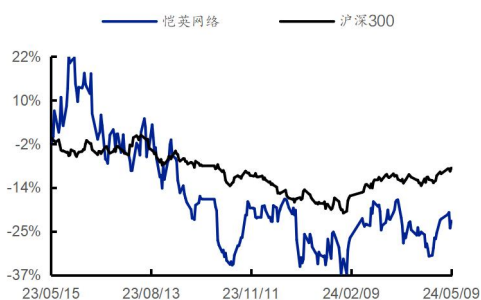


研究所：  
 证券分析师：姚蕾 S0350521080006  
 yaol02@ghzq.com.cn

## 2024Q1 业绩亮眼，全年游戏储备丰富，小程序 及出海贡献增量

### ——恺英网络（002517）公司动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
恺英网络	4.9%	6.0%	-26.2%
沪深 300	4.6%	9.0%	-8.3%

#### 市场数据

市场数据	2024/05/10
当前价格(元)	11.68
52周价格区间(元)	9.16-19.29
总市值(百万)	25,141.41
流通市值(百万)	22,279.19
总股本(万股)	215,251.76
流通股本(万股)	190,746.53
日均成交额(百万)	358.48
近一月换手(%)	2.43

#### 相关报告

《恺英网络(002517)点评报告：公司治理取得新进展，回购股份彰显信心(买入)\*游戏II\*姚蕾》  
 ——2023-11-22

《恺英网络(002517)2023年三季报点评：业绩符合预期，大股东增持彰显信心，看好新游上线带动业绩稳健增长(买入)\*游戏II\*姚蕾，杨牧笛》  
 ——2023-10-30

《恺英网络(002517)2023年半年报点评：半年

#### 事件：

(1) **2023年业绩**：2024年4月30日，公司公告2023年年报，2023年实现营业收入42.95亿元，yoy+15.30%；归母净利润14.62亿元，yoy+42.57%；扣非归母净利润13.51亿元，yoy+41.26%。

(2) **2023年度分红**：向全体股东每10股派发现金红利1元(含税)，合计2.13亿元。考虑2023年已实施中期分红2.13亿元，全年合计4.26亿元。

(3) **2024Q1业绩**：2024年4月30日，公司公告2024年一季报，2024Q1实现营业收入13.08亿元，yoy+36.93%；归母净利润4.26亿元，yoy+47.06%，扣非归母净利润4.24亿元，yoy+48.35%。

(4) 《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》预约数量超100万。

#### 投资要点：

##### ■ 2023年收入、利润高增，2024Q1持续加速

(1) 2023年实现营收42.95亿元，yoy+15.30%，毛利率83.47%，同比+8.45pct。

分业务看，移动游戏/信息服务/网页游戏营收分别为35.77/6.64/0.55亿元，yoy分别为+13.28%/+43.28%/-37.31%，毛利率分别为82.20%/92.75%/53.79%，毛利率同比分别+6.88/+13.10/+14.80pct。2023年，公司推出《石器时代：觉醒》《全民江湖》等自研精品游戏，推动游戏业务营收和毛利提升。

2024Q1实现营收13.08亿元，yoy+36.93%，毛利率82.05%，同比-1.76pct。

(2) 2023年销售/管理/研发费用率分别为27.39%/6.67%/12.26%，同比分别+5.83/+2.27/-1.46pct。其中，销售费用11.77亿元，yoy+46.46%，主要系推广费增加；管理费用2.86亿元，yoy+74.81%，主要系员工持股计划和股票期权计划费用摊销增加；研发费用5.27亿元，yoy+3.01%。

报业绩超预期，关注下半年新品上线表现（买入）  
\*游戏 II \*姚蕾，杨牧笛，杨仁文》——2023-09-03  
《恺英网络（002517）公司事件点评：拟收购浙江盛和少数股权，提振公司盈利能力（）\*游戏 II \*姚蕾》——2023-05-27

2024Q1 销售费用 4.85 亿元，yoy +107.57%，主要系推广费增加；管理费用 0.50 亿元，yoy -35.57%，主要系员工持股计划和股票期权计划费用摊销减少；研发费用 1.11 亿元，yoy +16.27%。

(3) 2023 年实现归母净利润 14.62 亿元，yoy+42.57%，归母净利率 34.03%，同比+6.51pct；扣非归母净利润 13.51 亿元，yoy+41.26%，扣非归母净利率 31.44%，同比+5.78pct。2023 年，公司收购子公司浙江盛和少数股权（29%），归母净利润进一步增厚（2023 年浙江盛和净利润 11.61 亿元，占公司净利润的 73.45%）。非经常性损益主要为非流动性资产处置损益（0.97 亿元）和政府补贴（0.32 亿元）。

2024Q1 归母净利润 4.26 亿元，yoy+47.06%，归母净利率 32.59%，同比+2.25pct，主要系管理费用率较去年同期下降 4.29pct（员工持股计划及股票期权计划费用摊销下降）以及 2023Q1 少数股东损益（0.76 亿元）影响；扣非归母净利润 4.24 亿元，yoy+ 48.35%。

■ 实控人持续增持，彰显公司长期发展信心。

截至 2024 年 4 月 30 日，公司实控人、董事长金锋累计投入超 15 亿元用于股份增持，合计控制股份占公司总股本的 19.56%，彰显对公司发展的长期信心。

■ 2024 年产品矩阵丰富，有望开启新一轮产品周期。

(1) 传奇奇迹品类重磅产品储备丰富。

**储备自研产品：**公司在传奇奇迹品类积累了丰富的研发经验和优势，《王者传奇 2》、《龙腾传奇》、《梁山传奇》等多款重磅储备产品已获版号，后续根据运营节奏灵活推出。

(2) 发挥 IP 优势，“自研+代理”储备丰富创新品类产品。

公司储备创新品类产品丰富，其中包含《关于我转生变成史莱姆这档事》、《斗罗大陆》、《盗墓笔记》、《Overlord》、《龙族》、《死神千年血战篇》、《奥特曼》等重磅 IP 改编手游。

①**已上线产品：**2024 年 1 月，《仙剑奇侠传：新的开始》APP 端上线，据七麦数据，截至 4 月 29 日稳居畅销榜 Top200 左右。

②**储备自研产品：**联合研发的魔国建设 RPG 式策略养成《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》4 月 23 日开启“解析测试”，全网预约超 100 万；MMORPG《斗罗大陆：诛邪传说》、ARPG《盗墓笔记：启程》、MMORPG《纳萨力克：崛起》已获版号，后续上线；龙族 IP 的 MMORPG《代号 DR》、死神 IP 手游、奥特曼 IP 手游正

在研发中。

③**储备代理产品**：古风战棋《群英觉醒》、古风 RPG《太上补天卷》、休闲塔防《怪物联萌》APP 端、休闲塔防《古怪的小鸡》等均已获版号，后续上线。

### (3) 把握小游戏增量，积极拓展海外机会。

公司在小游戏赛道积累丰富经验。据 Gamelook，2024 年 3 月，《怪物联萌》、《仙剑奇侠传：新的开始》分列微信小游戏畅销榜 Top10 和 Top17。

公司积极拓展海外市场。《天使之战》韩服 Google Play 人气榜第一，《KR 灵蛇》韩国地区免费榜前 3，畅销榜 Top50。自研信长之野望 IP 手游新品，深度还原 IP 美术风格的同时对 SLG 玩法进行创新，后续上线日本市场，有望贡献收入增量。

### ■ 持续探索布局 AIGC 和 XR 等前沿领域，落地成效显著。

(1) **自研“形意”大模型深度融入研发管线，增效显著。**“形意”大模型主要拥有“形”与“意”两大功能。“形”着重图像生成能力，可生成 UI 框体/技能/物品图标等精细美术资产、3D 复杂地形图/2D 砖块地图等大面积美术资产、风格化角色原画等；“意”着重文本内容的理解与处理能力，可快速拆解 IP 文学剧本，一键生成场景/道具/人物形象以及任务线等。此外，公司积极探索 AINPC 技术，自研斗罗大陆 IP 手游计划通过引入 AIGC 及 AINPC 技术提升玩家体验。

(2) **投资布局 XR 软/硬件业务，首款 VR 游戏已上线海外主流平台。**硬件领域，公司投资国内领先的 VR 硬件厂商乐相科技（持股 6.93%）。应用领域，公司投资臣旒网络（持股 60%）推出 VR 游戏《Mecha Party》于 2024 年 3 月 8 日登录 PlayStation 北美服与 Steam 平台，后续上线 PlayStation 欧服、亚太服、国服。

■ **盈利预测和投资评级**：公司聚焦游戏“研发、发行、投资+IP”主业，自研“形意”大模型落地实现 AI 全面提效，2024 年产品矩阵丰富，有望为公司业绩增长奠定基础，建议关注后续新品测试和上线情况。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 52.8/63.5/67.4 亿元，归母净利润为 18.75/21.91/23.55 亿元，EPS 为 0.87/1.02/1.09 元，PE 为 13.4/11.5/10.7x，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：市场竞争加剧、新品上线进度及表现不及预期、流量成本上升、老产品生命周期不及预期、技术发展不及预期、汇率波动、政策监管趋严、版号获取进度不及预期、核心人才流失、玩家偏好改变、公司治理/资产减值/解禁减持、市场风格切换、行业估值中枢

下行、海外市场相关风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4295	5281	6351	6740
增长率(%)	15	23	20	6
归母净利润（百万元）	1462	1875	2191	2355
增长率(%)	43	28	17	8
摊薄每股收益（元）	0.68	0.87	1.02	1.09
ROE(%)	28	27	25	22
P/E	15.96	13.41	11.48	10.67
P/B	4.58	3.67	2.87	2.33
P/S	5.60	4.76	3.96	3.73
EV/EBITDA	12.52	10.30	8.21	7.00

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恺英网络盈利预测表

证券代码：	002517				股价：	11.68				投资评级：	买入				日期：	2024/05/10			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	28%	27%	25%	22%	EPS	0.70	0.87	1.02	1.09										
毛利率	83%	82%	81%	81%	BVPS	2.44	3.18	4.07	5.02										
期间费率	33%	32%	33%	32%	<b>估值</b>														
销售净利率	34%	35%	34%	35%	P/E	15.96	13.41	11.48	10.67										
<b>成长能力</b>					P/B	4.58	3.67	2.87	2.33										
收入增长率	15%	23%	20%	6%	P/S	5.60	4.76	3.96	3.73										
利润增长率	43%	28%	17%	8%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.69	0.70	0.67	0.58	营业收入	4295	5281	6351	6740										
应收账款周转率	4.51	4.52	4.51	4.32	营业成本	710	947	1218	1287										
存货周转率	47.24	73.12	179.33	161.92	营业税金及附加	19	26	32	34										
<b>偿债能力</b>					销售费用	1177	1530	1988	2088										
资产负债率	21%	18%	18%	15%	管理费用	286	215	188	206										
流动比	3.37	4.16	4.59	5.58	财务费用	-58	-56	-83	-119										
速动比	3.11	3.88	4.31	5.29	其他费用/（-收入）	527	581	640	706										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1698	2015	2355	2532										
现金及现金等价物	2807	4161	5932	7835	营业外净收支	0	0	0	0										
应收款项	1048	1290	1528	1595	利润总额	1697	2015	2355	2532										
存货净额	20	6	7	9	所得税费用	117	131	153	165										
其他流动资产	676	820	997	1051	净利润	1581	1884	2202	2367										
<b>流动资产合计</b>	<b>4550</b>	<b>6278</b>	<b>8464</b>	<b>10490</b>	少数股东损益	119	9	11	12										
固定资产	17	18	19	20	归属于母公司净利润	1462	1875	2191	2355										
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	1525	1525	1535	1555	经营活动现金流	1706	1751	2191	2338										
长期股权投资	518	568	618	668	净利润	1462	1875	2191	2355										
<b>资产总计</b>	<b>6610</b>	<b>8389</b>	<b>10636</b>	<b>12733</b>	少数股东损益	119	9	11	12										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	116	79	69	60										
应付款项	442	473	541	500	公允价值变动	-9	0	0	0										
合同负债	172	211	254	270	营运资金变动	29	-261	-125	-128										
其他流动负债	736	825	1050	1110	投资活动现金流	-378	-130	-130	-130										
<b>流动负债合计</b>	<b>1350</b>	<b>1510</b>	<b>1845</b>	<b>1880</b>	资本支出	-190	-30	-30	-30										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-187	-50	-50	-50										
其他长期负债	22	21	21	21	其他	0	-50	-50	-50										
<b>长期负债合计</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	筹资活动现金流	-1064	-267	-300	-315										
<b>负债合计</b>	<b>1372</b>	<b>1531</b>	<b>1866</b>	<b>1900</b>	债务融资	0	-2	0	0										
股本	1515	1515	1515	1515	权益融资	1	-11	-100	-100										
股东权益	5238	6859	8770	10832	其它	-1065	-253	-200	-215										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6610</b>	<b>8389</b>	<b>10636</b>	<b>12733</b>	现金净增加额	269	1354	1771	1903										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

## 【分析师承诺】

姚蕾，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。