



Research and
Development Center

柳暗花明，渐入佳境

— 恺英网络（002517）首次覆盖报告

2023年3月14日

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

S1500522010001

+86 17317141123

fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
首次覆盖报告
恺英网络(002517)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	8.70
52周内股价	9.70-3.80
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	16.73
总股本(亿股)	21.53
流通A股比例(%)	88.57
总市值(亿元)	182.96

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

恺英网络：柳暗花明，渐入佳境

2023年3月14日

报告内容摘要：

◆**摆脱历史问题困扰，业绩增速亮眼。**恺英网络于2008年成立，2015年在A股成功借壳上市。公司以网页游戏起家，并成功转型移动手游，多年来深耕传奇类游戏的研发与发行，确立“研发-发行-投资+IP”的三大主营板块。现如今股权结构逐步合理，公司治理逐步科学，诉讼问题也已解决，基本摆脱公司历史问题困扰，2021年上半年开始公司业绩明显回暖，2022年前三季度表现亮眼，归母净利润达9.14亿元，同比增长82.21%。

◆**“传奇奇迹”方法论下持续发力。**公司传奇类页游代表作《蓝月传奇》《传奇盛世》自上线以来业绩表现出色，其中《蓝月传奇》自上线以来已累计贡献流水已超40亿元，并在2017-2022年推出《王者传奇》《蓝月传奇2》《原始传奇》《热血合击》等多款传奇类手游，2022年1月，公司代理发行《天使之战》手游，借助多种新兴形式营销带货，上线首月流水破亿，全年预计流水贡献超10亿，夯实了公司在传奇与奇迹游戏领域的竞争优势。

◆**多维度拓展，增强非传奇类游戏供给。**公司自研动作类对战手游《敢达争锋对决》、MMORPG手游《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、冒险类卡牌手游《魔神》，放置类卡牌《高能手办团》表现尤为亮眼，上线后国内首月流水过亿。2022年11月以来公司《归隐山居图》《仙剑奇侠传：新的开始》《龙神八部之西行记》等多款产品获批版号，此外公司亦有多款游戏储备，如《斗罗大陆》《盗墓笔记》等，随着国内版号发放等常态化，公司未来版号获取预期较为乐观。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司将于23Q3开始迎来一波新的产品上线周期，且公司布局VR领域，成立VR内容平台抢占先机。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为11.06/14.12/18.39亿元，参考可比公司估值，综合给予16x估值，对应目标价10.49元。我们看好公司“研发、发行、投资+IP”的驱动逻辑，以及公司未来在VR内容领域的发展，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**新品上线的不确定性；游戏版号发放的不确定性；公司经营不确定性；宏观经济波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,543	2,375	3,795	4,692	5,735
增长率 YoY %	-24.2%	53.9%	59.8%	23.6%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	178	577	1,106	1,412	1,839
增长率 YoY%	109.4%	224.1%	91.8%	27.7%	30.2%
毛利率%	72.2%	70.8%	70.1%	71.0%	71.5%
净资产收益率ROE%	6.2%	16.9%	24.8%	24.0%	23.8%
EPS(摊薄)(元)	0.08	0.27	0.51	0.66	0.85
市盈率 P/E(倍)	105.25	32.47	16.93	13.26	10.18
市净率 P/B(倍)	6.48	5.50	4.20	3.19	2.43

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；截止至3月13日收盘价

投资聚焦

► 我们对公司进行了股权穿透，对公司的股权架构进行了分析，并对公司实施的三次股权激励计划进行了解读，有助于更深入地了解公司的发展逻辑与发展决心。

► 我们了解到公司 2023 年 Pipeline 中游戏产品储备相当丰富，包括《龙神八部之西行纪》《妖怪正传 2》《仙剑奇侠传：新的开始》《归隐山居图》《山海浮梦录》《龙腾传奇》《代号：OVERLORD》《斗罗大陆》《盗墓笔记》《代号：转生史莱姆》《代号：XW》等，预计带来数亿利润增长空间。

► 公司明确以“研发、发行、投资+IP”为业务驱动逻辑，我们认为公司未来的增长点有：

- 1) 以《原始传奇》《王者传奇》为主的传奇类游戏的稳定发展；
- 2) 以《天使之战》为主的奇迹类游戏的支柱性贡献；
- 3) 非传奇类游戏储备丰富，以及 VR 内容领域的增量发展；

风险因素

宏观经济存在一定波动风险；新品上线具有不确定性，版号政策虽向暖但持续性未知；行业竞争激烈，公司经营能力需经受考验。

目录

一、恺英网络：柳暗花明，渐入佳境.....	5
火把高举，无惧寒夜.....	5
团队重组，聚焦游戏.....	6
逆境反转，重启增长.....	8
二、“传奇奇迹”方法论下的多维度发展.....	13
传奇 IP 纷争结束，研运再出发.....	13
多维度拓展，增强非传奇类游戏供给.....	14
走在前沿，成立 VR 游戏团队.....	16
三、盈利预测、估值与投资评级.....	17
盈利预测.....	17
估值与投资评级.....	17
四、风险因素.....	19

表目录

表 1: 高管简历表.....	6
表 2: 三期员工持股计划梳理.....	7
表 3: 传奇 IP 授权时间表.....	13
表 4: 公司传奇类游戏情况.....	14
表 5: 非传奇类游戏情况.....	15
表 6: 公司游戏 Pipeline.....	16
表 7: 盈利预测表.....	17
表 8: 可比公司估值表.....	18

图目录

图 1: 公司发展历程图.....	5
图 2: 股权架构图.....	6
图 3: 2017-2021、2021H1-2022H1 营业收入（亿元）及增速.....	8
图 4: 2017-2021、2021H1-2022H1 归母净利润（亿元）及增速.....	8
图 5: 公司 2018-2022H1 各业务毛利率情况.....	9
图 6: 2018-2022H1 恺英网络毛利率及费用率.....	9
图 7: 2019H1-2022H1 移动、网页游戏收入及增速.....	9
图 8: 2017-2021、2021H1 与 2022H1 国内外营收所占比例.....	10
图 9: 公司经营活动产生的现金流量净额.....	11
图 10: 《蓝月传奇》.....	14
图 11: 《传奇盛世》.....	14
图 12: 公司产业投资布局.....	15
图 13: DPVR 宣传图 I.....	16
图 14: DPVR 宣传图 II.....	16

一、恺英网络：柳暗花明，渐入佳境

1、火把高举，无惧寒夜

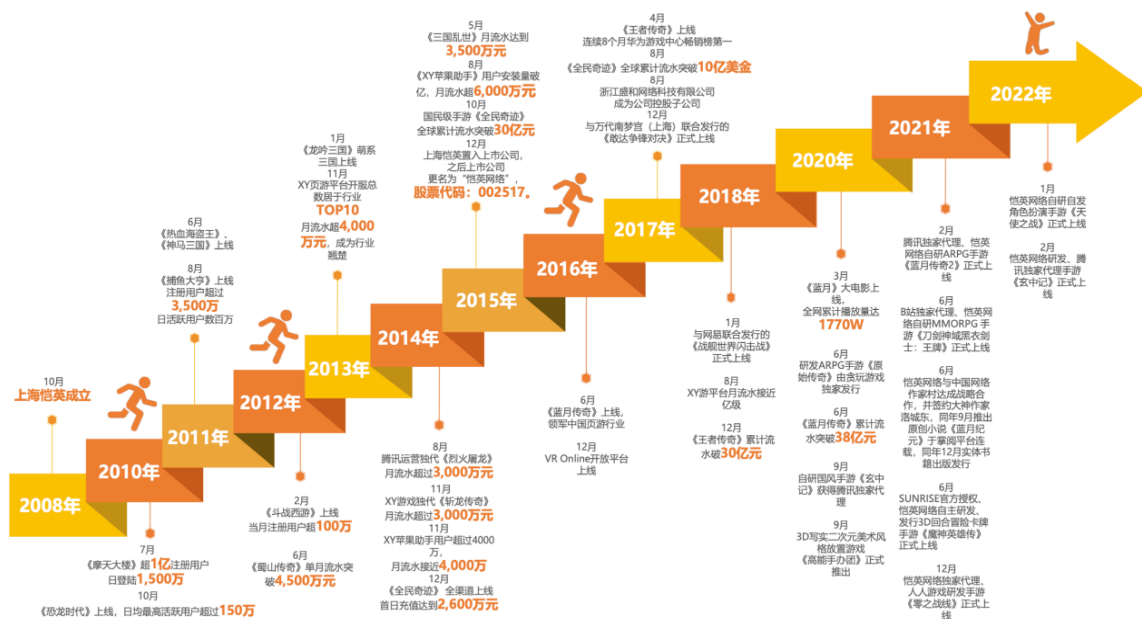
恺英网络成立于2008年，并于2015年以借壳上市的方式成功登陆A股。恺英网络的主要业务覆盖于游戏产业的研发与发行，最初以页游起家，随后顺势而为发展移动手游业务，在传奇类游戏赛道深耕，并积极尝试其他拓展品类。恺英网络的具体发展可以概括为三个重要阶段：

1) 2008-2013年（页游时代）：借助腾讯开发平台拔地而起。借乘腾讯开放平台的流量红利，公司于2010年开始上线自研的网页游戏，如《摩天大楼》《恐龙时代》《捕鱼大亨》《热血海盗王》，并在2012年开始上线《斗战西游》《蜀山传奇》等RPG类网页游戏，产品表现较为优异。同时，公司于2013年上线页游平台“XY游戏”，此平台业绩亮眼，公司逐渐向头部页游厂商迈进。

2) 2014-2018年（转型手游时代）：页游依旧强势，同时发力手游。2014年12月，公司独家代理并发行手游《全民奇迹 MU》。2015年，公司借壳泰亚股份成功上市。页游端，2016年6月《蓝月传奇》上线。2017年公司收购浙江盛和网络，以进一步加强传奇类游戏的研发与运营能力，同年，公司与万代南梦宫联合开发并发行《敢达争锋对决》，2018年与网易联合发行《战舰世界闪击战》，手游收入占比开始提升。

3) 2019年至今（重启增长阶段）：2019年以来，公司相继经历了实控人失联、传奇IP授权诉讼，商誉计提等众多负面事件，经营陷入短期困境，营收同比下滑，2019年公司归母净利润同比盈转亏至-18.94亿元。2020年起，公司开始逐步调整核心管理团队，蓄力于游戏主业，确立“研发、发行、投资+IP”三大业务板块，继续保持传奇类游戏领域竞争力，上线自研产品《原始传奇》《蓝月传奇2》，并同时发展拓展品类游戏《玄中记》《暗夜破晓》，上线二次元垂类产品《高能手办团》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》，布局VR虚拟现实领域，业绩逐渐回暖向好。

图 1：公司发展历程图

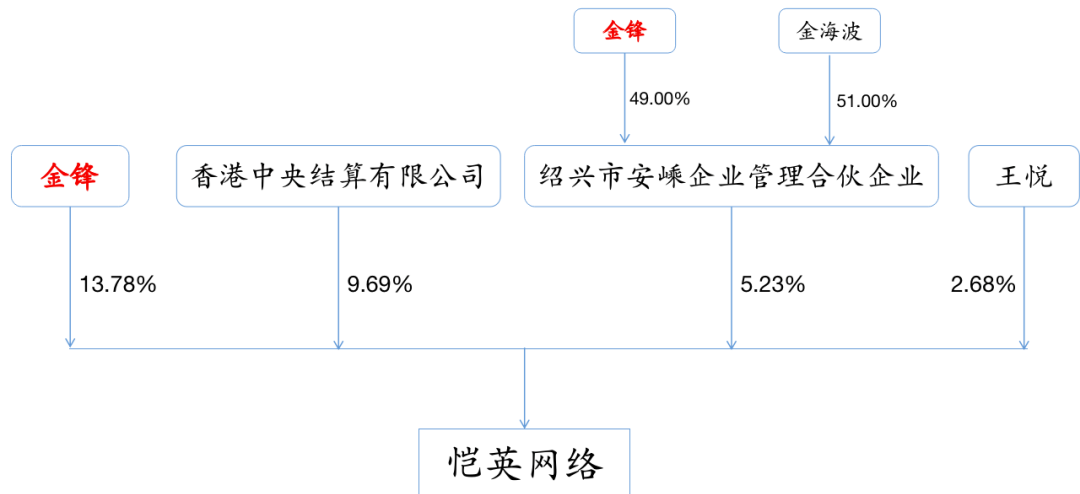


资料来源：公司官网，信达证券研究中心

2、团队重组，聚焦游戏

前实控人王悦股份被拍卖，董事长金锋成为第一大股东。截止至 2022 年 11 月，公司股权问题已基本处置完毕，前董事长王悦的质押股权经过数次拍卖已降至 2.68%，较 2022Q2 下降 30.84 个百分点。现任董事长金锋成为公司第一大股东，持股 13.78%，香港中央结算有限公司持股 9.69%，绍兴市安岷企业管理合伙企业持股 5.23%。其中，绍兴市安岷企业管理合伙企业实际控制人为金海波，持股 51%，金锋为第二大股东，持股 49%。此外，公司战略合作伙伴江西贪玩技术有限公司（所属公司“中旭未来”有望近期在港股上市）成为新进股东，持股比例为 2.56%。

图 2：股权架构图



资料来源：公司公告，信达证券研究中心

管理层重组后复合背景高管合力经营。合力经营 2019 年以来，公司多位高层遭到公安机关调查与逮捕，2019 年 3 月，原公司联席董事长、盛和网络总裁金锋当选公司董事长，核心管理层开始重组，现董事、总经理陈永聪曾任上海恺英副总经理兼游戏事业群总经理、恺英网络游戏视野群总经理兼首席运营官；副总经理林彬从业游戏行业 10 年，经验丰富；副总经理马杰曾任浙江盛和制作人；公司董秘骞军法为资深董事会秘书。同时公司聘任多位具备法律、政企背景的高管，强化合规经营。

表 1：高管简历表

姓名	职务	主要经历
金锋	董事长	2011-2018 年历任浙江盛和网络科技有限公司产品经理、市场总监、总裁，现任浙江盛和网络科技有限公司 CEO；2018 年 7 月至今，任恺英网络董事；2018 年 7 月至

		2018年9月任恺英网络副董事长；2018年9月至2019年3月任恺英网络联席董事长；2019年至今，任恺英网络董事长
陈永聪	董事、总经理	华南理工大学工学学士；2012-2013年任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人；2014-2016年任上海恺英网络科技有限公司副总经理兼游戏事业群总经理；2017-2018年任恺英网络游戏事业群总经理兼首席运营官；2016-2018年任恺英网络公司副总经理；2018年至今，任恺英网络董事、总经理
沈军	副董事长、副总经理	浙江大学法学学士、浙江大学法学硕士、法国艾克斯-马赛第三大学博士；2006-2008年历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；2008-2018年历任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、浙籍法学家理事；2018年起担任恺英网络副总经理；2019年起担任恺英网络副董事长
赵凡	董事、副总经理	北京联合大学本科学历；曾在北京久世网媒文化传播有限公司担任总经理；现为恺英网络董事、副总经理
骞军法	董事、副总经理、董事会秘书	曾任宝鸡商场集团股份有限公司审计法规室经理、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、海南南海岛建设集团股份有限公司总裁助理、工会委员会主席、海航基础设施投资集团股份有限公司董事会秘书、副总裁、总部党支部书记等职务
林彬	副总经理	2012年9月至今，历任上海恺英网络科技有限公司 XY 平台总经理、XY 事业部总经理、游戏事业部副总裁、游戏研发和游戏发行业事业群高级副总裁、副总经理
马杰	副总经理	2013-2017年在北京奇虎科技有限公司担任产品经理；2017-2020年在浙江盛和网络科技有限公司担任制作人；2020年至今，担任公司研发副总裁、公司副总经理
申亮	副总经理	上海财经大学经济学硕士；2011年历任公司人力资源高级经理、总经理助理、人事行政高级总监、人事行政系统副总裁、监事；现为恺英网络副总经理
唐悦	副总经理	复旦大学本科学历；2012年至今历任公司安全中心高级总监、安全管理中心副总裁；现为恺英网络副总经理
黄振锋	财务总监	西安交通大学本科、南开大学硕士学历，经济师，CMA；曾历任凯撒同盛发展股份有限公司、浙江海越股份有限公司、长驰控股集团有限公司财务总监等职务

资料来源：公司官网，信达证券研究中心

业绩增长信心十足，实施股权激励计划。2022年10月22日，公司发布公告称将进行股权激励，对公司或公司控股子公司的监事、高级经理、核心员工，发放股票期权，并在授权日起满12个月后分两期行权，业绩考核指标对应为以2021年净利润为基数，2022与2023年同比增长大于80%与160%。

表 2：三期员工持股计划梳理

员工持股计划	开始时间	结束时间	员工持股规模	约占公司总股本	过户价	其他事项
第一期	2020.6.2	2020.6.30	15,877,180 股	0.74%	1 元/股	认购人为公司的 11 位高管；锁定期为 12 个月，存续期不超过 36 个月，锁定期满后依据上一年度公司业绩目标与个人业绩考核结果分两期分配至持有人，每期解锁比例各为 50%；总费用预计 2746.75 万元

第二期 2022.12.16 2022.1.5 不超过 0.23% 3元/股
 5,041,785股

锁定期为12个月，存续期不超过36个月，锁定期满后依据上一年度公司业绩目标与个人业绩考核结果分两期分配至持有人，每期解锁比例各为50%；总费用预计1991.51万元

第三期 2022.12.16 2022.1.10 不超过 1.47% 3元/股
 31,615,550股

锁定期为12个月，存续期不超过36个月，锁定期满后依据上一年度公司业绩目标与个人业绩考核结果分两期分配至持有人，每期解锁比例各为50%；总费用预计12,488.14万元

