

恺英网络 (002517.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2023 投资者交流会：三大业务体系齐头并进，开启新篇章

事件

- 2023年11月23日，公司在上海中心大厦召开2023年度投资者交流会，会上分享了公司近期情况、发行和研发战略、产品储备、IP储备等内容。

点评

- 公司将积极拓宽自研品类，发行立足全球。1) 研发：24年将立足优势品类，拓宽自研类型，从恋爱向RPG到休闲卡牌，从二次元AVG到仙侠国风，形成短中长期合理的产品研发布局；以传统RPG为基础，从卡牌、休闲等多赛道切入，结合定制业务增加产品储备丰富度。②发行：24年将立足全球业务，因地制宜孵化优质内容，借力全球化IP，快速占领市场。
- 24年产品排期丰富，披露《死神 千年血战篇》《奥特曼》IP储备。1) 产品储备：①自研产品：《斗罗大陆·诛邪传说》《临仙》《代号：盗墓》等自研项目会陆续上线。②发行：《妖怪正传2》《太上补天卷》《代号史莱姆》等将于2024年陆续发行；同时，公司对外投资企业也储备有《代号：信长》《代号：Aquaman》等产品。2) IP方面，除此前已披露的传奇奇迹、《石器时代》《仙剑奇侠传》《Overlord》《关于我转生变成史莱姆这件事》《信长之野望》等，会上还披露了将推出《奥特曼》3D游戏、《死神 千年血战篇》正版授权手游。
- 持续布局AI、XR新技术领域，紧跟未来产业方向。1) AI：公司选择HOUDINI作为程序化自动开发的基础工具，进行针对性训练，将训练后的AI工具拓展到整个体系进行应用，扩大使用场景，提升效率；探索各类AIGC工具的研发与应用；也与复旦大学签署协议探索AIGC与AINPC的结合；推出AI驱动的3D写实数字人“温碧霞”；2) XR：旗下臣旒网络团队成员平均15年从业经验，专注于XR、主机，LBE以及手机游戏和应用，在研一款动作竞技类XR游戏，预计年内上线。

盈利预测

- 《石器时代：觉醒》等陆续上线，公司传奇奇迹盘子稳固，积极拓展新品类，预计23-25年归母净利15.1/18.6/22.3亿元，对应PE为17.6/14.3/11.9X，维持“买入”评级。

风险提示

- 游戏上线或表现不及预期；版号发放不及预期；游戏监管。

传媒与互联网组

分析师：陆意 (执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.15元

相关报告：

- 《恺英网络公司点评：业绩符合预期，Q4起新游陆续上线保障后续增...》，2023.10.29
- 《恺英网络公司点评：盈利超预期，《石器时代》定档10月》，2023.8.29
- 《恺英网络公司深度研究：传奇奇迹筑基，拓展品类开启新征程》，2023.8.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,375	3,726	4,415	5,568	6,510
营业收入增长率	53.92%	56.84%	18.52%	26.10%	16.92%
归母净利润(百万元)	577	1,025	1,510	1,858	2,230
归母净利润增长率	224.14%	77.76%	47.27%	23.04%	20.04%
摊薄每股收益(元)	0.268	0.476	0.701	0.863	1.036
每股经营性现金流净额	0.23	0.69	0.57	1.15	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.93%	22.92%	27.36%	28.00%	27.97%
P/E	21.72	13.77	17.59	14.30	11.91
P/B	3.68	3.16	4.81	4.00	3.33

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,543	2,375	3,726	4,415	5,568	6,510	货币资金	733	1,178	2,551	2,837	3,739	4,852
增长率	53.9%	56.8%	18.5%	26.1%	16.9%		应收款项	577	1,012	1,088	1,371	1,687	1,973
主营业务成本	-429	-694	-931	-860	-1,261	-1,429	存货	4	16	10	12	15	17
%销售收入	27.8%	29.2%	25.0%	19.5%	22.6%	21.9%	其他流动资产	626	531	298	335	460	517
毛利	1,115	1,681	2,795	3,555	4,307	5,081	流动资产	1,939	2,737	3,948	4,555	5,901	7,359
%销售收入	72.2%	70.8%	75.0%	80.5%	77.4%	78.1%	%总资产	54.7%	62.2%	68.3%	70.9%	75.4%	78.8%
营业税金及附加	-5	-12	-18	-20	-28	-33	长期投资	600	537	593	652	677	702
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	固定资产	16	16	21	22	23	25
销售费用	-463	-361	-803	-1,019	-1,235	-1,441	%总资产	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
%销售收入	30.0%	15.2%	21.6%	23.1%	22.2%	22.1%	无形资产	930	1,040	1,121	1,155	1,186	1,213
管理费用	-186	-165	-164	-299	-348	-402	非流动资产	1,605	1,662	1,829	1,872	1,930	1,985
%销售收入	12.0%	7.0%	4.4%	6.8%	6.2%	6.2%	%总资产	45.3%	37.8%	31.7%	29.1%	24.6%	21.2%
研发费用	-313	-339	-511	-562	-661	-757	资产总计	3,545	4,400	5,776	6,427	7,831	9,344
%销售收入	20.3%	14.3%	13.7%	12.7%	11.9%	11.6%	短期借款	0	11	22	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	147	804	1,299	1,656	2,036	2,449	应付款项	364	360	840	502	644	710
%销售收入	9.5%	33.8%	34.9%	37.5%	36.6%	37.6%	其他流动负债	119	212	340	371	478	536
财务费用	15	10	34	53	47	58	流动负债	483	583	1,201	884	1,126	1,244
%销售收入	-1.0%	-0.4%	-0.9%	-1.2%	-0.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	1	-12	-16	6	6	其他长期负债	53	67	33	19	19	19
公允价值变动收益	20	-27	-2	44	10	10	其他	536	651	1,234	903	1,145	1,263
投资收益	44	105	-12	-39	10	10	普通股股东权益	2,889	3,406	4,472	5,518	6,633	7,971
%税前利润	17.3%	11.2%	n.a	n.a	0.5%	0.4%	其中：股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
营业利润	229	906	1,341	1,726	2,118	2,542	未分配利润	587	1,154	2,070	2,976	4,090	5,428
营业利润率	14.8%	38.2%	36.0%	39.1%	38.0%	39.0%	少数股东权益	120	343	70	5	53	110
营业外收支	25	30	44	5	-6	-7	负债股东权益合计	3,545	4,400	5,776	6,427	7,831	9,344
税前利润	254	936	1,384	1,731	2,112	2,536	比率分析						
利润率	16.4%	39.4%	37.2%	39.2%	37.9%	38.9%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-11	-92	-23	-87	-207	-248	每股指标						
所得税率	4.3%	9.8%	1.7%	5.0%	9.8%	9.8%	每股收益	0.083	0.268	0.476	0.701	0.863	1.036
净利润	243	844	1,361	1,645	1,905	2,287	每股净资产	1.342	1.582	2.078	2.564	3.081	3.703
少数股东损益	65	268	336	135	48	57	每股经营现金净流	0.047	0.233	0.689	0.567	1.149	1.391
归属于母公司的净利润	178	577	1,025	1,510	1,858	2,230	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.399	0.490	0.589
净利率	11.5%	24.3%	27.5%	34.2%	33.4%	34.3%	回报率						
							净资产收益率	6.16%	16.93%	22.92%	27.36%	28.00%	27.97%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.02%	13.11%	17.75%	24.31%	24.37%	24.40%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	4.59%	19.04%	27.91%	28.47%	27.47%	27.34%
净利润	243	844	1,361	1,645	1,905	2,287	增长率						
少数股东损益	65	268	336	135	48	57	主营业务收入增长率	-24.24%	53.92%	56.84%	18.52%	26.10%	16.92%
非现金支出	41	40	88	58	43	53	EBIT增长率	-46.26%	447.45%	61.54%	27.48%	22.97%	20.30%
非经营收益	-65	-50	2	-10	-12	-12	净利润增长率	-109.39%	224.14%	77.76%	47.27%	23.04%	20.04%
营运资金变动	-118	-334	32	-833	-195	-220	总资产增长率	-7.81%	24.12%	31.29%	11.26%	21.85%	19.32%
经营活动现金净流	101	501	1,483	859	1,741	2,108	资产管理能力						
资本开支	-62	-153	-131	-28	-86	-94	应收账款周转天数	126.6	89.1	79.3	92.0	90.0	90.0
投资	11	288	-56	-15	-15	-15	存货周转天数	1.6	5.2	5.2	5.0	4.5	4.5
其他	20	47	635	-39	10	10	应付账款周转天数	280.0	137.2	113.5	110.0	105.0	105.0
投资活动现金净流	-31	182	447	-82	-91	-99	固定资产周转天数	3.7	2.4	2.1	1.8	1.5	1.4
股权募资	2	0	0	141	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-22	0	0	净负债/股东权益	-33.67%	-35.49%	-55.69%	-51.36%	-55.93%	-60.04%
其他	-123	-180	-580	-605	-744	-893	EBIT利息保障倍数	-9.6	-77.9	-38.0	-31.4	-43.2	-42.2
筹资活动现金净流	-122	-180	-580	-486	-744	-893	资产负债率	15.12%	14.79%	21.37%	11.06%	12.27%	11.59%
现金净流量	-61	498	1,370	291	907	1,117							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-17	买入	14.70	22.10~22.10
2	2023-08-29	买入	14.23	N/A
3	2023-10-29	买入	10.32	N/A

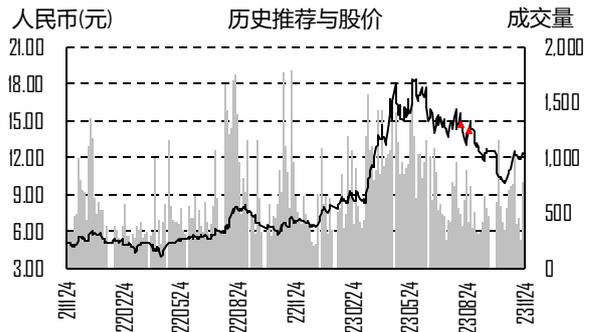
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806