

证券研究报告

公司研究

公司点评

恺英网络 (002517.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外

首席分析师

执业编号: S1500522010001

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金

隅大厦B座

邮编: 100031

恺英网络 (002517.SZ) : 24H1 符合预期, 游戏管线及 IP 储备丰富, 出海初成

2024年08月25日

事件: 公司上半年实现营收 25.6 亿元, 同比增长 29.3%; 实现归母净利润 8.09 亿元, 同比增长 11.72%, 归母净利率 31.7%; 扣非归母净利润为 8.01 亿元, 同比增长 18.55%, 扣非归母净利率 31.3%。

点评:

单拆二季度, 公司实现营收 12.48 亿, 环比下降 4.6%, 同比增长 22.1%; 实现归母净利润 3.83 亿, 环比下降 10.1%, 同比下降 11.9%, 归母净利率 30.7%, 环比减少 1.9pct, 同比减少 11.8pct; 实现扣非归母净利润 3.77 亿, 环比下降 11.1%, 同比下降 3.3%, 扣非归母净利率 30.2%, 环比减少 2.2pct, 同比减少 7.9pct。中期拟每 10 股派 1 元, 合计派发现金红利 2.13 亿元, 分红比例为 26%, 2024 年计划分红超 4 亿。

全球化产品布局, 重磅新品表现出色。《石器时代: 觉醒》《纳萨力克之王》等游戏在 24 年表现亮眼, 《仙剑奇侠传: 新的开始》在 7 月小游戏排行榜排名第 19 名。7 月 21 日《仙剑奇侠传: 新的开始》海外版上线 (持续三天霸榜中国台湾、澳门地区游戏免费榜第一; 《天使之战》海外版上线东南亚地区 (分别位列菲律宾 Google play、iOS 游戏畅销榜第三、第四; 泰国 Google play、iOS 游戏免费榜第三、第四)。

公司后续产品储备丰富, 新品周期值得关注。公司 8 月 5 日正式官宣已获盛趣游戏《龙之谷世界》发行, 盛趣游戏系资源继续整合。后续产品储备包括: 《史莱姆》(定档 8 月 28 日)、《斗罗大陆: 诛邪传说》(已开启预约)、《盗墓笔记: 启程》(全网预约量突破 20 万)、《数码宝贝: 源码》、《龙腾传奇》、《梁山传奇》、《永恒觉醒》、《代号:DR》、《代号:信长》、《古怪的小鸡》等。

盈利预测与投资评级: 公司实控人及高管团队承诺五年内不减持, 并以现金分红增持, 实际行动提振投资信心, 存量游戏表现良好, 储备产品有望支撑后续业绩增长。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 17.72/21.38/25.30 亿元, 同比增长 21.3%/20.7%/18.3%, 对应估值 10x/9x/7x, 维持“买入”评级。

风险因素: 行业政策风险, 核心游戏表现不及预期, 海外市场游戏不达预期, 游戏上线周期存在递延风险。

表 1 重要财务指标

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,726	4,295	5,465	6,431	7,213
增长率 YoY%	56.8%	15.3%	27.2%	17.7%	12.2%
归母净利(百万元)	1,025	1,462	1,772	2,138	2,530
增长率 YoY%	77.8%	42.6%	21.3%	20.7%	18.3%
毛利率%	75.0%	83.5%	82.8%	82.3%	82.1%
净资产收益率 ROE%	22.9%	27.9%	26.5%	24.2%	22.3%
EPS(摊薄)(元)	0.48	0.68	0.82	0.99	1.18
市盈率 P/E(倍)	18.06	12.66	10.44	8.66	7.32
市净率 P/B(倍)	4.14	3.53	2.77	2.10	1.63

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	3,948	4,550	6,228	8,817	11,699	
货币资金	2,551	2,807	3,889	6,237	8,746	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	858	1,048	1,361	1,480	1,704	
预付账款	229	252	409	466	538	
存货	10	20	28	27	36	
其他	299	424	541	608	674	
非流动资产	1,833	2,061	2,261	2,442	2,577	
长期股权投资	398	518	582	657	734	
固定资产(合计)	21	17	17	16	14	
无形资产	28	31	37	43	48	
其他	1,387	1,494	1,625	1,727	1,781	
资产总计	5,781	6,610	8,489	11,258	14,276	
流动负债	1,201	1,350	1,638	2,073	2,332	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	312	442	670	882	998	
其他	889	908	968	1,190	1,334	
非流动负债	38	22	80	81	82	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	38	22	80	81	82	
负债合计	1,239	1,372	1,718	2,153	2,414	
少数股东权益	70	-6	88	274	494	
归属母公司股东权益	4,472	5,244	6,683	8,831	11,368	
负债和股东权益	5,781	6,610	8,489	11,258	14,276	

重要财务指标		单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	3,726	4,295	5,465	6,431	7,213	
同比(%)	56.8%	15.3%	27.2%	17.7%	12.2%	
归属母公司净利润	1,025	1,462	1,772	2,138	2,530	
同比(%)	77.8%	42.6%	21.3%	20.7%	18.3%	
毛利率(%)	75.0%	83.5%	82.8%	82.3%	82.1%	
ROE(%)	22.9%	27.9%	26.5%	24.2%	22.3%	
EPS(摊薄) (元)	0.48	0.68	0.82	0.99	1.18	
P/E	18.06	12.66	10.44	8.66	7.32	
P/B	4.14	3.53	2.77	2.10	1.63	
EV/EBITDA	8.10	12.52	7.19	4.94	3.34	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	3,726	4,295	5,465	6,431	7,213	
营业成本	931	710	938	1,139	1,288	
营业税金及附加	18	19	25	29	33	
销售费用	803	1,177	1,918	2,111	2,215	
管理费用	164	286	195	226	249	
研发费用	511	527	479	570	644	
财务费用	-34	-58	-17	-23	-37	
减值损失合计	-36	-30	-10	-10	-10	
投资净收益	-12	79	9	10	12	
其他	56	14	16	19	30	
营业利润	1,341	1,698	1,942	2,399	2,853	
营业外收支	44	0	2	23	12	
利润总额	1,384	1,697	1,943	2,421	2,865	
所得税	23	117	78	97	115	
净利润	1,361	1,581	1,866	2,324	2,750	
少数股东损益	336	119	93	186	220	
归属母公司净利润	1,025	1,462	1,772	2,138	2,530	
EBITDA	1,433	1,697	2,044	2,497	2,941	
EPS(当年)(元)	0.49	0.70	0.82	0.99	1.18	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,483	1,706	1,694	2,617	2,750	
净利润	1,361	1,581	1,866	2,324	2,750	
折旧摊销	76	116	120	124	130	
财务费用	2	1	0	0	0	
投资损失	12	-79	-9	-10	-12	
营运资金变动	32	29	-313	194	-114	
其它	0	59	30	-15	-4	
投资活动现金流	447	-378	-330	-280	-249	
资本支出	-131	-190	-29	-5	-13	
长期投资	-56	-187	-554	-185	-137	
其他	635	0	253	-90	-98	
筹资活动现金流	-580	-1,064	-289	1	1	
吸收投资	0	1	-4	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-559	-275	-410	0	0	
现金净增加额	1,370	269	1,082	2,348	2,509	

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。