

恺英网络 (002517.SZ) : 回购股份展现信心, 新游戏表现出色, 恺英前景愈发明晰

2023年11月24日

事件: 11月20日晚间, 恺英网络发布公告称, 公司董事长金锋拟出资1.47亿元, 受让金海波先生持有的绍兴安嵎11%的合伙份额。交易完成后, 金锋将直接及间接控制恺英网络共计19.01%的股权, 并成为公司实际控制人。

点评:

- **35岁新实控人登上舞台, 恺英网络前景明晰。**11月20日公司发布实际控制人拟变更公告, 公司董事长金锋拟出资1.47亿元, 受让金海波先生持有的绍兴安嵎11%的合伙份额。合伙企业绍兴安嵎为公司第三大股东, 持有公司股份1.12亿股, 占总股本的5.23%。公司董事长金锋先生原持有绍兴安嵎49%的股份, 若此次收购顺利完成将持有绍兴安嵎60%的股份, 从而间接控制公司股份5.23%。金锋先生通过集中竞价、大宗交易、司法拍卖等方式已直接持有公司股份2.97亿股, 占公司总股本的13.78%, 若收购顺利完成, 金锋先生合计控制公司股份4.09亿股, 占总股本的19.01%。本次协议收购前, 公司股权及表决权较为分散, 不存在实际控制人, 本次协议收购后, 金峰先生将成为公司实际控制人。随着恺英网络实际控制权的明确, 无论是在公司治理还是业务发展上, 都预示着稳定的趋势。实际控制人的连续增持行为, 反映出管理层对公司未来的积极态度。在结束了没有明确实控人的阶段之后, 新的领航者有望带领恺英网络启航, 迈向新的旅程。
- **公司多款新游成绩亮眼, 后续新一轮备品丰富。**多角色养成武侠RPG《新倚天屠龙记》海外版(iOS/Android)与11月7日上市, 前两日跻身所有上线地区iOS畅销榜TOP10, 中国香港与中国台湾地区iOS游戏免费榜排名第一。《仙剑奇侠传: 新的开始》小程序已上线, 截至目前表现优异。腾讯独代《石器时代觉醒》10月26日上线, 首发即全天霸榜App Store免费榜第一名。由公司研发, 哔哩哔哩发行的《纳萨力克之王》于11月21日全平台公测, 首日登顶App Store免费榜第一。MMO类《斗罗大陆·诛邪传说》于9月25日获得版号, 公司预计在2023Q4或2024Q1上线; 公司原创IP的竞技养成手游《临仙》, 已于10月26日取得版号; 国潮水墨风《妖怪正传2》将于2023Q4或2024Q1上线; 此外一款在研VR机甲战斗类产品预计年内上线, 实现多元化发展。公司后续产品储备丰富, 包括《归隐山居图》《山海浮梦录》《龙腾传奇》《代号崛起》《代号盗墓》《代号转生史莱姆》等, 有望推动后续业绩增长。
- **盈利预测与投资评级:** 董事长有望成为实控人, 该交易有利于集中公司股权及表决权, 有助于公司长远发展, 大额股份回购彰显了管理层对长期业绩增长的信心。公司新游戏品类不断扩张, 上线节奏清晰, 表现优异。研发实力较强, 后续储备丰富, 有望在未来贡献更多业绩增量。我们预计公司23-25年归母净利润分别为**14.39/18.02/22.11**亿元, 11月

24 日对应估值 **18x/15x/12x**，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；股份收购交易不及预期；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	1,802	2,211
增长率 YoY%	224.1%	77.8%	40.4%	25.2%	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%	26.7%	25.1%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.48	0.67	0.84	1.03
市盈率 P/E(倍)	45.35	25.51	18.17	14.51	11.83
市净率 P/B(倍)	7.68	5.85	4.86	3.64	2.78

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 11 月 24 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	4,724	7,403	10,204	
货币资金	1,178	2,551	2,630	5,363	7,290	
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	2,078	2,225	2,380	
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	1,579	1,686	1,796	
资产总计	4,400	5,776	6,802	9,628	12,584	
流动负债	583	1,201	833	1,245	1,239	
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	639	832	946	
非流动负债	67	33	39	44	49	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	67	33	39	44	49	
负债合计	651	1,234	872	1,289	1,288	
少数股东权益	343	70	550	1,151	1,888	
归属母公司股东权益	3,406	4,472	5,380	7,187	9,408	
负债和股东权益	4,400	5,776	6,802	9,628	12,584	
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	1,802	2,211	
同比(%)	224.1%	77.8%	40.4%	25.2%	22.7%	
毛利率(%)	70.8%	75.0%	83.8%	83.8%	84.5%	
ROE(%)	16.9%	22.9%	26.7%	25.1%	23.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.48	0.67	0.84	1.03	
P/E	45.35	25.51	18.17	14.51	11.83	
P/B	7.68	5.85	4.86	3.64	2.78	
EV/EBITDA	12.94	8.10	11.79	8.31	6.17	

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	-13	-27	
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	2,500	3,075	
营业外收支	30	44	27	29	28	
利润总额	936	1,384	2,020	2,529	3,103	
所得税	92	23	101	126	155	
净利润	844	1,361	1,919	2,403	2,948	
少数股东损益	268	336	480	601	737	
归属母公司净利润	577	1,025	1,439	1,802	2,211	
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	849	2,860	2,057	
净利润	844	1,361	1,919	2,403	2,948	
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	-19	-19	-19	
投资活动现金流	182	447	-235	-137	-144	
资本支出	-153	-131	-15	-19	-20	
长期投资	288	-56	-62	-51	-55	
其他	47	635	-158	-67	-69	
筹资活动现金流	-180	-580	-537	5	5	
吸收投资	0	0	-273	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-70	-559	-213	0	0	
现金净增加额	498	1,370	79	2,733	1,927	

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。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

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。