大游戏不仅自带强大的研发基因，在MMO品类上更有着首屈一指的研发实力。
- 关于传奇系列IP对盛大游戏整体业务的影响，世纪华通公告显示，传奇系列IP产品在2016年、2017年和2018年1-4月营业收入占比分别为48.99%、28.28%和28.01%，毛利占比分别为50.45%、31.92%和29.65%，呈明显下降趋势。这足以说明，传奇系列IP虽然是盛大游戏旗下的最知名IP，但却不是唯一的营收驱动力。

图表 16：盛大游戏自研产品清单

时间	产品名称	终端	玩法类型
2003年7月	传奇世界	端游	MMORPG
2004年2月	神迹	端游	MMORPG
2004年4月	英雄年代	端游	MMORPG
2005年4月	疯狂赛车	端游	竞速
2005年4月	梦幻国度	端游	MMORPG
2005年9月	三国豪侠传	端游	SRPG
2005年11月	盛大富翁	端游	休闲
2006年12月	风云	端游	MMORPG
2007年4月	推推侠	端游	休闲
2007年夏	滚滚球	端游	休闲
2007年12月	纵横天下	页游	SLG
2007年12月	功夫小子	端游	ACT
2007年12月	泡泡岛	端游	休闲
2008年3月	新英雄年代	端游	MMORPG
2008年9月	龙神传说	端游	MMORPG
2008年10月	巨星	端游	音乐
2008年11月	传奇外传	端游	MMORPG
2009年12月	传奇归来	端游	MMORPG
2010年3月	传世群侠传	端游	MMORPG
2010年7月	英雄年代2	端游	MMORPG
2011年9月	蛋糕总动员	页游	休闲
2011年9月	星辰变	端游	MMORPG
2012年6月	悍将传世	页游	MMOARPG
2012年8月	悍将传世	手游	MMOARPG
2012年9月	传奇世界2	端游	MMORPG
2012年11月	星辰杀	端游	MMORPG
2013年3月	英雄年代翡翠版	端游	MMORPG
2013年5月	猎天	端游	MMORPG
2013年9月	零世界	端游	MMORPG
2014年1月	英雄年代3	端游	MMORPG
2014年6月	魔王日记	手游	卡牌
2014年7月	血族	手游	卡牌
2015年5月	热血传奇手机版	手游	MMORPG

时间	产品名称	终端	玩法类型
2015年9月	超级地城之光	手游	ARPG
2016年5月	沙巴克传奇	手游	MMOARPG
2016年5月	我们的传奇	手游	MMORPG
2016年7月	传奇永恒	端游	MMORPG
2017年3月	龙之谷	手游	MMOARPG
2017年3月	传奇世界手游	手游	MMORPG
2017年8月	龙之战记	手游	ARPG
2017年8月	神无月	手游	卡牌
2017年11月	暗黑血统2	手游	MMOARPG
2018年5月	传奇世界3D	手游	MMORPG

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

- 研发需要有的放矢，因为产品终将面向市场，完成手游化转型后，如何选择产品方向，是盛大游戏需要考虑的核心问题。关于这一点，谭雁峰曾经提到：MMO和二次元是盛大游戏的两条腿。我们统计了盛大游戏截止目前推出的所有游戏，发现除《辐射避难所单机版》《城与龙》《侍灵》等寥寥数款外，盛大出品的手游都是MMO和二次元卡牌。MMO品类可以最大化地释放盛大在端游时代积累的研发底蕴，而二次元品类，则是盛大在手游时代顺应市场潮流所做的全新尝试。

图表 17：盛大游戏手游清单

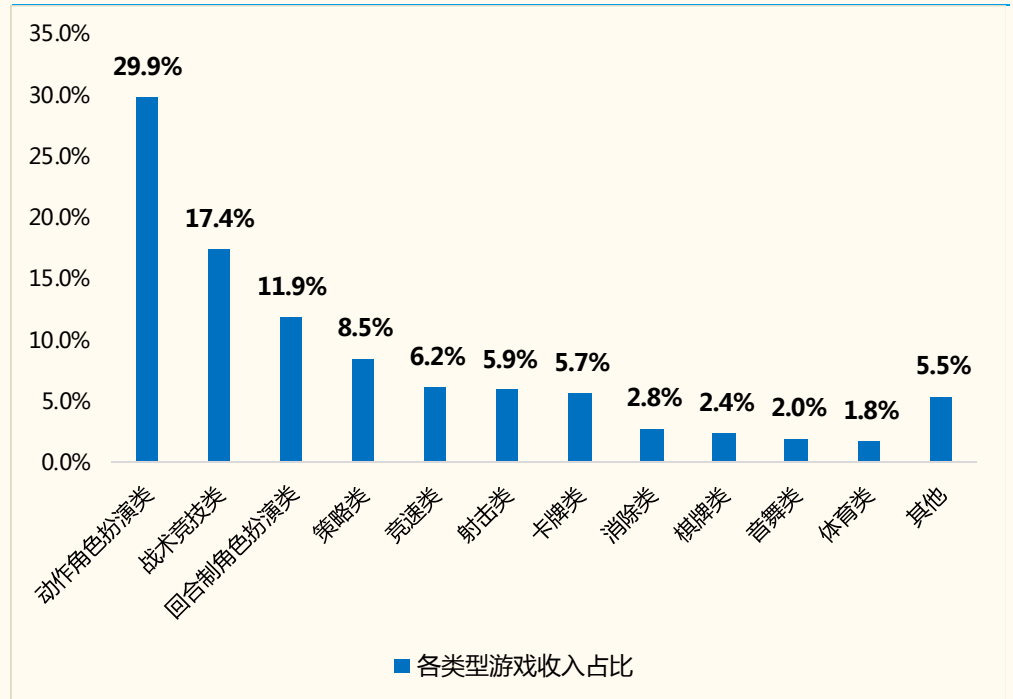
时间	产品名称	代理/自研	玩法类型
2012年8月	悍将传世	自研	MMOARPG
2013年7月	扩散性百万亚瑟王	代理	二次元卡牌
2014年1月	封神 MM	代理	二次元 MMORPG
2014年2月	魔物狩猎者	代理	卡牌
2014年3月	勇者世界	代理	卡牌
2014年5月	锁链战记	代理	二次元卡牌
2014年6月	LoveLive!学园偶像祭	代理	二次元卡牌
2014年6月	魔王日记	自研	二次元卡牌
2014年7月	血族	自研	二次元卡牌
2015年5月	热血传奇手机版	自研	MMORPG
2015年9月	超级地城之光	自研	ARPG
2016年5月	沙巴克传奇	自研	MMOARPG
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	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
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	策略
2017年11月	侍灵	代理	ACT
2017年11月	暗黑血统2	自研	MMOARPG
2017年11月	境界之诗	代理	二次元卡牌
2017年12月	神域召唤	代理	二次元 RPG
2018年5月	传奇世界3D	自研	MMORPG

来源：公司官网，国金证券研究所

- 回顾手游行业的发展历程，我们很容易能找到一条清晰的主流产品类型变更路径，2013年以前，以棋牌、消除、益智休闲为代表的单机轻度游戏引爆手游市场，2014年开始，以《刀塔传奇》为代表的中度卡牌游戏开始不断拉高整个行业的营收规模，进入2015年，以网易《梦幻西游》为代表

的重度 MMO 产品大行其道，成为手游行业的创收大户，此后，尽管轻中重度游戏并行不悖各有市场，但 MMO 始终在收入类型中居于首位。据伽马数据统计，2018 年上半年，ARPG 类型收入占比 29.9%，回合制 RPG 收入占比 11.9%，两者合计占比 41.8%，而在网游时代，基本上所有的 RPG 游戏都是大型多人在线玩法，即属 MMO 品类。MMO 之所以能成为创收霸主，一方面是因为游戏玩法适合进行深度付费设计，另一方面是因为 MMO 大作多为端转手产品，而端游时代的 MMO 爆款较多，决定了 MMO 手游有足够深的产品池，不像 MOBA 和吃鸡等品类，虽然概念火热，但爆款寥寥，头部效应过强，长尾产品难当大任。盛大游戏对 MMO 品类的重视，既充分发挥了 PC 端游时代积累起来的经验和 IP 储备优势，又抓住了最能带动营收增长的类型。

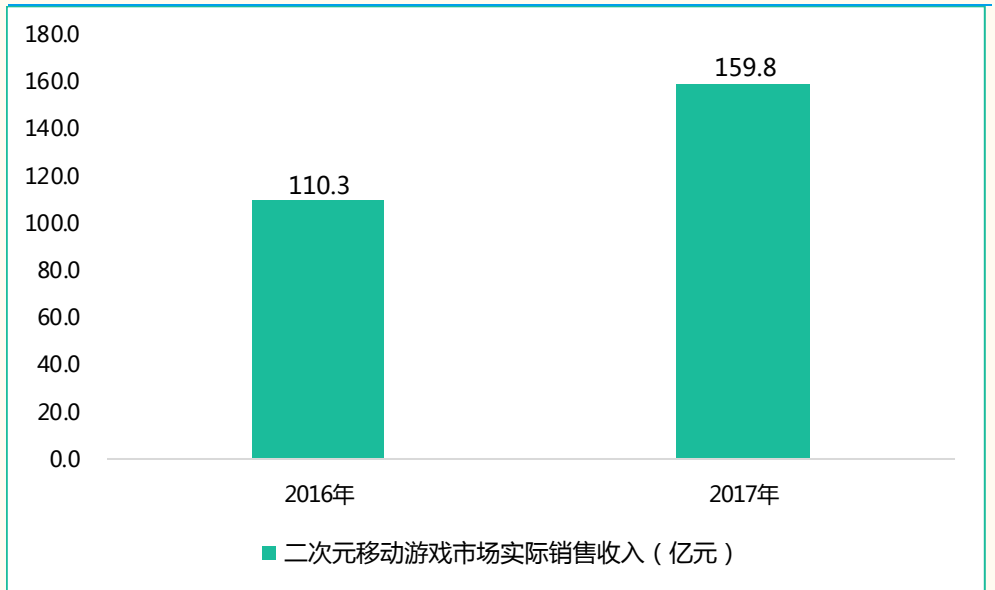
图表 18：2018 年上半年国内手游市场各类型产品收入占比



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 2017 年，国内二次元手游市场销售收入 159.8 亿元，占当期整个手游行业体量 1161.2 亿元收入的 13.76%，增长率为 44.88%。尽管目前二次元手游收入占比不高，但业界普遍看好二次元领域的未来，原因是：1、国内核心二次元用户 8000 万人，泛二次元用户 3 亿人，巨大的用户价值有待挖掘；2、95 后和 00 后群体中二次元用户占比远高于 70 后和 80 后，而这批新生代玩家即将成为游戏市场主力，二次元游戏对他们极具吸引力；3、研究表明二次元用户付费意愿远高于手游行业平均水平，成功二次元游戏的 ARPU 值普遍较高。

图表 19：二次元手游收入



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 包括腾讯和网易在内的一线厂商以及苏州叠纸、米哈游等专注二次元品类的厂商正在加快对二次元手游市场的争夺，不过从市场表现来看，能称得上爆款的并不多，除网易的《阴阳师》、米哈游的《崩坏 3》、苏州叠纸的《奇迹暖暖》《恋与制作人》、B 站的《F/GO》《碧蓝航线》和腾讯的《火影忍者》等游戏外，其余大部分产品均表现一般。二次元是一个壁垒较高的亚文化场域，后来者如果能准确领会二次元文化的精髓，把握住二次元玩家的需求，依旧大有可为。

