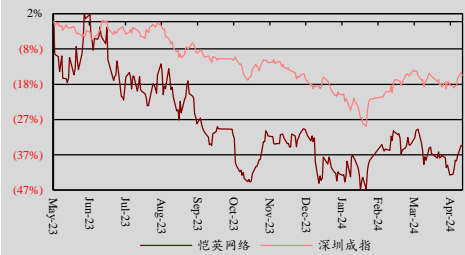


002517.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.79

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.0	7.0	15.7	(29.3)
相对深圳成指	7.0	5.0	1.2	(13.9)

发行股数 (百万)	2,152.52
流通股 (百万)	1,907.47
总市值 (人民币 百万)	25,378.18
3个月日均交易额 (人民币 百万)	748.88
主要股东	
金锋	14.33

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年4月30日收市价为标准

相关研究报告

《恺英网络》20231031
《恺英网络》20230829
《恺英网络》20230811

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 游戏 II
证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yil.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

恺英网络

2023年业绩稳步增长, 多款产品储备已有版号

恺英网络 2023 营业收入 42.95 亿元, 同比+15.3%; 归母净利润 14.62 亿元, 同比+42.6%; 扣非后净利润 13.51 亿元, 同比+41.3%。24Q1 营业收入 13.08 亿元, 同比+36.9%, 环比+ 3.3%; 归母净利 4.26 亿, 同比+ 47.1%, 环比+ 12.3%; 扣非后净利润 4.24 亿元, 同比+ 48.3%, 环比+ 35.7%。持续巩固传奇品类龙头位置, 业绩增长稳健, 获版号产品储备丰富。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 23Q4 业绩提升幅度较大, 新游表现亮眼。** 由于新游上线, 23Q4 营业收入达到 12.66 亿元, 同比+40.6%, 环比+20.2%; 归母净利 3.79 亿, 同比+241.7%, 环比+6.0%。2023 年公司手机游戏收入达 35.8 亿元, 同比+13.28%; 毛利率 82.20%, 同比+6.88ppts。信息服务收入 6.6 亿元, 同比+43.28%; 毛利率 92.75%, 同比+13.10 ppts。根据七麦数据, 游戏《石器时代: 觉醒》于 2023 年 10 月上线, 首日位列 iOS 畅销榜第 14 名。版权合作项目《纳萨力克之王》于 2023 年 11 月上线, 上线首月长期稳定在游戏畅销榜前 50 名, 最高排名畅销榜第 19 名。根据游戏陀螺, 小游戏《仙剑奇侠传: 新的开始》上线后常驻小程序畅销榜、人气榜前十。
- 多款产品进入开发后期, 后续版号储备丰富。** 储备方面, 自研游戏《斗罗大陆: 诛邪传说》《梁山传奇》《龙腾传奇》《三国: 天下归心》《关于我转生变成史莱姆这档事: 新世界》等已获取版号; 代理产品《太上补天卷》《怪物联萌》《群英觉醒》等已获取版号。公司还储备有《奥特曼》《BLEACH 千年血战篇》等 IP。在新技术方面, 2023 年公司成立 AI 应用研究中心, 并与复旦大学在大模型应用领域进行合作, 自研“心意”大模型已应用于研发场景中。
- 毛利率大幅增长, 销售费用率升高。** 公司 2023 全年毛利率 83.47%, 同比+8.45 ppts; 销售/管理/研发费用率分别为 27.39%/6.67%/12.26%, 同比+5.83ppts/+2.27ppts/-1.46ppts。24Q1 毛利率 82.05%, 同比-1.76ppts; 销售/管理/研发费用率分别为 37.09%/3.81%/8.48%, 同比+12.62ppts/-4.29ppts/-1.51ppts。2023 年公司整体毛利率同比有较大提升, 我们认为主要由于公司分成费用下降, 同时高毛利的信息服务收入占比提升。本年度公司新品上线较多, 导致销售费用率同比提升。分红方面, 2024 年公司计划进行 2023 年度分红 2.13 亿元, 计划进行 2024 年内分红约 2 亿元。

估值

- 恺英网络持续巩固传奇品类龙头位置, 新兴品类探索卓有成效, 业绩增长稳健, 获版号产品储备丰富。考虑到产品上线时间及具体表现仍具备不确定性, 我们调整恺英网络 2024/25/26 年归母净利润预期至 17.36 / 20.98 / 24.76 亿元, 对应 PE 为 14.62 / 12.10 / 10.25 倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 游戏监管超预期; 宏观经济下滑; 新游表现不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026A
营业收入(百万元)	3726	4295	5456	6571	7660
变动 (%)	56.84	15.30	27.01	20.44	16.58
市盈率 (P/E)	24.75	17.36	14.62	12.10	10.25
归属母公司净利润(百万元)	1025	1462	1736	2098	2476
变动 (%)	77.77	42.57	18.78	20.85	17.99
每股收益 (人民币)	0.48	0.68	0.81	0.97	1.15
前次预测每股收益 (人民币)	/	/	0.91	1.13	/
调整幅度(%)	/	/	(11.38)	(13.95)	/

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司季度财务数据对比

(人民币 百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	同比变化	环比变化
营业收入	955	1,022	1,053	1,266	1,308	36.93%	3.29%
毛利润	800	861	881	1,043	1,073	34.05%	2.83%
毛利率(%)	83.81	84.27	83.66	82.41	82.05	(1.76 pts)	(0.37 ppt)
销售费用率(%)	24.47	23.07	28.96	31.78	37.09	12.62 pts	5.30 pts
管理费用率(%)	8.10	6.44	6.02	6.32	3.81	(4.29 pts)	(2.51 pts)
研发费用率(%)	9.98	10.87	11.91	15.40	8.48	(1.51 pts)	(6.92 pts)
归属于母公司净利润	290	434	358	379	426	47.06%	12.33%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.公司产品储备

游戏名称	游戏类型	自研/代理	有无版号	产品状态	发行区域
斗罗大陆:诛邪传说	MMORPG	自研	有	开发后期	国内
代号：盗墓	ARPG	自研	有	开发后期	国内
机甲派对	射击竞技 VR 游戏	自研	有	已上线海外	海外
梁山传奇	ARPG	自研	有		国内
龙腾传奇	ARPG	自研	有		国内
三国：天下归心	SLG	自研	有		国内
代号：DR	MMORPG	自研	无		国内
代号：信长	SLG	联合研发	无		国内
关于我转生变成史莱姆 这档事：新世界	RPG	联合研发	有	2024	国内
太上补天卷	放置卡牌	代理	有	小程序上线	国内
怪物联萌	休闲塔防	代理	有	小程序上线	国内
群英觉醒	战棋	代理	有		国内
古怪的小鸡	休闲	代理	有		国内

资料来源：恺英网络公众号，公司公告，中银证券整理

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,726	4,295	5,456	6,571	7,660
营业成本	931	710	1,058	1,219	1,419
税金及附加	18	19	27	33	38
销售费用	803	1,177	1,500	1,840	2,145
管理费用	164	286	327	394	460
研发费用	511	527	671	821	958
财务费用	(34)	(58)	(56)	(79)	(125)
资产减值损失	24	(30)	0	0	0
营业利润	1,341	1,698	2,031	2,455	2,896
营业外收入	530	3	3	3	3
营业外支出	487	3	4	4	4
利润总额	1,384	1,697	2,031	2,454	2,896
所得税	23	117	203	245	290
净利润	1,361	1,581	1,828	2,209	2,606
归母净利润	1,025	1,462	1,736	2,098	2,476
EPS(调整后, 摊薄)	0.48	0.68	0.81	0.97	1.15

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
净利润	1,361	1,581	1,828	2,209	2,606
折旧和摊销	76	95	48	50	50
营运资本变动	32	29	(663)	119	(409)
其他	14	2	(65)	(72)	(84)
经营活动现金流净额	1,483	1,706	1,147	2,306	2,163
资本开支	(131)	(190)	(66)	(66)	(66)
其他	579	(187)	65	72	84
投资活动现金流净额	447	(378)	(0)	7	19
股权融资	0	1	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	(580)	(1,065)	0	0	0
筹资活动现金流净额	(580)	(1,064)	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	1,370	269	1,147	2,312	2,182

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,551	2,807	3,954	6,266	8,449
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收票据及应收账款	858	1,048	1,347	1,537	1,825
预付款项	229	252	265	305	355
存货	10	20	10	24	15
流动资产合计	3,948	4,550	6,041	8,655	11,256
固定资产	21	17	27	35	43
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	28	31	44	56	68
非流动资产合计	1,829	2,061	2,078	2,093	2,108
资产总计	5,776	6,610	8,119	10,748	13,364
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	312	442	263	549	397
其他流动负债	889	908	767	902	1,064
流动负债合计	1,201	1,350	1,030	1,451	1,461
其他	33	22	22	22	22
非流动负债合计	33	22	22	22	22
负债合计	1,234	1,372	1,053	1,473	1,483
股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
资本公积金	746	509	509	509	509
未分配利润	2,070	3,317	4,793	6,576	8,681
少数股东权益	70	(6)	86	196	327
其他	141	(97)	163	478	849
所有者权益合计	4,542	5,238	7,066	9,275	11,881
负债和所有者权益总计	5,776	6,610	8,119	10,748	13,364

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	56.84	15.30	27.01	20.44	16.58
营业利润	47.93	26.63	19.64	20.85	17.99
归属于母公司净利润	77.77	42.57	18.78	20.85	17.99
获利能力					
毛利率	75.02	83.47	80.60	81.45	81.47
净利率	27.52	34.03	31.82	31.93	32.32
ROE	22.93	27.87	24.87	23.11	23.11
ROIC	29.13	29.05	24.27	22.31	22.31
偿债能力					
资产负债率	21.37	20.75	12.96	13.71	13.71
流动比率	3.29	3.37	5.86	5.96	5.96
营运能力					
应收账款周转率	4.60	4.51	4.56	4.56	4.56
总资产周转率	0.73	0.69	0.74	0.70	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.68	0.81	0.97	1.15
每股净资产	2.08	2.44	3.24	4.22	5.37
估值比率					
PE	24.75	17.36	14.62	12.10	10.25
PB	5.68	4.84	3.64	2.80	2.20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371