

2024年05月15日

# 恺英网络 (002517.SZ)

## 公司快报

### 情怀+创新筑 IP 护城河，重点游戏赋能稳健增长

传媒 | 游戏III

投资评级

**买入-A(首次)**

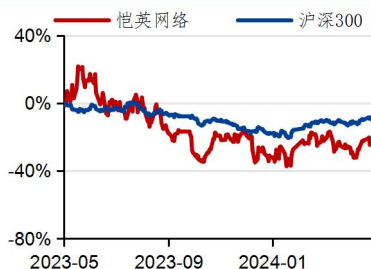
股价(2024-05-14)

11.99 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	25,808.69
流通市值(百万元)	22,870.51
总股本(百万股)	2,152.52
流通股本(百万股)	1,907.47
12个月价格区间	18.07/9.96

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.27	0.12	-13.73
绝对收益	6.48	8.8	-20.86

分析师

倪爽

 SAC 执业证书编号: S0910523020003  
 nishuang@huajinsec.cn

#### 相关报告

#### 投资要点

◆ **事件:** 2023年,公司实现营业收入42.95亿元,同比增长15.30%;归母净利润14.62亿元,同比增长42.57%。每10股派现1元(含税),不转增。2024Q1,公司实现营业收入13.08亿元,同比增长36.93%;归母净利润4.26亿元,同比增长47.06%,主要由于公司游戏表现良好带来收入增加所致。

◆ **情怀武侠+多样化创新IP,游戏主业多元化发展。**公司专注于精品化网络游戏产品的研发、制作和运营,始终坚持“研发、发行、投资+IP”三大板块驱动,打造核心竞争力。报告期内,受益于《原始传奇》、《敢达争锋对决》、《热血合击》、《天使之战》、《永恒联盟》等长线产品的稳定运营以及《新倚天屠龙记》、《仙剑奇侠传:新的开始》、《石器时代:觉醒》等新上线产品的出色表现,公司近年经营业绩延续增长态势。研发方面:在复古情怀类游戏领域,公司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,已建立起独有竞争壁垒。在创新精品类游戏领域,实时对战游戏《敢达争锋对决》、卡牌策略回合游戏《纳萨力克之王》、VR游戏《Mecha Party》、回合制RPG游戏《石器时代:觉醒》等均表现不俗,多款游戏先后在不同榜单名列翘楚。4月26日,公司自研自发的游戏产品《盗墓笔记:启程》获得版号。发行方面: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,涵盖多种类型手游、页游、H5游戏,拥有广泛用户群。投资+IP业务方面:公司产业投资以深度战略协同、反哺主业为核心目的,投资标的主要聚焦游戏行业上下游产业链,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,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业务协同效应。在IP方面,公司积极孵化“蓝月”等自有标杆级别IP,自主孵化“百工灵”、“岁时令”等优质IP,亦积极引入包括“机动战士敢达系列”、“OVERLORD”、“关于我转生变成史莱姆这档事”、“热血江湖”、“龙族(Dragon Raja)”等知名IP,支撑公司产品多样化的目标。

◆ **多赛道业务持续开拓,竞争优势日渐显著。**公司在多领域持续发挥优势,赋能游戏主业发展。技术研发方面:报告期内,公司研发投入5.27亿元,占营业收入比例12.26%。公司通过针对性的细分领域训练和应用,让AI更加贴合自身需求。目前,公司自研的“形意”大模型已应用于实际研发场景,为多个项目的研发显著增效。长周期精品运营方面:公司高度重视游戏产品生命周期及其可持续盈利能力,目前已成功运营多款长周期精品产品。引进方面:公司与众多优秀游戏研发商建立了紧密的代理运营合作关系,不断成熟、完善的产品引入机制已逐步沉淀为公司的核心竞争力之一。在IP及商业化方面,公司“发展IP多元化”路线并与世纪华通签署《战略合作协议》,对加强公司主业发展并提高核心竞争力具有积极意义。

◆ **国内外游戏市场均呈复苏态势,用户消费意愿回升。**全球游戏市场:据游戏市场研究及数据分析咨询公司Newzoo于2024年1月发布的《2023年全球游戏市场报告》显示,2023年全球游戏市场整体创造1840亿美元,同比增长0.6%。同时,



全球玩家数量在 2023 年增长到了 33.05 亿人，同比增长 4.3%。国内游戏市场：据中国音数协游戏工委(GPC)与中国游戏产业研究院联合发布的《2023 年中国游戏产业报告》，2023 年国内游戏市场实际销售收入 3029.64 亿元，同比增长 13.95%，首次突破 3000 亿元关口。用户规模 6.68 亿人，同比增长 0.61%，为历史新高点。2023 年中国游戏 ARPU 值达 453.48 元，同比增长 13.26%。优质长线运营游戏叠加爆款新游持续多端发力，政策端自去年 12 月至今年 3 月游戏版号发放持续破百，游戏产业复苏可期，公司业绩有望深度受益。

◆ **投资建议：情怀叠加创新，赋能优质 IP，主业有望延续增长趋势。**我们预测公司 2024 年至 2026 年收入分别为 53.89 亿元、64.99 亿元、75.19 亿元；归母净利润分别为 19.19 亿元、24.90 亿元、29.36 亿元；EPS 分别为 0.89、1.16 和 1.36 元；对应 PE 分别为 13.4、10.4、8.8；首次覆盖，给予“买入-A”建议。

◆ **风险提示：政策不确定性、游戏产品流水收入不及预期、AI 技术潜在风险等。**

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,726	4,295	5,389	6,499	7,519
YoY(%)	56.8	15.3	25.5	20.6	15.7
归母净利润(百万元)	1,025	1,462	1,919	2,490	2,936
YoY(%)	77.8	42.6	31.3	29.7	17.9
毛利率(%)	75.0	83.5	80.6	80.7	80.7
EPS(摊薄/元)	0.48	0.68	0.89	1.16	1.36
ROE(%)	30.0	30.2	26.9	25.9	23.4
P/E(倍)	25.2	17.7	13.4	10.4	8.8
P/B(倍)	5.8	4.9	3.6	2.7	2.1
净利率(%)	27.5	34.0	35.6	38.3	39.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

1. 移动游戏：公司始终围绕“聚焦游戏主业”的核心战略，不断挖掘自身面向未来的正向潜力，研发、发行、投资与 IP 三大核心业务板块业绩增长显著，推出爆款游戏产品；布局元宇宙，孵化 VR 游戏和数字人两大业务板块，助力公司长期战略目标的达成。另一方面，公司以反哺核心游戏业务为目标，重点关注 AIGC 的中间层和应用层价值。在高度自动化的生成式 AI 工具的辅助下，公司可降低研发成本，降低产品迭代的成本与风险。预计移动游戏 2024-2026 年对应收入分别为 44.71 亿元、53.65 亿元、61.70 亿元，同比增速分别为 25.00%、20.00%、15.00%。

2. 信息服务：本部分为公司自主研发并运营的游戏资源发布及游戏社区服务平台取得的收入，包括平台服务费收入、平台广告收入等，目前处于初期的增长阶段。预计信息服务 2024-2026 年对应收入分别为 8.63 亿元、10.79 亿元、12.95 亿元，同比增速分别为 30.00%、25.00%、20.00%。

3. 网页游戏和其他：该部分包括网页游戏（主）和其他应用产品（次）。公司高度重视游戏产品生命周期及其可持续盈利能力。目前，公司已成功运营长周期精品产品包括《原始传奇》、《热血合击》、《天使之战》、《永恒联盟》、《敢达争锋对决》等游戏。优秀的长周期精品产品运营能力塑造了公司业内影响力，也为公司进一步发展打下坚实基础。预计 2024-2026 年对应收入分别为 0.55 亿元、0.55 亿元、0.55 亿元。

综上，我们预计 2024-2026 年对应公司整体收入分别为 53.89 亿元、64.99 元、75.19 亿元，同比增速分别为 25.46%、20.60%、15.70%，对应总体毛利率分别为 80.56%、80.65%、80.72%。

表 1：收入成本拆分

业务收入（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
移动游戏	3157.42	3576.66	4470.82	5364.98	6169.73
YOY	40.47%	13.28%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	75.32%	82.20%	80.00%	80.00%	80.00%
信息服务	463.53	664.13	863.37	1079.21	1295.05
YOY	0.00%	43.28%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	79.65%	92.75%	85.60%	85.60%	85.60%
网页游戏和其他	104.59	54.61	54.61	54.61	54.61
YOY	-18.00%	-47.79%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	49.19%	53.80%	47.00%	47.00%	47.00%
营业总收入	3725.53	4295.39	5388.79	6498.80	7519.39
YOY	56.84%	15.30%	25.46%	20.60%	15.70%
毛利率	75.13%	83.47%	80.56%	80.65%	80.72%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司是中国知名的互联网企业，始终坚持“游戏+平台+互联网高科技”的发展战略，主要业务包括：游戏业务（网页游戏、手机游戏与 H5 游戏等精品娱乐内容的研发和运营）、平台业务（网页游戏平台、移动应用分发平台、区块链平台的运营、XY 游 H5 游戏运营平台）、互联网高科技（科技金融、VR/AR、大数据智能处理中心等）。根据主营业务和行业相似性，我们选择三七互娱（游戏文娱）、完美世界（游戏文娱）、巨人网络（互联网娱乐、金融、医疗等）、吉比特（网络游戏）四家公司作为可比公司。从 PE 上看，四家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 14.65、12.70、11.38，高于所选公司恺英网络。公司估值处于行业相对低位，具备长线运营的丰富经验，坐拥优质游戏储备，优质 IP 边界不断拓宽，持续输出优质产品。所在营商环境持续向好，积极性政策稳步出台，预计主业将稳中向好发展。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002555.SZ	三七互娱	379.70	1.37	1.54	1.70	12.46	11.10	10.05
002624.SZ	完美世界	194.19	0.54	0.65	0.73	18.65	15.47	13.75
002558.SZ	巨人网络	219.46	0.77	0.86	0.96	14.51	12.88	11.54
603444.SH	吉比特	142.35	15.20	17.43	19.43	13.00	11.33	10.17
	均值	233.92	4.47	5.12	5.71	14.65	12.70	11.38
002517.SZ	恺英网络	258.09	0.89	1.16	1.36	13.40	10.40	8.80

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2024 年 5 月 14 日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3948	4550	7847	10068	13724	<b>营业收入</b>	3726	4295	5389	6499	7519
现金	2551	2807	5709	7671	10984	营业成本	931	710	1047	1257	1449
应收票据及应收账款	858	1048	1344	1540	1796	营业税金及附加	18	19	24	30	34
预付账款	229	252	352	376	466	营业费用	803	1177	1476	1678	1880
存货	10	20	25	28	33	管理费用	164	286	216	186	205
其他流动资产	299	424	418	453	445	研发费用	511	527	593	702	827
<b>非流动资产</b>	1829	2061	2134	2200	2255	财务费用	-34	-58	-58	-58	-58
长期投资	398	518	629	740	850	资产减值损失	-12	-67	-10	-10	-10
固定资产	21	17	20	20	16	公允价值变动收益	-2	9	0	0	0
无形资产	28	31	24	19	12	投资净收益	-12	79	-10	-10	-10
其他非流动资产	1382	1494	1461	1422	1377	<b>营业利润</b>	1341	1698	2070	2683	3162
<b>资产总计</b>	5776	6610	9981	12268	15979	营业外收入	530	3	0	0	0
<b>流动负债</b>	1201	1350	2155	1944	2709	营业外支出	487	3	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1384	1697	2070	2683	3162
应付票据及应付账款	312	442	671	665	875	所得税	23	117	142	184	217
其他流动负债	889	908	1484	1279	1835	<b>税后利润</b>	1361	1581	1928	2499	2945
<b>非流动负债</b>	33	22	22	22	22	少数股东损益	336	119	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1025	1462	1919	2490	2936
其他非流动负债	33	22	22	22	22	EBITDA	1364	1708	2023	2576	2990
<b>负债合计</b>	1234	1372	2177	1966	2732	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	70	-6	3	12	21	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1515	1515	2153	2153	2153	<b>成长能力</b>					
资本公积	746	509	509	509	509	营业收入(%)	56.8	15.3	25.5	20.6	15.7
留存收益	2386	3634	5562	8061	11005	营业利润(%)	47.9	26.6	22.0	29.6	17.8
归属母公司股东权益	4472	5244	7800	10290	13226	归属于母公司净利润(%)	77.8	42.6	31.3	29.7	17.9
<b>负债和股东权益</b>	5776	6610	9981	12268	15979	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	75.0	83.5	80.6	80.7	80.7
						净利率(%)	27.5	34.0	35.6	38.3	39.0
						ROE(%)	30.0	30.2	26.9	25.9	23.4
						ROIC(%)	28.5	28.6	25.2	23.9	21.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	21.4	20.8	21.8	16.0	17.1
						流动比率	3.3	3.4	3.6	5.2	5.1
						速动比率	2.9	2.9	3.3	4.8	4.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
						应收账款周转率	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5
						应付账款周转率	3.2	1.9	1.9	1.9	1.9
						<b>估值比率</b>					
						P/E	25.2	17.7	13.4	10.4	8.8
						P/B	5.8	4.9	3.6	2.7	2.1
						EV/EBITDA	17.1	13.5	9.9	7.0	5.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)