

分析师: 乔琪  
 登记编码: S0730520090001  
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

# 拟收购浙江盛和剩余股权, 提升公司整体竞争力及业绩

——恺英网络(002517)公司点评报告

## 证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

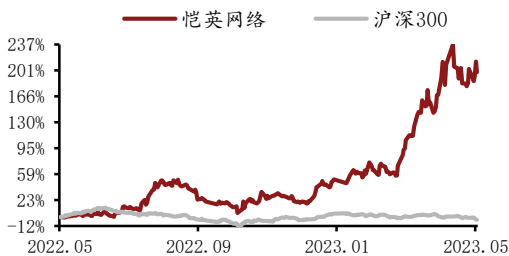
### 市场数据(2023-05-25)

收盘价(元)	16.11
一年内最高/最低(元)	18.15/5.37
沪深 300 指数	3,850.50
市净率(倍)	7.24
流通市值(亿元)	307.18

### 基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	2.22
每股经营现金流(元)	0.18
毛利率(%)	83.81
净资产收益率_摊薄(%)	6.05
资产负债率(%)	20.31
总股本/流通股(万股)	215,251.76/190,677.14
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源, 中原证券

### 相关报告

- 《恺英网络(002517)年报点评: 连续三年业绩大增, 拥抱 AI、VR 等新技术》 2023-04-28
- 《恺英网络(002517)季报点评: 主营业务高速增长, 股权激励彰显信心》 2022-10-31
- 《恺英网络(002517)中报点评: 上半年业绩高速增长, 关注新品类拓展以及 VR/AR 布局》 2022-08-19

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 05 月 26 日

公司发布公告拟使用 5.70 亿元收购金丹良先生和陈忠良先生持有的浙江盛和 29% 的股权, 加上公司此前拥有浙江盛和 71% 的股权, 收购完成后公司将拥有浙江盛和 100% 股权。

### 投资要点:

- **浙江盛和构成公司主要净利润来源, 收购完成后或增厚公司业绩。** 浙江盛和是集合网页游戏和手机游戏的研发、运营、发行为一体的游戏公司, 曾打造了《蓝月传奇》、《原始传奇》等多个知名的手游和页游产品。根据公司公告显示, 以 2022 年 12 月 31 日为评估基准日, 在持续经营的前提下, 采用收益法评估的浙江盛和全部权益价值为 25.56 亿元, 29% 股权的评估价值为 7.41 亿元, 协定转让价格为 5.70 亿元, 折价约 23%。2020-2022 年浙江盛和实现对公司贡献的净利润分别为 1.50 亿元、6.61 亿元和 8.44 亿元, 利润贡献率分别为 84.39%、114.59%、82.37%, 构成公司的主要利润来源, 若收购完成后将进一步增加合并利润, 提升公司收益水平。
- **产品储备较多, 2023 或进入产品大年。** 根据公司公告, 目前公司计划上线产品十余款, 包括《龙神八部之西行纪》(有版号, 定档 6 月 5 日)、《仙剑奇侠传: 新的开始》(有版号)、《归隐山居图》(有版号)、《山海浮梦录》(有版号)、《龙腾传奇》(有版号)、《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。在 5 月 22 日发放的版号中, 公司旗下指战网络运营的《图兰卡的挽歌》、积木堂信息技术有限公司运营的《永恒觉醒》以及公司合作项目《一念永恒: 少年追梦》均获版号。
- **积极拥抱新技术, 探索 AI 技术助力游戏制作。** 公司与复旦大学签署《软件定制开发协议》, 双方将共同致力于利用 AI、VR/AR 等领域新技术的研发和应用, 助力公司实现首个搭建 AIGC 及 AINPC 技术的斗罗大陆 IP 手游。未来公司将会研究加大应用相关 AIGC 工具的力度, 以进一步提升研发效率。  
在 VR 和元宇宙领域, 在硬件端, 公司投资了 VR 硬件厂商大朋 VR; 在应用端, 公司和幻世科技合资成立了元宇宙和虚拟现实内容制作平台臣旒网络, 目前有一款动作竞技类 VR 游戏在研发中, 预计 2023 年上线。
- **版号常态化利好, 市场规模逐渐回暖。** 自 2022 年 3 月以来, 国内游戏市场规模持续收缩, 同比始终处于下降状态, 但在版号政策常态化的背景下, 国内游戏行业供给端逐渐修复, 市场规模的同

比降幅已有明显收窄。根据伽马数据统计，2023年4月国内游戏市场规模224.94亿元，环比增长2.94%，同比减少2.16%，其中移动游戏市场规模162.18亿元，环比增长4.03%，同比减少4.37%，热门新品上线带动行业规模逐渐回升。

- **投资建议与盈利预测：**公司研发、发行、投资+IP战略三大板块驱动公司业绩持续增长，传奇品类以及创新品类共同构筑的公司业绩基本保障和增长动力。收购浙江盛和剩余股权有望进一步整合优势产品、资源、人才和渠道，增强公司一体化的研运体系和能力，提高决策效率，增厚公司业绩。2023年公司储备产品丰富，游戏制作将从中长期受益于AI技术带来的研发效率提升以及AINPC等创新模式，供给端也将会受益于版号政策的常态化。考虑目前收购方案尚需监管部门审核通过，暂不调整此前对公司的盈利预测，预计公司2023-2025年EPS为0.62元、0.79元和0.92元，按照5月25日收盘价16.11元，对应PE为25.88倍、20.34倍和17.53倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业监管政策变化；游戏产品表现及上线时间不及预期；行业竞争加剧；宏观经济波动影响文娱消费

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,375	3,726	4,986	6,204	6,993
增长比率（%）	53.92	56.84	33.84	24.42	12.72
净利润（百万元）	577	1,025	1,340	1,705	1,979
增长比率（%）	224.14	77.76	30.68	27.24	16.07
每股收益(元)	0.27	0.48	0.62	0.79	0.92
市盈率(倍)	60.13	33.83	25.88	20.34	17.53

资料来源：聚源，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,737</b>	<b>3,948</b>	<b>5,984</b>	<b>8,131</b>	<b>11,043</b>
现金	1,178	2,551	4,070	5,871	8,409
应收票据及应收账款	761	858	1,205	1,382	1,610
其他应收款	89	39	58	63	73
预付账款	322	229	275	339	381
存货	16	10	23	18	28
其他流动资产	371	260	354	457	543
<b>非流动资产</b>	<b>1,662</b>	<b>1,829</b>	<b>1,872</b>	<b>1,911</b>	<b>1,948</b>
长期投资	352	398	408	413	418
固定资产	16	21	24	26	28
无形资产	16	28	31	34	38
其他非流动资产	1,278	1,382	1,410	1,437	1,465
<b>资产总计</b>	<b>4,400</b>	<b>5,776</b>	<b>7,856</b>	<b>10,041</b>	<b>12,992</b>
<b>流动负债</b>	<b>583</b>	<b>1,201</b>	<b>1,398</b>	<b>1,191</b>	<b>1,366</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	267	312	418	484	574
其他流动负债	317	889	981	706	791
<b>非流动负债</b>	<b>67</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>44</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67	33	37	41	44
<b>负债合计</b>	<b>651</b>	<b>1,234</b>	<b>1,435</b>	<b>1,231</b>	<b>1,410</b>
少数股东权益	343	70	566	1,196	1,928
股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
资本公积	758	746	746	746	746
留存收益	1,361	2,386	3,769	5,528	7,567
归属母公司股东权益	3,406	4,472	5,855	7,614	9,653
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,400</b>	<b>5,776</b>	<b>7,856</b>	<b>10,041</b>	<b>12,992</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>501</b>	<b>1,483</b>	<b>1,449</b>	<b>1,693</b>	<b>2,408</b>
净利润	844	1,361	1,835	2,335	2,710
折旧摊销	42	76	28	28	28
财务费用	1	2	1	1	1
投资损失	-105	12	-100	-124	-140
营运资金变动	-334	32	-311	-541	-186
其他经营现金流	53	0	-5	-6	-6
<b>投资活动现金流</b>	<b>182</b>	<b>447</b>	<b>67</b>	<b>106</b>	<b>127</b>
资本支出	-153	-131	-9	0	6
长期投资	288	-56	-43	-44	-48
其他投资现金流	47	635	119	149	169
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-180</b>	<b>-580</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	27	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-207	-568	3	3	2
<b>现金净增加额</b>	<b>498</b>	<b>1,370</b>	<b>1,519</b>	<b>1,802</b>	<b>2,537</b>

资料来源：聚源，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,375</b>	<b>3,726</b>	<b>4,986</b>	<b>6,204</b>	<b>6,993</b>
营业成本	694	931	1,194	1,476	1,657
营业税金及附加	12	18	25	31	35
营业费用	361	803	1,072	1,303	1,399
管理费用	165	164	274	329	364
研发费用	339	511	683	850	958
财务费用	-10	-34	-55	-69	-77
资产减值损失	-20	-36	-43	-54	-61
其他收益	12	34	35	43	49
公允价值变动收益	-27	-2	24	30	34
投资净收益	105	-12	100	124	140
资产处置收益	0	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>906</b>	<b>1,341</b>	<b>1,894</b>	<b>2,412</b>	<b>2,801</b>
营业外收入	38	530	90	112	126
营业外支出	8	487	52	65	73
<b>利润总额</b>	<b>936</b>	<b>1,384</b>	<b>1,932</b>	<b>2,458</b>	<b>2,853</b>
所得税	92	23	97	123	143
<b>净利润</b>	<b>844</b>	<b>1,361</b>	<b>1,835</b>	<b>2,335</b>	<b>2,710</b>
少数股东损益	268	336	496	630	732
<b>归属母公司净利润</b>	<b>577</b>	<b>1,025</b>	<b>1,340</b>	<b>1,705</b>	<b>1,979</b>
EBITDA	879	1,433	1,815	2,305	2,679
EPS (元)	0.27	0.49	0.62	0.79	0.92

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	53.92	56.84	33.84	24.42	12.72
营业利润 (%)	296.08	47.93	41.31	27.30	16.13
归属母公司净利润 (%)	224.14	77.76	30.68	27.24	16.07
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	70.78	75.02	76.06	76.22	76.31
净利率 (%)	24.28	27.52	26.87	27.48	28.29
ROE (%)	16.93	22.92	22.88	22.39	20.50
ROIC (%)	20.02	29.13	26.27	24.43	21.65
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	14.79	21.37	18.27	12.26	10.85
净负债比率 (%)	17.35	27.17	22.35	13.97	12.18
流动比率	4.69	3.29	4.28	6.83	8.09
速动比率	4.03	3.03	4.01	6.45	7.71
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.60	0.73	0.73	0.69	0.61
应收账款周转率	4.10	4.60	4.80	4.74	4.62
应付账款周转率	2.66	3.22	3.27	3.27	3.13
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.48	0.62	0.79	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	0.69	0.67	0.79	1.12
每股净资产 (最新摊薄)	1.58	2.08	2.72	3.54	4.48
<b>估值比率</b>					
P/E	60.13	33.83	25.88	20.34	17.53
P/B	10.18	7.75	5.92	4.55	3.59
EV/EBITDA	12.94	8.10	16.89	12.51	9.83

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。