

投资评级 优于大市 维持

核心业务韧性十足，前瞻性布局收藏卡赛道，2023 业绩有望触底反弹

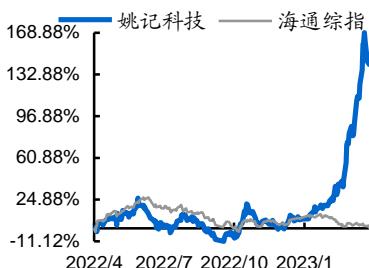
股票数据

04月21日收盘价(元)	33.88
52周股价波动(元)	12.00-39.15
总股本/流通A股(百万股)	411/328
总市值/流通市值(百万元)	13909/11108

相关研究

《Q2 扣非归母净利润环比改善，下半年买量投入降低，游戏利润有望释放》2022.09.06

《营销业务驱动营收高速增长，战略投资卡淘布局体育文化产业》2022.05.04

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	42.7	104.7	127.4
相对涨幅 (%)	41.4	107.4	130.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@haitong.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@haitong.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxcg11774@haitong.com

证书:S0850519070002

分析师:康百川

Tel:(021)23212208

Email:kbc13683@haitong.com

证书:S0850523030003

联系人:崔冰睿

Tel:(021)23219774

Email:cbr14043@haitong.com

投资要点:

- **2022 年公司营收保持正向增长。**公司 2022 年实现营收 39.15 亿元，同比上升 2.83%；实现归母净利润 3.49 亿元，同比下降 39.27%；实现扣非净利润 3.42 亿元，同比下降 32.41%。其中，公司 2022 年四季度实现营收 11.01 亿元，同比上升 23.67%，2022 年四季度实现归母净利润 0.56 亿元，同比下降 50.39%，主要由于计提商誉减值准备。2022 年公司研发费用 2.65 亿元，同比增加 21.03%，主要 2022 年公司坚持科技创新，加大研发投入所致。
- **逆风而行，公司在行业承压阶段不断夯实三大核心业务。**2022 年以来，受到疫情等外部环境的影响，我国游戏市场普遍下行。压力之下，公司不断夯实业务基础，展现出强劲韧性。公司三大核心业务分别为游戏、扑克牌和数字营销，2022 年三大核心业务的营收分别为 12.0 亿元、11.1 亿元、15.3 亿元，分别占营业收入比重 30.73%、28.29%、39.09%。其中扑克牌业务稳健发展，营收同比增加 18.53%，游戏和数字营销业务略微下滑，营收分别同比减少 1.59%、3.43%。**1)** 公司坚持“聚焦精品”理念，深耕捕鱼游戏品类，3D 手游产品《姚记捕鱼》、《捕鱼新纪元》均取得稳步增长。**2)** 公司扑克牌业务延续高景气，2022 年扑克牌销量实现 10.37 亿副。**3)** 公司积极布局全域营销链路，子公司芦鸣科技依托巨量引擎的生态优势，搭建多元共生的营销生态服务体系，是行业认可的优质的服务商与代理商。
- **逐光而去，积极把握国内增量空间，谋求海外新兴市场。****游戏层面**，公司持续加大对 H5 游戏、微信小程序游戏等的研发力度，集中力量打造以“工作室”形式开发多款精品手机游戏。此外，公司积极布局海外新兴市场，向海外输出更多优秀游戏产品。**扑克牌层面**，2023 年公司推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，通过科技创新实现智能化生产，把握住未来逐步释放的市场增量空间。**数字营销层面**，2023 年公司计划布局出海营销业务，帮助中国企业开拓海外市场，加强境内外整合营销服务能力。
- **前瞻性布局体育文化收藏卡赛道，或打开长期增长空间。**2022 年，公司战略投资球星卡交易平台卡淘平台，前瞻性布局体育文化收藏卡赛道。我们认为，公司主业韧性强，2022 年在宏观环境承压大背景下，依旧做到收入正增长，未来随着公司海外市场的推进及前瞻性布局体育文化收藏卡赛道，或将打开长期增长空间。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.66、1.91 和 2.27 元/股。参照可比公司，我们给予公司 2023 年 22-25 倍动态 PE，对应合理价值区间为 36.52-41.50 元/股，维持公司“优于大市”评级。
- **风险提示。**捕鱼游戏流水下滑，游戏政策监管趋严，新业务开展不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3807	3915	4725	5656	6533
(+/-)YoY(%)	48.6%	2.8%	20.7%	19.7%	15.5%
净利润(百万元)	574	349	683	786	933
(+/-)YoY(%)	-47.5%	-39.3%	95.8%	15.2%	18.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.40	0.85	1.66	1.91	2.27
毛利率(%)	40.7%	38.7%	38.9%	39.6%	41.4%
净资产收益率(%)	23.4%	12.9%	22.1%	22.3%	23.0%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测假设。1) 随着疫情政策的优化以及实体经济增速的修复, 2023 年公司广告投放有望恢复高增长, 2024-2025 年增速逐渐放缓。2) 公司游戏业务增速稳健, 未来三年有望保持 20% 左右稳健增长。3) 公司新的扑克牌生产基地已经在建设中, 项目将进一步提高公司产线智能化水平、有效提升生产效率, 2024-2025 年增长有望加速。4) 随着公司收入规模的增加, 营销业务和扑克牌规模效应将得以体现, 毛利率有望小幅改善, 带动公司整体毛利率小幅增长。

表 1 公司可比公司盈利预测及 PE 估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
三七互娱	002555	26.92	1.55	1.74	-	17	15	-
完美世界	002624	20.68	0.84	1.00	1.12	25	21	19
吉比特	603444	534.17	22.96	26.72	30.45	23	20	18
可比公司平均						22	19	18

注: 股价取自 2023 年 4 月 21 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期。

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 公司各分项收入、成本预测 (亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
收入	39.15	47.25	56.56	65.33	毛利	15.15	18.38	22.38	27.08
数字营销	15.30	19.90	23.88	26.26	数字营销	0.73	1.14	1.61	2.03
游戏运营	12.03	14.44	17.32	20.79	游戏运营	11.57	13.88	16.66	19.99
扑克牌	11.07	12.18	14.62	17.54	扑克牌	2.57	3.07	3.82	4.76
其他	0.74	0.74	0.74	0.74	其他	0.29	0.29	0.29	0.29
成本	24.00	28.87	34.17	38.26	毛利率 (%)	38.70	38.89	39.57	41.44
数字营销	14.58	18.75	22.27	24.23	数字营销	4.74	5.74	6.74	7.74
游戏运营	0.46	0.55	0.67	0.80	游戏运营	96.16	96.16	96.16	96.16
扑克牌	8.51	9.12	10.79	12.78	扑克牌	23.16	25.16	26.16	27.16
其他	0.45	0.45	0.45	0.45	其他	39.34	39.34	39.34	39.34

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

风险提示。 捕鱼游戏流水下滑, 游戏政策监管趋严, 新业务开展不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3915	4725	5656	6533
每股收益	0.85	1.66	1.91	2.27	营业成本	2400	2887	3417	3826
每股净资产	6.65	7.60	8.68	9.99	毛利率%	38.7%	38.9%	39.6%	41.4%
每股经营现金流	1.43	0.60	1.87	2.25	营业税金及附加	15	24	23	26
每股股利	0.00	0.74	0.86	0.98	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	476	520	679	849
P/E	40.94	20.91	18.15	15.30	营业费用率%	12.2%	11.0%	12.0%	13.0%
P/B	5.22	4.57	4.01	3.48	管理费用	228	236	283	359
P/S	3.61	3.02	2.52	2.18	管理费用率%	5.8%	5.0%	5.0%	5.5%
EV/EBITDA	8.74	17.38	14.84	12.22	EBIT	554	746	858	1016
股息率%	0.0%	2.1%	2.5%	2.8%	财务费用	7	-8	-8	-15
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
毛利率	38.7%	38.9%	39.6%	41.4%	资产减值损失	-95	0	0	0
净利润率	8.9%	14.4%	13.9%	14.3%	投资收益	-14	9	11	13
净资产收益率	12.9%	22.1%	22.3%	23.0%	营业利润	437	811	934	1109
资产回报率	7.9%	16.5%	18.2%	18.9%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	14.0%	18.1%	20.3%	20.8%	利润总额	434	811	934	1109
盈利增长 (%)					EBITDA	629	807	920	1080
营业收入增长率	2.8%	20.7%	19.7%	15.5%	所得税	76	122	140	166
EBIT 增长率	-14.4%	34.7%	15.0%	18.3%	有效所得税率%	17.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-39.3%	95.8%	15.2%	18.7%	少数股东损益	10	7	8	9
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	349	683	786	933
资产负债率	38.1%	24.5%	17.3%	16.6%					
流动比率	1.13	1.69	2.75	3.37	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.83	1.13	1.79	2.42	货币资金	757	499	503	971
现金比率	0.50	0.58	0.85	1.45	应收账款及应收票据	443	388	465	537
经营效率指标					存货	381	396	468	524
应收账款周转天数	41.28	30.00	30.00	30.00	其它流动资产	144	171	198	221
存货周转天数	58.01	50.00	50.00	50.00	流动资产合计	1725	1454	1634	2253
总资产周转率	0.89	1.14	1.31	1.33	长期股权投资	136	136	136	136
固定资产周转率	9.92	12.13	14.79	17.51	固定资产	395	390	382	373
					在建工程	30	30	30	30
					无形资产	88	93	98	103
					非流动资产合计	2681	2680	2678	2674
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	4405	4135	4312	4927
净利润	349	683	786	933	短期借款	506	356	0	0
少数股东损益	10	7	8	9	应付票据及应付账款	632	158	187	210
非现金支出	184	60	62	64	预收账款	2	1	1	1
非经营收益	10	-5	-9	-13	其它流动负债	385	346	407	457
营运资金变动	29	-502	-86	-78	流动负债合计	1526	861	595	668
经营活动现金流	582	243	761	915	长期借款	0	0	0	0
资产	-67	-60	-60	-60	其它长期负债	151	151	151	151
投资	-102	0	0	0	非流动负债合计	151	151	151	151
其他	0	9	11	13	负债总计	1676	1012	746	819
投资活动现金流	-169	-51	-49	-47	实收资本	406	411	411	411
债权募资	-144	-150	-356	0	归属于母公司所有者权益	2704	3091	3527	4060
股权募资	39	4	0	0	少数股东权益	25	31	39	49
其他	-192	-305	-352	-400	负债和所有者权益合计	4405	4135	4312	4927
融资活动现金流	-297	-450	-708	-400					
现金净流量	125	-258	4	468					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒
康百川 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 蓝色光标,芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,中南传媒,欢瑞世纪,视觉中国,值得买,风语筑,电魂网络,云音乐,梦网科技,捷成股份,皖新传媒,天下秀,阜博集团,三人行,乐享集团,易点天下,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。