

2025 年 11 月 14 日

世纪华通（002602.SZ）

X+SLG 全球布局，IP+AI+IDC 驱动价值回归

投资要点

- ◆ **事件：**公司于 11 月 12 日撤销其他风险警示，简称由“ST 华通”变更恢复为“世纪华通”，股票交易的日涨跌幅限制由 5%变为 10%。
- ◆ **成本费用结构性优化，双爆款强势驱动业绩高增。**2025Q1-3，得益于《Whiteout Survival》(《无尽冬日》海外版，后称《WS》)、《Kingshot》(《奔奔王国》海外版，后称《KS》)双爆款强势驱动业绩，叠加成本控制，公司实现营收 272.23 亿元(同比+75.31%)、归母净利润 43.57 亿元(同比+141.65%)、扣非净利润 42.94 亿元(同比+140.98%)，总体毛利率达 69.85%(同比+4.71 pct)；**费用变化：**销售/管理/研发/财务四项费用率呈结构性调整(同比+5.36/-1.92/-1.90/-0.44 pct)，销售、研发费用显著增长体现公司对宣传推广和产品技术迭代的重视。
- ◆ **核心 IP 矩阵持续发力，X+SLG 全球布局。**核心 IP：《传奇世界》《龙之谷》等经典 IP 助力公司新品快速破圈。**出海布局：**据 Sensor Tower，《WS》连续 15 个月登顶中国出海手游收入榜，全球累计收入(不含国内安卓市场和小程序数据)超 35 亿美元(约合人民币 250 亿元，截至今年 9 月)。《KS》于今年 2 月发布，上市 4 个月即达出海手游收入榜前 3，7-10 月连续 4 个月和《WS》包揽榜单冠亚军。
- ◆ **摘帽符合预期，回购注销传递发展信心。**公司提交的摘帽申请于 11 月 10 日获批，并于 11 月 12 日撤销其他风险警示，简称由“ST 华通”变更恢复为“世纪华通”。公司于 12 日发布公告，拟回购 5-10 亿元公司股份并注销，彰显管理层对公司内在价值的认同和对未来发展的信心，或对行业和板块估值形成有力支撑。
- ◆ **投资建议：**出海表现强劲，IP+AI+IDC 共振驱动估值提升。我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 373.08/444.50/478.86 亿元；归母净利润分别为 59.18/76.03/93.72 亿元；对应 PE 为 22.8/17.7/14.4 倍；首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**新游流水不及预期、商誉不确定性、地缘冲突和地方政策变化风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,285	22,620	37,308	44,450	47,886
YoY(%)	15.8	70.3	64.9	19.1	7.7
归母净利润(百万元)	524	1,213	5,918	7,603	9,372
YoY(%)	107.8	131.5	387.8	28.5	23.3
毛利率(%)	60.5	65.8	69.4	70.8	71.9
EPS(摊薄/元)	0.07	0.16	0.80	1.02	1.26
ROE(%)	2.3	4.1	19.2	20.3	20.4
P/E(倍)	257.0	111.0	22.8	17.7	14.4
P/B(倍)	5.3	5.2	4.3	3.4	2.8
净利率(%)	3.9	5.4	15.9	17.1	19.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

公司快报

传媒 | 游戏III

投资评级

买入(首次)

股价(2025-11-14)

18.13 元

交易数据

总市值（百万元）	134,671.15
流通市值（百万元）	124,267.16
总股本（百万股）	7,428.08
流通股本（百万股）	6,854.23
12 个月价格区间	21.10/4.22

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.55	18.14	321.15
绝对收益	-8.8	28.95	333.73

分析师

倪爽

SAC 执业证书编号：S0910523020003
nishuang@huajinsc.cn

分析师

闫誉怀

SAC 执业证书编号：S0910525090001
yanyuhuai@huajinsc.cn

相关报告

一、盈利预测核心假设

1. 软件服务业：该板块贡献了公司业绩主要增长动力。点点互动在海外推出《Whiteout Survival》《Kingshot》等爆款产品，成功登顶中国手游出海收入榜冠亚军；盛趣游戏则依托《传奇新百区-盟重神兵》《龙之谷世界》等 IP 新作持续巩固国内市场，同时积极探索非 MMO 赛道，推动产品多元化。AI 技术深度嵌入美术生产、剧情生成、智能 NPC 等环节，效率提升 60%-80%；推出“数龙 AI”子品牌，强化技术标签与创新生态。预计 2025-2027 年对应收入分别为 356.42、427.71、461.92 亿元，同比增速分别为 70.00%、20.00%、8.00%。

2. 汽车零部件：作为上汽大众、一汽集团、东风集团、德国马勒、法国法雷奥等国内外头
部车企的 A 级供应商，公司持续深化新能源配套布局，已成功斩获比亚迪、蔚来、小鹏、吉利、大众、通用及北美新能源标杆车企的定点项目，为长期增长奠定坚实基础。预计 2025-2027 年对应收入分别为 16.37、16.45、16.53 亿元，同比增速维持在 0.50% 左右。

3. 人工智能云数据：公司依托长三角与粤港澳大湾区两大国家算力枢纽的区位优势，建设符合 Tier4、GB50174A 级标准的高标准数据中心；业务深化与腾讯云、华为云等头部平台合作，推动“AI+IDC”转型，构建从底层算力到智能应用的全链条服务能力，为未来成为公司新增长极提供关键支撑。预计 2025-2027 年对应收入分别为 0.21、0.25、0.31 亿元，同比增速维持在 20.00% 左右。

4. 其他业务：本部分包含铜杆加工业务（已终止，自 2024 年起不再产生收入）、其他业务。预计 2025-2027 年对应收入分别为 0.08、0.09、0.09 亿元，同比增速维持在 10.00% 左右。

综上，我们预计 2025-2027 年对应公司整体收入分别为 373.08、444.50、478.86 亿元，同比增速分别为 64.94%、19.14%、7.73%，对应总体毛利率分别为 69.44%、70.82%、71.94%。

表 1：收入成本拆分

业务收入（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
软件服务业	11275.54	20966.09	35642.36	42770.83	46192.49
YOY	25.63%	85.94%	70.00%	20.00%	8.00%
毛利率	69.23%	69.99%	72.00%	73.00%	74.00%
汽车零部件	1664.22	1628.89	1637.04	1645.22	1653.45
YOY	-1.76%	-2.12%	0.50%	0.50%	0.50%
毛利率	14.63%	13.92%	14.50%	15.00%	15.50%
人工智能云数据	30.00	17.67	21.20	25.45	30.54
YOY	40.62%	-41.09%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	-74.50%	-143.02%	1.00%	2.00%	3.00%
其他业务	314.80	7.04	7.74	8.52	9.37
YOY	-59.87%	-97.76%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	3.41%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业总收入	13284.55	22619.69	37308.34	44450.01	47885.85
YOY	15.77%	70.27%	64.94%	19.14%	7.73%
毛利率	60.51%	65.80%	69.44%	70.82%	71.94%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

二、可比公司估值

浙江世纪华通集团股份有限公司成立于 2005 年，2011 年 7 月在深圳证券交易所上市。公司以汽车零部件业务起步，2014 年开始向互联网游戏产业升级转型，2019 年以 298 亿元完成了对盛趣游戏(原盛大游戏)的并购，成为 A 股名列前茅的文化传媒板块上市公司。目前世纪华通涵盖互联网游戏、汽车零部件制造、人工智能云数据三大主营业务，以及脑科学研究、人工智能、虚实结合平台及应用开发和投资等多个领域，腾讯、华侨城为重要股东。公司是国内 A 股市场上规模最大的游戏公司之一，主营业务为互联网游戏和汽车零部件，旗下产业包括天游、七酷、点点互动、盛大游戏、世纪华通车业等。根据主营业务和行业相似性，我们选择三七互娱(网络游戏/移动端网络游戏)、完美世界(PC 端网络游戏)、巨人网络(移动端网络游戏、PC 端网络游戏)三家公司作为可比公司。从 PE 上看，三家可比公司 2025-2027 年 PE 均值分别为 27.89、17.40、15.52 倍，总体高于所选公司。公司估值仍处于行业相对低位，AI+IDC 持续赋能；公司禀赋《传奇世界》《龙之谷》《彩虹岛》《永恒之塔》等组成的经典 IP 矩阵，出海爆款产品《WS》运营情况相对稳定，《KS》表现优异且和《WS》共同占据出海手游收入榜单前 2 长达 4 个月至今，叠加《奔奔王国》(《WS》国内版本)和《Tasty Travels: Merge Game》等优质新品储备，后续有望进一步打开盈利空间。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002555.SZ	三七互娱	463.46	1.37	1.47	1.58	15.28	14.26	13.26
002624.SZ	完美世界	297.01	0.41	0.82	0.93	37.13	18.60	16.40
002558.SZ	巨人网络	693.61	1.15	1.85	2.12	31.25	19.35	16.91
均值		484.69	0.98	1.38	1.54	27.89	17.40	15.52
002602.SZ	世纪华通	1346.71	0.80	1.02	1.26	22.75	17.71	14.37

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2025 年 11 月 14 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8383	12252	14331	22807	32703
现金	3520	6528	6333	14831	25885
应收票据及应收账款	2801	3495	3967	4923	2444
预付账款	136	109	295	186	333
存货	670	761	1347	1052	1433
其他流动资产	1256	1359	2389	1815	2608
非流动资产	28357	26673	27888	28129	28072
长期投资	2394	1499	1519	1539	1559
固定资产	1678	1424	2691	3108	3074
无形资产	2590	2049	2067	2046	2086
其他非流动资产	21695	21701	21612	21436	21354
资产总计	36739	38924	42219	50936	60775
流动负债	6186	11530	8733	9453	9174
短期借款	465	847	847	847	847
应付票据及应付账款	1250	1051	2340	1519	2479
其他流动负债	4471	9632	5546	7088	5849
非流动负债	5172	1944	1997	1990	1972
长期借款	2875	0	52	45	28
其他非流动负债	2297	1944	1944	1944	1944
负债合计	11358	13474	10730	11443	11146
少数股东权益	1090	642	762	1163	1926
股本	7453	7453	7453	7453	7453
资本公积	15100	15117	15117	15117	15117
留存收益	3813	5042	11082	19085	29220
归属母公司股东权益	24291	24809	30727	38330	47703
负债和股东权益	36739	38924	42219	50936	60775

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3102	5046	5465	9866	12145
净利润	588	1045	6039	8003	10135
折旧摊销	588	897	709	888	879
财务费用	333	82	195	224	246
投资损失	-90	484	30	10	5
营运资金变动	707	1488	-1508	741	879
其他经营现金流	977	1051	0	0	0
投资活动现金流	-1360	-1337	-1954	-1138	-827
筹资活动现金流	3	-971	-3706	-230	-264

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.07	0.16	0.80	1.02	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.68	0.74	1.33	1.64
每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.46	4.26	5.28	6.54

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13285	22620	37308	44450	47886
营业成本	5246	7736	11401	12971	13437
营业税金及附加	45	53	124	143	147
营业费用	3379	7742	13431	15335	15563
管理费用	1223	1695	1940	2623	2777
研发费用	1573	1680	2313	2756	2873
财务费用	333	82	195	224	246
资产减值损失	-695	-1046	-56	-9	-5
公允价值变动收益	-5	-125	0	0	0
投资净收益	90	-484	-30	-10	-5
营业利润	994	2045	7898	10459	12912
营业外收入	15	24	24	24	24
营业外支出	45	622	180	222	267
利润总额	965	1447	7742	10261	12669
所得税	377	402	1703	2257	2534
税后利润	588	1045	6039	8003	10135
少数股东损益	64	-168	121	400	763
归属母公司净利润	524	1213	5918	7603	9372
EBITDA	1666	2199	8310	10884	12990

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	15.8	70.3	64.9	19.1	7.7
营业利润(%)	115.1	105.6	286.3	32.4	23.5
归属于母公司净利润(%)	107.8	131.5	387.8	28.5	23.3
获利能力					
毛利率(%)	60.5	65.8	69.4	70.8	71.9
净利率(%)	3.9	5.4	15.9	17.1	19.6
ROE(%)	2.3	4.1	19.2	20.3	20.4
ROIC(%)	2.2	3.1	18.1	19.3	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	34.6	25.4	22.5	18.3
流动比率	1.4	1.1	1.6	2.4	3.6
速动比率	1.1	0.9	1.4	2.2	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.9	1.0	0.9
应收账款周转率	4.7	7.2	10.0	10.0	13.0
应付账款周转率	3.9	6.7	6.7	6.7	6.7
估值比率					
P/E	257.0	111.0	22.8	17.7	14.4
P/B	5.3	5.2	4.3	3.4	2.8
EV/EBITDA	83.3	61.3	15.8	11.3	8.7

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

倪爽、闫誉怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn