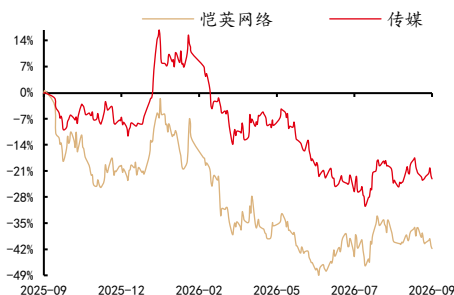


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.17
总股本/流通股本(亿股)	21.36 / 18.79
总市值/流通市值(亿元)	345 / 304
52周内最高/最低价	28.08 / 14.18
资产负债率(%)	24.3%
市盈率	18.17
第一大股东	金锋

研究所

分析师: 王晓萱
SAC 登记编号: S1340522080005
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com
分析师: 王思
SAC 登记编号: S1340525080002
Email: wangsi1@cnpsec.com

恺英网络(002517)

收入高增延续，关注平台化运营与产品兑现

● 事件

公司发布 2026 年半年报，2026H1 实现营业收入 47.97 亿元，同比增长 86.06%；归母净利润 14.28 亿元，同比增长 50.34%；扣非归母净利润 11.67 亿元，同比增长 24.31%。经营活动现金流净额 14.63 亿元，同比增长 98.66%，回款同步增长。

● 投资要点

Q2 扣非利润增长提速，主营经营表现较 Q1 改善。2026Q2 实现收入 25.75 亿元，同比增长 110.20%、环比增长 15.94%；归母净利润 6.48 亿元，同比增长 49.98%、环比下降 17.01%；扣非归母净利润 6.21 亿元，同比增长 46.95%、环比增长 13.89%。Q2 归母利润环比回落与扣非利润环比增长并存，主要因 Q1 较高的非经常性收益导致，一季报已披露债务重组及仲裁相关收益。我们认为，扣非口径更能反映当期经营变化，Q2 收入与扣非利润同步增长，显示主营业务增长动能增强。

推广与分成成本影响利润释放，Q2 销售费用率环比回落。公司将营业成本和销售费用增长分别归因于对外分成费、市场推广费增加。Q2 销售费用率为 35.59%，较 Q1 的 43.47% 下降 7.88 个百分点。我们认为，推广投入对当期盈利形成压力，但收入增长快于推广费用的季度变化，提供了观察运营效率改善的积极信号。后续利润弹性取决于产品留存、付费持续性及投放回收情况；若存量用户贡献延续、推广强度趋稳，收入增长有望进一步传导至利润端。

用户平台拓展变现路径，多元产品布局提供后续观察窗口。半年报披露，游戏盒子围绕传奇用户向社区、直播、数字交易及云服务延伸，产品布局包括《三国：天下归心》《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》等。我们认为，平台业务的核心价值在于沉淀垂类用户，并通过内容与服务提高用户复访和交叉转化，若形成稳定的自有流量循环，有望增强长期经营韧性。

● 投资建议与盈利预测

我们认为，本次业绩的核心看点是收入扩张延续、Q2 扣非利润增长提速，以及用户平台对长期运营能力的支持。建议关注公司后续产品兑现及推广效率改善。我们预测公司 2026-2028 年实现营收 78.22、85.42、95.88 亿元，同比+46.9%、9.2%、12.24%；实现归母净利润 26.46、30.48、36.28 亿元，同比+39.01%、15.20%、19.02%。维持“买入”评级。

● 风险提示：

游戏流水及用户留存不及预期；新品上线或商业化不及预期；买量成本上升；IP 授权及诉讼风险；游戏行业监管变化等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5325	7822	8542	9588
增长率(%)	4.04	46.90	9.20	12.24
EBITDA（百万元）	2039.84	2909.71	3342.15	3884.67
归属母公司净利润（百万元）	1903.63	2646.32	3048.43	3628.26
增长率(%)	16.90	39.01	15.20	19.02
EPS(元/股)	0.89	1.24	1.43	1.70
市盈率(P/E)	18.15	13.05	11.33	9.52
市净率(P/B)	3.49	2.90	2.36	1.94
EV/EBITDA	20.92	10.26	8.19	6.43

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	5325	7822	8542	9588	营业收入	4.0%	46.9%	9.2%	12.2%
营业成本	1020	1524	1648	1835	营业利润	18.3%	38.0%	15.6%	18.8%
税金及附加	22	29	33	37	归属于母公司净利润	16.9%	39.0%	15.2%	19.0%
销售费用	1676	2967	3263	3590	获利能力				
管理费用	186	167	150	138	毛利率	80.8%	80.5%	80.7%	80.9%
研发费用	595	583	525	499	净利率	35.7%	33.8%	35.7%	37.8%
财务费用	-40	-37	-43	-67	ROE	19.2%	22.2%	20.9%	20.3%
资产减值损失	-5	0	0	0	ROIC	18.0%	21.6%	20.3%	19.8%
营业利润	1981	2734	3161	3756	偿债能力				
营业外收入	10	6	8	7	资产负债率	24.3%	23.0%	22.2%	19.7%
营业外支出	10	4	7	5	流动比率	2.50	2.63	2.95	3.57
利润总额	1981	2736	3162	3757	营运能力				
所得税	79	92	116	132	应收账款周转率	5.56	6.40	5.64	5.69
净利润	1902	2645	3046	3626	存货周转率	29.11	30.80	27.65	27.30
归母净利润	1904	2646	3048	3628	总资产周转率	0.50	0.55	0.50	0.47
每股收益(元)	0.89	1.24	1.43	1.70	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.89	1.24	1.43	1.70
货币资金	4236	4869	7336	9756	每股净资产	4.63	5.57	6.84	8.35
交易性金融资产	130	150	170	190	估值比率				
应收票据及应收账款	1023	1451	1613	1794	PE	18.15	13.05	11.33	9.52
预付款项	431	654	701	784	PB	3.49	2.90	2.36	1.94
存货	45	54	66	69	现金流量表				
流动资产合计	6241	7739	10464	13258	净利润	1902	2645	3046	3626
固定资产	18	20	20	26	折旧和摊销	149	210	223	195
在建工程	34	29	26	23	营运资本变动	252	-388	374	-170
无形资产	641	680	708	727	其他	-41	-116	-90	-85
非流动资产合计	6833	7731	8325	8937	经营活动现金流净额	2263	2351	3554	3566
资产总计	13073	15470	18789	22195	资本开支	-129	-213	-213	-213
短期借款	109	89	79	69	其他	-1152	-855	-528	-523
应付票据及应付账款	1135	1206	1568	1599	投资活动现金流净额	-1282	-1068	-742	-736
其他流动负债	1257	1647	1897	2050	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2501	2942	3544	3718	债务融资	109	-6	0	0
其他	672	624	634	644	其他	-418	-630	-345	-410
非流动负债合计	672	624	634	644	筹资活动现金流净额	-308	-636	-345	-410
负债合计	3173	3566	4178	4362	现金及现金等价物净增加额	666	633	2467	2420
股本	1499	1499	1499	1499					
资本公积金	342	342	342	342					
未分配利润	6085	8026	10277	12957					
少数股东权益	-2	-4	-6	-9					
其他	1976	2041	2498	3043					
所有者权益合计	9900	11904	14611	17833					
负债和所有者权益总计	13073	15470	18789	22195					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048