图表 20：部分知名二次元手游

厂商	产品	类型
网易	阴阳师	卡牌
网易	决战！平安京	MOBA
网易	非人学园	MOBA
B 站	FGO	卡牌
B 站	碧蓝航线	射击
米哈游	崩坏 3	ARPG
腾讯	火影忍者	ARPG
腾讯	火影忍者 OL-忍者新世代	卡牌
叠纸	恋与制作人	模拟
叠纸	奇迹暖暖	换装
星辉	苍之纪元	ARPG
中手游	航海王强者之路	卡牌
中手游	火影忍者：忍者大师	卡牌
DeNA	航海王启航	卡牌
昆仑万维	BLEACH 境界-魂之觉醒	ARPG

来源：App Store, 公司官网，国金证券研究所

- 综上，盛大游戏 MMO 和二次元两条腿走路战略符合手游市场节奏，但其产品矩阵实际表现又如何呢？MMO 品类中，《悍将传世》上线时间太早，2014 年 12 月停服，《热血传奇》《龙之谷》《传奇世界 3D》交由腾讯代理，不仅上线之初高居榜单前列，目前仍是盛大游戏手游收入的主要来源。二次元品类则相对惨淡，除自研手游《神无月》月流水达到过 1.5 亿外，《扩散性百万亚瑟王》《锁链战记》《境界之诗》目前全部停服。我们认为，现阶段盛大游戏的最大优势仍在 MMO 领域，有关二次元品类的布局处于起步阶段，未来要形成对网易等厂商的追赶还需较大投入。

图表 21：停服或表现突出的手游

时间	产品名称	代理/自研	玩法类型	发行商	备注
2012 年 8 月	悍将传世	自研	MMOARPG	盛大	2014 年 12 月停服
2013 年 7 月	扩散性百万亚瑟王	代理	卡牌	盛大	2016 年 1 月 25 日停运
2014 年 5 月	锁链战记	代理	卡牌	盛大	2016 年 9 月 15 日停运
2015 年 5 月	热血传奇手机版	自研	MMORPG	腾讯	最高月流水 7 亿，最高日流水 4600 万
2017 年 3 月	龙之谷	自研	MMOARPG	腾讯	上线首月 IOS 全球免费榜第 2，收入榜第 3，流水 9.7 亿，上线前 4 个月流水 20 亿人民币
2017 年 8 月	神无月	自研	卡牌	盛大	伽马数据测算月流水 1.5 亿人民币
2017 年 11 月	境界之诗	代理	卡牌、战棋	盛大	2018 年 9 月 5 日停运
2018 年 5 月	传奇世界 3D	自研	MMORPG	腾讯	IOS 免费榜第一，畅销榜第五

来源：公司官网，伽马数据，国金证券研究所

- 对二次元市场前期探索的不尽人意没能阻止盛大的步伐，2017 年 7 月 6 日，盛大游戏原创国漫《武零后》正式上线，2017 年 7 月 27 日，盛大游戏发布新品牌“i 次元”，加码二次元细分领域，首批签约的《RWBY》《命运歌姬》《君临之境》等手游也在现场曝光。实际上，盛大在《龙之谷》手游的发行中也使用了很多二次元元素，如邀请二次元虚拟歌姬洛天依献唱游戏主题曲《一起去冒险》，牵手 A、B 站围绕游戏不断输出翻唱、MMD、宅舞等优质同人作品，联动网红表情包兔斯基推出新内容，与腾讯联合打造冒险家乐园同人站。

图表 22：盛大游戏 i 次元计划



来源：官方海报，国金证券研究所

- 在完成手游化转型之后，盛大还会继续对端游进行投入吗？答案是肯定的，因为端游代表了除主机游戏外的最高制作水准，其沉浸式体验不是手游可以比拟的。盛大游戏最近发布的一款端游是 2016 年的《传奇永恒》，距今有两年时间，目前，盛大游戏在研发一款全新的开放世界端游，题材是西方魔幻，投入了将近 200 人的研发团队，官方预计 2019 年上半年能和玩家见面。我们认为，传统端游大厂在转型手游后继续保持对端游的投入，不仅能稳固自身优势，强化品牌形象，长期来看，还能持续为手游提供备用 IP、成熟的数值系统和游戏架构，所以不管是腾讯还是网易，都从未停止对端游的布局，UP2018 上，腾讯公布了 8 款新端游，网易 2018 年也上线了次世代武侠大作《逆水寒》。

携手腾讯，打造自有发行品牌，严控产品上线节奏

- 对一家厂商来说，手游发行无非三种情况：1、将自研产品交给外部厂商代理发行，自身的角色是 CP；2、寻找外部厂商的产品来做代理发行，自身的角色是发行商；3、自研自发，自身的角色是 CP+发行商。目前，除网易和腾讯基本不采用第一种模式外，第二梯队以及其他较有实力的手游厂商大多对上述三种模式都有所涉猎。具体采取何种方式，主要由产品本身的属性和合作方的特点来决定。世纪华通 COO 张向东对盛大游戏在发行层面的布局有着非常清楚的认知和规划，他曾提到，大 DAU 产品和大 IP 产品未来将会继续交给腾讯代理，二次元手游会更多地寻求和 B 站合作，其余产品交给自己的发行和运营团队来负责。
- 腾讯在国内手游行业向来以无与伦比的导量能力和运营能力著称，其 2018 年 Q3 财报显示，微信和 WeChat 合并 MAU 达 10.82 亿人，Questmobile 的 2018 上半年 MAU 排行榜上，微信以 9.3 亿高居首位，除微信外，腾讯还有手 Q 和应用宝，共同组成三位一体的强大导量矩阵。将大 DAU 产品和大 IP 产品交给腾讯发行，可以最大化地将潜在的游戏用户以及 IP 粉丝导入到产品当中，最大化地提高产品渗透率和挖掘 IP 价值。最关键的是，盛大游戏已经通过《热血传奇》《龙之谷》《传奇世界 3D》等重点产品领略了腾讯的能量。不独盛大，巨人、畅游、西山居、掌趣科技等厂商旗下的端改手产品，都已逐一在腾讯的社交导量体系下大放异彩。2018 年 2 月 8 日，腾讯以 30 亿元人民币战略入股盛大游戏，双方将在游戏业务上深度合作，紧跟腾讯的游戏生态圈，是盛大游戏在未来的重点战略。盛大游戏研发基因和端游 IP 以及腾讯导量和运营体系的相互赋能，已为新的爆款产品铺好了道路。

图表 23：部分腾讯代理“端改手”产品成绩

厂商	产品	类型	成绩
盛大	热血传奇	MMORPG	最高月流水 7 亿，最高日流水 4600 万 上线首月 iOS 全球免费榜第 2，收入榜第 3，流水 9.7 亿， 上线前 4 个月流水 20 亿人民币
盛大	龙之谷	MMORPG	iOS 免费榜第一，畅销榜第五
盛大	传奇世界 3D	MMORPG	iOS 免费榜和畅销榜第一
巨人	征途	MMORPG	iOS 免费榜第一，畅销榜第三
畅游	天龙八部	MMORPG	10 小时登顶 iOS 免费榜，78 小时登顶 iOS 畅销榜
西山居	剑侠情缘	MMORPG	2018 上半年流水 15 亿
掌趣	奇迹 MU：觉醒	MMORPG	

来源：公司公告，APPStore，APP Annie，国金证券研究所

- B 站自 2009 年创立至今，一路过关斩将登录美股，成为国内毫无争议的二次元文化第一社区，在手游方面，B 站发行的《F/GO》《碧蓝航线》市场表现不俗，这足以说明 B 站对二次元游戏有着深刻的理解。盛大游戏能做出在二次元手游领域和 B 站合作的决定，很大程度上是因为从数款自发二次元手游的失败案例中认识到了二次元这一亚文化领域的坚固壁垒。塞翁失马焉知非福，我们有理由期待未来盛大的好产品会和 B 站的专业发行擦出不一样的火花，因为盛大游戏有卓越的研发实力，而 B 站在二次元领域底蕴深厚。
- 在自有发行业务方面，盛大游戏未来会去重点挖掘中小 CP 的产品，在端游时代，盛大游戏已经积累了丰富的游戏发行经验，对于中小手游 CP 的选择，盛大游戏有自己的一套标准：首先，要看游戏团队在技术方面是否

能够达到高标准；其次，看游戏在国内是否有成熟的市场基础、本身品质是否过硬；最后，看市场环境下这个游戏品类能否适应玩家口味。由此可见，盛大游戏在自有发行业务方面采取的是比较稳健的打法，并不会过度追求产品玩法的大创新，主要考虑的是产品属性和市场潮流的契合程度。对于自有发行业务，盛大游戏有着极高的未来预期，希望能打造从产品研发到发行再到运营的完整闭环。

- 上文已经提到，手游行业进入下半场洗牌后，强强对话的竞争逻辑之下，盛大开始严控重点 IP 产品的上线节奏。关于这一点，张向东明确表示目前盛大游戏的产品上线策略是保持每年一款大 IP 手游不间断，2015 年是《热血传奇》，2016 年是《传奇世界》，2017 年是《龙之谷》，2018 年是《传奇世界 3D》，2019 年则是《龙之谷世界》。不过，大 IP 产品的上线节点并不绝对，会随着市场状况的变化而改变，完美世界的《完美世界》和西山居的《剑网 3》都已屡次跳票。但有一点可以确定：盛大游戏未来大 IP 产品的上线间隔只会疏而绝不会密，因为谁也不想在自己家上款重点产品生命周期还未结束的时候同室操戈，更不想在一众竞争对手的虎视下提前透支 IP 价值或是与对手出品的相同级别大作近身肉搏。

构筑 IP 生态圈，搁置纠纷合作共赢

- 如果说手游行业第一波爆发靠的是人口红利驱动，那么在人口红利消失之后的第二波增长则有赖于 IP。IP 生态圈是泛娱乐概念的另一种提法，即以 IP 的孵化、授权和运营为核心，游戏、影视、动漫、文学、周边等业态协同发展，相互促进的产业格局。这几年 IP 改编手游制霸市场的现象我们早已见怪不怪，以至于有很多人不知不觉产生了“我们已全面理解泛娱乐概念并纯熟运用”的想法，但在我们看来，事实却并非如此。

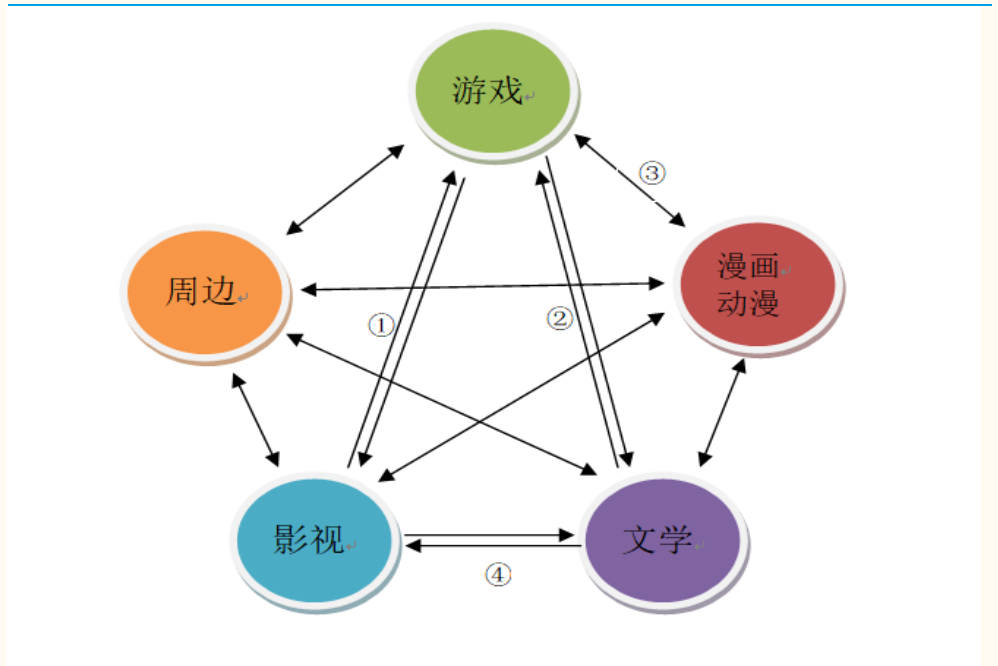
图表 24：泛娱乐概念图



来源：公司官网，国金证券研究所

- 手游市场对 IP 的应用印证了两个基本命题：1、以市场表现而论，改编成手游的 IP 价值排序是：端游 IP > 动漫 IP > 影视 IP > 文学 IP；2、泛娱乐各业态的变现能力排序是：游戏 > 影视 > 动漫 > 文学 > 周边。这直接导致以下两种现象：1、厂商们对端游 IP、动漫 IP 趋之若鹜，但对文学 IP 缺乏足够重视，即便某些文学 IP 的粉丝群体极其庞大；2、名曰泛娱乐概念是多业态的相互赋能，协同发展，但实际上 IP 的运营路径基本止于游戏变现，未形成真正的价值闭环，在下图中，主要表现为①、②、③和④①，其中只有③是双向的，在 IP 浪潮兴起之初，我们见得最多的还是动漫和漫画向游戏的单向改编，游戏向动漫和漫画的反向改编在近两年才越来越多。

图表 25: IP 改编方向



来源：国金证券研究所整理

- 泛娱乐战略以变现为最终目的本无可厚非，因为手游厂商本就为逐利而生，但很多人没有搞清楚两件事：1、IP 的价值不是只能被消耗而不能再生产的；2、不是每一个 IP 改编环节都要以直接变现为目标。我们都知道，同一款 IP 多次改编的边际效用必然持续递减，所以在 IP 储备即将见底的当下，整个行业都弥漫着一股对后 IP 时代即将来临的焦虑，在商讨应对之策时，绝大部分人给出的看法无非三种：1、放缓既有 IP 的改编节奏；2、提高效率孵化新的 IP；3、回归真正的原创。但很少有人会想到去充实现有顶级 IP 的内容，让 IP 价值的消耗和再生产齐头并进。
- 是的，IP 价值再生产这种事说起来容易做起来难，因为 IP 价值的消耗速度永远快于再生产速度，但这并不意味着真正的多业态联动不可能实现。被玩家称作“爸爸”的暴雪，1994 年上线魔兽争霸 1DOS 版，2001 年推出第一部官方小说《巨龙之日》，十多年后，《魔兽》电影问世，魔兽文化席卷全球，成为一代人的青春记忆与生活方式。整个魔兽 IP 在 20 年时间里为暴雪创造了百亿级收入，至今仍在发光发热，这难道是简单的单向改编所能实现？十年磨一剑，得益于暴雪在 IP 运营中有所为有所不为，游戏和电影负责变现，官方小说等绝不以逐利为第一目标。反观国内市场，扪心自问，我们又有多大的魄力和耐心去布局那些无法直接变现但能极大地丰富 IP 世界观的环节？来看盛大的规划。

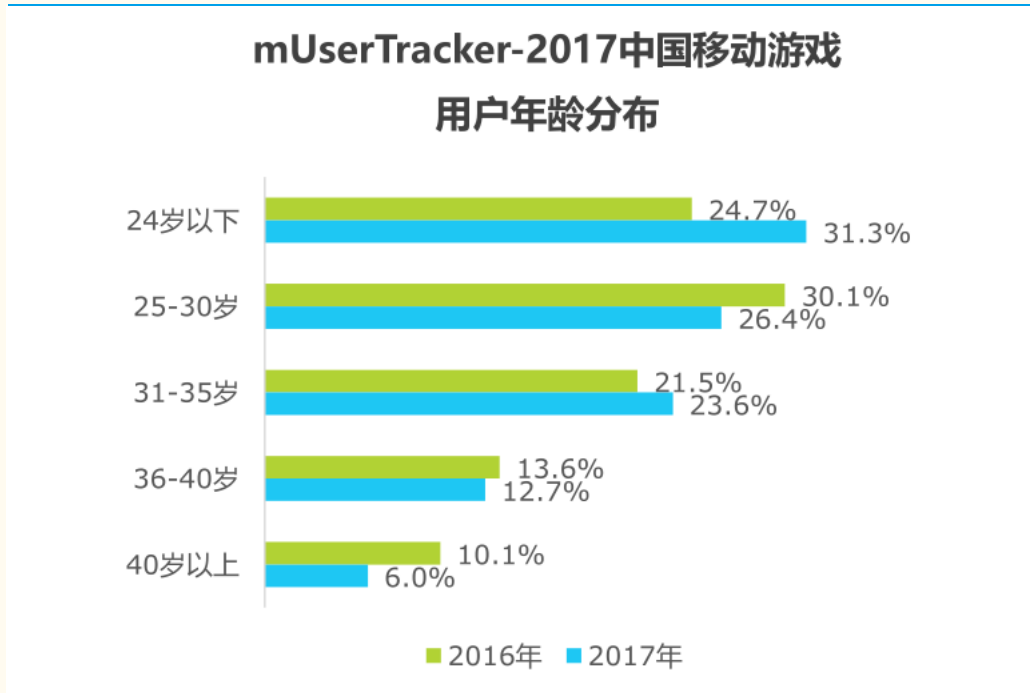
图表 26: 暴雪《魔兽》



来源：官方海报，国金证券研究所

- 与其余头部厂商一样，盛大游戏未来将会打造 IP 生态圈。针对《传奇》系列 IP 构筑“传奇世界宇宙观”，至少上线 10 部传奇大电影，都是属于顶尖规格、顶级投入的精品，其中影视剧是和国内领先的传媒集团共同开发，预计第一部的制作费用在 5 亿左右，网络剧则计划连拍三部，每部制作费用将达到亿级；针对《龙之谷》IP，盛大游戏也计划推出《龙之谷》大电影、《龙之谷》番剧和《龙之谷》条漫。“传奇世界宇宙观”的提法很容易让人联想到“漫威宇宙”，一个自成闭环、内容丰富的全新世界，要建立这样一个虚拟世界，影视环节的布局将只是个开始，未来整个泛娱乐业态都会持续跟进。
- 质疑盛大的人除了认为盛大只有《传奇》外，还有一个理由是：《传奇》是属于 70 后和 80 后的青春记忆，未来很难渗透 90 后和 00 后群体。这种担心并非毫无道理，仅从铺天盖地的传奇类页游来看，除了经历过传奇年代的端游玩家，新生代用户是断然不会接受那粗糙的游戏画面与特效的。关于传奇 IP 怎么去覆盖更多的年轻人，盛大游戏的答案之一就是打造 IP 生态圈，通过新的方式来展示老 IP 的内涵，同时不断地向 IP 中添加年轻化元素。70 后和 80 后玩家通过游戏来认识《传奇》，新生代玩家可以通过番剧、小说、大电影来接触《传奇》。应该说，IP 的与时俱进是所有厂商都需要考虑的问题，因为随着时间的推移，游戏市场的主力玩家势必完成迭代，每一代玩家有每一代人的喜好，坐吃山空显然不行。所以，打造 IP 生态圈，充实 IP 文化内涵并非 IP 变现战略中的锦上添花之举，而是题中应有之义。

图表 27: 手游玩家越来越年轻化



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 不过，打造 IP 生态圈不等于闭门造车，还需要处理 IP 侵权问题，侵权厂商的目的是在最短时间内盗用 IP 攫取最大利润，从不会顾及 IP 的长远价值，这必然对 IP 形象造成致命损害。如果要问这十年来国内游戏行业被侵权次数最多的 IP，那一定非《传奇》莫属，页游时代铺天盖地的“一刀 999 级”绝大部分都没有获得过官方授权，盛大游戏的法务是极其忙碌的部门，每年都要发出大量的律师函，与各色侵权厂商斗智斗勇。据统计，仅在 2017 年 2 月到 2018 年 4 月这一年多的时间里，盛大游戏共发现 3995 款涉嫌侵犯《热血传奇》的游戏，经过维权斗争其中有 933 款下架，窥斑见豹，从 2002 年《传奇》官方代码泄露至今，到底有多少款侵权游戏问世，大家可以自行想象。

图表 28: 盛大游戏部分维权案例

时间	公司	产品
2013 年 10 月	无锡七酷、百度	热血战纪
2013 年 11 月	恺英	烈焰传奇
2013 年 11 月	37wan	烈火战神、大裁决
2013 年 12 月	网龙、苹果	怒斩轩辕
2014 年 1 月	昆仑万维	问战
2014 年 4 月	上海都玩	武尊、龙城

来源：公司官网，国金证券研究所

- 在国内进行 IP 维权是一件耗时耗力的苦差事，因为取证判决流程往往长过一款侵权产品的生命周期，好不容易熬到判决书下来，对方早已赚得盆满钵满，罚点款也无关痛痒，下次接着侵权。盛大游戏同样面临这个问题，3995 款侵权游戏才下架 933 款，很难说成效显著，那怎么办呢？盛大的措施是与其继续树敌，不如搁置纠纷，合作共赢。早在 2013 年，盛大游戏就开始起诉恺英、三七、七酷等厂商的游戏侵权，但 2014 年初，盛大与七酷达成和解，2018 年 4 月，盛大与三七互娱达成战略合作，2018 年 6 月，盛大和恺英签署 3 年战略合作协议。恺英和三七互娱都是 A 股上市公司，体量和实力稳居第二梯队，所谓两虎相争，必有一伤，盛大化干戈为玉帛的做法，与其说是无奈之举，不如说是强强联合的新开端。

发行与投资并举，海外布局出手不凡

- 2017 年 11 月，盛大游戏参展 G-star，并携《神无月》《龙之谷手游》《辐射 避难所》《暗黑血统 2》《侍灵》《光明勇士》和《龙之战记》7 款产品亮相，对外展示海外游戏发行的野望。2018 年 4 月中旬，由盛大游戏和昆仑万维联合发行的《龙之谷 M》在东南亚上线，迅速成为现象级产品，在多个东南亚国家的 IOS 免费榜排名第一，畅销榜上排名前三。2018 年 7 月，《神无月》登录韩国市场，跻身韩国 iOS 免费榜第一、Google Play 免费榜 Top 10，此前还曾创造过日本市场预约量首位的成绩。仅以这两款产品在日韩和东南亚市场的表现，盛大游戏的海外发行之路就足以称得上旗开得胜。

图表 29: 《龙之谷 M》在东南亚 IOS 畅销榜的表现



来源：App Store，国金证券研究所

- 官方消息显示，目前盛大游戏在全球有六大研发发行中心，已经构建一个可以辐射全球的六大发行体系，在新加坡、韩国都设有子公司，能更好地进行游戏的本地化调整与宣发。早在 2017 年年底，谭雁峰就曾透露盛大游戏的海外营收约占总营收的 10%-20%，计划未来 3 到 5 年，海外营收占比能达到 50% 以上。高层对海外市场营收有如此高的增长率要求，说明在接下来的 3 到 5 年，盛大游戏势必大举进军海外市场。
- 2018 年 2 月，腾讯以 500 亿韩元领投有“韩国微信”之称的 Kakao 公司旗下的游戏子公司 Kakao Games，成为后者的第二大股东。2018 年 4 月，盛大游戏控股子公司 Actoz 以 100 亿韩元投资 Kakao Games，盛大游戏与 Actoz 成为 Kakao 的深度战略合作伙伴。此外，2018 年 3 月，已被世纪华通收购的点点互动也对 Kakao Games 完成了 100 亿韩元的投资。Kakao 在韩国 IM 市场的占有率与腾讯在国内市场相当，Kakao Games 旗下的 Kakao Game 又是韩国最大的手游平台，对韩国手游市场的统治力毋庸置疑，我们认为，世纪华通通过盛大游戏和点点互动投资 Kakao Games 好处有三：1、获得直接的投资收益，Kakao Games 即将在韩国高斯达克上市，资本的涌入将创造一场收益盛宴；2、充分利用 Kakao Games 的渠

道优势，为旗下手游登录韩国铺平道路；3、与腾讯绑定，在国内与海外市场都紧跟腾讯的生态布局。

- 在通过发行和投资“走出去”的同时，盛大游戏还专注于“引进来”。近期，公司管理层透露，盛大游戏正在积极和海外知名 IP 版权方进行沟通，即将引进美国和日本的数款重磅 IP。众所周知，日漫 IP 一直是国内厂商的重点引进对象，《死神》《火影忍者》《航海王》等知名漫画已改编成手游且表现不俗，游族旗下《权力的游戏》则是近期最具话题性的美国 IP 改编产品。在国内库存 IP 逐日见底的情况下，厂商们纷纷将目光投向海外，可以预见，盛大游戏引进的海外 IP，结合其出众的自研和运营能力，将是盛大游戏未来业绩的强大保障。

点点互动海外优势明显，立足 SLG 布局新品类

率先出海，点点互动成绩斐然

- 作为国内首批出海游戏厂商，点点互动早在 2011 年就自主研发并在 Facebook 上线了《家庭农场》，官方数据显示，该款产品截止目前用户总量 1 亿。2013 年，由《家庭农场》改编的手游《海滨农场》上线，很快跃升全球 87 国 IOS 畅销榜 TOP10，仅花费 1 年时间收入便与《家庭农场》持平。《Royal Story》《Happy Acres》等产品巩固和扩大了点点互动在模拟经营游戏方面的优势。2014 年，点点互动代理当年的国民级卡牌游戏《刀塔传奇》并在东南亚发行，很快便收获 270 万用户量，为当年东南亚智能手机用户总数的 4.5%。2015 年，点点互动在港澳台和部分东南亚国家代理发行《我叫 MT2》，确立了在东南亚手游市场的地位。
- 2016 年，《阿瓦隆之王》上线，横扫 67 个国家的 IOS 畅销榜，并两次登顶美国 IOS 畅销榜，在 Sensor Tower 公布的 2018 年 9 月中国出海手游收入榜上，《阿瓦隆之王》高居第五位。2017 年 9 月，点点互动推出另一款 SLG 游戏《火枪纪元》，在 2018 年 10 月国产出海手游收入榜上，这款产品仅次于网易的《荒野行动》和 IGG 的《王国纪元》，公开数据显示，《火枪纪元》发布至今全球总收入累计达 2.15 亿美元，并在 8 月份以 5400 万美元流水位列全球 APP 第 32 位，与《阿瓦隆之王》一起，成为点点互动海外营收的最大功臣。

图表 30: 2018 年 10 月出海游戏收入排行



来源: Sensor Tower, 国金证券研究所

图表 31: 点点互动主要产品清单

时间	游戏	类型	题材	备注
2011 年 1 月	家庭农场	模拟经营	卡通	1 亿用户量
2013 年 1 月	Royal Story	模拟经营	卡通	月收入破 100 万美元
2013 年 2 月	海滨农场	模拟经营	卡通	87 国 IOS 畅销榜 TOP10
2014 年 6 月	HappyAcres	模拟经营	卡通	Facebook 全球模拟类游戏畅销榜 TOP20
2014 年 9 月	刀塔传奇	卡牌	魔兽	2015 年在东南亚收获 270 万用户量
2015 年 4 月	我叫 MT2	卡牌	魔兽	
2015 年 8 月	乱斗西游	MOBA	魔幻	
2016 年 6 月	阿瓦隆之王	SLG	中世纪	2018 年 9 月出海手游收入榜第 5
2017 年 9 月	火枪纪元	SLG	中世纪	2018 年 9 月出海手游收入榜第 2
2018 年 5 月	奥拉索斯战纪	卡牌	二次元	

来源: 公开资料, 国金证券研究所

满足三要素, 抓住机会制霸海外 SLG 市场

- 点点互动能在 2018 年 9 月国内出海游戏厂商收入榜上排在第一, 主要得益于《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》在海外市场的绝佳表现。为什么点点互动、IGG、智明星通等厂商能制霸海外 SLG 市场, 我们认为原因主要有三点: 1、布局海外市场较早, 具备极大的先发优势。2、SLG 品类准入门

槛较高，主要在于宣发买量成本，这一点上文已有提及，那么 SLG 买量成本到底处于什么水平呢？2015 年，MZ 的创始人和 Kabam 的一位高管曾酒后发生纠纷，该案件爆出 MZ 有 83% 的收入是支出成本，利润率仅 17%，与国内手游厂商相比简直是天壤之别，无独有偶，《COK》制作人也曾透露，智明星通 9 成收入被用于游戏推广，比例之高令人咂舌。按照 MZ 的《战争游戏》《雷霆天下》和智明星通《COK》的月流水计算，一款顶级 SLG 游戏每月推广支出能达到亿元级别，中小厂商只能望洋兴叹。3、国内主打 SLG 品类的出海厂商们抓住了海外 SLG 产品衰退的空窗期，且顺利完成了自家 SLG 游戏的升级或者迭代。

- 从下面的出海 SLG 游戏清单可以看到：点点互动、智明星通、IGG、龙腾简合和龙创悦动截止目前每家至少有两款顶级 SLG 游戏，最新一款产品的推出时间大概从 2017 年下半年开始，而那个时候，正是海外厂商发行的 SLG 游戏表现疲软，开始从 IOS 畅销榜隐退的时期，2017 年 1 月，MZ 的《战争游戏》和《雷霆天下》双双跻身美国 IOS 畅销榜 TOP5，2017 年 7 月这两款游戏已经滑落 IOS 畅销榜 TOP10 的下半区，国内厂商抓住了这波机会，进一步打开在欧美 SLG 细分市场的局面。如今，《雷霆天下》流水相较巅峰期下滑 95%，MZ 已将重点放到《最终幻想 15：新帝国》上，而国内厂商的 SLG 游戏则如日中天。

图表 32：主要出海 SLG 游戏清单

时间	厂商	游戏
2013 年 7 月	IGG	城堡争霸
2014 年 7 月	智明星通	COK
2015 年 7 月	龙创悦动	末日争霸：丧尸之战
2016 年 2 月	龙腾简合	苏丹的复仇
2016 年 3 月	IGG	王国纪元
2016 年 5 月	Funplus	阿瓦隆之王
2017 年 7 月	IGG	征服时代
2017 年 9 月	Funplus	火枪纪元
2018 年 2 月	龙创悦动	Last Shelter: Survival
2018 年 6 月	龙腾简合	The Great Ottomans

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 33：2017 年 1 月美国 APPStore 收入排行

iOS - 游戏 - 美国 - 2017年1月			
#	收入排行		公司
1	Clash Royale	=	Supercell
2	Game of War - Fire Age	=	MZ
3	Candy Crush Saga	▲2	Activision Blizzard Tencent (腾讯)
4	Clash of Clans	=	Supercell
5	Mobile Strike	▼2	MZ
6	Candy Crush Soda Saga	▲2	Activision Blizzard
7	Pokémon GO	▼1	Niantic
8	Slotomania	▲5	Giant Interactive Group (巨人网络)
9	DoubleDown Casino	▲1	International Game Technology
10	Madden NFL Mobile	▼1	Electronic Arts

来源：App Annie, 国金证券研究所

图表 34：2017 年 7 月美国 APPStore 收入排行

iOS - 游戏 - 美国 - 2017年7月			
#	收入排行		公司
1	Candy Crush Saga	▲1	Tencent (腾讯) Activision Blizzard
2	Clash of Clans	▼1	Supercell
3	Pokémon GO	▲5	Niantic
4	Clash Royale	▼1	Supercell
5	Game of War - Fire Age	▼1	MZ
6	Candy Crush Soda Saga	▼1	Activision Blizzard
7	Dragon Ball Z Dokkan Battle (ドラゴンボールZ)	▲35	Tencent (腾讯) Digital Sky Entertainment (成都数字天 空科技) BANDAI NAMCO (バン ダイナムコ)
8	ROBLOX	▲1	Roblox
9	Mobile Strike	▼3	MZ
10	Slotomania	▼3	Giant Interactive Group (巨人网络)

来源：App Annie, 国金证券研究所

- 相较于其他类型的游戏，SLG 有着非常鲜明的特点：1、游戏玩法深，所以成功的 SLG 游戏生命周期普遍较长；2、付费点后置，营收慢热但增长稳定，ARPU 值高；3、前期新玩家流失率较高，但沉淀下来的核心玩家留存率高，因为玩法设计和付费设计既能给玩家足够的正反馈，又极大地增加了玩家更换游戏的时间和经济成本。

图表 35：COK、城堡争霸、王国纪元核心数据

	2015	2016	2017
COK (2014.7)			
注册用户数 (万人)	11267.28	18508.21	22132.35
MAU (万人)	1555.06	1251.77	——
付费用户数 (万人)	40.09	45.13	32.21
平均月流水 (万元)	20973.26	35112.03	24613.59
ARPPU (元)	523.15	778.02	764.16
城堡争霸 (2013.7)			
MAU (万人)	1000.00	900.00	800.00
平均月流水 (万美元)	1008.31	1130.47	1035.33
王国纪元 (2016.3)			
MAU (万人)	——	400.00	1000.00
平均月流水 (万美元)	——	2073.65	3648.20

来源：公司财报，国金证券研究所

- 点点互动和世纪华通官方并未公布《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》的核心运营数据，但我们可以通过对比同类同级别产品来大致了解出海 SLG 头部产品的市场表现。智明星通于 2014 年 7 月发布的《COK》仅用 1 年时间注册用户数便超过 1 亿人，截止 2017 年，其注册用户数超过 2.2 亿人，MAU、付费用户数、月流水基本维持稳定，ARPPU 从 2016 年开始接近 800 元。IGG 的《城堡争霸》更为古老，发布于 2013 年 7 月，但在 2015-2017 年间，MAU 仅以 100 万的速度递减，月流水数据丝毫不见颓势。《王国纪元》2016 年发布后，2017 年 MAU 迅速飙升至 1000 万，月均流水接近 4000 万美元。参考点点互动旗下《阿瓦隆之王》《火枪纪元》和上述产品相似的游戏玩法以及在出海游戏营收榜单上的排名，我们认为这两款游戏在未来两三年内仍将是点点互动稳定的营收主力。

夯实 SLG 优势，寻找新的增长点

- 尽管国产 SLG 游戏在海外市场表现良好，但同时也存在三个不容忽视的问题：1、从海外营收地区占比来看，不论点点互动还是 IGG 和智明星通，收入都主要来自于北美。根据 Sensor Tower 统计，《火枪纪元》在全球范围的最高收入是来自美国地区，在该地区获得的流水占了总收入的 43%，共计 9200 万美元，韩国是游戏的第二大收入市场，占全球总收入 9.7%，约 2100 万美元。《王国纪元》收入占比最高的国家也是美国，达到该游戏总收入的 21% 左右，约 1.75 亿美元。2、比较严重的同质化现象，出海收入榜单上的 SLG 游戏玩法上大同小异，只是在题材和美术风格方面存在一些区别，长此以往，海外 SLG 玩家必然会出现审美疲劳。这一点很像国内目前的端游 IP 多次改编手游，前两次或许能成就爆款，但改编的次数越多，玩家越不愿意为此买单。3、主打 SLG 品类的出海厂商收入集中度太高，过于依赖旗下的 SLG 爆款，比如点点互动的海外营收有 91% 由《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》创造。根据 IGG 财报，《城堡争霸》《王国纪元》两款 SLG 游戏占 IGG 总营收比例在 2015 年、2016 年和 2017 年分别达到 59.7%、80.7% 和 92.6%。集中程度令人咂舌。

图表 36:《城堡争霸》《王国纪元》占 IGG 营收比例

	2015	2016	2017
城堡争霸			
收入 (万美元)	12099.70	13565.60	12423.90
占总营收比例	59.70%	42.10%	20.50%
王国纪元			
收入 (万美元)		12441.90	43778.40
占总营收比例		38.60%	72.10%
合计	59.70%	80.70%	92.60%

来源: 公司财报, 国金证券研究所

- 鉴于北美是营收大头, 目前点点互动的重点仍为北美市场, 其次是中东和韩国。不过未来点点互动将会开拓新的海外市场, 南美会是重点方向, 因为南美近年来增长迅速, 很像爆发前夜的国内手游市场, 机会与挑战并存。除地域拓展外, 点点互动还在积极探索新的游戏类型, 2018 年 5 月, 卡牌游戏《奥拉索斯战纪》上线, 宣告点点互动正式进军二次元细分领域, 未来点点互动还将继续推出《螺旋境界线》《螺旋英雄谭》等二次元新游。官方透露, 点点互动未来新产品规划中包括 3D 模拟经营游戏《Townkins》、探索类游戏《未知岛屿》以及多款消除类游戏和卡牌类游戏。众所周知, 海外市场上休闲游戏收入占比很高, 点点互动接下来会在海外市场持续推出女性向游戏和休闲游戏

不止于盛大和点点, 新老业务各安其位

- 成立于 2005 年, 在 2011 年登陆深交所的世纪华通此前并不是一家游戏公司, 而是一家以汽车零部件生产加工为主业的实业公司。自 2014 年开始, 世纪华通先后收购无锡七酷和上海天游, 进军游戏行业, 成为以网络游戏和汽车零部件生产为双主业的上市公司。目前, 七酷与天游正在进行手游化转型, 是游戏业务中的重要组成部分, 而汽车零部件生产业务仍是集团重点业务。

汽车零部件生产划归子公司, 业务表现稳定

- 2017 年 5 月, 上市公司将汽车零部件经营性资产划转至全资子公司浙江世纪华通车业有限公司, 实行扁平化管理。官网和公告信息显示, 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, 在国内尤其是华东地区的汽车零部件生产加工领域有较高的知名度和市场占有率。

图表 37: 世纪华通车业



来源: 公司官网, 国金证券研究所

七酷研发能力突出, 可以承担 MMO 手游大任

- 七酷成立于 2008 年, 长期在页游领域从事 ARPG、RPG、SLG 等类型游戏以及游戏引擎的研发, 旗下页游《热血战纪》《天神传奇》均取得过月流水过千万的亮眼成绩。2013 年, 盛大游戏曾因《传奇》版权问题起诉七酷, 双方后来于 2014 年初达成和解。2017 年 4 月, 由盛大游戏授权, 七酷和中手游联合开发的手游《决战沙城》问世, 这款 MMOARPG 产品很快成为爆款, 世纪华通公告称其单月流水过亿。
- 2018 年初, 由中手游、上海墨鹍(三七互娱全资子公司)联合投资的上海朗鹍研发, 并由中手游联合七酷独家代理给腾讯腾讯发行的《择天记》上线, 首月日均流水破千万。2018 年 6 月, 由七酷研发, 腾讯独家代理的《魔力宝贝》上线, 上线首月位居 IOS 下载榜第五, 收入榜第三。

图表 38: 2018 年 6 月中国区 APPStore 排行榜

iOS - 游戏 - 中国 - 2018年6月					
#	下载排行	公司	#	收入排行	公司
1	PUBG Mobile	Tencent (腾讯)	1	Honour of Kings (王者荣耀)	Tencent (腾讯)
2	Hole.io	Voodoo	2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	NetEase (网易) 37games (三七互娱) SEA
3	My Own Swordsman (武林外传)	Perfect World (完美世界)	3	Cross Gate (魔力宝贝)	Tencent (腾讯)
4	PUBG by Timi (绝地求生 全军出击)	Tencent (腾讯)	4	My Own Swordsman (武林外传)	Perfect World (完美世界)
5	Cross Gate (魔力宝贝)	Tencent (腾讯)	5	QQ Speed (QQ飞车)	Tencent (腾讯)
6	Inhuman Academy (非人学园)	NetEase (网易)	6	King Of Chaos (乱世王者)	Tencent (腾讯)
7	FIFA Soccer	Electronic Arts Tencent (腾讯)	7	Westward Journey Online (大话西游)	NetEase (网易) 37games (三七互娱)
8	Identity V (第五人格)	NetEase (网易) X.D. Network (心动游戏) LongE (龙邑)	8	FIFA Soccer	Electronic Arts Tencent (腾讯)
9	Honour of Kings (王者荣耀)	Tencent (腾讯)	9	QQ Dancer (QQ炫舞)	Tencent (腾讯)
10	Rise Up - Be Your Shelter	Showmore	10	Chu Liuxiang (楚留香)	NetEase (网易) 37games (三七互娱)

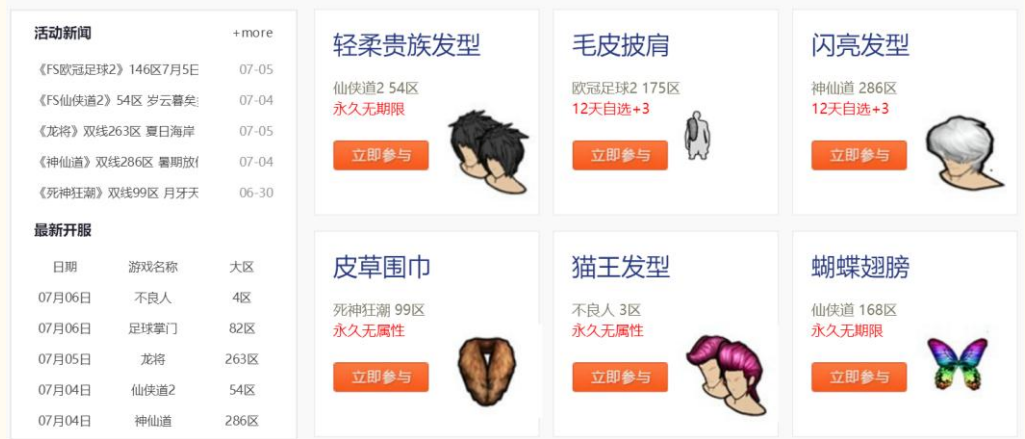
来源: App Annie, 国金证券研究所

- 除《决战沙城》《择天记》《魔力宝贝》等重点产品外, 七酷自研手游还包括影游联动的《凤凰无双》以及页改手的《传奇天下》等。七酷在页游时代所累积的 MMO 游戏开发和运营经验, 使得它能够顺利而迅速地进行手游化转型。在自研实力被市场初步验证之后, 七酷以成为世纪华通旗下不容忽视的研发力量。

天游体育竞技游戏起家，哥们网新游陆续上线

- 上海天游成立于 2004 年 10 月，旗下核心产品为 2005 年 12 月公测的体育类休闲竞技网游《街头篮球》，这款产品当年火爆的时候曾风靡全国网吧。世纪华通公告显示，截至 2013 年 12 月，《街头篮球》累计注册用户超过 1.15 亿人，游戏总流水超过 10 亿元，已成为中国网络游戏运营最久的运动休闲游戏，此外，在世纪华通复牌后的第一次见面会上，CEO 王佶提到，《街头篮球》在最近的活动中取得了单日收入破千万的好成绩。除这款端游外，天游旗下还有游戏运营平台 T2CN，T2CN 设有页游中心，运营多款页游。

图表 39：天游 T2CN 的页游中心



来源：公司官网，国金证券研究所

- 2015 年 6 月 停牌期间，世纪华通通过旗下的天游斥资 3.5 亿元人民币收购厦门趣游 100% 的股权，后者成为天游的全资子公司。厦门趣游旗下有知名页游运营平台哥们网，2016 年 12 月，哥们网被评选为 2016 年度中国十大网页游戏运营平台。2015 年，哥们网独代的《天书世界》上线，此后快速走红，资料显示其月流水能达到 2500 万至 3000 万人民币。2016 年，哥们网独代页游《九阴绝学》，这款产品上线后 3 个月月流水突破 8000 万元大关。而根据世纪华通发布的年报，天游 2015 年、2016 年分别实现净利润 1.84 亿元、1.89 亿元，厦门趣游 2015 年、2016 年分别实现净利润 1.29 亿元、1.03 亿元。可见，哥们网在被收购之后成为了天游新的利润增长点。手游行业即便人口红利见顶，但相较于端游和页游仍有更大的盈利增长空间，所以世纪华通的整个游戏业务要坚决进行手游化转型，这一战略同样体现在了哥们网身上，这家老牌页游运营平台代理的《龙城独霸》《仲裁之刃》《剑魂榜》等手游即将上线。

图表 40：页游平台哥们网

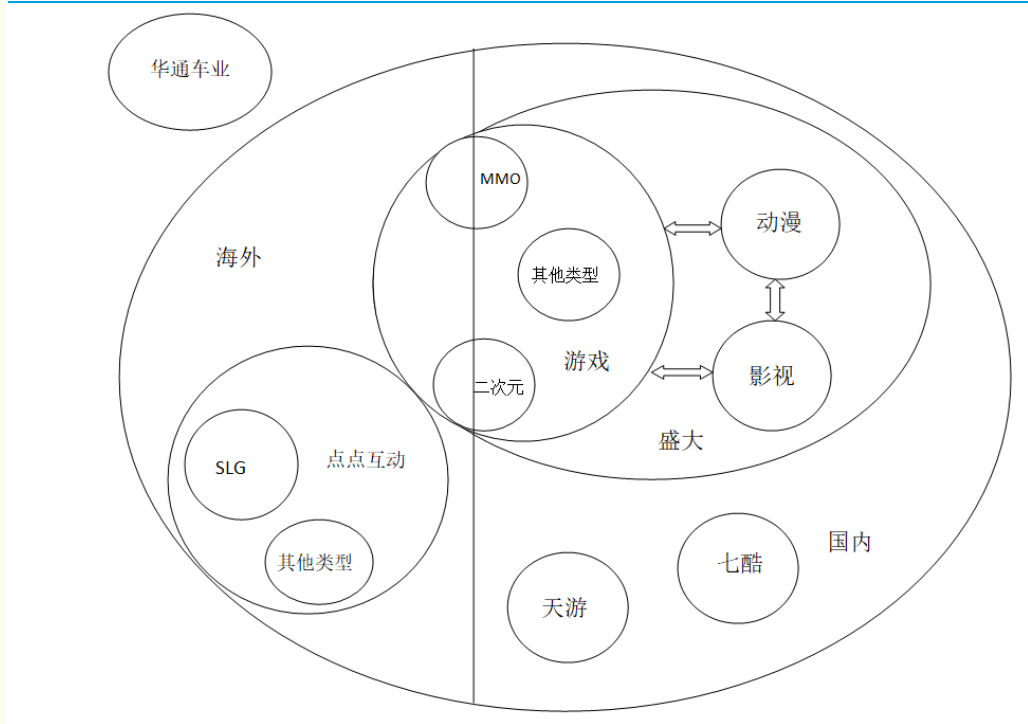


来源：公司官网，国金证券研究所

双主业、多领域、全产业链布局，世纪华通未来可期

- 完成收购盛大游戏后，世纪华通已形成双主业、多领域、全产业链的业务布局，其结构大致如下图。从横向来看，世纪华通在不同的业务层次都有重点布局，同时又兼顾了未来方向和其余品类。从纵向来看，在游戏业务板块，盛大游戏、点点互动、天游和七酷共同贯穿了从研发到发行再到运营的整个手游产业链。纵横结合的立体式业务布局，使得世纪华通的游戏业务既能自给自足，又有寻求外部合作，强强联合的实力和话语权。

图表 41：世纪华通业务布局示意图



来源：国金证券研究所整理

- 在国内市场上，盛大游戏在充分发挥 MMO 品类研发优势的基础上，持续布局二次元、Q 版等新类型，丰富产品矩阵的努力显而易见，目前已经取得了一些阶段性成果，此外，未来盛大游戏、天游、七酷和趣游将会形成一定的协同效应，巩固和扩大在国内的市场地位。而在海外市场上，点点互动和盛大游戏同步进军，也将形成互补：其一是区域互补，点点的主要市场在欧美，盛大则在东南亚；第二是品类互补，点点的优势在于模拟经营和 SLG，盛大的长处在于 MMO。
- 目前，在 A 股上市游戏公司甚至是所有国内游戏公司中，找不出第二家像世纪华通一样在绝对收入体量和海内外营收占比两方面都相似的企业。昆仑万维、游族网络等第二梯队厂商，虽然海内外收入相对持平，但收入规模远不及完成收购点点互动和盛大游戏之后的世纪华通。腾讯和网易两家巨头尽管收入规模超过世纪华通，但对海外市场的布局还处于起步阶段，且出海品类并非 SLG 游戏，所以点点互动依旧占据很大优势。有立体化的业务布局以及在海内外市场的双重优势作为参考，我们认为世纪华通具备很高的短期业务能见度，游戏业务前景无忧。

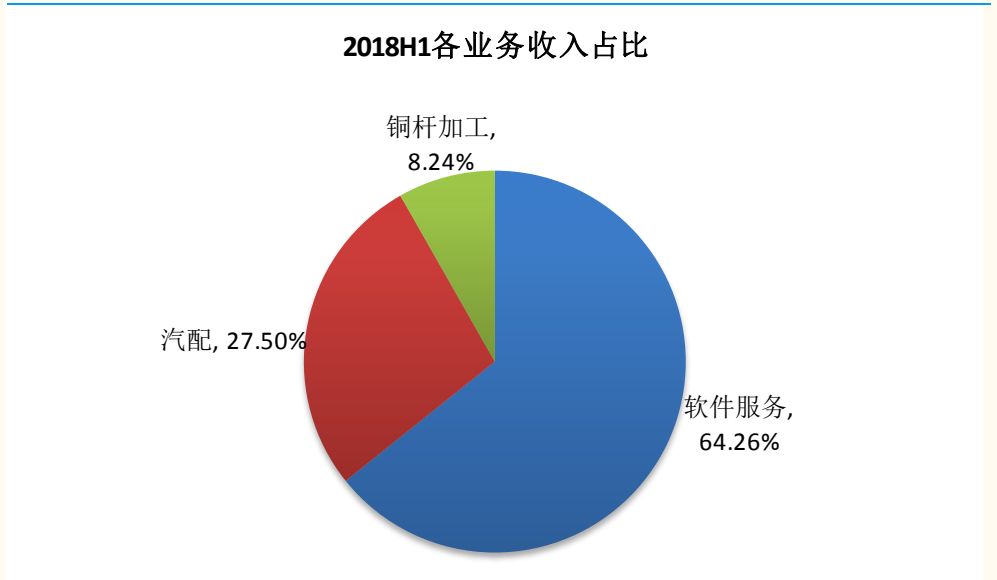
财务分析

公司业绩回顾

- 2018 年 1-9 月，世纪华通总营收 62.28 亿元，较上年同期增长 153.06%，归母扣非净利润为 6.82 亿元，同比增长 137.26%，经营活动产生的现金流量净额 3.97 亿元，同比增长 362.32%。三项指标的大幅增长，主要是点点

互动并表所致。而根据世纪华通 2018H1 财务报告，公司报告期内总营收为 38.95 亿元，其中软件服务收入占比 64.26%，汽配业务占比 27.5%，铜杆加工占比 8.24%，软件服务收入首次超过汽配业务。可见，游戏业务已成为世纪华通业绩增长的主要驱动力。

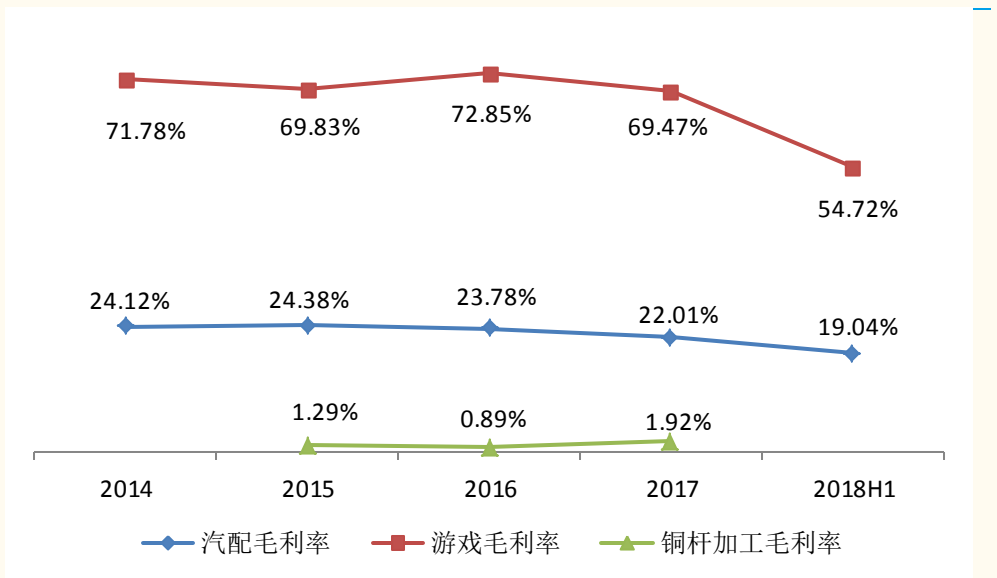
图表 42：2018H1 世纪华通营收构成



来源：公司公告，国金证券研究所

- 与传统制造业相比，游戏业务毛利率遥遥领先。2014 年，世纪华通收购天游和七酷，游戏业务毛利率为 71.78%，同期汽配业务毛利率仅为 24.12%，铜杆加工业务毛利率更是常年稳定在 2% 以下。2018H1 点点互动完成并表后，游戏业务毛利率下降至 54.72%，主要原因是海外 SLG 游戏的运营推广需要投入较高的买量成本。

图表 43：各业务线毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前，国内游戏公司营收增长多诉诸爆款模式，世纪华通的游戏业务营收主要由《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》创造，自上线至今，两款产品分别创造了 3.8 亿美元和 2.15 亿美元的收入，约占点点互动海外营收的 91%。即将完成收购的盛大游戏旗下的主力产品则包括《热血传奇》《龙之谷》和《传奇世界 3D》。

整体业绩预测

- 天游承诺 2014 年、2015 年、2016 年实现扣非净利润 9000 万、1.1 亿和 1.4 亿，实际为 9364.04 万、1.77 亿和 1.81 亿；七酷承诺 2014 年、2015 年、2016 年实现扣非净利润 9000 万、1.24 亿和 1.64 亿，实际完成 9488.64 万、1.3 亿和 1.76 亿，均顺利完成。不过，天游业绩承诺的完成，在很大程度上得益于 2015 年对厦门趣游的收购，财报显示，趣游在 2015 年和 2016 年净利润分别为 1.49 亿和 1.03 亿，可见天游的净利润大部分由趣游贡献，这也能解释为什么世纪华通会将《龙城独霸》《仲裁之刃》《剑魂榜》等手游新品交由哥们网代理。
- 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 2016 年和 2017 年的业绩承诺均已实现，实际归母净利润分别是 5.26 亿和 7.12 亿，2018 年上半年，点点互动整体营收 20.51 亿，净利润 5.16 亿，参考《阿瓦隆之王》《火枪纪元》在海外的强势表现以及点点互动的人员稳定情况，完成全年净利润 8.31 亿的业绩承诺轻而易举。
- 盛大游戏承诺 2018 年、2019 年和 2020 年实现扣非净利润 20 亿、25 亿和 30 亿，2016 年，盛大游戏营收 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，盛大游戏营收 41.94 亿，扣非后归母净利润为 15 亿，净利润率为 35.77%。参考 2017 年 A 股主要上市游戏公司的财报数据，盛大游戏在 2016 年和 2017 年的利润率极高，主要原因在于：与其余游戏公司相比，盛大游戏目前推出的手游产品数量不多且爆款全部交给腾讯代理，省去了一大笔买量成本支出，完美世界虽然与腾讯也有合作，但同时有不少自研自发产品，且院线业务拉低了游戏业务的利润率，三七互娱以买量打法见长，需要将大量收入用于游戏营销支出。紧跟腾讯生态圈，主打精品战略，是盛大游戏保持高利润率的保障。

图表 44：2017 年 A 股部分游戏公司营收利润

	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润率
完美世界	79.3	15.04	18.97%
三七互娱	61.89	16.21	26.19%
昆仑万维	34.36	9.99	29.07%
游族网络	32.36	6.56	20.27%
恺英网络	31.34	16.13	51.47%
掌趣科技	17.67	2.73	15.45%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 2018 年 1-4 月，盛大游戏营收 10.74 亿，扣非净利润为 5.4 亿，利润率高达 50.28%。尽管如此，4 个月时间录得 5.4 亿元的扣非利润，仍让人对全年 20 亿扣非净利润的业绩承诺表示担忧。我们认为，2018 年盛大游戏完成业绩承诺需看第四季度新品的市场表现，目前，《龙之谷》《热血传奇》《传奇世界 3D》三款手游以及《热血传奇》《传奇世界》两款端游都有稳定的用户群体的营收，短期内不会出现大幅度下跌。11 月盛大游戏推出的 Q 萌 MMO 手游《光明勇士》已经公测，作为第四季度的压轴之作，张向东对《光明勇士》月流水期待在 3 亿以上，但从目前的 IOS 榜单排名来看，该作表现并不突出，后续还需做好运营和优化。除《光明勇士》外，11 月原计划上线新品还包括《全民主公 2》《辐射避难所 OL》《金装裁决》《女王降临》《命运歌姬》和《女神进化论》，其中数款产品未能如期上架，不过公司反馈这些产品将会在 12 月发布。

