



买入 (维持)

所属行业: 传媒/互联网传媒
当前价格(元): 8.04

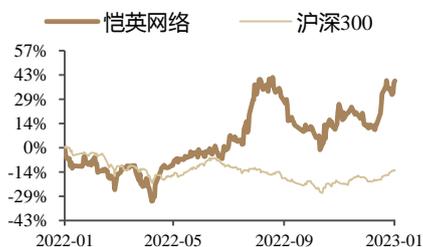
证券分析师

马笑
资格编号: S0120522100002
邮箱: maxiao@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩
邮箱: liuwx@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	22.37	10.90	23.88
相对涨幅(%)	17.27	1.57	15.60

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《恺英网络(002517.SZ)首次覆盖报告: 历史问题出清、主业战略聚焦、前瞻布局 VR》, 2022.10.28

恺英网络 (002517.SZ) 2022 年度业绩预告点评: 业绩符合预期, 后续储备丰富且兑现确定性提升

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年度业绩预告, 期间实现归母净利润 9.3-11.3 亿元, 同比增长 61%-96%, 中位数 10.3 亿元, 对应同比增长 79%, 基本符合 Wind 一致预期的 10.99 亿元, 以及我们的预期 10.47 亿元; 实现扣非归母净利润 8.4-10.7 亿元, 同比增长 81%-131%, 中位数 9.6 亿元, 对应同比增长 106%。其中, 期间实现非经常性损益 0.6-0.9 亿元, 主要包括收到浙江九翎网络科技有限公司原股东周瑜调解赔偿款, 以及处置周瑜受限于公司股票产生的投资收益, 根据判决结果确认的或有事项产生的损失, 2022 年收到政府补助及公司单独进行减值测试的应收账款减值准备转回等。
- 传奇奇迹基本盘稳健, 贡献收入、业绩增量。** 2022 年度, 公司运营的《原始传奇》、《天使之战》、《热血合击》、《王者传奇》、《永恒联盟》等多款传奇奇迹类产品表现良好, 收入、利润端均显著提升, 一方面展现了传奇奇迹品类在市场逆境状态下的高韧性, 另一方面也反映了在 IP 归属权确立后, 供给侧出清, 竞争格局进一步整合, 头部厂商优势的强化。
- 产品储备丰富, 连续获批版号驱动兑现确定性提升。** 公司于过往三次的版号发放中均有新产品获批, 在 11 月/12 月/1 月分别获批《归隐山居图》/《仙剑奇侠传: 新的开始》、《纳萨力克之王》/《龙神八部之西行纪》, Pipeline 中的产品兑现能力显著得到强化; 此外公司 Pipeline 中还储备有《山海浮梦录》、《新倚天屠龙记》、《妖怪正传 2》等, 以及基于斗罗大陆、盗墓笔记两大国产 IP 的产品, 储备丰富。展望未来, 我们认为随着行业性政策端压力的持续减轻, 国产游戏版号发放数量有望维持环比稳定提升, 公司数量丰富的产品线储备, 有望持续贡献业绩, 兑现前期投入。
- 盈利预测与投资建议:** 基于本季度的经营状况带来的增量信息, 我们略微调整预期至 2022-2024 年实现营业收入 38/48/60 亿元, 同比增长 61%/27%/24%; 实现归母净利润 10.5/14.4/18.0 亿元, 同比增长 81%/38%/25%。我们认为在历史问题出清的背景下, 公司存量产品贡献的流水基本盘稳定, Pipeline 储备丰富, 且在连续获批版号后兑现能力得到强化, 业绩确定性强, 有望充分受益于行业性的估值提升, 维持对于公司的“买入”评级。
- 风险提示:** 产品上线进度或表现不及预期风险; 宏观经济波动风险; 行业竞争加剧风险

股票数据

总股本(百万股):	2,152.52
流通 A 股(百万股):	1,906.77
52 周内股价区间(元):	3.96-8.16
总市值(百万元):	17,306.24
总资产(百万元):	5,938.87
每股净资产(元):	2.03

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,543	2,375	3,831	4,848	6,002
(+/-)YOY(%)	-24.2%	53.9%	61.3%	26.6%	23.8%
净利润(百万元)	178	577	1,046	1,442	1,799
(+/-)YOY(%)	109.4%	224.1%	81.4%	37.9%	24.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.27	0.49	0.67	0.84
毛利率(%)	72.2%	70.8%	72.3%	69.7%	69.8%
净资产收益率(%)	6.2%	16.9%	20.7%	22.2%	21.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.49	0.67	0.84
每股净资产	1.58	2.34	3.01	3.85
每股经营现金流	0.23	0.40	0.78	0.78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	21.56	16.54	12.00	9.62
P/B	3.68	3.43	2.67	2.09
P/S	5.13	4.52	3.57	2.88
EV/EBITDA	12.94	11.06	6.71	4.66
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	70.8%	72.3%	69.7%	69.8%
净利润率	35.6%	35.1%	37.2%	37.5%
净资产收益率	16.9%	20.7%	22.2%	21.7%
资产回报率	13.1%	15.5%	16.4%	15.8%
投资回报率	20.0%	22.3%	23.0%	22.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	53.9%	61.3%	26.6%	23.8%
EBIT 增长率	396.6%	57.5%	45.5%	25.0%
净利润增长率	224.1%	81.4%	37.9%	24.7%
偿债能力指标				
资产负债率	14.8%	16.0%	14.7%	14.6%
流动比率	4.7	5.0	5.8	6.1
速动比率	4.0	4.5	5.2	5.5
现金比率	2.0	2.7	3.6	3.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	87.9	87.9	87.9	87.9
存货周转天数	5.2	5.2	5.2	5.2
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.5
固定资产周转率	150.6	226.9	274.0	329.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	577	1,046	1,442	1,799
少数股东损益	268	299	361	450
非现金支出	40	4	4	4
非经营收益	-50	-61	-48	-40
营运资金变动	-334	-427	-79	-535
经营活动现金流	501	861	1,680	1,678
资产	-153	42	-5	-5
投资	288	0	0	0
其他	47	14	48	40
投资活动现金流	182	56	43	35
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	595	0	0
其他	-180	0	0	0
融资活动现金流	-180	595	0	0
现金净流量	498	1,512	1,723	1,713

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,375	3,831	4,848	6,002
营业成本	694	1,062	1,467	1,812
毛利率%	70.8%	72.3%	69.7%	69.8%
营业税金及附加	12	11	15	18
营业税金率%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	361	870	848	1,050
营业费用率%	15.2%	22.7%	17.5%	17.5%
管理费用	165	175	145	180
管理费用率%	7.0%	4.6%	3.0%	3.0%
研发费用	339	428	478	567
研发费用率%	14.3%	11.2%	9.9%	9.5%
EBIT	838	1,320	1,920	2,401
财务费用	-10	-15	-35	-57
财务费用率%	-0.4%	-0.4%	-0.7%	-1.0%
资产减值损失	-20	0	0	0
投资收益	105	14	48	40
营业利润	906	1,349	2,003	2,498
营业外收支	30	47	0	0
利润总额	936	1,396	2,003	2,498
EBITDA	879	1,323	1,924	2,405
所得税	92	51	200	250
有效所得税率%	9.8%	3.7%	10.0%	10.0%
少数股东损益	268	299	361	450
归属母公司所有者净利润	577	1,046	1,442	1,799

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,178	2,690	4,413	6,126
应收账款及应收票据	761	1,110	1,258	1,673
存货	16	14	28	24
其它流动资产	782	1,293	1,421	1,915
流动资产合计	2,737	5,107	7,120	9,738
长期股权投资	352	352	352	352
固定资产	16	17	18	18
在建工程	0	0	0	0
无形资产	16	16	16	16
非流动资产合计	1,662	1,663	1,664	1,665
资产总计	4,400	6,770	8,784	11,403
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	267	532	571	791
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	317	482	653	804
流动负债合计	583	1,014	1,224	1,595
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	67	67	67	67
非流动负债合计	67	67	67	67
负债总计	651	1,081	1,292	1,662
实收资本	1,515	2,153	2,153	2,153
普通股股东权益	3,406	5,047	6,490	8,288
少数股东权益	343	642	1,003	1,453
负债和所有者权益合计	4,400	6,770	8,784	11,403

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

刘文轩，2021年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

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，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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。