



## 三大业务并驾齐驱, 传奇游戏龙头扬帆起航

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是国内知名互联网游戏公司, 2022年预计实现归母净利润9.3-11.3亿元, 同比增长61.3%-95.9%; 扣非净利润8.4-10.7亿元, 同比增长81.0%-130.5%, 业绩表现亮眼, 同时推出第二期、第三期员工持股计划和2022年股权激励计划, 构筑公司利益共同体; 2) 聚焦游戏主业, 旗下拥有《蓝月传奇》为代表的传奇品类和其他多品类游戏, 《原始传奇》《天使之战》等老游新游均表现良好, 驱动业绩快速增长; 3) 元宇宙布局软、硬件结合: 硬件布局投资大朋VR, 内容创造携手幻世科技, 并成立VR游戏自研团队, 后续想象空间值得期待。
- 完善激励措施强化内部治理, 聚焦游戏主业推动业绩高增。** 1) 实施高管股票回购、员工持股等计划, 解决历史遗留问题, 改善内部治理能力; 2) 制定“聚焦游戏主业”战略, 《原始传奇》《王者传奇》等长线运营经典游戏贡献稳定流水, 新游《天使之战》营收口碑双丰收, 2022年前三季度公司营收同比增长71.2%至28.3亿元; 归母净利润同比增长82.2%至9.1亿元, 业绩增长动能充足。
- “研发、发行、投资+IP”三驾马车引领公司发展。** 1) 研发方面, 2022H1研发投入加码, 同比增长31.8%至2.9亿元, 旗下七大专项工作室, 获得专利近20项, 构筑多维度立体化研发体系。2) 发行方面, 立足XY发行平台, 合作腾讯、哔哩哔哩、贪玩游戏等发行商, 内外结合保障游戏稳定输出。3) 投资+IP方面, 2022年新增银之匙网络、幻杳网络、余烬科技三家投资标的为游戏主业赋能; 传奇IP持续贡献高额流水, 斗罗大陆、盗墓笔记、仙剑奇侠传等新增顶级IP反哺游戏研发。
- 前瞻布局元宇宙赛道, VR新游储备值得期待。** 1) 硬件方面: 自2015年开始投资大朋VR, 目前为其第三大股东; 2) 内容方面: 携手幻世科技合资成立上海臣旒, 后续联合创作爆款可期; 成立VR游戏自研团队, 动作竞技类VR游戏在研, 未来有望持续加强VR游戏、虚拟场景等领域的布局和投入, 打开元宇宙新想象空间。
- 盈利预测与评级:** 预计公司2022-2024年归母净利润分别为10.5/14.2/17.2亿元, 对应PE分别为23倍、17倍、14倍。公司为行业知名手游研发商, 传奇游戏有望持续贡献稳定业绩与用户基本盘, 同时储备项目丰富, 并前瞻布局VR软件、硬件生态体系, 业绩增量可期。综上, 我们给予公司2023年22倍PE, 对应目标价14.52元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 重点产品依赖风险, 行业政策趋严风险, 技术更新及淘汰风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2375.30	3857.09	4984.56	5965.42
增长率	53.92%	62.38%	29.23%	19.68%
归属母公司净利润(百万元)	576.73	1046.91	1416.22	1719.20
增长率	224.14%	81.53%	35.28%	21.39%
每股收益EPS(元)	0.27	0.49	0.66	0.80
净资产收益率ROE	22.52%	27.06%	27.72%	26.44%
PE	41	23	17	14
PB	7.00	5.42	4.25	3.39

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	21.53
流通A股(亿股)	19.07
52周内股价区间(元)	3.96-11.08
总市值(亿元)	238.50
总资产(亿元)	41.66
每股净资产(元)	1.54

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：国内知名互联网游戏公司</b> .....	<b>1</b>
1.1 聚焦游戏主业，引进优质 IP.....	1
1.2 股权较为分散，管理团队经验丰富.....	2
1.3 高管回购彰显信心，员工持股充分激励.....	3
1.4 游戏主业稳步推进，业绩状况持续改善.....	4
<b>2 “研发、发行、投资+IP”三驾马车齐头并进</b> .....	<b>7</b>
2.1 研发：传奇品类夯实经典优势，创新品类实现多点开花.....	7
2.2 发行：立足 XY 平台内外结合，积极布局放眼全球.....	10
2.3 投资+IP：差异化投资布局产业链，顶级 IP 赋能游戏研发.....	11
2.4 后续项目储备丰富，计划上线多款新游.....	13
<b>3 元宇宙前瞻投资，VR 新游稳步推进</b> .....	<b>15</b>
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
4.1 关键假设.....	17
4.2 相对估值.....	18
<b>5 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图 目 录

图 1: 恺英网络历史沿革	2
图 2: 公司股权结构	2
图 3: 分产品主营业务收入 (亿元)	4
图 4: 分产品主营业务收入占比	4
图 5: 分地区主营业务收入 (亿元)	5
图 6: 分地区主营业务收入占比	5
图 7: 2015 年以来公司营业收入及增速	6
图 8: 2015 年以来公司归母净利润及增速	6
图 9: 毛利率及净利率变动情况	6
图 10: 三费率变动情况	6
图 11: 2018 年以来研发投入及增速	7
图 12: 2018 年以来研发人员数量及占比	7
图 13: 两大研发团队及七大工作室	8
图 14: 《蓝月传奇》页游	9
图 15: 《蓝月传奇 2》手游	9
图 16: 《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》	9
图 17: 《敢达争锋对决》	9
图 18: XY 平台首页	11
图 19: 《天使之战》	11
图 20: 《妖怪正传》	11
图 21: 《喵话西游》	11
图 22: 公司旗下部分 IP	13
图 23: 《岁时令》	13
图 24: 《永恒联盟》	14
图 25: 《山海浮梦录》	14
图 26: 全球 VR/AR 市场出货量 (万台)	15
图 27: 中国 VR/AR 终端硬件市场规模及预测 (亿元)	15
图 28: 2021 年全球 VR 头显市场份额	15
图 29: 幻世科技旗下作品《开心鼓神》	17

## 表 目 录

表 1: 管理团队主要构成及简介 .....	3
表 2: 高管持股及变动方向 .....	3
表 3: 主要传奇品类游戏 .....	9
表 4: 公司多品类游戏矩阵 .....	10
表 5: 公司战投企业概况 .....	12
表 6: 公司后续游戏储备 .....	13
表 7: 恺英网络投资大朋 VR .....	16
表 8: 大朋 VR 主要产品一览 .....	16
表 9: 分业务收入及毛利率 .....	17
表 10: 可比公司估值 .....	18
附表: 财务预测与估值 .....	19

# 1 公司概况：国内知名互联网游戏公司

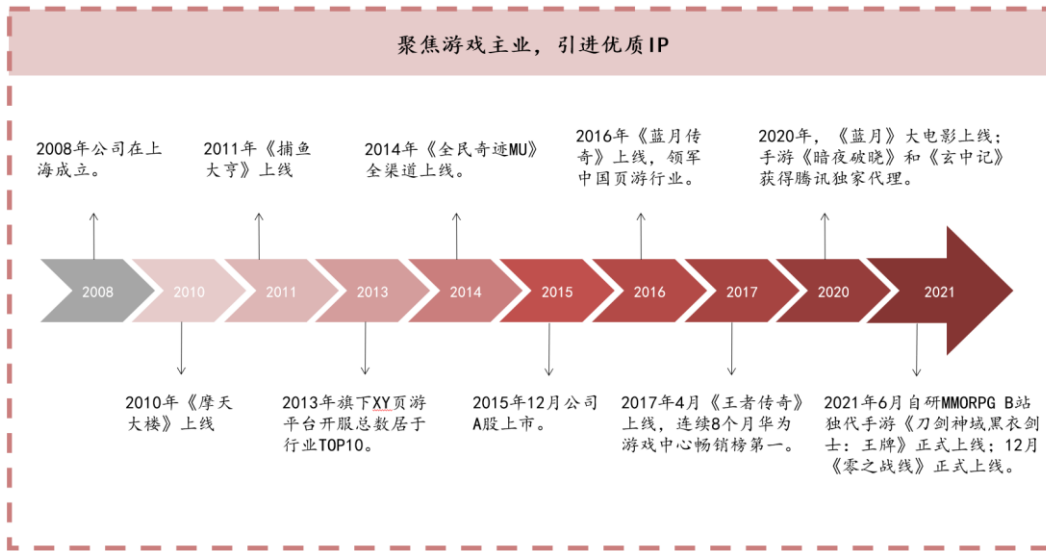
## 1.1 聚焦游戏主业，引进优质 IP

恺英网络是国内知名的互联网游戏上市公司，坚持将“聚焦游戏主业”作为公司发展的核心战略方向，以“研发、发行以及投资+IP”三大业务体系为支撑，持续为用户提供优质内容服务和深度游戏娱乐体验。公司业务涵盖手游与页游等精品娱乐内容的研发、运营及发行，网页游戏平台、移动应用分发平台的运营，并在全球范围内搜寻、引进优质 IP，深入研究 IP 的品牌潜力，力争最大限度挖掘和提升 IP 品牌价值。旗下上海恺英和浙江盛和网络科技有限公司先后开发、运营了《摩天大楼》、《蜀山传奇》、《全民奇迹 MU》、《蓝月传奇》、《敢达争锋对决》、《战舰世界闪击战》、《王者传奇》、《高能手办团》、《天使之战》等多款热门游戏。旗下的 XY.COM 游戏平台是国内知名的游戏平台，上线运营至今累计推出百余款精品游戏，包含角色扮演、模拟应景、休闲竞技、战略策略等多种游戏类型。

2008 年 8 月公司在上海成立，是国内最早期的页游厂商之一。2010 年 7 月推出《摩天大楼》，日登陆用户达 1500 万人。2011 年 8 月《捕鱼大亨》上线，注册用户超过 3000 万人，日活跃用户数百万。2014 年 12 月，公司顺应国内手机市场的规模扩张，凭借全球独家代理《全民奇迹 MU》，成功从页游转型手游，全渠道上线后，首日充值达到 2600 万元，月流水超过 2 亿元。2015 年 10 月，《全民奇迹 MU》全球累计流水突破 30 亿元，推动公司于 12 月 A 股借壳上市。2016 年 6 月《蓝月传奇》上线，领军中国页游行业。2017 年 4 月《王者传奇》上线，连续 8 个月华为游戏中心畅销榜第一。2020 年《蓝月》大电影上线，全网累计 b 播放量达 1770 万次，次世代手游《暗夜破晓》和自研国风手游《玄中记》获得腾讯独家代理。2021 年 6 月，其自研 MMORPG B 站独家代理手游《刀剑神域黑衣剑士：王牌》正式上线。2022 年 1 月公司自研第二款奇迹类 MMO 手游《天使之战》上线，当月流水超 1 亿元，累计流水超 10 亿元，在 2022DoNews 年度评选中获评“灵锋奖”。

融入数字经济发展新浪潮，积极践行社会责任。中国游戏产业在“十四五”规划“加快数字化发展、建设数字中国”的战略背景下正迎来新的发展契机。恺英网络深入布局“游戏+医疗”模式，与数字疗法领先企业特霍芬达成合作。双方将合作开发数字疗法产品治疗脑疾病。此外，公司于 2022 年 11 月发布了首个可持续发展战略规划“K 行动”，从“乐聚可持续游戏力”的理念出发，并聚焦悦玩 (PLAY)、共生 (WITH)、增益 (BUFF) 三大战略支柱，全面完善 ESG 管理，并匹配相应的落地举措，从“可持续业态”“可持续温度”及“可持续守护”三大维度进一步推动可持续发展行动目标的落地，并承诺未来三年社会公益投入将达到 2000 万元。

图 1：恺英网络历史沿革

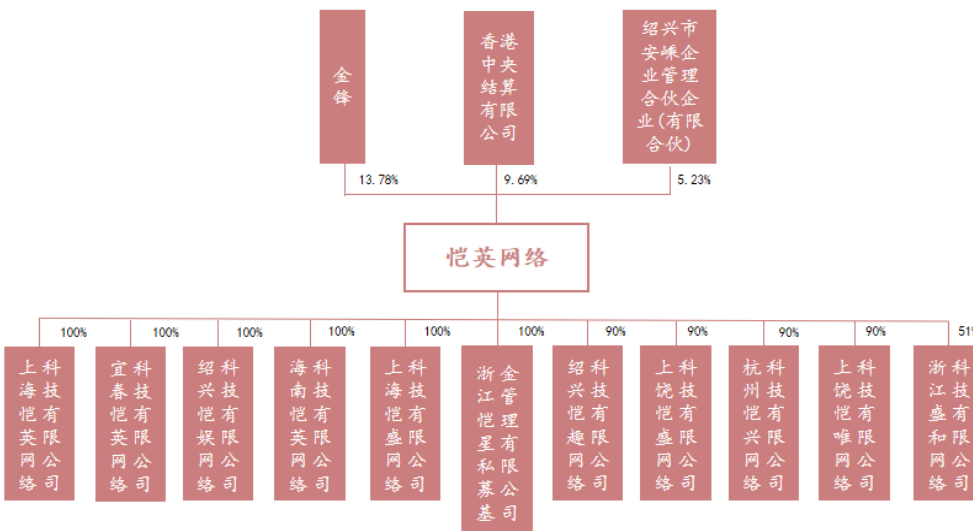


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

## 1.2 股权较为分散，管理团队经验丰富

前实控人股权完成过户，股东持股较为分散。董事长金锋为公司第一大股东，持有约 2.97 亿股，占公司总股本的 13.78%。第二大股东为香港中央结算有限公司，持股比例为 9.69%。前任董事长王悦股份经拍卖过户后，持股比例为 2.68%。此次变动不会对公司日常经营活动产生不利影响，或将有利于降低公司股东的股份质押率和大股东被动减持风险及其导致的影响。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

**管理团队长期深耕游戏领域，背景趋向多元化。**公司董事长金锋在网络科技领域有十余年的工作经验，拥有丰富的技术研发及团队管理经验。公司副董事长沈军法学背景深厚，新增的两位董事和两位监事拥有丰富行业经验和法务经验，使得公司管理团队进一步多元化，促进公司规范治理和平稳增长。现有管理团队中过半数为研发及发行业务专业人员，拥有较强的技术开发能力和丰富的市场运作经验，积极推动业务拓展。

**表 1：管理团队主要构成及简介**

姓名	职位	过往经历
金锋	董事长	曾任浙江盛和网络科技有限公司产品经理、市场总监，恺英网络副董事长。现任恺英网络股份有限公司董事、董事长，浙江盛和网络科技有限公司总裁及 CEO。
沈军	副董事长	浙江大学法学学士、硕士，法国艾克斯-马赛第三大学博士。曾任浙江六和律师事务所律师、行政法部副主任和国际法部委员，浙江省社会科学院科研人员、副所长。现为中国法学会会员，浙江省法学会评估法学会副会长、行政法学会理事、浙暨法学家理事。
骞军法	董事会秘书，董事	曾任易食集团股份有限公司董事会秘书、海航集团有限公司证券业务部中心经理、海航基础设施投资集团股份有限公司董事会秘书、副总裁、总部党支部书记。曾获十三届新财富上市公司金牌董秘等荣誉。
傅蔚冈	独立董事	浙江大学法学博士。曾任上海金融与法律研究院院长助理，长安基金管理有限公司独立董事，华科资本有限公司非执行董事。现任上海金融与法律研究院执行院长，北京刘鸿儒金融教育基金会副秘书长。
黄法	独立董事	曾任杭州电魂网络科技股份有限公司财务总监兼董事会秘书、杭州智玩网络股份有限公司董事。现任桐乡市巨星针织机械制造有限公司董事、浙江野风药业股份有限公司、浙江扬帆新材料股份有限公司独立董事。
赵凡	董事	曾任北京久世网媒文化传播有限公司总经理，现任恺英网络股份有限公司副总经理。
陈楠	董事	加拿大魁北克大学项目管理学硕士。曾任浙江省发展资产经营有限公司投资总监、副总经理，现任浙江省文化产业集团有限公司投资管理部副总监、杭州博文股权投资有限公司执行董事。
陈永聪	董事	曾任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人、游戏事业群总经理兼首席运营官，现任恺英网络股份有限公司董事、总经理。

数据来源：同花顺，西南证券整理

### 1.3 高管回购彰显信心，员工持股充分激励

**持续实施高管股票回购计划。**截至 2022 年 10 月 31 日，公司耗资 2 亿元累计回购约 3161.6 万股，2019-2021 年，恺英网络分别回购 193 万股、3776.3 万股和 2194.7 万股，回购均用于员工持股计划或股权激励计划。董事长金锋、副董事长沈军、总经理陈永聪等公司高管持续增持公司股份，彰显未来发展信心。

**表 2：高管持股及变动方向**

姓名	职位	持股数(万股)	持股数较上年同期变动(万)	变动方向
金锋	董事长	29671.55	10032.4	增持
沈军	副董事长	510.59	475.0	增持
陈永聪	总经理、董事	862.0	775.0	增持

数据来源：同花顺，西南证券整理



**员工持股计划和股权激励计划持续推进。**公司自 2020 年初实行员工持股计划，2022 年 6 月 24 日，公司第一期员工持股计划第二个锁定期届满，依据上一年度公司业绩目标及个人绩效考核结果分两期分配至持有人，每期解锁比例各为 50%，共 793.9 万股，占公司总股本的 0.4%。2022 年 10 月 21 日，公司披露第二期员工持股计划和股权激励计划，宣布员工持股计划总人数不超过 35 人，持股规模不超过 504.2 万股，股权激励计划拟向符合授予条件的 21 名激励对象授予股票期权 1971.4 万份。同年 11 月 24 日，公司披露第三期员工持股计划，员工持股计划的持股规模不超过 3161.6 万股，参与对象总人数不超过 62 人，筹集资金总额上限为 9484.7 万元。三项计划充分调动了公司干部员工的责任意识，有助于吸引和保留优秀管理人才和核心骨干，提高员工凝聚力和公司竞争力。

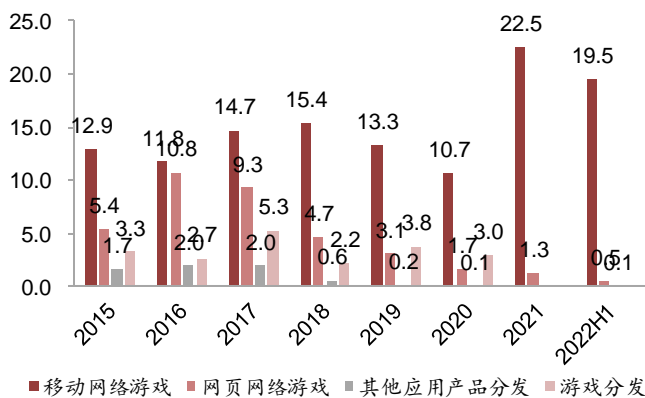
## 1.4 游戏主业稳步推进，业绩状况持续改善

**主营业务：聚焦游戏主业成效初显，海外发行再度加码。**公司主营业务分为移动网络游戏、网页网络游戏、游戏分发、其他应用产品分发。

**1) 游戏研发方面，**公司旗下拥有《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，在游戏领域积累了深厚实力。2021 年，公司移动网络游戏收入达到 22.5 亿元，同比增长 65%；网页游戏收入 1.3 亿元，同比下降 23.3%，主要为顺应手游市场发展趋势，公司战略调整加大手游投入。2022H1，公司移动网游收入同比增长 116%至 19.5 亿元，主要系《天使之战》等新上线手游表现突出。

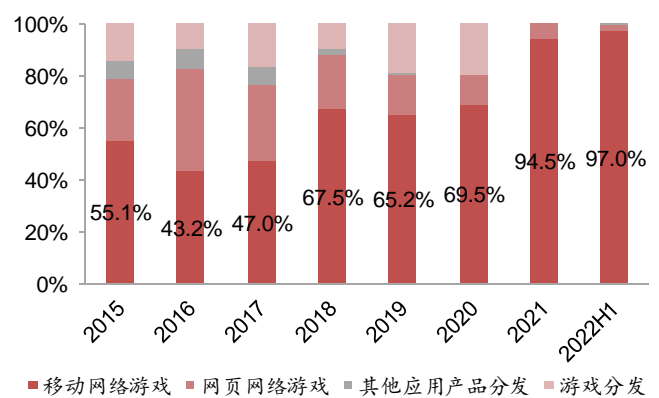
**2) 游戏分发方面，**公司旗下 XY 发行平台是国内知名精品游戏发行平台，上线运营至今累计推出精品游戏逾百款，其中 2022 年主打产品《天使之战》上线至今收获营收口碑双丰收。自 2020 年公司确立“聚焦游戏主业”战略以来，2021 年游戏主业收入占比接近 100%，2022H1 游戏主业收入占比为 97%，游戏业务发展稳步推进。

图 3：分产品主营业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：分产品主营业务收入占比

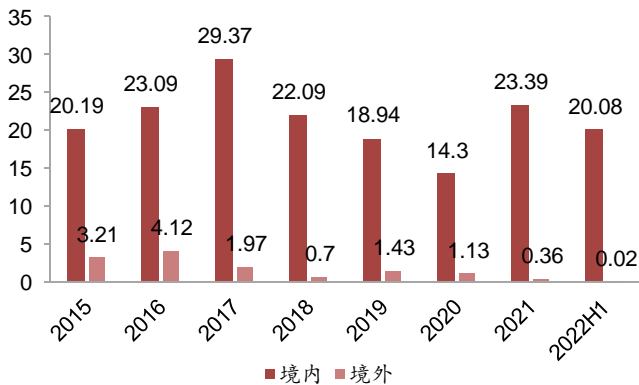


数据来源：公司公告，西南证券整理

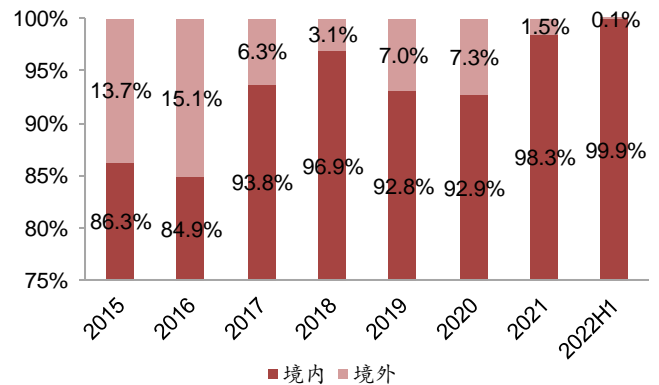
**全球化的游戏发行是公司未来战略重点之一，未来有望逐步扩张，**1) 公司在研发立项时树立全球化思维，在产品设计上用全球化的语言讲好中国故事、打造中国 IP；2) 发行实施精品化运营战略，文化输出+海外本土 IP 商业化双管齐下；3) 投资布局更多全球化研发团队，尤其在主机游戏、SLG、模拟经营等领域重点布局。公司继续坚持全球化发行战略，不断加码海外业务，2021 年上线的《敢达争锋对决》海外发行后取得中国香港、台湾地区 iOS 免费榜第一。



此外，公司战投企业杭州余烬科技创始人及核心团队均来自 2K 中国，目前在研第三人称潜入游戏《Evotinction》预计将在 2023 年海外先行发售；战投企业数字浣熊互动娱乐科技首款自研手游《妖怪正传》已在全球范围内上线发行，另有三款自研游戏将于 2023 年陆续上线；战投企业银之匙网络在研原创星球题材卡牌手游《Magic: Star》已完成国内及海外主要区域的发行代理的签约，未来将陆续在全球市场上线运营，海外业务有望逐步扩张。

**图 5：分地区主营业务收入（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

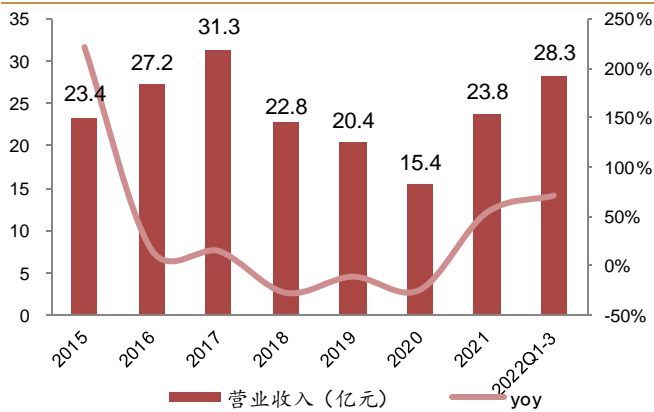
**图 6：分地区主营业务收入占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

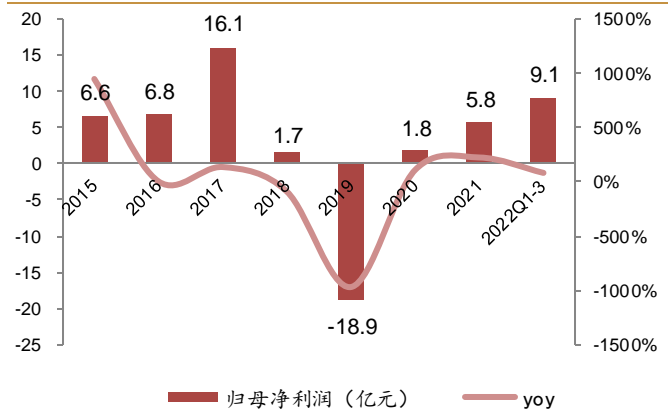
**2022 前三季度营收与净利润均实现高增。**2020 年开始，公司在内部治理方面制定了激励机制，在主营业务方面明确“聚焦游戏”战略，当年实现利润扭亏为盈。2020 年，公司营业收入同比下降 24.2% 至 15.4 亿元，主要系子公司九翎网络收入下降及部分衰退期游戏流水下滑所致；归母净利润同比增长 109.4% 至 1.8 亿元，主要系老游戏运营投入和市场推广费用减少、子公司浙江盛和研发业务上涨、《高能手办团》等多款新游上线所致。22H1，公司营业收入同比增长 103.5% 至 20.1 亿元；归母净利润同比增长 126.4% 至 6.3 亿元。

2022Q1-Q3，公司营收为 28.3 亿元，同比增长 71.2%，归母净利润为 9.1 亿元，同比增长 82.2%，主要系《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，经典游戏长线运营优势已现，多品类游戏矩阵得到扩充，业绩增长护城河得到巩固。单季度来看，22Q3 公司营收为 8.2 亿元，同比增长 23.1%，归母净利润为 2.9 亿元，同比增长 27.7%，新游《永恒联盟》在报告期内上线，预计将为 2022Q4 及未来贡献完整收入。

2023 年 1 月 19 日，公司发布 2022 年年度业绩预告。公告显示，公司 2022 年预计实现归母净利润 9.3-11.3 亿元，同比增长 61.25%-95.93%；预计实现扣非净利润 8.4-10.7 亿元，同比增长 80.98%-130.53%。报告期内，公司运营的《原始传奇》、《天使之战》、《热血合集》等游戏表现良好，收入和利润显著提升。公司持续聚焦“研发、发行及投资+IP”三大业务板块为核心的战略，形成业绩增长与公司治理良性循环。

**图 7：2015 年以来公司营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

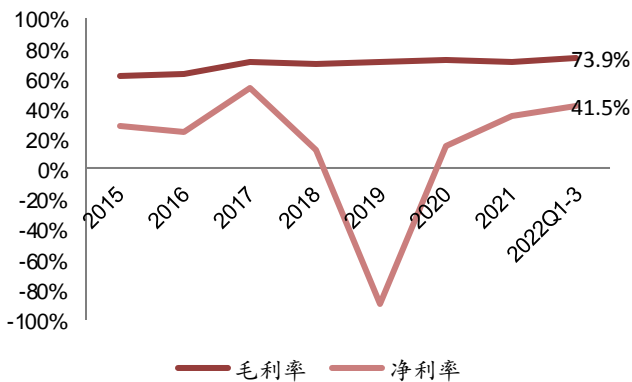
**图 8：2015 年以来公司归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

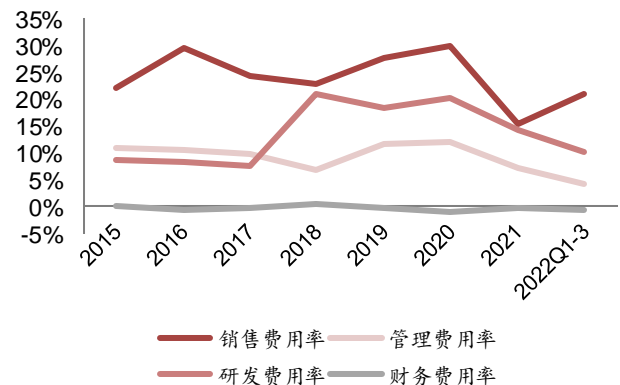
**毛利率稳居高位，三费率有所下降。**2015-2022Q3，公司毛利率维持在 60%-70% 左右，2022H1，毛利率为 71.8%，主要系移动游戏业务毛利率较高所致，2022H1 移动游戏毛利率为 72.6%。

2022Q1-3，毛利率进一步提升至 73.9%。净利率经历 2018 年下跌后，2020 年开始回升，目前已超过波动前水平，前期主要系公司面临外部监管压力及内部治理等问题导致利润下降，2020 年后经营状况改善扭亏为盈。

2020 年公司主动剥离不良资产，转让亏损较大的浙江九翎股权，此后销售费用率及管理费用率波动下降，2022Q1-Q3 销售费用率为 20.8%，主要系报告期内《永恒联盟》上线导致市场宣发推广成本增加，管理费用率下降至 4%，经营状况不断改善，降本增效成果显著。2022Q1-3，公司研发费用为 2.7 亿元，同比增长 31.2%，研发费用率为 10.1%，研发投入持续加码，不断增强研发能力。

**图 9：毛利率及净利率变动情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：三费率变动情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 “研发、发行、投资+IP”三驾马车齐头并进

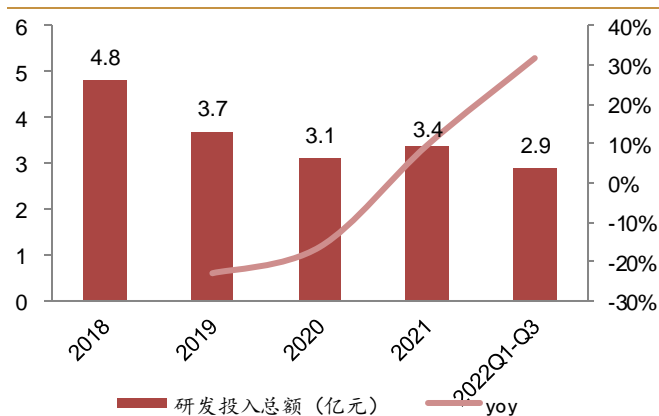
2020年以来，公司聚焦游戏核心业务，确立了“自研、发行以及投资+IP”三大业务板块，不断加大研发投入增强自研能力，依托旗下XY平台推出百余款精品游戏，通过差异化投资布局游戏上下游产业，战略投资企业与发行业务板块形成强效业务协同，不断增强的研发能力及日益丰富的产品矩阵有望带动公司业绩持续增长。

### 2.1 研发：传奇品类夯实经典优势，创新品类实现多点开花

研发投入不断增加，研发团队架构明晰。2021年以来，公司研发投入不断增加，2021年研发投入同比增长9.7%至3.4亿元；2022年前三季度，研发投入同比高增31.8%至2.9亿元；公司研发人员数量不断增长，占比日趋攀升，2022H1研发人员数量达到948人，占公司员工68.6%。

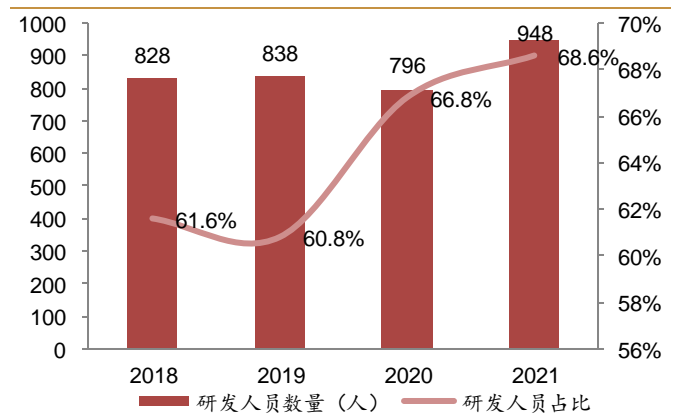
目前已经形成上海本部及浙江盛和两支经验丰富的研发团队，公司的自研体系正逐步实现管线化、标准化、模块化、自动化，并形成短中长期合理的产品研发布局。旗下七大专项工作室及其他项目组负责十余款自研产品的开发制作，研发团队凭借丰富的技术经验与成熟的研发实力，取得“跨网络域资源的访问方法及设备”、“3D游戏渲染引擎方法”等近20项专利，建立公司多维度、立体化研发体系。

图 11：2018 年以来研发投入及增速

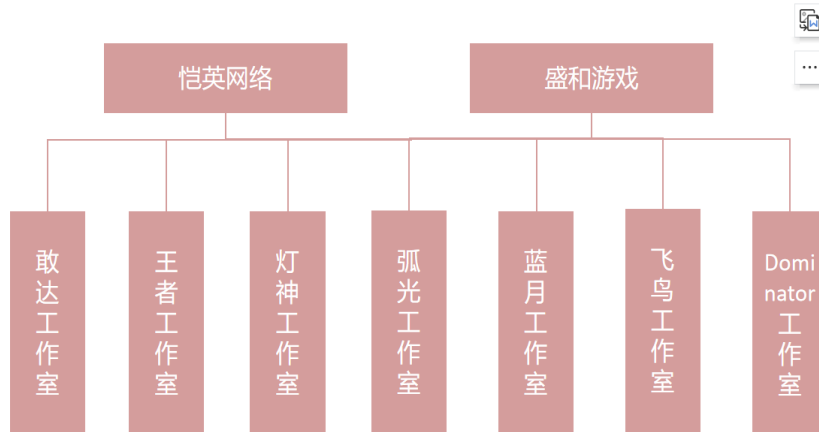


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2018 年以来研发人员数量及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 13：两大研发团队及七大工作室**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**传奇品类筑牢护城河，长线运营优势已现。**公司采用“传奇品类+创新品类”双轮驱动的产品策略。一方面，公司将不断巩固在传奇类游戏的行业地位，协同战略伙伴，提升游戏用户的产品体验，促进传奇品类游戏持续健康发展。另一方面，也积极布局其他品类游戏，打造新的利润增长点。公司旗下盛和游戏深耕传奇品类游戏十余年，研发能力和长线运营方面已有成功经验，例如《原始传奇》《热血合击》《王者传奇》等，已在该品类游戏建立起竞争壁垒，旗下明星页游产品《蓝月传奇》2016 年上线单月流水破 2 亿元，当年流水破 11 亿元，截至 2022H1 累计流水超过 40 亿元，为市场上最成功的网页游戏产品之一。以《蓝月传奇》为基础打造的《蓝月传奇 2》手游，凭借其良好口碑及精良制作打入中国 iOS 游戏畅销榜 TOP50。

**传奇类游戏能够实现长线运营主因在于：**1) 简单易上手+情怀属性的传奇游戏为 70-80 后核心用户的首选，经济较好的中年玩家通常有稳定的家庭和事业，在经济和时间上都相对充裕；2) 用户粘性极高，据伽马数据显示，近 6 成用户玩过传奇类游戏，其中超 3 成玩家仍在玩，约 54.6% 的玩家表示会继续尝试传奇游戏；3) 传奇用户崇尚简单快速提升战力，付费意愿和能力均较强。目前，公司旗下传奇类游戏包括《蓝月传奇》、《蓝月传奇 2》等蓝月系产品及《王者传奇》、《原始传奇》、《热血合击》等知名游戏，传奇类经典产品持续贡献稳定流水，为公司筑牢竞争优势。

**联合盛趣游戏出资成立盛同恺，建立行业首个链条式 IP 专业管理模式。**2021 年 3 月 18 日，盛趣游戏与恺英网络共同宣布，双方签署合作协议联合出资设立全新公司盛同恺，专项开展《传奇世界》IP、《传奇》IP 的合作及维权相关业务。其中，盛趣游戏持股 51%，恺英网络持股 49%。两家公司结合自身在研发和发行传奇类游戏的优势，整合传奇 IP 改编游戏的所有权利，将传奇 IP、传世 IP 从上游的授权到下游的开发、发行及推广打造成一条贯通的全产业链条，将不断提升传奇 IP 产品的品质标准和成功率，以及传奇类游戏在未来的游戏市场中的话语权。



**图 14: 《蓝月传奇》页游**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**图 15: 《蓝月传奇 2》手游**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**表 3: 主要传奇品类游戏**

游戏名称	性质	类型	研发/发行
《蓝月传奇》	页游	大型多人 APRG 游戏	恺英网络独家代理发行
《传奇世界网页版》	页游	大型多人 APRG 游戏	贪玩游戏独家代理
《全民奇迹》	手游	3DMMORPG 对战	北京天马时空与恺英网络联合研发和发行
《蓝月传奇 3D》	手游	RPG 手游	盛和网络研发
《蓝月传奇 2》	手游	ARPG 手游	恺英网络研发、腾讯独家代理
《原始传奇》	手游	ARPG 手游	恺英网络研发、贪玩游戏独家发行
《热血合击》	手游	魔幻 RPG 手游	贪玩游戏独家发行

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**创新品类多点开花, 游戏矩阵不断丰富。**除传奇品类外, 公司不断研发推出更多创新品类游戏, 已上线游戏包括 MMORPG 游戏《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》、实时对战游戏《敢达争锋对决》、养成类回合制卡牌游戏《魔神英雄传》、多角色养成 RPG 武侠手游《新倚天屠龙记》等; 以及在研产品包括休闲类手游《山海浮梦录》、角色扮演类动作类手游《Project D》、修仙类 RPG 手游《一念永恒》及一款开放世界大型游戏等, 公司产品矩阵或将进一步完备。

**图 16: 《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》**


数据来源: 百度图片, 西南证券整理

**图 17: 《敢达争锋对决》**


数据来源: 百度图片, 西南证券整理

**表 4：公司多品类游戏矩阵**

游戏名称	类型	进展	预计影响
王城争霸	MMORPG	已上线	持续稳定收益
传说霸业	RPG	已上线	增强现金流
刀剑神域黑衣剑士：王牌	MMORPG	已上线	丰富产品品类
魔神英雄传	养成回合制卡牌类	已上线	丰富产品品类
敢达争锋对决	实时对战类	已上线	增强现金流
山海浮梦录	修仙类	开发末期	战略转型，开拓市场
Project O	/	开发中后期	增强现金流
代号：重生	/	开发中期	持续稳定收益
代号：武侠	武侠放置挂机类	开发中期	持续稳定收益
归隐云深后的 种田生活	/	开发初期	战略转型，开拓市场
代号：探险	/	开发初期	拓展新品类赛道，持续稳定收益
代号：斗罗	MMORPG	开发初期	拓展新品类赛道，持续稳定收益
代号：源灵	/	开发初期	打破技术壁垒，提升市场竞争力
代号：复古	/	开发初期	增强现金流
Project S	/	开发初期	拓展新品类赛道，持续稳定收益
Project D	角色扮演类动作类	开发中后期	拓展新品类赛道，持续稳定收益

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 发行：立足 XY 平台内外结合，积极布局放眼全球

**内部发行方面**，公司依托旗下 XY 发行平台推出百余款精品游戏，截至 2020 年累计充值额突破 28 亿元，推出的《魔神英雄传》获得 iOS 游戏免费榜第一、游戏畅销榜第七、卡牌畅销榜第二；《零之战线》上线首日便登顶 iOS 游戏免费榜第一名；2022 年主打产品《天使之战》上线至今收获营收口碑双丰收。

**外部发行方面**，公司与腾讯、哔哩哔哩、贪玩游戏等均合作良好，《蓝月传奇 2》由腾讯独家代理发行；《刀剑神域黑衣剑士：王牌》由哔哩哔哩独家代理发行；贪玩游戏独家代理发行了旗下《热血合击》等传奇类游戏。公司发行以 XY 平台为立足点，内部外部发行相结合，为公司产品的持续稳定输出提供坚实保障。



**图 18: XY 平台首页**


数据来源: XY.com, 西南证券整理

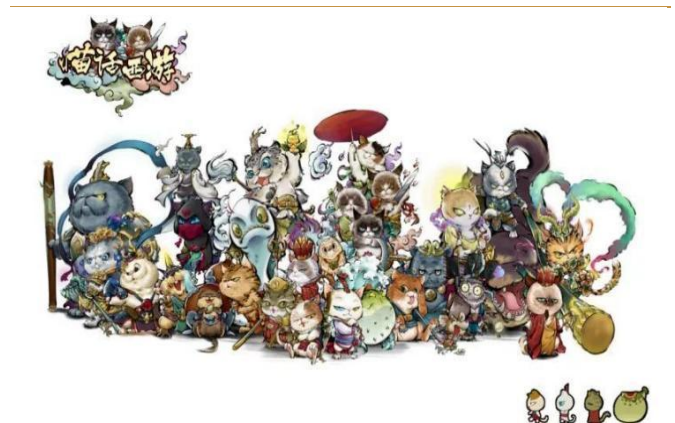
**图 19: 《天使之战》**


数据来源: TapTap, 西南证券整理

持续推进出海规划, 丰富储备值得期待。公司始终坚持全球化发行战略, 积极拓展海外市场, 2021 年《机动战士敢达》海外发行后, 迅速登顶中国香港地区、中国台湾地区 iOS 免费榜; 战投企业数字浣熊第一款自研手游《妖怪正传》已在全球范围内上线发行, 以水墨国风的美术风格塑造中国故事, 推进文化输出, 另有《喵话西游》、《妖怪正传 2》等自研游戏将陆续上线; 战投企业银之匙网络的原创星球题材卡牌手游《Magic: Star》已完成国内及海外主要区域的发行代理签约, 公司海外产品储备丰富, 新游的推出有望进一步扩大公司的海外影响力。

**图 20: 《妖怪正传》**


数据来源: TapTap, 西南证券整理

**图 21: 《喵话西游》**


数据来源: 游戏陀螺, 西南证券整理

## 2.3 投资+IP: 差异化投资布局产业链, 顶级 IP 赋能游戏研发








补充公司产品线, 发挥强协同作用。公司战略投资围绕研发和发行两大核心业务进行, 通过投资自研产品线外差异化研发企业扩充公司游戏矩阵, 布局游戏行业上、下游产业链, 最终为游戏主业赋能。

自 2019 年 10 月重启主动投资以来, 恺英网络累计投资项目 14 个, 累计投资金额约 1.6 亿元。2022H1, 公司新增了银之匙网络、幻杳网络、余烬科技三家投资标的, 银之匙网络是曾开发过《NBA 梦之队》、《航海王启航》、《幽游白书 武术会》等知名产品的综合性游戏公



司，其在研手游《Magic: Star》将在全球市场上线运营；幻杳网络开发过《八方旅人》、《堡垒之夜》、《战争机器》等系列游戏；在引擎底层研发、人工智能算法、虚拟视频成像及 AR/VR 应用等领域具备全球顶尖的研发能力，其在研产品《海国录》将在开放世界中为玩家提供更加丰富沉浸的战斗体验；余烬科技曾开发过多款 3A 级游戏，其在研产品《Evotinction/演灭》入选 PlayStation 中国之星计划。公司共 7 家战投企业各有所长，为公司建立起全方位立体化的游戏产业链，助力公司业绩迈上新的台阶。

**表 5：公司战投企业概况**

企业 Logo	企业名称	主营业务特点	游戏产品
 心光流美	杭州心光流美网络科技有限公司	PC 端及移动端游戏软件自主研发、运营及 优秀 IP 产品联动发行	《高能手办团》
 沧溟网络	杭州沧溟网络科技有限公司	以手游研发为主的新兴游戏公司	《玄中记》
 RACCOON GAMES	数字浣熊互动娱乐科技（北京）	擅长于水墨国风卡牌 RPG 品类	《妖怪正传》《喵话西游》 《妖怪正传2》《妖怪事务所》
 星跃互动	杭州星跃互动文化创意有限公司	专注于泛科幻题材 SLG 游戏研发	《星际迷航》《王牌星舰》 《沙丘争霸》
 SJOY STUDIO · 光粒游戏 ·	上海光粒网络科技有限公司	注重品类探索与开拓的精品游戏研发公司	《无尽银河》《诺弗兰物语》
 幻境游戏	深圳市终极幻境网络科技有限公司	精品重叙事游戏研发公司	《奇点物语》
 仟憬网络科技	北京仟憬网络科技有限公司	专注于社会化游戏和科幻游戏两个赛道	《前进之路》《Grok!》

数据来源：公司官网，西南证券整理

**IP 矩阵不断丰富，顶级 IP 赋能研发。**公司引入与自研擅长品类匹配的顶级 IP 并挖掘未来具有潜力的高性价比 IP，目前旗下已经积累大量优质 IP，包括传奇世界、刀剑神域、魔神英雄传、机动战士敢达系列、西行纪、封神系列、倚天屠龙记等。2021 年，公司与中国网络作家村达成战略合作将基于文学 IP 进行游戏孵化；新增斗罗大陆、盗墓笔记、仙剑奇侠传、关于我转生变成史莱姆这档事、OVERLOAD 五个顶级 IP。

在 IP 孵化方面，积极孵化“蓝月”系列等自有标杆级 IP，2022 年 12 月，公司的自研 IP《蓝月传奇》与世界非物质文化遗产“中国传统木结构营造技艺”实现跨界联动，用榫卯技艺还原经典龙城，将中华千年古艺与经典蓝月元素精妙融合，助力非遗艺术创新传承；投资拥有 IP 孵化能力的工作室；着力打造《岁时令》、《百工灵》等非遗文化传承项目，其中《岁时令》IP 的支线小说之一《上元欢》已开启 IP 共创计划，旨在探讨丰富的手工艺对于人类社会的价值，助力游戏内容发挥更大价值。

**图 22：公司旗下部分 IP**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 23：《岁时令》**


数据来源：恺英网络公众号，西南证券整理

## 2.4 后续项目储备丰富，计划上线多款新游

公司后续产品储备丰富，注重游戏研发与运营的可持续发展。2022 年，《天使之战》《玄中记》《圣灵之境》等游戏产品陆续上线。公司长期深耕 IP 运营及多品类布局的推进，复古奇迹 RPG 游戏《永恒联盟》已于 9 月 19 日正式上线。2023 年 1 月，公司新游《龙神八部之西行纪》顺利取得版号。作为热门国漫《西行纪》的 IP 改编手游作品，《龙神八部之西行纪》在剧情以及画风上进行纯正还原，在玩法上以放置卡牌玩法为核，附带多玩法聚合的产品。未来计划上线的自研游戏包括回合制卡牌游戏《山海浮梦录》、大 IP 改编新游《新倚天屠龙记》、《仙剑奇侠传：新的开始》、古风卡牌休闲游戏《归隐山居图》、《斗罗大陆》和《盗墓笔记》等。

在 2022 年 12 月获批的进口网络游戏版号中，公司的《纳萨力克之王》、《仙剑奇侠传：新的开始》顺利取得版号。恺英网络旗下上海指战网络科技有限公司运营的《奇点时代》亦取得 12 月国产网络游戏版号。《龙腾传奇》、《山海浮梦录》、《新倚天屠龙记》也已获批版号，或将进一步增厚业绩。2023 年，公司将 ARPG 手游《代号：盗墓》、MMORPG 手游《代号：斗罗》等多款自研头部 IP 改编产品完成研发，进一步夯实主业竞争力。

代理游戏方面，公司将负责国风卡牌 RPG《妖怪正传 2》的独家代理发行以及战投公司数字浣熊旗下卡牌战略游戏《妖怪事务所》（海外版）的发行。

**表 6：公司后续游戏储备**

游戏名称	品类	类型	基本玩法	版号
永恒联盟	奇迹 RPG	自研	游戏包含经典的战、法、弓三大职业，制作代表性的装备流光翅膀，经典的血色堡垒、狼魂要塞等场景，高爆地图、超高攻速、免费会员三大创新系统玩法可以让玩家获得更畅爽的奇迹体验。	已获得
龙腾传奇	传奇 RPG	自研	游戏中玩家可以自由 PK，血战红名，怒斩 boss，也可以通过 PVE 和 PVP 玩法进行激烈刺激的对抗。游戏同时提供全新的自由交易玩法模式，玩家可以通过自由买卖装备变富翁。	已获得
山海浮梦录	回合制卡牌	自研	游戏以经典的 ATB 回合制战斗为核心，同时集卡牌的收集，培养，运营为主线，辅以硬核修仙成长等经典设定，配合极具沉浸感的故事剧情，带玩家进入一个全新的后山海世界。	已获得

游戏名称	品类	类型	基本玩法	版本号
新倚天屠龙记	武侠 RPG	代理	游戏的抽卡玩法采用了颇具中国武侠特色的义士、豪侠、宗师、传奇的英雄等级划分，所有玩法均是围绕着“侠客成长”这一核心主题展开，进入主城就可以清晰的看到各种玩法，随着人物等级的不断提升，培养、帮派、挑战、江湖、擂台比武、好友等玩法也会逐一开放。	已获得
归隐山居图	休闲经营	自研	游戏是一款集卡牌养成、种田、家园建造、诗词字画收集等玩法于一体，搭配素雅唯美的古风美术风格和静怡舒缓的古风音乐，再现休闲田园生活的古风治愈卡牌休闲手游。游戏以历史名士卡牌的收集、培养、战斗为主线，融入了种植、建造、文物收集等家园特色玩法，玩家体验收集养成的同时，更能自定义打造属于自己的世外桃源。	已获得
纳萨力克之王	动作冒险	自研	游戏带给玩家经典人气动漫改编的动作冒险，采用恶魔城动作玩法，玩家在游戏中操作动漫角色，开启一次刺激的冒险战斗，游戏采用像素风格，塑造经典的游戏风格，经典的动漫角色登场，积累角色的竞技战斗经验完成游戏的挑战。	已获得
仙剑奇侠传：新的开始	回合制卡牌	自研	玩家可以在超多职业角色里惊醒自由选择，加入到不同的修仙门派，探索不同的剧情内容并和更多的玩家展开疯狂的竞技。随着剧情推进和竞技互动，玩家可以快速的提升自己的战斗技术，收集更多的萌宠坐骑。游戏使用的 3D 技术打造出来的画面可以给玩家更好的操作体验。	已获得
龙神八部之西行纪	仙侠冒险 RPG	自研	玩家通过卡牌获得具有战斗特点的角色，来增强自身的实力；不同的人物拥有的不同的技能，熟悉掌握人物技能特点和优势；组合自己的阵容，选出最强大的阵容，根据情况实时调整迎战。	已获得
妖怪正传 2	冒险对战	代理	游戏中有着众多的妖神供玩家来收集，可以选择独特的培养方式和合理的路线来成长升级，觉醒出强大的力量和不同的邪魔对战，每次竞技对决都会提升玩家的技巧，解锁新的游戏成就。	-
代号:OVERLOAD	开放世界	自研	由日本株式会社角川正版授权，超人气动画《OVERLOAD》改变的开放世界手游。	-
代号:转生史莱姆		联合研发	由日本株式会社万代南梦宫影视工厂正版授权，超人气动画《关于我转生变成史莱姆这档事》改编的手游。	-
代号:XW	竞技养成	自研	游戏以 Battle Royale 玩法为核心，以 GalGame 养成玩法为扩展。	-

数据来源：恺英网络官方公众号，九游，17173 资讯，游娱大事件，东方财富网，西南证券整理

图 24：《永恒联盟》



数据来源：九游，西南证券整理

图 25：《山海浮梦录》

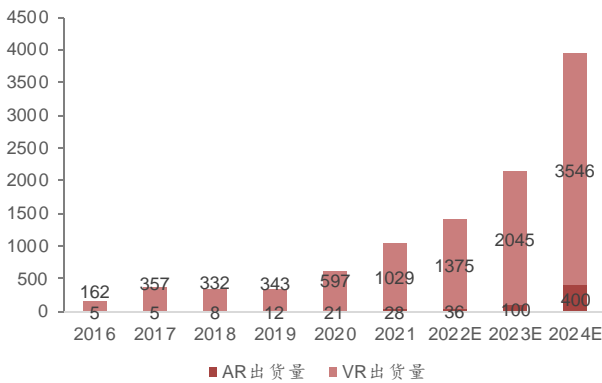


数据来源：TapTap，西南证券整理

### 3 元宇宙前瞻投资，VR 新游稳步推进

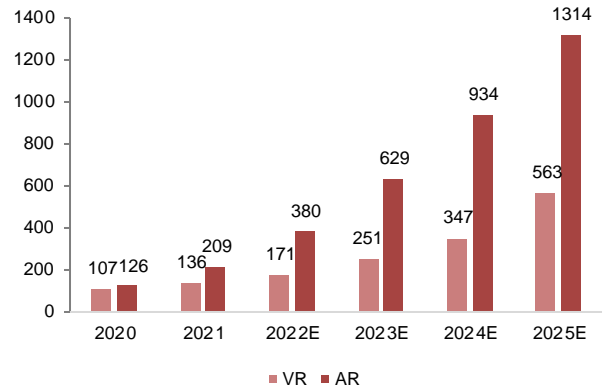
技术筑牢元宇宙根基，VR 市场空间较大。XR 是元宇宙终端应用设备，可为消费者提供深度沉浸式元宇宙体验。目前 VR 设备出货量逐步提升，市场增长明显。根据 WellsennXR 的数据显示，2021 年全球 VR 市场出货量为 1029 万台，同比增长 72%，预计到 2024 年全球 VR 出货量将达到 3546 万台。根据艾媒咨询数据显示，预计 2022 年中国 VR/AR 终端硬件市场规模达到 551 亿元，2025 年有望达到 1877 亿元。

图 26：全球 VR/AR 市场出货量（万台）



数据来源：Wellsenn XR，西南证券整理

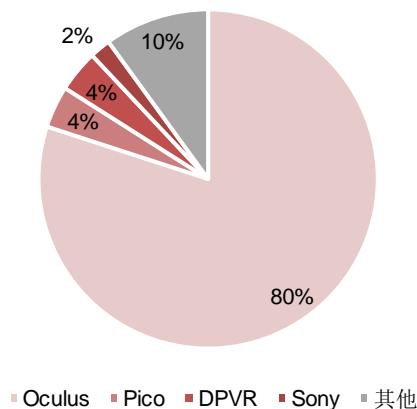
图 27：中国 VR/AR 终端硬件市场规模及预测（亿元）



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

从市场竞争格局来看，Meta 在 VR 头显领域优势明显，2021 年，全球范围内 Meta 旗下的 Oculus 系列在 VR 头显市场占有率达 80%。根据 IDC 数据，MetaQuest 2021 年占新生 VR 市场 78% 的份额。Oculus 市场占有率从 2020 年一季度的 34% 持续扩大到 2021 年四季度的 80%，远远领先于全球其他同业公司。2021 年大朋 VR 市场份额全球第三。国内市场方面，2021 年 5 月以来，国内本土 VR 厂商接连推出新品，迭代节奏明显增快，据 IDC 咨询的数据显示，PICO Neo3、奇遇 VR 系列、Nolo Sonic 为 2021 年线上电商平台份额较大的型号；除此之外，C 端销量明显增长，2021 年国内 VR 一体机市场 C 端占比达 46.1%。

图 28：2021 年全球 VR 头显市场份额



数据来源：智研咨询，西南证券整理



**硬件布局投资大朋, 前瞻布局 VR 领域。**恺英网络在 VR 硬件领域的先发优势明显, 2015 年 12 月, 公司出资 4117.7 万元跟投获取大朋 5% 股权; 2016 年 8 月, 出资 2485 万美元受让原股东 3.5% 股权, 持股共计 11%; 2017 年 1 月, 以 2000 万元增资, 取得 2.3% 的股权, 目前持股 8.1% 为第三大股东。通过投资大朋 VR, 公司筑牢元宇宙布局基础设计建设, 大朋 VR 产品 DPVR 主推 P 系列与 E 系列, P 系列主打一体机, E 系列主打 PC VR, 针对不同消费群体精准定位机型, 在 VR 设备领域具备一定竞争力。

**表 7: 恺英网络投资大朋 VR**

投资事件	轮次	金额
2015.12	B 轮	3000 万美元
2016.08	受让原股东 3.5% 股权	2485 万元
2017.01	C 轮	2000 万元

数据来源: IT 桔子, 西南证券整理

**表 8: 大朋 VR 主要产品一览**

	DPVR M2 Pro	*DPVR E3B	*DPVR E3C	DPVR P1 Pro	DPVR P1	*DPVR E3 4K	DPVR P1 Pro 4K	DPVR P1 Pro Light	DPVR P1 Ultra 4K
发布时间	2016	2017	2017	2018	2018	2019	2019	2021	2021
价格 (美元)	495	250	250	299	199	399	349	399	599
视场角(水平/垂直)	96/60	110/60	110/60	100(对角)	100(对角)	100(对角)	110/60	110/60	96/60
分辨率(单眼)	1325x1440	1280x1440	1280x1440	1280x1440	1280x1440	1920x2160	1920x2160	1280x1440	1920x2160
刷新率	72 Hz	72 Hz	72 Hz	72 Hz	72 Hz	72 Hz	72 Hz	90 Hz	90 Hz
Dof	3	3	3	3	3	3	3	3	3
重量(g)	398 (不含头带)	297 (不含头带)	305 (不含头带)	340+78	340+78	300 (不含头带)	340+78	410	410
RAM/ROM(GB)	3/32			2/32	2/16		2/32	3(4)(6) /32(64)(128)	4(6) /64(128)
处理器	Samsung Exynos 7420			骁龙 XR1	全志 VR9		骁龙 XR1	骁龙 821	骁龙 845

数据来源: VRcompare, 公司官网, 西南证券整理; 注: 带\*号的非 VR 一体机

**内容创造携手幻世, VR 游戏自研团队成立。**VR 出货量放大盘活下游市场, 伴随着 VR 硬件设备性能以及普及率的大幅提升, VR 内容领域出现了明显的行业发展机遇。

**外部合作方面,**公司与幻世科技合资成立上海臣旻, 子公司上海恺盛持股 60%, 幻世科技专注 VR/AR/MR 游戏研发, 曾自研音乐节奏 VR 游戏《开心鼓神》和多人对战机甲格斗 VR 游戏《激战纪》。目前, 上海臣旻正在开发《VR 游戏》, 该游戏基于日本著名动漫 IP 改编, 也是公司推出的首款机甲对战 VR 游戏; 游戏采用最新虚幻引擎开发, 基于 IP 的宏大宇宙世纪世界观, 通过高品质的美术表现在 VR 中高度还原, 带给玩家全新的沉浸感体验。产品目前处于 DEMO 阶段开发, 预计 2023 年测试上线。未来双方有望通过强强联合, 打造更多爆款 VR 产品。

**内部建设方面,**公司于 2022 年初成立 VR 游戏团队, 目前有一款动作竞技类 VR 游戏已在研发中, 预计该游戏有望于 2023 年登陆 Pico Store 等头部 VR 内容平台; 公司投资拥

有多年 AR/VR 应用经验的幻香网络，未来将持续加强在 VR 游戏、虚拟场景等领域的布局 and 投入，打开元宇宙新想象空间。

图 29：幻世科技旗下作品《开心鼓神》



数据来源：Indienova，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 关键假设

假设 1：公司战略稳步推进，逐渐步入业绩回收期，后续储备产品上线顺利，传奇类游戏有望贡献稳定流水，夯实业绩基本盘，预计移动游戏业务 2022-2024 年毛利率分别为 72%/72.5%/73%，收入增速分别为 65%/30%/20%；

假设 2：网页游戏方面或者将维持平稳，预计未来三年每年保持 10% 增速。

假设 3：游戏行业政策未发生重大变化。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
移动游戏	收入	2247.8	3708.8	4821.4	5785.7
	增速	-	65.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	71.1%	72.0%	72.5%	73.0%
网页游戏	收入	127.5	140.3	154.3	169.7
	增速	-	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	65.8%	45.0%	47.0%	50.0%
其他	收入	0.02	8.0	8.8	9.9
	增速	-	-	10.0%	13.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入	2375.3	3857.1	4984.6	5965.4
	增速	53.9%	62.4%	29.2%	19.7%
	毛利率	70.8%	71.1%	71.8%	72.4%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取网易-S、三七互娱、完美世界、吉比特 4 家作为可比公司，2023 年平均 PE 为 19 倍。考虑到公司战略持续深入，后续将上线多款精品游戏，我们给予恺英网络 2023 年 22 倍估值，目标价 14.52 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	EPS				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
9999.HK	网易-S	141.00	5.01	6.17	6.43	7.18	26	17	19	17
002624.SZ	完美世界	16.91	0.19	0.79	0.95	1.11	107	21	18	15
002555.SZ	三七互娱	28.07	1.30	1.35	1.56	1.76	21	21	18	17
603444.SH	吉比特	358.99	20.43	19.37	23.15	26.86	21	22	19	16
平均值							44	20	19	16

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

重点产品依赖风险，行业政策趋严风险，技术更新及淘汰风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2375.30	3857.09	4984.56	5965.42	净利润	844.44	1371.37	1863.48	2313.99
营业成本	694.05	1115.62	1407.68	1647.02	折旧与摊销	36.07	24.34	24.34	24.34
营业税金及附加	11.93	17.34	23.29	27.52	财务费用	-10.33	-7.71	-7.48	-5.97
销售费用	360.60	732.85	897.22	1055.88	资产减值损失	-19.92	50.00	50.00	50.00
管理费用	165.42	578.56	697.84	775.50	经营营运资本变动	-441.14	-384.66	-412.53	-323.35
财务费用	-10.33	-7.71	-7.48	-5.97	其他	91.56	-44.72	-141.06	-137.09
资产减值损失	-19.92	50.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>500.68</b>	<b>1008.62</b>	<b>1376.76</b>	<b>1921.92</b>
投资收益	104.98	120.00	120.00	120.00	资本支出	1.97	6.00	6.00	6.00
公允价值变动损益	-27.06	0.00	0.00	0.00	其他	179.72	120.00	120.00	120.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>181.69</b>	<b>126.00</b>	<b>126.00</b>	<b>126.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>906.24</b>	<b>1490.43</b>	<b>2036.01</b>	<b>2535.46</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	29.94	29.94	29.94	29.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>936.19</b>	<b>1520.37</b>	<b>2065.95</b>	<b>2565.41</b>	股权融资	27.05	0.00	0.00	0.00
所得税	91.75	149.00	202.47	251.42	支付股利	0.00	-115.35	-209.38	-283.24
净利润	844.44	1371.37	1863.48	2313.99	其他	-206.98	59.74	7.48	5.97
少数股东损益	267.71	324.47	447.27	594.79	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-179.93</b>	<b>-55.60</b>	<b>-201.90</b>	<b>-277.28</b>
归属母公司股东净利润	576.73	1046.91	1416.22	1719.20	<b>现金流量净额</b>	<b>497.86</b>	<b>1079.02</b>	<b>1300.85</b>	<b>1770.64</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1177.94	2256.96	3557.81	5328.45	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1172.69	1808.67	2341.78	2796.29	销售收入增长率	53.92%	62.38%	29.23%	19.68%
存货	16.15	29.53	42.67	48.33	营业利润增长率	296.08%	64.46%	36.61%	24.53%
其他流动资产	370.63	237.29	258.89	277.68	净利润增长率	248.12%	62.40%	35.88%	24.18%
长期股权投资	352.16	352.16	352.16	352.16	EBITDA 增长率	269.70%	61.70%	36.22%	24.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	15.78	13.22	10.66	8.09	毛利率	70.78%	71.08%	71.76%	72.39%
无形资产和开发支出	868.35	857.71	847.07	836.43	三费率	21.71%	33.80%	31.85%	30.60%
其他非流动资产	425.89	408.75	391.61	374.48	净利率	35.55%	35.55%	37.39%	38.79%
<b>资产总计</b>	<b>4399.60</b>	<b>5964.29</b>	<b>7802.66</b>	<b>10021.92</b>	ROE	22.52%	27.06%	27.72%	26.44%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.19%	22.99%	23.88%	23.09%
应付和预收款项	372.21	677.08	821.54	977.43	ROIC	45.66%	59.53%	68.13%	73.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.24%	39.07%	41.18%	42.81%
其他负债	278.34	219.16	258.97	291.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>650.56</b>	<b>896.25</b>	<b>1080.51</b>	<b>1269.03</b>	总资产周转率	0.60	0.74	0.72	0.67
股本	2152.52	2152.52	2152.52	2152.52	固定资产周转率	151.54	266.07	417.62	636.34
资本公积	758.10	770.71	770.71	770.71	应收账款周转率	3.61	3.60	3.28	3.17
留存收益	1360.54	2292.10	3498.94	4934.90	存货周转率	43.81	38.85	35.16	33.98
归属母公司股东权益	3405.92	4400.46	5607.29	7043.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.54%	—	—	—
少数股东权益	343.13	667.59	1114.86	1709.65	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3749.04</b>	<b>5068.05</b>	<b>6722.15</b>	<b>8752.90</b>	资产负债率	14.79%	15.03%	13.85%	12.66%
负债和股东权益合计	4399.60	5964.29	7802.66	10021.92	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.69	5.23	6.12	7.03
					速动比率	4.66	5.19	6.08	6.99
					股利支付率	0.00%	11.02%	14.78%	16.48%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.27	0.49	0.66	0.80
					每股净资产	1.58	2.04	2.60	3.27
					每股经营现金	0.23	0.47	0.64	0.89
					每股股利	0.00	0.05	0.10	0.13
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	931.98	1507.06	2052.87	2553.84					
PE	41.35	22.78	16.84	13.87					
PB	7.00	5.42	4.25	3.39					
PS	10.04	6.18	4.78	4.00					
EV/EBITDA	16.31	9.27	6.17	4.27					
股息率	0.00%	0.48%	0.88%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn