

证券研究报告
个护用品
2022年12月22日



名臣健康（002919.SZ）深度报告： 布局游戏进行时，打造增长新曲线

评级：增持(首次覆盖)

国海证券研究所

姚蕾(证券分析师)	杨牧笛(联系人)
S0350521080006	S0350121090007
yaol02@ghzq.com.cn	yangmd@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/12/22

表现	1M	3M	12M
名臣健康	-10.3%	-0.4%	-1.0%
沪深300	1.8%	-0.9%	-21.9%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	744	816	1348	1459
增长率(%)	9	10	65	8
归母净利润 (百万元)	133	134	318	407
增长率(%)	31	0	138	28
摊薄每股收益 (元)	0.78	0.78	1.86	2.38
ROE(%)	18	16	27	26
P/E	36.14	37.55	15.80	12.35
P/B	6.35	5.92	4.31	3.19
P/S	6.47	6.16	3.73	3.44
EV/EBITDA	34.36	39.64	15.29	10.78

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

- ◆ **持续构建游戏业务版图，多款产品储备蓄势待发。**公司于2020年8月通过收购海南华多及杭州雷焰100%股份切入游戏业务，2021年10月成立子公司海南星炫布局游戏发行，对游戏研发公司喀什奥术收购推进中。若顺利完成喀什奥术收购，将形成三家研发与一家发行的游戏板块布局，为公司增长提供新动能。海南华多及杭州雷焰已于2020年9月并表，2020Q4公司游戏业务营收1.20亿元，净利润0.84亿元；2021年营收2.11亿元，净利润0.99亿元；2022H1营收1.12亿元，净利润0.17亿元。2021-2022H1，游戏业务营收占比为28.3%/32.5%，净利润占比为74.1%/61.2%，已超越日化业务成为公司营收利润主要来源。
- **海南华多：**以1.33亿元收购100%股权，2020年9月并表，承诺2020年4月-2022年度累计实现净利润不低于9100万元。海南华多深耕MMO赛道、探索尝试SLG赛道，在运营手游《王者国度》及页游《乱斗乾坤》等，主力产品《王者国度》月流水持续数月过亿元，月峰值高达3.5亿元。储备强PK ARPG手游《约战沙城》、《代号：CQ》及1款《SLG项目》。
- **杭州雷焰：**以1.29亿元收购100%股权，2020年9月并表，承诺2020年4月-2022年度累计实现净利润不低于1.09亿元。杭州雷焰擅长策略卡牌类产品，主力产品《百龙霸业》自2019年上线以来，月流水峰值超1亿元。储备产品包括MMORPG《我的战盟》、二次元卡牌RPG手游《锚点降临》、模拟经营手游《创星之王》，其中《锚点降临》TapTap评分8.6分，截至2022年11月17日预约人数超71万。
- **海南星炫：**海南星炫2022H1营收0.58亿元，净利润0.11亿元，净利率19%。旗下冰鸟网络2020年9月在韩国发行SLG手游《乱世逐鹿》，上线后最高位居韩国iOS畅销榜第14名，后续储备包括冰翼网络旗下上海雪见泽网络发行的二次元战棋手游《迷雾公式》等。
- **喀什奥术（拟收购）：**拟以2.19亿元收购100%股权，收购进行中，承诺2021年10月-2025年累计实现净利润不低于2.19亿元。喀什奥术深耕动作手游，在研项目包括中手游委托研发的《镇魂街：天生为王》及字跳网络委托研发的《SS15项目》，其中《镇魂街：天生为王》已获版号，10月测试表现优秀，定档12月22日上线。
- ◆ **日化业务经营稳健，已划转至子公司名臣日化。**公司老牌日化业务经营稳健，2019-2021年日化用品贡献收入5.06/5.51/5.27亿元，2022H1贡献收入2.32亿元，占公司总收入的67.33%。截至2022年10月31日，日化业务相关的业务、人员、资产、负债已划转至子公司名臣日化，划转资产的账面价值为1.81亿元。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司业务转型思路清晰，态度坚定，研发+发行布局进军游戏产业，在研产品类型多元，上线表现值得期待。基于我们对后续日化业务和游戏业务的进展判断，同时基于谨慎性原则，拟收购事项暂不纳入盈利预测，我们预计公司2022-2024年实现归母净利润1.34/3.18/4.07亿元，对应EPS为0.78/1.86/2.38元，对应PE为38/16/12X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**收购喀什奥术失败或进度不及预期风险、版号风险、品牌形象遭受侵害风险、经销模式风险、广告宣传效果不确定性风险、游戏行业竞争风险、新品上线进度及表现不及预期风险、IP授权风险、控股股东相关风险、监管风险、盈利不及预期风险、老产品生命周期不及预期风险、存货减值风险、核心人才流失风险、小市值及二级市场流动性风险、行业估值中枢下行风险、公司治理风险、海外市场相关风险等。

一、公司概况

- 1.1 公司简介：老牌日化企业坚定转型方向，打造游戏增长新引擎
- 1.2 游戏业务：《镇魂街》9月获版号，喀什奥术交易推进中
- 1.3 日化业务：相关资产已划至子公司名臣日化，拟变更公司名称和股票简称
- 1.4 参控股公司：一级子公司四家，包括三家游戏子公司、一家日化子公司
- 1.4 参控股公司：日化业务已全部划转至名臣日化，三家游戏子公司驱动新业务
- 1.5 股权结构：实控人持股37%，前十大股东合计持股近66%
- 1.6 管理团队：公司现任董事长为创始人陈勤发之子

二、业务情况

- 2.1 游戏产品表：主力产品长线运营，储备新品涵盖二次元、动作等多元赛道
- 2.2 海南华多：以人民币1.33亿元收购100%股权，2020年9月并表
- 2.2 海南华多：深耕MMO赛道，尝试探索SLG赛道，主力产品长线运营
- 2.3 杭州雷焰：以人民币1.29亿元收购100%股权，2020年9月并表
- 2.3 杭州雷焰：擅长策略卡牌类产品，拓展二次元、MMO、模拟经营赛道
- 2.4 喀什奥术：拟以人民币2.19亿元收购100%股权，收购推进中
- 2.4 喀什奥术：主攻动作手游，在研《镇魂街：天生为王》测试数据亮眼
- 2.5 VR布局：93913加入名臣健康旗下海南星炫，共同开拓元宇宙产业新未来

2.6 日化业务：强化品牌发展战略，跻身国内健康护理用品行业的前列

三、财务情况

- 3.1 营业收入：网络游戏业务收入占比自2020年呈上升趋势
- 3.1 收入确认：游戏收入包括授权金及营业分成，2021Q4新增发行收入
- 3.2 毛利润：布局海外市场和网络游戏发行端的业务，前期推广投入较大
- 3.3 研发费用：2020年起加大游戏板块研发投入
- 3.4 销售费用：2020年后销售费用率保持稳定
- 3.5 管理费用：管理费用率整体呈上升趋势
- 3.6 净利润：游戏业务海外市场及发行短期投入致2022Q3利润承压
- 3.7 现金流及货币资金：收购子公司致经营净现金流量和账面资金波动较大
- 3.8 资产负债表：2021年合同负债中预收货物销售款同比下滑，游戏分成持平
- 3.9 资产负债表：近两年应收账款主要由网络游戏业务贡献，存货稳定消耗

四、盈利预测与投资评级

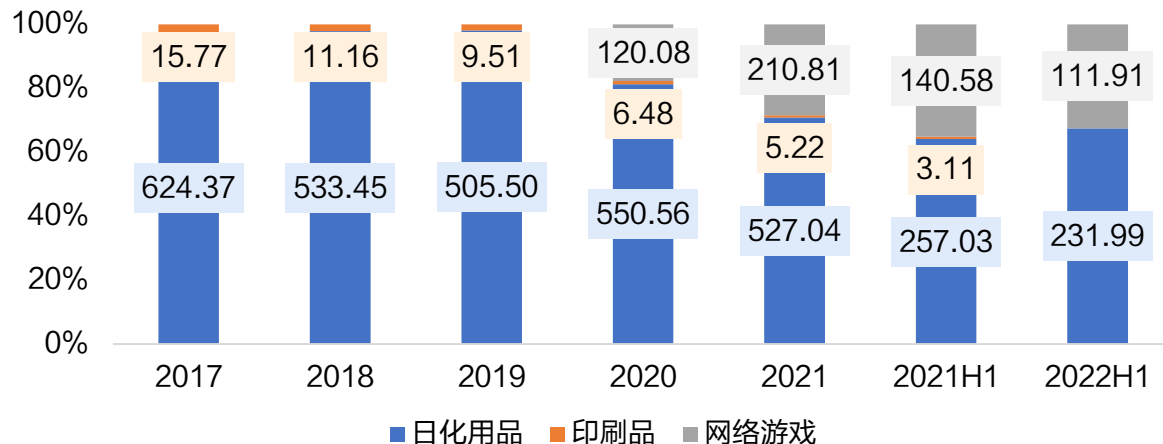
五、风险提示

一、公司概况

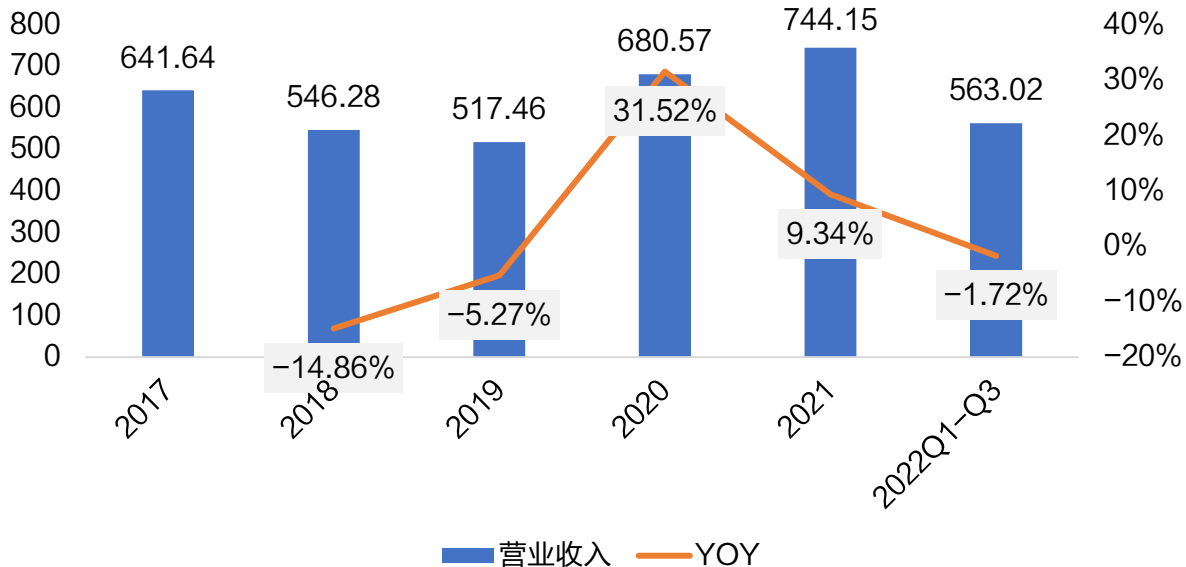
公司简介：老牌日化企业坚定转型方向，打造游戏增长新引擎

- 公司自成立以来扎根日化行业，专注打造具有中国本土特色的民族品牌。公司2020年8月份通过外延并购进入游戏行业，从事网络游戏创意策划、研发制作和商业化运营。为进一步优化公司内部资源和资产结构，公司以2022年6月30日为划转基准日，现有日化业务涉及的相关资产、负债按照账面净值划转至全资子公司广东名臣日化有限公司。

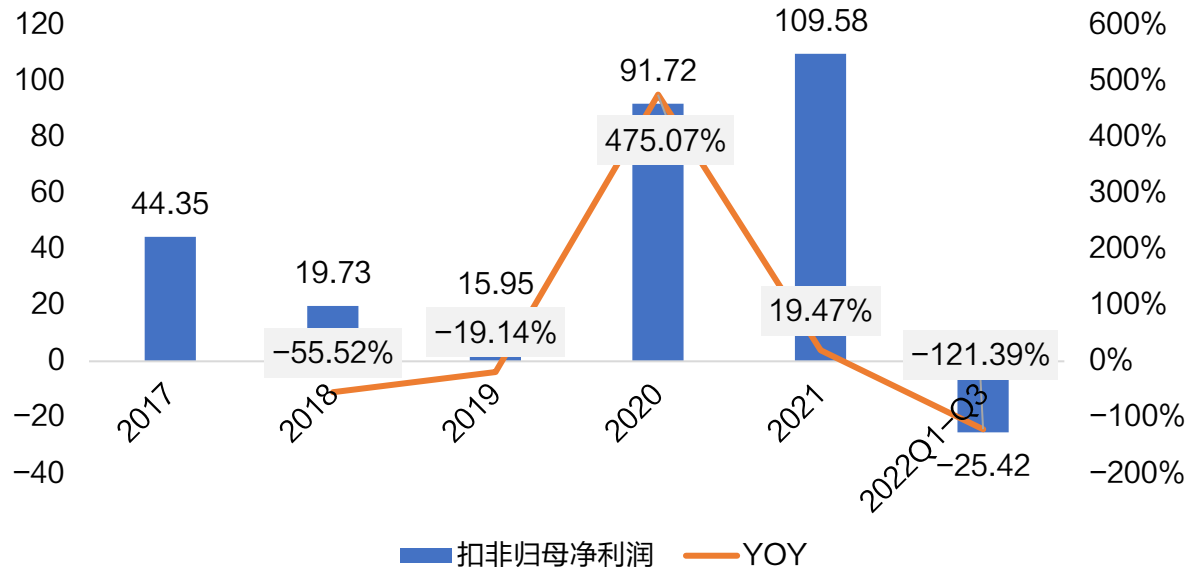
图表：2017-2022H1公司主营业务收入结构（百万元）



图表：2017-2022Q3公司营业收入及增速（百万元）



图表：2017-2022Q3公司扣非归母净利及增速（百万元）



公司简介：老牌日化企业坚定转型方向，打造游戏增长新引擎

图表：名臣健康发展历程梳理

1994.12	公司创始人注册成立名臣化妆品有限公司	2021.10	公司拟以2829.13 万元对价向蔡絮转让嘉晟印务 100%股权
1997.04	“美王”系列产品在国内化妆品市场崭露头角	2022.06	公司的全资子公司广东名臣销售有限公司更名为广东名臣日化有限公司（简称名臣日化），并变更经营范围
2000.01	"蒂花之秀"系列产品成功上市	2022.06	变更注册资本及修订《名臣健康用品股份有限公司章程》并办理工商变更登记
2005.06	"蒂花之秀"商标被认定为中国驰名商标	2022.06	公司拟以2022年6月30日为划转基准日，将现有日化业务涉及的相关资产、负债按照账面净值划转至全资子公司名臣日化
2015.04	完成股份制改造，更名为“名臣健康用品股份有限公司”	2022.10	公司与日化业务相关的业务、人员、资产、负债已划转至名臣日化，划转资产的账面净值（净资产）为1.81亿元(未经审计)
2017.12	公司在深交所上市	2022.10	公司将择机适时向相关部门提交变更公司名称和股票简称申请



2020.08	以2.61亿元对价收购杭州雷焰和海南华多两家游戏公司100%股权，于2020年8月31日并表
2021.10	成立全资子公司海南星炫时空布局游戏发行业务
2021.10	拟以2.19亿元现金收购喀什奥术游戏公司100%股权
2022.03	公司全资子公司海南星炫时空网络科技有限公司以现金500万元收购广州冰翼网络科技有限公司100%股权
2022.09	由于原协议签署时间较长，喀什奥术交易双方同意对协议条款进行修订

游戏业务：《镇魂街》9月获版号，喀什奥术交易推进中

图表：公司游戏业务并购交易详情及进展

交易标的	交易对方	交易对价（亿元） 及支付方式	最新进度	承诺业绩（亿元）及完成情况					
				2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
喀什奥术100%股权	广州心源互动科技有限公司	2.19 自有资金现金支付	2022年9月22日公告交易双方同意修订《股权转让协议》，提交董事会审议（无需经股东大会审议）	/	2021年10月-2025年累计净利润不低于2.19亿元 (注：该承诺业绩基于2021年10月签署的股权转让协议，据2022年9月22日发布的《关于收购喀什奥术网络科技有限公司100%股权的进展公告》，由于原《股权转让协议》签署时间较长，双方同意对协议条款进行修订)				
广州冰翼100%股权	广州冰麒网络科技有限公司	0.05 自有资金现金支付	完成，2022年4月1日并表	/					
杭州雷焰100%股权	杨淑婷	1.29 自有资金现金支付	完成，2020年8月31日并表	2020年4月-2022年累计净利润不低于1.09亿元 2020年9月-2022H1实际完成1.65亿元		/	/	/	/
海南华多100%股权	许洪健	1.33 自有资金现金支付	完成，2020年8月31日并表	2020年4月-2022年累计净利润不低于0.91亿元 2020年9月-2022H1实际完成0.35亿元		/	/	/	/

日化业务：相关资产已划至子公司名臣日化，拟变更公司名称和股票简称

- 公司划转日化业务相关资产至全资子公司名臣日化，提升经营管理效率。公司以2022年6月30日为划转基准日，将现有日化业务涉及的相关资产、负债按照账面净值划转至全资子公司广东名臣日化有限公司，并授权公司管理层办理资产及负债划转的相关事宜。
- 公司日化业务相关资产已划至子公司名臣日化。公司与日化业务相关的业务、人员、资产、负债已划转至名臣日化，划转资产的账面净值（净资产）为1.81亿元(未经审计)。相关不动产和无形资产等资产过户手续办理中。本次划转所涉及的税务事项，公司已与税务部门沟通，办理完成了相关手续。
- 鉴于业务结构及经营架构已发生变化，公司将择机适时向相关部门提交变更公司名称和股票简称申请，具体以相关部门核准为准。

表：公司经营范围变更情况（2022年10月28日公告）

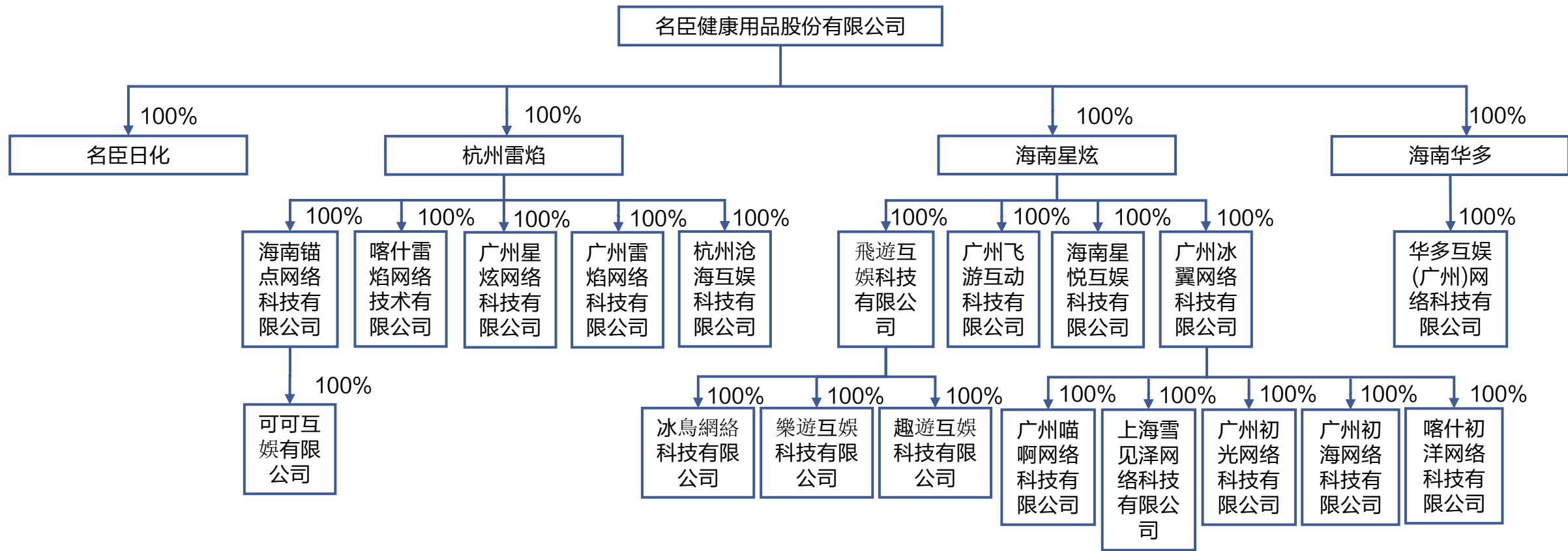
变更前的经营范围	变更后的经营范围
化妆品生产；化妆品加工、销售、技术开发、技术服务、技术咨询；食品生产；食品销售；医疗器械生产；医疗器械经营；消毒产品生产；消毒产品加工、销售；生产、加工、销售：洗涤剂，牙膏，卫生用品，家用电器，健身器材，塑料制品，工艺品（象牙、犀角及其制品除外），玩具，服装，化工产品（危险化学品除外），日用百货，五金配件；印刷品印刷；股权投资；货物或技术进出口。	一般项目：以自有资金从事投资活动；自有资金投资的资产管理服务；企业总部管理；创业投资（限投资未上市企业）；非居住房地产租赁；信息技术咨询服务；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；货物进出口；技术进出口。

表：《公司章程》修订情况（2022年10月28日公告）

本次修订前的公司章程内容	本次修订后的公司章程内容
第十四条经依法登记，公司的经营范围为：化妆品生产；化妆品加工、销售、技术开发、技术服务、技术咨询；食品生产；食品销售；医疗器械生产；医疗器械经营；消毒产品生产；消毒产品加工、销售；生产、加工、销售：洗涤剂，牙膏，卫生用品，家用电器，健身器材，塑料制品，工艺品（象牙、犀角及其制品除外），玩具，服装，化工产品（危险化学品除外），日用百货，五金配件；印刷品印刷；股权投资；货物或技术进出口。	第十四条经依法登记，公司的经营范围为：一般项目：以自有资金从事投资活动；自有资金投资的资产管理服务；企业总部管理；创业投资（限投资未上市企业）；非居住房地产租赁；信息技术咨询服务；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；货物进出口；技术进出口。

参控股公司：一级子公司四家，包括三家游戏子公司、一家日化子公司

图表：公司参控股公司（截至2022H1末）



参控股公司：日化业务已划转至名臣日化，三家游戏子公司驱动新业务

图表：公司主要子公司经营情况

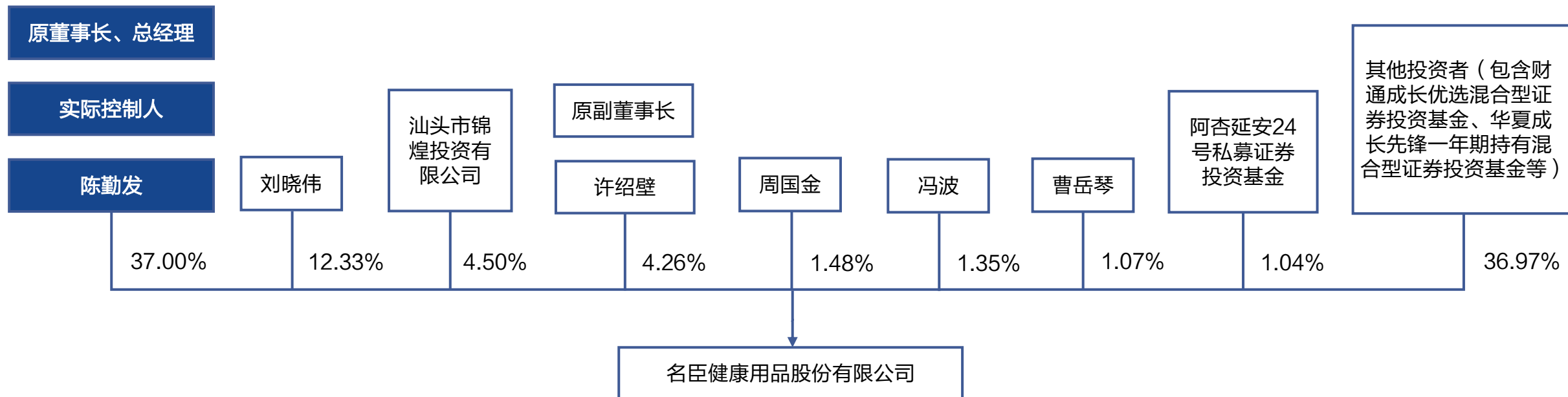
单位：百万元	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	2020	2021	2022H1
营业收入					营业收入结构					营业收入YOY			
名臣销售/名臣日化	467	504	479	232	211	90%	74%	64%	58%	61%	8%	-5%	-9%
杭州雷焰		92	179	122	30		13%	24%	30%	9%		95%	-76%
海南华多		28	32	18	24		4%	4%	5%	7%		12%	29%
海南星炫					58								17%
汕头嘉晟	16	12	11	5		3%	2%	2%	1%		-23%	-8%	-100%
公司整体	517	681	744	401	345	100%	100%	100%	100%	100%	32%	9%	-14%
净利润					净利润结构					净利润YOY			
名臣销售/名臣日化	-14	8	19	11	10	-61%	8%	14%	12%	38%	155%	145%	-10%
杭州雷焰		65	95	83	-6		63%	71%	84%	-21%		46%	-107%
海南华多		19	4	4	11		19%	3%	4%	41%		-78%	179%
海南星炫					11					41%			
汕头嘉晟			-2					-2%					
公司整体	23	102	133	99	27	100%	100%	100%	100%	100%	343%	31%	-73%
净利率													
名臣销售/名臣日化	-3%	2%	4%	5%	5%								
杭州雷焰		71%	53%	68%	-19%								
海南华多		67%	13%	22%	47%								
海南星炫					19%								
汕头嘉晟			-20%										

注：①2022年10月31日，公司将现有日化业务划转至新设全资子公司名臣日化；②2021年10月29日，公司以2829万元对价将全资子公司汕头嘉晟印务转让。

股权结构：实控人持股37%，前十大股东合计持股近66%

- 截至2022Q3末，公司实际控制人为陈勤发，持股比例为37%。

图表：公司股权架构（截至2022Q3末）



管理团队：公司现任董事长为创始人陈勤发之子

- 陈勤发，公司创始人。2021年，陈勤发任期满卸任公司董事长和总经理，其子陈建名担任公司董事长及总经理。

图表：公司高管团队履历（2021年报）

姓名	年龄	职务	履历
陈建名	32	董事长、总经理	• 中国国籍，无境外永久居留权。任汕头市遛个鸭子母婴用品有限公司总经理、任广州纽歌生物科技有限公司总经理、任名臣健康董事长、总经理。
彭小青	52	副董事长、副总经理兼财务总监	• 中国国籍，无境外永久居留权。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，现任名臣健康副董事长、副总经理兼财务总监，2020年9月起，兼任子公司海南华多、杭州雷焰董事。
陈东松	52	董事、副总经理、董事会秘书	• 中国国籍，无境外永久居留权。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，现任名臣健康董事、副总经理、董事会秘书兼证券事务部经理，2020年9月起，兼任子公司海南华多、杭州雷焰董事。
高慧	40	独立董事	• 中国国籍，无境外永久居留权。硕士研究生。曾任职于三角集团有限公司、北京君都律师事务所上海分所，现为德恒上海律师事务所律师、合伙人，2013年4月至2014年7月，任上海联华合纤股份有限公司独立董事；2014年7月至2019年5月，任山西省国新能源股份有限公司独立董事。2021年5月任名臣健康独立董事。
朱水宝	41	独立董事	• 中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，会计师。2005年3月至2007年3月，任泉州金太阳电子科技有限公司主办会计；2007年3月至2011年8月，任福建美克休闲体育用品有限公司会计主管；2011年8月至2013年4月，任泉州市双阳金刚石工具有限公司财务负责人。2013年4月至2014年11月，任福建永悦科技有限公司财务总监。2014年11月至2021年2月，任永悦科技股份有限公司董事。2014年11月至今，任永悦科技股份有限公司董事会秘书、财务总监、副总经理。2021年5月任名臣健康独立董事。
吴小艳	50	独立董事	• 中国国籍，无境外永久居留权。博士研究生。曾任职于武汉工业大学助教、武汉理工大学讲师，现任武汉理工大学副教授。2021年5月任名臣健康独立董事。

二、业务情况

游戏产品表：主力产品长线运营，储备新品涵盖二次元、动作等多元赛道

- 公司旗下海南华多、杭州雷焰及拟收购的喀什奥术主要负责游戏研发与发行，海南星炫主要负责游戏发行：①**海南华多**：擅长MMORPG手游的研发及运营，后续储备强PK ARPG手游《约战沙城》、《代号CQ》，同时开辟SLG赛道；②**杭州雷焰**：长线运营策略卡牌产品，转向多元产品研发与发行，后续储备涵盖MMORPG、二次元RPG、模拟经营赛道；③**喀什奥术**：擅长动作手游研发，储备2款产品分别为中手游委托研发的《镇魂街：天生为王》与字跳网络委托研发的《SS15项目》，预计未来2-3年主要收入来自此2款产品；④**海南星炫**：发行平台，代理发行的《갓삼국（中文名：乱世逐鹿）》于2022年9月20日上线韩国地区，邀请李政宰作为代言人，最高位居韩国iOS畅销榜第14名、免费榜第3名，后续储备二次元都市怪谈风战棋手游《迷雾公式》，安卓限量删档不计费“隐里测试”7月15日结束。

图表：公司产品表（包含部分储备产品，2022年12月21日更新）

分部	游戏名称	终端	游戏类型	游戏题材	模式	研发商	发行商	储备产品版号情况	上线日期
海南华多	王者国度	手游	MMORPG	传奇	自研，代理发行	海南华多			2019年5月
	乱斗乾坤	页游	MMORPG	仙侠	自研，代理发行	海南华多			
	约战沙城	手游	强PK ARPG	传奇	自研	海南华多		2019年1月获版号	2022年10月
	代号：CQ	手游	强PK ARPG		自研	海南华多		暂无版号	待定
	SLG项目	手游	SLG		自研	海南华多		暂无版号	待定，研发后期
杭州雷焰	百龙霸业	手游	策略卡牌放置	三国题材	自研，代理发行	杭州雷焰			2019年10月
	神魔三国志	手游	策略卡牌放置	三国题材	自研，代理发行	杭州雷焰	易亨数位		2020年9月16日
	三国武神传	手游	策略卡牌放置	三国题材	自研，代理发行	杭州雷焰	RASTAR Games		2020年10月22日
	真三国英雄传	手游	策略卡牌放置	三国题材	自研，代理发行	杭州雷焰	Banana Game		2020年12月2日
	英雄三国志H5	H5手游	放置	三国题材	自研，代理发行	杭州雷焰			目前已停运
	我的战盟	手游	3D MMORPG	战盟	自研	杭州雷焰		2020年11月获版号	待定
	锚点降临	手游	3D 二次元RPG	近未来	自研	杭州雷焰		暂无版号	待定，产品优化调试阶段
	创星之王（暂定名）	手游	模拟经营		自研	杭州雷焰		暂无版号	待定，中期研发阶段
喀什奥术	镇魂街：天生为王	手游	动作	镇魂街IP	自研，代理发行	喀什奥术	中手游	2022年9月获版号	2022年12月22日
	SS15项目（死神）	手游	动作	死神IP	自研，代理发行	喀什奥术	字跳网络	暂无版号	待定
海南星炫	갓삼국（乱世逐鹿）	手游	SLG	三国题材	代理发行	北京攸乐科技	冰鸟网络		2022年9月20日
	迷雾公式	手游	二次元战棋	都市怪谈	代理发行	哆爱咪工作室	雪见泽网络	暂无版号	待定，删档不计费测试7月15日结束

注：①标灰底色为储备产品；②同一产品在不同国家及地区上线名称不同，分不同行列示；③游戏名称加粗为产品中文名/项目暂定名

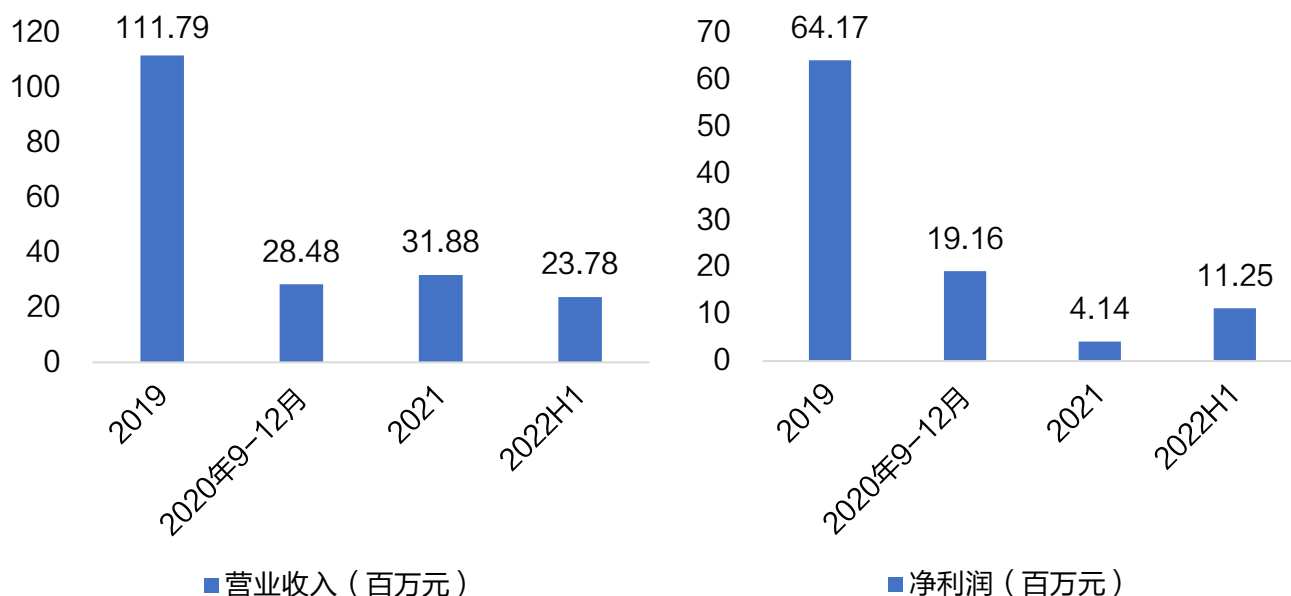
海南华多：以人民币1.33亿元收购100%股权，2020年9月并表

- 2020年8月7日，公司与许洪健签署了《股权转让协议》，公司拟以自有资金现金支付方式收购许洪健持有的海南华多网络科技有限公司100%股权，对应收购价款人民币1.33亿元。自2020年9月起，海南华多纳入合并报表范围。
- 本次交易交易对方许洪健承诺海南华多2020年4-12月、2021年度和2022年度累计实现的净利润不低于9100万元。
- 在纳入合并报表范围后，海南华多2020年9-12月净利润实现1916.41万元，2021年净利润实现413.75万元。
- 海南华多成立于2018年4月，总部位于海南，于2020年11月新设立华多互娱（广州）网络科技有限公司，公司间接持股100%，自2020年11月纳入合并报表范围。

图表：收购海南华多100%股权情况

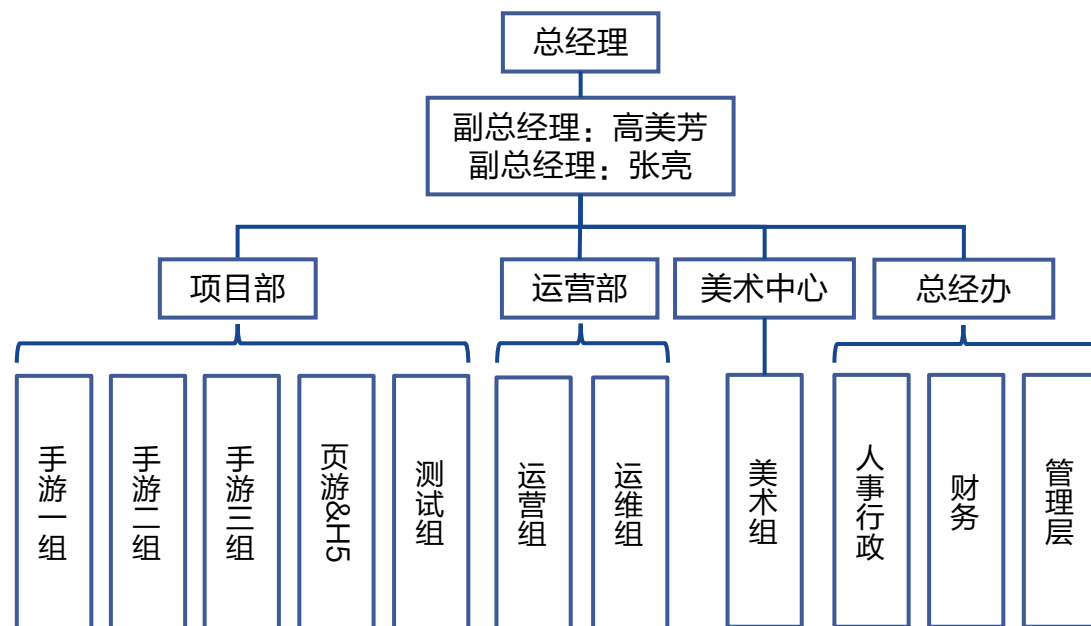
项目	内容
收购方式	协议收购
原控股股东信息	许洪健，中国国籍，认缴出资额1000万元，持股比例100%
企业合并方式	非同一控制下企业合并，成为直接持股100%的子公司
交易时间	2020/08/10-2020/09/17
交易过程	2020/8/10 董事会通过 2020/8/19 回复深圳证券交易所关注函 2020/8/28 股东大会通过 2020/9/17 完成工商变更登记手续并换取新的《营业执照》

图表：2019年-2022H1海南华多营业收入及净利润（百万元）



(注：2020年营业收入/净利润为并表日至期末海南华多的营业收入/净利润)

图表：海南华多广州分公司组织架构（2020年8月）



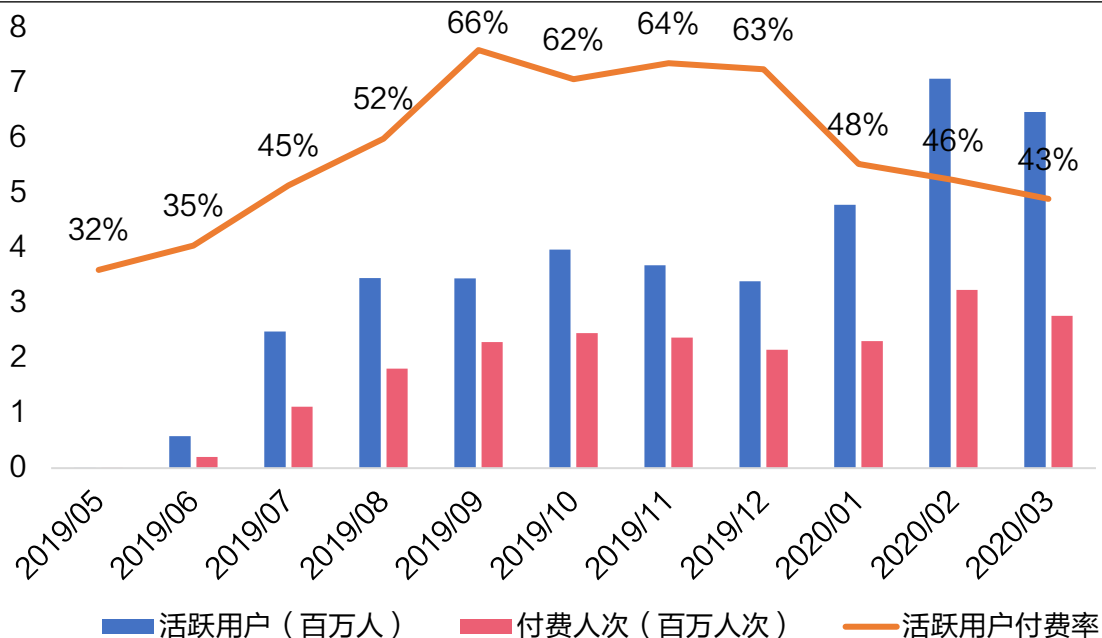
海南华多：深耕MMO赛道，尝试探索SLG赛道，主力产品长线运营

- 海南华多是一家以移动游戏、网页游戏的研发与运维为核心业务的公司，海南华多目前有2款运营上线游戏，分别是1款页游《乱斗乾坤》和1款手游《王者国度》，其中《王者国度》月流水持续数月过亿元，月峰值流水高达3.5亿元，2019年5月-2020年3月期间累计流水21.02亿元，月均流水1.91亿元，系海南华多成功打造的爆款游戏。
- 海南华多具备一定的研发实力和商业化产品开发能力。海南华多核心团队拥有8年以上行业经验，主要来自4399和其他国内一线游戏厂商。海南华多目前研发重点在于移动游戏，主要类型是MMORPG游戏和SLG，产品风格偏向写实。
- 后续储备产品包括强PK ARPG手游《约战沙城》、《代号：CQ》及1款《SLG项目》。

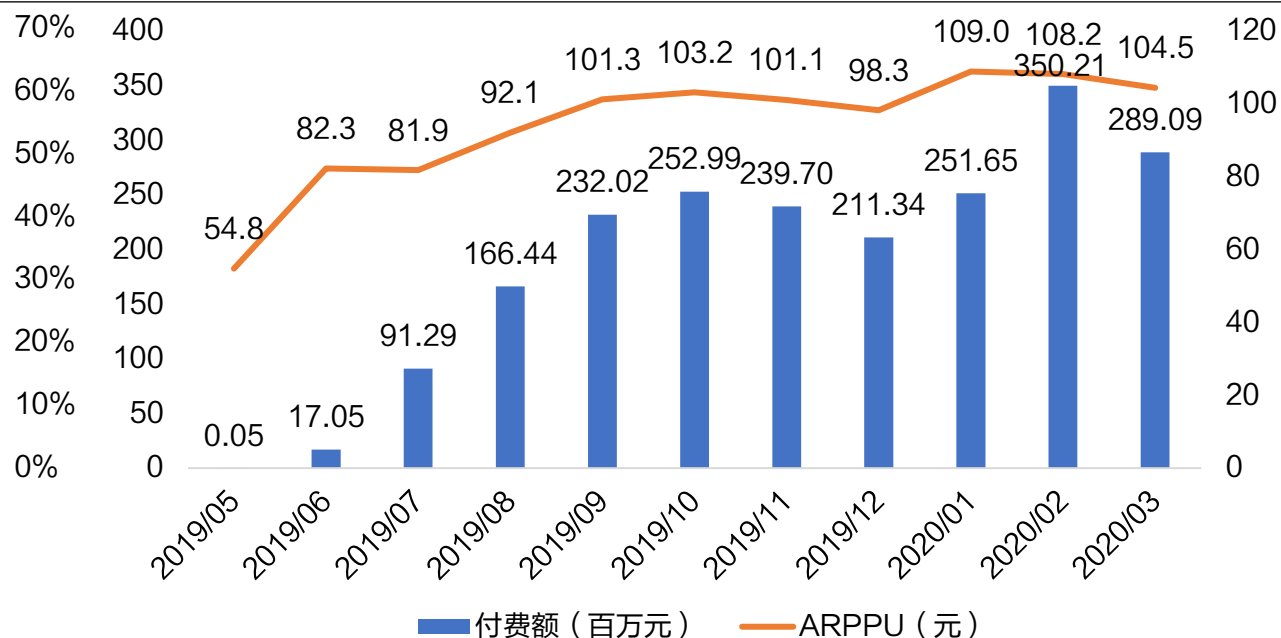
图表：《王者国度》游戏产品截图



图表：2019-2020年《王者国度》活跃人数、付费人次和活跃用户付费比



图表：2019-2020年《王者国度》付费额和ARPPU (右轴)



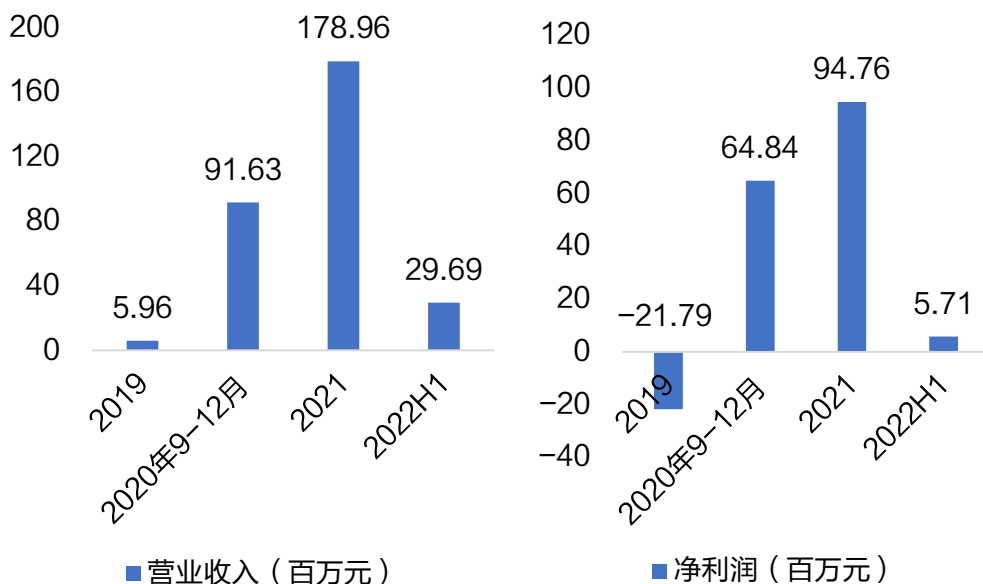
杭州雷焰：以人民币1.29亿元收购100%股权，2020年9月并表

- 2020年8月7日，公司与杨淑婷签署了《股权转让协议》，公司拟以自有资金现金支付方式收购杨淑婷持有的杭州雷焰网络科技有限公司100%股权，对应收购价款人民币1.29亿元。自2020年9月起，杭州雷焰纳入合并报表范围。
- 本次交易交易对方杨淑婷承诺杭州雷焰2020年4-12月、2021年度和2022年度累计实现的净利润不低于1.09亿元。
- 在纳入合并报表范围后，杭州雷焰2020年9-12月净利润实现6484.07万元，2021年净利润实现9475.91万元。
- 杭州雷焰成立于2018年8月，总部位于杭州，于2020年12月新设立喀什雷焰网络科技有限公司，公司间接持股100%，自2020年12月纳入合并报表范围。

图表：收购杭州雷焰100%股权情况

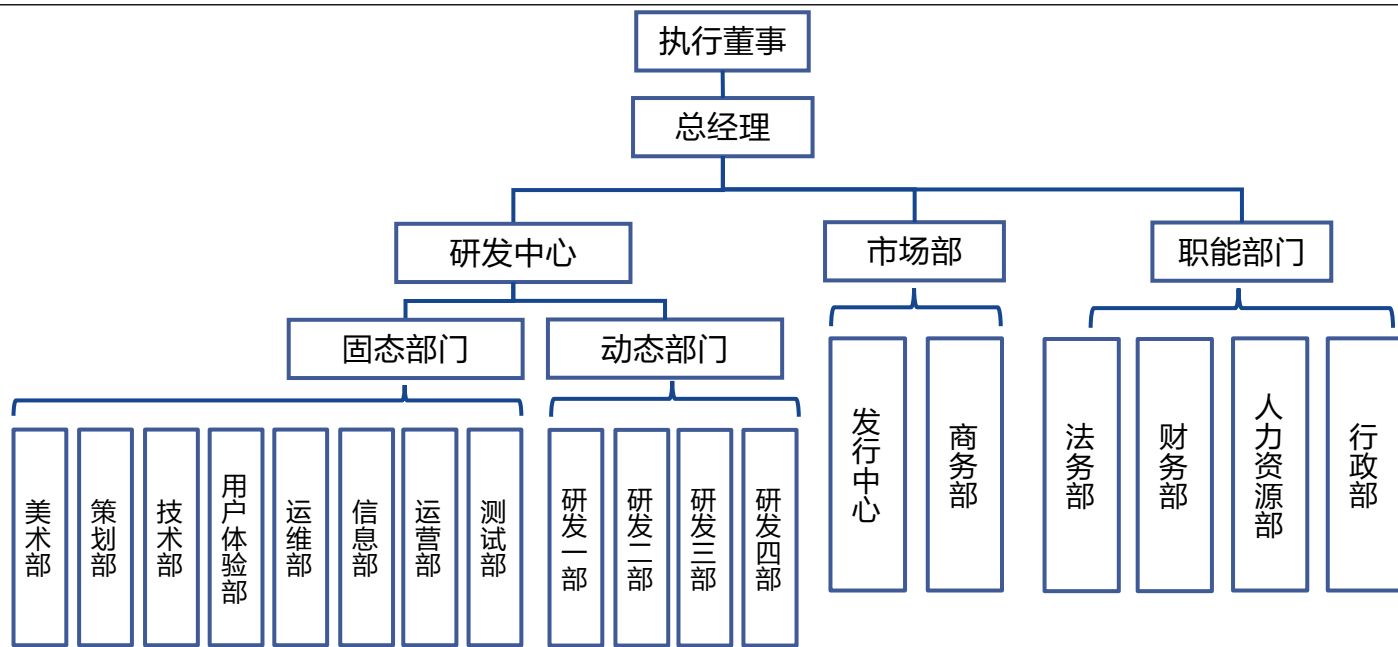
项目	内容
收购方式	协议收购
原控股股东信息	杨淑婷，中国国籍，认缴出资额1000万元，持股比例100%
企业合并方式	非同一控制下企业合并，成为直接持股100%的子公司
交易时间	2020/08/10-2020/09/17
交易过程	2020/8/10 董事会通过 2020/8/19 回复深圳证券交易所关注函 2020/8/28 股东大会通过 2020/9/17 完成工商变更登记手续并换取新的《营业执照》

图表：2019年-2022H1杭州雷焰营业收入及净利润（百万元）



(注：2020年营业收入/净利润为并表日至期末杭州雷焰的营业收入/净利润)

图表：杭州雷焰组织架构（2020年8月）

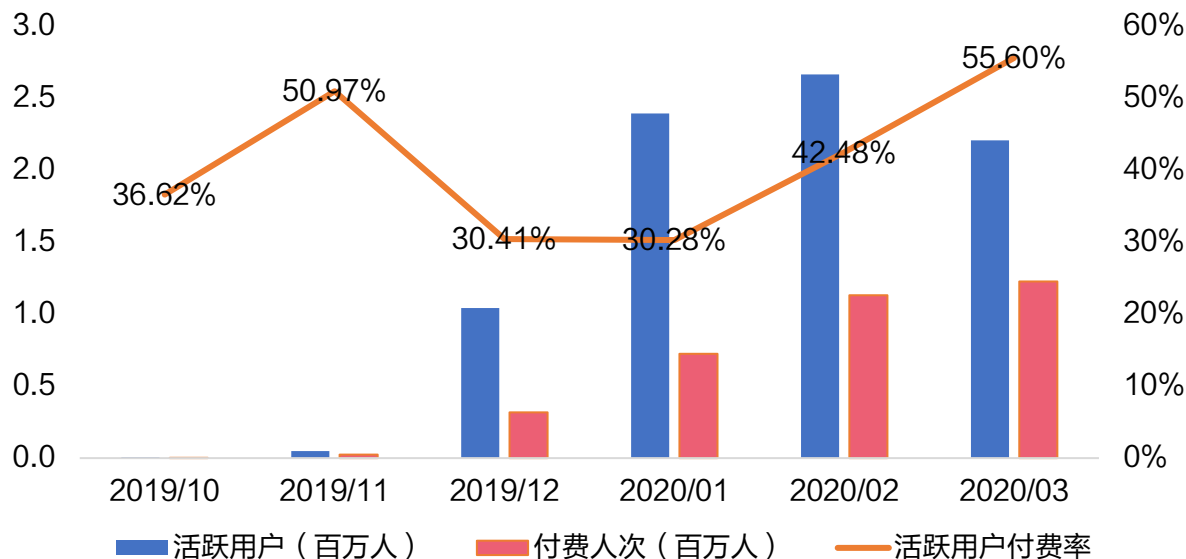


- 杭州雷焰是一家以移动游戏产品的研发和运维为核心业务的公司，目前已上线运营放置类游戏产品《百龙霸业》以及《群英列传》、《英雄三国志》（H5），《百龙霸业》自2019年底上线以来表现良好，月峰值流水超过1亿元，2019年10月-2020年3月期间累计流水3.75亿元，月均流水0.62亿元。
- 杭州雷焰包含三大研发工作室，聚焦MMORPG、回合/策略类、二次元卡牌品类。杭州雷焰的核心团队具有10年以上的游戏行业从业经验，主要来自国内一线游戏厂商，如腾讯、网易、阿里、4399等。
- 后续储备产品包括3D MMORPG《我的战盟》、二次元回合制卡牌RPG手游《锚点降临》、模拟经营手游《创星之王》（暂定名）。其中《锚点降临》TapTap评分8.6，截至2022年11月17日，TapTap预约人数超71万，2022年1月5日在iOS、安卓平台进行不计费删档“降临测试”（iOS平台为限量测试）。

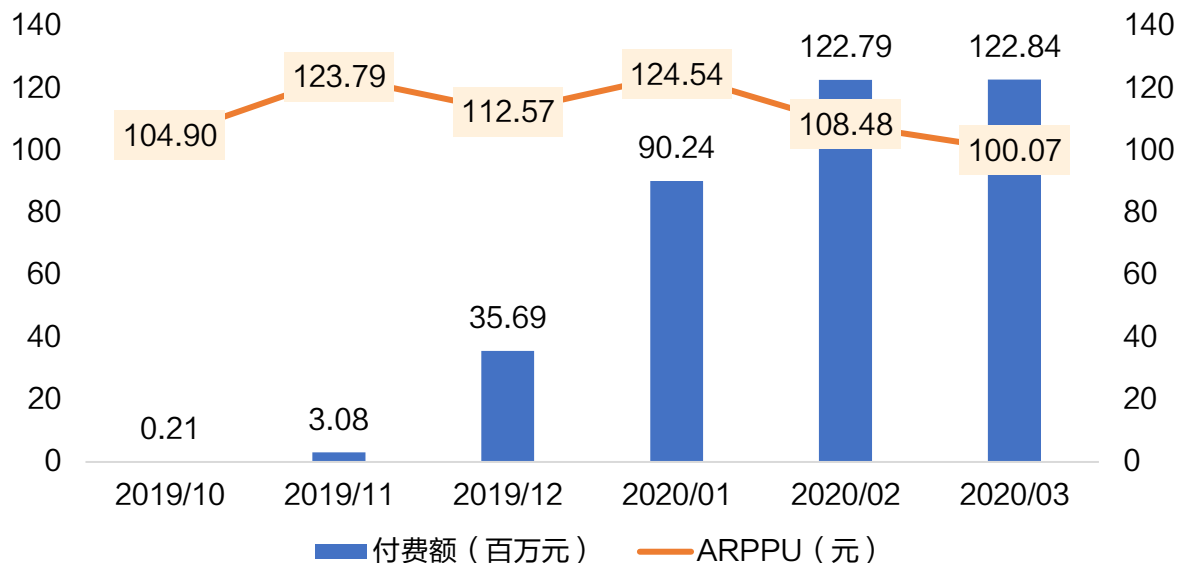
图表：《锚点降临》游戏产品测试及宣传截图



图表：2019-2020年《百龙霸业》活跃人数、付费人次和活跃用户付费比



图表：2019-2020年《百龙霸业》付费额和ARPPU



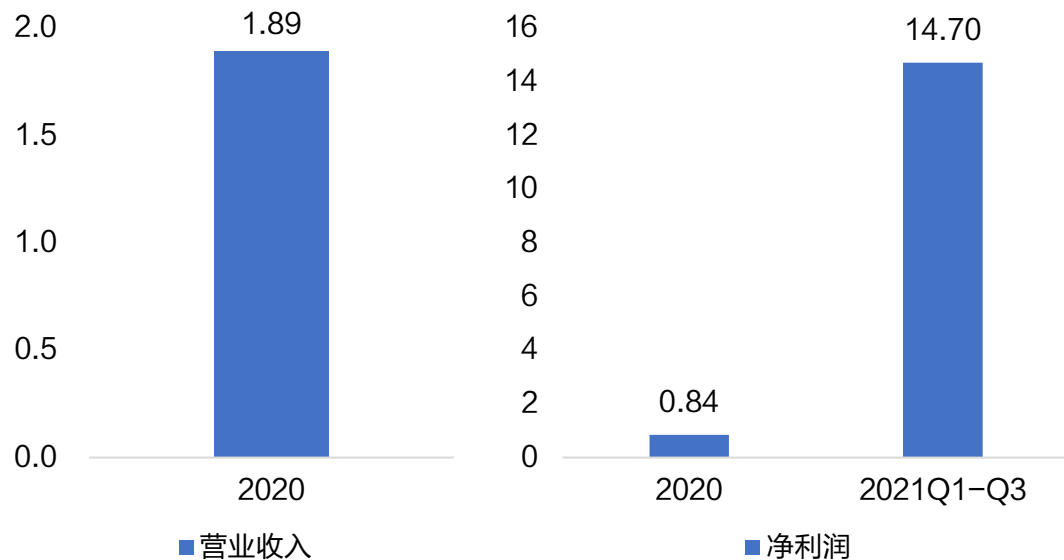
喀什奥术：拟以人民币2.19亿元收购100%股权，收购推进中

- 2021年10月29日，公司与广州心源互动科技有限公司及其股东陈华升、丁黔伟签署了《股权转让协议》，公司拟以自有资金2.19亿元收购广州心源互动科技有限公司持有的喀什奥术网络科技有限公司100%股权。
- 本次交易广州心源互动科技有限公司股东陈华升、丁黔伟向公司承诺：喀什奥术2021年10月-2025年累计实现的净利润不低于2.19亿元。
- 喀什奥术承接了母公司心源互动多年培育和积累的游戏研发团队，在产品策划、开发方面具有一定从业经验，同时与行业龙头企业建立了良好合作关系。

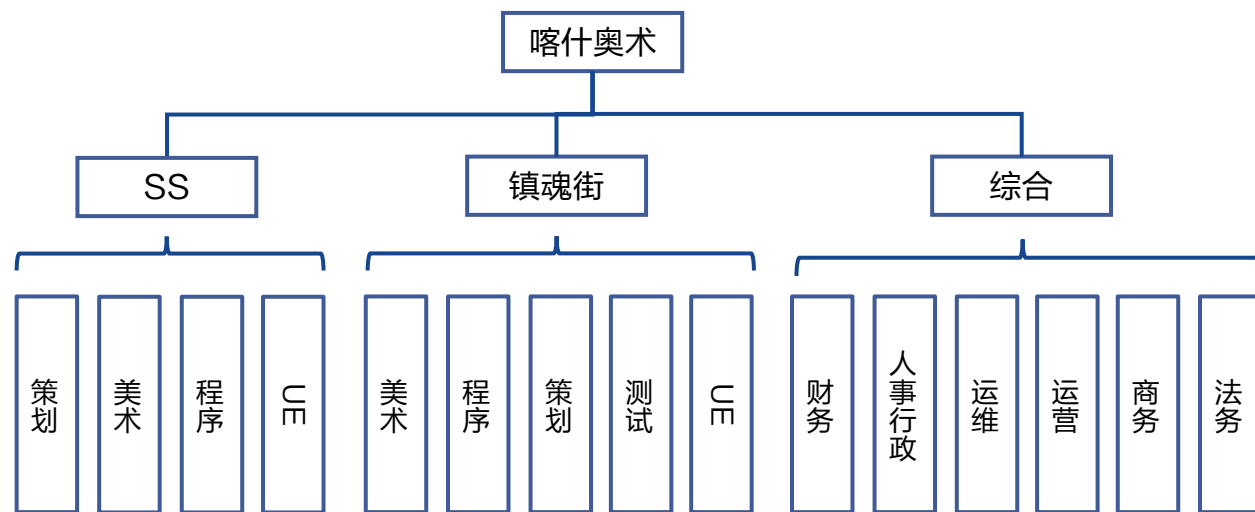
图表：收购喀什奥术100%股权情况

项目	内容
收购方式	协议收购
原控股股东信息	广州心源互动科技有限公司，认缴出资额100万元，持股比例100% 成立于2019年7月25日，企业类型为有限责任公司(自然人投资或控股)，法定代表人为丁黔伟
企业合并方式	非同一控制下企业合并，成为直接持股100%的子公司
交易时间	2021/11/01-待定
交易过程	2021/10/29 董事会通过 2021/11/1 首次公告日 2021/11/15 董事会通过延期审议收购事项 2022/9/22 奥术在研产品《镇魂街：天生为王》取得发行版号

图表：2020年喀什奥术营业收入及2020年-2021Q3净利润（万元）



图表：喀什奥术组织架构



喀什奥术：主攻动作手游，在研《镇魂街：天生为王》测试数据亮眼

- 喀什奥术主攻动作手游，在研产品包括委托方为深圳中手游网络科技有限公司（中手游（00302.HK）子公司）的《镇魂街：天生为王》、委托方为北京字节跳动网络技术有限公司（字节跳动（香港）有限公司境内全资子公司）的《SS15项目》。
- 《镇魂街：天生为王》是一款国漫IP 3D二次元动作手游，TapTap评分8.3分。截至2022年11月18日，全渠道预约玩家数已超过500万，TapTap预约人数超51万，bilibili预约人数超46万。据发行方中手游公布的数据，面向安卓用户的限量“共战”定级测试中，单日全渠道新增6.3万，平均次日留存59%，7日留存30%，口碑和数据表现均超预期，定档12月22日全平台上线。

图表：《镇魂街：天生为王》产品图标、测试及宣传截图



图表：喀什奥术在研产品情况

项目	内容	
在研产品	《镇魂街：天生为王》	《SS15项目》
委托方（甲方）	深圳中手游网络科技有限公司（简称“中手游”）	北京字节跳动网络技术有限公司（简称“字节网络”）
主要委托内容	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	喀什奥术按字节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
知识产权	合作开发过程的所有成果所有权归甲方、乙方（喀什奥术）和版权方共同所有	合作游戏的所有权利与权益归甲方所有
各版本交付时间	2021年10月31日前，乙方按甲方要求提供游戏产品的简体中文版本	2021年9月30日提交Demo, 2023年2月17日前交付海外首个OBT版本，2023年9月22日交付中国大陆OBT版本
开发费用及预付分成款	合计2700万元，另外奖励金300万（视产品交付质量是否支付）	合计1.1亿元，另外奖励金1000万（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）	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）
最新情况	截至2021年11月1日，该款游戏产品已基本完成开发，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。喀什奥术已累计收取了开发费用、预付分成款1550万元	截至2021年11月1日，喀什奥术已向委托方提交了Demo版本，并累计收取了开发费用、预付分成款和奖励金6000万元
发行版号	已于2022年9月获得国产网络游戏版号审批（批文号：国新出审[2022]1219号 ISBN978-7-498-09746-0）	暂未取得版号

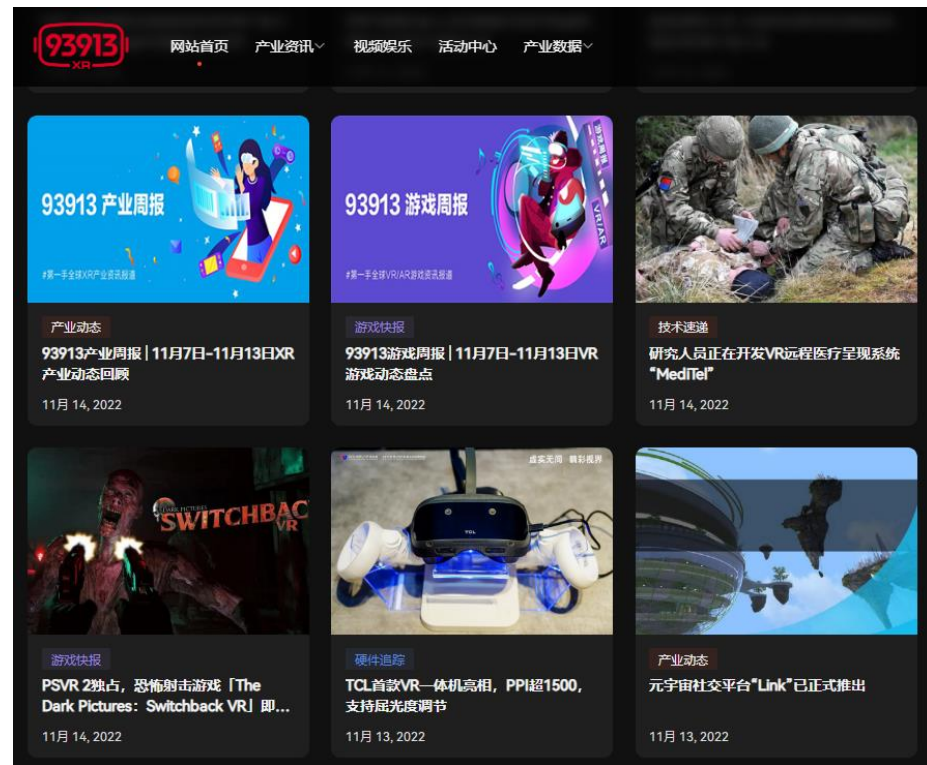
VR布局：93913加入名臣健康旗下海南星炫，共同开拓元宇宙产业新未来

- 2022年11月14日，基于共同对虚拟现实与元宇宙产业发展的美好愿景以及相同的发展理念，93913XR产业服务团队整体加入公司的全资子公司海南星炫时空网络科技有限公司。
- 随着虚拟现实与元宇宙产业的发展，公司顺应视听体感革新趋势，在元宇宙虚拟现实游戏、内容应用等赛道规划发展战略。93913团队将借助公司作为上市公司所带来的资源与平台优势，进一步提供优质的元宇宙产业服务；公司也将通过具有较强行业影响力和整合产业资源的93913所进行的全方位输送，接触到更广泛的元宇宙行业企业、挖掘到更多优质的开发者资源，获取到更好的VR/AR游戏、应用等优质XR元宇宙项目。

图表：93913团队情况

团队介绍	93913是目前国内最早且最具知名度的XR产业服务商，目前通过93913已为XR用户提供信息服务以及XR领域相关厂商提供整体品牌传播、发布会、开发者大赛、连接商业项目以及FA投融资顾问等服务
创始人	陈科，获2019年亚洲VR&AR金奖「VRAR行业人物金奖」
成立时间	2015年9月13日
行业地位	93913创立七年以来一直专注深耕服务于XR行业，熟悉整个产业发展的趋势，在行业内具有较强的影响力和整合产业资源的能力，不仅与华为、PICO、百度、京东、OPPO、爱奇艺、大朋、睿悦信息等国内虚拟现实元宇宙头部企业均保持良好的合作，更与XR行业内超500家头显硬件、体感周边、应用内容、全景视频等细分领域的核心企业建立了紧密合作联系
获得奖项	93913虚拟现实网获2021年第二届华为VR开发应用大赛「最佳支持奖」； 93913虚拟现实网VR游戏频道获2020年金翎奖「玩家最喜爱的优秀游戏媒体」； 93913虚拟现实网获2019年亚洲VR&AR金奖「VRAR行业特殊贡献奖」
影响力	团队所主办的多项行业活动（连续主办五届XRIC产业年会&金V奖颁奖盛典，联合主办2022世界元宇宙大会、连续三届与华为云公司合作华为云VR开发应用大赛、OPPO-AR应用创新大赛），以上活动均在元宇宙XR产业具有极高的知名度与影响力，2023年还将举办面对消费用户的“元宇宙娱乐嘉年华展”
成果	截至2022年11月14日，93913累计发布79035篇文章，累计访客数量达2千万，累计阅读量达6千万，累计举办18场活动

图表：93913网站展示



日化业务：强化品牌发展战略，跻身国内健康护理用品行业的前列

- **塑造民族品牌，市场优势明显。**公司自成立以来就扎根日化行业，以三、四线城市为立足点，专注打造具有中国本土特色的民族品牌，主要品牌包括蒂花之秀、美王、初萃、盈蔻、高新康效、依采、力效等，产品覆盖头发头皮健康护理、皮肤健康护理、口腔健康护理以及家居护理等。公司针对美王、蒂花之秀等不同品牌的个性和特点，聘请了知名明星代言公司品牌，冠名较高人气的综艺节目，成功塑造了良好的品牌形象，公司主打品牌蒂花之秀、美王为广东省著名商标，品牌形象良好。

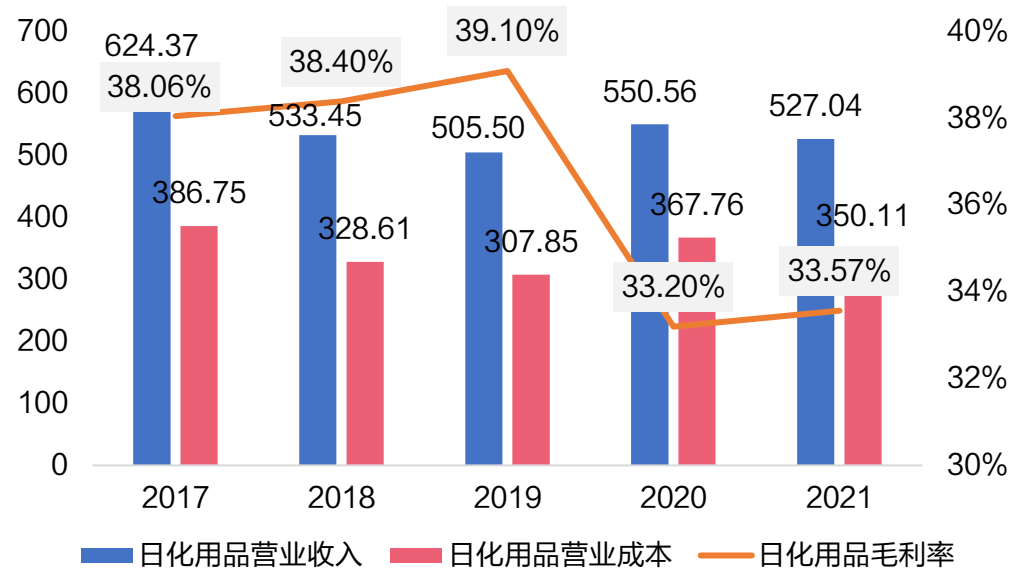
图表：公司日化业务品牌矩阵

品牌	主要产品	定位	产品示例
蒂花之秀 DIFASO	洗发水、沐浴露、护发素、焗油膏	主打品牌，致力于为广大消费者提供高性价比产品	
美王 Mewon	洗发水、沐浴露、护发素、焗油膏		
初萃 CHUCUI	洁面乳、精华、水乳、面霜、面膜、眼霜	针对性解决肌肤敏感问题护理产品	
盈蔻 盈蔻ink	洗发水、沐浴露、护发素、焗油膏	近三年主推，甄选进口的鱼子酱原料为配方，致力于民族高端洗护	
高新康效 名臣高新康效	洗发水、护发素、焗油膏	为特定消费者提供具有特殊功效的针对性产品	
依采 es Eihisia 依采	洗发水、焗油膏		
力效 力效	洁厕灵、漂渍液、厨房重油污净、香皂、洗衣粉、洗衣液、洗洁精	为消费者提供家居清洁类的产品	

图表：公司日化业务品牌电商旗舰店



图表：2017-2021年日化业务营业收入、营业成本及毛利率（百万元）

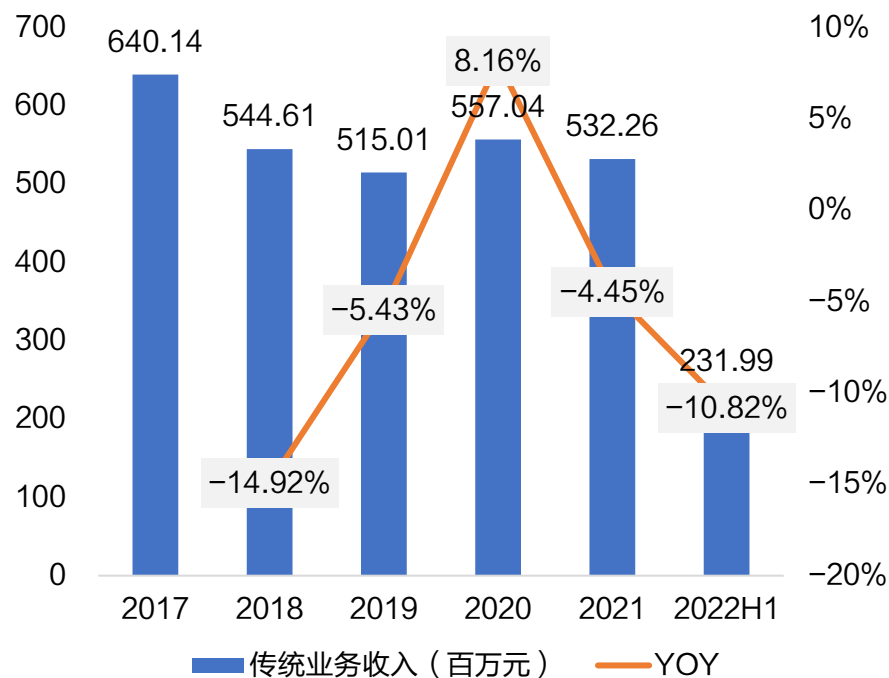


三、财务分析

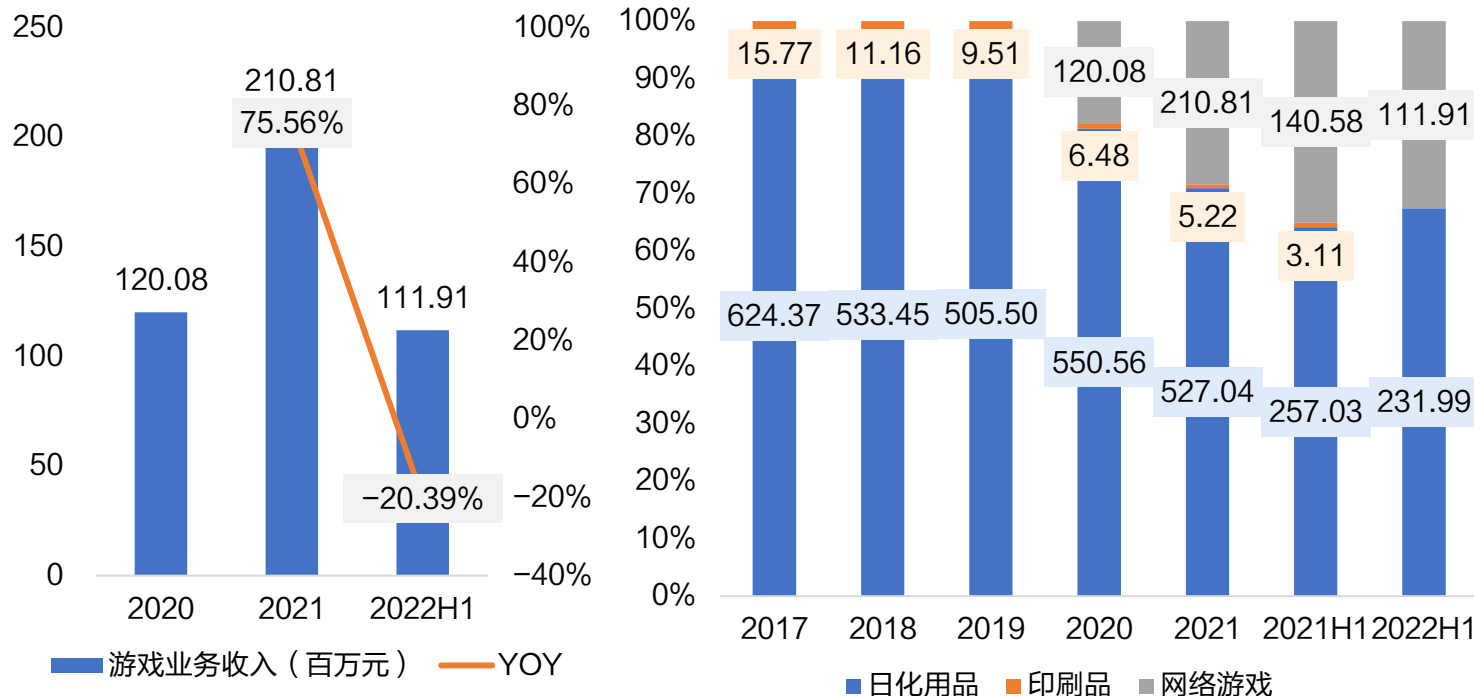
营业收入：网络游戏业务收入占比自2020年呈上升趋势

- 公司2017-2019年营业收入来自日化用品和印刷品；2020-2021年公司营业收入来自日化用品、网络游戏和印刷品，系2020年通过外延并购进入游戏行业，网络游戏收入占比持续提升。
- 2020年公司营收同比增长31.52%，主要系公司优化产品结构，主动调整销售渠道初现成效，日化业务营业收入实现逆势增长，业绩稳中有升，以及公司于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年公司营业收入同比增加9.34%，主要系网络游戏收入增加；2022Q1-Q3公司营业收入同比减少1.72%，主要系在线运营游戏产品处于衰退期，收入和利润贡献逐步减少，还有受版号审批及产品调优的影响，新游戏上线进度不及预期，以及网络游戏研发与发行的收入利润贡献相对于投入而言会有所延后。

图表：2017-2022H1公司传统业务/游戏业务营业收入及增速（百万元）



图表：2017-2022H1公司主营业务收入结构（百万元）



收入确认：游戏收入包括授权金及营业分成

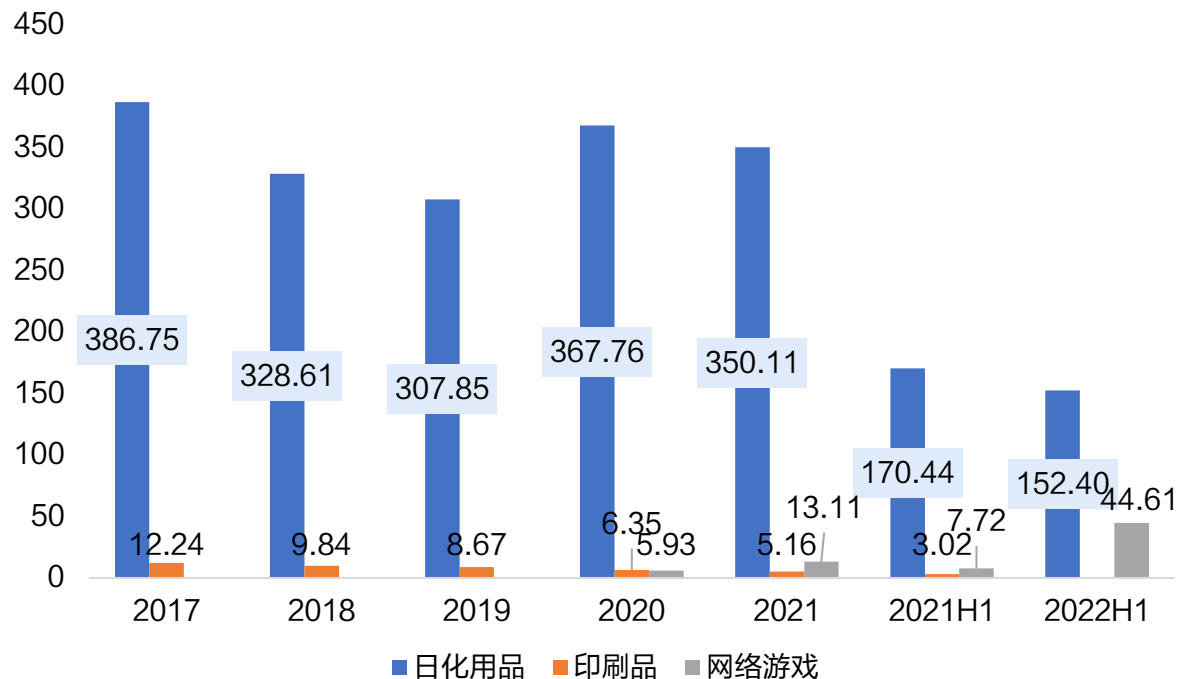
图表：公司收入确认的具体方法

业务	收入方式	渠道	具体方法
日化业务	销售商品收入	①经销渠道	公司按经销渠道客户的订单发出产品并经客户签收确认后，确认收入
		②商超渠道	按商超渠道客户要求将产品交付对方，签收后确认收入
		③OEM贴牌	公司按OEM客户下达的订单，采购相关原材料进行生产、贴附商标。公司一般收齐货款后，OEM客户方可提货，待OEM客户签收后确认收入
网络游戏业务	授权运营收入	①授权金收入	公司将从运营商处收取的授权金收入予以递延，按网络游戏的可使用经济年限或“营运协议”约定的许可期间（以较短者为准）分期确认收入的实现
		②营业分成收入	公司与运营商签订授权运营协议，运营商当期取得的游戏运营收入按照运营协议约定归属公司的部分，公司确认营业收入

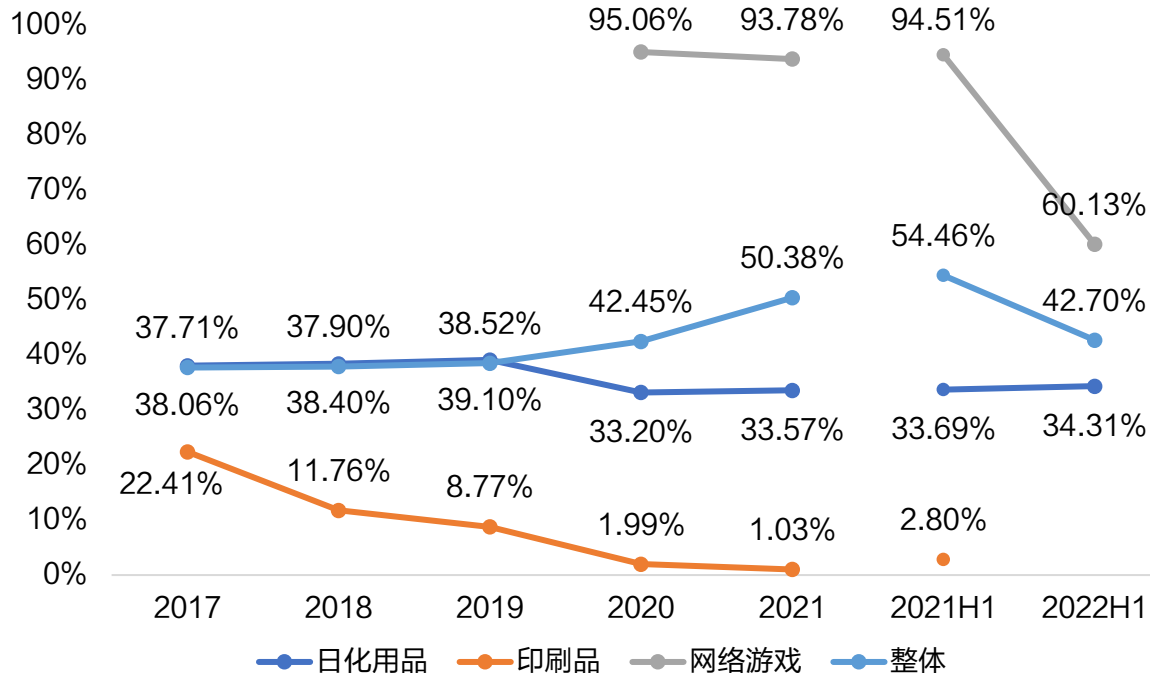
毛利润：布局海外市场和网络游戏发行端的业务，前期推广投入较大

- 2017-2021年公司营业成本分别为4.00/3.39/3.18/3.92/3.69亿元，2018-2021年同比-15.12%/-6.22%/23.11%/-5.73%。2020年营业成本YOY+23.11%，主要一是根据新会计准则，将原归属于销售费用的运输费归集计入营业成本，二是发生非同一控制下企业合并，自2020年9月起，海南华多及杭州雷焰纳入合并报表范围，增加了网络游戏相关营业成本。2022Q1-Q3公司营业成本为3.91亿元，YOY+44.28%，主要系2022Q1-Q3公司积极布局海外市场和网络游戏发行端的业务，前期投入较大，导致营业成本增加较多。
- 2017-2019年公司毛利率稳中有升，主要系日化用品业务毛利率保持稳定；2020-2021年公司毛利率上升，主要系新增网络游戏业务（网络游戏毛利率高于日化用品毛利率）；2022H1毛利率同比下降34.37pct，主要系游戏板块前期投入相对较大。

图表：2017-2022H1公司分产品营业成本情况（百万元）



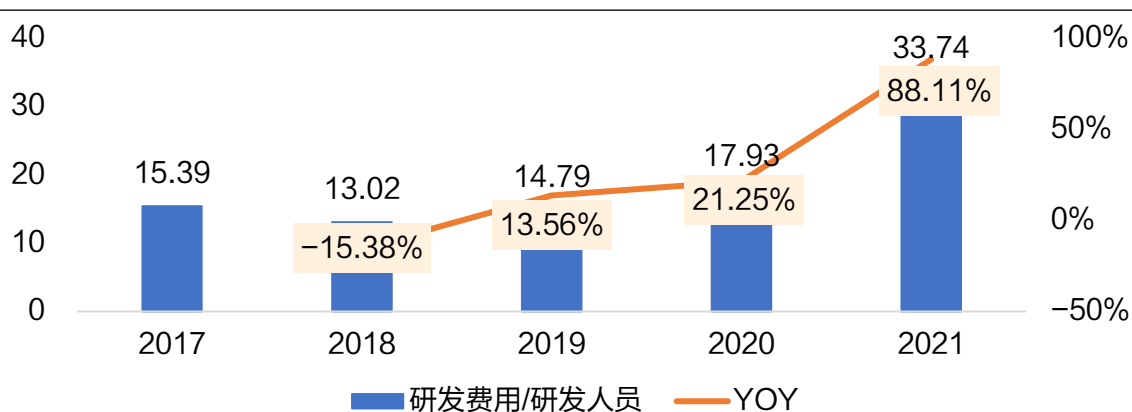
图表：2017-2022H1公司分产品毛利率情况



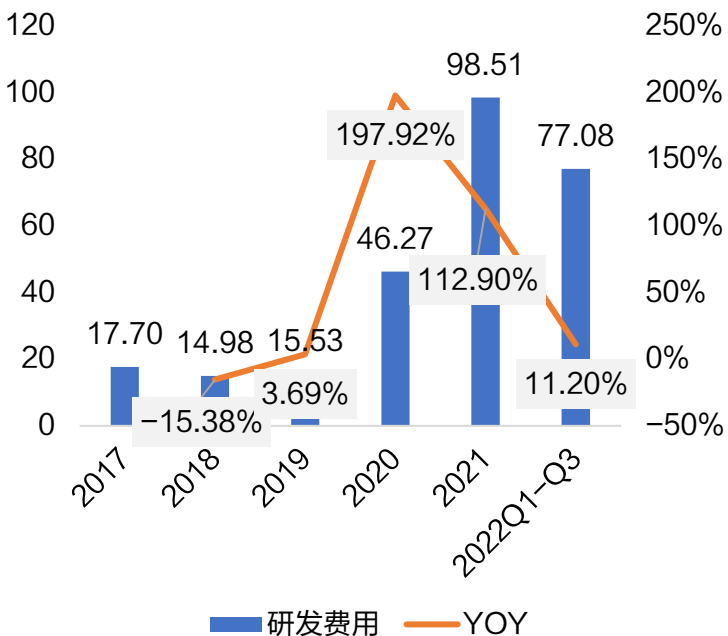
研发费用：2020年起加大游戏板块研发投入

- 公司2017-2021年研发费用分别为1770.04/1497.83/1553.08/4626.96/9850.77万元，2022Q1-Q3的研发费用为7707.92万元，YOY+11.20%。2017-2019年公司研发费用率控制在3%以内，2020/2021年研发费用率6.80%/13.24%，主要系公司加大对游戏板块的研发投入。
- 截止2021年末，公司共有292名研发人员，占公司员工总数的20.61%，2020年研发人员占比大幅提升，研发费用/研发人员自2020年的17.93万元/人增至2021年的33.74万元/人，2021年YOY+88.11%。
- 公司研发核心成员从业经验8年以上，除已研发并上市运行的《王者国度》、《百龙霸业》等内容丰富，类型、题材、风格多样的游戏外，目前已形成一定梯度的产品储备，将在产品成熟后择机适时推向市场。

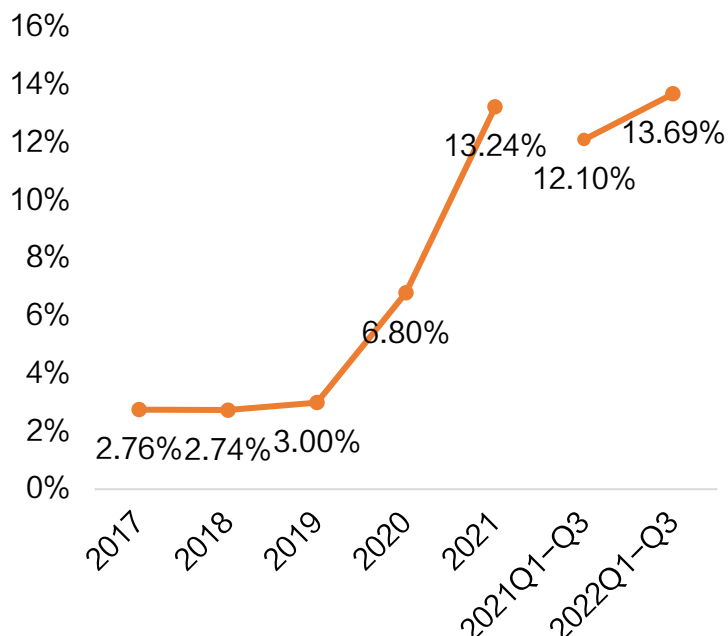
图表：2017-2021年公司研发费用/研发人员（万元/人）



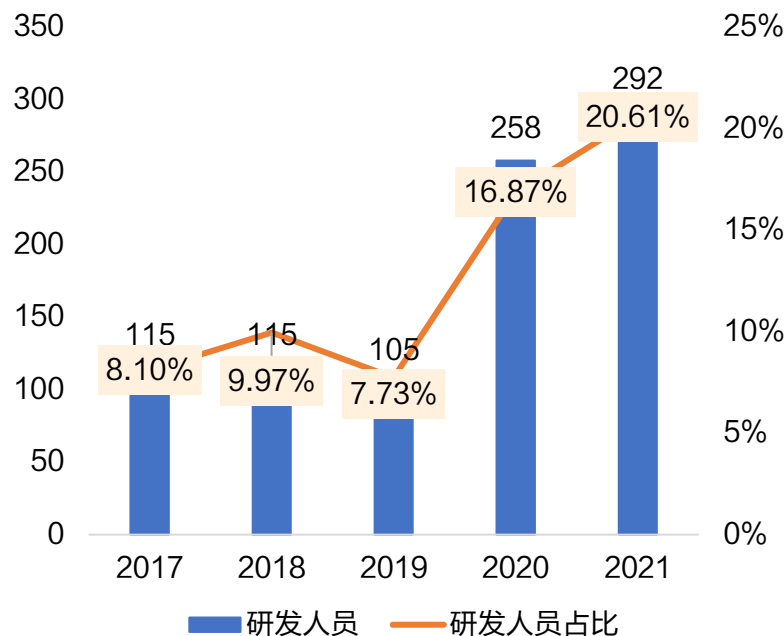
图表：2017-2022Q3公司研发费用及增速（百万元）



图表：2017-2022Q3公司研发费用率



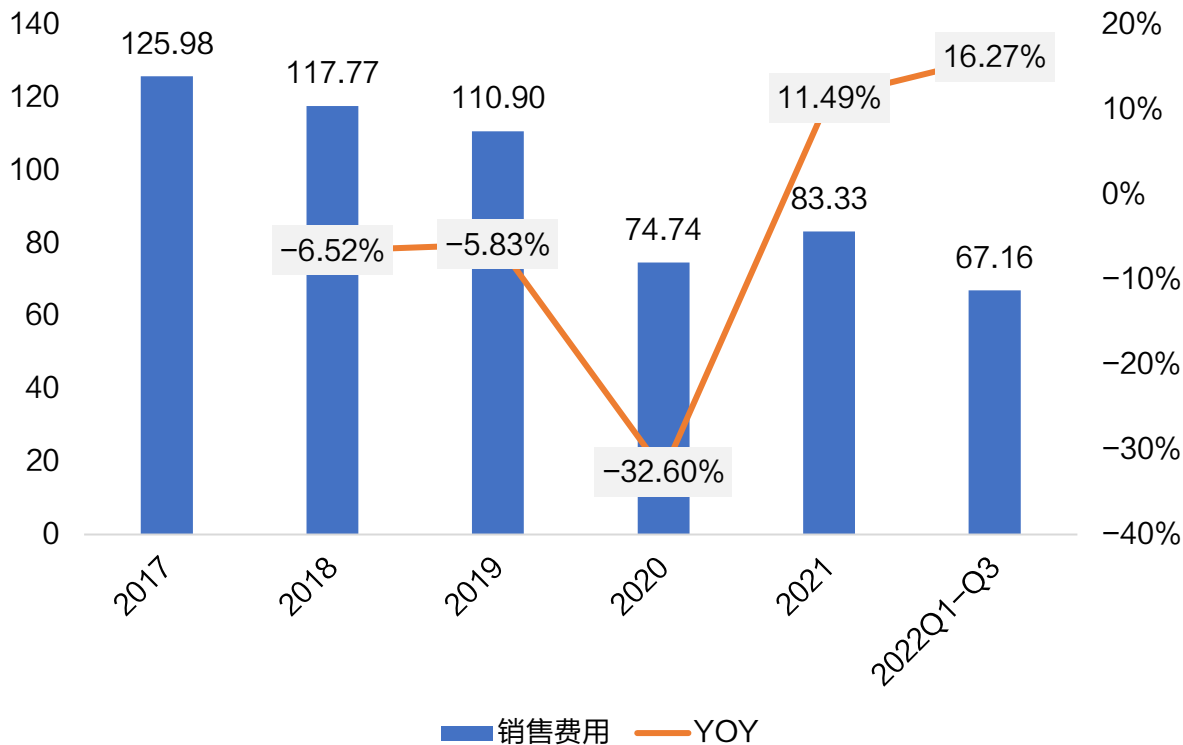
图表：2017-2021年公司研发人员总数及占比



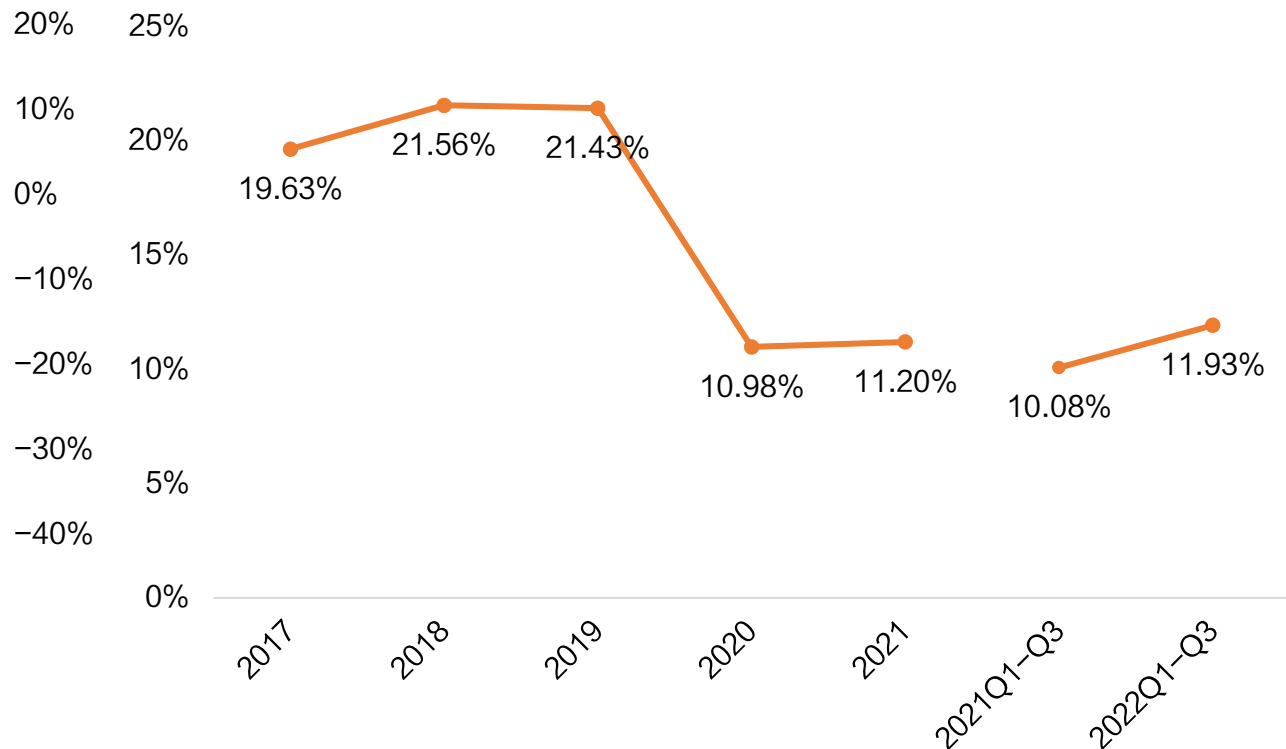
销售费用：2020年后销售费用率保持稳定

- 公司销售费用主要来自与营销人员有关的职工薪酬、市场开发费用和差旅费等。
- 2017-2021年公司销售费用分别为12598.07/11776.67/11089.85/7474.49/8333.19万元，2020年YOY-32.6%，主要系根据新会计准则，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。2022Q1-Q3公司销售费用为6715.84万元，YOY+16.27%。
- 2017-2021年销售费用率分别为19.63%/21.56%/21.43%/10.98%/11.20%，在2020年出现大幅下降后基本保持稳定。

图表：2017-2022Q3公司销售费用及增速（百万元）



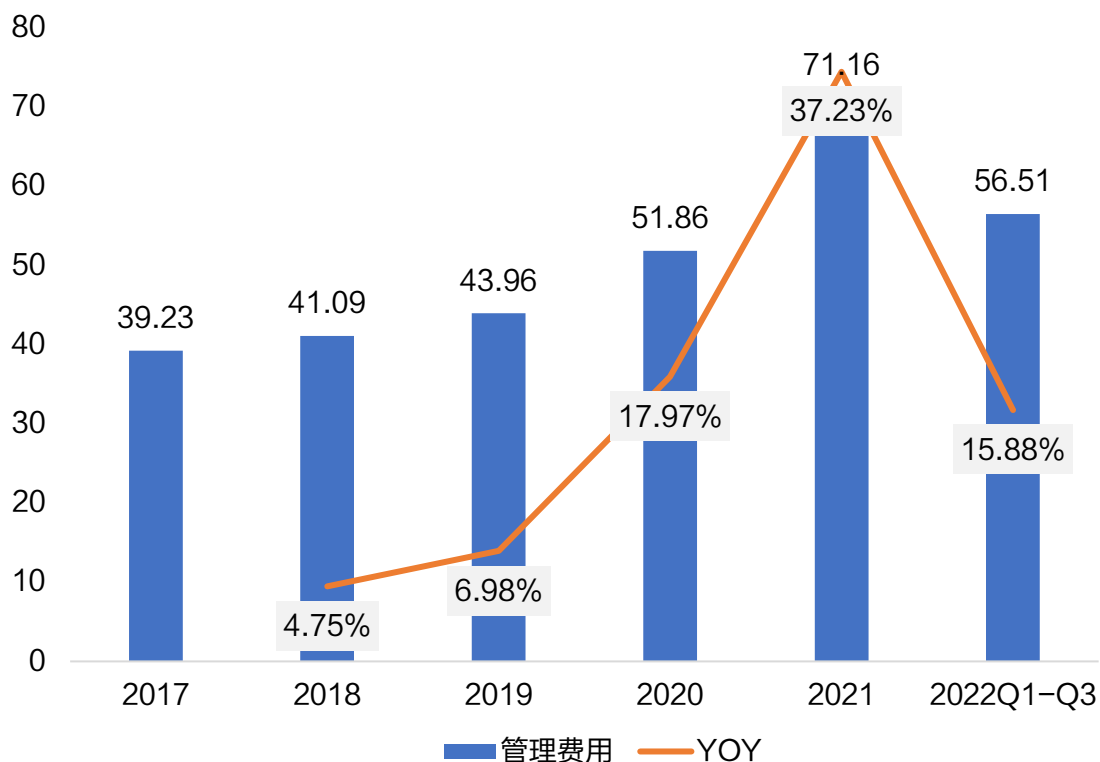
图表：2017-2022Q3公司销售费用率



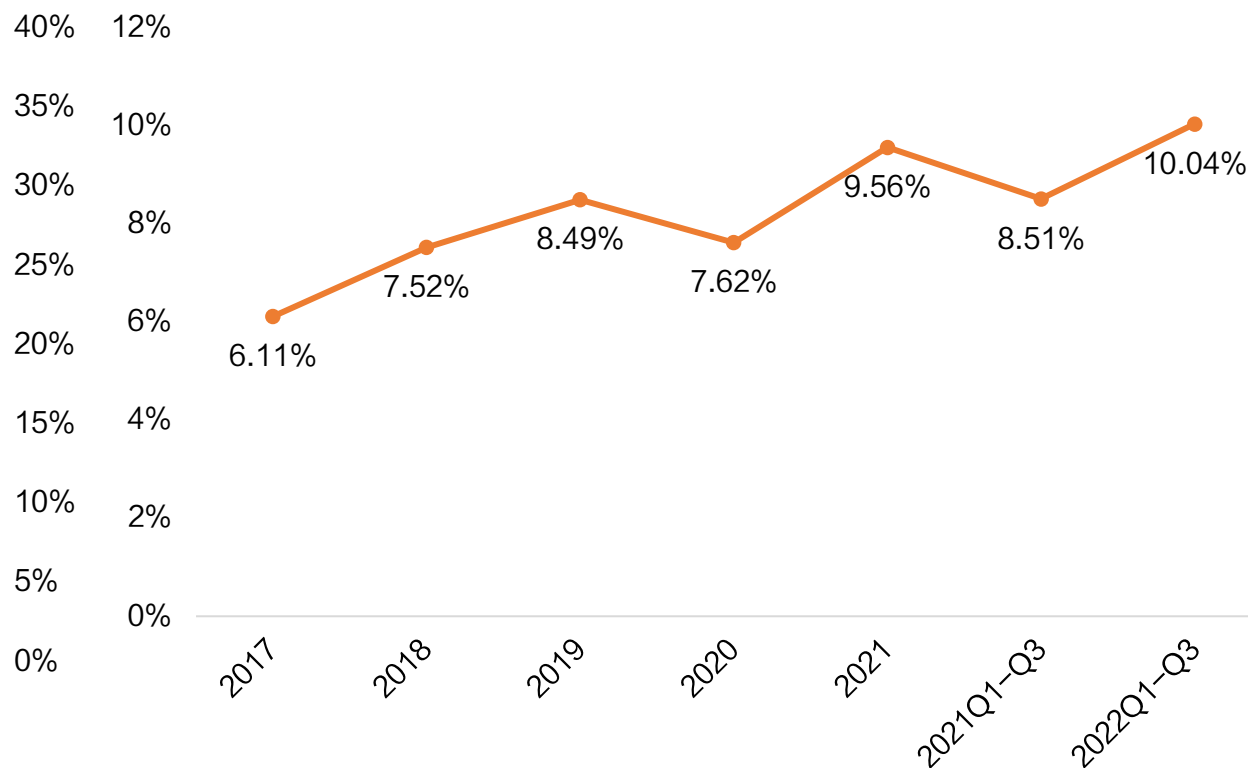
管理费用：管理费用率整体呈上升趋势

- 公司管理费用包括与行政人员有关的职工薪酬、折旧与摊销、业务招待费、办公费等。
- 2017-2021年公司管理费用分别为3922.73/4108.91/4395.68/5185.63/7116.05万元。2021年YOY+37.23%，主要系游戏板块子公司2020年并表月份为3个月，而2021年全年并表。2022Q1-Q3公司管理费用为5650.65万元，YOY+15.88%。
- 2017年-2021年公司管理费用率分别为6.11%/7.52%/8.49%/7.62%/9.56%，整体呈上升趋势。2022Q1-Q3公司管理费用率为10.04%。

图表：2017-2022Q3公司管理费用（不含研发）及增速（百万元）



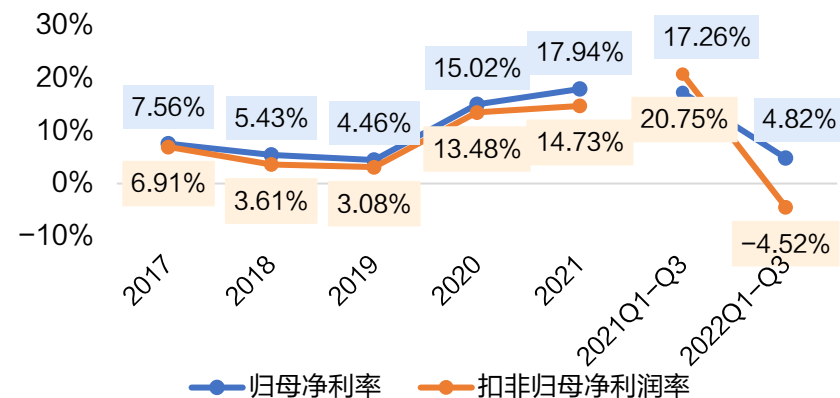
图表：2017-2022Q3公司管理费用率



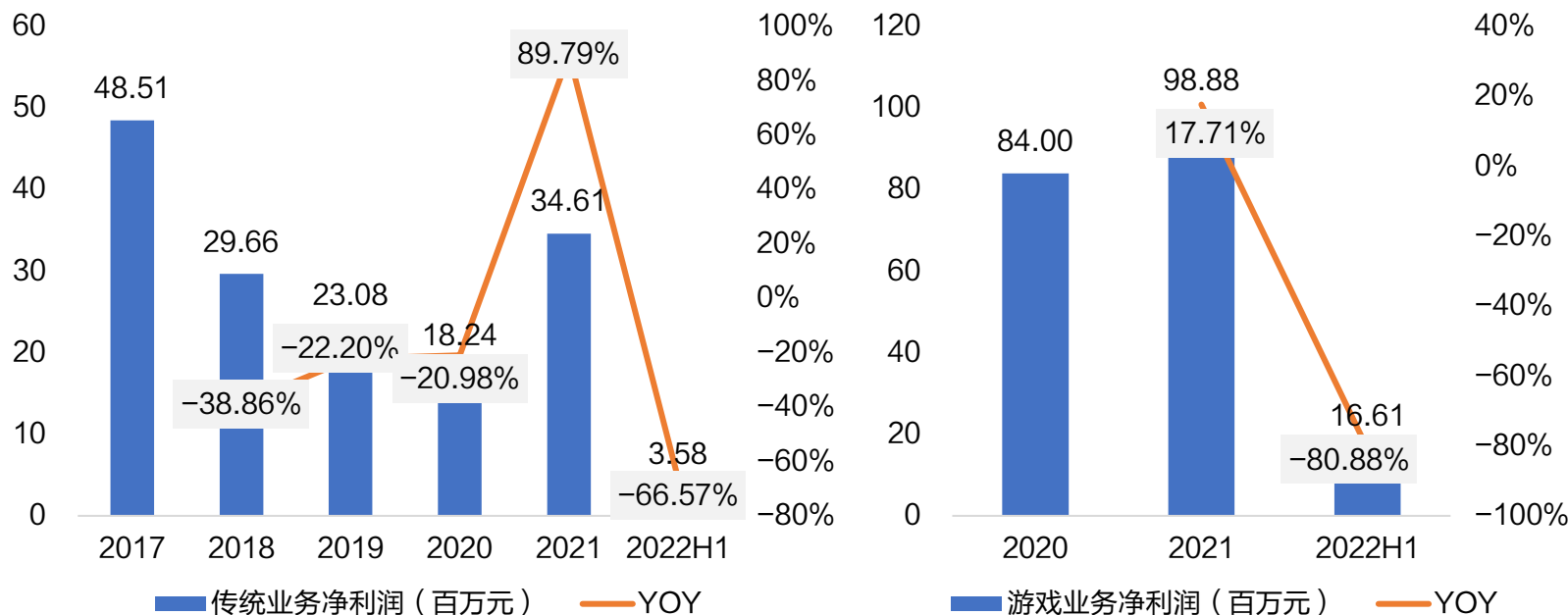
净利润：游戏业务海外市场及发行短期投入致2022Q3利润承压

- 2017-2021年公司归母净利润分别为0.49/0.30/0.23/1.02/1.33亿元，对应归母净利率分别为7.56%/5.43%/4.46%/15.02%/17.94%。
- 2020年公司归母净利润大幅增加主要系：①近年优化产品结构初现成效，2020年日化业务营业收入实现逆势增长；②2020年8月以自有资金收购海南华多100%股权、杭州雷焰100%股权，较大幅度增厚公司业绩。
- 2022Q1-Q3公司归母净利润为-0.18亿元，YOY-115.19%，主要系：①在线运营游戏产品处于衰退期，收入和利润贡献逐步减少；②受版号审批及产品调优的影响，新游戏上线进度不及预期；③海外市场及发行业务前期推广投入较大，营业成本增加较多；④行业特性，网络游戏研发与发行的收入利润贡献相对投入有所延后。

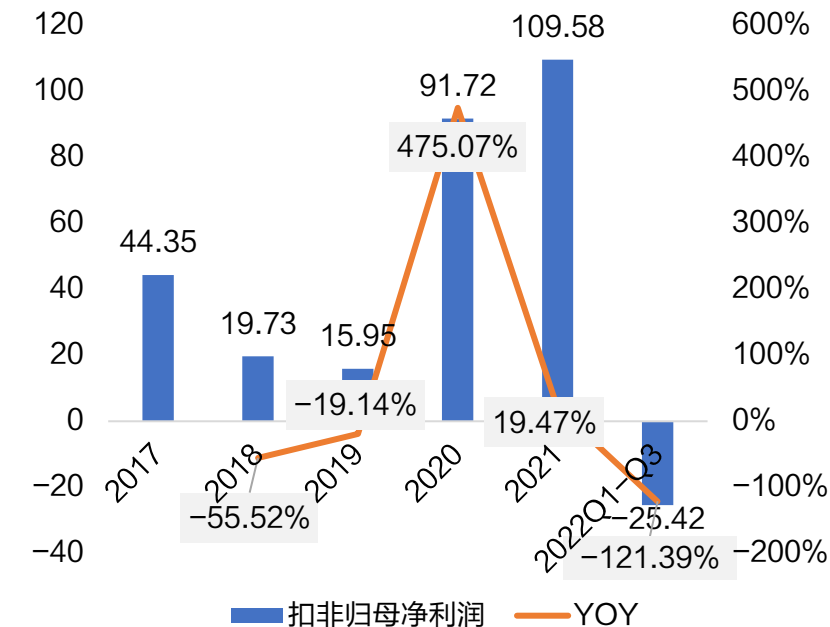
图表：2017-2022Q3公司归母净利率及归母扣非净利率



图表：2017-2022H1公司传统业务/游戏业务净利润及增速（百万元）



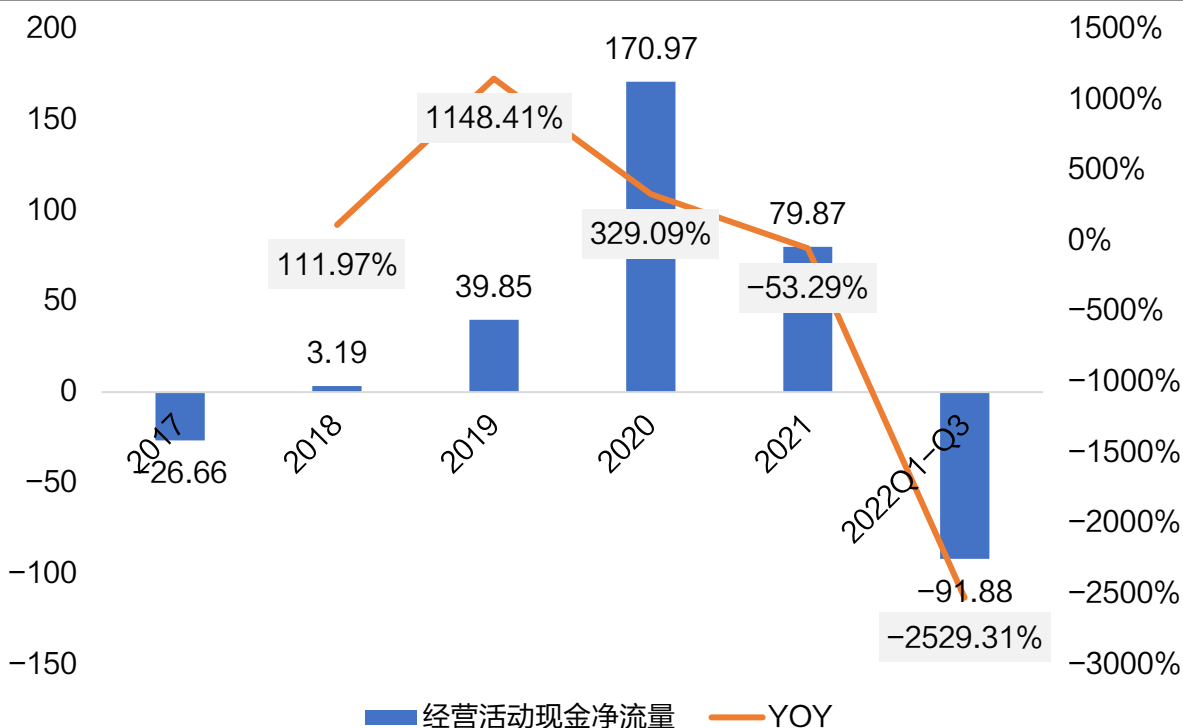
图表：2017-2022Q3公司扣非归母净利及增速（百万元）



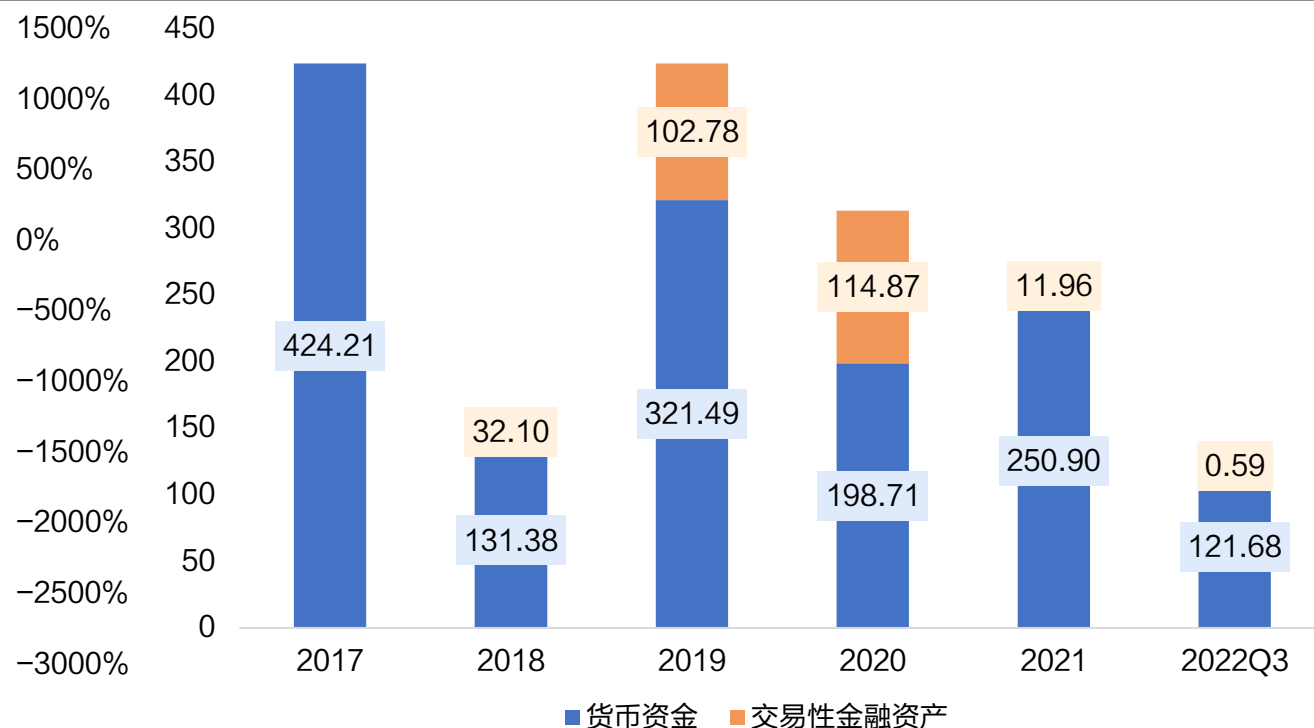
现金流及货币资金：收购子公司致经营净现金流量和账面资金波动较大

- 公司经营活动现金净流量波动幅度较大，2017-2021年分别为-2665.72/319.17/3984.53/17097.28/7986.62万元。2022Q1-Q3公司经营活动现金净流量为-9188.43万元，同比下滑2529.31%，主要系报告期发行投入增加所致。
- 2017-2021年公司货币资金和交易性金融资产波动幅度较大，2018年公司货币资金大幅减少主要系报告期内进行现金管理所致；2020年公司货币资金大幅减少主要系公司取得杭州雷焰和海南华多控制权支付转让款所致；截至2022Q3末公司货币资金大幅减少主要系发行运营投入增加。

图表：2017-2022Q3公司经营活动现金净流量（百万元）



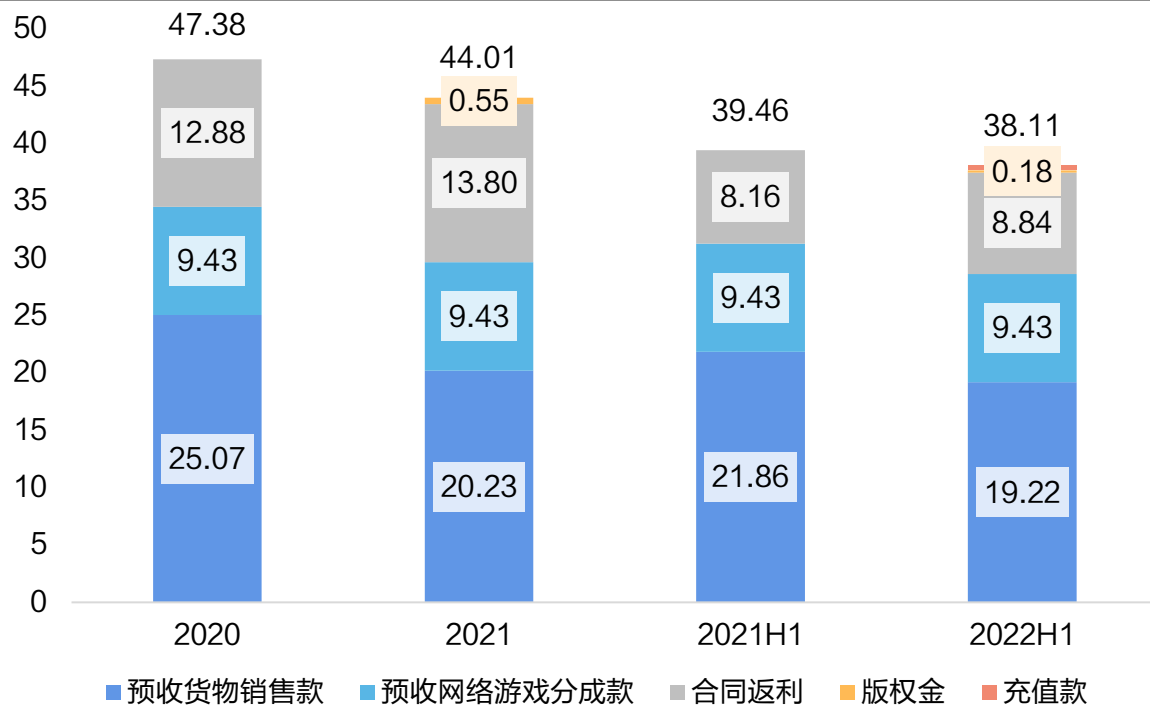
图表：2017-2022Q3截至期末货币资金及交易性金融资产（百万元）



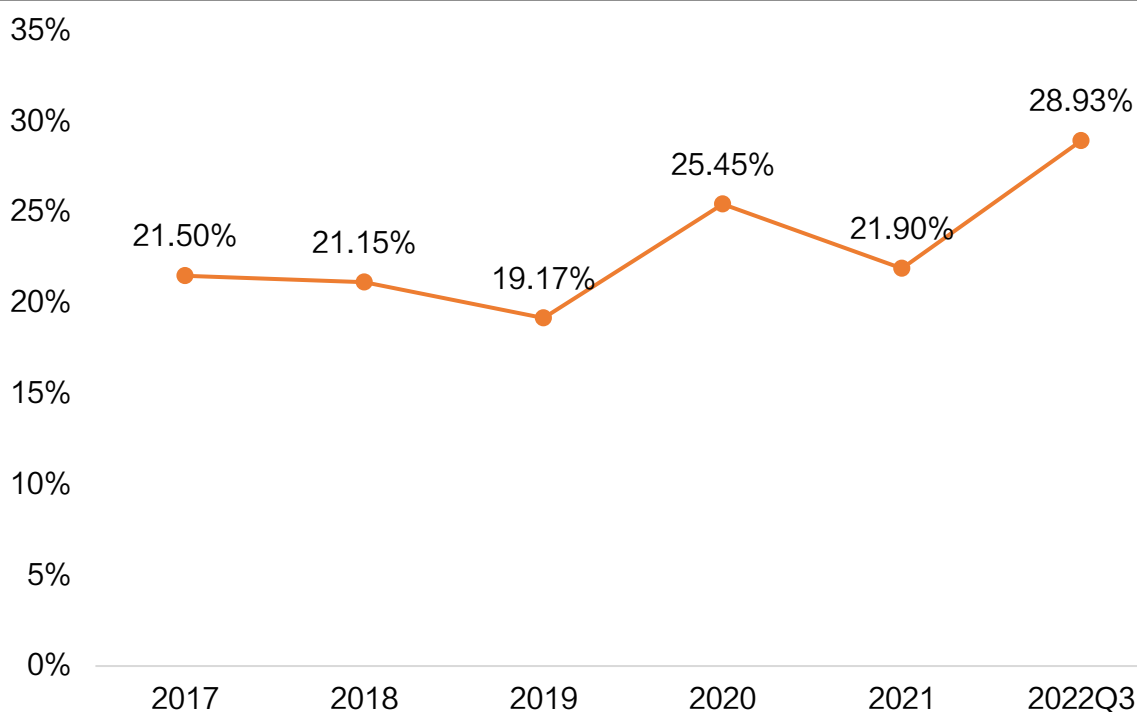
资产负债表：2021年合同负债中预收货物销售款同比下滑，游戏分成持平

- 公司2020年因执行新收入准则，将与销售商品相关的预收款项及应付合同返利相关的其他应付款重分类至合同负债。合同负债主要包括预收货物销售款、预收网络游戏分成款、合同返利、版权金和充值款。公司2020-2021年合同负债分别为4738.09/4400.59万元，2021年同比减少7.12%，其中预收网络游戏分成款均为943.40万元，同比持平；截至2022Q3末合同负债为3602.22万元，较2021末减少18.14%。
- 2017-2021年公司资产负债率保持在19-26%，分别为21.50%/21.15%/19.17%/25.45%/21.90%。2020年公司资产负债率由2019年的19.17%提升至25.45%，主要系公司取得杭州雷焰和海南华多控制权所致。

图表：2020-2022Q3截至期末公司合同负债（百万元）



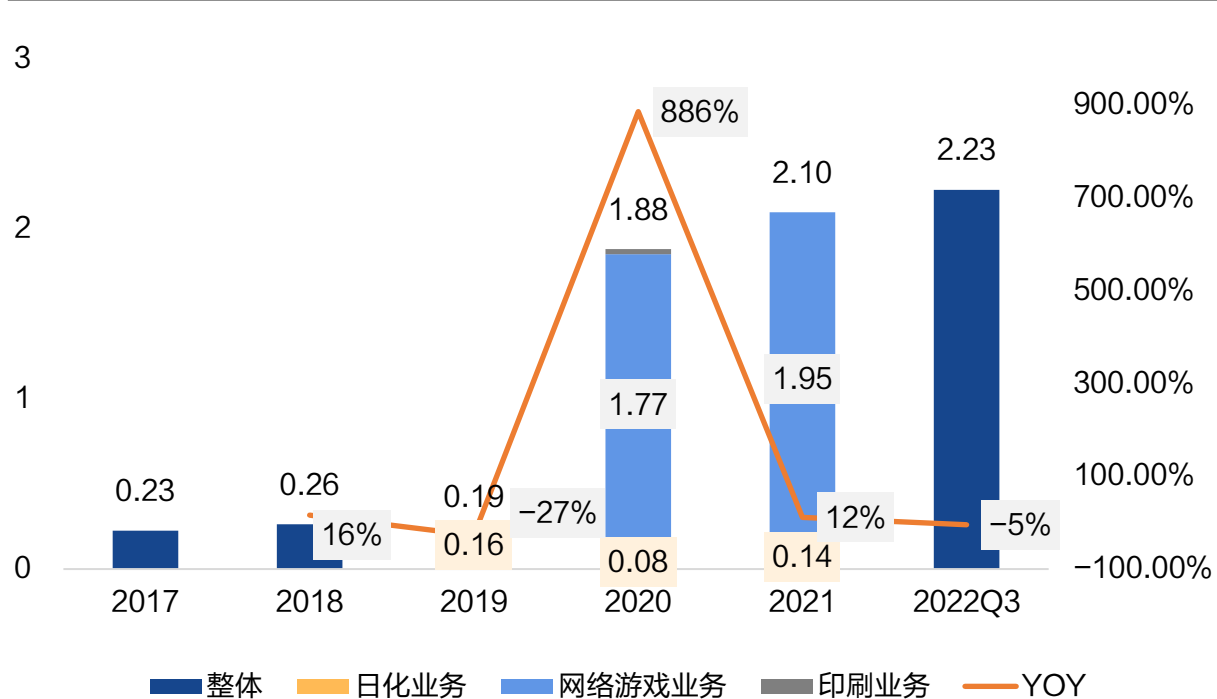
图表：2017-2022Q3截至期末公司资产负债率



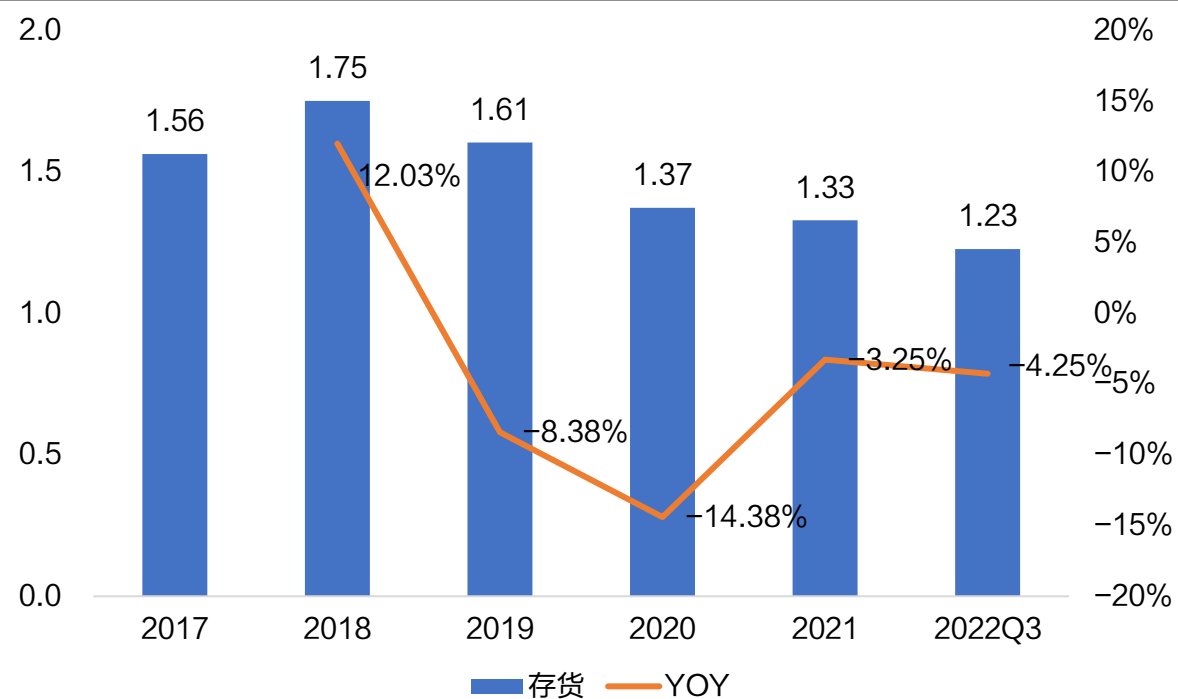
资产负债表：近两年应收账款主要由网络游戏业务贡献，存货稳定消耗

- 2017-2019年公司应收账款由日化业务客户、印刷业务客户和其他应收款构成，2020年完成收购海南华多、杭州雷焰，新增网络游戏业务客户，2020-2021年应收账款主要由网络游戏业务贡献。2017-2021年公司应收账款为0.23/0.26/0.19/1.88/2.10亿元，2019年略有下降系金融工具相关会计准则变更影响，2020年大幅增长得益于游戏业务的开展，2020-2021年游戏业务客户应收账款为1.77/1.95亿元。2022H1、2022Q3末应收账款为2.19/2.23亿元。
- 2017-2021年公司存货为1.56/1.75/1.61/1.37/1.33亿元。2022H1、2022Q3末存货为1.32/1.23亿元。

图表：2017-2022Q3截至期末公司应收账款（亿元）



图表：2017-2022Q3截至期末公司存货账面价值（亿元）



四、盈利预测与投资评级

◆ 核心假设:

- **游戏业务:** 暂不考虑喀什奥术并表。营收方面,我们预计2022-2024年:①海南华多收入为0.80/3.48/2.80亿元,主力产品《约战沙城》《代号:CQ》《SLG项目》合计贡献0.32/3.06/2.13亿元,利润率区间为25%-30%;②杭州雷焰收入为0.72/3.54/2.49亿元,主力产品《我的战盟》贡献0.09/1.80/0.90亿元,利润率区间为25%-30%;③发行商海南星炫收入为1.44/3.96/4.26亿元,主力产品《乱世逐鹿》(国内及海外)贡献0.28/2.16/1.26亿元,利润率区间为20%-25%。营业成本方面,我们预计2022-2024年游戏业务营业成本占游戏业务营收的比例为45%/35%/35%,对应毛利率为55%/65%/65%。
- **日化业务:** 预计日化业务于2023年剥离。营收方面,我们预计2022-2023年收入为5.20/2.50亿元。营业成本方面,我们预计2022-2023年日化业务营业成本为3.05/1.50亿元。
- **费用:** 我们预计2022-2024年公司研发费用为1.04/2.40/2.68亿元,对应研发费用率12.8%/17.8%/18.3%;2022-2024年销售费用为0.90/1.62/1.75亿元,对应销售费用率为11.0%/12.0%/12.0%;2022-2024年管理费用为0.72/1.08/1.17亿元,对应管理费用率8.8%/8.0%/8.0%。
- ◆ 公司业务转型思路清晰,态度坚定,研发+发行布局进军游戏产业,在研产品类型多元,上线表现值得期待。基于我们对后续日化业务和游戏业务的进展判断,同时基于谨慎性原则,拟收购事项暂不纳入盈利预测,我们预计公司2022-2024年实现营业收入8.16/13.48/14.59亿元,实现归母净利润1.34/3.18/4.07亿元,对应EPS为0.78/1.86/2.38元,对应PE为38/16/12X,首次覆盖给予“增持”评级。

图表: 收入预测拆分表

单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	517.46	680.57	744.15	815.75	1348.00	1459.20
网络游戏收入		120.08	210.81	295.75	1098.00	1459.20
海南华多				80.00	348.00	280.20
杭州雷焰				72.00	354.00	249.00
海南星炫				143.75	396.00	426.00
日化用品收入	505.50	550.56	527.04	520.00	250.00	
印刷品收入		6.48	5.22			

五、风险提示

风险提示：

- ◆ 收购喀什奥术失败或进度不及预期风险
- ◆ 品牌形象遭受侵害风险
- ◆ 广告宣传效果不确定性风险
- ◆ 新品上线进度及表现不及预期风险
- ◆ 控股股东相关风险
- ◆ 盈利不及预期风险
- ◆ 存货减值风险
- ◆ 小市值及二级市场流动性风险
- ◆ 公司治理风险
- ◆ 版号风险
- ◆ 经销模式风险
- ◆ 游戏行业竞争风险
- ◆ IP授权风险
- ◆ 监管风险
- ◆ 老产品生命周期不及预期风险
- ◆ 核心人才流失风险
- ◆ 行业估值中枢下行风险
- ◆ 海外市场相关风险等

名臣健康盈利预测表

证券代码: 002919

股价: 29.37

投资评级: 增持(首次覆盖)

日期: 20221222

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	263	346	363	835	营业收入	744	816	1348	1459	每股指标				
应收款项	212	248	512	557	营业成本	369	438	534	511	EPS	1.09	0.78	1.86	2.38
存货净额	133	110	68	46	营业税金及附加	7	7	11	12	BVPS	6.20	4.96	6.82	9.19
其他流动资产	64	138	140	134	销售费用	83	90	162	175	估值				
流动资产合计	672	842	1082	1572	管理费用	71	72	108	117	P/E	36.1	37.6	15.8	12.3
固定资产	51	56	60	64	财务费用	0	0	0	0	P/B	6.3	5.9	4.3	3.2
在建工程	7	7	7	7	其他费用/(-收入)	99	104	240	268	P/S	6.5	6.2	3.7	3.4
无形资产及其他	240	240	240	240	营业利润	127	114	303	387	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	1	0	0	0	盈利能力				
资产总计	970	1145	1390	1883	利润总额	128	114	303	387	ROE	18%	16%	27%	26%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	-6	-19	-15	-19	毛利率	50%	46%	60%	65%
应付款项	77	166	71	156	净利润	133	134	318	407	期间费率	21%	20%	20%	20%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	18%	16%	24%	28%
其他流动负债	116	112	134	136	归属于母公司净利润	133	134	318	407	成长能力				
流动负债合计	193	278	205	292	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	9%	10%	65%	8%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	80	136	26	481	利润增长率	31%	0%	138%	28%
其他长期负债	19	19	19	19	净利润	133	134	318	407	营运能力				
长期负债合计	19	19	19	19	少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.71	0.97	0.77
负债合计	213	298	224	311	折旧摊销	29	5	6	6	应收账款周转率	3.55	3.35	2.67	2.66
股本	122	171	171	171	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	5.59	7.40	19.87	31.96
股东权益	758	848	1165	1572	营运资金变动	-70	-2	-296	70	偿债能力				
负债和股东权益总计	970	1145	1390	1883	投资活动现金流	50	-9	-9	-9	资产负债率	22%	26%	16%	17%
					资本支出	-15	-10	-10	-10	流动比	3.48	3.03	5.28	5.39
					长期投资	128	0	0	0	速动比	2.50	2.13	4.27	4.77
					其他	-63	1	1	1					
					筹资活动现金流	-77	-44	0	0					
					债务融资	-39	0	0	0					
					权益融资	0	-7	0	0					
					其它	-38	-37	0	0					
					现金净增加额	52	83	17	473					

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。

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。

谭瑞峤，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。

杨牧笛，传媒教育行业研究助理，上海财经大学本科，福特汉姆大学硕士，从业1年，主要研究方向为游戏赛道。

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。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597