



## 买入（维持）

所属行业：传媒/游戏 II  
当前价格(元)：8.61

### 证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

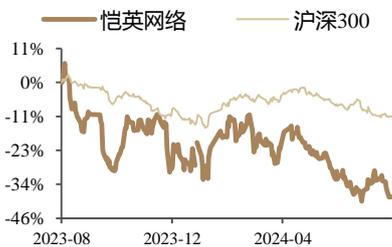
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

王晶晶

资格编号：S0120524080001

邮箱：wangjj5@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.37	-8.70	-21.00
相对涨幅(%)	0.83	-4.83	-13.30

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《恺英网络 2023 及 24Q1 点评：业绩增长彰显公司业务能力，分红回购有望持续提升投资回报》，2024.5.14
- 《恺英网络点评：增持分红持续提振信心，看好公司未来长期发展》，2024.3.29
- 《恺英网络业绩预告点评：丰厚产品储备支撑业绩增长，小游戏赛道发力双轮驱动》，2024.2.18

# 恺英网络（002517.SZ）24H1 点评： 业绩表现亮眼，新游储备充足有望延 续增势

### 投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 实现营收 25.55 亿元，同比+29.28%；归母净利润 8.09 亿元，同比+11.72%；扣非净利 8.01 亿元，同比+18.55%。24Q2 单季营收 12.48 亿元，同比+22.13%；归母净利润 3.83 亿元，同比-11.85%；扣非净利 3.77 亿元，同比-3.30%。
- “复古情怀+创新品类”齐头并进，共驱 24H1 收入及利润高增长。**公司 24H1 收入端与利润端均实现高增长，主要系《原始传奇》《热血合击》《天使之战》《仙剑奇侠传：新的开始》《石器时代：觉醒》等长线产品的稳定运营，以及《怪物联萌》《新倚天屠龙记》（越南）《纳萨力克之王》（港澳台地区）等新上线产品的亮眼表现。**分业务来看**，公司 24H1 移动游戏收入 20.95 亿元，同比+23.42%，为核心增长驱动引擎；信息服务收入 3.97 亿元，同比+76.59%，主要系自主运营的游戏资源发布及游戏社区服务平台表现出色；网页游戏收入 0.63 亿元，同比+91.90%，低基数基础上实现高增长。**分地区来看**，公司 24H1 境外业务收入 1.26 亿元，同比+334.95%，主要系《OVERLORD》《天使之战》《仙剑奇侠传：新的开始》在中国港澳台地区、以及新加坡、泰国等东南亚国家出海表现优异。
- 储备新游丰富多元，新一轮产品周期逐步开启。**公司从短期、中期、长期分梯队进行产品储备；短期，根据市场情况进行产品快速迭代；中期，基于 IP 产品的开发合作；长期，全方位打造自有 IP，构建游戏产品矩阵。可重点关注 IP 改编游戏《斗罗大陆：诛邪传说》《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》《盗墓笔记：启程》《纳萨力克：崛起》《BLEACH 千年血战篇》等。24H1 销售费用 9.57 亿元，同比+103.92%，主要系小游戏与新游的推广投放规模增大，预计新游陆续上线后将进一步提升整体收益率。
- AIGC 持续探索，自研“形意”大模型助力降本增效。**公司成立 AI 应用研究中心，自研“形意”大模型采用了与常见的综合性 AIGC 工具不同的技术路径，注重输出内容的“开箱即用”，基于多款上线产品与多个 IP 的合作经验对其进行训练，直接对接真实的游戏开发需求，并成功为多个项目的研发实现显著增效。24H1 研发费用 2.28 亿元，同比+10.67%，占营业收入比例 8.94%。
- 盈利预测：**我们看好公司短中长期分阶段产品储备带来的稳健持续增长，复古情怀类长线运营构筑基本盘，创新品类密集上线贡献业绩增量。我们预测公司 24-26 年的收入为 53.62/61.16/70.25 亿元，对应 YOY 24.8%/14.1%/14.9%，24-26 年归母净利润 17.15/20.80/23.59 亿元，对应 YOY 17.3%/21.3%/13.4%。维持“买入”评级。
- 风险提示：**新游上线不及预期，市场竞争加剧，买量成本增长过快等。

## 股票数据

总股本(百万股):	2,152.52
流通 A 股(百万股):	1,914.26
52 周内股价区间(元):	8.40-14.88
总市值(百万元):	18,533.18
总资产(百万元):	7,203.84
每股净资产(元):	2.64

资料来源:公司公告

## 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,726	4,295	5,362	6,116	7,025
(+/-)YOY(%)	56.8%	15.3%	24.8%	14.1%	14.9%
净利润(百万元)	1,025	1,462	1,715	2,080	2,359
(+/-)YOY(%)	77.8%	42.6%	17.3%	21.3%	13.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.68	0.80	0.97	1.10
毛利率(%)	75.0%	83.5%	80.2%	81.9%	81.1%
净资产收益率(%)	22.9%	27.9%	26.3%	24.9%	22.7%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.80	0.98	1.12
每股净资产	2.44	3.04	3.90	4.89
每股经营现金流	0.79	0.79	0.96	1.18
每股股利	0.20	0.10	0.12	0.14
价值评估(倍)				
P/E	15.96	10.70	8.75	7.66
P/B	4.58	2.83	2.21	1.76
P/S	3.04	2.41	2.09	1.81
EV/EBITDA	12.52	7.40	5.37	3.94
股息率%	1.8%	1.1%	1.4%	1.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	83.5%	80.2%	81.9%	81.1%
净利润率	36.8%	34.6%	36.7%	36.3%
净资产收益率	27.9%	26.5%	25.2%	23.0%
资产回报率	22.1%	20.7%	20.1%	18.3%
投资回报率	28.0%	26.8%	24.9%	22.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.3%	26.1%	15.0%	15.8%
EBIT 增长率	16.5%	21.9%	21.4%	12.8%
净利润增长率	42.6%	18.5%	22.3%	14.3%
偿债能力指标				
资产负债率	20.8%	20.3%	17.5%	16.8%
流动比率	3.4	3.8	4.7	5.1
速动比率	3.1	3.5	4.4	4.8
现金比率	2.1	2.4	3.2	3.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	79.9	77.5	80.4	80.4
存货周转天数	7.6	8.0	9.4	8.6
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
固定资产周转率	222.7	339.9	483.8	735.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,462	1,715	2,080	2,359
少数股东损益	119	140	169	192
非现金支出	182	33	33	33
非经营收益	-85	-42	-78	-69
营运资金变动	29	-167	-172	-28
经营活动现金流	1,706	1,679	2,033	2,487
资产	-190	-20	-20	-20
投资	-187	-36	-38	-44
其他	0	25	34	22
投资活动现金流	-378	-31	-24	-42
债权募资	0	13	10	12
股权募资	1	-4	0	0
其他	-1,065	-435	-260	-295
融资活动现金流	-1,064	-425	-250	-283
现金净流量	269	1,223	1,759	2,161

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 26 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,295	5,362	6,116	7,025
营业成本	710	1,059	1,110	1,331
毛利率%	83.5%	80.2%	81.9%	81.1%
营业税金及附加	19	24	27	31
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	1,177	1,469	1,675	1,924
营业费用率%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%
管理费用	286	297	373	409
管理费用率%	6.7%	5.5%	6.1%	5.8%
研发费用	527	697	772	900
研发费用率%	12.3%	13.0%	12.6%	12.8%
EBIT	1,581	1,908	2,296	2,568
财务费用	-58	-83	-119	-171
财务费用率%	-1.4%	-1.6%	-2.0%	-2.4%
资产减值损失	-30	0	0	0
投资收益	79	40	79	72
营业利润	1,698	1,992	2,415	2,739
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	1,697	1,992	2,415	2,739
EBITDA	1,697	1,941	2,329	2,602
所得税	117	137	166	188
有效所得税率%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
少数股东损益	119	140	169	192
归属母公司所有者净利润	1,462	1,715	2,080	2,359

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,807	4,030	5,789	7,951
应收账款及应收票据	1,048	1,272	1,471	1,678
存货	20	28	30	33
其它流动资产	676	897	991	1,158
流动资产合计	4,550	6,227	8,281	10,820
长期股权投资	518	538	558	578
固定资产	17	14	11	8
在建工程	0	0	0	0
无形资产	31	36	41	46
非流动资产合计	2,061	2,113	2,183	2,264
资产总计	6,610	8,340	10,464	13,083
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	442	507	547	675
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	908	1,134	1,217	1,438
流动负债合计	1,350	1,642	1,764	2,113
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	22	42	52	64
非流动负债合计	22	42	52	64
负债总计	1,372	1,683	1,816	2,177
实收资本	1,515	1,515	1,515	1,515
普通股股东权益	5,244	6,522	8,345	10,411
少数股东权益	-6	134	303	495
负债和所有者权益合计	6,610	8,340	10,464	13,083

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022 年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。曾任新时代证券 TMT 组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018 年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020 年 wind 金牌分析师。2023 年 21 世纪金牌分析师传媒互联网第 5 名；港股及海外市场第 5 名。

王晶晶，香港大学硕士，2024 年加入德邦证券，传媒互联网&海外分析师，曾就职于国投证券传媒互联网组，主要覆盖游戏、MR 等方向。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。