

一体化运营稳步推进，云游戏生态成效初现

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2021 年度报告及 2022 年一季报。22Q1，公司实现营收 3.19 亿元，同比增长 6%；归母净利润 5250 万元，同比增长 36.2%；扣非净利润 5211 万元，同比增长 36.7%；2021 年，公司实现营收 12.21 亿元，较 2020 年同期增长 36.3%；实现归母净利润 1.25 亿元，同比增长 106.9%；扣非净利润 1.21 亿元，同比增长 160.6%。整体而言，公司发展态势良好，业绩符合市场预期。
- **《三国志》IP 系列运营持续性强，《三国志·战略版》出海表现亮眼。**2021 年，基于经典三国游戏 IP 开发的实时多人在线策略手游《三国志 2017》，自上线以来依然保持较为稳定的流水；同时，《三国志·战略版》表现不俗，2021 年中国内地市场国产手游流水位列第 4，同年在东南亚、韩国及日本等海外地区发行该款游戏，各市场总收入位居中国手游收入 TOP20，后续有望持续贡献业绩增长。
- **“平台+内容+服务”一体化运营体系不断深化，云游戏平台生态雏形初现。**2021 年，公司继续深入布局数字娱乐场景，强化平台、内容、服务一体化运营体系。公司 IP 运营的产品阵营稳步扩大，围绕随乐游云游戏平台构建的全新社区生态初见雏形。2021 年易乐玩平台全年新增游戏数量 231 款，截止年末在运营游戏数量 191 款，季度活跃用户保持在百万以上，互联网营销业务提质增效潜力凸显。
- **IP 运营基本盘稳固，储备项目蓄势待发。**公司经过在游戏 IP 领域多年探索与发展，形成一套成熟的 IP 运营模式，与日本光荣等著名游戏 IP 版权方合作良好。2021 年，基于光荣特库摩《大航海时代 4》IP 改编的手游《大航海时代：海上霸主》已获 IP 授权，于 5 月 17 日开启全平台预约，目前该款游戏已基本完成开发，待取得版号后可正式上线。储备 IP《真·三国无双 8》正在开发中，IP 运营业务基本盘稳固，发展动能充足。2022 年，公司即将上线《禁术行者》《TP》《遇见梦幻岛》《星之翼》《四象物语》，未来业绩增量值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.8 亿元、2.3 亿元、2.7 亿元，对应的 PE 分别为 20 倍、16 倍、13 倍。公司为互联网娱乐平台服务龙头企业，网娱平台业务基本盘稳固；公司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；看好公司云游戏的成长潜力，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风险，天戏互娱业绩或不及预期风险。

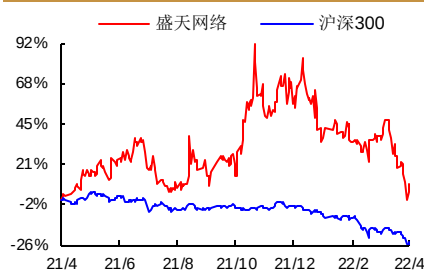
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1220.83	1456.89	1711.57	1960.40
增长率	36.27%	19.34%	17.48%	14.54%
归属母公司净利润(百万元)	125.11	178.21	228.54	267.39
增长率	106.90%	42.44%	28.24%	17.00%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.66	0.84	0.98
净资产收益率 ROE	9.59%	12.45%	14.25%	14.60%
PE	29	20	16	13
PB	2.74	2.44	2.16	1.90

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)	2.72
流通 A 股(亿股)	1.80
52 周内股价区间(元)	12.01-23.04
总市值(亿元)	35.70
总资产(亿元)	14.61
每股净资产(元)	3.40

相关研究

1. 盛天网络(300494): 业绩同比高增, 收购天戏互娱价值已现 (2022-01-28)
2. 盛天网络(300494): 4.86 亿定增方案落地, 全面深化云游戏布局 (2021-12-01)
3. 盛天网络(300494): 21H1 利润端再创新高, 看好全年业绩表现 (2021-07-31)

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，疫情好转的背景下，该业务有望迎来回暖，预计 2022-2024 年该板块毛利率分别为 19%、19.2%、19.3%；

假设 2：游戏行业政策影响边际减弱，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 2022-2024 年收入增速稳定在 10%，毛利率稳定至 30%；

