

业绩高于预期, 关注品类开拓与新游上线进展

投资要点

- **事件:** 恺英网络发布 2023 半年度报告, 2023H1 公司实现营业收入 19.8 亿元, 同比减少 1.7%; 实现归母净利润 7.2 亿元, 同比增长 15.4%; 扣非归母净利润 6.8 亿元, 同比增长 13.3%。单季度来看, 23Q2 公司实现营收 10.2 亿元, 同比增长 4.2%; 归母净利润 4.3 亿元, 同比增长 14.5%; 扣非归母净利润 3.9 亿元, 同比增长 9.6%。
- **研发+发行+投资&IP 三大板块并举, 夯实核心竞争力。** 公司坚持“研发、发行、投资+IP”三大板块驱动, 全方位增强主业竞争力。研发业务板块, 公司重视多维度立体化研发体系建设, 23H1 研发投入 2.06 亿元, 占营收 10.4%; 发行业务板块, 公司旗下 XY 发行平台上线运营至今累计推出精品游戏逾百款, 公司发行运营的《天使之战》、《高能手办团》等多款游戏表现亮眼; 投资+IP 业务方面, 公司通过布局自研产品线外其他拥有差异化特色及创意玩法的研发工作室进一步补充公司产品线, 深度挖掘和提升 IP 品牌价值。
- **游戏产品储备充足, 支撑业绩后续增长。** 2023H1 移动游戏实现营收 17 亿元, 公司产品储备充足且品类丰富, 其中与腾讯联合开发运营的重点产品《石器时代: 觉醒》已定档 10 月 26 日, 在经典 IP 与腾讯流量加持下, 潜在流水体量可期。此外, 《龙腾传奇》《纳萨力克之王》《归隐山居图》等多款重点游戏均已获批版号。奇迹、传奇类产品版号储备充足, 叠加浙江盛和并表, 业绩增长内生动力充足。
- **公司治理进一步完善, 夯实长期发展根基。** 1) 为顺应国家董事制度改革的发展方向, 公司进一步提升独董比例, 目前第一大股东为董事长金锋持股 13.8%; 2) 传奇 IP 版权问题厘清, 并与贪玩游戏、世纪华通升级至股权合作阶段; 3) 为优化资产结构, 增强研发核心竞争力, 公司收购盛和剩余 29% 股权。良好业绩表现下, 公司时隔五年再度宣布分红派息计划, 预计每 10 股派发现金红利 1 元(含税), 合计派息金额逾 2 亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 15 亿元、18.6 亿元、22 亿元, 对应 PE 分别为 22 倍、18 倍、15 倍。公司为行业知名手游研发商, 传奇游戏有望持续贡献稳定业绩与用户基本盘, 储备项目丰富, 业绩增量可期。综上, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 重点产品依赖风险, 行业政策趋严风险, 技术更新及淘汰风险。

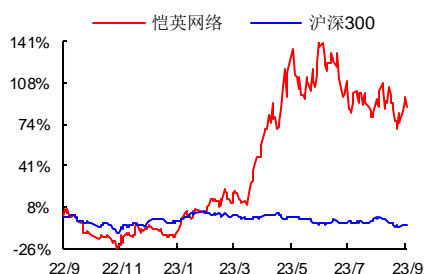
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3725.53	4867.22	5989.21	7115.32
增长率	56.84%	30.64%	23.05%	18.80%
归属母公司净利润(百万元)	1025.17	1497.16	1861.11	2203.12
增长率	77.76%	46.04%	24.31%	18.38%
每股收益EPS(元)	0.48	0.70	0.86	1.02
净资产收益率ROE	29.97%	31.18%	29.40%	26.61%
PE	32	22	18	15
PB	7.29	5.62	4.43	3.55

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.53
流通 A 股(亿股)	19.06
52 周内股价区间(元)	5.7-18.56
总市值(亿元)	312.12
总资产(亿元)	63.88
每股净资产(元)	2.29

相关研究

1. 恺英网络(002517): 三大业务并驾齐驱, 传奇游戏龙头扬帆起航 (2023-03-28)

盈利预测

假设 1：公司战略稳步推进，后续储备产品上线顺利，传奇类游戏有望贡献稳定流水，夯实业绩基本盘，预计移动游戏业务 2023-2025 年毛利率分别为 80%/79%/78.5%，收入增速分别为 35%/25%/20%；

