

投资评级 优于大市 维持

新游储备丰富，亚运会背景下《梦三国3》热度有望提升

股票数据

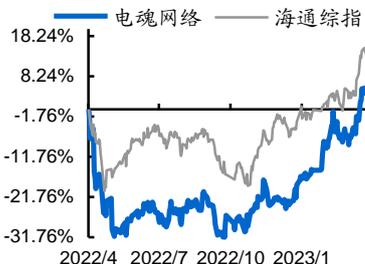
04月04日收盘价(元)	29.21
52周股价波动(元)	18.12-30.20
总股本/流通A股(百万股)	246/245
总市值/流通市值(百万元)	7179/7150

相关研究

《自研产品储备丰富，出海进程加速，盈利有望恢复》2022.10.29

《自研产品储备丰富，不断加快出海进程》2022.09.06

《核心产品《梦三国2》入选亚运，高比例分红回馈投资者》2022.04.05

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.9	17.8	30.2
相对涨幅(%)	16.5	18.8	24.8

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:cxg11774@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年公司营收和利润有所下滑，高比例分红回馈投资人。**受行业总体增长大幅度放缓趋势的影响，2022年公司营业收入和归属上市公司股东净利润有所下滑，2022年全年公司实现营收7.91亿元，同比下滑20.64%，实现归母净利润2亿元，同比下滑40.66%，22Q4公司实现营收1.73亿元，同比下滑25%，实现归母净利润0.06亿元，同比下滑89.2%。2022年公司公允价值变动收益为-3876.17万元，主要为罗顿发展退市导致公允价值变动下降及理财产品到期赎回所致，受市场大环境影响，公司计提资产减值损失为-2935.06万元。此外公司披露拟每10股派发红利8.25元，累计分红1.99亿元，占年度净利润的99.16%，通过高比例分红回馈投资人。
- 杭州亚运会背景下，《梦三国2》端游热度有望持续攀升，手游发力出海前景可期。**公司重点产品《梦三国2》是一款由公司使用自主游戏引擎研发的大型多人在线竞技网游，拥有竞技和副本两大玩法。该产品一直运营平稳，最高峰时同时在线人数突破54万，由于《梦三国2》入选2022年杭州亚运会电子竞技正式比赛项目。随着2023年杭州亚运会的召开，产品热度有望持续提升，并在国际赛场展示中华优秀传统文化的魅力。在手游方面，公司运营有《梦三国手游》、《我的侠客》、《野蛮人大作战》等多款产品，2022年公司加大海外布局，在中国香港、新加坡、澳大利亚等地分别设立子公司，为实现业务全球化奠定基础，弘扬中国传统文化，2022年公司海外业务实现收入1.15亿元，收入占比达到14.5%。
- 2023年公司新品储备丰富，关注《大航海》、《流浪方舟》、《野蛮人大作战2》、《螺旋勇士》等新品上线进展。**2023年公司新品储备丰富，重点产品包括《大航海》(模拟经营类游戏，已完成德法西意英日韩等十余种语言版本，并在海外持续测试调优)、《流浪方舟》(内地上线表现出色，公司拥有港澳台地区发行权，预计23Q2上线)、《野蛮人大作战2》(竞技+RPG多元化游戏，游戏TapTap国际站评分高达9.2，深受核心玩家好评)、《螺旋勇士》(预计23Q3国内发行)等，多款新品上线有望推动公司2023年移动游戏收入高增长。
- 盈利预测与估值分析。**我们预计公司2023-2025年EPS分别为1.59、1.77和1.88元/股。参照可比公司，我们给予公司2023年20-22倍动态PE，对应合理价值区间为31.80-34.98元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**《梦三国》等经典游戏流水下滑，新品上线推迟。

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	996	791	970	1098	1176
(+/-)YoY(%)	-2.7%	-20.6%	22.7%	13.1%	7.1%
净利润(百万元)	339	201	390	435	462
(+/-)YoY(%)	-14.2%	-40.7%	94.1%	11.5%	6.2%
全面摊薄EPS(元)	1.38	0.82	1.59	1.77	1.88
毛利率(%)	82.8%	81.9%	84.1%	83.3%	82.7%
净资产收益率(%)	13.8%	8.4%	15.6%	16.9%	17.5%

资料来源：公司年报(2021A-2022A)，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) 我们认为公司《梦三国》系列端游表现相对稳定, 2023 年随着杭州亚运会的召开, 产品热度有望提升, 2023-2025 年端游营收仍有望保持稳健增长, 毛利率也有望保持稳定; 2) 公司移动游戏储备丰富, 随着版号的开放, 以及重点产品《大航海》、《流量方舟》、《野蛮人大作战 2》、《螺旋勇士》等新品的上线, 2023-2025 年收入增速有望回暖, 且随着自研产品收入占比的增加, 2023 年移动游戏毛利率有望提升。

表 1 公司业务分项收入预测与假设 (亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7.91	9.70	10.98	11.76	毛利	6.48	8.16	9.14	9.73
客户端游戏	5.19	6.23	6.85	6.85	客户端游戏	4.65	5.58	6.14	6.14
移动游戏	2.51	3.26	3.92	4.70	移动游戏	1.75	2.44	2.93	3.52
其他	0.21	0.21	0.21	0.21	其他	0.07	0.07	0.07	0.07
营业成本	1.43	1.55	1.80	2.00	毛利率 (%)	81.88	84.07	83.30	82.74
客户端游戏	0.54	0.65	0.72	0.72	客户端游戏	89.63	89.63	89.63	89.63
移动游戏	0.75	0.75	0.97	1.16	移动游戏	69.90	74.90	74.90	74.90
其他	0.15	0.15	0.12	0.12	其他	33.53	33.53	33.53	33.53

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
三七互娱	002555	31.66	1.35	1.56	1.76	24	20	18
完美世界	002624	19.14	0.79	0.95	1.11	24	20	17
吉比特	603444	535.88	20.33	23.04	26.72	26	23	20
平均						25	21	18

注: 对应为 2023 年 4 月 4 日收盘价

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	791	970	1098	1176
每股收益	0.82	1.59	1.77	1.88	营业成本	143	155	183	203
每股净资产	9.79	10.16	10.50	10.76	毛利率%	81.9%	84.1%	83.3%	82.7%
每股经营现金流	0.57	1.83	2.53	2.17	营业税金及附加	6	8	9	9
每股股利	0.00	1.22	1.42	1.63	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	123	155	176	188
P/E	34.78	17.91	16.06	15.12	营业费用率%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
P/B	2.91	2.80	2.71	2.64	管理费用	116	87	99	106
P/S	8.84	7.21	6.37	5.95	管理费用率%	14.6%	9.0%	9.0%	9.0%
EV/EBITDA	17.44	13.24	11.42	10.53	EBIT	212	391	434	458
股息率%	0.0%	4.3%	5.0%	5.7%	财务费用	-33	-23	-27	-30
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-4.2%	-2.4%	-2.4%	-2.6%
毛利率	81.9%	84.1%	83.3%	82.7%	资产减值损失	-29	0	0	0
净利润率	25.4%	40.2%	39.7%	39.3%	投资收益	33	29	33	35
净资产收益率	8.4%	15.6%	16.9%	17.5%	营业利润	226	467	521	553
资产回报率	6.9%	12.9%	13.2%	13.6%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	8.1%	13.6%	14.5%	14.8%	利润总额	226	467	521	553
盈利增长 (%)					EBITDA	246	437	484	514
营业收入增长率	-20.6%	22.7%	13.1%	7.1%	所得税	19	56	62	66
EBIT 增长率	-39.5%	84.0%	11.0%	5.6%	有效所得税率%	8.3%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-40.7%	94.1%	11.5%	6.2%	少数股东损益	6	21	23	24
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	201	390	435	462
资产负债率	16.6%	16.6%	19.9%	20.3%					
流动比率	3.76	3.84	3.33	3.33	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.72	3.82	3.32	3.31	货币资金	1082	1210	1465	1584
现金比率	2.29	2.45	2.27	2.31	应收账款及应收票据	46	53	48	52
经营效率指标					存货	0	0	1	1
应收账款周转天数	21.36	20.00	16.00	16.00	其它流动资产	643	632	637	642
存货周转天数	0.38	1.00	1.00	1.00	流动资产合计	1771	1896	2151	2278
总资产周转率	0.27	0.32	0.33	0.34	长期股权投资	94	94	94	94
固定资产周转率	2.93	3.47	3.87	4.16	固定资产	270	279	283	282
					在建工程	78	77	76	75
					无形资产	19	20	21	22
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	非流动资产合计	1122	1131	1135	1134
净利润	201	390	435	462	资产总计	2893	3027	3286	3412
少数股东损益	6	21	23	24	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	64	46	51	56	应付票据及应付账款	41	51	65	83
非经营收益	-17	-34	-38	-41	预收账款	3	0	0	0
营运资金变动	-113	27	151	31	其它流动负债	428	444	580	601
经营活动现金流	141	450	621	532	流动负债合计	472	494	645	685
资产	-89	-50	-50	-49	长期借款	0	0	0	0
投资	325	0	0	0	其它长期负债	8	8	8	8
其他	38	29	33	35	非流动负债合计	8	8	8	8
投资活动现金流	275	-21	-17	-14	负债总计	479	502	653	692
债权募资	0	0	0	0	实收资本	246	246	246	246
股权募资	9	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2406	2497	2582	2644
其他	-280	-300	-350	-400	少数股东权益	8	28	51	75
融资活动现金流	-272	-300	-350	-400	负债和所有者权益合计	2893	3027	3286	3412
现金净流量	180	129	255	118					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 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,世纪华通,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

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。