2021 年 06 月 28 日

证券研究报告•公司研究报告

盛天网络（300494） 传媒

买入 （首次）

当前价： 14.96 元

目标价： 22.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

深耕泛娱乐赛道的网娱平台龙头

投资要点

- **推荐逻辑：**1）公司互联网娱乐平台在全国网吧市占率超过 30%，排名第 2，覆盖用户 3800 万；2）新一代云游戏平台有望建立“IP+平台+分发+直播+电商”完整生态圈，网吧垂类用户有望逐步转化为云游戏平台订阅用户，潜在收入或达到 2.8 亿以上；3）财务表现良好：营收逐年递增，2020 年营收同比增长 36.4%，2011-2020 年 CAGR 为 28%，净利润实现企稳向好。

- **“互联网营销+游戏”双赛道齐头并进的互联网娱乐服务平台龙头：**

  1）**网吧行业发展触顶，公司转向云游戏平台服务领域。**公司网吧市场占有率超 30%，互联网营销为公司金牛类业务，随着 2018 年端游与页游市场营收规模与占比大幅下降，网吧行业营收亦趋于饱和，甚至出现下滑。在维持网吧流量基本盘不变的同时，将专业游戏场景用户导入全新云游戏平台，提供跨终端、跨场景云游戏内容服务，有望成为公司发展新方向。

  2）收购天戏互娱有助于搭建盛天与海外沟通的桥梁，构建公司的游戏 IP 业务架构，转型“IP 授权+游戏研运”的全产业链。天戏互娱与日本厂商长期合作带来的信任保证 IP 的获取渠道，沟通国内外保证游戏改编内容的高还原度。收购天戏的价值体现在打开盛天购置日本 IP 的长期合作通道，开拓自研游戏之路，以及为后续的云游戏平台业务拓展提供强大的内容获取能力，将优势流量转化为内部收益，产生协同效应。

  3）全新云游戏平台有望打造“IP+平台+分发+直播+电商”完整生态圈。2024 年云游戏市场规模预计将达到 210 亿元，2020-2024 年市场规模 CAGR 为 75.8%，整体市场预计将维持快速增长，云游戏渗透率有望进一步提升。盛天布局云游戏具有明显成本优势：1)自有云机房有望短期内转化为边缘算力点，云技术储备方面公司已在前期打下基础；2）带宽方面，公司与湖北电信达成良好合作，网络传输成本可控；3）网吧垂类用户群体基数较大，潜在云游戏平台订阅客户付费收入规模可观。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年归母净利润年复合增速为 49%，EPS 分别为 0.63 元、0.95 元和 1.4 元。公司是互联网娱乐平台服务龙头企业，网娱平台业务或重回平稳增长，且已全资收购天戏互娱，新一代云游戏平台建设中，持续看好公司未来 IP 与游戏运营发展，由分部估值可得公司 2021 年市值为 54 亿元，对应目标价 22.5 元，中长期催化剂明确，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**行业政策变动风险，市场竞争加剧风险，云游戏平台升级进度或不及预期，天戏互娱业绩或不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	895.88	1148.10	1544.69	2147.90
增长率	35.59%	28.15%	34.54%	39.05%
归属母公司净利润（百万元）	60.47	150.68	228.65	334.84
增长率	14.99%	149.17%	51.75%	46.44%
每股收益 EPS（元）	0.25	0.63	0.95	1.40
净资产收益率 ROE	7.34%	12.29%	12.77%	15.94%
PE	59	24	16	11
PB	3.34	2.95	1.98	1.71

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

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)	1.62
52 周内股价区间(元)	11.06-27.3
总市值(亿元)	35.90
总资产(亿元)	14.44
每股净资产(元)	3.31

相关研究

目 录

1 公司概况：互联网娱乐平台龙头企业 1

2 互联网营销：金牛类业务贡献稳定业绩增量 5

3 天戏互娱：沟通盛天与海外的桥梁 6

3.1 天戏互娱拥有与光荣特库摩长期合作基础 7

3.2 天戏互娱具备强大的游戏内容还原能力 7

4 天戏互娱助力盛天介入游戏 IP 运营 9

5 盛天云游戏：成本优势明显，模式创新或带来新亮点 11

5.1 云游戏市场综述 11

5.2 盛天云游戏发展优势 15

6 盈利预测与估值 17

6.1 关键假设 17

6.2 绝对估值 18

6.3 分部估值 19

7 风险提示 20

图 目 录

图 1：公司历史沿革 1
图 2：公司股权结构 2
图 3：公司 2011 年以来营收与增速 3
图 4：公司 2011 年以来归母净利润与增速 3
图 5：公司 2011-2020 年净现比变化 3
图 6：公司 2020 年主营业务营收占比情况 4
图 7：公司 2020 年主营业务毛利占比情况 4
图 8：公司主营业务营收贡献变化（内环为 2019 年，外环为 2020 年） 4
图 9：中国 2012-2018 年互联网上网服务行业营业收入及增速 5
图 10：易乐玩游戏平台 2014 年以来收入及增速 6
图 11：易乐玩游戏平台 2015 年以来成本及增速 6
图 12：中国 2014 以来移动游戏市场规模及增速 6
图 13：中国 2016-2019IP 改编移动游戏市场规模及增速 6
图 14：《真三国无双 OL》官网 7
图 15：《大航海时代 OL》官网 7
图 16：《航海王热血航线》宣传图 1 8
图 17：《航海王热血航线》宣传图 2 8
图 18：天戏互娱 2014 年以来营业收入及增速 9
图 19：天戏互娱 2014 年以来扣非净利润及增速 9
图 20：天戏互娱 2014 年以来自研及联运毛利率 11
图 21：《三国志 2017》网页 11
图 22：云游戏基本原理示意图 12
图 23：2020-2024 年中国云游戏市场收入规模 12
图 24：2020-2024 年中国云游戏用户规模 12
图 25：云游戏市场规模渗透率变化 13
图 26：云游戏用户渗透率逐年提高 13
图 27：云游戏产业链示意图 14
图 28：云游戏领域主要竞争厂商一览 14
图 29：盛天云游戏平台技术示意图 15
图 30：公司与湖北电信达成合作 15
图 31：盛天云游戏生态图 16

表 目 录

表 1：募集资金投向 4
表 2：收购天戏互娱项目 PE 倍数测算 9
表 3：天戏互娱已获得 IP 授权一览 10
表 4：2020 年度游戏运营数据 10
表 5：云游戏与传统游戏对比 12
表 6：重度玩家不同类型游戏下年消费金额测算 13
表 7：情景 1（仅用户规模提升） 16
表 8：情景 2（仅用户付费意愿提高） 16
表 9：情景 3（用户规模与付费意愿实现双升） 17
表 10：分业务收入及毛利率 17
表 11：绝对估值假设条件 18
表 12：FCFF 估值结果 18
表 13：FCFF 估值敏感性分析 19
表 14：互联网营销板块估值 19
表 15：游戏与 IP 运营板块估值 19
附表：财务预测与估值 21

目前，市场对盛天网络的认识，部分还停留在公司 2015 年上市之初，为网吧的技术服务商。但是，我们认为，传媒行业经过了跌宕起伏的并购潮以后，一直以谨慎和稳健为宗旨的盛天网络已经发生巨大的变化，市场认知差明显有待修复。本文，拟通过分析和论证，说明以下问题：

1） 天戏互娱并不是一个单纯的版权贩子，而是一个沟通国内游戏厂商和国外游戏 IP 的桥梁，不可或缺；

2） 盛天网络对于天戏互娱的并购，并不简单是利润购买，而是通过天戏的业务渠道，开始切入全球游戏 IP 运营；以及通过天戏在游戏行业的业务，切入游戏行业，为云游戏业务赋能；

3） 盛天网络的云游戏业务，具备运营成本和用户获取的天然优势，加之公司和游戏厂商多年的合作，有望成为云游戏行业一个很特殊的平台存在。

1 公司概况：互联网娱乐平台龙头企业

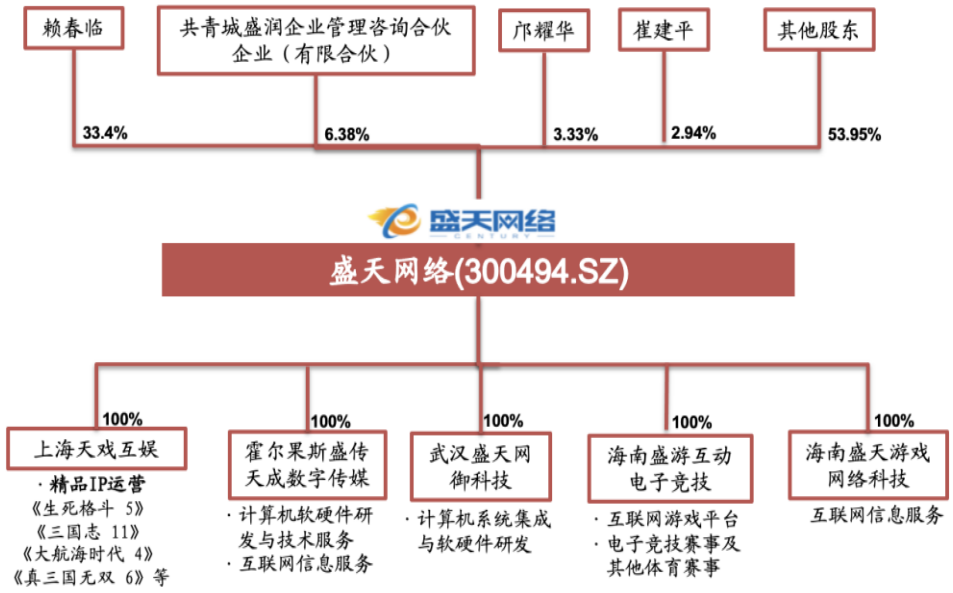
湖北盛天网络技术股份有限公司成立于 2006 年，是国内领先的场景化互联网用户运营平台，2015 年 12 月于深交所创业板挂牌上市。公司成立之初，主营网吧管理平台服务，其主营产品易乐游网娱平台市占率超 30%，且一直保持至今；随后公司陆续上线易乐玩、连乐无线等新产品，逐渐转型为场景化互联网用户运营平台，主营业务扩展至电子竞技、游戏运营、媒体内容、移动互联与大数据等方面。2018 年公布“GAME+”战略，搭建游戏“平台+运营+内容+衍生”生态圈，并正式发布“盛天云”，依托网吧算力池战略布局云游戏市场。2019 年 6 月，为应对网吧市场增长乏力的困境，公司作价 4.2 亿元收购天戏互娱 70%股权，加强 IP 及游戏内容方向的储备，打造利润增长新引擎。

图 1：公司历史沿革

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：根据企查查官网显示，赖春临为公司第一大股东与实际控制人，持有公司 8016 万股股票，占公司总股本 33.4%；其次为共青城盛润企业管理咨询合伙企业（有限合伙），持股比例为 6.38%；公司第三大股东为邝耀华，持股比例为 3.33%。

图 2：公司股权结构



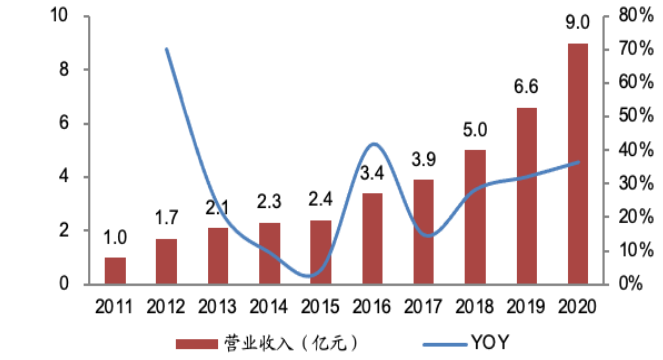
数据来源：企查查，公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：2020 年，公司营业收入与归母净利润分别为 9 亿、0.6 亿，同比增长 36.1%、20%。自 2011 年以来，公司营业收入逐年稳步增长，2011-2020 年营收 CAGR 为 27.7%，归母净利润 CAGR 为 2%。2020 年收入保持较高增长，主要由于公司游戏运营业务发展态势良好，《三国志 2017》和《三国志·战略版》两款产品市场表现稳定，游戏版号收紧带来的政策面影响边际递减；由于疫情导致公共场所人流量减少，线下文娱产业受到巨大冲击，公司主要投放于网吧媒介的网络广告与增值业务收入短期内出现了较大幅度的下滑，叠加 2020 年端游和页游市场占比持续下降，广告主投放意愿不佳，公司传统 PC 端营销营收受到影响。营销业务毛利率出现下滑主要由于公司重心转移到移动端营销，该业务采取第三方合作模式，毛利率低于公司自有 PC 端营销，整体利润增速提升遭遇掣肘。

现金流表现来看，2019 年，公司进入转型新时期，现金流状况出现反转，净现比明显高于 1，2020 年公司经营性现金流净额显著提升，现金流量情况良好，稳定且充裕的现金为企业运营与发展提供强有力的支撑。

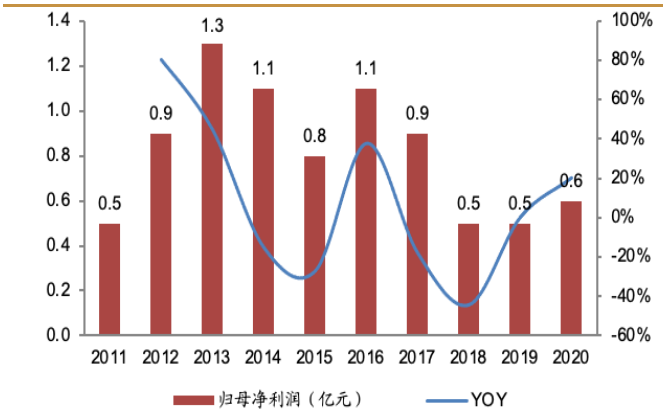
波动分析：2018 年营收同比增长 28.2%，归母净利润出现明显下滑，同比下降 44.4%，主要系广电总局于 2018 年 3 月暂停所有游戏版号的发放，传统互联网游戏广告收入受到冲击，加之游戏运营与推广、网络广告业务与公司平台运营成本的增加，导致整体利润端出现明显下滑。2020 年，公司实现利润反弹，系贡献利润的运营产品均为精品单机 IP 改编的 SLG 品类，认知度、付费率、收益确定性较高、生命周期较长。

图 3：公司 2011 年以来营收与增速



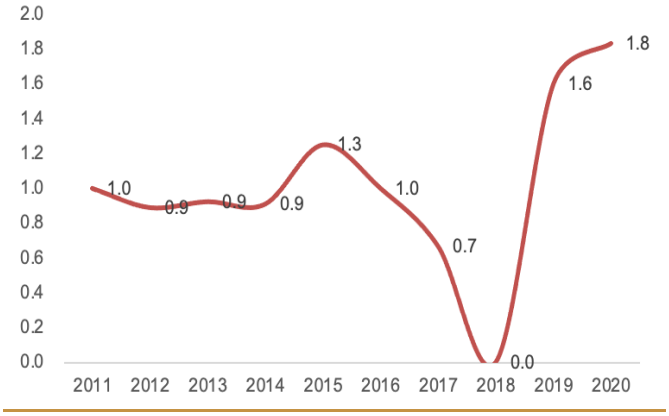
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来归母净利润与增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

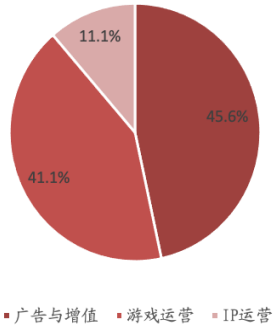
图 5：公司 2011-2020 年净现比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

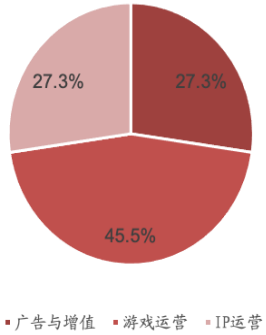
公司主营业务结构：按行业来看，公司聚焦互联网游戏与互联网营销业务两大业务板块。其中，互联网游戏业务包括游戏运营和 IP 运营，互联网营销业务即是网络广告与增值业务。广告与增值和游戏运营板块为公司主要收入和利润来源，2020 年分别实现营收 4.1 亿元、3.7 亿元，二者占公司总营收 88.9%；分别实现毛利 0.6 亿元、1 亿元，占整体毛利 72.8%。公司加大游戏板块投入，公司于 2019 年 8 月完成了对天戏互娱 70%股权的收购，进一步丰富 IP 储备，并于 2021 年 1 月完成剩余 30%股权收购，随着负责监修的《三国志·战略版》在港澳台以及韩国地区贡献稳定流水，手游《真·三国无双 霸》暑期上线，云游戏平台升级换代，公司互联网游戏收入有望实现进一步增长。

图 6：公司 2020 年主营业务营收占比情况



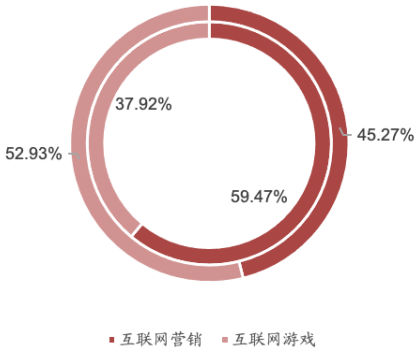
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2020 年主营业务毛利占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司主营业务营收贡献变化（内环为 2019 年，外环为 2020 年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

启动 4.86 亿定增方案，战略升级新一代云游戏平台。2020 年 5 月，公司发布定增方案，拟向不超过（含）35 名特定对象发行不超过 3600 万股（含本数）股票，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 80%，募资不超过 4.86 亿元，主要用于云游戏基础设施建设，同时扩展边缘云节点为全国用户提高网络传输速率和增强游戏体验。其中 77.5%的资金用于搭建新一代云游戏服务平台，布局云游戏产业链，项目建设期拟定为 3 年。募集资金主要用于云平台建设、IP 引进、游戏服务项目建设、大数据及云存储平台升级；主要的盈利模式包括会员订阅、游戏服务、游戏电商、游戏发行、广告等。公司计划利用多年的游戏平台运营和云计算经验与技术积累，围绕云 PC 和云手机游戏场景搭建云游戏服务平台。2021 年 3 月，公司定增方案注册申请获证监会同意。

表 1：募集资金投向

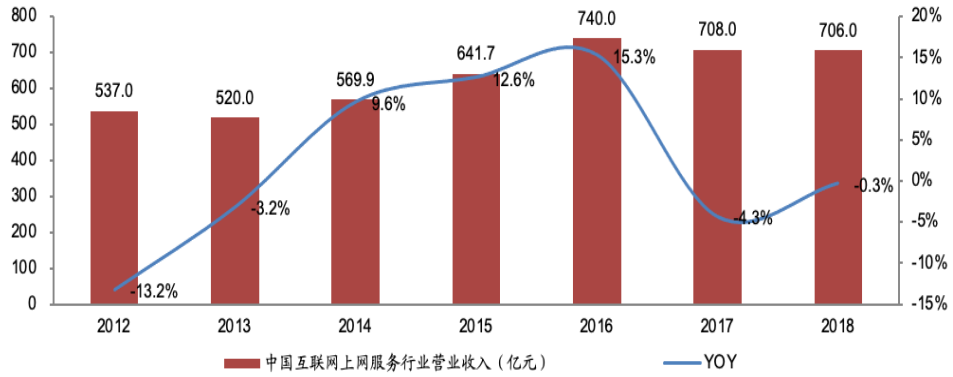
序号	项目名称	总投资额	拟使用募集资金投入金额（万元）	引用资金占比
1	盛天网络云游戏服务平台项目	43518.34	37675.91	77.5%
2	盛天网络游戏授权及运营项目	5788.18	2384.15	4.9%
3	盛天网络游戏服务项目	5107.37	4450.54	9.2%
4	大数据及云储存平台升级项目	3581.31	2222.97	4.6%
5	补充流动资金	1904.79	1904.79	3.9%
合计		59900	48638.36	100%

数据来源：盛天网络定增募集说明书，西南证券整理

2 互联网营销：金牛类业务贡献稳定业绩增量

随着 2018 年端游与页游市场营收规模与占比大幅下降，移动游戏成为最主要的游戏营收增长点。截止 2020 年末，端游市场实际收入 559.2 亿元，占比为 20.07%；页游市场实际收入 76.08 亿元，占比为 2.73%。网吧作为端游与页游的专业游戏与社交场景，其市场规模也会有一定降幅，其用户规模将迎来触顶。截止到 2018 年 12 月，全国上网服务行业场所约为 13.8 万家，全国营业场所中的上网终端保有量达到 1280 万台，我国上网服务场所实现总营收 706 亿元，场所数量、终端数以及营收较 2017 年继续缩减。

图 9：中国 2012-2018 年互联网上网服务行业营业收入及增速



数据来源：中国互联网上网服务营业场所行业协会，西南证券整理

目前网娱平台市场的竞争格局已经稳定，顺网科技、盛天网络、沃网络三家公司占据绝大部分的市场份额，形成比较高的进入壁垒。根据中国互联网上网服务行业协会发布的《2018 年中国互联网上网服务行业发展报告》，顺网科技的网维大师、公司的易乐游与沃网络的云更新市占率分别为 44.35%、32.7%、16.08%。市场环境趋于稳定的三足鼎立格局，公司网吧营收趋于饱和，用户规模将大概率低于 2018 年峰值。因此，预计 2021 年网络营销网吧相关营收维持较低增速。

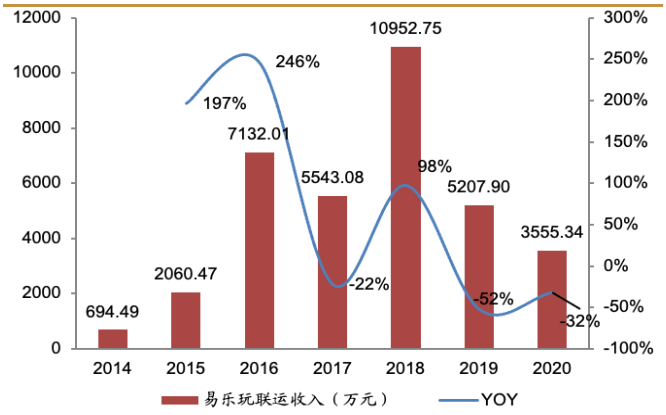
作为国内领先的场景化互联网用户运营平台，公司网吧行业的核心产品是“易乐游网娱平台”。易乐游是一款 SaaS 平台，为网吧及衍生场景提供统一管理平台以及自动化运营，同时通过内容分发能力为各类场景提供数字资源。其用户群体付费意愿高，粘性大，属于核心的重度用户。根据中国互联网上网服务行业协会，2019 年超过 97%的上网服务行业用户单次消费金额在 1-100 元的区间。从全国上网服务场所用户粘性来看，近 4 成用户每周上网次数在两次以上，62.8%的用户每周上网一次。同时，用户单次上网时长有所提高，单次上网时长在 1 小时以内占比下降至 39.5%，5 小时以上的用户占比超过 15%。

公司深耕网吧行业数十年，虽然网吧市场临近天花板，但基于稳定的用户基础，利用庞大的网吧渠道，对用户群体进行精准营销，将专业游戏场景用户导入全新云游戏平台，提供跨终端、跨场景游戏内容服务，有望成为公司发展新方向。公司未来的商业模式将是在“易乐游网娱平台”上孵化出云游戏平台，将存量网吧用户转化成种子用户，借助精品 IP 在云游戏平台的独占，实现平台流量的裂变。

3 天戏互娱：沟通盛天与海外的桥梁

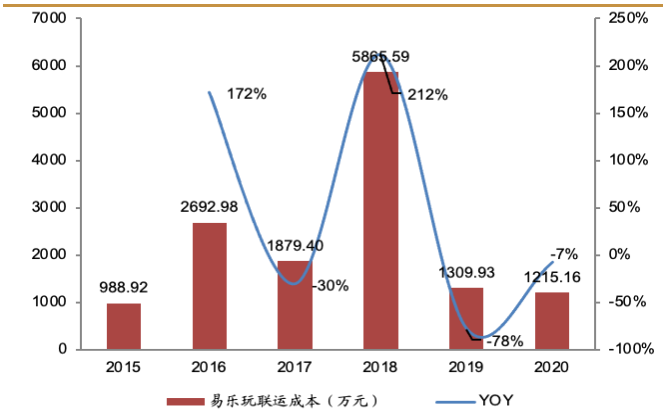
原有游戏运营模式停止增长。自 2014-2018 年，公司游戏运营板块主要商业模式是依靠易乐玩平台跟游戏厂商、运营商进行合作运营，根据用户充值收入进行收益分成，并开展加速器、游戏专用路由器、云技术游戏平台、游戏电商业务以及游戏社交类业务。这一部分附加业务的展开，使公司游戏运营板块业务在 2018 年达到巅峰，当年营收 1.1 亿元，同比增长 97.59%。但随着移动游戏收入逐渐占据游戏市场主要份额，以端游、页游为主的易乐玩平台业务受到严重冲击，渠道业务逐渐萎缩，公司缺乏核心的游戏研发能力，缺少精品 IP 游戏的问题凸显。转型移动游戏研运与纳入游戏 IP 运营业务成为公司游戏运营发展的必经之路。

图 10：易乐玩游戏平台 2014 年以来收入及增速



数据来源：游戏工委，西南证券整理

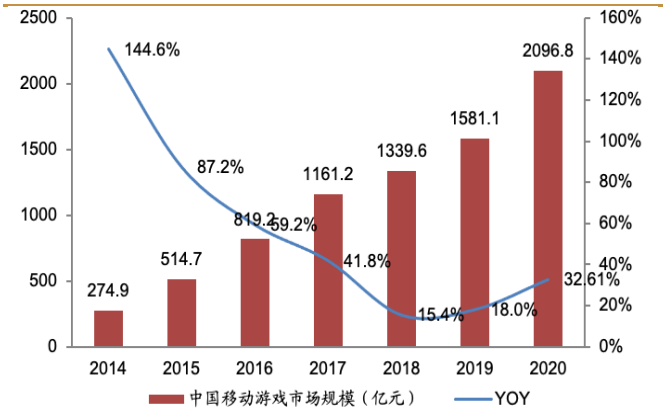
图 11：易乐玩游戏平台 2015 年以来成本及增速



数据来源：伽马数据，西南证券整理

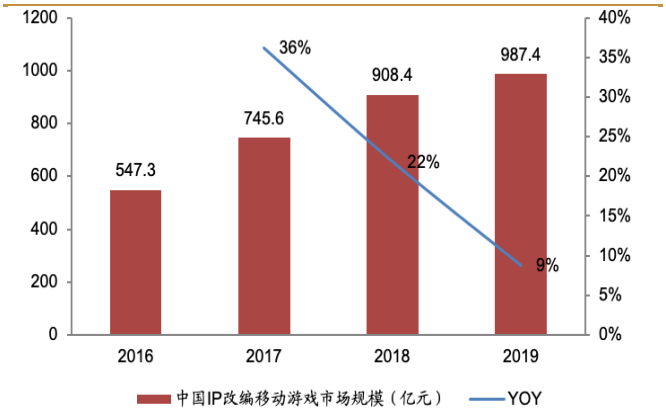
全球性 IP 改编产品市场规模巨大，成为游戏获客主力。移动游戏已成为拉动游戏市场整体增长的主要因素。根据游戏工委正式对外发布的《2020 年中国游戏产业报告》显示，移动游戏 2020 年营销收入增长较大，占游戏产业收入的 75.24%。根据伽马数据发布的《2020-2019 年移动游戏 IP 潜在价值评估报告》显示，在 2019 年流水的 TOP100 移动游戏产品中，七成的产品拥有 IP，游戏流水的占比达到了 65%。IP 授权改编游戏占据移动游戏市场六成以上份额，市场潜力巨大。**IP 所带来的高付费粉丝用户具有重要价值。**

图 12：中国 2014 以来移动游戏市场规模及增速



数据来源：游戏工委，西南证券整理

图 13：中国 2016-2019IP 改编移动游戏市场规模及增速



数据来源：伽马数据，西南证券整理

IP 改编游戏虽然具有高潜力价值，盛天网络想要介入这个赛道却困难重重。IP 改编游戏市场特别是日本 IP 市场有比较高的进入门槛，除了较高的版权费，主要是获取以及改编 IP 授权的高难度。因此并购天戏互娱所带来的价值毋庸置疑：**一个是长期合作带来的信任保证 IP 的获取渠道，二是沟通国内外保证游戏改编内容的高还原度。**

3.1 天戏互娱拥有与光荣特库摩长期合作基础

天戏互娱作为“精品 IP 运营第一股”，与日本知名游戏公司光荣特库摩有着长期的深度合作关系。天戏互娱 2007 年签约端游《真三国无双 OL》，2012 年代理端游《大航海时代 OL》，2013 年上线页游《百万人的三国志》与端游《信长的野望 OL》等，一直到 2015 年后拥有光荣特库摩旗下部分以及生死格斗等系列的精品游戏 IP 资源。从端游页游代理到获得 IP 改编手游权，天戏互娱始终维持着与光荣特库摩在三国志、三国无双、大航海时代 IP 系列的合作，部分产品拥有中国仅此一家的 IP 独家授权。

图 14：《真三国无双 OL》官网

数据来源：百度，西南证券整理

图 15：《大航海时代 OL》官网

数据来源：百度，西南证券整理

日本游戏企业绝大多数重视信誉，珍视长期合作关系。贸易双方在前期顺利合作的基础上，很容易达成长期稳定的合作。因此日本漫画与动画的授权往往倾向于选择有长期合作基础的厂商，新入公司如果没有一定人脉基础，很难介入版权授权交易。

以腾讯游戏魔方工作室长期研运的火影忍者 IP 为例。从《火影忍者》电子漫画到《火影忍者 OL》网游再到《火影忍者手游》以及《火影忍者：忍术新世代》手游改编开发，腾讯长期研运由万代南梦宫娱乐以及集英社授权的火影忍者 IP，持续完善中华区的火影 IP 矩阵，打造《火影忍者》动漫、游戏、粉丝交流平台等。基于对火影忍者 IP 的高度理解能力以及长期与日本厂商的良好合作，外来厂商很难介入火影忍者 IP 的运营。

3.2 天戏互娱具备强大的游戏内容还原能力

监修是每一个日本 IP 进行授权的首要原则。2013-2014 年，日本知名动漫以及动画是版权盗用的重灾区，市面所出现的日漫手游基本都为盗版 IP 手游，大部分知名日漫 IP 的价值均被过度消耗。根据 2016 年 DataEye 的报告，IP 手游在市面游戏中占比为 33%，其中正版 IP 手游占比 19%，仍存在 7%的盗版。IP 手游盗版研发商基于自身利益对原始 IP 设定大改，不仅造成版权方的巨额损失，并且损耗了 IP 的可持续发展价值。因此基于对其原

始 IP 品牌的保护，日本版权方在正版授权之后，往往会自身担任监修或者选择代表进行监修。

监修对游戏公司的细节把控能力和抗压能力都有着极高的要求。1）在日本版权方框架之下，为保证游戏的还原度，游戏企业可发挥空间被大大压缩；2）在保持设定一致性的基础上做出自己风格的创新，不只是对过去内容的抄袭。在监修环节，往往会遇到来自版权方的许多限制和阻碍，而对于有着强大 IP 理解能力、对日合作经验丰富的厂商而言，监修带来的积极作用远大于消极影响。这部分厂商比较熟悉日方的监修要求和监修节奏，凭借自己对 IP 理解的深入，平衡游戏性与还原性，在监修环节常常有着更多的主动权，并非被“指挥”，而是同版权方一起将 IP 推向新的高度。

以目前稳守在国内 iOS 游戏收入榜 TOP10 的《航海王热血航线》IP 改编游戏为例。不同于之前《航海王启航》与《航海王燃烧意志》，《航海王热血航线》是由东映动画正版授权，中手游与朝夕光年联合研营，其中中手游扎根日漫 IP 改编行业多年，具有强大的 IP 理解能力，通过游戏中剧情和角色的完美还原以及战斗招式的完美重现，完美平衡还原度与游戏性，取得的成绩远超以往的航海王 IP 改编游戏。

图 16：《航海王热血航线》宣传图 1

数据来源：百度，西南证券整理

图 17：《航海王热血航线》宣传图 2

数据来源：百度，西南证券整理

如何将原作 IP 与游戏玩法进行结合，既不让玩家感觉到突兀，也不让版权方认为是对 IP 的消耗，是当前日漫改编手游的一大难题。**一个高度理解 IP 品牌并且能完美搭建中日厂商沟通桥梁的监修代表能极大助推 IP 监修过程。**就像天戏互娱之于《三国志战略版》，不仅与原 IP 保持了高度的调性统一，还吸取光荣系的写实画风和严谨历史考究，并且在尊重经典的基础上，成功进行二次创作，对光荣原作中进行优化和调整，并取得巨大成功。因此，并购天戏互娱能够保证游戏改编内容的高还原度。

4 天戏互娱助力盛天介入游戏 IP 运营

2019 年 7 月，公司以现金支付的形式首次收购天戏互娱 70%股权，交易作价 4.2 亿元，项目并购 PE 倍数为 8 倍，形成商誉 3.17 亿元。2021 年 1 月，公司出资 3.6 亿元收购天戏互娱剩余 30%股权，项目并购 PE 倍数为 10 倍。至此，公司完成对天戏互娱的全资收购，成功实现游戏产业链外延式发展，将游戏 IP 运营业务纳入版图，扩展公司泛娱乐赛道。

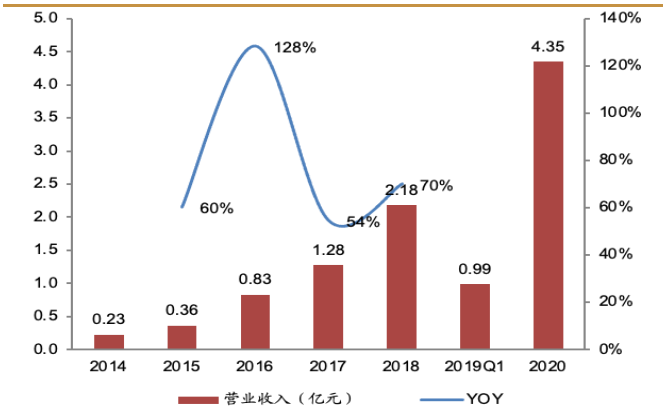
表 2：收购天戏互娱项目 PE 倍数测算

交易时间	交易价格（亿元）	股权收购比例	估值（亿元）	业绩承诺净利润之和（亿元）	承诺年限	净利润（亿元）	项目 PE 倍数
2019.07	4.2	70%	6	3.08	4	0.77	8
2021.01	3.6	30%	12	3.53	3	1.18	10

数据来源：公司公告，西南证券整理

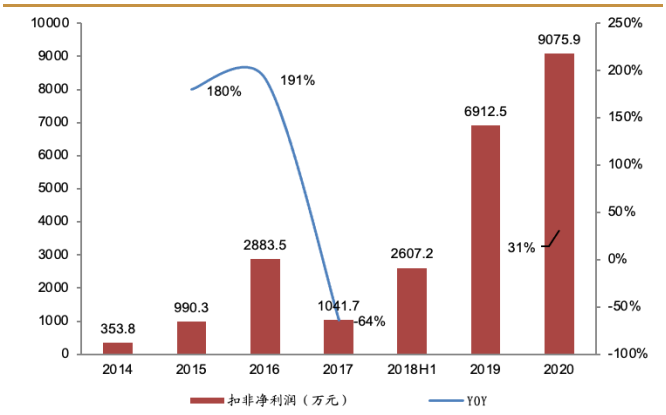
天戏互娱主要收入来自于 PC 端以及移动端游戏的授权及运营。2017、2018、2020 年度的营业收入分别为 1.28 亿元、2.18 亿元、4.35 亿元；2017、2019、2020 年度扣非净利润依次为 1042 万元、6912 万元、9076 万元，2020 年扣非净利润达到 2017 年的 8.7 倍。

图 18：天戏互娱 2014 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：天戏互娱 2014 年以来扣非净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

通过收购天戏互娱，盛天网络拥有了《三国志 11》、《真三国无双 6》、《真三国无双 8》、《大航海时代 4》、《生死格斗 5》以及《末日之蚀》等精品日本 IP，参与监修或制作《三国志 2017》、《三国志·战略版》、《真·三国无双 霸》以及《大航海时代：海上霸主》等移动游戏，目前已推出《三国志·战略版》，在国内外市场取得巨大成功。

目前，盛天网络通过天戏互娱正在逐步切入版权运营市场，后续盛天网络有望在逐步推进版权业务的同时，将更多 IP 直接纳入上市公司主体旗下，将天戏互娱的既有业务和上市公司整体规划进行有机结合，一方面使得天戏的整体竞争力进一步提升，另一方面，也推动公司业务扩张，丰富公司业务矩阵。

表 3：天戏互娱已获得 IP 授权一览

IP 来源	光荣特库摩游戏	游戏	类型	发行时间	IP 运营方式
三国志 IP	三国志 11	三国志 2017	移动游戏	2017	联合研运
三国无双 IP	真三国无双 6	真·三国无双 霸	移动游戏	预计 2021 暑假	联合研运
	-	真三国无双 OL	MMO 动作竞技/PC 端	停止运营	联合研运
生死格斗 IP	生死格斗 5 Last Round	生死格斗 5 无限	移动游戏	2018	自研
大航海时代 IP	大航海时代 4	大航海时代：海上霸主	移动游戏	预约内测	联合研运
IP 来源	**世嘉株式会社游戏**	**游戏**	**类型**	**发行时间**	**IP 运营方式**
末日之蚀	末日之蚀	-	移动游戏	正在研发中	-

数据来源：天戏互娱官网，西南证券整理

1）经典 IP：三国志·战略版

SLG 手游 Top1，《三国志·战略版》推动国内品类规模翻倍。自上线以来，多次登顶国服 App Store 免费榜榜首，并长时间稳居畅销榜前 10 至今。截止 2021 年 3 月，国内玩家用户规模已经达到 5000 万，相比于 SLG 类用户规模 4617.36 万，也就是说，《三国志·战略版》以一己之力扩大了整个游戏品类的市场规模与用户基数。收入规模也迅速翻倍，据 GameLook 估计，截止 2020 年，国内重度 SLG 手游大盘的单月流水在 15-20 亿元左右，约占国内整体手游市场的 15%。自公测以来，2019 年 8-12 月、2020H1 年度游戏流水分别为 12.29 亿，37.06 亿。

全球收入最高的 SLG 手游，《三国志·战略版》是国产游戏出海的最强战力之一。自登陆海外市场以来，《三国志·战略版》表现十分坚挺，曾一度冲上韩国 iOS 游戏畅销榜第一名，上线至今稳居畅销榜 TOP30 以内。据 Sensor Tower 数据，截止 2021 年 3 月，《三国志·战略版》在全球 App Store 和 Google Play 的预估总收入已突破 10 亿美元大关。

2）《三国志 2017》、《真.三国无双 online》、《生死格斗 5 无限》（联合研运与自研）

《三国志 2017》产生稳定现金流，《真.三国无双 online》、《生死格斗 5 无限》趋于停止运营。移动端《三国志 2017》2019 年 8-12 月、2020 年度的游戏运营收入分别为 1.45 亿元、3.3 亿元；端游《真.三国无双 online》2019 年 8-12 月、2020 年度的游戏运营收入分别为 0.039 亿元、0.025 亿元。天戏互娱联合研运与自研毛利率约在 57%左右。

表 4：2020 年度游戏运营数据

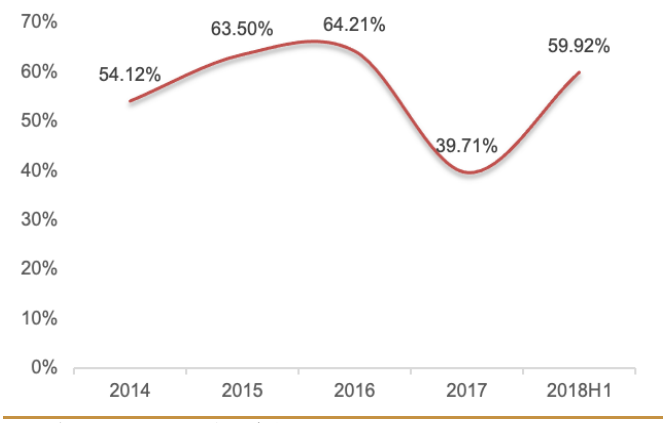
游戏	游戏运营收入（亿元）	季度平均活跃用户数（万人）	年充值流水（亿元）
三国志 2017	3.3	89.6	12.3
真三国无双 OL	0.025	11.9	0.0499
生死格斗 5 无限	0.0023	0.6	0.0098

数据来源：Wind，西南证券整理

收购天戏开启长期合作通道。天戏互娱 IP 运营收入大部分依赖于移动游戏《三国志 2017》和《三国志·战略版》，盛天急需扩充 IP 游戏内容库，为下一步 5000 万购置 IP 的定增计划奠定基础，建立丰富自身游戏 IP 资源池的有效渠道。公司以天戏互娱为中间商，通过天戏互娱建立与日本游戏商的联系，目前已取得《真三国无双 8》的 IP 授权。在此之后，有望直接参与到日本游戏商的合作中，形成稳定的合作基础，取得合作方信任，并最终独立参与游戏厂商后续 IP 授权与联合运营中，拓宽公司的业务渠道，形成双方的良性互哺。

收购天戏开拓公司自研游戏之路。天戏互娱深耕游戏 IP 领域多年，形成了一套成熟的 IP 运营模式。基于对用户和游戏 IP 多年的研究与探索，天戏互娱在端游 IP 改编手游的监修环节具有独到的见解，能够帮助经典游戏 IP 的改编更好地实现原 IP 的商业价值；并且通过《生死格斗 5 无限》等自研项目，积累了成熟的研发运营经验。借助天戏自有的研发运营产业链与成熟的项目经验，无疑加快公司自研精品 IP 改编游戏的步伐。

图 20：天戏互娱 2014 年以来自研及联运毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：《三国志 2017》网页

数据来源：官网，西南证券整理

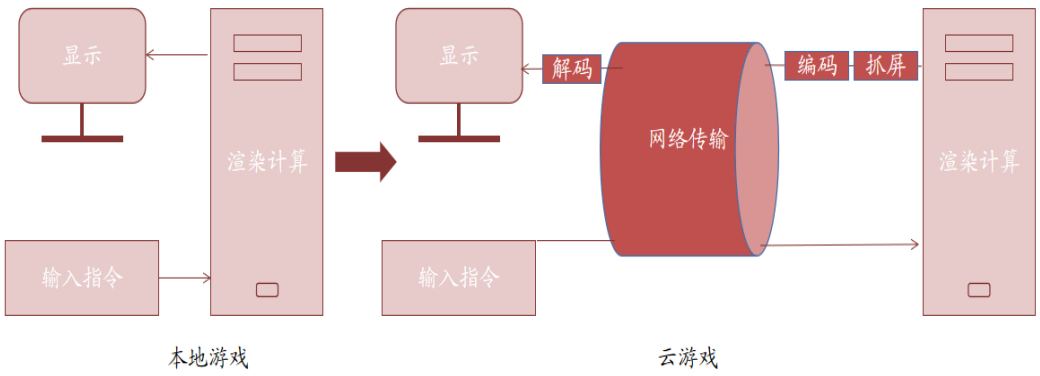
我们认为，总体来看，收购天戏的价值主要体现在如下三方面：1）盛天网络有望独立进行游戏厂商 IP 授权合作与分成，进一步搭建公司的游戏 IP 业务架构，从而转型成为集 IP 授权与运营、游戏研运一体的全产业链覆盖公司；2）寻找多样的精品 IP，减轻对光荣特库摩的依赖，提升内容多样性；3）为精品游戏运营、以及后续的云游戏平台业务拓展提供强大的内容获取能力，转化优势流量成为内部收益，产生协同效应。

5 盛天云游戏：成本优势明显，模式创新或带来新亮点

5.1 云游戏市场综述

云游戏是以云计算技术为基础，将游戏的计算、渲染、储存与运行均转移到云端进行的全新“云计算+游戏”游戏业态，通过对实时游戏画面进行抓屏，将云端编码以视频流的形式传输到终端，再通过客户端解码进行游戏，其本质是交互式在线视频流，特点是免除终端的限制，大大降低终端硬件配置要求，并跳过下载的过程，普通的设备也能跨终端体验 3A 大作等对电脑硬件配置要求极高、体积大于 100G 的游戏。云游戏免下载、低配置的特点成为其渗透率提高的关键因素之一，而不受终端限制（手机、电视端等均可使用）的特点使其不受设备场景限制，为云游戏应用场景提供更多想象空间。

图 22：云游戏基本原理示意图



数据来源：云游戏白皮书，西南证券整理

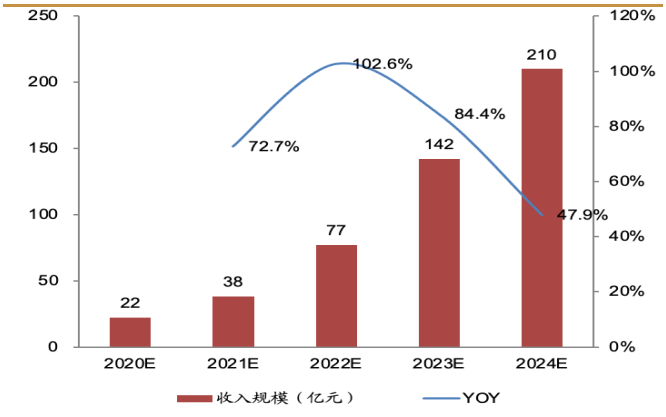
表 5：云游戏与传统游戏对比

平台	游戏类型	游戏资源存储地	游戏运行地
PC	端游	本地	本地
	页游	本地	本地
移动端	手游	本地	本地
游戏主机	主机游戏	本地	本地
	云游戏	云端	云端

数据来源：云游戏白皮书，西南证券整理

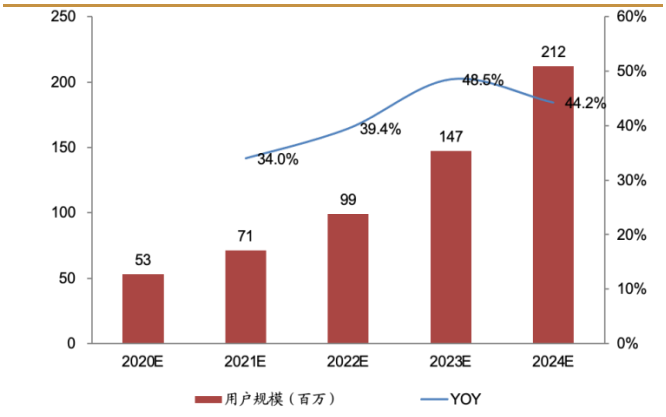
根据艾瑞咨询最新《中国云游戏平台价值研究案例报告》中披露，2020 年云游戏市场规模预计为 22 亿元，2024 年预计将达到 210 亿元，2020-2024 年市场规模 CAGR 为 75.8%，2022 年云游戏市场将会实现翻倍增长。从用户规模来看，云游戏用户大多由传统游戏用户转化而来，2020 年预计用户群体基数为 5300 万人，2024 年有望达到 2.12 亿人，5 年间用户规模 CAGR 为 41.4%。**总体来看，云游戏整体市场将快速增长，但市场天花板远未临近。**

图 23：2020-2024 年中国云游戏市场收入规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 24：2020-2024 年中国云游戏用户规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

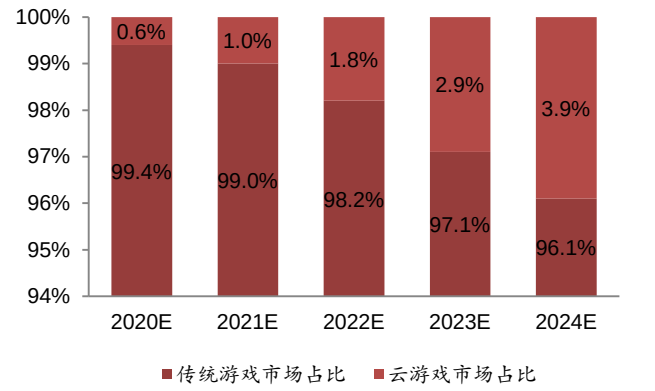
云游戏市场主要收入来源于玩家群体付费行为，主要模式有时长制和订阅制两种，前者一般为 3-5 元/小时，后者按月度、季度、年度付费有所区别。**我们认为，云游戏未来渗透率将会继续提高，除云游戏本身特点外，其他原因如下：**

1）未来云游戏市场规模扩容与用户付费意愿提高、传统游戏用户转化率提升将会产生协同效应，即有效降低玩家体验更多游戏的门槛，扩大用户基数，同时培养玩家付费意识，当转化率与付费率同时提升时，有望为市场规模扩张与渗透带来乘数效应；

2）云游戏的花费一定情况下低于网吧传统游戏花费。这里以网吧重度游戏玩家和盛天“随乐游”云游戏平台付费模式为例：保守假设网费为 3-10 元/小时，重度玩家每天游戏时长为 10 小时，每周上网天数为 5 天，经初步测算，年花费在 7200-24000 元；若同等条件下选择云游戏，理想情况下，年花费至多为 2880 元，最少为 480 元，远低于传统网吧场景下消费金额，客观上讲，或有利于云游戏用户的转化；

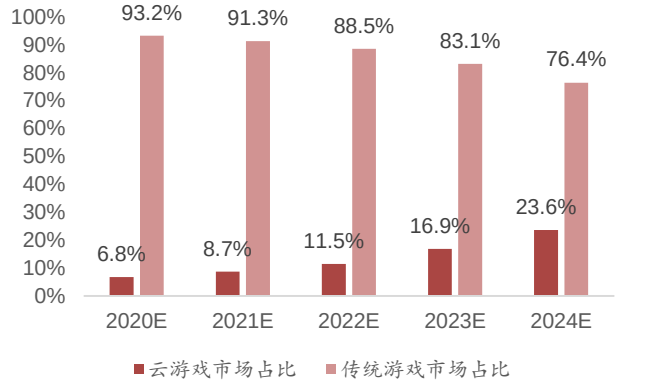
3）随着虚拟化、音视频编解码、CPU、网络、边缘计算云游戏关键技术瓶颈的解决，云游戏有望正式进入低时延、低抖动、高清晰度的发展快车道。

图 25：云游戏市场规模渗透率变化



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 26：云游戏用户渗透率逐年提高



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

表 6：重度玩家不同类型游戏下年消费金额测算

类别	平均花费（元/时）	游戏时长（小时）	日均消费（元）	天数/周	年消费金额（元）	传统游戏年消费额/云游戏年消费额
传统游戏	3-10	10	网吧游玩	5	7200-24000	——
			30-100			
云游戏	可居家登录云游戏平台无时长费（假设采用订阅制服务）		使用随乐游云游戏速进卡		2880	3-8
			10			
			不使用随乐游云游戏速进卡		480	15-50
			0			