假设 3：未来经典 IP 储备数量有望增加，多款经典 IP 游戏上线有望贡献稳定分成，预计未来成本略有升高，预计 2022-2024 年毛利率为 18%、17.5%、17%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	1220.8	1456.9	1711.6	1960.4
YOY	36.3%	19.3%	17.5%	14.5%
毛利率	23.53%	27.9%	26.6%	25.0%
网络广告与增值				
收入	527.16	659.0	790.7	909.4
YOY	30%	25%	20%	15%
毛利率	18.8%	19.0%	19.2%	19.3%
游戏运营业务				
收入	235.7	259.3	285.2	313.7
YOY	-36.7%	10%	10%	10%
毛利率	40.2%	30.0%	30.0%	30.0%
IP 运营业务				
收入	448.9	538.7	635.6	737.3
YOY	341.4%	20%	18%	16%
毛利率	20.4%	18%	17.5%	17%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1220.83	1456.89	1711.57	1960.40	净利润	125.03	182.83	238.10	277.75
营业成本	933.62	1044.81	1248.20	1457.91	折旧与摊销	22.87	6.14	6.14	6.14
营业税金及附加	3.29	3.90	4.58	5.25	财务费用	-3.82	4.15	4.54	5.20
销售费用	43.44	131.12	136.93	137.23	资产减值损失	-3.78	0.00	0.00	0.00
管理费用	39.80	94.70	85.58	78.42	经营营运资本变动	69.70	-114.72	-31.67	-7.49
财务费用	-3.82	4.15	4.54	5.20	其他	8.48	-0.28	1.72	-1.28
资产减值损失	-3.78	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	218.47	78.13	218.84	280.33
投资收益	0.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	12.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.79	0.28	0.28	0.28	其他	29.81	-100.00	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	42.35	-100.00	0.28	0.28
营业利润	140.95	178.49	232.02	276.67	短期借款	-32.43	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.10	7.00	7.00	7.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.85	185.49	239.02	283.67	股权融资	156.24	0.00	0.00	0.00
所得税	15.82	2.65	0.92	5.92	支付股利	0.00	-25.02	-35.64	-45.71
净利润	125.03	182.83	238.10	277.75	其他	36.05	-90.61	-4.54	-5.20
少数股东损益	-0.09	4.63	9.57	10.36	筹资活动现金流净额	159.85	-115.64	-40.18	-50.90
归属母公司股东净利润	125.11	178.21	228.54	267.39	现金流量净额	419.40	-137.51	178.94	229.70
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1017.35	879.84	1058.78	1288.48	成长能力				
应收和预付款项	326.67	411.05	483.75	555.24	销售收入增长率	36.27%	19.34%	17.48%	14.54%
存货	0.00	0.12	-1.86	-0.84	营业利润增长率	61.27%	26.63%	29.99%	19.24%
其他流动资产	14.95	232.78	255.94	278.57	净利润增长率	52.68%	46.23%	30.23%	16.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.47%	17.99%	28.56%	18.67%
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	52.29	49.94	47.59	45.23	毛利率	23.53%	28.28%	27.07%	25.63%
无形资产和开发支出	356.88	353.13	349.38	345.63	三费率	6.51%	15.78%	13.26%	11.27%
其他非流动资产	134.63	134.59	134.56	134.52	净利率	10.24%	12.55%	13.91%	14.17%
资产总计	1902.77	2061.45	2328.13	2646.83	ROE	9.59%	12.45%	14.25%	14.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.57%	8.87%	10.23%	10.49%
应付和预收款项	305.28	380.51	439.22	520.19	ROIC	28.39%	41.55%	44.98%	49.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.11%	12.96%	14.18%	14.69%
其他负债	293.24	212.85	218.36	224.05	营运能力				
负债合计	598.52	593.36	657.58	744.24	总资产周转率	0.71	0.74	0.78	0.79
股本	271.67	271.67	271.67	271.67	固定资产周转率	24.05	28.50	35.10	42.24
资本公积	461.45	461.45	461.45	461.45	应收账款周转率	4.90	4.59	4.46	4.41
留存收益	627.16	780.34	973.24	1194.92	存货周转率	25117.95	17995.26	9795.72	9694.91
归属母公司股东权益	1304.25	1463.46	1656.36	1878.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	4.63	14.19	24.55	资本结构				
股东权益合计	1304.25	1468.09	1670.55	1902.59	资产负债率	31.46%	28.78%	28.25%	28.12%
负债和股东权益合计	1902.77	2061.45	2328.13	2646.83	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.28	3.73	3.80	3.79
					速动比率	3.28	3.73	3.80	3.79
					股利支付率	0.00%	14.04%	15.60%	17.09%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.66	0.84	0.98
					每股净资产	4.80	5.39	6.10	6.91
					每股经营现金	0.80	0.29	0.81	1.03
					每股股利	0.00	0.09	0.13	0.17
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	159.99	188.78	242.69	288.00					
PE	28.53	20.03	15.62	13.35					
PB	2.74	2.44	2.16	1.90					
PS	2.92	2.45	2.09	1.82					
EV/EBITDA	15.69	13.01	9.38	7.11					
股息率	0.00%	0.70%	1.00%	1.28%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn