

名臣健康 (002919)

名臣健康：加码游戏研发，期待第二曲线游戏业务前景

买入（首次）

2021年11月17日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	680.57	854.70	1997.45	2279.35
同比（%）	32%	26%	134%	14%
归母净利润（百万元）	102.24	168.72	451.45	548.12
同比（%）	343%	65%	168%	21%
每股收益（元/股）	0.84	1.38	3.70	4.49
P/E（倍）	45.24	31.97	11.95	9.84

股价走势



投资要点

- **公司概况：日化行业老字号寻求新变局。**公司长期扎根日化行业，2020年8月份通过并购游戏企业进军游戏产业。业务板块的扩张助力公司2020年和2021H1业绩持续超预期，分别实现收入6.81/4.01亿元，同比增长31.52%/67.71%；归母净利润达1.02/0.99亿元，同比增长343.04%/518.30%。
- **外延并购优质公司，进军游戏领域。**公司2020年8月收购了两家游戏公司：1) 海南华多：主打MMORPG、SLG手游，主要手游《王者国度》最高月流水3.5亿元，MAU峰值超过700万人，上线一年流水保持高位。根据公司2020年年报，在研项目2款，1款为《王者国度》迭代产品，1款为SLG手游，公司预计2021-2022年陆续推出。我们认为受益于原先《王者国度》IP热度、公司自身较强的研发实力以及和头部发行商的稳定合作关系，2款新游有望贡献较为可观的流水收益。2) 杭州雷焰：品类多元，手游《百龙霸业》2019年年底上线后连续多月流水保持在1亿元以上，MAU峰值超过260万人。根据公司2020年年报，在研游戏2款；而根据天眼查，杭州雷焰现有一款在研二次元卡牌手游《锚点降临》，截至2021/11/7 TapTap预约量46.1万，评分8.7；bilibili预约量12.7万，我们认为是一款值得期待的二次元游戏。
- **拟收购喀什奥术(知名研发商心源互动的子公司)和设立发行子公司，期待研发发行实力增强。**根据10月31日公告，公司拟收购广州心源互动持有的喀什奥术100%股权。心源互动是国内知名的3D动作手游开发商，核心成员曾任职于头部互联网企业，具有丰富的游戏研发与团队管理经验，已与十多家海内外知名企业达成良好的合作关系。喀什奥术承接其成熟研发团队，在研《镇魂街：天生为王》改编自知名国漫IP，测试期间数据较佳，有望增厚2022年业绩；受字跳网络委托的《SS15项目》产品体量较大，我们预计2023年逐步释放业绩。此外公司于10月8日公告拟成立子公司开拓游戏发行业务，我们认为后续公司游戏人才储备将进一步增加，研发实力增强的同时补齐发行能力，与行业龙头建立、强化合作关系，推进游戏业务发展。
- **公司原有日化业务总体较为稳健。**受益于产品结构优化，销售渠道调整等策略，2020年日化业务营业收入实现增长，业绩稳中有升。公司本身基本功较为扎实：1) 研发体系和专利技术体系完善，具备一定研发能力。2) 深耕三、四线城市，已建成较完备销售网络。
- **盈利预测与投资评级：**结合我们对公司已有游戏流水、在研游戏流水、未来发行业务可能带来的业绩增量的预测，以及对原有的日化等业务的判断，我们预计2021-2023年公司归母净利润实现1.69/4.51/5.48亿元。考虑到公司整体战略集中在游戏板块，游戏业务有望贡献主要业绩，因此估值主要对标游戏可比公司。我们给予公司2022年18倍PE，目标价66.6元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**游戏业务整合不及预期风险，行业政策监管风险，日化业务存货减值风险。

市场数据

收盘价(元)	44.16
一年最低/最高价	34.00/54.21
市净率(倍)	7.24
流通A股市值(百万元)	2996.59

基础数据

每股净资产(元)	6.10
资产负债率(%)	18.09
总股本(百万股)	122.14
流通A股(百万股)	67.86

内容目录

1. 概况：日化行业老字号寻求新变局	4
2. 外延并购优质公司，进军游戏领域	6
2.1. 海南华多：主打 MMORPG、SLG 手游，现有产品表现亮眼	7
2.2. 杭州雷焰：品类较为多元，团队背景强大.....	8
3. 拟设立发行子公司及拟收购心源互动子公司，期待发行和研发实力同步增强	10
3.1. 拟成立发行子公司，综合实力有望进一步增强.....	10
3.2. 拟收购喀什奥术，期待研发实力增强以及与头部游戏公司合作深化.....	11
4. 原有日化业务总体较为稳健	13
5. 盈利预测和投资评级	15
6. 风险提示	16

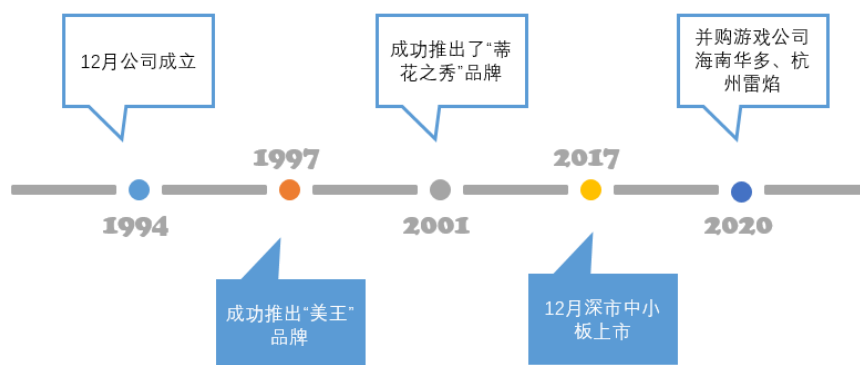
图表目录

图 1: 名臣健康公司发展历程	4
图 2: 名臣健康股权结构 (截至三季报)	4
图 3: 2020 年及 2021H1 公司收入实现大幅正增长, 毛利率净利率回升	5
图 4: 2020 年和 2021 上半年游戏业务为公司贡献明显收入增量 (单位: 百万元)	6
图 5: 相较其他业务, 游戏业务毛利率明显更高	6
图 6: 2020 年-2021 上半年公司研发费用率大幅提升	6
图 7: 公司现金流情况 (单位: 百万元)	6
图 8: 杭州雷焰和海南华多收入利润表现 (单位: 百万元)	7
图 9: 杭州雷焰和海南华多利润率表现	7
图 10: 2019-2020Q1 杭州雷焰和海南华多应收账款	7
图 11: 2019-2021H1 杭州雷焰和海南华多总资产和净资产表现 (单位: 百万元)	7
图 12: 海南华多广州分公司组织架构图 (公司实际经营场所所在广州, 截至 2020/8/3)	8
图 13: 王者国度游戏上线一年流水仍保持高位 (月销售额为右轴)	8
图 14: 王者国度游戏 MAU 和 ARPPU 呈增长趋势 (ARPPU 为右轴)	8
图 15: 杭州雷焰组织架构 (截至 2020/8/3)	9
图 16: 百龙霸业游戏流水表现亮眼 (月付费额为右轴)	9
图 17: 百龙霸业游戏 MAU 和 ARPPU 总体稳健 (ARPPU 值为右轴)	9
图 18: 2020 年名臣健康研发人员激增 153 人	10
图 19: 喀什奥术组织架构 (截至 2021/10/27)	11
图 20: 喀什奥术现有项目开发规划	12
图 21: 《镇魂街: 天生为王》2021 年 5 月 20 日测试用户留存表现	12
图 22: 2020 年公司日化业务收入增速扭负为正	13
图 23: 2020 年公司存货周转率回升	13
图 24: 公司 2017-2021H1 不同专利数量 (单位: 个)	14
图 25: 部分开发中或已开发项目	14
图 26: 2017-2021H1 公司产品零售网点数量 (单位: 万个)	14
表 1: 名臣健康高级管理层 (截至 2021/6/8)	5
表 2: 杭州雷焰现有软件著作权	10
表 3: 喀什奥术《镇魂街》和《SS15 项目》项目情况	11
表 4: 镇魂街 IP 部分作品及表现	12
表 5: 公司子品牌矩阵	14
表 6: 公司主要业务收入和盈利能力预测	15
表 7: 对标游戏公司估值情况	16

1. 概况：日化行业老字号寻求新变局

公司成立于 1994 年，长期扎根日化行业，进行健康护理用品的研发、生产和销售，定位为扎根三四线的日化民族品牌。公司于 1997 年成功推出“美王”品牌，于 2001 年成功推出了“蒂花之秀”品牌，旗下品牌还包括“高新康效”、“依采”、“绿效”、“可妮雅”、“利口健”、“小琦琪”、“金狮”等。2017 年 12 月公司深市中小板上市。2020 年通过并购游戏公司海南华多、杭州雷焰进军游戏产业，保持原有日化业务的同时从事网络游戏创意策划、研发制作和商业化运营。

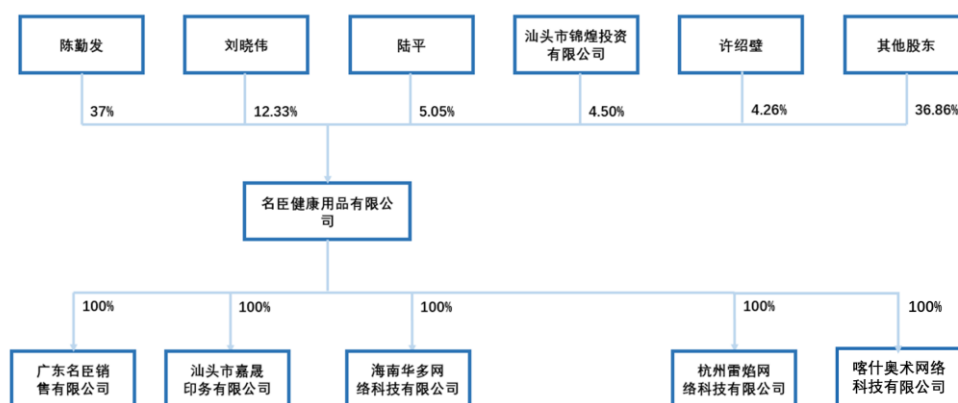
图 1：名臣健康公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

截至三季报，公司大股东与实际控制人为创始人陈勤发，持股 37%，为限售股。2021 年 6 月 8 日陈勤发通过协议将 12.33%公司股份转让给刘晓伟。其他股东主要由自然人构成。

图 2：名臣健康股权结构（截至三季报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年 6 月 8 日，公司管理层发生重大变化，公司董事会同意聘任陈建名先生为公司总经理，聘任彭小青先生、陈东松先生为公司副总经理，聘任彭小青先生为公司财务总监，聘任陈东松先生为公司董事会秘书，聘任李莹女士为公司内部审计部门负

责人。

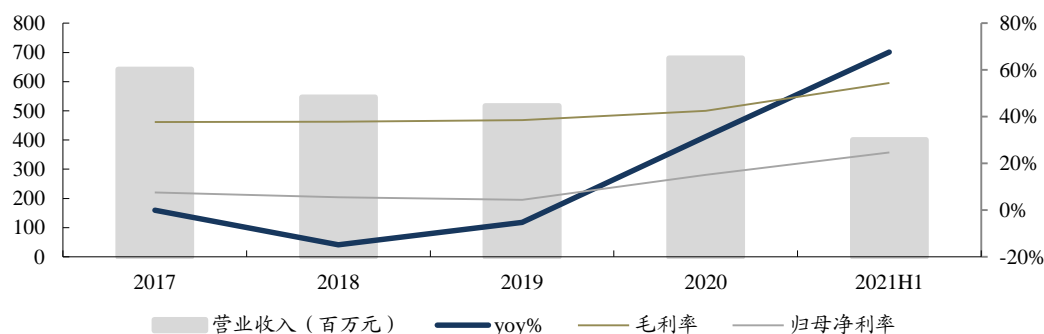
表 1: 名臣健康高级管理层 (截至 2021/6/8)

姓名	职位	履历
陈建名	董事长、总经理	曾任汕头市遛个鸭子母婴用品有限公司总经理、广州纽歌生物科技有限公司总经理，2020 年 12 月起加入名臣健康。与公司大股东、创始人是父子关系。
彭小青	副董事长、副总经理、财务总监	本科学历，会计师，中国注册会计师。历任湖南雪峰水泥集团有限公司审计负责人、财务负责人，广东正中珠江会计师事务所项目经理、部门副经理等职。2013 年 9 月起加入名臣健康。
陈东松	副总经理、董事会秘书兼证券事务部经理	本科学历。曾任职于汕头市第二建筑工程公司、汕头建筑工程总公司广州公司，历任项目经理、财务负责人等。2004 年 10 月起加入公司，历任财务结算二部经理、审计部经理等。
曾旭晟	非独立董事	硕士学历, 硕士。曾任职于深圳腾讯科技有限公司、广州 4399 科技有限公司、成都漫舟行科技有限公司、成都尼比鲁科技有限公司, 历任前端开发、CTO、手游前端部门负责人等, 现为子公司杭州雷焰手游前端部门负责人。
李莹	审计部经理	专科学历。曾任职于澄海巧鑫工艺品有限公司，历任业务员、会计主管；2002 年起加入名臣健康，历任财务部主管、财务部经理助理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

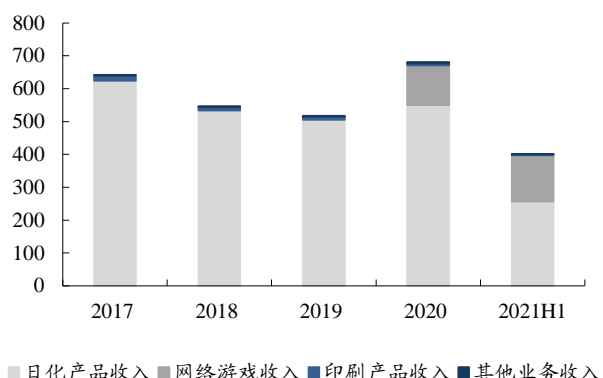
新业务发力，公司营收业绩双增。2020 年公司实现营业收入 6.81 亿元，同比增长 31.52%；归母净利润 1.02 亿元，同比增长 343.04%。经营业绩同比上升的主要原因：1) 传统日化业务：公司优化产品结构，主动调整销售渠道，初现成效，2020 年日化业务营业收入实现逆势增长，业绩稳中有升；2) 新增游戏业务：合并范围发生变化，公司于 2020 年 8 月份以自有资金收购海南华多 100% 股权、杭州雷焰 100% 股权。自 2020 年 9 月起，2 家公司纳入合并报表范围，保持了良好的经营态势，较大幅度增厚公司业绩。2021 上半年延续高增长趋势，实现营业收入 4.01 亿元，同比增长 67.71%；归母净利润 0.99 亿元，同比增长 518.30%。

图 3: 2020 年及 2021H1 公司收入实现大幅正增长，毛利率净利率回升



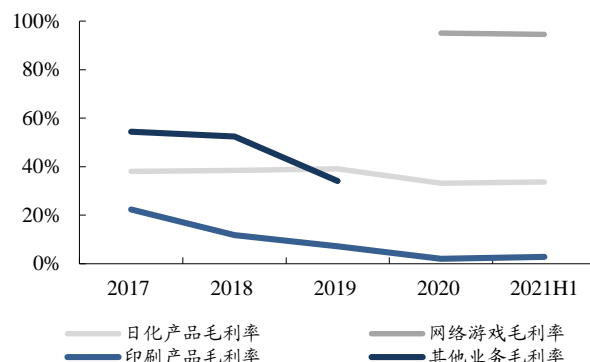
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4: 2020 年和 2021 上半年游戏业务为公司贡献明显收入增量 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 相较其他业务, 游戏业务毛利率明显更高

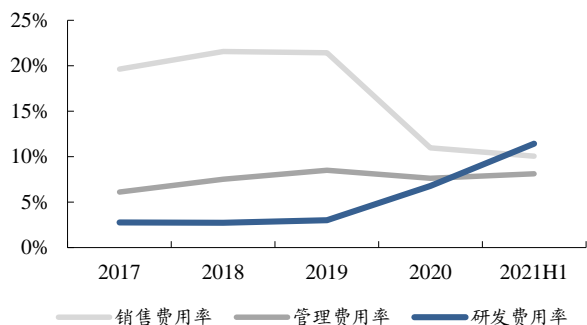


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所。注: 其他业务 2020 年毛利率为负, 此处为美观没有显示。

2020 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 11%/8%/7%, 其中销售费用大幅减少根据新会计准则, 将运输费归集计入营业成本, 营销促销及相关人员差旅费用大幅度减少所致; 研发费用率激增系新增两家子公司游戏研发费用所致。

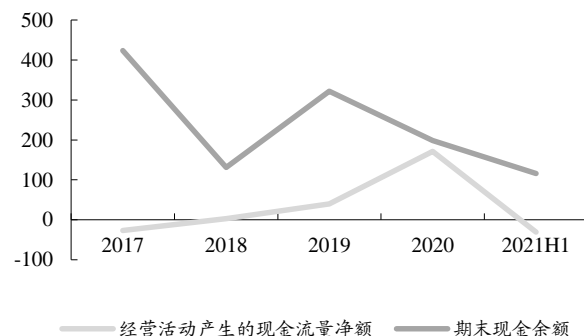
2020 年公司经营活动现金流净额同比上涨 329.09%, 主要系报告期新增两家子公司销售商品、提供劳务收到的现金纳入合并范围所致。

图 6: 2020 年-2021 上半年公司研发费用率大幅提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7: 公司现金流情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

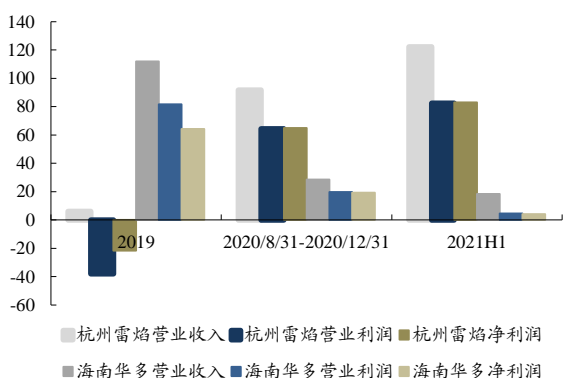
2. 外延并购优质公司, 进军游戏领域

2020 年公司 8 月以自有资金现金支付方式收购了两家较为优质的游戏公司 100% 股权——海南华多和杭州雷焰, 正式进军游戏行业。根据公司 2020 年年报, 海南华多产生商誉 0.26 亿元, 杭州雷焰产生商誉 0.92 亿元, 合计产生商誉 1.18 亿元。

两家游戏公司以研发为主, 毛利率较高。公司这部分游戏业务偏向研发端, 运营

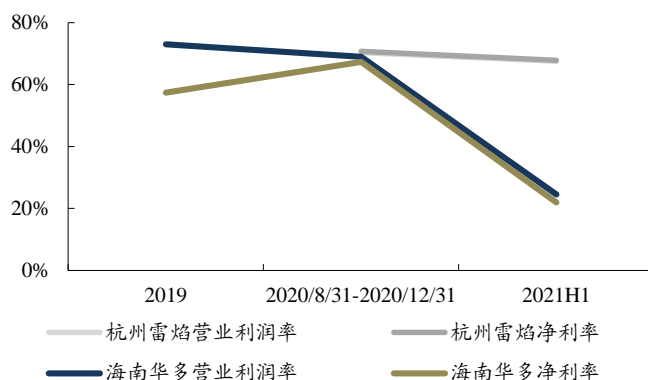
模式以授权运营为主，因而毛利率略高于包含运营业务的同行业公司（海南华多和杭州雷焰 2020Q1 毛利率超过 96%，超过三七互娱、吉比特等 A 股公司同期水平）。根据公司 2020 年报，2020/8/31-2020/12/31（杭州雷焰被购买日至 2020 年期末）杭州雷焰营业收入 0.92 亿元，净利润 0.65 亿元，净利率 71%，2021 上半年实现收入 1.22 亿元；海南华多 2020/8/31-2020/12/31（海南华多被购买日至 2020 年期末）营业收入 0.28 亿元，净利润 0.19 亿元，净利率相比 2019 年全年提升 10.7pct。2020 年公司总体递延收益 127.27 万元，2021 上半年 90.91 万元，后期将逐渐贡献收益。

图 8：杭州雷焰和海南华多收入利润表现（单位：百万元）



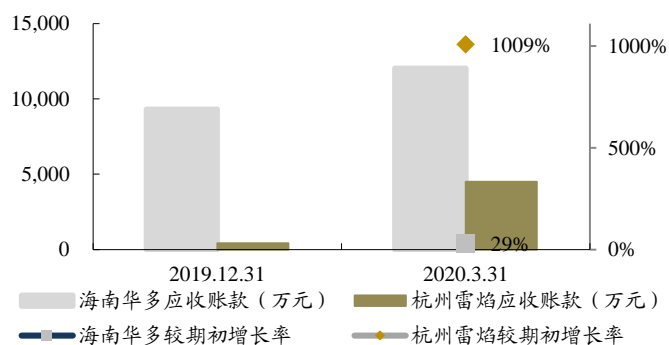
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：杭州雷焰和海南华多利润率表现



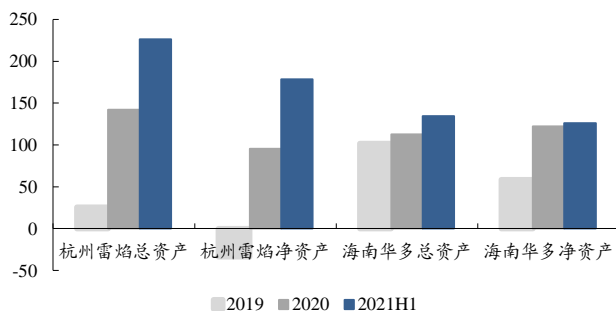
数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：由于杭州雷焰 2019 年处于研发期，营业利润和净利润为负，为美观图中并未显示；其营业利润率和净利率只差 1pct，曲线较为重合。

图 10：2019-2020Q1 杭州雷焰和海南华多应收账款



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2019-2021H1 杭州雷焰和海南华多总资产和净资产表现（单位：百万元）



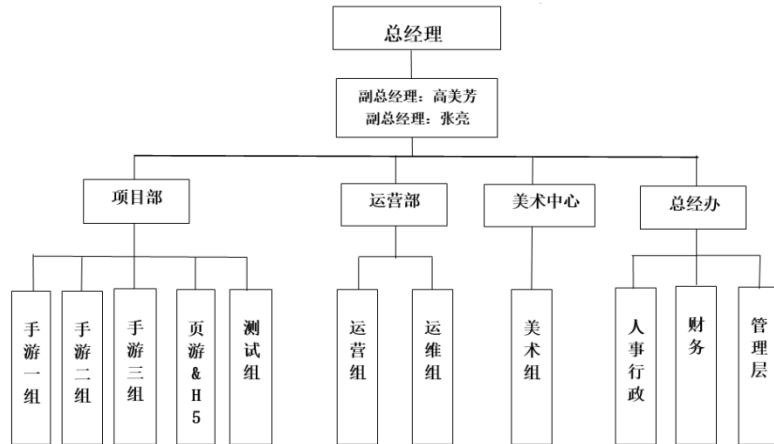
数据来源：公司公告，东吴证券研究所。

2.1. 海南华多：主打 MMORPG、SLG 手游，现有产品表现亮眼

海南华多成立于 2018 年 4 月，研发重点在于移动游戏的研发，主要类型是 MMORPG 游戏和 SLG 游戏，产品风格偏向写实。核心团队由一群具有 8 年以上行业

经验的专家组成，均经历过成功的项目经验，主要来自 4399 和其他国内一线游戏厂商。

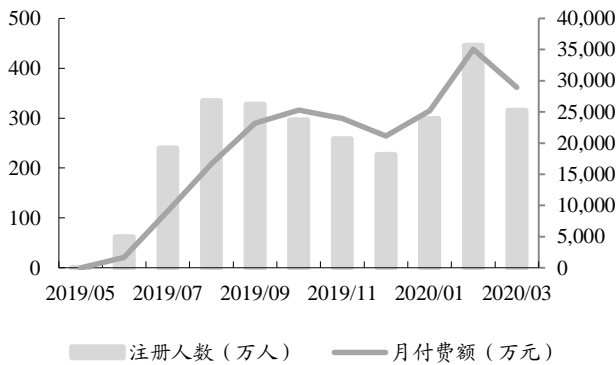
图 12: 海南华多广州分公司组织架构图 (公司实际经营场所在广州, 截至 2020/8/3)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

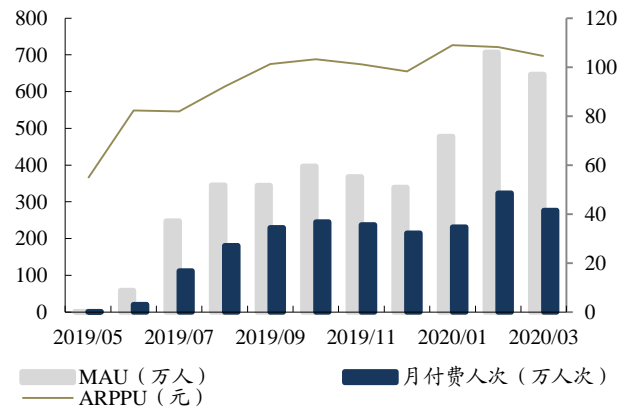
截至 2020 年 8 月份公司有 2 款运营上线产品: 页游《乱斗乾坤》和手游《王者国度》。《乱斗乾坤》2019 年 1 月正式上线, 月峰值流水接近千万, 但已处于衰退期。《王者国度》2019 年 5 月上线, 最高月流水达到 3.5 亿元, 截至 2020 年 8 月的一年内, 该游戏收入在海南华多收入占比中超过 90%。MAU 峰值超过 700 万人, 2020 年 Q1 ARPPU 值稳定在 105 元左右。

图 13: 王者国度游戏上线一年流水仍保持高位 (月销售额为右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 王者国度游戏 MAU 和 ARPPU 呈增长趋势 (ARPPU 为右轴)



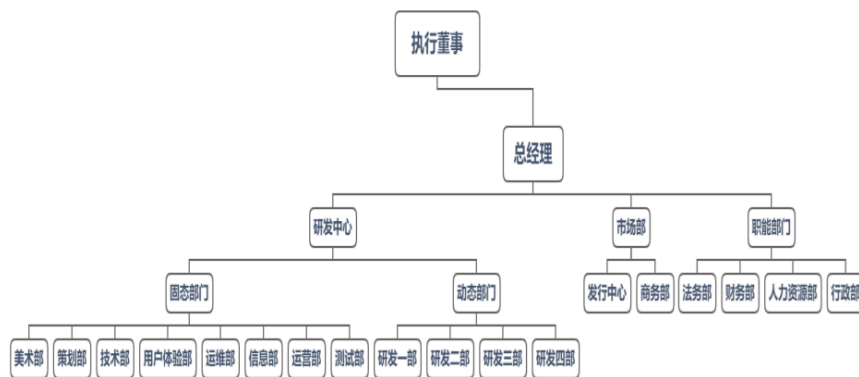
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们看好 2 款在研新品接力《王者国度》。截至 2020/12/31, 海南华多在研项目 2 款, 1 款为《王者国度》的迭代产品, 处于内部测试阶段, 正在完善系统数值设定以及性能的进一步优化; 1 款为 SLG 类型的手游项目, 正处于基础开发阶段, 公司预计 2021-2022 年将陆续推出这两款新游。我们认为受益于原先《王者国度》IP 热度、公司自身较强的研发实力以及和头部发行商的稳定合作关系, 2 款产品有望接力现有产品, 贡献较为可观的流水收益。

2.2. 杭州雷焰: 品类较为多元, 团队背景强大

杭州雷焰成立于 2018 年 8 月，主营业务为移动游戏产品的研发和运维，内部设有 MMOARPG，回合/策略类，二次元卡牌三大品类研发工作室，核心团队由一群具有 10 年以上从业经验的游戏行业专家构成，分别来自国内一线游戏厂商，如腾讯，网易，阿里，4399 等。

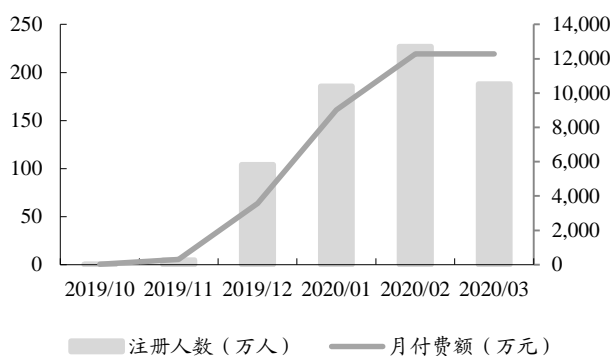
图 15: 杭州雷焰组织架构 (截至 2020/8/3)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

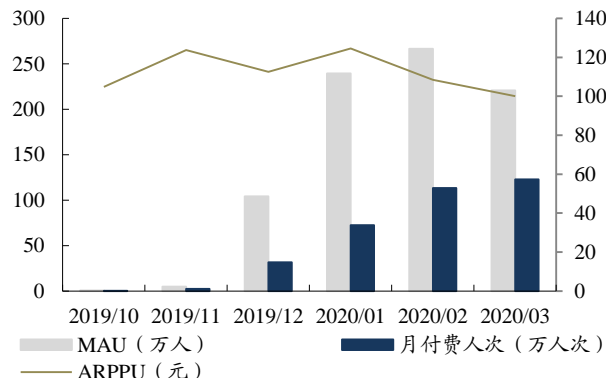
截至 2020 年 8 月份, 杭州雷焰已上线运营放置类游戏产品《百龙霸业》以及《群英列传》、《英雄三国志》(H5)。《百龙霸业》2019 年年底上线后连续多月月流水保持在 1 亿元人民币以上, 截至 2020 年 8 月的一年内, 该游戏收入在杭州雷焰收入中占比超过 90%。MAU 峰值超过 260 万人, ARPPU 值稳定在 100 元以上。

图 16: 百龙霸业游戏流水表现亮眼 (月付费额为右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 17: 百龙霸业游戏 MAU 和 ARPPU 总体稳健 (ARPPU 值为右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

根据公司 2020 年年报, 杭州雷焰在研游戏包括《我的战盟》(暂定名)和《艾丽丝计划》(暂定名)。《我的战盟》处于内部测试阶段, 其与《百龙霸业》运营模式相同; 《艾丽丝计划》处于基础开发阶段。而根据天眼查, 公司现有一款在研 3D 二次元卡牌 RPG 手游《锚点降临》, 2021 年 4 月份已开启限号删档不计费测试, 截至 2021/11/7 在 TapTap 上预约量 46.1 万, 评分 8.7 分; bilibili 上预约量 12.7 万, 评分 9.2, 总体看是一款值得期待的二次元游戏。

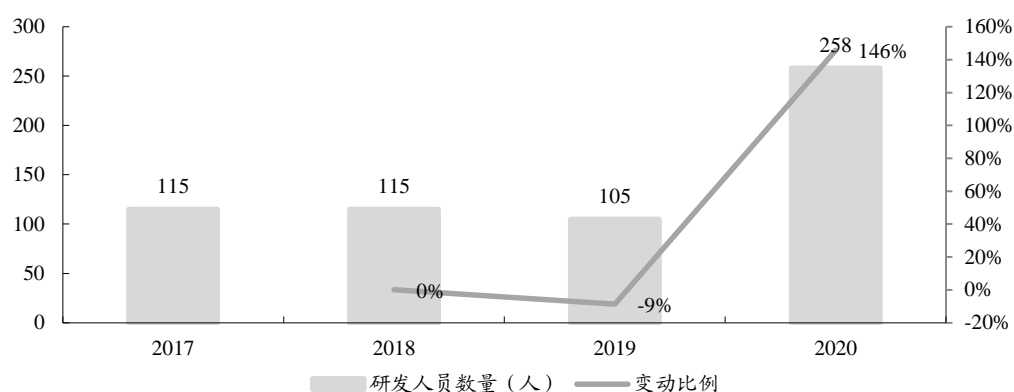
表 2: 杭州雷焰现有软件著作权

登记批准日期	软件简称	登记号
2020/12/3	神将争锋	2020SR1727318
2020/11/27	我的战盟	2020SR1666920
2020/9/24	群英列传	2020SR1154524
2020/9/16	锚点降临	2020SR1106118

数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所。统计时间: 2021/11/1。

收购这两家公司, 为名臣健康后续发力游戏产业提供了坚实的人才基础。 1) 研发团队核心成员从业经验 8 年以上。2) 拥有稳定的技术架构和高效的运营流程, 已成功验证月流水过亿元的项目。两家公司核心管理成员基本都拥有整个行业产业链的工作经验, 包括运营、发行、研发等相关的经历, 团队 70% 成员经历过月流水 5000 万+ 项目, 策划、美术音乐、技术运维团队配置相对均衡; 与国内主流手游发行公司也形成了长期稳定合作关系, 能够形成对产品较为优秀的营销组合, 有助于在客户服务、游戏日常维护、游戏运营活动开展以及游戏的宣传推广等方面获得更好的资源, 从而相对最大化的释放产品效能。

图 18: 2020 年名臣健康研发人员激增 153 人



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 拟设立发行子公司及拟收购心源互动子公司, 期待发行和研发实力同步增强

3.1. 拟成立发行子公司, 综合实力有望进一步增强

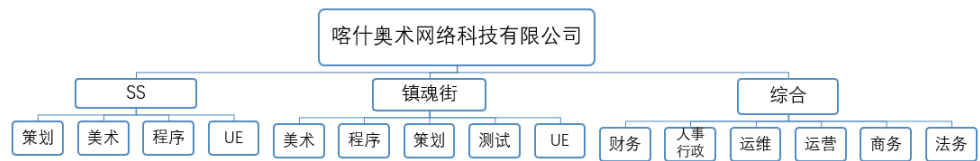
拟设立子公司, 进一步补齐游戏发行能力。 根据 10 月 8 日的公告, 公司拟以自有资金 1000 万元, 投资设立全资子公司海南星宇时空网络科技有限公司, 法定代表人为侯永峰。本次投资的目的是从公司游戏业务发展需要出发, 设立统一的战略布局平台, 通过对游戏发行业务的开拓, 培育新的业务增长点, 做到公司自研自发, 增强公司综合盈利能力, 进一步提升公司经济效益。新设子公司符合公司的战略布局及长远规划, 有利于推进公司游戏业务的发展。

3.2. 拟收购喀什奥术，期待研发实力增强以及与头部游戏公司合作深化

拟收购标的母公司心源互动为业内知名 3D 动作手游开发商。根据 10 月 31 日的公告，公司拟收购喀什奥术 100% 股权，交易对手方为广州心源互动科技有限公司。心源互动成立于 2019 年 7 月 25 日，以研发 3D 动作类游戏为主，核心成员曾任职于网易、阿里等头部互联网企业，具有丰富的游戏研发与团队管理经验，已与腾讯、bilibili、中手游、星辉娱乐、百田互动，以及日本集英社、aniplex、骨头社等十多家海内外知名企业，达成了良好的合作关系。已推出产品有末日角色扮演手游《失忆之城》（TAPTAP 评分 8.9）、国漫 IP 动作手游《超神学院》，即将上线的有日漫 IP 3D 动作手游《我的英雄学院：最强英雄》和二次元 ARPG 手游《雏蜂》（TAPTAP 评分 7.9，15 万人预约）等。（此处评分、预约人数统计日期均为 2021/11/13）

喀什奥术承接心源互动成熟研发团队，实力较强。喀什奥术成立于 2020 年 12 月 18 日，承接了心源互动多年培育、积累形成的建制完整、梯队合理、经验丰富的游戏研发团队，专注于以移动网络游戏或网页游戏产品的研发为基础的文化创意业务。喀什奥术拥有超过 150 名在岗人员，主要为游戏内容研发相关专业人才。其中骨干员工均拥有丰富的行业从业经验，团队在产品策划、开发方面具有较强的市场竞争力，与行业龙头企业建立了良好合作关系。

图 19: 喀什奥术组织架构（截至 2021/10/27）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

喀什奥术现有两款在研产品包括委托方为深圳中手游网络科技有限公司的《镇魂街：天生为王》和委托方为北京宇跳网络技术有限公司的《SS15 项目》，截至 2021/10/31，喀什奥术已累计收取开发费用、预付分成款和奖励金 7,550 万元。

表 3: 喀什奥术《镇魂街》和《SS15 项目》项目情况

项目	游戏类型	合同签订日期	委托方	委托内容	知识产权归属	开发费用、预付分成款及后续分成比例
镇魂街：天生为王	ARPG	2020 年 1 月 18 日	中手游	喀什奥术按双方确认后的开发标准提供游戏开发技术支持并完成指定的游戏产品开发成果。	合作开发过程的所有成果所有权归中手游、喀什奥术和版权方共同所有。	开发费用及预付分成款合计 2,700 万元，另外奖励金 300 万（视产品交付质量是否支付）。 收入分成：合作游戏在各国家或地区商业化运营后，按国家、地区和发行模式，喀什奥术可获得游戏收入 7%-18%（视不同国家、地区及发行模式而定）。
SS15 项目	-	2021 年 4 月 7 日	宇跳网络	按宇跳网络开发需求提供游戏策划方案、开发技术服务并完成合作游戏及其素材的开发制作。	合作游戏的所有权利与权益归宇跳网络所有。	开发费用及预付分成款合计 11,000 万元，另外奖励金 1,000 万（视产品交付质量是否支付）。 收入分成：合作游戏在各国家或地区商业化运营后，按不同国家或地区划分，喀什奥术可获得游戏收入 13%-17%（视不同国家、地区及条件而定）。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20: 喀什奥术现有项目开发规划

	2021/10/31	2022/1	2023/2/17	2023/9/22
《镇魂街》	已基本完成开发，在进行上线前测试，待满足运营条件后将在不同国家、地区上线。已累计收取了开发费用、预付分成款1,550万元。	公司预计上线		
《SS15》	已提交Demo版本，项目Demo版本和尖叫度测试已经完成，达到合同要求的阶段验收标准。累计收取了开发费用、预付分成款和奖励金6,000万元。		公司预计交付海外首个OBT版本	公司预计交付中国大陆OBT版本

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

知名国漫IP授权的《镇魂街：天生为王》测试数据较佳，有望增厚2022年业绩。

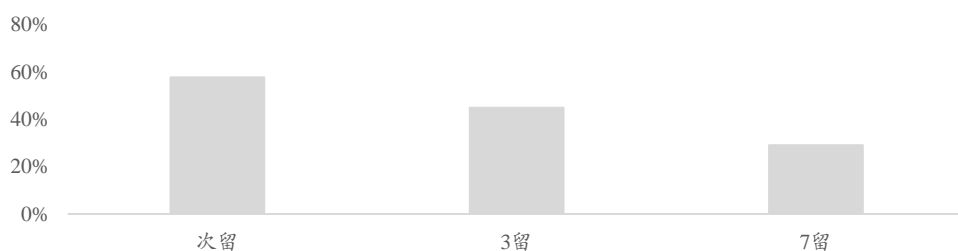
《镇魂街：天生为王》为国内知名动漫IP《镇魂街》正版授权的3D动作ARPG手游，国家新闻出版署已于2021年3月24日受理游戏版号。5月20日游戏已进行不计费删档测试，首日总导入14,855新增用户，次留57.72%，3留44.87%，7留29.04%。截至2021/11/8，TAPTAP评分8.8，37万人预约。截至2021/10/31，喀什奥术已累计收取开发费用和预付分成款1,550万元。《镇魂街》作为国漫大IP，漫画和动画在国内均有较高人气，两季动画总播放量达8.2亿，喀什奥术该款游戏测试数据和评分均表现较优，我们认为有望为公司2022年带来较大的业绩增量。

表 4: 镇魂街IP部分作品及表现

名称	类型	表现
镇魂街第一季	动画	B站总播放5.1亿，追番人数873.2万，评分9.1
镇魂街第二季	动画	B站总播放3.1亿，追番人数873.2万，评分7.4
镇魂街：对决	策略ACG手游	iOS月流水峰值426万人民币。
镇魂街：武神躯	二次元卡牌策略手游	iOS月流水峰值1,517万人民币；TAPTAP 21.7万下载
镇魂街3D	3D多人对战手游	TAPTAP评分8.6

数据来源：SENSOR TOWER，哔哩哔哩，TAPTAP，东吴证券研究所。注：美元兑人民币汇率取2021/11/8数据1:6.4。统计时间为2021/11/8。

图 21: 《镇魂街：天生为王》2021年5月20日测试用户留存表现



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受宇跳网络委托的《SS15项目》产品体量较大，我们预计2023年逐步释放业绩。截至2021/10/27，《SS15项目》Demo版本和尖叫度测试已经完成，达到合同要求的阶段验收标准；截至2021/10/31，喀什奥术累计收取了开发费用、预付分成款和奖励金6,000万元。公司预计游戏将在2023年上线运营，后续分成比例约13%-17%，处于适中水平。

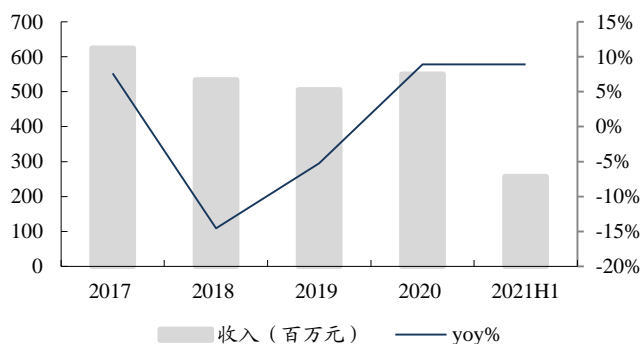
心源互动股东承诺喀什奥术2021Q4-2025年累计净利润不低于2.19亿元，完成可能性较大。本次收购中，心源互动股东陈华升、丁黔伟（丙方）向公司承诺，喀什奥术2021年10-12月、2022年度、2023年度、2024年度、2025年度累计实现净利润不低于2.19亿元。我们看好公司手游《镇魂街》以及大投入的《SS15项目》的后续上线表现，以及借由这两个项目增加与头部厂商的合作机会，基于此判断，我们认为该业绩目标总体较为保守，完成可能性较高。

通过本次交易，喀什奥术将成为上市公司全资子公司，纳入上市公司合并报表范围。长期来看，我们认为本次收购将增加公司的产品储备，培育新的业绩增长点，大幅增加公司人才储备，并通过标的公司与行业龙头企业建立、强化业务合作关系，为公司长期深耕游戏产业夯实基础。

4. 原有日化业务总体较为稳健

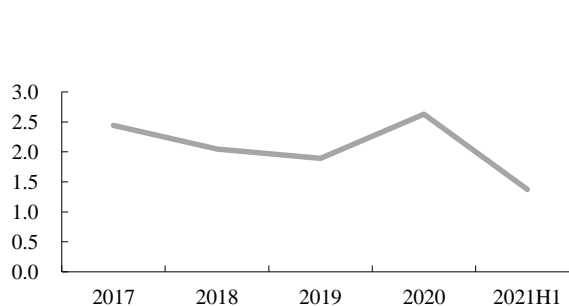
公司位于国内健康护理用品行业前列，旗下品牌蒂花之秀、美王都是广东省著名商标。但随着国内日化市场环境发生较大的变化，各品牌洗护产品市场渗透率进一步提高，基础功能类产品生产与销售门槛较低，叠加国际品牌企业在国内占有较大的市场份额影响，致使行业竞争日趋激烈，且年轻消费者品牌黏性不强，海外代购、电商、网红直播带货等新兴渠道及营销手段花样翻新，日益侵蚀传统流通市场，公司在2019年之前经历了较为艰难的阶段。不过受益于产品结构优化，销售渠道调整等策略，2020年日化业务营业收入实现逆势增长，业绩稳中有升，存货周转率也有明显提升。

图 22: 2020 年公司日化业务收入增速扭负为正



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 23: 2020 年公司存货周转率回升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

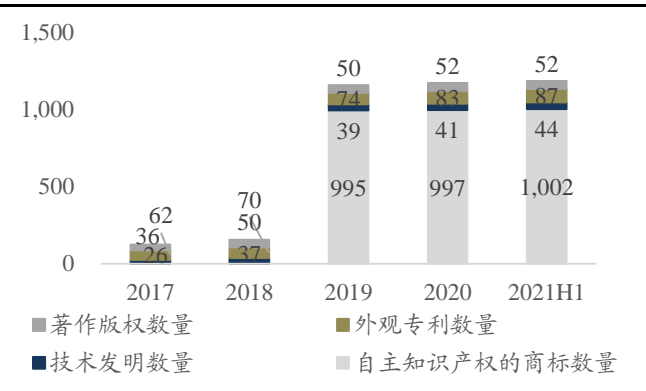
表 5: 公司子品牌矩阵

子品牌	品牌定位
蒂花之秀、美王	公司主打品牌，性价比高
高新康效、依采	专注于为特定消费者提供具有特殊功效的针对性产品
初萃	针对性解决 肌肤敏感问题护理产品。
力效	专注于为消费者提供家居清洁类的产品。
盈蔻	近两年的主推产品，甄选进口的鱼子酱原料为配方

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

研发体系和专利技术体系完善，具备一定研发能力。公司研发中心初步建成功能齐备的研发体系和人才队伍体系，获得国家级实验室认可证书，建成了广东省生物工程研究中心和广东省企业技术中心等省内高水平的研发创新平台。公司检测中心经审查已符合 ISO/IEC17025: 2005《检测和校准实验室能力的通用要求》的要求，并由中国合格评定国家认可委员会颁发认可证书，检测中心的检测能力和水准已达到国内领先标准。

图 24: 公司 2017-2021H1 不同专利数量 (单位: 个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

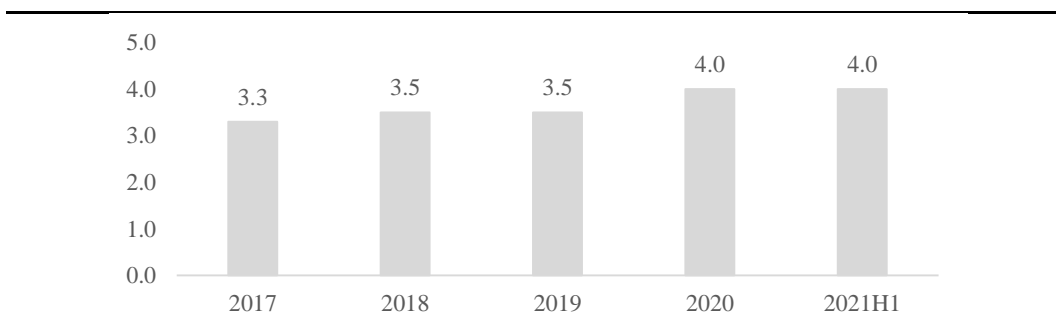
图 25: 部分开发中或已开发项目

开发中	一种防脱发组合物及其在制备防脱发洗护产品中的应用
	一种含功能性低聚糖的中药组合物牙膏
	一种富含含稀有人参皂苷的活化三七皂苷在制备口腔护理产品中的应用
	一种含低分子量岩藻寡糖的皮肤护理组合物
	一种光感调色化妆品组合物及其制备方法
	一种抑菌抗炎中药组合物及其在制备口腔护理产品中的应用
	含有蠕虫状胶速微观结构的皮肤清洁剂组合物及其制备方法
	一种抗敏化妆品组合物及其制备方法
	具有防脱育发功效的中药组合物及其应用
	一种降刺组合物在口腔护理产品中的应用及口腔护理产品
已通过	一种透明凝胶护发组合物及其制备方法

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

深耕三、四线城市，销售网络较为完备。公司过去主打三四线城市，同时也在拓展一、二线城市细分市场，积累了较为丰富的客户开发和管理经验，形成了一批具有营销和管理实力的经销商。2021H1 公司产品零售网点数量达 4 万个。商超渠道方面，截至 2021 上半年已覆盖大润发、卜蜂莲花、永辉、步步高等全国或区域性连锁系统。

图 26: 2017-2021H1 公司产品零售网点数量 (单位: 万个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测和投资评级

我们对游戏业务的预测：1) 海南华多和杭州雷焰：考虑到《王者国度》、《百龙霸业》两款重磅游戏今年仍贡献一定流水，并假设未来每年每家公司 1-2 款左右新游上线，我们预计 2021-2023 年分别贡献 2.22/2.33/2.45 亿元收入，净利率分别为 70%/68%/68%（海南华多和杭州雷焰 2020/8/31-2020/12/31 合计净利率水平 70%），对应 1.55/1.59/1.67 亿元净利润。2) 喀什奥术：短期《镇魂街》可见性较高，测试数据较佳，我们预计其 2022 年有望贡献 1.5-2 亿元利润；2023 年开始《SS15 项目》有望逐步释放业绩，我们预计流量级更大。3) 发行业务：公司未来拓展发行业务将有助于提高收入上限，我们预计 2022 年贡献 9 亿元流水收入，假设净利率 10%，对应 0.9 亿元左右净利润，假设 2023 年收入增长 20%，净利率保持 10%，对应 1.1 亿元净利润。基于这三块业务，我们预计公司游戏业务 2021-2023 年实现收入 2.22/13.58/16.40 亿元，增速 85%/511%/21%。毛利率 95%/68%/68%，2021-2023 年净利润 1.55/4.29/5.27 亿元。

我们预计日化业务 2021-2023 年实现收入 6.22/6.28/6.28 亿元，净利率维持在 4%。结合对印刷产品和其他业务收入的预测，我们预计公司 2021-2023 年实现营收 8.55/19.97/22.79 亿元，同比增长 26%/134%/14%，毛利率为 49%/57%/58%；归母净利润实现 1.69/4.51/5.48 亿元。

表 6: 公司主要业务收入和盈利能力预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
网络游戏收入 (百万元)	120	222	1,358	1,640
yoy%		85%	511%	21%
海南华多+杭州雷焰	120	222	233	245
喀什奥术			225	315
发行业务			900	1,080
网络游戏毛利率	95%	95%	68%	68%
网络游戏净利率	70%	70%	32%	32%
日化业务收入 (百万元)	551	622	628	628
yoy%	9%	13%	1%	0%
日化业务毛利率	33%	33%	33%	33%
日化业务净利率		4%	4%	4%
总收入 (百万元)	681	855	1,997	2,279
yoy%	32%	26%	134%	14%
总体毛利率	42%	49%	57%	58%
总体净利润 (百万元)	102	169	451	548
总体净利率	15%	20%	23%	24%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测。注：2022-2023 年游戏净利率下降较多主要是因为我们预测 2022-2023 年净利率较低的发行业务收入增加。

费用端：1) 考虑公司将增加发行业务，我们预计销售费用率有所提升，假设

2021-2023 年销售费用率 10%/12%/12%，2）考虑公司业务重心转移，需要进行内部业务整合，我们预计管理费用率有所提升，假设 2021-2023 年管理费用率 8%/10%/10%；3）我们预计研发费用率仍将维持上升，假设 2021-2023 年研发费用率 12%/13%/13%。

估值方面，我们预期公司未来整体战略主要集中在游戏板块，游戏业务有望持续贡献主要业绩，因此估值主要对标游戏行业可比公司。考虑到公司游戏业务仍在不断布局，增长较快，给予 2022 年 18 倍 PE，对应市值 81.18 亿元，对应目标价 66.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 对标游戏公司估值情况

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002555.SZ	三七互娱	27	609	1.22	1.57	1.86	23	18	15
002624.SZ	完美世界	21	413	0.70	1.17	1.40	30	18	15
603444.SH	吉比特	387	278	22.02	25.9	30.23	18	15	13
	平均值	145	434	7.98	9.55	11.16	24	17	14
002919.SZ	名臣健康	44	54	1.38	3.70	4.49	32	12	10

数据来源：WIND，东吴证券研究所。注：各公司 EPS 和 PE 均采用我们的预测值。统计时间为 2021/11/16。

6. 风险提示

游戏业务整合不及预期风险：公司若不能对海南华多、杭州雷焰和喀什奥术三家子公司实施有效整合，导致后续游戏开发不及预期；或拟成立的发行子公司发展不及预期，没有与游戏研发业务形成较好的协同效应，可能影响未来游戏业务的业绩贡献。

行业政策监管风险：游戏行业受政策监管影响较大，若版号审批趋严，版号过审不及预期，或游戏玩法内容受到政策监管，都可能影响公司游戏业务增速。

日化业务存货减值风险：截至 2021/6/30，公司存货账面余额 1.4 亿元，存货跌价准备 716 万元，可能存在一定的存货减值风险。

名臣健康三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	664	849	1,476	2,047	营业收入	681	855	1,997	2,279
现金	199	337	513	966	减:营业成本	392	435	862	950
应收账款	188	234	547	624	营业税金及附加	6	7	16	18
存货	137	119	213	234	营业费用	75	85	240	274
其他流动资产	140	158	203	222	管理费用	52	71	200	228
非流动资产	215	224	232	240	研发费用	46	101	260	296
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
固定资产	54	58	61	64	资产减值损失	14	0	0	0
在建工程	2	2	2	2	加:投资净收益	8	13	30	34
无形资产	15	24	33	41	其他收益	3	3	6	7
其他非流动资产	144	140	136	133	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	879	1,073	1,708	2,287	营业利润	105	171	457	554
流动负债	221	245	429	460	加:营业外净收支	0	0	-1	-1
短期借款	39	39	39	39	利润总额	105	170	456	554
应付账款	70	72	130	130	减:所得税费用	3	2	5	6
其他流动负债	112	135	260	291	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	3	4	4	4	归属母公司净利润	102	169	451	548
长期借款	0	0	0	0	EBIT	99	170	456	554
其他非流动负债	3	4	4	4	EBITDA	115	191	479	577
负债合计	224	249	432	463	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.84	1.38	3.70	4.49
归属母公司股东权益	655	824	1,276	1,824	每股净资产(元)	5.37	6.75	10.44	14.93
负债和股东权益	879	1,073	1,708	2,287	发行在外股份(股)	122	122	122	122
					ROIC(%)	13.9%	19.5%	34.3%	29.4%
					ROE(%)	15.6%	20.5%	35.4%	30.1%
					毛利率(%)	42.4%	49.1%	56.9%	58.3%
					销售净利率(%)	15.0%	19.7%	22.6%	24.0%
					资产负债率(%)	25.4%	23.2%	25.3%	20.3%
					收入增长率(%)	31.5%	25.6%	133.7%	14.1%
					净利润增长率(%)	343.0%	65.0%	167.6%	21.4%
					P/E	45.24	31.97	11.95	9.84
					P/B	7.08	6.54	4.23	2.96
					EV/EBITDA	38.85	26.65	10.28	7.73

数据来源: WIND, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>