



买入（维持）

所属行业：传媒/游戏 II
当前价格(元)：11.99

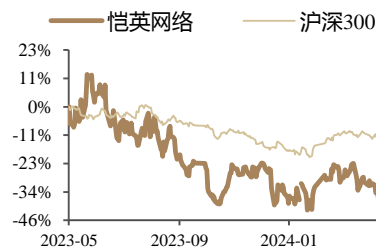
证券分析师

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(%)	4.94	1.30	5.99
相对涨幅(%)	0.33	-2.12	-2.97

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《恺英网络点评：增持分红持续提振信心，看好公司未来长期发展》，2024.3.29
- 《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》，2024.2.18
- 《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

恺英网络点评：业绩增长彰显公司业务能力，分红回购有望持续提升投资回报

投资要点

- 事件：**公司披露 2023 年及 24 年 Q1 业绩，23 年公司实现收入 43.0 亿元，同比+15.3%；归母净利润 14.6 亿元，同比+42.6%；扣非归母净利润 13.5 亿元，同比+41.3%。24 年 Q1 公司实现收入 13.1 亿元，同比+36.9%；归母净利润 4.3 亿元，同比+47.1%；扣非归母净利润 4.2 亿元，同比+48.4%。在业绩保持高增的态势上，公司 2024 年预计将会持续高分红增厚投资回报。
- 传奇奇迹游戏基本盘稳定，创新精品游戏拓展第二增长曲线。**公司 2023 年收入中，移动网络游戏收入为 35.77 亿，同比增长 13.3%，网页游戏收入为 0.55 亿，同比下滑 37.3%，信息服务收入为 6.64 亿，同比大幅增长 43.3%。持续推进精品化战略，拓展多元游戏品类，小游戏和海外等带来持续增量。在复古情怀类游戏方面，国内传奇 IP 归属明确后，市场有望进一步整合，《原始传奇》、《热血合击》、《天使之战》、《永恒联盟》等长线产品保持稳定运营。创新精品类产品，如《敢达争锋对决》、《纳萨力克之王》、《石器时代：觉醒》等表现亦出色。24 年游戏储备丰富，自研产品储备包括《斗罗大陆诛邪传说》《代号盗墓》《机甲派对》《梁山传奇》《龙腾传奇》《三国天下归心》《代号信长》《代号 DR》《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》等；发行产品储备包括《太上补天卷》《怪物联萌》《群英觉醒》《代号 MYX》《古怪的小鸡》等；投资产品包括《代号 Aquaman》；IP 储备有《奥特曼》《BLEACH 千年血战篇》等；出海方面《新倚天屠龙记》曾登顶中国香港与中国台湾地区 iOS 游戏免费榜；《KR 灵蛇》取得韩国地区免费榜 TOP 3。
- 分红回购持续提升投资回报，布局 AI 谋求可持续发展。**董事长 2020 年至今累计增持 11 次累计金额超 15 亿，公司在 2023 年实施回购 2 亿元，实施中期分红 2.13 亿元，并预计将在 24 年继续进行分红。2023 年，成立 AI 应用研究中心，自研“形意”大模型已应用于研发场景中，与复旦大学合作 AI 游戏《斗罗大陆》IP 游戏实现 AINPC。公司持续投入公益事业，ESG 评级领先，入选 MSCI 中国指数。
- 盈利预测和投资建议：**我们预测公司 24-26 年收入至 53.1/63.9/74.2 亿元，同比增长 23.7%/20.4%/16.1%。我们预测归母净利润为 18.7/22.5/25.2 亿元，同比增长 27.8%/21.0%/12.1%。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):	9.51-18.42
总市值(百万元):	25,141.41
总资产(百万元):	7,211.73
每股净资产(元):	2.64

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,726	4,295	5,311	6,393	7,421
(+/-)YoY(%)	56.8%	15.3%	23.7%	20.4%	16.1%
净利润(百万元)	1,025	1,462	1,867	2,250	2,523
(+/-)YoY(%)	77.8%	42.6%	27.8%	20.5%	12.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.68	0.87	1.05	1.17
毛利率(%)	75.0%	83.5%	78.1%	76.2%	76.3%
净资产收益率(%)	22.9%	27.9%	24.1%	22.5%	20.1%

资料来源:公司年报(2023-2024),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	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	0.87	1.05	1.17
每股净资产	2.44	3.61	4.65	5.82
每股经营现金流	0.79	1.08	1.08	1.26
每股股利	0.20	0.40	0.50	0.60
价值评估 (倍)				
P/E	15.96	13.82	11.47	10.23
P/B	4.58	3.32	2.58	2.06
P/S	4.23	4.86	4.04	3.48
EV/EBITDA	12.52	10.26	7.66	5.90
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	83.5%	78.1%	76.2%	76.3%
净利润率	36.8%	35.5%	35.5%	34.3%
净资产收益率	27.9%	24.1%	22.5%	20.1%
资产回报率	22.1%	18.6%	17.6%	15.9%
投资回报率	28.0%	23.6%	21.9%	19.4%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	15.3%	23.7%	20.4%	16.1%
EBIT 增长率	16.5%	22.3%	19.9%	11.3%
净利润增长率	42.6%	27.8%	20.5%	12.1%
偿债能力指标				
资产负债率	20.8%	22.5%	21.3%	20.4%
流动比率	3.4	3.5	3.9	4.2
速动比率	3.1	3.3	3.7	4.0
现金比率	2.1	2.5	2.9	3.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	79.9	79.9	79.9	79.9
存货周转天数	7.6	7.6	7.6	7.6
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	246.0	381.5	613.7	1,067.8

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,462	1,867	2,250	2,523
少数股东损益	119	18	22	24
非现金支出	182	48	35	35
非经营收益	-85	-7	0	0
营运资金变动	29	398	9	129
经营活动现金流	1,706	2,326	2,315	2,711
资产	-190	-7	-11	-11
投资	-187	-141	-121	-121
其他	0	2	0	0
投资活动现金流	-378	-145	-131	-131
债权募资	0	0	0	0
股权募资	1	638	0	0
其他	-1,065	0	0	0
融资活动现金流	-1,064	638	0	0
现金净流量	269	2,819	2,184	2,579

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 14 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,295	5,311	6,393	7,421
营业成本	710	1,163	1,524	1,761
毛利率%	83.5%	78.1%	76.2%	76.3%
营业税金及附加	19	27	32	37
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,177	1,335	1,490	1,774
营业费用率%	27.4%	25.1%	23.3%	23.9%
管理费用	286	319	381	481
管理费用率%	6.7%	6.0%	6.0%	6.5%
研发费用	527	580	649	789
研发费用率%	12.3%	10.9%	10.2%	10.6%
EBIT	1,581	1,933	2,318	2,579
财务费用	-58	-66	-73	-102
财务费用率%	-1.4%	-1.3%	-1.1%	-1.4%
资产减值损失	-30	0	0	0
投资收益	79	-18	0	0
营业利润	1,698	1,976	2,391	2,681
营业外收支	0	4	0	0
利润总额	1,697	1,980	2,391	2,681
EBITDA	1,697	1,968	2,353	2,614
所得税	117	94	120	134
有效所得税率%	6.9%	4.7%	5.0%	5.0%
少数股东损益	119	18	22	24
归属母公司所有者净利润	1,462	1,867	2,250	2,523

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,807	5,626	7,810	10,389
应收账款及应收票据	1,048	1,309	1,528	1,765
存货	20	30	35	40
其它流动资产	676	912	1,143	1,282
流动资产合计	4,550	7,877	10,515	13,476
长期股权投资	518	639	760	880
固定资产	17	14	10	7
在建工程	0	0	0	0
无形资产	31	33	36	39
非流动资产合计	2,061	2,157	2,254	2,350
资产总计	6,610	10,034	12,769	15,826
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	442	794	825	1,045
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	908	1,443	1,874	2,165
流动负债合计	1,350	2,236	2,700	3,210
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	22	22	22	22
非流动负债合计	22	22	22	22
负债总计	1,372	2,259	2,722	3,232
实收资本	1,515	2,153	2,153	2,153
普通股股东权益	5,244	7,762	10,012	12,535
少数股东权益	-6	13	35	59
负债和所有者权益合计	6,610	10,034	12,769	15,826

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，男，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。7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，传媒互联网/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；2023年界面荣耀分析师传媒第一名；2023年21世纪金牌分析师传媒互联网第5名，港股与海外第5名。证书编号：S0120522100002。

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

类别	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； 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。	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。