

恺英网络 (002517.SZ)

24年中报点评：出海表现良好，产品储备丰富

优于大市

核心观点

上半年业绩稳步增长。1) 公司24上半年实现营业收入25.55亿元、归母净利润8.09亿元，同比分别增长29.28%、11.72%，对应全面摊薄EPS 0.38元；实现扣非归母净利润8.0亿元，同比增长18.55%；2) 其中Q2单季度实现营业收入12.48亿元、归母净利润3.83亿元，同比分别增长22.1%、-11.9%，对应摊薄EPS 0.18元；3) 公司公布中期分红方案，计划向全体股东每10股派发现金红利1元（含税），不送红股、不以公积金转增股本。

复古情怀品类表现稳健、创新精品表现良好，出海收入高增长。1) 公司运营的复古情怀类游戏包括《原始传奇》《热血合击》《天使之战》《永恒联盟》等知名游戏。依靠长期积累的强大研发实力、丰富运营经验、深厚行业资源以及众多经典产品，公司已在该品类领域建立起独有竞争壁垒。2) 创新品类方面，《敢达争锋对决》继续表现良好；《纳萨力克之王》23年底上线后免费榜最高第2名，上线首月长期稳定在游戏畅销榜前50名，最高排名为畅销榜第19名；《石器时代：觉醒》上线当日获IOS排行榜第一，首日注册用户破千万；3) 公司积极拓展海外业务，上半年公司海外营业收入1.26亿元，同比增长334.95%；下半年公司计划在新加坡、马来西亚、越南、港澳台等国家与地区发行《仙剑奇侠传：新的开始》，在泰国与印度尼西亚发行《天使之战》；在日本、欧美、港澳台等国家与地区发行《怪物联萌》，在韩国发行《OVERLORD》，出海业务营收有望继续保持高增长。

IP矩阵不断扩充，产品储备丰富。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；公司重点孵化的原创IP《岁时令》荣获国家社科基金重大课题项目支持，并入选2023“麒麟杯动漫IP海外推广工程”优秀文化原创作品；2) 下半年公司产品储备丰富，《纳萨力克：崛起》《盗墓笔记：启程》《百工灵》《蒸汽堡垒》等产品已获版号；《斗罗大陆》《代号：信长》《代号：DR》等也在研发中，有望为下半年乃至25年奠定良好业绩基础。

风险提示：新游戏不及预期；政策监管风险等。

投资建议：我们维持2024/25/26年盈利预测为19.84/23.64/26.33亿元，对应摊薄EPS=0.92/1.10/1.22元，当前股价对应PE=9.3/7.8/7.0x。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及AIGC、VR等领域前瞻布局，继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,726	4,295	5,412	6,170	6,910
(+/-%)	56.8%	15.3%	26.0%	14.0%	12.0%
净利润(百万元)	1025	1462	1984	2364	2633
(+/-%)	77.8%	42.6%	35.7%	19.2%	11.4%
每股收益(元)	0.48	0.68	0.92	1.10	1.22
EBIT Margin	34.9%	36.7%	38.9%	38.5%	39.0%
净资产收益率 (ROE)	22.9%	27.9%	29.1%	27.2%	24.4%
市盈率 (PE)	18.1	12.7	9.3	7.8	7.0
EV/EBITDA	15.1	12.4	9.6	8.6	7.7
市净率 (PB)	4.14	3.53	2.72	2.13	1.72

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

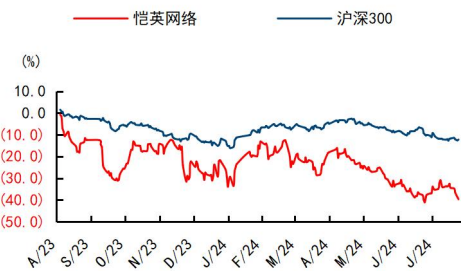
传媒·游戏 II

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn S0980517060002
 证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058 chenyaorong@guosen.com.cn S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.60元
总市值/流通市值	18512/16463百万元
52周最高价/最低价	15.52/8.33元
近3个月日均成交额	367.08百万元

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)-23年及24年Q1业绩点评：业绩表现亮眼，产品储备丰富》——2024-05-06
- 《恺英网络(002517.SZ)-业绩稳步增长，关注跨品类扩张及新品表现》——2023-10-29
- 《恺英网络(002517.SZ)-传奇品类护城河稳固，新品拓展打开第二成长曲线》——2023-09-12
- 《恺英网络(002517.SZ)-净利润表现良好，关注新品表现及AIGC/VR布局》——2023-08-31
- 《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

业绩稳步增长。1) 公司 24 上半年实现营业收入 25.55 亿元、归母净利润 8.09 亿元，同比分别增长 29.28%、11.72%，对应全面摊薄 EPS 0.38 元；实现扣非归母净利润 8.0 亿元，同比增长 18.55%；2) 其中 Q2 单季度实现营业收入 12.48 亿元、归母净利润 3.83 亿元，同比分别增长 22.1%、-11.9%，对应摊薄 EPS 0.18 元；3) 公司公布中期分红方案，计划向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），不送红股、不以公积金转增股本。

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3: 恺英网络单季度营收及增速 (单位: 百万元、%)



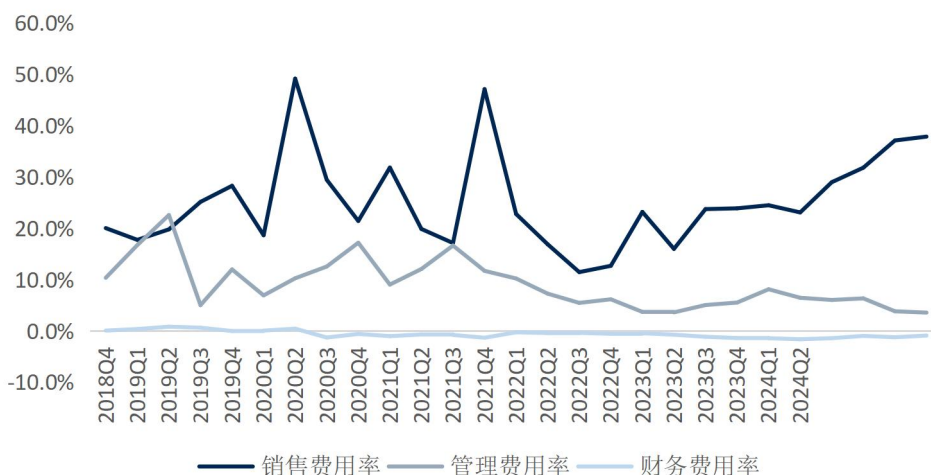
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

复古情怀品类表现稳健、创新精品表现良好，出海收入高增长。1) 公司运营的复古情怀类游戏包括《原始传奇》《热血合击》《天使之战》《永恒联盟》等知名游戏。依靠长期积累的强大研发实力、丰富运营经验、深厚行业资源以及众多经典产品，公司已在该品类领域建立起独有竞争壁垒。2) 创新品类方面，《敢达争锋对决》继续表现良好；《纳萨力克之王》23 年底上线后免费榜最高第 2 名，上线首月长期稳定在游戏畅销榜前 50 名，最高排名为畅销榜第 19 名；《石器时代：觉醒》上线当日获 IOS 排行榜第一，首日注册用户破千万；3) 公司积极拓展海外业务，上半年公司海外营业收入 1.26 亿元，同比增长 334.95%；下半年公司计划在新加坡、马来西亚、越南、港澳台等国家与地区发行《仙剑奇侠传：新的开始》，在泰国与印度尼西亚发行《天使之战》；在日本、欧美、港澳台等国家与地区发行《怪物联萌》，在韩国发行《OVERLORD》，出海业务营收有望继续保持高增长。

图6: 石器时代：觉醒



资料来源：游戏官网、国信证券经济研究所整理

图7: 纳萨力克之王



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，产品储备丰富。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；公司重点孵化的原创 IP《岁时令》荣获国家社科基金重大课题项目支持，并入选 2023 “麒麟杯动漫 IP 海外推广工程”优秀文化原创作品；2) 下半年公司产品储备丰富，《纳萨力克：崛起》《盗墓笔记：启程》《百工灵》《蒸汽堡垒》等产品已获版号；《斗罗大陆》《代号：信长》《代号：DR》等也在研发中，有望为下半年乃至 25 年奠定良好业绩基础。

投资建议：我们维持 2024/25/26 年盈利预测为 19.84/23.64/26.33 亿元，对应摊薄 EPS=0.92/1.10/1.22 元，当前股价对应 PE=9.3/7.8/7.0x。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及 AIGC、VR 等领域前瞻布局，继续维持“优于大市”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			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002555.SZ	三七互娱	优大于市	12.32	273	1.20	1.38	1.55	1.73	10	9	8	7
002605.SZ	姚记科技	优大于市	18.02	75	0.53	0.63	0.72	0.81	34	29	25	22
603444.SH	吉比特	优大于市	175.21	126	15.62	14.53	16.64	18.72	11	12	11	9

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2551	2807	4510	6362	8397	营业收入	3726	4295	5412	6170	6910
应收款项	897	1121	1412	1610	1803	营业成本	931	710	1137	1327	1520
存货净额	10	20	31	36	42	营业税金及附加	18	19	24	27	31
其他流动资产	489	603	759	866	970	销售费用	803	1177	1353	1604	1728
流动资产合计	3948	4550	6713	8874	11211	管理费用	164	286	196	217	243
固定资产	21	17	38	59	70	研发费用	511	527	595	617	691
无形资产及其他	28	31	30	30	30	财务费用	(34)	(58)	(91)	(135)	(184)
投资性房地产	1382	1494	1494	1494	1494	投资收益	(12)	79	33	56	45
长期股权投资	398	518	518	518	518	资产减值及公允价值变动	33	40	15	15	0
资产总计	5776	6610	8794	10976	13324	其他收入	(524)	(582)	(595)	(617)	(691)
短期借款及交易性金融负债	22	12	20	20	20	营业利润	1341	1698	2246	2584	2926
应付款项	312	442	705	821	940	营业外净收支	44	(0)	0	0	0
其他流动负债	867	895	1113	1303	1445	利润总额	1384	1697	2246	2584	2926
流动负债合计	1201	1350	1838	2145	2404	所得税费用	23	117	112	220	293
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	336	119	150	0	0
其他长期负债	33	22	22	22	22	归属于母公司净利润	1025	1462	1984	2364	2633
长期负债合计	33	22	22	22	22	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1234	1372	1860	2167	2427	净利润	1025	1462	1984	2364	2633
少数股东权益	70	(6)	116	116	116	资产减值准备	13	55	45	42	34
股东权益	4472	5244	6817	8692	10781	折旧摊销	12	21	11	15	18
负债和股东权益总计	5776	6610	8794	10976	13324	公允价值变动损失	(33)	(40)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(34)	(58)	(91)	(135)	(184)
每股收益	0.48	0.68	0.92	1.10	1.22	营运资本变动	482	(256)	65	40	(9)
每股红利	0.26	0.13	0.19	0.23	0.25	其它	139	42	77	(42)	(34)
每股净资产	2.08	2.44	3.17	4.04	5.01	经营活动现金流	1638	1283	2167	2404	2643
ROIC	35.51%	34.49%	41%	37%	37%	资本开支	0	(98)	(61)	(63)	(63)
ROE	22.92%	27.87%	29%	27%	24%	其它投资现金流	163	0	0	0	0
毛利率	75%	83%	79%	78%	78%	投资活动现金流	118	(219)	(61)	(63)	(63)
EBIT Margin	35%	37%	39%	39%	39%	权益性融资	19	1	0	0	0
EBITDA Margin	35%	37%	39%	39%	39%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	57%	15%	26%	14%	12%	支付股利、利息	(559)	(275)	(411)	(489)	(545)
净利润增长率	78%	43%	36%	19%	11%	其它融资现金流	715	(259)	8	0	0
资产负债率	23%	21%	22%	21%	19%	融资活动现金流	(383)	(808)	(403)	(489)	(545)
股息率	3.0%	1.5%	2.2%	2.6%	2.9%	现金净变动	1373	256	1704	1851	2035
P/E	18.1	12.7	9.3	7.8	7.0	货币资金的期初余额	1178	2551	2807	4510	6362
P/B	4.1	3.5	2.7	2.1	1.7	货币资金的期末余额	2551	2807	4510	6362	8397
EV/EBITDA	15.1	12.4	9.6	8.6	7.7	企业自由现金流	0	1134	1649	1834	2037
						权益自由现金流	0	875	1727	1939	2180

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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