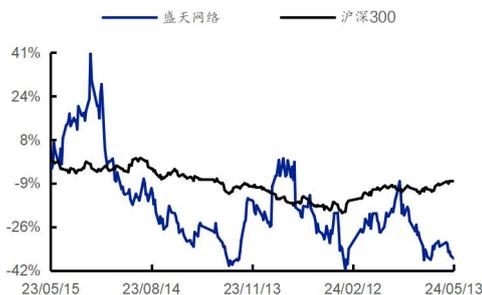


研究所：  
 证券分析师：姚蕾 S0350521080006  
 yaol02@ghzq.com.cn

## 2023 年业绩承压，“AI+”战略持续深化，关注 2024 年游戏新品上线表现 ——盛天网络（300494）公司动态研究

### 最近一年走势



表现	1M	3M	12M
盛天网络	-11.3%	-5.8%	-38.5%
沪深 300	5.4%	8.9%	-6.9%

指标	2024/05/13
当前价格 (元)	11.93
52 周价格区间 (元)	10.44-51.27
总市值 (百万)	5,842.82
流通市值 (百万)	4,741.97
总股本 (万股)	48,975.86
流通股本 (万股)	39,748.30
日均成交额 (百万)	190.37
近一月换手 (%)	6.70

### 事件：

- ①2024 年 4 月 28 日，公司公告 2023 年年报。2023 年，公司实现营收 13.29 亿元，yoy -19.84%，归母净利润 1.69 亿元，yoy -23.81%，扣非归母净利润 1.61 亿元，yoy -26.55%。
- ②2024 年 4 月 28 日，公司公告 2024 年一季度报告。2024Q1，公司实现营收 2.54 亿元，yoy -40.96%，归母净利润 0.14 亿元，yoy -80.63%，扣非归母净利润 0.10 亿元，yoy -86.04%。
- ③截至 2024 年 5 月 13 日，《剑与骑士团》全网预约数量超 47 万。

### 投资要点：

#### ■ 老游戏进入成熟期及广告业务策略调整，2023 年及 2024Q1 业绩承压。

1) 2023 年公司营收 13.29 亿元，yoy -19.84%。其中，网络广告与增值业务营收 9.03 亿元，yoy -10.22%，主要系公司主动缩减低毛利的移动广告业务规模；IP 运营业务 2.49 亿元，yoy -44.96%，主要系 2023 年度无新 IP 产品上线的同时原有产品流水下滑且结算价格下降；游戏运营业务 1.70 亿元，yoy -11.53%，主要系运营 7 年的《三国志 2017》流水正常下滑。2023 年公司毛利率 27.42%，同比提升 0.12pct，保持稳定。

2023 年，公司网络广告与增值业务/IP 运营业务/游戏运营业务在营收占比分别为 67.90%/18.72%/12.81%，合计贡献 99.43% 营收。

2024Q1 公司营收 2.54 亿元，yoy -40.96%，主要系网络广告与增值业务和 IP 运营收入减少。毛利率 18.64%，同比下降 8.64pct。

2) 2023 年公司销售/管理/研发费用率分别为 3.76%/5.91%/5.72%，同比分别+1.32/+0.42/+1.51pct。其中，销售费用 0.50 亿元，yoy +23.64%，主要系职工薪酬增加；管理费用 0.79 亿元，yoy -13.78%，主要系超额业绩奖励减少；研发费用 0.76 亿元，yoy +8.91%。截至

2023 年期末，公司研发人员 361 人，较上年同期增加 8.08%。

2024Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 3.72%/5.58%/6.15%，同比分别+1.38/+2.32/+1.97pct。其中，销售费用 0.09 亿元，yoy -6.10%；管理费用 0.14 亿元，yoy +0.92%；研发费用 0.16 亿元，yoy-13.23%。

3) 2023 年公司归母净利润 1.69 亿元，yoy -23.81%，扣非归母净利润 1.61 亿元，yoy -26.55%。若剔除股权激励费用的影响，2023 年归母净利润为 1.95 亿元，相较 2022 年同口径同比下降 16.60%，下降幅度小于营业收入的下降幅度。

2024Q1 公司归母净利润 0.14 亿元，yoy -80.63%，扣非归母净利润 0.10 亿元，yoy -86.04%。主要系营收和毛利率降低的同时，销售/研发费用降幅小于营收降幅，且管理费用略有增加。

■ **游戏储备丰富，多款产品有望 2024 年内上线。**

1) **IP 运营业务**：《大航海时代：海上霸主》由天戏互娱从日本光荣获得 IP 授权，腾讯负责国内区域的发行，预计 2024 年发行。

2) **游戏运营业务**：公司在过往联运的基础上，积极探索自研+自主发行业务，多款产品有望 2024 年上线，有望贡献业绩增量。

①2024 年已上线产品：1/3《潮灵王国：起源》、4/18《星之翼》；

②储备产品：自研无双动作游戏《真·三国无双 8》、多端冒险卡牌 RPG 手游《剑与骑士团》（截至 2024 年 5 月 13 日，全网预约数量超 47 万）、新式国风卡牌《零域幻想》、模拟经营兼放置卡牌 RPG《遇见梦幻岛》、3D 东方幻想合卡策略《杰术行者》、steam 独立游戏《活侠传》等。

■ **全速推进“AI+”战略，AI+游戏/音乐社交有望打开商业化空间。**

1) **成立 AI 创新实验室**。成功开发并部署了内部 AI-SaaS 平台工具，在公司多个关键业务板块（游戏/音乐社交、美术制作、本地化发行以及 AI 客服）中实现了有效落地。

2) **AI+游戏社交**：2023 年 7 月与超拟人大模型开发商聆心智能开展合作，有望与公司社交产品“带带电竞”共同打造、探索 AI+游戏社交互动新场景。

3) **AI+音乐社交**：推出“给麦”APP，是音乐社交产品中首家深度融合 AI 应用的音乐交友和创作的平台 AI；音乐社交方面，已上线 AI 虚拟人（AI 歌手），未来将开放 AI 虚拟人分身创建，如 AI-CP、AI 疗愈师、AI 萌宠、AI 主播等。公司正在预研 AI 音乐创作方向，

包括 AI 写词、作曲、写歌、AI 专辑封面、AI 音乐 MV 等。

- **盈利预测和投资评级：**公司积极探索 AI 在游戏和社交场景的创新应用，全速推进 AI+ 的应用战略，有望提升网络广告与增值业务商业化空间；积极壮大游戏发行业务，2024 年产品储备丰富。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 19.3/22.8/24.0 亿元，归母净利润为 1.91/3.12/3.70 亿元，EPS 为 0.39/0.64/0.76 元，PE 为 30.5/18.7/15.8x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品上线进度及表现不及预期、玩家偏好改变、流量成本上升、老产品表现不及预期、技术发展不及预期、核心人才流失、公司治理/资产减值/解禁减持、政策监管趋严、市场风格切换、行业估值中枢下行等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1329	1926	2281	2404
增长率(%)	-20	45	18	5
归母净利润（百万元）	169	191	312	370
增长率(%)	-24	13	63	18
摊薄每股收益（元）	0.35	0.39	0.64	0.76
ROE(%)	10	10	14	15
P/E	45.68	30.53	18.71	15.80
P/B	4.51	3.09	2.69	2.33
P/S	5.83	3.03	2.56	2.43
EV/EBITDA	32.91	22.90	13.05	10.22

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：盛天网络盈利预测表

证券代码：	300494				股价：	11.93				投资评级：	买入				日期：	2024/05/13			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	10%	10%	14%	15%	EPS	0.35	0.39	0.64	0.76										
毛利率	27%	26%	28%	30%	BVPS	3.50	3.86	4.43	5.11										
期间费率	8%	9%	8%	8%	<b>估值</b>														
销售净利率	13%	10%	14%	15%	P/E	45.68	30.53	18.71	15.80										
<b>成长能力</b>					P/B	4.51	3.09	2.69	2.33										
收入增长率	-20%	45%	18%	5%	P/S	5.83	3.03	2.56	2.43										
利润增长率	-24%	13%	63%	18%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.66	0.90	0.93	0.87	营业收入	1329	1926	2281	2404										
应收账款周转率	7.34	15.36	13.01	12.31	营业成本	965	1427	1633	1688										
存货周转率	1702.65	997.70	768.49	731.91	营业税金及附加	3	4	5	5										
<b>偿债能力</b>					销售费用	50	106	108	108										
资产负债率	14%	17%	17%	15%	管理费用	79	116	125	132										
流动比	5.24	4.48	4.77	5.41	财务费用	-17	-39	-45	-53										
速动比	5.07	4.32	4.60	5.25	其他费用/（-收入）	76	116	125	132										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	187	213	347	411										
现金及现金等价物	1305	1493	1779	2112	营业外净收支	0	0	0	0										
应收款项	90	161	190	200	利润总额	187	213	347	411										
存货净额	1	2	2	2	所得税费用	18	21	35	41										
其他流动资产	47	71	81	84	净利润	169	191	312	370										
<b>流动资产合计</b>	<b>1443</b>	<b>1726</b>	<b>2053</b>	<b>2399</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	47	41	35	29	归属于母公司净利润	169	191	312	370										
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	502	510	516	521	经营活动现金流	270	219	327	378										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	169	191	312	370										
<b>资产总计</b>	<b>1992</b>	<b>2277</b>	<b>2603</b>	<b>2949</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	32	20	15	16										
应付款项	115	178	204	211	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	18	29	34	36	营运资金变动	84	15	5	-1										
其他流动负债	142	178	192	196	投资活动现金流	-43	-15	-9	-9										
<b>流动负债合计</b>	<b>276</b>	<b>385</b>	<b>431</b>	<b>443</b>	资本支出	-38	-20	-15	-15										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-10	0	0	0										
其他长期负债	1	2	2	2	其他	5	5	6	6										
<b>长期负债合计</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	筹资活动现金流	-125	-17	-31	-37										
<b>负债合计</b>	<b>277</b>	<b>387</b>	<b>432</b>	<b>445</b>	债务融资	0	0	0	0										
股本	490	490	490	490	权益融资	3	3	0	0										
股东权益	1715	1890	2171	2504	其它	-128	-20	-31	-37										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1992</b>	<b>2277</b>	<b>2603</b>	<b>2949</b>	现金净增加额	104	188	287	332										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

## 【分析师承诺】

姚蕾，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。