

分析师: 乔琪
登记编码: S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

上半年业绩高速增长, 关注新品类拓展以及 VR/AR 布局

——恺英网络(002517)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

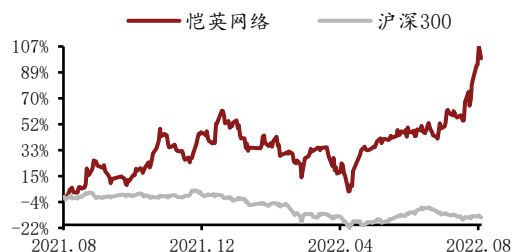
市场数据(2022-08-19)

收盘价(元)	7.59
一年内最高/最低(元)	7.91/3.76
沪深 300 指数	4,151.07
市净率(倍)	4.03
流通市值(亿元)	124.54

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	1.88
每股经营现金流(元)	0.41
毛利率(%)	71.81
净资产收益率_摊薄(%)	15.48
资产负债率(%)	17.09
总股本/流通股(万股)	215,251.76/164,084.20
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源, 中原证券

相关报告

《恺英网络(002517)年报点评: 业绩实现大幅增长, 多品类扩张初见成效》 2022-05-04

联系人: 马崧琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 08 月 19 日

公司发布 2022 半年度报告, 2022H1 营业收入 20.10 亿元, 同比增加 103.49%; 归母净利润 6.27 亿元, 同比增加 126.41%; 扣非后归母净利润 5.69 亿元, 同比增加 193.69%。

测算 Q2 单季度营业收入 9.81 亿元, 同比增加 81.71%; 归母净利润 3.79 亿元, 同比增加 195.91%, 环比增加 52.65%; 扣非后归母净利润 3.55 亿元, 同比增加 162.48%, 环比增加 47.70%。

投资要点:

- **核心产品表现良好带动业绩大幅增长。**2022H1 公司业绩大幅增长主要来自于运营的《原始传奇》、《天使之战》、《热血合击》、《王者传奇》等多个游戏表现较好, 推动收入和利润显著提升。

拆分业务来看, 公司手游业务收入 19.54 亿元, 同比增长 116.11%, 收入占比从 91.56% 提升至 97.24%; 网页游戏收入 5033.63 万元, 同比减少 39.61%, 收入占比从 8.44% 下滑至 2.50%; 其他应用产品收入 518.24 万元, 同比增加 68392.86%。

- **费用管控有力, 净利率大幅提升。**2022H1 公司整体毛利率 71.81%, 同比下滑 3.25pct, 其中手游业务毛利率 72.56%, 同比下滑 2.58pct; 页游业务毛利率 44.22%, 同比下滑 29.87pct。主要费用中销售费用率 19.66%, 同比提升 0.12pct; 管理费用率 3.65%, 同比大幅下滑 4.93pct, 主要是公司律师诉讼及咨询费用、招待费减少; 研发费用率 9.47%, 同比大幅下滑 5.06pct。得益于费用的有效管控, 虽然毛利率出现了小幅下滑, 但净利率反而同比上升约 3pct 至 40.37%。

- **公司以研发、发行以及投资+IP 三大业务板块为支撑, 持续向玩家提供优质内容和游戏娱乐体验。**

在研发业务板块, 公司以“传奇品类+创新品类”的双轮驱动模式。在传奇品类公司打造多款成功的经典游戏, 形成独特的竞争壁垒。传奇品类在国内运营时间长, 拥有深厚的玩家基础, 同时玩家的付费能力强, 能够持续为公司提供稳固的现金流及利润。创新品类中, 公司自研了《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》、《魔神英雄传》、《敢达争锋对决》等游戏产品。

游戏发行领域, 公司拥有知名精品游戏发行平台 XY 游戏, 发行运营了《天使之战》、《高能手办团》、《零之战线》、《圣灵之境》等, 其中 2022 年主打产品《天使之战》上线至今营收口碑双丰收, 名列同类产品前茅。

在投资+IP 业务方向，2022H1 公司投资了游戏研发公司银之匙网络、幻杳网络以及余烬科技，有望补充公司产品线并与公司发行业务形成协同；此外公司通过引入 IP 策略积累了包括斗罗大陆、机动战士敢达、魔神英雄传、刀剑神域、西行纪等多个知名 IP，为公司研发体系提供 IP 支持。

- **深入 VR 领域布局，有望在元宇宙时代具有先发优势。**2022 年 4 月公司和 VR 游戏研发商幻世科技共同合资成立上海臣旒网络科技有限公司，未来有望共同打造 VR 游戏作品；同时公司还在年初成立了 VR 游戏团队，目前正在研发一款动作竞技类 VR 游戏，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。早在 2015 年公司就投资了国内领先 VR 硬件厂商乐相科技，拥有 9.01% 的股权，乐相科技旗下大朋 VR 2021Q4 全球市占率 8%，仅次于 Meta（Counterpoint 数据）。公司在 VR/AR 领域持续深入布局，通过软件+应用双管齐下，有望在未来元宇宙时代具有先发优势。
- **投资建议与盈利预测：**公司持续聚焦核心游戏业务，确立了“自研、发行以及投资+IP”三大业务板块。在研发端，稳固传奇类产品优势的同时加大对于多元化品类的探索，形成丰富产品矩阵；在发行端，通过自有发行团队以及与外部发行团队合作的形式逐步完善内外部结合发行体系；投资+IP 端，在推动战略投资企业与公司发行业务形成强业务协同的同时积极积累各类 IP，为公司研发体系提供 IP 支持并赋能投资企业高速发展。不断增强的研发能力以及更加丰富的游戏产品矩阵有望持续带动公司业绩增长。公司在 VR/AR 领域通过硬件+应用双管齐下，有望在未来元宇宙时代保持先发优势。

公司上半年业绩表现超我们此前预期，相应上调对公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.49 元、0.60 元与 0.69 元，按照 2022 年 8 月 19 日收盘价 7.59 元，对应 PE 为 15.34 倍、12.68 倍与 11.02 倍，维持“增持”评级。

风险提示：政策监管变动；老游戏流水下滑超预期；创新品类游戏表现不及预期；市场竞争加剧。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1543	2375	3811	4476	5087
增长比率（%）	-24.24%	53.92%	60.43%	17.47%	13.63%
净利润（百万元）	178	577	1065	1288	1482
增长比率（%）	109.39%	224.14%	84.67%	20.97%	15.03%
每股收益(元)	0.08	0.27	0.49	0.60	0.69
市盈率(倍)	91.82	28.33	15.34	12.68	11.02

资料来源：聚源，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1939	2737	4486	6037	8324
现金	733	1178	2477	4079	5818
应收票据及应收账款	399	761	1242	1109	1570
其他应收款	171	89	101	123	132
预付账款	301	322	395	456	514
存货	4	16	19	11	19
其他流动资产	332	371	253	260	271
非流动资产	1605	1662	1793	1901	1981
长期投资	363	352	422	510	559
固定资产	16	16	17	18	18
无形资产	12	16	17	19	22
其他非流动资产	1215	1278	1337	1353	1382
资产总计	3545	4400	6280	7938	10304
流动负债	483	583	988	890	1237
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	255	267	557	393	678
其他流动负债	228	317	431	497	559
非流动负债	53	67	74	79	85
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53	67	74	79	85
负债合计	536	651	1062	969	1323
少数股东权益	120	343	737	1190	1710
股本	1515	1515	1515	1515	1515
资本公积	731	758	758	758	758
留存收益	784	1361	2436	3734	5226
归属母公司股东权益	2889	3406	4481	5779	7271
负债和股东权益	3545	4400	6280	7938	10304

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	101	501	1331	1634	1733
净利润	243	844	1459	1741	2003
折旧摊销	39	42	19	24	22
财务费用	0	1	1	1	1
投资损失	-44	-105	-38	-45	-51
营运资金变动	-118	-334	-100	-70	-219
其他经营现金流	-18	53	-10	-17	-23
投资活动现金流	-31	182	-38	-36	1
资本支出	-62	-153	16	27	39
长期投资	11	288	-32	-78	-43
其他投资现金流	20	47	-22	15	6
筹资活动现金流	-122	-180	6	4	5
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-15	27	0	0	0
其他筹资现金流	-107	-207	6	4	5
现金净增加额	-61	498	1299	1602	1739

资料来源：聚源，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1543	2375	3811	4476	5087
营业成本	429	694	1098	1266	1428
营业税金及附加	5	12	13	16	18
营业费用	463	361	648	739	839
管理费用	186	165	152	179	203
研发费用	313	339	419	515	610
财务费用	-15	-10	-35	-73	-121
资产减值损失	-16	-20	-18	-22	-24
其他收益	9	12	46	22	25
公允价值变动收益	20	-27	0	0	0
投资净收益	44	105	38	45	51
资产处置收益	-3	0	0	0	1
营业利润	229	906	1573	1877	2159
营业外收入	52	38	45	54	62
营业外支出	27	8	9	11	13
利润总额	254	936	1609	1920	2208
所得税	11	92	150	179	205
净利润	243	844	1459	1741	2003
少数股东损益	65	268	394	453	521
归属母公司净利润	178	577	1065	1288	1482
EBITDA	207	879	1553	1812	2037
EPS (元)	0.09	0.27	0.49	0.60	0.69

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-24.24%	53.92%	60.43%	17.47%	13.63%
营业利润 (%)	113.87%	296.08%	73.54%	19.37%	15.03%
归属母公司净利润 (%)	109.39%	224.14%	84.67%	20.97%	15.03%
获利能力					
毛利率 (%)	72.23%	70.78%	71.18%	71.71%	71.92%
净利率 (%)	11.53%	24.28%	27.95%	28.78%	29.14%
ROE (%)	6.16%	16.93%	23.77%	22.29%	20.38%
ROIC	5.36%	20.02%	26.50%	23.15%	20.25%
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.12%	14.79%	16.91%	12.21%	12.83%
净负债比率 (%)	17.82%	17.35%	20.35%	13.90%	14.72%
流动比率	4.01	4.69	4.54	6.78	6.73
速动比率	3.29	4.03	4.07	6.20	6.25
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.60	0.71	0.63	0.56
应收账款周转率	2.88	4.10	3.79	3.79	3.79
应付账款周转率	1.30	2.66	2.67	2.67	2.67
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.27	0.49	0.60	0.69
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.05	0.23	0.62	0.76	0.81
每股净资产 (最新摊薄)	1.34	1.58	2.08	2.68	3.38
估值比率					
P/E	91.82	28.33	15.34	12.68	11.02
P/B	5.66	4.80	3.65	2.83	2.25
EV/EBITDA	45.29	12.94	8.95	6.78	5.18

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。