

证券研究报告

公司研究

公司点评

恺英网络 (002517.SZ)

投资评级

上次评级

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: +86 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

恺英网络 (002517.SZ): VR 主题内容龙头, 上半年业绩亮眼

2022 年 8 月 20 日

本期内容提要:

事件: 恺英网络 (002517.SZ) 于 8 月 18 日盘后发布中报, 营收和归母净利润均实现高速增长, 归母净利在前期业绩预告 4.7~6.5 亿元靠上的位置。

点评:

- **受益于良好游戏表现, 营收和利润实现高速增长。**2022H1 公司实现营业收入 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%; 实现扣非净利润 5.96 亿元, 同比增长 193.69%。上半年收入和利润显著提升的主要原因是 2022H1 公司运营的《原始传奇》、《天使之战》、《热血合击》、《王者传奇》等多款游戏表现良好。经拆分, 2022Q2 单季度的营业收入为 9.81 亿元 (yoy+81.67%, qoq-4.66%); Q2 单季度的归母净利润为 3.79 亿元 (yoy+196.09%, qoq+52.82%); Q2 单季度的扣非净利润为 3.55 亿元 (yoy+162.96%, qoq+47.30%)。
- **盈利能力有所承压, 费用管控优秀。**受收入增加影响, 对应的营业成本也随之增加, 2022H1 营业成本同比增长 129.98%至 5.67 亿元, 其增长幅度高于收入, 导致盈利能力有所承压。2022H1 公司整体毛利率由去年同期的 75.06%下滑至 71.81%。分产品看, 公司移动游戏毛利率为 72.56%, 同比下滑 2.58pct; 网页游戏毛利率为 44.22%, 同比下滑 29.87pct; 其他产品毛利率为 57.87%, 同比下滑 42.13pct。2022H1 公司的费用率基本保持稳定, 其中销售/管理/研发费用率分别为 19.65%/3.63%/9.45%, 同比变动 0.12/-4.97/-5.12 个百分点。
- **聚焦游戏主业, 三大板块重点发力。**公司以“聚焦游戏主业”作为发展的核心战略方向, 以打造符合市场需求的精品游戏为导向, 以研发、发行、投资+IP 三大业务板块为支撑, 实现业务协同、互促发展。分产品看, 2022H1 公司移动游戏收入同比增长 116.11%至 19.54 亿元, 营收占比提升至 97.24%, 是公司最大的营收来源; 网页游戏收入同比下降 39.61%至 5033.63 万元, 下滑主要系公司进行战略调整, 在页游部分投入相对较少。分地区看, 国内是公司游戏业务主战场, 2022H1 境内游戏收入同比增长 109.19%至 20.08 亿元, 境外游戏收入同比减少 93.45%至 181.86 万元, 下滑主要系海外海战类游戏停运。
- **研发: 传奇品类建立独有竞争壁垒, 多品类拓展初见成效。**公司明星页游《蓝月传奇》自上线以来长期稳居畅销榜前列, 截至 6 月 30 日, 累计流水超过 40 亿元, 是市场上最成功的页游之一。同时公司不断进行多品类尝试, 推出自研游戏《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》、《敢达争锋对决》等游戏产品, 探索 MMORPG、实时对战等品类。其中《敢达争锋对决》海外版于 Q2 上线后, 迅速登顶中国香港地区、中国台湾地区 iOS 免费榜, 验证公司多品类的优秀研发能力。此外《一念永恒》和一款开放世界大型游戏正在开发中, 后续产品储备丰富。

- **发行：以 XY 发行平台为核心，收获亮眼市场表现。**XY 发行平台是国内知名精品游戏发行平台，累计推出精品游戏 100+，拥有广泛用户群。公司发行运营的《天使之战》、《高能手办团》、《零之战线》、《圣灵之境》、《王者传奇》、《怒火一刀》等多款游戏市场表现亮眼。其中 2022 年主打产品《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，为公司业绩增长贡献可观增量。
- **投资+IP：通过投资补充产品线，丰富多样化 IP 矩阵。**公司 Q2 投资方向增资企业主要包括银之匙网络、幻杳网络、余烬科技，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，推动战略投资企业与公司发行业务板块形成强业务协同。公司通过引入与自研擅长品类匹配的顶级 IP 并挖掘未来具有潜力的高性价比 IP、积极孵化自有标杆级别 IP、投资拥有 IP 孵化能力的工作室三大举措展开 IP 布局，目前公司已积累了大量 IP 授权，包括“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“斗罗大陆”、“盗墓笔记”等知名 IP。公司拥有强大的 IP 获取能力，后期加以孵化和 IP 矩阵延伸，对其进行商业化，从而为公司研发新作不断提供强劲动力。
- **VR 主题内容龙头，关注 22 年下半年 VR 内容落地。**公司于年初成立 VR 游戏团队，4 月恺英网络的子公司上海恺盛与幻世科技成立合资公司，幻世科技正是一家专注于 VR/AR/MR 游戏、H5 游戏内容开发的公司，已开发两款自研 VR 产品《开心鼓神》和《激战纪》。此外，公司目前有一款动作竞技类 VR 游戏也已开始研发并且未来会在 VR 游戏、虚拟场景等 VR 内容领域加大布局和投入。同时公司在 2016 年投资乐相科技（大朋 VR）布局硬件。我们认为公司布局内容和硬件，有望充分受益 VR 领域出现的明显行业发展机遇。
- **投资建议：**公司上半年整体业绩符合预期，表现亮眼。传奇品类游戏优势凸显，后续产品储备包括《一念永恒》、开放世界大型游戏、动作竞技类 VR 游戏等。公司股权结构梳理进行时，游戏主业发展路径清晰。根据 Wind 一致预期，22-24 年归母净利润分别为 8.11/10.34/12.56 亿元，对应增速 40.59%/27.46%/21.53%，对应估值分别为 20x/16x/13x。pancake VR 系列硬件包括 Pico Neo 4 等发布带来行业乐观预期，VR 主题正在发酵，建议密切关注。
- **风险因素：**监管政策风险、市场竞争加剧风险、核心人才流失风险、游戏上线表现不及预期风险。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。