

## “研运”+“出海”，游戏龙头扬帆起航

### 投资要点

- 公司是国内领先的研运一体游戏公司。公司主营页游、手游的研发、运营，是国内领先的具有精品游戏研发能力的研运一体互联网游戏公司，产品质量出色，市场口碑良好。
- 页游龙头转战手游市场，战略明晰前景看好。公司是页游市场领军企业，延伸业务边界至手游研运领域，并积极开拓海外市场。公司立足于高水平研发实力和丰富的游戏开发经验，成功实现了“页转手”。

**研运能力出众，拓展新品类。**公司具备较强研发与运营能力，成功推出《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等精品游戏。公司布局“传奇+X”，以传奇为主打，进行多元化延展，逐步摆脱对传奇类游戏的依赖，依靠逐渐丰富的产品矩阵再造高速增长。

**差异化竞争攫取市场。**与竞争对手相比，公司从发行、研发两方面抢夺腾讯外部市场：发行上，公司凭借强大发行能力争夺千万级产品独代权；研发上，公司通过自研精品页转手主打差异化，在细分领域深耕并扩大市场份额。

**高管基因深植，运营、渠道优势显著。**公司高管团队具备运营、广告从业经验，赋予了公司深厚的渠道基因。受益于公司强大渠道发行能力，公司手游产品将拥有更强的竞争优势。

**构建“国际化+平台化+泛娱乐 IP 产业链”。**公司坚持“国际化+平台化+泛娱乐 IP 产业链”的发展战略，持续推动精品游戏出海。公司依托成熟的海外运营团队，结合当地特色，在产品的设计、发行等阶段进行针对性的调整，力求贴近当地市场。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.87 元、1.03 元、1.17 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍。参考行业估值水平，给予公司 2019 年 19 倍 PE，对应股价为 16.53 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新游上线或不及预期的风险。

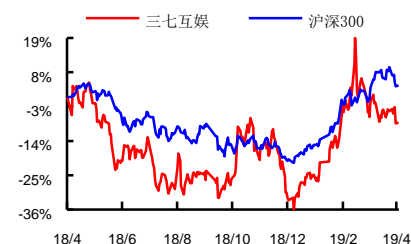
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7632.68	9574.92	11332.74	13028.22
增长率	23.33%	25.45%	18.36%	14.96%
归属母公司净利润(百万元)	1008.50	1858.84	2188.57	2493.51
增长率	-37.77%	84.32%	17.74%	13.93%
每股收益 EPS(元)	0.47	0.87	1.03	1.17
净资产收益率 ROE	18.83%	26.52%	24.69%	22.71%
PE	27	15	13	11
PB	4.61	3.63	2.93	2.41

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
 执业证号: S1250515070002  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
 联系人: 杭爱  
 电话: 010-57758568  
 邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	21.25
流通 A 股(亿股)	15.92
52 周内股价区间(元)	9.02-16.8
总市值(亿元)	275.60
总资产(亿元)	87.05
每股净资产(元)	3.02

### 相关研究

## 目 录

1 公司概况：具有领先研发实力的游戏公司 .....	1
2 公司分析：游戏龙头，战略明晰前景光明 .....	2
2.1 “传奇+X”：强研运深耕“页转手”，守正出奇拓品类 .....	2
2.2 腾网培养用户习惯利好二线龙头，差异化竞争攫取市场 .....	6
2.3 高管背景刻入公司基因，运营、渠道优势明显 .....	8
2.4 “国际化+平台化+泛娱乐 IP 产业链”战略明晰 .....	8
2.5 剥离汽车业务，专注游戏后业绩可期 .....	10
3 财务分析 .....	11
3.1 盈利能力分析 .....	11
3.2 偿债能力分析 .....	11
3.3 费用分析 .....	12
4 盈利预测与估值 .....	12
5 风险提示 .....	13

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构一览 .....	1
图 2: 公司营收及增速情况 .....	1
图 3: 公司归母净利润及增速情况 .....	1
图 4: 2018 年公司营收占比情况 .....	2
图 5: 2018 年公司毛利占比情况 .....	2
图 6: 《永恒纪元》游戏截图 .....	3
图 7: 《大天使之剑 H5》游戏画面 .....	3
图 8: 《屠龙破晓》游戏画面 .....	4
图 9: 《太极崛起》 .....	5
图 10: 《镇魔曲网页版》 .....	5
图 11: 近年中国游戏市场实际销售收入 .....	7
图 12: iOS 收入 TOP30 游戏用户月 ARPU 值 .....	7
图 13: 2018 年公司研发人员数量及研发投入金额 .....	7
图 14: 2018 年研发人员数量占比及研发投入占比情况 .....	7
图 15: 分地区业务营业收入情况 .....	9
图 16: 分地区业务占营收比重 .....	9
图 17: 公司国内平台业务布局 .....	10
图 18: IP 改编移动游戏市场收入状况 (亿元) .....	10
图 19: 2018 年收入前 100 移动游戏中流水占比 .....	10
图 20: 公司资产负债率 .....	11
图 21: 公司流动比率和速动比率 .....	11
图 22: 公司总资产、营业收入和营业利润 .....	12
图 23: 公司销售费用、管理费用和财务费用 .....	12

## 表 目 录

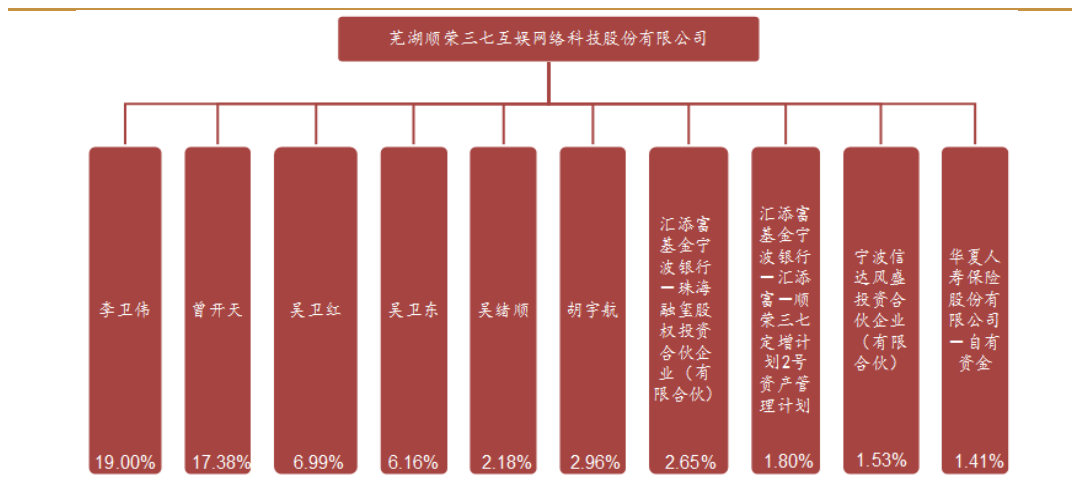
表 1: 游戏运营和控制措施一览 .....	5
表 2: 公司手游储备一览 .....	6
表 3: 分业务收入及毛利率 .....	12
表 4: 可比公司相对估值 .....	13
附表: 财务预测与估值 .....	14

## 1 公司概况：具有领先研发实力的游戏公司

“平台化+国际化+泛娱乐 IP 产业链”三线并行，目标清晰布局泛娱乐闭环。公司成立于 2011 年，是以页游运营平台起家的游戏运营商和研发商，旗下拥有 37 游戏、37 手游、37games 等游戏平台。公司被纳入中证沪深 300 指数、明晟 MSCI 指数、高盛“新漂亮 50”名单，发行与研发总部设在广州，在北京、上海、香港、台湾、东南亚、日韩及欧美等多个地区设有子公司或办事处等分支机构。公司先后取得了金山猎豹游戏中心、2345 游戏中心、易乐玩等多平台代运营权，构建了一定品牌壁垒和议价能力。

**公司股权结构：**公司实际控制人为吴绪顺，直接持有公司 2.18% 股份，与吴卫红和吴卫东是父女（子）关系，后二者是吴绪顺的一致行动人，三人共持有公司 16.11% 的股票。李卫伟部分股票为首发后限售股和高管锁定股。

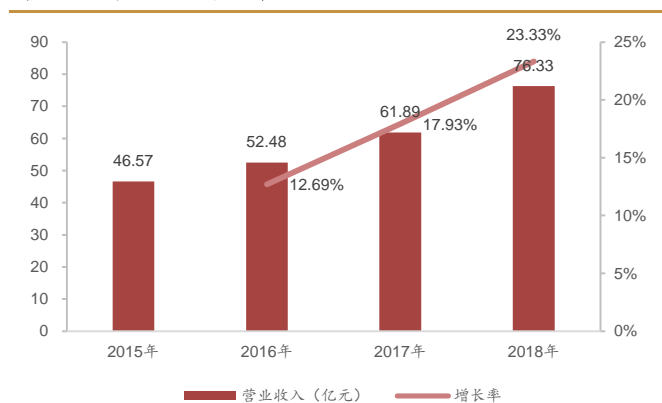
图 1：公司股权结构一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

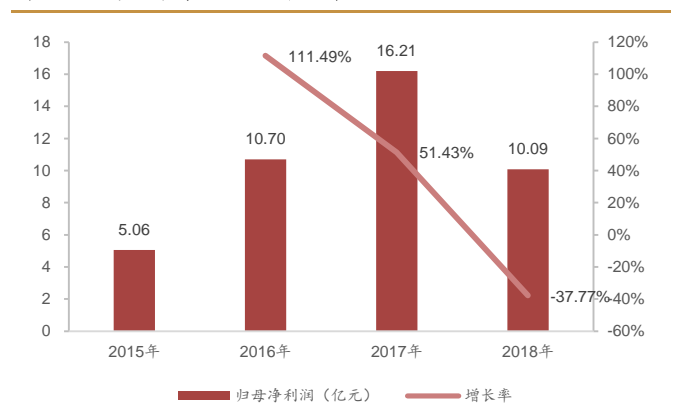
**公司业绩情况：**公司是一家集高水平游戏研发能力、资源整合能力和平台统筹能力为一体的互联网游戏公司，发展趋势良好。2018 年，公司实现营业收入 76.3 亿元，同比增长 23.3%，随着公司游戏发行大获成功，公司营收规模持续扩大。受商誉减值损失的影响，2018 年度公司的归母净利润同比下降 37.8%，为 10.1 亿元。

图 2：公司营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

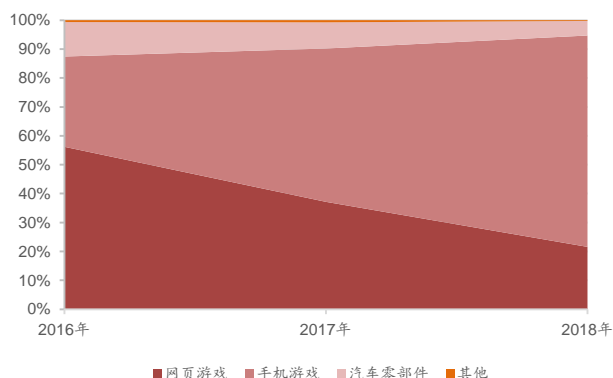
图 3：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

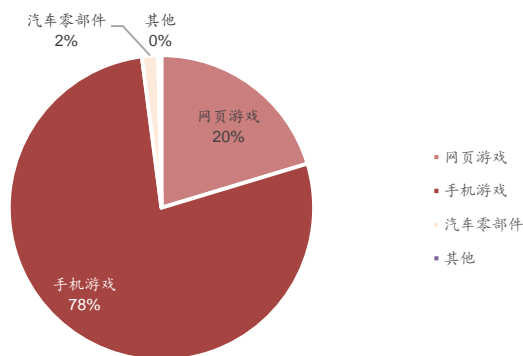
**公司主营业务结构：**公司主营页游、手游的研运，主要收入来自于游戏流水收入。2018年，公司手机游戏业务创造营收 55.8 亿元，同比增长 70%，占公司营业收入比重由 2017 年的 53.1% 上升至 73.1%。网页游戏业务实现营收 16.5 亿元，同比下降 28.4%，占比为 21.6%。汽车零部件业务实现营收 3.85 亿元，在公司总营收中占比仅为 5.05%。手游业务毛利率较高，创造 45.2 亿元毛利润，是公司最大的收入来源。页游业务贡献 20% 毛利润，居于次席。因体量小、盈利水平相对较低，公司将汽车零部件业务转让，公司未来将专注于互联网游戏业务。

图 4：2018 年公司营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2018 年公司毛利占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 公司分析：游戏龙头，战略明晰前景光明

### 2.1 “传奇+X”：强研运深耕“页转手”，守正出奇拓品类

公司精于 ARPG、SLG、回合制 RPG 等细分市场，《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等头部作品流量稳定。据伽马数据测算，《永恒纪元》全球流水超过 60 亿元；打通 PC 端与移动端数据的《大天使之剑 H5》全球流水也超过 15 亿元。代理游戏《鬼语迷城》《仙灵觉醒》及自研手游《屠龙破晓》表现亮眼。

- **《永恒纪元》**是一款大型多人在线角色扮演网络游戏（MMORPG），游戏题材为西方魔幻类型，采取第三人称 45 度固定视角即时战斗方式。游戏画面使用 3D 高模渲染 2D 图片的输出方式。操作媒介为鼠标+键盘。收费模式采用免费运营+道具收费。《永恒纪元》是公司的一款王牌网页游戏，现已推出手游版并新登陆日韩市场，目前保持稳定流水。手游延续了端游画风，融合多种游戏元素，并辅以震撼的音效，独特的打击感，玩家有极强的代入感。游戏持续更新迭代，结合 SLG 玩法模式不断更迭跨服系统，增强玩家之间的社交，通过新的元素和更新持续保持新鲜感。

图 6:《永恒纪元》游戏截图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

- 《大天使之剑》是一款由极光工作室开发的西方魔幻题材 ARPG 网页游戏, 游戏除了打怪掉宝的内容, 还加入竞技场、攻城战等 PK 玩法, 通过设计及开发创新玩法, 满足用户需求, 公司已开发出 H5 版本, 并力图将该游戏打造成为行业标杆。

图 7:《大天使之剑 H5》游戏画面



数据来源: 网络资料, 西南证券整理

- 《屠龙破晓》为公司自研手游, 于 2018 年 7 月上线, 流水表现优异, 带动 7 月公司手游整体流水破 7 亿, 高出上半年月均流水约 25%。游戏通过应用宝平台下载, 截至 2019 年 4 月 29 日, 总下载量达到 271 万。

图 8:《屠龙破晓》游戏画面



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**手游布局“ARPG+多品类”，逐步摆脱“传奇”类依赖。**公司手游业务采用“ARPG+多品类”战略，2018 年以来，公司共上线不同类型和题材的游戏超过 20 款，其中新上线自主研发手机游戏超过 10 款，拓展了不同品类游戏产品发行经验。公司与极光网络、腾讯、网易、完美世界、世纪华通等内外部知名厂商进行深度合作，完成了多元化的产品布局，产品矩阵囊括 ARPG、MMO、卡牌、SLG 等不同类型，覆盖魔幻、西方奇幻、东方奇幻、探险、修仙、二次元等不同题材。针对海外市场的游戏储备同样品类丰富，二次元、ARPG、SLG、卡牌等主流类别悉数在列。

公司过去业务形态以 RPG 为主，SLG 为辅，以流量经营为手法。现转为“传奇+X”布局，以传奇为主打，经营核心则转为游戏商业、多元化。目前代理产品《鬼语迷城》、《仙灵觉醒》稳定贡献月流水超 1 亿。随着“传奇+X”战略不断深化及运营能力进一步优化将可能逐步摆脱对传奇类游戏依赖，并规避流量成本飙升带来的经营压力，依靠逐渐丰富的产品矩阵再造高速增长。

**页游营收规模下降，精细化运营推高毛利率。**根据 9K9K 数据，公司网页游戏业务在国内市场累计开服近 3.6 万组，在 2018 年运营平台开服排行榜中稳居第一。2018 年公司网页游戏产品受用户向移动端转移及网页游戏产品数量减少的影响，收入有所下降。虽然营业收入同比下降 28.4%，但精细化运营推高了网页游戏的毛利率水平，2018 年度，网页游戏产品的营业成本为 4.6 亿，同比下降 39.3%，毛利率为 71.9%，比上年同期增长 5%。受用户向移动端转移影响页游收入下降。面对页游市场变化，公司积极求变加强自主研发增强用户粘性，从而保证该项业务的存续力。另一方面，通过战略投资及业务合作等方式与国内顶尖页游研发团队合作，共同推出多款优质产品。

2018 年公司推出《太极崛起》、《镇魔曲网页版》和《灭神》等产品，2019 年公司的在研产品《奇迹 X（暂定名）》、代理产品《笑傲江湖（暂定名）》等预计将上线。

图 9:《太极崛起》



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 10:《镇魔曲网页版》



数据来源: 网络资料, 西南证券整理

公司页游有稳定且有付费能力的玩家, 增长潜力在于提高付费率。页游目前转入存量市场, 对精品化产品的需求逐步提高, 而公司拥有领先的用户规模和品牌效应、高效的广告营销方案和用户获取能力、出色的产品挖掘和精细化运营经验。新形势下, 公司将受益页游联运平台的集中化趋势, 并有机会强化用户获取、品牌推广及产业链议价等竞争优势。

表 1: 游戏运营和控制措施一览

游戏运营环节	质量控制措施
游戏引入环节	有一套完整的评测体系, 有专业的评测人员从产品前期引导、技术稳定、核心玩法及赢利点、美术表现力、题材以及开发团队的情况等多方面进行深度评测。
游戏上线运营环节	实时监控各游戏数据, 随时调整用户导入数以及游戏在线等各方面数据, 使游或环境达到最佳, 提高游戏玩家的体验质量。定期召开推广渠道及广告版本优化会议, 促使在线用户数、活跃用户数、付费人数、付费金额等各游戏数据都能稳定上升, 从而达到收益最大化。
游戏推广环节	根据游戏的类型及题材等制定详细的推广策略, 选择合适的推广渠道并根据游戏和渠道制作广告素材, 游戏正式开服后安排广告的推广。
客户服务环节	公司设立了 24 小时客服电话和在线客服, 用以解答游戏玩家的常见问题、游戏的基本规则及虚拟道具兑换过程中用户的咨询和投诉。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**页游内核契合目标用户, 页转手模式稳定。**公司擅长用强大研发能力将页游 IP 及玩法内核例如挂机、数值等移植到手游并开发。例如,《屠龙破晓》手游研发团队由《传奇霸业》页游原班人马组建, 这一传奇系列手游上线后强劲的流水也证明了公司用页游核心做手游思路依然成立, 传奇类游戏盈利能力仍然过硬。受此带动,《屠龙破晓》上线后公司 2018Q3 季度营收创 22.3 亿元新高, 再次证明了公司研运实力。现有产品进入回收阶段后公司业绩可能逐步释放。在千元机性能不断提升情况下, 手游覆盖人群与地区下探并已实现更多目标用户覆盖, 原有页游用户从 PC 到移动端迁移为公司页转手提供了用户基础。

**研发投入高, 产品储备足, 持续产出能力稳定。**公司 2018 年投入研发资金 5.4 亿元, 同比上升 23.3%。公司研发能力强, 产品储备丰富, 手游自研及发行线产品储备充足, 产品涉及二次元、武侠、传奇/奇迹、休闲等诸多题材玩法, 能满足自研游戏精品化及发行业务多元化需求, 并储备《兵人大战》《剑与轮回》《精灵契约》《SNK 全明星(暂定名)》等独代手游及《斗罗大陆 H5》等自研产品, 流水值得期待。同时公司研发《血盟荣耀》和《奇迹 X

(暂定名)》2 款页游及《大天使之剑》(客户端版)、《手游项目 S》、《手游项目 X》(传奇类)、《超能萌球 (暂定名)》、《手游项目 T》、《手游项目 E》、《手游项目 F》、《H-Game》等多款项目，预期能持续产出长线精品。

**表 2：公司手游储备一览**

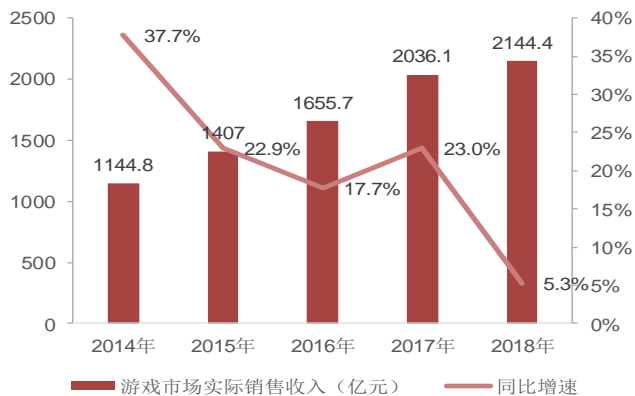
	游戏名称	游戏类型
独家代理手游	《剑与轮回》	
	《猪与地下城》	
	《仙灵 2 (暂定名)》	
自主研发产品	《超能球球 (暂定名)》	
	《代号 YZD》	
	《传奇 S》	
	《精灵盛典》	
海外市场	《代号 MH》	西方魔幻 SLG
	《代号 ZSJ》	SLG
	《SNK オールスター》	卡牌
	《天鹅座》	女性向
	《魔王计划》	二次元
	《电击文库：零境交错》	二次元
	《真龙霸业》	SLG
	《暗黑后裔》	ARPG
	《侍魂：胧月传说》	
	《斗罗大陆》	
	《希望 M》	

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 腾网培养用户习惯利好二线龙头，差异化竞争攫取市场

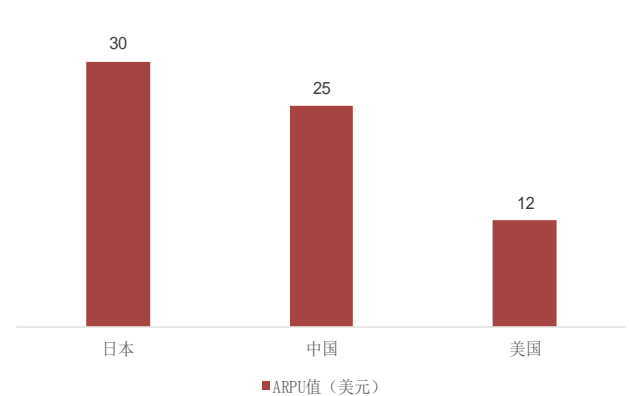
**腾讯、网易重金培养用户三重习惯，二线龙头享受新红利。**腾讯、网易在占据近乎垄断地位同时，也改变了用户习惯和行业格局：1) 花费重金打造爆款游戏强化了用户氪金习惯，头部产品盈利能力高速增长。根据 App Annie 的数据，中国 iOS 前三十收入排行榜中游戏用户月 ARPU 值达 25 美金仅次于月 ARPU30 美元的日本。国内用户游戏“氪金”程度已超越了欧美、韩国。2) 以《阴阳师》、《王者荣耀》为代表的游戏有极高渗透率，许多轻度休闲游戏的玩家被拉入局。“二超”通过精品游戏口碑效应打通了非游戏到游戏用户，轻度到重度用户转化通道，为头部市场带来新的增量空间，新增重度用户将可能沉淀到以精品为主打的二线龙头，为其发展带来红利。3) “二超”促进了行业生态发展，其精品游戏在提高产品品质门槛同时提高了用户审美，提高用户对游戏使用体验的要求，淘汰粗制滥造的产品。在用户导入成本上升情况下，劣质产品生存空间被挤压，行业竞争环境改善。作为致力于精品的二线龙头，公司有望长期受益于腾讯、网易带来的红利。

图 11：近年中国游戏市场实际销售收入



数据来源：公司官网，西南证券整理

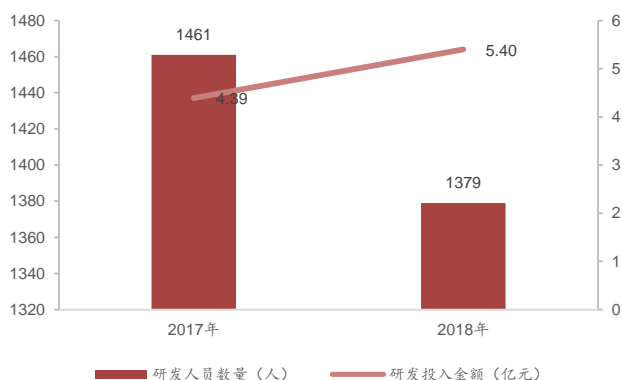
图 12：iOS 收入 TOP30 游戏用户月 ARPU 值



数据来源：网络资料，西南证券整理

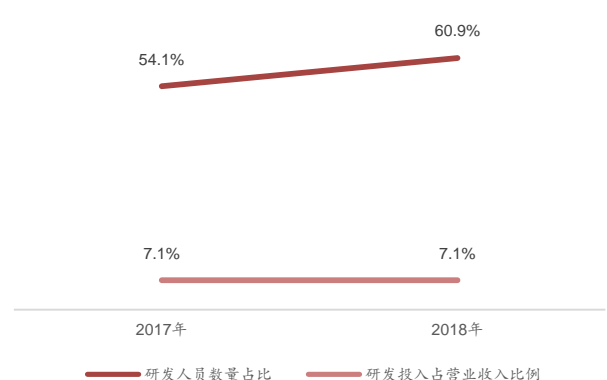
**强发行，精研发，持续推进与腾网合作。**公司在手游发行方面主要帮助大厂联运并覆盖中小渠道。网易曾将爆款网游《梦幻西游》交给公司联运，公司通过优秀导量与渠道整合能力交出了 3000+ 万的最高月流水，排名网易所有渠道第四。在覆盖中小渠道上公司与一线龙头合作，发挥各自优势。由于公司具有出色的研发实力和优异的研发结果，腾讯应用宝等渠道愿意与公司在手游发行合作。《永恒纪元》吸金能力瞩目，腾讯应用宝一度将其持续放在首页推荐，实现互利共赢。

图 13：2018 年公司研发人员数量及研发投入金额



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2018 年研发人员数量占比及研发投入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

**差异化抢占“两超”外市场，专注安卓、二线青年市场。**公司强调精品，注重开发，研发实力强劲。公司具有与传统重度精品游戏差异化的目标用户群，页改手与端改手游存在地域和机型上的差异，与网易、腾讯相比，公司更关注安卓、二三线城市市场。以代表作《永恒纪元》为例，此款游戏多次冲击 iOS 畅销榜并在各安卓渠道排第一，android 与 iOS 收入比约 2:1。该游戏由页游改编，玩法处处体现页游核心，目标用户上更多针对页游玩家。2018 年 9 月，《永恒纪元·戒》创下单日单渠道流水记录，在腾讯应用宝渠道单日收入继突破 200 万大关后后双倍增长，再破 400 万大关，在页转手细分市场领跑并积极发展。

腾讯凭借超强发行能力和强大的社交用户基础，在抢占头部产品独代上有无法比拟的优势。但腾讯体系内优秀产品过多，竞争较为激烈，不少流水千万级别的研发商愿意把产品独代权交给公司以获取更好的发行资源。相较于与腾讯的爆款产品争夺稀缺资源，成为公司的

重点发行产品往往更能获取用户注意力。与传统精品路线的其他二线龙头相比，公司并不执着于腾讯这一发行平台，而是从发行、研发两方面抢夺腾讯外部市场：发行上公司凭借强大发行能力争夺千万级产品独代权；研发上公司通过自研精品页转手主打差异化，在细分领域深耕并扩大市场份额。

## 2.3 高管背景刻入公司基因，运营、渠道优势明显

**流量运营老将，游戏推广投入物超所值。**高管团队的运营和广告从业经验使公司在运营、渠道方面始终保持优势。公司关注从产品到后端流量的整体运作，在运营过程中持续打磨产品，力求最大化营销费用的回报率。

**渠道优势三件宝，助力手游业务快速增长。**公司渠道运营主要有三大法宝：

- **以产品质量为核心，注重研发的同时辅以数量。**公司建立公正平衡的游戏评测体系，以核心数据为导向，对代理游戏进行客观评价。公司曾发布过多款外部产品，发布的首要标准为评测数据。自研产品上公司通过研发建立核心优势，推出多款优秀作品，不进行自我复制，产品各具特色，差异化明显。
- **拥有优质广告主，长期包量关系稳固。**公司页游板块的主要广告渠道包括爱奇艺、优酷、迅雷等国内主流视频网站，公司多签订长期订单，与渠道形成稳固合作。
- **大体量，价格更具竞争力。**公司在精准化运营上沉淀雄厚，同时广告大额投放可取得优于竞争对手的价格，公司有机会不断积累优势，有效抵御行业风险，保持页游研发、发行双龙头地位。

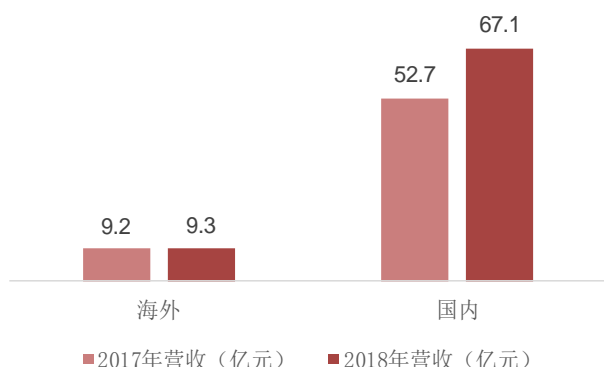
近年公司着力渠道拓展，在今日头条、微信、腾讯新闻等终端均有广告布局，同时侧重用户下沉，将二三线城市的白领群体纳入自身用户范围内。公司在页游时代积累了丰富的渠道发行经验，叠加手机 APP 高速发展红利和成熟的目标广告投放体系，公司在手游发行领域优势明显。未来手游产品将受益于强大渠道发行优势，相较于竞品更具有生存优势。

## 2.4 “国际化+平台化+泛娱乐 IP 产业链”战略明晰

公司在主攻页游时期积累的游戏数值体系等内核和研发团队为公司提供了打造精品游戏的能力，夯实了公司开发游戏的收入基础即下限。公司的“国际化+平台化+泛娱乐 IP 产业链”及本地化、精细化的运营能力则有助于开发游戏价值，提高公司游戏的收入上限。在精品游戏质量稳定可靠的基础上，公司的战略布局将有助于公司不断提高其未来收入的想象空间。

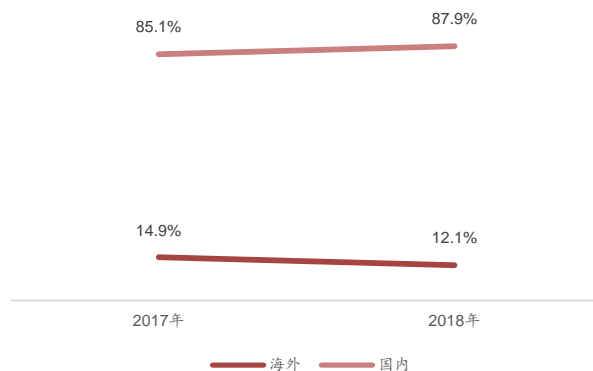
**立足东南亚，放眼欧罗巴，深谙用户需求进军全球。**公司注重海外发行，凭借文化、地缘优势和强大研运实力抢占亚洲网游市场，进而向欧美地区渗透。针对海外市场，除《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等公司王牌产品外，公司还代理了《楚留香》、《电击文库：零境交错》等网易、腾讯旗下产品，积极向全球拓展。从侧面印证了公司海外发行业务的超强实力。王牌产品《永恒纪元》不断更新迭代，多国市场表现出色，持续为公司贡献利润，现已进入日本市场。《大天使之剑 H5》、《楚留香》等则在台湾表现不俗。2018 年公司海外市场实现营业收入 9.3 亿元，同比上涨 0.8%，占公司营业收入比重由 14.9%微降至 12.1%，主要由于国内业务营收规模强势扩大。

图 15：分地区业务营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：分地区业务占营收比重



数据来源：公司公告，西南证券整理

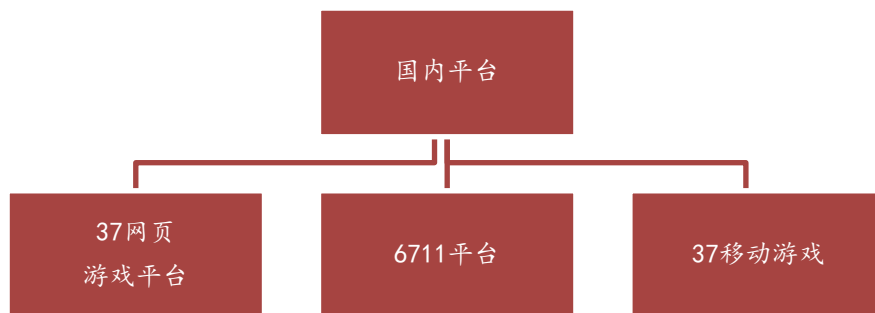
公司在用户心理把控及本土化运营上非常出众，可准确把握各地区用户差异并针对性发行游戏。例如，《镇魔曲》的台湾版本解除了性别限制，可实现男男联姻，《永恒纪元》在越南和泰国则进行特殊定价并设计了专属地区服饰、坐骑。在本地化策略上，公司多使用专业本地化团队，对当地语言、文化、用户习惯等获得更深入的了解。市场资源上则注重媒体或落地资源，结合当地热门话题和用户喜好，通过不同切入点结合网红和明星进行软性营销。目前各地本地化团队已成熟运转，他们将会帮助公司保持持久的海外竞争优势。

**“研运一体+平台”推动公司持续成长。**平台运营商拥有用户规模和运营优势，在产业链中有极强议价能力，游戏厂商已逐渐向研运一体的方向发展，平台商导流优势能有效提升游戏产品开服量，拉升流水规模，公司在渠道推广、运营经验、客户服务等方面给予自研游戏的支持和倾斜，也是自研精品发展的重要基础。研运一体同时有利于改善企业经营效率，平台将玩家持续互动数据传导至研发端，成为研发端的数据分析基础，从而进行针对性地更新或改良，这将有助于提高用户粘性，延长游戏生命周期，最终形成更充沛的现金流。

公司为研运一体的典范企业，已形成从研发端介入、测评，利用自有平台或借助第三方联运平台分发游戏，进入运营期后结合反馈数据不断优化游戏，持续改善玩家体验的一体化研运流程。公司通过建立后台数据库，对用户和媒体用自有数据模型进行分析，实现精细化运营和立体化行销。公司以长周期运营为最终目标，这一目标要求公司精确把控游戏版本和周期性特征，从而最大化产品利润空间。

平台方面，公司打造了页游手游多语种双平台，涵盖法语、英语、土耳其语、汉语、泰语等主流语言，37GAMES 国际平台市场页游及手游目前已覆盖 70 多国。页游平台议价能力极强，联运模式使有流量资源的平台运营商在上下游产业链上具有定价主动权。

图 17：公司国内平台业务布局

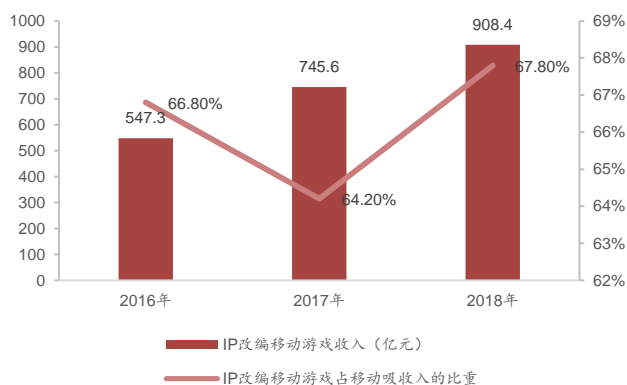


数据来源：公司公告，西南证券整理

**泛娱乐布局打造 IP 产业链，全面发挥 IP 价值。**公司布局打造泛娱乐产业，形成以影视切入，从 IP 孵化并放大价值，最终通过游戏等形式变现的完整思路。公司积极涉足泛娱乐，已布局影视、动漫、音乐、VR 等细分行业，并计划进一步向教育、体育、社交、幼儿方向拓展形成完整用户年龄覆盖。目前公司已投资动画公司艺画天开、真人漫画平台剧能玩、线上瑜伽平台 Wake、国内人气偶像男团等，覆盖千万级年轻用户。2018 年，公司新增对中汇影视文化传播股份有限公司、风华秋实文化传媒有限公司等影视剧制作公司的股权投资，并与世纪华通签订战略合作协议就游戏研运和 IP 改编资源进行合作。公司在针对 IP 资源的战略性布局有利于提高手游变现能力，为未来业绩增长供保障。

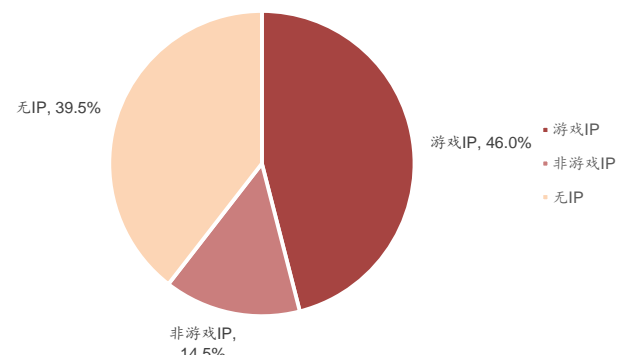
“储备 IP 建立泛娱乐生态”已成为国内游戏大厂的重要战略选择，2018 年 IP 改编移动游戏市场收入达到 908.4 亿元，同比增长 67.80%，近三年增长率始终位于 60% 以上，而收入前 100 的移动游戏中，游戏 IP 占比达 46%，非游戏 IP 占比为 14.50%，IP 改编产品相加已超过 60%。

图 18：IP 改编移动游戏市场收入状况（亿元）



数据来源：伽马数据，西南证券整理

图 19：2018 年收入前 100 移动游戏中流水占比



数据来源：伽马数据，西南证券整理

## 2.5 剥离汽车业务，专注游戏后业绩可期

**断舍离，剥离汽车业务。**2018 年 9 月 21 日，公司发布公告称拟以 8.19 亿元对价向公司控股股东吴氏家族出售公司持有汽车部件公司 100% 股权。交易完成后，汽车部件公司将不再纳入上市公司合并报表范围，公司未来将聚焦以网络游戏为核心的游戏产业。本次股权

出售是公司依据发展战略作出的合理选择，汽车零配件业务毛利率大幅低于游戏业务且营收占比持续收缩，通过剥离不适于上市公司长期战略、盈利能力较低的汽车部件板块资产，可使公司资源集中发展文化创意产业，提高资产运营效率，改善上市公司资产质量和盈利能力。此外，由于本次交易以回购吴氏股份的方式支付对价，流通股数量将减少 7646 万股，每股收益将提升 0.8%，间接增厚股东权益。

**凝聚军心，开展第二期员工持股。**2018 年 7 月 3 日，公司发布第二期员工持股计划公告，以不超 2.5 亿元自筹金额通过二级市场购买标的股票，为不超过 200 名员工提供购入股票。截至 2018 年 9 月 6 日已通过大宗交易受让公司控股股东吴氏家族无限售流通股 2631 万股，占公司总股本 1.24%，成交金额 2.5 亿元，成交均价 9.50 元/股，购买已全部完成。此次计划可优化公司股权和治理结构，绑定优秀核心员工与公司利益，调动员工积极性，促进公司未来增长。

## 3 财务分析

### 3.1 盈利能力分析

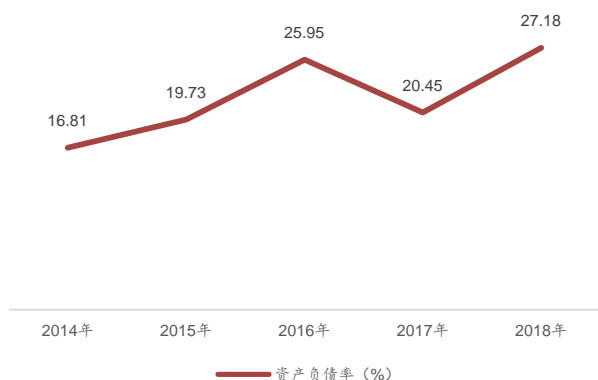
自 2015 年以来，公司营业收入保持稳定上升，净利润水平因受投资收益影响于 2018 年出现下滑。2018 年，公司综合毛利率为 76.3%，较上年增长近 8 个百分点。高毛利的游戏业务是公司主要盈利增长推动力，随着公司剥离盈利水平较低的传统汽车零部件业务，公司未来的盈利能力有望进一步提升。

### 3.2 偿债能力分析

**长期偿债能力：**2018 年，公司资产负债率为 27.2%，近年始终保持在 20%-30%之间，位于安全线之内。公司营收以游戏充值流水为主，现金流状况好，长期偿债能力强。

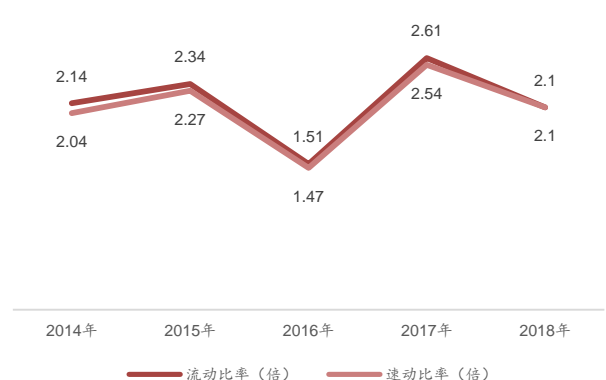
**短期偿债能力：**2018 年，公司流动比率和速冻比率都在 2.1 左右。公司的主营业务收入多为游戏流水现金收入，故无重资产积压，资产流动性强，变现速度快，公司整体较为轻盈，具有较强的短期偿债能力。

图 20：公司资产负债率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：公司流动比率和速动比率

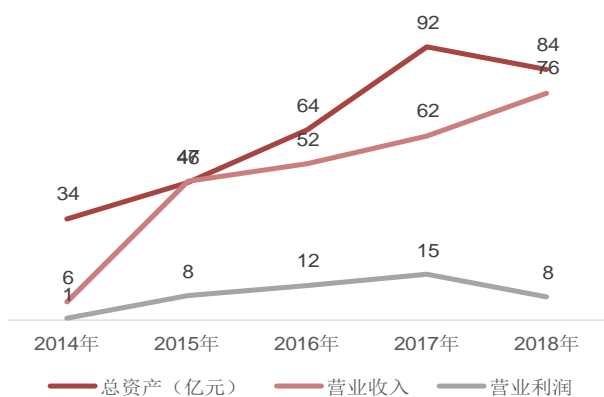


数据来源：Wind，西南证券整理

### 3.3 费用分析

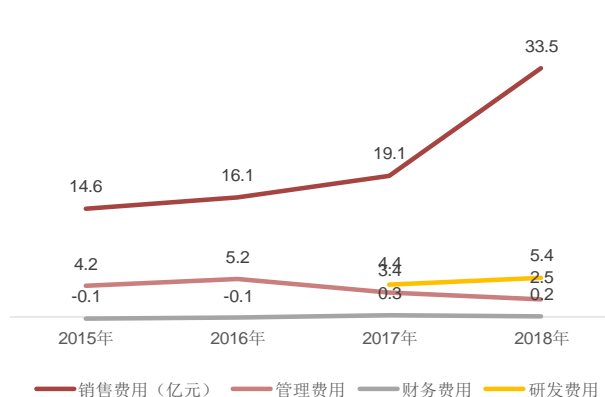
2018 年，公司销售费用为 33.5 亿元；管理费用为 2.5 亿元；财务费用为 0.2 亿元；研发费用为 5.4 亿元。2018 年度公司销售费用加速增长，同比提升 75.4%，主要是手机游戏业务互联网流量费增长所致。公司持续保持自身的高投入、重研发风格，本年度游戏业务研发人员增加及薪酬增长推动研发费用增长 23.28%。公司费用水平虽然较上年出现明显提升，但良性的费用支出有利于公司未来的长远发展，获得更好的发展前景。

图 22：公司总资产、营业收入和营业利润



数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：公司销售费用、管理费用和财务费用



数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

#### 关键假设：

假设 1：行业政策不发生重大变化；

假设 2：公司游戏业务稳步推进，毛利率维持在 77% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
网络游戏	收入	7247.5	9574.9	11332.7	13028.2
	增速	28.8%	32.1%	18.4%	15.0%
	毛利率	78.9%	77.1%	77.3%	77.4%
汽车零部件	收入	385.2	—	—	—
	增速	-31.2%	—	—	—
	毛利率	25.9%	—	—	—
合计	收入	7632.7	9574.9	11332.7	13028.2
	增速	23.3%	25.4%	18.4%	15.0%
	毛利率	76.3%	77.1%	77.3%	77.4%

数据来源：Wind，西南证券

表 4：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002174.SZ	游族网络	20.11	1.14	1.39	1.68	16.37	14.49	11.99
603444.SH	吉比特	227.00	10.06	11.60	13.45	14.72	19.56	16.88
002624.SZ	完美世界	28.26	1.30	1.65	1.91	21.46	17.15	14.79
002602.SZ	世纪华通	19.55	0.41	0.71	0.83	50.10	24.34	20.84
中值						18.92	18.36	15.84
均值						25.66	18.89	16.13

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2019.4.30）

我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.87 元、1.03 元、1.17 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍。参考行业估值水平，给予公司 2019 年 19 倍 PE，对应股价为 16.53 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新游上线或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7632.68	9574.92	11332.74	13028.22	净利润	1151.43	2116.99	2494.59	2841.37
营业成本	1811.42	2195.36	2575.86	2943.08	折旧与摊销	117.66	10.43	10.43	10.43
营业税金及附加	33.04	41.30	48.94	56.24	财务费用	17.10	19.68	8.18	1.17
销售费用	3347.26	4404.46	5213.06	5992.98	资产减值损失	1049.36	50.00	50.00	50.00
管理费用	246.06	1101.12	1280.60	1459.16	经营营运资本变动	215.09	-491.59	-230.53	-298.59
财务费用	17.10	19.68	8.18	1.17	其他	-596.20	-99.05	-98.95	-100.68
资产减值损失	1049.36	50.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1954.43</b>	<b>1606.46</b>	<b>2233.72</b>	<b>2503.70</b>
投资收益	80.54	50.00	50.00	50.00	资本支出	1245.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1300.82	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-55.11</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>770.22</b>	<b>1812.99</b>	<b>2206.09</b>	<b>2575.58</b>	短期借款	-3.05	-369.00	0.00	0.00
其他非经营损益	449.10	428.82	435.58	433.32	长期借款	-29.60	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1219.32</b>	<b>2241.81</b>	<b>2641.67</b>	<b>3008.91</b>	股权融资	-1697.14	0.00	0.00	0.00
所得税	67.89	124.82	147.08	167.53	支付股利	0.00	-201.70	-371.77	-437.71
净利润	1151.43	2116.99	2494.59	2841.37	其他	-239.48	-95.66	-8.18	-1.17
少数股东损益	142.93	258.15	306.02	347.87	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1969.27</b>	<b>-666.36</b>	<b>-379.95</b>	<b>-438.89</b>
归属母公司股东净利润	1008.50	1858.84	2188.57	2493.51	<b>现金流量净额</b>	<b>-65.17</b>	<b>990.10</b>	<b>1903.77</b>	<b>2114.81</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1532.97	2523.06	4426.84	6541.65	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2284.69	2857.82	3380.06	3883.81	销售收入增长率	23.33%	25.45%	18.36%	14.96%
存货	0.00	-0.95	-2.00	-1.32	营业利润增长率	-49.25%	135.39%	21.68%	16.75%
其他流动资产	364.47	447.76	529.96	609.24	净利润增长率	-37.30%	83.86%	17.84%	13.90%
长期股权投资	555.60	555.60	555.60	555.60	EBITDA 增长率	-46.96%	103.66%	20.70%	16.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	36.46	34.82	33.18	31.54	毛利率	76.27%	77.07%	77.27%	77.41%
无形资产和开发支出	1599.07	1597.71	1596.35	1595.00	三费率	47.30%	57.71%	57.37%	57.21%
其他非流动资产	2022.51	2015.09	2007.66	2000.23	净利率	15.09%	22.11%	22.01%	21.81%
<b>资产总计</b>	<b>8395.76</b>	<b>10030.91</b>	<b>12527.65</b>	<b>15215.74</b>	ROE	18.83%	26.52%	24.69%	22.71%
短期借款	369.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.71%	21.10%	19.91%	18.67%
应付和预收款项	1388.25	1509.54	1840.32	2083.12	ROIC	17.71%	44.82%	47.49%	50.31%
长期借款	281.18	281.18	281.18	281.18	EBITDA/销售收入	11.86%	19.25%	19.63%	19.86%
其他负债	243.64	257.57	300.72	342.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2282.06</b>	<b>2048.29</b>	<b>2422.21</b>	<b>2706.65</b>	总资产周转率	0.87	1.04	1.00	0.94
股本	2124.87	2124.87	2124.87	2124.87	固定资产周转率	46.42	268.67	333.34	402.64
资本公积	298.74	298.74	298.74	298.74	应收账款周转率	6.99	6.54	6.37	6.29
留存收益	3502.69	5159.82	6976.63	9032.42	存货周转率	35.00	—	—	—
归属母公司股东权益	5972.68	7583.43	9400.24	11456.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.49%	—	—	—
少数股东权益	141.03	399.18	705.19	1053.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6113.70</b>	<b>7982.61</b>	<b>10105.43</b>	<b>12509.09</b>	资产负债率	27.18%	20.42%	19.33%	17.79%
负债和股东权益合计	8395.76	10030.91	12527.65	15215.74	带息债务/总负债	28.49%	13.73%	11.61%	10.39%
					流动比率	2.10	3.31	3.91	4.57
					速动比率	2.10	3.31	3.91	4.57
					股利支付率	0.00%	10.85%	16.99%	17.55%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.47	0.87	1.03	1.17
					每股净资产	2.81	3.57	4.42	5.39
					每股经营现金	0.92	0.76	1.05	1.18
					每股股利	0.00	0.09	0.17	0.21
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	904.98	1843.10	2224.70	2587.18					
PE	27.33	14.83	12.59	11.05					
PB	4.61	3.63	2.93	2.41					
PS	3.61	2.88	2.43	2.12					
EV/EBITDA	27.36	12.68	9.65	7.48					
股息率	0.00%	0.73%	1.35%	1.59%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn