证券研究报告

传媒

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

增持 （维持）

恺英网络 （002517.SZ）

收购盛和剩余股权，增厚业绩未来可期

2023 年 05 月 26 日

市场数据

日期	2023-05-26
收盘价（元）	15.72
总股本（百万股）	2152.52
流通股本(百万股)	1906.77
净资产（百万元）	4787.00
总资产（百万元）	6195.10
每股净资产（元）	2.22

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证传媒】恺英网络 2022 年度业绩预告点评：新游版号联袂而至，硕果累累乘势而起》2023-01-19

《【兴证传媒】恺英网络 2022 三季报点评：传奇奇迹筑基韧性凸显，业绩逆势增长强势依旧》2022-10-28

《【兴证传媒】恺英网络（002517）：厚积薄发引领奇迹复苏潮，三剑合璧打造传奇元宇宙》2022-09-19

分析师：

李阳

liyangyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **事件：公司拟收购控股子公司浙江盛和 29%股权。**2023 年 5 月 25 日，恺英网络发布公告，公司于 2023 年 5 月 25 日与金丹良先生、陈忠良先生签署《股权转让协议》，拟使用 5.70 亿元自有资金购买金丹良先生、陈忠良先生持有的浙江盛和 29%股权，本次交易完成后，公司将最终持有浙江盛和 100%股权。
- **浙江盛和深耕传奇，增厚公司业绩可期。**浙江盛和深耕传奇赛道十余年，打造了《蓝月传奇》《原始传奇》等知名爆款游戏。2021/2022 年及 2023Q1 浙江盛和净利润分别为 9.31/11.89/2.71 亿元，2021/2022 年并入上市公司净利润分别为 6.61/8.44 亿元，对上市公司净利润贡献率分别为 114.59%和 82.37%。浙江盛和 100%控股有望进一步增强浙江盛和的信誉度、品牌力和凝聚力；同时，有利于增加公司合并利润、提升公司收益水平和优化资产结构，促进长远发展。
- **优质 IP 强力赋能，VR+AI 打开想象空间。1）公司治理不断改善：**公司 2022 年实现股东新老替换、实施股份回购及股权激励计划，提振信心。**2）传奇奇迹产品积淀深厚：**目前，公司已成功运营长周期传奇精品游戏包括《蓝月传奇》《原始传奇》《王者传奇》等；同时，公司在奇迹品类游戏领域积累了深厚实力，2022 年上线奇迹产品《天使之战》《永恒联盟》等，兼顾经典与创新，广受好评。**3）创新品类持续发力：**公司积极布局卡牌、二次元、SLG 等多元品类，在手版号丰富，《龙神八部之西行纪》预计 6 月上线。**4）VR 布局软硬兼备：**公司与幻世合资成立上海臣旋布局 VR 游戏，一款动作竞技类 VR 新游在研。**5）AIGC 布局游戏研发：**复旦大学与公司子公司恺英软件签署协议，助力恺英网络实现首个搭建 AIGC 及 AINPC 技术的斗罗大陆 IP 手游。
- **盈利预测：**公司治理持续完善、新老游戏表现出色、业绩增速亮眼，作品矩阵储备丰富、VR+AI 催化不断。收购盛和股份有望增厚利润，但由于本次交易尚需相关部门审核，我们暂维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 14.54/17.95/21.72 亿元，对应当前股价（2023 年 05 月 26 日）的 PE 分别为 23.3/18.9/15.6 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险、游戏行业政策变动风险、行业竞争格局变化风险、技术革新风险、人才流失风险等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3726	5033	6190	7334
同比增长	56.8%	35.1%	23.0%	18.5%
归母净利润(百万元)	1025	1454	1795	2172
同比增长	77.8%	41.8%	23.5%	21.0%
毛利率	75.0%	75.8%	76.1%	76.6%
ROE	22.9%	24.6%	23.3%	22.0%
每股收益(元)	0.48	0.68	0.83	1.01
市盈率	33.0	23.3	18.9	15.6

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3948	5915	8408	11476
货币资金	2551	3523	5483	7987
交易性金融资产	0	54	36	42
应收票据及应收账款	858	1563	1928	2290
预付款项	229	495	566	622
存货	10	32	40	47
其他	299	247	356	487
非流动资产	1829	1844	1866	1892
长期股权投资	398	398	398	398
固定资产	21	23	26	32
在建工程	0	0	0	0
无形资产	28	29	31	32
商誉	852	852	852	852
长期待摊费用	241	284	321	360
其他	289	258	238	218
资产总计	5776	7759	10274	13368
流动负债	1201	1223	1324	1429
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	312	431	521	605
其他	889	793	803	824
非流动负债	33	79	75	57
长期借款	0	0	0	0
其他	33	79	75	57
负债合计	1234	1302	1400	1486
股本	1515	1515	1515	1515
资本公积	746	746	746	746
未分配利润	2070	3368	4970	6910
少数股东权益	70	546	1134	1914
股东权益合计	4542	6457	8875	11882
负债及权益合计	5776	7759	10274	13368

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1025	1454	1795	2172
折旧和摊销	56	44	45	43
资产减值准备	12	145	44	44
资产处置损失	0	1	1	1
公允价值变动损失	2	-3	4	1
财务费用	2	-124	-185	-277
投资损失	12	-12	-42	-30
少数股东损益	336	475	588	780
营运资金的变动	32	-1238	-535	-572
经营活动产生现金流量	1483	720	1720	2181
投资活动产生现金流量	447	-66	26	-9
融资活动产生现金流量	-580	317	213	331
现金净变动	1370	972	1960	2504
现金的期初余额	1163	2551	3523	5483
现金的期末余额	2533	3523	5483	7987

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3726	5033	6190	7334
营业成本	931	1231	1489	1729
税金及附加	18	24	29	35
销售费用	803	1025	1234	1330
管理费用	164	288	391	445
研发费用	511	571	721	924
财务费用	-34	-124	-185	-277
其他收益	34	37	40	43
投资收益	-12	12	42	30
公允价值变动收益	-2	3	-4	-1
信用减值损失	24	23	23	23
资产减值损失	-36	-10	-5	0
资产处置收益	-0	-1	-1	-1
营业利润	1341	2082	2607	3242
营业外收入	530	545	43	38
营业外支出	487	488	8	7
利润总额	1384	2139	2642	3273
所得税	23	210	259	321
净利润	1361	1929	2383	2952
少数股东损益	336	475	588	780
归属母公司净利润	1025	1454	1795	2172
EPS(元)	0.48	0.68	0.83	1.01

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	56.8%	35.1%	23.0%	18.5%
营业利润增长率	47.9%	55.3%	25.2%	24.4%
归母净利润增长率	77.8%	41.8%	23.5%	21.0%
盈利能力				
毛利率	75.0%	75.5%	75.9%	76.4%
归母净利率	27.5%	28.9%	29.0%	29.6%
ROE	22.9%	24.6%	23.2%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	21.4%	16.8%	13.6%	11.1%
流动比率	3.29	4.83	6.35	8.03
速动比率	3.28	4.81	6.32	8.00
营运能力				
资产周转率	73%	74%	69%	62%
应收帐款周转率	435%	382%	319%	313%
存货周转率	4853%	3979%	2915%	2789%
每股资料(元)				
每股收益	0.48	0.68	0.83	1.01
每股经营现金	0.69	0.33	0.80	1.01
每股净资产	2.08	2.75	3.60	4.63
估值比率(倍)				
PE	33.0	23.3	18.9	15.6
PB	7.6	5.7	4.4	3.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn