

恺英网络 (002517.SZ)

业绩高增长，三大业务板块齐发力

增持

核心观点

业绩实现高增长。公司公布 2021 年年报及 22 年 1 季报：1) 21 年全年实现营业收入 23.75 亿元、归母净利润 5.77 亿元，同比分别增长 54%、224%，对应全面摊薄 EPS 0.27 元；其中 Q4 实现营业收入 7.25 亿元、归母净利润 0.75 亿元，同比分别增长 72%、463%，对应 EPS 0.03 元；2) 22 年 Q1 实现 10.29 亿元、归母净利润 2.48 亿元，同比分别增长 130%、67%，对应 EPS 0.12 元，继续保持高增长趋势；业绩高增主要在于《原始传奇》、《天使之战》、《王者传奇》、《高能手办团》、《热血合击》等多款游戏表现良好；3) 2021 年度不进行利润分配、也不以资本公积金转增股本。

三大业务板块持续发力。公司将“聚焦游戏主业”作为核心战略方向，以研发、发行以及投资+IP 三大业务板块为支撑。1) 研发上，传奇品类游戏继续保持领先，《蓝月传奇》累计流水超过 40 亿元；21 年 1 月推出《蓝月传奇 2》手游，上线打入中国 iOS 游戏畅销榜 TOP50。目前公司运营传奇品类游戏包括《蓝月传奇》、《蓝月传奇 2》等蓝月系产品及《王者传奇》、《原始传奇》等知名游戏；非传奇品类推出 MMORPG 游戏《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、卡牌类游戏《魔神英雄传》、实时对战游戏《敢达争锋对决》等产品；2) 发行业务以 XY 发行平台 (XY.COM) 为核心，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；3) 投资+IP 业务，投资方向新增投资数字浣熊、仟憬网络、动钛网络、光粒网络等标的；IP 方面，通过 IP 引入借力、IP 投资发力、IP 孵化蓄力，推进 IP 战略。新增 4 个头部顶级 IP 授权（斗罗大陆、盗墓笔记、仙剑奇侠传、关于我转生变成史莱姆这档事），积累了“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“西行纪”、“封神系列”等知名 IP。

风险提示：产品流水不达预期风险；上线节奏不达预期风险；公司治理风险；监管政策风险等。

投资建议：关注产品表现及公司治理改善、战略落地，维持“增持”评级。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 7.79/10.02/12.36 亿元，同比增速 35/29/23%；摊薄 EPS=0.36/0.47/0.57 元，当前股价对应 PE=12.5/9.7/7.9x。新品上线、自研+发行+投资/IP 驱动之下业绩实现高增长，公司治理改善之下长期成长动能持续改善，自研+游戏出海+元宇宙中长期布局着眼未来成长，版本号重启+互联网监管政策趋暖之下板块估值存在向上修复可能，当前低估值下存在较大向上修复弹性，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,543	2,375	3,135	3,935	4,793
(+/-%)	-24.2%	53.9%	32.0%	25.5%	21.8%
净利润(百万元)	178	577	779	1002	1236
(+/-%)	-109.4%	224.1%	35.1%	28.7%	23.3%
每股收益(元)	0.08	0.27	0.36	0.47	0.57
EBIT Margin	9.5%	33.8%	36.4%	37.1%	37.8%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	16.9%	19.1%	20.2%	20.5%
市盈率 (PE)	54.7	16.9	12.5	9.7	7.9
EV/EBITDA	64.7	12.8	9.2	7.9	7.1
市净率 (PB)	3.37	2.86	2.38	1.97	1.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

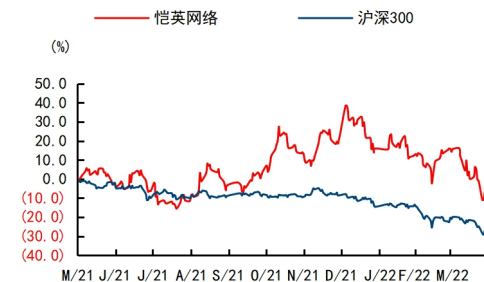
传媒·游戏 II

证券分析师：张衡 **证券分析师：夏妍**
 021-60875160 021-60933162
 zhangheng2@guosen.com.cn xiayan2@guosen.com.cn
 S0980517060002 S0980520030003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	4.52 元
总市值/流通市值	9732/7431 百万元
52 周最高价/最低价	6.29/3.74 元
近 3 个月日均成交额	157.60 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《恺英网络-002517-2017 年三季报点评：爆款游戏贡献丰厚利润，全年业绩高增长确定性强》——2017-10-30
 《泰亚股份-002517-具有区域心智优势的运动鞋鞋底生产商》——2010-11-29

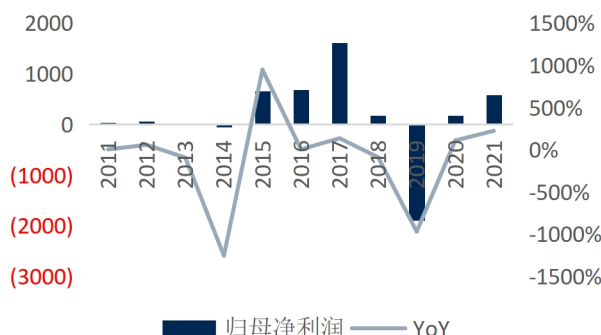
业绩实现高增长。公司公布 2021 年年报及 22 年 1 季报：1) 21 年全年实现营业收入 23.75 亿元、归母净利润 5.77 亿元，同比分别增长 54%、224%，对应全面摊薄 EPS 0.27 元；其中 Q4 实现营业收入 7.25 亿元、归母净利润 0.75 亿元，同比分别增长 72%、463%，对应 EPS 0.03 元；2) 22 年 Q1 实现 10.29 亿元、归母净利润 2.48 亿元，同比分别增长 130%、67%，对应 EPS 0.12 元，继续保持高增长趋势；业绩高增主要在于《原始传奇》、《天使之战》、《王者传奇》、《高能手办团》、《热血合击》等多款游戏表现良好；3) 2021 年度不进行利润分配、也不以资本公积金转增股本。

图1：恺英网络营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：恺英网络归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：恺英网络季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：恺英网络季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司将“聚焦游戏主业”作为核心战略方向，以研发、发行以及投资+IP 三大业务板块为支撑。

研发上，传奇品类游戏继续保持领先，《蓝月传奇》累计流水超过 40 亿元；21 年 1 月推出《蓝月传奇 2》手游，上线打入中国 iOS 游戏畅销榜 TOP50。目前公司运营传奇品类游戏包括《蓝月传奇》、《蓝月传奇 2》等蓝月系产品及《王者传奇》、《原始传奇》等知名游戏；非传奇品类推出 MMORPG 游戏《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、卡牌类游戏《魔神英雄传》、实时对战游戏《敢达争锋对决》等产品。

图5：刀剑神域黑衣剑士：王牌

图6：蓝月传奇 2



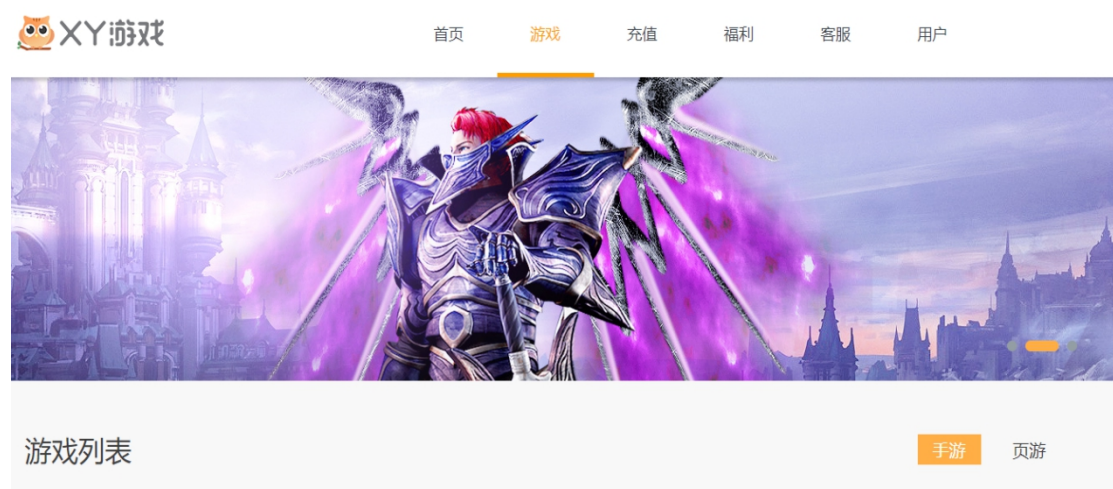
资料来源：游戏官网、国信证券经济研究所整理



资料来源：游戏官网、国信证券经济研究所整理

发行业务以 XY 发行平台 (XY.COM) 为核心，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。

图 7: XY 发行平台



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

投资+IP 业务，投资方向新增投资数字浣熊、仟憬网络、动钛网络、光粒网络等标的；IP 方面，通过 IP 引入借力、IP 投资发力、IP 孵化蓄力，推进 IP 战略。新增 4 个头部顶级 IP 授权（斗罗大陆、盗墓笔记、仙剑奇侠传、关于我转生变成史莱姆这档事），积累了“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“西行纪”、“封神系列”等知名 IP。

表 1: 产品线

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
王城争霸	增加收益	已上线	获得高流水	持续稳定收益
原始传奇 PC 版	增加收益	已上线	获得高流水	持续稳定收益

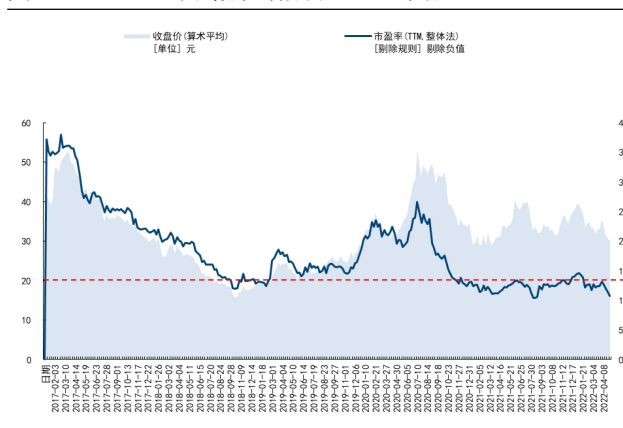
表1：产品线

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
传说霸业	增加收益	已上线	实现短线盈利	增强现金流
刀剑神域黑衣 剑士：王牌	打造品牌	已上线	实现稳定收益	丰富产品品类
魔神英雄传	打造品牌	已上线	实现稳定收益	丰富产品品类
敢达争锋对决	打造品牌	已上线	实现稳定收益	增强现金流
山海浮梦录	打造品牌	开发末期	实现稳定收益	战略转型，开拓市场
Project 0	增加收益	开发中后期	实现持续盈利，布局全球	增强现金流
代号：重生	打造品牌	开发中期	获得高流水	持续稳定收益
代号：武侠	增加收益	开发中期	实现稳定收益	持续稳定收益
归隐云深后的 种田生活	打造品牌	开发初期	实现稳定收益	战略转型，开拓市场
代号：探险	打造品牌	开发初期	IP 游戏化，获得高流水	拓展新品类赛道，持续稳定收益
代号：斗罗	打造品牌	开发初期	IP 游戏化，获得高流水	拓展新品类赛道，持续稳定收益
代号：源灵	战略布局	开发初期	获得高流水	打破技术壁垒，提升市场竞争力
代号：复古	增加收益	开发初期	实现短线盈利	增强现金流
Project S	战略布局	开发初期	布局未来	拓展新品类赛道，持续稳定收益
Project D	增加收益	开发中后期	获得长期盈利及品牌影响力	拓展新品类赛道，持续稳定收益

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

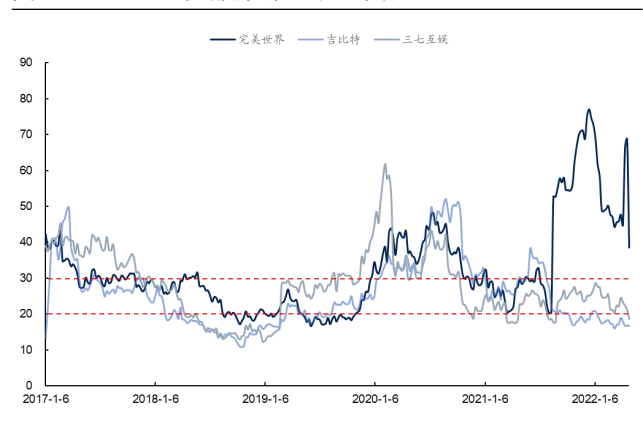
投资建议：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 7.79/10.02/12.36 亿元，同比增速 35/29/23%；摊薄 EPS=0.36/0.47/0.57 元，当前股价对应 PE=12.5/9.7/7.9x。新品上线、自研+发行+投资/IP 驱动之下业绩实现高增长，公司治理改善之下长期成长动能持续改善，自研+游戏出海+元宇宙中长期布局着眼未来成长，版号重启+互联网监管政策趋暖之下板块估值存在向上修复可能，当前低估值下存在较大向上修复弹性，维持“增持”评级。

图8：2017-2022 网络游戏板块 PE-TTM 变化



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图9：2017-2022 头部游戏公司 PE 变化



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司投资名称 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
002517.SZ	恺英网络 增持	4.52	97	0.08	0.27	0.36	0.47	54.68	16.87	12.49	9.71
002555.SZ	三七互娱 买入	24.15	536	1.24	1.30	1.50	1.72	19.40	18.63	16.11	14.05
002602.SZ	世纪华通 增持	4.76	355	0.40	0.31	0.48	0.58	12.04	15.25	9.90	8.18
002605.SZ	姚记科技 增持	14.63	59	2.70	1.42	1.78	2.08	5.42	10.32	8.23	7.02
002624.SZ	完美世界 买入	14.77	287	0.80	0.19	0.97	1.08	18.50	77.62	15.27	13.52

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	733	1178	1847	3578	5885	营业收入	1543	2375	3135	3935	4793
应收款项	569	851	1123	1409	1716	营业成本	429	694	916	1150	1400
存货净额	4	16	21	27	33	营业税金及附加	5	12	16	20	24
其他流动资产	353	529	699	877	1068	销售费用	463	361	439	531	613
流动资产合计	1939	2737	3853	6055	8865	管理费用	186	165	215	270	328
固定资产	16	16	94	171	228	研发费用	313	339	408	504	613
无形资产及其他	12	16	16	17	17	财务费用	(15)	(10)	(37)	(67)	(117)
投资性房地产	1215	1278	1278	1278	1278	投资收益	44	105	74	90	82
长期股权投资	363	352	352	352	352	资产减值及公允价值变动	36	(7)	15	15	0
资产总计	3545	4400	5594	7873	10740	其他收入	(327)	(345)	(408)	(504)	(613)
短期借款及交易性金融负债	0	11	20	20	20	营业利润	229	906	1269	1633	2013
应付款项	255	267	354	443	539	营业外净收支	25	30	0	0	0
其他流动负债	228	306	395	1291	2471	利润总额	254	936	1269	1633	2013
流动负债合计	483	583	769	1754	3030	所得税费用	11	92	127	163	201
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	65	268	363	467	575
其他长期负债	53	67	81	96	110	归属于母公司净利润	178	577	779	1002	1236
长期负债合计	53	67	81	96	110	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	536	651	851	1850	3140	净利润	178	577	779	1002	1236
少数股东权益	120	343	662	1072	1578	资产减值准备	(2172)	(4)	(7)	(6)	(5)
股东权益	2889	3406	4081	4951	6022	折旧摊销	12	9	4	7	11
负债和股东权益总计	3545	4400	5594	7873	10740	公允价值变动损失	(36)	7	(15)	(15)	0
						财务费用	(15)	(10)	(37)	(67)	(117)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(2284)	(433)	(262)	523	781
每股收益	0.08	0.27	0.36	0.47	0.57	其它	2222	239	326	417	511
每股红利	0.02	0.03	0.05	0.06	0.08	经营活动现金流	(2080)	395	824	1928	2533
每股净资产	1.34	1.58	1.90	2.30	2.80	资本开支	0	5	(61)	(63)	(63)
ROIC	6.74%	26.28%	34%	51%	83%	其它投资现金流	137	117	0	0	0
ROE	6.16%	16.93%	19%	20%	21%	投资活动现金流	(69)	133	(61)	(63)	(63)
毛利率	72%	71%	71%	71%	71%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	34%	36%	37%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	34%	37%	37%	38%	支付股利、利息	(39)	(70)	(104)	(133)	(164)
收入增长	-24%	54%	32%	26%	22%	其它融资现金流	2166	57	9	0	0
净利润增长率	-109%	224%	35%	29%	23%	融资活动现金流	2077	(83)	(94)	(133)	(164)
资产负债率	18%	23%	27%	37%	44%	现金净变动	(72)	445	669	1732	2306
股息率	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	804	733	1178	1847	3578
P/E	54.7	16.9	12.5	9.7	7.9	货币资金的期末余额	733	1178	1847	3578	5885
P/B	3.4	2.9	2.4	2.0	1.6	企业自由现金流	0	306	565	1599	2134
EV/EBITDA	64.7	12.8	9.2	7.9	7.1	权益自由现金流	0	363	603	1651	2225

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032