

恺英网络 (002517.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 延续高增态势，关注新品上线

事件

■ 4月30日，公司发布23年报及24年一季度报，23年收入43.0亿元/同增15.3%，归母净利14.6亿/同增42.6%，扣非归母13.5亿/同增41.3%；23年度拟现金分红0.1元/股。1Q24收入13亿/同增36.9%，净利4.3亿/同增47.1%，扣非归母4.2亿/同增48.4%。

点评

■ 23年符合业绩预告，盈利水平提高。1)收入：23年同增15.3%，主要系移动游戏(35.8亿/同增13.3%)及信息服务业务(6.6亿/同增43.3%)，受益于《原始传奇》《敢达争锋对决》《天使之战》等长线产品的稳定运营及《新倚天屠龙记》《仙剑奇侠传：新的开始》《石器时代：觉醒》等新上线产品出色表现。2)盈利：归母净利率同比+6.5pct至34.0%，扣非净利率同比+5.8pct至31.4%，预计主要系收入结构变化使毛利率同比+8.5pct，及收购浙江盛和29%股权，少数股东损益占收入比同比-6.3pct；销售/管理/研发费率同比+5.8/+2.3/-1.5pct，销售、管理费率增幅较大分别主要系市场推广费增加；员工持股计划及股票期权计划费用摊销增加。

■ Q1 延续高增态势，环比增长稳健。1)收入：同比+36.9%，主要系传奇奇迹稳健，23年下半年上线的《石器时代：觉醒》等表现良好，且23年Q1低基数。收入环比+3.3%，保持稳健经营的态势。2)盈利：归母净利率32.6%，同、环比+2.2、2.5pct，主要系收购浙江盛和29%股权所致，少数股东损益占收入比同比-8.0pct，对联营企业和合营企业的收益增加，投资收益占收入比同比+1.6pct；毛利率同比-1.8pct，销售/管理/研发费率同比+12.6/-4.3/-1.5pct，销售、管理费率变化较大，分别主要系市场推广费增加；员工持股计划及股票期权计划费用摊销下降所致。

■ 展望后续：关注新品上线，品类拓展可期。1)传奇奇迹基本盘稳健，公司深耕多年，经验丰富，23年10月与世纪华通就传奇IP领域签署战略合作协议。2)储备的《斗罗大陆：诛邪传说》《纳萨力克：崛起》等游戏处于开发后期，《盗墓笔记：启程》版号于4月获批，新游上线有望保障业绩增量。3)布局AI和MR领域，自研的“形意”大模型已用于实际研发；旗下臣旻网络研发的MOBA类VR游戏《Mecha Party》已上线PlayStation北美服与Steam。

盈利预测

■ 我们预计24-26年归母净利17.9/20.7/23.0亿元，对应PE为14.1/12.2/11.0X，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：陈泽敏 (执业S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

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)：11.74元

相关报告：

1.《恺英网络公司点评：Q4净利润高增，品类拓展可期》，2024.1.17

2.《恺英网络公司点评：2023投资者交流会：三大业务体系齐头并进...》，2023.11.25

3.《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,726	4,295	5,205	5,971	6,608
营业收入增长率	56.84%	15.30%	21.18%	14.72%	10.67%
归母净利润(百万元)	1,025	1,462	1,789	2,065	2,297
归母净利润增长率	77.76%	42.58%	22.39%	15.44%	11.23%
摊薄每股收益(元)	0.476	0.679	0.831	0.959	1.067
每股经营性现金流净额	0.69	0.79	1.12	1.34	1.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.92%	27.87%	28.32%	27.33%	25.71%
P/E	13.77	16.45	14.13	12.24	11.00
P/B	3.16	4.58	4.00	3.34	2.83

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,375	3,726	4,295	5,205	5,971	6,608
增长率		56.8%	15.3%	21.2%	14.7%	10.7%
主营业务成本	-694	-931	-710	-1,036	-1,200	-1,336
%销售收入	29.2%	25.0%	16.5%	19.9%	20.1%	20.2%
毛利	1,681	2,795	3,585	4,169	4,771	5,272
%销售收入	70.8%	75.0%	83.5%	80.1%	79.9%	79.8%
营业税金及附加	-12	-18	-19	-26	-30	-33
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-361	-803	-1,177	-1,423	-1,609	-1,769
%销售收入	15.2%	21.6%	27.4%	27.3%	26.9%	26.8%
管理费用	-165	-164	-286	-190	-211	-233
%销售收入	7.0%	4.4%	6.7%	3.6%	3.5%	3.5%
研发费用	-339	-511	-527	-616	-696	-765
%销售收入	14.3%	13.7%	12.3%	11.8%	11.7%	11.6%
息税前利润 (EBIT)	804	1,299	1,577	1,913	2,225	2,471
%销售收入	33.8%	34.9%	36.7%	36.8%	37.3%	37.4%
财务费用	10	34	58	60	58	73
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-1.4%	-1.2%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	1	-12	-67	6	6	6
公允价值变动收益	-27	-2	9	10	10	10
投资收益	105	-12	79	10	10	10
%税前利润	11.2%	n.a	4.6%	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	906	1,341	1,698	2,008	2,319	2,579
营业利润率	38.2%	36.0%	39.5%	38.6%	38.8%	39.0%
营业外收支	30	44	0	-5	-6	-7
税前利润	936	1,384	1,697	2,003	2,313	2,572
利润率	39.4%	37.2%	39.5%	38.5%	38.7%	38.9%
所得税	-92	-23	-117	-196	-227	-252
所得税率	9.8%	1.7%	6.9%	9.8%	9.8%	9.8%
净利润	844	1,361	1,581	1,807	2,086	2,320
少数股东损益	268	336	119	18	21	23
归属于母公司的净利润	577	1,025	1,462	1,789	2,065	2,297
净利率	24.3%	27.5%	34.0%	34.4%	34.6%	34.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	844	1,361	1,581	1,807	2,086	2,320
少数股东损益	268	336	119	18	21	23
非现金支出	40	88	182	30	37	47
非经营收益	-50	2	-85	-33	-13	-12
营运资金变动	-334	32	29	-109	-82	-62
经营活动现金净流	501	1,483	1,706	1,695	2,029	2,293
资本开支	-153	-131	-190	-80	-86	-94
投资	288	-56	-187	-465	-15	-15
其他	47	635	0	10	10	10
投资活动现金净流	182	447	-378	-535	-91	-99
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-180	-580	-1,065	-716	-826	-919
筹资活动现金净流	-180	-580	-1,064	-716	-826	-919
现金净流量	498	1,370	269	444	1,111	1,275

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,178	2,551	2,807	3,250	4,359	5,633
应收款项	1,012	1,088	1,387	1,526	1,718	1,905
存货	16	10	20	21	24	27
其他流动资产	531	298	336	428	454	504
流动资产	2,737	3,948	4,550	5,225	6,555	8,069
%总资产	62.2%	68.3%	68.8%	67.0%	71.3%	74.9%
长期投资	537	593	750	1,225	1,250	1,275
固定资产	16	21	17	20	22	26
%总资产	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
无形资产	1,040	1,121	1,083	1,121	1,155	1,185
非流动资产	1,662	1,829	2,061	2,577	2,641	2,702
%总资产	37.8%	31.7%	31.2%	33.0%	28.7%	25.1%
资产总计	4,400	5,776	6,610	7,802	9,196	10,770
短期借款	11	22	12	12	12	12
应付款项	360	840	984	1,066	1,154	1,279
其他流动负债	212	340	354	384	428	474
流动负债	583	1,201	1,350	1,462	1,594	1,766
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	67	33	22	10	12	14
其他	651	1,234	1,372	1,472	1,606	1,779
普通股股东权益	3,406	4,472	5,244	6,317	7,556	8,935
其中：股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
未分配利润	1,154	2,070	3,317	4,390	5,629	7,007
少数股东权益	343	70	-6	12	33	56
负债股东权益合计	4,400	5,776	6,610	7,802	9,196	10,770

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.268	0.476	0.679	0.831	0.959	1.067
每股净资产	1.582	2.078	2.436	2.935	3.511	4.151
每股经营现金净流	0.233	0.689	0.793	1.119	1.339	1.513
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.472	0.545	0.606
回报率						
净资产收益率	16.93%	22.92%	27.87%	28.32%	27.33%	25.71%
总资产收益率	13.11%	17.75%	22.11%	22.93%	22.46%	21.33%
投入资本收益率	19.04%	27.91%	27.86%	27.22%	26.40%	24.76%
增长率						
主营业务收入增长率	53.92%	56.84%	15.30%	21.18%	14.72%	10.67%
EBIT增长率	447.45%	61.54%	21.40%	21.36%	16.29%	11.04%
净利润增长率	224.14%	77.76%	42.58%	22.39%	15.44%	11.23%
总资产增长率	24.12%	31.29%	14.44%	18.02%	17.87%	17.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.1	79.3	81.0	81.0	81.0	81.0
存货周转天数	5.2	5.2	7.7	7.5	7.5	7.5
应付账款周转天数	137.2	113.5	193.9	180.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	2.4	2.1	1.5	1.4	1.4	1.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.49%	-55.69%	-53.35%	-51.15%	-57.28%	-62.51%
EBIT利息保障倍数	-77.9	-38.0	-27.1	-31.7	-38.1	-33.9
资产负债率	14.79%	21.37%	20.75%	18.87%	17.47%	16.52%

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
买入	2	14	29	50	124
增持	0	2	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.09	1.07	1.00

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
4	2023-11-25	买入	12.15	N/A
5	2024-01-17	买入	10.29	N/A

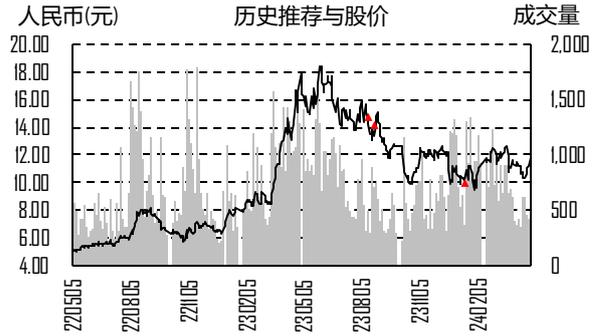
来源：国金证券研究所

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806