

恺英网络 (002517.SZ)

全年及 Q1 业绩表现良好，新品及 AIGC 布局值得期待

增持

核心观点

2022 年业绩及 23 年 Q1 业绩表现良好。1) 2022 年公司实现营业收入 37.26 亿元、归母净利润 10.25 亿元，同比分别增长 57%、78%，对应 EPS 0.48 元，处于业绩预告区间中位数（公司业绩预告归母净利润 9.3-11.3 亿元），继续保持高增长；2) 23 年 Q1 公司实现营业收入 9.54 亿元、归母净利润 2.90 亿元，同比分别增长-7.2%、16.7%；实现扣非归母净利润 2.86 亿元，同比增长 18.8%，表现良好。2) 业绩高增长主要在于《原始传奇》、《天使之战》、《热血合击》、《王者传奇》等多款游戏表现良好。

传奇、奇迹品类表现良好，IP 矩阵不断扩充。1) 《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》等长线产品的稳定运营与《天使之战》、《永恒联盟》等新上线产品的出色表现是公司 22 年业绩高增长的主要原因；2) 新品方面，《山海浮梦录》、《龙腾传奇》、《纳萨力克之王》、《仙剑奇侠传：新的开始》、《归隐山居图》、《龙神八部之西行纪》等产品已取得版号，《斗罗大陆》《盗墓笔记》《妖怪正传 2》等产品正在稳步推进，有望推动公司游戏业务持续高成长；3) IP 方面积累了“传奇世界”、“热血系列”、“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”、“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”等知名 IP，支撑未来发展。

布局 VR 及 AIGC 着眼未来。1) 公司于 2022 年初成立了 VR 游戏团队，并有一款动作竞技类 VR 游戏已在研发中，未来公司将持续加强在 VR 游戏、虚拟场景等 VR 内容领域的布局和投入；2) 公司持续探索 AIGC 在图像生成、内容研发、多样性玩法等诸多方面对游戏进行赋能可能，并于近日宣布与复旦大学合作利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域新技术研发与应用，并将实现首个搭建 AIGC 及 AINPC 技术的斗罗大陆 IP 手游。

风险提示：产品流水不达预期风险；上线节奏不达预期风险；公司治理风险；监管政策风险等。

投资建议：关注产品表现及新科技落地，维持“增持”评级。

维持盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润为 13.75/16.67/19.59 亿元；摊薄 EPS=0.64/0.77/0.91 元，当前股价对应 PE=26/22/18x。自研+发行+投资/IP 驱动之下业绩实现高增长，游戏出海+VR+AIGC 布局着眼未来成长，继续维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,375	3,726	4,806	5,815	6,746
(+/-%)	53.9%	56.8%	29.0%	21.0%	16.0%
净利润 (百万元)	577	1025	1375	1668	1961
(+/-%)	224.1%	77.8%	34.1%	21.3%	17.6%
每股收益 (元)	0.27	0.48	0.64	0.77	0.91
EBIT Margin	33.8%	34.9%	37.7%	38.2%	38.2%
净资产收益率 (ROE)	16.9%	22.9%	27.4%	29.3%	30.3%
市盈率 (PE)	62.3	35.0	26.1	21.5	18.3
EV/EBITDA	45.0	28.3	20.6	17.5	15.8
市净率 (PB)	10.54	8.03	7.15	6.31	5.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

传媒 · 游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

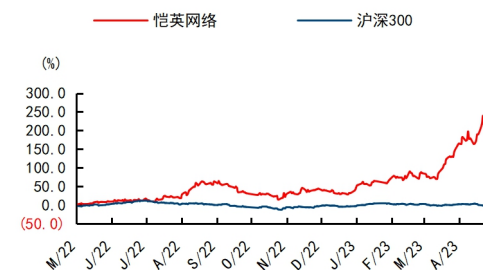
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持 (维持)
合理估值	
收盘价	15.16 元
总市值/流通市值	32632/28907 百万元
52 周最高价/最低价	17.90/3.80 元
近 3 个月日均成交额	849.56 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《恺英网络 (002517.SZ) -业绩预告点评：产品表现良好，全年业绩高速增长》——2023-01-20
- 《恺英网络 (002517.SZ) -业绩高增长，布局 VR 着眼长远》——2022-10-31
- 《恺英网络 (002517.SZ) -业绩高增长，关注 VR 等领域布局》——2022-08-25
- 《恺英网络 (002517.SZ) -业绩高增长，三大业务板块齐发力》——2022-05-03

业绩表现良好。1) 1) 2022 年公司实现营业收入 37.26 亿元、归母净利润 10.25 亿元，同比分别增长 57%、78%，对应 EPS 0.48 元，处于业绩预告区间中位数（公司业绩预告归母净利润 9.3-11.3 亿元），继续保持高增长；2) 23 年 Q1 公司实现营业收入 9.54 亿元、归母净利润 2.90 亿元，同比分别增长-7.2%、16.7%；实现扣非归母净利润 2.86 亿元，同比增长 18.8%，表现良好。2) 业绩高增长主要在于《原始传奇》、《天使之战》、《热血合击》、《王者传奇》等多款游戏表现良好。

图1：恺英网络营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：恺英网络归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：恺英网络季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：恺英网络季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司将“聚焦游戏主业”作为核心战略方向，以研发、发行以及投资+IP 三大业务板块为支撑。

研发上，传奇品类游戏继续保持领先，《蓝月传奇》累计流水超过 40 亿元。目前公司运营传奇品类游戏包括《蓝月传奇》、《蓝月传奇 2》等蓝月系产品及《王者传奇》、《原始传奇》等知名游戏；非传奇品类推出 MMORPG 游戏《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、卡牌类游戏《魔神英雄传》、实时对战游戏《敢达争锋对决》等产品；投资+IP 业务，投资方向新增投资银之匙网络、幻查网络等标的；IP 方面积累了“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“西行纪”、“封神系列”等知名 IP。

图5: 刀剑神域黑衣剑士：王牌



资料来源：游戏官网、国信证券经济研究所整理

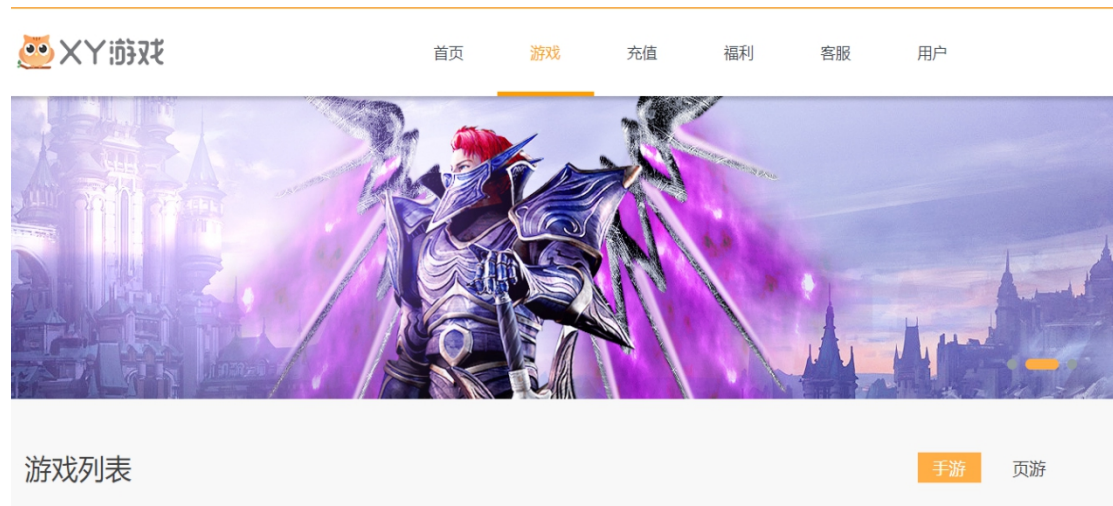
图6: 蓝月传奇 2



资料来源：游戏官网、国信证券经济研究所整理

发行业务以 XY 发行平台 (XY.COM) 为核心, 发行运营的《天使之战》、《高能手办团》、《零之战线》、《圣灵之境》、《王者传奇》、《怒火一刀》等多款游戏有较亮眼的市场表现。其中 2022 年主打产品《天使之战》表现良好。

图7: XY 发行平台



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

关注新品表现, 布局 VR、AIGC 着眼未来。1) 公司主要产品《原始传奇》、《天使之战》、《热血合击》、《王者传奇》等表现良好;《新倚天屠龙记》《山海浮梦录》已获得版号,《斗罗大陆》《盗墓笔记》《妖怪正传 2》等产品正在稳步推进,有望推动公司游戏业务持续成长;2) 公司于年初成立了 VR 游戏团队,并有一款动作竞技类 VR 游戏已在研发中,未来公司将持续加强在 VR 游戏、虚拟场景等 VR 内容领域的布局和投入;3) 公司持续探索 AIGC 在图像生成、内容研

发、多样性玩法等诸多方面对游戏进行赋能可能，并于近日宣布与复旦大学合作利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域新技术研发与应用，并将实现首个搭建 AIGC 及 AINPC 技术的斗罗大陆 IP 手游。

投资+IP 业务，投资方向新增投资数字浣熊、仟憬网络、动钛网络、光粒网络等标的；IP 方面，通过 IP 引入借力、IP 投资发力、IP 孵化蓄力，推进 IP 战略。新增 4 个头部顶级 IP 授权（斗罗大陆、盗墓笔记、仙剑奇侠传、关于我转生变成史莱姆这档事），积累了“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“西行纪”、“封神系列”等知名 IP。

投资建议：关注产品表现及新科技落地进展，维持“增持”评级。

维持盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润为 13.75/16.67/19.59 亿元；摊薄 EPS=0.64/0.77/0.91 元，当前股价对应 PE=26/22/18x。自研+发行+投资/IP 驱动之下业绩实现高增长，游戏出海+VR+AIGC 布局着眼未来成长，继续维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
002555.SZ	三七互娱	买入	27.9	619	1.24	1.30	1.35	1.59	22	22	21	18
002602.SZ	世纪华通	增持	6.27	467	0.40	0.31	0.20	0.23	16	20	31	27
002605.SZ	姚记科技	增持	32.36	133	2.66	1.40	0.84	1.46	12	23	39	22
002624.SZ	完美世界	增持	20.02	388	0.80	0.19	0.71	0.91	25	105	28	22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1178	2551	3178	5254	7904	营业收入	2375	3726	4806	5815	6746
应收款项	851	897	1158	1401	1625	营业成本	694	931	1250	1570	1821
存货净额	16	10	14	18	20	营业税金及附加	12	18	23	27	32
其他流动资产	529	489	630	763	885	销售费用	361	803	913	1047	1214
流动资产合计	2737	3948	4981	7435	10434	管理费用	165	164	184	205	237
固定资产	16	21	69	117	149	研发费用	339	511	625	744	863
无形资产及其他	16	28	28	27	27	财务费用	(10)	(34)	(71)	(105)	(164)
投资性房地产	1278	1382	1382	1382	1382	投资收益	105	(12)	46	17	32
长期股权投资	352	398	398	398	398	资产减值及公允价值变动	(7)	33	15	15	0
资产总计	4400	5776	6857	9360	12391	其他收入	(345)	(524)	(625)	(744)	(863)
短期借款及交易性金融负债	11	22	20	20	20	营业利润	906	1341	1944	2358	2773
应付款项	267	312	420	527	610	营业外净收支	30	44	0	0	0
其他流动负债	306	867	1077	2544	4400	利润总额	936	1384	1944	2358	2773
流动负债合计	583	1201	1517	3091	5030	所得税费用	92	23	97	118	139
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	268	336	472	573	673
其他长期负债	67	33	33	33	33	归属于母公司净利润	577	1025	1375	1668	1961
长期负债合计	67	33	33	33	33	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	651	1234	1550	3124	5063	净利润	577	1025	1375	1668	1961
少数股东权益	343	70	285	546	852	资产减值准备	(4)	13	22	21	17
股东权益	3406	4472	5022	5690	6476	折旧摊销	9	12	6	10	13
负债和股东权益总计	4400	5776	6857	9360	12391	公允价值变动损失	7	(33)	(15)	(15)	0
						财务费用	(10)	(34)	(71)	(105)	(164)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(433)	482	(66)	1216	1608
每股收益	0.27	0.48	0.64	0.77	0.91	其它	239	139	193	240	289
每股红利	0.03	0.26	0.38	0.46	0.55	经营活动现金流	395	1638	1514	3139	3888
每股净资产	1.58	2.08	2.33	2.64	3.01	资本开支	0	(58)	(61)	(63)	(63)
ROIC	26.28%	35.51%	56%	132%	801%	其它投资现金流	117	163	0	0	0
ROE	16.93%	22.92%	27%	29%	30%	投资活动现金流	128	59	(61)	(63)	(63)
毛利率	71%	75%	74%	73%	73%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	35%	38%	38%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	35%	38%	38%	38%	支付股利、利息	(70)	(559)	(824)	(1000)	(1176)
收入增长	54%	57%	29%	21%	16%	其它融资现金流	67	793	(2)	0	0
净利润增长率	224%	78%	34%	21%	18%	融资活动现金流	(77)	(325)	(826)	(1000)	(1176)
资产负债率	23%	23%	27%	39%	48%	现金净变动	445	1373	627	2076	2650
股息率	0.2%	1.6%	2.3%	2.8%	3.3%	货币资金的期初余额	733	1178	2551	3178	5254
P/E	62.3	35.0	26.1	21.5	18.3	货币资金的期末余额	1178	2551	3178	5254	7904
P/B	10.5	8.0	7.1	6.3	5.5	企业自由现金流	0	1712	1283	2884	3556
EV/EBITDA	45.0	28.3	20.6	17.5	15.8	权益自由现金流	0	2505	1336	2965	3683

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032