数据来源：随乐游官网，西南证券整理

云游戏产业链中，和传统游戏产业链类似，上游为游戏制作与发行商，下游为终端厂商与游戏用户，不同之处在于产业链中加入云技术服务提供商及 5G 网络供应商。前者主要提供 PaaS/SaaS 云游戏解决方案和游戏云化后平台的提供与内容分发等。后者为电信运营商包含中国联通、中国电信、中国移动三大运营商，稳定传输流化的游戏内容。

图 27：云游戏产业链示意图

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

从竞争格局来看，根据艾瑞咨询披露，目前行业处于游戏厂商、电信运营商与互联网企业三足鼎立的态势，仍处于**跑马圈地**阶段，尚未完全形成固化的竞争格局，公司存在突围的可能性。

图 28：云游戏领域主要竞争厂商一览

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

5.2 盛天云游戏发展优势

从公司角度来看，**盛天网络作为较早一批布局云游戏产业链的企业，云游戏布局具有如下几点优势：**

1）**就用户而言**，用户群体主要集中于网吧这一垂直细分领域，不易被同类厂商分流，易乐游网娱平台覆盖的网吧存量用户有望逐步转换为全新云游戏平台私域流量用户，PC 和手机云游戏客户规模潜在增长空间较大；

2）**就技术而言**，公司前期在硬件选型与集成能力、云端系统与游戏分发技术、游戏串流技术等技术方面已打下坚实基础，拥有自主全面的云游戏技术；

3）**就成本而言**，一般来说，云游戏成本较高，主要体现在：①网络及硬件成本；②技术成本，如云计算服务器-X86 架构（PC）、ARM 架构（移动端）的采购与搭建；③机房带宽成本：据公开信息披露，100 万人同时在线需要的带宽费用约 3000 万元；④内容版权成本，即如何对接上游游戏发行商以获得优惠定价。

公司仅需在随乐游云游戏平台基础上进行升级与迭代，升级大数据与云存储中心以提高数据存储能力，**网吧已有的云机房亦可改造成边缘算力节点，软硬件成本大幅降低**。在带宽方面，公司与湖北电信达成良好合作，有望进一步降低网络传输成本；

4）**就游戏资源获取而言**，公司与游戏产业链软、硬件公司保持较好合作，如湖北电信、方块游戏、中手游等，已储备一批经典游戏 IP，已有近百款国内版号授权产品，**后续有望直接云化投入平台使用；**

5）**就未来新增长点而言**，根据盛天网络定增可研报告披露，在提升平台 ARPU、GMV 方面，盛天云游戏平台计划打造“云游戏+电商”、“云游戏+直播+社交”新型商业模式，有望解决收费模式单一、用户付费低等传统云游戏平台问题；在整合营销与发行方面，盛天云游戏拟采用“云游戏试玩+游戏宣发+广告业务”模式，激发公司传统互联网广告业务潜力，同时将试玩门槛低的特点与游戏宣传发行相结合，有望增强游戏宣发效果，最终沉淀平台私域流量，形成自有的内容社区生态圈，迎来转型潜在破局点。

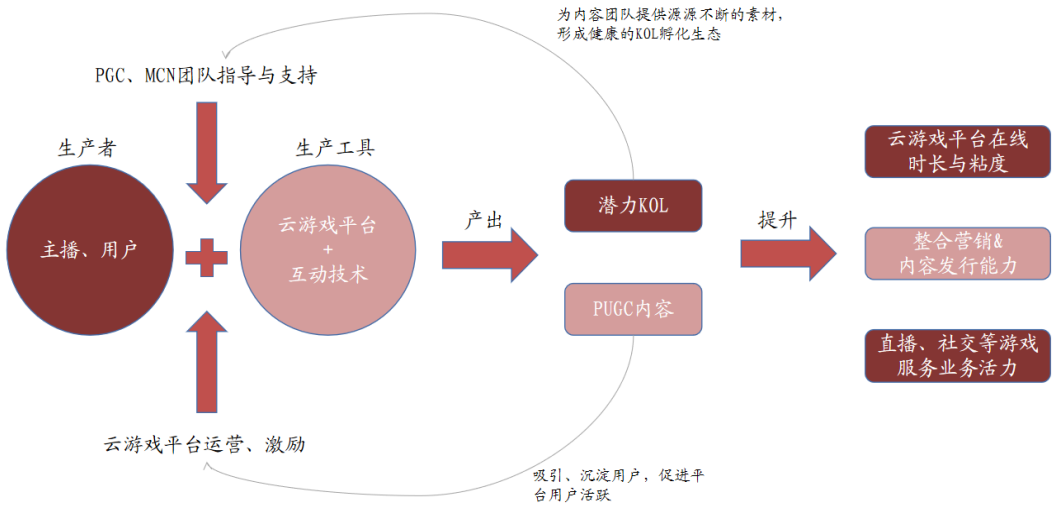
图 29：盛天云游戏平台技术示意图

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 30：公司与湖北电信达成合作

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 31：盛天云游戏生态图



数据来源：公司定增公告资料，西南证券整理

云游戏业务有望为公司贡献业绩新增量。公司有望持续发挥场景优势，将原有网吧、电竞馆、手游馆、电竞酒店等专业游戏场景用户转化为新一代云游戏平台用户。为测算公司订阅制云游戏平台“随乐游”未来潜在收入体量，以下将未来情景分为三类：1）仅用户规模提升 2）仅用户付费意愿提高 3）用户规模与付费意愿实现双升；每种类型下，再设置保守、中性、乐观三种情况。根据公司定增公告材料披露，易乐游网娱平台覆盖用户数为 3800 万，年人均付费为 212.8 元，保守情况下，端游玩家向云 PC 游戏订阅用户转化转化率为 30%与订阅用户中约有 10%会选择“盛天网络云游戏服务平台”（付费率），由此可大致测算出在中性环境下云游戏平台潜在收入规模区间有望达到 2.8-5.7 亿元。

表 7：情景 1（仅用户规模提升）

情景假设	保守	中性	乐观
公司覆盖互联网上网行业用户（万人）	3800	3800	3800
云游戏用户转化率	30%	35%	40%
付费率	10%	10%	10%
云游戏付费用户（万人）	114	133	152
年人均付费（元）	212.8	212.8	212.8
订阅付费预期收入（万元）	24259.2	28302.4	32345.6

数据来源：公司定增公告材料资料，西南证券整理

表 8：情景 2（仅用户付费意愿提高）

情景假设	保守	中性	乐观
公司覆盖互联网上网行业用户（万人）	3800	3800	3800
云游戏用户转化率	30%	30%	30%
付费率	10%	15%	20%
云游戏付费用户（万人）	114	171	228
年人均付费（元）	212.8	212.8	212.8
订阅付费预期收入（万元）	24259.2	36388.8	48518.4

数据来源：公司定增公告资料，西南证券整理

表 9：情景 3（用户规模与付费意愿实现双升）

情景假设	保守	中性	乐观
公司覆盖互联网上网行业用户（万人）	3800	3800	3800
云游戏用户转化率	30%	35%	40%
付费率	10%	20%	30%
云游戏付费用户（万人）	114	266	456
年人均付费（元）	212.8	212.8	212.8
订阅付费预期收入（万元）	24259.2	56604.8	97036.8

数据来源：公司定增公告资料，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 关键假设

假设 1：公司网络广告与增值业务属于金牛类业务，市占率高增速平稳，2020 年 PC 端营销业务收入受端游和页游市场规模下滑和疫情影响而下降，在疫情好转的背景下，该业务或迎来回暖，由于公司移动端互联网营销毛利率小于 PC 端，随着业务重心向移动端转移，预计 2021-2023 年该板块毛利率分别为 15%、14%、13%；

假设 2：随着重磅游戏《真·三国无双霸》2021 年暑假上线，公司有望迎来新业绩增长点，叠加游戏行业政策收紧影响边际减弱，云游戏平台未来有望贡献可观营收与利润，预计游戏运营板块 2021-2023 年收入增速为 50%、52%、54%，毛利率分别为 27%、28%、29%。

假设 3：公司计划投入 3500 万元自海外采购 1 款 S 级游戏 IP 版权和 1 款 A 级游戏 IP 版权，并与游戏研发方、联合发行运营方共同开发运营手机游戏；同时计划投入 1500 万元自海外采购 2 款 A 级 PC 端单机游戏的国内独家运营发行权，在国内各平台发行和推广。故推测未来经典 IP 储备数量增长可期，多款经典 IP 游戏上线有望贡献稳定分成，预计未来服务成本略有升高，预计 2021-2023 年毛利率为 52%、50%、48%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
合计					
营业收入	660.7	895.9	1148.1	1544.7	2147.9
YOY	-	35.6%	28.2%	34.5%	39.1%
毛利率	29.1%	25.3%	25.98%	27.39%	28.71%
网络广告与增值					
收入	393	405.5	429.8	451.3	473.9
YOY		3.18%	6%	5%	5%
毛利率	27.15%	15.65%	15.00%	14.00%	13.00%
游戏运营业务					
收入	225.2	372.4	558.6	849.1	1307.6
YOY		65.36%	50%	52%	54%

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.84%	27.20%	27.00%	28.00%	29.00%
IP 运营业务					
收入	25.3	101.7	159.7	244.3	366.4
YOY		301.98%	57%	53%	50%
毛利率	83.10%	58.04%	52.00%	50.00%	48.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.63 元、0.95 元和 1.40 元。公司是互联网娱乐平台服务龙头企业，互联网营销业务有望摆脱疫情冲击重回平稳增长，“GAME+”与云游戏战略较有成效，目前已全资收购天戏互娱，新一代云游戏平台建设中，持续看好公司未来 IP 与游戏运营增长，业绩增长情景较为明朗。

6.2 绝对估值

关键假设如下：

1）永续期增长率为 1%；

2）无杠杆 β 系数为 1.19；

3）税率：保持 15%稳定税率。

表 11：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	1%
无风险利率 Rf	2.46%
市场组合报酬率 Rm	12%
有效税率 Tx	15%
过渡期增长率	10%
β 系数	1.19
债务资本成本 Kd	6.87%
债务资本比重 Wd	8.77%
股权资本成本 Ke	11.43%
WACC	13.11%

数据来源：西南证券

表 12：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	2892.09
净债务价值	-1220.90
股票价值	3530.40
每股价值	14.71

数据来源：西南证券

表 13：FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 \ WACC	11.61%	12.11%	12.61%	13.11%	13.61%	14.11%	14.61%
0.0%	15.75	15.22	14.74	14.30	13.89	13.51	13.16
0.5%	16.03	15.47	14.96	14.50	14.07	13.67	13.30
1.0%	16.34	15.75	15.21	**14.71**	14.26	13.85	13.46
1.5%	16.68	16.05	15.47	14.95	14.47	14.03	13.63
2.0%	17.05	16.38	15.76	15.21	14.70	14.24	13.81
2.5%	17.47	16.74	16.08	15.49	14.95	14.46	14.01

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 14.71 元。

6.3 分部估值

1）互联网营销

互联网营销板块估值选取同行业可比公司顺网科技、号百控股以及心动公司进行对标，给予该板块 2021 年 7 倍目标 PS，预期销售额为 4.3 亿元，盛天网络股权占比为 100%，可得该板块市值约为 30.1 亿元。

表 14：互联网营销板块估值

证券代码	可比公司	市值	股价	EPS				PS			互联网营销销售额（亿元）	股权占比	PS	板块市值（亿元）
				19A	20A	21E	22E	20A	21E	22E				
300113.SZ	顺网科技	96.85	13.95	0.12	0.13	0.3	0.38	9	7	6	**4.3**	100%	7	30.1
600640.SH	号百控股	112.75	14.17	0.18	0.01	/	/	3	-	-				
2400.HK	心动公司	266.16	55.4	0.98	0.02	0.07	0.45	11	7	5				
平均值								8	7	6				

数据来源：Wind，西南证券

2）游戏与 IP 运营

游戏与 IP 运营板块估值选取同行业可比公司巨人网络、世纪华通以及中手游进行对标，给予该板块 2021 年 15 倍目标 PE，预期净利润 1.59 亿元，盛天网络股权占比为 100%，可得该板块市值约为 23.9 亿元。

表 15：游戏与 IP 运营板块估值

证券代码	可比公司	市值	股价	EPS				PE			预期净利润（亿元）	股权占比	PE	板块市值（亿元）
				19A	20A	21E	22E	20A	21E	22E				
002558.SZ	巨人网络	288.47	14.25	0.41	0.51	0.58	0.74	34	25	19	**1.59**	100%	15	23.9
002602.SZ	世纪华通	490.38	6.58	0.38	0.4	0.56	0.64	18	12	10				
00302.HK	中手游	101.86	3.68	0.16	0.36	0.41	0.49	8	9	8				
平均值								20	15	12				

数据来源：Wind，西南证券

综上所述，将互联网营销与游戏运营两个板块市值相加，可得 2021 年公司总市值为 54 亿元，对应目标价 22.5 元。

7 风险提示

行业政策变动风险，市场竞争加剧风险，云游戏平台升级进度或不及预期，天戏互娱业绩或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	895.88	1148.10	1544.69	2147.90
营业成本	668.88	849.77	1121.62	1531.21
营业税金及附加	2.40	3.08	4.14	5.75
销售费用	44.75	77.31	90.59	135.30
管理费用	56.47	66.19	93.21	126.72
财务费用	-5.07	1.43	3.32	3.65
资产减值损失	-6.21	0.00	0.00	0.00
投资收益	13.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.28	0.28	0.28	0.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.40	150.59	232.09	345.55
其他非经营损益	-1.70	7.00	7.00	7.00
利润总额	85.70	157.59	239.09	352.55
所得税	3.81	2.25	0.92	7.35
净利润	81.89	155.34	238.18	345.20
少数股东损益	21.42	4.66	9.53	10.36
归属母公司股东净利润	60.47	150.68	228.65	334.84

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	81.89	155.34	238.18	345.20
折旧与摊销	26.90	11.37	11.37	11.37
财务费用	-5.07	1.43	3.32	3.65
资产减值损失	-6.21	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	14.38	-7.54	-54.70	-61.01
其他	-1.29	-0.28	1.72	-1.28
经营活动现金流净额	110.61	160.32	199.89	297.92
资本支出	-85.95	0.00	0.00	0.00
其他	-7.42	0.28	0.28	0.28
投资活动现金流净额	-93.37	0.28	0.28	0.28
短期借款	27.43	-32.43	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	393.99	0.00
支付股利	-5.28	-12.09	-30.14	-45.73
其他	-95.98	-46.47	-3.32	-3.65
筹资活动现金流净额	-73.83	-91.00	360.54	-49.38
现金流量净额	-56.72	69.60	560.70	248.82

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	597.96	667.56	1228.26	1477.08
应收和预付款项	253.84	325.01	436.38	605.63
存货	0.07	0.09	-1.88	-0.83
其他流动资产	181.76	204.70	240.77	295.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	49.23	45.07	40.92	36.76
无形资产和开发支出	352.12	344.96	337.80	330.64
其他非流动资产	99.49	99.44	99.38	99.33
资产总计	1534.47	1686.82	2381.64	2844.25
短期借款	32.43	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	220.96	309.30	394.71	546.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	165.68	113.92	121.29	132.40
负债合计	419.07	423.22	516.00	679.14
股本	240.00	240.00	240.00	240.00
资本公积	336.88	-393.99	0.00	0.00
留存收益	502.05	640.63	839.14	1128.26
归属母公司股东权益	1073.97	1217.51	1810.02	2099.13
少数股东权益	41.43	46.09	55.62	65.98
股东权益合计	1115.40	1263.60	1865.64	2165.10
负债和股东权益合计	1534.47	1686.82	2381.64	2844.25

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	35.59%	28.15%	34.54%	39.05%
营业利润增长率	36.27%	72.30%	54.12%	48.88%
净利润增长率	23.80%	89.69%	53.33%	44.93%
EBITDA 增长率	33.84%	49.58%	51.04%	46.11%
获利能力				
毛利率	25.34%	25.98%	27.39%	28.71%
三费率	10.73%	12.62%	12.11%	12.37%
净利率	9.14%	13.53%	15.42%	16.07%
ROE	7.34%	12.29%	12.77%	15.94%
ROA	5.34%	9.21%	10.00%	12.14%
ROIC	16.64%	29.91%	42.47%	52.75%
EBITDA/销售收入	12.19%	14.23%	15.98%	16.79%
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.71	0.76	0.82
固定资产周转率	17.89	24.35	35.93	55.30
应收账款周转率	4.03	4.64	4.73	4.80
存货周转率	4722.74	10069.41	10238.34	10386.85
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.31%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	27.31%	25.09%	21.67%	23.88%
带息债务/总负债	7.74%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.15	3.60	4.48	4.04
速动比率	3.15	3.60	4.48	4.04
股利支付率	8.73%	8.03%	13.18%	13.66%
每股指标				
每股收益	0.25	0.63	0.95	1.40
每股净资产	4.47	5.07	7.54	8.75
每股经营现金	0.46	0.67	0.83	1.24
每股股利	0.02	0.05	0.13	0.19

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	109.23	163.39	246.78	360.56
PE	59.37	23.83	15.70	10.72
PB	3.34	2.95	1.98	1.71
PS	4.01	3.13	2.32	1.67
EV/EBITDA	26.33	83.59	53.07	35.63
股息率	0.15%	0.34%	0.84%	1.27%

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn