

游戏行业领先企业，精品化策略推动稳健增长

——恺英网络深度报告



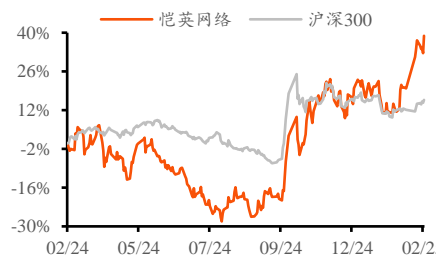
买入(首次)

行业：传媒
日期：2025年02月19日应豪
E-mail: yinghao@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524050002
分析师: 黄伯乐
E-mail: huangbole@yongxingsec.com
SAC编号: S1760520110001

基本数据

02月14日收盘价(元) 16.07
12mthA股价格区间(元) 8.33-16.27
总股本(百万股) 2,152.52
无限售A股/总股本 88.59%
流通市值(亿元) 306.44

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

■ 核心观点

国内游戏行业的领先企业，2021年后业绩稳健增长。恺英网络是国内知名的互联网游戏上市公司。公司专注于精品化网络游戏产品的研发、制作和运营。2024Q3，公司实现营收39.28亿元，归母净利润12.80亿元，同比增速分别为29.65%和18.27%。

中国移动游戏行业平稳增长，游戏出海增长明显，公司有望充分受益。根据艾瑞咨询数据，预计2024-2026年，中国移动游戏市场规模分别为3442亿元、3590亿元和3723亿元，同比增速分别为5.10%、4.30%和3.70%。2024年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入185.57亿美元，同比增长13.39%。公司积极拓展海外业务，已初步建立起一整套海外发行策略。2022至2024H1，公司海外业务收入快速增长。

公司储备大量优质游戏作品，部分产品已经拿到版号。公司从短期、中期、长期分梯队进行产品储备。储备的产品包括《盗墓笔记：启程》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《龙之谷世界》等，部分产品已经拿到版号，公司储备了众多的优质作品，为未来的发展打下坚实的基础。

公司管理层承诺未来五年不减持，并持续增持公司股票，彰显坚定信心。公司董事长金锋及众多高管承诺未来5年（从2024年7月3日到2029年7月2日）不以任何形式减持直接持有的公司股票，期间收到的公司税后分红所得用于每年持续增持公司股份。2024年董事长及全体高管2024年累计分红增持979.95万股，增持金额约8,977.21万元。

公司积极布局VR游戏。公司旗下臣旒网络研发的VR游戏《MechaParty》已正式登陆PlayStation北美服与Steam平台。目前还有一款新的VR游戏正在研发中，计划2025年上线。

■ 盈利预测与投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。我们看好公司优秀的游戏研发运营能力，储备的大量优质作品有望持续推动公司业绩稳健增长。我们预计公司2024-2026年净利润分别为17.37亿元、20.55亿元、23.67亿元，同比增速分别为18.8%、18.3%和15.2%，EPS分别为0.81元/股、0.95元/股和1.10元/股，对应2025年2月14日收盘价16.07元，PE分别为19.91倍、16.83倍和14.61倍。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

■ 风险提示

版号获批不及预期；市场竞争加剧；海外市场发展不及预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,295	5,386	6,245	7,058
年增长率(%)	15.3%	25.4%	15.9%	13.0%
归属于母公司的净利润	1,462	1,737	2,055	2,367
年增长率(%)	42.6%	18.8%	18.3%	15.2%
每股收益(元)	0.70	0.81	0.95	1.10
市盈率(X)	15.96	19.91	16.83	14.61
净资产收益率(%)	27.9%	26.1%	24.3%	22.4%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2025年02月14日收盘价)

正文目录

1. 国内游戏行业的领先企业	4
1.1. 聚焦游戏主业	4
1.2. 围绕三大业务，持续做大做强	5
1.3. 业绩经历较大波动，2021 年开始稳健增长	8
2. 中国网络游戏行业蕴藏发展潜力	12
2.1. 中国网络游戏行业平稳发展	12
2.2. 移动游戏占据游戏市场主要份额	13
2.3. 移动游戏引领网络游戏市场	14
2.4. 移动游戏用户规模基本保持稳定	15
2.5. 中国游戏出海增长明显	16
2.6. 国内传奇游戏 IP 授权加速，正版传奇有望迎来新的机会	17
2.7. 新趋势助力游戏行业发展	18
2.7.1 AI 为游戏行业赋能	18
2.7.2 IP 成为游戏行业核心引擎	18
2.7.3 VR 游戏有望迎来显著增长	18
3. 公司看点-持续深耕游戏行业，储备大量优质作品	19
3.1. 持续高研发投入，自研大模型提升研发效率	19
3.2. 积极拓展海外业务，推动海外市场收入高增长	20
3.3. 储备大量优质作品，构建游戏产品矩阵	22
3.4. 管理层未来五年不减持，并承诺增持，彰显坚定信心	25
3.5. 积极布局 VR 游戏业务	26
4. 盈利预测及投资建议	27
5. 风险提示	29

图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 2015-2024Q3 公司营业收入	8
图 3: 2015-2024Q3 公司归母净利润	8
图 4: 公司业务构成	9
图 5: 2021-2024H1 公司移动游戏业务收入	9
图 6: 2022-2024H1 公司信息服务业务收入	9
图 7: 公司毛利率情况	10
图 8: 公司费用率情况	10
图 9: 公司实际控人持股情况 (2024.9.10)	11
图 10: 2018-2026 年中国游戏市场规模 (亿元)	12
图 11: 2018-2026 年中国游戏市场规模细分结构	13
图 12: 2018-2026 年中国移动游戏市场规模 (亿元)	14
图 13: 2018-2026 年中国移动游戏用户规模 (亿人)	15
图 14: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 (亿美元)	16
图 15: 2023-2026 年传奇手游用户市场规模	17
图 16: 公司保持较高的研发费用率	19
图 17: 公司“形意”大模型自动提取场景描述	19
图 18: 公司海外业务收入及增速	20

表目录

表 1: 公司海外游戏发行情况	21
表 2: 公司目前储备开发产品	22
表 3: 公司储备的发行产品	22
表 4: 公司 2024 年拿到版号的游戏	23
表 5: 2025 年计划发布产品	24

表 6: 公司实际控制人持续增持公司股份.....25
表 7: 公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测 (单位: 百万元)28

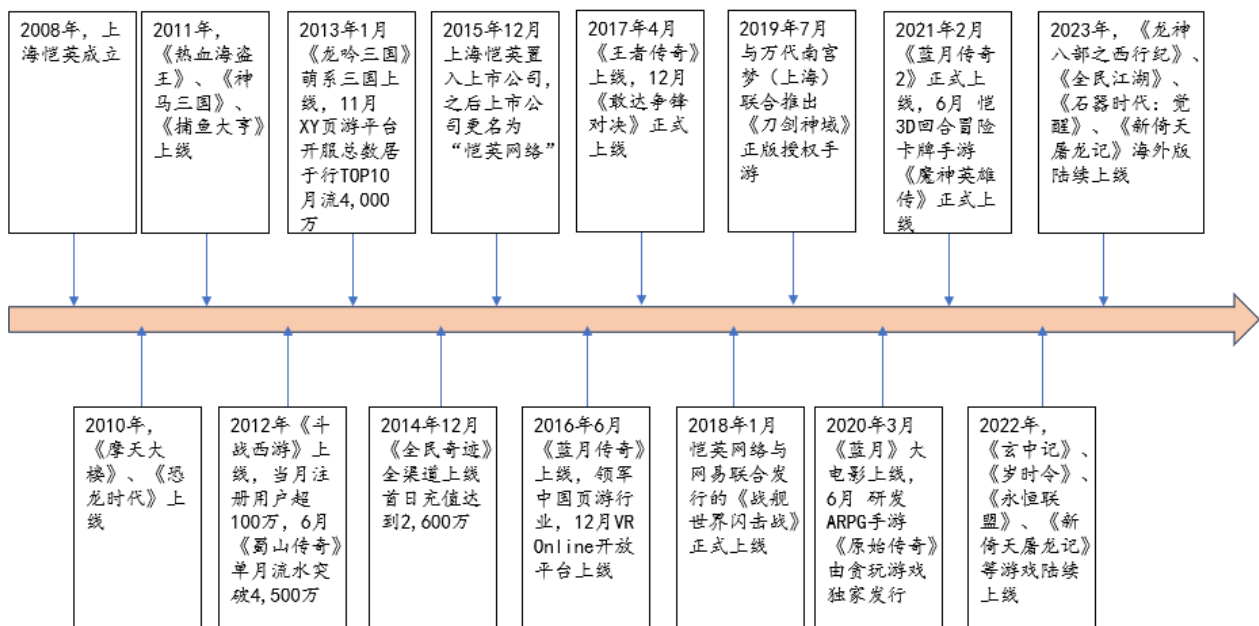
1. 国内游戏行业的领先企业

1.1. 聚焦游戏主业

根据公司官网消息，恺英网络股份有限公司是国内知名的互联网游戏上市公司，主要业务包括手游与页游等精品娱乐内容的研发、运营及发行，网页游戏平台、移动应用分发平台的运营。公司在虚拟现实和元宇宙领域长期布局、创新探索。同时，积极开拓全球化发行，以触达更广泛的平台和用户。

恺英网络始终坚持将“聚焦游戏主业”作为公司发展的核心战略方向，以打造符合市场需求的精品游戏产品为导向，以研发、发行以及投资+IP 三大业务体系为支撑，坚持对游戏产品精益求精的态度，打造出让用户拥有极致游戏体验的各类精品大作。目前，旗下上海恺英、浙江盛和先后开发、运营了《全民奇迹》《蓝月传奇》《敢达争锋对决》《王者传奇》《天使之战》《新倚天屠龙记》《龙神八部之西行纪》《仙剑奇侠传：新的开始》《石器时代：觉醒》《全民江湖》《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》等多款热门游戏。旗下的 XY.COM 游戏平台是国内知名的游戏平台，涵盖精品移动游戏、H5 游戏、网页游戏运营，上线以来累计推出百余款精品游戏。

图1:公司发展历程



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

1.2. 围绕三大业务，持续做大做强

据公司 2024 年半年度报告披露，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，全方位增强主业竞争力，同步强化企业文化建设，打造核心竞争力，不断提升行业地位。

1.2.1. 研发业务-经验丰富，产品矩阵多样化

据公司 2024 年半年度报告披露，公司经过多年发展，积累了丰富的游戏研发经验，打造了众多传奇类精品游戏产品，并致力于搭建类型更加丰富、特点更加多样的产品矩阵。

公司目前自研运营的产品主要分为复古情怀类游戏与创新精品类游戏。

1) 复古情怀类游戏

据公司 2024 年半年度报告披露，公司运营的复古情怀类游戏包括《原始传奇》《热血合击》《天使之战》《永恒联盟》等知名游戏。

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，公司已在该品类领域建立起独有竞争壁垒。

2) 创新精品类游戏

公司的创新精品类游戏包括但不限于如下产品：

① 实时对战游戏《敢达争锋对决》

《敢达争锋对决》是一款拥有爽快真人即时对战、全 IP 机体收集、精美 3D 建模、原作声优语音等多种游戏特色的手游，真实呈现了《机动战士敢达》场景，并凭借其收集养成体系和实时联机对战模式深受用户喜爱。

《敢达争锋对决》作为首款真实比例敢达 3D 对战手游于 2017 年 12 月在大陆地区上线，中国香港版本、中国台湾版本、韩国版本于 2021 年 6 月上线后，迅速取得了中国香港地区、中国台湾地区 iOS 免费榜第一的成绩。

② 卡牌策略回合游戏《纳萨力克之王》

公司版权合作项目《纳萨力克之王》已于 2023 年 11 月 21 日全平台上线。在游戏里玩家可化身无上至尊，与雅儿贝德、夏提雅等数十位配有专属技能的原作角色一起，展开前所未有的奇幻冒险。《纳萨力克之王》由 bilibili 独代发行，预约人数超百万，上线后免费榜最高第 2 名，上线首月长期稳定在游戏畅销榜前 50 名，最高排名为畅销榜第 19 名。

③ VR 游戏《Mecha Party》

由恺英网络旗下臣旒网络研发的 VR 游戏《Mecha Party》已正式登陆 PlayStation 北美服与 Steam 平台。《Mecha Party》是由臣旒网络原创自研 VR 版 MOBA 类多人竞技游戏，在游戏中，玩家将化身手办爱好者，在 VR 第一人称座舱中驾驶各种诙谐的手办机甲，单人或组队进行强社交的 MOBA 竞技，实现休闲爽快体验。

④ 回合制 RPG 游戏《石器时代：觉醒》

《石器时代：觉醒》是一款传统回合制 RPG 手游，由腾讯独代发行，

已于 2023 年 10 月正式上线。游戏完美还原石器时代端游的游戏体验，以超高画质还原海量的经典宠物、场景、角色，让玩家能够很好的沉浸在石器的世界中，打怪抓宝，交友互动，打造自己的家园和部落。游戏上线当日获 IOS 排行榜第一，首日注册用户破千万。

1.2.2. 发行业务-立足发行平台，多款游戏亮眼

根据公司 2024 年半年报披露，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，涵盖角色扮演、模拟应景、休闲竞技、战略策略等多种类型手游、页游、H5 游戏，拥有广泛。

公司发行运营的《天使之战》《仙剑奇侠传：新的开始》《圣灵之境》《新倚天屠龙记》等多款游戏有非常亮眼的表现。发行团队持续推进“IP 品类+创新品类”战略，聚焦核心赛道强化品类优势的同时“发展 IP 多元化”的路线，并不断探索多样化发行能力。

1.2.3. 投资+IP 业务-战略协同，反哺主业

根据公司公告，公司这块业务分为两个方向

1) 投资方向业务

公司的产业投资是以深度战略协同、反哺主业为核心目的，投资标的主要聚焦于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，进一步补充公司产品线，为研发和发行两大核心业务提供支撑，最终实现赋能游戏主业的目的。

公司投资企业 Space Nation Inc. 于 2023 年推出旗舰产品 Space Nation Online，一款科幻题材的太空歌剧 MMORPG 游戏。Space Nation Inc. 成立于 2019 年，由国内外资深的游戏从业者与好莱坞知名电影制作人共同创立，团队致力于打造一家以游戏为基础的新一代跨媒体娱乐互动公司。公司核心游戏 Space Nation Online 为玩家精心打造了一个开放世界宇宙，可自由进行冒险探索、战斗与社交互动，并且游戏还利用区块链与 AI 技术为玩家创造新的游戏交互体验。

2) IP 方向业务

公司在全球范围内搜寻、引进优质 IP，深入研究 IP 的品牌潜力，力争最大限度挖掘和提升 IP 品牌价值。

公司主要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“蓝月”系列等自有标杆级别 IP、投资拥有 IP 孵化能力的工作室三大举措展开 IP 布局，为公司研发体系提供 IP 支持，并赋能战略投资企业高速发展。

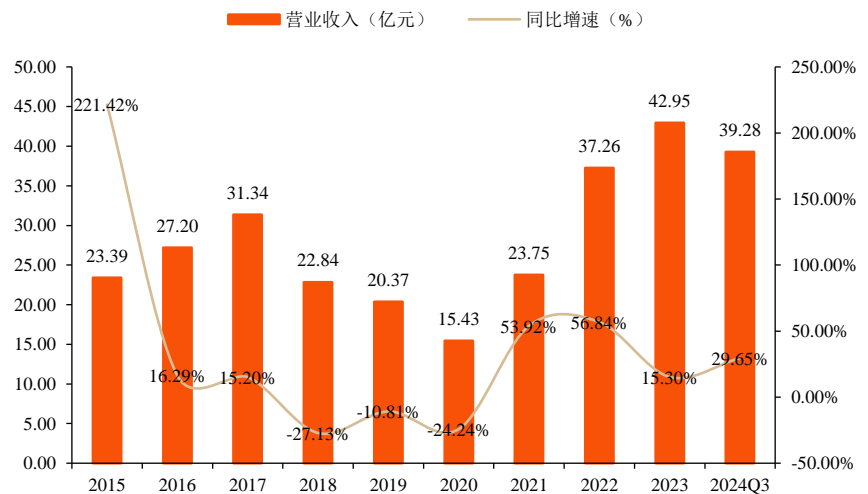
据公司 2024 年半年度报告披露，公司在自主孵化“百工灵”和“岁时令”的同时，也通过引入 IP 策略积累了大量 IP 授权，包括“机动战士敢

达系列”“OVERLORD”“关于我转生变成史莱姆这档事”“信长之野望：天道”“热血江湖”“龙族 (Dragon Raja)”“西行纪”“封神系列”“倚天屠龙记”“仙剑奇侠传”“盗墓笔记”“斗罗大陆”“BLEACH 千年血战篇”“奥特曼”“拳皇”“射雕三部曲 (射雕英雄传、神雕侠侣、倚天屠龙记)”“红月”“古龙群侠 (古龙武侠系列小说)”等知名 IP, 支撑公司产品多样化的目标。2021 年, 公司与中国网络作家村达成战略合作, 双方基于核心游戏、文学 IP 以及孵化原创 IP 等业务开展合作, 打造新一代精品 IP 矩阵。同年, 公司与知名作家卜令楠 (笔名: 洛城东) 签约合作推出“蓝月”IP 系列文学作品, 赋予“蓝月”IP 系列全新世界观和剧情。

1.3. 业绩经历较大波动，2021 年开始稳健增长

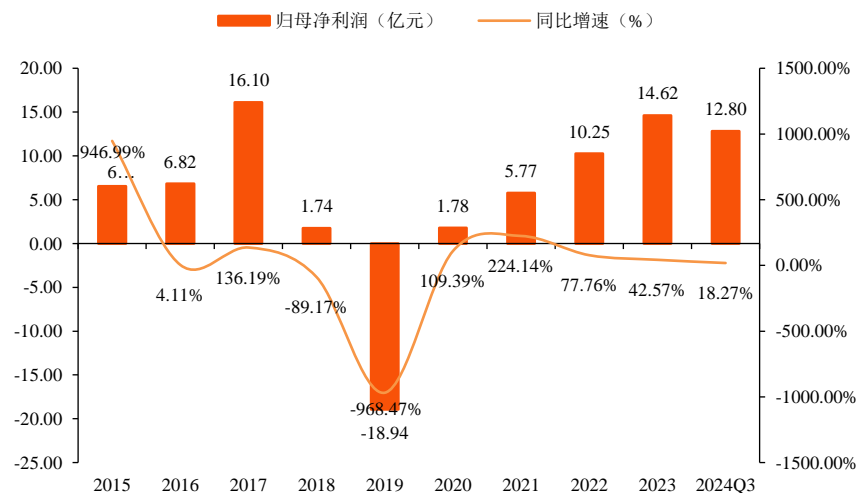
自 2018 年开始，公司业绩出现较大波动，主要是国家游戏版号暂停发放和公司计提资产减值和商誉减值。2021 年公司开始稳定增长，2021 年-2023 年，公司实现营收分别为 23.75 亿元、37.26 亿元和 42.95 亿元，同比增速分别为 53.92%、56.84%和 15.30%，归母净利润分别为 5.77 亿元、10.25 亿元和 14.62 亿元，同比增速分别为 224.14%、77.76%和 42.57%。2024Q3，公司实现营收 39.28 亿元，归母净利润 12.80 亿元，同比增速分别为 29.65%和 18.27%。

图2:2015-2024Q3 公司营业收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:2015-2024Q3 公司归母净利润

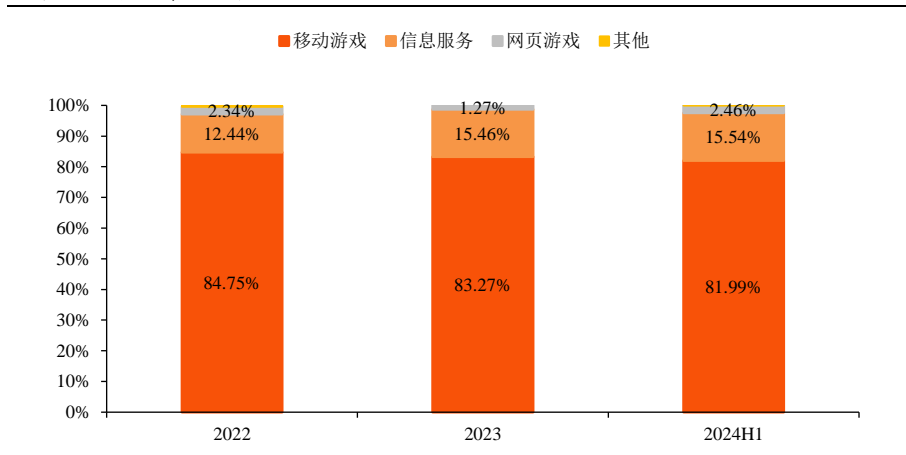


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从营收构成上来看，移动游戏是公司营收主要构成，2024 年半年报移动游戏业务占比 81.99%。信息服务营收占比由 2021 年的 12.44%提升到

2024H1 的 15.54%，移动游戏营收占比由 2021 年的 84.75% 下滑到 2024H1 的 81.99%。主要原因是公司信息服务板块营收增长迅速导致。

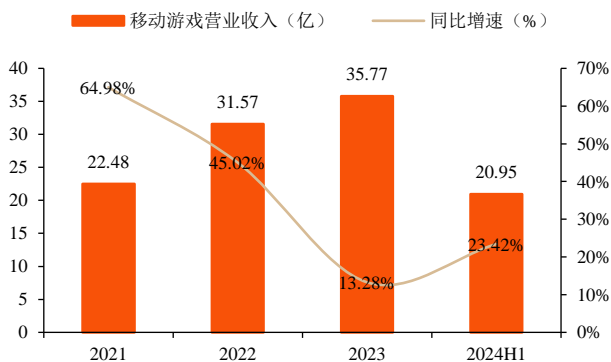
图4:公司业务构成



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

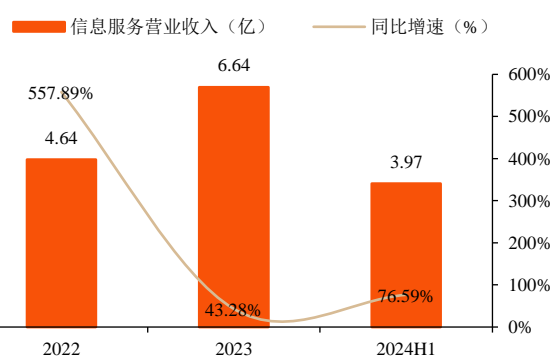
分业务营收看，移动游戏板块是公司目前收入规模最大的板块，而信息服务板块是收入增速最快的板块。

图5:2021-2024H1 公司移动游戏业务收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

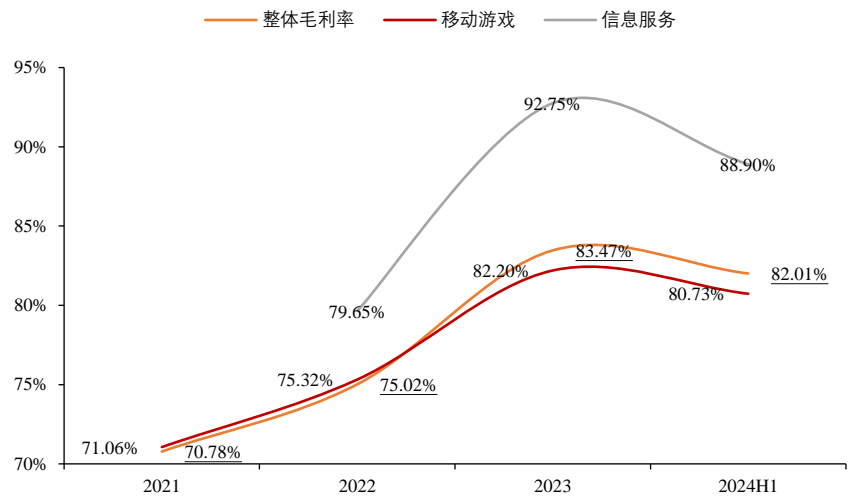
图6:2022-2024H1 公司信息服务业务收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

主要业务毛利率提升带动公司整体毛利率稳步上行。公司整体毛利率由 2021 年的 70.78% 上升到 2024H1 的 82.01%，主要原因是公司的移动游戏业务毛利率稳步提升带动整体毛利率提升，移动游戏业务的毛利率由 2021 年的 71.06% 提升到 2024H1 的 80.73%，此外信息服务业务的毛利率由 2022 年的 79.65% 提升到 2024H1 的 88.90%，也对公司整体毛利率的提升做出了贡献。

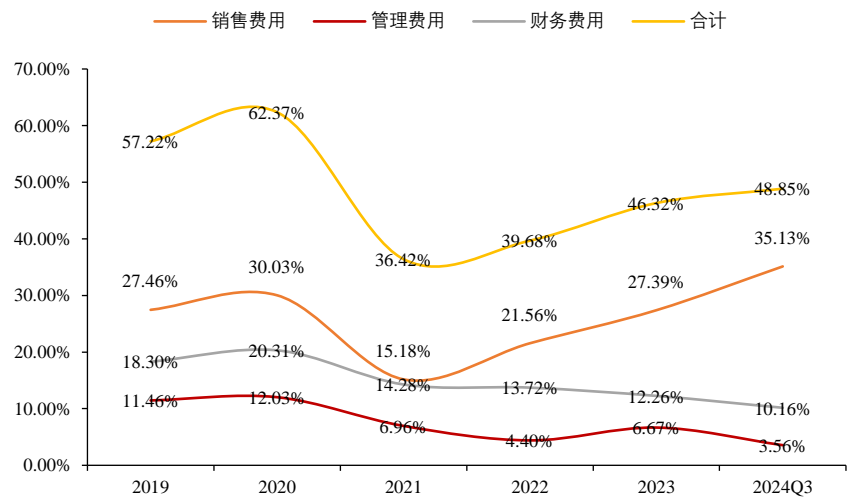
图7:公司毛利率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2021年开始,公司整体费用率稳步提升。整体费用率由2021年的36.42%提升到2024H1的48.85%。主要原因是期间公司的销售费用提升明显。销售费用由2021年的15.18%提升到2024H1的35.13%。

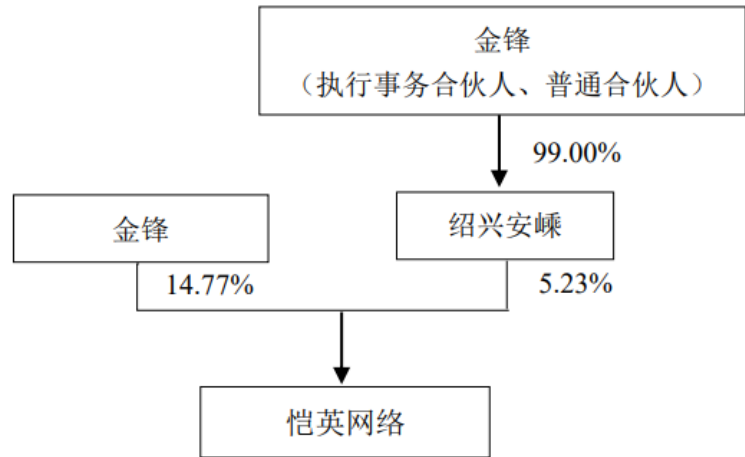
图8:公司费用率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

董事长持续增持公司股份。根据公司2024年9月10日公告,董事长金峰直接持有上市公司318,026,449股股份,占上市公司股份总数的14.77%;其通过绍兴安嵘持有上市公司5.23%的股份,合计控制上市公司20.00%的股份,为上市公司的实际控制人。

图9:公司实际控人持股情况 (2024.9.10)



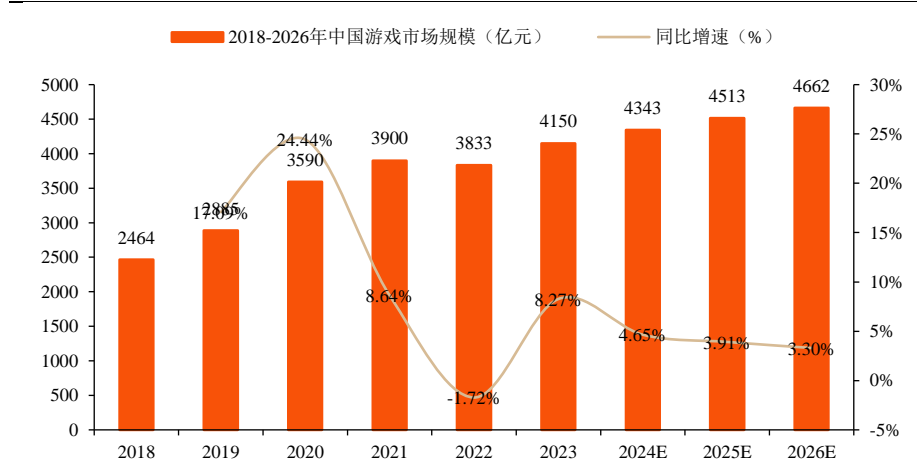
资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

2. 中国网络游戏行业蕴藏发展潜力

2.1. 中国网络游戏行业平稳发展

艾瑞咨询数据显示，在经济环境稳步复苏和游戏版号常态化发放这双重积极因素的共同推动下，2023年中国网络游戏市场规模达到4150亿元，同比增长8.3%，整体规模首次突破4000亿元，创下历史新高。整体来看，中国网络游戏行业依然蕴藏着巨大的发展潜力，5G、AIGC、云游戏、VR/AR等技术的快速突破，将继续推动行业向着更为繁荣和稳健的方向发展。

图10:2018-2026年中国游戏市场规模（亿元）

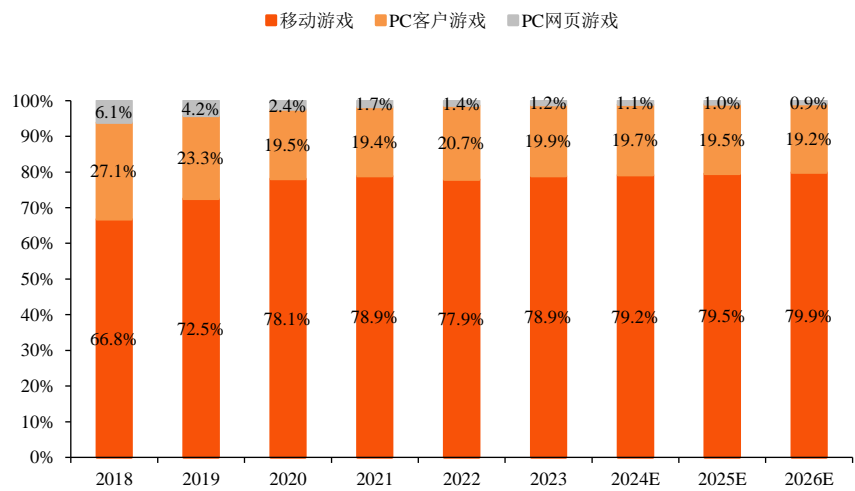


资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

2.2. 移动游戏占据游戏市场主要份额

根据艾瑞咨询数据，从中国网络游戏的细分市场看，2023年，移动游戏市场规模约为3275亿元，同比增长9.7%，在整体市场中的占比达到78.9%，已是网络游戏市场中绝对的主导力量；PC客户端游戏市场规模约为826亿元，同比增长3.3%，在整体市场中的占比达到19.9%，在网络游戏市场中的地位较为稳固；PC网页游戏市场规模约为49亿元，同比下滑9.8%，在连续八年的萎缩之下，在整体市场中的占比仅剩1.2%。

图11:2018-2026年中国游戏市场规模细分结构



资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

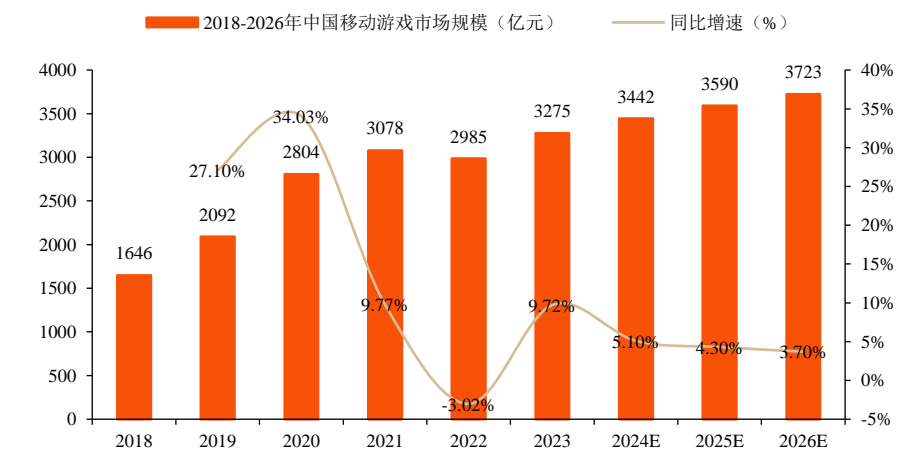
2.3. 移动游戏引领网络游戏市场

根据艾瑞咨询消息，从市场规模和增长情况来看，在未来较长的一段时间内，移动游戏仍将引领着网络游戏市场的前行：移动游戏的便携性、易操作性和丰富性，极大地满足了当代人碎片化的娱乐需求；同时，移动游戏在游戏玩法、画面和音效等方面的持续创新，也为玩家带来更加沉浸式的游戏体验。

可以看到，新兴赛道和新兴品类的拓展仍在提高移动游戏市场的天花板，如《蛋仔派对》和《元梦之星》等热门产品的涌现，不仅为市场注入了新的活力，更彰显了派对游戏的巨大潜力。此外，手游和端游的联动仍在继续加强，如《地下城与勇士：起源》、《剑网三：无界》等经典端游 IP 衍生的新品移动游戏相继推出，为网络游戏市场带来更多的发展可能性。

根据艾瑞咨询数据，预计 2024-2026 年，中国移动游戏市场规模分别为 3442 亿元、3590 亿元和 3723 亿元，同比增速分别为 5.10%、4.30%和 3.70%。

图12： 2018-2026 年中国移动游戏市场规模（亿元）

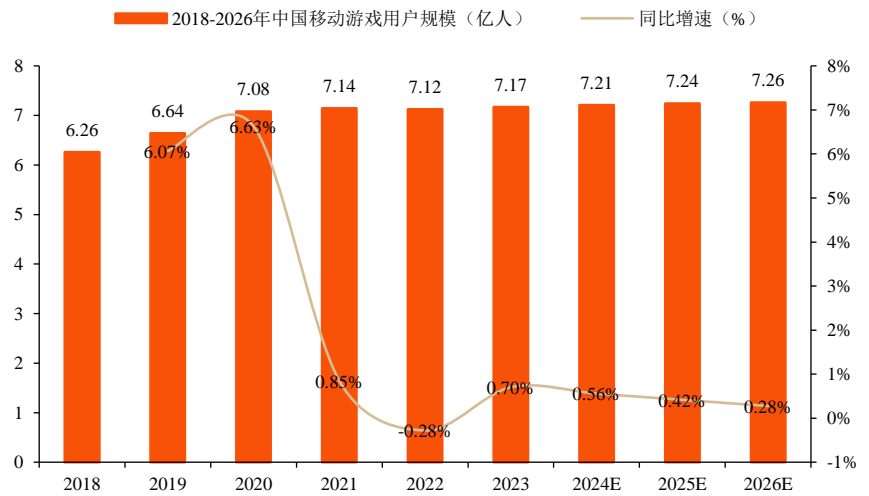


资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所整理

2.4. 移动游戏用户规模基本保持稳定

根据艾瑞咨询，2023年中国移动游戏用户规模约为7.17亿人，同比增长0.7%。随着游戏市场人口红利的减弱，移动游戏用户增速明显放缓，预计未来几年内，移动游戏用户规模将基本保持稳定，这也标志着移动游戏行业正式从“流量时代”迈向了更加注重用户质量和游戏品质的“存量时代”。在这一新的行业阶段，游戏企业必须更加注重提升游戏的品质，深化用户体验，才能吸引和留住更多的忠实游戏用户。

图13: 2018-2026年中国移动游戏用户规模（亿人）



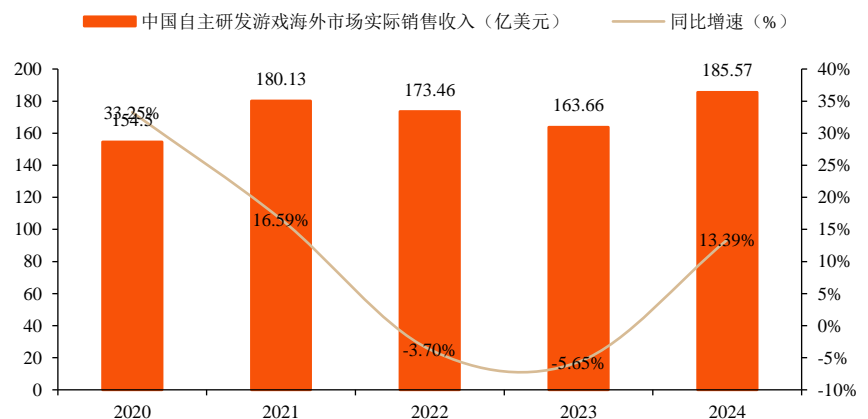
资料来源: 艾瑞咨询, 甬兴证券研究所整理

2.5. 中国游戏出海增长明显

根据光明网报道，2024 年，中国游戏企业在出海过程中通过不断创新与拓展，使中国自研游戏海外收入在连续两年下降后出现较大增幅，自主研发游戏在海外市场的实际销售收入为 185.57 亿美元，同比增长 13.39%。2024 年，中国移动游戏在主要出海地区的增长率都明显提升，其中美国、德国和英国游戏市场的收入由去年的负增长转为正增长，且增幅较大。韩国移动游戏市场流水 TOP100 的产品中，国产新品数量高达 12 款。此外，在全球重要出海移动游戏市场流水 TOP100 产品中，日本、德国市场的中国海外发行商数量出现增长。整体来看，中国在主要出海地区的发行商数量已趋于稳定，并对于相关地区积累了丰富的研发与运营经验。

根据界面新闻援引《2024 年中国游戏产业报告》的数据，2024 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 185.57 亿美元，同比增长 13.39%，其规模已连续五年超千亿元人民币，并再创新高。面对全球游戏市场增速放缓、竞争日趋激烈的国际环境，国内游戏企业积极应对，表现依然出色。

图14:中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



资料来源：界面新闻，中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG），《2024 年中国游戏产业报告》，甬兴证券研究所整理

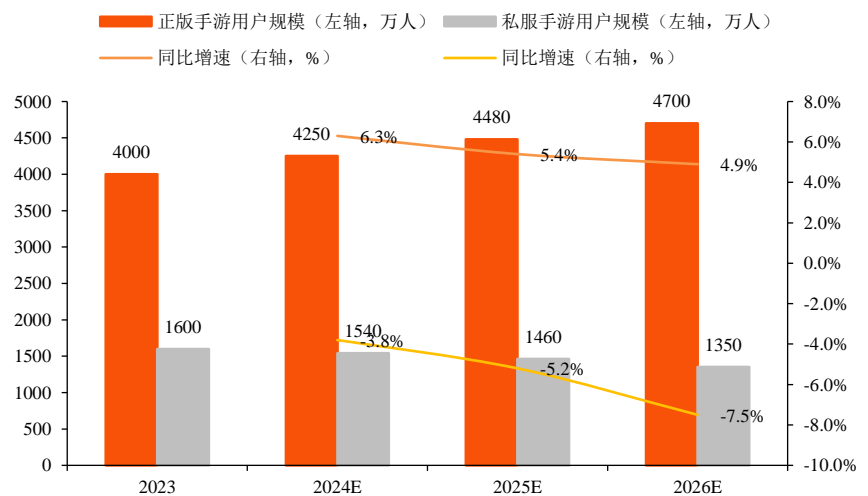
2.6. 国内传奇游戏 IP 授权加速，正版传奇有望迎来新的机会

根据世纪华通投资者交流纪要，2023 年 8 月，经过多年磋商，本着发展传奇 IP 的共同诉求，公司已与共有著作权人娱美德签署新的合作协议，传奇游戏市场在中国大陆实现了“大一统”，公司也加快了《传奇》系列 IP 授权、发行、研发三个环节的整合。

根据艾瑞咨询，近年来国内传奇 IP 授权业务持续往正规化发展，目前已有多家游戏大厂与世纪华通达成传奇 IP 授权合作。此外，许多中小型游戏工作室与这些获得传奇 IP 授权的体系内厂商合作，从而获得传奇游戏的研发资质，并由大厂代为发行所研发的传奇游戏产品。据不完全统计，2023 年国内在运营的传奇私服数量超过 640 个，由于制作成本、游戏推广等原因，端游和页游仍是传奇私服的盗版集中地。而传奇手游私服由于版号管控力度和盗版打击力度的持续加强，逐步开始向体系内厂商需求正版资质。

根据艾瑞咨询数据，随着移动游戏行业的快速发展，传奇 IP 也快速向移动端转移，目前已经成为传奇市场最主要的流水来源。根据艾瑞咨询测算，2024-2026 年正版传奇手游用户规模分别为 4250 万、4480 万和 4700 万人，同比增速分别为 6.3%、5.4%和 4.9%。

图15:2023-2026 年传奇手游用户市场规模



资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所整理

2.7. 新趋势助力游戏行业发展

2.7.1 AI 为游戏行业赋能

根据艾瑞咨询报道，AIGC 作为以人工智能技术生成内容的新型生产方式，在游戏行业的研发管线中展现出了巨大的应用潜力，不仅能够显著提升游戏研发的效率，使复杂的研发过程变得更为高效，同时还能大幅度降低研发成本，为游戏企业节约宝贵的资源。更重要的是，AIGC 的引入有望为游戏内容带来了前所未有的丰富性和多样性，给游戏世界带来无限的可能性，极大地提升玩家的游戏体验。

2.7.2 IP 成为游戏行业核心引擎

根据艾瑞咨询报道，游戏 IP 的跨界融合和产业链延伸，为行业带来了更强大的生机与活力。游戏 IP 与影视、旅游、文创、营销等其他产业的深度跨界融合，不仅是游戏企业拓展市场份额、增强品牌影响力的重要战略手段，也在跨界合作过程中形成了完整的游戏 IP 衍生产业链，使得游戏 IP 在更广泛的领域传播和推广，并有效推动相关产业的协同发展，为社会创造了更多的就业机会和更大的经济价值。

2.7.3 VR 游戏有望迎来显著增长

根据中研网消息，VR 游戏行业是近年来随着虚拟现实技术快速发展而兴起的新兴产业。VR 游戏的发展对游戏行业乃至整个娱乐产业都具有重要意义。它从根本上改变了玩家与游戏的互动方式，推动了游戏体验的升级。VR 技术为游戏行业带来了前所未有的沉浸感和互动性，使得游戏体验更加真实，增强了玩家的情感投入和互动深度。

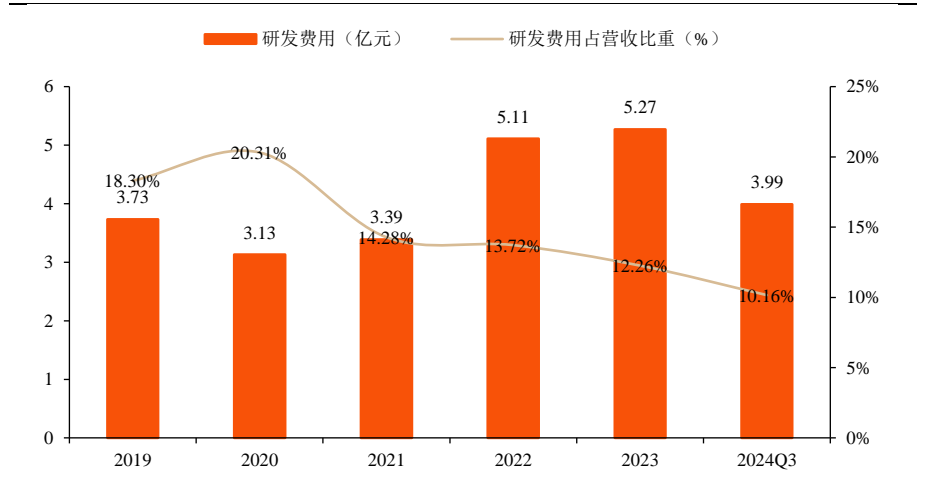
根据中研网报道，VR 游戏市场近年来经历了显著增长。截至 2023 年第一季度，全球 VR 重度游戏市场规模已达到约 150 亿美元，同比增长 35%。预计到 2027 年，整个行业的年复合增长率将达到 28%，市场规模有望突破 500 亿美元大关。在中国，VR 游戏市场同样呈现出快速增长的态势。据分析，到 2025 年，中国 VR 重度游戏市场规模将达到 200 亿元人民币，复合年均增长率超过 40%。此外，随着 VR 技术的普及和硬件成本的下降，中国 VR 游戏市场的整体规模也在不断扩大。

3. 公司看点-持续深耕游戏行业，储备大量优质作品

3.1. 持续高研发投入，自研大模型提升研发效率

根据公司公告，公司高度重视多维度、立体化研发体系建设。公司对AIGC技术的探索秉承务实的原则，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；将训练后的AI工具拓展到整个体系进行应用，扩大使用场景，提升效率。

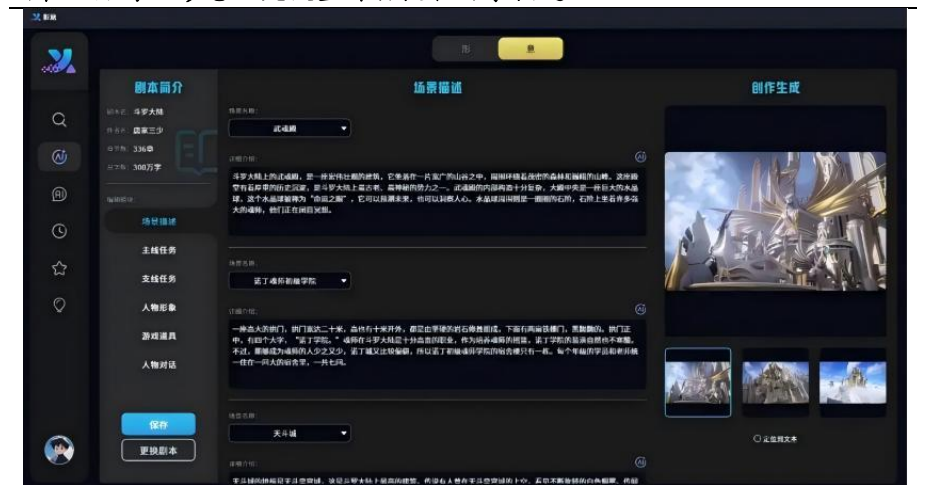
图16:公司保持较高的研发费用率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所整理

2023年，公司自研的“形意”大模型已应用于实际研发场景中。“形意”大模型注重游戏垂类场景的应用，基于多款上线盈利产品与多个IP的合作经验对其进行训练，直接对接真实的游戏开发需求，并成功为多个项目的研发实现显著增效。“形意”主要拥有“形”与“意”两大功能，前者提供图像生成能力，后者则注重文本内容的理解与处理。

图17:公司“形意”大模型自动提取场景描述

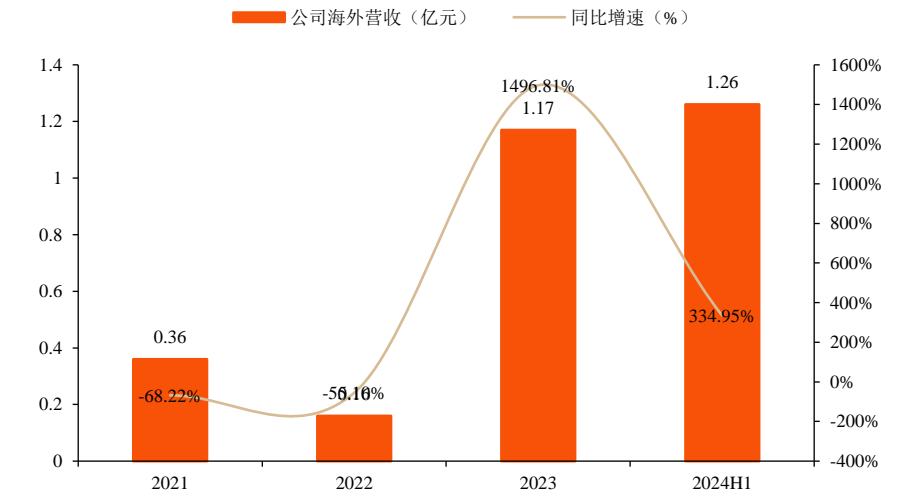


资料来源: 2024年半年报, 甬兴证券研究所整理

3.2. 积极拓展海外业务，推动海外市场收入高增长

公司海外业务增长迅速。自 2023 年开始，公司海外业务进入一个快速成长的时期，2022 至 2024H1，公司海外业务收入分别为 0.16 亿元，1.17 亿元和 1.26 亿元，同比增速分别为 -55.10%、1496.81%和 334.95%。

图18:公司海外业务收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所整理

根据公司 2024 年半年报，公司积极拓展海外业务，已初步建立起一套海外发行策略，公司立足中国台湾、中国香港、韩国和东南亚等国家与地区，再逐步走向欧美等全球市场。2024 年，公司在大陆地区以外发行了《新倚天屠龙记》(越南)、《漂在江湖 (리벤저:다크니스)》(韩国)、《纳萨力克之王 (OVERLORD)》(港澳台地区)、《天使之战 (MUMonarchSEA)》(新加坡、马来西亚、菲律宾) 等游戏。同时去年发行的《新倚天屠龙记》(港澳台地区) 和《KR 灵蛇 (블러드헌터:도깨비전)》(韩国) 也在持续贡献营业收入和利润。

表1:公司海外游戏发行情况

游戏名称	上线时间和区域	主要表现
《OVERLORD》海外版	6月5日, 上线港澳台地区	中国台湾 iOS 游戏免费榜最高排名第三, 中国香港 iOS 游戏免费榜最高排名第一
《天使之战》海外版	6月24日, 上线新加坡、马来西亚、菲律宾, 8月1日上线泰国和印尼	菲律宾 iOS 游戏免费榜最高第六, iOS 游戏畅销榜最高第四, 菲律宾 GooglePlay 游戏免费榜最高第六, GooglePlay 游戏畅销榜最高第三; 泰国 GooglePlay 游戏免费榜最高第三, 游戏畅销榜最高第十; 泰国 iOS 游戏免费榜最高第四。
《仙剑奇侠传: 新的开始》海外版	7月21日起, 陆续上线港澳台、新加坡、马来西亚等地区/国家	上线后持续三天霸榜台湾 iOS 游戏免费榜第一, 澳门 iOS 游戏免费榜第一、台湾 GooglePlay 游戏免费榜第一、香港 GooglePlay 游戏免费榜第二和香港 iOS 游戏免费榜 TOP7。台湾 iOS 游戏畅销榜最高第七, 香港 iOS 游戏畅销榜最高第十; 台湾 GooglePlay 游戏畅销榜最高第八, 香港 GooglePlay 游戏畅销榜最高第十。
《诸神劫: 影姬》(iOS / Android)	10月9日, 在中国香港、中国澳门、中国台湾地区的 AppStore 及 GooglePlay 双平台正式上架	产品开放下载当天, 霸榜台湾 iOS 免费榜第一, 澳门 iOS 免费榜一, 且荣获香港 iOS 免费榜第四的好成绩。
《怪物联萌》海外版《怪咖纠察队》(iOS / Android)	10月17日, 在中国香港、中国澳门、中国台湾、新加坡和马来西亚地区的 AppStore 及 GooglePlay 双平台正式上架。	《怪咖纠察队》是一款结合了塔防和放置类玩法的创新手游。
《仙剑奇侠传: 新的开始》越南版《又见逍遥》	10月31日, 正式登陆 AppStore 及 GooglePlay 双平台。	《又见逍遥》高度复刻了“仙剑奇侠传”IP 的 1-6 代经典剧情, 游戏除了还原影视剧的名场面外, 还延伸了新的剧情, 给仙剑 IP 玩家带来新的体验。
《新倚天屠龙记》(港澳台地区) 和《KR 灵蛇》(블러드헌터:도깨비전)》(韩国)	2023 年	持续贡献营收和利润

资料来源: Wind, 投资者交流纪要, 甬兴证券研究所

2025 年, 公司将继续贯彻 IP 产品战略, 用 IP 价值赋能文化出海, 持续以“优质内容、精准营销、全球布局”为核心, 不断丰富产品矩阵, 做好长线发行运营。同时在继续深耕港澳台、韩国、东南亚等国家/地区的前提下, 发力突破日本及欧美国家/地区。

3.3. 储备大量优质作品，构建游戏产品矩阵

公司从短期、中期、长期分梯队进行产品储备；短期，根据市场情况进行产品快速迭代；中期，基于 IP 产品的开发合作；长期，全方位打造自有 IP，构建游戏产品矩阵。

表2:公司目前储备开发产品

序号	储备的研发产品	主要内容
1	《盗墓笔记：启程》	自研探险题材的 ARPG 手游，由南派三叔正版授权，“铁三角”齐聚，探索黑暗的地下世界，解开重重谜题，寻找破局之路
2	《斗罗大陆：诛邪传说》	超人气 IP《斗罗大陆》正版授权，由公司研发贪玩游戏发行的开放世界 MMORPG 手游，继承了原著小说的精髓，旨在为玩家打造一个逍遥自在的斗罗世界。游戏不仅结合原著精彩剧情，还加入了全新挑战，让玩家在享受熟悉元素的同时，也能体验到新鲜的冒险。
3	《龙之谷世界》	恺英网络与盛趣游戏联合发行的 3D 动作 MMORPG 手游,作为经典 IP“龙之谷”系列的最新作品，承载着众多玩家的期待与梦想。
4	《纳萨力克：崛起》	由日本株式会社角川正版授权，超人气动画《OVERLORD》改编的开放世界动作冒险游戏，游戏由恺英网络自研，采用虚幻 4 引擎开发。
5	《三国：天下归心》	自研 SLG 回合战斗制手游
6	《代号：信长》	正版联合研发的一款 SLG 手游
7	《代号：DR》	自研正版 DRAGONRAJA 的 MMORPG 手游。
8	《BLEACH 千年血战篇》	正版授权手游
9	《奥特曼》	正版授权面向全球市场的 3D 动作游戏
10	“拳皇”	知名 IP 授权手游正在研发中
11	“射雕三部曲（射雕英雄传、神雕侠侣、倚天屠龙记）”	知名 IP 授权手游正在研发中
12	“古龙武侠系列小说”	知名 IP 授权手游正在研发中
13	《龙腾传奇》	游戏产品储备
14	《王者传奇 2》	游戏产品储备

资料来源：Wind，投资者交流纪要，甬兴证券研究所

发行团队持续推进“IP 品类+创新品类”战略，聚焦核心赛道强化品类优势的同时“发展 IP 多元化”的路线，并不断探索多样化发行方式以触达更广泛的平台和更多元化的用户。

表3:公司储备的发行产品

序号	储备的发行产品	主要内容
1	《太上补天卷》	代理发行的一款修仙题材的放置卡牌手游。
2	《古怪的小鸡》	代理发行的一款以小鸡孵化为主题的轻度休闲手游。
3	《蒸汽堡垒》	代理发行的一款涵盖模拟经营玩法、塔防副玩法、Roguelike 玩法和大地图 SLG 多重玩法的手游。
4	《数码宝贝：源码》	代理发行的一款次世代 PBR 写实风格数码宝贝手游。

资料来源：Wind，投资者交流纪要，甬兴证券研究所

公司积极申请游戏版号，2024 年以来，公司已经获得多个游戏版号。为公司未来持续的增长，奠定了坚实的基础。

表4:公司 2024 年拿到版号的游戏

时间	游戏名称	出版方	运营方	游戏介绍
2月2日	《纳萨力克：崛起》	上海恺英网络科技有限公司	上海恺英网络科技有限公司	《纳萨力克：崛起》是由日本株式会社角川正版授权，超人气动画《OVERLORD》改编的开放世界动作冒险游戏。
4月26日	《盗墓笔记：启程》	上海恺英网络科技有限公司	上海悦腾网络科技有限公司	《盗墓笔记：启程》是由著名作家南派三叔正版授权，基于《盗墓笔记》小说世界观开发的 ARPG 手游。游戏采用虚幻 4 引擎开发，融合了探险解密玩法和 Roguelike 元素。
5月20日	《百工灵》	上海恺英网络科技有限公司	上海恺英软件技术有限公司	《百工灵》是恺英网络旗下全资子公司杭州恺英网络科技有限公司自主研发的以中华传统手工艺为主题的动漫游戏 IP。《百工灵》手游是基于《百工灵》IP 改编的传统手工艺题材模拟经营类游戏。在游戏中，玩家将扮演百工学徒，通过完成课堂中的合成玩法关卡学习制作手工艺品，提升制作技能，制造出各式各样的工艺品，体验中国传统文化的魅力。
6月25日	《蒸汽堡垒》	杭州浮云网络科技有限公司	恺英网络	《蒸汽堡垒》由恺英网络投资企业杭州树枝互动网络科技有限公司研发，游戏内有强化末日生存题材应有的压迫感，涵盖模拟经营玩法、塔防副玩法、Roguelike 玩法和大地图 SLG 多重玩法。
8月30日	《开心小矿工》	上海恺英网络科技有限公司	海恺英软件技术有限公司	《开心小矿工》主要讲述了勇敢的探险家踏上了一段惊险刺激挖矿之旅的故事：地下世界充满了危险和挑战，身为探险家的你将面对坍塌的矿脉、热情喷发的岩浆、凶猛的地底生物等。但也正是这些挑战，让玩家不断提升自己的勇气和技能，不断探索深入地下的神秘矿脉，发现更珍贵的宝藏，成为矿山的传奇探险家。
	《原始觉醒》	上海恺英网络科技有限公司	恺英网络旗下上海趣赫网络科技有限公司	
	《蓝月纪元》	上海恺英网络科技有限公司	上海恺英软件技术有限公司	
9月27日	《王国危机》	上海恺英网络科技有限公司	广州贪玩信息技术有限公司	
	《布衣战神》	上海电子出版有限公司	恺英网络旗下杭州恺辰网络科技有限公司	
10月25日	《永恒龙族》	上海恺英网络科技有限公司	上海悦腾网络科技有限公司	
	《黑龙风暴》	上海恺英网络科技有限公司	上海欣烁网络科技有限公司	
11月19日	《洪荒傲剑》	上海恺英网络科技有限公司	杭州闻维网络科技有限公司	
11月19日	《仙缘策》	《仙缘策》	上海恺英软件技术有限公司	

资料来源：Wind，投资者交流纪要，公司官网，甬兴证券研究所

2025年1月13日，恺英网络2025年度产品发布会在线上召开，此次发布会以“为热爱启程”为主题，通过二十余款游戏产品的集中发布，展现了恺英网络全面的业务布局。

发布会上共设有“经典再续新篇章”“奇幻次元大冒险”“国创武侠新风潮”“乐享休闲好时光”四大板块，覆盖了MMORPG、SLG、策略卡牌等多个热门品类，为玩家带来了一场精彩纷呈的游戏盛宴。

表5:2025年计划发布产品

	游戏名称	游戏分类
经典再现	龙之谷世界	龙之谷 IP 旗舰级 3D 动作手游
	王者传奇 2	经典 MMORPG 手游
	代号 X	大型 3D 魔幻 MMO 手游
	代号传说	RO 正版授权 MMORPG 游戏
	代号新热江	武侠 MMORPG 游戏
	代号 KOF	拳皇 IP 正版授权横版卡牌格斗手游
奇幻次元大冒险	数码宝贝 源码	次世代数码宝贝冒险手游
	纳萨力克 崛起	OVERLORD 开放世界冒险 RPG
	蒸汽堡垒	蒸汽文明下的末日生存模拟经营策略对战游戏
	钢铁苍穹	未来科幻对战游戏
	代号 黑猫警长	IP 正版授权休闲游戏
	生存大作战	放置 RPG 游戏，末日生存类
国创武侠新风潮	代号 BLEACH	IP 正版授权热血策略游戏
	盗墓笔记 启程	IP 正版授权 真寻宝盗墓探险游戏
	三国特攻队	冒险 RPG 游戏
	古龙群侠传	古龙 IP 正版授权武侠 RPG 游戏
	三国天下归心	三国争霸策略手游
	代号射雕	金庸 IP 正版授权武侠手游
休闲好时光	代号斗罗	IP 正版授权冒险 RPG 游戏
	小兵打天下	冒险 RPG 游戏
	开心小矿工	休闲挖矿游戏
	代号大富翁	大富翁正版授权休闲策略手游

资料来源：恺英网络投资者关系微信公众号，甬兴证券研究所

3.4. 管理层未来五年不减持，并承诺增持，彰显坚定信心

根据公司投资者交流纪要。公司控股股东、实际控制人、董事长金锋先生及一致行动人绍兴市安嵘企业管理合伙企业（有限合伙）作出承诺：未来五年（从2024年7月3日到2029年7月2日）不以任何形式减持直接持有的公司股票，包括承诺期间该部分股份因资本公积转增、派送股票红利、配股、增发等事项产生的新增股份。同时承诺将金锋先生（包括一致行动人绍兴安嵘中归属金锋本人部分）于2024年1月1日-2028年12月31日期间收到的公司税后分红所得用于持续每年增持公司股份。

副董事长兼总经理沈军先生、董事兼副总经理赵凡先生、董事兼副总经理骞军法先生、副总经理林彬先生、副总经理唐悦先生、财务总监黄振锋先生、董事会秘书刘洪林先生承诺作为公司高级管理人员，任职期间内未来五年（从2024年7月3日到2029年7月2日）不以任何形式减持直接持有的公司股票，包括承诺期间该部分股份因资本公积转增、派送股票红利、配股、增发等事项产生的新增股份。同时承诺将2024年1月1日-2028年12月31日期间收到的公司税后分红所得用于持续每年增持公司股份。2024年金总及全体高管2024年累计分红增持979.95万股，增持金额约8,977.21万元。

2023年以来，金总通过集中竞价及大宗交易等方式持续增持公司股票，体现出其对公司未来发展的坚定信心。

表6:公司实际控制人持续增持公司股份

股东名称	增持方式	增持期间	平均成交价（元/股）	成交股数（股）	占总股本比例
金锋	集中竞价	2023年12月25日	9.85	2,030,700	0.09%
金锋	集中竞价	2024年3月7日	11.3397	1,323,400	0.06%
金锋	集中竞价	2024年3月8日	11.4271	2,605,700	0.12%
金锋	集中竞价	2024年3月15日	11.5447	1,318,400	0.06%
金锋	集中竞价	2024年3月26日	11.5294	1,734,600	0.08%
金锋	集中竞价	2024年3月27日	11.0244	2,721,000	0.13%
金锋	集中竞价	2024年7月24日	8.4894	1,177,900	0.05%
金锋	集中竞价	2024年9月4日	8.8692	3,175,100	0.15%
金锋	集中竞价	2024年9月5日	9.529	1,067,900	0.05%
金锋	大宗交易	2024年9月5日	9.5	4,156,265	0.19%
合计				21,310,965	0.99%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3.5. 积极布局 VR 游戏业务

公司旗下臣旒网络研发的 VR 游戏《MechaParty》已正式登陆 PlayStation 北美服与 Steam 平台。《MechaParty》是由臣旒网络原创自研 VR 版 MOBA 类多人竞技游戏，在游戏中，玩家将会化身手办爱好者，在 VR 第一人称座舱中驾驶各种诙谐的手办机甲，单人或组队进行强社交的 MOBA 竞技，实现休闲爽快体验。目前还有一款新的 VR 游戏正在研发中，计划 2025 年上线。

4. 盈利预测及投资建议

核心假设与盈利预测：

恺英网络是国内知名的互联网游戏上市公司。公司始终坚持将“聚焦游戏主业”作为公司发展的核心战略方向，以打造符合市场需求的精品游戏产品为导向，以研发、发行以及投资+IP 三大业务体系为支撑，坚持对游戏产品精益求精的态度，打造出各类精品大作。同时公司积极推进游戏出海，海外收入增长明显。总体来看，公司未来的营收有望保持稳定增长，毛利率稳中有升。

核心假设

1、移动游戏

2024H1 移动游戏实现营收 20.95 亿元，同比增长 23.42%，营收占比 81.99%。根据艾瑞咨询数据，预计 2024-2026 年，中国移动游戏市场规模分别为 3442 亿元、3590 亿元和 3723 亿元，同比增速分别为 5.10%、4.30%和 3.70%。2024 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 185.57 亿美元，同比增长 13.39%。公司作为中国游戏行业头部企业有望充分受益行业的发展。2024H1，公司移动游戏板块增速约为 23.42%，远高于行业平均增速。公司积极拓展海外业务，2024H1，公司海外业务增速约为 334.95%，因此我们认为公司移动游戏业务增速高于行业平均增速，预计 2024-2026 年，公司移动游戏增速分别为 20.00%、12.00%和 10.00%。

2、信息服务

信息服务业务 2024H1 年实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 76.59%，营收占比 15.54%。根据公司投资者交流纪要，信息服务收入主要来自于 996 游戏盒子和苍月岛平台。996 游戏盒子是公司运营的以汇聚各类传奇游戏为特色的，集游戏、直播、电竞、小说、短剧、资讯等为一体的游戏社区。根据艾瑞咨询测算，2024-2026 年正版传奇手游用户规模分别为 4250 万、4480 万和 4700 万人，同比增速分别为 6.3%、5.4%和 4.9%，公司作为传奇游戏的头部企业，有望获得更高的增速，2024H1 公司这块业务同比增速为 76.59%，我们预计 2024-2026 年公司信息服务业务收入增速分别为 50.00%、35.00%和 25.00%。

3、网页游戏

网页游戏 2024H1 地理空间信息业务实现营业收入 0.63 亿元，同比增长 91.87%，营收占比约为 2.46%。整体收入占比较小。根据艾瑞咨询数据，预计 2024-2026 年，中国 PC 网页游戏规模增速分别为-4.07%、-5.53%和-7.03%，2024 年 H1 公司网页游戏增速为 91.87%，未来我们认为未来增速可能回落到行业平均增速，预计 2024-2026 年，公司网页游戏增速分别为 80.00%、-5.00%和-5.00%。

4、毛利率假设

2021-2024H1 年，公司综合毛利率分别为 70.78%、75.02%、83.47%和

82.01%，2024H1，公司移动游戏、信息服务和网页游戏的毛利率分别为80.73%、88.90%和81.40%。我们认为移动游戏业务毛利率略有下滑，预计2024-2026年移动游戏毛利率分别为81.00%、80.50%和80.00%。预计2024-2026年信息服务业务毛利率稳中有升，分别为88.00%、89.00%和90.00%。网页游戏由于竞争激烈，预计毛利率有所下滑。预计2024-2026年网页游戏业务的毛利率分别为80.00%、75.00%和60.00%。预计2024-2026年，公司综合毛利率为82.28%、82.25%和82.13%。

表7:公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测 (单位:百万元)

分业务收入测算	2023	2024E	2025E	2026E
移动游戏	3576.66	4291.99	4807.03	5287.73
信息服务	664.13	996.20	1344.86	1681.08
网页游戏	54.60	98.28	93.37	88.70
合计	4295.40	5386.47	6245.26	7057.51
分业务成本测算	2023	2024E	2025E	2026E
移动游戏	636.65	815.48	937.37	1057.55
信息服务	48.13	119.54	147.93	168.11
网页游戏	25.23	19.66	23.34	35.48
合计	710.01	954.68	1108.65	1261.13
分业务收入增速	2023	2024E	2025E	2026E
移动游戏	13.28%	20.00%	12.00%	10.00%
信息服务	43.28%	50.00%	35.00%	25.00%
网页游戏	-34.70%	80.00%	-5.00%	-5.00%
合计	15.30%	25.40%	15.94%	13.01%
分业务毛利率	2023	2024E	2025E	2026E
移动游戏	82.20%	81.00%	80.50%	80.00%
信息服务	92.75%	88.00%	89.00%	90.00%
网页游戏	53.79%	80.00%	75.00%	60.00%
合计	83.47%	82.28%	82.25%	82.13%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

投资建议:

首次覆盖, 给予“买入”评级。我们看好公司优秀的游戏研发运营能力, 储备的大量优质作品有望持续推动公司业绩稳健增长。我们预计公司2024-2026年净利润分别为17.37亿元、20.55亿元、23.67亿元, 同比增速分别为18.8%、18.3%和15.2%, EPS分别为0.81元/股、0.95元/股和1.10元/股, 对应2025年2月14收盘价16.07元, PE分别为19.91倍、16.83倍和14.61倍。首次覆盖, 我们给予“买入”评级。

5. 风险提示

1、版号获批不及预期的风险

国内游戏发行需要获得版号备案，如果公司版号获批不及预期，或将会对公司游戏产品的发行产生不利影响，从而影响到公司的盈利能力。

2、市场竞争加剧的风险

游戏行业竞争激烈。如果公司发行的游戏产品不能适应市场需求变化，不能强化自身核心优势，扩大市场份额，则将面临市场的激烈竞争，或将对公司经营产生不利影响。

3、海外市场发展不及预期的风险

目前公司积极开发海外市场，海外市场收入业保持了较高增速，若未来海外市场开拓不及预期，或将会对公司业绩产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,948	4,550	6,339	8,531	10,995
货币资金	2,551	2,807	4,083	5,928	8,061
应收及预付	1,088	1,300	1,685	1,950	2,203
存货	10	20	17	11	5
其他流动资产	299	424	554	641	725
非流动资产	1,833	2,061	2,289	2,380	2,495
长期股权投资	398	518	538	568	608
固定资产	21	17	20	22	24
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	28	31	36	40	54
其他长期资产	1,387	1,494	1,695	1,751	1,809
资产总计	5,781	6,610	8,628	10,911	13,490
流动负债	1,201	1,350	1,797	2,083	2,363
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	312	442	583	678	771
其他流动负债	889	908	1,213	1,405	1,593
非流动负债	38	22	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	22	31	31	31
负债合计	1,239	1,372	1,828	2,113	2,394
股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515
资本公积	746	509	509	509	509
留存收益	2,385	3,634	5,171	6,990	9,082
归属母公司股东权益	4,472	5,244	6,655	8,473	10,566
少数股东权益	70	-6	145	324	530
负债和股东权益	5,781	6,610	8,628	10,911	13,490

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,726	4,295	5,386	6,245	7,058
营业成本	931	710	955	1,109	1,261
营业税金及附加	18	19	23	26	29
销售费用	803	1,177	1,508	1,749	1,976
管理费用	164	286	350	406	459
研发费用	511	527	646	718	776
财务费用	-34	-58	-42	-61	-89
资产减值损失	-36	-30	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-2	9	0	0	0
投资净收益	-12	79	54	62	71
营业利润	1,341	1,698	2,019	2,389	2,752
营业外收支	44	0	0	0	0
利润总额	1,384	1,697	2,019	2,389	2,752
所得税	23	117	131	155	179
净利润	1,361	1,581	1,888	2,234	2,573
少数股东损益	336	119	151	179	206
归属母公司净利润	1,025	1,462	1,737	2,055	2,367
EBITDA	1,433	1,697	2,056	2,406	2,728
EPS (元)	0.49	0.70	0.81	0.95	1.10

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,483	1,706	1,850	2,203	2,532
净利润	1,361	1,581	1,888	2,234	2,573
折旧摊销	76	116	79	78	65
营运资金变动	32	29	-96	-81	-70
其它	14	-19	-21	-28	-36
投资活动现金流	447	-378	-243	-107	-109
资本支出	-131	-190	-49	-49	-49
投资变动	-56	-187	-60	-70	-80
其他	635	0	-133	12	21
筹资活动现金流	-580	-1,064	-329	-252	-290
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	1	0	0	0
其他	-580	-1,065	-329	-252	-290
现金净增加额	1,370	269	1,276	1,845	2,133
期初现金余额	1,163	2,533	2,801	4,078	5,923
期末现金余额	2,533	2,801	4,078	5,923	8,056

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	56.8%	15.3%	25.4%	15.9%	13.0%
营业利润增长	47.9%	26.6%	18.9%	18.3%	15.2%
归母净利润增长	77.8%	42.6%	18.8%	18.3%	15.2%
获利能力					
毛利率	75.0%	83.5%	82.3%	82.2%	82.1%
净利率	36.5%	36.8%	35.1%	35.8%	36.5%
ROE	22.9%	27.9%	26.1%	24.3%	22.4%
ROIC	29.1%	28.0%	27.1%	24.7%	22.4%
偿债能力					
资产负债率	21.4%	20.8%	21.2%	19.4%	17.7%
净负债比率	-55.3%	-53.3%	-59.7%	-67.1%	-72.4%
流动比率	3.29	3.37	3.53	4.10	4.65
速动比率	3.03	3.11	3.27	3.84	4.40
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.69	0.71	0.64	0.58
应收账款周转率	4.60	4.51	4.51	4.32	4.28
存货周转率	69.94	47.24	52.87	81.18	159.36
每股指标 (元)					
每股收益	0.49	0.70	0.81	0.95	1.10
每股经营现金流	0.69	0.79	0.86	1.02	1.18
每股净资产	2.08	2.44	3.09	3.94	4.91
估值比率					
P/E	13.39	15.96	19.91	16.83	14.61
P/B	3.16	4.58	5.20	4.08	3.27
EV/EBITDA	8.10	12.52	14.85	11.92	9.73

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司

径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。