

恺英网络 (002517.SZ)

拟收购浙江盛和 29%股权，增厚业绩并强化研发核心竞争力

事件：公司拟收购控股子公司浙江盛和 29%股权。5月25日，公司发布《关于公司拟收购控股子公司少数股权的公告》，公司已与金丹良、陈忠良签署《股权转让协议》，拟使用 5.70 亿元自有资金购买金丹良、陈忠良所持浙江盛和 29%股权，收购完成后公司将持有浙江盛和 100%股权。本次交易前公司及全资子公司上海恺英分别持有浙江盛和 51%及 20%股权，合计持股比例为 71%，本次交易完成后，浙江盛和将成为上市公司全资子公司。

浙江盛和研发实力强劲，旗下多款经典传奇游戏彰显长周期生命力。浙江盛和以手游及页游业务为核心，是集研发、运营、发行为一体的综合性轻娱乐互动娱乐企业。团队致力于以自主原创为基石，立足领先的技术实力和游戏创策能力，打造了《蓝月传奇》《原始传奇》等多款知名精品传奇类手游、页游产品。其中《蓝月传奇》截止 2022 年底累计流水超 40 亿元；而 2020 年上线的《原始传奇》至今维持在 IOS 动作类及角色扮演类游戏免费榜前 30，据七麦数据，《原始传奇》近一年预估流水超 160 万美元（约合人民币 1130 万元），充分体现浙江盛和旗下传奇游戏的长周期生命力。

收购浙江盛和将巩固公司研发实力，深化传奇赛道护城河并有效增厚业绩。依托精品游戏优异的流水表现，浙江盛和于 2020 至 2022 年为公司贡献 1.5 亿、6.6 亿、8.4 亿净利润，对上市公司净利润贡献率分别达 84%、115%、82%，是公司重要的研发主体及利润增长引擎。收购浙江盛和少数股权有利于公司进一步把控优秀研发团队，稳固传奇游戏产能从而增强公司在核心赛道的竞争力；公司整体运行角度，上海本部与浙江盛和共同构筑公司研发业务基本盘，本次收购利于两大研发团队深度融合研发体系，在技术和美术中台层面实现资源统筹共享，推进自研体系的管线化、标准化与模块化；财务表现方面，将浙江盛和全部纳入并表范围将有效增厚公司业绩并提升公司盈利能力。2020 至 2022 年，上市公司整体净利率分别为 12%、24%、28%，浙江盛和净利率高达 34%、57%、61%，且逐年提升态势显著，浙江盛和并表或将进一步拉升公司整体净利率，有效提增公司盈利能力。

盈利预测：公司拟收购核心子公司，此次交易将利于公司强化研发业务竞争力，巩固在传奇游戏这一优质赛道的龙头地位并实现业绩增厚。由于交易尚未完成，我们暂不上调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年分别实现营收 48.70/59.50/70.50 亿元，实现归母净利润 13.92/17.80/22.10 亿元，对应 PE25/20/16x，维持“买入”评级。

风险提示：新技术发展不及预期；交易完成进度不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,375	3,726	4,870	5,950	7,050
增长率 yoy (%)	53.9	56.8	30.7	22.2	18.5
归母净利润 (百万元)	577	1,025	1,392	1,780	2,210
增长率 yoy (%)	224.1	77.8	35.8	27.8	24.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.27	0.48	0.65	0.83	1.03
净资产收益率 (%)	22.5	30.0	28.9	27.0	25.1
P/E (倍)	60.1	33.8	24.9	19.5	15.7
P/B (倍)	10.2	7.8	5.9	4.5	3.5

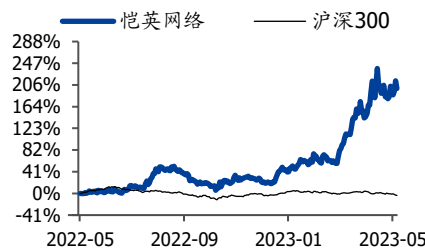
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 5 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	游戏
前次评级	买入
5月25日收盘价(元)	16.11
总市值(百万元)	34,677.06
总股本(百万股)	2,152.52
其中自由流通股(%)	88.58
30日日均成交量(百万股)	99.05

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

研究助理 刘书含

执业证书编号：S0680122080034

邮箱：liushuhan@gszq.com

相关研究

- 1、《恺英网络 (002517.SZ)：业绩表现亮眼，新技术助力生产力跃升》2023-04-27
- 2、《恺英网络 (002517.SZ)：战略转型渐显成效，VR 布局迎来风口》2023-03-09



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2737	3948	6247	9046	11841
现金	1178	2551	4086	6977	8995
应收票据及应收账款	761	858	1259	1328	1737
其他应收款	89	39	129	76	167
预付账款	322	229	491	389	654
存货	16	10	23	16	29
其他流动资产	371	260	260	260	260
非流动资产	1662	1829	1821	1816	1806
长期投资	352	398	448	504	568
固定资产	16	21	24	24	22
无形资产	16	28	22	15	9
其他非流动资产	1278	1382	1326	1272	1208
资产总计	4400	5776	8069	10862	13647
流动负债	583	1201	1007	1437	1288
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	267	312	415	436	550
其他流动负债	317	889	593	1001	738
非流动负债	67	33	33	33	33
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67	33	33	33	33
负债合计	651	1234	1040	1470	1321
少数股东权益	343	70	527	1110	1835
股本	1515	1515	2153	2153	2153
资本公积	758	746	746	746	746
留存收益	1361	2386	4234	6598	9532
归属母公司股东权益	3406	4472	6501	8281	10491
负债和股东权益	4400	5776	8069	10862	13647

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	501	1483	949	2870	1920
净利润	844	1361	1849	2363	2935
折旧摊销	36	56	102	120	140
财务费用	-10	-34	-44	-98	-159
投资损失	-105	12	-30	-45	-73
营运资金变动	-334	32	-937	523	-927
其他经营现金流	70	56	11	8	4
投资活动现金流	182	447	-75	-77	-61
资本支出	154	132	-58	-61	-73
长期投资	288	-53	-51	-56	-64
其他投资现金流	623	526	-183	-194	-198
筹资活动现金流	-180	-580	660	98	159
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	637	0	0
资本公积增加	27	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-207	-568	23	98	159
现金净增加额	498	1370	1535	2891	2018

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2375	3726	4870	5950	7050
营业成本	694	931	1169	1369	1586
营业税金及附加	12	18	24	28	34
营业费用	361	803	1050	1283	1520
管理费用	165	164	214	262	310
研发费用	339	511	668	815	917
财务费用	-10	-34	-44	-98	-159
资产减值损失	-20	-36	0	0	0
其他收益	12	34	34	34	34
公允价值变动收益	-27	-2	-11	-8	-9
投资净收益	105	-12	30	45	73
资产处置收益	0	0	0	0	5
营业利润	906	1341	1843	2363	2946
营业外收入	38	530	284	407	346
营业外支出	8	487	247	367	307
利润总额	936	1384	1880	2403	2985
所得税	92	23	31	40	50
净利润	844	1361	1849	2363	2935
少数股东损益	268	336	456	583	725
归属母公司净利润	577	1025	1392	1780	2210
EBITDA	937	1364	1882	2357	2885
EPS (元)	0.27	0.48	0.65	0.83	1.03

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	53.9	56.8	30.7	22.2	18.5
营业利润(%)	296.1	47.9	37.5	28.2	24.7
归属于母公司净利润(%)	224.1	77.8	35.8	27.8	24.2
获利能力					
毛利率(%)	70.8	75.0	76.0	77.0	77.5
净利率(%)	24.3	27.5	28.6	29.9	31.4
ROE(%)	22.5	30.0	28.9	27.0	25.1
ROIC(%)	23.7	28.5	29.8	28.7	27.3
偿债能力					
资产负债率(%)	14.8	21.4	12.9	13.5	9.7
净负债比率(%)	-30.8	-55.3	-63.7	-79.5	-76.8
流动比率	4.7	3.3	6.2	6.3	9.2
速动比率	3.8	2.9	5.4	5.8	8.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	4.1	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.48	0.65	0.83	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.69	0.44	1.33	0.89
每股净资产(最新摊薄)	1.58	2.08	2.72	3.55	4.58
估值比率					
P/E	60.1	33.8	24.9	19.5	15.7
P/B	10.2	7.8	5.9	4.5	3.5
EV/EBITDA	36.0	23.6	16.5	12.2	9.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023年5月25日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com