

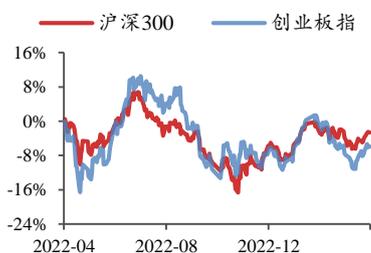
2023年04月07日

开源晨会 0407

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	3.286
综合	1.228
有色金属	1.160
国防军工	1.144
通信	1.071

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-3.281
计算机	-1.778
食品饮料	-1.629
煤炭	-1.316
非银金融	-1.032

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【固定收益】道氏转 02 投资价值分析：进军锂电的陶瓷龙头——固收专题-20230406

【金融工程】大类盘点：白酒基金——基金研究系列（18）-20230406

行业公司

【非银金融】寿险供需有望接力改善，Q1 NBV 同比或超市场预期——上市险企 2022 年报综述暨一季报前瞻-20230406

【纺织服装：森马服饰(002563.SZ)】2022 年业绩承压，期待轻装上阵&开店下业绩修复——公司信息更新报告-20230406

【计算机：宝信软件(600845.SH)】现金流持续改善，智能制造+IDC 扩张可期——公司信息更新报告-20230406

【家电：JS 环球生活(01691.HK)】宏观环境及费用率短期提升扰动 2022 年业绩，SharkNinja 分部市占率稳步提升——港股公司信息更新报告-20230406

【传媒：创梦天地(01119.HK)】Fanbook 结合 AIGC 技术或进一步打开商业化空间——港股公司信息更新报告-20230405

【传媒：心动公司(02400.HK)】自研游戏有望增强与 TapTap 协同，并带来业绩增量——港股公司信息更新报告-20230405

研报摘要

总量研究

【固定收益】道氏转 02 投资价值分析：进军锂电的陶瓷龙头——固收专题-20230406

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

正股分析：进军锂电的陶瓷龙头

道氏技术聚焦新材料业务，全力拓展新能源赛道，从单一陶瓷材料业务发展形成“碳材料+锂电材料+陶瓷材料”三大业务板块共同发展的新格局。

丰富碳材料产品，研发新技术。公司碳材料产品主要为石墨烯导电剂和碳纳米管导电剂，产品种类丰富，包括碳纳米管粉体、碳纳米管浆料、石墨烯浆料、复合浆料等，并在负极材料也有布局。单壁碳纳米管是硅碳负极规模化应用所必需的核心材料，公司第五代单壁管产品的管径（1-4nm）和纯度（>99%）处于行业领先水平，目前已给客户送样。公司已建立涵盖催化剂、碳纳米管粉体、粉体纯化、高纯粉体、导电浆料、NMP回收等完整的导电剂供应链体系，一体化布局将为公司的导电剂提供成本优势。公司还通过参股公司布局氢能源燃料电池。

扩充三元材料产能，布局钠离子前驱体。公司的锂电材料主要是三元前驱体、钴盐、电解铜。公司已形成“英德+龙南+芜湖”三大三元前驱体生产基地，发行转债募资新建年产 10 万吨三元前驱体项目，提升三元产品供应能力。公司积极布局钠离子电池，2022 年钠离子前驱体产品已经实现批量出货，新建产线也可用于扩大产能。公司建立了一套包括原材料采购、湿法冶炼、钴盐及三元前驱体的生产和销售在内的完整钴产品产业链，并通过海外控股子公司实现了海外铜、钴矿等原材料的稳定供应。公司与行业内优质客户建立了合作关系，并积极拓展海外业务。随着“双碳”政策加速落地，新能源汽车渗透率不断提升，三元材料高镍化技术路线明确，高性能三元前驱体市场空间广阔。

建筑陶瓷业务稳定发展。陶瓷材料的主要产品为陶瓷墨水和陶瓷釉料，主要用于建筑陶瓷行业。公司是建筑陶瓷材料行业的龙头企业，能够提供全品类釉面材料、陶瓷材料全业务链服务。陶瓷墨水作为公司的核心产品，规模优势和技术优势明显，行业地位突出，处于国产陶瓷墨水的第一梯队。建陶行业产能有所出清，格局向头部企业集中。2023 年房地产市场呈企稳回升态势，1-2 月房地产竣工同比+8%，随着保交楼政策推进，竣工数据有望进一步回升，提振建筑陶瓷行业需求。

转债分析：规模较大，债底保护一般

道氏转 02 发行规模 26 亿元，规模偏大，预计发行后流动性较好。转股对股本的摊薄压力较大，对流通股稀释率是 26.02%。正股的估值处于历史较低水平，截至 4 月 4 日，公司的 PE(TTM) 34.08X，处于近 5 年以来 33.98% 分位数；同行业可比公司估值中，公司估值处于中位水平。正股最近 100 周波动率是 52.88%，弹性较强。转债债底保护一般，面值对应的 YTM 为 3.18%，纯债价值是 82.80 元，债底保护一般；平价为 101.42 元，上市交易后大概率是偏股型转债。转债条款常规设置，不能破净下修，到期赎回价 115 元。参考评级、平价相近的中辰转债，预计道氏转 02 溢价率在 25%-30% 左右，价格在 126.78-131.85 元，预计中签率在 0.006480%-0.00778000% 之间。

风险提示：主要产品和原材料价格波动；行业产能过剩；经营规模扩张带来的管控风险及未来资本性支出较高。

【金融工程】大类盘点：白酒基金——基金研究系列（18）-20230406

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001

白酒基金热度再起

经过一年时间的调整，白酒板块的估值于 2022 年逐步回归到历史均值以下，并且在 9 月末一度触及均值一倍

标准差以下，接近 2019 年白酒行情启动前的水平。白酒板块的配置价值重新凸显，基金对白酒板块的配置比例开始回升。截至 2022 年年报，所有股票类基金中，持有白酒板块股票占净值比例均值为 5.44%。其中，持有白酒 10% 以上的基金有 747 只，持有白酒 20% 以上的基金有 308 只。

截至 2022Q4 白酒基金数量 33 只，基金规模 2023 亿元。其中，100 亿以上的白酒基金有 5 只，规模最高的基金为易方达张坤所管理的易方达蓝筹精选（570.75 亿）。2022 年年报，33 只白酒基金白酒持仓占净值比平均值提升至 47.3%，其中“白酒含量”前三的基金为长城量化精选 A、大摩消费领航、工银丰盈回报 A，白酒持仓占净值比分别为 81.2%，79.7%，68.3%。

白酒基金收益与持仓分析

2022 年，33 只白酒基金平均收益为-15.4%，同期中证白酒指数收益率为-12.5%，仅 9 只白酒基金跑赢白酒指数。不过，在回撤控制方面，白酒基金普遍比白酒指数更为优秀，2022 年内，白酒基金平均最大回撤为-29.9%，同期白酒指数最大回撤为-33.2%，33 只白酒基金中，有 28 只的最大回撤小于白酒指数。截至 2023.03.31，白酒基金年内仅长城量化精选 A 跑赢中证白酒指数。

贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、洋河股份这五只股票是中证白酒的前五大权重股，也基本都是白酒基金持仓的“标配”。2022 年半年报中，权重白酒合计占白酒基金净值平均比例为 34.5%，非权重白酒合计平均持仓占比为 12.7%。在去年（2022 年）10 月底以来的反弹中，非权重白酒的表现优于权重白酒。

根据 2022 年年报，33 只白酒基金中，非权重白酒合计占净值权重最大的基金前三名分别为：长城量化精选 A（51.4%）、大摩消费领航（35.4%）、工银丰盈回报 A（31.6%）；若以白酒持仓中非权重白酒的占比排序，则排名前三的基金为：长城量化精选 A（63.2%）、银华明择多策略（55.3%）、工银丰盈回报 A（46.3%）。

白酒基金最新持仓

2022 年年报中，贵州茅台、泸州老窖依旧被全部 33 只白酒基金重仓持有，两只股票持仓占净值平均比例分别为 8.95%、8.40%，山西汾酒、洋河股份的减持基金数显著多于增持基金数。持仓基金数量较多的非权重白酒中，古井贡酒、今世缘的平均持仓占比提升明显，分别提升了 1.09%、0.60%。总体来看，白酒基金对非权重白酒配置比例明显增大，白酒持仓中非权重白酒的平均占比从 2022 年半年报的 18.2% 提升至 24.4%。

风险提示：基金评价模型基于公开的历史数据，市场未来可能发生变化；对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

行业公司

【非银金融】寿险供需有望接力改善，Q1NBV 同比或超市场预期——上市险企 2022 年报综述暨一季报前瞻-20230406

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002

2022 年报数据符合预期，转型效果有望在 2023 年体现。

上市险企 2022 年 NBV 同比分别为中国人寿-19.6%、中国平安-24.0%、中国太保-31.4%、新华保险-59.5%、中国人保-7.2%，整体符合市场预期。权益市场下跌拖累险企净利润同比及内含价值增长。财险端，头部险企受益于车险综合成本率改善，承保利润有所改善，中国财险 2022 年归母净利润同比+19.2%（中国人保+12.8%）超市场预期。我们预计 2023Q1 各险企 NBV 同比有望转正，同比增长幅度或受个险转型见效及银保渠道增长带动超市场预期，预计 2023Q1NBV 同比增速分别为：中国太保+18.6%、新华保险+13.1%、中国平安+8.0%、中国人寿+6.1%；归母净利润同比分别为：中国平安+88.8%、新华保险+47.5%、中国太保+28.4%、中国财险+16.5%、中国人寿+15.5%。近期监管调研负债成本事件有望在短期、长期均利好头部险企。国内经济企稳复苏利好资产端权益市场及长端利率，负债端代理人线下展业有望得到明显改善，需求改善有望持续。保险资产负债两端改善有望贯穿全年，首推估值

空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国太保,推荐寿险转型已全国推广的中国平安及负债端稳健且资产端弹性较大的中国人寿,推荐受益于香港市场改善的友邦保险。

投资收益负向偏差及 NBV 承压拖累 EV 增速,权益市场波动拖累归母利润

2022 年末上市险企 EV 及较年初变动分别为:中国人寿 1.23 万亿元/+2.3%、中国平安 1.42 万亿元/+2.0%、中国太保 5196 亿元/+4.3%、新华保险 2556 亿元/-1.3%、中国人保 3464 元/+1.4%。受到新业务价值同比承压以及权益市场波动拖累投资收益影响,上市险企内含价值增速有所放缓,上市险企投资回报差异分别为中国人寿-971 亿元、中国平安-405 亿元、中国太保-185 亿元、新华保险-178 亿元。权益市场波动拖累投资收益,上市险企投资收益同比分别为中国人寿-11.7%、中国平安-36.5%、中国太保-16.0%、新华保险-13.6%、中国人保-11.6%。

寿险: margin 下降拖累 NBV,新单表现分化,寿险转型效果显现

整体 NBV 同比符合预期,新业务价值同比承压主要系产品、渠道结构改变带来的 margin 下降。新单保费表现分化,各险企个险渠道新单保费均有承压,差异主要来自于银保渠道新单增速差异。2022 年上市险企银保渠道新单保费占比均较 2021 年有所提升,价值贡献占比分别提升至中国人寿 7.4%、中国平安 7.1%、中国太保 9.3%、新华保险 14.3%。产品价值率看,中国平安代理人渠道除短期险外险种均有下降。寿险转型方面,中国平安及中国太保披露活动率,中国平安提升 3.8pct 至 50.8%,中国太保提升 11.3pct 至 63.4%,改善幅度明显。

财险:车险维持高景气度,综合成本率有所分化

车险综改对保费压制于 2021 年 9 月解除,2022 年车险保费恢复增长,同时车险行业成本结构改善,恶性竞争减少,有助于头部险企优势扩大及市占率提升。非车险主要受健康险、农险等市场需求提升及有利政策带动保费增长。保费结构看,车险占比微幅下降,若成本率改善,非车险未来或成另一利润来源。财险综合成本率有所分化,平安财险上升 2.3pct 至 100.3%,太保财险下降 1.7pct 至 97.3%,人保财险下降 1.8pct 至 97.6%,主要差异由非车险中保证险及责任险带来,受疫情影响,平安财险保证险综合成本率为 131.4%,承保亏损 90 亿元,人保财险则受人伤赔付标准上升以及历史低质量业务拖累,综合成本率为 112.8%,预计后续均将随低质量业务出清有所改善。

风险提示:保险需求复苏不及预期;寿险转型进展慢于预期。

【纺织服装:森马服饰(002563.SZ)】2022 年业绩承压,期待轻装上阵&开店下业绩修复——公司信息更新报告-20230406

吕明(分析师)证书编号: S0790520030002 | 周嘉乐(分析师)证书编号: S0790522030002

2022 年业绩承压,轻装上阵&开店下期期待业绩修复,维持“买入”评级

公司 2022 年公司收入 133.31 亿元 (-13.54%),归母净利润 6.37 亿元 (-57.15%),,其中 2022Q4 收入 43.89 亿元 (-18.71%),归母净利润 3.66 亿元 (-32.76%),净利润下滑主要系线下零售环境波动及净闭店约 5%导致收入下滑、促销致毛利率承压,叠加存货跌价损失。我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测,预计 2023-2025 年归母净利润为 10.4/13.1/15.5 亿元(此前 2023-2024 年为 12.2/14.1 亿元),分别对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元,当前股价对应 PE 为 15.3/12.2/10.3 倍。公司 3 月零售流水同比高单增长,营运指标环比显著改善,继续看好公司休闲渠道优化、童装稳健增长,2023 年盈利能力逐步改善,维持“买入”评级。

儿童表现好于休闲,儿童门店调整较多,预计 2023 年童装驱动整体净开店

2022 年休闲服饰实现营收 42.82 亿元 (-14.83%),儿童服饰实现营收 89.33 亿元 (-13.04%)。从门店看,截至 2022 年底,总门店 8140 家(净闭店 427 家,数量同比-5%),休闲门店 2751 家(-72),新开 698 家/关闭 770 家,儿童门店 5389 家(-355),新开 424 家/关闭 779 家,童装净闭店较多主要系渠道优化调整,预计 2023 年零售复苏下整体门店净增加 200~300 家,其中 200 家为童装门店。

全域融合新零售背景下线上渠道收入基本持平，线上毛利率同比提升中单

2022 年线上收入 64.54 亿元 (-0.06%)，占比为 48.42%，基本持平主要系全域融合新零售下同款同价占比提升 10pct，专供款占比降低致线上毛利率同比提升中单。线下直营/加盟/联营收入分别为 11.53 亿元 (-17.65%)、52.69 亿元 (-22.74%)、3.39 亿元 (-45.48%)。从门店看，截至 2022 年底，直营/加盟/联营分别为 723/7336/81 家，同比-58/-76/-293 家，联营关店较多主要系从联营模式转为加盟。

盈利能力持续改善，存货规模有所增加，现金充足

盈利能力：2022 年毛利率为 41.27% (-1.29%)，休闲和儿童毛利率分别为 39.98%、41.88%，同比-0.15pct、-1.86pct。2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 32.6%/5.9%/2.95%/-0.5%，受收入下滑影响分别同比+2.54/+0.4/+0.16/+0.26pct，净利率为 4.8% (-4.86pct)。营运能力：2022 年末存货为 45.42 亿元 (+1.18%)，计提存货减值准备 6.95 亿元，应收周转天数 37 天 (-0.5)。经营活动净现金流为 11.76 亿元 (-43.35%)，下降主要系收入下滑，好于归母净利润主要系计提减值等非现金活动增加，2022 年逐季看经营性活动产生的净现金流净额由负转正。

风险提示：品牌运营不及预期，行业竞争加剧。

【计算机:宝信软件(600845.SH)】现金流持续改善,智能制造+IDC 扩张可期——公司信息更新报告-20230406

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

国内智能制造和 IDC 龙头，维持“买入”评级

考虑到疫情扰动短期业绩，我们小幅下调 2023-2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 27.26、33.73、41.65 亿元（2023-2024 年原值为 29.04、36.55 亿元），EPS 为 1.36、1.68、2.08 元/股（2023-2024 年原值为 1.47、1.85 元/股），当前股价对应 PE 为 42.3、34.2、27.7 倍，公司是国内智能制造和 IDC 龙头，有望持续受益宝武集团兼并重组机遇，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2022 年报，业绩平稳增长，经营质量改善

公司发布 2022 年报，公司实现营业收入 131.50 亿元，同比增长 11.82%；实现归母净利润 21.86 亿元，同比增长 20.18%；实现扣非归母净利润 20.94 亿元，同比增长 21.91%。公司经营质量持续改善，（1）公司盈利能力提升，2022 年公司净利率、毛利率分别提升 0.89、0.52 个百分点。（2）公司现金流大幅改善，2022 年经营活动产生的现金流量净额为 25.22 亿元，同比增长 30.78%，主要得益于公司进一步强化营运资金管理，经营收款率提高，及票据到期净承兑增加等因素。

智能制造：宝武智能制造空间广阔，行业扩张有望打开成长天花板

公司为宝武集团旗下唯一工业软件供应商，有望持续受益宝武集团兼并重组和智能制造升级机遇。据公司 2023 年度日常关联交易公告，预计 2023 年关联方营业收入为 102.3 亿元，同比增长 37.42%。同时公司完成全工序进口工控软件的国产替代，实现多个 PLC 项目的国产替代与规模应用，有望凭借领先的产品技术实力有望加速向钢铁行业外部扩张，打开成长天花板。公司 3 月 14 日已公告成立合资公司宝矿智能进军智慧矿山领域，未来持续看好公司行业扩张潜力。

IDC：AI 提升算力需求，公司全国布局放量可期

ChatGPT 等 AI 产品的加速应用显著提升算力需求。公司积极参与国家算力枢纽节点和国家数据中心产业集群建设，推进宝之云 IDC 各基地的建设运营，有望凭借客户资源禀赋、区位优势、有效供给能力等优势充分受益 AI 算力需求浪潮。

风险提示：宝武集团智能制造推进不及预期；IDC 客户上架不及预期等。

【家电：JS 环球生活(01691.HK)】宏观环境及费用率短期提升扰动 2022 年业绩，SharkNinja 分部市占率稳步提升——港股公司信息更新报告-20230406

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陆帅坤（联系人）证书编号：S0790121060033

2022 年营收保持平稳，SharkNinja 市场竞争力稳固，维持“买入”评级

2022 年公司实现收入 50.4 亿美元(-2.12%)，固定汇率下营收同比+0.6%，实现归母净利润 3.3 亿美元(-20.1%)。2022H2 实现收入 22.32 亿美元 (-0.32%)，固定汇率下营收同比+0.55%，实现归母净利润 1.64 亿美元 (-15.26%)。受汇率波动、成本以及费用上涨影响公司业绩短期承压，我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 3.32/3.96/4.46 亿美元（2022-2024 原值为 4.97/5.62/6.37 亿美元），对应 EPS 为 0.10/0.11/0.13 美元，当前股价对应 PE 为 10.1/8.6/7.6 倍。展望后续，考虑到新品/新市场拓展，SharkNinja 海外市场竞争力稳固，分拆和股权处理若处理顺利，价值有望得到重估，维持“买入”评级。

新品及渠道扩张下 SN 分部保持平稳增长，三大品类海外市场份额稳步提升

(1) 分品牌看，2022 年 Shark/Ninja/九阳品牌营收同比分别+2.17%/-3.19%/-6.93%，2022H2 同比分别+2.11%/-2.3%/-13.26%，Shark 品牌小幅增长，九阳品牌受汇率波动以及疫情等因素影响有所下滑。(2) 分品类看，2022 年烹饪/食物料理/清洁电器/其他营收同比分别-5.68%/-3.14%/-1.14%/+18.91%，吹风机、空气净化器等新品拉动其他产品增长。清洁电器在美国/英国市场份额分别提升 2.6pcts/1.2pcts，烹饪电器美国市场份额下降主系竞对低价去库存冲击，食物料理电器在美国/英国市场份额分别提升 2.7pcts/4.4pcts。

九阳分部受益结构优化毛利率同比提升，整体费用率提升扰动短期利润表现

2022 年公司毛利率 37.30% (-0.1pct)，九阳/SN 分部毛利率同比分别+1.55pct/-0.83pct，九阳受益产品结构优化。2022 年公司销售/管理/财务费用率分别同比分别-0.02pcts/+1.66pcts/+0.4pcts，管理费用率提升主系人员增加，财务费用率提升主系利率提升。综合影响下 2022 年公司净利率 7.09% (-1.07pcts)。

风险提示：分拆方案落地不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧等。

【传媒：创梦天地(01119.HK)】Fanbook 结合 AIGC 技术或进一步打开商业化空间——港股公司信息更新报告-20230405

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

新游戏及 Fanbook 驱动业绩释放在即，维持“买入”评级

公司 2022 年实现营业收入 27.34 亿元（同比+3.7%），归母净利润为-24.93 亿元（亏损同比扩大 1482.6%），其中游戏业务收入为 25.31 亿元（同比+10.2%），主要系公司核心游戏表现稳健，《梦幻花园》《梦幻家园》收入增长强劲所致。信息服务收入为 0.49 亿元（同比-83.1%），主要系公司主动减少了游戏广告及广告主投放预算下滑所致。IP 衍生品业务收入为 1.40 亿元（同比+281.4%），主要系 QQfamily 门店数量增加及其他销售渠道持续拓展所致。公司 2022H2 实现营业收入 13.52 亿元（同比+6.4%），归母净利润为-22.89 亿元（亏损同比有所扩大），主要系公司计提了游戏预付分成金减值及无形资产减值所致。基于公司游戏及 Fanbook 表现预期，我们上调 2023 年，下调 2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.95/4.11/7.46（2023-2024 前值为 1.35/5.94）亿元，对应 EPS 分别为 0.1/0.3/0.5 元，当前股价对应 PE 分别为 26.4/12.5/6.9 倍，我们看好公司新游戏上线表现，维持“买入”评级。

游戏基本盘稳健增长，储备游戏上线有望贡献可观业绩增量

2022 年《地铁跑酷》在 IOS 下载榜连续 33 天排名第一，《梦幻花园》《梦幻家园》全年日活用户付费贡献再创新高，《荣耀全明星》2022 年贡献流水超 10 亿，在运营游戏增长稳健。公司自研游戏《卡拉彼丘》《二之国：

交错世界》已获得版号，有望在 2023 年陆续上线。我们认为，公司自研游戏上线有望带来可观业绩增量，同时自研游戏收入占比的提升有望带来毛利率及净利率提升。

Fanbook 结合 AIGC 技术，有望进一步打开商业化空间

2022 年 Fanbook 用户数突破 1000 万，日活突破 100 万，且多个服务器用户数超百万。公司多款游戏已在 Fanbook 开设用户社区，有助于提高存量用户粘性，延迟公司游戏产品生命周期。此外，公司积极推进 AIGC 技术落地，已在 Fanbook 中接入 GPT4，赋能社区内容创作场景。我们认为，Fanbook 结合 AIGC 技术，有望提升企业生产力和生产效率，同时为公司打开新的商业化空间。

风险提示：新游戏上线表现不及预期、Fanbook 用户增长或商业化不及预期等。

【传媒：心动公司(02400.HK)】自研游戏有望增强与 TapTap 协同，并带来业绩增量——港股公司信息更新报告-20230405

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

游戏与 TapTap 收入快速增长，亏损大幅收窄，维持“买入”评级

公司 2022 年实现营业收入 34.31 亿元（同比+26.9%），归母净利润-5.53 亿（亏损同比收窄 35.9%），其中游戏业务收入为 24.53 亿元（同比+22.0%），主要系《香肠派对》收入显著增长及 4 款自研游戏上线所致。信息服务业务收入为 9.78 亿元（同比+41.3%），主要系受益于技术架构升级及机器学习算法增强带动 TapTap 中国版的用户量及收入同比显著提升所致。公司 2022H2 营业收入 18.37 亿元（同比+38.7%，环比+15.2%），归母净利润-1.67 亿（亏损同比收窄 68.9%，环比收窄 56.6）。基于对公司游戏产品预期，我们下调 2023-2024 并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.93/3.76/8.52（2023-2024 年前值为 1.05/4.22）亿元，对应 EPS 分别为 0.2/0.8/1.8 元，当前股价对应 PE 分别为 126.5/31.2/13.8 倍，我们看好公司自研游戏上线表现，维持“买入”评级。

TapTap 用户规模及活跃度保持快速增长，商业化空间或进一步打开

2022 年 TapTap 中国版 MAU 达 4145 万（同比+31.3%），游戏下载次数达 8.01 亿次（同比+38.3%），新增发帖数量为 820 万贴（同比+22.1%），得益于公司 2021 年以来对技术架构进行了一系列升级及机器学习算法的深度运用，TapTap 的游戏分发效率和广告系统分发效率明显提升所致。此外，TapTap 开发者服务（TDS）各产品和服务在 TapTap 国际版发布，目前每天使用 TDS 服务得活跃游戏超 1500 款。我们认为，TapTap 平台内容与“零分成”政策优势明显，有助于进一步丰富平台优质内容生态，驱动平台用户的持续增长，并进一步打开商业化空间。

游戏研发持续优化，储备自研游戏上线有望带来可观业绩增量

截至 2022 年 12 月，公司共有 854 名员工从事游戏研发（同比-416 人），且公司陆续终止或调整了 5 款规模较小或进度不理想的游戏。目前公司在研产品有 4 款，《火力苏打》《火炬之光：无限》将于 2023Q2 或 Q3 上线国内，《铃兰之剑》将于 2023Q2 或 Q3 于海外测试。公司优化自研项目带来成本效率提升的同时，也加快了自研游戏上线进程，自研游戏上线后有望为公司带来可观业绩增量。

风险提示：疫情和宏观经济影响存在不确定性，新游戏上线表现不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn