

游戏社交业务稳定增长, AI探索多业务发展

投资要点

- **事件:** 盛天网络发布2022年年度报告和2023年一季度报告。2022年公司实现营业收入16.58亿元,同比增长35.8%;归母净利润2.22亿元,同比增长77.7%;扣非净利润2.19亿元,同比增长80.2%。22Q4,公司实现营业收入4.75亿元(+82%);归母净利润亏损0.32亿元(+127.2%);扣非归母净利润0.3亿元(+138.1%)。23Q1实现营业收入4.29亿元(+34.5%);归母净利润0.74亿元(+40%);扣非净利润0.71亿元(+35.3%)。业绩整体符合市场预期。
- **IP业务稳健增长,游戏社交业务发展值得期待。**2022年《三国志·战略版》延续良好势头,海外发行进入成熟期,23Q1位居Sensor Tower中国AppStore手游收入榜前列,业绩贡献稳定;《三国志2017》长尾运营依旧稳固;手游改编独占IP《真·三国无双8》已进入研发周期,预计于2024年上线。《大航海时代:海上霸主》于2022年12月获批版号,有望于2023年中国大陆地区由腾讯发行上线。公司带带电竞产品满足游戏及非游戏玩家的社交需求,下载数量位居华为、VIVO多个应用市场垂类前列,入驻大神数量稳定增长已突破300万,助力网络广告与增值业务在2022年收入同比增长90.7%,平台运营能力和内容优势有望持续推动社交业务盈利能力提升。
- **游戏两大赛道并行,后续储备项目丰富。**2022年,公司成功布局移动端游戏和独立游戏发行;2023年预计上线《星之翼》《代号:Blade》《遇见梦幻岛》《潮灵王国》等;其中,3D动作空战格斗类手游《星之翼》已开放预约,taptap评分9.1,有望于2023年下半年上线。横版格斗手游《代号:Blade》或将满足竞技玩家硬核游戏体验,后续表现可期;独立游戏方面,22年发行的Roguelike游戏《神州志:西游》反馈较好;武侠类游戏《活侠传》获得IndiePlay中国独立游戏最佳设计大奖,预计2023年上线正式版;公司亦储备3-4款探险解谜、动作闯关等类型独立游戏,有望为游戏出海业务夯实基础。
- **AI赋能应用场景不断拓展。**公司深入结合AI技术,将智能声纹匹配、多声音维度构建用户标签逐步应用在游戏语音社交平台“带带电竞”中,后续公司将专注AI模型在行业内应用层创新,目前已在图像美术、语音陪伴、虚拟主持、软件开发等业务上进行探索,关注后续应用场景和服务拓展。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润分别为3.37亿元、3.94亿元和4.47亿元,对应PE分别为29倍、25倍和22倍。公司为互联网娱乐平台服务龙头企业,网娱平台业务基本盘稳固;IP与游戏运营前景可期,游戏社交业务增长稳固,AI应用端持续探索,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业监管政策趋严的风险,市场竞争加剧的风险,行业政策变动风险,天戏互娱业绩或不及预期风险。

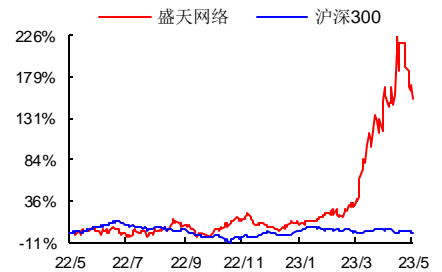
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1658.23	2043.65	2423.61	2801.54
增长率	35.83%	23.24%	18.59%	15.59%
归属母公司净利润(百万元)	222.27	337.14	394.48	446.97
增长率	77.66%	51.68%	17.01%	13.31%
每股收益EPS(元)	0.82	1.24	1.45	1.65
净资产收益率ROE	14.43%	19.41%	8.78%	17.90%
PE	44	29	25	22
PB	6.40	5.34	4.53	3.88

数据来源:Wind,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:刘言
执业证号:S1250515070002
电话:023-67791663
邮箱:liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.72
流通A股(亿股)	2.11
52周内股价区间(元)	13.04-45.0
总市值(亿元)	95.08
总资产(亿元)	19.79
每股净资产(元)	4.99

相关研究

1. 盛天网络(300494):业绩表现亮眼,关注新游后续上线进展(2023-01-31)
2. 盛天网络(300494):业绩高于市场预期,游戏社交业务持续增长空间广阔(2022-10-24)
3. 盛天网络(300494):IP游戏筑牢核心优势,关注游戏社交业务后续发展(2022-08-29)

关键假设

假设 1: 公司网络广告与增值业务市占率高增速平稳, 游戏社交业务维持增长, 预计 2023-2025 年该板块收入增速分别为 35%/25%/20%, 毛利率分别为 15%、16%、17%;

假设 2: 游戏行业政策趋暖, 云游戏平台未来有望贡献可观营收与利润, 预计游戏联运业务 2023-2025 年收入增速分别为 10%/8%/6%, 毛利率稳定至 37%;

假设 3: 未来经典 IP 储备数量有望增加, 多款经典 IP 游戏上线有望贡献稳定分成, 预计 2023-2025 年毛利率稳定至 55%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	1658.2	2043.6	2423.6	2801.5
YOY	35.8%	23.2%	18.6%	15.6%
毛利率	27.3%	26.6%	26.0%	25.8%
网络广告与增值				
收入	1005.3	1357.2	1696.4	2035.7
YOY	90.7%	35.0%	25.0%	20.0%
毛利率	13.69%	15.0%	16.0%	17.0%
游戏联运业务				
收入	192.41	211.7	228.6	242.3
YOY	-18.4%	10.0%	8.0%	6.0%
毛利率	37.1%	37.0%	37.0%	37.0%
IP 运营业务				
收入	452.2	474.8	498.6	523.5
YOY	0.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	53.3%	55.0%	55.0%	55.0%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658.23	2043.65	2423.61	2801.54	净利润	222.27	363.53	417.46	467.41
营业成本	1205.64	1500.60	1793.38	2077.89	折旧与摊销	30.35	14.60	14.60	14.60
营业税金及附加	2.67	4.03	4.48	5.29	财务费用	-15.55	-4.09	-3.64	-2.80
销售费用	40.44	47.00	55.74	64.44	资产减值损失	-13.04	50.00	50.00	50.00
管理费用	91.07	153.27	169.65	196.11	经营营运资本变动	4.05	5.37	-25.41	6.74
财务费用	-15.55	-4.09	-3.64	-2.80	其他	52.71	-175.76	-161.15	-165.95
资产减值损失	-13.04	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	280.79	253.65	291.86	370.00
投资收益	2.32	120.00	120.00	120.00	资本支出	-21.29	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	2.19	0.00	0.00	0.00	其他	-0.31	120.00	120.00	120.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-21.60	100.00	100.00	100.00
营业利润	252.65	412.83	473.98	530.62	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.62	-0.62	-0.62	-0.62	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	252.04	412.22	473.37	530.01	股权融资	-28.38	0.00	0.00	0.00
所得税	29.77	48.69	55.91	62.60	支付股利	0.00	-44.45	-67.43	-78.90
净利润	222.27	363.53	417.46	467.41	其他	-55.91	-86.15	3.64	2.80
少数股东损益	0.00	26.39	22.99	20.44	筹资活动现金流净额	-84.29	-130.61	-63.79	-76.09
归属母公司股东净利润	222.27	337.14	394.48	446.97	现金流量净额	179.52	223.04	328.07	393.90
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1196.87	1419.91	1747.98	2141.89	成长能力				
应收和预付款项	306.51	389.92	459.67	530.62	销售收入增长率	35.83%	23.24%	18.59%	15.59%
存货	0.25	0.32	-1.62	-0.56	营业利润增长率	79.25%	63.40%	14.81%	11.95%
其他流动资产	25.46	12.13	14.06	15.99	净利润增长率	77.78%	63.55%	14.84%	11.96%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	67.16%	58.29%	14.55%	11.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	50.68	45.85	41.01	36.18	毛利率	27.29%	26.57%	26.00%	25.83%
无形资产和开发支出	344.37	354.66	364.94	375.22	三费率	6.99%	9.60%	9.15%	9.20%
其他非流动资产	134.65	134.60	134.55	134.51	净利率	13.40%	17.79%	17.22%	16.68%
资产总计	2058.80	2357.38	2760.60	3233.84	ROE	14.43%	19.41%	18.78%	17.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.80%	15.42%	15.12%	14.45%
应付和预收款项	281.25	397.39	450.05	534.26	ROIC	49.51%	72.14%	75.16%	77.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.13%	20.72%	20.01%	19.36%
其他负债	237.25	86.74	87.27	87.78	营运能力				
负债合计	518.50	484.14	537.32	622.04	总资产周转率	0.84	0.93	0.95	0.93
股本	271.67	271.67	271.67	271.67	固定资产周转率	32.21	42.34	55.81	72.59
资本公积	433.07	445.69	445.69	445.69	应收账款周转率	5.68	6.25	6.14	6.07
留存收益	849.43	1142.11	1469.16	1837.23	存货周转率	9476.96	5254.95	5159.66	5086.72
归属母公司股东权益	1540.30	1846.85	2173.90	2541.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	26.39	49.38	69.82	资本结构				
股东权益合计	1540.30	1873.25	2223.28	2611.79	资产负债率	25.18%	20.54%	19.46%	19.24%
负债和股东权益合计	2058.80	2357.38	2760.60	3233.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.52	4.55	4.90	5.00
					速动比率	3.52	4.55	4.90	5.00
					股利支付率	0.00%	13.19%	17.09%	17.65%
					每股指标				
					每股收益	0.82	1.24	1.45	1.65
					每股净资产	5.67	6.80	8.00	9.36
					每股经营现金	1.03	0.93	1.07	1.36
					每股股利	0.00	0.16	0.25	0.29
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	267.45	423.34	484.95	542.42					
PE	44.33	29.23	24.98	22.04					
PB	6.40	5.34	4.53	3.88					
PS	5.94	4.82	4.07	3.52					
EV/EBITDA	32.25	18.52	15.49	13.12					
股息率	0.00%	0.45%	0.68%	0.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn