

研究所:

 证券分析师: 杨仁文 S0350521120001  
 yangrw@ghzq.com.cn

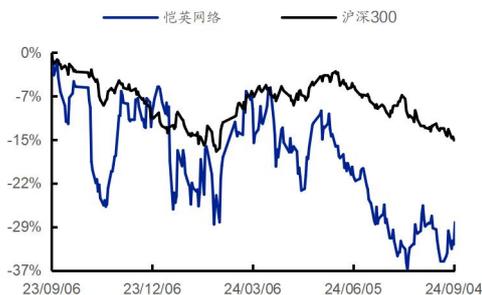
 证券分析师: 谭瑞峤 S0350521120004  
 tanrq@ghzq.com.cn

## 2024H1 业绩稳健增长, 出海表现亮眼; 2024H2

### 新品+IP 储备丰富, 关注新品周期开启

#### ——恺英网络 (002517) 公司动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
恺英网络	2.0%	-9.9%	-32.5%
沪深 300	-2.6%	-9.4%	-14.7%

#### 市场数据

市场数据	2024/09/05
当前价格 (元)	9.36
52 周价格区间 (元)	8.33-13.73
总市值 (百万)	20,147.57
流通市值 (百万)	17,917.45
总股本 (万股)	215,251.76
流通股本 (万股)	191,425.77
日均成交额 (百万)	920.07
近一月换手 (%)	2.60

#### 相关报告

《恺英网络 (002517): 2024Q1 业绩亮眼, 全年游戏储备丰富, 小程序及出海贡献增量 (买入)\* 游戏 II \*姚蕾》——2024-05-13

《恺英网络 (002517) 点评报告: 公司治理取得新进展, 回购股份彰显信心 (买入)\* 游戏 II \*姚蕾》——2023-11-22

《恺英网络 (002517) 2023 年三季报点评: 业绩符合预期, 大股东增持彰显信心, 看好新游上线带

#### 事件:

(1) **2024H1 业绩:** 2024 年 8 月 22 日, 公司公告 2024 半年报, 2024H1 营收 25.55 亿元, yoy+29.28%; 归母净利润 8.09 亿元, yoy+11.72%; 扣非归母净利润 8.01 亿元, yoy+18.55%。

(2) 2024 年 9 月 2 日, 《盗墓笔记: 启程》宣布 9 月 19 日开启首次删档测试。

#### 投资要点:

##### ■ 2024H1 业绩增长稳健、出海表现亮眼。

(1) 2024H1 营收 25.55 亿元, yoy+29.28%; 毛利率 82.01%, 同比-2.03 pct; 归母净利润 8.09 亿元, yoy+11.72%; 扣非归母净利润 8.01 亿元, yoy+18.55%。毛利率下滑主要系对外分成费增加。

2024H1 海外营收 1.26 亿元, yoy+334.95%。增长主要系《新倚天屠龙记》《天使之战》等上线海外地区。

(2) 2024Q2 营收 12.48 亿元, yoy+22.13%, qoq-4.58%; 毛利润 10.23 亿元, yoy+18.81%; 归母净利润 3.83 亿元, yoy-11.85%, qoq-10.15%; 扣非归母净利润 3.77 亿元, yoy-3.30%, qoq-11.08%。

##### ■ 持续分红回馈股东、实控人承诺分红用于增持、彰显增长信心。

2024 中期分红 2.13 亿元, 2024 年全年计划分红超过 4 亿元。公司董事长、实控人金锋承诺未来五年 (从 2024 年 7 月 3 日到 2029 年 7 月 2 日) 不减持, 同时将 2024 年 1 月 1 日-2028 年 12 月 31 日期间税后分红所得持续增持公司股份。

##### ■ 2024 年出海表现亮眼、小程序持续贡献增量。

《仙剑奇侠传: 新的开始》海外版上线, 上线持续 3 天霸榜中国台湾 iOS 免费榜 Top1, 中国澳门 iOS 免费榜最高 Top1; 《天使之战》

动业绩稳健增长（买入）\*游戏II\*姚蕾，杨牧笛》  
——2023-10-30

《恺英网络（002517）2023年半年报点评：半年报业绩超预期，关注下半年新品上线表现（买入）

\*游戏II\*姚蕾，杨牧笛，杨仁文》——2023-09-03

《恺英网络（002517）公司事件点评：拟收购浙江盛和少数股权，提振公司盈利能力（）\*游戏II\*姚蕾》——2023-05-27

海外版在菲律宾位居 iOS 畅销榜 Top4、泰国位居 iOS 免费榜 Top4。

2024 年小程序表现亮眼。据 Gamelook，7 月《仙剑奇侠传：新的开始》稳居小游戏畅销榜 Top19；《怪物联萌》最高位居小游戏畅销榜 Top10。

### ■ 产品+IP 储备丰富、有望开启新一轮产品周期。

（1）传奇奇迹品类：《王者传奇 2》、《龙腾传奇》、《梁山传奇》已获版号。

（2）创新品类：《盗墓笔记：启程》开启预约，截至 8 月 22 日预约超 20 万，9 月 19 日开启首次删档测试；《斗罗大陆：诛邪传说》、《纳萨力克：崛起》等大作已获版号；我们预计《太上补天卷》、《古怪的小鸡》、《群英觉醒》、《代号：MYX》等有望 2024H2 上线。

（3）IP 储备：发行“古龙武侠系列小说”正版授权游戏，自研自发自发金庸正版授权“射雕三部曲”手游；与上海电影建立战略合作关系，拓展“IP+游戏”商业潜力；奥特曼 IP 手游、拳皇 IP 手游等研发中。

■ **盈利预测和投资评级：**公司聚焦游戏“研发、发行、投资+IP”主业，2024 年产品矩阵丰富，有望为公司业绩增长奠定基础，建议关注后续新品测试和上线情况。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 53.09/60.65/66.62 亿元，归母净利润为 16.5/19.2/20.8 亿元，EPS 为 0.77/0.89/0.97 元，PE 为 12.2/10.5/9.7x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧、新品上线进度及表现不及预期、流量成本上升、老产品生命周期不及预期、技术发展不及预期、汇率波动、政策监管趋严、版号获取进度不及预期、核心人才流失、玩家偏好改变、公司治理/资产减值/解禁减持、市场风格切换、行业估值中枢下行、海外市场相关风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4295	5309	6065	6662
增长率(%)	15	24	14	10
归母净利润（百万元）	1462	1651	1924	2082
增长率(%)	43	13	16	8
摊薄每股收益（元）	0.68	0.77	0.89	0.97
ROE(%)	28	26	24	21
P/E	15.96	12.20	10.47	9.68
P/B	4.58	3.11	2.49	2.04
P/S	5.60	3.79	3.32	3.02
EV/EBITDA	12.52	8.92	7.07	5.92

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恺英网络盈利预测表

证券代码:	002517				股价:	9.36				投资评级:	买入				日期:	2024/09/05			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	28%	26%	24%	21%	EPS	0.70	0.77	0.89	0.97										
毛利率	83%	82%	82%	83%	BVPS	2.44	3.01	3.77	4.59										
期间费率	33%	39%	39%	41%	<b>估值</b>														
销售净利率	34%	31%	32%	31%	P/E	15.96	12.20	10.47	9.68										
<b>成长能力</b>					P/B	4.58	3.11	2.49	2.04										
收入增长率	15%	24%	14%	10%	P/S	5.60	3.79	3.32	3.02										
利润增长率	43%	13%	16%	8%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.69	0.73	0.68	0.62	营业收入	4295	5309	6065	6662										
应收账款周转率	4.51	4.53	4.41	4.39	营业成本	710	945	1067	1135										
存货周转率	47.24	52.73	69.06	86.77	营业税金及附加	19	27	30	33										
<b>偿债能力</b>					销售费用	1177	1911	2305	2665										
资产负债率	21%	19%	17%	15%	管理费用	286	199	163	171										
流动比	3.37	3.92	4.65	5.57	财务费用	-58	-56	-76	-106										
速动比	3.11	3.63	4.37	5.28	其他费用/(-收入)	527	494	504	524										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1698	1775	2068	2237										
现金及现金等价物	2807	3810	5312	6942	营业外净收支	0	0	0	0										
应收款项	1048	1297	1456	1575	利润总额	1697	1775	2068	2237										
存货净额	20	16	15	12	所得税费用	117	115	134	145										
其他流动资产	676	822	922	992	净利润	1581	1660	1933	2092										
<b>流动资产合计</b>	<b>4550</b>	<b>5945</b>	<b>7705</b>	<b>9522</b>	少数股东损益	119	8	10	10										
固定资产	17	18	19	20	归属于母公司净利润	1462	1651	1924	2082										
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	1525	1494	1464	1439	经营活动现金流	1706	1542	1923	2065										
长期股权投资	518	568	618	668	净利润	1462	1651	1924	2082										
<b>资产总计</b>	<b>6610</b>	<b>8026</b>	<b>9807</b>	<b>11649</b>	少数股东损益	119	8	10	10										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	116	114	109	105										
应付款项	442	473	474	442	公允价值变动	-9	0	0	0										
合同负债	172	212	243	266	营运资金变动	29	-270	-155	-166										
其他流动负债	736	833	939	1002	投资活动现金流	-378	-120	-130	-130										
<b>流动负债合计</b>	<b>1350</b>	<b>1518</b>	<b>1656</b>	<b>1710</b>	资本支出	-190	-30	-30	-30										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-187	-50	-50	-50										
其他长期负债	22	34	34	34	其他	0	-40	-50	-50										
<b>长期负债合计</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	筹资活动现金流	-1064	-420	-300	-315										
<b>负债合计</b>	<b>1372</b>	<b>1552</b>	<b>1690</b>	<b>1744</b>	债务融资	0	5	0	0										
股本	1515	1515	1515	1515	权益融资	1	-4	-100	-100										
股东权益	5238	6474	8117	9904	其它	-1065	-422	-200	-215										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6610</b>	<b>8026</b>	<b>9807</b>	<b>11649</b>	现金净增加额	269	1003	1503	1630										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【传媒小组介绍】

杨仁文，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 4 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

### 【分析师承诺】

杨仁文，谭瑞娇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。