

世纪华通 (002602.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

胡文婧
食品饮料、
游戏行业
研究员

2026年5月29日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	14.79
总市值	1090.12亿
PE-TTM	17.35
PB-MRQ	3.38

估值结果

价值	1841亿
DDM估值 上行空间	69%
状态	低估
价值	1672亿
动态估值 上行空间	53%
状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

世纪华通为我国游戏出海龙头，拥有盛趣游戏（经典IP）、点点互动（海外创新）等分部。

公司成长空间星级较高，点点互动分部凭借在SLG+X、女性向二合等细分赛道的精准卡位与爆款复制方法论，预计未来5年收入CAGR达10-15%；其他游戏分部依托盛趣等成熟IP，增量空间有限但可预测性较高。公司盈利趋势较好，国内游戏业务虽处中部梯队，但手游出海已登顶龙一。随着其组织架构精简优化、AI赋能降本及汽车零部件业务剥离，盈利能力有望持续改善。公司产业格局较好，其在海外SLG、二合等细分赛道避开与巨头直接竞争，建立差异化优势；且游戏作为数字娱乐载体被替代风险较小。公司护城河深厚，主要体现在产品力（数值机制&题材创新）、技术优势（精准买量&AI工具赋能提效）和管理运营（团队海外经验&扁平化管理），护城河在长期被侵蚀的风险较小。

假设公司业绩增长来自SLG及二合爆款贡献、业务结构优化与AI赋能下盈利改善，当前处于低估状态。

我们区别于市场的观点

市场认为点点互动的爆款更多受益于SLG+X（策略融合）赛道红利，但我们认为其核心优势在于优秀数值机制、精细化买量及深度本地化，爆款复制能力已获《Kingshot》接棒验证，这为其SLG产品线的流水稳定性与盈利持续性提供保障。

另一方面，市场担忧公司2027年后收入增长的持续性，但我们看好其在二合（拖拽合成）赛道的布局。点点虽在LiveOps（实时运营）密度上暂不及该赛道龙一（柠檬微趣），但其在SLG赛道锤炼的买量能力与数值功底，正复用于《Tasty Travel》，有望驱动中长期持续贡献流水。

风险提示

若未来海外游戏市场竞争加剧，公司买量成本可能会超预期上升；若公司IDC业务（数据中心）发生资产减值，或对净利润形成扰动；若海外地缘政治风险加剧，可能影响公司在当地市场的正常运营与推广。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

世纪华通成立于2005年，2011年在深交所上市。公司原以汽车零部件业务起家，2014年起通过收购七酷网络、天游软件、点点互动和盛趣游戏，转型为游戏公司。2024年11月公司因商誉&收入造假（2018-2022年财务报告存在虚假记载，包括商誉减值违规和收入虚增），被实施ST风险警示；2025年11月正式摘帽。目前公司旗下点点互动分部聚焦手游出海，在海外SLG和休闲游戏赛道占据领先地位；而盛趣游戏分部手握经典IP，是国内游戏业务的重要压舱石。

2. 业务介绍

对于世纪华通公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

点点互动分部：

该业务竞争市场界定为海外游戏市场。公司于2015年开启对点点互动的收购，2018年2月完成100%股权交割。点点互动以策略类（SLG）游戏见长，并成功拓展至女性向二合（即通过合并两个相同物品生成更高级物品的休闲玩法，由三消品类迭代而来）游戏。代表产品包括《Whiteout Survival》、《Kingshot》及《Tasty Travel》等。

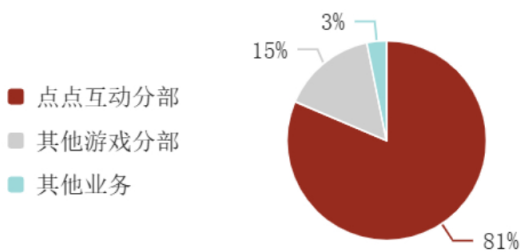
其他游戏分部：

该业务竞争市场界定为国内游戏市场，主要包括盛趣游戏、天游软件和七酷网络。公司于2014年起先后收购七酷网络、天游软件，2019年完成对盛趣游戏100%股权收购。盛趣游戏（原盛大游戏）拥有《热血传奇》、《龙之谷》等经典IP，产品以MMO（大型多人在线）及动作竞技品类为主。

其他业务：

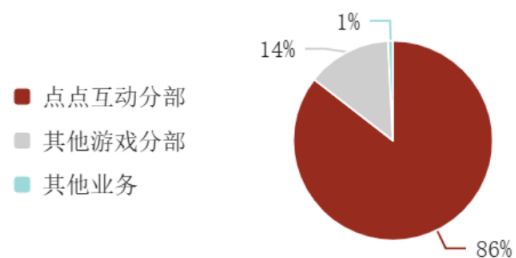
该业务主要包括汽车零部件（公司以该业务起家，自2014年转型游戏主业后持续剥离，目前收入占比仅4%）以及IDC数据中心。数据中心项目在上海和深圳均有落地，其中上海松江项目原规划4万台机柜、已建成北区并实现盈利；深圳数据中心项目原规划1.2万台机柜、正稳步推进建设。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

世纪华通为我国游戏出海龙头，商业模式呈现“一低三高”特征（资产强度较低，但在研发高端度、营销强度及供应商集中度上均保持较高水平）。公司通过高强度研发打造精品数值与本地化内容，并通过高买量精准获取海外核心用户；供应商集中度高，系流量平台与应用商店的市场格局所致。该模式构筑了其在SLG及二合赛道的竞争壁垒，支撑出海爆款的持续产出。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度处于较低水平，2025年末其固定资产+在建工程占总资产比重仅3.6%，符合游戏行业轻资产运营的共性特征。游戏公司的核心资产主要为IP、软件著作权及研发团队等无形资产，固定资产占比较低。公司自转型以来，已逐步将资源集中于游戏研发与发行，IDC等重资产业务占比较小，故整体资产结构较轻。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发高端度较高，2025年技术人员的人均薪酬达69万元/年。公司早期以代理运营为主，2020年后逐步转向自研，持续加大研发投入。2023年起公司通过精简组织架构与AI赋能（如在场景原画、音乐音效等环节提效），研发费用率有所优化，但研发人员薪酬仍维持在行业中上游水平。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度高，2025年销售费用率达38.3%。这既体现游戏行业买量竞争激烈的共性，也反映了公司业务特性：点点互动以出海SLG为主，SLG作为重度品类，需精准定位高价值用户、制作高品质买量素材；且欧美等成熟市场的单位获客成本较高。近年来公司虽通过AI优化买量模型、提效素材生产，但受制于新品上线期集中投放等因素，销售费用率仍维持较高水平。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司供应商集中度较高，2025年前五名供应商采购额占年度采购总额约62%。国内买量平台（如字节跳动、腾讯广告）以及应用商店（如苹果、华为等）的市场集中度较高，导致游戏行业的供应商集中度普遍偏高。另外，公司近年来海外收入占比提升，海外买量依赖Meta、TikTok等平台，渠道分成也集中于苹果、谷歌，进一步推高了其供应商集中度。

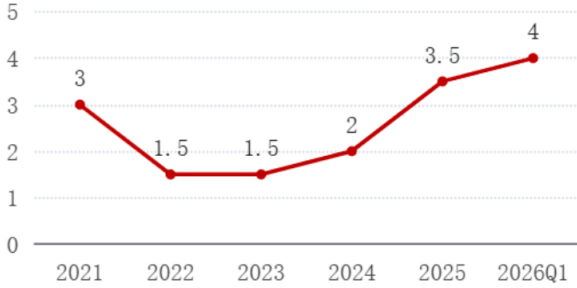
4. 历史经营绩效

公司近年经营绩效呈现“先抑后扬、轻装上阵”特征。受商誉减值与版号压制，2021-2023年业绩低迷；后通过代理转自研、内部架构变革及IP整合，2024年起盈利与成长能力显著修复。此外，公司业务控制力稳中有升，股东回报能力自2025年起明显改善，整体进入高质量运营阶段。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



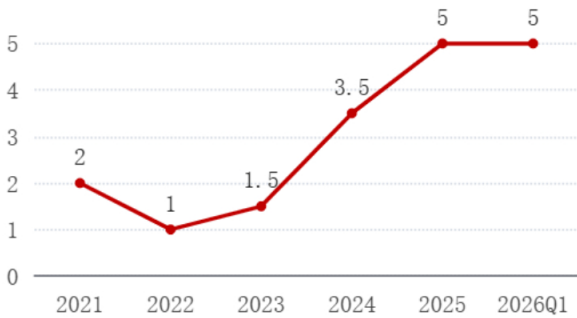
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司盈利能力先陷困境后显著修复, 2025年公司扣非净利率提升了7.6个百分点至14.9%。其中, 2022-2024年盈利能力较低, 主要系海外收入占比提升导致销售费用率上行; 叠加2022年计提大额资产减值65亿元(包括商誉54亿、长期股权投资7亿)。2025年起盈利能力显著修复, 得益于内部架构精简、AI赋能降本增效, 以及汽车零部件业务的持续剥离。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



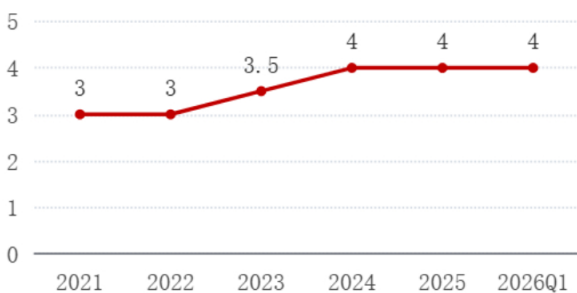
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司成长能力同样呈修复态势, 2025年营业收入增速达67.5%。其中, 2021-2023年成长能力低迷, 系受国内版号阶段性停发、代理产品《阿瓦隆之王》&《火枪纪元》终止合作的影响。而2024-2025年的持续改善, 系国内游戏行业复苏、代理转自研战略成功(打造《Whiteout Survival》&《Kingshot》等爆款), 以及盛趣完成IP整合后有效打击了私服盗版。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



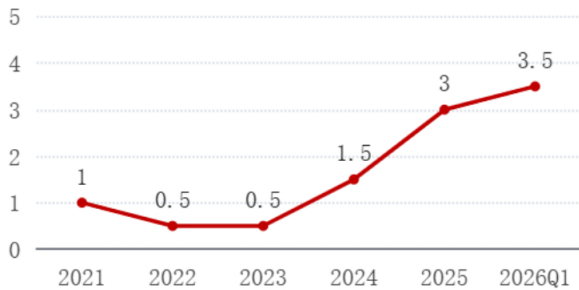
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司业务控制力稳中向好, 盈利质量扎实, 2025年经营性现金流净额/净利润比例达149.8%。一方面, 游戏的预付充值模式(如虚拟货币或道具)使得现金回流先于服务提供, 这为行业奠定了良好的现金流基础。另一方面, 公司加强应收管理, 爆款产品流水强劲, 保障业务控制力处于行业中上游。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力近两年明显改善，当前处于较好水平。其中，2022-2024年因母公司未分配利润为负未分红；随着2025年起盈利能力显著修复，经营现金流充裕，公司进行分红的意愿和能力有所增强。2025年其现金分红与当年度股份回购注销总额约14.4亿元，占同期归母净利润的25.7%。

5. 四维评级

公司成长空间星级较高，点点互动分部凭借在SLG+X、女性向二合等细分赛道的精准卡位与爆款复制方法论，预计未来5年收入CAGR达10-15%；其他游戏分部依托盛趣等成熟IP，增量空间有限但可预测性较高。公司盈利趋势较好，国内游戏业务虽处中部梯队，但手游出海已登顶龙一。随着其组织架构精简优化、AI赋能降本及汽车零部件业务剥离，盈利能力有望持续改善。公司产业格局较好，其在海外SLG、二合等细分赛道避开与巨头直接竞争，建立差异化优势；且游戏作为数字娱乐载体被替代风险较小。公司护城河深厚，主要体现在产品力（数值机制&题材创新）、技术优势（精准买量&AI工具赋能提效）和管理运营（团队海外经验&扁平化管理），护城河在长期被侵蚀的风险较小。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较高。点点互动分部依托SLG+X（策略融合玩法，即休闲玩法前置引流、SLG内核深度变现）及二合赛道持续渗透，未来5年收入CAGR预计达10-15%；其他游戏分部以盛趣《热血传奇》等成熟IP为主，未来5年收入CAGR预计仅在0-5%；但其核心用户付费习惯稳定，收入可预测性较高。

点点互动分部(3.5星)：

该业务成长空间较高，未来5年收入CAGR预计10-15%。公司深耕SLG+X及女性向二合细分赛道，旗下《Whiteout Survival》、《Kingshot》最高位列中国手游出海收入榜第一、第二名；并成功向二合赛道延伸（《Tasty Travel》爬升至赛道Top3）。可预测性方面，海外游戏市场已进入成熟期，行业收入可预测性较高；但公司新游表现受玩家偏好迭代、内容创新速度影响，自身可预测性一般。

其他游戏分部(2.5星)：

该业务成长空间一般。一方面，盛趣以《热血传奇》、《龙之谷》等经典IP为主，收入增量主要来自多端互通（端转手）及用户付费深挖，预计未来5年收入CAGR仅为0-5%。但另一方面，其核心玩家群体粘性较高、付费意愿稳定；且公司拥有成熟的运营体系，故收入可预测性较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好，国内游戏业务虽处中部梯队，但手游出海已登顶龙一。得益于SLG+X及二合赛道的持续渗透与爆款复制能力，出海份额仍有进一步提升空间。随着其组织架构精简优化、AI赋能降本及汽车零部件业务剥离，盈利能力有望持续优化。

点点互动分部(4星):

该业务盈利趋势较好。海外游戏行业整体集中度不高，但公司作为我国手游出海龙一，在中国厂商出海规模中市占率约16%。SLG赛道虽买量成本高，但公司已形成高效ROI模型，爆款产品进入成熟期后利润率提升。随着《Kingshot》接棒《Whiteout Survival》、二合新品爬坡，盈利能力有望继续优化。

其他游戏分部(3.5星):

该业务盈利趋势较好。盛趣等分部以经典MMO及动作竞技品类为主，国内端游及IP手游市场受腾讯、网易寡头压制，故公司仅处中部梯队（市占率约4.5%）。但另一方面，其凭借IP整合（如2023年解决《传奇》版权纠纷问题）及AI赋能研发，未来盈利能力有望改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。我国游戏行业品类繁杂，小型团队的进入门槛并不算高；但资金、人才和技术等核心要素，实则构筑了较高的成功壁垒。公司在海外SLG及二合赛道避开与腾讯、网易等巨头的直接竞争，建立差异化优势。此外，游戏作为满足即时娱乐与社交需求的核心载体，因其便捷性、强互动性与丰富的内容迭代，被其他娱乐形式完全替代的风险很小。

点点互动分部(4星):

该业务产业格局较好。海外手游市场的进入门槛虽不算高，但要从众多产品中脱颖而出并维持长期成功，对厂商的研发功底、持续运营和资金耐性提出了实质性考验。点点互动避开了射击、MOBA等主流赛道的消耗战，在SLG+X及二合等细分赛道建立起差异化优势。此外，手游作为一种成熟的数字娱乐形式，因其便捷性与强社交属性，被其他娱乐形式完全替代的风险很小。

其他游戏分部(4星):

该业务产业格局较好。尽管国内端游及经典IP手游的新团队入场已较为稀少，但要在这一领域站稳脚跟并实现长线运营，其所需的资本投入规模和生态构建周期，实则构成了一定壁垒。公司拥有《热血传奇》、《龙之谷》等经典IP，该品类的差异化程度虽不强，但依托“情怀向”玩家形成的社群生态与沉浸式体验，被替代的风险较小。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚，体现为产品力（题材创新&数值机制）、技术优势（精准高效买量&AI工具赋能提效）与管理运营（团队海外运营经验&扁平化管理）的综合优势。公司已形成“自研-发行-运营”一体化能力，在SLG+X赛道具备先发优势，并在二合赛道快速追赶，护城河在长期被侵蚀的风险较小。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
点点互动分部	<p>(4.5星) 该业务护城河深厚。公司为我国手游出海龙一，在中国厂商出海规模中市占率达16%，具备显著超额收益。该业务经壹评级调整的ROE、ROIC分别为44.6%、40.5%，游戏为轻资产运营模式，周转率本身较高；且公司凭借精品化自研+变革提效，盈利能力持续优化。此外，其业务控制力较好，游戏预付费模式保障现金流；且爆款产品流水强劲，盈利质量扎实。</p>	<p>(4.5星) 该业务的护城河持续性优秀，主要具备产品力、技术优势及管理运营护城河。首先，公司具备精准选择并定义细分赛道的能力，但其依赖于对新用户偏好的敏锐捕捉；在海外玩家偏好快速迭代的背景下，产品力未来或有被侵蚀的可能性。其次，公司较早布局AI买量模型，持续优化投放效率与素材生产，预计技术优势在长期被侵蚀的可能性较小。最后，公司核心团队具备深厚的海外本地化运营经验，组织架构扁平、决策高效，这套管理运营体系在长期被侵蚀的可能性较小。</p>
其他游戏分部	<p>(3星) 该业务护城河一般。国内游戏市场呈腾讯、网易双寡头格局，公司仅处于中部梯队，市占率约4.5%。其业务控制力一般，端游及IP授权金虽能贡献稳定现金流；但部分联运手游依赖渠道结算周期，现金流可控但非行业最优。不过，该业务仍具备一定超额收益，经壹评级调整的ROE、ROIC分别为16.7%、17.4%。经典IP虽面临用户代际老化，但通过IP版权整合、多端互通等举措，近年来盈利能力逐步改善。</p>	<p>(4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备产品力、技术优势及管理运营护城河。首先，《热血传奇》、《龙之谷》等经典IP积淀深厚，核心玩家付费意愿稳定；但用户存在代际老化问题，未来新用户吸引力下降，产品力或有被侵蚀的可能性。其次，公司运用AI技术优化客服与安全监测，实现运营降本增效，预计技术优势在长期被侵蚀的可能性较小。最后，公司在传奇类IP领域长期积累，已建立起成熟的授权管理与市场净化机制，能够有效遏制私服盗版对正版收入的冲击，这套管理运营护城河在长期被侵蚀的可能性较小。</p>

数据来源：壹评级

6. 公司估值

假设公司未来业绩增长来自SLG及二合赛道爆款贡献、高毛利自研产品占比提升，以及AI赋能下的盈利端持续优化，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，公司当前处于低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：点点互动分部、其他游戏分部及其他业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务一：点点互动分部

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年海外游戏市场规模CAGR为5-10%。成熟市场（如美日韩）用户规模趋稳，增量主要来自新兴市场渗透率提升及品类融合（SLG+X、二合）带来的ARPU增长。

2) 公司市占率：公司核心产品包括《Whiteout Survival》（WOS）、《Kingshot》（KS）及《Tasty Travel》（TTM）。参照同类头部产品生命周期规律，关键假设包括：

WOS（冰雪末日SLG）：与《Last War》在买量、本地化、数值三方面基本对齐。《Last War》（FUNFLY，新加坡）虽晚上线6个月但达峰更快（早期饱和买量），而WOS节奏更稳，前期积累高留存率用户，2025年月流水逐渐追平，稳居该赛道收入榜Top2。故峰值取《Last War》峰值1.7亿美元×系数1.1（体现WOS后期蓄水池效应），约为1.87亿美元。当前WOS已进入峰值平台期，预计高位运行18-24个月，2027年后月流水衰减速度约2-3%。

KS（中世纪题材SLG）：复用WOS方法论，但考虑到中世纪题材在亚太市场渗透弱于冰雪末日，故峰值取《Last War》峰值×系数0.85，约1.44亿美元。预计KS于2026年下半年达峰，峰值平台12-18个月，2028年后月衰减幅度2-3%。

TTM（二合赛道）：对标柠檬微趣《Gossip Harbor》。二合品类依赖情感养成与实时运营（LiveOps，即持续内容更新与活动策划），TTM在LiveOps密度上约为对手的1/3，RPD（每下载量对应收入）仅为《Gossip Harbor》的1/3至1/2，但胜在买量优势与本地化运营能力。故峰值取《Gossip Harbor》的预估峰值1.2亿美元×折扣0.5-0.6，约6-7千万美元。预计TTM于2026年下半年至2027年上半年达峰，峰值维持12个月以上，2028年后月衰减参考《Gossip Harbor》历史曲线约1-2%（二合赛道侧重情感投入沉淀，起量虽慢，但剧情驱动下用户留存较高）。

经综合测算，公司在中国手游出海厂商规模中的市占率有望从当前的16%提升至稳态的23%。

盈利能力假设：随着高毛利自研产品占比提升，SLG品类方法论日趋成熟（可复用成功产品的框架、技术架构与运营经验）；叠加AI工具赋能美术创作、代码研发等全流程（内容生产提效60-80%），该业务经营性净利率预计从当前的17%提升至稳态的21%。

业务二：其他游戏分部

收入假设：

- 1) 行业端：预计未来5年国内游戏市场规模CAGR为5-10%。用户规模已见顶，增量主要来自人均游戏支出（ARPU）的提升，以及多端互通（端转手、云游戏）对存量用户的深度挖掘。
- 2) 公司市占率：该业务以盛趣游戏为核心，拥有《热血传奇》、《龙之谷》等经典IP，产品覆盖端游与手游。国内游戏市场呈腾讯、网易双寡头格局，公司处于中部梯队，凭借IP版权整合、多端互通等举措，预计未来市占率基本稳定在4.5%左右。

盈利能力假设：考虑到公司持续精简管理层级、缩减低效游戏项目与研发人员，叠加AI工具在客服、安全监测等环节的降本应用，该业务经营性净利率预计从当前的10%提升至稳态的16%。

业务三：其他业务（汽车零部件、IDC数据中心等）

收入假设：该业务收入占比较低（约4%），主要包括汽车零部件（公司正主动剥离）及IDC数据中心（上海、深圳）。预计未来5年该业务收入呈小幅下滑态势，系公司持续聚焦游戏主业、主动收缩非核心业务。

盈利能力假设：随着汽车零部件业务占比下降，该业务整体盈利能力有望改善；但IDC业务面临价格竞争与上架率波动，盈利贡献存在一定不确定性。综合来看，预计该业务经营性净利率将从6%小幅提升至稳态的7%。

表2: 公司整体业绩预测

世纪华通	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	132.8	226.2	379.0	464.2	495.6	523.1	549.6	574.9
归母净利润(亿)	5.2	12.1	56.1	76.8	87.7	98.0	105.3	111.7
归母净利润增速(%)	107.8	131.6	361.7	36.9	14.2	11.8	7.4	6.1
经营性净利润(亿)	5.6	18.5	58.7	80.2	92.1	99.0	106.5	113.0
经营性净利润增速(%)	109.4	229.8	217.2	36.6	14.8	7.5	7.6	6.1
经营性归母净利润(亿)	5.0	21.5	57.6	78.6	90.2	97.0	104.4	110.7
经营性归母净利润增速(%)	108.3	329.5	167.8	36.6	14.8	7.5	7.6	6.1

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

点点互动分部	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	58.7	149.7	296.2	378.1	408.6	435.3	461.1	485.6
收入增速(%)	57.0	154.8	97.9	27.7	8.1	6.5	5.9	5.3
经营性净利润(亿)	5.4	15.6	51.1	68.8	80.1	86.7	93.3	100.0
经营性净利率(%)	9.1	10.4	17.3	18.2	19.6	19.9	20.2	20.6
经营性净利润增速(%)	120.8	190.7	228.0	34.6	16.5	8.2	7.6	7.2
其他游戏分部	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	54.1	60.1	65.5	71.3	72.3	73.2	74.1	74.9
收入增速(%)	2.7	11.0	9.0	9.0	1.3	1.3	1.2	1.1
经营性净利润(亿)	1.8	2.8	6.6	10.6	11.1	11.2	11.7	12.0
经营性净利率(%)	3.3	4.7	10.1	14.9	15.3	15.3	15.7	16.0
经营性净利润增速(%)	105.4	56.3	137.2	60.2	4.2	0.9	4.3	2.8
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	20.0	16.5	17.4	14.8	14.6	14.5	14.4	14.3
收入增速(%)	-18.8	-17.7	5.4	-14.9	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7
经营性净利润(亿)	-1.5	0.1	1.0	0.8	0.9	1.1	1.6	1.1
经营性净利率(%)	-7.7	0.8	5.6	5.4	5.9	7.8	11.0	7.4
经营性净利润增速(%)	-61.7	108.4	646.9	-17.1	7.7	31.7	40.3	-33.7

数据来源: 壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
其他业务	-0.6%	中低-	一般	一般	7.8%	7.41	1.1
点点互动分部	3.4%	中低	较好	强	8.3%	15.78	100.0
其他游戏分部	1.0%	中低	较好	较强	8.3%	11.38	12.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
其他业务(亿)	10.6	5.8	16.5	3.8	-	-	20.3
点点互动分部(亿)	276.1	1148.6	1424.7	65.4	-	-	1490.1
其他游戏分部(亿)	47.3	99.3	146.6	14.5	-	-	161.1
公司整体测算(亿)	334.0	1253.8	1587.8	83.7	-	-	1671.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
其他业务(亿)	18.4	5.2	23.6	3.8	-	-	27.4
点点互动分部(亿)	825.5	737.0	1562.5	65.4	-	-	1627.9
其他游戏分部(亿)	112.3	58.7	171.0	14.5	-	-	185.4
公司整体测算(亿)	956.2	800.9	1757.0	83.7	-	-	1840.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。一方面，游戏行业的榜单排名、流水数据在第三方平台可获得、具备可跟踪性，为盈利预测提供了一定基础。但另一方面，公司未来业绩依赖于新游表现，新游在版号审批（国内业务）、开发进度及上线后流水表现上均存在不确定性。此外，出海业务受海外玩家偏好变化、买量成本波动及地缘政治等因素影响，业绩可预测性有限。综上，我们对公司估值的确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。