



买入（维持）

所属行业：传媒/游戏 II
当前价格(元)：11.02

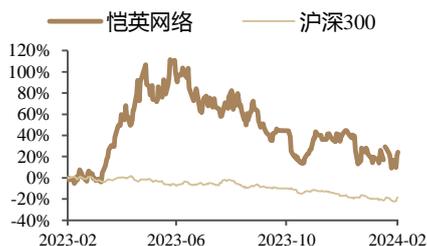
证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

邮箱：maxiao@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.57	-18.24	-17.63
相对涨幅(%)	-8.01	-16.60	-9.67

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《恺英网络(002517.SZ) 23Q3 财报点评：新品类贡献逐步释放，业绩稳健增长》，2023.10.28
- 《恺英网络(002517.SZ) 23Q2 财报点评：业绩超预期，下半年新品将逐步上线》，2023.9.1
- 《恺英网络(002517.SZ) 事件点评：收购浙江盛和少数股权，有望整合传奇奇迹赛道研发能力，并增厚上市公司利润》，2023.5.26
- 《恺英网络(002517.SZ) 年报及一季报点评：业绩强劲、储备丰富、探索 AI 赋能》，2023.4.27

恺英网络业绩预告点评：丰厚产品储备支撑业绩增长，小游戏赛道发力双轮驱动

投资要点

- 事件：**2024年1月16日，公司发布2023年业绩预告称，2023年公司预计实现归母净利润13亿元-17亿元，同比增长26.81%-65.83%，扣非归母净利润11.7亿元-16.1亿元，同比增长22.39%-68.41%
- 丰厚产品储备支撑业绩增长。**23年Q4业绩突破，不仅得益于老产品《原始传奇》、《传奇世界》、《敢达：争锋对决》、《战舰世界闪击战》等运营稳健，流水表现良好；同时新产品《纳萨力克之王》(B站代理)、《石器时代：觉醒》(腾讯代理)等均于Q4如期上线。除此之外，公司目前还有包括《斗罗大陆：诛邪传说》(MMO类)、《妖怪正传2》(国潮水墨风)、《三国：天下归心》《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》等已经获得版号的储备产品，预计持续贡献24年的业绩增量。
- 小游戏赛道发力双轮驱动。**小游戏方面，《仙剑奇侠传：新的开始》于2023年8月上线微信小程序，上线近半年后，2024年1月23日，《新的开始》还在微信小游戏畅销榜单第6位。2024年1月30日，《怪物联萌》冲到微信小游戏畅销榜单第16位。小游戏赛道的开拓会对公司带来增量收入，我们持续看好后续小游戏业务的发展。
- 布局VR内容，探索游戏内容新方向。**公司在2015-2017年多次对国内头部VR厂商上海乐相科技(即大朋VR)进行了投资，当前持有6.82%的股权；22年成立VR团队，MOBA类VR游戏《Mecha Party》已经完成研发并上线steam平台，正在推进在索尼PSVR2等平台上申请相关事项。
- 公司治理持续优化，增持回购提振信心。**2023年12月23日-27日，恺英网络宣布一系列回购和继续增持的公告，实控人、董事长金锋计划以自有或自筹资金增持恺英网络不低于2000万元，目前已完成2023年10月27日发布的高达1亿元增持计划，全体高级管理人员增持不低于800万元。
- 盈利预测和投资建议：**我们预测公司23-25年收入至43.49/53.11/63.93亿元，同比增长16.7%/22.1%/20.4%。我们预测归母净利润为14.61/17.50/19.84亿元，同比增长42.5%/19.8%/13.3%。我们看好现有的游戏产品储备，以及公司对小游戏赛道的布局。维持“买入”评级。
- 风险提示：**现有产品流水下滑，新品(包括VR)上线不及预期，行业竞争加剧。

股票数据

总股本(百万股):	2,152.52
流通 A 股(百万股):	1,907.47
52 周内股价区间(元):	8.25-18.42
总市值(百万元):	23,311.77
总资产(百万元):	6,314.60
每股净资产(元):	2.33

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,375	3,726	4,349	5,311	6,393
(+/-)YoY(%)	53.9%	56.8%	16.7%	22.1%	20.4%
净利润(百万元)	577	1,025	1,461	1,750	1,984
(+/-)YoY(%)	224.1%	77.8%	42.5%	19.8%	13.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.27	0.48	0.68	0.81	0.92
毛利率(%)	70.8%	75.0%	81.9%	78.1%	75.5%
净资产收益率(%)	16.9%	22.9%	23.6%	22.1%	20.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.68	0.81	0.92
每股净资产	2.08	2.87	3.68	4.60
每股经营现金流	0.69	0.53	1.00	0.85
每股股利	0.00	0.10	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	13.39	16.24	13.55	11.96
P/B	3.16	3.84	2.99	2.39
P/S	4.48	5.43	4.45	3.70
EV/EBITDA	8.10	12.03	9.66	7.80
股息率%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	75.0%	81.9%	78.1%	75.5%
净利润率	36.5%	36.5%	33.3%	31.3%
净资产收益率	22.9%	23.6%	22.1%	20.0%
资产回报率	17.7%	19.8%	17.8%	16.4%
投资回报率	29.1%	24.2%	21.2%	19.1%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	56.8%	16.7%	22.1%	20.4%
EBIT 增长率	62.0%	20.1%	12.0%	12.1%
净利润增长率	77.8%	42.5%	19.8%	13.3%
偿债能力指标				
资产负债率	21.4%	13.5%	17.3%	16.1%
流动比率	3.3	5.7	4.7	5.3
速动比率	3.0	5.4	4.5	5.0
现金比率	2.1	4.0	3.5	4.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	78.2	78.2	78.2	78.2
存货周转天数	5.1	5.1	5.1	5.1
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5
固定资产周转率	176.5	172.9	185.0	201.2

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,025	1,461	1,750	1,984
少数股东损益	336	126	18	20
非现金支出	88	42	30	30
非经营收益	2	-3	13	13
营运资金变动	32	-482	348	-215
经营活动现金流	1,483	1,146	2,159	1,833
资产	-131	-55	-55	-55
投资	-56	-66	-46	-46
其他	635	-1	-18	-18
投资活动现金流	447	-122	-118	-118
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	445	0	0
其他	-580	-213	0	0
融资活动现金流	-580	232	0	0
现金净流量	1,370	1,256	2,041	1,714

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,726	4,349	5,311	6,393
营业成本	931	787	1,163	1,566
毛利率%	75.0%	81.9%	78.1%	75.5%
营业税金及附加	18	20	27	32
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	803	1,130	1,341	1,598
营业费用率%	21.6%	26.0%	25.2%	25.0%
管理费用	164	286	319	384
管理费用率%	4.4%	6.6%	6.0%	6.0%
研发费用	511	543	670	799
研发费用率%	13.7%	12.5%	12.6%	12.5%
EBIT	1,357	1,629	1,825	2,047
财务费用	-34	-63	-49	-76
财务费用率%	-0.9%	-1.5%	-0.9%	-1.2%
资产减值损失	-36	0	0	0
投资收益	-12	-21	-18	-18
营业利润	1,341	1,666	1,857	2,105
营业外收支	44	3	4	4
利润总额	1,384	1,669	1,861	2,109
EBITDA	1,433	1,659	1,855	2,077
所得税	23	81	93	105
有效所得税率%	1.7%	4.9%	5.0%	5.0%
少数股东损益	336	126	18	20
归属母公司所有者净利润	1,025	1,461	1,750	1,984

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,551	3,807	5,848	7,562
应收账款及应收票据	858	1,032	1,277	1,502
存货	10	12	21	24
其它流动资产	528	616	719	950
流动资产合计	3,948	5,467	7,865	10,038
长期股权投资	398	443	489	535
固定资产	21	25	29	32
在建工程	0	0	0	0
无形资产	28	39	51	62
非流动资产合计	1,829	1,904	1,979	2,054
资产总计	5,776	7,371	9,845	12,092
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	312	177	546	428
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	889	786	1,122	1,484
流动负债合计	1,201	963	1,668	1,912
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	33	33	33	33
非流动负债合计	33	33	33	33
负债总计	1,234	996	1,701	1,945
实收资本	1,515	2,144	2,144	2,144
普通股股东权益	4,472	6,178	7,928	9,912
少数股东权益	70	198	215	235
负债和所有者权益合计	5,776	7,371	9,845	12,092

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。