

全民级 IP「元宇宙」回归，腾讯系全域「云媒游」融合

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 常青“传奇”IP 营收稳健增长，21 年年内独占性授权、改编权等权益最终落定世纪华通，传奇元宇宙缔造可期；2) 元宇宙概念首款落地产品《LiveTopia》成现象级产品，元宇宙类型市场空间广阔；3) 2022 年产品大年，世纪华通海内外自研项目发力，后续 pipeline 中《饥荒》《乔乔的奇妙冒险 黄金赞歌》有较高期待度，预计 22 年公司营收将有较大幅度增长；4) 与大股东腾讯绑定进一步深入，从上游 IDC 布局到下游游戏发行合作深度不断拓展，强强联合进一步夯实公司作为国内 Tier1 游戏大厂地位。
- **《传奇》IP：**“传奇”IP 对整个游戏市场影响深远，2001 年至今，《热血传奇》（通称「传奇」）上线逾 20 年，在多款产品的作用下，国内游戏市场形成了用户熟悉的“传奇”品类，累计注册用户超过 6 亿。在庞大的“传奇”IP 用户群体支撑下，“传奇”品类游戏在国内市场的流水保持强劲，年流水始终保持在百亿元以上。我们认为公司未来在“传奇”IP 上的收入仍将保持强劲增长。
- **打造元宇宙现象级产品《LiveTopia》：**在元宇宙概念持续发酵的当下，世纪华通率先迈入 Metaverse 纪元。2021 年 4 月旗下点点互动自研游戏《LiveTopia》上线 Roblox 平台，月活跃用户超 4000 万，日活用户峰值突破 500 万，用户数超过 1 亿，上线 7 个月已突破十亿次访问，成为 Roblox 平台上全球前三、中国第一的现象级产品。世纪华通依托自身丰富的游戏研发和运营经验，率先启动元宇宙游戏内容的开发和运营，积极抢占市场。
- **海内外自研项目：**与腾讯合作发布《庆余年》等 4 款产品，并推出《Love Live! 学园偶像季：群星闪耀》等 3 款知名 IP 改编游戏；积极布局二次元、面向 Z 世代的新类型游戏市场推出的《饥荒》《JOJO》IP 均有较高热度，扩展玩家群体。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2021-2023 年公司分别实现营收 137.18/209.09/256.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.43/0.54/0.67 元；结合市场整体估值抬升预期及公司作为业内龙头、业绩可见度高，可给予一定估值溢价，予以 22 年 20XPE，对应目标价 10.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**游戏监管力度超预期导致游戏上线暂缓或板块估值压制；传奇版权问题合作解决慢于预期。

指标/年度（单位：百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14982.97	13718.48	20908.85	25608.62
增长率	2%	-8%	52%	22%
归母净利润	2946.33	3221.08	3990.30	5006.81
增长率	29%	9%	24%	25%
EPS（元/股）	0.40	0.43	0.54	0.67
市盈率（P/E）	17.78	19.00	15.33	12.22
市净率（P/B）	1.83	1.90	1.69	1.49

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：陈泽敏
执业证号：S1250521040001
电话：021-58352031
邮箱：chenzm@swsc.com.cn

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：杨岚
电话：17620199511
邮箱：ylan@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)	74.53
流通 A 股(亿股)	48.69
52 周内股价区间(元)	5.13-8.53
总市值(亿元)	611.85
总资产(亿元)	402.55
每股净资产(元)	4.24

相关研究

目 录

1 国内游戏 T1 大厂，与腾讯深度合作	1
1.1 A 股市场规模最大的游戏公司，国内、出海业务平衡布局	1
1.2 腾讯为第二大股东，业务布局合作紧密	5
2 IP 生命力延展，元宇宙开启新空间	7
2.1 常青“传奇”IP 拓展“传奇元宇宙”可期	7
2.2 传奇 IP 之争迎来终局，IP 独占性授权、改编权等权益最终落子世纪华通	12
2.3 借助现象级游戏《LiveTopia》径入 Metaverse 纪元	14
2.4 海内外自研项目共同发力，打造顶级 IP 矩阵	15
3 盈利预测与估值	18
3.1 盈利预测	18
3.2 相对估值	18
4 风险提示	19

图 目 录

图 1: 世纪华通发展历程.....	1
图 2: 世纪华通 2021H1 主营业务结构情况.....	2
图 3: 世纪华通 2021H1 主营业务利润情况.....	2
图 4: 世纪华通 2016-2021H1 国内外游戏业务收入及同比增速.....	2
图 5: 世纪华通 2016-2021H1 国内外游戏业务收入占比.....	2
图 6: 世纪华通 2016-2021Q3 营业收入及同比增速.....	3
图 7: 世纪华通 2016-2021Q3 扣非归母净利润及同比增速.....	3
图 8: 世纪华通 2017-2021Q3 经营活动净现金流及同比增速.....	4
图 9: 世纪华通 2017-2021Q3 经营活动净现金流占营收及归母净利润比例.....	4
图 10: 世纪华通 2016-2021H1 费用率.....	5
图 11: 世纪华通 2016-2021H1 国内外游戏业务毛利率、净利率.....	5
图 12: 世纪华通 2021 年 Q3 股权分布.....	5
图 13: 世纪华通将在七大领域深化与腾讯合作.....	5
图 14: 世纪华通与腾讯业务深度绑定.....	7
图 15: 游戏生产端 LTV 决定因素.....	7
图 16: 游戏消费端 LTV 决定因素.....	8
图 17: 游戏 LTV 决定因素.....	8
图 18: 暴雪推出《魔兽世界怀旧服》后, 动视暴雪股价持续上涨.....	8
图 19: 《热血传奇》实机画面 1.....	9
图 20: 《热血传奇》实机画面 2.....	9
图 21: 2020 年 11 月-2021 年 11 月《热血传奇》iPhone 端下载量估计.....	9
图 22: 2020 年 11 月-2021 年 11 月《传奇天下》iPhone 端下载量估计.....	10
图 23: 游戏内容生产 VS 消耗衡量指标——杠杆倍数.....	11
图 24: 传奇元宇宙构架.....	12
图 25: 《LiveTopia》实机画面 1.....	14
图 26: 《LiveTopia》实机画面 2.....	14
图 27: 《LiveTopia》实机画面 1.....	15
图 28: 《LiveTopia》游戏介绍.....	15
图 29: 《剑网 1: 归来》实机画面 1.....	16
图 30: 《剑网 1: 归来》实机画面 2.....	16
图 31: 《Love Live! 学园偶像季: 群星闪耀》实机画面 1.....	16
图 32: 《Love Live! 学园偶像季: 群星闪耀》实机画面 2.....	16
图 33: 《饥荒: 新家园》实机画面.....	17
图 34: 《饥荒: 新家园》高预约热度.....	17

表 目 录

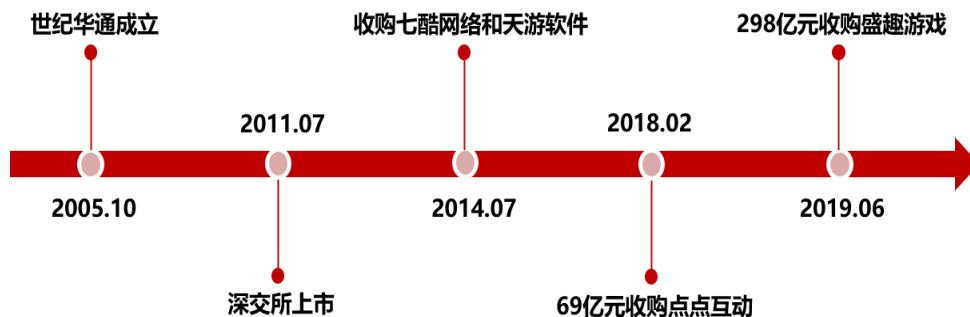
表 1: 2018-2020 盛趣游戏对赌业绩顺利完成.....	3
表 2: 世纪华通当前自研游戏和预期 pipeline.....	3
表 3: 世纪华通董事会	5
表 4: 传奇 IP 历年判决	13
表 5: 部分传奇游戏流水	13
表 6: 点点互动 pipeline.....	17
表 7: 世纪华通分业务收入、毛利率预测.....	18
表 8: 世纪华通可比公司估值.....	19
附表: 财务预测与估值	20

1 国内游戏 T1 大厂，与腾讯深度合作

1.1 A 股市场规模最大的游戏公司，国内、出海业务平衡布局

浙江世纪华通集团股份有限公司(证券代码:002602 简称“世纪华通”)成立于 2005 年，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。2011 年 7 月在深圳证券交易所成功上市。2014 年 7 月，公司收购七酷网络 and 天游软件两家公司 100% 的股权，集团主营业务由原来的汽车零部件向汽车零部件和互联网游戏双主业发展。2018 年 2 月，公司 69 亿元人民币全资收购点点互动，公司布局海外游戏市场。2019 年 6 月，公司 298 亿元人民币全资收购盛趣游戏，盛趣游戏前身盛大游戏，是全球领先的网络游戏开发商、运营商和发行商。目前，世纪华通是国内 A 股市场上规模最大的游戏公司之一，产品覆盖全球 200 多个国家和地区，全球游戏注册用户超 30 亿。

图 1：世纪华通发展历程



数据来源：公司官网、西南证券整理

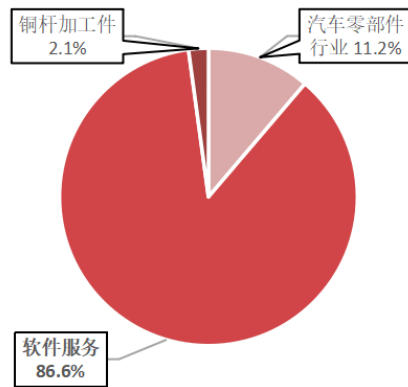
2020 年，世纪华通实现营收 149.83 亿元，归母净利润 29.46 亿元，同比增长 28.92%。截至 2021Q3，公司当年实现营收 107.86 亿元，YoY-8.35%，归母净利润 27.29 亿元，YoY+11.58%。互联网游戏业务的巩固和发展：集团产品全面覆盖 PC、移动端等多个客户端，拥有多个经典 IP 并持续贡献稳定收入。知名端游有《热血传奇》《传奇世界》《最终幻想 14》《冒险岛》《街头篮球》《龙之谷》《永恒之塔》《彩虹岛》等；知名移动游戏有《热血传奇手游》《传奇世界手游》《龙之谷手游》《传世 3D》《LoveLive!学园偶像祭》《光明勇士》《血族》《小森生活》等，海外移动游戏的代表《阿瓦隆之王》《火枪纪元》等亦表现优异。

新产品储备方面，集团持续加大新产品的研发及细分市场的布局，《庆余年》《传奇天下》《饥荒：新家园》《ProjectD》《乔乔的奇妙冒险 黄金赞歌》等新产品正陆续上市或在研，涵盖 MMORPG、沙盒、MMO、放置卡牌等多种品类类型。

围绕新文化领域的产业链布局方面，世纪华通积极投身 MCN 领域，旗下子公司盛趣游戏已参股小象大鹅，将已有丰富的顶级游戏 IP 资源与 MCN 头部公司的电竞流量与主播资源结合，形成深度协同效应。目前，世纪华通研发人员超过 4000 人，其中盛趣近 3000 人，点点 800+ 人，其体量在 A 股游戏公司中处于第一梯队。

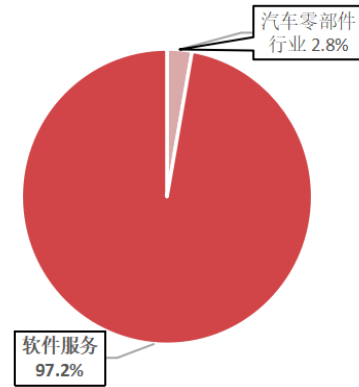
公司以游戏为主业，游戏业务所处分类软件服务占比 86.6%；且贡献 97% 的利润。近年来世纪华通产业链布局接近完成，除游戏研发、运营、渠道外，公司还以投资的方式布局包括云游戏、AR/VR、元宇宙等领域，为探索游戏行业纵深做足积累。

图 2：世纪华通 2021H1 主营业务结构情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

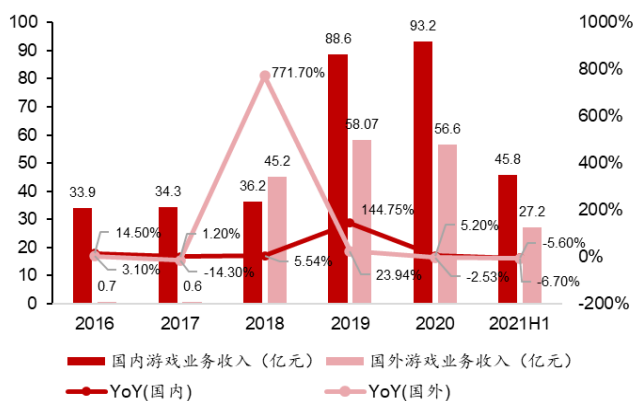
图 3：世纪华通 2021H1 主营业务利润情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

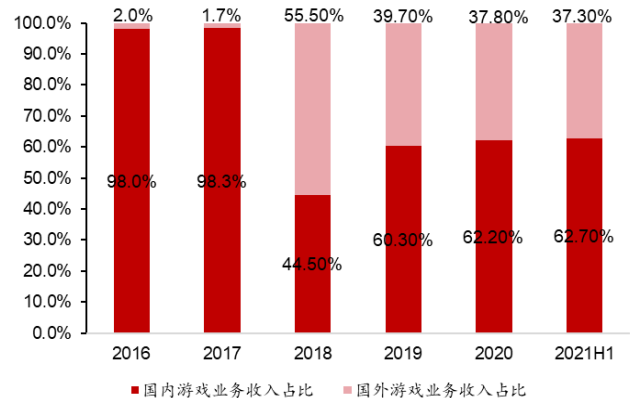
点点互动海外自研发力，当前海外游戏收入占比游戏业务总收入近四成。点点互动成立于 2010 年，是最早一批面向海外市场的集研发、发行及运营为一体的游戏公司。点点互动架构在全球化的合作体系已经运行多年，业务网络覆盖了欧美、中东、东南亚等多个国家和地区，拥有与国际知名游戏社交平台多年良好的合作关系和健全的全球发行网络。受益于游戏事业部有近 10 年的海外游戏发行经验，点点互动能够高效开发匹配玩家口味的产品，获得较高的产品成功率，同时通过代理产品加快对新品类、新地区的认知，对头部品类进行突破。2018 年点点互动并表，借由当年发行的《阿瓦隆之王》《火枪纪元》等拳头产品，当年实现营收 45.2 亿元，占比公司游戏业务收入一半以上。近两年来点点研发投入加大，目前有 800 多人的研发团队，产品以欧美市场为主。

图 4：世纪华通 2016-2021H1 国内外游戏业务收入及同比增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 5：世纪华通 2016-2021H1 国内外游戏业务收入占比



数据来源：公司公告、西南证券整理

盛趣游戏业绩对赌顺利完成，持续贡献强劲业绩。2018 年，世纪华通斥 289 亿元巨资收购盛趣游戏，同时盛趣游戏承诺在 2018~2020 年分别实现 21.4 亿、25.1 亿和 29.8 亿元净利润的成绩。2020 年，世纪华通营收 149.8 亿元，其中盛趣游戏营收 71.98 亿元，占世纪华通总营收近一半。从完成率上来看，盛趣网络近两年的营收超过 60 亿元，净利润从 20

亿向 30 亿的梯队逼近，其体量在游戏公司并购中数一数二。从超额量来看，每年净利润都超出预期达数千万。2021 年在版号停滞数月下，仍维持较好现金流。盛趣对接 WeGame 渠道，过去两年端游保持较好增长。2020 年疫情期间，端游的流水整体上升 80% 以上。盛趣逐步推出自研游戏，2021 年 3 月上线《小森生活》，《庆余年》、《饥荒：新家园》、《乔乔的奇妙冒险 黄金赞歌》、《龙之谷国际版》、《传奇天下》预计 2022 年上线。

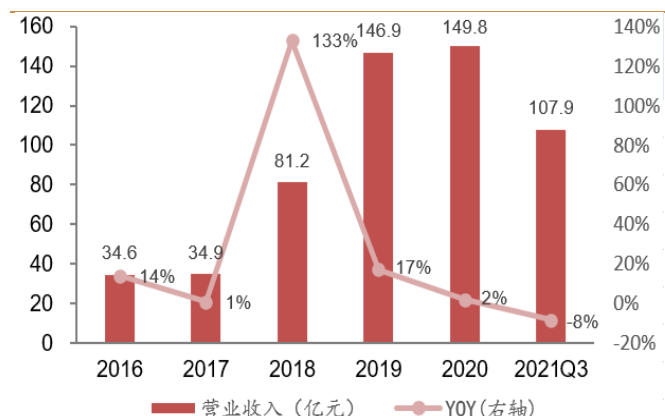
表 1：2018-2020 盛趣游戏对赌业绩顺利完成

年份	承诺净利润（亿元）	实际实现净利润（亿元）	完成率
2018	21.35	21.4	100.21%
2019	24.94	25.18	100.96%
2020	29.67	29.85	100.60%

数据来源：公司年报、西南证券整理

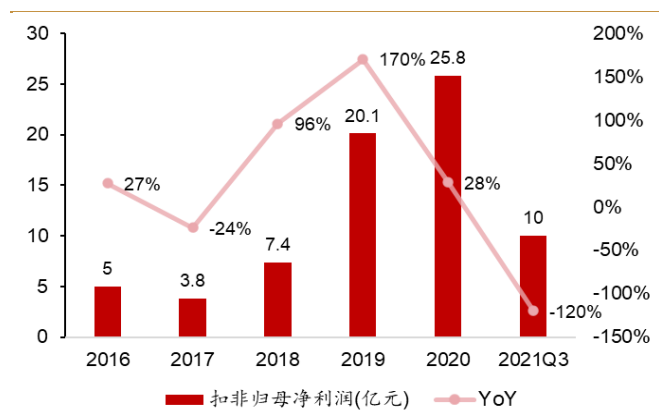
盛趣游戏和点点互动的业务整合，公司营收、净利润大幅度增长。对赌期完成后，后续强劲 pipeline 依然蓄力后续业绩增长。2016-2020 年公司营收 CAGR 达到 34.09%，归母净利润 CAGR 达到 42.38%，扣非归母净利润 CAGR 为 38.86%。

图 6：世纪华通 2016-2021Q3 营业收入及同比增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 7：世纪华通 2016-2021Q3 扣非归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

表 2：世纪华通当前自研游戏和预期 pipeline

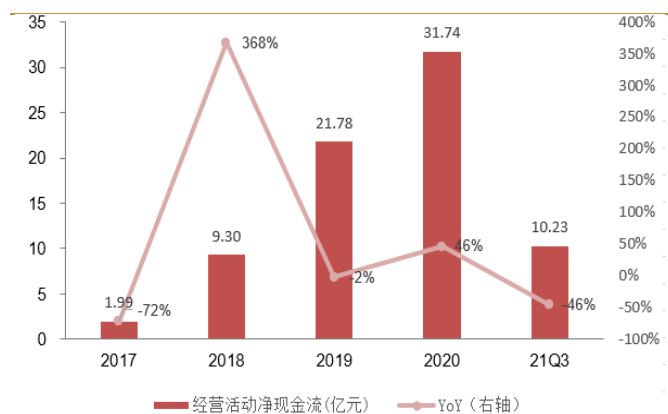
项目名称	项目类型		上线时间	发行方式	简介
小森生活	自研	模拟养成	2021 年 Q1	腾讯独家代理	广为流行的手绘赛璐璐动画，3D 卡通渲染，还原日式动画风格场景，体验丰富多彩的种田生活
庆余年	自研	MMORPG	2022 年 Q1	腾讯独家代理	次世代美术品质，高度还原原著，无门派自由武学，原著角色亲密互动，无束缚轻功战斗。
饥荒：新家园	自研	沙盒	2022 年	腾讯独家代理	Klei 正版授权，生存沙盒玩法，纸娃娃换装系统，联机战斗+生存，肉鸽模式
传奇天下	自研	传奇 IP MMO 手游	2022 年	腾讯独家代理	虚幻引擎 4 打造，次世代画质，多人同屏 PK，无锁定攻击模式，还原传奇经典核心内容
乔乔的奇妙冒险 黄金赞歌	自研	3D 即时策略卡牌手游	2022 年	与 KLab 株式会社联合发行	知名动画 IP 授权改编，采用卡通渲染技术，忠实还原动画剧情

项目名称	项目类型		上线时间	发行方式	简介
龙之谷国际版	自研	MMO	2022 年	暂定	端游《龙之谷》IP，3D 无锁定动作冒险
Valor Legends	自研	放置卡牌	2021 年 Q4	自主发行	3D 角色扮演类手游，玩家可以在游戏中通过招募各种英雄，来为守卫和平而战
Matching Tower	自研	三消	2021 年 Q4	暂定	玩家通过玩消除关卡获得资源，用来在外层解锁剧情、建造大楼，是相对梦幻花园有更强模拟经营体验的创新玩法。
Mafia World: Bloody War	自研	SLG、RPG	暂未公布	暂定	基于 SLG 和 RPG 的全新游戏品类，融入了热血沸腾的主流题材，加入了互动式剧情，增强玩家的沉浸感，预计成熟期月流水\$3000w+

数据来源：公司财报、TapTap、西南证券整理

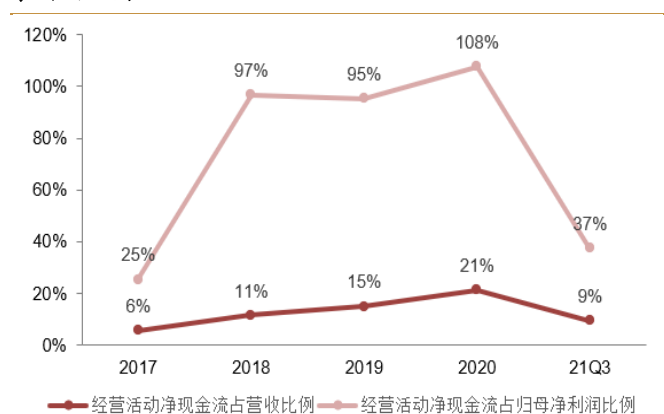
游戏开发与上线期限错配，21 年利润短暂承压。2021H1 海外游戏营收 YoY 略有下降，系点点互动实际上线游戏数小于计划数。2021 年点点计划推出 7 款游戏、其中 6 款自研，最终上线 4 款游戏，涵盖了休闲类、博弈类、放置类，分别是《LiveTopia》、《Family Farm Adventure》、《Bingo Aloha -Bingo games story》和《Valor Legends:Eternity》。截至 2021Q3，公司当年实现营业收入 107.86 亿元，YoY-8.35%；归母净利润为 27.29 亿元，YoY+11.58%；扣非后归母净利润 10.03 亿元，YoY-54.61%；经营活动净现金流 10.23 亿元，经营活动净现金流占营收及归母净利润比例分别为 9.5%、37.5%，比例有所降低主要系 21Q3 期间经营性利润减少，导致经营活动产生的现金流量净额 YoY-46.2%。21 年利润相较于收入下滑幅度更大，主要系本期游戏研发项目储备导致人员数较去上年同期增加较多，且上线新游前期市场推广支出增加所致。

图 8：世纪华通 2017-2021Q3 经营活动净现金流及同比增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

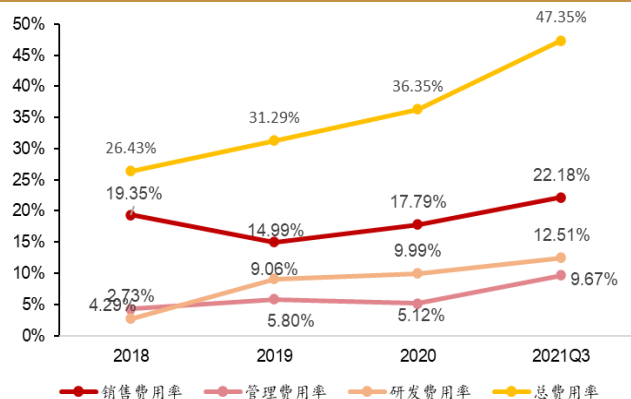
图 9：世纪华通 2017-2021Q3 经营活动净现金流占营收及归母净利润比例



数据来源：公司公告、西南证券整理

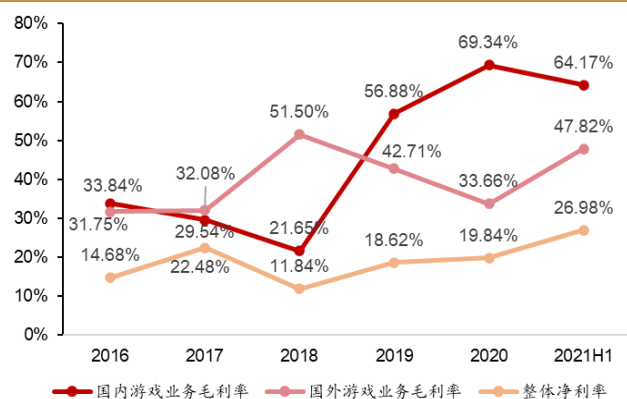
21 年因新游上线前置性投入，费率短期上升较多。公司自 2018 年起持续增加研发投入，2020 年度研发费用 14.96 亿元，同比增长 12.49%，18-20 年研发费用累计达到 38.61 亿元；2021H1 销售费用率 21.20%，同比增长 30.49%，主要系本年度游戏推广所致；管理费用率 11%，同比增长 125.24%，系本期人员及中介服务费增加所致。

图 10: 世纪华通 2016-2021H1 费用率



数据来源: 公司公告、西南证券整理

图 11: 世纪华通 2016-2021H1 国内外游戏业务毛利率、净利率

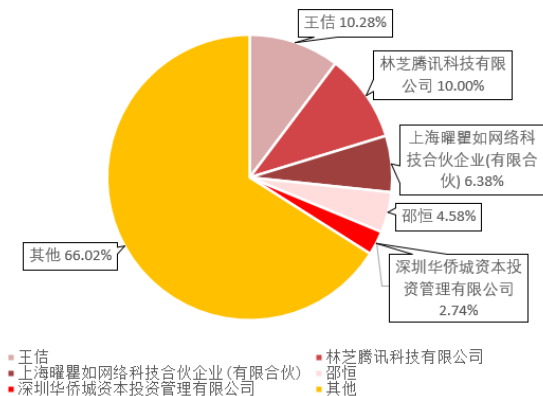


数据来源: 公司公告、西南证券整理

1.2 腾讯为第二大股东，业务布局合作紧密

腾讯三次增持，当前成为世纪华通第二大股东。2018 年 2 月，原盛大游戏资产盛趣游戏获得腾讯 30 亿入股。随着后续上述资产注入上市公司，腾讯顺势成为世纪华通股东，持股 4.76%。2020 年 7 月 27 日，腾讯在世纪华通股价高点时通过大宗交易增持世纪华通约 0.18 亿股股份，耗资 2.13 亿人民币，持股比例进一步升至 5%。2021 年 3 月 15 日，华通控股、鼎通投资分别将其所持有的公司 2.55%、2.45% 股份转让给林芝腾讯，转让价款约为 27.9 亿元。林芝腾讯持有上市公司 10% 的股份，成为世纪华通第二大股东。

图 12: 世纪华通 2021 年 Q3 股权分布



数据来源: 公司财报、西南证券整理

图 13: 世纪华通将在七大领域深化与腾讯合作



数据来源: 公司官网、西南证券整理

表 3: 世纪华通董事会

姓名	职务	与腾讯联系
王佶	董事长, 董事, CEO	
刘铭	副董事长, 董事	腾讯游戏副总裁
王一锋	董事, 副总裁	
张云锋	董事	
李纳川	董事	腾讯互娱商务部负责人

姓名	职务	与腾讯联系
赵骥	董事	
李峰	独立董事	
王迁	独立董事	
杨波	独立董事	

数据来源：天眼查、西南证券整理

腾讯系一直与世纪华通保持合作关系。此前尚未并入世纪华通的盛趣游戏先后于 2001 年、2009 年和 2014 年推出《热血传奇》、《龙之谷》、《传奇世界》等多款产品，其中 6 款由腾讯独家代理发行，累计贡献流水超过 140 亿。2019 年 12 月，世纪华通子公司盛趣游戏与腾讯签订战略合作协议，进一步发挥双方各自领域的资源优势，在数字化互动娱乐领域进行深入的业务合作。协议约定，腾讯对于世纪华通自有新游戏在全球范围的发行和运营享有优先合作权。2021 年 6 月，腾讯已获得了盛趣游戏《龙之谷 2》《庆余年》《小森生活》三款手游新作的发行权。

2021 年 11 月 30 日，盛趣游戏与腾讯签署了《联运合作框架协议》，约定盛趣游戏将在其平台发行、推广和运营腾讯旗下的游戏产品；盛趣游戏有权决定腾讯产品的开服进度和开服时间，为腾讯产品的用户提供优质的发行和运营服务，包括但不限于为腾讯产品开展游戏运营活动、开设或运营的游戏内外商城、官网、社区。**关于前述合作产生的收入，腾讯获得其中的 20%，盛趣游戏获得其中的 80%。**

2021 年，世纪华通控股子公司上海珑睿参与腾讯长三角人工智能超算中心项目，打造长三角数据中心。根据计划，该超算中心项目预算高达 450 亿，已经在 2021 年 6 月开工。上海珑睿整体机柜规模最高可达 4 万架，8 月首批交付机柜交付，IDC 中心正式进入运维阶段。按计划 2023 年全部建成投产，前两年为产能爬坡期，预计 2025 年达到成熟期，上架率达 80% 以上。

2021 年 10 月控股子公司上海世纪珑腾与腾讯云计算签订《战略合作协议》，双方将在数据中心业务、产业园合作开发、政务云机房合作、政务云业务开拓、5G 边缘计算中心业务合作、服务器采购业务等领域展开战略合作。

世纪华通的业务与腾讯深度绑定，已与腾讯集团六大事业群中的五个事业群（腾讯六大事业群中除 TEG 技术工程事业群）进行了深度合作，从互动娱乐事业群（IEG）一个体系扩展到了泛娱乐（PCG）、云与智慧产业事业群（CSIG）、企业发展事业群（CDG）、阅文集团等整个腾讯生态体系。

图 14：世纪华通与腾讯业务深度绑定



数据来源：世纪华通交流材料、西南证券整理

2 IP 生命力延展，元宇宙开启新空间

2.1 常青“传奇”IP 拓展“传奇元宇宙”可期

“传奇”IP 在市场有哪些预期差？

从当下的整个游戏市场来看：1) IP 改编游戏占移动市场 6 成以上，客户端网游 IP 为所有品类之首；2) 在游戏市场中，IP 属性在确定游戏的生命周期总价值方面十分重要，尤其是端游方面的 IP 创收能力在持续提升；3) 客户端游戏陆续涌现，中国客户端网络游戏已经过了多年发展并积累了大量的核心用户，随着游戏产业的发展，这类用户在付费能力、IP 忠诚度等方面逐步成熟，并带来了长期的商业化价值。

“传奇”玩家的实际生命周期要略长于市场预期，从实际数据来看，其中一个典型的表现便是退游几年的玩家可能因为新活动或新剧情而“回坑”，也就是出现玩家的回流现象，从而使得游戏的生命周期得以延长，生命周期价值得以提升。

从消费端 LTV 来看，“传奇”IP 游戏的显著特点是“知识折旧少”，即无论是回坑的老玩家还是新接触“传奇”的新玩家，都可快速上手游戏；另外，针对老玩家，传奇准确把握新老玩家需求的不同，即老玩家更偏好原汁原味的《传奇》，因此针对不同群体的不同需求，官方推出怀旧服、变态服、单一职业等等不同版本的游戏，从各个方面提升了游戏生命周期总价值。

图 15：游戏生产端 LTV 决定因素



数据来源：西南证券

图 16：游戏消费端 LTV 决定因素



数据来源：西南证券

图 17：游戏 LTV 决定因素



数据来源：西南证券

图 18：暴雪推出《魔兽世界怀旧服》后，动视暴雪股价持续上涨



数据来源：Wind、西南证券整理

“传奇”IP 仍属于一个稳健的、有网民真实需求支撑的经典品类。作为国内最早的爆款客户端网络游戏，自 2000 年以来，已创造超 900 亿流水，未来三年有望突破 1300 亿。且得益于多年来的持续运营，这一 IP 始终保持较高的市场热度。类比于部分长线运营的客户端游戏产品，“传奇”IP 游戏在游戏用户聚集度较高、聚集时间较长的百度贴吧仍保持着较高的签到率，高黏性的核心用户也是“传奇”IP 现阶段具备较高商业化价值的重要因素。

图 19: 《热血传奇》实机画面 1



数据来源:《热血传奇》、西南证券整理

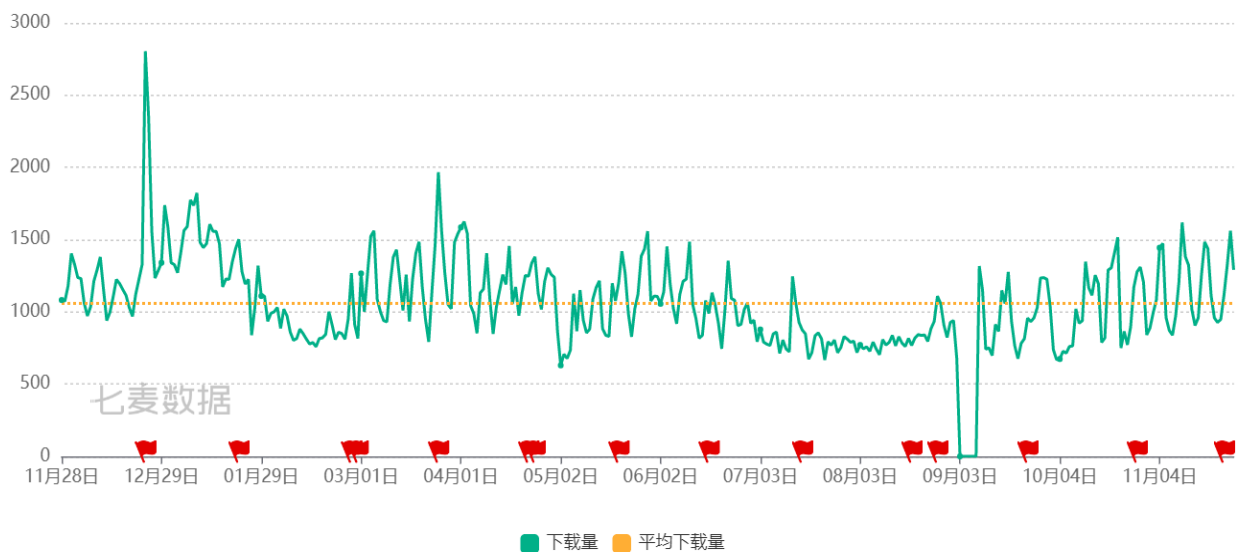
图 20: 《热血传奇》实机画面 2



数据来源:《热血传奇》、西南证券整理

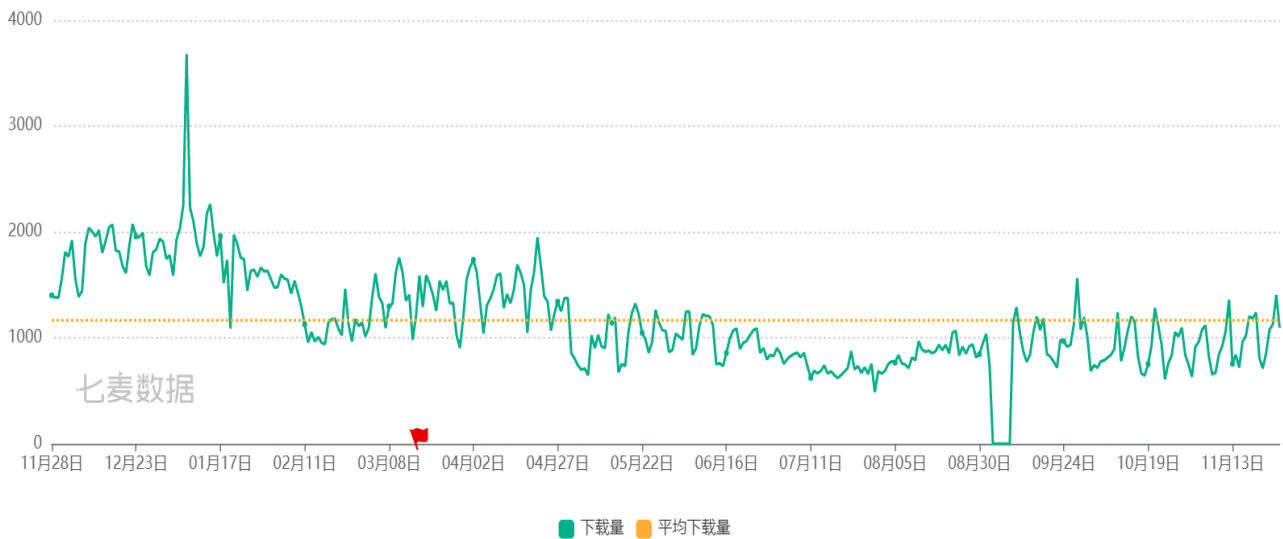
“传奇”系列游戏下载量保持稳定。2020 年 11 月-2021 年 11 月内《热血传奇》与《传奇天下》两款游戏在 iPhone 端的下载量随版本更新有所波动, 但均保持在 1000+ 的日均下载量上。传奇系列游戏能够持续性吸引目标用户下载。

图 21: 2020 年 11 月-2021 年 11 月《热血传奇》iPhone 端下载量估计



数据来源: 七麦数据、西南证券整理

图 22：2020 年 11 月-2021 年 11 月《传奇天下》iPhone 端下载量估计



数据来源：七麦数据、西南证券整理

目前的“传奇”IP 发展前景仍然整体向好。发展前景好，主要体现在来自于存量转化与破圈所带来的新用户，其为成熟的“传奇”IP 注入了新鲜血液与活力；且国内的知识产权保护法律与相关制度有望进一步完善，“传奇”IP 将会获得更高收益。

“传奇”IP 对整个游戏市场影响深远。传奇系列游戏自 2001 年发行至今已逾 20 年，在元宇宙概念兴起的当下，基于长久以来的运营具有先发优势，拥有旺盛生命力并能够率先进入新的时代。此外，传奇系列游戏经过多年的发展，通过不断推陈出新，覆盖了极为广大的年龄阶层人群，目前“传奇”品类累计注册用户超过 6 亿。在庞大的“传奇”IP 用户群体支撑下，近年来，“传奇”品类游戏在国内市场的流水保持强劲，年流水始终保持在百亿元以上。

“传奇”游戏玩法天然契合元宇宙概念及内核：1) 开放世界沙盒游戏是 Z 世代最受欢迎的游戏类型之一，同时，这类游戏也是最接近元宇宙内核的，例如 Roblox、minecraft 等。作为一款殿堂级的 MMORPG 游戏，“传奇”游戏庞大复杂且完善的世界观、丰富的互动元素天然适合做成开放世界模式，其玩法也与元宇宙的概念相适配。2) 基于元宇宙平台的转化，开发者以及玩家可以通过内容生产和编辑获得不同以往的沉浸式体验，而积累多年的游戏口碑以及长期全平台、多模式、大范围的宣传，让“传奇”IP 拥有广泛的品牌认知度，在全新的元宇宙内容上线时可以更快地获得认可和支持。

盛趣游戏不断地去维护及扩张用户群体，依托于《热血传奇》本身的影响力，《热血传奇》用户的高价值与企业持续的买量行为使得“传奇”IP 产品的开服量多年来始终占据较高比例，而网页游戏也成为了“传奇”IP 影响力持续提升的关键。一方面对老玩家进行维护并鼓励其尝试“传奇”IP 相关产品，而老玩家作为“游戏的初恋限定”，即在 2000 年后一段时间成为“传奇”用户的群体，其开始接触《热血传奇》的年龄大概为 20 岁左右，因此情怀与特色玩法是对这部分用户最具吸引力的特性，这是“传奇”IP 生命力得到延续的基础。另一方面，网页游戏的密集推广，极大的投放力度使其渗透到更多的用户群体，不断推动“传奇”IP 破圈，从而为游戏带来了新鲜的血液，保持一定的游戏热度。

值得注意的是，“传奇”IP的用户群体，为企业带来了**极高的ROI**，从分母端看，虽然有新用户不断为“传奇”IP注入新鲜血液，但玩家老龄化是个不可否认的事实，因此不需要太多高频的迭代更新，**维护成本低**；从分子端看，玩家老龄化情境下，老用户有已经形成的付费习惯，且该群体多数拥有较高且稳定的收入能力，且新世代的玩家更愿意为游戏付费以获得更佳体验，因此这两部分用户群体成为了“传奇”IP用户**高付费能力的支撑**，使得“传奇”IP的**ARPU**不断提高。

图 23：游戏内容生产 VS 消耗衡量指标——杠杆倍数

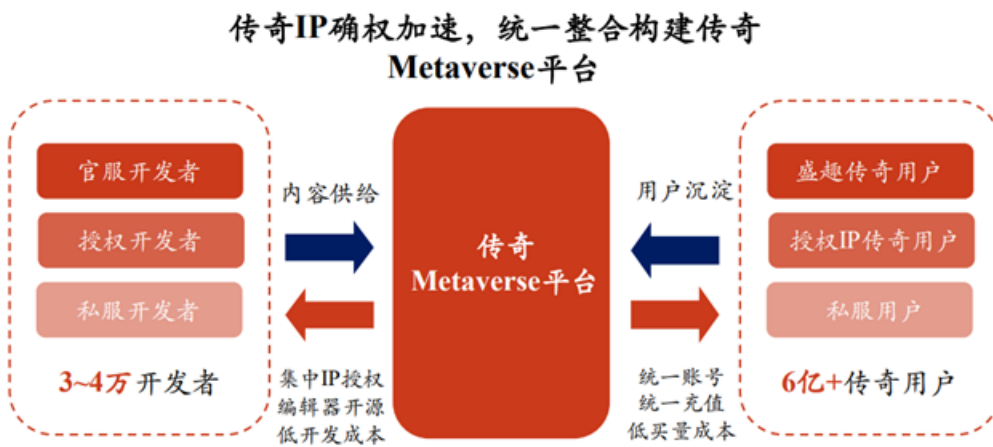


数据来源：西南证券

盛趣游戏在整个维护及扩张用户群体的过程中采取了差异化的战略，通过对“传奇”IP在世界观、PVP 交互系统与数值系统等多方面完善，用户认可度较高，贴合 IP 用户偏好的精品化研发。以《热血传奇手机版》为例，产品全面保留了“传奇”IP 的核心玩法，并基于移动端特质进行研发创新，比如突破了千人同屏的核心技术，打造多人城战玩法。基于其玩法上的保留与移动端研发上的微创新，产品上线后迅速登上榜首，在核心用户的支撑下累积获取了超 80 亿元的市场流水。

“传奇”IP 类游戏贴合元宇宙的概念，盛趣游戏做到了单个账号互通各种类型的传奇类游戏，并不断整合“传奇”IP 类不同游戏，而若盛趣游戏能够成功将“传奇”IP 类游戏成功收拢，即可带来超 100 亿流水，相较于当下的 30 到 40 亿提升显著。目前“传奇”与韩国的官司最迟将于 2022 年迎来尾声（采用最高院的判决），而一旦胜诉，盛趣游戏将成功收拢其 IP，使得新老用户能够在更大的“传奇”IP 品类中有更大的选择余地。另一方面，世纪华通致力于打造传奇元宇宙社区，通过登陆器与编译器的结合，统一用户与产品的生态，最终形成传奇 Metaverse 平台；而 3 万+的传奇开发者保障了“传奇”IP 充足的内容创作者，6 亿+传奇用户保障了平台 DAU 的稳固。

图 24：传奇元宇宙构架



数据来源：世纪华通交流材料、西南证券整理

兼顾了新老用户的差异化需求、贴合当下爆火的元宇宙概念，是“传奇”IP 的价值持续走强的原因之一，因此用户主动寻找并体验其相关 IP 产品的意愿更高。

世纪华通主要从三个层面搭建传奇元宇宙的科技底座，如今，AR、VR、MR 等扩展现实技术不断发展以及数字孪生、人工智能等技术迅速更迭，元宇宙的相关软硬条件已经具备。世纪华通为此制定了完善的发展计划，主要从三个方向发力：1) **构建传奇元宇宙游戏引擎**：世纪华通在开展元宇宙规划之初，就已经将“传奇”IP 与元宇宙的融合引擎放在了首要位置，为此，世纪华通打造了一款简易、高效、灵活的传奇元宇宙游戏开发平台，集成功能强大的游戏引擎以及丰富易用的模型组件，服务众多开发团队和传奇爱好者，为元宇宙的发展贡献新的生产力。目前，传奇系列上千款游戏背后的开发团队规模已达 **3-4 万人**，该平台能让数万创作者自由地在开放世界创作地图和道具，定义传奇宇宙内的规则，同时整合诸多“传奇”IP 游戏；而玩家可以在单一平台实现所有游戏场景和内容的切换，满足玩家多样性的需求。2) **构建传奇元宇宙的算力基石**：世纪华通 2020 年深度参与了长三角超算中心建设，又设立了世纪珑腾公司，寻求与腾讯云和地方政府、国资合作，共同投资建设地方政务云、国资云和国家级超算中心，打造全国规模领先的新一代基建底座，为元宇宙的发展提供强有力的算力支持；在硬件方面，积极投资产业链上游企业，为元宇宙的发展提供强有力的硬件支持。3) **资金布局——设立虚拟现实产业基金**：为促进全产业链的完善，世纪华通正与深圳市时代伯乐创业投资管理有限公司、江西省发展升级引导基金联合发起设立虚拟现实产业基金，在技术、终端、内容制作、平台、用户等虚拟现实进行设备端的相应布局。

2.2 传奇 IP 之争迎来终局，IP 独占性授权、改编权等权益最终落子世纪华通

“传奇”IP 独占性授权、改编权等权益最终落定。12 月 24 日，世纪华通 (002602.SZ) 发布公告称，最高院终审裁定世纪华通旗下盛趣游戏享有《传奇》游戏在中国大陆的独占性授权、改编权等权益的这一事实，驳回娱美德有限公司、株式会社传奇 IP (2017 年娱美德在韩国分立成立的公司) 的全部诉讼请求。这一判决从根本上夯实了蓝沙信息及亚拓士针对娱美德及株式会社传奇 IP 非法授权的维权基础。帮助公司将进一步从法律上和实践上终止

娱美德及株式会社传奇 IP 等其他公司在中国的非法授权乱象。本次最高院对《传奇》游戏相关《续展协议》效力的终审裁判，对公司本期或期后利润存有积极影响，未来有望更加稳固和长期的在中国市场持有和运营《传奇》IP。

表 4：传奇 IP 历年判决

时间	判决机构	主要内容
201910	韩国首尔中央地方法院	驳回娱美德和传奇公司关于“《传奇》软件著作权”的全部诉讼请求
20191113	江西省宜春市中院	裁定娱美德公司、株式会社传奇 IP 立即停止在中国大陆向任何第三方进行涉及网络游戏《传奇》的改编权授权
20191220	上海知识产权法院	一审明确亚拓士和蓝沙信息签订的《传奇 2》游戏软件《续展协议》有效，判决内容与前期韩国首尔中央地方法院认定保持一致
20200330	江西省宜春市中院	驳回了娱美德对于诉前禁令的复议
20200626	新加坡国际商会国际仲裁院	明确界定《热血传奇》游戏权利边界，认定娱美德和亚拓士 2001 年和盛大游戏签署的《软件许可协议》仅限于 PC 客户端游戏运营的授权，并认定《软件许可协议》于 2017 年 9 月 28 日终止、其后不再具有法律效力。
20200706	上海市浦东新区人民法院	驳回原告娱美德、韩国传奇公司的诉讼请求，《传奇世界》IP 再度确权成功
20210128	韩国首尔中央地方法院	二审驳回娱美德对于亚拓士与盛趣游戏签订的《传奇》游戏《续展协议》无效的请求，并确认了世纪华通旗下盛趣游戏享有《传奇》著作权在中国大陆及香港地区的独占性授权。
20211224	中华人民共和国最高人民法院	终审裁定世纪华通旗下盛趣游戏享有《传奇》游戏在中国大陆的独占性授权、改编权等权益的这一事实。驳回娱美德有限公司、株式会社传奇 IP 的全部诉讼请求。

数据来源：公司公告、西南证券整理

伴随着传奇 IP 版权逐渐清晰，预计授权市场规范化加速，非盛趣授权以及未经授权的厂商份额将快速减少，盛趣授权厂商的传奇游戏流水将有明显提升。同时公司自主流量运营能力增强和产品开发加速，自主运营的传奇游戏流水规模也将快速提升。具体到营业收入层面，IP 授权按照 8%-10%流水确认收入，授权腾讯按照 30%流水确认收入，自主运营全额流水确认收入。得益于最高院判决，预计公司 2022 年业绩将显著受益于传奇版权带来的收入提升。

表 5：部分传奇游戏流水

游戏类型	游戏名称	研发/发行公司	最高月流水 (亿元)	累计流水 (亿元)
页游	蓝月传奇	恺英网络	2	38+
手游	雷霆霸业	中手游	2	18+
手游	复古传奇-热血传说	世纪华通（研发） 三九互娱（发行）	2+	10+
页游	传奇霸业	世纪华通	1+	33+
手游	贪玩蓝月	江西贪玩信息	1.5	10+
手游	热血传奇	世纪华通	7	10+
手游	传奇盛世	辛辣网络（研发） 三九互娱（联合发行）	1	7.7+

数据来源：伽马数据、DataEye（统计范围为取得正版授权产品）、西南证券整理

2.3 借助现象级游戏《LiveTopia》径入 Metaverse 纪元

元宇宙发展将横跨 AI、区块链、游戏、社交等多领域的庞大产业链条。世纪华通依托自身丰富的游戏研发和运营经验，率先启动元宇宙游戏内容的开发和运营。

国内元宇宙概念下布局的首款落地产品《LiveTopia》，由世纪华通旗下点点互动自研的元宇宙游戏自 2021 年 4 月 28 日上线 Roblox 平台，在元宇宙概念持续发酵的当下，世纪华通选择了一条差异化路线，除了在硬件端 VR 等方向入手外，而是在元宇宙游戏内容上钻研。据媒体报道，《LiveTopia》在 Roblox 平台上线后，MAU 超过 4000 万，DAU 峰值突破 500 万，在 Roblox 平台上的用户数超过 1 亿，上线 7 个月累计访问突破 10 亿次，成为 Roblox 平台上全球前三、中国第一的现象级产品。

图 25：《LiveTopia》实机画面 1



数据来源：TapTap、西南证券整理

图 26：《LiveTopia》实机画面 2



数据来源：TapTap、西南证券整理

《LiveTopia》（中文名：《闪耀小镇》）是一款 MMORPG 游戏，玩家在游戏里拥有一个缤纷多彩的世界作为舞台，玩家可以扮演任何自己想要成为的角色，与其他玩家一起体验丰富的生活并创造属于自己的故事。游戏里有非常逼真的城市系统，地铁、机场、公路交通、水族馆、公园，玩家可以拥有一块属于自己的区域在其中建造各式房子，还有不计其数的服装、道具、宠物，车辆甚至飞机和游轮，在这个开放的世界中尽情演绎自己的人生。同时，游戏中拥有众多的可以进行互动的游戏场景，能够为玩家之间提供多样的社交互动方式，包括一起演奏音乐、一起工作生产、一起逮捕罪犯等，这些高度社交化的内容得以持续吸引用户，并且让这些用户在游戏中不断交到新的朋友；玩家也可以成为游戏制作人员，创建多种不同类型的游戏模式，提供更多的选择。其超高的自由度和拟真度被不少玩家誉为国内最好的元宇宙游戏。

图 27: 《LiveTopia》实机画面 1



数据来源: TapTap、西南证券整理

图 28: 《LiveTopia》游戏介绍



数据来源: 世纪华通交流材料、西南证券整理

2.4 海内外自研项目共同发力，打造顶级 IP 矩阵

在传统 IP 的维护与扩张的同时，公司正积极布局二次元、面向 Z 世代的新类型游戏市场。意图通过制作不同玩法的游戏扩张自身玩家群体，同时逐步锻炼产品和团队能力。2021 年 3 月，世纪华通宣布与腾讯合作发布《庆余年》、《传奇天下》、《小森生活》，并推出《Love Live! 学园偶像季：群星闪耀》、《乔乔的奇妙冒险 黄金赞歌》、《饥荒：新家园》3 款 IP 改编游戏。

《剑网 1: 归来》由盛趣游戏和西山居联合发行, 该游戏改编自国内运营超 18 年的知名端游 IP《剑侠情缘网络版》, 是一款延续了剑网系列最正统血脉的手游作品, 拥有高粘性粉丝群体, 承载着大多数 80 后、90 后的武侠情怀, 并通过对武侠文化的完美演绎和对热血玩法的经典重现, 完美移植端游各个玩法的同时, 针对移动设备进行适配优化, 增强用户粘性, 充分开发剑网 IP 价值。《剑网 1: 归来》国服于 10 月 15 日启动全平台不删档测试, 在开服首日即登上了 AppStore 免费榜第三的位置, 并长期占据角色扮演分类的第一名, 且由于同时在线玩家过多, 《剑网 1: 归来》在开服三天内即开设 32 组服务器, 充分体现了“仙剑”IP 的强大吸引力与广泛受众群体。

图 29: 《剑网 1: 归来》实机画面 1



数据来源: TapTap、西南证券整理

图 30: 《剑网 1: 归来》实机画面 2



数据来源: TapTap、西南证券整理

《Love Live! 学园偶像季: 群星闪耀》由盛趣游戏代理发行, 日本知名手游公司株式会社 Bushiroad、KLab 株式会社与 SUNRISE 共同开发, 于 2021 年 5 月 28 日公测。在 Bilibili 和 TapTap 两大平台上, 《Love Live! 学园偶像季: 群星闪耀》评分分别达到 9.3 分和 8.8 分。该游戏改编自“Love Live!”混合媒体校园偶像企划 IP, 拥有高粘性粉丝群体, 并通过设置线下试玩体验及互动活动等宣传游戏, 增强用户粘性。同时基于“Love Live!”而衍生的动画、音乐、漫画、小说、游戏等作品不断涌现, IP 广度和深度不断强化。由于游戏版本更新、广告宣传、线下活动等原因, 2020 年 11 月-2021 年 11 月《Love live! 学园偶像季: 群星闪耀》iPhone 端下载量经历数次波峰。2021 年 11 月中旬, 游戏下载量达到峰值, 系半周年活动开启, 吸引玩家下载。

图 31: 《Love Live! 学园偶像季: 群星闪耀》实机画面 1



数据来源: TapTap、西南证券整理

图 32: 《Love Live! 学园偶像季: 群星闪耀》实机画面 2



数据来源: TapTap、西南证券整理

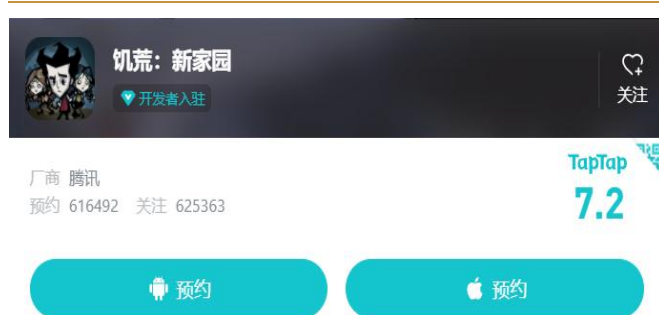
《饥荒：新家园》是由 Klei Entertainment 制作的移动版《饥荒》，由腾讯发行。这款游戏包含原作的画风、生存挑战元素和探索型玩法，也会由专门为移动平台的设计的独特新玩法，比如多人合作模式、快节奏游戏进程等。玩家还可以建造自己的基地家园，然后邀请好友一起来参观。在游戏中，玩家会见到与端游不同的新的生物、建筑、合成配方和地图，也会有一些熟悉的角色面孔，可用全新的方式体验生存冒险。依托于其原 IP《饥荒》的庞大受众群体及特色玩法，《饥荒：新家园》一经发布，在 TapTap 等平台上引起广泛关注与预约。

图 33：《饥荒：新家园》实机画面



数据来源：TapTap、西南证券整理

图 34：《饥荒：新家园》高预约热度



数据来源：TapTap、西南证券整理

《乔乔的奇妙冒险 黄金赞歌》由盛趣游戏和 KLab 株式会社联合开发及发行，基于《JOJO 的奇妙冒险》系列动画改编创作，是在中国大陆地区推出的首款《JOJO 的奇妙冒险》动画系列正版授权手游。《JOJO 的奇妙冒险》系列 IP 在国内享有庞大粉丝群体，B 战《JOJO 的奇妙冒险》系列动画，累计播放量突破 9 亿，平均评分 9.8。

除了《LiveTopia》外，点点互动在 Roblox 平台上还有两款即将上线的对战类和 RPG 类型游戏，目标是对标 Roblox 目前日活跃用户量较大的游戏。目前，点点互动在 Roblox 上线的元宇宙游戏已实现盈利，未来计划投入更多的团队在 Roblox 平台研发深耕。此外，点点互动 2022 年 pipeline 将覆盖策略、卡牌、休闲、博弈等众多品类，某款 SLG 产品内部预期至少实现单月千万美金流水，将在海外上线。

表 6：点点互动 pipeline

预计上线时间	游戏名称	游戏类型
2022 年	Project A	策略
2022 年	Project B	策略
2022 年	Project C	卡牌
2022 年	Project D	卡牌
2022 年	Project E	休闲
2022 年	Project F	休闲
2022 年	Project G	博弈
2022 年	Project H	博弈
2022 年	Project I	卡牌

数据来源：世纪华通交流材料、西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：软件服务方面，2021 年推出《LiveTopia》、《Love Live! 学园偶像季：群星闪耀》，反响良好，但由于部分产品未如期上线，预计 21 年游戏业务收入有所下滑。2022 年预计推出《乔乔的奇妙冒险 黄金赞歌》、《饥荒：新家园》多款 IP 游戏，《传奇》版权问题解决带来的积极影响，对游戏营收增长有较大帮助。预计 21-23 年营收 YoY-8.2%/61.86%/25.21%，由于代理新游以全额法计，游戏代理和运营成本增加，22 年起毛利率预计下降，分别为 63%/50%/47%。

假设 2：汽车零部件与铜杆加工方面，公司在两部分业务收入有所萎缩，预计 21-23 年营收 YoY-10%/-10%/-10%，汽车零部件毛利率预计 14%/14%/14%，铜杆加工毛利率取前三年移动平均值，预计 1.92%/2.13%/2.59%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 7：世纪华通分业务收入、毛利率预测

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
软件服务	收入	129.80	119.16	192.86	241.48
	增速	6.87%	-8.20%	61.86%	25.21%
	毛利率	62.63%	63.00%	50.00%	47.00%
汽车零部件	收入	16.82	15.14	13.62	12.26
	增速	-13.25%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	13.71%	14.00%	14.00%	14.00%
铜杆加工件	收入	3.21	2.89	2.60	2.34
	增速	-46.85%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	3.70%	1.92%	2.13%	2.59%
营业收入	合计	149.83	137.18	209.09	256.09
	增速	1.99%	-8.44%	52.41%	22.48%
	毛利率	55.86%	56.31%	47.06%	45.01%

数据来源：公司公告、西南证券

综上，预计 2021-2023 年公司分别实现营收 137.18/209.09/256.09 亿元人民币。

3.2 相对估值

我们选取 A 股游戏行业中的三家头部公司，三家公司当前市值对应 2022 年市场一致预期业绩下的平均 PE 为 16.17X。考虑到游戏板块因版号等监管侧因素导致整体估值偏低，且世纪华通的营收主体盛趣游戏及点点互动具备龙头定位，且与大股东腾讯合作进一步深入，业绩确定性高，我们认为应给予高于当前可比公司估值，即给予 20X PE。以 2022 年预测 EPS 0.54 元/股为基础，计算目标价 10.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：世纪华通可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002555.SZ	三七互娱	619.89	1.31	1.19	1.48	1.74	20.42	23.49	18.89	16.06
002624.SZ	完美世界	337.55	0.8	0.72	1.22	1.45	22.44	24.17	14.26	12.00
603444.SH	吉比特	279.55	14.56	21.9	25.3	29.72	20.99	17.76	15.38	13.09
平均值							21.28	21.81	16.17	13.72

数据来源：Wind、西南证券整理；注：股价选取 22.1.17 收盘；EPS 预测值来自 Wind 一致预期。

4 风险提示

游戏监管力度超预期导致游戏上线暂缓或板块估值压制；传奇版权问题合作解决慢于预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14983	13718	20909	25609	货币资金	3708	7467	11147	15534
%同比增速	2%	-8%	52%	22%	交易性金融资产	178	408	408	408
营业成本	6613	5994	11069	14081	应收账款及应收票据	4308	3623	5645	6938
毛利	8370	7724	9839	11527	存货	510	424	782	1010
%营业收入	56%	56%	47%	45%	预付账款	160	162	301	375
税金及附加	57	54	80	98	其他流动资产	2287	1186	1719	2065
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	11151	13270	20001	26331
销售费用	2666	2881	4182	4610	长期股权投资	2516	2884	3234	3584
%营业收入	18%	21%	20%	18%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	767	1235	1464	1665	固定资产合计	1217	1339	1479	1591
%营业收入	5%	9%	7%	7%	无形资产	619	869	1119	1369
研发费用	1496	1372	1464	1793	商誉	22050	22050	22050	22050
%营业收入	10%	10%	7%	7%	递延所得税资产	396	396	396	396
财务费用	516	205	200	183	其他非流动资产	4797	4713	4713	4713
%营业收入	3%	1%	1%	1%	资产总计	42747	45521	52991	60034
资产减值损失	-3	-3	-3	-3	短期借款	652	761	761	761
信用减值损失	-23	0	0	0	应付票据及应付账款	1386	1211	2218	2851
其他收益	194	165	251	307	预收账款	0	13	15	17
投资收益	317	2607	2718	3329	应付职工薪酬	258	390	720	915
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	638	549	836	1024
公允价值变动收益	68	0	0	0	其他流动负债	5556	4629	6317	7102
资产处置收益	21	9	16	21	流动负债合计	8490	7553	10868	12671
营业利润	3440	4395	5436	6837	长期借款	4020	4019	4017	4016
%营业收入	23%	32%	26%	27%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-15	-19	-16	-36	递延所得税负债	120	120	120	120
利润总额	3424	4375	5420	6801	其他非流动负债	168	445	345	245
%营业收入	23%	32%	26%	27%	负债合计	12799	12137	15351	17053
所得税费用	452	940	1164	1460	归属于母公司的所有者权益	28919	32140	36130	41137
净利润	2973	3436	4256	5341	少数股东权益	1029	1244	1510	1843
%营业收入	20%	25%	20%	21%	股东权益	29948	33384	37640	42981
归属于母公司的净利润	2946	3221	3990	5007	负债及股东权益	42747	45521	52991	60034
%同比增速	29%	9%	24%	25%					
少数股东损益	26	215	266	334	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元/股)	0.40	0.43	0.54	0.67	经营活动现金流净额	3174	2360	2145	2220
					投资	-6969	-842	-350	-350
					资本性支出	-1345	-495	-505	-489
基本指标	2020A	2021E	2022E	2023E	其他	261	2571	2718	3329
EPS	0.40	0.43	0.54	0.67	投资活动现金流净额	-8053	1234	1864	2490
BVPS	3.88	4.31	4.85	5.52	债权融资	0	0	0	0
PE	17.78	19.00	15.33	12.22	股权融资	3041	0	0	0
PEG	0.61	2.04	0.64	0.48	银行贷款增加 (减少)	4675	108	0	-1
PB	1.83	1.90	1.69	1.49	筹资成本	-536	-221	-227	-222
EV/EBITDA	16.94	12.38	9.45	6.98	其他	-1777	277	-101	-100
ROE	10%	10%	11%	12%	筹资活动现金流净额	5403	164	-328	-323
ROIC	7%	8%	9%	10%	现金净流量	432	3759	3680	4387

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn