

重点关注天戏互娱，公司业绩有望超预期

投资要点

- **业绩总结：**因为疫情原因，导致公司 2019 年年报延迟到 5 月下旬公布。根据年报内容，公司 2019 年经营整体处于全面改善的状态：实现营业收入约 6.6 亿元，同比 2018 年增长 33%；扣非以后，实现归母净利润 4557 万元，同比增长 25%；更值得关注的是，在全国疫情导致网吧基本停业的大背景下，公司在第一季度实现归母净利润 2567 万元，超过 2019 年全年净利润 50%，预示着今年盛天网络整体业绩将有极大概率实现超高速增长。
- **并购天戏，成 2020 年最大看点。**2019 年 8 月，公司完成了对上海天戏互娱的并购，使得公司游戏业务快速被业界所关注。上海天戏互娱是一家非常特殊的游戏公司，常年致力于推动中日游戏融合，将日本顶级娱乐 IP 引进国内，实现本土化并获取利润。目前，日本光荣公司授权、通过天戏互娱引进国内的《三国志·战略版》成为现象级产品，市场统计，月流水一度在 5 亿上线，成为今年少有的能进入流水排名前十的新作。考虑到后续，公司手握多个日本顶级游戏 IP（包括《三国志 11》、《大航海时代 4》、《真三国无双 6》等），想象空间极大。预计，2020 年天戏互娱将大幅度超过并购时对赌的 4500 万利润预期。
- **预期管理正处于改善阶段。**公司的网吧服务业务受到疫情的冲击，几乎处于停滞的状态。目前，全国的疫情基本处于被控制状态，整体趋势正在朝好的方面发展，公司传统主业的改善预期非常明显。我们预计，第三季度开始，网吧行业将逐步恢复，公司相关业务在下半年也将恢复正常。
- **云端业务已经初步成型。**公司一直致力于打造高科技云端业务，目前公司云端业务已经初步成型，包括云计算、云存储、云游戏、云服务等多个维度的服务矩阵也先后进入商业化。公司依托网吧和前期卡位，在云业务领域有独特的优势和差异化，未来将成为整合公司内容、场景的重要媒介，推动公司实现向更高量级的跨越。
- **盈利预测与投资建议。**我们大幅度上调了公司盈利预测，主要是公司游戏作品大超市场预期所致。预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.69 元、0.9 元，对应的 PE 为 31 倍、20 倍、16 倍。考虑到公司游戏业务的特殊性和云业务的成长性，给予“买入”评级。
- **风险提示：**游戏流水不及预期的风险、云业务不及预期的风险、天戏互娱增长或不及预期的风险、业绩实现或不及承诺的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	660.72	1700.76	2151.15	2726.04
增长率	33.00%	157.41%	26.48%	26.72%
归属母公司净利润(百万元)	52.59	108.07	165.99	216.87
增长率	-1.60%	105.51%	53.59%	30.65%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.45	0.69	0.90
净资产收益率 ROE	6.12%	11.26%	14.97%	16.69%
PE	64	31	20	16
PB	3.30	3.01	2.67	2.33

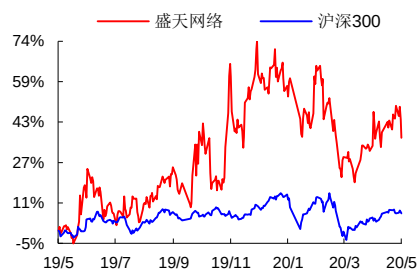
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
 执业证号: S1250519080006
 电话: 010-58251921
 邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.40
流通 A 股(亿股)	1.48
52 周内股价区间(元)	9.8-17.99
总市值(亿元)	33.77
总资产(亿元)	15.81
每股净资产(元)	4.37

相关研究

1. 盛天网络 (300494): IP 布局终落地, 云业务值得期待 (2019-08-29)
2. 盛天网络 (300494): 深耕云技术, 强化游戏 IP 布局 (2019-08-04)

关键假设：

假设 1：传统主业逐步改善，2020 年下半年恢复正常；

假设 2：天戏互娱增长超预期，带动公司游戏业务放量增长；

假设 3：各项业务成本上升，加上新业务持续投入，预计公司 2020-2022 年综合毛利率分别为 25%、26%、26%。

表 1：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
网络广告及技术服务	收入	119.1	131.1	150.7	173.3
	增速	-48.1%	10.0%	15.0%	15.0%
互联网增值服务	收入	273.8	383.4	460.0	552.0
	增速	78.4%	40.0%	20.0%	20.0%
游戏联运服务	收入	273.8	1180.2	1534.3	1994.6
	增速	150.0%	331.0%	30.0%	30.0%
贷款利息收入	收入	6.0	6.0	6.0	6.0
	增速	-	0.0%	0.0%	0.0%
软件销售	收入	0.2	0.2	0.2	0.1
	增速	30.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
其他收入	收入	0.0	0.0	0.0	0.0
	增速	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	660.7	1700.8	2151.1	2726.0
	增速	33.0%	157.4%	26.5%	26.7%
	毛利率	29.1%	25.0%	26.0%	26.0%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	660.72	1700.76	2151.15	2726.04	净利润	66.15	135.94	208.78	272.78
营业成本	468.53	1275.57	1591.85	2017.27	折旧与摊销	23.04	7.81	7.81	7.81
营业税金及附加	1.64	5.62	6.52	8.51	财务费用	-5.57	1.47	1.01	0.31
销售费用	55.98	198.76	239.22	296.26	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.54	88.91	112.45	142.51	经营营运资本变动	277.75	-81.21	-37.30	-98.74
财务费用	-5.57	1.47	1.01	0.31	其他	-278.63	-0.04	1.96	-1.04
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	82.74	63.97	182.26	181.12
投资收益	8.34	0.00	0.00	0.00	资本支出	-320.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.04	0.04	0.04	0.04	其他	425.29	0.04	0.04	0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	104.58	0.04	0.04	0.04
营业利润	64.14	130.47	200.14	261.22	短期借款	-32.80	-5.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.97	-0.66	-0.77	-0.73	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.16	129.81	199.37	260.48	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.98	-6.13	-9.42	-12.30	支付股利	0.00	-10.52	-21.61	-33.20
净利润	66.15	135.94	208.78	272.78	其他	-33.61	-59.51	-1.01	-0.31
少数股东损益	13.56	27.87	42.80	55.92	筹资活动现金流净额	-66.41	-75.03	-22.62	-33.51
归属母公司股东净利润	52.59	108.07	165.99	216.87	现金流量净额	120.97	-11.02	159.68	147.65
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	659.57	648.56	808.24	955.89	成长能力				
应收和预付款项	245.14	513.50	667.85	868.32	销售收入增长率	33.00%	157.41%	26.48%	26.72%
存货	0.21	0.57	-1.29	-0.10	营业利润增长率	14.41%	103.43%	53.39%	30.52%
其他流动资产	157.69	302.84	370.85	457.65	净利润增长率	23.78%	105.51%	53.59%	30.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	47.33%	71.24%	49.51%	28.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	50.94	48.65	46.36	44.07	毛利率	29.09%	25.00%	26.00%	26.00%
无形资产和开发支出	375.27	369.77	364.27	358.77	三费率	12.86%	17.00%	16.40%	16.11%
其他非流动资产	50.66	50.65	50.63	50.61	净利率	10.01%	7.99%	9.71%	10.01%
资产总计	1539.49	1934.53	2306.91	2735.20	ROE	6.12%	11.26%	14.97%	16.69%
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.30%	7.03%	9.05%	9.97%
应付和预收款项	214.35	481.08	640.44	794.39	ROIC	13.08%	25.40%	31.49%	35.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.35%	8.22%	9.71%	9.88%
其他负债	239.86	245.76	271.61	306.36	营运能力				
负债合计	459.22	726.85	912.05	1100.76	总资产周转率	0.50	0.98	1.01	1.08
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	13.28	34.15	45.28	60.29
资本公积	336.88	336.88	336.88	336.88	应收账款周转率	4.17	4.98	4.08	3.95
留存收益	447.86	545.41	689.78	873.45	存货周转率	845.01	3280.35	2489.98	2506.96
归属母公司股东权益	1022.73	1122.29	1266.66	1450.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.01%	—	—	—
少数股东权益	57.53	85.40	128.20	184.12	资本结构				
股东权益合计	1080.27	1207.69	1394.86	1634.45	资产负债率	29.83%	37.57%	39.54%	40.24%
负债和股东权益合计	1539.49	1934.53	2306.91	2735.20	带息债务/总负债	1.09%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.34	2.50	2.40	2.38
					速动比率	3.34	2.50	2.40	2.38
					股利支付率	0.00%	9.73%	13.02%	15.31%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.45	0.69	0.90
					每股净资产	4.26	4.68	5.28	6.04
					每股经营现金	0.34	0.27	0.76	0.75
					每股股利	0.00	0.04	0.09	0.14
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	81.61	139.75	208.95	269.34					
PE	64.21	31.25	20.34	15.57					
PB	3.30	3.01	2.67	2.33					
PS	5.11	1.99	1.57	1.24					
EV/EBITDA	32.91	18.83	11.83	8.63					
股息率	0.00%	0.31%	0.64%	0.98%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn