



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

新游上线有望盈利回暖，社交产品矩阵 凸显新亮点

——盛天网络 2023 年第三季度报告点评

买入（维持）

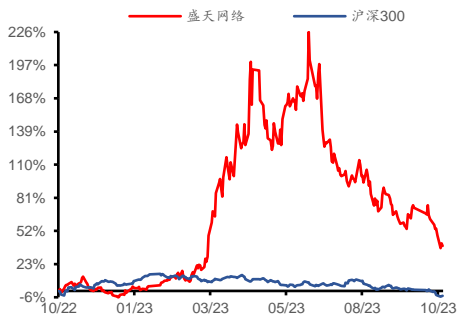
行业： 传媒
日期： 2023年10月26日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价（元）	11.59
12mth A 股价格区间（元）	11.42-48.91
总股本（百万股）	489.76
无限售 A 股/总股本	81.60%
流通市值（亿元）	46.32

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《游戏储备丰富静待花开，拓展品类打造社交生态》

——2023 年 08 月 30 日

《聚焦头部游戏 IP，发力游戏社交新秀“带带电竞”》

——2023 年 06 月 18 日

《聚焦头部游戏 IP，发力游戏社交新秀“带带电竞”》

——2023 年 06 月 18 日

■ 投资摘要

事件概述

10月22日，公司发布2023年第三季度报告。公司前三季度实现营收10.83亿元（yoy-8.48%）、归母净利润1.79亿元（yoy-5.92%）、扣非归母净利润1.74亿元（yoy-7.74%）；23Q3实现营收2.71亿元（yoy-39.88%，qoq-29.28%）、归母净利润0.33亿元（yoy-55.01%，qoq-54.08%）、扣非归母净利润0.34亿元（yoy-54.18%，qoq-52.16%）。

分析与判断

前三季度业绩同比增速略有下降，主要系报告期内重要新游尚未上线，且原有游戏运营及IP运营产品短期受流水波动影响所致。营收方面，公司Q3营收同环比均有下降，我们认为主要系公司长线运营产品《三国志·战略版》流水回落，且暂时没有新游上线贡献收入所致，我们预计公司Q4多款新游上线后将逐步释放业绩。毛利率方面，Q3毛利率为28.42%（yoy+0.72pct，qoq-1.7pct）。费用方面，公司23Q3销售费用率为4.39%（yoy+2.29pct，qoq+1.50pct），管理费用率为5.54%（yoy+2.73pct，qoq+1.67pct），研发费用率为7.25%（yoy+3.79pct，qoq+2.41pct），我们认为期间费用率短期上升主要受游戏及AI产品研发、营销推广成本影响，后续产品上线将逐步覆盖费用，有望改善公司盈利。

23Q4多款新游陆续上线，有望于24年贡献业绩增量。重磅新品《大航海时代：海上霸主》由腾讯游戏国内发行，目前已开启安卓端删档付费测试，官网预约人数超111万，预计年内上线，有望带动营收较快增长。另一款重点新品《潮灵王国：起源》于10月21日结束全平台删档测试，有望于12月15日正式推出。国产武侠独立游戏《活侠传》自DEMO上线以来口碑持续发酵，无引导情况下Steam平台心愿单已超10万，我们看好年内发售表现。此外，3D动作竞技手游《星之翼》、2D格斗游戏《零域幻想》和3D即时制卡牌手游《炁术行者》也有望于年内上线。我们认为公司一方面借助平台及IP资源优势，保证基本盘稳定盈利；另一方面发力原创作品和细分赛道，有望实现弯道超车，获得收入与口碑双丰收。

泛娱乐线上社交产品矩阵不断拓宽，着力打造社交音乐新生态。公司游戏社交业务下的“带带电竞”推动了从智能NPC到AI虚拟陪伴的社交应用，逐步探索娱乐社交业务的潜力与可能。2023年9月，公司的音乐社交APP“给麦”正式上线并推出AI歌声进化功能。“给麦”为“Z世代”们提供了连麦、K歌合唱/练歌、AI声音进化、推理社交游戏、语音开黑交友等一众时下最流行的音乐玩法。后续给麦将推出全民演唱会和元宇宙音乐节等AI融合社交玩法，并将联合带带电竞形成集创作、分享、娱乐、互动为一体的虚拟社交乐园。我们认为公司进

一步探索AI场景化应用和“AI+游戏社交”领域，不断丰富社交产品矩阵，有望形成稳定的商业化模式，开辟业务新增量。

■ 投资建议

公司持续强化“游戏+社交”服务体系，随着“带带电竞”持续发力与产品矩阵不断拓展，叠加游戏运营与IP运营的稳定贡献，公司业绩具备较高的弹性。考虑到公司在运营产品流水下滑以及新游、社交新品上线推广费用增加的影响，我们调整公司2023-2025年归母净利润分别为2.11亿元（yoy-5.2%）、2.84亿元（yoy+34.9%）、3.62亿元（yoy+27.4%），对应EPS分别为0.43元、0.58元、0.74元，当前股价对应估值分别为27倍、20倍、16倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧风险、行业政策变动风险、重点产品依赖风险、游戏版本号申请风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658	1785	2185	2614
年增长率	35.8%	7.6%	22.4%	19.6%
归母净利润	222	211	284	362
年增长率	77.7%	-5.2%	34.9%	27.4%
每股收益（元）	0.45	0.43	0.58	0.74
市盈率（X）	25.96	27.38	20.29	15.92
市净率（X）	3.75	3.29	2.83	2.41

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年10月25日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1197	1326	1594	1940
应收票据及应收账款	272	352	431	515
存货	0	0	0	0
其他流动资产	60	73	87	101
流动资产合计	1529	1751	2112	2556
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	51	48	45	41
在建工程	0	0	0	0
无形资产	25	20	16	11
其他非流动资产	454	454	454	454
非流动资产合计	530	522	515	506
资产总计	2059	2274	2627	3062
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	199	215	259	306
合同负债	36	20	24	29
其他流动负债	200	204	224	246
流动负债合计	434	438	507	581
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	84	84	84	84
非流动负债合计	84	84	84	84
负债合计	518	522	591	665
股本	272	490	490	490
资本公积	433	238	238	238
留存收益	849	1037	1321	1684
归属母公司股东权益	1540	1751	2035	2398
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1540	1751	2035	2398
负债和股东权益合计	2059	2274	2627	3062

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	281	151	291	367
净利润	222	211	284	362
折旧摊销	34	32	32	33
营运资金变动	11	-89	-24	-25
其他	13	-2	-2	-3
投资活动现金流量	-22	-23	-22	-22
资本支出	-17	-24	-24	-24
投资变动	89	0	0	0
其他	-94	2	2	3
筹资活动现金流量	-84	0	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	10	23	0	0
其他	-94	-23	0	0
现金净流量	180	129	269	345

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658	1785	2185	2614
营业成本	1206	1302	1569	1854
营业税金及附加	3	4	5	6
销售费用	40	86	103	123
管理费用	91	98	120	144
研发费用	70	91	104	122
财务费用	-16	-21	-23	-28
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	2	2	2	3
公允价值变动损益	2	0	0	0
营业利润	253	239	322	411
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	252	239	322	411
所得税	30	28	38	49
净利润	222	211	284	362
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	222	211	284	362

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	27.3%	27.1%	28.2%	29.1%
净利率	13.4%	11.8%	13.0%	13.9%
净资产收益率	14.4%	12.0%	14.0%	15.1%
资产回报率	10.8%	9.3%	10.8%	11.8%
投资回报率	13.1%	10.3%	12.3%	13.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	35.8%	7.6%	22.4%	19.6%
EBIT 增长率	76.3%	-11.2%	37.3%	28.0%
归母净利润增长率	77.7%	-5.2%	34.9%	27.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.43	0.58	0.74
每股净资产	3.15	3.58	4.16	4.90
每股经营现金流	0.57	0.31	0.59	0.75
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.84	0.82	0.89	0.92
应收账款周转率	5.99	5.72	5.58	5.52
存货周转率	9476.96	6604.38	10177.61	10087.99
偿债能力指标				
资产负债率	25.2%	23.0%	22.5%	21.7%
流动比率	3.52	3.99	4.16	4.40
速动比率	3.42	3.87	4.04	4.28
估值指标				
P/E	25.96	27.38	20.29	15.92
P/B	3.75	3.29	2.83	2.41
EV/EBITDA	10.61	18.22	12.92	9.47

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断