

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	15.16
总股本/流通股本(亿股)	21.53 / 19.07
总市值/流通市值(亿元)	359 / 318
52 周内最高/最低价	16.85 / 4.11
资产负债率(%)	21.4%
市盈率	30.6
第一大股东	金锋
持股比例(%)	13.8%

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com
研究助理:李盈睿
SAC 登记编号:S1340123020021
Email:liyingrui@cnpsec.com

恺英网络(002517)

收入高增成本控制优异，积极培育 AI、VR 应用新生态

● 事件

2023 年 4 月 26 日公司公布 2022 年报及 2023 年一季报，报告期内公司实现 2022 年度营业收入 37.26 亿元，同比增长 56.84%；归母净利润 10.25 亿元，同比增长 77.76%。2023Q1 实现营业收入 9.55 亿元，同比下降 7.2%；归母净利润 2.90 亿元，同比增长 16.72%。

● 点评

新游上线带动收入高速增长，成本控制优异保证利润水平。经过三年的业务重塑，公司完成了发展逻辑和业务框架的重新确立，受益于《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》等长线产品的稳定运营与《天使之战》、《永恒联盟》等新上线产品的出色表现，2022 年公司营业收入同比增长 56.84%。毛利率增加 4.42pct.至 56.84%，费用端销售费用从上年 3.6 亿元增加至 8.0 亿元，主要因报告期内市场推广成本增加，研发费用从上年 3.39 亿元至 5.11 亿元。受益于收入的大幅增长以及成本费用有效控制，公司 2022 年实现归母净利润 10.25 亿元，同比增长 77.76%，2023Q1 归母净利润延续增长趋势，同比增长 18.82%。从资产端看，截至 2023Q1 末，公司账面货币资金达到 28.57 亿元，为历年最高水平。

研发端投入持续增加，发行端拓展海内外空间，多款游戏待上线。研发端，公司 2022 年度研发投入共 5.11 亿元，占营业收入比例 13.72%；发行端，海外积极布局全球化发行，国内方面买量业务平稳运行，同时开拓外部商业合作，由腾讯独家代理《玄中记》等产品，由 B 站运营《刀剑神域黑衣战士：王牌》。公司产品储备丰富，根据年报披露，2023 年临上线产品 4 款，处于开发末期产品 3 款，开发中期（含中后期）6 款，开发初期产品 4 款。

布局 AIGC、元宇宙 VR 等新生态。VR 业务方面，合资公司上海臣旻网络专注于 VR/AR/MR 游戏的研发，当前有一款动作竞技类游戏在研并有望在 2023 年上线；2022 年 12 月参股公司大朋 VR 推出游戏级新品 E4，市场反应良好。AIGC 技术方面，同时公司密切跟踪新技术如 AIGC 的发展，美工方面运用 Midjourney、Stable Diffusion 等图像生成技术生成美术原画与游戏内图标等，内容研发上通过深度学习等用于内容生成，有望实现游戏制作的降本增效和新内容、玩法的迭代。

● 盈利预测：

鉴于公司丰富的储备产品和长远战略布局，以及股权激励计划对业绩的持续催化，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 49.06/58.95/66.87 亿元，归母净利润为 13.85/17.07/19.75 亿元，每股收益为 0.64/0.79/0.92 元，对应 2023 年 4 月 27 日收盘价的 PE 为 24/19/17 倍。维持“买入”评级，目标价 19.2 元。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3726	4906	5895	6687
增长率(%)	56.84	31.67	20.18	13.43
EBITDA（百万元）	1432.72	1830.30	2248.42	2567.97
归属母公司净利润（百万元）	1025.17	1385.18	1707.13	1974.94
增长率(%)	77.76	35.12	23.24	15.69
EPS(元/股)	0.48	0.64	0.79	0.92
市盈率（P/E）	31.83	23.56	19.12	16.52
市净率（P/B）	7.30	5.57	4.31	3.42
EV/EBITDA	8.10	15.67	11.70	9.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

● **风险提示：**

买量成本增加风险；项目上线不及预期风险；消费者偏好变化风险；政策超预期风险；投资项目不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	3726	4906	5895	6687	营业收入	56.8%	31.7%	20.2%	13.4%
营业成本	931	1233	1477	1672	营业利润	47.9%	42.0%	23.2%	15.7%
税金及附加	18	25	29	33	归属于母公司净利润	77.8%	35.1%	23.2%	15.7%
销售费用	803	957	1150	1304	获利能力				
管理费用	164	319	318	334	毛利率	75.0%	74.9%	74.9%	75.0%
研发费用	511	638	766	869	净利率	27.5%	28.2%	29.0%	29.5%
财务费用	-34	-51	-80	-127	ROE	22.9%	23.6%	22.6%	20.7%
资产减值损失	-36	0	0	0	ROIC	29.1%	26.9%	24.5%	21.5%
营业利润	1341	1904	2347	2715	偿债能力				
营业外收入	530	0	0	0	资产负债率	21.4%	19.1%	16.1%	14.9%
营业外支出	487	0	0	0	流动比率	3.29	4.09	5.19	5.86
利润总额	1384	1904	2347	2715	营运能力				
所得税	23	57	70	81	应收账款周转率	4.60	4.56	4.56	4.56
净利润	1361	1847	2276	2633	存货周转率	279.93	286.55	287.41	287.92
归母净利润	1025	1385	1707	1975	总资产周转率	0.73	0.72	0.65	0.57
每股收益(元)	0.48	0.64	0.79	0.92	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.48	0.64	0.79	0.92
货币资金	2551	3994	6362	8771	每股净资产	2.08	2.72	3.51	4.43
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	858	1295	1293	1642	PE	31.83	23.56	19.12	16.52
预付款项	229	308	369	418	PB	7.30	5.57	4.31	3.42
存货	10	24	17	29	现金流量表				
流动资产合计	3948	6059	8477	11415	净利润	1361	1847	2276	2633
固定资产	21	26	31	35	折旧和摊销	76	51	52	54
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	32	-389	104	-213
无形资产	28	42	55	67	其他	14	-74	-71	-74
非流动资产合计	1829	1843	1855	1866	经营活动现金流净额	1483	1435	2362	2401
资产总计	5776	7902	10332	13281	资本开支	-131	-65	-65	-65
短期借款	0	0	0	0	其他	579	74	71	74
应付票据及应付账款	312	510	475	640	投资活动现金流净额	447	9	6	9
其他流动负债	889	970	1159	1310	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1201	1480	1634	1949	债务融资	0	0	0	0
其他	33	33	33	33	其他	-580	0	0	0
非流动负债合计	33	33	33	33	筹资活动现金流净额	-580	0	0	0
负债合计	1234	1513	1667	1982	现金及现金等价物净增加额	1370	1443	2368	2409
股本	1515	1515	1515	1515					
资本公积金	746	746	746	746					
未分配利润	2070	3247	4698	6377					
少数股东权益	70	532	1101	1759					
其他	141	349	605	901					
所有者权益合计	4542	6389	8665	11299					
负债和所有者权益总计	5776	7902	10332	13281					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048