



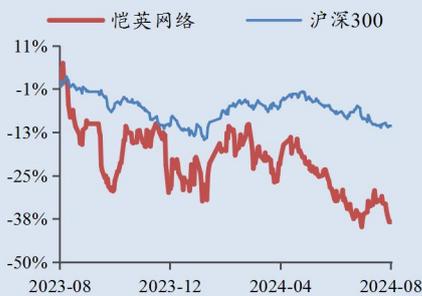
IP 与 AI 共同赋能公司发展，海外部署初见成效

——恺英网络（002517.SZ）2024 年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024 年 08 月 26 日

当前价格（元）	8.61
52 周价格区间（元）	8.33-15.52
总市值（百万元）	18,533.18
流通市值（百万元）	16,481.76
总股本（万股）	215,251.76
流通股（万股）	191,425.77
近一月换手（%）	51.23

分析师：孙伯文

执业证书编号：S0230523080004

邮箱：sunbw@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

公司 2024 年 8 月 23 日发布 2024 年半年度报告。报告表明，公司上半年营业收入为 25.55 亿元，同比增长 29.28%；归属于上市公司股东的净利润为 8.09 亿元，同比增长 11.72%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 8.01 亿元，同比增长 18.55%；基本每股收益为 0.38 元，同比增长 8.57%。公司拟以向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），分红总额 2.13 亿元。

观点：

- **IP 业务潜力大，赋能游戏主业。**公司始终坚持引入全球范围内富有品牌潜力的 IP，致力于挖掘 IP 品牌价值。目前，公司已经获得“刀剑神域”“魔神英雄传”“机动战士敢达系列”“OVERLORD”“关于我转生变成史莱姆这档事”“信长之野望：天道”等知名 IP 授权，成功推出《新倚天屠龙记》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《魔神英雄传》等产品。2024 年上半年，公司移动游戏营业收入为 20.95 亿元，同比增长 23.42%，占营业收入比重 81.99%。这意味着，优质 IP 的获取及其商业化助力着公司发展，有利于公司营业收入稳健增加。
- **自研“形意”大模型提能增效，XR 业务布局稳步推进。**“形意”大模型专注于游戏开发领域，利用公司丰富的产品和 IP 合作经验进行训练，能够直接输出即用的内容，更好地满足游戏开发的实际需求，已经在多个项目中显著提高了研发效率。此外，公司作为国内首批进行虚拟现实技术战略布局的游戏企业之一，已经建立了从“VR 输入设备”到“VR 内容制作/内容平台”再到“VR 输出设备”的完整 VR 生态系统。
- **公司积极拓展海外市场，战略部署初见成效。**公司已初步建立起一套海外发行策略，将立足中国台湾、中国香港、韩国和东南亚等国家与地区，再逐步走向欧美等全球市场。2024 年上半年，公司海外营业收入 1.26 亿元，同比增长 334.95%；同时，公司在大陆地区以外发行了《新倚天屠龙记》（越南）、《漂在江湖》（韩国）、《怪物联萌》（新加坡、马来西亚、菲律宾）、《纳萨力克之王》（港澳台地区）等游戏。
- **盈利预测及投资评级：**我们预计，公司 2024-2026 年收入为 50.50 亿元/59.13 亿元/68.80 亿元。归母净利润为 18.33 亿元/24.26 亿元/26.43 亿元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 10.1/7.6/7.0。

参考可比公司三七互娱、巨人网络、神州泰岳，我们看好公司主业的稳健增长和积极布局境外市场，首次覆盖给予“买入”评级。

- **核心假设：（1）移动游戏：**公司移动游戏产品储备丰富，是公司收入的主要来源。移动游戏业务处于快速增长期，有望为公司带来增长空间。我们预计 2024-2026 年移动游戏业务营业收入为 41.41 亿元/47.56 亿元/53.97 亿元，同比增速为 15.77%/14.86%/13.48%，2024-2026 年移动游戏业务成本分别为 7.62 亿元/8.48 亿元/11.01 亿元，公司移动游戏产品矩阵不断丰富，预计 2024-2026 年移动游戏业务毛利率分别为 81.59%/82.17%/79.61%。**（2）网页游戏：**受网页游戏自然衰退的行业趋势影响，我们预计 2024-2026 年网页游戏业务营业收入分别为 0.45 亿元/0.33 亿元/0.27 亿元，同比增速分别为-18.15%/-27.05%/-18.10%。2024-2026 年网页游戏业务成本分别为 0.23 亿元/0.16 亿元/0.13 亿元，预计 2024-2026 年网页游戏业务毛利率分别为 48.53%/50.92%/51.31%。**（3）信息服务：**信息服务是公司的新兴业务，具备较强的增长潜力，我们预计 2024-2026 年信息服务业务营业收入分别为 8.64 亿元/11.24 亿元/14.56 亿元，同比增速为 30.13%/30.12%/29.50%。2024-2026 年信息服务业务成本分别为 0.68 亿元 0.82 亿元/1.11 亿元，预计 2024-2026 年信息服务业务毛利率分别为 92.12%/92.71%/92.38%。
- **风险提示：**1) 新游推出及上线不及预期；2) AI 技术潜在风险；3) 现有产品流水下滑；4) 行业政策潜在风险；5) 行业竞争加剧；6) 管理层相关风险。

➤ **表 1：盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,726	4,295	5,050	5,913	6,880
增长率（%）	56.84	15.30	17.56	17.10	16.35
归母净利润（百万元）	1,025	1,462	1,833	2,426	2,643
增长率（%）	77.76	42.58	25.40	32.36	8.92
ROE（%）	29.97	30.17	27.13	26.45	22.38
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.48	0.68	0.85	1.13	1.23
市盈率（P/E）	18.1	12.7	10.1	7.6	7.0
市净率（P/B）	4.1	3.5	2.7	2.0	1.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：可比公司估值

重点公司	股票	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
002555.SZ	三七互娱	12.43	275.68	1.34	1.20	1.37	1.53	1.68	9.3	10.4	9.1	8.1	7.4
002558.SZ	巨人网络	8.95	176.63	0.46	0.59	0.76	0.86	0.96	20.8	16.3	11.8	10.4	9.3
300002.SZ	神州泰岳	8.09	158.77	0.28	0.46	0.54	0.63	0.72	29.3	17.9	14.9	12.8	11.3
/	可比公司均值	/	/	0.69	0.75	0.89	1.01	1.12	19.8	14.8	11.9	10.5	9.3
002517.SZ	恺英网络	8.61	185.33	0.48	0.68	0.85	1.13	1.23	18.1	12.7	10.1	7.6	7.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所；其中，恺英网络盈利预测来自华龙证券研究所，其他公司盈利预测来自万得一致预期。

表3：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,948	4,550	6,471	8,877	12,184	营业收入	3,726	4,295	5,050	5,913	6,880
现金	2,551	2,807	4,538	6,628	9,678	营业成本	931	710	853	946	1,225
应收票据及应收账款	858	1,048	1,193	1,431	1,622	税金及附加	18	19	22	27	31
其他应收款	39	73	59	96	84	销售费用	803	1,177	1,189	1,296	1,624
预付账款	229	252	314	349	422	管理费用	164	286	380	378	429
存货	10	20	17	24	28	研发费用	511	527	765	819	946
其他流动资产	260	351	351	351	351	财务费用	-34	-58	-89	-111	-128
非流动资产	1,829	2,061	2,094	2,138	2,162	资产和信用减值损失	-12	-67	-13	-15	-9
长期股权投资	398	518	591	681	760	其他收益	34	41	24	28	32
固定资产	21	17	18	17	14	公允价值变动收益	-2	9	-7	0	1
无形资产	28	31	24	19	12	投资净收益	-12	79	50	55	41
其他非流动资产	1,382	1,494	1,461	1,422	1,377	资产处置收益	-0	1	-1	0	0
资产总计	5,776	6,610	8,565	11,016	14,346	营业利润	1,341	1,698	1,983	2,626	2,817
流动负债	1,201	1,350	1,562	1,576	2,277	营业外收入	530	3	156	182	218
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	487	3	131	157	195
应付票据及应付账款	312	442	464	541	760	利润总额	1,384	1,697	2,007	2,650	2,840
其他流动负债	889	908	1,097	1,035	1,517	所得税	23	117	114	159	143
非流动负债	33	22	22	22	22	净利润	1,361	1,581	1,894	2,491	2,697
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	336	119	61	65	54
其他非流动负债	33	22	22	22	22	归属母公司净利润	1,025	1,462	1,833	2,426	2,643
负债合计	1,234	1,372	1,584	1,598	2,299	EBITDA	1,479	1,853	2,087	2,743	2,947
少数股东权益	70	-6	55	120	174	EPS (元)	0.48	0.68	0.85	1.13	1.23
股本	1,515	1,515	2,153	2,153	2,153						
资本公积	746	509	463	463	463						
留存收益	2,386	3,634	5,479	7,889	10,476						
归属母公司股东权益	4,472	5,244	6,926	9,298	11,873						
负债和股东权益	5,776	6,610	8,565	11,016	14,346						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,483	1,706	1,876	2,115	3,078
净利润	1,361	1,581	1,894	2,491	2,697
折旧摊销	56	95	80	93	107
财务费用	-34	-58	-89	-111	-128
投资损失	12	-79	-50	-55	-41
营运资金变动	32	29	21	-318	434
其他经营现金流	56	139	21	15	9
投资活动现金流	447	-378	-70	-82	-89
资本支出	132	191	41	47	52
长期投资	-53	-187	-72	-90	-79
其他投资现金流	632	1	43	55	42
筹资活动现金流	-580	-1,064	-109	-7	-14
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-12	-237	-34	-65	-75
其他筹资现金流	-568	-827	-75	58	61
现金净增加额	1,370	269	1,731	2,090	3,050

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	56.84	15.30	17.56	17.10	16.35
营业利润同比增速(%)	47.93	26.63	16.80	32.41	7.29
归属于母公司净利润同比增速(%)	77.76	42.58	25.40	32.36	8.92
获利能力					
毛利率(%)	75.02	83.47	83.10	84.00	82.20
净利率(%)	36.54	36.80	37.50	42.13	39.19
ROE(%)	29.97	30.17	27.13	26.45	22.38
ROIC(%)	31.13	31.15	27.34	26.79	22.71
偿债能力					
资产负债率(%)	21.37	20.75	18.49	14.51	16.03
净负债比率(%)	-55.69	-53.35	-65.01	-70.38	-80.33
流动比率	3.29	3.37	4.14	5.63	5.35
速动比率	3.03	3.11	3.88	5.34	5.12
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.69	0.67	0.60	0.54
应收账款周转率	4.60	4.51	4.61	4.71	4.50
应付账款周转率	3.22	1.88	1.90	2.10	2.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.68	0.85	1.13	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.79	0.87	0.98	1.43
每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.44	3.22	4.32	5.52
估值比率					
P/E	18.1	12.7	10.1	7.6	7.0
P/B	4.1	3.5	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA	10.85	8.48	6.72	4.38	3.06

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046