资料来源：公司公告，信达证券研究中心

3、逆境反转，重启增长

行业大环境转暖，政策面向好。11月23日，伽马数据发布《2022年10月游戏产业报告》，数据显示，10月中国游戏市场实际销售收入197.68亿元，月度数据近6个月来首次出现环比增长。其中，中国移动游戏市场实际销售收入135.55亿元，该数据同样近6个月来首度环比由负转正。12月28日，12月游戏国产游戏版号和2022年进口版号下发。其中国产游戏版号下发84款，为本年度最多；进口游戏版号下发44款，为2021年6月以来首次下发。

营业收入触底反弹，2021年上半年开始加速增长，2022年上半年业绩亮眼。由于受到上诉事件与版权诉讼的影响，公司整体经营情况不佳，并于2020年来到底部。2020年Q4后，伴随公司新产品上线，负面因素逐渐消退，收入开始重回正增长，并在2021Q3与2022Q1迎来两次强势增长。2022上半年业绩继续稳定增长，2022H1公司实现营收20.10亿元，同比增长103.49%，实现归母净利润6.27亿元，同比增长126.41%；根据公司业绩预告，公司2022年归母净利润为9.3亿-11.3亿元，较上年同期增长61.25%-95.93%。此系列增长主要归因于《天使之战》（新游）、《热血合击》、《王者传奇》等多款游戏表现良好。新游《永恒联盟》已于去年9月上线，后续游戏储备相对丰富，伴随版号政策向暖，有望在2023继续提供源源不断的业绩支撑。

图3：2017-2022Q3 营业收入（亿元）及增速

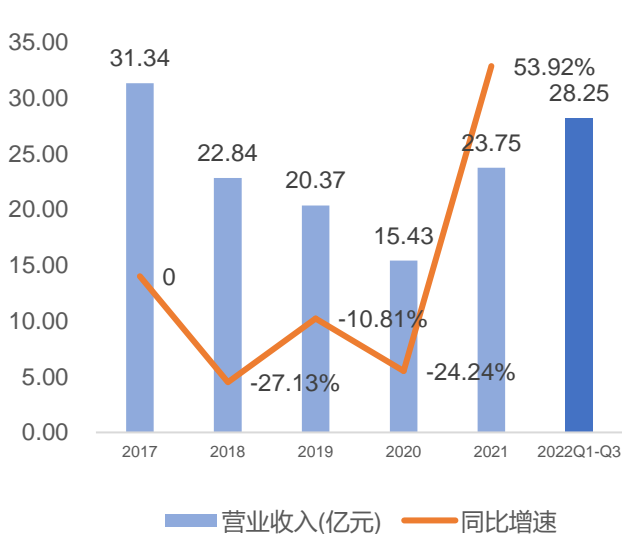
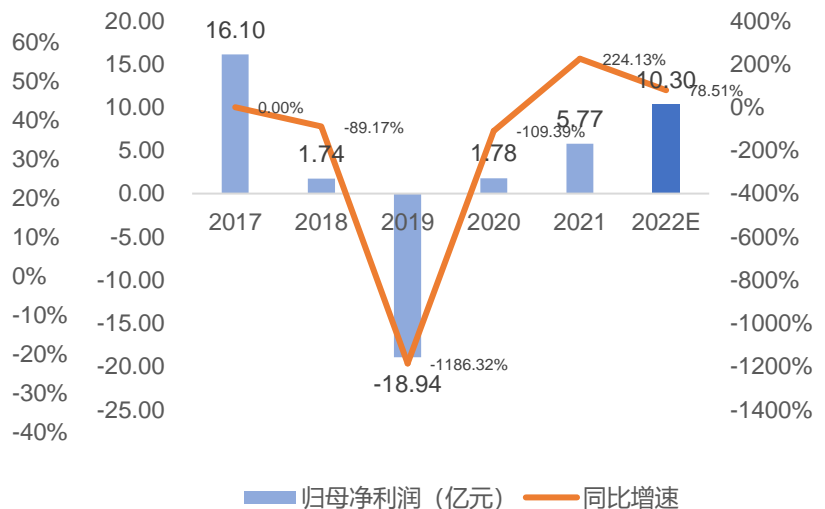


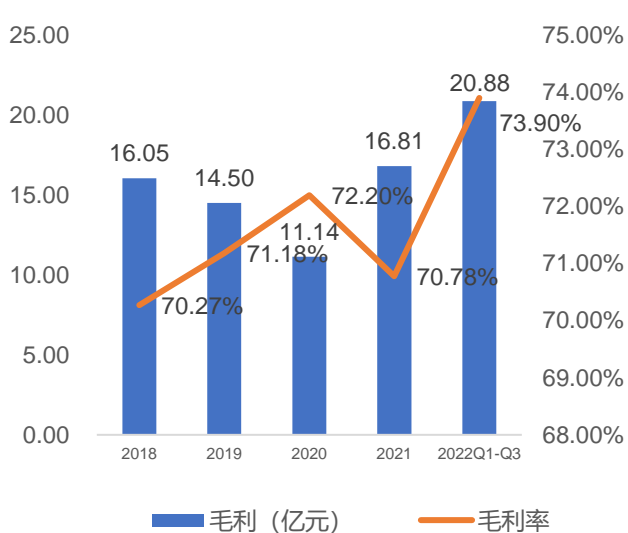
图4：2017-2022E 归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，信达证券研究中心；2022年为业绩预告区间中值

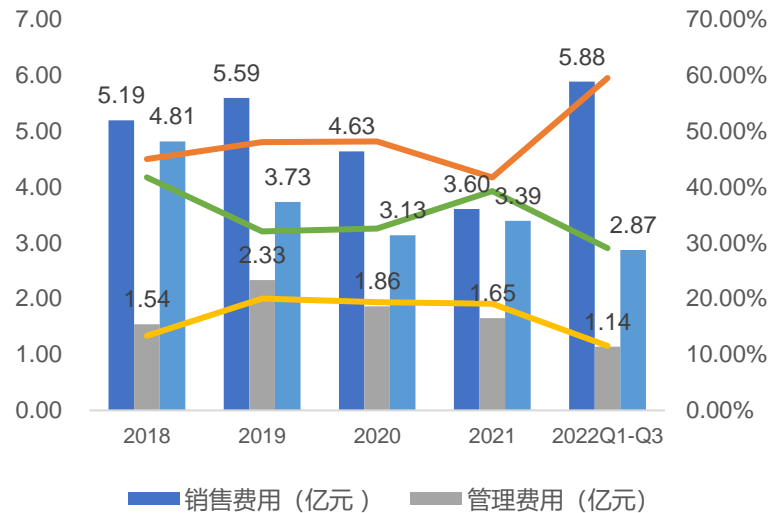
成本端维稳，净利率逐步回升。2022年前三季度公司毛利率为73.90%，与2021年前三季度几乎持平，2018-2022年以来公司毛利率维持在70-74%，波动主要归因于产品的流水结构变化与游戏营业成本上升，三大费用率（销售费用率、管理费用率、研发费用率）自2020年以来都有所下降，一是因为诉讼结束之后律师咨询费、仲裁费显著减少；二是因为公司改变发行策略，买量效率下降背景下，降低市场推广成本；三是因为收入规模持续扩张，费用率被相应摊薄。值得一提的是，2022年公司新游上线，市场推广成本有所增加，销售费用率有一定回升。

图 5: 公司 2018-2022Q3 综合毛利率情况



资料来源：公司公告，信达证券研究中心

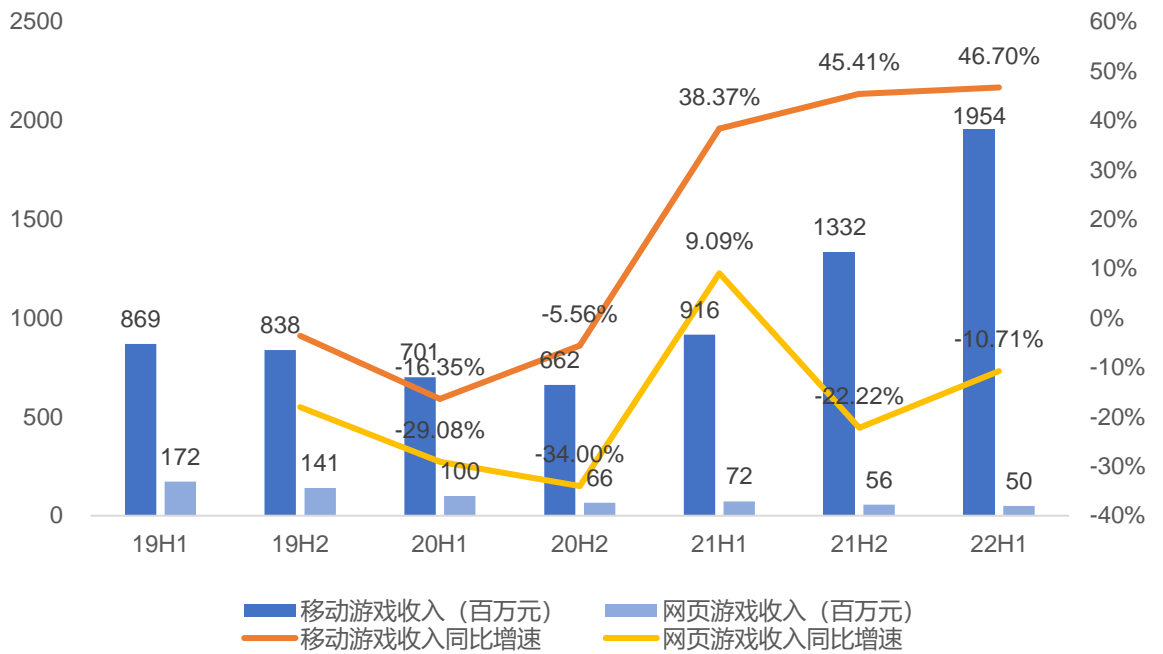
图 6: 2018-2022Q3 恺英网络三费情况



资料来源：公司公告，信达证券研究中心

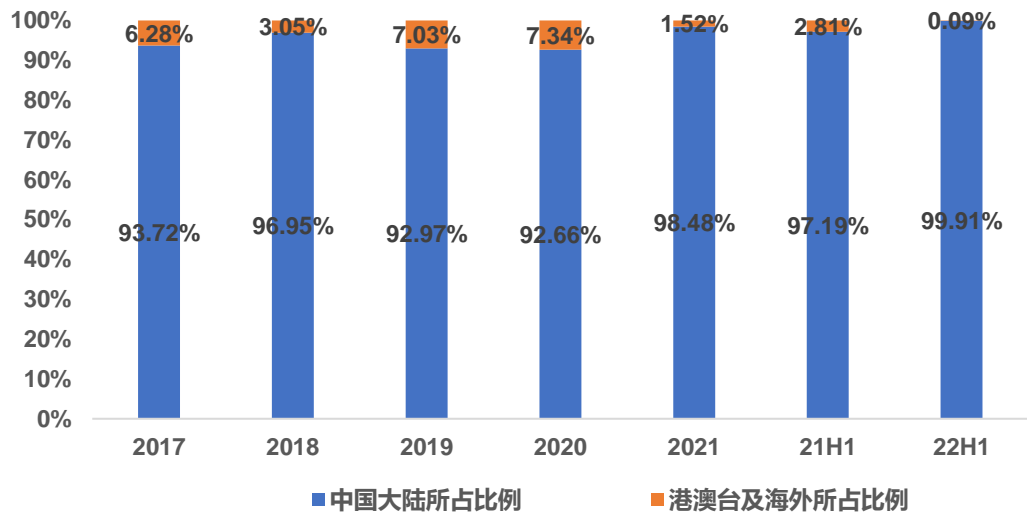
精准发力，主攻国内移动游戏市场。根据公司公告，公司从2019年以来，移动游戏收入逐年上升，由2019年上半年的6.71亿上升至2022年上半年的19.54亿，网页游戏收入则呈现逐年减少的趋势，由2019年上半年的1.72亿下降至2022年上半年的0.5亿；2022年上半年公司在中国大陆的营收占比达到99.91%，同比增长2.72个百分点；公司在港澳台及海外营收占比为0.09%，同比下降2.72个百分点。

图 7: 2019H1-2022H1 移动、网页游戏收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研究中心

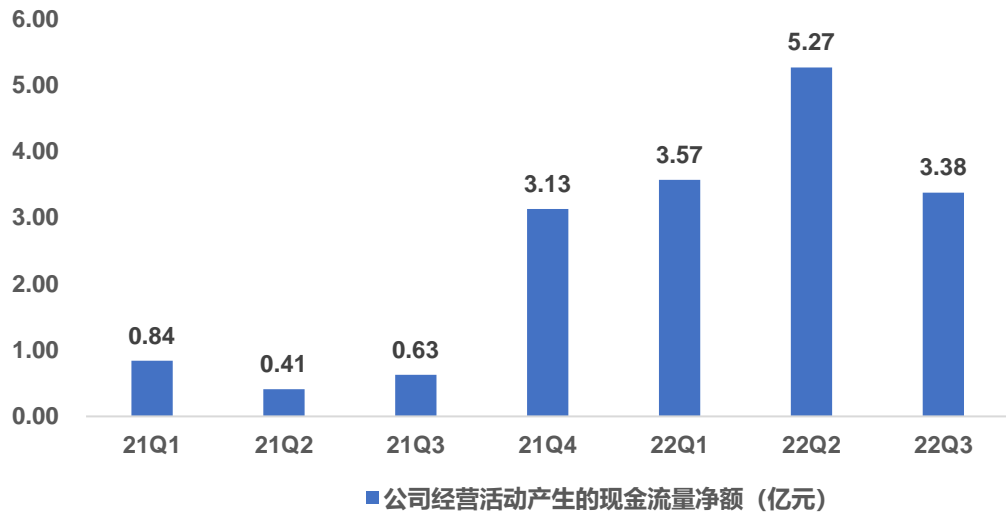
图 8：2017-2021，2021H1 与 2022H1 国内外营收所占比例



资料来源：公司公告，信达证券研究中心

现金流企稳，在手现金充裕。自 2020 年以来，恺英网络经营活动所产生的现金流量净额持续回升，截止至 2022 年 Q3，公司经营活动产生的现金流量净额达 3.38 亿元，在手现金相对充裕。

图 9：21Q1-22Q3 公司经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，信达证券研究中心

二、“传奇奇迹”方法论下的多维度发展

1、传奇 IP 纷争结束，研运再出发

高用户价值带来传奇 IP 之争。1998 年，韩国游戏公司亚拓士员工朴瓊镐团队研发的《玛法传奇》上线，2000 年，朴瓊镐离开亚拓士，成立娱美德。娱美德后来推出《玛法传奇 2》，中文译名《热血传奇》。

“传奇”IP 由娱美德和亚拓士共同持有，2001 年盛趣游戏与亚拓士签署《软件许可协议》并续约至 2017 年，成功获得《热血传奇》电脑端的中国大陆代理权。《传奇游戏》进入中国市场二十年来取得了巨大的成功，用户画像主要为中年男性，付费能力较强，在数据指标上显现出高付费率、高 ARPPU（每付费用户平均付费收益）、高 LTV（生命周期总价值）的特征，与之而来的便是“传奇”IP 授权纷争。

2002 年亚拓士将《传奇》的中国大陆相关著作权独家授予给盛趣游戏，2017 年盛趣游戏与亚拓士签署《续展协议》，将此前签约的《软件许可协议》延期至 2025 年。而娱美德也同时在中国大陆地区授权传奇 IP，盛趣游戏与娱美德均认为对方的授权行为涉嫌侵权，双方开始围绕续约有效性及授权合法性开始诉讼。娱美德同时对盛趣游戏授权企业发起诉讼，众多传奇厂商经营受到严重影响。最终在 2021 年，最高法终审裁定，世纪华通旗下盛趣游戏享有《传奇》游戏在中国大陆的独占性授权等权益。

表 3：传奇 IP 授权时间表

时间	主要事件
2000	韩国亚拓士公司与娱美德公司共同拥有《传奇》著作权
2001	盛趣游戏与亚拓士签约，取得《传奇》PC 端游戏中国代理权
2002	娱美德将其作为《传奇》共同著作权人的一切权利委托亚拓士行使，亚拓士将《传奇》的中国大陆相关著作权独家授予盛趣游戏
2008	盛趣游戏与亚拓士续约《软件许可协议》，延期至 2017 年
2008	《软件许可协议》延期至 2017 终止
2016	娱美德否认盛大游戏的“独占运营权”，并于 6 月份以 1.7 亿元出售给恺英网络《传奇》改编权；8 月，上海知识产权法院正式下达民事裁定，要求韩国娱美德公司和恺英网络立即停止履行于 6 月 28 日签订的《传奇》授权许可合同。
2017	亚拓士与盛趣游戏签约将《软件许可协议》延期至 2025 年，娱美德提起诉讼认为《续展协议》无效
2021	最高法终审裁定世纪华通旗下盛趣游戏享有《传奇》游戏在中国大陆的独占性授权等权益

资料来源：央视网报，信达证券研究中心

I 传奇 IP 纠纷结束，研运再出发。传奇 IP 授权混乱背景下，恺英网络旗下子公司浙江九翎、浙江欢游陷入诉讼纠纷，2019 年公司正式剥离浙江九翎。2022 年 9 月 23 日，公司发布公告，浙江欢游与传奇 IP 进入执行阶段，金额为 4.8 亿元。随着 IP 纠纷结束，公司利空因素减少，研运能力成为逆势反弹关键。恺英网络子公司盛和网络深耕传奇游戏研发，技术团队经验丰富，“蓝月系”传奇至今仍是流水最高的传奇系列之一；贪玩游戏精通数字营销买量投放，在游戏发行上大大助力恺英网络；盛趣游戏则是传奇类游

戏的共同著作权人、著作权人一切权利授权权利人以及独占权权利人。传奇类游戏已经进入有序而统一的发展阶段，头部效应越发明显，共同合力提升传奇 IP 的价值。

公司页游代表作《蓝月传奇》《传奇盛世》自上线以来业绩表现出色，并在 2017-2022 年推出《王者传奇》《蓝月传奇 2》《原始传奇》《热血合击》等多款传奇类手游，2022 年 1 月，公司代理发行《天使之战》手游，借助直播形式“带货”，效果显著，游戏业绩表现亮眼，显著推动营收增长，夯实了公司在传奇游戏领域的竞争优势。考虑到版号政策近几年的收窄，游戏发行市场的竞争将更加理性合理，对游戏质量品质也提出了更高的要求。过去的传奇游戏重“氪金”体验轻 UI 设计，现在已逐渐显现出全方位的精品化趋势，从买量市场看，买量成本持续高企，游戏大厂与中小厂商相比优势明显，更具竞争力。公司下一步瞄准小程序赛道流量红利，已推出《天使之战》小程序版，同时将在小程序端上线《代号：奇迹 H5》《西行纪》《仙剑奇侠传》。

图 10: 《蓝月传奇》



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 11: 《传奇盛世》



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

表 4: 公司传奇奇迹类游戏情况

游戏名称	上线时间	综合情况
蓝月传奇	2016 年 6 月，自研	截止至 2021 年 12 月，累计流水突破 40 亿元
王者传奇	2017 年 4 月，自研	截止至 2018 年 12 月，累计流水突破 30 亿元
原始传奇	2020 年 6 月，由贪玩游戏代理	由江疏影代言
蓝月传奇 2	2021 年 2 月，由腾讯代理	上线后进入中国 ios 游戏畅销榜 TOP50
天使之战	2022 年 1 月，自研	
永恒联盟	2022 年 9 月，自研	由柳岩代言

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研究中心

2、多维度拓展，增强非传奇类游戏供给

自研与代理齐头并进，积极探索多元品类。非传奇类游戏吸引更加年轻化的消费用户群体，能有效为公司带来多方面增量贡献。自研方面，动作类对战手游《敢达争锋对决》、MMORPG 手游《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、冒险类卡牌手游《魔神英雄传》《高能手办团》表现尤为亮眼，上线后国内首月流水过亿。可以看出恺英网络具有探索非传奇类游戏市场的能力，并积极丰富产品线，搭建产品矩阵。

表 5: 非传奇奇迹类游戏情况

游戏名称	自研/代理	类型	产品表现
敢达争锋对决	联合开发	动作对战	
高能手办团	代理	放置类卡牌	国内上线首月流水过亿
刀剑神域黑衣剑士：王牌	自研	MMORPG 手游	上线首日登入 IOS 免费榜第二
魔神英雄传	自研	3D 卡牌	上线首日登入 IOS 免费榜第一
零之战线	代理	放置类卡牌	
新倚天屠龙记	代理	RPG	

资料来源：公司官网，信达证券研究中心

投资游戏工作室，壮大发行实力。 恺英网络积极开展产业上下游投资，在 2020、2021 年相继投资心光流美、光粒网络等众多游戏研发工作室，产出了《高能手办团》、《诺弗兰物语》在内的多款产品，进一步拓展了公司在非奇迹类游戏领域的产品供给。

图 12: 公司产业投资布局


资料来源：公司官网，信达证券研究中心

产品储备丰富，IP 积累丰裕。 2022 年公司已经上线《天使之战》《玄中记》《圣灵之境》《永恒联盟》，公司 Pipeline 中游戏产品储备也相当丰富，有《新倚天屠龙记》《龙神八部之西行纪》《妖怪正传 2》《仙剑奇侠传：新的开始》《斗罗大陆》《盗墓笔记》等，积累了“斗罗大陆”、“盗墓笔记”“传奇世界”等多款 IP 授权。公司优良的游戏制作与运营经验同时受到海外业界认可，多个海外头部 IP 正在洽谈当中，有望持续推进，实现热门 IP 全球化。

表 6: 公司游戏 Pipeline

游戏名称	自研/代理	类型	测试进度
山海浮梦录	-	回合制卡牌	已获版号, 待上线
龙神八部之西行纪	-	放置类卡牌	已获版号, 待上线
仙剑奇侠传: 新的开始	-	MMORPG	已获版号, 待上线
妖怪正传 2	数字浣熊研发	卡牌 RPG	研发中
代号: OVERLORD	-	-	研发中

资料来源: 公司官网, 国际新闻出版署, 信达证券研究中心

3、走在前沿, 成立 VR 游戏团队

布局 VR 硬件领域, 成立 VR 内容平台。恺英网络在 2016 年对上海乐相科技进行投资, 持有 7.62% 的股份, 并练手推出 VR 内容平台 VRoline。乐相科技作为国内领先的 VR 硬件厂商, 其旗下大鹏 VR (简称 DPVR), 2015 年由陈朝阳及其团队创立, 是国际领先的软硬件一体化的虚拟现实技术与产品公司, 致力于建设元宇宙的基础设施, 并在其中打造更加富有效率率的交互内容和形式, 提供多行业的虚拟现实解决方案。2016 年, 该公司发布了全球首款 VR 一体机 M2, 现其产品线分为一体机的 P 系列以及 PCVR 的 E 系列, 并提供多款 B 端适配版本。

图 13: DPVR 宣传图 I



资料来源: 大鹏官网, 信达证券研发中心

图 14: DPVR 宣传图 II



资料来源: 大鹏官网, 信达证券研发中心

成立子公司，布局 VR 游戏研发。2020 年初恺英网络全资子公司上海恺盛与幻世科技合资成立上海臣旒网络科技有限公司，上海恺盛持股 60%。幻世科技成立于 2020 年，专注 VR 游戏、H5 游戏内容研发，其开发的音乐游戏《开心鼓神》和多人对战游戏《激战纪》已经上线 PlayStation 和 Steam 平台。

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测

当下游戏业务表现可观，2022 年《原始传奇》《热血合击》等存量产品流水表现稳定，《天使之战》等奇迹类产品贡献亮眼增量，拉动了本年度大幅增长，且公司具有充沛的未来游戏储备，如《龙神八部之西行纪》《仙剑奇侠传：新的开始》《归隐山居图》《山海浮梦录》《龙腾传奇》等（上述游戏均已获得版号），其他赛道的投资方向如游戏工作室投资、VR 内容领域，也有较大潜力带动营业收入持续上升，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 37.95/46.92/57.35 亿元，归母净利润分别为 11.06/14.12/18.39 亿元，每股收益分别为 0.51/0.66/0.85 元，对应当前股价分别为 16.93/13.26/10.18 倍。

2、估值与投资评级

表 7：盈利预测表

(单位百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,375	3,795	4,692	5,735
同比增长	53.9%	59.8%	23.6%	22.2%
归母净利润	577	1,106	1,412	1,839
同比增长	224.1%	91.8%	27.7%	30.2%
毛利率	70.8%	70.1%	71.0%	71.5%
销售费用	463	361	798	950
管理费用	186	165	152	260
研发费用	313	339	384	421

资料来源：万得，信达证券研发中心

在估值方面，我们采用相对估值法为公司进行估值，选取腾讯、网易-S、三七互娱作为可比参照对象，2022-2024 年平均 PE 为 22.33/19.36/17.04 倍，但公司综合实力与上述公司仍有一定差距，按照我们的盈利预测，我们给予恺英网络 2023 年目标 PE 为 16 倍，对应目标市值 225.92 亿元，目标价 10.49 元，给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	2022E 净利润	2023E 净利润	2024E 净利润	2022PE	2023PE	2024PE
0700.HK	腾讯控股	32990.46	1134.63	1435.37	1668.16	29.08	22.98	19.78
9999.HK	网易-S	4325.03	203.37	208.55	232.31	21.27	20.74	18.62
002555	三七互娱	499.72	30.00	34.82	39.30	16.66	14.35	12.72
均值						22.33	19.36	17.04
002517.SZ	恺英网络	187.31	11.06	14.12	18.39	16.94	13.27	10.19

资料来源: 万得, 信达证券研发中心; 截止至 3 月 13 日收盘价

四、风险因素

新品上线的不确定性。游戏内容生产繁琐复杂，各个要素环环相扣，在开发与上线的过程中存在一定不确定性。

版号发放的不确定性。版号政策自 2022 年下半年开始回暖，12 月份更是有进口版号发放，虽整体政策面向好，但仍然具有一定的发放不确定性。

公司经营的不确定性。公司管理层重组时间不久，尚需深入磨合，经营能力有一定程度的不确定性。

宏观经济波动风险。大众的游戏消费水平能否回升不仅取决于游戏的产品供给，某种程度上也取决于宏观经济状况。

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,939	2,737	4,892	6,207	9,410
货币资金	733	1,178	2,097	3,694	5,497
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	399	761	1,352	1,153	1,952
预付账款	301	322	616	703	858
存货	4	16	9	24	14
其他	503	460	819	632	1,088
非流动资产	1,605	1,662	1,662	1,662	1,662
长期股权投资	363	352	352	352	352
固定资产(合计)	16	16	16	16	16
无形资产	12	16	16	16	16
其他	1,215	1,278	1,278	1,278	1,278
资产总计	3,545	4,400	6,554	7,869	11,072
流动负债	483	583	1,423	1,016	1,949
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	255	267	880	378	1,179
其他	228	317	543	638	770
非流动负债	53	67	67	67	67
长期借款	0	0	0	0	0
其他	53	67	67	67	67
负债合计	536	651	1,490	1,083	2,016
少数股东权益	120	343	603	912	1,344
归属母公司股东权益	2,889	3,406	4,462	5,874	7,712
负债和股东权益	3,545	4,400	6,554	7,869	11,072

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,543	2,375	3,795	4,692	5,735
同比(%)	-24.2%	53.9%	59.8%	23.6%	22.2%
归属母公司净利润	178	577	1,106	1,412	1,839
同比(%)	109.4	224.1%	91.8%	27.7%	30.2%
毛利率(%)	72.2%	70.8%	70.1%	71.0%	71.5%
ROE%	6.2%	16.9%	24.8%	24.0%	23.8%
EPS(摊薄)(元)	0.08	0.27	0.51	0.66	0.85
P/E	105.25	32.47	16.93	13.26	10.18
P/B	6.48	5.50	4.20	3.19	2.43
EV/EBITDA	45.29	12.94	10.73	7.44	4.81

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,543	2,375	3,795	4,692	5,735
营业成本	429	694	1,133	1,360	1,632
营业税金及附加	5	12	0	0	0
销售费用	463	361	798	950	1,083
管理费用	186	165	152	260	193
研发费用	313	339	384	421	571
财务费用	-15	-10	0	0	0
减值损失合计	-16	-20	0	0	0
投资净收益	44	105	114	141	172
其他	39	7	0	0	0
营业利润	229	906	1,441	1,841	2,428
营业外收支	25	30	20	0	0
利润总额	254	936	1,460	1,841	2,428
所得税	11	92	95	120	158
净利润	243	844	1,365	1,722	2,270
少数股东损益	65	268	259	310	431
归属母公司净利润	178	577	1,106	1,412	1,839
EBITDA	207	879	1,327	1,701	2,256
EPS(当年)(元)	0.09	0.27	0.51	0.66	0.85

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	101	501	836	1,457	1,631
净利润	243	844	1,365	1,722	2,270
折旧摊销	39	42	0	0	0
财务费用	0	1	0	0	0
投资损失	-44	-105	-114	-141	-172
营运资金变动	-118	-334	-396	-124	-467
其它	-18	53	-19	0	0
投资活动现金流	-31	182	133	141	172
资本支出	-62	-153	20	0	0
长期投资	11	288	0	0	0
其他	20	47	114	141	172
筹资活动现金流	-122	-180	-50	0	0
吸收投资	2	0	-50	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-39	-70	0	0	0
现金流净增加额	-61	498	919	1,597	1,803

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 最佳分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。