

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元) | 14.50 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 21.53 / 19.06 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 312 / 276 |
| 52周内最高/最低价 | 18.56 / 5.70 |
| 资产负债率(%) | 21.4% |
| 市盈率 | 29.59 |
| 第一大股东 | 金锋 |

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com

恺英网络(002517.SZ)

业绩稳健增长，分红回购彰显长期信心

● 事件

公司近日发布 2023 年半年度报告, 23H1 实现营业收入 19.76 亿, 同比下降 1.65%; 归母净利润 7.24 亿, 同比增长 15.35%。23Q2 公司实现营业收入 10.22 亿, 同比增长 4.17%; 归母净利润 4.34 亿元, 同比增长 14.46%。预计每 10 股派发现金红利 1 元。

● 点评

分成费大幅下降，23H1 业绩超预期。上半年公司收入以存量产品、研发服务为主，对外分成费大幅下降，带动营业成本同比下降 44.35%，毛利率提升 12.2pct；受 Q2 新品上线买量投入增加、股票期权计划增加费用摊销等因素影响，期间费用有所提升，净利率提升 2.3pct，业绩增长超预期。

IP 纠纷落幕+收购盛和剩余股权，深挖传奇存量价值。亚拓士与传奇 IP 签署游戏合作协议，IP 纠纷正式落幕。公司收购浙江盛和剩余 29% 股权实现完全控股，21/22/23H1 浙江盛和净利润分别为 9.29/11.88/5.32 亿元，对公司净利润贡献分别为 114%/82%/52%，预计自 6 月起对公司业绩增厚效应显著。IP 版权厘清叠加盛和完全控股将有利于公司更好的整合传奇资源，提高细分赛道的供给侧集中度，巩固业绩的长期护城河。

储备游戏陆续上线，下半年增量来源明确。《西行纪》《全民江湖》陆续在 Q2、Q3 上线；《石器时代：觉醒》定档 10.26；《纳萨力克之王》《仙剑奇侠传：新的开始》《山海浮梦录》《归隐山居图》等已获版号产品有望在 Q4 陆续上线，储备游戏涉及品类题材丰富，覆盖群体广泛，一方面可为下半年贡献相对确定的流水增量，另一方面也为公司在传奇奇迹之外探索品类题材破圈提供了潜在空间。

股权回购彰显发展信心，深度绑定核心员工利益。公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购股份，资金总额 1-2 亿元，回购价格不超过 21.78 元/股，回购股份数量 459-918 万股，约占公司目前总股本的 0.21%-0.43%。回购股份用于实施股权激励计划、员工持股计划，彰显了公司对未来发展的信心，同时深度绑定核心员工利益，为保障业绩的稳健增长提供了内生动力。

● 盈利预测

考虑到盛和游戏剩余 29% 股权对应利润下半年将全额并入上市公司归母净利润，以及下半年上线新品体量规模相对可观，我们上调公司盈利预测，预计公司 23-25 年有望实现营业收入 49.89/60.98/71.30 亿元（前值为 49.06/58.95/66.87 亿元），归母净利润 15.58/20.63/24.70 亿元（前值为 13.85/17.07/19.75 亿元），对应 EPS 为 0.72/0.96/1.15 元（前值为 0.64/0.79/0.92 元），根据 2023 年 9 月 1 日收盘价，分别对应 20/15/13 倍 PE，维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3726 | 4989 | 6098 | 7130 |
| 增长率(%) | 56.84 | 33.92 | 22.22 | 16.93 |
| EBITDA(百万元) | 1432.72 | 1682.02 | 2107.45 | 2492.17 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1025.17 | 1557.80 | 2063.22 | 2470.17 |
| 增长率(%) | 77.76 | 51.95 | 32.44 | 19.72 |
| EPS(元/股) | 0.48 | 0.72 | 0.96 | 1.15 |
| 市盈率(P/E) | 30.45 | 20.04 | 15.13 | 12.64 |
| 市净率(P/B) | 6.98 | 5.18 | 3.86 | 2.95 |
| EV/EBITDA | 8.10 | 16.33 | 11.96 | 9.22 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

● 风险提示：

存量游戏流水下滑的风险；版号难以获取的风险；新游戏表现不及预期的风险；政策风险。

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 3726 | 4989 | 6098 | 7130 | 营业收入 | 56.8% | 33.9% | 22.2% | 16.9% |
| 营业成本 | 931 | 1234 | 1500 | 1748 | 营业利润 | 47.9% | 34.4% | 25.6% | 19.7% |
| 税金及附加 | 18 | 23 | 29 | 34 | 归属于母公司净利润 | 77.8% | 52.0% | 32.4% | 19.7% |
| 销售费用 | 803 | 1048 | 1281 | 1497 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 164 | 349 | 384 | 428 | 毛利率 | 75.0% | 75.3% | 75.4% | 75.5% |
| 研发费用 | 511 | 674 | 823 | 963 | 净利率 | 27.5% | 31.2% | 33.8% | 34.6% |
| 财务费用 | -34 | -64 | -95 | -151 | ROE | 22.9% | 25.8% | 25.5% | 23.4% |
| 资产减值损失 | -36 | 0 | 0 | 0 | ROIC | 29.1% | 24.9% | 23.3% | 21.2% |
| 营业利润 | 1341 | 1801 | 2263 | 2709 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 530 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 21.4% | 17.7% | 15.1% | 14.4% |
| 营业外支出 | 487 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 3.29 | 4.37 | 5.47 | 6.01 |
| 利润总额 | 1384 | 1801 | 2263 | 2709 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 23 | 108 | 136 | 163 | 应收账款周转率 | 4.60 | 4.45 | 4.42 | 4.43 |
| 净利润 | 1361 | 1693 | 2127 | 2547 | 存货周转率 | 279.93 | 291.21 | 292.70 | 293.63 |
| 归母净利润 | 1025 | 1558 | 2063 | 2470 | 总资产周转率 | 0.73 | 0.75 | 0.70 | 0.63 |
| 每股收益(元) | 0.48 | 0.72 | 0.96 | 1.15 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 | 0.48 | 0.72 | 0.96 | 1.15 |
| 货币资金 | 2551 | 3783 | 6052 | 8261 | 每股净资产 | 2.08 | 2.80 | 3.76 | 4.91 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 858 | 1385 | 1377 | 1844 | PE | 30.45 | 20.04 | 15.13 | 12.64 |
| 预付款项 | 229 | 308 | 375 | 437 | PB | 6.98 | 5.18 | 3.86 | 2.95 |
| 存货 | 10 | 24 | 18 | 31 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 3948 | 5723 | 7972 | 10836 | 净利润 | 1361 | 1693 | 2127 | 2547 |
| 固定资产 | 21 | 22 | 22 | 22 | 折旧和摊销 | 76 | 21 | 22 | 22 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资本变动 | 32 | -409 | 194 | -285 |
| 无形资产 | 28 | 33 | 38 | 43 | 其他 | 14 | -51 | -56 | -62 |
| 非流动资产合计 | 1829 | 1855 | 1882 | 1908 | 经营活动现金流净额 | 1483 | 1255 | 2287 | 2222 |
| 资产总计 | 5776 | 7579 | 9854 | 12744 | 资本开支 | -131 | -48 | -48 | -48 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他 | 579 | 25 | 30 | 36 |
| 应付票据及应付账款 | 312 | 510 | 490 | 676 | 投资活动现金流净额 | 447 | -23 | -18 | -12 |
| 其他流动负债 | 889 | 800 | 969 | 1126 | 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 1201 | 1310 | 1459 | 1802 | 债务融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 33 | 33 | 33 | 33 | 其他 | -580 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 33 | 33 | 33 | 33 | 筹资活动现金流净额 | -580 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 1234 | 1343 | 1492 | 1835 | 现金及现金等价物净增加额 | 1370 | 1232 | 2269 | 2209 |
| 股本 | 1515 | 1515 | 1515 | 1515 | | | | | |
| 资本公积金 | 746 | 746 | 746 | 746 | | | | | |
| 未分配利润 | 2070 | 3394 | 5148 | 7247 | | | | | |
| 少数股东权益 | 70 | 206 | 270 | 346 | | | | | |
| 其他 | 141 | 374 | 684 | 1054 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 4542 | 6236 | 8363 | 10909 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 5776 | 7579 | 9854 | 12744 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048