

21H1 利润端再创新高，看好全年业绩表现

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年半年报，上半年实现营收 6.2 亿元，同比增长 38.9%，录得归母净利润 0.7 亿元，同比增长 80.7%，已超过去年全年净利润 0.6 亿元；其中 21Q2 单季度实现营收 3.19 亿元(+45%)，实现归母净利润 0.31 亿元(+121%)，Q2 利润端表现显著高于去年同期水平。
- **IP 运营爆发式增长，网娱平台业务重回正轨。**1、分行业看，互联网游戏、互联网营销分别实现营业收入 3.34 亿元(+31.5%)、2.8 亿元(+51.9%)；2、分产品看，游戏运营业务 21H1 收入 1.29 亿元，同比下滑 36.4%，主要由于《三国志 2017》游戏流水微降，以及海外收入结算方式调整，分成不再通过公司结算，导致收入和成本同等减少；IP 运营业务受益于《三国志·战略版》海外成功上线，实现营收 2.05 亿元，同比大涨 297%。《三国志·战略版》为公司最重要的 IP 监修项目，2021H1 已登陆港澳台以及韩国、日本地区，21Q1 全球移动游戏收入榜排名第五，全年营收预计将进一步扩大，收购天戏互娱的价值逐步变现；互联网广告与增值业务属于金牛类产品，21H1 逐渐回暖，同比增长 52%至 2.8 亿元，占总营收的 45.2%，贡献稳定业绩增量；3、分区域看，大陆地区、大陆外地区和国家营收增速分别为 32.6%、48.3%，收入占比约为“3:2”。
- **游戏海外推广导致成本上行，盈利能力基本企稳。**1、公司整体毛利率 22.6%，较去年同期略微下降 0.5pp，主要由于：1)《三国志·战略版》海外上线，公司承担部分推广费用，推广服务成本陡增 518%至 1.68 亿元；2) 互联网营销业务流量采购成本为 2.31 亿元，同比增长 49%，导致盈利能力轻微下滑。2、费用率方面，21H1 销售费用为 0.19 亿元(+43.8%)，销售费率保持 3%左右，与 20H1 基本持平；管理费用率 2.6%，同比下降 0.4pp；报告期内，公司将研发投入的 28%资本化。若不考虑该处理，公司研发总投入 0.37 亿元，占营收的总 6%，同比提升 0.7pp；财务收入同比下降 34.6%，主要为存款利息收入减少所致。整体来看，公司费用率总体保持稳定，仍保持较好盈利能力。
- **业绩潜在增长点已现，后续表现值得期待。**公司 2021 年已取得手游《蜀山掌门》、《我爱弹射》、《超级精灵手表》三款游戏发行权，有望贡献营收新增量；除此以外，截止 6 月 30 日，公司已注册成立海南盛天游戏网络科技有限公司，专注于游戏独立发行业务。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.51 亿元、2.29 亿元、3.35 亿元，EPS 分别为 0.63 元、0.95 元和 1.4 元，对应 PE 分别为 24 倍、16 倍、11 倍，中长期催化剂明确，维持“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。

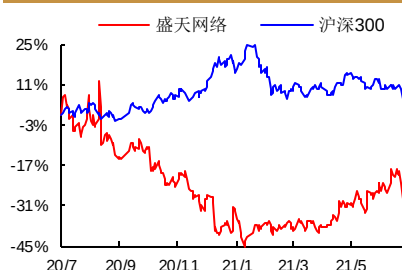
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	895.88	1148.10	1544.69	2147.90
增长率	35.59%	28.15%	34.54%	39.05%
归属母公司净利润(百万元)	60.47	150.68	228.65	334.84
增长率	14.99%	149.17%	51.75%	46.44%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.63	0.95	1.40
净资产收益率 ROE	7.34%	12.29%	12.77%	15.94%
PE	59	24	16	11
PB	3.34	2.95	1.98	1.71

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)	11.06-22.63
总市值(亿元)	33.91
总资产(亿元)	14.11
每股净资产(元)	3.30

相关研究

1. 盛天网络(300494): 深耕泛娱乐赛道的网娱平台龙头 (2021-06-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	895.88	1148.10	1544.69	2147.90	净利润	81.89	155.34	238.18	345.20
营业成本	668.88	849.77	1121.62	1531.21	折旧与摊销	26.90	11.37	11.37	11.37
营业税金及附加	2.40	3.08	4.14	5.75	财务费用	-5.07	1.43	3.32	3.65
销售费用	44.75	77.31	90.59	135.30	资产减值损失	-6.21	0.00	0.00	0.00
管理费用	56.47	66.19	93.21	126.72	经营营运资本变动	14.38	-7.54	-54.70	-61.01
财务费用	-5.07	1.43	3.32	3.65	其他	-1.29	-0.28	1.72	-1.28
资产减值损失	-6.21	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	110.61	160.32	199.89	297.92
投资收益	13.56	0.00	0.00	0.00	资本支出	-85.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.28	0.28	0.28	0.28	其他	-7.42	0.28	0.28	0.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-93.37	0.28	0.28	0.28
营业利润	87.40	150.59	232.09	345.55	短期借款	27.43	-32.43	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.70	7.00	7.00	7.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.70	157.59	239.09	352.55	股权融资	0.00	0.00	393.99	0.00
所得税	3.81	2.25	0.92	7.35	支付股利	-5.28	-12.09	-30.14	-45.73
净利润	81.89	155.34	238.18	345.20	其他	-95.98	-46.47	-3.32	-3.65
少数股东损益	21.42	4.66	9.53	10.36	筹资活动现金流净额	-73.83	-91.00	360.54	-49.38
归属母公司股东净利润	60.47	150.68	228.65	334.84	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	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	597.96	667.56	1228.26	1477.08	成长能力				
应收和预付款项	253.84	325.01	436.38	605.63	销售收入增长率	35.59%	28.15%	34.54%	39.05%
存货	0.07	0.09	-1.88	-0.83	营业利润增长率	36.27%	72.30%	54.12%	48.88%
其他流动资产	181.76	204.70	240.77	295.63	净利润增长率	23.80%	89.69%	53.33%	44.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.84%	49.58%	51.04%	46.11%
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	49.23	45.07	40.92	36.76	毛利率	25.34%	25.98%	27.39%	28.71%
无形资产和开发支出	352.12	344.96	337.80	330.64	三费率	10.73%	12.62%	12.11%	12.37%
其他非流动资产	99.49	99.44	99.38	99.33	净利率	9.14%	13.53%	15.42%	16.07%
资产总计	1534.47	1686.82	2381.64	2844.25	ROE	7.34%	12.29%	12.77%	15.94%
短期借款	32.43	0.00	0.00	0.00	ROA	5.34%	9.21%	10.00%	12.14%
应付和预收款项	220.96	309.30	394.71	546.75	ROIC	16.64%	29.91%	42.47%	52.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.19%	14.23%	15.98%	16.79%
其他负债	165.68	113.92	121.29	132.40	营运能力				
负债合计	419.07	423.22	516.00	679.14	总资产周转率	0.58	0.71	0.76	0.82
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	17.89	24.35	35.93	55.30
资本公积	336.88	-393.99	0.00	0.00	应收账款周转率	4.03	4.64	4.73	4.80
留存收益	502.05	640.63	839.14	1128.26	存货周转率	4722.74	10069.41	10238.34	10386.85
归属母公司股东权益	1073.97	1217.51	1810.02	2099.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.31%	—	—	—
少数股东权益	41.43	46.09	55.62	65.98	资本结构				
股东权益合计	1115.40	1263.60	1865.64	2165.10	资产负债率	27.31%	25.09%	21.67%	23.88%
负债和股东权益合计	1534.47	1686.82	2381.64	2844.25	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

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。

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	zfy@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	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn