



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

游戏储备丰富静待花开，拓展品类打造社交生态

——盛天网络 2023 年半年度报告点评

买入（维持）

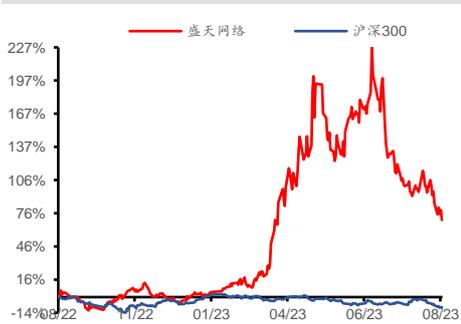
行业： 传媒
日期： 2023年08月30日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价（元）	14.10
12mth A 股价格区间（元）	13.15-48.91
总股本（百万股）	489.76
无限售 A 股/总股本	81.60%
流通市值（亿元）	56.35

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《聚焦头部游戏 IP，发力游戏社交新秀“带带电竞”》

——2023 年 06 月 18 日

《聚焦头部游戏 IP，发力游戏社交新秀“带带电竞”》

——2023 年 06 月 18 日

■ 投资摘要

事件概述

8月21日，公司发布2023年半年度报告。公司上半年实现营收8.12亿元（yoy+10.81%）、归母净利润1.46亿元（yoy+25.17%）、扣非归母净利润1.41亿元（yoy+21.66%）；23Q2实现营收3.83亿元（yoy-7.48%，qoq-10.88%）、归母净利润0.72亿元（yoy+12.97%，qoq-1.70%）、扣非归母净利润0.70亿元（yoy+10.47%，qoq-0.65%）。

分析与判断

Q2业绩同比增速略有下降，H1业绩整体符合预期，主要系股权激励费用摊销及新游预计下半年发力所致。

- **收入端：分业务看，23H1游戏运营业务、IP运营业务的收入分别同降13.09%、32.74%，主要系公司长线运营的《三国志2017》、《三国志·战略版》流水略有下降，且主要新游预计下半年上线尚未贡献收入增量所致。23H2公司有望上线《星之翼》《零域幻想》《潮灵王国：起源》《杰术行者》四款游戏，我们预计公司下半年业绩弹性有望释放。23H1网络广告与增值业务收入同比增长43.42%，主要系增值业务游戏社交同比有较大增长，我们预计“带带电竞”有望保持高速发展态势，成为公司业绩弹性的第二驱动引擎。**
- **成本端：公司于2022年7月发布股权激励方案，预计分三年进行成本摊销，23H1股份支付费用约1280万，若剔除此费用影响，则归母净利润约1.57亿（yoy+34.53%）；另外公司推广费进一步降低使得IP运营业务毛利同比有较大提升，毛利率已突破60%。**

游戏核心业务稳中向好，细分领域布局初见成效。

- **IP 营收基本盘相对稳定，重点产品有望陆续释放营收。**公司通过收购天戏互娱获得来自日本光荣等著名 IP 版权方的多款优质 IP。受产品生命周期影响，《三国志·战略版》流水虽有所下降，但整体表现仍然良好，彰显长线运营实力。另有两款重点 IP 新游未来可期，其中《大航海时代：海上霸主》已于 2023 年 4 月开启扬帆测试，全力争取年内上线，我们认为该游戏有望大幅带动营收；“真·三国无双”系列正统续作《三国无双 8》也已进入自研阶段。
- **积极布局自研和发行业务，多款新游预计年内上线。**由公司旗下 Paras 发行的国产武侠独立游戏《活侠传》自 DEMO 上线以来口碑持续发酵，无引导情况下 Steam 平台心愿单已超 10 万，看好年内发售表现。另一款由盛天投资的心炎网络研发、子公司盛天游戏发行的二次元 3D 对战手游《星之翼》，分别于 2023 年 3 月和 8 月完成两次删档测试，亮相 2023ChinaJoy 引发玩家关注，争取下半年多端版本上线。其他自研储备产品 3D 卡牌策略游戏《潮灵王国：起源》（2023.6 获版号）、2D 页游格斗游戏《零域幻想》和 3D 即时制卡牌手游《杰术行者》也将于年内上线。

我们认为公司一方面借助平台及 IP 资源优势，保证基本盘稳定盈利；另一方面发力原创作品和细分赛道，有望实现弯道超车，获得收入与口碑双丰收。

游戏社交成为网络广告和增值业务增长主力，打造社交新生态。

- **泛娱乐线上社交产品矩阵不断拓宽，“AI+社交”潜力可期。** Z世代游戏社交应用“带带电竞”以游戏为切入点进入音频社交领域，实现合规经营下的大幅增收。“带带电竞”带来的一系列“AI+社交”互动应用亮相本年度ChinaJoy，推动从智能NPC到AI虚拟陪伴的社交应用，逐步探索娱乐社交业务的潜力与可能。后续公司将构建社交产品矩阵，向泛娱乐化、垂直化、社交化方向裂变，不断拓展娱乐类社交的潜力和可能。
- **线下着眼网吧与电竞酒店，业务存量增量共振创收。** 随着线下消费复苏，我们认为公司旗下“易乐游网娱平台”的网吧业务有望持续回暖。数字营销平台“易乐途”布局电竞酒店行业充当“卖水人”角色，继2022年携手美团酒店后，2023年上半年再度牵手国内最大的连锁电竞酒店之一“爱电竞”，实现电竞酒店内商户到用户的闭环生态，未来服务品类也将持续增加。

公司以游戏为切入点，在社交领域进行线上和线下双重布局，进一步探索AI场景化应用和“AI+游戏社交”领域。我们认为电竞产业近期受杭州亚运会及相关政策刺激增长，市场前景广阔，公司得以持续探索电竞赛道，与各类社交产品共同打造社交生态。

■ 投资建议

公司持续强化“游戏+社交”服务体系，随着“带带电竞”持续发力与产品矩阵不断拓展，叠加游戏运营与 IP 运营的稳定贡献，公司业绩具备较高的弹性。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.00 亿元 (yoy+34.8%)、3.86 亿元 (yoy+28.7%)、4.70 亿元 (yoy+22.0%)，对应 EPS 分别为 0.61 元、0.79 元、0.96 元，当前股价对应估值分别为 25 倍、19 倍、16 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧风险、行业政策变动风险、重点产品依赖风险、游戏版号申请风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658	2166	2689	3385
年增长率	35.8%	30.6%	24.1%	25.8%
归母净利润	222	300	386	470
年增长率	77.7%	34.8%	28.7%	22.0%
每股收益 (元)	0.45	0.61	0.79	0.96
市盈率 (X)	33.09	24.55	19.08	15.64
市净率 (X)	4.77	3.97	3.26	2.69

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2023 年 08 月 25 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1197	1475	1913	2430
应收票据及应收账款	272	395	460	591
存货	0	0	0	0
其他流动资产	60	83	95	117
流动资产合计	1529	1953	2468	3138
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	51	48	45	41
在建工程	0	0	0	0
无形资产	25	11	-3	-17
其他非流动资产	454	474	474	474
非流动资产合计	530	532	515	498
资产总计	2059	2486	2984	3636
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	199	358	422	517
合同负债	36	65	81	102
其他流动负债	200	196	212	259
流动负债合计	434	619	715	878
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	84	4	4	4
非流动负债合计	84	4	4	4
负债合计	518	623	718	881
股本	272	489	489	489
资本公积	433	239	239	239
留存收益	849	1140	1538	2022
归属母公司股东权益	1540	1854	2253	2736
少数股东权益	0	9	12	18
股东权益合计	1540	1863	2265	2755
负债和股东权益合计	2059	2486	2984	3636

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	281	405	454	532
净利润	222	308	389	476
折旧摊销	34	35	35	36
营运资金变动	11	52	11	2
其他	13	10	19	18
投资活动现金流量	-22	-28	-16	-16
资本支出	-17	-20	-19	-19
投资变动	89	0	0	0
其他	-94	-7	3	4
筹资活动现金流量	-84	-100	0	0
债权融资	0	-21	0	0
股权融资	10	23	0	0
其他	-94	-103	0	0
现金净流量	180	278	438	517

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658	2166	2689	3385
营业成本	1206	1542	1910	2397
营业税金及附加	3	6	6	9
销售费用	40	79	99	124
管理费用	91	109	135	186
研发费用	70	96	122	164
财务费用	-16	-21	-26	-33
资产减值损失	-13	-13	-13	-13
投资收益	2	2	3	4
公允价值变动损益	2	0	0	0
营业利润	253	351	442	541
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
利润总额	252	350	441	540
所得税	30	41	52	64
净利润	222	308	389	476
少数股东损益	0	9	4	6
归属母公司股东净利润	222	300	386	470

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	27.3%	28.8%	29.0%	29.2%
净利率	13.4%	13.8%	14.3%	13.9%
净资产收益率	14.4%	16.2%	17.1%	17.2%
资产回报率	10.8%	12.1%	12.9%	12.9%
投资回报率	13.1%	14.9%	15.6%	15.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	35.8%	30.6%	24.1%	25.8%
EBIT 增长率	76.3%	33.9%	26.4%	22.0%
归母净利润增长率	77.7%	34.8%	28.7%	22.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.61	0.79	0.96
每股净资产	3.15	3.79	4.61	5.60
每股经营现金流	0.57	0.83	0.93	1.09
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.84	0.95	0.98	1.02
应收账款周转率	5.99	6.50	6.30	6.45
存货周转率	9476.96	7040.70	10857.90	11466.73
偿债能力指标				
资产负债率	25.2%	25.0%	24.1%	24.2%
流动比率	3.52	3.16	3.45	3.58
速动比率	3.42	3.06	3.36	3.48
估值指标				
P/E	33.09	24.55	19.08	15.64
P/B	4.77	3.97	3.26	2.69
EV/EBITDA	10.61	16.42	12.27	9.24

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断