

恺英网络 (002517.SZ)

净利润表现良好，关注新品表现及 AIGC/VR 布局

增持

核心观点

上半年归母净利润保持较高增速。1) 公司披露 23 年半年报，上半年实现营业收入 19.76 亿元、归母净利润 7.24 亿元，同比分别增长 1.65%、15.35%，对应全面摊薄 EPS 0.35 元；实现扣非归母净利润 6.76 亿元，同比增长 13.31%；2) Q2 单季度实现营业收入 10.22 亿元、归母净利润 4.34 亿元，同比分别增长 4.2%、14.6% (Q1 分别为 -7.2%、16.7%)，对应 EPS 0.20 元；3) 上半年公司毛利率提升 12.2 个 pct 至 84.0%，从而带动净利润率提升 2.3 个 pct 至 42.7%；销售费用率、管理费用率则同比分别提高 4.1、4.6 个 pct 至 23.7%、17.7%。

传奇、奇迹品类表现稳健，新品拓展打开未来成长空间。1) 上半年移动游戏业务实现营业收入 16.98 亿元，同比下滑 -3.01%；得益于《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》、《天使之战》、《永恒联盟》等产品稳定表现，毛利率同比提升 12.99 个 pct 至 83.92%，保障了公司业绩稳定增长；2) 新品方面，《石器时代觉醒》、《全民江湖》、《纳萨力克之王》等产品 Q3 开始陆续上线、《仙剑奇侠传》、《归隐山居图》、《龙神八部之西行纪》等产品已取得版号，《斗罗》《盗墓》《妖怪正传 2》等产品正在稳步推进，有望推动持续高成长并打开公司在传奇/奇迹品类之外的新成长空间。

IP 矩阵不断扩充，布局 VR 及 AIGC 着眼未来。1) IP 方面公司积累了“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“OVERLORD”、“西行纪”、“封神系列”、“倚天屠龙记”、“仙剑奇侠传”、“盗墓笔记”、“斗罗大陆”等知名 IP，同时近期“传奇”IP 争端告一段落也有助于公司传奇品类发展的稳定性；2) 公司于 2022 年初成立 VR 游戏团队，并有一款 VR 游戏已在研发中，未来公司将持续加强在 VR 游戏、虚拟场景等 VR 内容领域的布局和投入；3) AIGC 方面，与复旦大学合作利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域新技术研发与应用；近期公告拟筹建恺英网络数字经济研发中心，提升公司在游戏研发、人工智能、VR/AR、数字化转型等方面的能力。

风险提示：新游戏不及预期；政策监管风险等。

投资建议：考虑到控股子公司浙江盛和剩余少数股权并表贡献，我们上调公司 2023-25 年归母净利润至 14.91/20.14/23.79 亿元 (前值分别为 13.75/16.67/19.59 亿元)；摊薄 EPS=0.69/0.94/1.11 元，当前股价对应 PE=24/18/16x。我们公司游戏新品拓展以及 AIGC、VR 等领域前瞻布局，继续维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,375	3,726	4,102	5,168	5,995
(+/-%)	53.9%	56.8%	10.1%	26.0%	16.0%
净利润 (百万元)	577	1025	1491	2014	2379
(+/-%)	224.1%	77.8%	45.4%	35.1%	18.1%
每股收益 (元)	0.27	0.48	0.69	0.94	1.11
EBIT Margin	33.8%	34.9%	38.9%	40.0%	41.0%
净资产收益率 (ROE)	16.9%	22.9%	29.4%	34.3%	34.8%
市盈率 (PE)	62.3	35.0	24.1	17.8	15.1
EV/EBITDA	45.0	28.3	23.3	18.7	16.3
市净率 (PB)	10.54	8.03	7.08	6.11	5.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

传媒 · 游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

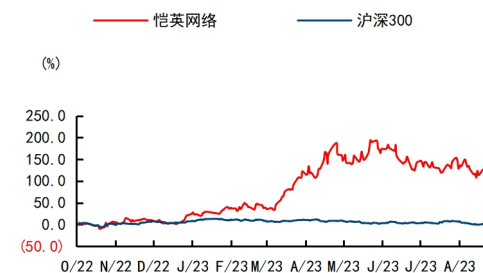
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持 (维持)
合理估值	
收盘价	14.94 元
总市值/流通市值	32159/28468 百万元
52 周最高价/最低价	19.29/5.66 元
近 3 个月日均成交额	988.58 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《恺英网络 (002517.SZ) - 全年及 Q1 业绩表现良好，新品及 AIGC 布局值得期待》——2023-04-28
- 《恺英网络 (002517.SZ) - 业绩预告点评：产品表现良好，全年业绩高增长》——2023-01-20
- 《恺英网络 (002517.SZ) - 业绩高增长，布局 VR 着眼长远》——2022-10-31
- 《恺英网络 (002517.SZ) - 业绩高增长，关注 VR 等领域布局》——2022-08-25
- 《恺英网络 (002517.SZ) - 业绩高增长，三大业务板块齐发力》——2022-05-03

上半年归母净利润保持较高增速。1) 公司披露 23 年半年报, 上半年实现营业收入 19.76 亿元、归母净利润 7.24 亿元, 同比分别增长-1.65%、15.35%, 对应全面摊薄 EPS 0.35 元; 实现扣非归母净利润 6.76 亿元, 同比增长 13.31%; 2) Q2 单季度实现营业收入 10.22 亿元、归母净利润 4.34 亿元, 同比分别增长 4.2%、14.6% (Q1 分别为-7.2%、16.7%), 对应 EPS 0.20 元; 3) 上半年公司毛利率提升 12.2 个 pct 至 84.0%, 从而带动净利润率提升 2.3 个 pct 至 42.7%; 销售费用率、管理费用率则同比分别提高 4.1、4.6 个 pct 至 23.7%、17.7%。

图1: 恺英网络营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



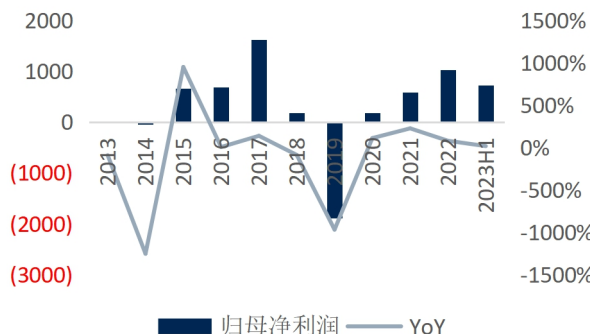
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 恺英网络单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 恺英网络归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



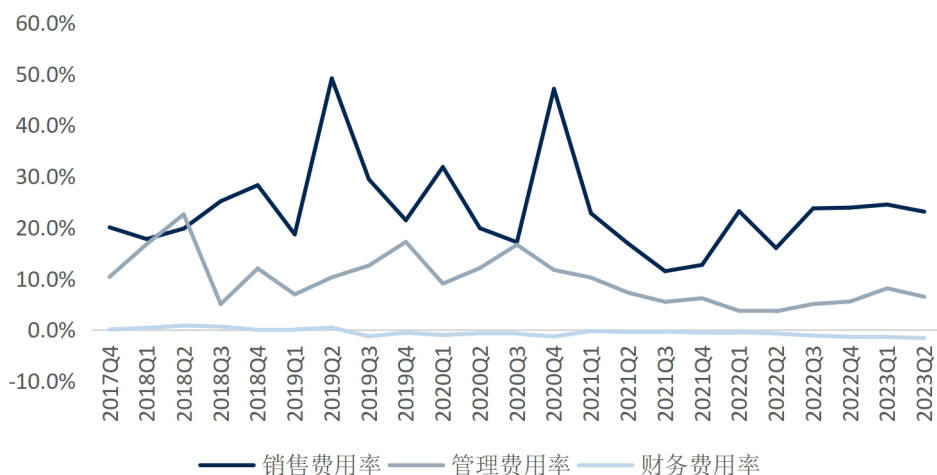
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 恺英网络单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

传奇、奇迹品类表现良好，新品拓展打开未来成长空间。1) 上半年移动游戏业务实现营业收入 16.98 亿元，同比下滑-3.01%；得益于《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》、《天使之战》、《永恒联盟》等产品稳定表现，毛利率同比提升 12.99 个 pct 至 83.92%，保障了公司业绩稳定增长；2) 新品方面，《石器时代觉醒》、《全民江湖》、《纳萨力克之王》等产品 Q3 开始陆续上线、《仙剑奇侠传》、《归隐山居图》、《龙神八部之西行纪》等产品已取得版号，《斗罗》《盗墓》《妖怪正传 2》等产品正在稳步推进，有望推动持续高成长并打开公司在传奇/奇迹品类之外的新成长空间。

图6: 刀剑神域黑衣剑士：王牌



资料来源：游戏官网、国信证券经济研究所整理

图7: 蓝月传奇 2



资料来源：游戏官网、国信证券经济研究所整理

IP 矩阵不断扩充，布局 VR 及 AIGC 着眼未来。1) IP 方面公司积累了“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“OVERLORD”、“西行纪”、“封神系列”、“倚天屠龙记”、“仙剑奇侠传”、“盗墓笔记”、“斗罗大陆”等知名 IP，同时近期“传奇”IP 争端告一段落也有助于公司传奇

品类发展的稳定性；2）公司于 2022 年初成立 VR 游戏团队，并有一款 VR 游戏已在研发中，未来公司将持续加强在 VR 游戏、虚拟场景等 VR 内容领域的布局和投入；3）AIGC 方面，与复旦大学合作利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域新技术研发与应用；近期公告拟筹建恺英网络数字经济研发中心，提升公司在游戏研发、人工智能、VR/AR、数字化转型等方面的能力。

投资建议：考虑到控股子公司浙江盛和剩余股权并表贡献，我们上调公司 2023-25 年归母净利润分别为 14.91/20.14/23.79 亿元（前值分别为 13.75/16.67/19.59 亿元）；摊薄 EPS=0.69/0.94/1.11 元，当前股价对应 PE=24/18/16x。我们公司游戏新品拓展以及 AIGC、VR 等领域前瞻布局，继续维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
002602.SZ	世纪华通	增持	5.54	413	0.31	(0.95)	0.25	0.32	18	(6)	22	17
002624.SZ	完美世界	增持	13.99	271	0.19	0.71	0.81	0.97	74	20	17	14
603444.SH	吉比特	买入	423.69	305	20.38	20.28	20.70	25.10	21	21	20	17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1178	2551	3137	5007	7266	营业收入	2375	3726	4102	5168	5995
应收款项	851	897	988	1245	1444	营业成本	694	931	1066	1395	1619
存货净额	16	10	12	16	18	营业税金及附加	12	18	19	24	28
其他流动资产	529	489	538	678	787	销售费用	361	803	820	982	1079
流动资产合计	2737	3948	4676	6946	9514	管理费用	165	164	149	182	211
固定资产	16	21	69	117	149	研发费用	339	511	451	517	600
无形资产及其他	16	28	28	27	27	财务费用	(10)	(34)	(70)	(101)	(153)
投资性房地产	1278	1382	1382	1382	1382	投资收益	105	(12)	46	17	32
长期股权投资	352	398	398	398	398	资产减值及公允价值变动	(7)	33	15	15	0
资产总计	4400	5776	6552	8870	11471	其他收入	(345)	(524)	(451)	(517)	(600)
短期借款及交易性金融负债	11	22	20	20	20	营业利润	906	1341	1727	2201	2643
应付款项	267	312	358	468	542	营业外净收支	30	44	0	0	0
其他流动负债	306	867	934	2336	3910	利润总额	936	1384	1727	2201	2643
流动负债合计	583	1201	1312	2824	4472	所得税费用	92	23	86	187	264
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	268	336	150	0	0
其他长期负债	67	33	33	33	33	归属于母公司净利润	577	1025	1491	2014	2379
长期负债合计	67	33	33	33	33	现金流量表（百万元）					
负债合计	651	1234	1345	2857	4505	净利润	577	1025	1491	2014	2379
少数股东权益	343	70	139	139	139	资产减值准备	(4)	13	22	21	17
股东权益	3406	4472	5069	5875	6828	折旧摊销	9	12	6	10	13
负债和股东权益总计	4400	5776	6552	8870	11471	公允价值变动损失	7	(33)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(10)	(34)	(70)	(101)	(153)
每股收益	0.27	0.48	0.69	0.94	1.11	营运资本变动	(433)	482	(7)	1132	1355
每股红利	0.03	0.26	0.42	0.56	0.66	其它	239	139	46	(21)	(17)
每股净资产	1.58	2.08	2.35	2.73	3.17	经营活动现金流	395	1638	1543	3140	3747
ROIC	26.28%	35.51%	50%	120%	494%	资本开支	0	(58)	(61)	(63)	(63)
ROE	16.93%	22.92%	29%	34%	35%	其它投资现金流	117	163	0	0	0
毛利率	71%	75%	74%	73%	73%	投资活动现金流	128	59	(61)	(63)	(63)
EBIT Margin	34%	35%	39%	40%	41%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	35%	39%	40%	41%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	54%	57%	10%	26%	16%	支付股利、利息	(70)	(559)	(894)	(1207)	(1426)
净利润增长率	224%	78%	45%	35%	18%	其它融资现金流	67	793	(2)	0	0
资产负债率	23%	23%	23%	34%	40%	融资活动现金流	(77)	(325)	(895)	(1207)	(1426)
股息率	0.2%	1.6%	2.5%	3.4%	4.0%	现金净变动	445	1373	587	1870	2258
P/E	62.3	35.0	24.1	17.8	15.1	货币资金的期初余额	733	1178	2551	3137	5007
P/B	10.5	8.0	7.1	6.1	5.3	货币资金的期末余额	1178	2551	3137	5007	7266
EV/EBITDA	45.0	28.3	23.3	18.7	16.3	企业自由现金流	0	1712	1174	2681	3211
						权益自由现金流	0	2505	1227	2759	3329

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032