

恺英网络 (002517)

2023 年中报点评: 业绩超我们预期, 期待新游《石器时代: 觉醒》表现

买入 (维持)

2023 年 08 月 29 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书: S0600122070012
chenxin@dwzq.com.cn

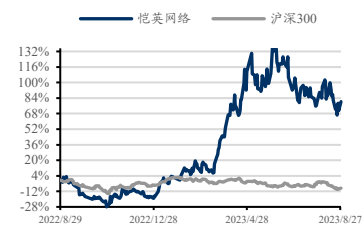
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,726 | 4,582 | 5,469 | 6,302 |
| 同比 | 57% | 23% | 19% | 15% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,025 | 1,521 | 1,925 | 2,296 |
| 同比 | 78% | 48% | 27% | 19% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.48 | 0.71 | 0.89 | 1.07 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 29.88 | 20.13 | 15.91 | 13.34 |

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **事件:** 2023H1 公司实现营收 19.76 亿元, yoy-1.65%, 归母净利润 7.24 亿元, yoy+15.45%, 扣非归母净利润 6.76 亿元, yoy+13.41%。其中, 2023Q2 实现营收 10.22 亿元, yoy+4.17%, qoq+6.98%, 归母净利润 4.34 亿元, yoy+14.46%, qoq+49.91%, 扣非归母净利润 3.90 亿元, yoy+9.74%, qoq+36.41%, 收入及利润端均超我们预期。同时公司宣布 2023 年中期派息, 预计每 10 股派发现金红利 1 元 (含税), 合计派息金额超过 2 亿元, 股息率 0.7%。
- **存量产品运营稳健, 流水结构优化改善毛利率。** 2023H1 公司营收在高基数上依旧维持稳健表现, 同比小幅下滑 1.65%, 我们认为主要得益于公司头部产品《原始传奇》《热血合击》《永恒联盟》《蓝月传奇》等表现稳健。成本端, 2023H1 公司毛利率为 84.05%, 同比大幅提升 12.24pct, 主要系 2022H1 代理产品《天使之战》表现出色, 对外分成成本较高, 2023H1 代理产品流水自然回落, 流水结构优化。费用端, 2023H1 公司销售费用率 23.74% (yoy+4.09pct), 管理费用率 7.24% (yoy+3.5pct), 研发费用率 10.44% (yoy+0.97pct), 其中管理费用主要受员工持股计划及股票期权计划费用摊销增加影响。
- **收购盛和剩余股权提升盈利能力, 传奇品类优势有望巩固放大。** 2023 年 5 月 25 日, 公司发布公告拟收购子公司浙江盛和剩余的 29% 股权, 2023 年 8 月 14 日该事项经相关部门审核, 已办理完成工商变更登记手续。浙江盛和是市场上领先的传奇游戏研发商, 我们看好公司收购其剩余的 29% 股权: 1) 一方面将增厚归母利润, 提升盈利能力, 2023Q2 已有小幅体现, 扣非归母净利润率环比提升 8.23pct 至 38.16%; 2) 另一方面将增强公司传奇游戏品类的研发能力。2023 年 8 月, 中国大陆地区的传奇 IP 权属已明确, 我们看好外部环境改善叠加公司研发实力增强, 公司传奇品类的优势有望持续放大, 构筑稳健的业绩基本盘。
- **多元新游蓄势待发, 关注《石器时代: 觉醒》表现。** 公司在手版号充沛, 储备有《石器时代: 觉醒》《永恒觉醒》《梁山传奇》《一念永恒: 少年追梦》《妖怪正传 2》等, 涵盖传奇、奇迹、卡牌、MMO 等赛道。我们看好公司多元新游相继上线贡献业绩增量, 其中《石器时代: 觉醒》(与腾讯联合开发运营) 已定档 2023 年 10 月 26 日公测, 流水表现值得期待。
- **盈利预测与投资评级:** 公司存量产品表现稳健, 新产品周期开启在即, 我们上调此前盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.71/0.89/1.07 元 (此前为 0.64/0.78/0.94 元), 对应当前股价 PE 分别为 20/16/13 倍。看好公司传奇龙头优势持续扩大, 新品类探索不断验证, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新游表现不及预期, 行业竞争加剧, 行业监管风险

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 14.23 |
| 一年最低/最高价 | 5.66/19.29 |
| 市净率(倍) | 6.20 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 27,165.37 |
| 总市值(百万元) | 30,630.33 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.29 |
| 资产负债率(% ,LF) | 22.76 |
| 总股本(百万股) | 2,152.52 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,909.02 |

相关研究

《恺英网络(002517): 2022 年年报 & 2023Q1 季报点评: 业绩符合预期, 传奇龙头再起航, 前瞻布局 AI 及元宇宙》

2023-04-26

《恺英网络(002517): 2022 年三季度报点评: 业绩符合市场预期, 品类优势及研运能力持续验证》

2022-10-28

恺英网络三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 3,948 | 5,599 | 7,617 | 10,448 | 营业总收入 | 3,726 | 4,582 | 5,469 | 6,302 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 2,551 | 3,855 | 5,627 | 8,142 | 营业成本(含金融类) | 931 | 1,145 | 1,360 | 1,543 |
| 经营性应收款项 | 1,279 | 1,439 | 1,817 | 1,949 | 税金及附加 | 18 | 23 | 27 | 32 |
| 存货 | 10 | 21 | 16 | 26 | 销售费用 | 803 | 1,008 | 1,148 | 1,323 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 164 | 321 | 383 | 441 |
| 其他流动资产 | 108 | 284 | 157 | 331 | 研发费用 | 511 | 481 | 547 | 630 |
| 非流动资产 | 1,829 | 1,835 | 1,839 | 1,844 | 财务费用 | (34) | (77) | (116) | (169) |
| 长期股权投资 | 398 | 398 | 398 | 398 | 加:其他收益 | 34 | 46 | 55 | 63 |
| 固定资产及使用权资产 | 63 | 64 | 64 | 63 | 投资净收益 | (12) | 5 | 5 | 6 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 28 | 33 | 38 | 43 | 减值损失 | (12) | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 852 | 852 | 852 | 852 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 241 | 241 | 241 | 241 | 营业利润 | 1,341 | 1,731 | 2,179 | 2,571 |
| 其他非流动资产 | 247 | 247 | 247 | 247 | 营业外净收支 | 44 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 5,776 | 7,434 | 9,457 | 12,291 | 利润总额 | 1,384 | 1,731 | 2,179 | 2,571 |
| 流动负债 | 1,201 | 1,214 | 1,167 | 1,559 | 减:所得税 | 23 | 87 | 109 | 129 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 22 | 22 | 22 | 22 | 净利润 | 1,361 | 1,645 | 2,070 | 2,443 |
| 经营性应付款项 | 312 | 642 | 492 | 794 | 减:少数股东损益 | 336 | 123 | 145 | 147 |
| 合同负债 | 159 | 172 | 204 | 231 | 归属母公司净利润 | 1,025 | 1,521 | 1,925 | 2,296 |
| 其他流动负债 | 708 | 378 | 450 | 512 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.48 | 0.71 | 0.89 | 1.07 |
| 非流动负债 | 33 | 33 | 33 | 33 | EBIT | 1,357 | 1,650 | 2,057 | 2,396 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1,433 | 1,700 | 2,109 | 2,448 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 75.02 | 75.01 | 75.12 | 75.52 |
| 租赁负债 | 17 | 17 | 17 | 17 | 归母净利率(%) | 27.52 | 33.20 | 35.20 | 36.43 |
| 其他非流动负债 | 16 | 16 | 16 | 16 | 收入增长率(%) | 56.84 | 23.00 | 19.34 | 15.24 |
| 负债合计 | 1,234 | 1,247 | 1,200 | 1,592 | 归母净利润增长率(%) | 77.76 | 48.40 | 26.52 | 19.29 |
| 归属母公司股东权益 | 4,472 | 5,993 | 7,918 | 10,214 | | | | | |
| 少数股东权益 | 70 | 194 | 339 | 485 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 4,542 | 6,187 | 8,257 | 10,699 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,776 | 7,434 | 9,457 | 12,291 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 1,483 | 1,355 | 1,823 | 2,565 | 每股净资产(元) | 2.08 | 2.78 | 3.68 | 4.75 |
| 投资活动现金流 | 447 | (51) | (51) | (50) | 最新发行在外股份(百万股) | 2,153 | 2,153 | 2,153 | 2,153 |
| 筹资活动现金流 | (580) | 0 | 0 | 0 | ROIC(%) | 31.94 | 29.01 | 26.92 | 23.92 |
| 现金净增加额 | 1,370 | 1,304 | 1,773 | 2,515 | ROE-摊薄(%) | 22.92 | 25.38 | 24.31 | 22.48 |
| 折旧和摊销 | 76 | 50 | 51 | 52 | 资产负债率(%) | 21.37 | 16.77 | 12.69 | 12.95 |
| 资本开支 | (131) | (56) | (56) | (56) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 29.88 | 20.13 | 15.91 | 13.34 |
| 营运资本变动 | 32 | (335) | (292) | 77 | P/B (现价) | 6.85 | 5.11 | 3.87 | 3.00 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>