

002517.SZ
买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 15.65

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	125.5	2.0	(4.5)	134.6
相对深圳成指	125.7	0.1	(3.3)	144.4

发行股数 (百万)	2,152.52
流通股 (百万)	1,906.77
总市值 (人民币 百万)	33,686.90
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,189.95
主要股东	
金锋	13.78

 资料来源：公司公告，Wind，中银证券
 以2023年8月8日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒
证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yi.l.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

恺英网络

传奇类基本盘稳固，新品探索卓有成效

恺英网络主要业务涵盖手游和页游的研发、发行和运营，以研发、发行以及投资+IP三大业务体系为支撑。现阶段公司产品储备丰富，原有传奇类基本盘稳固，并顺利开拓二次元品类作为新增长点，预计将维持稳健增长态势。中远期公司积极拥抱AIGC，同时凭借在XR方面多年持续布局，有望在产业蓬勃发展持续获取业绩增量。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **研发与发行双双发力，游戏主业欣欣向荣。**目前游戏版号稳定发放，监管侧已达成阶段性目标，国内游戏市场精品化趋势明显。公司持续强化自身研发实力，在保有传奇、奇迹类产品研发优势的同时，不断向其他游戏品类扩张，目前已推出从恋爱向RPG到休闲卡牌、从二次元AVG到仙侠国风等多品类产品。截至23Q2，公司储备产品近二十款，其中《永恒觉醒》、《龙腾传奇》等12款游戏已获得版号，有望持续提供业绩支撑。
- **“传奇+创新”双轮驱动，打造投资+IP竞争壁垒。**随着与盛大的深入合作和之前纠纷的逐渐解决，恺英网络所面临的诉讼风险持续下降。在继续保持原有传奇领域的优势地位的同时，公司在新品类IP储备上持续发力，内部孵化“蓝月”IP、自有国风IP，积极打造年轻化IP矩阵，引入“斗罗大陆”、“盗墓笔记”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”“机动战士敢达系列”等著名IP。此外，公司还以深度战略协同、反哺产业为核心目的，通过对外投资拥有差异化特色及创意玩法的研发工作室，进一步补充公司产品线，为游戏主业赋能。
- **软硬兼备布局VR，元宇宙游戏新风口。**公司于2015年便已投资大朋VR，未来公司凭借优质游戏内容和IP有望与大朋VR实现协同效应，为业绩持续增长提供新驱动力。2022年恺英网络与幻视科技成立合资公司上海臣施以聚焦VR游戏，目前已有一款动作竞技类VR游戏在研发中。此外，公司计划在电竞领域打造传奇VR电竞平台，扩展VR内容品类。

估值

- 对于恺英网络的估值我们采用PE估值法。游戏业务可比公司的2024年PE平均值为19.42倍。对比以上公司，恺英网络具备稳健的传奇类游戏基本盘，储备二次元优质IP丰富，较多产品储备即将陆续上线，考虑到版号发放正常化，且预计23H2年宏观消费环境有望有所提振，我们预计2023/24/25恺英网络归母净利润14.55 / 18.40 / 21.29亿元，对应PE 23.16/18.31/15.83倍。首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济增速放缓，居民娱乐消费意愿下滑；AIGC、XR等相关领域发展受阻；新游表现不及预期；超预期的行业监管措施。

投资摘要

年结日：12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2375	3726	4808	5998	6827
变动 (%)	53.92	56.84	29.06	24.75	13.82
归属母公司净利润(百万元)	577	1025	1455	1840	2129
变动 (%)	224.14	77.76	41.88	26.51	15.67
每股收益 (人民币)	0.27	0.48	0.68	0.85	0.99
市盈率 (P/E)	58.41	32.86	23.16	18.31	15.83
市净率 (P/B)	9.89	7.53	5.68	4.34	3.40

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

恺英网络聚焦“研发、发行、投资+IP”战略	5
深耕游戏行业，成功进行“页转手”	5
股权架构趋于稳定，市场信心有所恢复	5
经营状况改善，营收利润高速增长	7
研发与发行双双发力，游戏主业欣欣向荣	9
版号发放有利估值修复，游戏精品化趋势明朗	9
研发基础牢固，自研储备充足	10
发行实力雄厚，加码海外新方向	11
“传奇+创新”双轮驱动，打造投资+IP 竞争壁垒	14
“传奇”IP 历久弥新，市场价值不容小觑	14
传奇 IP 版权之争，恺英联手盛大降低纠纷风险	15
传奇类产品线丰富，公司基本盘牢固	17
内生外延多点开花，助力公司长期发展	18
软硬兼备布局 VR，元宇宙游戏新风口	21
VR 助力元宇宙发展，行业发展未来可期	21
前瞻性投资相关公司，内外兼修静待成功	22
盈利预测及估值	24
盈利预测	24
估值	25
风险提示	27

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 公司业务构成..... 5

图表 2. 公司发展历程..... 5

图表 3. 公司股权结构（22 年年报）..... 6

图表 4. 公司董事长金锋持股比例..... 6

图表 5. 公司高管履历..... 7

图表 6. 公司历年营收情况..... 7

图表 7. 公司历年归母净利润情况..... 7

图表 8. 公司各业务营收分布..... 8

图表 9. 公司各业务毛利率情况..... 8

图表 10. 公司期间费用率情况..... 8

图表 11. 国内游戏版号审批数..... 9

图表 12. 中国游戏市场收入及增速..... 9

图表 13. 国内手游收入规模占整体游戏市场比例..... 9

图表 14. 21 年公司研发人员数量大幅增长..... 10

图表 15. 公司研发费用情况..... 10

图表 16. 公司研发团队构成..... 10

图表 17. 浙江盛和财务情况..... 11

图表 18. 公司部分储备项目情况..... 11

图表 19. XY 平台部分游戏..... 12

图表 20. 公司发行运营游戏表现..... 12

图表 21. 香港《敢达争锋对决》排名情况..... 13

图表 22. 国内手游流水 Top100 中 IP 游戏数量占比..... 14

图表 23. 国内手游流水 Top100 中 IP 游戏流水占比..... 14

图表 24. 传奇 IP 依旧具备潜在价值..... 14

图表 25. 2021 各游戏题材投放占比分布..... 15

图表 26. 传奇 IP 在韩国的发展..... 15

图表 27. 传奇 IP 在中国的发展..... 16

图表 28. 恺英网络与传奇 IP 相关时间线..... 16

图表 29. 公司部分传奇产品矩阵..... 17

图表 30. 《原始传奇》近两年 IOS 端排名..... 17

图表 31. 《原始传奇》素材投放趋势..... 18

图表 32. 4 款传奇产品 iOS 畅销榜对比图..... 18

图表 33. 公司主要 IP 矩阵..... 18

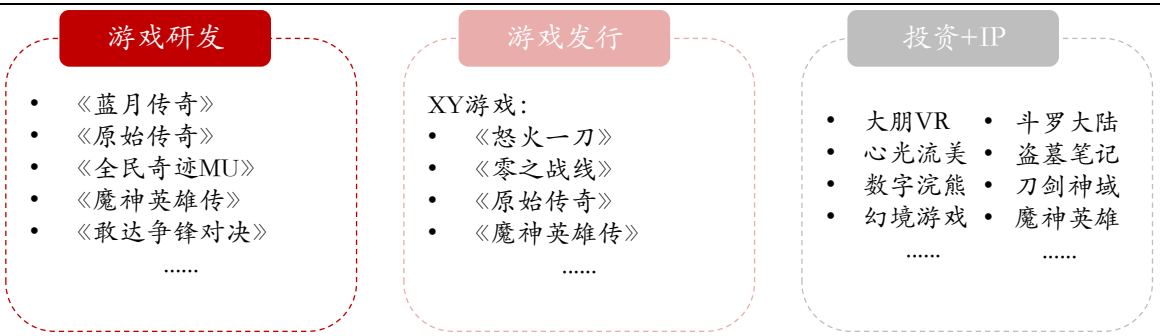
图表 34. 小说《蓝月纪元》..... 19

图表 35. 电影《蓝月》	19
图表 36. 《魔神英雄传》游戏画面	19
图表 37. 《敢达争锋对决》游戏画面	19
图表 38. 国风 IP《岁时令》	20
图表 39. 国风 IP《百工灵》	20
图表 40. 公司主要 IP 矩阵	20
图表 41. 游戏是元宇宙概念最佳载体	21
图表 42. 全球 VR 终端（不含眼镜盒子）出货量及增速	21
图表 43. 苹果首款 MR 头显设备 Apple Vision Pro	22
图表 44. 大朋 VR 产品矩阵	22
图表 45. 2023Q1 全球 VR 头显出货量市场份额	22
图表 46. 幻世科技《开心鼓神》游戏画面	23
图表 47. 幻世科技《激战纪》游戏画面	23
图表 48. 恺英网络营业收入预测	24
图表 49. 恺英网络毛利率情况	24
图表 50. 恺英网络各项费用率预测	24
图表 51. 恺英网络归母净利润及归母净利率预测	25
图表 52. 恺英网络财务数据预测	25
图表 53. 可比公司估值表	26
损益表(人民币 百万)	28
资产负债表(人民币 百万)	28
现金流量表 (人民币 百万)	28
主要比率 (%)	28

恺英网络聚焦“研发、发行、投资+IP”战略

恺英网络是国内知名的互联网游戏上市公司，主要业务涵盖手游和页游的研发、发行和运营。公司坚持“聚焦游戏主业”作为核心战略方向，以研发、发行以及投资+IP三大业务体系为支撑，打造多维度、立体化的研发体系与完整的发行体系，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。此外，公司在电竞、动画、漫画、影视剧等泛娱乐内容方面布局，为用户提供多维度的优质内容服务和深度游戏娱乐体验。

图表 1. 公司业务构成

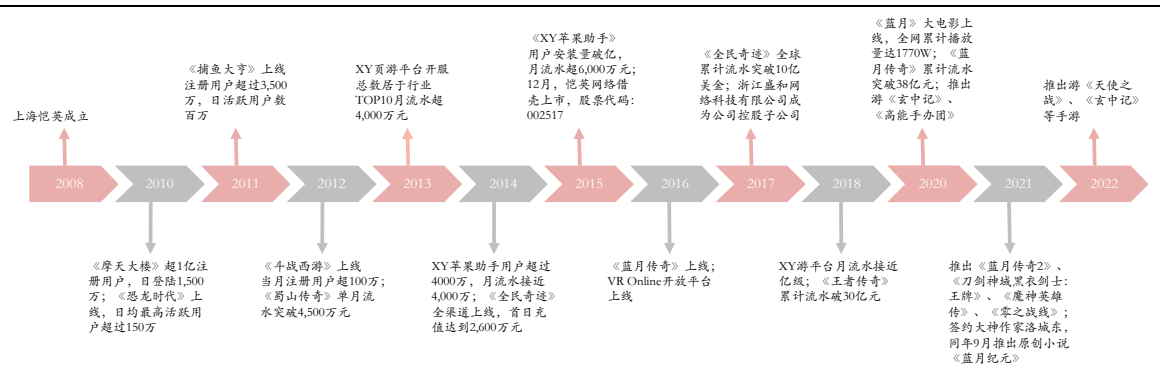


资料来源：公司官网，中银证券

深耕游戏行业，成功进行“页转手”

公司成立于2008年，早期凭借《摩天大楼》、《捕鱼大亨》等游戏成为国内最早的页游厂商之一；随着国内手机市场规模扩张，手游逐步取代页游成为主流趋势的背景下，2014年公司凭借《全民奇迹MU》成功完成“页转手”转型，2015年公司于深交所挂牌上市。经过多年探索和发展，公司积累了丰富的游戏研发和运营经验，成功发行和运营《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》、《蓝月传2》、《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、《魔神英雄传》、《零之战线》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，涵盖角色扮演、模拟应景、休闲竞技、战略策略等多种游戏类型。

图表 2. 公司发展历程

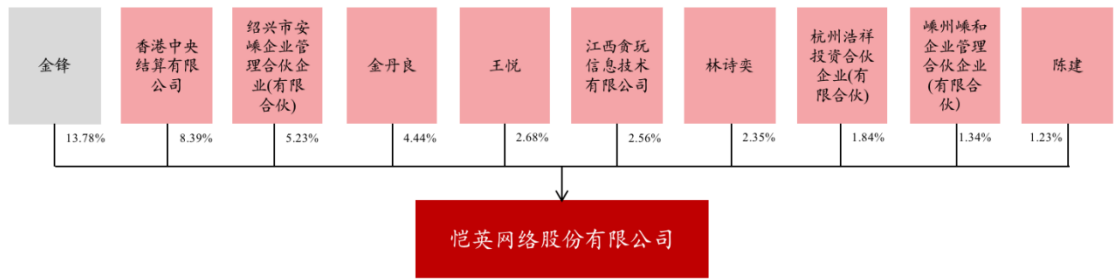


资料来源：公司公告，中银证券

股权架构趋于稳定，市场信心有所恢复

原董事长王悦此前持有21.44%的公司股份，但经历一系列司法拍卖后，其股份分别流向金峰、杨吴月、江西贪玩信息技术有限公司、张峰、绍兴市安嵘企业管理合伙企业（有限合伙）、张宇、王杰等自然人和法人。自2023年年初至今，王悦所持股份保持不变，占公司股份的2.68%，为公司的第五大股东。自2022年10月21日公司发布《关于公司第一大股东及实际控制权变更的公告》以来，公司股权架构趋于稳定，已基本摆脱因质押纠纷带来的负面影响，目前处于无控股股东、无实际控制人状态。

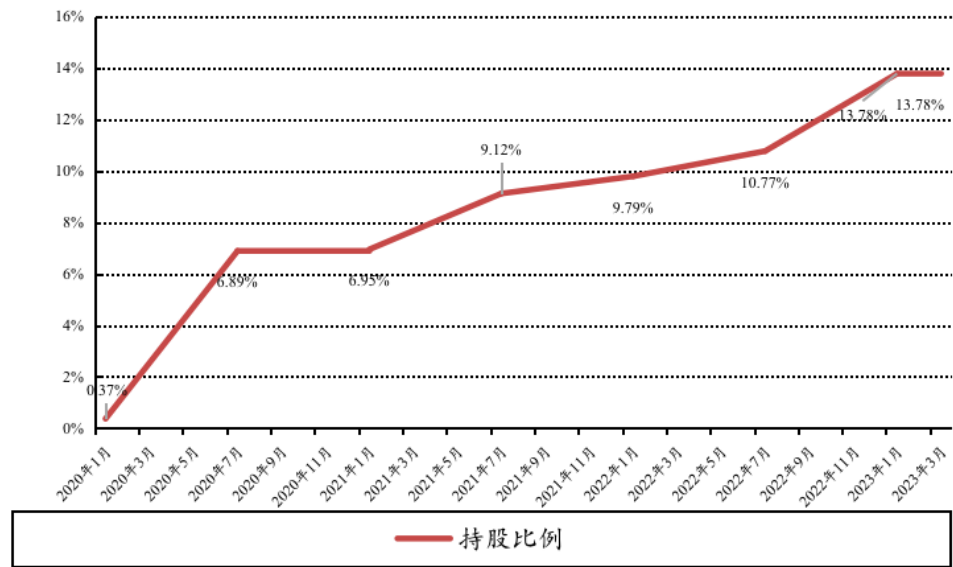
图表 3. 公司股权结构 (22 年年报)



资料来源: Wind, 中银证券

另一方面, 董事长及管理层多次增持股份, 彰显公司发展信心。2020 至 2022 年间, 公司董事长金锋通过集中竞价、大宗交易等方式持续增持公司股份, 金锋持股 49% 的绍兴市安嵎企业管理合伙企业(有限合伙)于 2022 年 10 月买入王悦名下 1.12 亿股股票。截至 2023 年一季度末, 金锋持有 13.78% 公司股份。在公司控制权变更的特殊时期, 高管陆续增持股份的行为有利于股权结构趋于稳定, 也体现了对公司未来长期发展的信心。

图表 4. 公司董事长金锋持股比例



资料来源: Wind, 中银证券

管理层经验丰富, 公司治理重回正轨。公司多位管理层具有丰富游戏行业背景和企业管理经验, 多年深耕游戏研发一线。此外, 管理层中引入多位法律、政企背景高管, 对行业法律法规认知深刻, 有效避免违法违规行为。现任管理团队将以游戏研运为经营主线, 并重视合法合规, 为公司未来业绩增长提供有力支持。

图表 5. 公司高管履历

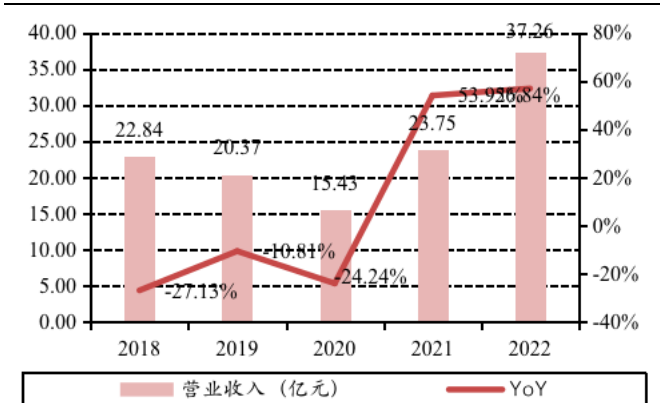
高管姓名	高管职务	高管履历
金锋	董事长	2011年7月至2018年1月，历任浙江盛和网络科技有限公司产品经理、市场总监、总裁，现任浙江盛和网络科技有限公司CEO；2018年7月至今，任恺英网络董事；2018年7月至2018年9月，任恺英网络副董事长；2018年9月至2019年3月，任恺英网络联席董事长；2019年3月至今，任恺英网络董事长。
沈军	副董事长，副总经理	2000年6月，获浙江大学法学学士学位；2003年6月，获浙江大学法学硕士学位；2008年12月，获法国艾克斯-马赛第三大学获博士学位；2006年6月至2008年4月，历任浙江六和律师事务所律师、行政法部副主任和国际法部委员；2008年5月至2018年9月，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9月起，担任恺英网络副总经理；2019年5月起，担任恺英网络董事；2019年10月起，担任恺英网络副董事长。
陈永聪	董事，总经理	2007年7月，获华南理工大学工学学士学位；2012年8月至2013年12月，任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人；2014年1月至2016年2月，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年3月至2018年7月，任恺英网络游戏事业群总经理兼首席运营官；2016年1月至2018年7月，任恺英网络公司副总经理；2018年7月至今，任恺英网络董事、总经理。
赵凡	董事，副总经理	2000年7月，北京联合大学本科毕业；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、海南海岛建设集团股份有限公司总裁助理、工委委员会主席、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；曾获证券时报第八届中国上市公司投资者关系优秀董秘、上海证券报2016年金治理上市公司资本创新董秘、新财富杂志社第十三届新财富上市公司金牌董秘、第十七届中国上市公司百强优秀董秘等荣誉；现为恺英网络董事、副总经理、董事会秘书。

资料来源：公司官网，中银证券

经营状况改善，营收利润高速增长

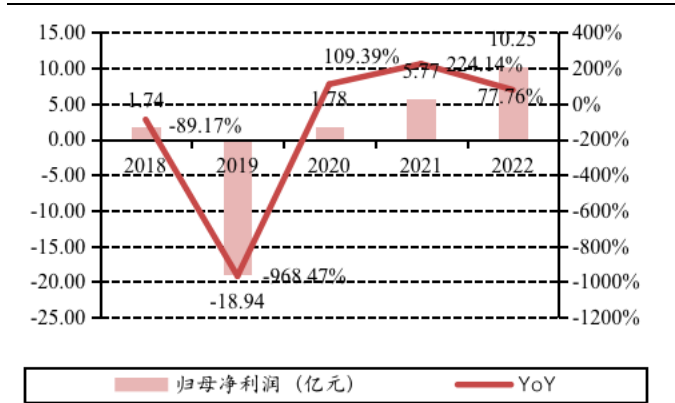
公司营收与归母净利润自2021年起强势反弹，2022年继续保持高速增长。2018-2020年，受外部游戏市场增速放缓、行业监管环境趋严等因素影响，叠加公司内部经验不善导致业绩连年下滑；2020年公司开始对核心管理层与战略规划进行调整，公司经营重回正轨，2021年营收23.75亿，同比增长53.92%，归母净利润5.77亿，同比增长224.14%，实现大幅反弹。2022年受益于游戏市场转暖以及公司多款游戏表现良好，公司继续保持高速增长，营收达37.26亿，同比增长56.84%，全年归母净利润10.25亿，同比增长77.76%。

图表 6. 公司历年营收情况



资料来源：iFind，中银证券

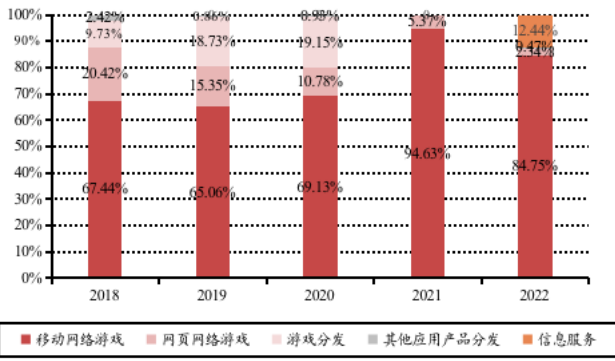
图表 7. 公司历年归母净利润情况



资料来源：iFind，中银证券

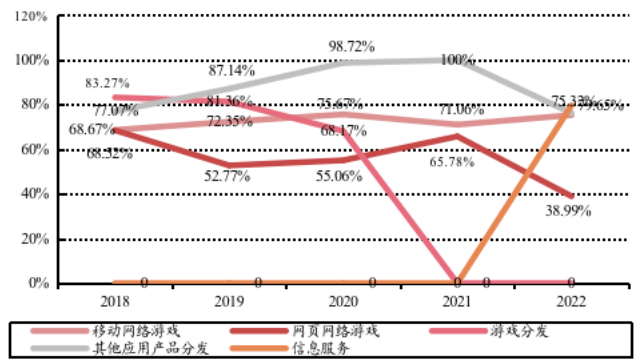
移动游戏为公司核心业务，具备较高盈利能力。在手游逐步取代页游成为主流趋势的背景下，公司移动游戏营收占比从2018年的67.44%提升至2022年的84.75%，手游业务成为公司的核心业务。手游业务毛利率维持高位，2021、2022年分别达到71.06%、75.32%。

图表 8. 公司各业务营收分布



资料来源: iFind, 中银证券

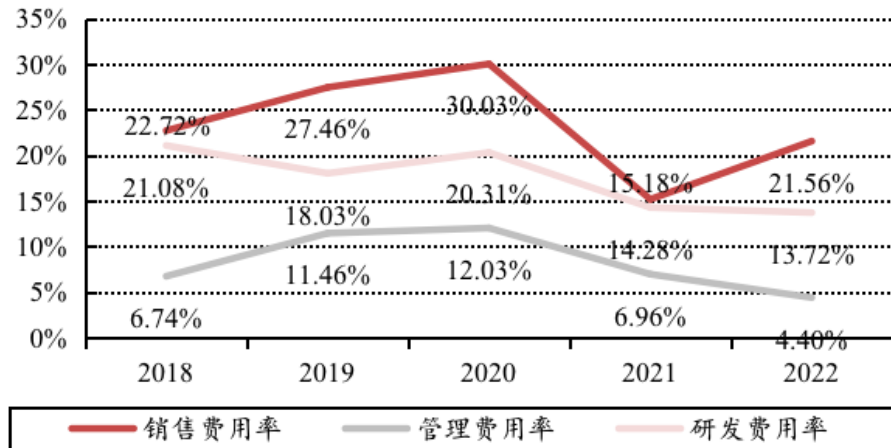
图表 9. 公司各业务毛利率情况



资料来源: iFind, 中银证券

各项费用率稳中带降, 经营效率持续提升。由于买量成本日益增长, 公司优化了发行策略, 销售费用率由 2020 年 30.03% 下降至 2021 年 15.18%, 2022 上半年公司推出传奇类重磅新游《天使之战》, 全年销售费用率小幅上升至 21.56%。同时公司推行降本增效的管理策略, 管理、研发人员增长相对稳定, 管理、研发费用率持续下行, 公司经营效率持续优化。

图表 10. 公司期间费用率情况



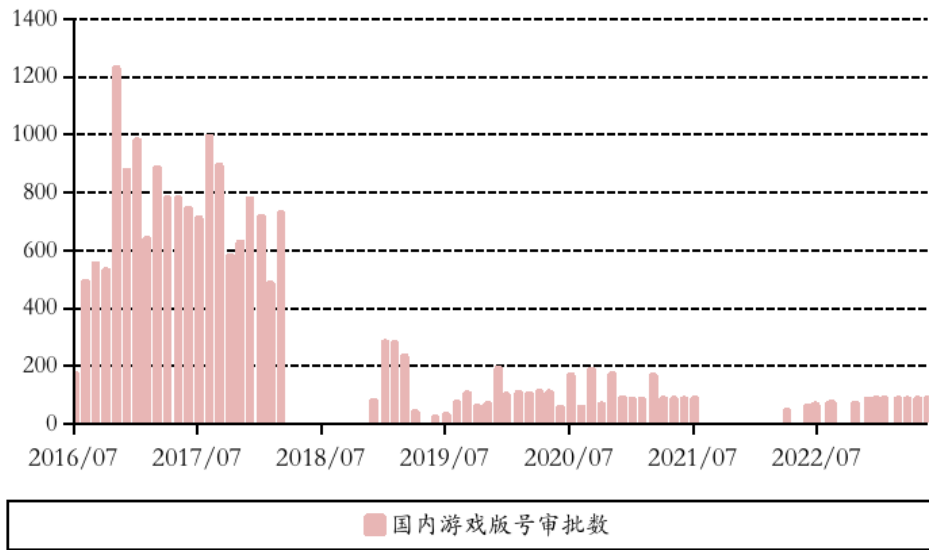
资料来源: iFind, 中银证券

研发与发行双双发力，游戏主业欣欣向荣

版号发放有利估值修复，游戏精品化趋势明朗

游戏版号恢复发放，国内游戏市场逐步向好。2016年6月，新闻出版广电总局发布通知规定未获批移动游戏不得上网出版运营，版号成为游戏厂商出版发行的必备基础，申请版号手游数量激增。回顾过往6年的版号发放趋势，2017年版号发放数量达到顶峰，之后随着国家机构改革的启动和国内对游戏的监管力度逐步提升，版号发放分别于2018、2021年两次暂停。2022年4月，国家出版署时隔8个月后首次下发了45款游戏版号，6月后版号发放节奏与数量基本恢复正常，2023年以来，每月下发数量固定在接近90个，标志着游戏行业相关监管已达成阶段性目标。

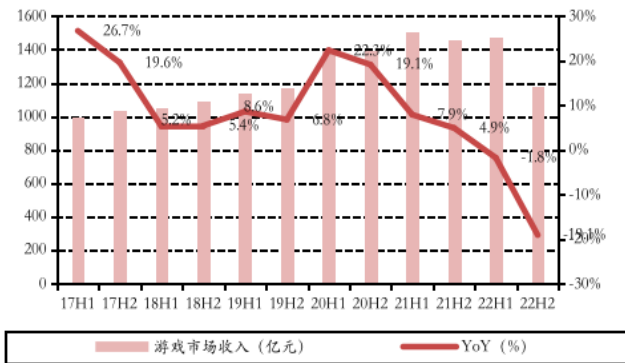
图表 11. 国内游戏版号审批数



资料来源：国家新闻出版署，中银证券

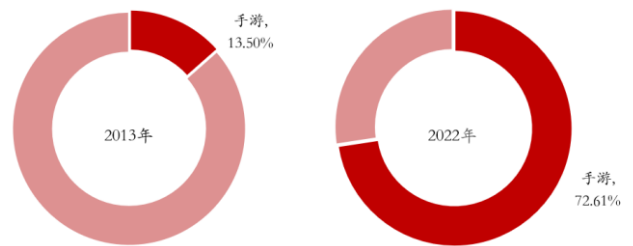
国内手游市场进入存量时代，游戏精品化趋势加深。2022年下半年中国游戏市场收入达1180.95亿元，同比增长率为-19.1%。根据中国音数协游戏工委，国内手游收入规模占整体游戏市场比例由2013年13.5%上升为2022年的72.61%，国内手游市场已进入存量时代。存量市场意味着厂商间更激烈的竞争，且随着科技进步以及消费者对游戏品质要求逐渐提高，游戏行业将由低质量粗放型的成长模式转变为精品内容驱动增长，游戏精品化趋势明显。

图表 12. 中国游戏市场收入及增速



资料来源：游戏工委，中银证券

图表 13. 国内手游收入规模占整体游戏市场比例

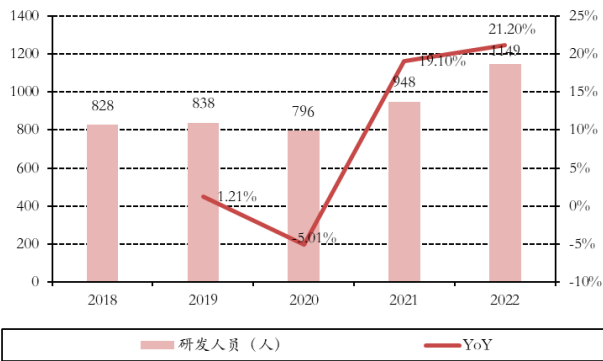


资料来源：游戏工委，中银证券

研发基础牢固，自研储备充足

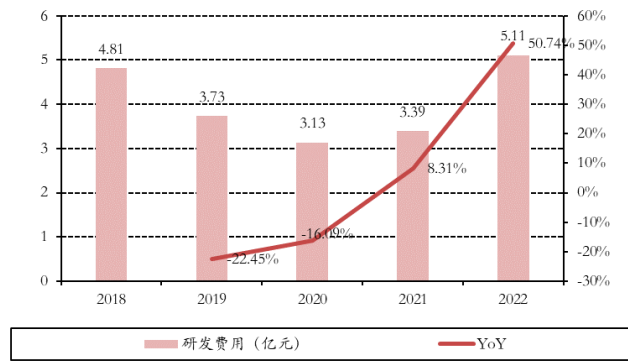
研发团队持续加强，研发投入稳步提升。随着游戏精品化趋势加深，公司更加注重自研实力。2022年，公司研发人员共 1149 人，同比增长 21.2%，研发人员数量占比达 67.51%；研发费用方面，公司 2022 年投入 5.11 亿元，近三年持续正增长。此外，公司不仅相继实施了拟用于员工持股计划和股权激励计划的股份回购项目，还对自研体系架构进行了调整，逐步实现管线条化、标准化、模块化和自动化，促使研发效率和研发成本得到有效优化。

图表 14. 21 年公司研发人员数量大幅增长



资料来源: iFind, 中银证券

图表 15. 公司研发费用情况

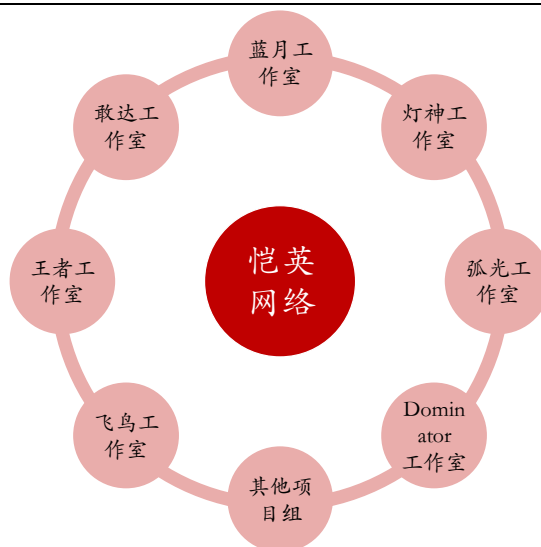


资料来源: iFind, 中银证券

研发团队实力深厚，积极扩张研发品类。公司拥有领先的自主研发技术平台和制作运营团队，主要集中在上海本部及浙江盛和两支经验丰富的研发团队；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，并且通过技术和美术中台层面实现了技术、素材和人员的统筹和共享。同时，公司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。

目前，公司已经在以《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》为代表的奇迹品类游戏研发领域积累了深厚实力，并不断向其他游戏品类扩张，未来有望打磨推出更多不同品类的精品游戏。

图表 16. 公司研发团队构成



资料来源: 公司官网, 中银证券

收购浙江盛和剩余 29% 少数股权，增强一体化研运能力。2023 年 5 月公司公告拟使用 5.70 亿元自有资金购买金丹良先生、陈忠良先生持有的浙江盛和 29% 股权，交易完成后公司最终将持有浙江盛和 100% 股权。

浙江盛和成立于 2011 年，是一家以网页游戏、手机游戏为核心，集合研发、运营、发行为一体的综合性轻娱乐互动企业。创立至今，浙江盛和打造了《蓝月传奇》、《王者传奇》、《原始传奇》等多款传奇类精品游戏，其中《蓝月传奇》最高单月流水突破 2 亿，2016 累计流水达 11 亿元；2022 年浙江盛和并入公司净利润 8.4 亿元，净利润贡献率 82.37%。本次收购将进一步提升公司的盈利能力，完善公司研发、发行体系，巩固“传奇类”IP 游戏的协同发展，增强公司在行业内的整体竞争力。

图表 17. 浙江盛和财务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
浙江盛和实现归母净利润（万元）	21,147.59	93,081.49	118,940.85
并入上市公司净利润（万元）	15,014.79	66,087.86	84,448.00
对上市公司净利润贡献率(%)	84.39	114.59	82.37

资料来源：公司公告，中银证券

12 款游戏已获版号，新游助力 23H2 业绩增长。截至 23Q2，公司储备产品近二十款，其中《永恒觉醒》、《龙腾传奇》等 12 款游戏已获得版号；《仙剑奇侠传：新的开始》、《归隐山居图》和《山海浮梦录》3 款游戏预计年内上线。新品类丰富，覆盖市场广阔，从恋爱向 RPG 到休闲卡牌、从二次元 AVG 到仙侠国风，下半年至明年有望为公司提供增量流水。

图表 18. 公司部分储备项目情况

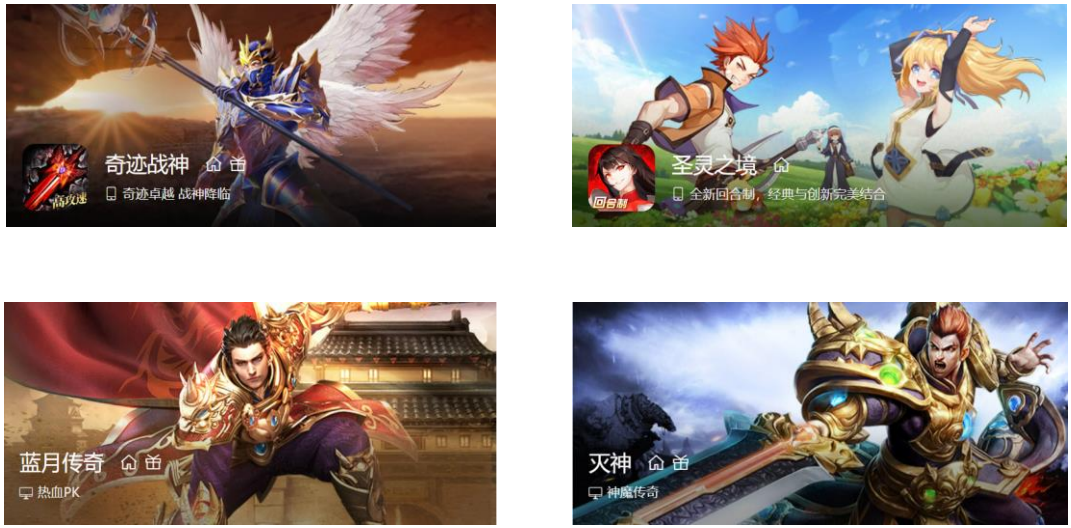
游戏名称	游戏类型	预计上线时间	版号
奇点时代	男性向恋爱养成	23Q2 已上线	有
龙神八部之西行纪	RPG	23Q2 已上线	有
石器时代：觉醒	策略养成	2023.7 删档测试	有
仙剑奇侠传：新的开始	RPG	23H2	有
归隐山居图	卡牌休闲	23H2	有
山海浮梦录	仙侠卡牌	23H2	有
图兰卡的挽歌	开放世界		有
纳萨力克之王	动作卡牌		有
一念永恒：少年追梦			有
龙腾传奇	传奇类		有
永恒觉醒	冒险		有
妖怪正传 2	RPG		有
代号：盗墓	A RPG		无
代号：斗罗	MMORPG		无
代号：转生史莱姆			无
代号：XW			无
代号：信长	A RPG		无

资料来源：公司公告，中银证券

发行实力雄厚，加码海外新方向

公司旗下 XY 游戏平台是国内知名精品游戏发行与运营平台，2012 年上线运营至今累计推出精品游戏逾百款，涵盖角色扮演、模拟应景、休闲竞技、战略策略等多种类型的手机、网页、H5 游戏，拥有广泛的用户群。其最早为公司研发的传奇品类页游提供发行运营服务，目前已从页游逐渐转向手游。XY 发行平台是公司发行端的基础，未来有望继续与公司研发端形成协同效应，维持业绩增长趋势。

图表 19. XY 平台部分游戏



资料来源: XY 平台, 中银证券

发行运营游戏表现亮眼, 平台流水稳步增长。公司靠页游起家, 从最早发行的《蜀山传奇》、《烈火屠龙》到《蓝月传奇》均取得了亮眼表现, 带领恺英进入“亿元流水”领域, 截至 2022 年《蓝月传奇》累计流水超过 40 亿, 其采用的精准营销手段已成为页游界经典案例; 手游方面, 公司完成“页转手”转型后, 多款游戏上线首日荣登榜一、首月流水过亿, 目前公司手游累计流水已突破 10 亿美金大关。

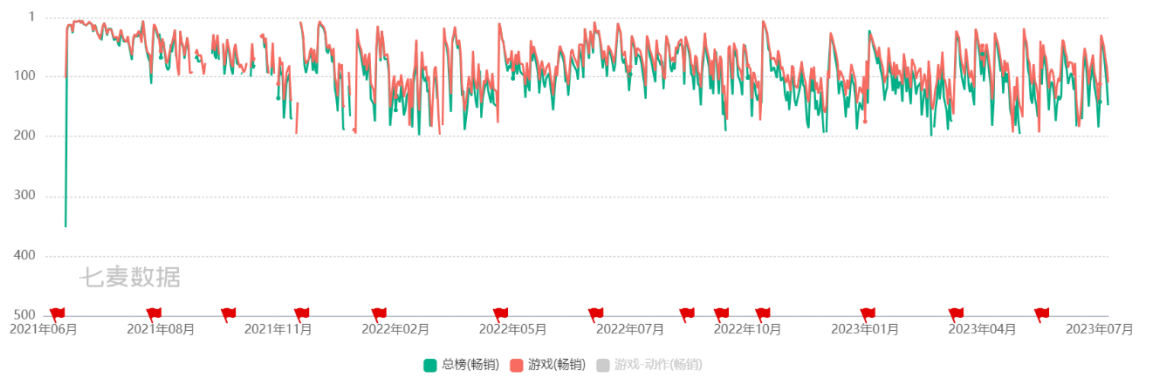
图表 20. 公司发行运营游戏表现

游戏类别	发行时间	游戏名称	游戏表现
页游	2012	《蜀山传奇》	月流水突破 4,500 万, 累计流水 10 亿。
	2013	《烈火屠龙》	月流水突破 3,500 万, 累计流水 6 亿。
	2014	《三国乱世》	月流水突破 3,500 万, 累计流水 12 亿+。
	2016	《蓝月传奇》	单月流水破 2 亿元, 当年流水破 11 亿元。
	2014	《全民奇迹》	国内累计突破 2.1 亿用户, 全球累计流水突破 83 亿元。
手游	2017	《王者传奇》	华为畅销榜连续 8 个月第一。
	2017	《敢达争锋对决》	中国 TOP1 3D 格斗敢达 App Store 多次推荐。
	2018	《战舰世界闪击战》	全球 App Store 推荐, 220 个国家 Google Play 推荐。
	2020	《高能手办团》	国内上线首月即流水过亿。
	2021	《魔神英雄传》	上线首日即登入 iOS 免费榜第一及畅销榜第七。
	2021	《零之战线》	上线首日取得 iOS 免费榜第一。
	2021	《敢达争锋对决》	香港、台湾地区上线后迅速取得 iOS 免费榜第一。
	2022	《天使之战》	上线首月流水过亿。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 伽马数据, 中银证券

树立全球化策略, 游戏出海初见成果。公司积极响应政府政策, 推动中华文化“走出去”, 布局海外游戏发行推广运营, 并且荣获“2021-2022 年度国家文化出口重点企业”。公司出海游戏先锋《敢达争锋对决》真实呈现了《机动战士敢达》的场景, 在港台地区表现良好, 中国香港地区上线后前 20 日 IOS 畅销榜前 10 名、最高排名第 6, 免费榜排名第 1; 中国台湾地区上线后也来到免费榜排名第 1 的位置。

图表 21. 香港《敢达争锋对决》排名情况



资料来源：七麦数据，中银证券

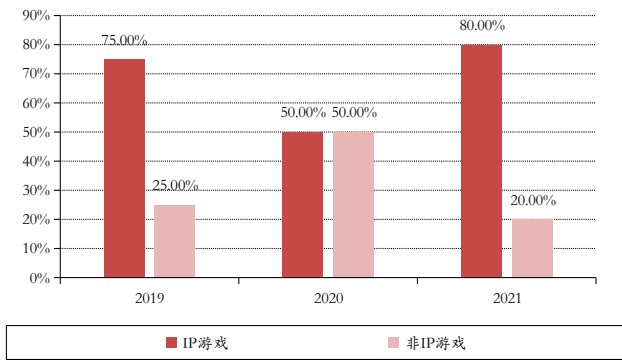
未来，公司将聚焦于用全球化语言描绘中国故事和中国 IP，加强海外发行团队建设，坚持精品化运营，争取在文化输出和海外本土 IP 的双向发力下加速海外流水的增长，在发行地区层面，公司将侧重欧美、日韩、东南亚等地区。此外，公司参股企业数字浣熊研发产品《妖怪事务所》以及余烬科技研发产品《Evotinction》均将由公司负责海外发行，公司的海外业务团队将不断壮大，影响力有望持续提升。

“传奇+创新”双轮驱动，打造投资+IP 竞争壁垒

“传奇”IP 历久弥新，市场价值不容小觑

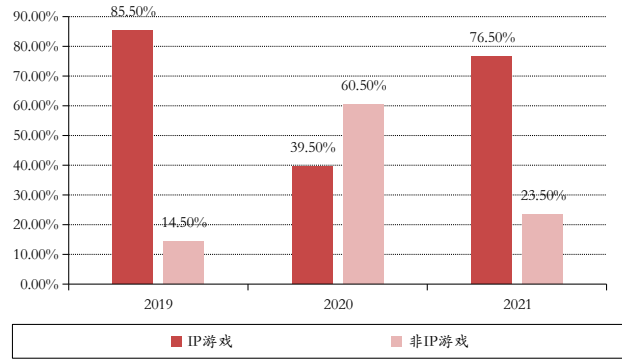
IP 游戏在存量市场的游戏竞争中更具优势。随着当前国内游戏市场增速降低以及用户渗透率接近峰值，IP 游戏自带粉丝基础的优势得以体现，可以避免在存量市场中耗费大量精力吸引新用户。据伽马数据，2019、2021 年是 IP 游戏在手游市场集中爆发的两年，2019 年入榜流水 Top100 新游中 IP 游戏数量占比和流水占比分别为 75%、85.5%；2021 年入榜流水 Top100 新游中 IP 游戏数量占比和流水占比分别为 80%、76.5%。同时 IP 游戏的开发难度和风险相较于原创游戏也相对较低。

图表 22. 国内手游流水 Top100 中 IP 游戏数量占比



资料来源：伽马数据，中银证券

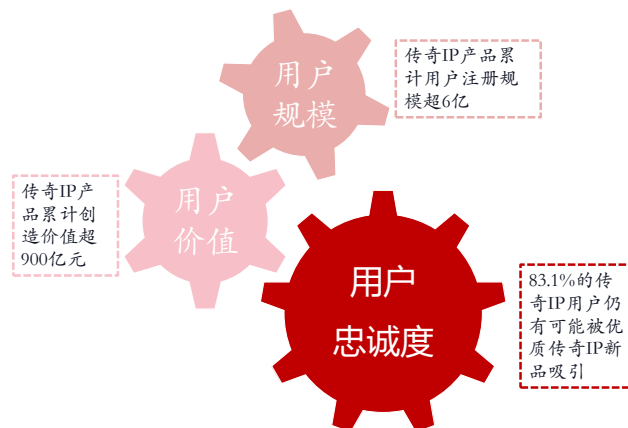
图表 23. 国内手游流水 Top100 中 IP 游戏流水占比



资料来源：伽马数据，中银证券

传奇 IP 潜在价值较高。传奇 IP 运营至今已超过 20 余年，被盛趣游戏引入国内后影响力持续提升，逐步衍生为国内最具影响力的 IP 之一，目前在手游领域中每年产生约百亿元流水。从用户规模看，传奇 IP 持续在客户端、网页游戏、移动游戏积累用户，累计用户注册规模已超 6 亿人次；从用户价值看，传奇 IP 游戏主要受众群体为 80 后，具备较强付费能力；据伽马数据，传奇 IP 产品累计创造价值超 900 亿元，国内流水 10 亿级以上的 IP 游戏中，传奇 IP 的产品数量位居第一；从用户忠诚度看，传奇 IP 的用户粘性高，超八成老用户愿意尝试传奇 IP 新产品，对传奇 IP 具有浓厚情怀。

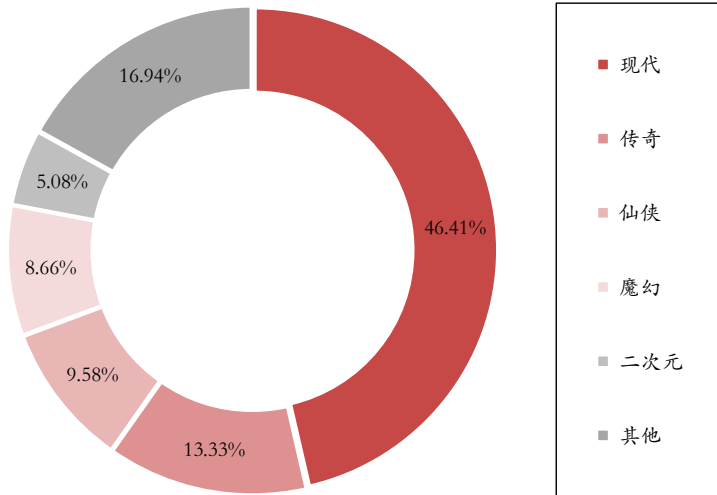
图表 24. 传奇 IP 依旧具备潜在价值



资料来源：伽马数据，中银证券

买量是 IP 游戏发行商获取市场的重要方式，传奇 IP 游戏在买量市场扮演重要角色。厂商利用传奇 IP 知名度，配合丰富的营销买量经验，使传奇 IP 游戏在买量上更具优势。据 DataEye，2021 年传奇 IP 游戏买量占整个移动游戏市场的 13.33%，在所有题材中排名第二；2022 年二季度传奇游戏素材投放量同比第一季度上涨 31%，依旧保持高热度。

图表 25. 2021 各游戏题材投放占比分布

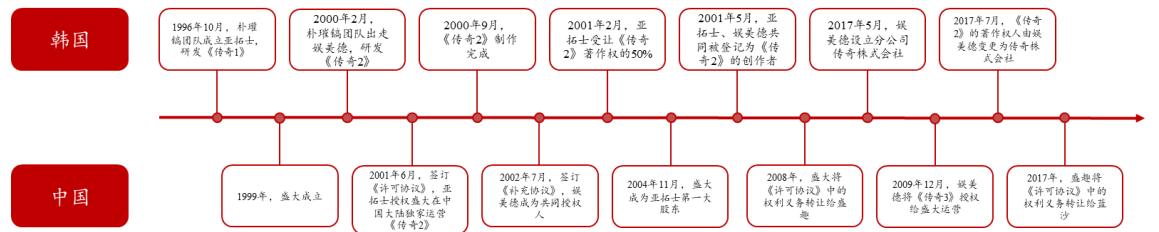


资料来源: DataEye, 中银证券

传奇 IP 版权之争, 恺英联手盛大降低纠纷风险

1996 年, 亚拓士在韩国成立, 其核心员工朴瑾镐团队在随后几年开发和上线了一款名为《传奇 1》的游戏。2000 年伊始, 正在研发续集的朴瑾镐带领团队离开亚拓士, 转而成立娱美德公司。当年 9 月, 《传奇 2》上线。由于亚拓士公司和娱美德公司先后参与了《传奇 2》的研发, 二者均被登记为该游戏的著作权人。尽管两位著作权人都由朴瑾镐团队成立, 但彼此间在《传奇 2》爆火所带来的巨大利益面前各怀想法, 在利益分配、对外授权等问题上不断分歧, 再加上源码泄露、私服横生等问题, 一系列围绕二者单方授权和单方维权的纠纷孕育而生。

图表 26. 传奇 IP 在韩国的发展



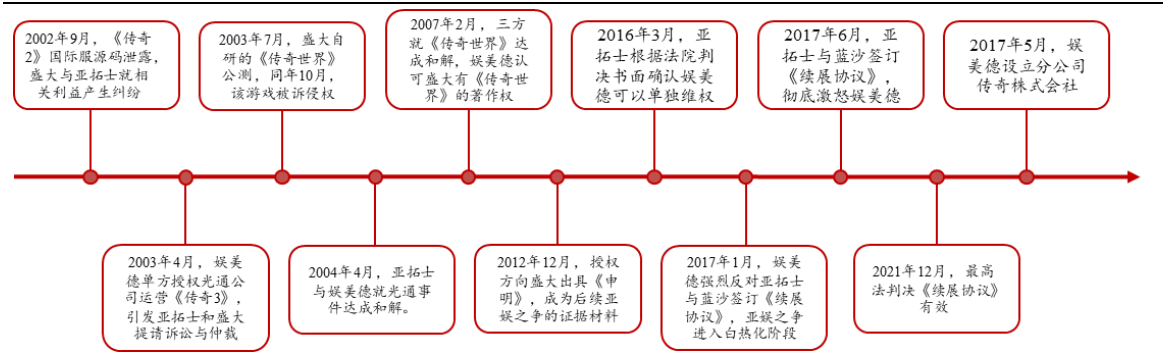
资料来源: 维基百科, SaaS 1919, 中银证券

2001 年, 亚拓士与盛大签订了《软件许可协议》, 授权盛大在中国大陆地区独家运营《传奇 2》。次年, 娱美德通过《补充协议》加入授权双方, 并约定亚拓士代表双方行使一切权利。2002 年 8 月, 盛大将《传奇 2》改名为《热血传奇》, 并在同年 11 月申请注册与该游戏相关的商标, 这些行为引起了娱美德的不满并认为盛大侵犯了他们的权益。此外, 娱美德未经亚拓士同意单独向光通公司授权开发《传奇 3》, 导致盛大利益受损并引发了一系列的诉讼, 而娱美德以盛大擅自改名和抢注商标为由反诉盛大。

2003 年 7 月, 盛大自主研发的《传奇世界》开始公测。娱美德和亚拓士称该游戏侵犯《传奇 2》的著作权。关于《传奇世界》的诉讼一直持续到 2007 年, 最终双方达成和解, 并制作了《调解书》。在和解协议中, 盛大收购了亚拓士 29% 的股份并掌握了其控制权, 而亚拓士持有娱美德 40% 的股份。为了摆脱亚拓士和盛大的控制, 娱美德同意转让亚拓士所持有的股份, 并承认盛大拥有《传奇世界》的著作权。这一和解结果引发了大量关于正版和盗版的争议与更多的诉讼。同时, 娱美德也不再受亚拓士的控制, 为之后对亚拓士和盛大提起诉讼奠定了基础。

后续亚拓士与娱美德就单方授权权利产生争议。2012年，盛大让娱美德与亚拓士签署了《申明》以确认《补充协议》的有效性，这两份文件后来成为亚拓士单方签约的重要依据。2017年，娱美德向亚拓士发函反对与蓝沙的续约，并通过单方授权给恺英网络及其子公司、时与光、苏州仙峰等公司，作为对亚拓士单方授权的抗议和回应。期间，**亚拓士和娱美德相互提起大量诉讼，就对方的单方授权行为进行争论。**最高人民法院认为娱美德的单方授权并不必然无效，而需要结合案件证据对合同效力进行审查。2017年5月，娱美德（现更名为“株式会社传奇”）向蓝沙发出终止续约通知，然而这一请求被蓝沙迅速否认。6月30日，亚拓士与蓝沙签署了《续展协议》，引发了亚拓士与娱美德之间的纠纷进一步升级。

图表 27. 传奇 IP 在中国的发展



资料来源: SaaS 1919, 中银证券

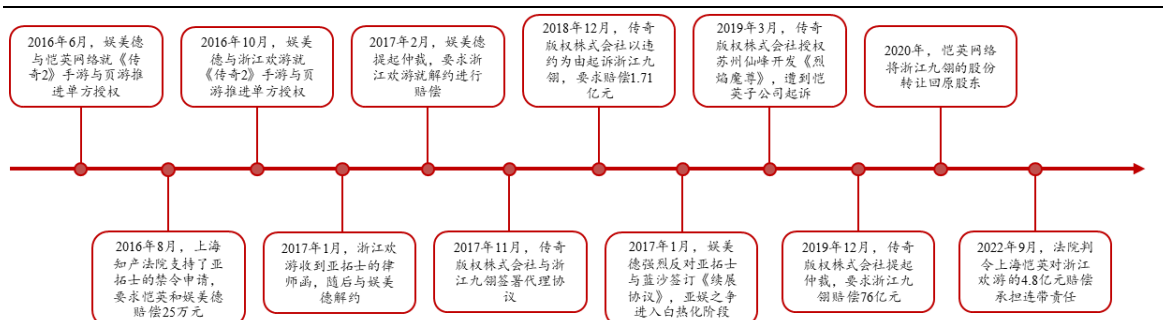
亚娱之争下，恺英网络及其子公司因单方授权和违约而陷入诉讼。2016年，娱美德分别与恺英网络及其子公司浙江欢游签订许可协议，就《传奇2》手游与页游单方授权，此举遭到亚拓士的不满。最终，恺英网络赔偿亚拓士25万元并停止使用与娱美德签订的IP授权权。而娱美德方在收到解约通知后，要求浙江欢游支付违约赔偿4.8亿元，恺英网络承担连带责任。此外，恺英网络的控股子公司浙江九翎因违反《热血传奇HTML5游戏许可协议》、所运营产品《传奇来了》和《龙城战歌》侵权而被娱美德提请诉讼和仲裁。

最高法落槌，恺英联手盛大，九翎剥离完毕，欢游进入执行。2021年底，最高人民法院裁定亚拓士与蓝沙签署的《续展协议》有效，支持了盛大在中国大陆对《传奇2》游戏的独家授权，为长达二十余年的传奇纠纷画上了句号。同时，恺英网络与盛大的合作越发紧密，双方多次签署战略合作协议，并共同成立盛同恺公司，专注于IP合作。这使得恺英网络所面临的诉讼风险减少并有望增加从传奇IP中获得的收益。

浙江九翎方面，上海恺英已在2020年以低价将持有的股份全部转让回原股东，摆脱了相关风险。而关于浙江欢游违约引发的赔偿问题，上海市高级人民法院判决上海恺英对4.8亿赔偿金承担连带责任，但恺英方对此结果不满，并表示将申请复审以维护自身利益。考虑到案件涉及的利益较为复杂，如果双方能提供新的证据材料，上海恺英仍有可能解决连带债务。

总之，随着与盛大的深入合作和之前纠纷的逐渐解决，恺英网络所面临的诉讼风险持续下降，未来将更多精力投入业务发展。

图表 28. 恺英网络与传奇 IP 相关时间线

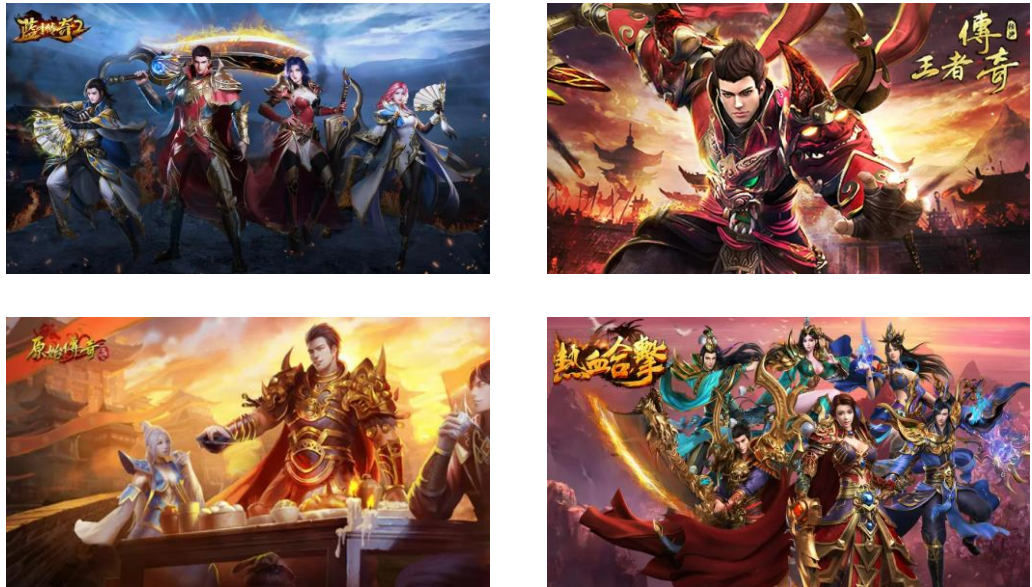


资料来源: SaaS 1919, 36Kr, 中银证券

传奇类产品线丰富，公司基本盘牢固

公司在传奇类游戏中拥有高竞争壁垒。1) 公司联合盛趣游戏成立盛同恺网络科技有限公司，拥有《传奇》和《传奇世界》IP 的手游授权运营，促使 IP 授权更加完整；2) 公司已在传奇类游戏深耕十余年，成功塑造了众多传奇品类经典产品，包括《蓝月传奇》、《王者传奇》、《原始传奇》、《热血合击》等，发行运营传奇游戏经验丰富，为公司持续提供业绩支持，巩固公司基本盘；3) 公司因地制宜选择不同发行模式。一方面，自有的头部游戏发行平台可以与公司研发实现协同效应，另一方面，公司与贪玩游戏等外部发行平台达成了深度合作，优势互补。4) 持续推进传奇类新游研发。公司旗下新游《龙腾传奇》已获得版号，有望在上线后为公司提供业绩贡献。

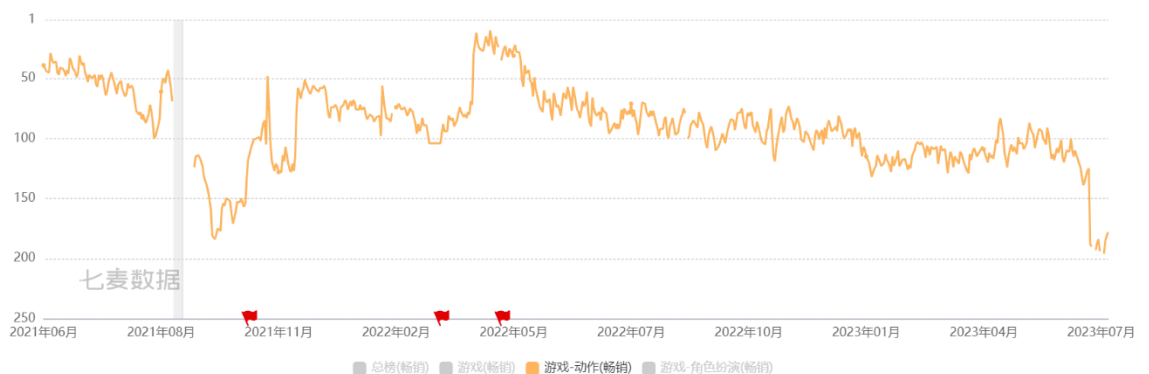
图表 29. 公司部分传奇产品矩阵



资料来源：公司官网，中银证券

传奇类游戏《原始传奇》由公司自主研发，由贪玩游戏独家发行，于 2020 年上线。首月在 IOS 中国区的游戏免费榜单排名第 7，安卓主流渠道中的华为、oppo、vivo、应用宝等都在新游推荐 Top5。

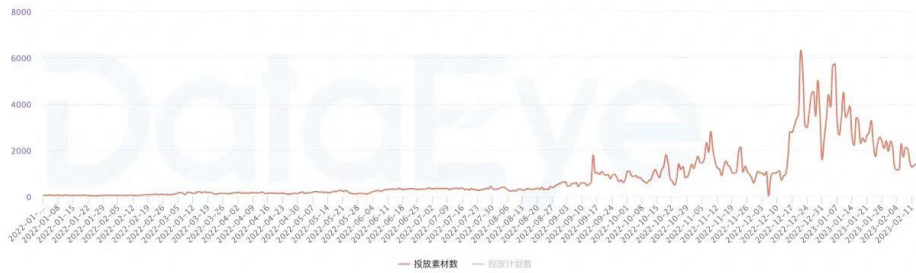
图表 30. 《原始传奇》近两年 IOS 端排名



资料来源：七麦数据，中银证券

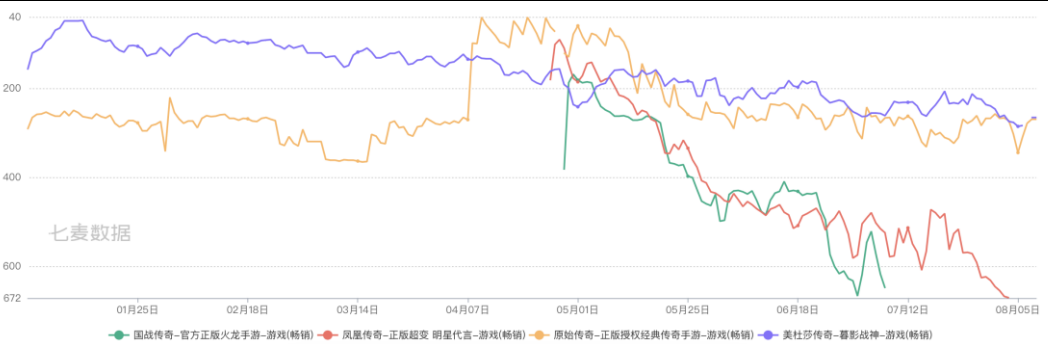
买量经验丰富，营销打法新颖高效。2021 年《原始传奇》共投放 8074 个素材，位居市场第六位。在上线的 100 天内，《原始传奇》推出了古力娜扎、甄子丹等 4 位明星代言人，同时，游戏邀请多位短视频平台达人，重点体现传奇 IP 情怀，吸引老玩家。由下图可以看出，22 年 7 月公司在直播上已摸索出经验，直播场数变化不大的同时点赞数增长较快，配合公司一系列明星/网红的联动，游戏的搜索热度在 7 月有了明显提升。公司通过自身在传奇类游戏积累的丰富经验，把控品质的同时配合高效新颖的营销打法，成为传奇游戏中的佼佼者，未来有望成长为长周期头部产品。

图表 31. 《原始传奇》素材投放趋势



资料来源: DataEye, 中银证券

图表 32.4 款传奇产品 iOS 畅销榜对比图



资料来源: 七麦数据, 中银证券

内生外延多点开花，助力公司长期发展

加强年轻化 IP，探索更多游戏品类。公司坚持双轮驱动策略，一方面，由于传奇类游戏市场较为成熟稳定，业绩收入贡献度较好，公司将继续保持原有传奇领域的优势地位；另一方面，公司将在新品类上继续发力，增大公司的利润空间。目前公司通过内生+外延形成丰富 IP 矩阵，其中包括“蓝月”、“斗罗大陆”、“盗墓笔记”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”“机动战士敢达系列”等；基于这些年轻化 IP 推出《敢达争锋对决》、《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、《魔神英雄传》等游戏，涵盖多种题材和品类，完成从零到一的突破。

图表 33. 公司主要 IP 矩阵



资料来源: 公司官网, 中银证券

内部孵化“蓝月”IP，横向拓展内容形式。公司以《蓝月传奇》为基础，孵化出标杆级IP“蓝月”，并将其横向拓展至文学、影视、剧本杀等多种内容形式，不断深化“蓝月”影响力。文学方面，公司与中国网络作家村合作，签约作家下令楠（笔名：洛城东）推出连载网文《蓝月纪元》；影视方面，公司于2020年在腾讯视频上线《蓝月》电影；并且公司还推出IP衍生剧本杀《蓝月传奇·赤月劫》。目前，“蓝月”IP已形成完整世界观和剧情，积累了众多忠实粉丝，有望多方位为公司创造利润。

图表 34. 小说《蓝月纪元》



资料来源：公司官网，中银证券

图表 35. 电影《蓝月》



资料来源：公司官网，中银证券

尝试二次元品类手游，表现达到预期。卡牌类游戏《魔神英雄传》作为经典IP“魔神英雄传”全球首款正版授权手游取得亮眼表现，预下载位列iOS免费榜榜首，上线次日升至畅销榜第7；根据“机动战士敢达系列”IP研发的《敢达争锋对决》在港澳台地区表现优秀，凭借其收集养成体系和实时联机对战模式深受用户喜爱，2021年上线后迅速取得香港地区和台湾地区iOS免费榜第一。

图表 36. 《魔神英雄传》游戏画面



资料来源：XY游戏，中银证券

图表 37. 《敢达争锋对决》游戏画面



资料来源：XY游戏，中银证券

公司着眼未来，积极孵化打造自有国风IP。由于日漫等成熟IP自带粉丝群体，受众广泛且拥有庞大流量，因此上线推广及运营较为容易，但长期来看自有IP不仅节省版权费等相关费用，IP运营也更为自由方便，未来可想象空间更大。公司已开始打造国风题材IP“岁时令”，国风题材少女漫画“百工灵”等。

“岁时令”是国内首创的中国节日拟人题材绘本式科普漫画，涵盖了有关中国传统岁时传说、习俗、美食、诗歌、国外影响等内容；“百工灵”主要立足于弘扬中华传统手工艺，通过温馨的故事与精美的科普漫画，探讨丰富的手工艺对于人类社会的价值，旨在加强年轻一代对于传统文化的关注与认知。公司国风IP与我国传统文化相契合，配合精美画风，已获得较高人气。未来公司计划推出电影、动漫、实体出版物、有声书、短视频、实体周边等IP衍生品，实现IP的书、漫、影、游全链路开发。

图表 38. 国风 IP 《岁时令》



资料来源：公司官网，中银证券

图表 39. 国风 IP 《百工灵》



资料来源：公司官网，中银证券

战略投资定位清晰，丰富公司产品矩阵。公司以深度战略协同、反哺产业为核心目的，通过对外投资拥有差异化特色及创意玩法的研发工作室，进一步补充公司产品线，为游戏主业赋能。公司主要投资的企业包括心光流美、沧溟网络、数字浣熊、星跃互动、光粒网络、终极幻境、仟憬网络、动钛网络等，目前已经积累了诸多二次元、科幻等品类的优质 IP，带来了丰厚的投资回报。

图表 40. 公司主要 IP 矩阵

 《高能手办团》	 《妖怪正传1》 《妖怪事务所》 《喵话西游》 《妖怪正传2》	 《无尽银河》 《诺弗兰物语》
 《玄中记》	 《王牌星舰》 《沙丘争霸》	 《奇点物语》  《前进之路》 《Grok!》

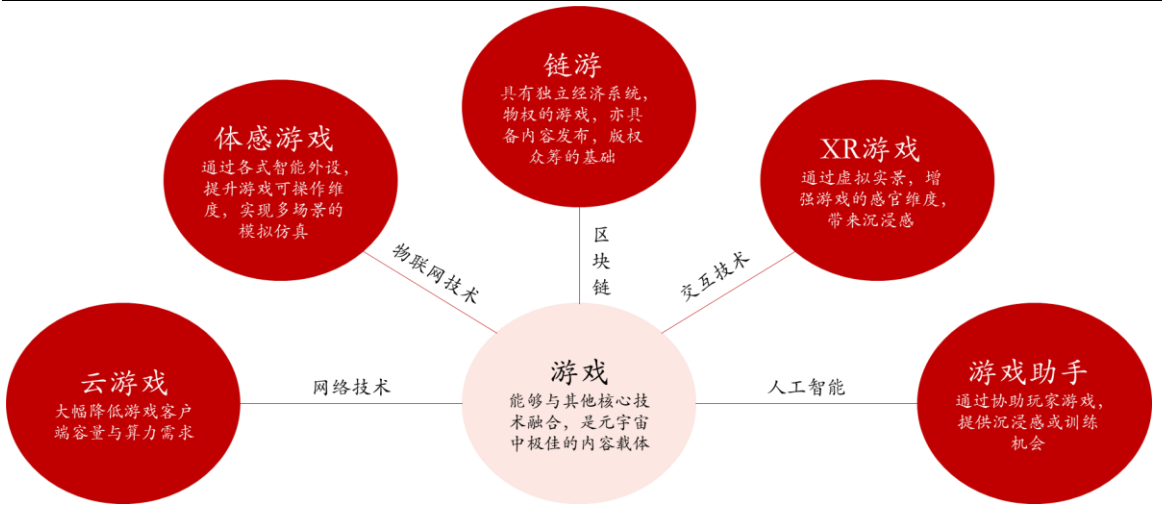
资料来源：公司官网，中银证券

软硬兼备布局 VR，元宇宙游戏新风口

VR 助力元宇宙发展，行业发展未来可期

游戏为近中期元宇宙概念的最佳载体。元宇宙作为真实世界的扩展与延伸，是一个和现实世界互通、平行的在线虚拟世界。元宇宙虚拟、交互、科幻的特质极为适合游戏，其本身带有游戏娱乐的延伸意味；目前，通过将元宇宙相关核心技术与现有游戏体系相结合已产生链游、XR 游戏、体感游戏等新兴品类，尽管各类游戏发展阶段均有较大区别，但是元宇宙相关概念通过与游戏相结合逐步转变为现实已是大势所趋。

图表 41. 游戏是元宇宙概念最佳载体

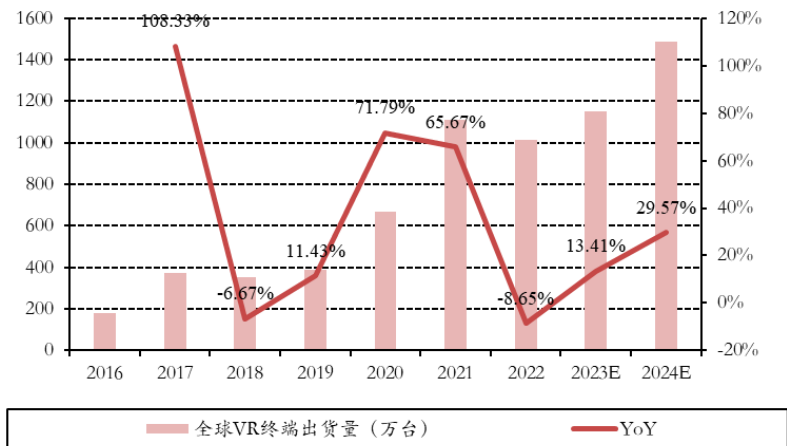


资料来源：递途元宇宙，中银证券

VR 等交互设备是元宇宙中用户感知虚拟世界的基础。交互设备为元宇宙用户提供高质量的沉浸式虚拟现实体验感，打破时空的壁垒与束缚，实现虚实空间的融合，赋予元宇宙“虚拟共生”的特质。VR 设备不仅给游戏的交互形式、内容质量带来变革，而且带来了更为便捷的虚拟世界入口，助力游戏一步步突破时空限制。

全球 VR 头显出货量在波折中增长。据 VR 陀螺数据，由于电子消费整体疲软，2021 年全球 VR 出货量 1014 万台，同比降低 8.65%，但随着技术提升和优质内容所带来的用户端需求增加，预计 2024 年出货量达 1490 万台，2022-2024 年 CAGR 21.22%，VR 头显行业将迎来持续增长期。

图表 42. 全球 VR 终端（不含眼镜盒子）出货量及增速



资料来源：VR 陀螺，中银证券

2023年6月6日，苹果发布首款MR头显设备Apple Vision Pro，预计2024年初发售。相比以往XR设备，在参数提升外，Apple Vision Pro颠覆了传统的交互、内容展示方式，有望成为新一代的行业标准。在交互方面，苹果定义了“空间计算”概念，该产品不配备任何手持控制器，转而采用了围绕眼神、手势和语音的新型交互方式，从显著拓宽应用场景。在内容展示方面，Apple Vision Pro在通信、办公工具、3D摄影与展现等方面做出了探索，显著提升沉浸感的同时，有望助力XR设备脱离娱乐产品的标签，凭借其广泛的开发者生态，我们预计Apple Vision Pro将在上线后对MR行业内容供应和行业发展产生广泛影响，激发MR内容与应用的想象力。

图表 43. 苹果首款 MR 头显设备 Apple Vision Pro



资料来源: Wirecutter, 中银证券

前瞻性投资相关公司，内外兼修静待成功

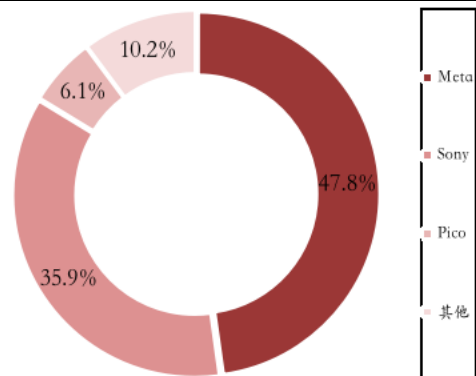
投资大朋 VR，前瞻性布局元宇宙领域。大朋 VR 是国际领先的 VR 设备商，根据 Counterpoint, 22Q4 大朋旗下 XR 设备出货量居全球第二，市占率为 7%；公司拥有数百项 VR 相关专利，产品包括 VR 一体机、VR 头盔、VR 党建定制一体机三大硬件产品线。2015 年，恺英网络全资子公司上海恺英前瞻性入股乐相科技（大朋 VR），另外，2022 年 6 月大朋 VR 宣布发力全球 C 端市场，即将推出新一代基于机器视觉技术的 6DoF “游戏级” VR 产品。我们认为，未来公司凭借优质游戏内容和 IP 有望与大朋 VR 实现协同效应，为业绩持续增长提供新驱动力。

图表 44. 大朋 VR 产品矩阵

P 系列		E 系列	
			
P1 Ultra 4K (4G/5G)	(\$699-899)	E4	(\$549)
P1 Ultra 4K	(\$599)	E3 4K	(\$378-388)
P1 Pro 4K	(\$398)	E3C	(\$298-308)
P1 Pro Edu	(\$300)		
P1 Pro	(\$298)		
P1 专业教育	(\$398)		
P1	(\$198)		

资料来源: DPVR, 中银证券

图表 45. 2023Q1 全球 VR 头显出货量市场份额



资料来源: IDC, 中银证券

成立合资公司，夯实 VR 游戏内容。2022 年 4 月，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，其中上海恺盛持股 60%，幻世科技持股 40%。幻世科技成立于 2020 年，公司专注于 VR/AR/MR 游戏、H5 游戏内容开发，团队开发了音乐节奏游戏《开心鼓神》、多人对战机甲格斗游戏《激战纪》和三消类《Greedy Crush》三款自研 VR 产品，在 VR 游戏领域具备丰富经验。新成立的上海臣旒也将聚焦 VR 游戏，截至 22Q3，其已有一款在研动作竞技类 VR 游戏。

图表 46. 幻世科技《开心鼓神》游戏画面



资料来源: PlayStation, 中银证券

图表 47. 幻世科技《激战纪》游戏画面



资料来源: PlayStation, 中银证券

此外，公司计划推出传奇 VR 赛事直播，在电竞领域打造传奇 VR 电竞平台，扩展 VR 游戏品类。截至 2022 年 11 月，已完成传奇场景的 3D 全景沉浸式体验、体感操控、多人语音交流和传奇赛事直播等内容的开发。恺英网络积极探索 VR 游戏创新发展，努力拓展多元游戏，并加强在 VR 内容研发和硬件等多个领域的布局。公司具备全链路布局的优势，积极探索 VR 领域的发展。

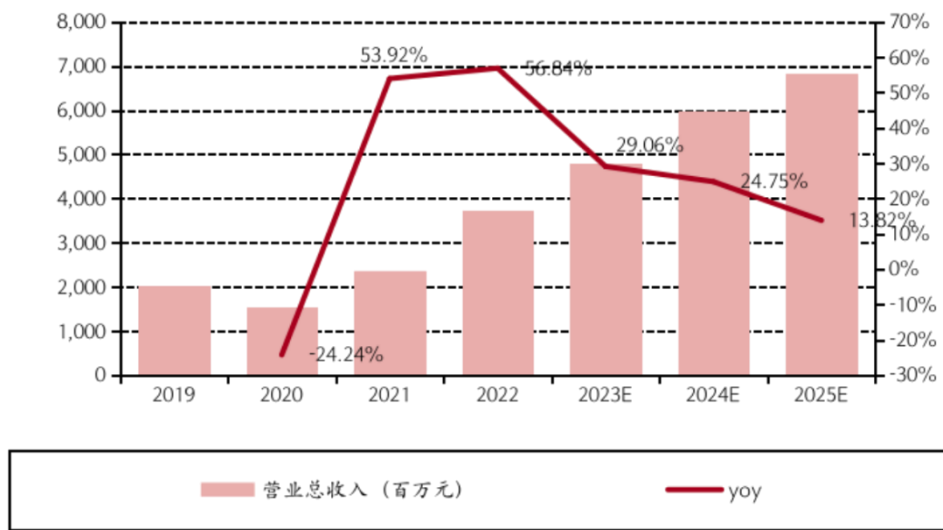
在 AIGC 方面公司也已有布局。子公司上海恺英软件技术有限公司与复旦大学签署《软件定制开发协议》，双方将共同探索将 AIGC 技术运用到游戏产品研发中，从而提高游戏产品体验。目前正在开发的斗罗大陆 IP 手游将有望实现 AIGC 技术在 AI NPC 上的应用。

盈利预测及估值

盈利预测

随着游戏市场整体回暖，公司已发行游戏流水稳定表现优秀，储备产品丰富且版号获取节奏稳定，预计公司业绩进入稳定增长阶段。23H1 公司已上线新游《龙神八部之西行纪》，此外我们预计《仙剑奇侠传：新的开始》、《归隐山居图》和《山海浮梦录》三款游戏将于 23H2 陆续上线，将为后续游戏业务贡献增量。公司版号储备丰富，有望持续贡献业绩；IP 游戏布局逐渐展开，自主孵化国产 IP 的同时积累的大量 IP 授权将打造新一代精品 IP 矩阵。我们预计 2023/24/25 年公司总收入 48.08/59.98/68.27 亿元，同比增长 29.06%/24.75%/13.82%。

图表 48. 恺英网络营业收入预测

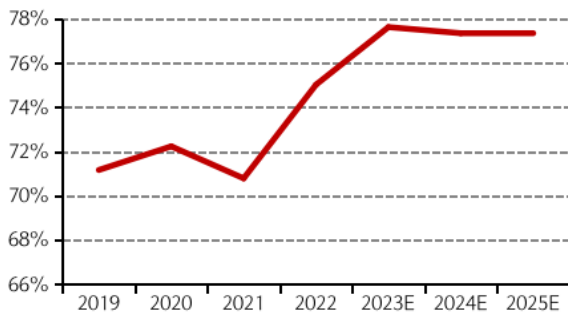


资料来源：公司公告，中银证券预测

预计手游业务将继续作为公司业务核心持续增长，毛利率维持高位，该业务毛利率对公司综合毛利率贡献较大，预计后续公司整体毛利率将维持在 78% 左右。

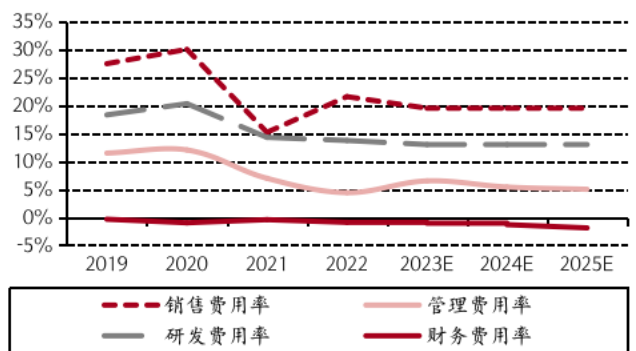
费用方面，2023 年起我们预计公司降本增效管理策略趋近稳定，管理、研发人员方面不再有较大变动，随着发行策略优化，销售、研发和管理费用率基本保持稳定并随着公司经营效率的提升小幅变动。

图表 49. 恺英网络毛利率情况



资料来源：公司公告，中银证券预测

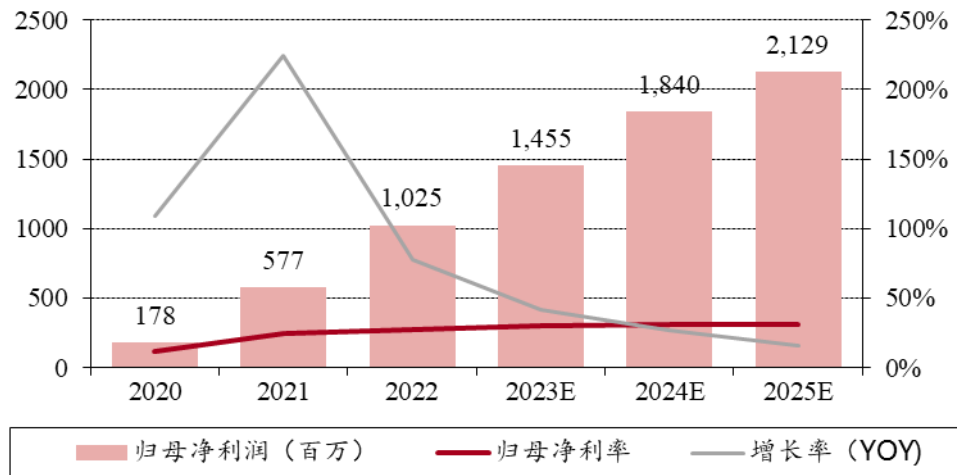
图表 50. 恺英网络各项费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

归母净利润回归稳健增长，净利率有望小幅提升。随着公司经营状况步入正轨，归母净利率将逐步回归正常区间，恺英产品储备丰富，IP 质量较高，整体归母净利润有望保持稳定增长。随着 AIGC 对游戏产业的赋能以及 VR 业务带来的新增量，公司归母净利率有望保持上升态势。我们预计 2023/24/25 年归母净利润分别为 14.54/18.40/21.29 亿元，同比增长 41.88%/26.51%/15.67%，归母净利率为 30.25%/30.68%/31.18%。

图表 51. 恺英网络归母净利润及归母净利率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

公司经营状况步入正轨，业务稳健发展。2020 年起公司对核心管理层与战略规划进行调整，公司经营重回正轨，于 2021 年实现归母净利润 5.77 亿，同比增长 224.14%。2022 年公司多款游戏表现良好，保持高速增长。现阶段公司产品储备丰富，原有传奇类基本盘稳固，并顺利开拓二次元品类作为新增长点，预计将维持稳健增长态势。

中远期公司积极拥抱 AIGC，在降本增效外有望迎来新的增长点，同时公司凭借其在 XR 硬件以及内容方面多年持续布局，有望在 XR 产业蓬勃发展持续获取业绩增量。

图表 52. 恺英网络财务数据预测

(人民币 百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,375.30	3,725.53	4,808.29	5,998.40	6,827.14
移动游戏	2,247.76	3,157.42	4,188.07	5,365.45	6,177.36
信息服务	0	463.53	533.06	559.71	587.7
网页游戏	127.53	87.10	69.68	55.74	44.6
其他	0.02	17.49	17.49	17.49	17.49
毛利润	1,681.25	2,794.77	3,732.21	4,639.40	5,273.89
毛利率(%)	70.78	75.02	77.62	77.34	77.25
销售费用率(%)	15.18	21.56	19.50	19.50	19.50
研发费用率(%)	14.28	13.72	13.00	13.00	13.00
行政费用率(%)	6.96	4.04	6.50	5.40	5.00
归属于母公司净利润	576.73	1,025.17	1,454.53	1,840.11	2,128.55

资料来源：公司公告，中银证券预测

估值

由于恺英网络主营业务基本局限在网络游戏领域，对于其估值，我们选取了市场上主流的上市游戏公司：世纪华通、电魂网络、掌趣科技、三七互娱、完美世界、吉比特、姚记科技、巨人网络、神州泰岳、盛天网络、心动公司、腾讯、网易，以 PE 进行估值。

游戏业务可比公司的 2024 年 PE 平均值为 19.42 倍。对比以上公司，恺英网络具备稳健的传奇类游戏基本盘，储备二次元优质 IP 丰富，较多产品储备即将陆续上线，考虑到版号发放正常化，且预计 23H2 年宏观消费环境有望有所提振，我们预计 2023/24/25 恺英网络归母净利润 14.55 / 18.40 / 21.29 亿元，对应 PE 23.16/18.31/15.83 倍。首次覆盖，给予买入评级。

图表 53.可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币)	总市值(当地货币, 亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002602.SZ	世纪华通	5.53	412.13	18.06	23.75	35.31	22.83	17.35	11.67
603258.SH	电魂网络	34.30	83.96	3.70	4.30	4.70	22.70	19.52	17.86
300315.SZ	掌趣科技	5.71	157.45	1.93	5.14	6.87	81.58	30.63	22.92
002555.SZ	三七互娱	27.53	610.58	33.29	39.83	45.25	18.34	15.33	13.49
002624.SZ	完美世界	15.05	291.97	16.20	19.41	22.20	18.02	15.04	13.15
603444.SH	吉比特	459.80	331.24	16.65	19.54	21.69	19.89	16.95	15.27
002605.SZ	姚记科技	33.83	139.29	7.04	8.80	10.62	19.77	15.83	13.11
002558.SZ	巨人网络	14.47	290.11	12.23	14.44	17.20	23.72	20.10	16.87
300002.SZ	神州泰岳	10.62	208.27	7.15	8.63	10.22	29.14	24.14	20.39
300494.SZ	盛天网络	17.47	85.43	3.02	3.85	4.69	28.26	22.22	18.21
2400.HK	心动公司	17.16	82.45	1.57	4.34	7.72	48.05	17.41	9.78
0700.HK	腾讯控股	334.80	31,994.29	1,468.88	1,731.41	1,952.08	19.97	16.94	15.02
9999.HK	网易-S	168.20	5,811.51	234.20	253.62	283.39	22.75	21.00	18.80
平均值							28.85	19.42	15.89
002517.SZ	恺英网络	15.65	336.87	14.55	18.40	21.29	23.16	18.31	15.83

资料来源：可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期，三七互娱、完美世界、吉比特、心动公司、恺英网络来自中银证券预测

注：收盘价时间为北京时间 2023 年 8 月 8 日收盘

风险提示

- 宏观经济增速放缓，居民消费意愿和水平下滑，游戏作为异种线上精神娱乐消费，其增速有可能受到宏观环境限制。
- AIGC、XR 等相关领域目前发展空间较大，市场对产业链有较为乐观的预期，但后续关键技术的发展尚未明朗，难以排除后续遭遇技术瓶颈的可能性。
- 游戏产业新游戏上线时间不确定，具体产品表现存在不及预期可能，在多方面因素影响下产业内游戏收入有可能大幅下滑。
- 游戏产业监管以及扶持政策近年来变化较多，新技术相关监管政策正在制定过程中，不排除行业政策收紧以及超预期的监管措施出台的可能性。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,375	3,726	4,808	5,998	6,827
营业成本	694	931	1,076	1,359	1,553
税金及附加	18	18	24	30	34
销售费用	361	803	938	1,170	1,331
管理费用	165	164	313	324	341
研发费用	339	511	625	780	888
财务费用	(10)	(34)	(51)	(79)	(130)
资产减值损失	(20)	(36)	0	0	0
营业利润	906	1,341	1,999	2,529	2,926
营业外收入	38	530	0	0	0
营业外支出	8	487	0	0	0
利润总额	936	1,384	1,999	2,529	2,926
所得税	92	23	60	76	88
净利润	844	1,361	1,939	2,453	2,838
归母净利润	577	1,025	1,455	1,840	2,129
EPS(调整后, 摊薄)	0.27	0.48	0.68	0.85	0.99

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,178	2,551	3,969	6,510	9,120
交易性金融资产	163	0	0	0	0
应收票据及应收账款	761	858	1,252	1,381	1,616
预付款项	322	229	269	340	388
存货	16	10	19	18	25
流动资产合计	2,737	3,948	5,940	8,696	11,708
固定资产	16	21	26	31	35
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	16	28	42	55	67
非流动资产合计	1,662	1,829	1,843	1,855	1,866
资产总计	4,400	5,776	7,783	10,551	13,574
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	267	312	405	501	535
其他流动负债	317	889	863	1,082	1,233
流动负债合计	583	1,201	1,268	1,583	1,768
其他	67	33	33	33	33
非流动负债合计	67	33	33	33	33
负债合计	651	1,234	1,301	1,616	1,801
股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
资本公积金	758	746	746	746	746
未分配利润	1,154	2,070	3,306	4,870	6,680
少数股东权益	343	70	555	1,169	1,878
其他	(22)	141	359	635	954
所有者权益合计	3,749	4,542	6,482	8,935	11,773
负债和所有者权益总计	4,400	5,776	7,783	10,551	13,574

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	844	1,361	1,939	2,453	2,838
折旧和摊销	42	76	51	52	54
营运资本变动	(334)	32	(507)	99	(217)
其他	(51)	14	(72)	(72)	(75)
经营活动现金流净额	501	1,483	1,411	2,533	2,600
资本开支	(153)	(131)	(65)	(65)	(65)
其他	335	579	72	72	75
投资活动现金流净额	182	447	7	7	10
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	(180)	(580)	0	0	0
筹资活动现金流净额	(180)	(580)	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	498	1,370	1,418	2,540	2,610

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	53.92	56.84	29.06	24.75	13.82
营业利润	296.08	47.93	49.14	26.51	15.67
归属于母公司净利润	224.14	77.76	41.88	26.51	15.67
获利能力					
毛利率	70.78	75.02	77.62	77.34	77.25
净利率	24.28	27.52	30.25	30.68	31.18
ROE	16.93	22.92	24.54	23.69	21.51
ROIC	20.02	29.13	27.91	25.70	22.34
偿债能力					
资产负债率	14.79	21.37	16.72	15.32	13.27
流动比率	4.69	3.29	4.68	5.49	6.62
营运能力					
应收账款周转率	4.10	4.60	4.56	4.56	4.56
总资产周转率	0.60	0.73	0.71	0.65	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.48	0.68	0.85	0.99
每股净资产	1.58	2.08	2.75	3.61	4.60
估值比率					
PE	58.41	32.86	23.16	18.31	15.83
PB	9.89	7.53	5.68	4.34	3.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371