

恺英网络 (002517)

证券研究报告
2023 年 04 月 28 日

IP 游戏业务持续向好，积极推进 AI+游戏场景落地

事件：恺英网络发布 2022 年和 23 年一季度业绩，2022 实现营收 37.3 亿元，同比增长 57%；归母净利润 10.3 亿元，同比增长 78 %；扣非后净利润 9.56 亿元，同比增长 106%。2023 年一季度实现营收 9.55 亿元，同比减少 7%；归母净利润 2.9 亿元，同比增长 17%；扣非后净利润 2.86 亿元，同比增长 19%。

2023 年全年产品储备丰富，经典 IP 系列游戏有望持续贡献收入。受益于《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》等长线老产品的稳定运营与新产品《天使之战》、《永恒联盟》上线后的出色表现，公司 22 年营收同比增长 57%达 37.3 亿元；此外 23 年产品 Pipeline 方面，公司计划上线《山海浮梦录》等新游；我们认为公司强大的优质 IP 获取及商业化能力已成为公司核心竞争力之一，《石器时代》等经典 IP 手游上市的有序推进或将推动公司业务稳健良性发展。

携手复旦大学探索 AI+游戏场景应用，斗罗大陆有望率先应用 AINPC。4 月 23 日公司宣布与复旦大学合作并将共同致力于利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能等领域新技术研发与应用,通过开发对 AIGC 与 AINPC 进行结合，助力实现首个搭建 AIGC 及 AINPC 技术的斗罗大陆 IP 手游。此外公司部分战略投资企业积极探索 AI+游戏场景的应用，通过应用 AI 工具大批量生成场景和人物降低游戏研发领域的美术成本。**我们认为游戏是 AI 的核心应用场景，生成式 AI 或将改善游戏内美术和对话内容的研发成本，依靠优质 IP 背景下的 AINPC 或为用户带来全新交互体验。**

苹果 MR 或发布在即，VR 行业或持续受益。苹果或将于 2023 年 WWDC 发布全新 MR 头显，或持续推动 VR 行业硬件、供应链、内容生态向好发展。而公司前期投资 VR 硬件厂商大朋 VR 并成立 VR 内容制作公司，正在研发动作类 VR 游戏并预计年内上市,或将受益于苹果 MR 发布带来的行业渗透率提升和内容生态发展红利。

投资建议：根据公司 2022 年财报和新增信息，我们略微调整 2023-2024 年公司盈利预测并新增 2025 年盈利预测：伴随公司重点游戏上线、AI 和 MR 领域储备内容，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 48.84/61.40/73.29 亿元（23/24 年前值 49.23/60.26 亿元），同比增速分别为 31%/26%/19%，归母净利润分别为 14.32/17.41/19.67 亿元（23/24 年前值 13.24/16.96 亿元），同比增速分别为 40%/22%/13%，维持“买入”评级。对应 2023 年 4 月 28 日收盘价 16.68 元，23-25 年 PE 分别为 25/21/18 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，版权纠纷风险等。

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
净利润(百万元)	576.73	1,025.17	1,432.49	1,741.34	1,966.83
增长率(%)	224.14	77.76	39.73	21.56	12.95
EPS(元/股)	0.27	0.48	0.67	0.81	0.91
市盈率(P/E)	62.25	35.02	25.06	20.62	18.25
市净率(P/B)	10.54	8.03	4.29	3.31	2.63
市销率(P/S)	15.12	9.64	5.17	4.12	3.45
EV/EBITDA	5.92	3.77	11.77	7.98	7.04

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	16.68 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)	35,903.99
流通 A 股市值(百万元)	31,804.95
每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	20.31
一年内最高/最低(元)	17.90/4.03

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
朱骏楠	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010002	
zhuqinnan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《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
- 2 《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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,177.94	2,550.97	2,514.02	6,599.18	7,580.90
应收票据及应收账款	761.15	858.41	1,773.79	1,218.29	2,350.63
预付账款	322.11	229.09	804.40	312.02	904.96
存货	16.15	10.46	15.39	21.98	19.47
其他	460.05	298.67	829.91	332.41	850.80
流动资产合计	2,737.42	3,947.61	5,937.52	8,483.88	11,706.75
长期股权投资	352.16	397.76	397.76	397.76	397.76
固定资产	15.78	21.11	13.73	6.35	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	16.09	27.68	21.06	14.44	7.82
其他	1,278.15	1,382.29	1,321.50	1,263.77	1,218.38
非流动资产合计	1,662.18	1,828.84	1,754.05	1,682.33	1,623.96
资产总计	4,399.60	5,776.45	7,691.57	10,166.21	13,330.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	266.75	312.15	823.94	278.85	995.97
其他	211.02	729.80	370.79	1,019.05	690.82
流动负债合计	477.77	1,041.95	1,194.73	1,297.90	1,686.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	67.10	32.99	50.95	50.35	44.76
非流动负债合计	67.10	32.99	50.95	50.35	44.76
负债合计	650.56	1,234.15	1,245.68	1,348.25	1,731.55
少数股东权益	343.13	70.39	547.89	1,191.95	1,995.30
股本	1,515.20	1,515.20	1,515.20	1,515.20	1,515.20
资本公积	758.10	746.15	746.15	746.15	746.15
留存收益	1,360.54	2,385.71	3,818.20	5,559.54	7,526.37
其他	(227.92)	(175.16)	(181.55)	(194.88)	(183.86)
股东权益合计	3,749.04	4,542.30	6,445.89	8,817.96	11,599.16
负债和股东权益总	4,399.60	5,776.45	7,691.57	10,166.21	13,330.72

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	844.44	1,361.26	1,432.49	1,741.34	1,966.83
折旧摊销	36.07	56.22	14.00	14.00	12.97
财务费用	0.63	2.00	(49.41)	(88.90)	(138.33)
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	625.35	599.95	783.47
经营活动现金流	500.68	1,483.02	180.92	3,871.71	765.06
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
投资活动现金流	181.69	447.28	(250.18)	134.26	66.16
债权融资	21.28	44.77	38.70	92.51	139.49
股权融资	(59.29)	40.82	(6.39)	(13.33)	11.01
其他	(141.91)	(665.67)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(179.93)	(580.08)	32.31	79.18	150.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	502.44	1,350.22	(36.95)	4,085.15	981.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,375.30	3,725.53	4,884.18	6,139.90	7,328.58
营业成本	694.05	930.76	1,172.20	1,412.18	1,612.29
营业税金及附加	11.93	17.55	21.45	28.91	33.74
营业费用	360.60	803.35	732.63	920.98	1,209.22
管理费用	165.42	163.87	380.90	392.16	453.99
研发费用	339.30	511.27	879.15	1,000.80	1,333.80
财务费用	(10.33)	(34.18)	(49.41)	(88.90)	(138.33)
资产减值损失	1.50	(11.96)	(4.36)	(4.94)	(7.09)
公允价值变动收益	(27.06)	(2.35)	147.85	(44.11)	(19.88)
投资净收益	104.98	(12.37)	45.52	46.05	26.40
其他	(171.33)	18.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	906.24	1,340.62	1,936.27	2,470.76	2,823.31
营业外收入	37.79	530.35	206.76	258.30	331.80
营业外支出	7.84	486.69	173.97	222.83	294.50
利润总额	936.19	1,384.27	1,969.06	2,506.22	2,860.61
所得税	91.75	23.01	59.07	120.82	90.43
净利润	844.44	1,361.26	1,909.98	2,385.40	2,770.19
少数股东损益	267.71	336.09	477.50	644.06	803.35
归属于母公司净利润	576.73	1,025.17	1,432.49	1,741.34	1,966.83
每股收益（元）	0.27	0.48	0.67	0.81	0.91

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	53.92%	56.84%	31.10%	25.71%	19.36%
营业利润	296.08%	47.93%	44.43%	27.60%	14.27%
归属于母公司净利润	224.14%	77.76%	39.73%	21.56%	12.95%
获利能力					
毛利率	70.78%	75.02%	76.00%	77.00%	78.00%
净利率	24.28%	27.52%	29.33%	28.36%	26.84%
ROE	16.93%	22.92%	24.29%	22.83%	20.48%
ROIC	49.49%	64.47%	123.43%	68.17%	151.35%
偿债能力					
资产负债率	14.79%	21.37%	16.20%	13.26%	12.99%
净负债率	-31.13%	-55.69%	-38.83%	-74.67%	-65.22%
流动比率	4.69	3.29	4.97	6.54	6.94
速动比率	4.66	3.28	4.96	6.52	6.93
营运能力					
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	0.73	0.69	0.62
每股指标（元）					
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	3.89	5.03	6.34
估值比率					
市盈率	62.25	35.02	25.06	20.62	18.25
市净率	10.54	8.03	4.29	3.31	2.63
EV/EBITDA	5.92	3.77	11.77	7.98	7.04
EV/EBIT	5.97	3.80	11.85	8.02	7.08

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