

评级：买入

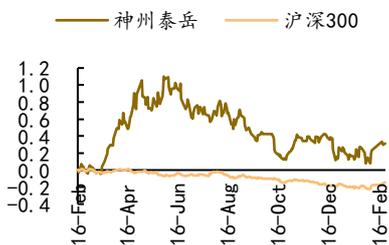
核心观点

王建会
传媒互联网首席分析师
SAC 执证编号：S0110522050001
wangjianhui2@sczq.com.cn

李甜露
传媒互联网联席首席分析师
SAC 执证编号：S0110516090001
litianlu@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2690

辛迪
传媒互联网行业分析师
SAC 执证编号：S0110522110003
xindi2022@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2690

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	11.58
一年内最高/最低价(元)	19.19/8.25
市盈率(当前)	20.84
市净率(当前)	4.96
总股本(亿股)	21.53
总市值(亿元)	249

资料来源：聚源数据

相关研究

- 首创证券传媒 2024 年互联网传媒行业策略报告：内容生态开启正循环，AI 酝酿创新场景
- 恺英网络(002517.SZ)：利润高增，产品周期有望加速释放

- 恺英网络(002517.SZ)是国内知名的互联网游戏上市公司。公司将“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。
- 公司自研体系逐步实现管线化、标准化、模块化、自动化。公司高度重视多维度、立体化研发体系建设，形成上海本部与浙江盛和两支经验丰富的研发团队，并组建了 VR 游戏团队和其他研发队伍。当前上海恺英与浙江盛和的美术中台、技术中台已逐步打通，围绕热门 IP 规模化产出精品游戏的能力显著提高。公司联合外部研发力量，打造“自研+定制+联合开发”，短、中、长期有机结合的三级产品矩阵。
- 公司中短期成长逻辑：传奇品类基石稳健，市占率有望提升。据第三方推算，传奇类游戏市场规模近 300 亿元，考虑到传奇类游戏玩法、情怀、操作难度等与核心用户群体的高度适配，我们预计其市场规模将维持稳定。同时随着 2023 年“传奇”IP 版权争端落地，赛道生态有望持续优化。公司依靠长期积累的强大研发实力、丰富买量运营经验、深厚行业资源及众多经典产品，已在传奇/奇迹品类领域建立起独有竞争壁垒，同时把握小游戏等新动能，有望持续推出爆款，市占率不断提升。
- 公司中长期成长逻辑 1：多元化品类布局+发行业务布局，打开成长空间。产品端，公司不断向其他游戏品类扩张，2017 年开始陆续上线了包括《高能手办团》《零之战线》等用户反馈、流水表现均较好的产品。公司当前加速向新品类的探索和布局，非“传奇/奇迹”类项目储备 10 余款，其中 10 款游戏已获版号，产品周期有望加速释放。发行端，公司以 XY 游戏平台为核心，并调整发行业务架构，形成更灵活的项目制小前台，积极布局全球化发行，发行体系逐步完善；公司积极把握直播、小游戏等新兴渠道，发行效率不断优化。
- 公司中长期成长逻辑 2：投资+IP 业务，提升协同力和生命力，有望进入收获期。公司投资业务与发行业务形成深度协同，已投资游戏公司超过 20 家，2024 年旗下投资企业预计有 5-8 款产品上线。此外，IP 在移动游戏领域影响力越来越大，公司重视通过引入、自研等方式获取 IP，并尝试 IP 运营，力争最大限度挖掘提升 IP 品牌价值。公司大部分储备项目为 IP 向产品，如《代号：转生史莱姆》《斗罗大陆·诛邪传说》等。
- 盈利预测与投资评级：综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 45.53/55.89/66.40 亿元，同比增速 22.2%/22.8%/18.8%，归母净利润分别为 15.37/18.41/22.90 亿元，同比增速 49.9%/19.8%/24.4%，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为每股 0.71/0.86/1.06 元，对应 PE 为 16/14/11 倍。我们看好公司在核心“传奇/奇迹”品类不断夯实竞争壁垒、提升市占率，并在探索新品类过程中取得突破的能力，维持“买入”评级。
- 风险提示：产品研发风险，新游戏表现不及预期，宏观经济复苏不及预期，游戏行业政策风险。

盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	37.26	45.53	55.89	66.40
营收增速(%)	56.8%	22.2%	22.8%	18.8%
归母净利润(亿元)	10.25	15.37	18.41	22.90
归母净利润增速(%)	77.8%	49.9%	19.8%	24.4%
EPS(元/股)	0.68	0.71	0.86	1.06
PE	24	16	14	11

资料来源: Wind, 首创证券

目录

1 恺英网络：老牌研发商开启第二增长曲线.....	1
2 传奇筑基，多品类发力，发行、投资+IP 构建长期竞争力-公司的短、中、长期成长逻辑	3
2.1 恺英自研体系逐步实现管线化、标准化、模块化、自动化	3
2.2 游戏行业大盘：供给驱动景气，小游戏成为新增量	4
2.3 中短期逻辑：传奇品类基石稳健，仍有增长动能	6
2.3.1 传奇类游戏重买量、用户粘性较高，预计市场规模维持稳定	6
2.3.2 公司传奇、奇迹品类根基扎实，市占率有望持续提升	9
2.4 中长期逻辑 1：多元化品类布局+发行业务布局，打开成长空间	12
2.4.1 游戏研发多品类布局，成为新增量	12
2.4.2 发行体系逐步完善，打开成长空间	14
2.5 中长期逻辑 2：投资+IP 业务，提升协同力和生命力	15
3 财务分析.....	17
4 盈利预测.....	19
4.1 收入假设.....	19
4.2 公司估值及评级.....	20
5 风险提示.....	20

插图目录

图 1 恺英网络业务架构.....	1
图 2 恺英网络发展沿革	2
图 3 恺英网络前五大股东	2
图 4 恺英网络研发架构.....	4
图 5 2018-2024 年版号发放数量（按月统计）	4
图 6 进入 ios 畅销榜 TOP200 的新游数量（按月统计）	5
图 7 2020Q1-2023Q2 中国游戏市场实际销售收入	5
图 8 2020Q1-2023Q2 中国移动游戏市场实际销售收入	5
图 9 抖音小游戏 DAU 增速.....	6
图 10 微信小游戏开发者数量（万）	6
图 11 传奇类游戏买量创意面向用户性别分布	6
图 12 传奇类游戏买量创意面向用户年龄段分布	6
图 13 传奇游戏买量创意面向用户地区分布	7
图 14 部分端游百度贴吧签到率（2020.08）	7
图 15 用户认为传奇类游戏具有吸引力的原因	8
图 16 手游《热血传奇》畅销榜排名情况（2015.8-2023.10）	8
图 17 2018-2020 年传奇类游戏买量投放占大盘比重	9
图 18 恺英网络传奇/奇迹类游戏推出情况（部分）	9
图 19 “传奇”类微信小游戏买量素材量排名（2023.9.9-10.9）	11
图 20 恺英网络 2019Q1-2023Q3 营业利润率（剔除 2019 年 Q4 极值）	13
图 21 XY 平台发行的主要游戏（部分）	14
图 22 2023 年以来 XY 游戏直播情况（部分）	15
图 23 2021-22 年流水 TOP100 移动游戏中 IP 游戏流水占比.....	16

图 24 2022-08 及 2023-08 流水 TOP50 移动游戏中 IP 游戏数量占比.....	16
图 25 恺英网络营业收入（亿元）	18
图 26 恺英网络营收结构.....	18
图 27 恺英网络毛利率.....	18
图 28 恺英网络费用率.....	19
图 29 恺英网络归母净利润情况（亿元）	19

表格目录

表 1 恺英网络近期上线及待上线传奇/奇迹类产品情况（部分）	10
表 2 《传奇》IP 版权授权争议情况及恺英相关发展变化梳理（部分）	10
表 3 公司已上线非“传奇”品类游戏梳理（部分）	12
表 4 公司非“传奇”品类储备游戏梳理（部分）	13
表 5 公司投资游戏公司及相关产品情况梳理（部分）	15
表 6 恺英网络储备 IP 及相关游戏作品情况（部分，深底色为在研产品）	17
表 7 恺英网络 2023-2025 年各项业务营收预测（亿元）	19
表 8 恺英网络可比估值标的及估值	20

1 恺英网络：老牌研发商开启第二增长曲线

恺英网络（002517.SZ）是国内知名的互联网游戏上市公司。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。

- 研发板块：公司以打造符合市场需求的精品游戏产品为导向，旗下上海恺英、浙江盛和先后开发、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》等多款热门游戏，产品线不断拓展；
- 发行板块，公司旗下的 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、模拟经营、休闲竞技、战略策略等多种游戏类型；
- 投资板块：公司以深度战略协同、反哺产业为核心目的布局产业投资，主要布局游戏赛道，旗下投资公司包括心光流美（代表作品：《高能手办团》《飞吧龙骑士》）、银之匙、星跃互动、光粒游戏等公司。
- 其他业务板块：包括 IP 孵化及 VR 等其他新兴产业方向，同时公司也积极拓展海外业务。

图 1 恺英网络业务架构



资料来源：公司官网，首创证券

我们认为，公司发展分为以下三个阶段：

2008-2013 年，页游起家，推出数款爆款产品。产品端，上海恺英先后推出《摩天大楼》（2010 年上线，运营期间注册用户超过一亿，日登录量超 1500 万）、《恐龙时代》《捕鱼大亨》（2011 年上线，注册用户超 3000 万，最高日活超百万）、《蜀山传奇》（2012 年上线，6 月流水超 4500 万）等爆款网页游戏。发行端，公司 2013 年推出自有发行渠道页游平台“XY 游戏”，当年 12 月该平台开服数位居行业 TOP10，月流水超 4000 万。

2014-2019 年，传奇、奇迹品类奠基规模，开启页转手时代。公司在推进产品自研同时积极找寻外部同业合作及国外 IP 授权机会，2014 年，公司获韩国《奇迹 MU》授权、同天马时代共同研发的《全民奇迹 MU》上线，成功实现“页转手”：该游戏首日充值达 2600 万元，上线 10 个月全球流水突破 30 亿元，上线三年全球累计流水突破 10 亿美金，成为国民级现象手游。2015 年，公司成功借壳泰亚股份上市，更名为“恺英网络”。2016-2017 年，公司完成了对浙江盛和控股，浙江盛和研发的《蓝月传奇》《王

者传奇》陆续上线，流水表现突出，奠基了公司传奇、奇迹类游戏行业地位。2017-2018 年间，公司陆续推出了《敢达争锋对决》《战舰世界闪击战》，进一步丰富产品线。2019 年，管理层变动、IP 纠纷等问题影响下，公司业务进入调整期。发行端，公司与万代等外部伙伴初步探索合作。

2020 年-今，厘清历史问题，重启增长。2020-2021 年，公司重新梳理管理团队，确立“研发、发行以及投资+IP”三大业务板块，同时传奇 IP 纠纷基本落地，公司经营重回正轨。产品端，公司陆续推出《原始传奇》《高能手办团》《蓝月传奇 2》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《魔神英雄传》《天使之战》《玄中记》《永恒联盟》《新倚天屠龙记》《龙神八部之西行记》《全民江湖》等产品，并与腾讯、B 站等发行伙伴加深合作，公司业绩重回增长。

图 2 恺英网络发展沿革

页游时期 (2008-2013)		→	页转手时期 (2014-2019)		→	重启增长时期 (2020-2022)	
2008年	上海恺英成立		2014年	8月腾讯运营独代《烈火屠龙》月流水超过3000万 11月XY游戏独代《斩龙传奇》月流水超过3000万；XY苹果助手用户超4000万，月流水近4000万 12月《全民奇迹MU》上线，首日充值达2600万		2020年	3月《蓝月》大电影上线 6月ARPG手游《原始传奇》由贪玩游戏独家发行；《蓝月传奇》累计流水突破40亿 9月《高能手办团》正式推出
2010年	7月《摩天大楼》上线，超1亿注册用户，日登陆1500万 10月《恐龙时代》上线，DAU最高超过150万		2015年	5月《三国乱世》月流水达到3500万 8月XY苹果助手安装量破亿，月流水超6000万 10月《全民奇迹MU》全球累计流水突破30亿 12月公司借壳上市成功，更名为“恺英网络”		2021年	2月腾讯代理的《蓝月传奇2》上线 6月《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《魔神英雄传》正式上线 9月推出原创小说《蓝月纪元》 12月《零之战线》正式上线，《蓝月纪元》实体书籍出版发行
2011年	6月《热血海霸王》《神马三国》上线 8月《捕鱼大亨》上线，注册用户超3500万，DAU百万		2016年	6月《蓝月传奇》上线 12月VR Online平台上线		2022年	1月自研手游《天使之战》正式上线，累计流水破10亿 2月腾讯独家代理手游《玄中记》正式上线 5月原创漫画《岁时令》上线 6月原创漫画《百工灵》上线 9月《新倚天屠龙记》上线 11月《永恒联盟》正式上线
2012年	2月《斗战西游》上线，当月注册用户超100万 6月《蜀山传奇》单月流水突破4500万		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；正版授权《传奇世界网页版》获贪玩游戏独家代理 8月《全民奇迹MU》全球累计流水突破10亿美金；控股浙江盛和 12月《蓝月传奇》累计流水突破27亿；《敢达争锋对决》正式上线			
2013年	1月《龙吟三国》上线 11月XY页游平台开服总数居于行业TOP10，月流水超4000万		2018年	1月与网易联合发行的《战舰世界闪击战》上线 8月《蓝月传奇》累计流水突破32亿，XY游戏平台月流水接近亿级 12月《王者传奇》累计流水破30亿			

资料来源：Wind，首创证券

增持彰显管理层信心，公司董事长拟增持成为实控人，公司战略有望得到更有力的贯彻执行。2023 年 11 月 20 日，公司发布公告称，董事长金锋先生与金海波先生签署《合伙份额转让协议》，金锋先生拟受让金海波先生持有的绍兴安岙 11% 的合伙份额。2023 年 12 月 19 日，绍兴安岙完成本次合伙份额转让的工商变更登记手续，并取得新的《营业执照》。本次工商变更后，金锋先生将直接及间接控制公司 19.01% 股份，成为公司实控人，公司无实控人状态结束。

图 3 恺英网络前五大股东

恺英网络前5大股东 变动前:				→	恺英网络前5大股东 变动后:			
排名	股东名称	持股数量	占总股本比例 (%)		排名	股东名称	持股数量	占总股本比例 (%)
1	金锋	296,715,484	13.78		1	金锋	409,192,562	19.01
2	香港中央结算有限公司	149,845,643	6.96		2	香港中央结算有限公司	149,845,643	6.96
3	绍兴市安岙企业管理合伙企业(有限合伙)	112,477,078	5.23		3	金丹良	95,675,787	4.44
4	金丹良	95,675,787	4.44		4	王悦	57,676,925	2.68
5	王悦	57,676,925	2.68		5	中信建投证券股份有限公司	35,234,900	1.64

资料来源：Wind，首创证券

2 传奇筑基，多品类发力，发行、投资+IP 构建长期竞争力-公司的短、中、长期成长逻辑

公司中短期成长逻辑：传奇品类基石稳健，市占率有望提升。据 DataEye，传奇类游戏市场规模近 300 亿元，考虑到传奇类游戏玩法、情怀、操作难度等与核心用户群体的高度适配，我们预计其市场规模将维持稳定。同时随着 2023 年“传奇”IP 版权争端落地，赛道生态有望持续优化。公司依靠长期积累的强大研发实力、丰富买量运营经验、深厚行业资源及众多经典产品，已在传奇/奇迹品类领域建立起独有竞争壁垒，同时把握小游戏等新动能，有望持续推出爆款，市占率不断提升。

公司中长期成长逻辑 1：多元化品类布局+发行业务布局，打开成长空间。产品端，公司不断向其他游戏品类扩张，2017 年开始陆续上线了包括《高能手办团》《零之战线》等用户反馈、流水表现均较好的产品。公司当前加速向新品类的探索和布局，非“传奇/奇迹”类项目储备 10 余款，其中 10 款游戏已获版号，产品周期有望加速释放。发行端，公司以 XY 游戏平台为核心，并调整发行业务架构，形成更灵活的项目制小前台，积极布局全球化发行，发行体系逐步完善；公司积极把握直播、小游戏等新兴渠道，发行效率不断优化。

公司中长期成长逻辑 2：投资+IP 业务，提升协同力和生命力，有望进入收获期。公司投资业务与发行业务形成深度协同，已投资游戏公司超过 20 家，2024 年旗下投资企业预计有 5-8 款产品上线。此外，IP 在移动游戏领域影响力越来越大，公司重视通过引入、自研等方式获取 IP，并尝试 IP 运营，力争最大限度挖掘提升 IP 品牌价值。公司大部分储备项目为 IP 向产品，如《纳萨力克之王》《斗罗大陆·诛邪传说》等。

2.1 恺英自研体系逐步实现管线化、标准化、模块化、自动化

上海恺英和浙江盛和是公司两大研发主体。公司高度重视多维度、立体化研发体系建设，形成上海本部与浙江盛和两支经验丰富的研发团队，打造了卓有成效的研发体系和富有相当规模的成熟研发管道。公司鼓励游戏研发各个环节间有效沟通与合作，提高公司研发运营效率，当前上海恺英与浙江盛和的美术中台、技术中台已逐步打通，技术、素材和人员的统筹共享局面日趋形成，围绕热门 IP 规模化产出精品游戏的能力显著提高。其中：

- 上海恺英成立于 2008 年，是一家集平台运营和产品研发为一体的互联网企业，隶属于恺英网络股份有限公司，拥有近千人的开发运营团队，旗下有业内领先的多款互联网平台型产品；
- 浙江盛和成立于 2011 年，以网页游戏、传奇类手机游戏为核心，创立至今打造了《蓝月传奇》《王者传奇》《原始传奇》等多款业内知名精品手游、页游产品，研发实力受到业界广泛认可。恺英网络 2017 年 8 月完成对浙江盛和控股，2023 年 5 月收购浙江盛和剩余股权；
- 公司于 2022 年年初成立了 VR 游戏团队，目前已有一款动作竞技类 VR 游戏在研发中，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。

工作室与中台协同，联合外部研发力量，打造“自研+定制+联合开发”，短、中、长期有机结合的三级产品矩阵。公司旗下设立七大专项工作室，工作室与其他项目组负责十余款自研产品的开发制作，同时公司与战略投资企业及外部合作伙伴共同打造委托定制产品和联合开发产品，以补充和丰富公司产品线。在此基础上，公司逐渐形成了短、中、长期有机结合的产品矩阵，即既有小成本快速迭代的产品，也有走长期战略的高品质大作。

图 4 恺英网络研发架构

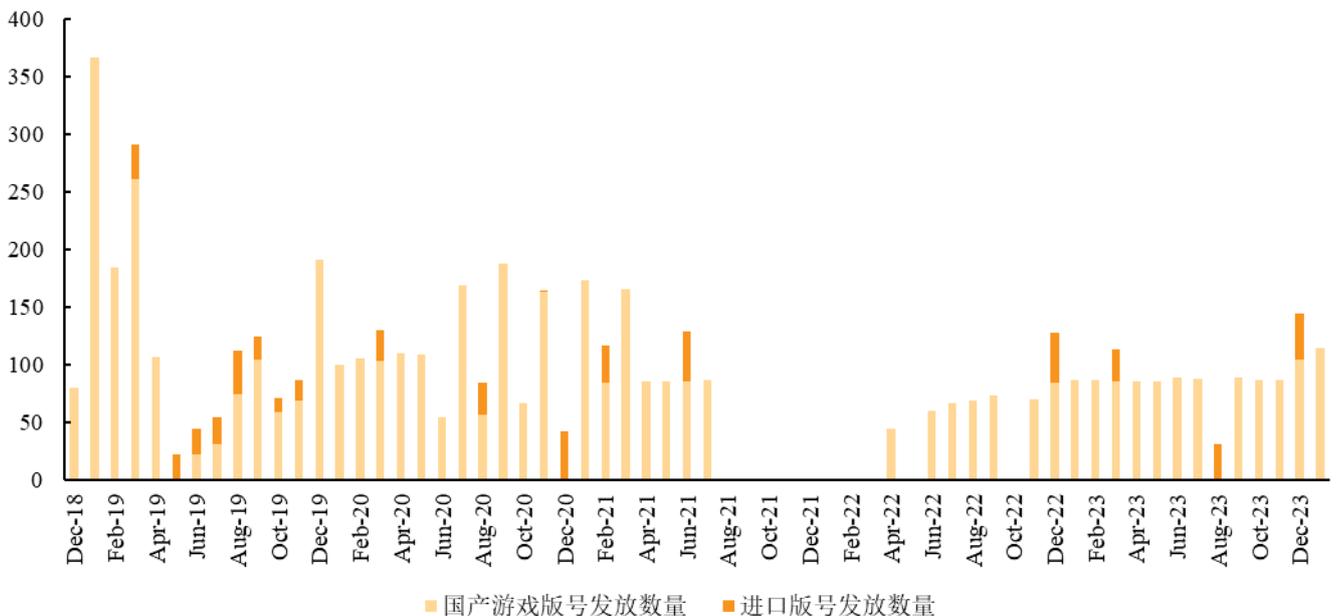


资料来源：公司官网，DataEye 游戏观察，首创证券

2.2 游戏行业大盘：供给驱动景气，小游戏成为新增量

2023 年版号恢复常态化发放，行业政策稳定。2022 年 4 月版号重启发放，到 2023 年 12 月之前游基本保持了每月发放一次国产游戏版号，每次发放 80-90 个；每年发放 2 次进口游戏版号，每次发放 20-30 个的常态化节奏。2023 年 12 月以来，单批次国产游戏版号以及进口游戏版号发放数量显著提升，显示政策呵护行业发展的基调不变。

图 5 2018-2024 年版号发放数量（按月统计）

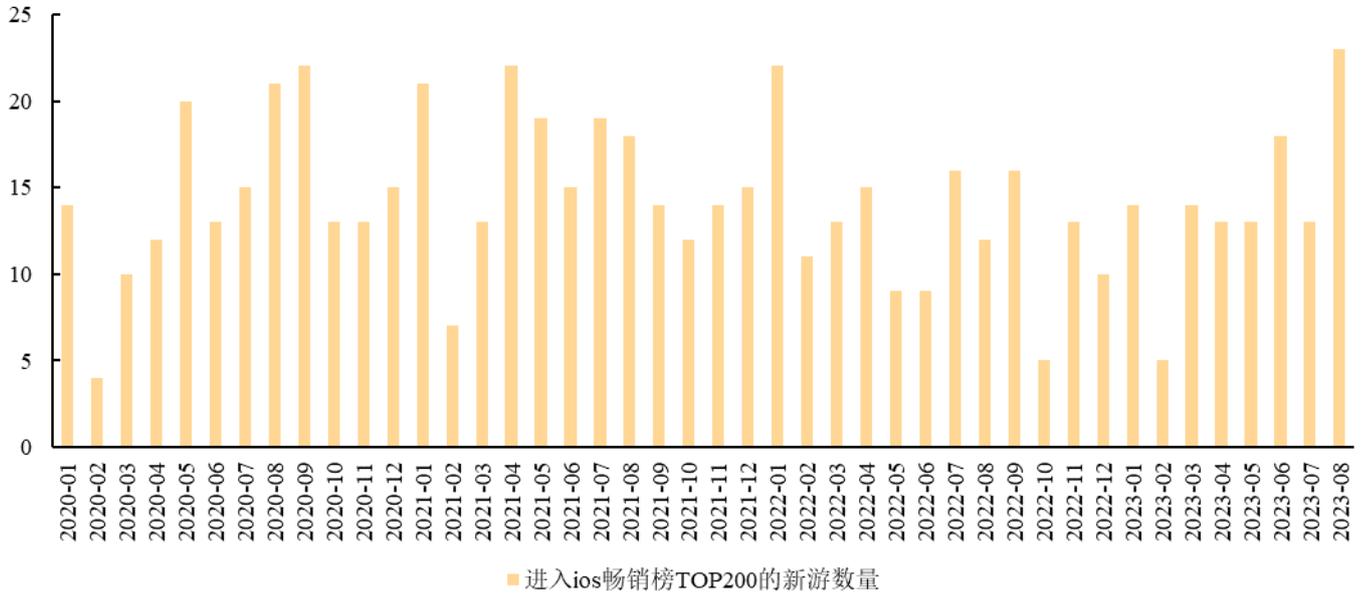


资料来源：新闻出版署，首创证券

供给周期逐步开启，新游表现亮眼。稳定政策驱动下，行业供给端显著恢复。2023 年 Q2 以来新品陆续上线。据 GameLook 估算，2023 年 7-8 月有近 50 款新游戏上

线。2023年8月，进入过ios畅销榜TOP200的新游数量为23款，创2021年以来新高。

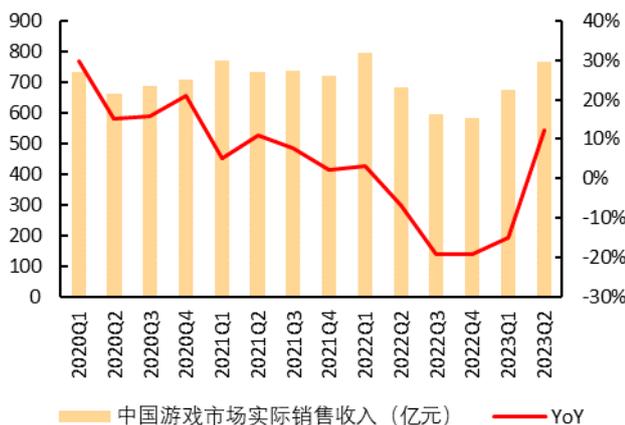
图6 进入ios畅销榜TOP200的新游数量（按月统计）



资料来源：新闻出版署，首创证券

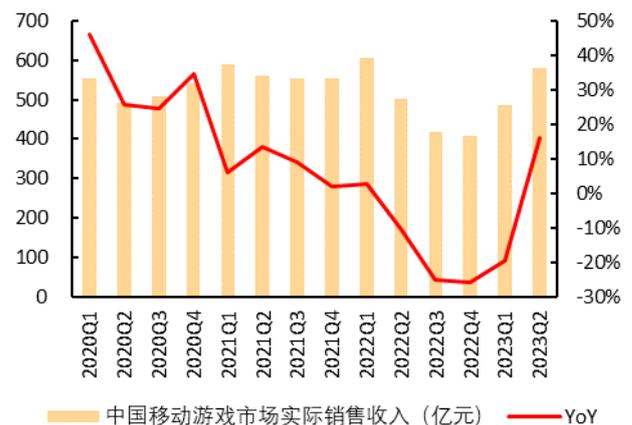
国内游戏市场收入端显著恢复，行业景气度持续抬升。充裕供给的促进下，2023年中国游戏市场收入持续恢复。据伽马数据，2023年Q2，中国游戏市场实际销售收入767.54亿元，同比增长12.35%，中国移动游戏市场实际销售收入580.11亿元，同比增长15.92%，环比增长19.13%。进入7、8月暑期，老产品促活、促付费活动陆续开展，叠加新游流水释放，中国移动游戏市场实际销售收入增速进一步提升至51.09%、63.73%，行业景气度持续抬升。

图7 2020Q1-2023Q2 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，首创证券

图8 2020Q1-2023Q2 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，首创证券

小游戏成为新风口，用户规模持续扩张。2023年抖音小游戏用户规模快速增长，DAU增速由2022年的43%进一步提升至150%，在投放消耗的规模方面，抖音小游戏在2023年上半年突破了10倍增速，预计下半年有望突破20倍，商业化规模不断扩大。据微信公开课，2023年微信小游戏整体活跃用户规模达到历史新高，轻度小游戏用户规模增长30%，40岁以上用户占比超3成，正逐渐覆盖全年龄段用户，小游戏开发者

数量增加至 30 万。

图 9 抖音小游戏 DAU 增速

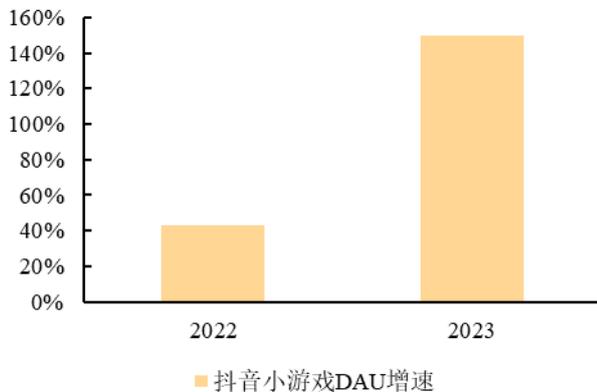
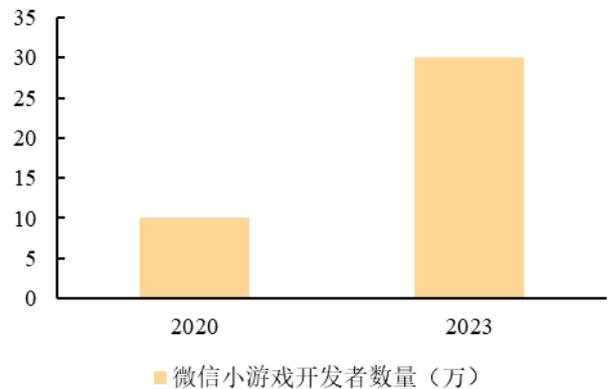


图 10 微信小游戏开发者数量（万）



资料来源：罗斯基，首创证券

资料来源：DataEye 游戏观察，首创证券

2.3 中短期逻辑：传奇品类基石稳健，仍有增长动能

2.3.1 传奇类游戏重买量、用户粘性较高，预计市场规模维持稳定

传奇类游戏生命力旺盛，市场规模近 300 亿元。传奇类游戏自 2001 年传入中国市场，运营时长已超过 20 年，历经不同终端的迭代，推陈出新，已发展为涵盖端游、页游、手游、H5 游戏、云游戏等多种形式的重要品类，市场规模近 300 亿元，注册用户规模超过 6 亿。

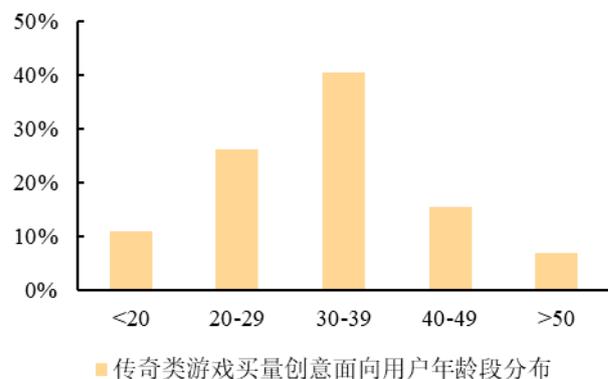
传奇品类游戏用户画像：30-39 岁男性玩家为主力，对年轻群体有一定吸引力。据 DataEye，80 后、90 后最早接触传奇端游的男性老玩家是传奇类游戏的主力人群，传奇类游戏买量投放中，男性用户比例达到 71.9%，女性用户占比仅为 28.1%；年龄分布方面，传奇类游戏买量创意面向用户中占比最高的为 30-39 岁用户群体，其次是 20-29 岁群体，再次是 40-49 岁用户群体，三者合计占比超过 80%。

用户付费能力较强，具备一定的下沉市场特征。地域分布方面，传奇类游戏买量创意面向的用户群体基本分布于经济较为发达的省份/地区，如广东、江浙、山东等，该区域用户具有较强的付费意愿和付费能力。此外，据 DataEye，下沉市场用户占整个传奇类游戏玩家体量的 6 成以上。

图 11 传奇类游戏买量创意面向用户性别分布



图 12 传奇类游戏买量创意面向用户年龄段分布



资料来源：DataEye 游戏观察，首创证券

资料来源：DataEye 游戏观察，首创证券

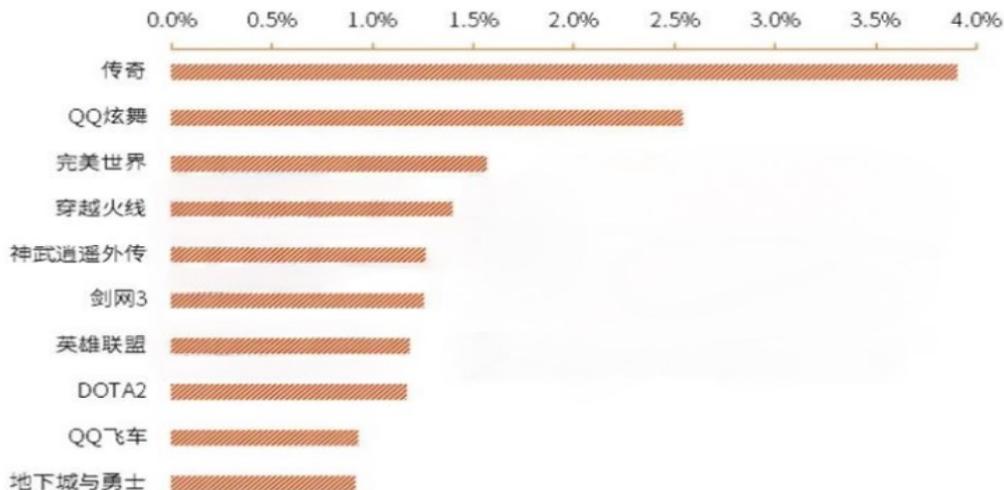
图 13 传奇游戏买量创意面向用户地区分布



资料来源: DataEye 游戏观察, 首创证券

传奇用户粘性较高, 预计市场规模维持稳定。以国内最早的爆款客户端网游《热血传奇》为例, 得益于多年来的持续运营, 该 IP 始终保持较高的市场热度, 《热血传奇》手游自 2015 年上线以来, 也保持了良好的流水情况。同时, 据伽马数据, 类比于部分长线运营的客户端游戏产品, “传奇” IP 游戏在游戏用户聚集度较高、聚集时间较长的百度贴吧仍保持着较高的签到率, 核心用户粘性较高。

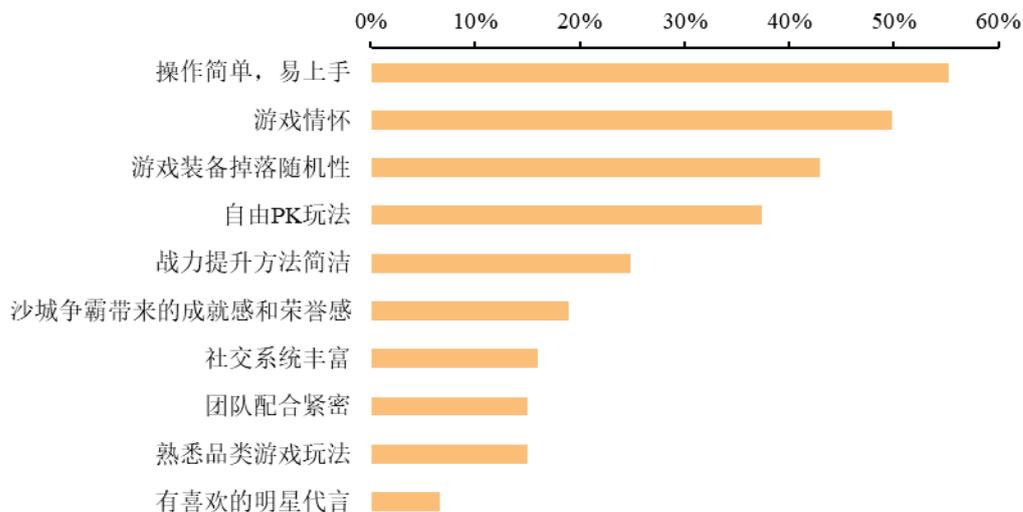
图 14 部分端游百度贴吧签到率 (2020.08)



资料来源: 伽马数据, 首创证券

为何传奇用户忠诚度较高? 我们认为主要源于以下几点: 1) 相较于年轻用户, 传奇游戏核心用户群体向新品类游戏迁移的意愿和能力均更低; 2) 传奇游戏核心用户具有较强的怀旧需求和兄弟情怀; 3) 在玩法上, 传奇游戏工会对立、高爆率、不断升级等设定, 满足了核心玩家群体追求挑战、满足虚荣心、成就感、渴望被尊重的心理需求。

图 15 用户认为传奇类游戏具有吸引力的原因



资料来源：伽马数据，首创证券

图 16 手游《热血传奇》畅销榜排名情况（2015.8-2023.10）

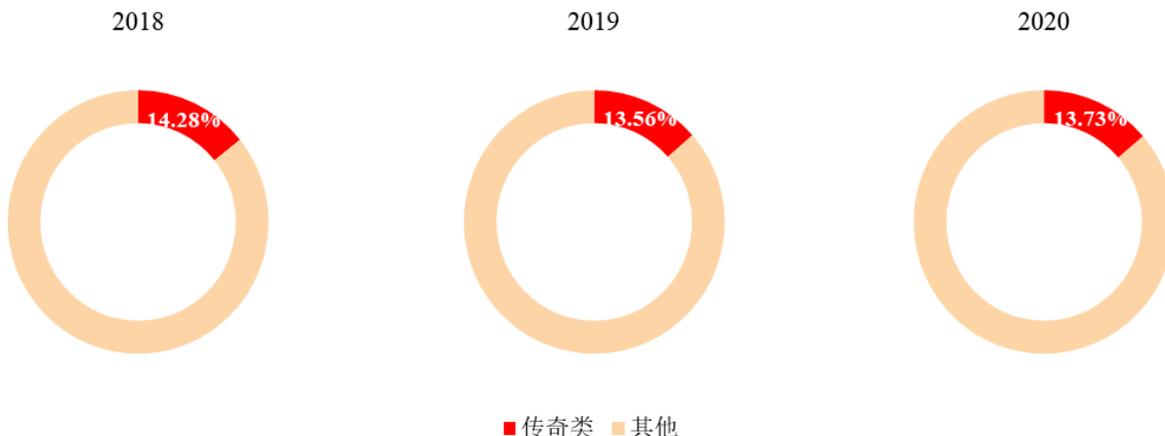


资料来源：七麦数据，首创证券

传奇类游戏较为依靠买量，买量规模持续扩张。买量一直是传奇类游戏最主要的推广手段，传奇类游戏在页游时代率先跑通买量模式，诞生了“渣渣辉”等现象级热

梗，也在游戏流水上取得优秀表现。据 DataEye，2018-2020 年传奇类游戏投放量维持年增幅 100%左右，从 2018 日均投放素材数 3,000 组，增长至 2020 年日均投放素材数 12,000 组，至今仍延续快速增长态势。

图 17 2018-2020 年传奇类游戏买量投放占大盘比重



资料来源: DataEye, 首创证券

2.3.2 公司传奇、奇迹品类根基扎实，市占率有望持续提升

公司传奇/奇迹类游戏研运能力突出，有望持续推出爆款。依靠长期积累的强大研发实力、丰富运营经验、深厚行业资源以及众多经典产品，公司已在该品类领域建立起独有竞争壁垒。

- 1) 公司旗下浙江盛和是公司传奇类游戏研发主体，曾成功打造了《蓝月传奇》《王者传奇》《原始传奇》等多款业内知名传奇类游戏产品，其中《蓝月传奇》截止 2022 年底累计流水超过 40 亿元；
- 2) 公司其他自研传奇/奇迹类产品还包括《全民奇迹 MU》（联合研发，全球累计流水超 83 亿元）、《天使之战》（2022 年流水超 10 亿元）、《热血合击》等，拥有丰富的爆款传奇类产品研运经验，积累了成熟的产品数据推算模型及市场需求预判能力，有望为接下来推出的同类型产品持续赋能；

图 18 恺英网络传奇/奇迹类游戏推出情况（部分）



资料来源: 公司官网, 恺英网络公众号, 首创证券

- 3) 公司深耕传奇品类，在玩法、画面等方面不断创新：如《原始传奇》主打复

古，沿用端游传奇画面和主要玩法架构，但在画面、日常活动、副本玩法等方面进行了全面升级；《永恒联盟》采用 3D 渲染，游戏画面质感更为细腻，传奇游戏品质不断提升；

- 4) 公司传奇/奇迹类产品储备丰富，有望接力核心产品出色表现，不断固化公司赛道优势；

表 1 恺英网络近期上线及待上线传奇/奇迹类产品情况（部分）

项目名称	自研/代理	研发商	Tap Tap 评分	版号	研发进度/预计上线时间
全民江湖	自研	联合贪玩游戏	6.4	已取得	2023 年 8 月已上线
龙腾传奇	自研	-	-	已取得	开发末期
王者传奇 2	代理	东方星空数娱	-	已取得	-
其他多款产品	自研	-	-	部分取得	研发中

资料来源：公司公告，恺英网络公众号，首创证券
Tap Tap 评分为截止 2024-1-29

- 5) 2021 年公司自主孵化 IP《蓝月纪元》小说持续连载，与掌阅科技在动漫化领域展开合作；同时与中国网络作家村展开深度合作，专注游戏领域剧情世界观创作，不断提升核心 IP 影响力。

传奇 IP 版权争端落地。由于一些历史遗留问题，亚拓士、娱美德及部分被授权公司间存在大量诉讼，恺英网络及其子公司因娱美德单方授权和授权逾期违约等问题陷入诉讼。2021 年底，最高人民法院裁定支持盛趣游戏在中国大陆对《传奇》游戏的独家授权，2023 年 8 月世纪华通发布公告称，旗下控股子公司亚拓士与娱美德旗下的株式会社传奇 IP 就《传奇》IP 达成全新合作协议，亚拓士将获得为期 5 年的《传奇》系列游戏在中国大陆的完整独占权，意味着国内《传奇》IP 授权统一。

公司强化上下游合作，传奇游戏赛道格局有望进一步集中。2023 年 6 月，公司协同嘉兴旭恺，通过司法拍卖获得世纪华通 1.07% 股权，双方从业务合作升级至股权合作。2023 年 10 月，双方签署《战略合作协议》，进一步全方面深化战略合作，以集中优势资源、实现共赢发展。此外，公司与江西贪玩开展战略合作，在产品研发及发行方面快速响应商业需求、高效把握行业机遇。**通过与上游 IP、下游发行的全产业链战略合作，公司有望强化在传奇类游戏赛道的领先地位，不断提升市占率。**

表 2 《传奇》IP 版权授权争议情况及恺英相关发展变化梳理（部分）

时间	事件
1996	亚拓士公司在韩国研发出品《传奇 1》
1998	亚拓士核心成员另立公司娱美德，开发《传奇 2》；经由亚拓士注资，娱美德与亚拓士为《传奇 2》共同著作权人
2001	盛大游戏与亚拓士签署协议，获得中国大陆内《传奇 2》独家运营授权
2003	盛大游戏自研并公测新传奇系列端游《传奇世界》，与 IP 所有公司娱美德与亚拓士发生版权纠纷
2004	盛大游戏收购亚拓士
2007	经法院调解，盛大游戏获得经娱美德与亚拓士共同承认并确认的《传奇世界》完整版权
2016	娱美德否认亚拓士向盛大游戏单方授权运营 IP 的效力，自行与恺英网络及浙江欢游（恺英网络子公司）进行了 IP 授权合作
2016-08	上海知识产权法院否认了娱美德单方向浙江欢游进行 IP 授权的效力，导致浙江欢游（恺英网络子公司）陷入与亚拓士的侵权诉讼纠纷，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
2017-2019	浙江欢游因与娱美德解除合同陷入赔偿违约金纠纷；

浙江九翎（恺英网络子公司）因被指认游戏侵权被娱美德提请诉讼仲裁，最终上海恺英通过低价转让股份的方式摆脱了该公司相关风险

- 2021 最高法裁定明确亚拓士拥有传奇 IP 在中国大陆的有效授权权利；上海恺英与盛趣游戏（原盛大游戏，于 2017 年被世纪华通全面收购）达成战略合作
- 2023 经世纪华通与娱美德签署独家合作协议，确认世纪华通子公司亚拓士取得现行传奇系列游戏（传奇 2、3）在中国大陆地区的完整、独家游戏版权授权
- 2023-06 恺英网络通过间接股票竞拍方式收购 8000 万股世纪华通股票，成为世纪华通公司股东
- 2023-10 恺英网络与世纪华通签署战略合作协议，进一步推动全面深入合作

资料来源：公司公告，GameLook，首创证券

传统传奇大厂在小游戏赛道独具竞争优势，有望分享行业成长红利。1) IP 角度，部分大厂已从盛趣取得了第一批小游戏的完整正版授权，没有 IP 授权“卡脖子”的法律风险；2) 运营能力角度，传统“传奇”大厂拥有丰富的成功产品运营经验，产能风险更为可控；3) “传奇”品类及小游戏均较为依靠买量，大厂在资金体量、买量经验等方面均具备优势。

恺英网络当前储备了多款传奇产品，并通过《新倚天屠龙记》《仙剑奇侠传：新的开始》等产品小游戏版本的运营积累了经验，随着后续“传奇”系列产品小游戏版本的上线有望增厚收益。

图 19 “传奇”类微信小游戏买量素材量排名（2023.9.9-10.9）

1		止戈之战 广州游梦互娱网络科技有限公司	9592	11		热血传说 江苏三九互娱网络科技有限公司	2174
2		赤血屠龙 上海颢驰网络科技有限公司	9303	12		天眼传奇 杭州露悦网络技术有限公司	1980
3		烈焰之刃 杭州沐楠网络科技有限公司	8023	13		狂龙怒斩 广州贪玩信息技术有限公司	1903
4		魔神之战 杭州奔远网络科技有限公司	4731	14		神将屠龙 杭州玉京网络技术有限公司	1862
5		斗战国 杭州沐楠网络科技有限公司	3905	15		百将争霸 海南源连互娱网络科技有限公司	1856
6		龙纹道神 杭州富据网络技术有限公司	3863	16		天将传 广州贪玩信息技术有限公司	1820
7		战诗 杭州播快网络技术有限公司	3451	17		封神战 杭州露悦网络技术有限公司	1785
8		怒战 杭州露悦网络技术有限公司	2851	18		魔神纪元 海南冰雷科技有限公司	1775
9		守卫攻城 杭州妙都网络科技有限公司	2444	19		龙腾天下 杭州朝武网络技术有限公司	1720
10		烈火一刀 杭州玉京网络技术有限公司	2426	20		皓月屠龙 杭州富据网络技术有限公司	1635

资料来源：DataEye，首创证券

2.4 中长期逻辑 1：多元化品类布局+发行业务布局，打开成长空间

2.4.1 游戏研发多品类布局，成为新增量

公司不断尝试新品类布局。公司在保留传奇类产品研发优势的同时，不断向其他游戏品类扩张。2017 年开始，公司和万代联合发行了全球首款机甲格斗类游戏《敢达争锋对决》及自研产品军事海战类手游《战舰世界闪击战》，而后再自研和代理了多款非“传奇/奇迹”类型产品，包括《高能手办团》《零之战线》等用户反馈、流水表现均较好的产品。

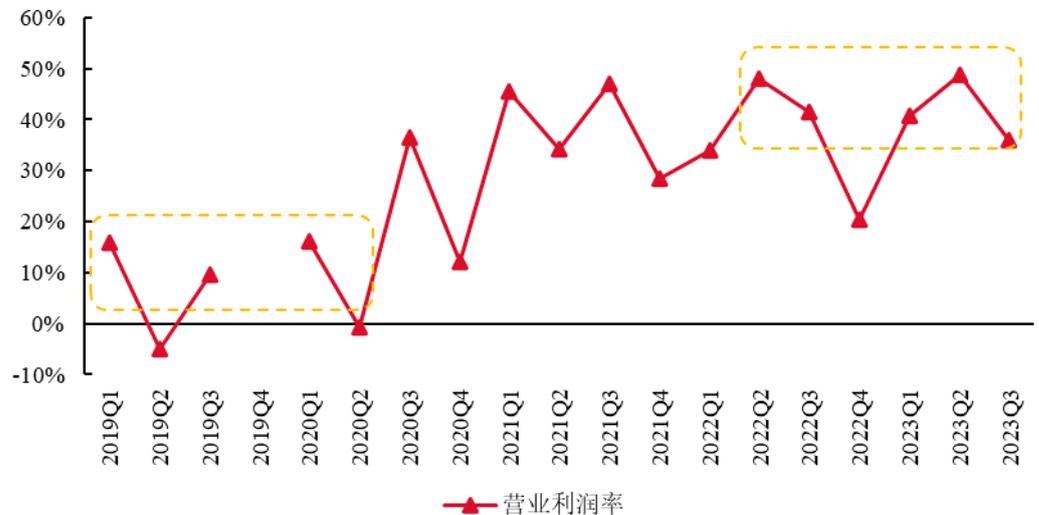
表 3 公司已上线非“传奇”品类游戏梳理（部分）

游戏名称	上线时间	游戏类型	题材	自研/代理	发行	Tap Tap 评分	流水情况
敢达争锋对决	2017.12	动作对战	机甲（敢达题材）	代理	和万代联合发行	5.0	海外版上线后，迅速取得中国香港地区、中国台湾地区 iOS 免费榜第一
战舰世界闪击战	2018.01	军武战舰	海战	和 Wargaming 合作研发	网易	6.4	-
高能手办团	2020.09	收集养成、卡牌	手办、二次元	代理	B 站	6.9	国内首月流水过亿
刀剑神域黑衣剑士：王牌	2021.06	MMORPG	二次元、漫改	自研	B 站	-	-
魔神英雄传	2021.06	卡牌	漫改	自研	XY 游戏发行	-	预下载登顶 iOS 免费榜，上线次日跻身畅销榜第 7
零之战线	2021.12	卡牌	二次元	代理	独代	7.5	-
玄中记	2022.02	RPG	东方玄幻	自研	腾讯	6.7	-
新倚天屠龙记	2022.11	RPG	武侠	代理	自发行	7.3	-
龙神八部之西行记	2023.06	放置、卡牌	二次元、漫改	自研	自发行	7.2	-
石器时代：觉醒	2023.10	RPG，融合策略、养成等	石器时代背景	自研	腾讯	7.0	GameLook 预估 2023.11 全平台流水超过 3 亿
仙剑奇侠传：新的开始	2024.01	RPG	仙剑 IP	自研	自发行	7.0	-

资料来源：公司公告，恺英网络投资者关系公众号，恺英网络公众号，首创证券

多品类布局有助于公司利润水平提升。由于“传奇/奇迹”类产品对买量投流打法较为依赖，因此对公司利润空间有所压缩。公司自 2017 年底开始尝试新品类布局，并在 2021 年开始逐步加速，随着非“传奇/奇迹”类游戏上线项目数量和质量的不断提升，公司营业利润率提升至 40% 左右。

图 20 恺英网络 2019Q1-2023Q3 营业利润率（剔除 2019 年 Q4 极值）



资料来源: Wind, 首创证券

多元化产品储备丰富，加速向新品类拓展。公司通过不同风格的差异化产品布局多元化赛道，加速向新品类的探索和布局。2024 年，公司已上线/拟上线非“传奇/奇迹”类项目至少 5-6 款，上线节奏安排更为密集，其中包括《斗罗大陆·诛邪传说》《妖怪正传 2》等重磅 IP 向产品。此外，公司 VR 游戏团队正在研发的一款动作竞技类 VR 游戏也有望上线。

公司储备的非“传奇/奇迹”类项目共计 10 余款，其中近 10 款游戏已获批准号，产品周期有望加速释放。

表 4 公司非“传奇”品类储备游戏梳理（部分）

游戏名称	(预计)上线时间	游戏类型	题材	自研/代理	发行	是否取得版号
VR 游戏	2024	动作类	-	自研	-	-
妖怪正传 2	2023Q4-2024Q1	RPG	妖怪正传 IP	代理	自发行	是
斗罗大陆·诛邪传说	2023Q4-2024Q1	MMORPG	斗罗大陆 IP	自研	自发行	是
临仙	2024	竞技, 养成	-	自研	自发行	是
山海浮梦录	开发末期	卡牌	东方异世仙侠	自研	自发行	是
归隐山居图	开发末期	卡牌	古风	自研	腾讯	是
图兰卡的挽歌	-	-	-	代理	自发行	是
永恒觉醒	-	-	-	代理	自发行	是
一念永恒: 少年追梦	-	-	-	-	-	是
古怪的小鸡	-	-	-	自研	积木堂	是
代号: 转生史莱姆	2024	放置卡牌	关于我转生变成史莱姆这档事 IP	自研	-	否
代号: 盗墓	开发末期	ARPG	盗墓笔记 IP	自研	-	否
代号: 仙王	-	-	-	自研	-	否
代号: 崛起	-	-	-	自研	-	否

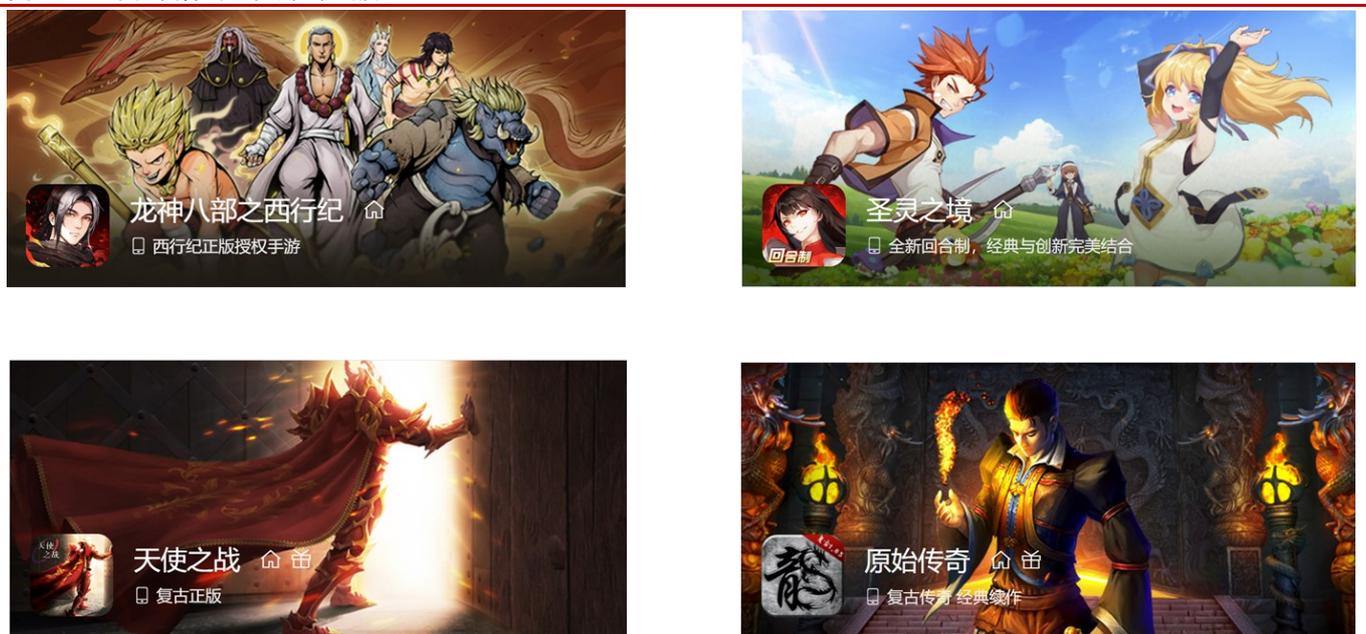
资料来源：公司公告，恺英网络公众号，首创证券

2.4.2 发行体系逐步完善，打开成长空间

XY 平台页游起家，在手游领域影响力逐渐提升，是公司发行端基础。公司旗下 XY 发行平台 (XY.COM) 是国内知名精品游戏运营平台，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手游、页游、H5 游戏，拥有广泛用户群。XY 发行平台最早为公司页游业务服务，而后随着公司业务调整逐步转向手游。2018 年，公司 XY 发行平台月流水接近亿级。

公司发行运营的《天使之战》《高能手办团》《魔神英雄传》《圣灵之境》《新倚天屠龙记》《零之战线》《怒火一刀》等多款游戏有非常亮眼的表现。其中，《魔神英雄传》获得了 IOS 游戏免费榜第一、游戏畅销榜第七、卡牌畅销榜第二等成绩；《零之战线》上线首日便取得 IOS 游戏免费榜第一名的优秀表现；《天使之战》上线至今收获营收口碑双丰收，名列同品类产品前茅。

图 21 XY 平台发行的主要游戏（部分）



资料来源：XY 游戏官网，首创证券

业务架构调整顺利完成，平台买量业务流水稳步增长，积极把握新渠道、新增量。公司 2021 年进行架构调整，原来各个独立的发行条线，调整后发行业务模块化。实现产品引入与评价标准统一；项目制小前台，更灵活更有针对性；发行渠道统一管理，提升渠道粘性；更有利于推动品牌合作深化。

公司积极把握抖音直播、视频号直播、小游戏等新渠道红利。公司核心“传奇/奇迹”产品《天使之战》《永恒联盟》等在抖音、视频号渠道已形成稳定的直播节奏，同时《龙神八部之西行记》等新产品也探索直播等新模型。此外，公司新产品《仙剑奇侠传：新的开始》首发小游戏端表现不俗，位居微信小游戏畅销榜 10 名左右。我们认为，一方面，公司积极探索新渠道，有助于扩大用户覆盖；另一方面，积极布局新渠道，有望在买量竞争日趋激烈的情况下，降低成本、优化效率。

公司积极布局全球化发行，放眼全球市场，与众多海外渠道建立了深入合作关系。公司通过多元化营销及海外垂直的本地发行团队，积极布局海外发行。恺英网络旗下产品《敢达争锋对决》（海外版）上线后，迅速取得了中国香港地区、中国台湾地区 iOS 免费榜第一的成绩；《新倚天屠龙记》获得港台免费榜第一名；《KR 灵蛇》获得韩

国地区免费榜前 3，畅销榜 TOP50 的好成绩；公司在由独立出海联合体发起的“2022 年度中国游戏出海扬帆奖”中，荣获“2022 十佳亚太游戏发行商”奖项。

图 22 2023 年以来 XY 游戏直播情况（部分）

	天使之战		永恒联盟		永恒之颠		奇迹战神		龙神八部之西行纪	
	视频号	抖音	视频号	抖音	视频号	抖音	视频号	抖音	视频号	抖音
1月	√		√	√						
2月	√		√	√						
3月	√			√		√	√			
4月	√			√		√	√			
5月	√			√		√	√			
6月	√				√	√		√	√	√
7月	√				√	√		√	√	√
8月	√	√			√	√			√	√
9月	√	√			√	√			√	√
10月	√	√			√	√				√
11月	√	√			√	√			√	√

资料来源：XY 游戏公众号，首创证券

2.5 中长期逻辑 2：投资+IP 业务，提升协同力和生命力

公司投资业务与发行业务形成深度协同。公司的产业投资是以深度战略协同、反哺主业为核心目的，投资标的主要聚焦于游戏行业产业链上下游公司。公司通过布局自研产品线外其他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，并推动战略投资企业与公司发行业务板块形成强协同效应。公司产品线中《妖怪正传 2》《高能手办团》《归隐山居图》《代号：信长》等均为旗下投资公司研发。

根据公司披露的公告统计，公司投资游戏公司超过 20 家。据公司 2023 年度投资者交流活动披露，2024 年，恺英投资企业预计有 5-8 款产品上线，将迎来产品大年。

表 5 公司投资游戏公司及相关产品情况梳理（部分）

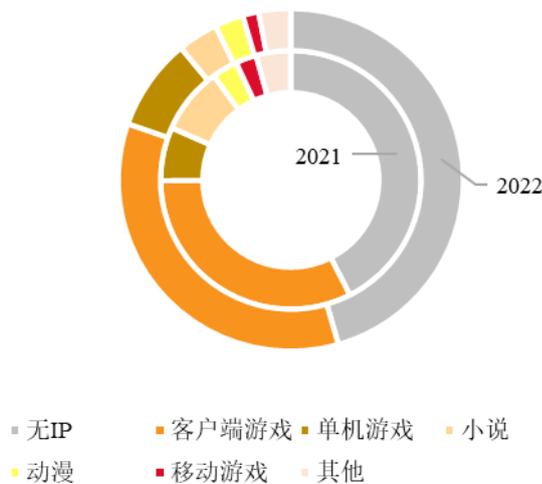
投资公司	研发产品-恺英产品线	其他游戏产品等
数字浣熊	《妖怪正传 2》	《妖怪正传》《妖怪事务所》《喵话西游》
心光流美	《高能手办团》	《飞吧龙骑士》
沧溟网络	《归隐山居图》	《玄中记》
星跃互动	《代号：信长》	《王牌星舰》《沙丘争霸》《星际迷航》
仟憬网络	-	《前进之路》《Grok!》
兄弟玩网络	-	《龙皇传说》《热血都市》《冰雪传奇》
动钛网络	-	《怪谈事件簿》《移魂侦探》《莫比乌斯电波》
光粒网络	-	《无尽银河》《诺弗兰物语》《Project S》
旭玩科技	-	《传世群英传》《神挑岛》、旭玩引擎
百易科技	-	《踏仙途 H5 版》《贪玩捕鱼》《热血争霸》《捕鱼大赛》
友齐信息	-	《坦克英雄》《我是射手》《铁甲雄风》
快马互娱	-	《英雄归来》《帝国复兴》《骰子三国》
回声互娱	-	《武装少女》
云乐畅想	-	《美少年骑士》
盛戏网络	-	《武炼巅峰》《欢乐酷跑》《仙剑神域》《云中战歌》
战龙网络	-	《大洋舰队》《战舰荣耀》《海洋争霸》

乐相科技	-	《3D 播播》，VR/AR
非玩不可网络	-	《魔神之战》，传奇类
乐玖网络	-	《代号 3S》，女性剧情向产品
余烬科技	-	《Evotinction》(中文名《演灭》)
幻杳网络	-	在研一款 3D 开放世界的冒险动作游戏
银之匙网络	-	《Over Universe》(暂定名)
盛同恺网络	-	拥有《传奇》和《传奇世界》IP 的移动端独家授权
予幻网络	-	VR/AR
风成科技	-	-

资料来源: wind, 公司公告, 恺英网络投资者关系官方公众号, 心光流美官网, GameLook, 恺英网络官网, 恺英网络公众号, 首创证券

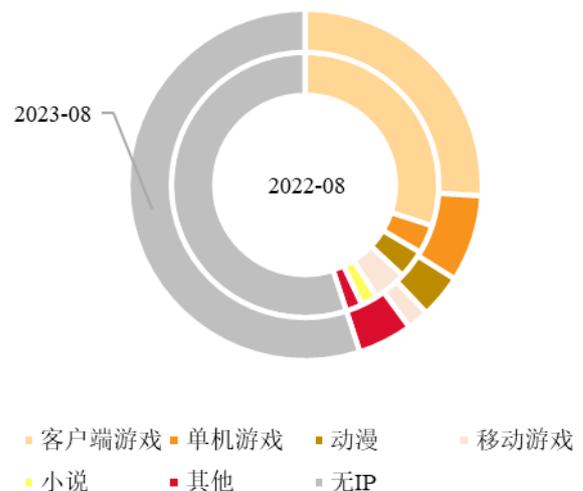
2023 年受到新游冲击, 但 IP 游戏仍是重要市场组成部分。据伽马数据, 2023 年 8 月, 流水 TOP50 移动游戏中 IP 游戏数量与上年同期持平, 但由于《蛋仔派对》等新游发力, 流水占比有所下降。据伽马数据, 2023 年前三季度中国移动游戏 IP 市场收入占移动游戏市场收入的 77.7%, 我们认为, IP 在移动游戏领域的影响力越来越大, 是游戏公司吸引用户的重要手段之一。

图 23 2021-22 年流水 TOP100 移动游戏中 IP 游戏流水占比



资料来源: 伽马数据, 首创证券

图 24 2022-08 及 2023-08 流水 TOP50 移动游戏中 IP 游戏数量占比



资料来源: 伽马数据, 首创证券

公司重视通过引入、自研等方式获取 IP。强大的优质 IP 获取及商业化能力已成为公司核心竞争力之一, 为公司研发新兴力作不断提供强劲助力, 支撑公司多样化产品线:

1) 引入 IP 方面, 公司已获得“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“OVERLORD”、“倚天屠龙记”、“仙剑奇侠传”、“盗墓笔记”、“斗罗大陆”、“奥特曼”等知名 IP 授权, 成功推出《新倚天屠龙记》、《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》、《魔神英雄传》、《敢达争锋对决》等产品。公司储备项目中, 大部分为 IP 向产品, 如《代号: 转生史莱姆》《斗罗大陆·诛邪传说》等;

2) 自研 IP 方面, 公司自主孵化“百工灵”和“岁时令”等 IP。其中, 公司在国内首创的中国节日拟人题材绘本式科普漫画《岁时令》荣获国家社科基金重大课题“新时代文明实践中心建设研究”项目支持; 中华传统手工艺主题动漫游戏 IP《百工灵》自

2022 年开启连载，获杭州市动漫游戏产业专项资金支持。

表 6 恺英网络储备 IP 及相关游戏作品情况（部分，深底色为在研产品）

公司获取 IP	相关游戏作品
刀剑神域	《刀剑神域黑衣剑士：王牌》
魔神英雄传	《魔神英雄传》
机动战士敢达系列	《敢达争锋对决》
西行纪	《龙神八部之西行记》
倚天屠龙记	《新倚天屠龙记》
热血江湖	《全民江湖》
仙剑奇侠传	《仙剑奇侠传：新的开始》
OVERLORD	《纳萨力克之王》
妖怪正传	《妖怪正传 2》
关于我转生变成史莱姆这档事	《代号：转生史莱姆》
信长之野望：天道	《代号：信长》
龙族	-
封神系列	-
盗墓笔记	《代号：盗墓》
斗罗大陆	《斗罗大陆·诛邪传说》
奥特曼	一款 3D 动作游戏
死神 千年血战篇	-

资料来源：公司公告，恺英网络公众号，首创证券

公司尝试 IP 运营，力争最大限度挖掘提升 IP 品牌价值。当前公司主要以文学作品+动漫形式孵化旗下 IP，包括：对于“蓝月”系列等自有标杆级别 IP，合作推出“蓝月”IP 系列文学作品等，赋予“蓝月”IP 系列全新世界观和剧情；对于“岁时令”、“百工灵”等自研 IP，推出了《岁时令》子系列轻小说《上元欢》、《百工灵》衍生动画《百工灵不灵》（拟 2024 年上线）。未来，随着 IP 开发初具规模以及 IP 开发方法论逐步搭建完成，庞大 IP 储备有望为公司贡献更丰厚价值。

3 财务分析

新品陆续上线，有望贡献增量营收。公司营收由移动游戏收入、网页游戏收入、信息服务收入（主要为游戏分发业务）、其他应用收入构成。其中，移动游戏收入占比超过 85%，为主要贡献项。2023 年前三季度，公司实现营收 30.29 亿元，同比增长 7.23%，收入增速有所下滑，主因公司上半年新游上线较少，未能贡献增量收入。

2023 年 6 月、8 月、10 月、11 月，公司分别上线了新产品《龙神八部之西行纪》《全民江湖》《石器时代：觉醒》《纳萨力克之王》，待上线产品包括《仙剑奇侠传：新的开始》、一款传奇游戏及一款 VR 游戏，参考公司 2023 年 Q3 实现营业收入 10.53 亿元，同比增长 29.10%，我们认为新产品密集上线，有望持续贡献增量收入，驱动移动游戏收入持续快速增长。此外，我们预计公司页游业务随行业规模变化而逐步萎缩，游戏分发业务保持稳定。

图 25 恺英网络营业收入（亿元）

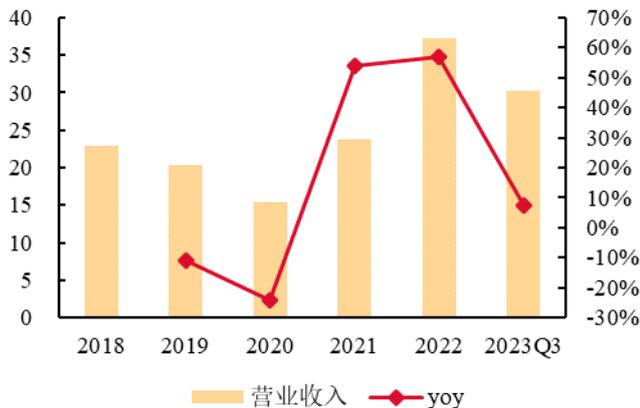
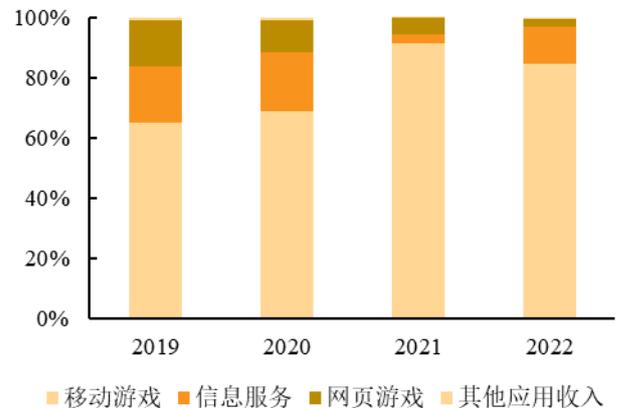


图 26 恺英网络营收结构

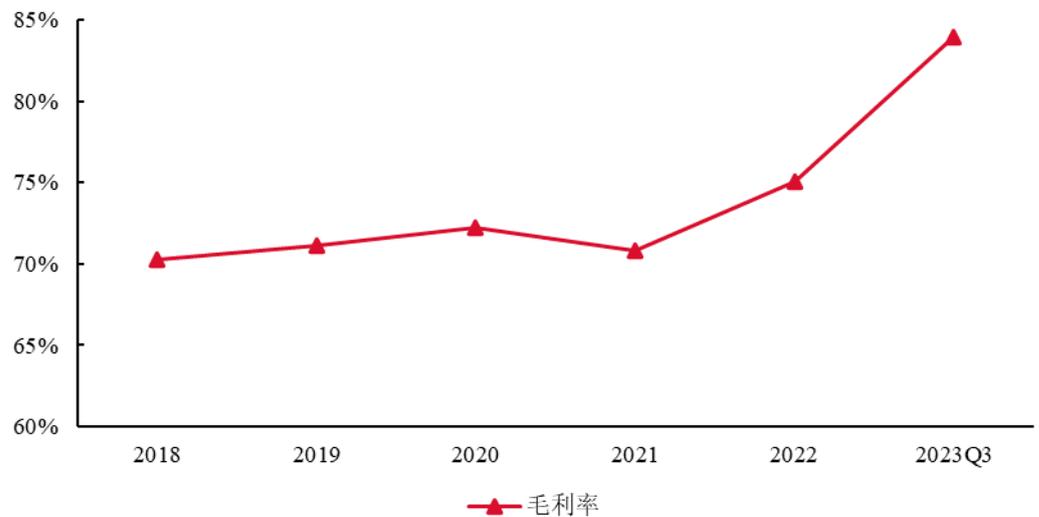


资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

产品结构影响公司毛利率水平。公司主要业务为移动游戏，该业务毛利率较高。2023 年前三季度，公司毛利率 83.91%，同比增加 10.01pcts，主因存量产品生命周期衰退，导致分成成本有所下降。展望未来，新产品陆续上线带来会相应推广成本提升，以及新产品储备带来研发分成提升，我们预计公司毛利率呈现温和上升趋势。

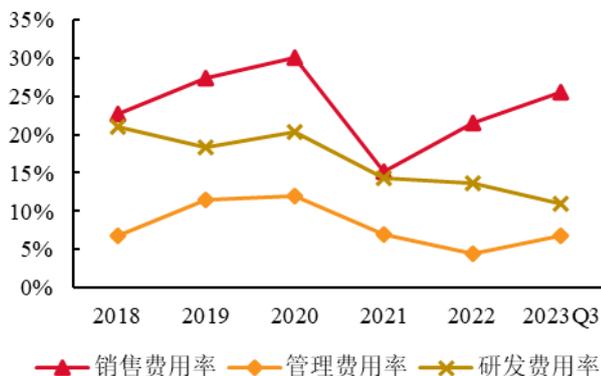
图 27 恺英网络毛利率



资料来源：Wind，首创证券

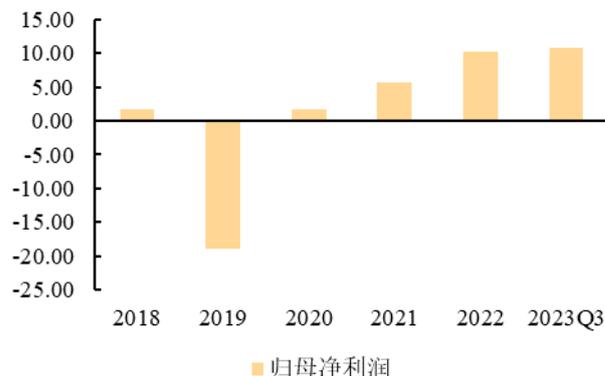
产品线丰满致费用率有所提升，利润水平不断改善。2023 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 25.56%/6.81%/10.95%，主要变化原因：1) 新产品周期释放导致销售推广费用有所提升，未来公司待上线产品丰富，预计销售费用率仍然在较高水平；2) 管理费用大幅上升主因员工持股计划及股票期权计划费用摊销增加；3) 公司储备产品较多，同时持续提升研发体系实力，持续加大在 AIGC 领域投入，如公司和复旦大学签署协议，共同开发 AIGC 及 AINPC 技术相结合的斗罗大陆 IP 手游，我们预计短期研发费用或持续提升，但中长期来看有望反哺核心业务，提升研发效率。

图 28 恺英网络费用率



资料来源: Wind, 首创证券

图 29 恺英网络归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

4 盈利预测

4.1 收入假设

基于对行业环境和公司经营的研判, 我们为公司的收入做出了五点假设:

假设一: 行业角度, 版号政策维持现状, 公司在研产品线能够稳健释放;

假设二: 公司“传奇/奇迹”类游戏市场率随行业竞争格局稳定而有所提升, 同时非“传奇/奇迹”类游戏陆续上线, 移动游戏业务保持较快增长;

假设三: 公司信息服务业务保持相对稳定发展。

假设四: 页游市场持续萎缩, 公司页游业务跟随大盘变化趋势。

基于以上假设, 我们对公司各项业务收入进行预测: 预计 2023-2025 年公司移动游戏和信息服务业务收入增速分别为 25.0%/25.0%/20.0%、12.0%/10.0%/10.0%。公司 2023-2025 年总营收增速为 22.2%/22.8%/18.8%。

表 7 恺英网络 2023-2025 年各项业务营收预测 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23.75	37.26	45.53	55.89	66.40
		yoy			
移动游戏	21.77	31.57	39.47	49.33	59.20
		yoy			
信息服务	0.75	4.64	5.19	5.71	6.28
		yoy			
网页游戏	1.28	0.87	0.57	0.40	0.32
		yoy			
其他	0.00	0.17	0.30	0.45	0.60
		yoy			

资料来源: Wind, 首创证券

4.2 公司估值及评级

公司当前估值较有吸引力。公司变现模式主要为游戏，我们选取三七互娱、吉比特、完美世界、神州泰岳等游戏公司作为可比公司进行估值：行业估值水平区间在 2.4 倍-3.7 倍 P/S，中枢为 2.98 倍 P/S；12 倍-25 倍 P/E，中枢为 18.08 倍 P/E。考虑到历史上游戏行业平均 PE 在 26-30 倍之间，因此目前整体而言当前游戏行业估值偏低。

恺英网络历史遗留问题基本解决，同时其产品储备充裕，释放节奏确定性强，目前处于业绩快速成长期，应当给予一定的估值溢价，公司当前估值在 16 倍 PE 左右，预计 24 年 PE 为 14 倍，较有吸引力。

表 8 恺英网络可比估值标的及估值

	可比标的	证券代码	营业收入 (2023E, 亿元)	P/S	净利润 (2023E, 亿元)	P/E
游戏公司	三七互娱	002555.SZ	172.24	2.42	32.62	12.78
	完美世界	002624.SZ	83.22	2.56	9.21	23.16
	吉比特	603444.SH	44.50	3.31	12.21	12.05
	神州泰岳	300002.SZ	59.65	3.64	8.93	24.33
	平均值		-	2.98	-	18.08
	恺英网络	002517.SZ	45.53	5.47	15.37	16.19

资料来源：Wind，首创证券

可比公司数据均来自 wind 一致预期，恺英网络为首创证券预测数据，数据提取日期：2024.2.26

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 45.53/55.89/66.40 亿元，同比增速 22.2%/22.8%/18.8%，归母净利润分别为 15.37/18.41/22.90 亿元，同比增速 49.9%/19.8%/24.4%，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为每股 0.71/0.86/1.06 元，对应 PE 为 16/14/11 倍。我们看好公司在核心“传奇/奇迹”品类不断夯实竞争壁垒、提升市占率，并在探索新品类过程中取得突破的能力，维持“买入”评级。

5 风险提示

- 1、产品研发风险，如研发进度、测试数据不及预期，会影响公司收入；
- 2、新游戏表现不及预期，影响公司营业收入；
- 3、宏观经济复苏不及预期，可能会影响用户消费能力，从而影响公司营业收入；
- 4、游戏行业政策风险，如版号下发不及预期，可能影响公司产品上线节奏。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,948	5,678	7,659	10,176	经营活动现金流	1,483	1,555	1,726	2,269
现金	2,551	3,919	5,562	7,691	净利润	1,025	1,537	1,842	2,291
应收账款	858	1,049	1,288	1,530	折旧摊销	56	58	54	49
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2	-60	-69	-79
预付账款	229	269	316	378	投资损失	12	-120	-10	-10
存货	10	12	14	16	营运资金变动	64	-69	-270	-242
其他	300	429	479	561	其它	-13	37	-24	7
非流动资产	1,828	1,844	1,819	1,839	投资活动现金流	447	-74	-8	-76
长期投资	398	408	408	408	资本支出	-73	-98	-79	-91
固定资产	21	24	25	27	长期投资	-46	-10	0	0
无形资产	28	65	88	130	其他	566	34	71	15
其他	1,381	1,347	1,298	1,274	筹资活动现金流	-580	-113	-74	-65
资产总计	5,776	7,522	9,478	12,015	短期借款	11	0	0	0
流动负债	1,201	1,547	1,615	1,762	长期借款	11	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-32	126	166	174
应付账款	312	479	496	565	现金净增加额	1350	1368	1643	2128
其他	475	255	100	100					
非流动负债	33	69	62	59	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	33	69	62	59	营业收入	56.8%	22.2%	22.8%	18.8%
负债合计	1,234	1,616	1,677	1,821	营业利润	47.9%	33.4%	19.8%	24.5%
少数股东权益	70	241	446	700	归属母公司净利润	77.8%	49.9%	19.8%	24.4%
归属母公司股东权益	4,472	5,665	7,355	9,494	获利能力				
负债和股东权益	5,776	7,522	9,478	12,015	毛利率	75.0%	76.0%	77.0%	78.0%
					净利率	36.5%	37.5%	36.6%	38.3%
					ROE	22.6%	26.0%	23.6%	22.5%
					ROIC	32.6%	31.8%	28.3%	26.7%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	3,726	4,553	5,589	6,640	资产负债率	21.4%	18.0%	14.1%	12.8%
营业成本	931	1,093	1,286	1,461	净负债比率	1.2%	1.5%	1.1%	0.8%
营业税金及附加	18	23	28	33	流动比率	3.3	3.7	4.7	5.8
营业费用	803	1,093	1,341	1,560	速动比率	3.3	3.7	4.7	5.8
研发费用	511	501	604	697	营运能力				
管理费用	164	250	296	339	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
财务费用	-34	-60	-69	-79	应收账款周转率	4.6	4.8	4.8	4.7
资产减值损失	-36	0	0	0	应付账款周转率	3.2	2.8	2.6	2.8
公允价值变动收益	-2	20	10	10	每股指标(元)				
投资净收益	-12	100	0	0	每股收益	0.68	0.71	0.86	1.06
营业利润	1,341	1,789	2,144	2,669	每股经营现金	0.70	0.72	0.80	1.05
营业外收入	530	10	10	10	每股净资产	2.08	2.63	3.42	4.41
营业外支出	487	1	0	0	估值比率				
利润总额	1,384	1,798	2,154	2,679	P/E	24	16	14	11
所得税	23	90	108	134	P/B	4	3	2	2
净利润	1,361	1,708	2,046	2,545					
少数股东损益	336	171	205	255					
归属母公司净利润	1,025	1,537	1,841	2,290					
EBITDA	1,406	1,797	2,138	2,649					
EPS (元)	0.68	0.71	0.86	1.06					

分析师简介

王建会，复旦大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

辛迪，中央财经大学经济统计硕士，中央财经大学金融数学学士，2022 年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现