

# 恺英网络 (002517.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩超预期，关注新一轮产品线

### 业绩简评

■ 10月28日，公司发布24年三季报，Q3营收13.72亿元，同比+30.33%，归母净利润4.71亿元，同比+31.52%，扣非归母净利润4.80亿元，同比+32.53%。

### 经营分析

■ **收入:Q3同、环比均双位数增长,超预期。**Q3收入同比+30.33%，环比+10.00%，为近5年单季度营收新高，我们预计一方面去年同期基数相对较低，另一方面预计主要由于传奇游戏稳中有升，同时上线的新游—《仙剑奇侠传:新的开始》(7月21日上线中国港澳台新加坡、马来西亚)、《关于我转生变成史莱姆这档事:新世界》(8月28日上线中国大陆)等于Q3贡献增量。

■ **盈利:净利润超预期,销售费率收窄,净利率环比提升3-5pct。**1) Q3归母净利润同比+31.52%，环比+22.97%，扣非归母净利同比+32.53%，环比+27.43%，净利率、扣非净利率分别为34.31%、35.00%，分别同比+0.31、+0.58pct，变化不大，但环比+3.62、+4.78pct，保持在较高水平。2) 净利率环比增幅明显，预计主要系销售费率降低。Q3毛利率82.59%，同、环比-1.07、+0.61pct，变化不大；销售、管理、研发费率分别同比+1.83、-2.68、+0.52pct，环比-7.05、-0.21、+3.01pct，销售费率同环比的变化主要系当期市场推广费用变化，管理费率同比下滑主要系员工持股计划及股票期权计划费用摊销减少。

■ **储备丰富,静待新一轮产品线启动。**1) LaTale 正版授权手游《彩虹橙》于10月20日公测；公司储备了多款传奇游戏，有望推动基本盘稳中有升；非传奇品类游戏也在持续布局，《盗墓笔记:启程》、《斗罗大陆:诛邪传说》分别于9、10月开启首轮测试；《纳萨力克:崛起》《三国:天下归心》《代号:信长》《代号:DR》《BLEACH 千年血战篇》等产品在储备中，新一轮产品线启动可期。2) 24年公司发行线发力，在海外地区、小游戏发行2条线上均取得进展、积累了更多发行经验，为后续的产品发行打下更好的基础。

### 盈利预测

■ 我们预计2024-26年公司归母净利17.00/20.95/23.83亿元，同比+16.30%/+23.21%/+13.77%，对应PE为16.83/13.66/12.00X，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: 马晓婷 (执业 S1130524070006)

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 13.29 元

相关报告:

- 《恺英网络公司点评: Q2 环比表现稳健, 产品周期启动可期》, 2024.8.23
- 《恺英网络公司点评: Q1 延续高增态势, 关注新品上线》, 2024.5.1
- 《恺英网络公司点评: Q4 净利润高增, 品类拓展可期》, 2024.1.17



### 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	5,270	6,403	7,228
营业收入增长率	56.84%	15.30%	22.70%	21.50%	12.87%
归母净利润(百万元)	1,025	1,462	1,700	2,095	2,383
归母净利润增长率	77.76%	42.58%	16.30%	23.21%	13.77%
摊薄每股收益(元)	0.476	0.679	0.790	0.973	1.107
每股经营性现金流净额	0.69	0.79	1.03	1.32	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.92%	27.87%	27.14%	27.85%	26.62%
P/E	13.77	16.45	16.83	13.66	12.00
P/B	3.16	4.58	4.57	3.80	3.20

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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,375</b>	<b>3,726</b>	<b>4,295</b>	<b>5,270</b>	<b>6,403</b>	<b>7,228</b>
增长率		56.8%	15.3%	22.7%	21.5%	12.9%
主营业务成本	-694	-931	-710	-929	-1,187	-1,355
%销售收入	29.2%	25.0%	16.5%	17.6%	18.5%	18.7%
<b>毛利</b>	<b>1,681</b>	<b>2,795</b>	<b>3,585</b>	<b>4,342</b>	<b>5,216</b>	<b>5,873</b>
%销售收入	70.8%	75.0%	83.5%	82.4%	81.5%	81.3%
营业税金及附加	-12	-18	-19	-23	-29	-33
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
销售费用	-361	-803	-1,177	-1,802	-2,160	-2,416
%销售收入	15.2%	21.6%	27.4%	34.2%	33.7%	33.4%
管理费用	-165	-164	-286	-185	-222	-252
%销售收入	7.0%	4.4%	6.7%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-339	-511	-527	-595	-679	-754
%销售收入	14.3%	13.7%	12.3%	11.3%	10.6%	10.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>804</b>	<b>1,299</b>	<b>1,577</b>	<b>1,737</b>	<b>2,127</b>	<b>2,418</b>
%销售收入	33.8%	34.9%	36.7%	33.0%	33.2%	33.4%
财务费用	10	34	58	59	56	70
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-1.4%	-1.1%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	1	-12	-67	-16	6	6
公允价值变动收益	-27	-2	9	5	10	10
投资收益	105	-12	79	6	10	10
%税前利润	11.2%	n.a	4.6%	0.3%	0.5%	0.4%
<b>营业利润</b>	<b>906</b>	<b>1,341</b>	<b>1,698</b>	<b>1,803</b>	<b>2,218</b>	<b>2,523</b>
营业利润率	38.2%	36.0%	39.5%	34.2%	34.6%	34.9%
营业外收支	30	44	0	0	-1	-1
税前利润	936	1,384	1,697	1,803	2,218	2,522
利润率	39.4%	37.2%	39.5%	34.2%	34.6%	34.9%
所得税	-92	-23	-117	-102	-121	-137
所得税率	9.8%	1.7%	6.9%	5.7%	5.5%	5.4%
净利润	844	1,361	1,581	1,701	2,097	2,385
少数股东损益	268	336	119	1	2	2
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>577</b>	<b>1,025</b>	<b>1,462</b>	<b>1,700</b>	<b>2,095</b>	<b>2,383</b>
净利率	24.3%	27.5%	34.0%	32.3%	32.7%	33.0%

**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	1,701	2,097	2,385
少数股东损益	268	336	119	1	2	2
非现金支出	40	88	182	51	38	47
非经营收益	-50	2	-85	-29	-18	-18
营运资金变动	-334	32	29	-163	-119	-87
<b>经营活动现金净流</b>	<b>501</b>	<b>1,483</b>	<b>1,706</b>	<b>1,559</b>	<b>1,997</b>	<b>2,328</b>
资本开支	-153	-131	-190	-74	-81	-88
投资	288	-56	-187	-465	-15	-15
其他	47	635	0	6	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>182</b>	<b>447</b>	<b>-378</b>	<b>-533</b>	<b>-86</b>	<b>-93</b>
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	-680	-838	-954
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-180</b>	<b>-580</b>	<b>-1,064</b>	<b>-680</b>	<b>-838</b>	<b>-954</b>
<b>现金净流量</b>	<b>498</b>	<b>1,370</b>	<b>269</b>	<b>346</b>	<b>1,073</b>	<b>1,282</b>

**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	3,152	4,223	5,503
应收款项	1,012	1,088	1,387	1,523	1,819	2,061
存货	16	10	20	19	24	27
其他流动资产	531	298	336	458	486	550
<b>流动资产</b>	<b>2,737</b>	<b>3,948</b>	<b>4,550</b>	<b>5,151</b>	<b>6,552</b>	<b>8,141</b>
%总资产	62.2%	68.3%	68.8%	66.7%	71.3%	75.1%
长期投资	537	593	750	1,219	1,244	1,269
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	2,572	2,635	2,696
%总资产	37.8%	31.7%	31.2%	33.3%	28.7%	24.9%
<b>资产总计</b>	<b>4,400</b>	<b>5,776</b>	<b>6,610</b>	<b>7,723</b>	<b>9,188</b>	<b>10,837</b>
短期借款	11	22	12	12	12	12
应付款项	360	840	984	1,096	1,233	1,396
其他流动负债	212	340	354	346	412	465
流动负债	583	1,201	1,350	1,454	1,657	1,873
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	67	33	22	10	13	14
其他	651	1,234	1,372	1,464	1,670	1,887
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,406</b>	<b>4,472</b>	<b>5,244</b>	<b>6,264</b>	<b>7,521</b>	<b>8,951</b>
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	4,337	5,594	7,023
少数股东权益	343	70	-6	-5	-3	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,400</b>	<b>5,776</b>	<b>6,610</b>	<b>7,723</b>	<b>9,188</b>	<b>10,837</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.268	0.476	0.679	0.790	0.973	1.107
每股净资产	1.582	2.078	2.436	2.910	3.494	4.158
每股经营现金净流	0.233	0.689	0.793	1.029	1.318	1.537
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.449	0.553	0.629
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.93%	22.92%	27.87%	27.14%	27.85%	26.62%
总资产收益率	13.11%	17.75%	22.11%	22.01%	22.80%	21.99%
投入资本收益率	19.04%	27.91%	27.86%	26.13%	26.71%	25.51%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	53.92%	56.84%	15.30%	22.70%	21.50%	12.87%
EBIT增长率	447.45%	61.54%	21.40%	10.17%	22.48%	13.63%
净利润增长率	224.14%	77.76%	42.58%	16.30%	23.21%	13.77%
总资产增长率	24.12%	31.29%	14.44%	16.84%	18.96%	17.95%
<b>资产管理能力</b>						
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	196.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	2.4	2.1	1.5	1.4	1.3	1.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-35.49%	-55.69%	-53.35%	-50.16%	-56.01%	-61.35%
EBIT利息保障倍数	-77.9	-38.0	-27.1	-29.2	-38.0	-34.4
资产负债率	14.79%	21.37%	20.75%	18.96%	18.17%	17.41%

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	3	11	27	59	128
增持	1	1	6	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.08	1.18	1.14	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
6	2024-05-01	买入	11.79	N/A
7	2024-08-23	买入	8.74	N/A

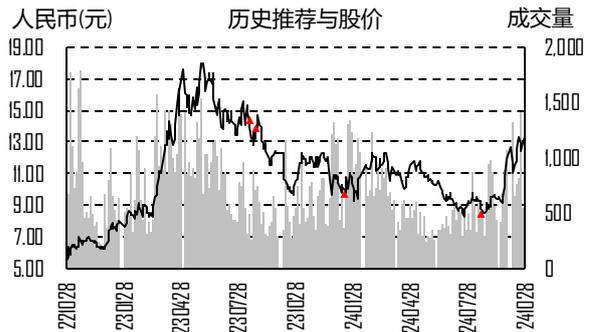
来源：国金证券研究所

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