

# 恺英网络 (002517)

## 利空出清重启高增长，前瞻布局 VR 产业链

### 买入 (首次)

2022 年 09 月 26 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书: S0600122070012

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,375	3,567	4,587	5,479
同比	54%	50%	29%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	577	635	1,376	1,689
同比	224%	10%	117%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.27	0.30	0.64	0.78
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.97	22.67	10.47	8.53

#### 投资要点

■ **头部传奇厂商逆境反转，业绩重回增长轨道。**公司成立于 2008 年，于 2015 年完成借壳上市，是国内领先的传奇奇迹类厂商，代表产品有页游《蓝月传奇》、手游《全民奇迹 MU》等。2019 年公司先后经历实控人涉案、管理层被调查、IP 授权纠纷等问题，经营业绩下挫。2020 年起，公司重组核心管理团队，剥离陷入 IP 纠纷的子公司，聚焦游戏主业，以“研发、发行、投资+IP”三大业务板块为支撑，夯实传奇奇迹品类研运优势，拓展年轻化品类游戏，前瞻布局 VR 产业链。2020/2021 年及 2022H1 公司归母净利润分别为 1.78/5.77/6.27 亿元，业绩持续回暖。

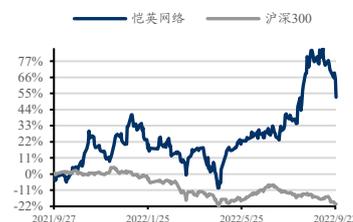
■ **优势传奇类游戏筑基，布局多元品类寻增量。**1) **夯基石：传奇类研运优势领先，利空出清基本企稳。**传奇游戏市场空间大，根据 DataEye 数据，传奇游戏市场规模约 300 亿元，IP 衍生价值可达上千亿元。我们认为随着传奇 IP 权属明晰，私服市场乱象出清，传奇市场有望进一步扩容。公司传奇奇迹类游戏的研运能力出众，爆款产能稳定，我们看好公司保持每年 1-2 款爆款的上线节奏，构筑业绩稳健基石。同时，公司子公司浙江欢游 IP 纠纷落地，利空因素进一步出清。2) **寻增量：布局多元年轻化品类，战略投资丰富产品线。**公司积极探索非传奇奇迹类游戏，培育业绩新增长点，我们看好公司持续增强年轻化品类研运实力，并通过代理发行、投资游戏上下游产业链补充产品线，增厚业绩。

■ **前瞻布局 VR 硬件及内容，关注在研 VR 新游进展。**1) **硬件端：**公司积极关注元宇宙领域的投资机会，全资子公司上海恺英投资了国内领先的 VR 硬件厂商乐相科技，其产品为大朋 VR，根据 Statista 数据，2021Q4 大朋 VR 出货量占全球市场份额 8%。2) **内容端：**2022 年年初，公司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，布局 VR 游戏。幻世科技具备 VR 游戏研发经验，团队开发的音乐节奏游戏《开心鼓神》和多人对战机甲格斗游戏《激战纪》两款自研 VR 产品已上线 Steam、PlayStation 等平台。截至 2022 年 9 月 24 日，公司已有一款 VR 游戏在研，我们认为其未来有望登陆 Pico Store 等头部 VR 内容平台。

■ **盈利预测与投资评级：**公司新游储备丰富，有望驱动业绩持续增长，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.30/0.64/0.78 元，对应当前股价分别为 23/10/9 倍。若不考虑诉讼事项约 4.8 亿的一次性财务影响，我们预计 2022 年公司归母净利润为 9.56 亿元。我们看好公司作为传奇品类游戏头部厂商，经营重回正轨，“研发、发行、投资+IP”三核驱动业绩高增，看好公司前瞻布局 VR 内容，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**新游上线延期风险，新游流水不及预期风险，传奇 IP 诉讼风险，行业监管风险

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	6.69
一年最低/最高价	3.80/8.48
市净率(倍)	3.55
流通 A 股市值(百万元)	12,763.61
总市值(百万元)	14,400.34

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.88
资产负债率(% ,LF)	17.09
总股本(百万股)	2,152.52
流通 A 股(百万股)	1,907.86

## 内容目录

1. 逆境反转，三大业务板块重启增长 .....	4
1.1. 至暗时刻已过，传奇王者重启增长 .....	4
1.2. 治理改善，实控人即将变更 .....	5
1.3. 业绩持续回暖，2022H1 增速亮眼 .....	6
2. 优势传奇类游戏筑基，布局多元品类增量可期 .....	8
2.1. 传奇 IP 权属已厘清，公司有望逐渐整合市场 .....	8
2.2. 研运优势领先，利空出清基本盘企稳 .....	10
2.3. 布局多元年轻化品类，战略投资丰富产品线 .....	11
3. 前瞻布局 VR 硬件及内容，关注在研 VR 新游进展 .....	12
4. 盈利预测与投资评级 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司营业收入及归母净利润情况 (单位: 亿元, %)	5
图 3:	公司股权结构 (截至 2022 年 9 月 15 日)	5
图 4:	公司营业收入及同比增速.....	7
图 5:	公司归母净利润及同比增速.....	7
图 6:	公司毛利率及归母净利率.....	7
图 7:	公司期间费用率及研发费用率.....	7
图 8:	公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)	8
图 9:	“传奇”IP 流水情况 (单位: 亿元)	9
图 10:	传奇品类游戏用户付费能力强.....	9
图 11:	公司投资的部分游戏研发商及其代表产品.....	12
图 12:	全球各品牌 VR 头显出货量份额.....	13
图 13:	《开心鼓神》游戏界面.....	13
图 14:	《激战纪》游戏界面.....	13
表 1:	公司董事会及高管部分成员.....	6
表 2:	部分传奇游戏流水 (单位: 亿元, 截至 2021 年 3 月)	9
表 3:	公司部分自研/代理产品流水表现.....	10
表 4:	公司部分传奇奇迹类游戏.....	11
表 5:	公司部分非传奇奇迹类游戏.....	11
表 6:	公司部分产品储备.....	12
表 7:	公司盈利预测表.....	14

## 1. 逆境反转，三大业务板块重启增长

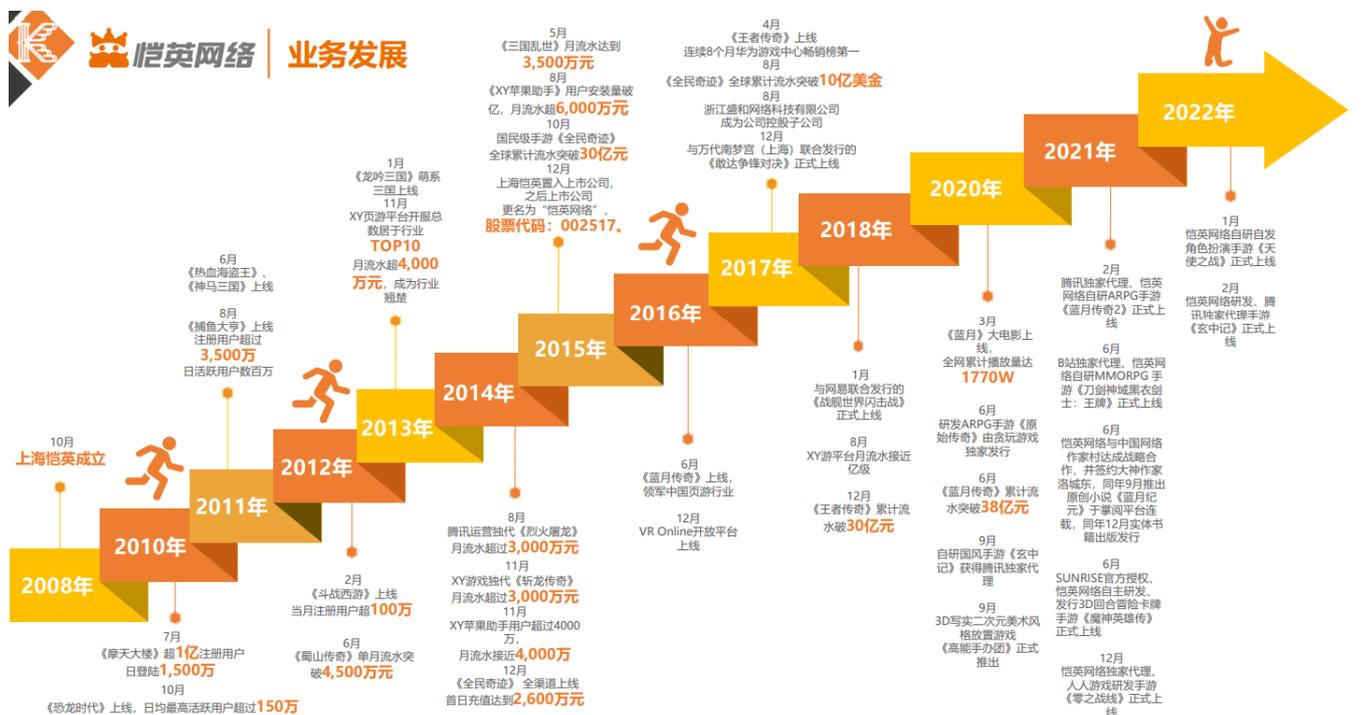
### 1.1. 至暗时刻已过，传奇王者重启增长

公司成立于2008年，于2015年完成借壳上市，是国内领先的传奇奇迹类厂商，代表产品有页游《蓝月传奇》、手游《全民奇迹 MU》等。2019年在内外部压力下，公司业绩下挫，2020年起公司积极完善公司治理，完成战略调整，业绩已逐步修复，重回增长轨道。

**2008-2013年（页游阶段）：依托腾讯开放平台，产品表现优秀。** 依托腾讯开放平台流量，公司于2010-2011年先后上线自研社交页游《摩天大楼》《恐龙时代》《捕鱼大亨》《热血海盗王》，于2012-2013年先后推出《斗战西游》《蜀山传奇》等RPG页游，产品表现出色。同时公司于2012年建立独立页游平台“XY游戏”，2013年XY页游平台开服总数居于行业前10，月流水超4000万，公司头部页游厂商地位初步确立。

