

# 恺英网络 (002517)

证券研究报告

2023年05月26日

## 拟收购浙江盛和少数股权，增强持续盈利能力

**事件：**5月25日，公司与金丹良、陈忠良签署《股权转让协议》，拟使用5.70亿元自有资金购买二人持有的浙江盛和29%股权。本次交易完成后，公司将最终持有浙江盛和100%股权。

### 拟收购浙江盛和少数股权，利好公司业务长远发展

浙江盛和股东全部权益价值采用收益法的评估价值为25.56亿元，对应29%股权的评估价值为7.41亿元。公司5.70亿元自有资金购买，较评估价值折价23.1%。浙江盛和以自主原创为基石，打造了《蓝月传奇》、《原始传奇》等多款精品手游、页游产品。自2016年、2017年公司累计收购浙江盛和71%股权后，其业务发展稳健，2020-2022年浙江盛和实现归母净利润分别为2.1/9.3/11.9亿元，对公司净利润贡献率分别达84.39%/114.59%/82.37%。23Q1浙江盛和实现营收4.4亿元，实现归母净利润2.7亿元。

### 23年产品储备丰富，推动公司业务稳健良性发展

5月国产版号中公司有3款游戏《永恒觉醒》《一念永恒：少年追梦》《图兰卡的挽歌》在列。2023年公司计划上线产品中，已有版号的包括《龙神八部之西行纪》(定档6月5日)、《仙剑奇侠传：新的开始》、《归隐山居图》、《山海浮梦录》、《石器时代》(腾讯已在上线预热)、《龙腾传奇》，另有储备产品《妖怪正传2》《代号：OVERLORD》《代号：盗墓》《代号：斗罗》《代号：转生史莱姆》《代号：XW》等。此外，公司还有一款动作竞技类的VR游戏预计2023年上线。我们认为产品充沛供给保障下，公司业绩有望保持稳定增长。

### 密切跟踪新技术的发展，探索AIGC助力游戏制作

公司战略投资的幻查网络，其旗下自研的虚幻引擎下AIGC工具，已经能够批量形成高精度的人物和场景渲染图，极大地降低了研发领域的美术成本。此外，子公司上海恺英软件技术有限公司与复旦大学签署《软件定制开发协议》，双方致力于利用AIGC与AINPC相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域新技术研发与应用。

**投资建议：**考虑到收购方案需相关部门审核，我们暂不对盈利预测进行调整，维持此前预计公司2023-2025年收入分别为48.84/61.40/73.29亿元，同比增速分别为31%/26%/19%，归母净利润分别为14.33/17.42/19.67亿元，同比增速分别为40%/22%/13%，维持“买入”评级。对应2023年5月25日收盘价，23-25年PE分别为24/20/18倍。

**风险提示：**AI技术发展不及预期，政策监管风险，VR业务进展不及预期风险，新游戏/版本上线节奏不达预期风险等，收购失败风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,375.30	3,725.53	4,884.18	6,139.90	7,328.58
增长率(%)	53.92	56.84	31.10	25.71	19.36
EBITDA(百万元)	1,249.89	1,842.57	1,929.03	2,427.24	2,733.66
归属母公司净利润(百万元)	576.73	1,025.17	1,432.71	1,741.77	1,967.27
增长率(%)	224.14	77.76	39.75	21.57	12.95
EPS(元/股)	0.27	0.48	0.67	0.81	0.91
市盈率(P/E)	60.13	33.83	24.20	19.91	17.63
市净率(P/B)	10.18	7.75	4.12	3.19	2.53
市销率(P/S)	14.60	9.31	5.00	3.98	3.33
EV/EBITDA	5.92	3.77	11.30	7.61	6.72

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/游戏 II
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	16.11元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,152.52
流通A股股本(百万股)	1,906.77
A股总市值(百万元)	34,677.06
流通A股市值(百万元)	30,718.09
每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	20.31
一年内最高/最低(元)	18.34/5.23

### 作者

**孔蓉** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

**朱骥楠** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523010002  
zhuqinnan@tfzq.com

**金沐阳** 联系人  
jinmuyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《恺英网络-年报点评报告:IP游戏业务持续向好，积极推进AI+游戏场景落地》2023-04-28
- 《恺英网络-季报点评:22Q3业绩：游戏业务向好发展，治理结构清晰、股权激励着眼长远》2022-10-29
- 《恺英网络-首次覆盖报告:游戏主业稳步发力，VRAR布局正当时》2022-08-19

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,177.94	2,550.97	2,545.64	6,631.38	7,613.72	营业收入	2,375.30	3,725.53	4,884.18	6,139.90	7,328.58
应收票据及应收账款	761.15	858.41	1,773.79	1,218.29	2,350.63	营业成本	694.05	930.76	1,172.20	1,412.18	1,612.29
预付账款	322.11	229.09	804.40	312.02	904.96	营业税金及附加	11.93	17.55	21.45	28.91	33.74
存货	16.15	10.46	15.39	21.98	19.47	销售费用	360.60	803.35	732.63	920.98	1,209.22
其他	460.05	298.67	829.91	332.41	850.80	管理费用	165.42	163.87	380.90	392.16	453.99
<b>流动资产合计</b>	<b>2,737.42</b>	<b>3,947.61</b>	<b>5,969.13</b>	<b>8,516.09</b>	<b>11,739.57</b>	研发费用	339.30	511.27	879.15	1,000.80	1,333.80
长期股权投资	352.16	397.76	397.76	397.76	397.76	财务费用	(10.33)	(34.18)	(49.72)	(89.52)	(138.96)
固定资产	15.78	21.11	13.73	6.35	0.00	资产/信用减值损失	1.50	(11.96)	(4.36)	(4.94)	(7.09)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	(27.06)	(2.35)	147.85	(44.11)	(19.88)
无形资产	16.09	27.68	21.06	14.44	7.82	投资净收益	104.98	(12.37)	45.52	46.05	26.40
其他	1,278.15	1,382.29	1,321.50	1,263.77	1,218.38	其他	(171.33)	18.99	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,662.18</b>	<b>1,828.84</b>	<b>1,754.05</b>	<b>1,682.33</b>	<b>1,623.96</b>	<b>营业利润</b>	<b>906.24</b>	<b>1,340.62</b>	<b>1,936.58</b>	<b>2,471.38</b>	<b>2,823.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,399.60</b>	<b>5,776.45</b>	<b>7,723.18</b>	<b>10,198.42</b>	<b>13,363.54</b>	营业外收入	37.79	530.35	206.76	258.30	331.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	7.84	486.69	173.97	222.83	294.50
应付票据及应付账款	266.75	312.15	823.94	278.85	995.97	<b>利润总额</b>	<b>936.19</b>	<b>1,384.27</b>	<b>1,969.36</b>	<b>2,506.84</b>	<b>2,861.25</b>
其他	211.02	729.80	370.79	1,019.05	690.82	所得税	91.75	23.01	59.08	120.85	90.45
<b>流动负债合计</b>	<b>477.77</b>	<b>1,041.95</b>	<b>1,194.73</b>	<b>1,297.90</b>	<b>1,686.79</b>	<b>净利润</b>	<b>844.44</b>	<b>1,361.26</b>	<b>1,910.28</b>	<b>2,385.99</b>	<b>2,770.80</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	267.71	336.09	477.57	644.22	803.53
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>576.73</b>	<b>1,025.17</b>	<b>1,432.71</b>	<b>1,741.77</b>	<b>1,967.27</b>
其他	67.10	32.99	50.95	50.35	44.76	每股收益(元)	0.27	0.48	0.67	0.81	0.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>67.10</b>	<b>32.99</b>	<b>50.95</b>	<b>50.35</b>	<b>44.76</b>						
<b>负债合计</b>	<b>650.56</b>	<b>1,234.15</b>	<b>1,245.68</b>	<b>1,348.25</b>	<b>1,731.55</b>						
少数股东权益	343.13	70.39	547.97	1,192.18	1,995.71	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	1,515.20	1,515.20	1,515.20	1,515.20	1,515.20	<b>成长能力</b>					
资本公积	758.10	746.15	777.47	777.47	777.47	营业收入	53.92%	56.84%	31.10%	25.71%	19.36%
留存收益	1,360.54	2,385.71	3,818.43	5,560.20	7,527.47	营业利润	296.08%	47.93%	44.45%	27.62%	14.27%
其他	(227.92)	(175.16)	(181.55)	(194.88)	(183.86)	归属于母公司净利润	224.14%	77.76%	39.75%	21.57%	12.95%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,749.04</b>	<b>4,542.30</b>	<b>6,477.51</b>	<b>8,850.17</b>	<b>11,631.98</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,399.60</b>	<b>5,776.45</b>	<b>7,723.18</b>	<b>10,198.42</b>	<b>13,363.54</b>	毛利率	70.78%	75.02%	76.00%	77.00%	78.00%
						净利率	24.28%	27.52%	29.33%	28.37%	26.84%
						ROE	16.93%	22.92%	24.16%	22.74%	20.42%
						ROIC	49.49%	64.47%	123.43%	68.17%	151.35%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	14.79%	21.37%	16.13%	13.22%	12.96%
						净负债率	-31.13%	-55.69%	-39.13%	-74.77%	-65.32%
						流动比率	4.69	3.29	5.00	6.56	6.96
						速动比率	4.66	3.28	4.98	6.54	6.95
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.10	4.60	3.71	4.10	4.11
						存货周转率	238.20	279.93	377.79	328.59	353.64
						总资产周转率	0.60	0.73	0.72	0.69	0.62
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.27	0.48	0.67	0.81	0.91
						每股经营现金流	0.23	0.69	0.08	1.80	0.36
						每股净资产	1.58	2.08	3.91	5.05	6.36
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	60.13	33.83	24.20	19.91	17.63
						市净率	10.18	7.75	4.12	3.19	2.53
						EV/EBITDA	5.92	3.77	11.30	7.61	6.72
						EV/EBIT	5.97	3.80	11.39	7.65	6.75

  

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	844.44	1,361.26	1,432.71	1,741.77	1,967.27
折旧摊销	36.07	56.22	14.00	14.00	12.97
财务费用	0.63	2.00	(49.72)	(89.52)	(138.96)
投资损失	(104.98)	12.37	(45.52)	(46.05)	(26.40)
营运资金变动	(388.59)	(14.91)	(1,795.98)	1,651.36	(1,833.49)
其它	113.12	66.08	625.42	600.11	783.65
<b>经营活动现金流</b>	<b>500.68</b>	<b>1,483.02</b>	<b>180.91</b>	<b>3,871.68</b>	<b>765.04</b>
资本支出	(11.63)	108.31	(17.95)	0.60	5.58
长期投资	(10.80)	45.60	0.00	0.00	0.00
其他	204.11	293.37	(232.23)	133.66	60.57
<b>投资活动现金流</b>	<b>181.69</b>	<b>447.28</b>	<b>(250.18)</b>	<b>134.26</b>	<b>66.16</b>
债权融资	21.28	44.77	39.01	93.13	140.12
股权融资	(59.29)	40.82	24.92	(13.33)	11.01
其他	(141.91)	(665.67)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(179.93)</b>	<b>(580.08)</b>	<b>63.94</b>	<b>79.81</b>	<b>151.14</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>502.44</b>	<b>1,350.22</b>	<b>(5.33)</b>	<b>4,085.75</b>	<b>982.34</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com