

# 恺英网络(002517)

## 业绩保持较高增速，多款新游静待释放

### 事件：

1) 公司发布 2023 年报：营收 42.95 亿元，同比增长 15.3%；归母净利润 14.62 亿元，同比增长 42.6%。其中 23Q4 营收 12.66 亿元，同比增长 40.6%；归母净利润 3.79 亿元，同比增长 240.8%。2) 公司发布 2024 年一季报：营收 13.08 亿元，同比增长 36.93%；归母净利润 4.26 亿元，同比增长 47.1%。

### 业绩保持较高增速，多款新游贡献增量

公司 2023 年、2024Q1 营收、利润均保持较高增速。主要系：1) 老游戏稳健运营，多款新游表现亮眼：其中《原始传奇》《热血合击》《天使之战》《永恒联盟》等产品长线稳定运营，此外公司自 2023H2 起上线多款新游戏，其中《仙剑奇侠传：新的开始》《怪物联萌》两款小程序游戏上线后均排名微信畅销榜前列；2) 成本费用控制良好：公司 2023 年毛利率水平达到 83.5%，同比增长 8pct，主要系毛利率较高的信息服务收入增长，以及自研游戏占比提升；费用方面，2023Q4、2024Q1 期间费用率分别为 53%/48%，保持稳定水平。其中销售费用率分别为 32%/37%，同比增速分别为 8/13pct，主要系新游上线后投放推广力度提升；3) 子公司浙江盛和并表贡献增量：该子公司 2023 年实现净利润 11.61 亿元，全部并表后持续贡献业绩增量。

### 新游戏储备丰富，自研+发行实力有望持续验证

展望 2024 年，公司新游储备丰富。其中重点关注：1) 移动游戏 (App 端)，已获得版号的新游包括《斗罗大陆·诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《临仙》《妖怪正传 2》《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》等；2) 小程序游戏端，公司后续储备有《古怪的小鸡》《太上补天卷》《代号：MYX》等多款产品，上线后有望贡献业绩增量。此外，游戏出海是公司核心战略之一，2023《新倚天屠龙记》《KR 灵蛇》上线港澳台、韩国等地区后均取得亮眼成绩，随着出海团队、产品的进一步整合推进，出海收入占比有望持续提升。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 59/71/81 亿元，同比增速分别为 37%/20%/15%，归母净利润分别为 19.3/22.4/25.7 亿元，同比增速分别为 32%/16%/15%，EPS 分别为 0.9/1.0/1.2 元/股，3 年 CAGR 为 20.5%。我们认为，公司游戏产品线储备丰富，有望持续贡献业绩增量，且将长期受益于 AI/VR 等前沿技术进展。建议持续关注。

**风险提示：**版号政策、公司游戏流水、AI/VR 等技术应用不及预期的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3726	4295	5870	7070	8131
增长率 (%)	56.84%	15.30%	36.66%	20.44%	15.00%
EBITDA (百万元)	1426	1755	2349	2709	2979
归母净利润 (百万元)	1025	1462	1928	2244	2571
增长率 (%)	77.76%	42.58%	31.88%	16.42%	14.57%
EPS (元/股)	0.48	0.68	0.90	1.04	1.19
市盈率 (P/E)	25.3	17.8	13.5	11.6	10.1
市净率 (P/B)	5.8	5.0	3.7	2.8	2.2
EV/EBITDA	8.3	12.2	9.6	7.6	6.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 07 日收盘价

行业：传媒/游戏 II  
 投资评级：  
 当前价格：12.06 元  
 目标价格：

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,152.52/1,907.47
流通 A 股市值 (百万元)	23,004.03
每股净资产 (元)	2.64
资产负债率 (%)	21.28
一年内最高/最低 (元)	19.29/9.16

### 股价相对走势



### 作者

分析师：丁子然  
 执业证书编号：S0590523080003  
 邮箱：dingzr@glsc.com.cn

联系人：周砾灵  
 邮箱：zhoull@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《恺英网络(002517)：稳定分红回报股东，董事长增持彰显信心》2024.04.01  
 2、《恺英网络(002517)：23 年业绩稳健增长，高管集体增持彰显信心》2024.01.17

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2551	2807	4046	6250	8726	营业收入	3726	4295	5870	7070	8131
应收账款+票据	1049	1314	1910	2301	2646	营业成本	931	710	969	1167	1342
预付账款	229	252	500	603	693	营业税金及附加	18	19	28	33	38
存货	10	20	20	24	28	营业费用	803	1177	1614	1944	2236
其他	108	157	239	288	331	管理费用	675	813	1115	1414	1626
<b>流动资产合计</b>	<b>3948</b>	<b>4550</b>	<b>6715</b>	<b>9466</b>	<b>12424</b>	财务费用	-34	-58	-12	-18	-26
长期股权投资	398	518	507	496	485	资产减值损失	-36	-30	-49	-59	-68
固定资产	63	36	23	10	-3	公允价值变动收益	-2	9	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	-12	79	57	57	57
无形资产	28	31	15	-1	-16	其他	58	5	43	46	48
其他非流动资产	1340	1475	1375	1275	1275	<b>营业利润</b>	<b>1341</b>	<b>1698</b>	<b>2207</b>	<b>2574</b>	<b>2952</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1829</b>	<b>2061</b>	<b>1921</b>	<b>1781</b>	<b>1741</b>	营业外净收益	44	0	24	24	24
<b>资产总计</b>	<b>5776</b>	<b>6610</b>	<b>8636</b>	<b>11247</b>	<b>14165</b>	<b>利润总额</b>	<b>1384</b>	<b>1697</b>	<b>2232</b>	<b>2598</b>	<b>2977</b>
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	23	117	136	159	182
应付账款+票据	312	442	433	522	600	<b>净利润</b>	<b>1361</b>	<b>1581</b>	<b>2095</b>	<b>2439</b>	<b>2795</b>
其他	889	908	942	1135	1306	少数股东损益	336	119	168	195	224
<b>流动负债合计</b>	<b>1201</b>	<b>1350</b>	<b>1376</b>	<b>1657</b>	<b>1906</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1025</b>	<b>1462</b>	<b>1928</b>	<b>2244</b>	<b>2571</b>
长期带息负债	17	3	1	0	-1	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	16	19	19	19	19	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>33</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	营业收入	56.84%	15.30%	36.66%	20.44%	15.00%
<b>负债合计</b>	<b>1234</b>	<b>1372</b>	<b>1396</b>	<b>1676</b>	<b>1924</b>	EBIT	45.82%	21.41%	35.42%	16.24%	14.35%
少数股东权益	70	-6	162	357	581	EBITDA	47.39%	23.07%	33.82%	15.35%	9.97%
股本	1515	1515	2153	2153	2153	归属于母公司净利润	77.76%	42.58%	31.88%	16.42%	14.57%
资本公积	746	509	-128	-128	-128	<b>获利能力</b>					
留存收益	2211	3220	5054	7189	9635	毛利率	75.02%	83.47%	83.50%	83.50%	83.50%
<b>股东权益合计</b>	<b>4542</b>	<b>5238</b>	<b>7240</b>	<b>9570</b>	<b>12240</b>	净利率	36.54%	36.80%	35.69%	34.50%	34.38%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5776</b>	<b>6610</b>	<b>8636</b>	<b>11247</b>	<b>14165</b>	ROE	22.92%	27.87%	27.23%	24.36%	22.05%
						ROIC	50.92%	65.09%	78.27%	67.55%	72.37%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	21.37%	20.75%	16.17%	14.90%	13.59%
净利润	1361	1581	2095	2439	2795	流动比率	3.3	3.4	4.9	5.7	6.5
折旧摊销	76	116	129	129	29	速动比率	3.0	3.1	4.4	5.3	6.1
财务费用	-34	-58	-12	-18	-26	<b>营运能力</b>					
存货减少(增加为“-”)	6	-9	0	-4	-4	应收账款周转率	3.6	3.3	3.1	3.1	3.1
营运资金变动	32	29	-901	-264	-234	存货周转率	89.0	36.2	48.3	48.3	48.3
其它	43	49	-50	-47	-47	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>1483</b>	<b>1706</b>	<b>1261</b>	<b>2235</b>	<b>2513</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	-170	-188	0	0	0	每股收益	0.5	0.7	0.9	1.0	1.2
长期投资	-57	-187	0	0	0	每股经营现金流	0.7	0.8	0.6	1.0	1.2
其他	674	-2	62	62	62	每股净资产	2.1	2.4	3.3	4.3	5.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>447</b>	<b>-378</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	4	-14	-2	-2	0	市盈率	25.3	17.8	13.5	11.6	10.1
股权融资	0	0	637	0	0	市净率	5.8	5.0	3.7	2.8	2.2
其他	-584	-1050	-719	-91	-99	EV/EBITDA	8.3	12.2	9.6	7.6	6.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-580</b>	<b>-1064</b>	<b>-84</b>	<b>-93</b>	<b>-99</b>	EV/EBIT	8.8	13.1	10.1	8.0	6.2
<b>现金净增加额</b>	<b>1370</b>	<b>269</b>	<b>1239</b>	<b>2205</b>	<b>2475</b>						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 07 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