图表 45：盛大游戏主要财务数据预测

万元， RMB	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营收	419441.14	544805.36	807810.02	899215.44	965516.11	1030097.57	1101549.88
YOY		29.89%	48.27%	11.32%	7.37%	6.69%	6.94%
营业成本	108735.88	167449.01	274655.41	296741.09	333103.06	350233.18	374526.96
毛利	310705.26	377356.35	533154.61	602474.34	632413.05	679864.40	727022.92
毛利率	74.08%	69.26%	66.00%	67.00%	65.50%	66.00%	66.00%
营业税金 及附加	4657.36	7510.89	12117.15	13488.23	14482.74	15451.46	16523.25
销售费用	21561.90	25174.50	60666.53	67710.92	73572.33	78287.42	82506.09
管理费用	210827.51	99095.79	157522.95	175796.62	182482.54	211170.00	203786.73
财务费用	8452.01	5376.54	13894.33	14837.05	16703.43	18026.71	19166.97
营业利润	83665.35	245315.87	301717.04	341701.87	355599.58	367229.79	419800.66
所得税	31654.30	9683.40	34331.93	38216.66	41034.43	43779.15	46815.87
归母净利润	174258.19	235648.97	267465.90	303575.13	314661.70	323553.65	373094.94
净利率	41.55%	43.25%	33.11%	33.76%	32.59%	31.41%	33.87%

来源：公司公告，国金证券预测

- 从 2018 年 3 月开始，广电总局就因为国家机构职能调整而暂停了游戏版号的审核和发放，目前仍未恢复。在版号发放暂停期间，监管部门宣布未来将对游戏行业实行总量调控政策，导致整个行业和投资者对游戏行业的前景普遍悲观。那为什么我们预计盛大游戏 2018 年和 2019 年的同比增速能分别达到 29.89%和 48.27%？
- 首先，我们认为，短期之内，国家的一系列监管政策确实会影响市场情绪，但版号发放只是暂停而不是中止，随着 2018 年 9 月初“三定”方案的公布以及省一级机构改革的进行，相关国家机关职能调整已进入收尾阶段，版号恢复发放的时间不会太远，更重要的是，头部厂商大都有版号储备，能在很大程度上规避版号暂停发放事件的负面影响。
- 其次，总量调控目前还未公布细则，但我们认为即便该政策落地，其对中小厂商的影响将远远超过腾讯、网易、盛大等一二梯队的大厂商，头部厂商的游戏品质出众，相比之下，中小厂商的换皮山寨游戏才会成为总量调控政策重点整治的对象，在市场既定的二八格局下，拥有更多资源的头部厂商市场份额不仅不会下降，反而还会大概率上升。伽马数据公布信息显示，2018 年 H1，国内手游市场营收同比增速为 12.9%，2018 年 Q3 同比增速为 16.6%，受版号暂停发放和游戏总量调控的双重影响，整个行业体量不降反升，这在很大程度上得益于头部厂商重磅新游的上佳表现，盛大游戏作为国内老牌游戏大厂，是市场体量提升的主要推动者之一，收购完成之后，盛大游戏将与点点互动、天游、七酷形成协同效应，加上盛大游戏在东南亚市场的布局，我们认为 2019 年版号发放恢复之后，盛大游戏业绩将会有较大幅度的增长。
- 最后，2018 年 11 月、12 月以及 2019 年盛大游戏有一批重点新游上市，尤其是 2019 年的重磅产品《龙之谷世界》，官方对其的期望超过《龙之谷》手游，这些产品有望在 2018 年底和 2019 年为盛大游戏贡献大量流水。

图表 46：盛大游戏 2018 年、2019 年主要产品规划

计划上线时间	游戏名称	游戏类型	评级	运营模式
2018.11	光明勇士	MMO	A	自营
2018.11	辐射避难所 OL	卡牌	S	自营
2018.11	金装裁决	MMO	S	自营
2018.11	王女降临	卡牌	S	自营
2018.11	命运歌姬	卡牌	S	自营
2018.11	女神进化论	卡牌	S+	自营
2018.11	全民主公 2	卡牌	S	腾讯代理
2018.12	雄图霸业	MMO	A	自营
2019.4	地下城邂逅	MMO	A	自营
2019.4	偶像顶点	卡牌	A+	自营
2019.5	龙之谷世界	MMO	S	腾讯代理
2019.6	彩虹岛	MMO	A	腾讯代理
2019.7	美男世界	卡牌	S	自营
2019.7	AC 计划	ARPG	A	腾讯代理
2019.10	庆余年	MMO	A	腾讯代理
2019.11	自营 1	ARPG	A	自营
2019.11	授权 1	卡牌	A	腾讯代理
2019.12	无尽的远征	MMO	S	腾讯代理

来源：公司公告，国金证券研究所

备注：2018 年 11 月部分产品跳票，将于 12 月发布

- 再看点点，2016 年，点点互动驶入增长的快车道，当年营收同比增长率为 48.24%，主要原因是 6 月上线了《阿瓦隆之王》。2017 年，点点互动营收同比增长 98.62%，主要得益于 9 月上线的《火枪纪元》。根据世纪华通财报，2018 年 H1，点点分部营收 20.5 亿，超过 2017 年全年收入，我们预计点点互动 2018 年营收增长率将超过 100%，主要依靠《阿瓦隆之王》和《王国纪元》两款产品收入的全面爆发。

图表 47：点点互动主要财务数据预测

万元, RMB	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营收	57536.55	85291.05	169404.9481	372690.8858	428594.5186	471453.9705
YOY	12.47%	48.24%	98.62%	120.00%	15.00%	10.00%
营业成本	19514.45	25166.63421	76831.15246	165847.4442	186438.6156	219226.0963
毛利率	66.08%	70.49%	54.65%	55.50%	56.50%	53.50%
归母净利润	29630.43	52622.54	71156.09	143485.991	171437.8075	183867.0485

来源：公司公告，国金证券研究所

备注：2016 年、2017 年营收和营业成本是根据当期归母净利润和往期财务数据测算所得

- 点点互动从 2016 年开始的营收高增长并非偶然，对比中文传媒旗下的智明星通和港股上市公司 IGG 近年来的财务数据，我们很容易发现营收高速增长是发生在 SLG 出海厂商身上的普遍现象。

图表 48：智明星通、IGG 营收和毛利率

	2015	2016	2017
智明星通(万, RMB)			
营收	312454.09	473846.02	397877.83
YOY		51.65%	-16.03%
新业态毛利率	65.67%	59.25%	63.19%
IGG (万, 美元)			
营收	20254.6	32208.7	60725.3
YOY	-1.01%	59.02%	88.54%
毛利率	69.37%	67.96%	68.27%

来源：公司财报，国金证券研究所

备注：中文传媒未公布智明星通毛利率，新业态包括影视、艺术品、新媒体、游戏、行云及互联网等业务。

- 2016 年，智明星通营收同比增长率 51.65%，IGG 营收同比增长率为 59.02%，与点点互动的 48.24% 处于同一区间，三家公司赖以实现高增长的主力产品分别是《COK》《王国纪元》和《阿瓦隆之王》。2017 年，智明星通收入下滑 16.03%，而 IGG 和点点互动分别增长 88.54% 和 98.62%，原因在于：智明星通没有在 2017 年推出新的 SLG 产品，而发布于 2014 年的《COK》已度过巅峰期，独木难支。反观 IGG 和点点互动，前者 2017 年 7 月推出《征服时代》，后者 2017 年 9 月推出《火枪纪元》，为营收的持续爆发式增长注入了新的动力。进入 2018 年，虽然在出海产品收入榜上，《王国纪元》多数时候超过《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》，但在厂商收入榜上，点点互动却能力压 IGG，多次拿下榜首，原因很简单，IGG 的《征服时代》在榜单上表现远不如同年发布的《火枪纪元》。

图表 49：世纪华通主要财务数据预测（假设盛大游戏 2019 年 1 月并表）

万元, RMB	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
游戏收入	81412.91	493549.38	1394847.20	1534516.37	1638583.16	1731642.28	1828195.94
毛利率	69.47%	56.64%	62.37%	62.13%	61.16%	62.16%	62.58%
汽车零部件收入	206903.86	226559.73	237887.72	247403.23	257299.35	265018.34	272968.89
毛利率	22.01%	22.50%	23.50%	22.10%	21.60%	20.60%	22.40%
铜杆加工收入	60765.39	64195.78	66121.65	66782.87	66115.04	64792.74	65440.66
毛利率	1.92%	1.85%	1.65%	1.70%	1.50%	1.20%	1.45%
总营收	349082.16	784304.88	1698856.57	1848702.46	1961997.56	2061453.35	2166605.49
总毛利率	29.58%	42.30%	54.56%	54.59%	53.96%	54.90%	55.67%
销售费用	18615.48	145096.40	314288.47	342009.96	362969.55	381368.87	400822.02
管理费用	35810.82	39215.24	84942.83	92435.12	98099.88	103072.67	108330.27
净利润	78465.80	116416.25	425857.34	462739.19	478982.61	520241.85	561220.14
归母净利润	78274.03	115252.08	421598.77	458111.80	474192.79	515039.43	555607.94
摊薄 EPS	0.76	0.49	1.13	1.22	1.27	1.37	1.48

来源：公司公告，国金证券研究所预测

备注：假设盛大游戏 2019 年 1 月并表

- 从产品线上划分，世纪华通主要由游戏、汽车零部件和铜杆加工组成，游戏业务部分，天游和七酷 2014 年 9 月开始并表，点点互动 2018 年 2 月并表，2017 年世纪华通游戏业务营收有所下滑，主要是因为天游和七酷在完成业绩承诺后增长乏力，2018 年七酷推出了《择天记》和《魔力宝贝》等手游，天游以及旗下的趣游也在积极进行手游化转型，我们预计 2018 年这两家子公司业绩会有所回升，然后会趋于稳定。点点互动 2018 年在海外市场表现突出，《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》正处于强势期，且点点互动还在持续向欧美以外的市场进军，并尝试新品类，我们预计未来还将

保持稳定增长。盛大游戏在国内市场优势明显，正在积极开拓海外市场并引进海外 IP，新产品供应有保障，预计未来 5 年能保持约 15% 的复合增速。

- 我们预计上市公司汽车零部件业务未来 5 年复合增速为 3.8%，营收占比在盛大游戏并表后将会下降到 15% 以下，毛利率约为 20%，作为世纪华通的传统业务，汽车零部件产品线虽然仍将持续为公司贡献收入，但公司不会在这方面进行更多的投入与扩张。
- 我们预计铜杆加工业务在盛大游戏并表后营收贡献将会低于 4%，由于该项业务长期以来毛利率极低，仅维持在 1.5% 左右，公司未来仅保持该项业务的基础运营，其重要性会日渐降低，对收入的贡献无足轻重。
- 基于以上判断，我们预计世纪华通 2018-2023 年归母净利润增长率分别为 47.24%、265.81%、8.66%、3.51%、8.61% 和 7.88%，摊薄 EPS 为 0.49 元、1.13 元、1.22 元、1.27 元和 1.48 元。以上盈利预测包含了盛大游戏从 2019 年 1 月开始并表的预期。

估值

- 点点互动并表后，世纪华通游戏业务收入在整体营收中占比超过 60%，盛大游戏并表后，这一比例将会超过 80%，世纪华通已成为 A 股市场的典型游戏公司，应参考同行业公司的估值水平。

图表 50：A 股部分游戏公司估值

名称	2017A P/E	2018E P/E	2019E P/E	2020E P/E
三七互娱	27.23	15.34	12.90	11.10
完美世界	29.23	18.10	14.84	12.57
游族网络	30.21	15.30	12.29	10.36
昆仑万维	23.73	12.02	10.09	8.51
掌趣科技	58.11	15.30	12.58	10.84
吉比特	21.64	14.75	12.92	11.18
平均	31.69	15.14	12.60	10.76
世纪华通	44.59	44.77	19.64	18.08

来源：WIND，国金证券研究所预测

备注：世纪华通基于国金证券研究所预测，其他公司基于 WIND 一致预期

- 目前 A 股游戏公司估值处于较低水平，原因主要有两个方面：1、腾讯和网易两家公司持续制霸国内游戏市场，行业普遍担心第二梯队厂商增长空间有限；2、2018 年 3 月国家监管部门职能调整导致版号暂停发放，6 月文化部备案暂停，加上总量调控政策，对新产品上线以及市场情绪造成了一定影响。不过我们认为，腾讯网易制霸国内市场，并不等于第二梯队的厂商没有增长契机，腾讯从 2015 年开始与盛大、西山居、畅游、掌趣等厂商的强强联合，说明腾讯产品矩阵同样存在短板，《中国式家长》《太吾绘卷》等独立游戏的成功，也足以证明游戏行业始终是以产品为王。版号发放和文化部备案暂停是因为国家部门职能调整，而非永久停止，目前三定方案已经落实，版号重新恢复发放为时不远，总量调控和内容审查等政策，反而利好头部游戏厂商。此外，版号暂停发放促使很多厂商积极探索海外市场，等到版号恢复发放，第二梯队厂商的业务将会在国内实现回暖，在在外持续增长。
- 具体到世纪华通，盛大游戏是“TNG”的一员，尽管坊间多有“没落”之论，但不论从人员和营收规模还是从产品矩阵上看，盛大游戏仍然是国内游戏市场的头部厂商。点点互动凭借《阿瓦隆之王》《火枪纪元》等产品以及多年的出海经验，稳居出海厂商第一梯队。加上天游和七酷的研发、运营力量，不管从规模还是前景上来看，世纪华通 A 股第一游戏股的地位实至名归。
- 基于以上分析，我们给予世纪华通 21 倍的 2019 年 P/E 估值，高于 12.6 倍的行业平均值，由此得出 24 元的目标价，首次评级为“增持”。我们的

目标价已经包含了盛大游戏从 2019 年 1 月开始并表的预期，包括净利润的增加和总股本的摊薄因素在内。

风险

- **新游戏延期风险：**在游戏行业，新产品“跳票”是极为常见的现象，尤其对于大作或者重点产品而言，多次内测和调优后再上市是通行做法。上文提到，完美世界的《完美世界》和西山居的《剑网 3》发行日期都曾一再延后，如今手游精品化程度越来越高，盛大游戏的《龙之谷世界》等新游同样存在“跳票”可能。此外，2017 年初《绝地求生：刺激战场》上线后对整个游戏行业的大盘用户形成了非常明显的分流效应，甚至连腾讯自家的《王者荣耀》都未能幸免，MAU 较之巅峰期明显下滑，这直接影响了很多厂商的新游发布计划，金山管理层曾表示，《剑网 3》发行日期的推后，有规避《绝地求生：刺激战场》分流效应的考虑，同样的，盛大游戏后续新品也可能受到相似因素的影响。
- **新游戏收入不达预期风险：**盛大游戏成于传奇 IP，但未来要想走得更远，又不能仅仅依靠传奇 IP，这也是管理层的考虑。从盛大游戏的未来产品规划表中我们可以很明显的发现，2019 年的新游全都不是传奇 IP 改编，除去《龙之谷世界》《彩虹岛》《庆余年》等知名 IP 改编手游外，盛大游戏后续将推出不少原创产品，而且管理层也明确表示，盛大游戏会更多尝试“非传奇”“非 MMO”类型。从近几年的手游市场格局看，非 IP 改编的纯原创游戏尽管有成功的机会，也有成功的案例，比如《王者荣耀》《阴阳师》《崩坏 3》等，但折戟的案例数不胜数。盛大游戏的最大优势就是传奇类 MMO 游戏的研发和运营，搁置传奇和 MMO 品类，意味着盛大游戏在锐意拓宽游戏业务的外延，但同时也意味着舍弃自身最大的优势，再加上盛大游戏截止目前在二次元领域的布局尚无太多建树和经验。在这种情况下，盛大游戏未来的原创游戏存在着失败的可能。
- **政策监管风险：**2018 年 3 月，游戏版号暂停发放；2018 年 6 月，文化部游戏备案暂停；2018 年 8 月底，八部委联合发文宣布将进行网络游戏总量调控。在整个互联网行业监管大环境趋于严格的情况下，游戏行业首当其冲。2018 年 9 月初，国家部委层面的“三定方案”公布，明确了各部委职责，将游戏版号审核方法划归中宣部管理，接着，省一级的机构职能调整正式开始，不过截止目前，官方没有任何有关版号恢复发放的确切消息传出，总量调控政策具体规定如何，也暂时没有下文。综合各方面信息，我们认为游戏版号在 2019 年一季度恢复发放的可能性较大，总量调控政策主要针对市面上的盗版、山寨、涉赌涉黄产品。但是，在官方渠道有确切消息放出来之前，国家监管政策的未来走向仍存变数，比如：版号到底能否在 2019 年第一季度恢复发放？国家是否还会有新的监管政策出台？总量调控政策细则是否会对头部厂商造成较大影响？如果游戏版号不能在 2019 年第一季度恢复发放，或者后续有新的严监管政策出台，那将对世纪华通的国内游戏业务造成巨大的负面影响。
- **海外市场风险：**盛大游戏出海产品主要是 MMO 和二次元类型，出海区域主要是港台和东南亚，而东南亚市场的特点是付费率和 ARPU 值较低，印度更是下载量居高不下但收入微乎其微，此外，目前东南亚市场上国内厂商趋于饱和，增量不多，已成红海，盛大游戏后续要在这块市场获得高增长存在一定挑战。点点互动以北美市场为主，主打 SLG 产品，未来计划向其他其余地区尤其是南美拓展，并尝试二次元游戏，但不同区域市场的文化、经济水平、用户喜好存在很大差别，且二次元游戏和 SLG 游戏在玩法、推广、运营等各方面截然不同，点点互动在新区域和新品类上的布局存在不达预期的可能。
- **股权分散风险：**目前，上市公司世纪华通的总股本为 2334756244 股，前三大股东分别为浙江华通控股集团有限公司、邵恒和王佶，持股比例分别为 18.71%、13.05%和 10.91%，其余股东持股比例均在 9%以下，邵恒原为无锡七酷董事长，现为世纪华通副总裁，王佶原为上海天游董事长，现为世纪华通 CEO。公司前三大股东持股比例较低，且相对差距也较小。而

根据收预案，世纪华通将向曜瞿如等 28 家交易对方发行 1412764597 股收购盛跃网络，股份增发之后，上市公司股权将更为分散。

- **限售股解禁风险：**2019 年 2 月 4 日，世纪华通将有 22,688.83 万股限售股解禁，占解禁后流通股的 15.09%，占公司总股本的 9.72%。本次解禁的限售股均是对特定机构投资者定向增发的结果。如果这部分机构投资者选择抛售，无疑将对上市公司股价造成巨大压力；即便暂时不抛售，可能也会对估值造成一定的压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,026	3,456	3,491	7,843	8,746	9,311	货币资金	533	567	481	3,098	3,799	5,213
增长率		14.2%	1.0%	124.7%	11.5%	6.5%	应收账款	896	879	1,135	2,233	2,418	2,497
主营业务成本	-2,088	-2,288	-2,458	-4,526	-4,973	-5,427	存货	388	413	474	558	572	595
%销售收入	69.0%	66.2%	70.4%	57.7%	56.9%	58.3%	其他流动资产	58	76	230	806	813	819
毛利	938	1,168	1,033	3,317	3,773	3,884	流动资产	1,874	1,936	2,319	6,695	7,601	9,125
%销售收入	31.0%	33.8%	29.6%	42.3%	43.1%	41.7%	%总资产	37.0%	35.2%	36.2%	39.5%	42.2%	46.4%
营业税金及附加	-25	-28	-26	-39	-44	-47	长期投资	13	291	559	757	787	807
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,085	1,118	1,202	1,310	1,399	1,469
营业费用	-147	-175	-186	-1,451	-1,539	-1,639	%总资产	21.4%	20.3%	18.7%	7.7%	7.8%	7.5%
%销售收入	4.8%	5.1%	5.3%	18.5%	17.6%	17.6%	无形资产	2,079	2,115	2,279	7,830	7,890	7,927
管理费用	-268	-355	-358	-392	-350	-372	非流动资产	3,197	3,568	4,094	10,238	10,417	10,544
%销售收入	8.9%	10.3%	10.3%	5.0%	4.0%	4.0%	%总资产	63.0%	64.8%	63.8%	60.5%	57.8%	53.6%
息税前利润 (EBIT)	498	610	462	1,435	1,840	1,827	资产总计	5,071	5,504	6,414	16,932	18,019	19,669
%销售收入	16.5%	17.6%	13.2%	18.3%	21.0%	19.6%	短期借款	296	271	303	602	0	0
财务费用	-15	-17	-16	10	52	93	应付账款	542	615	740	1,514	1,660	1,806
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	-0.1%	-0.6%	-1.0%	其他流动负债	115	128	255	238	285	297
资产减值损失	-31	1	-12	0	0	0	流动负债	952	1,015	1,299	2,355	1,946	2,103
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	125	60	0	0	0	0
投资收益	0	-5	509	150	150	150	其他长期负债	0	30	18	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	52.9%	11.4%	8.7%	8.6%	负债	1,077	1,105	1,317	2,355	1,946	2,103
营业利润	452	588	953	1,320	1,736	1,744	普通股股东权益	3,984	4,385	5,050	14,528	16,020	17,509
营业利润率	14.9%	17.0%	27.3%	16.8%	19.8%	18.7%	少数股东权益	10	14	48	50	53	57
营业外收支	13	5	8	0	0	0	负债股东权益合计	5,071	5,504	6,414	16,932	18,019	19,669
税前利润	465	594	961	1,320	1,736	1,744	比率分析						
利润率	15.4%	17.2%	27.5%	16.8%	19.8%	18.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-55	-87	-176	-198	-260	-262	每股指标						
所得税率	11.9%	14.6%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.397	0.490	0.762	0.480	0.631	0.633
净利润	410	507	785	1,122	1,476	1,483	每股净资产	3.879	4.269	4.916	9.956	10.978	11.999
少数股东损益	2	4	2	3	3	4	每股经营现金净流	0.464	0.695	0.194	-0.030	1.029	1.078
归属于母公司的净利润	408	503	783	1,120	1,473	1,479	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	13.5%	14.6%	22.4%	14.3%	16.8%	15.9%	回报率						
							净资产收益率	10.24%	11.48%	15.50%	7.71%	9.19%	8.45%
							总资产收益率	8.04%	9.15%	12.20%	6.61%	8.17%	7.52%
							投入资本收益率	9.95%	11.01%	6.98%	6.50%	8.11%	7.26%
							增长率						
							主营业务收入增长率	76.72%	14.21%	1.01%	124.68%	11.51%	6.47%
							EBIT增长率	100.13%	22.36%	-24.25%	151.24%	32.20%	-2.17%
							净利润增长率	95.00%	23.44%	55.47%	43.06%	31.50%	0.43%
							总资产增长率	20.77%	8.54%	16.53%	164.00%	6.42%	9.16%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	64.8	64.6	72.5	65.0	63.0	61.0
							存货周转天数	71.5	63.9	65.9	45.0	42.0	40.0
							应付账款周转天数	45.6	52.9	59.4	62.0	62.0	62.0
							固定资产周转天数	124.0	115.2	123.7	58.7	55.1	53.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-2.80%	-5.36%	-3.49%	-17.12%	-23.64%	-29.68%
							EBIT利息保障倍数	33.6	36.9	29.5	-120.0	-29.7	-16.1
							资产负债率	21.25%	20.07%	20.53%	13.91%	10.80%	10.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

备注：暂未考虑盛大游戏并表因素

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	2
增持	1	2	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.67	1.67	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH