

## 世纪华通 (002602.SZ) 买入 (上调评级)

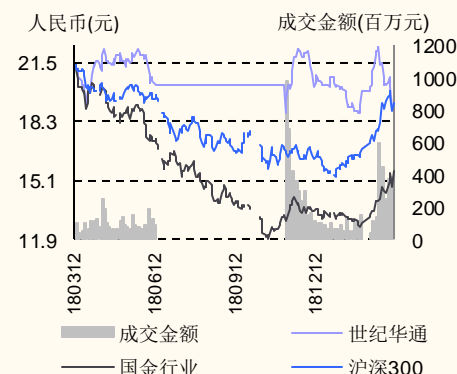
## 公司点评

市场价格 (人民币): 19.04 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)	1,640.08
总市值 (百万元)	44,453.76
年内股价最高最低 (元)	22.40/18.73
沪深 300 指数	3729.96
中小板综	9715.10



## 相关报告

1. 《世纪华通收购盛大游戏获批, A 股最大游戏公司即将起航...》, 2019.2.20
2. 《逐鹿国内, 剑指海外: A 股最大游戏公司的进击之路...》, 2018.12.9

裴培

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

## 2019 年, 期待高质量的手游产品线

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万)	3,456	3,491	8,072	16,411	18,755
营业收入增长率	14.2%	1.0%	131.2%	103.3%	14.3%
摊薄每股收益 (元)	0.49	0.76	0.44	1.10	1.23
市盈率 (倍)	95.66	44.59	50.52	20.09	17.95
净利润增长率	23.4%	55.5%	30.5%	303.6%	11.9%
净资产收益率	11.5%	15.5%	6.31%	19.0%	17.5%

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 在并购盛大游戏成功过会之后, 2019 年将成为世纪华通手游业务的丰收之年。我们预计, 腾讯代理的《龙之谷世界》将于 Q2 或 Q3 上线, 并成为今年最成功的 RPG 手游之一; 《辐射避难所 OL》《彩虹岛》《七大罪》等也有成为爆款的潜力, 尽管上线时间尚有不不确定性。
- 3 月 7 日, 腾讯代理的《完美世界》手游迅速占据 App Store 免费榜、畅销榜第一, 充分展现了强大的游戏导流能力。春节期间, 《王者荣耀》流水再创新高, 证明了腾讯的持续运营能力。盛大游戏与腾讯的合作持续了多年, 有过《热血传奇》《龙之谷》等成功案例, 我们预计今年将再创佳绩。
- 世纪华通旗下的点点互动也不可小视, 《阿瓦隆之王》《火枪纪元》于 2018 年在欧美市场大获成功, 建立了良好的品牌形象和运营经验。现在, “出海”是中国手游厂商的共识, 而世纪华通取得了领跑地位。
- 今年腾讯的手游产品线很饱满, 《指尖江湖》《权力的游戏》《使命召唤》《地下城与勇士》等大作整装待发。但是, 以盛大游戏的产品质量、IP 储备、与腾讯的良好关系, 我们相信它能够突出重围, 占据一席之地。

## 投资建议

- 假设盛大游戏从 2019 年 3 月开始并表, 我们预计世纪华通 2018/2019/2020 年 EPS 为 0.44/1.10/1.23 元, 目前股价对应 20.1 倍/18.0 倍 2019E/2020E P/E。在游戏版号恢复、行业整体复苏、A 股市场情绪回暖的情况下, 这一估值水平仅略高于 A 股游戏行业的平均水平。
- 在并购盛大游戏之后, 世纪华通已成为 A 股营业收入和利润规模最大的游戏公司, 良好的产品质量和发行能力, 意味着可以享受较高的估值水平。我们的目标价 24 元对应 22 倍 2019 年 P/E。调升评级至“买入”。

风险提示: 新游戏延期、收入不达预期、监管风险、海外市场风险、股权分散。

### 2019 年将是盛大游戏的新产品丰收之年

- 自 2018 年 11 月以来，盛大游戏已经有三款手游新品上线，其中既有自研也有代理，横跨三个游戏类型。今年的重头戏无疑是腾讯代理的《龙之谷世界》，这是顶尖端游 IP《龙之谷》对应的第二款手游。我们估计，这款产品有望在 2019 年二季度以内获得版号，正式上线。
- 此外，《辐射避难所 OL》已经内测，随时可能公测上线；《彩虹岛》是经典端游 IP 改编；《庆余年》来自经典小说 IP……无论在腾讯代理方面，还是自主发行方面，盛大游戏的产品线都可谓 A 股上市公司中最丰厚之一。我们尚未计入同属世纪华通旗下的七酷、点点等。

图表 1：盛大游戏 2019 年主要产品规划

上线时间	游戏名称	游戏类型	运营模式
2018 年 11 月公测	光明勇士	MMO	自营
2019 年 2 月公测	命运歌姬	卡牌	自营
2019 年 3 月公测	瑰雪黑阳	ACT	联合自营
2019 年 1 月内测	辐射避难所 OL	卡牌	自营
预计 2019Q2 公测	地下城邂逅	MMO	自营
预计 2019Q2 公测	偶像顶点	卡牌	自营
预计 2019Q2 公测	龙之谷世界	MMO	腾讯代理
预计 2019Q2 公测	彩虹岛	MMO	腾讯代理
预计 2019Q3 公测	美男世界	卡牌	自营
预计 2019Q3 公测	AC 计划	ARPG	腾讯代理
待定	女神进化论	卡牌	自营
待定	雄图霸业	MMO	自营
待定	庆余年	MMO	腾讯代理
待定	金装裁决	MMO	自营
待定	王女降临	卡牌	自营
待定	无尽的远征	MMO	腾讯代理

来源：公司公告，国金证券研究所预测

### 手游行业仍然是“腾讯的天下”

- 2018 年，由于“吃鸡”游戏无法变现、老游戏生命周期自然衰减，腾讯的游戏业务同比增速大幅下滑，引发了一些投资者的担忧。但是，2019 年 2 月，我们估计《王者荣耀》的流水已经再创新高；3 月，腾讯代理的《完美世界》手游在第一周创下 App Store 免费榜、畅销榜同时第一的奇迹。这充分说明：腾讯在手游市场具备全方位的优势，不仅有能力为新游戏导入足够流量，而且有能力让经典游戏实现可持续发展。
- 盛大游戏是与腾讯合作最早的游戏内容方之一，早在 2015 年就让腾讯代理了《热血传奇》手游。2017 年，《龙之谷》手游创造了首月流水近 10 亿的神话；2018 年，腾讯又代理了盛大的《传奇世界 3D》，以及世纪华通的《魔力宝贝》手游。我们有理由期待，《龙之谷世界》等确定将由腾讯代理的新手游，也将在 2019 年创下佳绩。

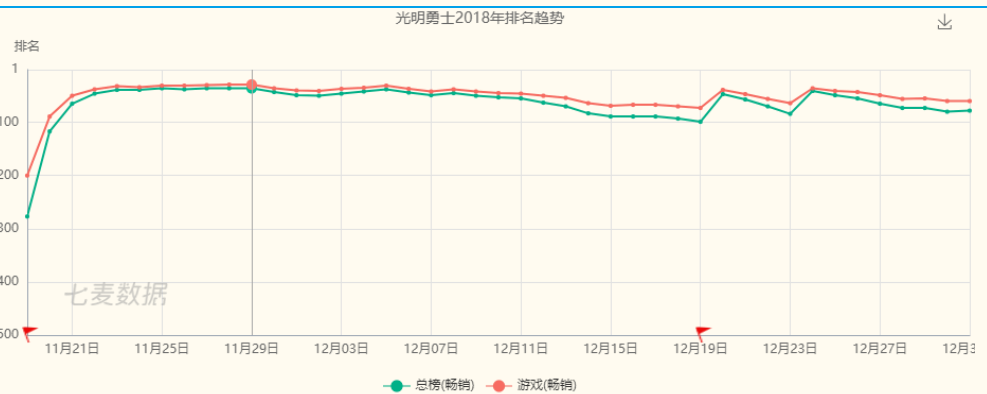
图表 2:《龙之谷》手游上线初期曾创造奇迹



来源：七麦数据，国金证券研究所

- 在产品方面，除了手握《传奇》《龙之谷》两大顶尖 IP，盛大游戏也没有放慢开发新 IP 的脚步。2018 年 11 月上线的《光明勇士》，虽然在畅销榜并未进入前 10，但是对于同等量级的手游来说已经算不错了。该游戏的 Q 版画风、丰富的小游戏和社交设定，获得了部分玩家的高度认可。我们相信，在坚持创新的情况下，新的爆款产生只是时间问题。

图表 3:《光明勇士》手游上线初期表现尚可



来源：七麦数据，国金证券研究所

### 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，盛大游戏的《龙之谷世界》等新游同样存在“跳票”可能。
- **新游戏收入不达预期风险：**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，但折戟的案例数不胜数。
- **政策监管风险：**虽然游戏版号已经恢复发放，但是监管政策的未来走向仍存变数，例如总量调控、对进口游戏版号的限制等。
- **海外市场风险：**不同区域市场的文化、经济水平、用户喜好存在很大差别，盛大游戏和点点互动在新区域和新品类上存在不达预期的可能。
- **股权分散风险：**在不考虑并购盛大游戏增发的前提下，世纪华通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。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,026</b>	<b>3,456</b>	<b>3,491</b>	<b>8,072</b>	<b>16,411</b>	<b>18,755</b>
增长率		14.2%	1.0%	131.2%	103.3%	14.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,088</b>	<b>-2,288</b>	<b>-2,458</b>	<b>-4,843</b>	<b>-7,389</b>	<b>-8,570</b>
%销售收入	69.0%	66.2%	70.4%	60.0%	45.0%	45.7%
<b>毛利</b>	<b>938</b>	<b>1,168</b>	<b>1,033</b>	<b>3,229</b>	<b>9,022</b>	<b>10,185</b>
%销售收入	31.0%	33.8%	29.6%	40.0%	55.0%	54.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-25</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-40</b>	<b>-82</b>	<b>-94</b>
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-147</b>	<b>-175</b>	<b>-186</b>	<b>-1,493</b>	<b>-3,036</b>	<b>-3,470</b>
%销售收入	4.8%	5.1%	5.3%	18.5%	18.5%	18.5%
<b>管理费用</b>	<b>-268</b>	<b>-355</b>	<b>-358</b>	<b>-404</b>	<b>-821</b>	<b>-938</b>
%销售收入	8.9%	10.3%	10.3%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>498</b>	<b>610</b>	<b>462</b>	<b>1,292</b>	<b>5,084</b>	<b>5,684</b>
%销售收入	16.5%	17.6%	13.2%	16.0%	31.0%	30.3%
<b>财务费用</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>36</b>	<b>91</b>	<b>142</b>
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>-31</b>	<b>1</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-25</b>	<b>-28</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>509</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>
%税前利润	0.0%	n.a	52.9%	13.5%	3.3%	2.9%
<b>营业利润</b>	<b>452</b>	<b>588</b>	<b>953</b>	<b>1,108</b>	<b>4,570</b>	<b>5,114</b>
营业利润率	14.9%	17.0%	27.3%	13.7%	27.8%	27.3%
<b>营业外收支</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
<b>税前利润</b>	<b>465</b>	<b>594</b>	<b>961</b>	<b>1,112</b>	<b>4,575</b>	<b>5,120</b>
利润率	15.4%	17.2%	27.5%	13.8%	27.9%	27.3%
<b>所得税</b>	<b>-55</b>	<b>-87</b>	<b>-176</b>	<b>-88</b>	<b>-412</b>	<b>-461</b>
所得税率	11.9%	14.6%	18.4%	7.9%	9.0%	9.0%
<b>净利润</b>	<b>410</b>	<b>507</b>	<b>785</b>	<b>1,025</b>	<b>4,163</b>	<b>4,659</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>41</b>	<b>47</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>408</b>	<b>503</b>	<b>783</b>	<b>1,021</b>	<b>4,122</b>	<b>4,613</b>
净利率	13.5%	14.6%	22.4%	12.7%	25.1%	24.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>410</b>	<b>507</b>	<b>785</b>	<b>1,025</b>	<b>4,163</b>	<b>4,659</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>41</b>	<b>47</b>
<b>非现金支出</b>	<b>179</b>	<b>165</b>	<b>193</b>	<b>158</b>	<b>195</b>	<b>221</b>
非经营收益	10	24	-491	-352	-164	-166
营运资金变动	-122	17	-287	-1,070	-1,316	-162
<b>经营活动现金净流</b>	<b>477</b>	<b>714</b>	<b>199</b>	<b>-240</b>	<b>2,878</b>	<b>4,552</b>
<b>资本开支</b>	<b>-168</b>	<b>-229</b>	<b>-259</b>	<b>-5,884</b>	<b>-306</b>	<b>-284</b>
<b>投资</b>	<b>-288</b>	<b>-304</b>	<b>104</b>	<b>-78</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
其他	0	0	1	150	150	150
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-456</b>	<b>-533</b>	<b>-153</b>	<b>-5,812</b>	<b>-166</b>	<b>-144</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>9,989</b>	<b>1,413</b>	<b>0</b>
其他	-68	-102	-31	-14	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>233</b>	<b>-204</b>	<b>-100</b>	<b>9,654</b>	<b>1,413</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>254</b>	<b>-23</b>	<b>-54</b>	<b>3,602</b>	<b>4,125</b>	<b>4,409</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>533</b>	<b>567</b>	<b>481</b>	<b>4,084</b>	<b>8,208</b>	<b>12,617</b>
<b>应收账款</b>	<b>896</b>	<b>879</b>	<b>1,135</b>	<b>2,298</b>	<b>4,537</b>	<b>5,030</b>
<b>存货</b>	<b>388</b>	<b>413</b>	<b>474</b>	<b>597</b>	<b>850</b>	<b>939</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>58</b>	<b>76</b>	<b>230</b>	<b>811</b>	<b>849</b>	<b>867</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,874</b>	<b>1,936</b>	<b>2,319</b>	<b>7,789</b>	<b>14,444</b>	<b>19,453</b>
%总资产	37.0%	35.2%	36.2%	43.2%	58.1%	64.8%
<b>长期投资</b>	<b>13</b>	<b>291</b>	<b>559</b>	<b>757</b>	<b>787</b>	<b>807</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,085</b>	<b>1,118</b>	<b>1,202</b>	<b>1,310</b>	<b>1,399</b>	<b>1,469</b>
%总资产	21.4%	20.3%	18.7%	7.3%	5.6%	4.9%
<b>无形资产</b>	<b>2,079</b>	<b>2,115</b>	<b>2,279</b>	<b>7,830</b>	<b>7,890</b>	<b>7,927</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,197</b>	<b>3,568</b>	<b>4,094</b>	<b>10,238</b>	<b>10,417</b>	<b>10,544</b>
%总资产	63.0%	64.8%	63.8%	56.8%	41.9%	35.2%
<b>资产总计</b>	<b>5,071</b>	<b>5,504</b>	<b>6,414</b>	<b>18,026</b>	<b>24,861</b>	<b>29,997</b>
<b>短期借款</b>	<b>296</b>	<b>271</b>	<b>303</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>542</b>	<b>615</b>	<b>740</b>	<b>1,615</b>	<b>2,572</b>	<b>2,976</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>115</b>	<b>128</b>	<b>255</b>	<b>181</b>	<b>463</b>	<b>525</b>
<b>流动负债</b>	<b>952</b>	<b>1,015</b>	<b>1,299</b>	<b>1,796</b>	<b>3,035</b>	<b>3,501</b>
<b>长期贷款</b>	<b>125</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,077</b>	<b>1,105</b>	<b>1,317</b>	<b>1,796</b>	<b>3,035</b>	<b>3,501</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,984</b>	<b>4,385</b>	<b>5,050</b>	<b>16,180</b>	<b>21,735</b>	<b>26,358</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>92</b>	<b>139</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,071</b>	<b>5,504</b>	<b>6,414</b>	<b>18,026</b>	<b>24,861</b>	<b>29,997</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.397	0.490	0.762	0.437	1.100	1.231
每股净资产	3.879	4.269	4.916	6.930	5.800	7.033
每股经营现金净流	0.464	0.695	0.194	-0.103	0.768	1.215
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.24%	11.48%	15.50%	6.31%	18.97%	17.50%
总资产收益率	8.04%	9.15%	12.20%	5.67%	16.58%	15.38%
投入资本收益率	9.95%	11.01%	6.98%	5.27%	18.12%	16.62%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	76.72%	14.21%	1.01%	131.22%	103.32%	14.28%
EBIT增长率	100.13%	22.36%	-24.25%	101.03%	367.95%	11.38%
净利润增长率	95.00%	23.44%	55.47%	30.49%	303.56%	11.90%
总资产增长率	20.77%	8.54%	16.53%	181.06%	37.92%	20.66%
<b>资产管理能力</b>						
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	57.0	29.4	26.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-2.80%	-5.36%	-3.49%	-25.16%	-37.61%	-47.62%
EBIT利息保障倍数	33.6	36.9	29.5	-25.5	-47.9	-34.0
资产负债率	21.25%	20.07%	20.53%	9.96%	12.21%	11.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	2
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	3.00	3.00	3.00	1.80

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。

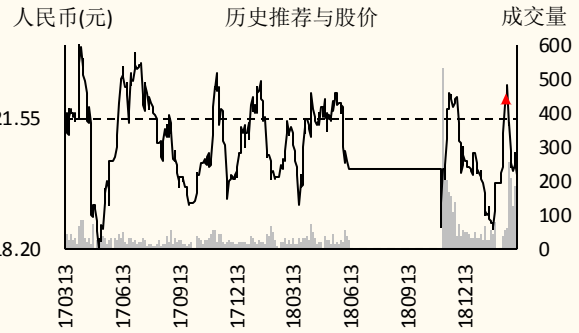
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-09	增持	20.93	24.00~24.00
2	2019-02-20	增持	22.05	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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