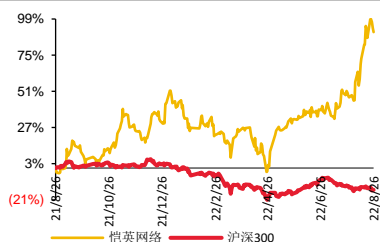


股票投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元) | 7.75 |
| 总股本/流通(百万股) | 2,153/1,641 |
| 总市值/流通(百万元) | 16,700/12,700 |
| 12个月最高/最低(元) | 8.43/3.80 |

研究所

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

恺英网络 (002517.SZ):

业绩持续向好，积极布局 VR，业务多点支撑初现

● **事件：**

公司近日发布 2022 年半年度报告，22H1 公司实现营收 20.10 亿元，同比增长 103.49%，归母净利润 6.27 亿元，同比增长 126.41%；2022Q2 实现营收 9.8 亿元，同比增长 81.71%，归母净利润 3.79 亿元，同比增长 162.48%。

● **投资要点：**

传奇、奇迹类游戏持续发力，助推上半年业绩高增。公司战略清晰，坚持“聚焦游戏主业”，旗下《王者传奇》、《原始传奇》、《热血合击》等多款传奇、奇迹类产品变现良好，拉动上半年营收、利润大幅提升。22 年主打产品《天使之战》表现亮眼，作为一款奇迹类 MMO 手游，上线至今名列同类产品前茅。毛利率方面，20-22 年公司毛利率基本保持在 70~75%，22H1 公司毛利率为 71.81%，基本稳定。费用方面，22H1 销售费用自 1.93 亿元大幅提升至 3.95 亿元，主要系新品上线带来的市场推广成本的增加，伴随营收的倍数提升，公司销售费用率基本稳定，为 19.66%；管理费用率大幅减少 4.93pct 至 3.65%，主要系律师诉讼及咨询费用、招待费的减少；为巩固传奇、奇迹类游戏研发的头部地位，并积极向多元品类扩张，公司上半年研发费用同比提升 32.6%至 1.9 亿元，而随着营收的大幅提升，研发费用率下降 5.06pct 至 9.47%，体现了较好的资金效率的提升。

以传奇、奇迹类游戏为护城河，并在研发、发行、投资+IP 三方面扩大业务版图。研发方面，公司以传奇游戏起家，打造了《蓝月传奇 2》、《王者传奇》等经典 IP，近年来，为多元化产品品类和题材，公司积极开展传奇、奇迹之外产品的自研创新，其中《刀剑神域黑衣剑士：王牌》上线以后获得市场良好反响，《敢达争锋对决》上线后获得了中国香港及中国台湾地区 iOS 免费榜第一的成绩；发行方面，公司运营的《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；投资与 IP 方面，公司 22 年新增投资银之匙网络、幻杳网络、余烬科技三家游戏公司，三家公司旗下在研产品《Magic: Star》、《海国录》、《Evotinction/ 演灭》将进一步补充公司产品线，推动战略投资企业与公司发行业务

板块形成强业务协同。IP 方面，公司通过引入 IP、孵化 IP、投资 IP 孵化工作室三大举措展开 IP 布局，引入了“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”、“斗罗大陆”、“盗墓笔记”、“西行纪”、“封神系列”等知名 IP 授权，并通过文学作品孵化了“蓝月”IP 的全新形象，丰富的 IP 储备为公司产品多元化发展提供了有力支撑，并赋能战投企业的高速发展。

在研产品储备丰富，为 22-23 年业绩提供有力保证。公司目前有《新倚天屠龙记》《山海浮梦录》《龙神八部之西行纪》《妖怪事务所》（海外版）《妖怪正传 2》《仙剑奇侠传：新的开始》《斗罗大陆》《盗墓笔记》、《一念永恒》等在研项目，其中《新倚天屠龙记》《山海浮梦录》已取得版号，预计可以保证未来新品排期的延续性及业绩的平滑增长。

从硬件和内容两方面积极布局 VR 游戏。硬件方面，公司前期投资了国内领先的 VR 硬件设备商乐相科技，据 IDC 的出货量数据，2021 年乐相科技旗下产品大朋 VR 在全球市场份额占据前五。内容方面，22 年初公司成立了 VR 游戏团队，子公司恺盛网络与专注于 VR/AR/MR 游戏的幻世科技合资成立了上海臣旒网络科技有限公司，恺盛持股 60%，且目前已有一款动作竞技类 VR 游戏在研发中，预计未来公司将持续在 VR 游戏、虚拟场景等 VR 内容领域的布局和投入。

● 盈利预测

我们预计 2022/2023/2024 年公司营业收入为 39.65/47.20/56.40 亿元，归母净利润为 11.84/15.04/18.66 亿元，对应 EPS 为 0.55/0.70/0.87 元，根据 8 月 26 日收盘价，分别对应 14/11/9 倍 PE，盈利能力及成长性高于同行业平均水平。**首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**

| 单位：百万元 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2375.30 | 3965.64 | 4719.99 | 5639.81 |
| 增长率 (%) | 53.92 | 66.95 | 19.02 | 19.49 |
| 归母净利润 | 576.73 | 1184.41 | 1503.65 | 1865.58 |
| 增长率 (%) | 224.14 | 105.37 | 26.95 | 24.07 |
| EPS (元/股) | 0.27 | 0.55 | 0.70 | 0.87 |
| 市盈率 (P/E) | 21.72 | 14.08 | 11.09 | 8.94 |

资料来源：iFind，中邮证券研究所

● 风险提示

产品流水下滑的风险；版号获取难度增加的风险；新品延期上线的风险；行业政策与监管的风险。

资产负债表(百万)

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 733 | 1178 | 2091 | 3791 | 5993 |
| 应收和预付款项 | 871 | 1173 | 2066 | 2467 | 2874 |
| 存货 | 4 | 16 | 18 | 26 | 28 |
| 其他流动资产 | 332 | 371 | 366 | 371 | 381 |
| 流动资产合计 | 1939 | 2737 | 4541 | 6655 | 9276 |
| 长期股权投资 | 363 | 352 | 415 | 415 | 415 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 16 | 16 | 18 | 18 | 19 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产开发支出 | 12 | 16 | 15 | 12 | 10 |
| 商誉 | 852 | 852 | 852 | 852 | 852 |
| 其他非流动资产 | 363 | 426 | 440 | 440 | 440 |
| 资产总计 | 3545 | 4400 | 6280 | 8392 | 11012 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 367 | 360 | 579 | 684 | 814 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 169 | 290 | 421 | 483 | 561 |
| 负债合计 | 536 | 651 | 1000 | 1167 | 1374 |
| 股本 | 1515 | 1515 | 1515 | 1515 | 1515 |
| 资本公积 | 731 | 758 | 758 | 758 | 758 |
| 留存收益 | 784 | 1361 | 2545 | 4049 | 5914 |
| 归母公司股东权益 | 2889 | 3406 | 4590 | 6094 | 7960 |
| 少数股东权益 | 120 | 343 | 690 | 1131 | 1678 |
| 股东权益合计 | 3009 | 3749 | 5281 | 7225 | 9638 |
| 负债和股东权益 | 3545 | 4400 | 6280 | 8392 | 11012 |

现金流量表(百万)

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 101 | 501 | 961 | 1623 | 2122 |
| 投资性现金流 | (31) | 182 | (48) | 76 | 81 |
| 融资性现金流 | (122) | (180) | 0 | 0 | 0 |
| 现金增加额 | (61) | 498 | 913 | 1700 | 2202 |

利润表(百万)

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1543 | 2375 | 3966 | 4720 | 5640 |
| 营业成本 | 429 | 694 | 1114 | 1316 | 1566 |
| 营业税金及附加 | 5 | 12 | 11 | 13 | 15 |
| 销售费用 | 463 | 361 | 793 | 897 | 1015 |
| 管理费用 | 186 | 165 | 147 | 175 | 209 |
| 财务费用 | (15) | (10) | (18) | (21) | (38) |
| 资产减值损失 | 16 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 44 | 105 | (4) | 47 | 56 |
| 公允价值变动 | 20 | (27) | (13) | 0 | 0 |
| 营业利润 | 229 | 906 | 1545 | 1977 | 2466 |
| 其他非经营损益 | 25 | 30 | 39 | 34 | 29 |
| 利润总额 | 254 | 936 | 1584 | 2011 | 2495 |
| 所得税 | 11 | 92 | 53 | 67 | 83 |
| 净利润 | 243 | 844 | 1532 | 1944 | 2412 |
| 少数股东损益 | 65 | 268 | 347 | 441 | 547 |
| 归母股东净利润 | 178 | 577 | 1184 | 1504 | 1866 |

预测指标

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 72.2% | 70.8% | 71.9% | 72.1% | 72.2% |
| 销售净利率 | 11.5% | 24.3% | 29.9% | 31.9% | 33.1% |
| 销售收入增长率 | (24%) | 53.9% | 67.0% | 19.0% | 19.5% |
| EBIT 增长率 | (46%) | 447.4 | 87.1% | 24.4% | 24.3% |
| 净利润增长率 | 109.4 | 224.1 | 105.4 | 27.0% | 24.1% |
| ROE | 6.2% | 16.9% | 25.8% | 24.7% | 23.4% |
| ROA | 5.0% | 13.1% | 18.9% | 17.9% | 16.9% |
| ROIC | 4.7% | 19.2% | 27.4% | 25.0% | 23.3% |
| EPS(X) | 0.08 | 0.27 | 0.55 | 0.70 | 0.87 |
| PE(X) | 56.86 | 21.72 | 14.08 | 11.09 | 8.94 |
| PB(X) | 3.50 | 3.68 | 3.63 | 2.74 | 2.10 |
| PS(X) | 10.81 | 7.02 | 4.21 | 3.53 | 2.96 |
| EV/EBITDA(X) | 34.46 | 9.06 | 6.40 | 4.25 | 2.47 |

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数-10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数-5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数-5%以上；

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。