

盛天网络 (300494.SZ)

AIGC 赋能多元场景化数字娱乐平台长期成长

2023 年 06 月 29 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

田鹏（联系人）

fangguangzhao@kysec.cn

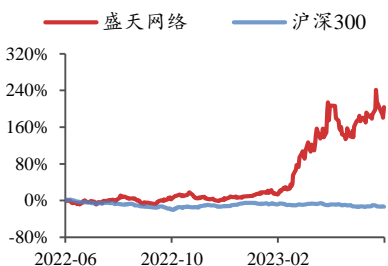
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790121100012

| | |
|--------------|-------------|
| 日期 | 2023/6/29 |
| 当前股价(元) | 43.49 |
| 一年最高最低(元) | 51.27/12.98 |
| 总市值(亿元) | 118.15 |
| 流通市值(亿元) | 96.37 |
| 总股本(亿股) | 2.72 |
| 流通股本(亿股) | 2.22 |
| 近 3 个月换手率(%) | 594.43 |

股价走势图



数据来源：聚源

● “平台+内容+服务”三大战略驱动增长，首次覆盖给予“买入”评级

我们看好公司借助网娱平台龙头地位，积极探索电竞酒店等线上线下一体化数字娱乐场景，并通过收购的精品 IP 运营公司天戏互娱及布局手游、独立游戏发行拓展成长边界。此外，公司深挖用户需求，带带电竞等社交产品有望持续带来业绩增量。我们预测公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 3.06/3.93/4.68 亿元，对应 EPS 分别为 1.13/1.45/1.72 元，当前股价对应 PE 分别为 38.6/20.0/25.2 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 平台：打造多元数字娱乐场景，电竞酒店或为核心线下娱乐场景

公司平台业务包含易乐游(网吧)、随乐游(云游戏)、易乐玩(在线游戏)、易乐途(电竞酒店)四大平台，涵盖线上线下多元娱乐场景。其中，电竞酒店行业处于爆发初期，根据《2022 电竞酒店行业大数据白皮书》，截至 2022 年底，全国专业电竞酒店数量 1.6 万余家，预期 2025 年左右达到 10 万家规模。公司专注提升市场渗透率，结合公司在网吧行业多年经验及领先地位，我们认为未来公司电竞酒店业务将迎来收入规模与渗透率的双重提升。

● 内容：优质 IP 构建基本盘，开辟游戏发行业务，打造游戏运营新引擎

公司通过收购天戏互娱获得了包括《三国志 11》、《大航海时代 4》在内多款经典光荣特库摩游戏 IP，并参与游戏的监修、海外推广运营等环节，从而创造可观收益。《三国志·战略版》、《三国志 2017》等游戏的流水表现持续亮眼，《大航海时代：海上霸主》等新游戏的推出或持续驱动业绩增长。游戏运营方面，公司开辟发行业务条线，聚焦手游与独立游戏，有望拓宽游戏业务边界。

● 服务：平台优势叠加 AIGC 赋能，带带电竞或成为后续业绩增长核心驱动力

带带电竞立足游戏社交，不断向泛娱乐化、垂直化、社交化方向拓展，同时有望与公司云游戏、P/UGC 内容创作、游戏发行、品牌联动等融合，打造更加综合的互动型社区。我们认为，基于平台优势及 AIGC 赋能有望带来的体验提升与潜在新的商业模式，带带电竞有望成为公司业绩增长核心驱动力。

● 风险提示：单一产品依赖的风险；新游戏表现不及预期、游戏行业政策风险等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,221 | 1,658 | 2,001 | 2,339 | 2,656 |
| YOY(%) | 36.3 | 35.8 | 20.7 | 16.9 | 13.5 |
| 归母净利润(百万元) | 125 | 222 | 306 | 393 | 468 |
| YOY(%) | 106.9 | 77.7 | 37.9 | 28.4 | 19.0 |
| 毛利率(%) | 23.5 | 27.3 | 29.3 | 31.0 | 31.0 |
| 净利率(%) | 10.2 | 13.4 | 15.3 | 16.8 | 17.6 |
| ROE(%) | 9.6 | 14.4 | 18.4 | 18.7 | 17.6 |
| EPS(摊薄/元) | 0.46 | 0.82 | 1.13 | 1.45 | 1.72 |
| P/E(倍) | 94.4 | 53.2 | 38.6 | 30.0 | 25.2 |
| P/B(倍) | 9.1 | 7.7 | 6.4 | 5.3 | 4.4 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 1、多元场景化互联网平台，“平台+内容+服务”三大战略驱动增长 | 4 |
| 1.1、公司概况：领先的场景化数字娱乐平台，“IP+游戏运营”双赋能 | 4 |
| 1.2、财务分析：营收保持稳定增长，IP 业务提振净利润增速 | 5 |
| 2、平台：打造多元数字娱乐场景，电竞酒店或为核心增长驱动力 | 7 |
| 2.1、线下场馆场景：赋能电竞酒店，提供一站式数字娱乐服务平台 | 7 |
| 2.2、线上娱乐场景：提供一站式云游戏 PaaS 解决方案 | 9 |
| 2.3、云游戏平台：加码技术投入和外部合作，打造领先平台 | 10 |
| 3、内容：天戏互娱优质 IP 构建基本盘，开辟游戏发行业务，打造游戏运营新引擎 | 11 |
| 3.1、IP 运营：优质 IP 资源丰富，持续贡献业绩 | 11 |
| 3.1.1、IP 游戏：移动游戏市场的主流 | 11 |
| 3.1.2、收购天戏互娱：光荣长期合作商，优质 IP 运营接棒增长新动力 | 12 |
| 3.1.3、重点 IP：《三国志》系列空前成功，《大航海》可期 | 14 |
| 3.2、游戏发行：布局手游与独立游戏发行，拓展游戏业务边界 | 16 |
| 4、服务：平台优势叠加 AIGC 赋能，带带电竞有望成为业绩增长核心驱动力 | 17 |
| 5、盈利预测与投资建议 | 21 |
| 5.1、关键假设 | 21 |
| 5.1.1、营业收入及毛利 | 21 |
| 5.1.2、期间费用率 | 21 |
| 5.2、盈利预测 | 21 |
| 5.3、估值 | 21 |
| 5.3.1、PE 与 PEG 估值法 | 21 |
| 5.4、投资建议及评价 | 22 |
| 6、风险提示 | 22 |
| 附：财务预测摘要 | 23 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1： 公司是国内领先的场景化数字娱乐平台 | 4 |
| 图 2： 公司形成平台、内容、服务三大核心战略 | 5 |
| 图 3： 公司股权结构集中 | 5 |
| 图 4： 2018-2023Q1 公司营业收入实现稳步增长 | 6 |
| 图 5： 公司归母净利润整体保持增长 | 6 |
| 图 6： 网络广告与增值业务及 IP 运营收入占比持续提升 | 6 |
| 图 7： 2022 年 IP 运营业务毛利率提升明显 | 6 |
| 图 8： 2021 年以来公司毛利率与净利率处于上升趋势 | 6 |
| 图 9： 公司研发投入逐步加大 | 7 |
| 图 10： 公司费用率整体呈下行趋势 | 7 |
| 图 11： 2018 年易乐游网娱平台市占率为 32.7% | 8 |
| 图 12： 国内专业电竞酒店数量在 2023 年预计扩大至 2 万家 | 8 |
| 图 13： 公司 2022 年互联网营销收入有所下滑 | 9 |
| 图 14： 公司网络游戏广告收入超越网络搜索收入 | 9 |
| 图 15： 公司易乐玩平台 2022 年 Q4 月活处于三年来最高水平 | 9 |
| 图 16： 公司易乐玩平台 2022 年 ARPU 值有所下降 | 9 |

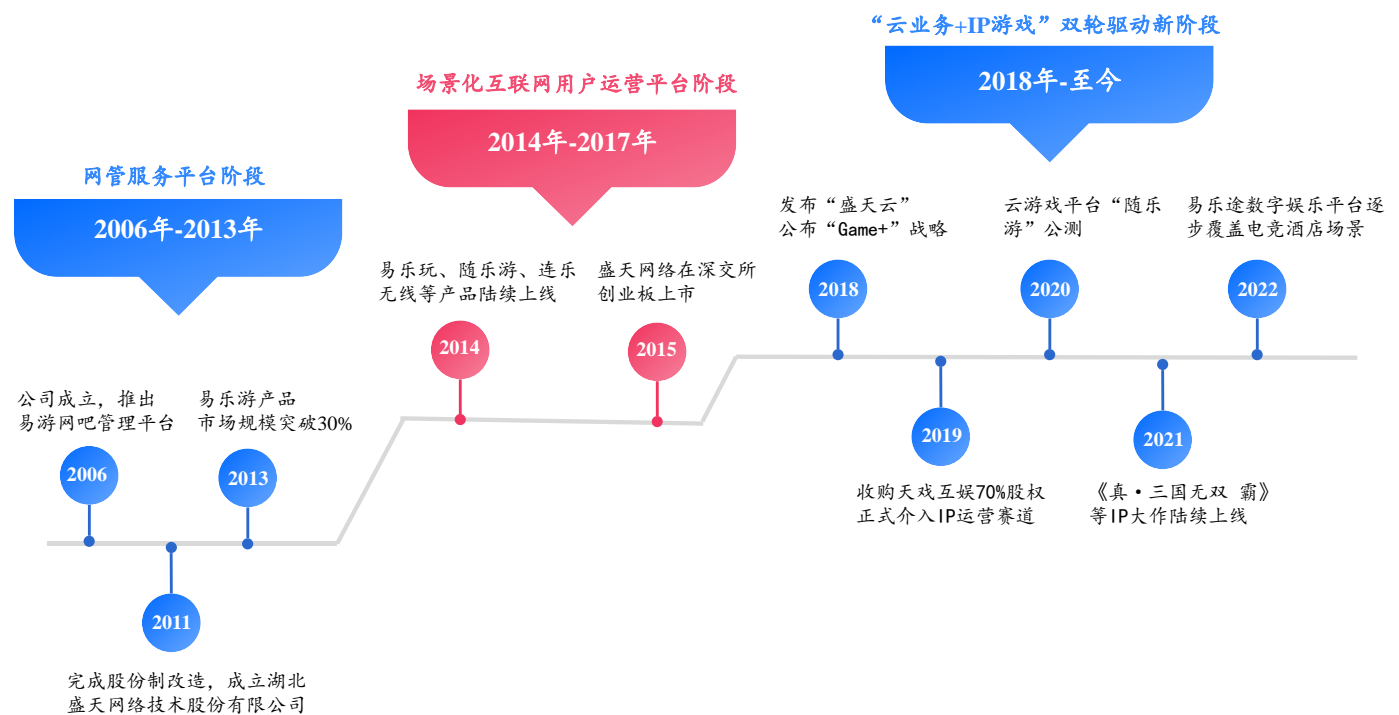
| | |
|--|----|
| 图 17: 预计 2025 年国内云游戏市场规模为 342.8 亿元..... | 10 |
| 图 18: 预计 2025 年国内云游戏月活为 2.5 亿人..... | 10 |
| 图 19: IP 改编移动游戏收入持续增长..... | 11 |
| 图 20: IP 改编移动游戏在移动游戏市场中占比较高..... | 11 |
| 图 21: TOP100 的 IP 游戏中海外 IP 的流水和数量占比都超四成..... | 11 |
| 图 22: 日韩为主要海外 IP 来源..... | 11 |
| 图 23: 天戏互娱收入增长较快..... | 12 |
| 图 24: 天戏互娱 2018 年以来净利润快速增长..... | 12 |
| 图 25: 光荣推出多个经典游戏 IP..... | 13 |
| 图 26: 《三国志》IP 游戏销量良好..... | 13 |
| 图 27: 《三国志·战略版》保持在 IOS 畅销榜前 20 名..... | 14 |
| 图 28: 《真·三国无双 霸》上线表现良好..... | 15 |
| 图 29: 《大航海时代: 海上霸主》有望 2023 年上线..... | 15 |
| 图 30: 公司布局手游与独立游戏发行业务..... | 16 |
| 图 31: 中国游戏技能社交市场规模持续增长..... | 17 |
| 图 32: 带带电竞涵盖游戏、娱乐等内容..... | 18 |
| 图 33: 带带电竞策划大量活动, 增强用户粘性..... | 19 |
| 图 34: 带带电竞娱乐社交内容不断丰富..... | 19 |
| 图 35: 带带电竞推出基于 AI 的声鉴玩法..... | 20 |
| 表 1: 2021 年 IP 改编移动游戏流水收入 TOP10 产品海外 IP 占一半..... | 12 |
| 表 2: 光荣特库摩 2018 年以来重点 IP 游戏..... | 13 |
| 表 3: 天戏互娱拥有或参与运营 IP 一览..... | 13 |
| 表 4: 公司 2023 年或有多款游戏上线..... | 16 |
| 表 5: 公司估值具备吸引力..... | 22 |

1、多元场景化互联网平台，“平台+内容+服务”三大战略驱动增长

1.1、公司概况：领先的场景化数字娱乐平台，“IP+游戏运营”双赋能

公司是国内领先的场景化互联网平台，当前业务重心逐渐从网络平台营销向 IP 及游戏运营转移，并已取得初步成效。公司的发展主要可以分为以下几个阶段：(1) 2006-2014 年，网吧管理服务阶段：公司于 2006 年成立并推出易游网吧管理平台，2013 年易乐游产品市场规模突破 30%，并保持市场地位至今。(2) 2014-2017 年，场景化互联网用户运营平台阶段：公司不断填充产品矩阵，上线易乐玩、连乐无线等产品，丰富用户运营场景。2015 年 12 月，盛天网络在深交所创业板挂牌上市。(3) 2018 年至今，“云业务+IP 游戏”双轮驱动新阶段：2018 年公司发布“盛天云”，推进多场景的数字化产业转变并抢占云游戏赛道先机，同时公布“Game+”战略，致力打造“平台+运营+内容+衍生”的游戏产业融合模式。2019 年收购天戏互娱 70% 的股权，正式介入 IP 运营赛道，为公司业绩增长带来全新增量。2020 年云游戏平台“随乐游”正式公测，并依托疫情期间对上网服务场景算力改造能力，一举获得 5G 游戏产业联盟“最佳行业应用奖”。

图1：公司是国内领先的场景化数字娱乐平台



资料来源：公司官网、新浪财经、人民资讯、游戏日报、开源证券研究所

目前公司已经形成了互联网营销及增值服务、游戏运营及发行、IP 运营等主要业务，同时形成平台、内容、服务三大核心战略。

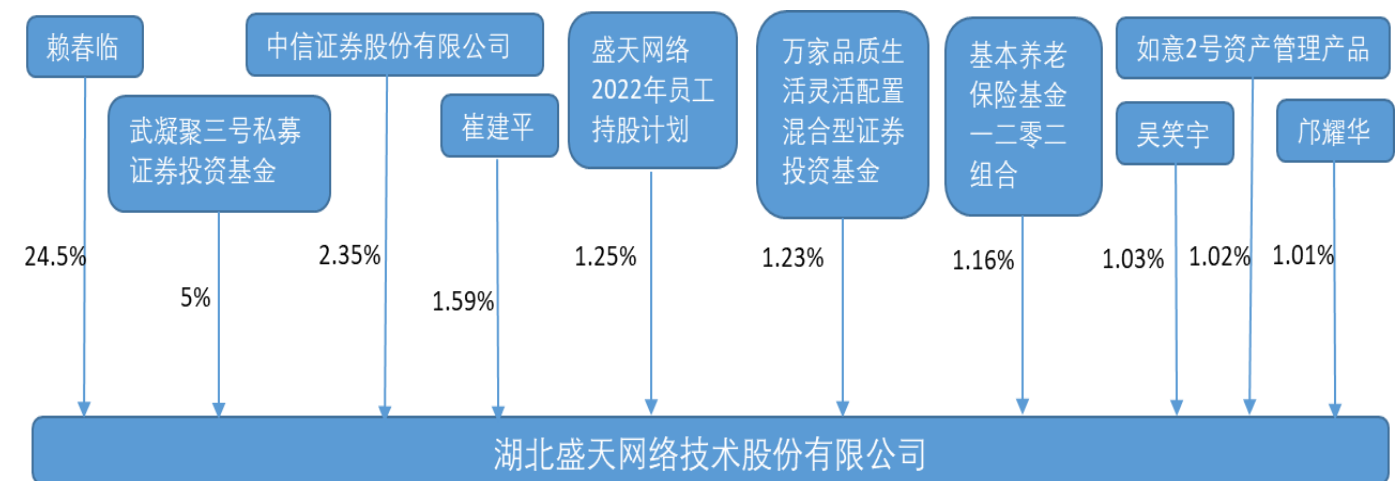
图2：公司形成平台、内容、服务三大核心战略



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权架构清晰，截至 2023Q1，公司第一大股东及实际控制人均为董事长赖春临，所持股份占公司总股本 24.5%。其次为玄武凝聚三号私募证券投资基金，持股比例为 5%。公司股权结构集中。

图3：公司股权结构集中

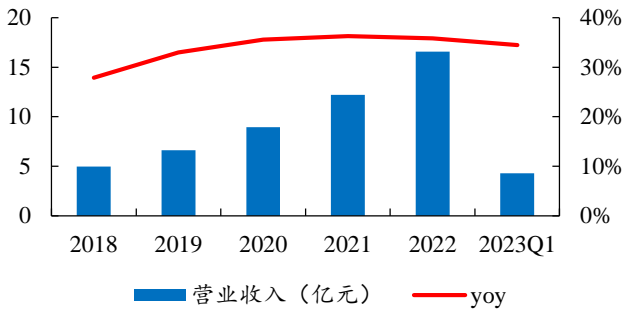


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、财务分析：营收保持稳定增长，IP 业务提振净利润增速

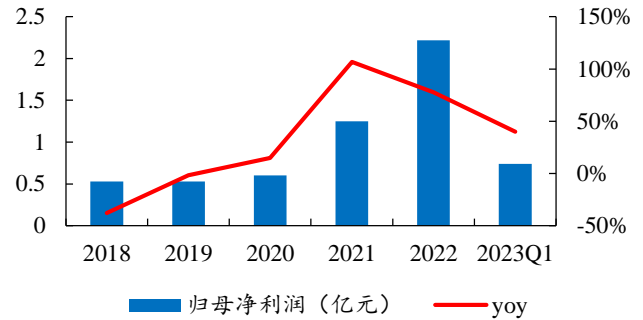
营业收入稳步增长，净利润保持高速增长。公司 2022 年实现营业收入 16.58 亿元，同比增长 35.83%；2018 年启动战略转型之后，公司归母净利润于 2020 年首次实现增速转正，此后归母净利润保持高速增长，2022 年录得归母净利润 2.22 亿元，同比增长 77.66%。主要系游戏和 IP 运营业务的持续增长所致。

图4：2018-2023Q1 公司营业收入实现稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

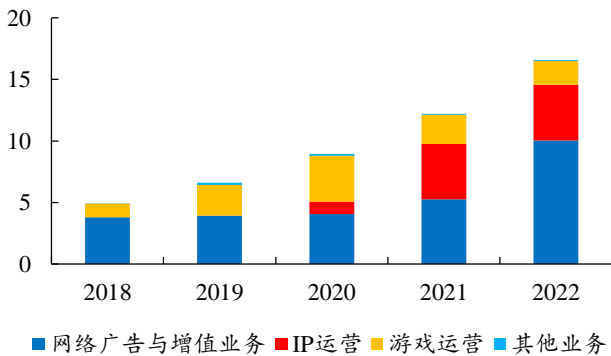
图5：公司归母净利润整体保持增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

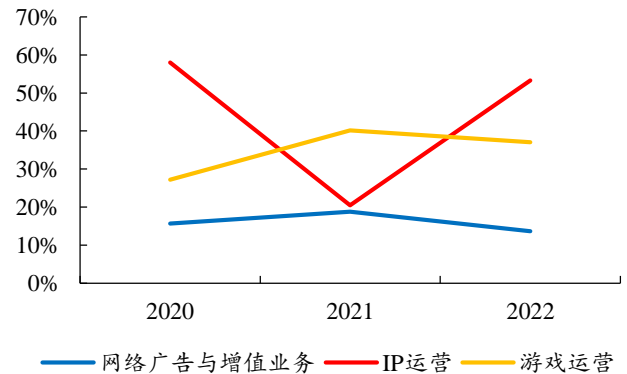
IP 运营收入占比明显提升，公司利润率有望持续提升。公司 2019 年收购天戏互娱后将 IP 运营业务纳入版图，截至 2022 年，营业收入中来自 IP 运营业务的收入为 4.52 亿元，同比增长 1%，收入占比从 2020 年的 11% 提升至 2022 年的 27%。主要系天戏互娱参与监修的明星产品《三国志·战略版》于 2021 年 1 月 7 日在港澳等海外地区上线，带来流水分成的持续增长。2022 年 IP 运营业务受益于《三国志·战略版》海外版利润释放，毛利率提升明显，驱动公司整体毛利率与净利率提升。未来随着公司发行业务开展，毛利率水平较高的游戏、IP 运营业务占比有望提升，带动公司盈利能力持续提升。

图6：网络广告与增值业务及 IP 运营收入占比持续提升



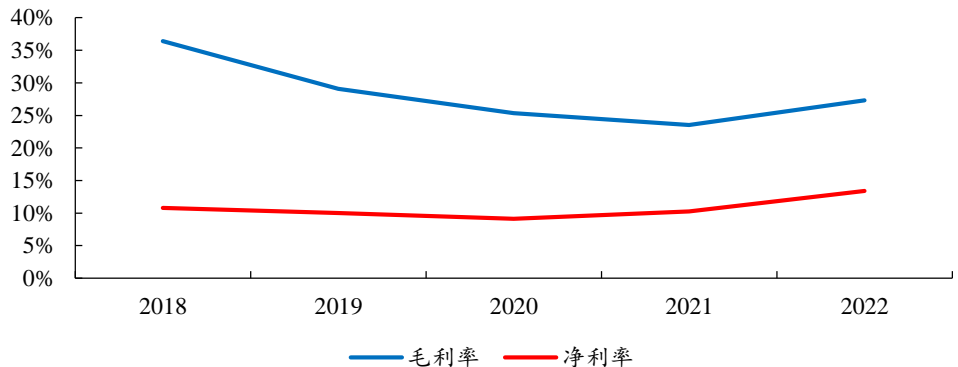
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022 年 IP 运营业务毛利率提升明显



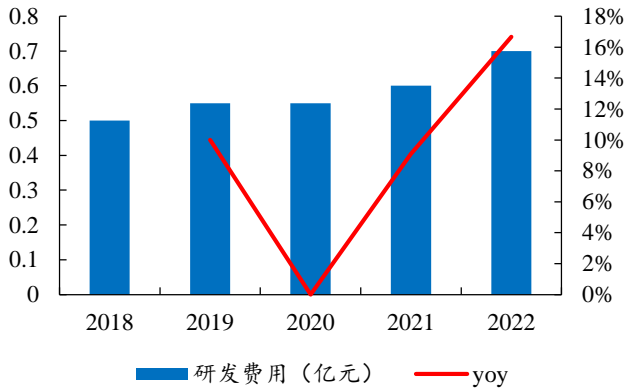
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021 年以来公司毛利率与净利率处于上升趋势

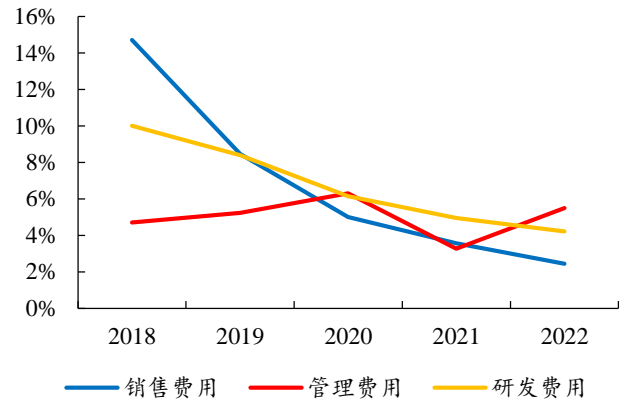


数据来源：公司公告、开源证券研究所

研发投入逐步扩大的前提下，公司费用率控制良好。公司持续对易乐游、易乐玩等核心平台产品进行迭代优化，同时加大对随乐游云游戏平台等云业务的研发投入，2022年公司研发费用达0.7亿元，同比增长16.7%，研发费用率4.19%。业务转型后，公司相应减少不必要的网吧渠道推广费，销售费用率持续得到压缩，2022年公司销售费用率为2.44%。

图9：公司研发投入逐步加大


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司费用率整体呈下行趋势


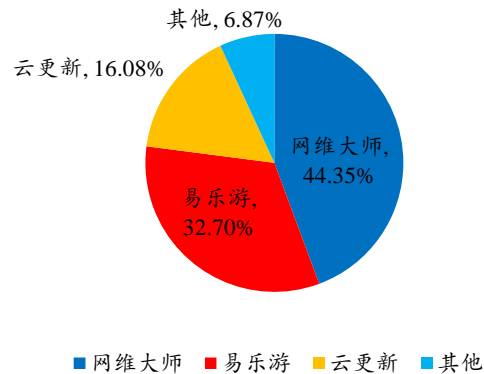
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、平台：打造多元数字娱乐场景，电竞酒店或为核心增长驱动力

公司是网吧、电竞馆、电竞酒店等互联网上网服务场所的主要应用平台供应商之一，产品覆盖线下场馆场景、线上娱乐场景以及云端服务场景，主要平台包括随乐游云游戏平台、易乐玩游戏平台、易乐游网娱平台以及易乐途数字营销平台。公司围绕平台，不断拓展场景价值，并积极探索链接线上线下、构建 VR 线下体验场景。

2.1、线下场馆场景：赋能电竞酒店，提供一站式数字娱乐服务平台

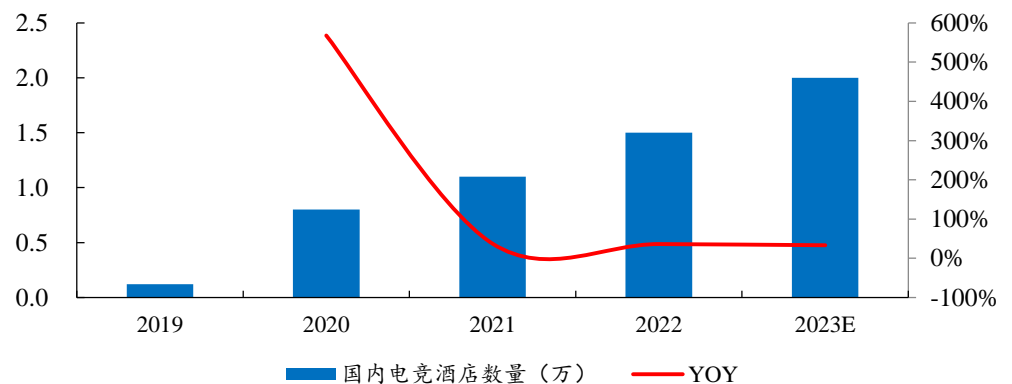
公司线下场馆场景主要提供两款平台产品，分别是易乐途数字营销平台和易乐游网娱平台。**(1) 易乐途数字营销平台：**专为电竞酒店打造的定制立体化一站式服务平台，着眼于高性能云桌面，集品牌曝光、流量置换、电竞赛事内容管理等功能为一体。2022年，盛天网络与美团酒店签署战略合作协议，未来双方将围绕电竞赛事内容管理、酒店信息管理等开展深度合作。公司下一步平台将链接 OTA，打通场景数据壁垒，接入游戏、IP、社交、剧本杀、VR/AR 等多种业态。**(2) 易乐游网娱平台：**公司传统网吧业务的拳头产品，主要面对网吧行业提供全面的操作系统管理、桌面虚拟化管理、安全管理与内容管理功能等。据公司招股书和公司公告，2015年公司已为约5万家网吧提供产品与服务。目前网娱平台市场的竞争格局已趋于稳定，2018年我国上网服务营业场所娱乐综合管理平台市占率中，网维大师占比44.35%，易乐游占比32.7%，排名第二，云更新占比16.08%，三家企业的网吧娱乐平台产品占据主要份额且保持稳定。

图11：2018年易乐游网娱平台市占率为32.7%


数据来源：中国互联网上网服务行业协会、开源证券研究所

网吧等传统业务发展增速放缓，电竞酒店等新业态成为未来发展增量来源。根据中国音数协游戏工委发布的《2022年中国电子竞技产业报告》，2022年电竞用户规模约4.88亿，同比下降0.33%，行业进入平稳增长阶段。此外，2022年电竞用户在一线、二线、三线、四线及以下城市占比分别为13.60%、32.10%、18.40%和35.90%，电竞市场正在逐年下沉，未来三四线城市或将迎来发展风口，为电竞酒店业的下沉市场发展带来机遇。大规模的高粘性电竞用户群体为产业发展注入持久动力，根据《2022电竞酒店行业大数据白皮书》，截至2022年底，全国专业电竞酒店数量1.6万余家，含电竞房业态的酒店主体总量达2.2万家。根据同程旅行测算，预计2023年专业电竞酒店将发展至2万家，同比增长33.3%。随着电竞用户规模的增长，叠加杭州亚运会电竞项目公布、S11赛事中国战队夺冠等利好因素，电竞的正向认知度越来越高，电竞酒店市场规模或保持增长态势。

公司在网吧、电竞馆、电竞酒店为代表的线下娱乐场景拥有较为丰富的经验沉淀，目前仍聚集了一批热爱重度游戏的硬核玩家。公司通过打造线下体验点的方式，将自有的社交、娱乐、电商、IP商业生态进行场景植入，有望将线下娱乐场景打造成新硬件(AR\VR)、游戏内容推广前哨站。

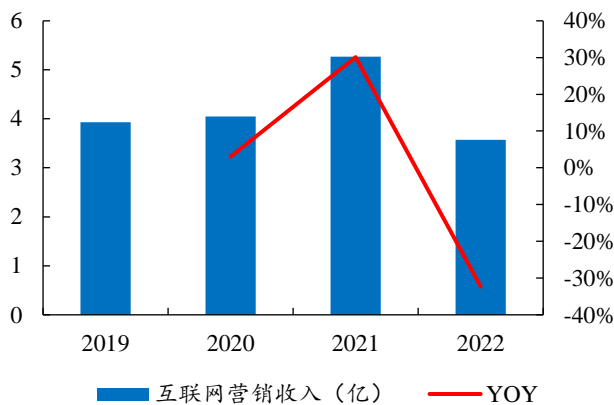
图12：国内专业电竞酒店数量在2023年预计扩大至2万家


数据来源：中国旅游饭店业协会、同程旅行、开源证券研究所

公司互联网营销收入受下游需求影响，网络游戏广告收入占比提升。公司整合自有平台的媒介资源以及搜索引擎、社交平台、直播平台等多种媒介资源和多种传

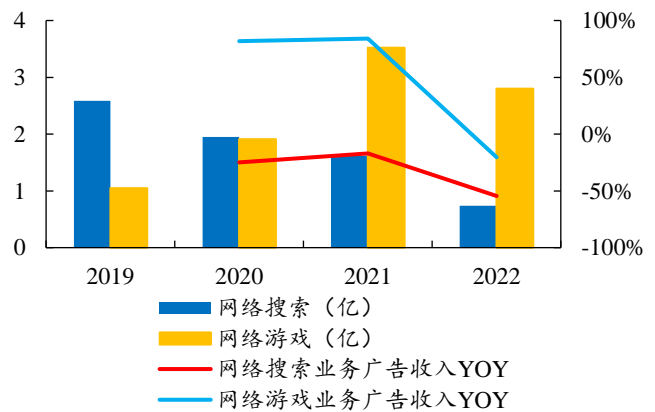
播形式，为全网广告客户提供系统化的营销服务。2022 年公司互联网营销收入 3.57 亿元，同比下降 32.3%，2022 年互联网营销收入下滑的主要原因系下游行业广告投放需求不足，需求端承压。从收入结构来看，2022 年网络搜索业务广告收入为 0.74 亿元，占比 20.7%，网络游戏业务广告收入为 2.80 亿元，占比 78.4%，网络游戏广告的收入占比稳步提升，主要系公司自有的易乐游网娱平台、易乐玩游戏平台积累充足用户流量，其中易乐游平台是游戏厂商精准营销和投放的首选渠道之一，易乐玩游戏平台 2022 年 Q4 月活跃用户数为 225.39 万，处于三年来最高水平。公司两大游戏平台拥有丰富的用户流量，且在场景拓宽、产品力增强的趋势下，流量数量和粘性有望进一步提升，为网络游戏广告收入的增长提供空间。

图13：公司 2022 年互联网营销收入有所下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：公司网络游戏广告收入超越网络搜索收入

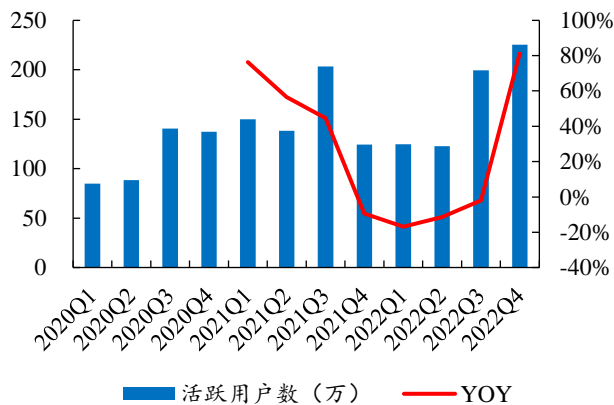


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、线上娱乐场景：提供一站式云游戏 PaaS 解决方案

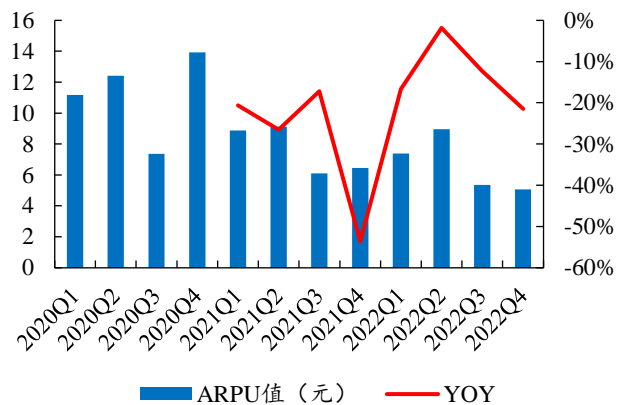
公司线上娱乐场景主要由易乐玩游戏平台覆盖，“易乐玩”是公司旗下的多元化游戏运营平台，为玩家提供精品网络游戏，集合了页游、端游、手游、H5 游戏运营。据公司年报，截至 2022 Q4，易乐玩游戏平台运营游戏 209 款，2022Q4 月活跃用户数为 225.39 万，同比增长 81.2%，处于三年来最高水平。

图15：公司易乐玩平台 2022 年 Q4 月活处于三年来最高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：公司易乐玩平台 2022 年 ARPU 值有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、云游戏平台：加码技术投入和外部合作，打造领先平台

基于供给、成本、需求端三重因素，云游戏或成为游戏行业未来发展的新引擎。供给端来看，云游戏跨平台、多终端内容的打通，将覆盖更多品类游戏用户并使之接触更多高质量内容，增加优质游戏供给；成本端来看，云游戏模式支持大型游戏在云端运行，解放了对游戏终端 CPU/GPU、运行内存、存储内存等方面的性能要求，减少了高昂的终端硬件开支；需求端来看，平台运营成本的降低带来体验门槛的降低，有利于提高用户的付费意愿，扩大市场规模。根据中国信通院发布的《全球云游戏产业深度观察及趋势研判研究报告（2022 年）》，中国云游戏市场收入从 2020 年的 21.0 亿元增长至 2021 年的 40.6 亿元，同比增长 93.3%，预计 2025 年增长至 342.8 亿元，年均复合增长率为 74.8%。中国云游戏月活跃用户人数由 2020 年的 0.38 亿增长至 2021 年的 0.62 亿，同比增长 64.1%，预计 2025 年增长至 2.50 亿，年均复合增长率为 45.8%。

图17：预计 2025 年国内云游戏市场规模为 342.8 亿元

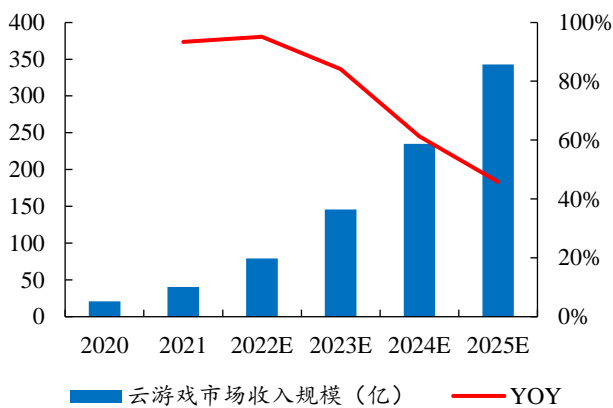
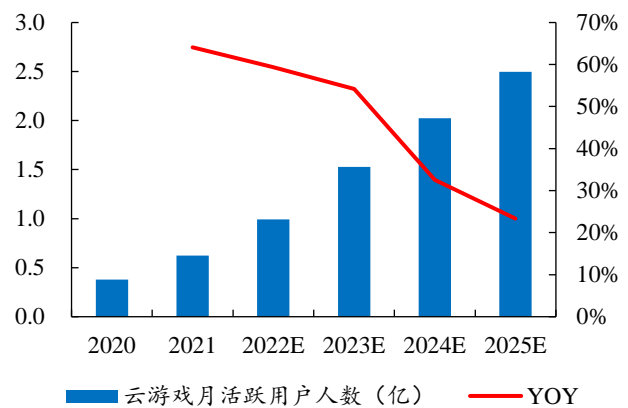


图18：预计 2025 年国内云游戏月活为 2.5 亿人



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

数据来源：中国信通院、开源证券研究所

公司高度重视云游戏平台业务，通过募集资金、开展战略合作等来加速业务发展。公司随乐游云游戏平台是公司基于易乐游平台及内容生态进行搭建的一款云游戏平台，可在手机、电脑等多端使用。该平台将原有网吧、电竞酒店等专业游戏场景用户导入云游戏服务平台，提供跨终端、跨场景游戏内容服务。公司管理层高度重视云游戏平台业务，于 2021 年 3 月发布定向增发公告，所募集的 4.86 亿元在扣除发行费用后，将 4.35 亿元投入云游戏服务平台项目，计划升级大数据与云存储中心以提高云游戏平台的数据计算和存储能力，同时扩展边缘云节点为全国各地用户提高网络传输速率和增强游戏体验。此外，在 2022 年 11 月，公司与 AR 眼镜领跑者 Rokid 签署合作协议，将随乐游接入 Rokid 生态。目前盛天网络在持续对相关技术及应用进行投入的同时，已成立元宇宙应用、场景探索团队，开展对相关场景的价值与潜力的挖掘。未来公司有望不断挖掘云游戏平台的付费增长点，通过高品质游戏供给、多元化游戏内付费和服务售卖，不断提升游戏内容的变现能力。

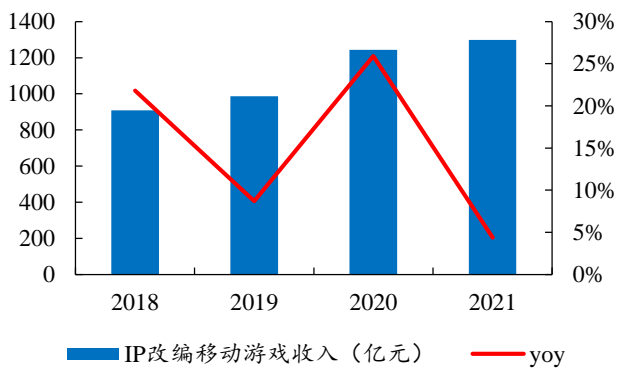
3、内容：天戏互娱优质 IP 构建基本盘，开辟游戏发行业务，打造游戏运营新引擎

3.1、IP 运营：优质 IP 资源丰富，持续贡献业绩

3.1.1、IP 游戏：移动游戏市场的主流

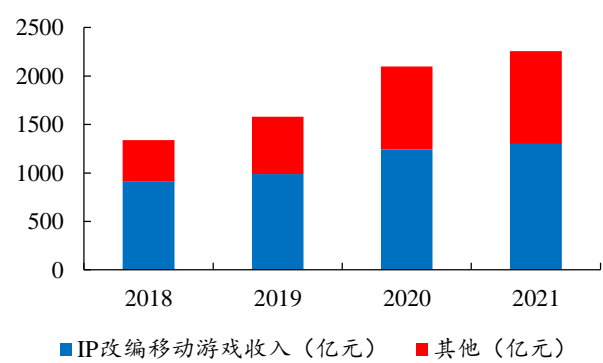
IP 改编移动游戏占据移动游戏市场 40%左右份额。2021 年 IP 改编移动游戏市场收入已经达到 1297.7 亿元，在整体移动游戏市场规模中的占比达到 57.5%。2021 年增速为 4.4%，反映了 IP 改编移动游戏受众较广，且市场对优质 IP 的需求十分旺盛。根据伽马数据统计，移动游戏 IP 核心用户的规模 2020 年已经达到 1.5 亿以上，同时还有 2.6 亿以上的潜在用户，市场前景广阔。

图19：IP 改编移动游戏收入持续增长



数据来源：《2021-2022 移动游戏 IP 市场发展报告》、开源证券研究所

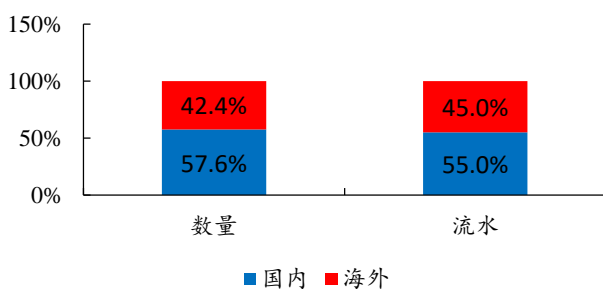
图20：IP 改编移动游戏在移动游戏市场中占比较高



数据来源：《2021-2022 移动游戏 IP 市场发展报告》、开源证券研究所

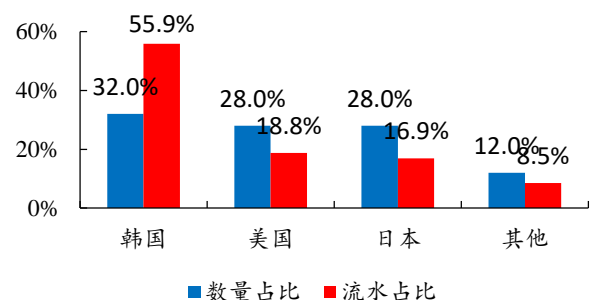
海外 IP 占比超 4 成，日韩为主要海外 IP 来源。在 2021 年流水 TOP100 的移动游戏中，42.4% 的游戏采用海外 IP；而流水方面，45% 的流水来自“传奇”、“火影忍者”、“三国志”等海外 IP。日韩与我国同属东亚文化圈，IP 互通性较好，数量上，流水 TOP100 的移动游戏中，来自日韩两国的 IP 数量合计约占海外 IP 的 60%，收入上日韩 IP 对海外 IP 改编游戏流水贡献度更是超过 70%。

图21：TOP100 的 IP 游戏中海外 IP 的流水和数量占比都超四成



数据来源：《2021-2022 移动游戏 IP 市场发展报告》、开源证券研究所

图22：日韩为主要海外 IP 来源



数据来源：《2021-2022 移动游戏 IP 市场发展报告》、开源证券研究所

头部 IP 游戏国产与海外 IP 各有千秋，海外 IP “三国志”、“火影忍者”进入十强。2021 年流水 TOP10 的 IP 改编游戏中有 5 款采用国产 IP。另一方面，海外 IP 相关公司加大对中国市场布局，有 5 款海外 IP 游戏进入 2021 年 IP 改编游戏 TOP10，“三国志”、“火影忍者”等海外 IP 吸睛能力不减，持续受到玩家追捧。

表1：2021 年 IP 改编移动游戏流水收入 TOP10 产品海外 IP 占一半

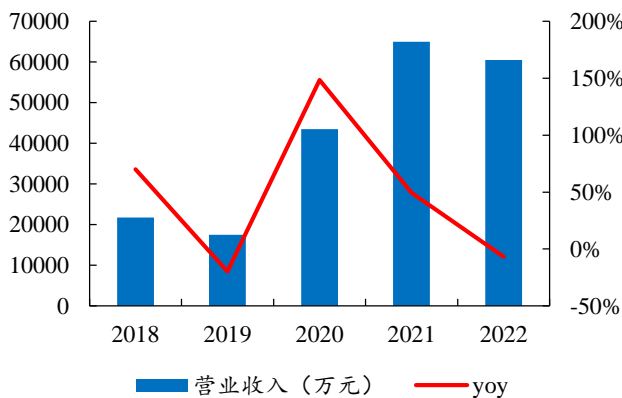
| 排名 | 游戏名称 | 游戏类型 | IP 类型 |
|----|-----------|-----------|-------|
| 1 | 和平精英 | 射击类 | 客户端游戏 |
| 2 | 梦幻西游 | 回合制 RPG | 客户端游戏 |
| 3 | 三国志·战略版 | 策略类 (SLG) | 主机/单机 |
| 4 | 穿越火线：枪战王者 | 射击类 | 客户端游戏 |
| 5 | 火影忍者 | ARPG | 动漫 |
| 6 | 天涯明月刀 | MMORPG | 小说 |
| 7 | 大话西游 | 回合制 RPG | 客户端游戏 |
| 8 | QQ 飞车 | 竞速类 | 客户端游戏 |
| 9 | 哈利波特：魔法觉醒 | 卡牌类 | 小说 |
| 5 | 神武 4 | 回合制 RPG | 客户端游戏 |

资料来源：《2021-2022 移动游戏 IP 市场发展报告》、开源证券研究所

3.1.2、收购天戏互娱：光荣长期合作商，优质 IP 运营接棒增长新动力

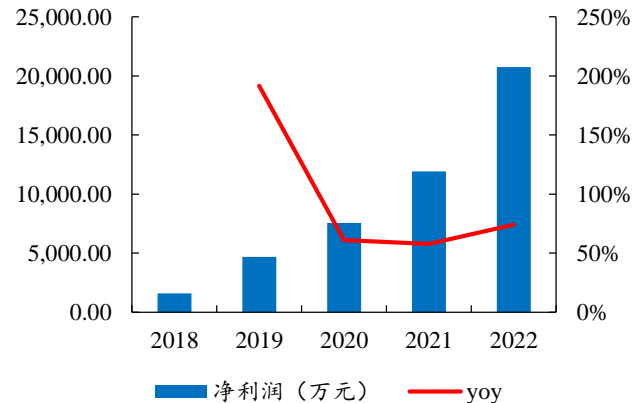
公司于 2019 年收购天戏互娱 70% 股权，正式介入 IP 运营。天戏互娱成立于 2006 年，始终以“精品游戏运营”作为公司发展战略。从端游、页游再到手游，天戏互娱保持了与日本光荣特库摩、韩国 CJI 等海外精品游戏研发公司的良好合作，至今为止已经成功运营了《真·三国无双 6》、《三国志 11》、《冰火魔厨》等多个 IP，并于 2016 年成功登陆新三板。

图23：天戏互娱收入增长较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：天戏互娱 2018 年以来净利润快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

天戏互娱大部分 IP 来自日本著名游戏研发商光荣特库摩，合作关系稳定。光荣特库摩是日本老牌游戏研发商，自 1981 年推出日本第一款历史题材 SLG 游戏《川中岛合战》之后，逐渐通过《三国志》、《三国无双》、《信长的野望》、《仁王》巩固了历史题材 SLG、ARPG 领军者的地位。截至 2019 年 4 月，公司新世代代表作《仁王》销售量已经超过 250 万份，2021 年 2 月 5 日，《仁王 2》首发登陆 Steam 平台便立即登顶全球热销榜。自 2007 年天戏互娱签约光荣出品的《真·三国无双 OL》以

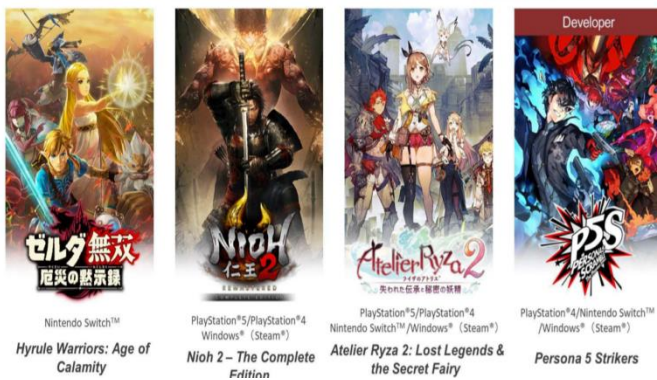
来，已经成功合作超过 7 款作品。2018 年以来，官网披露光荣特库摩的主要作品中仅有四款游戏 IP 进行对外授权，而天戏互娱获得其中《三国志·战略版》的监修权，以及《真三国无双 6》、《大航海时代 4》的 IP 授权。

表2：光荣特库摩 2018 年以来重点 IP 游戏

| IP 产品 | 平台 | 备注 |
|-------------|---------------|-----------------------|
| 塞尔达无双：灾厄启示录 | NS | 截至 2020 年全球销量超 370 万份 |
| 生死格斗 6 | PS/XBOX/Steam | 截至 2019 年销量超 35 万份 |
| 信长的野望：大志 | PS/NS/Steam | - |
| 新三国志 | IOS/Android | IP 授权产品 |
| 三国志：霸道 | IOS/Android | 2020 年月流水超 10 亿日元 |
| 真三国无双 | IOS/Android | IP 授权产品 |
| 仁王 2 | PS/Steam | - |
| 女神异闻录无双 | PS/NS/Steam | - |
| 大蛇无双 | PS/NS/Steam | 截至 2019 年销量超 70 万份 |

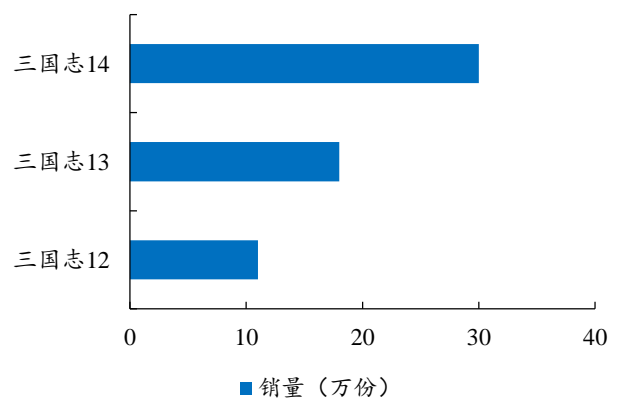
资料来源：光荣特库摩官网、开源证券研究所

图25：光荣推出多个经典游戏 IP



资料来源：光荣特库摩官网

图26：《三国志》IP 游戏销量良好



数据来源：VGChartz、开源证券研究所

多年 IP 运营经验造就天戏互娱一流监修及运营能力，更多 IP 长期合作可期。当前拥有海外热门 IP 的厂商在游戏研发运营方面的壁垒不断提高。一方面，IP 游戏的授权成本逐年攀升，2015 年《火影忍者》、《海贼王》等一线 IP 起价已达“保底金 800 万+PC 端最低 5%分成/移动端 8%分成”。另一方面，海外 IP、尤其日本 IP 对于监修的要求十分苛刻，对于使用素材的要求往往需要追溯到具体出处，这要求 IP 监修方不仅对原作要有深刻的理解，同时还要能够在有限的素材中最大化新作的表现能力。由于国内版权框架不同于日方，不熟悉海外 IP 监修流程的厂商往往难以掌握侵权和创作的界限，而天戏互娱作为光荣的长期合作伙伴，多年的 IP 运营和监修经验为其构筑了业内较为稀缺的差异化竞争力。

表3：天戏互娱拥有或参与运营 IP 一览

| IP 系列 | 具体世代 | 改编游戏名称 | 类型 | 发行时间 |
|-------|---------|----------|------|------|
| 三国志 | 三国志 11 | 三国志 2017 | 移动游戏 | 2017 |
| | 三国志 13 | 三国志·战略版 | 移动游戏 | 2019 |
| 三国无双 | 真三国无双 6 | 真·三国无双 霸 | 移动游戏 | 2021 |

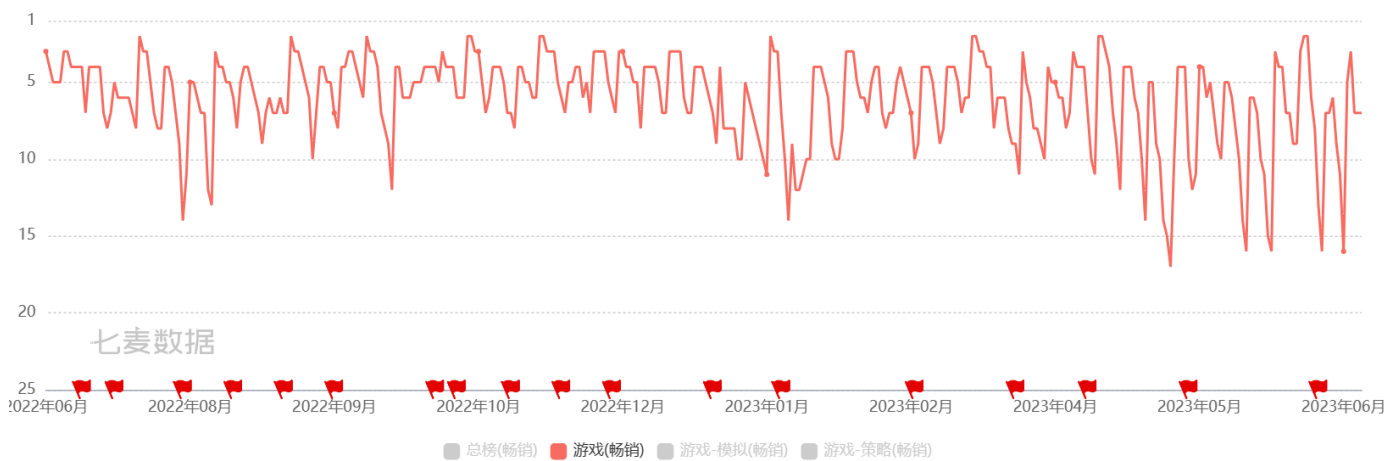
| IP 系列 | 具体世代 | 改编游戏名称 | 类型 | 发行时间 |
|-------|---------|------------|------|------|
| | 真三国无双 8 | 真·三国无双 8 | 移动游戏 | 研发中 |
| 生死格斗 | 生死格斗 5 | 生死格斗 5 无限 | 移动游戏 | 2018 |
| 大航海时代 | 大航海时代 4 | 大航海时代：海上霸主 | 移动游戏 | 预约中 |
| 末日之蚀 | - | - | 移动游戏 | - |

资料来源：天戏互娱官网、公司公告、开源证券研究所

3.1.3、重点 IP：《三国志》系列空前成功，《大航海》可期

《三国志·战略版》：全球首屈一指的移动端历史题材 SLG 大作持续霸榜 SLG 类手游，带动品类流水显著增长。《三国志·战略版》由天戏互娱负责 IP 引入、监修，灵犀互娱负责发行，于 2019 年 9 月正式上线。推出首日便登顶 IOS 游戏免费榜，2022 年全年基本稳居 Sensor Tower 中国 APP STORE 移动游戏收入排行前 5。在韩国市场，2022 年度居中国游戏出海韩国手游畅销榜第 9。在日本市场，2022 年居出海日本中国手游收入榜第 6、增长榜第 6。根据七麦数据，截至 2023 年 6 月，《三国志·战略版》稳居 IOS 畅销版前 20 名。

图27：《三国志·战略版》保持在 IOS 畅销榜前 20 名



资料来源：七麦数据

《真·三国无双 霸》由天戏互娱引入 IP，腾讯游戏负责发行，是国内第一款正版 IP 无双类手游。2021 年 8 月上线首日强势夺得游戏免费榜榜首，并成功进入游戏畅销榜前十。游戏在基础的无双玩法上，添加了 PVP、城建等元素，具备长线运营潜力。

图28: 《真·三国无双 霸》上线表现良好



资料来源: 公司公告

《大航海时代: 海上霸主》由腾讯代理发行, 有望于 2023 年上线。该游戏由天戏互娱从日本光荣获得 IP 授权, 腾讯游戏负责国内区域的发行, 是以《大航海时代 4》为基础改编的海洋模拟探险游戏。2021 年 5 月 17 日开启全平台预约, 2022 年 12 月获得版号, 预计 2023 年下半年在大陆地区发行。

图29: 《大航海时代: 海上霸主》有望 2023 年上线



资料来源: 公司公告

《三国志 2017》上线多年流水稳定。《三国志 2017》是基于光荣热门 IP《三国志 11》改编的定制产品, 2017 年上线至今仍每年贡献数亿流水, 游戏截至 2021 年度累计流水超 50 亿元。

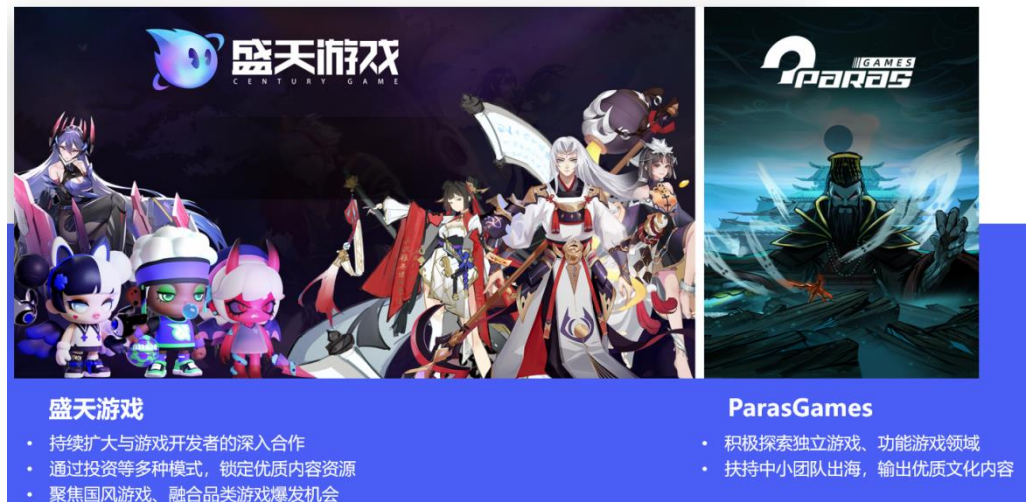
公司已经形成了多品类、全周期的游戏产品矩阵, 游戏及 IP 运营业务持续增长可期。天戏互娱与海外头部 IP 良好的合作关系, 以及通过《生死格斗 5 无限》等产品累积的自研经验为后期自研自发打下了良好基础, 并先后于 2021 年投资了深圳墨冰、武汉盛潮, 2022 年投资了心炎网络, 布局游戏研发。目前格斗游戏《真·三国

无双 8》已经进入自研阶段，该游戏首次采用了开放世界的模式设定，加上“易态连击系统”以及精美的画面，或为公司带来良好的游戏体验，取得游戏自研突破。

3.2、游戏发行：布局手游与独立游戏发行，拓展游戏业务边界

探索手游与独立游戏发行，寻找增长新动力。2021 年公司成立独立游戏发行工作室 Paras，志在发掘更多更好的独立游戏并推向海外市场，其筹备发行的首款游戏《神州志：西游》于 2022 年上线并获得好评。2023 年将推出《活侠传》（一款备受期待的国产武侠角色扮演游戏）和《残世界的鸢尾花》（一款国产剧情轻度解密游戏）完整版。2021 年公司成立了游戏发行子公司武汉盛天游戏网络科技有限公司，专注游戏发行。

图30：公司布局手游与独立游戏发行业务



资料来源：公司推介资料

储备产品丰富，多款游戏从 2023 年开始陆续上线，有望贡献明显增量。我们预计在 2023 年将上线的主要产品有：《星之翼》（一款 3D 动作竞技手游）、《代号：Blade》（2D 格斗游戏）、《遇见梦幻岛》（模拟经营兼放置卡牌 RPG 手游）、《潮灵王国：起源》（3D 休闲策略卡牌手游）、《炁术行者》（3D 即时制卡牌手游），涵盖动作竞技、格斗、模拟经营、休闲策略、卡牌等类型，上线后或贡献可观业绩增量。

表4：公司 2023 年或有多款游戏上线

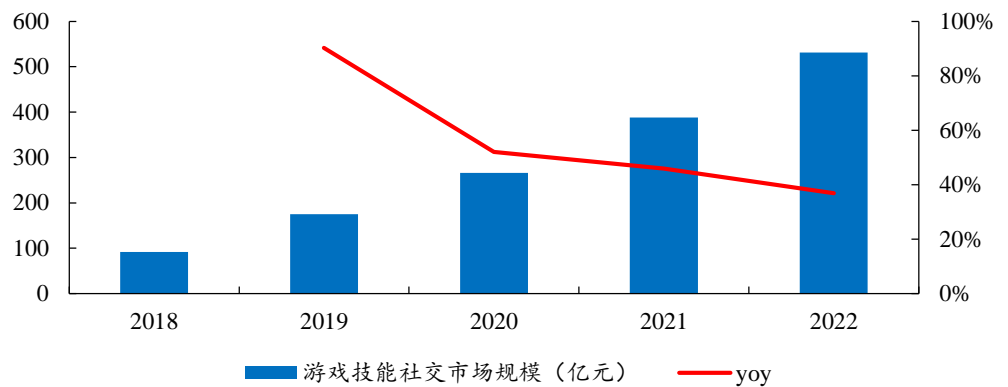
| 游戏 | 类型 | 品类 |
|----------|------|-------------|
| 星之翼 | 手游 | 3D 动作竞技 |
| 代号：Blade | 手游 | 2D 格斗游戏 |
| 遇见梦幻岛 | 手游 | 模拟经营、放置 RPG |
| 潮灵王国：起源 | 手游 | 融合手游 |
| 炁术行者 | 手游 | 3D 即时制卡牌手游 |
| 活侠传 | 独立游戏 | 武侠 RPG |
| 残世界的鸢尾花 | 独立游戏 | RPG |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、服务：平台优势叠加 AIGC 赋能，带带电竞有望成为业绩增长核心驱动力

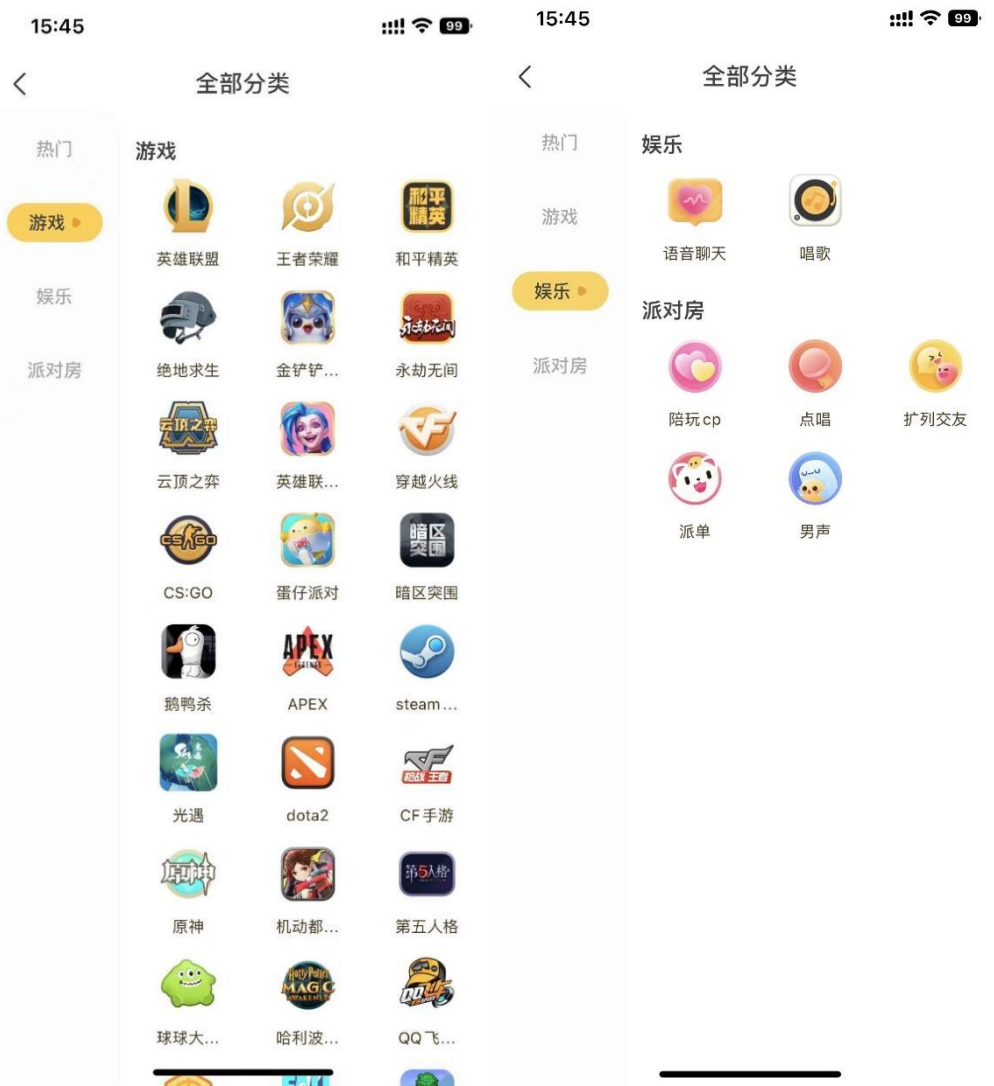
随游戏版号发放常态化与电竞产业加速发展，游戏社交市场规模有望持续快速增长。根据艾瑞咨询《2021 年中国娱乐技能社交行业研究报告》，2020 年游戏技能社交行业规模达到 266 亿元，2018-2022 年复合增长率超 40%。随着互联网行业的发展，游戏直播、游戏陪练、语音聊天等在线娱乐社交模式陆续出现并发展壮大。随着游戏版号发放常态化，精品游戏陆续上线，同时电竞项目首次被纳入亚运会正式比赛项目，有望带动游戏社交市场进一步成长。

图31：中国游戏技能社交市场规模持续增长



数据来源：《2021 年中国娱乐技能社交行业研究报告》、开源证券研究所

立足“游戏+社交+娱乐”需求，带带电竞快速成长。游戏社交产品“带带电竞”是一款主要满足“Z世代”游戏兴趣社交、声音兴趣社交等需求的APP，为年轻的用户提供电竞技能指导、游戏组团竞赛、社交娱乐以及其他多元技能分享服务。带带电竞上线以来，用户需求旺盛，下载数量位居华为、VIVO多个应用市场垂直品类排名前列，助推游戏服务业务在2022年成为公司利润增长的重要驱动力。

图32：带带电竞涵盖游戏、娱乐等内容


资料来源：带带陪玩 APP

以游戏社交为核心，构建有温度的陪伴空间。带带电竞以游戏为圈层，以同龄人之间的游戏练习、互动为纽带，为Z世代开启自然的社交通道。在游戏社交之外，带带电竞还设有用户成长体系。策划了大量有趣的活动，满足游戏及非游戏玩家的社交需求，为年轻人打造有温度的陪伴空间。带带电竞的平台优势在于：（1）服务差异化，针对不同用户需求提供不同服务；（2）高度重视平台的合规性，专业合规团队对平台内容进行监控与审核；（3）优质的公会促进平台和谐迅速发展；（4）APP精准营销投放，基于娱乐场景服务经验，更精准的对目标用户进行投入；（5）平台算法优势。这些优势助力平台用户与收入实现快速增长。

图33：带带电竞策划大量活动，增强用户粘性



资料来源：公司推介资料

不断开发娱乐社交潜力，或打造下一代虚拟社交平台。带带电竞将构建产品矩阵，加强女性用户运营，向泛娱乐化、垂直化、社交化方向裂变，不断开发娱乐社交的潜力。同时，公司也积极探索将云游戏、P/UGC 内容创作、游戏发行、品牌联动等与带带电竞平台融合，打造更加综合的互动型社区。此外，结合 AR/VR、AIGC 等新技术，带带电竞平台的内容开发技术门槛和成本或持续下降，最终或打造成为年轻人喜爱的，集合创作、分享、娱乐于一体的新一代虚拟社交平台。

图34：带带电竞娱乐社交内容不断丰富



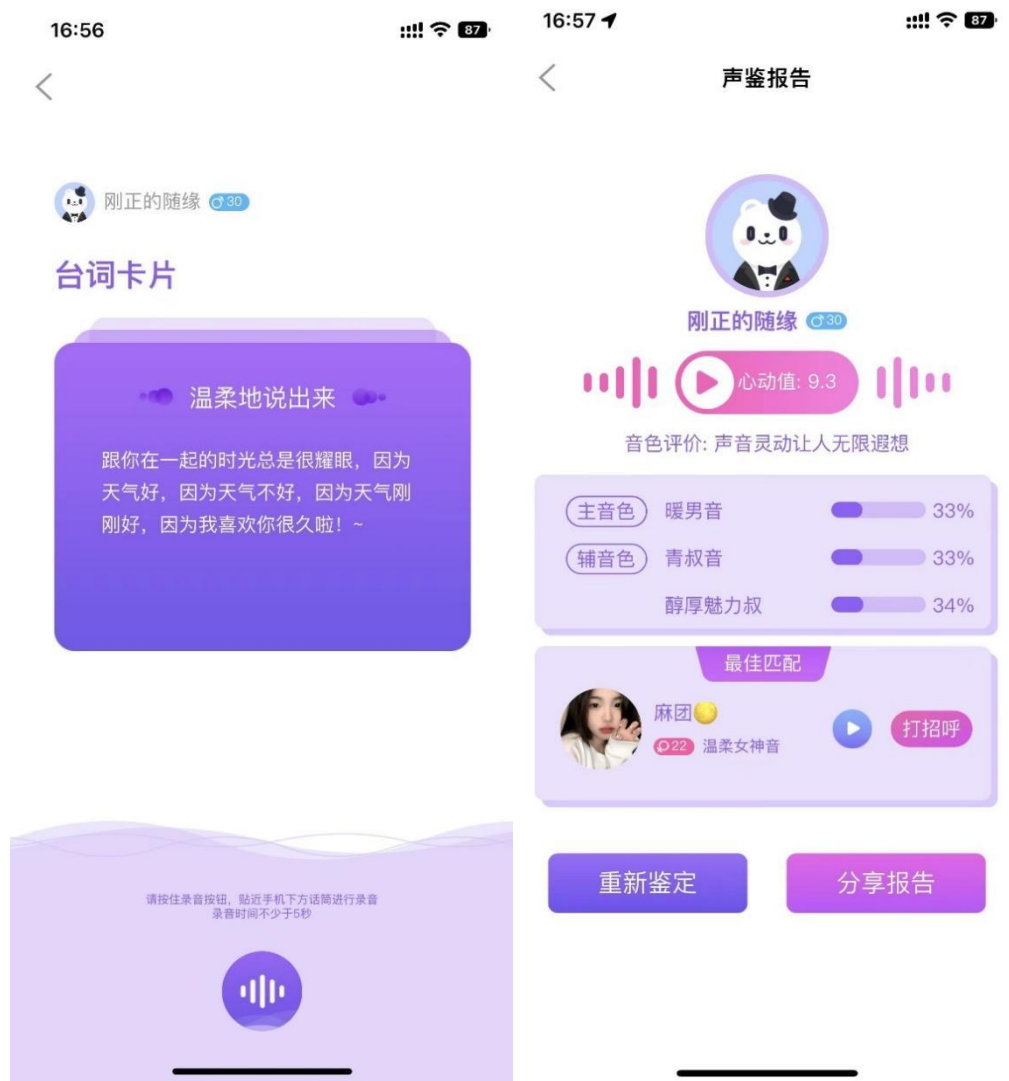
资料来源：公司推介资料、开源证券研究所

陪玩与打赏为带带电竞当前主要商业模式，随产品生态不断丰富，商业模式或

更加多元。目前平台内游戏陪玩采用订单制付费，语音聊天主要通过打赏付费，根据平台规则，每笔订单带带电竞平台将与陪玩所属的公会进行一定比例的抽佣分成，平台对于佣金率及相关手续费率规定较为透明并严格执行，所属公会与入驻陪玩的具体分成则不同公会有所差异。

AIGC 赋能游戏社交，AI 社交/AI 陪伴等新场景进一步打开商业化空间。基于带带电竞“声音社交”的特点，公司正在研究通过声音的相关鉴别算法技术（声纹、语调、语速等），分析用户音色（类型）、性别、年龄，结合用户兴趣、行为标签构建用户多维画像，进行深度学习和协调精准过滤等十几种算法结合，智能推荐给用户精准内容服务和社交匹配用户。当前带带电竞平台已经上线了声鉴玩法，可结合 AIGC 技术，按照用户或者主播的需求生成声音，提高声音类产品的生成效率，更好更快的满足平台使用者的需求，此外，公司还在研发定制化智能小助手，推出后可以活跃聊天室气氛，营造轻松愉快，互动交友的氛围，在游戏中也可以提供攻略小助手，协助玩家玩游戏，满足中重度玩家竞技需求。带带电竞社交平台上 AIGC 技术的运用及相关“AI+”产品的推出，或进一步提升用户体验，并衍生出新的商业模式，有望成为带带电竞平台及公司后续业绩增长的核心驱动力。

图35：带带电竞推出基于 AI 的声鉴玩法



资料来源：带带陪玩 APP

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

5.1.1、营业收入及毛利

网络广告与增值业务：公司在网吧等场景市占率较高，并积极拓展电竞酒店等线下业态一方面随疫后线下业态的恢复，该业务或逐渐回暖，另一方面，带带电竞业务快速增长，随着用户社交娱乐需求增长以及 AIGC 赋能，或驱动网络广告与增值业务营收持续增长及毛利率提升。

游戏运营业务：公司于 2021 年起布局游戏发行业务，聚焦移动端游戏与独立游戏两条主线，2023 年开始或陆续上线多款产品，并拓展游戏自研业务。预计未来游戏运营业务收入与毛利率将持续提升。

IP 运营业务：公司 IP 运营业务发展稳健，《三国志·战略版》等已在多国市场取得良好变现且产品生命周期较长，随着后续更多 IP 产品上线，预计 IP 运营业务收入将持续增长，毛利率或保持平稳。

5.1.2、期间费用率

销售费用率：2020-2022 年分别为 5.00%、3.56%、2.44%，考虑到新游戏密集上线需进行推广投放，假设 2023-2025 年销售费用率有所上升，分别为 3.00%、3.50%、4.00%。

管理费用率：2020-2022 年分别为 6.30%、3.26%、5.49%，考虑到公司已具备规模效应，管理人员相对稳定，假设 2023-2025 年管理费用率保持稳定，分别为 5.10%、5.10%、5.10%。

研发费用率：2020-2022 年分别为 6.15%、4.95%、4.21%，考虑到公司未来或加大 AIGC 等技术投入，假设 2023-2025 年研发费用率略有上升，分别为 4.50%、4.80%、5.00%。

5.2、盈利预测

结合上述假设分析，我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 20.01、23.39、26.56 亿元，同比分别增长 20.7%、16.9%、13.5%；归属于母公司股东的净利润分别为 3.06、3.93、4.68 亿元，同比分别增长 37.9%、28.4%、19.0%，对应当前股本的 EPS 分别为 1.13 元、1.45 元、1.72 元。

5.3、估值

综合考虑公司的收入规模、盈利能力和成长性，我们选取顺网科技(300113.SZ)、三七互娱(002555.SZ)和吉比特(002425.SH)作为可比公司，采用相对估值法中的 PE 和 PEG 估值方法对公司进行估值。

5.3.1、PE 与 PEG 估值法

采用 2023 年 6 月 28 日收盘价，按照 Wind 一致预期，选取的可比公司顺网科技、三七互娱和吉比特的 2025 年预测 PE 平均值为 29.07 倍，PEG 平均值为 1.23，按照我们的盈利预测，公司对应的 2025 年预测 PE 为 25.21 倍，PEG 为 0.89，公司估值具备吸引力。

表5：公司估值具备吸引力

| 股票代码 | 公司名称 | 收盘价 | 当前市值 (亿) | 基期净利润 (2022A, 亿) | 预测净利润 (2025E, 亿) | 2021-2023 年 净利润 CAGR | PE (2025E) | PEG (2025E) |
|------------|------|-------|-------------|---------------------|---------------------|-------------------------|--------------|-------------|
| 300113.SZ | 顺网科技 | 17.24 | 120 | -4.06 | 2.28 | - | 52.63 | - |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 34.58 | 767 | 29.54 | 43.8 | 14.03% | 17.51 | 1.25 |
| 603444.SH | 吉比特 | 513.5 | 370 | 14.61 | 21.68 | 14.06% | 17.07 | 1.21 |
| 平均值 | | | | | | | 29.07 | 1.23 |
| 300494.SZ | 盛天网络 | 43.49 | 118 | 2.22 | 4.68 | 28.22% | 25.21 | 0.89 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（顺网科技、三七互娱预测净利润采用 Wind 一致预期，吉比特、盛天网络预测净利润采用我们预测值）

5.4、投资建议及评价

我们看好公司继续巩固在传统网娱平台领域优势，积极探索电竞酒店等线上线下多元化数字娱乐场景，并通过收购的天戏互娱获取的优质 IP 运营能力，以及开辟手游及独立游戏发行业务，不断拓宽成长边界。此外，公司深挖用户需求，带带电竞等社交产品有望持续带来业绩增量。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6、风险提示

(1) 单一产品依赖的风险。公司业绩来自于《三国志·战略版》的比例较高，如果《三国志·战略版》不能通过持续更新迭代和运营推广保持对玩家的吸引力，或将导致游戏产生的收益下降，对公司的经营业绩和财务状况造成不利影响。

(2) 新游戏表现不及预期风险。若公司新游戏不能按计划上线，或上线后流水表现不及预期，或导致游戏业务盈利能力减弱，对公司经营业绩和财务状况造成不利影响。

(3) 基于 AIGC 开发的新产品效果不及预期的风险。带带电竞平台基于 AIGC 技术开发的新应用或新产品，若不能较好满足用户需求，平台用户增长及商业化进展存在低于预期的风险。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1359 | 1529 | 1567 | 1996 | 2504 |
| 现金 | 1017 | 1197 | 1493 | 1916 | 2412 |
| 应收票据及应收账款 | 282 | 272 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 15 | 15 | 21 | 21 | 27 |
| 预付账款 | 30 | 35 | 43 | 48 | 55 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 15 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 非流动资产 | 544 | 530 | 540 | 544 | 534 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 52 | 51 | 65 | 75 | 80 |
| 无形资产 | 39 | 27 | 22 | 17 | 1 |
| 其他非流动资产 | 452 | 452 | 452 | 452 | 452 |
| 资产总计 | 1903 | 2059 | 2107 | 2539 | 3038 |
| 流动负债 | 414 | 434 | 136 | 135 | 140 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 269 | 199 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 145 | 236 | 136 | 135 | 140 |
| 非流动负债 | 185 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 185 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| 负债合计 | 599 | 518 | 220 | 219 | 224 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 40 | 81 | 107 |
| 股本 | 272 | 272 | 272 | 272 | 272 |
| 资本公积 | 461 | 433 | 433 | 433 | 433 |
| 留存收益 | 627 | 849 | 1188 | 1619 | 2110 |
| 归属母公司股东权益 | 1304 | 1540 | 1847 | 2239 | 2707 |
| 负债和股东权益 | 1903 | 2059 | 2107 | 2539 | 3038 |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 218 | 281 | 413 | 430 | 481 |
| 净利润 | 125 | 222 | 347 | 434 | 494 |
| 折旧摊销 | 23 | 30 | 17 | 20 | 22 |
| 财务费用 | -4 | -16 | -7 | -12 | -22 |
| 投资损失 | -1 | -2 | -6 | -6 | -4 |
| 营运资金变动 | 68 | 6 | 70 | 3 | 4 |
| 其他经营现金流 | 7 | 40 | -7 | -10 | -13 |
| 投资活动现金流 | 42 | -22 | -19 | -17 | -7 |
| 资本支出 | 42 | 17 | 26 | 24 | 11 |
| 长期投资 | -20 | 89 | -1 | -0 | -0 |
| 其他投资现金流 | 104 | -94 | 7 | 7 | 5 |
| 筹资活动现金流 | 160 | -84 | -97 | 10 | 22 |
| 短期借款 | -32 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 125 | -28 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 36 | -56 | -97 | 10 | 22 |
| 现金净增加额 | 419 | 180 | 297 | 423 | 496 |

| 利润表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1221 | 1658 | 2001 | 2339 | 2656 |
| 营业成本 | 934 | 1206 | 1414 | 1613 | 1834 |
| 营业税金及附加 | 3 | 3 | 5 | 5 | 6 |
| 营业费用 | 43 | 40 | 60 | 70 | 80 |
| 管理费用 | 40 | 91 | 101 | 118 | 133 |
| 研发费用 | 60 | 70 | 80 | 94 | 106 |
| 财务费用 | -4 | -16 | -7 | -12 | -22 |
| 资产减值损失 | -4 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 5 | 10 | 8 | 8 | 8 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 投资净收益 | 1 | 2 | 6 | 6 | 4 |
| 资产处置收益 | -0 | 0 | -0 | -0 | 0 |
| 营业利润 | 141 | 253 | 369 | 475 | 545 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 141 | 252 | 368 | 474 | 545 |
| 所得税 | 16 | 30 | 21 | 39 | 50 |
| 净利润 | 125 | 222 | 347 | 434 | 494 |
| 少数股东损益 | -0 | 0 | 40 | 41 | 26 |
| 归属母公司净利润 | 125 | 222 | 306 | 393 | 468 |
| EBITDA | 133 | 246 | 344 | 443 | 502 |
| EPS(元) | 0.46 | 0.82 | 1.13 | 1.45 | 1.72 |

| 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 36.3 | 35.8 | 20.7 | 16.9 | 13.5 |
| 营业利润(%) | 61.3 | 79.3 | 45.9 | 28.7 | 14.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | 106.9 | 77.7 | 37.9 | 28.4 | 19.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 23.5 | 27.3 | 29.3 | 31.0 | 31.0 |
| 净利率(%) | 10.2 | 13.4 | 15.3 | 16.8 | 17.6 |
| ROE(%) | 9.6 | 14.4 | 18.4 | 18.7 | 17.6 |
| ROIC(%) | 6.2 | 11.1 | 16.0 | 16.7 | 15.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 31.5 | 25.2 | 10.4 | 8.6 | 7.4 |
| 净负债比率(%) | -57.1 | -65.8 | -74.9 | -79.1 | -82.9 |
| 流动比率 | 3.3 | 3.5 | 11.5 | 14.8 | 17.9 |
| 速动比率 | 3.2 | 3.4 | 11.2 | 14.3 | 17.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 4.9 | 6.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款周转率 | 4.2 | 5.2 | 14.2 | 0.0 | 0.0 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.46 | 0.82 | 1.13 | 1.45 | 1.72 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.80 | 1.03 | 1.52 | 1.58 | 1.77 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.80 | 5.67 | 6.80 | 8.24 | 9.96 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 94.4 | 53.2 | 38.6 | 30.0 | 25.2 |
| P/B | 9.1 | 7.7 | 6.4 | 5.3 | 4.4 |
| EV/EBITDA | 83.1 | 43.8 | 29.1 | 21.7 | 18.2 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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R4（中高风险），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3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