



Research and
Development Center

游戏研发，扬帆起航

— 名臣健康（002919）首次覆盖报告

2022年12月27日

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

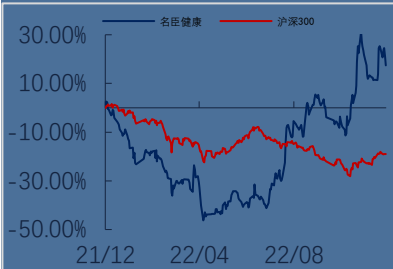
S1500522010001

+86 17317141123

fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
首次覆盖报告
名臣健康 (002919)
投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	32.37
52 周内股价	15.14 - 38.99
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	+0.53
总股本 (亿股)	1.71
流通 A 股比例 (%)	98.83
总市值 (亿元)	55.35

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

名臣健康 (002919)：游戏研发，扬帆起航

2022 年 12 月 27 日

本期内容提要：

收购华多、雷焰、奥术等研发团队，进军游戏行业。公司于 20 年 8 月起，通过收购华多、雷焰等研发团队进军游戏行业，并逐步以游戏业务为经营核心，日化业务已于 22 年 6 月由子公司统一运营。21 年公司新设星炫时空拓展游戏发行业务，21 年公司拟收购喀什奥术，继续加码精品研发。业务结构情况：1) 游戏业务，三大主体全资子公司：杭州雷焰网络、海南华多网络专注游戏研发，海南星炫时空网络专注游戏发行；2) 日化业务，2022 年 6 月 28 日，公司召开董事会，同意公司拟以 2022 年 6 月 30 日为划转基准日，将公司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（原广东名臣销售有限公司）。22 年 11 月 25 日，公司发布公告完成工商变更登记。由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。

游戏业务研发团队海南华多、杭州雷焰经验丰富。海南华多成立于 2018 年，公司核心团队由一群具有 8 年以上行业经验的精英组成，均有过往成功项目经验，主要来自 4399 和其他国内一线游戏厂商。团队手游产品《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，系海南华多成功打造的爆款游戏。杭州雷焰成立于 2018 年，杭州雷焰的核心团队具有 10 年以上的游戏行业从业经验。团队产品《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。

拟收购喀什奥术，进一步为游戏研发赋能。2022 年 9 月，手游《镇魂街：天生为王》已取得发行版号，并购的安全边际显著提升。21 年 10 月 31 日，公司发布公告，拟收购喀什奥术网络科技有限公司 100% 股权，作价为 2.19 亿，交易对手方为广州心源互动。截至 21 年 10 月，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，骨干员工均有丰富经验。目前在研项目包括委托方为中手游的《镇魂街：天生为王》，已于 22 年 12 月 22 日上线，首日全渠道新增突破 200 万，全平台流水达 2200 万，次日冲上苹果商店畅销榜第 4。另有一款在研产品《境·界 刀鸣》，预计于 23 年上线运营。据公司 22H1 报告显示，公司已支付 30% 股权转让价款。

投资建议：综上，公司进军游戏业务，持续加码游戏研发，后续更储备有《锚点降临》、模拟经营卡牌《创星之王》（暂定名）、《九州之下》、《至尊无极》、SLG 手游、MMORPG 手游等产品。我们看好后续奥术并表后持续加码游戏研发。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.16/4.33/5.88 亿元，对应当前估值分别为 48/13/9x PE，若考虑奥术并表，22-24 年备考利润分别为 0.00/2.21/4.14 亿元（仅包含《镇魂街：天生为王》、《境·界 刀鸣》两款游戏预测分成后利润），对应当前估值分别为 48/8/6xPE。根据可比估值法，我们给予 23 年 18x 目标估值，对应目标价 44.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：核心游戏表现不及预期、并购喀什奥术不及预期、新游戏开发进度及上线进度不及预期、跨市场可比公司风险、行业政策风险、汇率波

动导致的游戏海外收入业绩风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	681	744	1,068	1,709	2,123
增长率 YoY %	31.5%	9.3%	43.5%	60.1%	24.2%
归母净利(百万元)	102	133	116	433	588
增长率 YoY%	343.0%	30.6%	-13.5%	274.9%	35.8%
毛利率%	42.4%	50.4%	41.7%	57.9%	62.1%
净资产收益率ROE%	15.6%	17.6%	13.9%	34.3%	31.8%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.78	0.68	2.53	3.44
市盈率 P/E(倍)	54.14	41.46	47.92	12.78	9.41
市净率 P/B(倍)	8.44	7.30	6.67	4.38	2.99

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年12月26日收盘价

投资聚焦

- **团队成熟稳定，研发能力强。**公司游戏研发团队高效、稳定、研发实力较强，研发团队核心成员从业经验 8 年以上，核心团队稳定，具有丰富的行业经验，成熟的游戏研发技术，通过优秀的数值能力、美术设计能力，锐意创新，打造出良好艺术品味、娱乐体验的精品游戏，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，目前也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。
- **运营流程高效，管理体系完备。**公司拥有稳定的技术架构和高效的运营流程，已成功验证流水过亿的项目。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、技术运维团队相对均衡，借助较为健全的管理体系和突出的业务战略规划能力，以团队综合突破等方式来获得相对特色和领先的优势。
- **良好的渠道合作关系。**凭借优秀的产业链整合能力，公司已经与国内目前主流的手游发行公司形成长期稳定合作关系，能够形成对产品较为优秀的营销组合，有助于公司在客户服务、游戏日常维护、游戏运营活动开展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的效能。
- **本报告特色之处：**盈利预测部分基于“游戏产品普遍生命周期、营销力度-收入关系”等历史数据所做出的合理假设，逐一测算了公司目前所运营或待上线的各个游戏项目三年期内的流水。以此为主要依据预测公司营收，整体逻辑更加细化、准确。

目录

投资聚焦	4
1. 公司介绍	6
1.1. 发展历程：老牌日化布局游戏，游戏业务已成主要利润来源	6
1.2. 发展战略：游戏团队重视精品研发	6
2. 财务分析	7
3. 游戏业务团队介绍	9
3.1. 研发端：海南华多、杭州雷焰，研发经验丰富	9
3.2. 研发端：拟收购喀什奥术，进一步为游戏研发赋能	10
3.3. 发行端：海南星炫时空，开拓游戏发行业务	11
3.4. 游戏储备：即将迎来新一轮产品周期，有望修复业绩	11
4. 盈利预测与投资评级	12
4.1. 盈利预测及假设	12
4.2. 估值分析与投资评级	13
5. 风险因素	13

表目录

表 1：喀什奥术受委托项目详情（截至 21 年 10 月 31 日）	11
表 2：公司游戏 Pipelin	12
表 3：可比公司估值	13

图目录

图 1：名臣健康主营业务结构（截至 22 年 11 月 9 日）	6
图 2：公司总营业收入规模及增速（单位：亿元，%）	7
图 3：公司日化业务营收规模及增速（单位：亿元，%）	7
图 4：公司游戏业务营收规模及增速（单位：亿元，%）	7
图 5：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）	8
图 6：公司毛利率	8
图 7：海南华多《王者国度》每月流水	9
图 8：海南华多《王者国度》每月 MAU 及 ARPU	9
图 9：杭州雷焰《百龙霸业》每月流水	9
图 10：杭州雷焰《百龙霸业》每月 MAU 及 ARPU	9
图 11：《镇魂街：天生为王》游戏展示	10

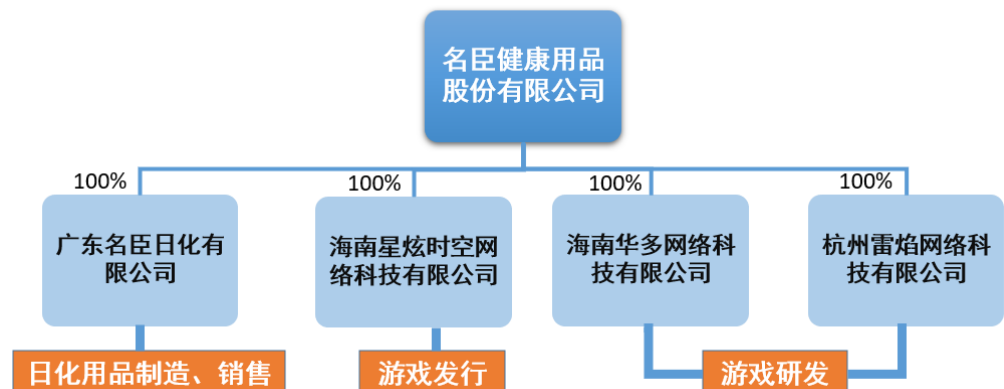
1. 公司介绍

1.1. 发展历程：老牌日化布局游戏，游戏业务已成主要利润来源

名臣健康成立于 1994 年，是一家专注于研发、生产、销售个人健康护理用品的高新技术企业，2017 年 12 月成功于深圳证券交易所上市。公司是一家老牌日化用品企业，旗下产品“蒂花之秀”、“美王”均为广东省著名商标。

公司于 2020 年 8 月开始并入游戏业务，双主业经营。从 20 年至今，公司开始往游戏业务布局，目前，游戏业务已成公司主要业务来源，游戏板块的发展布局在有条不紊的进行中。22 年 11 月 25 日，公司发布公告变更经营范围。由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。业务结构情况：1) 游戏业务方面，有三大主体，全资子公司：杭州雷焰网络、海南华多网络专注游戏研发，海南星炫时空网络主做游戏发行；2) 日化业务方面，2022 年 6 月 28 日，公司召开董事会，同意公司拟以 2022 年 6 月 30 日为划转基准日，将公司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（原广东名臣销售有限公司）。

图 1：名臣健康主营业务结构（截至 22 年 11 月 9 日）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2. 发展战略：游戏团队重视精品研发

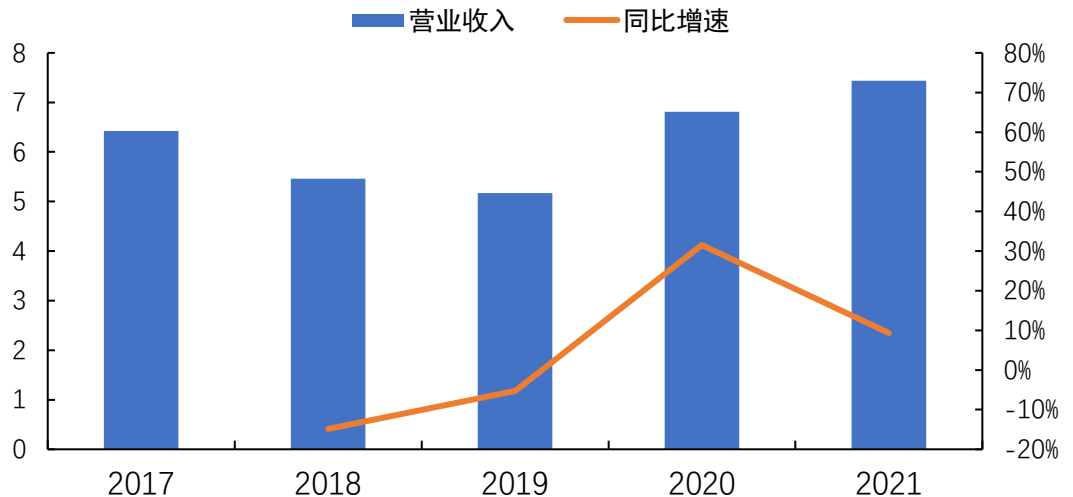
游戏业务方面，持续强化精品意识，重视精品研发，提高产品的在线寿命，尝试游戏发行业务：1) 重视精品研发及团队投入，坚持只做精品的研发理念，做好在研产品的优化，适时推出新品，力争在上下半年持续有新品上线运营，做好国内市场；2) 在 2021 年已推出的日本、韩国、港澳台等市场的基础上，公司适时适度加推海外市场，增加海外市场的知名度；3) 介入游戏发行端，在巩固现有发行方合作的基础上，力争做到产品的自研自发并对外承接发行业务，最大限度提高产品的在线寿命，做大发行业务提高游戏板块的利润贡献水平。

日化业务方面，继续优化传统经销渠道，推进末端零售网点建设。日化业务 2022 年下半年经营目标：继续按照公司整体预算方案，力争实现营业收入和净利润稳定增长。

2. 财务分析

日化提供稳定营收，持续布局游戏板块。2019/2020/2021 年公司实现营收 5.17/6.81/7.44 亿元，同比增长-5.27%/31.52%/9.34%。2020 年营收上升的主要原因：1) 20 年 8 月公司全资收购海南华多、杭州雷焰，两家公司纳入合并报表，保持良好经营态势，较大幅度增厚公司业绩；2) 日化业务调整销售渠道初见成效，营收实现逆势增长。

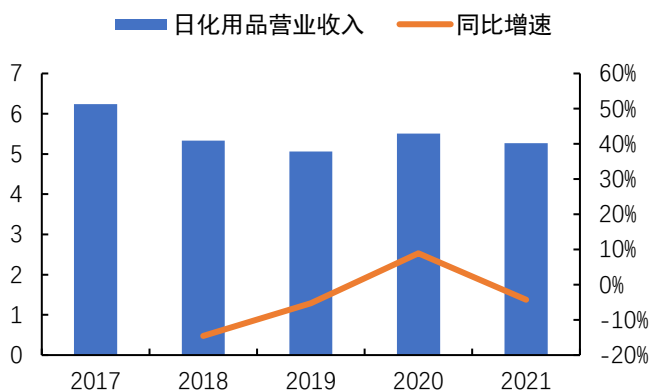
图 2：公司总营业收入规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

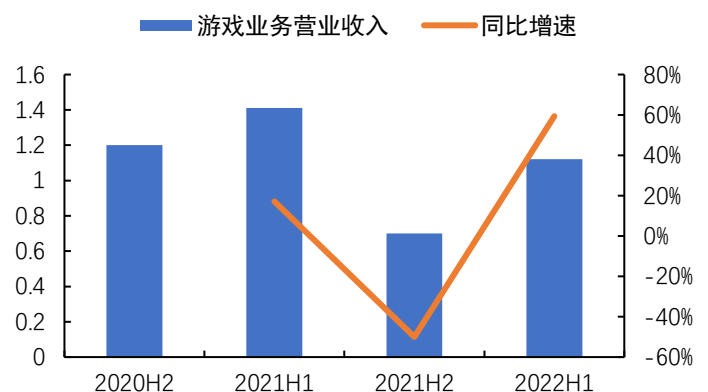
主营业务营收拆分：日化业务板块，过去三年为公司提供稳定营业收入，2019/2020/2021 年实现营收 5.06/5.51/5.27 亿元，同比增长为-4.27%/8.91%/-5.24%；2020 年 9 月起游戏业务板块纳入报表范围，2020/2021 年实现营收 1.20/2.11 亿元，21 年同比增长 75.56%。

图 3：公司日化业务营收规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图 4：公司游戏业务营收规模及增速（单位：亿元，%）

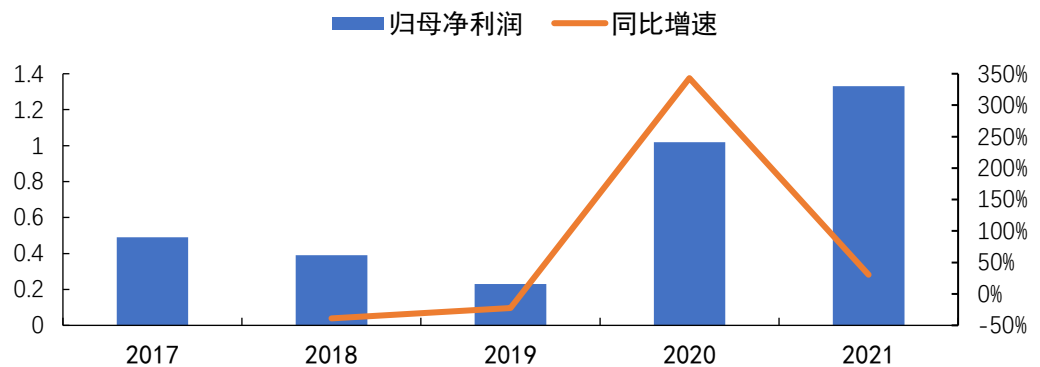


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

经发展，游戏业务已成为公司主要收入来源，成功为公司带来新的利润增长点。自2020年8月起，公司积极布局游戏业务。游戏业务并表前，2017/2018/2019年公司实现归母净利润0.48/0.30/0.23亿元，同比增长为2.32%/-38.86%/-22.20%。并表后，2020/2021年公司实现归母净利润1.02/1.33亿元，同比增长为343.04%/30.57%。2017/2018/2019年，公司毛利稳定在37.71%~38.52%区间，并表后，2020/2021毛利率增长至42.45%/50.38%。

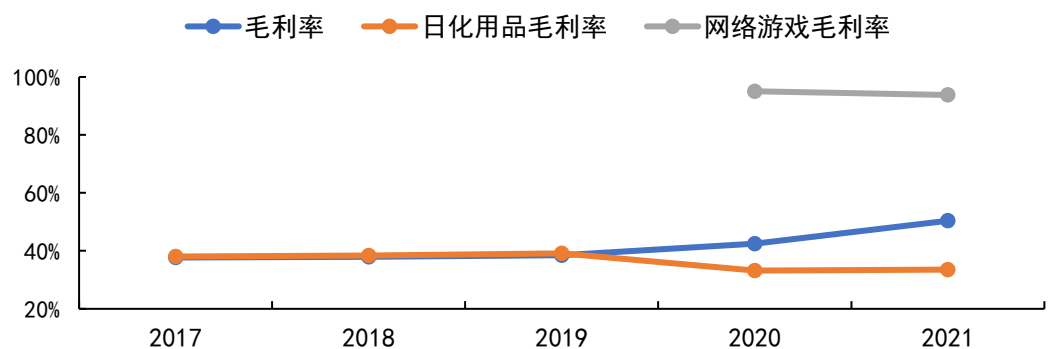
2020/2021年，游戏产品实现毛利1.14/1.98亿元，毛利率95.06%/93.78%，日化产品实现毛利1.83/1.77亿元，毛利率33.20%/33.57%。同时，2020/2021年，游戏产品毛利率贡献占比分别为39.51%/52.73%，已成公司主要收入来源。

图 5：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：公司毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2022H1，受疫情、版号及游戏正常生命周期影响，公司业绩整体短期承压。产品方面，22H1，公司日化用品板块实现营收2.32亿元，同比下降9.74%，主要系疫情影响。公司网络游戏板块实现营收1.12亿元，同比下降20.39%，主要系已上线产品属于衰退期，以及受版号审批的影响，新产品上线进度不及预期，导致收入贡献延后。

2022年4月27日，公司召开董事会通过《关于回购公司股份方案的议案》。公司拟回购公司股份，用于实施股权激励计划或员工持股计划，显现发展信心。回购股份价格不超过人民币24.79元/股。按回购资金总额下限5,000万元测算，预计回购股份数量为201.6942万股，约占公司目前已发行总股本的1.18%；按回购资金总额上限10,000万元测算，预计回购股份数量为403.3884万股，约占公司目前已发行总股本的2.36%。

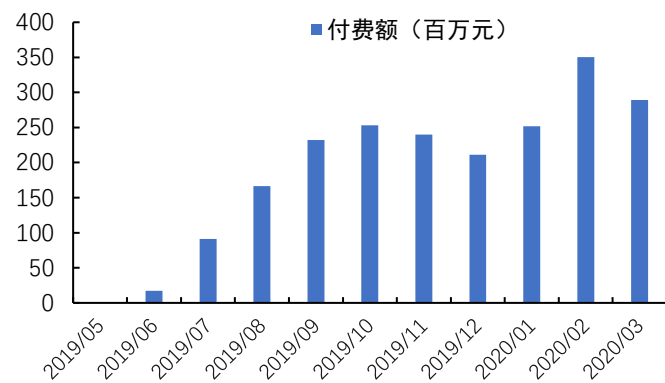
3. 游戏业务团队介绍：深度布局游戏研发

2020年9月，公司完成对海南华多100%股权、杭州雷焰100%股权收购，纳入合并报表范围。2021年10月，公司设立海南星炫时空网络科技有限公司，直接持股100%。2021年10月29日，公司拟收购喀什奥术网络科技100%股权。

3.1. 研发端：海南华多、杭州雷焰，研发经验丰富

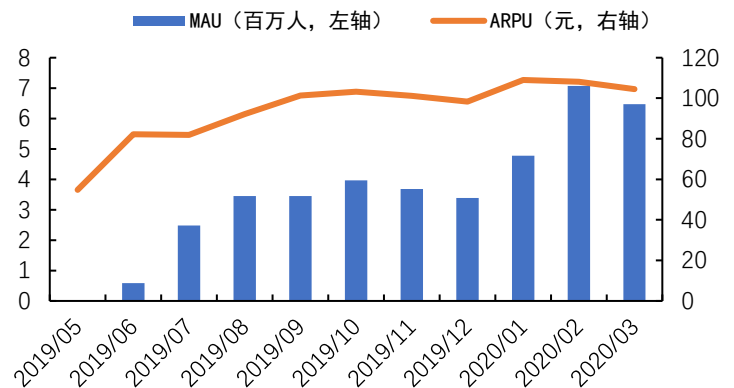
海南华多成立于2018年，是一家以移动游戏、网页游戏的研发与运维为核心业务的公司，主要类型为MMORPG、SLG游戏，产品风格偏写实。公司核心团队由一群具有8年以上行业经验的精英组成，均有过往成功项目经验，主要来自4399和其他国内一线游戏厂商。海南华多目前有2款运营上线游戏，分别是1款页游《乱斗乾坤》和1款手游《王者国度》，其中手游产品《王者国度》月流水持续数月过亿元，月峰值流水高达3.5亿元，系海南华多成功打造的爆款游戏。

图 7：海南华多《王者国度》每月流水



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

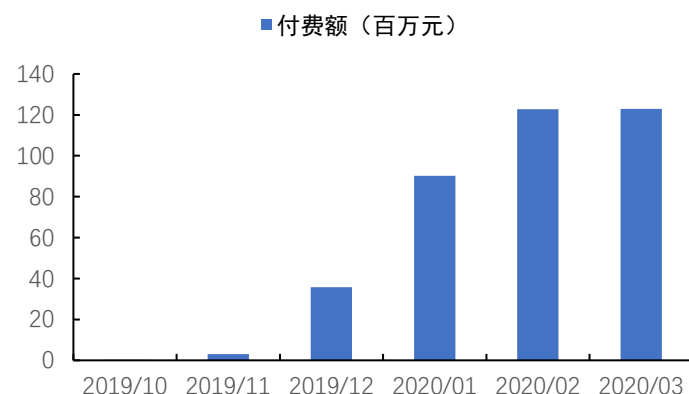
图 8：海南华多《王者国度》每月 MAU 及 ARPU



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

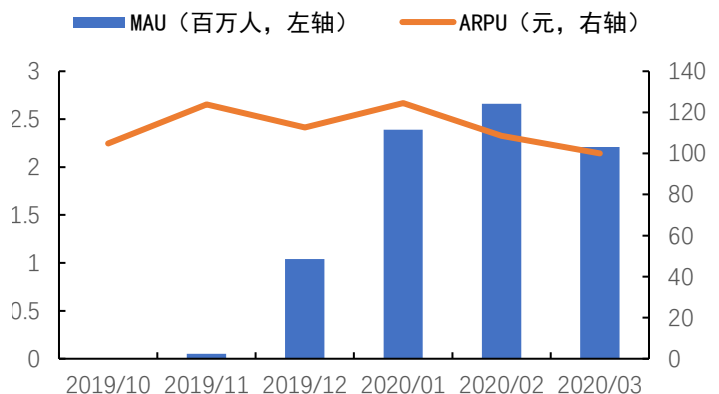
杭州雷焰成立于2018年，是一家以移动游戏产品的研发和运维为核心业务的公司，目前已上线运营放置类游戏产品《百龙霸业》以及《群英列传》、《英雄三国志》(H5)，《百龙霸业》自2019年底上线以来表现良好，月峰值流水超过1亿元。杭州雷焰的核心团队具有10年以上的游戏行业从业经验，公司游戏研发重点在于MMORPG、回合制、卡牌类游戏，画风包括写实、二次元等品类。

图 9：杭州雷焰《百龙霸业》每月流水



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：杭州雷焰《百龙霸业》每月 MAU 及 ARPU



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2. 研发端：拟收购喀什奥术，进一步为游戏研发赋能

2021年10月31日，公司发布公告，拟收购喀什奥术网络科技有限公司100%股权，作价为2.19亿，交易对手方为广州心源互动。公司此次收购旨在扩充产品品类，增加储备产品，培育新的业绩增长点，同时大幅增厚人才储备，为公司长期深耕游戏行业进一步夯实基础。

喀什奥术成立于2020年12月，母公司心源互动是行业知名的游戏开发商。喀什奥术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。截至21年10月，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，公司团队在产品策划、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。

喀什奥术目前在研产品包括委托方为深圳中手游的《镇魂街：天生为王》、委托方为北京字节网络（为字节跳动（香港）有限公司境内全资子公司）的《境·界 刀鸣》。

2022年9月，《镇魂街：天生为王》已取得发行版号，并购的安全边际显著提升。目前公司已支付30%股权转让价款。截至22Q3，公司账面货币资金1.22亿元。另外，公司《2021年11月5日投资者关系活动记录表》问答中指出，公司财务结构比较稳健，资产负债率低。截至21年11月5日，公司银行信用额度充足，无银行贷款。公司足以按照合同进度足额支付本次收购的对价款，不会影响公司正常生产经营。

由喀什奥术研发，中手游与奥飞游戏联合发行的《镇魂街：天生为王》，是一款改编自经典热血国漫IP、获漫画+动画双正版授权的3D动作手游。游戏将IP中的经典设定转化为创新性的将灵共战动作玩法，加上重新定义的新国潮画风，广受众多玩家的期待。镇魂街IP诞生10余年间，在国漫爱好者心目中具有不可替代的地位。为了原汁原味呈现这一顶级国漫，《镇魂街：天生为王》从剧情、美术到玩法，与IP达成了由形到神的共振，构建出产品的特色。《镇魂街：天生为王》不仅复刻了动漫中经典的将灵守护剧情，还展现了原IP中的兄弟情和父女情，让玩家亲历守护灵于禁愿为曹家世代赴汤蹈火的忠肝义胆。而在美术层面，相较于传统的日系二次元画风，游戏选择了将国风与年轻化的霓虹光影元素融合碰撞，用中式品味还原神秘的灵域世界，以独特的视觉和美术体系满足新世代玩家的需求，让玩家体验“新国潮”的魅力。

图 11：《镇魂街：天生为王》游戏展示



资料来源：中手游，信达证券研发中心

截至 22 年 11 月 18 日,《镇魂街:天生为王》仅在 Taptap 与 Bilibili 就有接近百万的预约,全渠道预约数超过 500 万。其中,仅 TapTap 平台的预约量级就已超过 50 万,而 bilibili 超过 46 万的预约用户也给出了 8.9 分的期待评分。而在华为、vivo、OPPO 等游戏渠道也多次获得了重点预约推荐。不久前,《镇魂街:天生为王》开启了面向安卓用户的“共战”定级测试,在限量测试的前提下,取得了单日全渠道新增 6.3 万,平均次日留存 59%,7 日留存 30% 的成绩。数据表现超预期的同时,也获得了众多玩家的高口碑评价。在测试结束当天的策划面对面直播上,不少玩家纷纷弹幕留言,“玩法惊艳”、“画风让人眼前一亮”、“福利丰厚”、“希望游戏尽快上线”。12 月 22 日,《镇魂街:天生为王》于全平台首发上线,受到了广大玩家的热烈欢迎。不仅首日全渠道新增突破 200 万,首日全平台流水达到了 2200 万,更于上线次日冲上苹果商店畅销榜第 4。

表 2: 喀什奥术受委托项目详情 (截至 21 年 10 月 31 日)

	《镇魂街:天生为王》	《境·界 刀鸣》
委托方	深圳中手游网络科技有限公司	北京字跳网络技术有限公司
知识产权归属	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	合作游戏的所有权利与权益归字跳网络所有
各版本交付时间	2021 年 10 月 31 日前,喀什奥术按中手游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 2,700 万元, 另外奖励金 300 万 (视产品交付质量是否支付)	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)
进度	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 1,550 万元	喀什奥术已向字跳网络提交了 Demo 版本, 并累计收取了开发费用、预付分成款和奖励金 6,000 万元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.3. 发行端: 海南星炫时空, 开拓游戏发行业务

2021 年 10 月, 公司设立全资子公司海南星炫时空网络科技有限公司。星炫时空旗下全资子公司包括广州冰翼网络科技、广州慕辰网络科技、广州飞游互动科技、海南星悦互娱科技。其中, 冰翼网络旗下子公司, 上海雪见泽网络代理发行的二次元 SRPG 手游《迷雾公式》于 2022 年 7 月 8 日开测; 截至 22 年 11 月 9 日, TapTap 获 8.3 评分, 预约量 10.7 万。公司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。

3.4. 游戏储备: 即将迎来新一轮产品周期, 有望修复业绩

自主研发能力是游戏品质的决定性因素。公司已聚集一支高效、稳定、研发实力较强的研发队伍, 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, 目前也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。

根据公司 2021 年年报, 公司产品储备包括: MMOARPG《我的战盟》、卡牌回合《锚点降临》、模拟经营卡牌《创星之王》(暂定名)、《九州之下》、《至尊无极》、一款暂未披露名称的 SLG 手游、一款暂未披露名称的 MMORPG 手游。

表 2：公司游戏 Pipeline

游戏名称	进展	游戏类型	有无版号
我的战盟	测试完毕，将计划在 22 年 12 月上线	3D MMOARPG 即时制手游	有
锚点降临	正在进行持续优化，预计先海外发行	3D 横板卡牌回合手游	无
创星之王 (暂定名)	中期研发阶段	中度模拟经营卡牌手游	无
九州之下	海外市场推广期		无
至尊无极	国内市场推广期		有
游戏《SLG》	研发后期	SLG	未知
游戏《MMORPG》	研发后期	MMORPG	未知

资料来源：公司公告，国家新闻出版署，信达证券研发中心

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测及假设

公司长线运营和研发能力较强，目前已经上线的核心产品《百龙霸业》、《王者国度》近两年仍可为公司带来相对持续稳定收入，同时 22-23 年大量前序研发的游戏上线，预期在 23 年实现收入的显著增长。

此外，公司拟收购喀什奥术。若收购完成，旗下重磅产品《镇魂街：天生为王》、《境·界 刀鸣》预计在 23-24 年上线后为公司带来巨大收入增量，同时公司可凭借其优质的客户资源，合作方资源，丰富的产品储备以及产品研发、运营、策划优势，实现以游戏业务拉动增长的预期。

基于以上事实，对公司盈利情况做出以下基本假设：

- (1) 已上线产品，游戏的生命周期性显著，在短期内仍可为公司带来稳定流水增长，未来三年收入约 1.51 亿元。
- (2) 并购喀什奥术后预计为公司带来大体量的收入增长。《镇魂街：天生为王》12 月 22 日全平台首发上线。《境·界 刀鸣》已向字跳网络提交了 Demo 版本。21-22 年投入的重磅产品《镇魂街：天生为王》、《境·界 刀鸣》预计在 23-24 年上线之后，为公司带来巨大的收入增量。
- (3) 公司与客户的合作研运及分润的商业模式成熟，可保障未来与客户合作项目的顺利运营。假设各研发端项目分成比例稳定在 10-15%。
- (4) 基于存量游戏项目利润情况，综合考虑增量游戏上线利润贡献和海外净利提升趋势，预计净利率在 22-24 年稳步上升。
- (5) 综上，我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.16/4.33/5.88 亿元，对应当前估值分别为 48/13/9x PE。

4.2. 估值分析与投资评级

若公司年内完成收购，明年并表，预计 22-24 年归母净利润分别为 1.16/4.33/5.88 亿元，对应当前估值分别为 48/13/9x PE，若考虑奥术并表，22-24 年备考利润分别为 0.00/2.21/4.14 亿元（仅包含《镇魂街：天生为王》、《境·界 刀鸣》两款游戏预测分成后利润），对应当前估值分别为 48/8/6xPE。此前我们发布的《游戏行业策略报告：广阔天地，大有可为》中提到，受 21 年 8 月版号停发、830 新政等影响，以及受 22 年中概股危机影响，过去一年游戏行业估值骤跌，整体估值较低。而目前 A 股游戏公司估值偏低，版号重启、游戏出海、元宇宙等逻辑有望带来板块估值提升。我们以游戏龙头可比公司腾讯、网易 22 年 Forward PE 分析以及估值作为参考，认为随着游戏版号的重新发放，储备产品有望步入正常上线节奏，为公司业绩提升带来确定性，我们给予公司 2023 年 18x PE 目标估值，对应目标价为 44.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元) 2022E	净利润 (亿元) 2023E	净利润 (亿元) 2024E	PE 2022E	PE 2023E	PE 2024E
700 HK	腾讯	26,977.14	1,106.12	1327.51	1,532.24	24.39	20.32	17.61
9999 HK	网易-S	3,081.01	199.03	204.69	232.09	15.48	15.05	13.28
平均						19.93	17.69	15.44

资料来源：公司公告，Bloomberg，信达证券研发中心，市值为 2022 年 12 月 26 日数据

5. 风险因素

核心游戏表现不及预期：公司未来将上线的核心游戏有《我的战盟》和《锚点降临》。若未来核心游戏流水表现不及预期，或影响公司业绩稳定性。

并购喀什奥术不及预期风险：若喀什奥术收购进展不及预期，或影响公司业绩成长。

新游戏开发进度及上线进度不及预期：若公司新游戏开发进度不及预期或新游戏上线后表现不及预期，或影响公司业绩成长。

跨市场可比公司风险：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

行业政策风险：若游戏行业政策监管趋严，或影响公司业绩。且游戏版号重新发放尚不具备确定性，游戏版号发放再次收紧会影响公司新游戏上线，或影响公司业绩成长。

汇率波动导致的游戏海外收入业绩风险：汇率受市场、政策、国际环境等影响而产生变动，可能造成游戏收入缩水，给公司出海游戏的收益带来直接影响。

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	664	672	878	1,339	2,028
货币资金	199	251	223	553	1,112
应收票据	4	2	7	7	10
应收账款	188	210	238	479	412
预付账款	12	50	52	60	67
存货	137	133	332	205	395
其他	123	26	26	35	32
非流动资产	215	299	295	260	255
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	54	51	42	2	2
无形资产	15	8	13	19	14
其他	146	239	239	239	238
资产总计	879	970	1,173	1,599	2,283
流动负债	221	193	324	317	413
短期借款	39	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	70	77	152	113	183
其他	112	116	173	205	230
非流动负债	3	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	19	19	19	19
负债合计	224	213	344	337	432
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东	655	758	829	1,262	1,850
负债和股东权益	879	970	1,173	1,599	2,283

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	681	744	1,068	1,709	2,123
同比(%)	31.5%	9.3%	43.5%	60.1%	24.2%
归属母公司净利	102	133	116	433	588
同比(%)	343.0%	30.6%	-13.5%	274.9%	35.8%
毛利率(%)	42.4%	50.4%	41.7%	57.9%	62.1%
ROE%	15.6%	17.6%	13.9%	34.3%	31.8%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.78	0.68	2.53	3.44
P/E	54.14	41.46	47.92	12.78	9.41
P/B	8.44	7.30	6.67	4.38	2.99
EV/EBITDA	39.24	34.36	48.77	10.99	7.85

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	681	744	1,068	1,709	2,123
营业成本	392	369	623	719	804
营业税金及附加	6	7	9	14	17
销售费用	75	83	126	186	254
管理费用	52	71	87	154	229
研发费用	46	99	139	203	277
财务费用	0	0	0	0	0
减值损失合计	-14	-7	0	-40	0
投资净收益	8	22	32	51	64
其他	3	-4	5	9	11
营业利润	105	127	121	455	617
营业外收支	0	1	0	0	0
利润总额	105	128	121	455	617
所得税	3	-6	6	21	29
净利润	102	133	116	433	588
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利	102	133	116	433	588
EBITDA	114	133	109	455	566
EPS(当年)(元)	0.84	1.09	0.68	2.53	3.44

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	171	80	1	295	503
净利润	102	133	116	433	588
折旧摊销	17	29	20	12	13
财务费用	2	2	0	0	0
投资损失	-8	-8	-22	-32	-51
营运资金变动	38	-70	-103	-139	-34
其它	20	8	0	40	0
投资活动现金流	-270	50	15	34	56
资本支出	-14	-15	-10	-10	0
长期投资	-267	128	-7	-7	-7
其他	10	-63	32	51	64
筹资活动现金流	-24	-77	-44	0	0
吸收投资	0	0	-7	0	0
借款	100	0	0	0	0
支付利息或股息	-15	-32	-37	0	0
现金流净增加额	-123	52	-28	329	559

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。