

2024 年 12 月 02 日

恺英网络 (002517.SZ)

投资评级：增持（首次）

——情怀游戏筑牢根基，多元新品再续传奇

证券分析师

陈良栋

SAC: S1350524100003

chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 12 月 02 日

收盘价 (元)	13.53
一年内最高/最低 (元)	14.55/8.33
总市值 (百万元)	29,123.56
流通市值 (百万元)	25,899.91
总股本 (百万股)	2,152.52
资产负债率 (%)	19.41
每股净资产 (元/股)	2.81

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **情怀产品长线深耕，筑牢公司业绩基本盘。**传奇类游戏具有受众广、稳定性强、APRU 值高等特性，公司在《蓝月传奇》《王者传奇》《原始传奇》为代表的传奇品类游戏以及《全民奇迹》《天使之战》为代表的奇迹品类游戏中领域积累了深厚的实力，传奇类游戏的稳定迭代成为了公司保证收入基本盘的重要因素。公司 2023 年完成对传奇研发公司浙江盛和收购并表，2024H1 浙江盛和实现净利润 7.37 亿，同比增长 38.5%，2024 年利润贡献有望再创新高。
- **董事长高频增持公司股份，高管五年不减持彰显发展信心。**2020 年来，公司董事长金锋持有公司股份比重不断提升，2024 年全年已实现三次增持，截至三季报末，共计持股比例达 14.77%。公司董事长及高管承诺未来五年（2024 年 7 月 3 日至 2029 年 7 月 2 日）不以任何形式减持直接持有的公司股票，彰显公司长期发展信心。
- **多款新游即将上线，IP 内容储备充裕。**2024 年 11 月 15 日公司传奇新品《梁山传奇》开服，此外，公司旗下《太上补天卷》将于近期上线，《盗墓笔记：启程》《斗罗大陆：诛邪传说》《龙之谷世界》《三国志：天下归心》等游戏当前正处于密集测试排期中，未来将陆续亮相。此外，公司通过引入 IP 策略积累了大量 IP 授权，包括“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”“热血江湖”“龙族 (Dragon Raja)”“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”“BLEACH 千年血战篇”“奥特曼”“拳皇”“射雕三部曲 (射雕英雄传、神雕侠侣、倚天屠龙记)”“红月”“古龙群侠 (古龙武侠系列小说)”等知名 IP，持续支撑公司产品多样化的目标。
- **AIGC 深度布局，参投 AI 产品即将开测。**2023 年公司自研“形意”大模型注重游戏垂类场景应用，已为多个项目实现显著增效。此外，公司参投企业幻境游戏 CEO 张筱帆再创业，打造首款 3D 男性向 AI 恋爱陪伴产品《EVE》，产品基于亿级独家语料库，自主研发了适用于情感陪伴场景的对话大模型 Vibe 和记忆大模型 Echo，能够提供真人般的情感陪伴体验和多轮对话的深度记忆能力，其 B 站首爆 PV 播放量已破百万，未来有望率先打开男性向恋爱陪伴产品的市场。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 17.0/20.0/22.4 亿元，同比增速分别为 16.4%/17.6%/11.8%，当前股价（2024 年 12 月 02 日）对应的 PE 分别为 17.1/14.6/13.0 倍。我们选取吉比特、巨人网络、神州泰岳为可比公司，鉴于公司出色的业绩成长能力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。市场竞争加剧风险，政策监管趋严风险，新游进展不及预期风险**

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,726	4,295	5,371	6,290	7,055
同比增长率 (%)	56.84%	15.30%	25.03%	17.13%	12.16%
归母净利润 (百万元)	1,025	1,462	1,702	2,001	2,236
同比增长率 (%)	77.76%	42.58%	16.44%	17.55%	11.76%
每股收益 (元/股)	0.48	0.68	0.79	0.93	1.04
ROE (%)	22.92%	27.87%	26.46%	25.59%	23.86%
市盈率 (P/E)	28.41	19.92	17.11	14.56	13.03

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,807	3,946	5,643	7,709
应收票据及账款	1,314	1,491	1,891	2,114
预付账款	252	458	536	602
其他应收款	73	117	137	153
存货	20	17	20	23
其他流动资产	84	102	120	134
流动资产总计	4,550	6,132	8,347	10,735
长期股权投资	518	507	496	485
固定资产	36	70	71	61
在建工程	0	0	0	0
无形资产	31	33	26	26
长期待摊费用	200	167	134	100
其他非流动资产	1,275	1,275	1,283	1,283
非流动资产合计	2,061	2,052	2,011	1,955
资产总计	6,610	8,184	10,357	12,691
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	442	443	550	607
其他流动负债	908	830	971	1,091
流动负债合计	1,350	1,274	1,521	1,698
长期借款	3	3	2	1
其他非流动负债	19	19	19	19
非流动负债合计	22	22	21	20
负债合计	1,372	1,295	1,542	1,718
股本	1,515	1,515	1,515	1,515
资本公积	509	509	509	509
留存收益	3,220	4,409	5,794	7,346
归属母公司权益	5,244	6,433	7,818	9,371
少数股东权益	-6	455	997	1,602
股东权益合计	5,238	6,889	8,815	10,973
负债和股东权益合计	6,610	8,184	10,357	12,691

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1,581	1,977	2,391	2,726
折旧与摊销	116	83	96	110
财务费用	-58	-12	-17	-23
投资损失	-79	-81	-77	-57
营运资金变动	29	-518	-271	-146
其他经营现金流	118	197	160	122
经营性现金净流量	1,706	1,647	2,283	2,732
投资性现金净流量	-378	-5	13	-5
筹资性现金净流量	-1,064	-502	-600	-661
现金流量净额	269	1,139	1,697	2,066

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,295	5,371	6,290	7,055
营业成本	710	842	984	1,107
税金及附加	19	25	30	33
销售费用	1,177	1,678	1,902	2,100
管理费用	286	185	219	249
研发费用	527	514	587	643
财务费用	-58	-12	-17	-23
资产减值损失	-30	-45	-52	-59
信用减值损失	-36	12	15	16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	79	81	77	57
公允价值变动损益	9	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	41	68	59	29
营业利润	1,698	2,256	2,683	2,990
营业外收入	3	55	33	45
营业外支出	3	8	9	9
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,697	2,304	2,708	3,026
所得税	117	141	165	185
净利润	1,581	2,163	2,542	2,841
少数股东损益	119	461	542	605
归属母公司股东净利润	1,462	1,702	2,001	2,236
EPS(元)	1	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	15.30%	25.03%	17.13%	12.16%
营业利润增长率	26.63%	32.88%	18.95%	11.44%
归母净利润增长率	42.58%	16.44%	17.55%	11.76%
经营现金流增长率	15.07%	-3.51%	38.67%	19.66%
盈利能力				
毛利率	83.47%	84.33%	84.35%	84.31%
净利率	36.80%	40.27%	40.42%	40.27%
ROE	27.87%	26.46%	25.59%	23.86%
ROA	22.11%	20.80%	19.32%	17.62%
估值倍数				
P/E	19.92	17.11	14.56	13.03
P/S	6.78	5.42	4.63	4.13
P/B	5.55	4.53	3.72	3.11
股息率	1.46%	1.76%	2.11%	2.35%
EV/EBITDA	12	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。