

**投资评级 优于大市 维持**

# 收购浙江盛和剩余 29%少数股权，新增并表有望增厚全年业绩水平

**股票数据**

05月31日收盘价(元)	18.56
52周股价波动(元)	5.29-18.77
总股本/流通A股(百万股)	2153/1907
总市值/流通市值(百万元)	37131/32892

**相关研究**

《2022年及23Q1归母净利润增速亮眼，关注公司AI、VR等新业态探索》2023.05.03

《2022年归母净利润预计同增61%-96%，近期多款游戏版号核发，2023年高增长有望延续》2023.01.20

《22Q3营收同增23%，净利润同增28%，业绩向好趋势不变》2022.11.01

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.4	51.5	102.9
相对涨幅(%)	8.2	56.4	108.6

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:cxc11774@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:**

- 收购浙江盛和剩余 29%少数股权，新增并表有望增厚全年业绩水平。**公司披露拟用 5.7 亿自有资金，收购浙江盛和剩余 29%少数股权，浙江盛和是国内知名的页游和手游研发商，曾打造《原始传奇》《蓝月传奇》等高品质游戏，2021-2022 年浙江盛和分别实现归母净利润 9.3 和 11.9 亿元，是公司业绩的重要组成部分，本次收购完成浙江盛和将成为公司 100%控股的全资子公司，我们认为本次收购将增厚公司业绩水平，提升长期经营能力。
- 重点产品储备丰富，与复旦大学合作，AI 技术有望提升“斗罗大陆”IP 手游玩家体验。**公司重点产品储备丰富，目前储备产品中《山海浮梦录》、《龙腾传奇》、《纳萨力克之王》、《仙剑奇侠传：新的开始》、《龙神八部之西行纪》、《石器时代：觉醒》已经获批版号。4月23日公司与复旦大学签署《软件定制开发协议》，共同致力于利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域的新技术研发与应用。复旦大学将利用其在人工智能研发方面的技术、计算机软件开发技能和软件开发管理理论，通过开发对 AIGC 与 AINPC 进行结合，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。我们认为，优质 IP 叠加 AI 技术，将大幅提高玩家交互体验，随着虚拟现实等技术的引入，游戏场景将不断拓宽延展。
- 抢先布局虚拟现实技术，AI 有望大幅降低美术成本。**近年来公司积极探索虚拟现实、AI 等新业态。1) 虚拟现实方面，公司投资了 VR 硬件厂商大朋 VR，成立了公司元宇宙和虚拟现实内容制作的平台公司 匠旋网络，目前正在研发一款动作类 VR 游戏，预计将在年内上线。2) 人工智能方面，公司的战略投资企业幻查网络自研了虚幻引擎下的 AIGC 工具，已经能够批量形成高精度的人物和场景渲染图，极大降低了研发领域的美术成本。战略投资企业星跃互动在研发中也已充分应用 AI 工具 MidJourney 大批量生成场景和人物，能将创作时间从两个月降低到半个小时，大幅优化研发成本。
- 盈利预测与估值分析。**我们预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.72 元、0.89 元和 1.07 元。我们认为公司新品储备丰富，AI 技术有望中长期赋能公司游戏研发，近期公司拟现金收购浙江盛和剩余 29%少数股权，新增并表有望增厚全年业绩水平，我们给予公司 2023 年 28-30 倍动态 PE 估值，对应合理价值区间为 20.16-21.60 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**新游上线推迟，VR、AI 等新技术应用低于预期。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2375	3726	4798	5965	7136
(+/-)YoY(%)	53.9%	56.8%	28.8%	24.3%	19.6%
净利润(百万元)	577	1025	1559	1916	2302
(+/-)YoY(%)	224.1%	77.8%	52.0%	22.9%	20.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.27	0.48	0.72	0.89	1.07
毛利率(%)	70.8%	75.0%	75.3%	75.5%	75.6%
净资产收益率(%)	16.9%	22.9%	25.8%	24.1%	22.5%

资料来源：公司年报(2021-2022)，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

**表 1 公司主营业务各分项收入预测与假设 (亿元)**

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	37.26	47.98	59.65	71.36	<b>毛利</b>	27.95	36.13	45.03	53.93
移动网络游戏	31.57	41.04	51.30	61.56	移动网络游戏	23.78	30.91	38.64	46.37
信息服务	4.64	6.03	7.54	9.05	信息服务	3.69	4.80	6.01	7.21
网页网络游戏	0.87	0.74	0.64	0.58	网页网络游戏	0.34	0.29	0.25	0.23
其他	0.17	0.17	0.17	0.17	其他	0.13	0.13	0.13	0.13
<b>营业成本</b>	9.31	11.85	14.63	17.43	<b>毛利率 (%)</b>	75.02	75.31	75.48	75.58
移动网络游戏	7.79	10.13	12.66	15.19	移动网络游戏	75.32	75.32	75.32	75.32
信息服务	0.94	1.23	1.53	1.84	信息服务	79.65	79.65	79.65	79.65
网页网络游戏	0.53	0.45	0.39	0.35	网页网络游戏	38.99	38.99	38.99	38.99
其他	0.04	0.04	0.04	0.04	其他	76.25	76.25	76.25	76.25

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

**表 2 可比公司盈利预测及估值表**

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
完美世界	002624.SZ	18.37	0.83	0.99	1.12	22	19	16
三七互娱	002555.SZ	32.64	1.52	1.74	1.97	21	19	17
吉比特	603444.SH	559.87	22.81	26.55	30.13	25	21	19
<b>平均</b>						23	19	17

 注: 股价取自 2023 年 5 月 31 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期  
 资料来源: wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3726</b>	<b>4798</b>	<b>5965</b>	<b>7136</b>
每股收益	0.48	0.72	0.89	1.07	营业成本	931	1185	1463	1743
每股净资产	2.08	2.80	3.69	4.76	毛利率%	75.0%	75.3%	75.5%	75.6%
每股经营现金流	0.69	0.07	0.72	0.91	营业税金及附加	18	14	18	21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	803	1200	1491	1784
P/E	35.02	23.04	18.74	15.59	营业费用率%	21.6%	25.0%	25.0%	25.0%
P/B	8.03	5.95	4.52	3.50	管理费用	164	288	418	500
P/S	6.78	5.27	4.24	3.54	管理费用率%	4.4%	6.0%	7.0%	7.0%
EV/EBITDA	8.10	21.50	16.92	13.22	EBIT	1357	1536	1860	2232
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-34	-53	-71	-107
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.9%	-1.1%	-1.2%	-1.5%
毛利率	75.0%	75.3%	75.5%	75.6%	资产减值损失	-36	0	0	0
净利润率	27.5%	32.5%	32.1%	32.3%	投资收益	-12	5	6	7
净资产收益率	22.9%	25.8%	24.1%	22.5%	<b>营业利润</b>	<b>1341</b>	<b>1641</b>	<b>1996</b>	<b>2417</b>
资产回报率	17.7%	21.7%	20.4%	19.2%	营业外收支	44	50	40	30
投资回报率	29.1%	23.6%	22.1%	20.5%	<b>利润总额</b>	<b>1384</b>	<b>1691</b>	<b>2036</b>	<b>2447</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1433	1543	1868	2240
营业收入增长率	56.8%	28.8%	24.3%	19.6%	所得税	23	85	61	73
EBIT 增长率	62.0%	13.2%	21.1%	20.0%	有效所得税率%	1.7%	5.0%	3.0%	3.0%
净利润增长率	77.8%	52.0%	22.9%	20.2%	少数股东损益	336	48	59	71
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1025</b>	<b>1559</b>	<b>1916</b>	<b>2302</b>
资产负债率	21.4%	14.5%	13.6%	12.6%					
流动比率	3.29	5.30	6.08	6.88	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	3.09	4.74	5.52	6.31	货币资金	2551	2750	4342	6331
现金比率	2.12	2.72	3.49	4.28	应收账款及应收票据	858	1512	1880	2248
<b>经营效率指标</b>					存货	10	26	32	38
应收账款周转天数	84.10	115.00	115.00	115.00	其它流动资产	528	1072	1312	1553
存货周转天数	4.10	8.00	8.00	8.00	流动资产合计	3948	5361	7566	10171
总资产周转率	0.64	0.67	0.63	0.59	长期股权投资	398	398	398	398
固定资产周转率	176.47	223.61	276.11	331.10	固定资产	21	21	22	22
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	28	31	34	37
					非流动资产合计	1829	1832	1835	1838
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5776</b>	<b>7193</b>	<b>9401</b>	<b>12009</b>
净利润	1025	1559	1916	2302	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	336	48	59	71	应付票据及应付账款	312	454	561	668
非现金支出	88	8	8	8	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2	-55	-46	-37	其它流动负债	889	556	682	809
营运资金变动	32	-1404	-380	-381	流动负债合计	1201	1011	1244	1478
<b>经营活动现金流</b>	<b>1483</b>	<b>156</b>	<b>1557</b>	<b>1963</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-131	39	29	19	其它长期负债	33	33	33	33
投资	-56	0	0	0	非流动负债合计	33	33	33	33
其他	635	5	6	7	<b>负债总计</b>	<b>1234</b>	<b>1044</b>	<b>1277</b>	<b>1511</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>447</b>	<b>44</b>	<b>35</b>	<b>26</b>	实收资本	1515	1515	1515	1515
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4472	6031	7947	10249
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	70	119	178	249
其他	-580	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5776</b>	<b>7193</b>	<b>9401</b>	<b>12009</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-580</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1370</b>	<b>200</b>	<b>1592</b>	<b>1989</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 31 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 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,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,中南传媒,欢瑞世纪,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,阜博集团,三人行,乐享集团,易点天下,分众传媒,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,百奥家庭互动,盛天网络,吉比特

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。
	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。