假设 2：预计信息服务业务 23-25 年收入保持 10% 稳定增长，毛利率维持在 85%；

假设 3：游戏行业政策未发生重大变化。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
移动游戏	收入	3157.3	4262.4	5328.0	6393.6
	增速	45.0%	35.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	75.3%	80.0%	79.0%	78.5%
网页游戏	收入	87.1	91.5	95.1	98.0
	增速	-31.7%	5.0%	4.0%	3.0%
	毛利率	39.0%	35.0%	34.0%	33.0%
信息服务	收入	463.5	509.9	560.9	617.0
	增速	557.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	79.7%	85.0%	85.0%	85.0%
其他应用产品分发	收入	1.75	3.5	5.3	6.8
	增速	-	100.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	76.3%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	3725.5	4867.2	5989.2	7115.3
	增速	56.8%	30.6%	23.1%	18.8%
	毛利率	75.0%	79.7%	80.2%	79.7%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3725.53	4867.22	5989.21	7115.32	净利润	1361.26	1980.73	2521.07	2973.30
营业成本	930.76	983.43	1171.56	1425.77	折旧与摊销	56.22	33.30	33.30	33.30
营业税金及附加	17.55	23.43	28.62	34.09	财务费用	-34.18	-9.73	-8.98	-7.12
销售费用	803.35	1606.18	1928.53	2276.90	资产减值损失	-35.60	50.00	50.00	50.00
管理费用	163.87	243.36	299.46	355.77	经营营运资本变动	555.99	-213.48	-138.50	-85.51
财务费用	-34.18	-9.73	-8.98	-7.12	其他	-420.67	3.34	-52.34	-29.58
资产减值损失	-35.60	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	1483.02	1844.15	2404.54	2934.39
投资收益	-12.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	-12.37	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-2.35	0.00	0.00	0.00	其他	459.64	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	447.28	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	1340.62	1970.55	2520.03	2979.91	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	43.66	43.66	43.66	43.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1384.27	2014.21	2563.68	3023.56	股权融资	-11.94	0.00	0.00	0.00
所得税	23.01	33.48	42.62	50.26	支付股利	0.00	-205.03	-299.43	-372.22
净利润	1361.26	1980.73	2521.07	2973.30	其他	-568.14	22.66	8.98	7.12
少数股东损益	336.09	483.56	659.96	770.18	筹资活动现金流净额	-580.08	-182.37	-290.45	-365.11
归属母公司股东净利润	1025.17	1497.16	1861.11	2203.12	现金流量净额	1369.67	1611.78	2064.10	2519.28
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2550.97	4162.75	6226.85	8746.13	成长能力				
应收和预付款项	1126.51	1372.46	1698.64	2025.15	销售收入增长率	56.84%	30.64%	23.05%	18.80%
存货	10.46	11.39	18.56	21.08	营业利润增长率	47.93%	46.99%	27.88%	18.25%
其他流动资产	259.66	89.66	110.33	131.07	净利润增长率	61.20%	45.51%	27.28%	17.94%
长期股权投资	397.76	397.76	397.76	397.76	EBITDA 增长率	46.21%	46.34%	27.59%	18.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	21.11	18.17	15.22	12.27	毛利率	75.02%	79.79%	80.44%	79.96%
无形资产和开发支出	879.94	923.70	967.46	1011.22	三费率	25.04%	37.80%	37.05%	36.90%
其他非流动资产	530.03	505.91	481.80	457.69	净利率	36.54%	40.70%	42.09%	41.79%
资产总计	5776.45	7481.81	9916.62	12802.39	ROE	29.97%	31.18%	29.40%	26.61%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	23.57%	26.47%	25.42%	23.22%
应付和预收款项	492.49	538.57	645.04	785.54	ROIC	68.55%	103.87%	114.28%	120.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.58%	40.97%	42.48%	42.25%
其他负债	741.66	590.78	697.49	841.68	营运能力				
负债合计	1234.15	1129.36	1342.53	1627.22	总资产周转率	0.73	0.73	0.69	0.63
股本	2152.52	2152.52	2152.52	2152.52	固定资产周转率	201.99	247.84	358.79	517.60
资本公积	746.15	758.77	758.77	758.77	应收账款周转率	4.35	4.71	4.59	4.52
留存收益	2385.71	3677.84	5239.52	7070.41	存货周转率	48.53	58.56	61.96	62.57
归属母公司股东权益	4471.90	5798.49	7360.17	9191.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.41%	—	—	—
少数股东权益	70.39	553.96	1213.92	1984.10	资本结构				
股东权益合计	4542.30	6352.45	8574.09	11175.17	资产负债率	21.37%	15.09%	13.54%	12.71%
负债和股东权益合计	5776.45	7481.81	9916.62	12802.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.29	5.14	6.15	6.85
					速动比率	3.28	5.13	6.14	6.84
					股利支付率	0.00%	13.69%	16.09%	16.90%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.70	0.86	1.02
					每股净资产	2.08	2.69	3.42	4.27
					每股经营现金	0.69	0.86	1.12	1.36
					每股股利	0.00	0.10	0.14	0.17
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1362.66	1994.12	2544.34	3006.09					
PE	31.79	21.77	17.51	14.79					
PB	7.29	5.62	4.43	3.55					
PS	8.75	6.70	5.44	4.58					
EV/EBITDA	14.77	9.18	6.38	4.56					
股息率	0.00%	0.63%	0.92%	1.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrtyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymy@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎暘	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn