

冯翠婷 传媒互联网及海外

首席分析师

执业编号：S1500522010001

联系电话：17317141123

邮箱：fengcuiting@cindasc.com

fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

恺英网络（002517.SZ）：业绩超预期，将进入新品高发周期叠加盛和并表增量可期

2023年8月30日

事件：公司于2023年8月28日（北京时间）发布2023年度半年报。

点评：

➤ 2023上半年及Q2业绩如下：

- （1）23年上半年公司实现营收19.76亿元，同比下降1.65%；归母净利润7.24亿元，同比增长15.35%；扣非净利润6.76亿元，同比增长13.31%；营业成本3.15亿元，同比下降44.35%，系公司存量业务生命周期进入成熟期，相应的收入有所下降，且上半年研发产品交付主要带来研发收入，不存在对外分成，因此总体对外分成减少。上半年毛利率84.05%，同比+12.26pct；净利率42.70%，同比增加+2.3pct。上半年非经常性损益合计4856万，其中3935万为投资收益，占比81.03%，为对外投资确认产品的公允价值变动，主要包括海外项目与核心子公司盛和对外投资项目的公允价值变化。
- （2）单拆23Q2公司实现营收10.22亿元，同比增长4.17%；归母净利润4.34亿元，同比增长14.46%，扣非净利润3.9亿元，同比增长9.74%；毛利率84.27%，同比+10.61pct；净利率46.76%，同比-0.07pct，利润端超预期系公司确认部分定制产品的版权金收益。
- （3）费用端来看，23年上半年公司销售费用4.69亿元，同比增长18.80%，销售费用率23.73%，同比+4.08pct。23年上半年公司管理费用1.43亿元，同比上升95.33%，管理费用率7.23%，同比+3.6pct，主要系本报告期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2.06亿元，同比增长8.46%，研发费用率10.44%，同比+0.99pct。单拆23Q2公司销售费用2.36亿元，同比上升50.50%，销售费用率23.09%，同比+7.13pct；管理费用0.66亿元，同比增长86.40%，管理费用率6.46%，同比+2.86pct；研发费用1.11亿元，同比增长4.1%，研发费用率10.86%，同比-0.02pct。
- （4）分业务来看，23年上半年公司移动游戏收入16.98亿元，同比减少3.01%，占营收比例85.89%，毛利率83.92%，同比+12.99pct；网页游戏收入0.33亿元，同比下降34.79%，占营收比例1.66%，毛利率32.23%，同比下降-11.99pct；信息服务收入2.25亿元，同比增加10.33%，占营收比例11.38%，毛利率91.99%，同比+5.54pct，主要来源如传奇盒子平台收取的信息技术服务费等。
- （5）公司于2023年5月25日收购浙江盛和剩余29%股权，以持有浙江盛和100%股权完成并表。2023年上半年浙江盛和实现营收8.3亿，净利润5.3亿。
- （6）23年上半年经营性活动现金流净额5.66亿元，同比下降

35.92%，主要系本报告期销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少所致。

- 同时，公司披露《关于 2023 年中期利润分配方案的公告》，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，股息率约 0.64%。时隔五年再度披露分红派息计划，在良好的业绩之下，公司致力于以真金白银与投资者共享经营成果。
- **Q3 起新品上线节奏明晰，公司产品储备丰富，我们对公司全年业绩的确定性比较有信心。Q3 起公司非传奇奇迹的重点产品一览：**
 - 《石器时代觉醒》，腾讯独代，10 月 26 日上线，近期上海鹿游类似产品《新石器时代》，月流水冲 3 亿
 - 《全民江湖》，贪玩独代，8 月 2 日上线后流水破亿
 - 《纳萨力克之王》，B 站独代，9 月 21 日公测
 - 《代号：斗罗》，自研自发
 - 《代号：盗墓》，自研自发
- 此外，目前公司包括《龙神八部之西行纪》《图兰卡的挽歌》《永恒觉醒》《一念永恒：少年追梦》《妖怪正传 2》《梁山传奇》等均已获批准号，未来有望进一步带来业绩增量。
- 8 月 21 日恺英网络披露预告，子公司浙江欢游主动向国际商会国际仲裁院提起裁决传奇 IP 系列游戏与株式会社传奇 IP（即娱美德）纠纷的请求，并请求对方退还收取的保证金及授权许可费，涉案金额达 4.80 亿元。相关涉案金额在 22 年公司已计提营业外支出。近期，世纪华通（公司传奇 IP 合作方）公告指出旗下子公司亚拓士享有传奇 IP 的完整著作权。我们认为，恺英网络主动提起诉讼表明对传奇 IP 相关法务案件积极索偿的态度，虽然后续利润影响有不确定性，但若胜诉即是正向影响（22 年已计提支出的冲回），且短中期由于与世纪华通股东绑定以及长期合作关系，传奇版权不会有太大的变化。
- **投资建议：**公司于 8 月 30 日通过方案，拟回购 1-2 亿元，最高价不超过 21.78 元/股。我们原预期 23-25 年净利分别为 13.43/17.68/21.20 亿元，根据公司半年报上调公司业绩预期，现预计公司 23-25 年净利分别为 14.39/18.04/22.13 亿，8 月 28 日对应估值 21x/17x/14x，游戏板块绩优龙头，二季度业绩超预期，后续产品周期确定性较强，继续维持”买入“评级。
- **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	5,765	6,931
增长率 YoY%	53.9%	56.8%	25.9%	22.9%	20.2%
归母净利(百万元)	577	1,025	1,439	1,804	2,213
增长率 YoY%	224.1%	77.8%	40.4%	25.4%	22.7%
毛利率%	70.8%	75.0%	83.8%	83.8%	84.5%
净资产收益率 ROE%	16.9%	22.9%	24.3%	23.4%	22.3%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.48	0.67	0.84	1.03
市盈率 P/E(倍)	53.11	29.88	21.28	16.98	13.84
市净率 P/B(倍)	8.99	6.85	5.18	3.97	3.08

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价

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	5,347	8,029	10,833	
货币资金	1,178	2,551	3,253	5,989	7,919	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	761	858	1,265	1,310	1,799	
预付账款	322	229	242	275	326	
存货	16	10	11	15	15	
其他	460	299	576	441	773	
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	7,341	10,169	13,128	
流动负债	583	1,201	840	1,252	1,246	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	267	312	193	413	293	
其他	317	889	646	839	953	
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	878	1,295	1,294	
少数股东权益	343	70	550	1,151	1,889	
归属母公司股东权益	3,406	4,472	5,913	7,723	9,945	
负债和股东权益	4,400	5,776	7,341	10,169	13,128	
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	5,765	6,931	
同比(%)	53.9%	56.8%	25.9%	22.9%	20.2%	
归属母公司净利润	577	1,025	1,439	1,804	2,213	
同比(%)	224.1%	77.8%	40.4%	25.4%	22.7%	
毛利率(%)	70.8%	75.0%	83.8%	83.8%	84.5%	
ROE(%)	16.9%	22.9%	24.3%	23.4%	22.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.48	0.67	0.84	1.03	
P/E	53.11	29.88	21.28	16.98	13.84	
P/B	8.99	6.85	5.18	3.97	3.08	
EV/EBITDA	12.94	8.10	13.73	9.85	7.43	

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	5,765	6,931	
营业成本	694	931	760	932	1,077	
营业税金及附加	12	18	22	27	32	
销售费用	361	803	1,119	1,343	1,596	
管理费用	165	164	364	419	502	
研发费用	339	511	482	602	732	
财务费用	-10	-34	-13	-16	-30	
减值损失合计	-20	-36	-10	-10	-10	
投资净收益	105	-12	9	12	14	
其他	7	56	34	44	54	
营业利润	906	1,341	1,992	2,504	3,078	
营业外收支	30	44	27	29	28	
利润总额	936	1,384	2,020	2,532	3,106	
所得税	92	23	101	127	155	
净利润	844	1,361	1,919	2,406	2,951	
少数股东损益	268	336	480	601	738	
归属母公司净利润	577	1,025	1,439	1,804	2,213	
EBITDA	879	1,433	1,998	2,506	3,066	
EPS(当年)(元)	0.27	0.49	0.67	0.84	1.03	

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	850	2,863	2,060	
净利润	844	1,361	1,919	2,406	2,951	
折旧摊销	42	76	18	21	22	
财务费用	1	2	0	0	0	
投资损失	-105	12	-9	-12	-14	
营运资金变动	-334	32	-1,059	467	-880	
其它	53	0	-18	-19	-19	
投资活动现金流	182	447	-155	-137	-144	
资本支出	-153	-131	-15	-19	-20	
长期投资	288	-56	-62	-51	-55	
其他	47	635	-78	-67	-69	
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	702	2,736	1,930	

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。

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。