

恺英网络(002517.SZ): 23Q1 净利增长超市场预期, 加速布局 AIGC 提升效率

2023年5月5日

事件: 恺英网络于2023年5月4日召开网络业绩说明会, 目前公司计划上线的产品有十余款, 《龙神八部之西行纪》《仙剑奇侠传: 新的开始》《归隐山居图》《山海浮梦录》《龙腾传奇》《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。其中《龙神八部之西行纪》《仙剑奇侠传: 新的开始》《归隐山居图》《山海浮梦录》《龙腾传奇》等已取得版号。公司新游戏产品《龙神八部之西行纪》作为首款《西行纪》正版授权放置类国风卡牌手游, 计划于今年第二季度上线。

点评:

核心内容如下:

➤ 公司 22 年及 23Q1 业绩回顾:

(1) 22 年公司实现营收 37.26 亿元, 同比增长 56.8%; 归母净利润 10.25 亿元, 同比增长 77.8%; 扣非净利润 9.56 亿元, 同比增长 106.0%; 经营性活动现金流净额 14.83 亿元, 同比增长 196.2%。主要得益于《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》等长线产品的稳定运营, 以及 22 年上线的头部产品奇迹类《天使之战》、《永恒联盟》等的出色表现。

(2) 23Q1 公司实现营收 9.55 亿元, 同比下降 7.2%; 归母净利润 2.90 亿元, 同比增长 16.7%, 扣非净利润 2.86 亿元, 同比增长 18.8%。主要系 22 年 1 月上线《天使之战》造成营收及推广费用高基数, 而存量产品表现稳定利润超市场预期。23Q1 毛利率为 83.81%, 同比+13.8pct; 净利率为 38.35%, 同比+4.1pct。

(3) 费用端来看, 22 年公司销售费用 8.03 亿元, 同比增长 122.8%, 销售费用率 21.56%, 同比+6.4pct, 销售费用增长主要系 22 年市场推广成本增加所致。22 年公司管理费用 1.64 亿元, 同比下降 0.9%; 研发费用 5.11 亿元, 同比增长 50.7%, 研发费用率 13.72%, 同比-0.6pct。23Q1 公司销售费用 2.34 亿元, 同比下降 2.0%; 管理费用 0.77 亿元, 同比增长 103.6%, 管理费用率 8.10%, 同比+4.4pct, 主要系员工持股计划及股票期权计划费用摊销增加所致; 研发费用 0.95 亿元, 同比增长 14.0%, 研发费用率 9.98%, 同比+1.9pct。

(4) 分业务来看, 22 年公司移动游戏收入 31.57 亿元, 同比增长 45.0%, 占营收比例 84.75%; 网页游戏收入 0.87 亿元, 同比下降 31.7%, 占营收比例 2.34%。

➤ 传奇奇迹基本盘稳固。公司《原始传奇》《热血合击》《蓝月传奇》

等存量游戏长线运营稳定，《天使之战》《永恒联盟》等新游流水表现出色，目前公司仍储备有《龙腾传奇》等传奇新游，以及传奇类产品若干短线盈利产品，继续深挖传奇市场，维持稳定护城河。

- **发力 IP 游戏，拓展新品类赛道。**公司已经获得“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“OVERLORD”、“关于我转生变成史莱姆这档事”、“信长之野望:天道”、“热血江湖”、“龙族”、“西行纪”、“封神系列”、“倚天屠龙记”、“仙剑奇侠传”、“盗墓笔记”、“斗罗大陆”等知名 IP，2022 年公司已经上线《天使之战》《玄中记》《圣灵之境》《永恒联盟》，同时新游储备丰富，有《龙神八部之西行纪》（预计 23Q2 上线）《妖怪正传 2》《代号：Overload》《仙剑奇侠传：新的开始》《代号：斗罗》《盗墓笔记》《代号：转生史莱姆》《代号：信长》等，此外《山海浮梦录》、《龙腾传奇》、《龙神八部之西行纪》、《仙剑奇侠传：新的开始》、《石器时代：觉醒》、《归隐山居图》、《纳萨力克之王》等已获版号。
- **探索 AI 布局元宇宙，有望迎来多重利好。**公司积极探索 AIGC 助力游戏制作，赋能游戏图像生成、内容研发、多样性玩法等。公司已与复旦大学签署合作协议，将在自研斗罗大陆 IP 手游中应用 AIGC 和 AINPC 技术。
- **投资建议：**重点推荐 4-5 月信达传媒金股【恺英网络】，公司密切跟踪新技术的发展，持续关注元宇宙、数字技术、VR/AR、AIGC 等创新技术发展与游戏技术的跨界融合可能产生的业务布局与投资机会。我们预计 Q2 公司将进入新的游戏产品周期，《石器时代：觉醒》获批 2023 年 4 月国产版号，《西行纪》6 月初上线、暑期有更多非传奇奇迹类产品国内上线、预计下半年有海外市场增量，游戏主业有望进入新的业绩上升周期。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 13.43/17.68/21.20 亿元，对应估值为 29x/22x/18x，维持“买入”评级，重点推荐。
- **风险因素：**新品上线的不确定性；游戏版号发放的不确定性；公司经营不确定性；宏观经济波动风险等。

表 1 重要财务指标

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,375	3,726	4,692	5,735	6,481
增长率 YoY%	53.9%	56.8%	25.9%	22.2%	13.0%
归母净利润(百万元)	577	1,025	1,343	1,768	2,120
增长率 YoY%	224.1%	77.8%	31.0%	31.7%	19.9%
毛利率%	70.8%	75.0%	71.0%	71.5%	73.8%
净资产收益率 ROE%	16.9%	22.9%	23.1%	23.3%	21.8%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.48	0.62	0.82	0.99
市盈率 P/E(倍)	67.74	38.11	29.10	22.09	18.43
市净率 P/B(倍)	11.47	8.74	6.72	5.15	4.02

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

表 2 公司游戏 Pipeline

游戏名称	自研/代理	类型	进度
龙神八部之西行纪	自研	放置类卡牌	预计 2023 年中上线
仙剑奇侠传: 新的开始	-	MMORPG	已获版号, 待上线
代号: OVERLORD	自研	开放世界	-
山海浮梦录	自研	回合制卡牌	已获版号, 待上线
代号: 斗罗	自研	MMORPG	-
龙腾传奇	自研	奇迹 RPG	已获版号, 待上线
代号: XW	自研	竞技养成	-
归隐山居图	自研	休闲经营	已获版号, 待上线
纳萨力克之王	自研	动作冒险	已获版号, 待上线
石器时代: 觉醒	联合研发	MMORPG	已获版号, 待上线
代号: 盗墓	自研	ARPG	-
代号: 信长	自研	SLG	-
代号: 转生史莱姆	联合研发	-	预计 2023 年上线

资料来源: 恺英网络公众号, 信达证券研发中心

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,737	3,948	6,024	8,418	11,313	
货币资金	1,178	2,551	3,721	6,186	8,433	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	761	858	1,265	1,296	1,611	
预付账款	322	229	434	481	514	
存货	16	10	28	18	30	
其他	460	299	576	437	725	
非流动资产	1,662	1,829	1,994	2,141	2,295	
长期股权投资	352	398	441	472	507	
固定资产(合计)	16	21	22	23	24	
无形资产	16	28	35	44	53	
其他	1,278	1,382	1,495	1,602	1,712	
资产总计	4,400	5,776	8,018	10,559	13,609	
流动负债	583	1,201	1,646	1,818	2,027	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	267	312	592	470	643	
其他	317	889	1,053	1,349	1,384	
非流动负债	67	33	38	43	48	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	67	33	38	43	48	
负债合计	651	1,234	1,684	1,861	2,075	
少数股东权益	343	70	518	1,107	1,814	
归属母公司股东权益	3,406	4,472	5,816	7,590	9,719	
负债和股东权益	4,400	5,776	8,018	10,559	13,609	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,375	3,726	4,692	5,735	6,481	
同比(%)	53.9%	56.8%	25.9%	22.2%	13.0%	
归属母公司净利润	577	1,025	1,343	1,768	2,120	
同比(%)	224.1%	77.8%	31.0%	31.7%	19.9%	
毛利率(%)	70.8%	75.0%	71.0%	71.5%	73.8%	
ROE(%)	16.9%	22.9%	23.1%	23.3%	21.8%	
EPS(摊薄) (元)	0.27	0.48	0.62	0.82	0.99	
P/E	67.74	38.11	29.10	22.09	18.43	
P/B	11.47	8.74	6.72	5.15	4.02	
EV/EBITDA	12.94	8.10	20.45	14.36	11.14	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,375	3,726	4,692	5,735	6,481	
营业成本	694	931	1,360	1,632	1,697	
营业税金及附加	12	18	22	27	30	
销售费用	361	803	950	1,083	1,231	
管理费用	165	164	260	193	227	
研发费用	339	511	421	571	613	
财务费用	-10	-34	-13	-19	-31	
减值损失合计	-20	-36	-10	-10	-10	
投资净收益	105	-12	141	172	194	
其他	7	56	34	44	51	
营业利润	906	1,341	1,857	2,453	2,948	
营业外收支	30	44	27	29	28	
利润总额	936	1,384	1,884	2,482	2,976	
所得税	92	23	94	124	149	
净利润	844	1,361	1,790	2,358	2,827	
少数股东损益	268	336	448	589	707	
归属母公司净利润	577	1,025	1,343	1,768	2,120	
EBITDA	879	1,433	1,731	2,293	2,754	
EPS(当年) (元)	0.27	0.49	0.62	0.82	0.99	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	501	1,483	1,188	2,430	2,197	
净利润	844	1,361	1,790	2,358	2,827	
折旧摊销	42	76	18	21	22	
财务费用	1	2	0	0	0	
投资损失	-105	12	-141	-172	-194	
营运资金变动	-334	32	-462	243	-439	
其它	53	0	-18	-19	-19	
投资活动现金流	182	447	-24	23	36	
资本支出	-153	-131	-15	-19	-20	
长期投资	288	-56	-62	-51	-55	
其他	47	635	53	93	111	
筹资活动现金流	-180	-580	5	5	5	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-70	-559	0	0	0	
现金净增加额	498	1,370	1,170	2,464	2,247	

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。