**2014-2018年（页转手阶段）：页游维持领先优势，自研独代并重发力手游。** 2014年12月，公司独家代理发行手游《全民奇迹 MU》，截至2015年10月全球累计流水突破30亿元，同时公司分别与万代南梦宫、网易联合开发发行《敢达争锋对决》、《战舰世界闪击战》，手游收入占比逐步提升。页游端，2016年6月《蓝月传奇》上线，截至2017年12月流水突破27亿元，研运优势保持领先。此外，2017年公司收购浙江盛和网络，进一步加强传奇奇迹类游戏的研发优势。

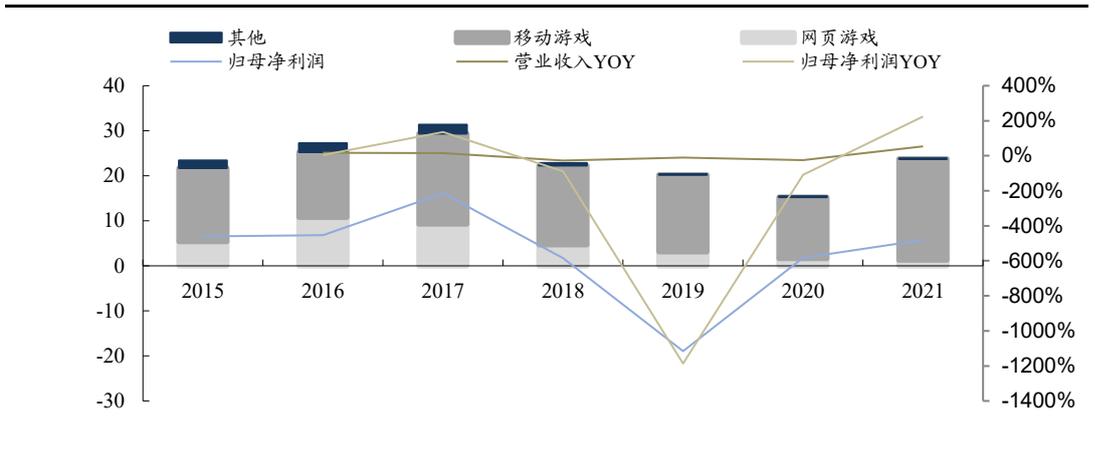
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**2019 年至今：困境凸显经营韧性，至暗时刻已过，业绩重启增长。**2019 年，公司经历实控人失联、核心管理层被调查、IP 授权诉讼等问题，经营受到重大影响，营收端同比下滑，叠加诉讼带来大额商誉减值，2019 年公司归母净利润同比盈转亏至-18.94 亿元。2020 年起，公司重组核心管理团队，剥离存在 IP 纠纷的子公司浙江九翎，聚焦游戏主业，以“研发、发行、投资+IP”三大业务板块为支撑，持续夯实传奇奇迹品类研运优势，拓展年轻化品类游戏，前瞻布局 VR 产业链，业绩重回增长轨道。

图2：公司营业收入及归母净利润情况（单位：亿元，%）

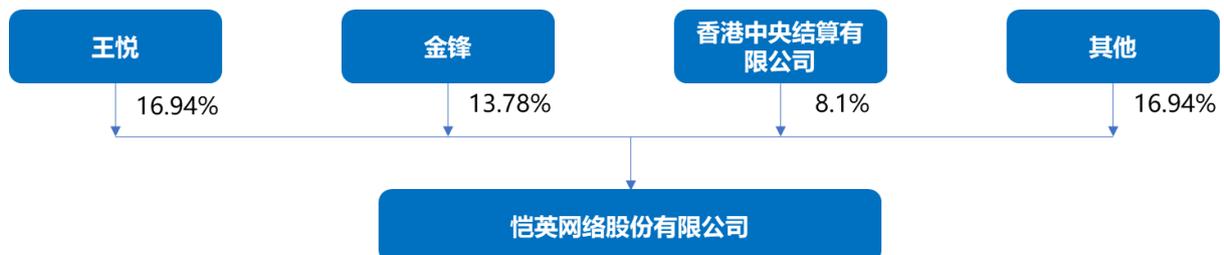


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 治理改善，实控人即将变更

**实控人王悦股份陆续被拍卖，董事长金锋将成为第一大股东。**截至2020年12月，公司创始人、实控人王悦直接持有公司股票4.62亿股，持股占比21.44%。2021年起，王悦及一致行动人所持股份陆续被拍卖，公司现任董事长金锋通过集中竞价、大宗交易等方式持续增持。截至2022年9月15日，王悦持股占比16.94%，金锋持股占比13.78%，待2022年9月6-7日拍卖股份过户后，王悦及一致行动人持股占比将降至7.97%，公司现任董事长金锋持股占比为13.78%，将成为第一大股东。同时，王悦所持股份后续仍将被陆续拍卖，若拍卖成功并完成过户手续，王悦将失去公司控制权。

图3：公司股权结构（截至2022年9月15日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**管理层焕新经验丰富，治理结构逐步完善。**2019 年伴随王悦被捕，陈永聪、金锋等多名公司高管被陆续调查，公司人事陷入动荡，直至 2020 年底，金锋、陈永聪等分别收到《不起诉决定书》，公司管理层逐步恢复稳定。新管理层中，董事长金锋、总经理陈永聪、副总经理程龙等均具有多年游戏行业从业经历，且多位高管均有大流水游戏项目经验。同时，公司引入多位具备法律、政企背景的高管及董事，强化合规经营。

**表1: 公司董事会及高管部分成员**

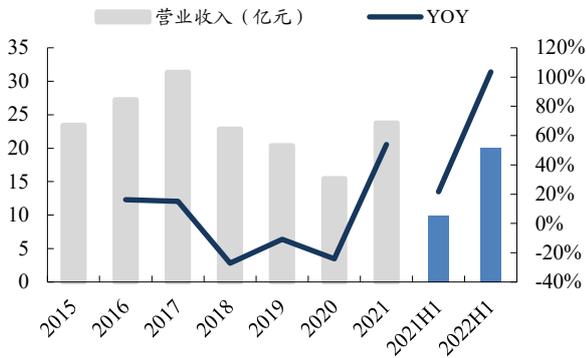
姓名	职务	背景
金锋	董事长	互联网游戏开发，运营资深产品总监，拥有敏锐、准确的互联网行业嗅觉，与业内众多主要市场参与者保持良好的沟通和交流。 2011 年自浙江盛和成立之初，担任恺英网络股份有限公司产品经理，全面负责公司产品引入业务。 2013 年担任浙江盛和市场总监，2015 年，牵头立项《蓝月传奇》项目，作为项目负责人主导研发，《蓝月传奇》成为浙江盛和首个月流水过亿的项目。2016 年率领团队发力手游业务，成立《王者传奇》项目，流水过亿。 2018 年 1 月起，担任浙江盛和网络科技有限公司总裁及 CEO，全面统筹日常公司运营管理，研发项目管理，以及年度业绩指标制定等。
陈永聪	副总经理、董事	2012 年至 2013 年担任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人，负责组建 XY 页游平台团队，2013 年底成功带领 XY 页游平台跻身行业 TOP10，旗下运营的产品《传奇盛世》，《蓝月传奇》月流水均突破 1 亿。 2014 年至 2016 年担任上海恺英网络科技有限公司副总经理兼游戏事业群 CEO，带领恺英游戏全面发力移动端，其中《全民奇迹 MU》全渠道上线，截止 2017 年 8 月全球累计流水超 10 亿美金。 2017 年起担任恺英网络股份有限公司副总经理兼首席运营官。
沈军	副总经理，副董事长	社会职务中国法学会会员，浙江省法学会评估法学会副会长，行政法学会理事，浙暨法学家理事。 于 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。
骞军法	副总经理，董秘，董事	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。
陈楠	董事	曾任浙江省发展资产经营有限公司投资总监，副总经理，现任浙江省文化产业投资集团有限公司投资管理部副总监，杭州博文股权投资有限公司执行董事。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 业绩持续回暖，2022H1 增速亮眼

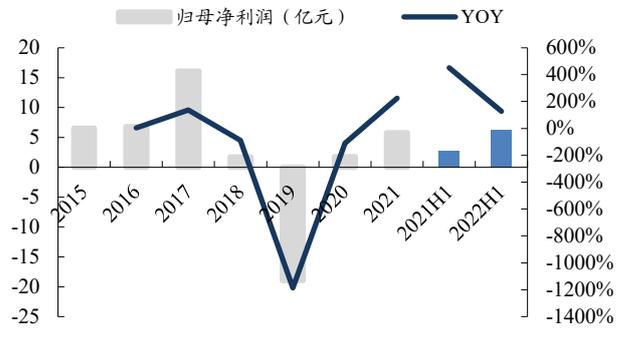
**《天使之战》等产品表现出色，2022H1 业绩同比高增。**2022H1 公司实现营收 20.10 亿元，同比增长 103.49%，实现归母净利润 6.27 亿元，同比增长 126.41%，营收及归母净利润同比高增主要系新游《天使之战》、老游《原始传奇》、《热血合击》、《王者传奇》等多款游戏表现良好。展望全年及未来，新游《永恒联盟》已于 2022 年 9 月上线，后续产品储备丰富，有望陆续上线驱动营收增长。

图4: 公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

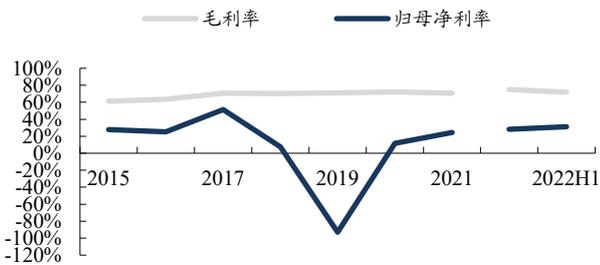
图5: 公司归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

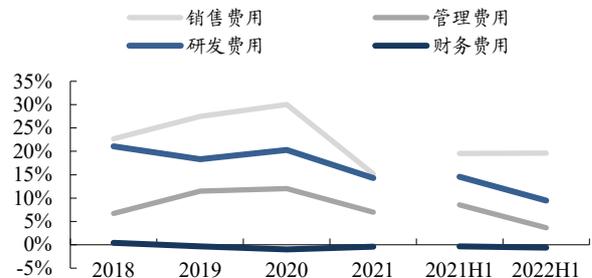
毛利率基本维稳，净利率逐步回升。2022H1 公司毛利率为 71.81%，yoy-3.25pct，我们认为同比下滑主要系产品流水结构变动所致，代理产品《天使之战》流水表现出色，对应收入成本增加；归母净利率 31.22%，yoy+3.16pct，主要受益于 IP 诉讼纠纷逐步出清，管理费用率同比下降 4.94pct 至 3.65%，公司盈利能力持续回升。

图6: 公司毛利率及归母净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

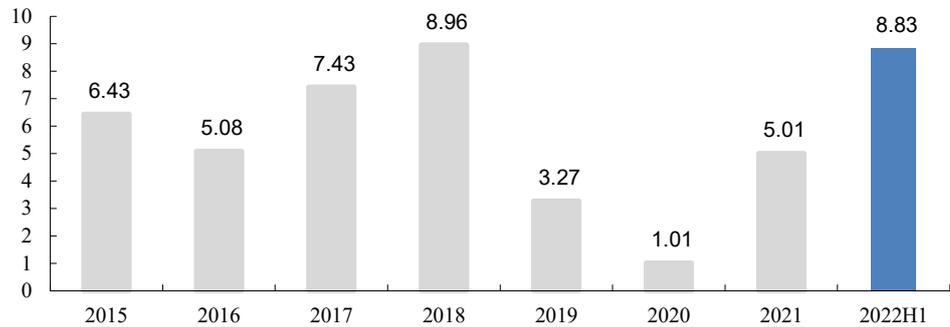
图7: 公司期间费用率及研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

经营性现金流企稳，货币资金充足。2020 年起公司经营活动产生的现金流量净额持续回升，截至 2022H1，公司持有货币资金 18.95 亿元，在手现金充足。

图8: 公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 优势传奇类游戏筑基, 布局多元品类增量可期

### 2.1. 传奇 IP 权属已厘清, 公司有望逐渐整合市场

**“传奇” IP 授权纠纷多年, 制约传奇市场规模扩张。**“传奇” IP 由娱美德和亚拓士共同享有, 2001 年盛趣游戏与亚拓士签署《软件许可协议》并不断续约至 2017 年, 取得《热血传奇》PC 端在中国大陆的代理权。2004 年盛趣游戏收购亚拓士, 并自 2016 年起, 不断对外进行“传奇” IP 手游、页游授权, 2017 年盛趣游戏与亚拓士签署《续展协议》将《软件许可协议》延期至 2023 年。与此同时, 娱美德也于中国大陆地区授权其他游戏公司开发传奇 IP, 并成立株式会社传奇 IP。盛趣游戏与娱美德均认为对方的授权行为涉嫌侵权, 双方围绕续约有效性及授权合法性开始频繁互讼。同时, 娱美德对盛趣游戏授权企业发起诉讼, 众多传奇厂商经营受影响, 授权不清使得传奇市场发展受限。

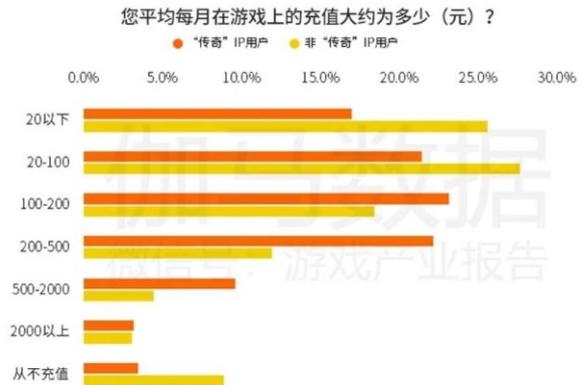
**“传奇” IP 权属厘清, 传奇厂商活力待释放。**根据世纪华通 2021 年 12 月 24 日发布的公告, 最高人民法院已明确盛趣游戏享有《传奇》游戏在中国大陆的独占性授权。我们认为传奇游戏用户付费能力强, 市场空间大, IP 权属明晰将催化更多传奇 IP 衍生新游, 传奇 IP 活力将逐步释放。根据伽马数据, 截至 2020 年, 传奇品类游戏已创造超 900 亿元流水, 累计注册用户超 6 亿人, 同时根据 DataEye 报告, 传奇游戏市场规模约 300 亿元, 衍生的“传奇” IP 价值有望超过 1300 亿元。

图9：“传奇” IP 流水情况（单位：亿元）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所  
注：流水统计范围均为取得正版授权的产品

图10：传奇品类游戏用户付费能力强



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

表2：部分传奇游戏流水（单位：亿元，截至 2021 年 3 月）

游戏类型	游戏名称	上线时间	月流水峰值	累计流水
手游	热血传奇	2015 年 8 月	7	10+
手游	复古传奇-热血传说	-	2+	10+
页游	蓝月传奇	2016 年 6 月	2	38+
手游	雷霆霸业	-	2	18+
手游	贪玩蓝月	2016 年 4 月	1.5	10+
页游	传奇霸业	2014 年 12 月	1+	33+
手游	传奇盛世	2015 年 11 月	1	7.7+
手游	一刀传世	2018 年 12 月	1	3+
手游	烈焰武尊	2018 年 6 月	0.1+	1+

数据来源：DataEye，东吴证券研究所

**整顿私服市场乱象，头部厂商携手共谋发展，传奇市场体量有望进一步扩容。**国内传奇私服乱象由来已久，根据游戏葡萄数据，在 2017 上半年不到三个月的时间里，有共计 893 款手游、95 款 H5 游戏、69 款页游分别涉嫌侵犯盛趣游戏《热血传奇》、《传奇世界》的著作权。随着最高法明确了传奇 IP 的权属，以及盛趣游戏联合其他厂商开启传奇 IP 大规模“净网”行动，我们认为私服市场乱象将逐步得到整治，正版 IP 授权产品或将受益于用户流量迁移。同时盛趣游戏与恺英网络联合出资设立“盛同恺”，并专项开展《传奇世界》IP、《传奇》IP 的合作及维权相关业务。我们认为在头部厂商牵头下，传奇市场将步入规范化发展，市场体量有望进一步扩容。

同时我们认为，传奇奇迹类市场竞争激烈，新游想要实现较高月流水，需在游戏玩法、画面品质等方面有所提升和差异化，因此我们看好具备研运实力的厂商持续突围。

## 2.2. 研运优势领先，利空出清基本盘企稳

传奇奇迹类研运实力深厚，多款产品流水表现出色。2014 年公司与北京天马时空联合研发发行《全民奇迹》手游，上线以来各项运营数据保持优秀，首日充值额达 2600 万元，截至 2015 年 10 月、2017 年 8 月全球累计流水分别突破 30 亿元、10 亿元。后续自研产品《蓝月传奇》《王者传奇》陆续上线，累计流水均超 30 亿元，《蓝月传奇 3D》等均实现出色的流水表现，其中“蓝月”IP 已成为公司自有标杆级 IP。

表3: 公司部分自研/代理产品流水表现

游戏名称	自研/代理	流水表现
全民奇迹 MU	代理	2014 年上线，首日充值达 <b>2600 万元</b> ，截至 2015 年 10 月，全球累计流水突破 <b>30 亿元</b> ，截至 2017 年 8 月，全球累计流水突破 <b>10 亿美元</b> 。
蓝月传奇	自研	2016 年上线，单月流水破 <b>2 亿元</b> ，当年流水破 <b>11 亿元</b> ，截至 2018 年财报统计时间，《蓝月传奇》连续 22 个月占据开服数榜第一，截至 2020 年 6 月 30 日，累计流水超过 <b>38 亿元</b> 。
王者传奇	自研	2017 年 4 月上线，连续 8 个月华为游戏中心畅销榜第一，截至 2018 年 12 月累计流水突破 <b>30 亿元</b> 。
蓝月传奇 3D	自研	单月最高流水突破 <b>1.41 亿元</b> 。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**浙江欢游 IP 纠纷落地，历史遗留问题再度出清。**因传奇 IP 授权混乱，公司旗下子公司浙江九翎、浙江欢游先后陷入 IP 诉讼纠纷，2019 年公司已经剥离浙江九翎。2022 年 9 月 23 日，公司发布公告，明确浙江欢游与传奇 IP 进入执行阶段，执行金额为 4.8 亿元，公司将会持续维护自身利益，后续建议关注进展。我们认为这次浙江欢游诉讼落地，将对公司 2022 年产生一次性财务影响，但随着 IP 纠纷落地，公司利空因素进一步出清。

**研运能力持续验证，后续产品管线值得期待。**2022 年 1 月，公司代理发行《天使之战》手游，根据伽马数据预测，当月流水超 1 亿元，拉动 2022H1 业绩高增长，2022 年 9 月自研手游《永恒联盟》上线，公司于传奇奇迹领域的研发、发行能力持续获验。我们认为公司传奇奇迹类爆款产能稳定，除 2018 年受版号停发影响，2019 年受管理层动荡及诉讼事件影响，2014-2022 年公司均能保持每年 1-2 款旗舰传奇奇迹类产品上线。我们看好在外部环境向好、内部治理结构逐步完善的背景下，公司有望保持传奇奇迹类产品的稳定上线，构筑业绩稳健基石。

表4: 公司部分传奇奇迹类游戏

游戏名称	上线时间	游戏类型	自研/代理	传奇/奇迹类
全民奇迹 MU	2014 年 12 月	手游	联合研发, 独家代理发行	奇迹类
原始传奇	2015 年	页游	自研, 贪玩游戏代理发行	传奇类
蓝月传奇	2016 年 6 月	页游	自研自发	传奇类
王者传奇	2017 年 4 月	手游	自研自发	传奇类
原始传奇	2020 年	手游	自研, 贪玩游戏代理发行	传奇类
蓝月传奇 2	2021 年 2 月	手游	自研, 腾讯独代	传奇类
热血合击	2021 年 5 月	手游	自研, 贪玩游戏代理发行	传奇类
天使之战	2022 年 1 月	手游	自研自发	奇迹类
永恒联盟	2022 年 9 月	手游	自研自发	奇迹类

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 2.3. 布局多元年轻化品类, 战略投资丰富产品线

自研及代理并重, 探索多元年轻化品类。自研端, 已上线产品有动作对战手游《敢达争锋对决》、MMORPG 手游《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》、冒险卡牌手游《魔神英雄传》等。代理发行端, 已上线产品有放置卡牌《高能手办团》、《零之战线》等, 其中《高能手办团》国内上线首月流水过亿元。我们看好公司积极探索非传奇奇迹类市场, 在补齐年轻化品类研发实力的同时, 通过代理补充产品线、产品矩阵, 增厚业绩。

表5: 公司部分非传奇奇迹类游戏

游戏名	自研/代理	游戏类型	产品表现
敢达争锋对决	联合开发	动作对战手游	—
高能手办团	代理	手办题材放置卡牌类手游	国内上线首月即流水过亿
刀剑神域黑衣剑士: 王牌	自研	MMORPG 手游	上线首日即登入 iOS 免费榜第二、畅销榜第七
魔神英雄传	自研	3D 回合冒险卡牌手游	上线首日即登入 iOS 免费榜第一及畅销榜第七
零之战线	代理	机甲放置休闲类卡牌手游	—

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

对外投资研发工作室, 赋能发行业务。聚焦游戏上下游产业链投资, 公司布局具备创意玩法与差异化特色的工作室, 为发行业务提供多元产品, 丰富公司产品线, 如公司代理发行的、首月流水过亿元的《高能手办团》即来自投资企业“心光流美”, 后续产品储备中《妖怪正传 2》来自投资企业浣熊游戏。

图11: 公司投资的部分游戏研发商及其代表产品

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

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

新游储备丰富且品类多元, 有望陆续上线贡献业绩增量。2022 年公司已上线《天使之战》《玄中记》《圣灵之境》《永恒联盟》, 未来储备有《新倚天屠龙记》《山海浮梦录》《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, 涵盖 RPG、卡牌等赛道, 其中《新倚天屠龙记》《山海浮梦录》已获版号。

表6: 公司部分产品储备

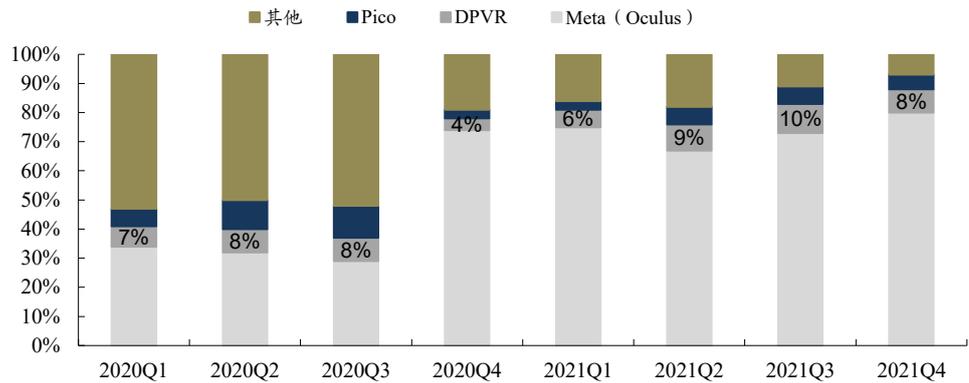
游戏名	自研/代理	产品类型	版号情况
新倚天屠龙记	自研	武侠 RPG	有
山海浮梦录	自研	回合制卡牌	有
龙神八部之西行纪	自研	西游 RPG	无
妖怪正传 2	代理	卡牌	无
仙剑奇侠传: 新的开始	自研	回合制卡牌	无

数据来源: Wind, TapTap, 游戏工委, 东吴证券研究所

### 3. 前瞻布局 VR 硬件及内容, 关注在研 VR 新游进展

**硬件侧战略投资大朋 VR。**公司积极关注元宇宙领域的投资机会, 全资子公司上海恺英投资了乐相科技, 乐相科技是国内领先的 VR 硬件厂商, 其产品为大朋 VR, 根据 Statista 数据, 2021Q4 大朋 VR 出货量占全球市场份额 8%。

图12: 全球各品牌 VR 头显出货量份额



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

**内容侧: 成立子公司, 布局 VR 游戏研发。**2022 年年初, 公司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, 专注 VR/AR/MR 游戏、H5 游戏内容开发, 团队开发的音乐节奏游戏《开心鼓神》和多人对战机甲格斗游戏《激战纪》两款自研 VR 产品已上线 Steam、PlayStation 等平台。截至 2022 年 9 月 24 日, 公司已有一款 VR 游戏在研, 我们预计其未来有望登陆 Pico Store 等头部 VR 内容平台, 积极关注产品研发进度。

图13: 《开心鼓神》游戏界面



数据来源: 牛游戏网, 东吴证券研究所

图14: 《激战纪》游戏界面



数据来源: 我爱 VR 网, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资评级

公司新游储备丰富, 有望驱动业绩持续增长, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 35.67/45.87/54.79 亿元, 归母净利润分别为 6.35/13.76/16.89 亿元, EPS 分别为 0.30/0.64/0.78 元, 对应当前股价分别为 23/10/9 倍。若不考虑诉讼事项约 4.8 亿的一次性财务影响, 我们预计 2022 年公司归母净利润为 9.56 亿元。

表7: 公司盈利预测表

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,375.30	3,566.94	4,587.28	5,478.62
yoy	53.92%	50.17%	28.61%	19.43%
毛利率	70.78%	72.58%	73.27%	73.85%
销售费用率	15.18%	21.50%	21.00%	21.00%
管理费用率	6.96%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用率	14.28%	11.00%	11.00%	11.00%
归母净利润 (百万元)	576.73	635.21	1,375.85	1,689.06
yoy	224.14%	10.14%	116.60%	22.76%

数据来源: 东吴证券研究所预测

我们看好公司作为传奇品类游戏头部厂商,经营重回正轨,“研发、发行、投资+IP”三核齐发力,驱动业绩高增。同时看好公司前瞻布局 VR 内容,有望享受 VR 设备渗透率提升红利,首次覆盖,给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**新游上线延期风险。**公司已上线的传奇奇迹类游戏持续长线运营,但若未能保持每年 1-2 款传奇奇迹类产品上线,将会对公司营业收入增速造成影响。

**新游流水不及预期风险。**若公司新游上线流水不及预期,将会对公司营收端和利润端造成不利影响。

**传奇 IP 诉讼风险。**公司子公司浙江欢游涉及传奇 IP 纠纷,根据公司 2022 年 9 月 23 日发布的公告,公司对浙江欢游在中华人民共和国北京市第四中级人民法院(2019)京 04 执 172 号执行裁定书项下的债务承担连带清偿责任,公司表示尊重本案二审判决,但并不认同本案结论,将继续通过申请再审等方式维护自身合法权益。此诉讼仍存在不确定性,或将对公司利润端造成影响。

**行业监管风险。**若公司代理或自研游戏无法及时取得版号,游戏将无法按预期进度上线,进而影响公司业绩。

## 恺英网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,737</b>	<b>4,077</b>	<b>5,837</b>	<b>8,290</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,375</b>	<b>3,567</b>	<b>4,587</b>	<b>5,479</b>
货币资金及交易性金融资产	1,341	1,953	3,360	5,254	营业成本(含金融类)	694	978	1,226	1,433
经营性应收款项	1,245	1,761	2,206	2,568	税金及附加	12	10	13	15
存货	16	11	23	17	销售费用	361	767	963	1,151
合同资产	0	0	0	0	管理费用	165	143	183	219
其他流动资产	135	352	248	451	研发费用	339	392	505	603
<b>非流动资产</b>	<b>1,662</b>	<b>1,669</b>	<b>1,674</b>	<b>1,679</b>	财务费用	-10	-35	-54	-96
长期股权投资	352	352	352	352	加:其他收益	12	18	23	27
固定资产及使用权资产	44	45	46	46	投资净收益	105	107	138	164
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	-27	0	0	0
无形资产	16	21	26	31	减值损失	1	0	0	0
商誉	852	852	852	852	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	171	171	171	171	<b>营业利润</b>	<b>906</b>	<b>1,437</b>	<b>1,911</b>	<b>2,346</b>
其他非流动资产	227	227	227	227	营业外净收支	30	-482	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,400</b>	<b>5,746</b>	<b>7,511</b>	<b>9,969</b>	<b>利润总额</b>	<b>936</b>	<b>955</b>	<b>1,911</b>	<b>2,346</b>
<b>流动负债</b>	<b>583</b>	<b>1,023</b>	<b>1,068</b>	<b>1,415</b>	减:所得税	92	48	191	235
短期借款及一年内到期的非流动负债	11	11	11	11	<b>净利润</b>	<b>844</b>	<b>907</b>	<b>1,720</b>	<b>2,111</b>
经营性应付款项	267	548	474	720	减:少数股东损益	268	272	344	422
合同负债	106	147	184	215	<b>归属母公司净利润</b>	<b>577</b>	<b>635</b>	<b>1,376</b>	<b>1,689</b>
其他流动负债	200	317	399	469	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.30	0.64	0.78
非流动负债	67	67	67	67	EBIT	838	1,295	1,720	2,086
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	879	1,344	1,770	2,137
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	70.78	72.58	73.27	73.85
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	24.28	17.81	29.99	30.83
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	53.92	50.17	28.61	19.43
<b>负债合计</b>	<b>651</b>	<b>1,090</b>	<b>1,135</b>	<b>1,482</b>	归母净利润增长率(%)	224.14	10.14	116.60	22.76
归属母公司股东权益	3,406	4,041	5,417	7,106					
少数股东权益	343	615	959	1,382					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,749</b>	<b>4,656</b>	<b>6,376</b>	<b>8,488</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,400</b>	<b>5,746</b>	<b>7,511</b>	<b>9,969</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	501	1,043	1,325	1,786	每股净资产(元)	1.58	1.88	2.52	3.30
投资活动现金流	182	-431	82	108	最新发行在外股份(百万股)	2,153	2,153	2,153	2,153
筹资活动现金流	-180	0	0	0	ROIC(%)	22.28	29.10	27.93	25.18
现金净增加额	498	612	1,407	1,894	ROE-摊薄(%)	16.93	15.72	25.40	23.77
折旧和摊销	42	49	50	51	资产负债率(%)	14.79	18.96	15.11	14.86
资本开支	-153	-538	-56	-56	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.97	22.67	10.47	8.53
营运资本变动	-334	-289	-307	-212	P/B(现价)	4.23	3.56	2.66	2.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

