

股权激励激发活力，双主业齐头并进

华泰研究

2023年3月16日 | 中国内地

公告点评

文化娱乐

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

23.44

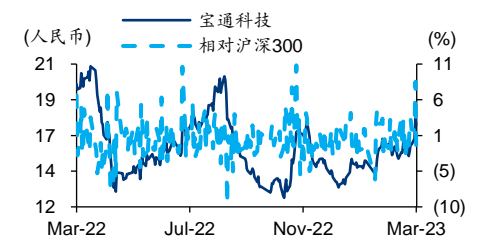
研究员 朱璐
SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com
SFC No. BPX711 + (86) 10 6321 1166

研究员 周劼
SAC No. S0570517070006 zhouzhao@htsc.com
SFC No. BQA910 + (86) 10 5679 3958

基本数据

目标价(人民币)	23.44
收盘价(人民币 截至3月15日)	17.15
市值(人民币百万)	7,065
6个月平均日成交额(人民币百万)	209.38
52周价格范围(人民币)	12.57-20.86
BVPS(人民币)	9.74

股价走势图



资料来源: Wind

股权激励首次授予，覆盖对象广泛，释放增长潜力

3月13日公司发布向激励对象首次授予限制性股票的公告，以3月13日为首次授予日，以7.54元/股的价格向符合条件的281名激励对象授予725万股限制性股票。我们认为这将激发内部活力，推动公司持续成长。我们调整22-24年归母净利润至-3.3/4.07/5.67亿元，采用分部估值法，目标市值96.55亿元，对应目标价23.44元，维持“买入”评级。

股权激励进一步激发内部活力，业绩目标较快增长

本次股权激励对象共计281人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工。根据激励方案的业绩考核目标：23-25年营收不低于35/40/50亿元，净利润不低于4/5.6/7.28亿元。24-25年营收增速为14%/25%，24-25年净利增速为40%/30%。另外公司提请股东大会授权董事会办理小额快速融资相关事项：向不超过35名的特定对象发行股票，融资总额不超3亿且发行数量不超过发行前公司总股本30%。

工业互联网积极创新，引领智能传输，22预计营收同比增长超30%

公司坚持强化以“新产品、新技术、新模式”为抓手，持续推动现有业务“绿色化、智能化、一体化、全球化”发展，推进数字传输业务升级，拓展数字化传输带在智慧矿山领域的市场，规模化效应有望逐步显现。根据22年业绩预告，预计工业互联网业务营收较21年同比增长超30%。

游戏业务22年受行业及疫情等影响同比下降，23年有望回暖

据业绩预告，22年外部受版号、疫情等影响，内部因优化产品结构、市场推广费用增加等影响，子公司易幻网络业绩亏损，加之预付分成款、版权金未摊销部分结转、汇率波动等因素，净亏损预计超5000万元，商誉减值计提4.7-4.9亿元。但公司强化自身游戏开发与内容制作能力，已储备不同语言版本的游戏近20款，随着行业回暖，业绩23年有望恢复增长。

工业互联网推进，游戏有望回暖，元宇宙布局全面，维持“买入”评级

基于业绩预告和激励目标，我们调整22-24年归母净利润至-3.3/4.07/5.67亿元（前值4.47/6.16/7.44亿元），EPS -0.8/0.99/1.38元。采用分部估值法，预计工业互联网23年净利2.44亿元，可比公司23年PE 35X，考虑公司工业化互联网业务中，智能业务营收虽快速增长，但占比仍较小，给予估值PE 30X，对应市值73.08亿元；预计游戏23年净利1.63亿元，可比公司23年PE 14.4X，给予PE 14.4X，对应市值23.47亿元；目标市值96.55亿元，对应目标价23.44元（前值20.03元），维持“买入”评级。

风险提示：智慧矿山业务推进不及预期、游戏自研产品表现不及预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	2,638	2,760	2,841	3,594	4,269
+/-%	6.56	4.62	2.93	26.53	18.78
归属母公司净利润(人民币百万)	436.76	402.66	(329.69)	406.59	566.89
+/-%	43.18	(7.81)	(181.88)	223.33	39.42
EPS(人民币，最新摊薄)	1.06	0.98	(0.80)	0.99	1.38
ROE(%)	14.29	9.84	(9.41)	10.40	12.66
PE(倍)	16.18	17.55	(21.43)	17.38	12.46
PB(倍)	2.31	1.85	2.05	1.83	1.60
EV EBITDA(倍)	11.17	12.23	(26.50)	11.36	7.56

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测假设变动表

- 1) 游戏业务营收：根据 22 年业绩预告，受宏观环境、监管等影响，行业 22 年整体承压。另外，22 年公司主动下架和关停了 20 款表现不达预期的海外及自研游戏项目。因此我们调整游戏业务 22-24 年营收至 12.22/16.5/19.8 亿元(前值 20.63/31.15/38.93 亿元)；22-24 年增速为 -20%/35%/20% (前值 35%/51%/25%)；
- 2) 游戏业务毛利率：根据 22 年业绩预告，由于游戏推广费大幅度增加、研发投入大、产品上线延期及定制产品版号未能在约定时间内获取、新产品探索周期长等，游戏业务净利润下滑。因此我们调整游戏业务 22-24 年毛利率至 33%/45.8%/50% (前值为 45%/45.8%/46.2%)；
- 3) 资产减值损失：根据 22 年业绩预告，公司将对广州易幻资产组计提商誉减值准备，预计减值金额为 4.7-4.9 亿元，我们取中值 4.8 亿元。因此调整 22-24 年资产减值损失为 4.8/0.11/0.13 亿元 (前值为 0.11/0.15/0.19 亿元)。

图表1：盈利预测核心假设变动表

调整后					
核心假设	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
游戏业务收入(百万元)	1,531	1,528	1,222	1,650	1,980
YOY	-4.27%	-0.21%	-20.00%	35.00%	20.00%
游戏业务毛利率	46.09%	49.84%	33.00%	45.80%	50.00%
资产减值损失 (百万元)	-12	-6	-480	-11	-13
调整前					
核心假设	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
游戏业务收入(百万元)	1,531	1,528	2,063	3,115	3,893
YOY	-4.27%	-0.21%	35.00%	51.00%	25.00%
游戏业务毛利率	46.09%	49.84%	45.00%	45.80%	46.20%
资产减值损失 (百万元)	-12	-6	-11	-15	-19

资料来源：Wind、华泰研究预测

可比公司估值表

图表2：游戏业务可比公司估值表 (Wind 一致预期, 2023 年 3 月 15 日)

证券代码	证券简称	预期来源	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
002624 CH	完美世界	Wind 一致预期	274.12	74.26	17.8	14.9	3.69	15.38	18.38
002555 CH	三七互娱	Wind 一致预期	481.72	16.75	16.1	13.9	28.76	29.84	34.70
		平均				14.4X			

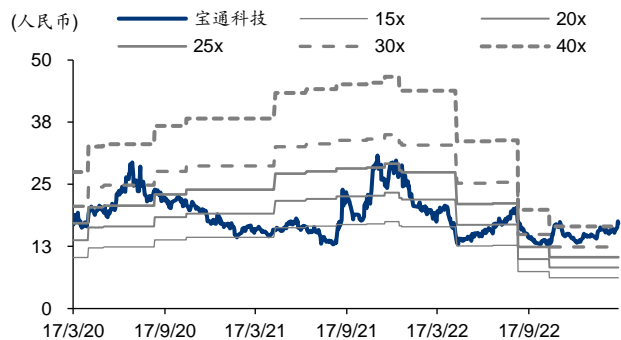
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究

图表3：工业互联网业务可比公司估值表 (Wind 一致预期, 2023 年 3 月 15 日)

证券代码	证券简称	预期来源	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
301195 CH	北路智控	Wind 一致预期	73.94	50.16	37.5	27.8	1.47	1.97	2.66
300275 CH	梅安森	Wind 一致预期	35.41	121.18	70.5	41.6	0.29	0.50	0.85
		平均				34.7X			

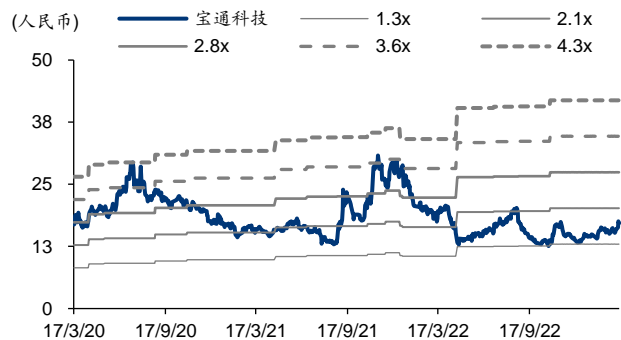
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究

图表4: 宝通科技 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 宝通科技 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,991	2,078	2,063	2,876	3,176
现金	722.13	571.32	842.14	898.56	1,425
应收账款	521.33	668.92	205.11	900.80	412.82
其他应收账款	80.50	52.60	136.78	102.84	181.78
预付账款	136.23	199.01	116.61	282.75	191.61
存货	261.73	279.37	489.93	370.47	629.49
其他流动资产	269.23	306.89	272.91	320.73	335.92
非流动资产	2,775	3,285	3,165	3,287	3,325
长期投资	328.78	334.07	345.36	356.65	367.94
固定投资	224.86	748.79	687.65	714.47	730.03
无形资产	84.65	87.82	78.70	69.80	62.85
其他非流动资产	2,137	2,114	2,053	2,146	2,164
资产总计	4,766	5,363	5,228	6,163	6,501
流动负债	1,252	1,390	1,568	2,105	1,887
短期借款	414.21	494.81	494.81	984.59	494.81
应付账款	309.67	434.87	421.47	522.79	594.06
其他流动负债	527.65	459.83	651.27	597.88	798.03
非流动负债	429.46	79.15	138.60	127.43	113.70
长期借款	0.00	0.00	59.45	48.28	34.55
其他非流动负债	429.46	79.15	79.15	79.15	79.15
负债合计	1,681	1,469	1,706	2,233	2,001
少数股东权益	24.47	73.70	72.04	74.09	76.94
股本	396.77	411.74	411.97	411.97	411.97
资本公积	980.59	1,534	1,534	1,534	1,534
留存公积	1,528	1,813	1,539	1,906	2,390
归属母公司股东权益	3,061	3,821	3,450	3,856	4,423
负债和股东权益	4,766	5,363	5,228	6,163	6,501

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	277.77	152.36	28.70	(273.47)	1,097
净利润	441.01	383.39	(331.35)	408.64	569.74
折旧摊销	109.42	113.00	119.14	136.64	141.97
财务费用	14.00	19.02	38.71	54.98	52.26
投资损失	(123.77)	(99.21)	(106.00)	(106.00)	(106.00)
营运资金变动	(129.68)	(197.91)	418.73	(703.49)	503.73
其他经营现金	(33.21)	(65.93)	(110.54)	(64.23)	(64.61)
投资活动现金	(624.66)	(324.79)	255.02	(94.66)	(15.80)
资本支出	(278.76)	(279.11)	(50.32)	(201.23)	(187.84)
长期投资	(423.60)	(138.47)	(11.29)	(11.29)	(11.29)
其他投资现金	77.70	92.78	316.63	117.86	183.33
筹资活动现金	310.00	69.93	(12.90)	(65.23)	(65.48)
短期借款	(41.92)	80.60	0.00	489.78	(489.78)
长期借款	(150.00)	0.00	59.45	(11.17)	(13.73)
普通股增加	0.00	26.63	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	24.60	553.05	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	477.32	(590.36)	(72.35)	(543.83)	438.03
现金净增加额	(48.28)	(112.03)	270.82	(433.37)	1,016

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,638	2,760	2,841	3,594	4,269
营业成本	1,561	1,622	1,904	2,184	2,500
营业税金及附加	8.39	5.61	5.68	7.19	8.54
营业费用	492.95	530.41	710.15	718.84	853.85
管理费用	187.26	181.07	167.60	208.46	226.27
财务费用	14.00	19.02	38.71	54.98	52.26
资产减值损失	(11.75)	(5.63)	(480.06)	(10.78)	(12.81)
公允价值变动收益	74.61	77.87	110.00	60.00	60.00
投资净收益	123.77	99.21	106.00	106.00	106.00
营业利润	521.82	446.34	(388.61)	482.05	671.28
营业外收入	1.65	0.43	0.95	0.59	1.00
营业外支出	2.69	2.89	2.16	1.89	2.00
利润总额	520.78	443.88	(389.82)	480.75	670.28
所得税	79.77	60.50	(58.47)	72.11	100.54
净利润	441.01	383.39	(331.35)	408.64	569.74
少数股东损益	4.25	(19.27)	(1.66)	2.04	2.85
归属母公司净利润	436.76	402.66	(329.69)	406.59	566.89
EBITDA	641.67	574.09	(258.58)	640.35	826.09
EPS (人民币, 基本)	1.13	1.05	(0.80)	0.99	1.38

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	6.56	4.62	2.93	26.53	18.78
营业利润	67.64	(14.46)	(187.07)	224.04	39.25
归属母公司净利润	43.18	(7.81)	(181.88)	223.33	39.42
获利能力 (%)					
毛利率	40.83	41.23	32.96	39.23	41.44
净利率	16.72	13.89	(11.66)	11.37	13.35
ROE	14.29	9.84	(9.41)	10.40	12.66
ROIC	16.56	12.02	(11.62)	11.99	18.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.27	27.38	32.63	36.23	30.77
净负债比率 (%)	2.47	(1.78)	(7.75)	3.82	(19.53)
流动比率	1.59	1.50	1.32	1.37	1.68
速动比率	1.26	1.11	0.91	1.04	1.23
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.54	0.54	0.63	0.67
应收账款周转率	5.31	4.64	6.50	6.50	6.50
应付账款周转率	5.07	4.36	4.45	4.63	4.48
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	0.98	(0.80)	0.99	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.37	0.07	(0.66)	2.66
每股净资产(最新摊薄)	7.43	9.27	8.37	9.36	10.74
估值比率					
PE (倍)	16.18	17.55	(21.43)	17.38	12.46
PB (倍)	2.31	1.85	2.05	1.83	1.60
EV EBITDA (倍)	11.17	12.23	(26.50)	11.36	7.56

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱璿、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司