

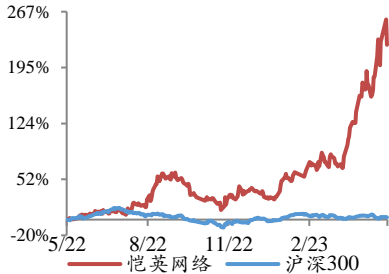
## 手握经典游戏 IP 并扩张品类，将持续受益于 AIGC 产业趋势

投资评级：买入(首次)

报告日期：2023-05-08

收盘价(元)	16.38
近12个月最高/最低(元)	18.15/5.09
总股本(百万股)	2,153
流通股本(百万股)	1,907
流通股比例(%)	88.58
总市值(亿元)	353
流通市值(亿元)	312

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

- 深度报告：23年游戏投资重点梳理：AI技术驱动“精品游戏”下沉，有望抬高行业天花板 2023-04-17
- 深度报告：AIGC研究框架与投资逻辑 2023-04-20

### 主要观点：

#### ● 存量业务稳定：“传奇”IP游戏提供稳定现金流

公司的“传奇”IP游戏收入约占公司50%以上的营收，用户群体稳定，采取MMORPG玩法，强调人物角色的养成和玩家间的PvP竞技，有较高的客单价和复购率，在产品持续迭代之下，该品类游戏收入稳步增长。传奇IP游戏主要由旗下盛和网络(公司直接控股51%，间接控股20%)贡献，盛和网络22年收入19.45亿元，净利润11.87亿元。“传奇”IP游戏起源于韩国，2000年前后畅销至今，是中国互联网游戏历史上的经典IP。在传奇品类游戏赛道中，世纪华通旗下盛趣、恺英网络旗下盛和与贪玩游戏形成了稳固的合作关系，分别负责IP授权、产品研发和游戏发行。

#### ● 新业务有序扩张：自研实力提升，二次元、卡牌等游戏品类扩张

公司的“非传奇”类游戏占比逐年提高，近几年也有较好的验证，成功的游戏包括实时对战游戏《敢达争锋对决》、卡牌类游戏(包括《魔神英雄传》、《高能手办团》和《零之战线》)。公司的产品储备较为雄厚，包括各种非传奇类的游戏，《石器时代：觉醒》(重要端游IP)，《龙神八部之西行纪》(国漫IP)，《仙剑奇侠传：新的开始》(端游IP)，《归隐山居图》，《山海浮梦录》，和《龙腾传奇》等均获得了版号，这些游戏获得版号的时间在2021年3月至2023年4月，均有希望在未来半年至一年半时间内上线并贡献收入。

#### ● 23Q1和22Q4净利润维持同比增长

22年实现营收37.3亿元(yoy 56.8%)，归母净利润10.25亿元(yoy 77.8%)。主要由于：1)《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》等经典老游戏流水稳固，2)22年上线新游戏《天使之战》和《永恒联盟》贡献边际增量。23Q1公司实现营业收入9.54亿元(yoy -7.2%，qoq +6.1%)，归母净利润2.9亿元(yoy +16.72%，qoq +160.7%)。收入有一定程度下滑是由于去年同期(22Q1)高基数，22Q1上线了重要游戏《蓝月传奇2》手游，上线后既冲入畅销榜前列，同时去年同期非传奇类新品《刀剑神域黑衣骑士》、《魔神英雄传》等产品不断贡献较好收入增量。而2023年Q1公司并未上线新游戏，相比去年同期收入有所下滑。但司22Q3至23Q1收入一直保持环比增长，这是由于公司2022年9月上线了新游戏《永恒联盟》，该游戏主打“奇迹类游戏”玩法，既有经过验证的PvP游戏玩法，又具备较好的画面品质，为公司近3个季度不断贡献收入。归母净利润同比和环比的提升是由于《天使之战》(22年4月上线)、《永恒联盟》(22年9月上线)等新游戏已经在去年完成了发行的广告投放，目前已经进入了利润收获期。

#### ● 游戏行业受益于AIGC科技趋势，公司有望享受技术红利

AIGC技术变革对于游戏行业的影响将超过智能手机。智能手机的渗透让游戏这种产品形态教育并获得用户，但碍于游戏内容量不够、大

部分产品趋于同质化，所以用户的体验并未被完全满足。而 AIGC 技术的出现有希望让“高质量精品游戏”以低成本的形式出现并快速扩散，拉大产品差异化维度，让用户的体验进一步满足。AIGC 技术将提振游戏的全产业链条，包括游戏设计，美术原画，美术模型制作，程序开发，QA 测试，市场营销，长期运营和用户社群维护等。在游戏品质上，AI 技术将加速游戏产品制作的“铺量环节”，并且一定程度提高美术和设计的创意，最终将促使更多的“高质量的精品游戏”以低成本的形式诞生；最终，AI 与游戏的结合将为更多、更广泛的玩家创造价值，让“更多的人”能玩“更多的好游戏”并且为之付费，进而打开游戏行业整体的天花板。

公司在 22 年年报中提及，公司密切跟踪新技术的发展，探索 AIGC 助力游戏制作。公司作为游戏行业中自研实力较强的头部企业之一，AIGC 技术进步将在图像生成、内容研发、多样性玩法等方面为公司的游戏研发带来价值。

### ● 投资建议

恺英网络作为游戏行业中的成熟公司，自研发行实力均强劲，老产品用户群稳固(“传奇”IP 游戏)，但近些年不断进取，新品类逐步扩张(有 6 款涉及二次元、卡牌、MMO 等品类的游戏已经获得版号，包括《石器时代:觉醒》、《龙神八部西行纪》等)，所以公司业绩增长确定性较强；同时，由于公司手握经典游戏 IP 资源，在 AIGC 产业趋势面前，“经典 IP 的导入”将是 AIGC 内容繁荣的先决条件，所以公司将在未来持续受益于科技产业趋势。我们预计公司 23/24/25 年，归属母公司净利润 13.64 亿元/16.57 亿元/19.05 亿元，EPS 0.63 元/0.77 元/0.89 元，对应 P/E 为 25.85 倍/21.28 倍/18.50 倍；由于公司老游戏产品地位稳固，新游戏品类不断扩张，有较强研发实力，同时公司手握游戏 IP 资源将持续受益于 AIGC 产业趋势，我们给予恺英网络 23 年 32 倍 P/E 估值，对应合理市值 436.5 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

颠覆性技术带来游戏行业竞争格局变化；短视频持续威胁；受全球宏观经济逆风因素影响

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3726	4823	5966	6916
收入同比 (%)	56.8%	29.5%	23.7%	15.9%
归属母公司净利润	1025	1364	1657	1905
净利润同比 (%)	77.8%	33.0%	21.5%	15.0%
毛利率 (%)	75.0%	76.4%	75.6%	75.5%
ROE (%)	22.9%	23.4%	22.1%	20.3%
每股收益 (元)	0.49	0.63	0.77	0.89
P/E	13.39	25.85	21.28	18.50
P/B	3.16	6.04	4.71	3.75
EV/EBITDA	8.10	17.08	13.00	10.63

资料来源：wind，华安证券研究所

# 正文目录

1 行业：游戏行业进入新产品周期,游戏大盘重回增长区间.....	5
1.1 游戏行业市场空间 .....	5
1.2 细分游戏领域收入 .....	8
1.3 全球游戏大盘季度收入复盘 .....	10
2 公司：历史问题已经解决，业绩不断增长，AI 赋能游戏制作 .....	11
2.1 基本情况：历史问题已解决，对内激励对外合作 .....	11
2.1.1 第一大股东已经变更，现董事长金锋不断增持 .....	11
2.1.2 员工股权激励不断推进，促进公司和员工绩效提升 .....	12
2.1.3 对外加强商业合作，拓展业务边界 .....	13
2.2 AIGC 技术大势下，公司将受益并有希望在游戏的工业化制作环节中接纳 .....	14
2.3 优势：研发、发行、和投资+IP 协同发展 .....	15
2.4 过去 4 个季度财务回顾 .....	19
3 产品：以传奇游戏为基石，不断扩充品类；布局 VR，把握元宇宙入口 .....	24
3.1 核心游戏流水及产品储备(PIPELINE) .....	24
3.2 传奇类游戏品质好，用户复购稳固 .....	25
3.3 游戏品类扩充：二次元,卡牌等 .....	27
3.4 VR 硬件布局 .....	28
4 盈利预测.....	31
4.1 关键假设 .....	31
4.2 相对估值 .....	32
风险提示： .....	33
财务报表与盈利预测 .....	34

## 图表目录

图表 1 全球玩家数量 (百万人)	5
图表 2 2022 年全球各地区游戏玩家	6
图表 3 全球各类型游戏收入(亿美元)	6
图表 4 2022 年全球各类型游戏收入结构图	7
图表 5 2021 和 2022 年全球各类型游戏收入前 10 品类	8
图表 6 2021 和 2022 年全球各类型游戏下载量前 10 品类	8
图表 7 全球主要市场各品类游戏占比	9
图表 8 全球移动游戏季度收入(仅包括 IOS 和 GOOGLE PLAY)(单位:亿美元)	10
图表 9 全球移动游戏季度收入(仅包括 IOS 和 GOOGLE PLAY)(单位:亿美元)	10
图表 10 恺英网络十大股东明细	11
图表 11 公司员工持股计划和股票期权激励的公司层面业绩考核要求	12
图表 12 视频, 图片和文字转 3D 模型或 3D 点云	14
图表 13 蓝月传奇游戏海报	15
图表 14 公司研发人员数量	16
图表 15 天使之战 (上线日期 2022 年 4 月 21 日)	16
图表 16 高能手办团(上线日期:2020 年 9 月 25 日)	17
图表 17 圣灵之境(上线日期: 2022 年 5 月 4 日)	17
图表 18 新倚天屠龙记 (上线日期: 2022 年 11 月 22 日)	18
图表 19 恺英网络营业收入	20
图表 20 恺英网络毛利润	20
图表 21 恺英网络营业利润	21
图表 22 恺英网络归母净利润	21
图表 23 恺英网络毛利率及行业对比	22
图表 24 恺英网络销售费用及行业对比	22
图表 25 恺英网络管理费用及行业对比	23
图表 26 恺英网络研发费用及行业对比	23
图表 27 原始传奇手游流水测算(IOS+安卓)	24
图表 28 天使之战手游流水测算(IOS+安卓)	24
图表 29 恺英网络游戏产品储备(游戏 PIPELINE)(截止至 23 年 5 月)	25
图表 30 蓝月传奇 2 手游界面	26
图表 31 零之战线手游界面	28
图表 32 大朋 VR P1 4K (4G/5G)	29
图表 33 大朋 VR 产品矩阵对比	30
图表 34 利润表摘要	31
图表 35 可比公司估值	32

# 1 行业：游戏行业进入新产品周期,游戏大盘重回增长区间

## 1.1 游戏行业市场空间

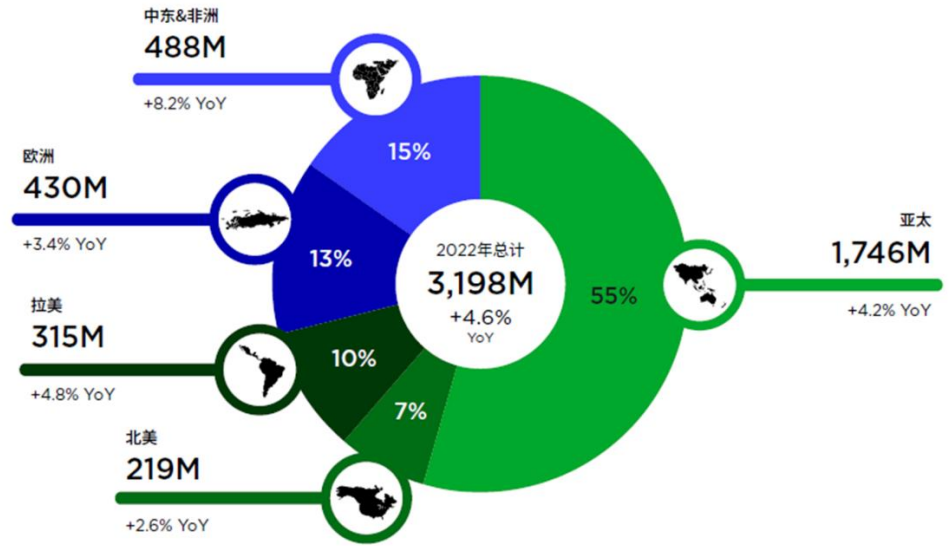
2022 年全球玩家有 31.98 亿人（也包括各种终端平台的游戏轻度玩家），约占全球 80 亿人口的 40%左右。其中，亚太地区游戏玩家是主要组成部分，约 17.46 亿人，占比 54.6%；其次为中东地区 4.88 亿人，占比 15.3%；欧洲 4.3 亿玩家，占比 13.4%。全球玩家主要集中在亚太地区，主要由于亚太地区人口数量密集，同时中、日、韩三国有较强的动漫和游戏文化基础。中东地区由于本土流行文化产品不多，进口游戏产品在中东地区可以较好的满足中东地区居民的文化需求。北美地区人口数量远远小于以上地区，但是玩家数量占地区人口比例很高，22 年北美地区有 2.19 亿玩家，北美地区人口 3.77 亿人，占到人口的 58%，高于全球平均值 40%。从玩家特征上来看，亚太地区玩家数量广，中东地区玩家付费能力强，欧洲和北美地区玩家对不同品类游戏接纳度较高。

图表 1 全球玩家数量（百万人）

	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
全球玩家数(百万人)	2,686	2,958	3,198	3,346	3,445	3,534
yoy	6.9%	10.1%	8.1%	4.6%	3.0%	2.6%
亚太	1,447	1,615	1,746	1,813	1,845	1,877
yoy	8.7%	11.6%	8.1%	3.8%	1.8%	1.7%
% of total	53.9%	54.6%	54.6%	54.2%	53.6%	53.1%
中东	377	434	488	528	561	592
yoy	4.9%	15.1%	12.4%	8.2%	6.1%	5.6%
% of total	14.0%	14.7%	15.3%	15.8%	16.3%	16.8%
欧洲	386	408	430	443	452	453
yoy	4.0%	5.7%	5.4%	3.1%	1.9%	0.4%
% of total	14.4%	13.8%	13.4%	13.2%	13.1%	12.8%
拉美	266	289	315	336	355	372
yoy	5.3%	8.6%	9.0%	6.7%	5.5%	5.0%
% of total	9.9%	9.8%	9.8%	10.0%	10.3%	10.5%
北美	210	212	219	226	233	239
yoy	6.3%	1.0%	3.3%	3.1%	3.0%	2.7%
% of total	7.8%	7.2%	6.8%	6.7%	6.8%	6.8%

资料来源：Newzoo，华安证券研究所整理

图表 2 2022 年全球各地区游戏玩家



资料来源: Newzoo, 华安证券研究所

图表 3 图表 4 2022 年全球各地区游戏玩家

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球游戏收入(亿美元)	1,778	1,928	1,968	2,041	2,133	2257
yoy	22.0%	8.4%	2.1%	3.7%	4.5%	5.8%
移动游戏	862	994	1,035	1,066	1,122	1,211
yoy	31.3%	15.3%	4.1%	3.0%	5.2%	8.0%
% of total	48.5%	51.6%	52.6%	52.2%	52.6%	53.7%
主机游戏	504	540	529	558	582	606
yoy	9.8%	7.1%	-2.0%	5.5%	4.3%	4.1%
% of total	28.4%	28.0%	26.9%	27.3%	27.3%	26.8%
PC	378	365	381	395	409	420
yoy	22.5%	-3.4%	4.3%	3.8%	3.4%	2.8%
% of total	21.3%	19.0%	19.4%	19.4%	19.2%	18.6%
网页游戏	33	29	23	21	20	19
yoy	-0.2%	-14.7%	-19.4%	-8.3%	-5.8%	-2.5%
% of total	1.9%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%

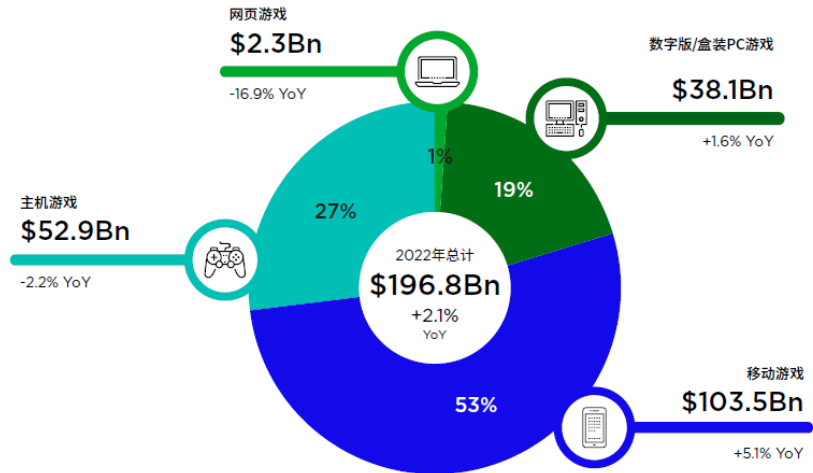
资料来源: Newzoo, 华安证券研究所整理

图表 5 2022 年全球各类型游戏收入结构图

2022 年全球游戏市场

各细分市场

单位：十亿（美元）



资料来源：Newzoo，华安证券研究所

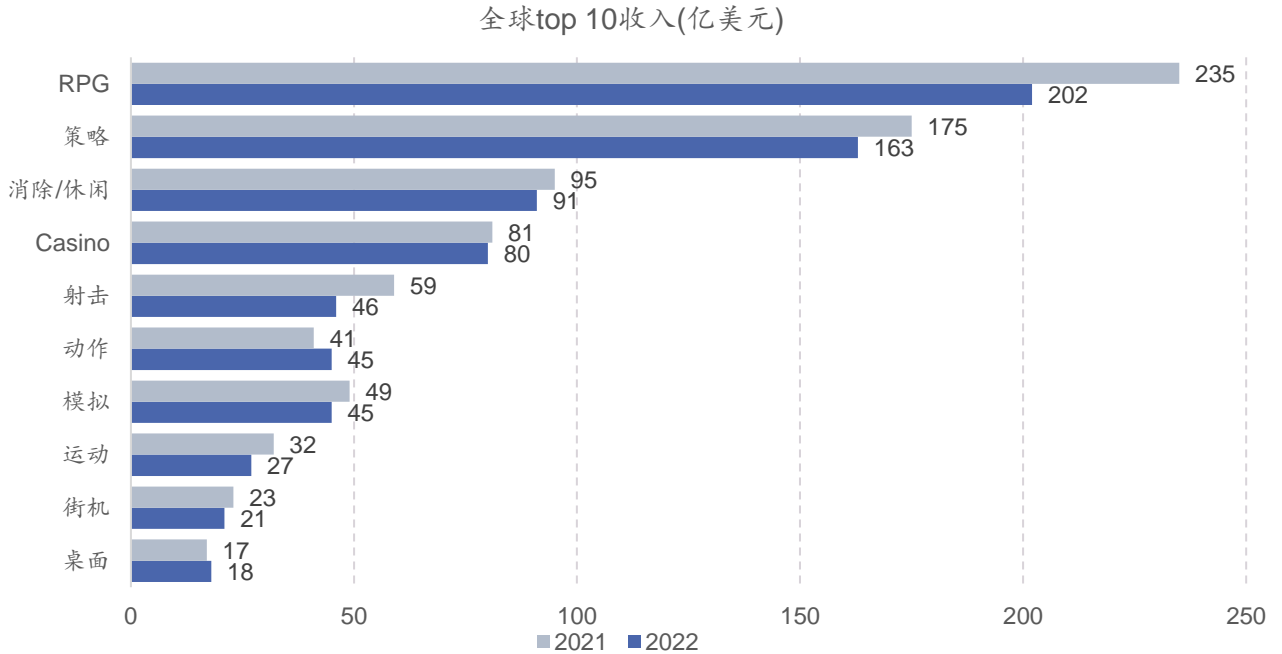
根据 Newzoo 口径，2022 年全球游戏收入 1968 亿美元 (yoy 2.1%)，移动游戏收入 1035 亿美元 (yoy 4.1%)。根据 Sensor Tower 口径，2022 年移动游戏收入同比为下降。差异原因在于 Sensor Tower 仅考虑 IOS 和 Google Play 渠道流水，Newzoo 为更宽的渠道口径，同时也可能会包括在非智能手机商城渠道出现的游戏（比如 Facebook 中的小游戏，其他聊天工具中的小游戏等）。但无论从哪种口径衡量，2022 年全球游戏大盘整体态势承压，出现明显的增长乏力。这是由于 1）全球 2021 年疫情造成的“宅家娱乐”经济的加持在 2022 年不断消退；2）全球通胀导致居民生活的可支配收入受到了限制(由于生活必需品，大宗商品和休闲用品的涨价)，进而压缩了居民在电子娱乐领域的支出；3）全球手游行业产品周期进入底部（厂商普遍新产品处于储备阶段，老产品流水下滑较多）。

根据 Newzoo 的预测，2025 年全球游戏玩家将达到 35.34 亿人，全球游戏收入将达到 2257 亿美元，分别对应 22-25 复合增长率为 3.4%和 4.7%。主要增长驱动因素在于产品的推陈出新（产品周期 2-3 年），玩家付费天花板随着人均收入增长和对游戏消费的认可度增强。

**我们判断 2023 年游戏将重新回到正增长轨道，基于以下 3 点原因：**1) 疫情宅家经济带来的高基数影响已经消退，2023 年整个行业轻装上阵。2) 目前游戏行业本身处于新老产品交替的临界点，23 年开始新一代的游戏产品逐步释放，有望召回流失用户和吸引新用户，产品实力强的公司将先行进入收获期。3) 在全球通胀逐步得到抑制之后，生活必需品的物价将趋于平稳，对于收入仍然处于增长阶段的地区，用户依然有实力扩大在娱乐文化消费领域的支出。

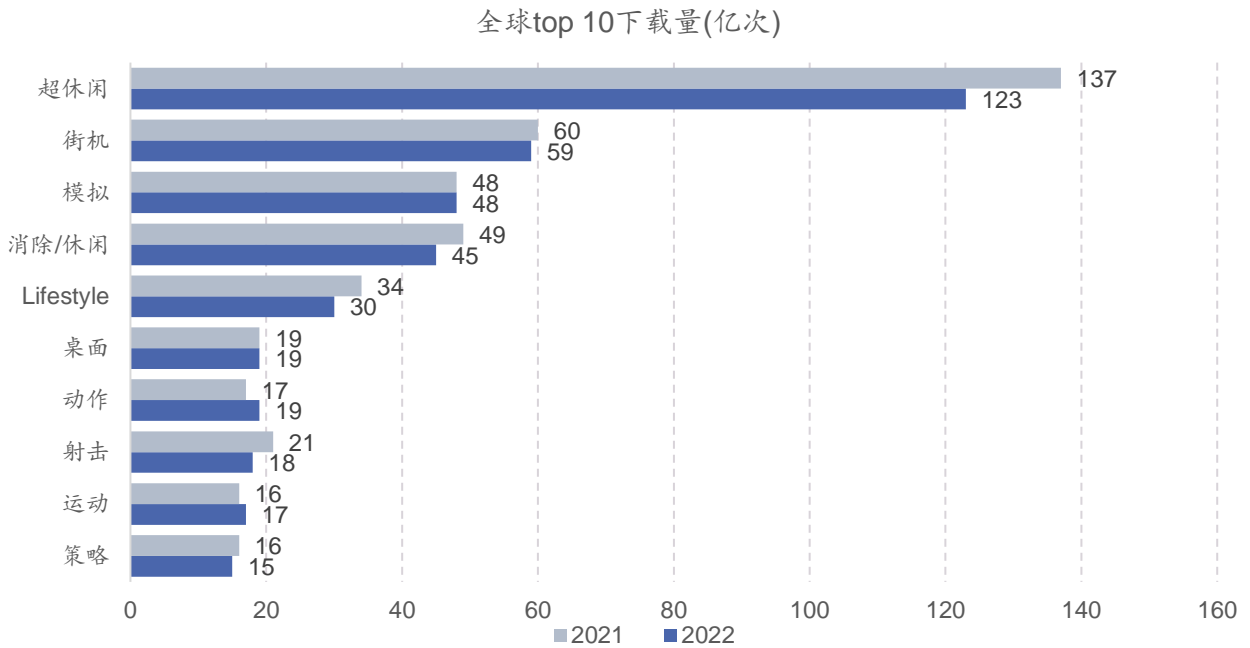
## 1.2 细分游戏领域收入

图表 6 2021 和 2022 年全球各类型游戏收入前 10 品类



资料来源: Sensor Tower, 华安证券研究所

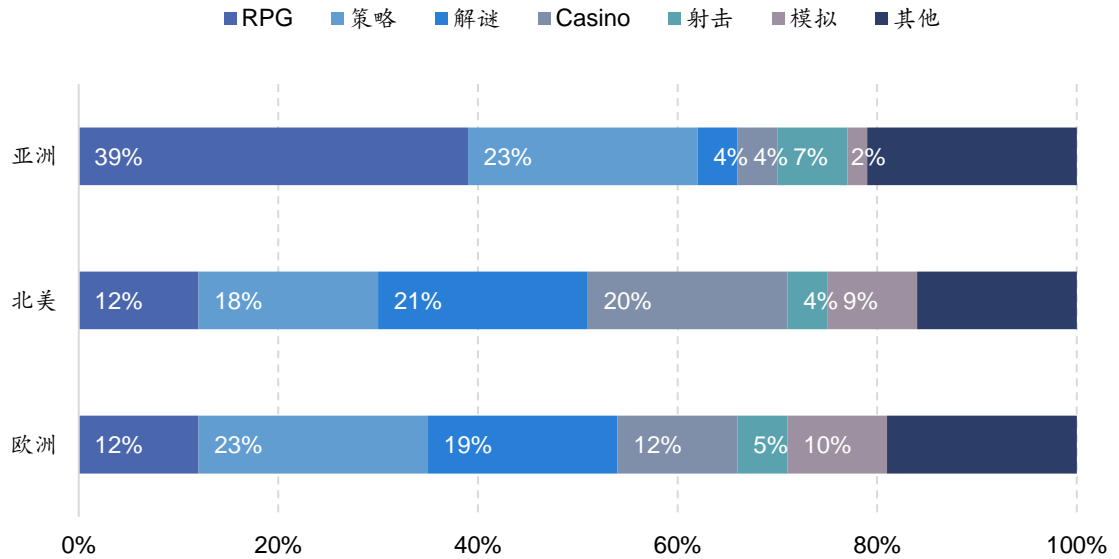
图表 7 2021 和 2022 年全球各类型游戏下载量前 10 品类



资料来源: Sensor Tower, 华安证券研究所



图表 8 全球主要市场各品类游戏占比



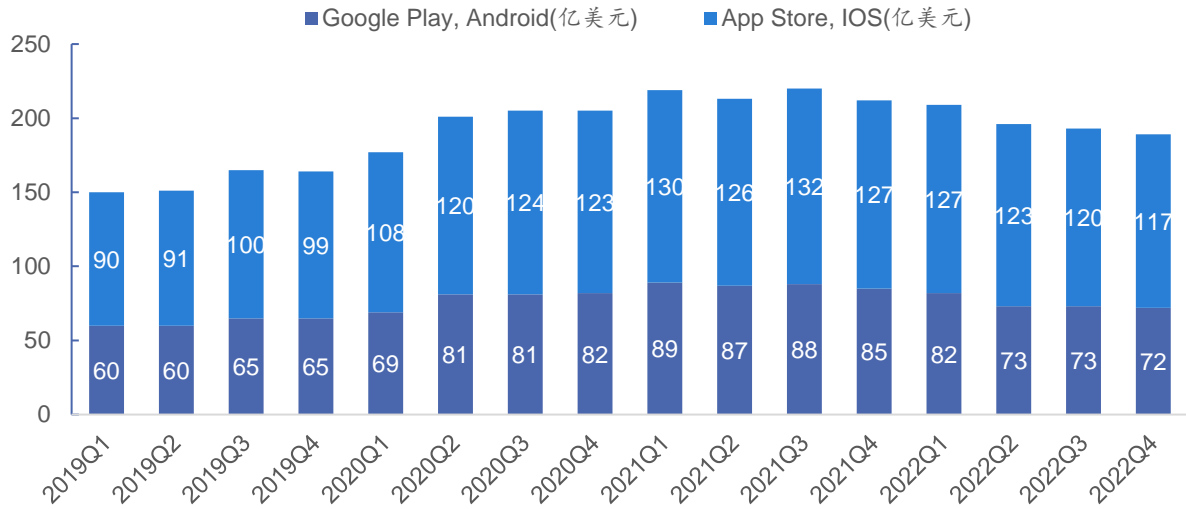
资料来源: Sensor Tower, 华安证券研究所

尽管游戏产品的品类边界已经逐渐模糊, 各类游戏融合了不同的玩法, 已经很难按照传统的游戏分类进行区分, 但是从游戏的大类来看, 全球收入前三的品类包括 RPG 游戏(角色扮演游戏, 比如梦幻西游, 原神, 和传奇类游戏等), 策略游戏(广义的策略游戏含 MOBA, SLG, 塔防, 和卡牌策略等, 包括王者荣耀, 部落冲突, 万国觉醒, 三国志战略版, 和明日方舟), 和消除/休闲游戏(包括广义的三消类游戏, 比如连连看, 俄罗斯方块, 和泡泡龙)。其中, RPG 游戏客单价较高, 用户在游戏中追求个人数值成长, 故事体验, 和玩家间的社交, 有较好的用户社群, 优质产品往往具备超长线的运营实力, 比如传奇系列 RPG 游戏, 梦幻西游, 问道, 和神武。策略游戏包括较多细分品类, 而每个品类间玩法完全不同: MOBA 游戏(比如王者荣耀)是依赖实时操作和策略, 玩家通过不断提升操作, 和海量的玩家们进行匹配竞技获得排位积分, 游戏的长线运营需要庞大的用户社群作为支撑; 部落冲突是采用塔防策略玩法, 依赖玩家的思考和战术配置并不依赖操作; 三国志战略版和万国觉醒等是采用 SLG 玩法, 变相依赖玩家通过充值获取资源和主将卡牌, 进而在游戏中完成“游戏公会”之间的战役获得荣耀; 三消类游戏是畅销了几十年的传统游戏品类, 但是目前的三消游戏已经融合进了更多的玩法、玩家互动和故事性, 比如梦幻家园, Puzzles and Survivals(末日喧嚣)等。

RPG 类别游戏仍然是所有品类中收入最高的, 2022 年全球收入 202 亿美元(仅含 Apple 和 Google 渠道), 若考虑更广泛的安卓渠道, RPG 类游戏全球收入量级在 300-400 亿美元之间。在亚洲地区, RPG 游戏广受欢迎, 在各品类游戏收入中占比达到 39%。

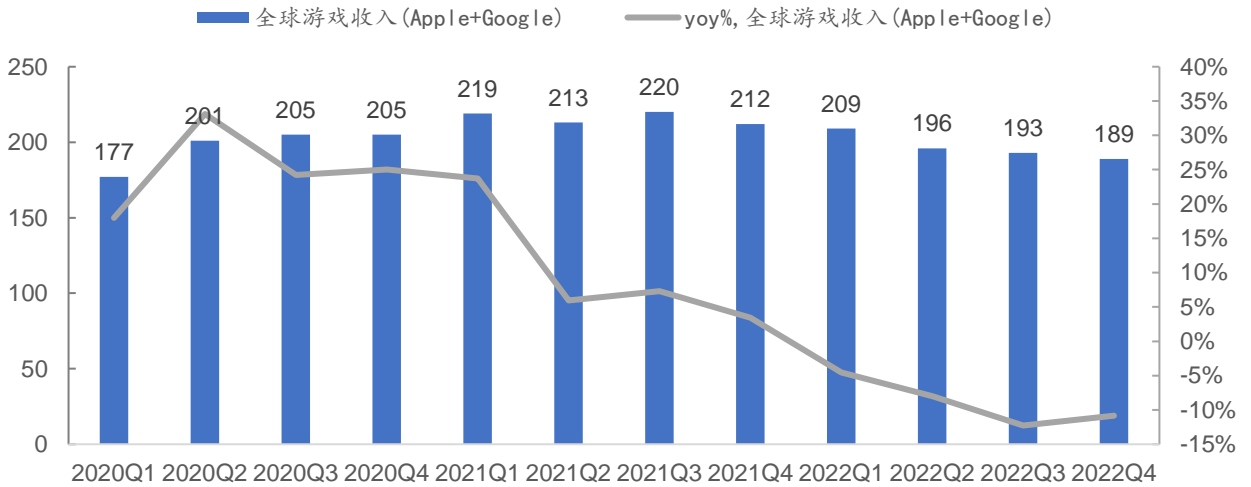
### 1.3 全球游戏大盘季度收入复盘

图表 9 全球移动游戏季度收入(仅包括 IOS 和 Google Play) (单位:亿美元)



资料来源: Sensor Tower, 华安证券研究所

图表 10 全球移动游戏季度收入(仅包括 IOS 和 Google Play) (单位:亿美元)



资料来源: Sensor Tower, 华安证券研究所

2022 年 Q4 全球手机游戏收入 189 亿美元, (Google Android + Apple Store) 同比下降 10.8%。2022 年全球手游收入为 787 亿美元, 同比下降 8.9%。2019 年/2020 年/2021 年/2022 年, 手游收入对应为 630 亿元/788 亿元/864 亿元/787 亿元, yoy 16.9%/25.1%/9.6%/-8.9%。2022 年为全球手游收入首次年度下降, 但是增长放缓迹象已经从 2021 年上半年已经开始显现。

全球游戏收入下降有以下几点因素导致: 1) 宏观逆风因素, 美国带来的通货膨胀导致全球物价上涨, 消费者在游戏中扩大支出意愿受到压制。2) 智能手机 21 年之前的高速增长基数较高, 智能手机渗透率达到一定峰值, 游戏用户增长也遇到瓶颈。3) 游戏行业受制于自身创新周期, 新产品仍然在研发进程中, 老产品有一定程度流失。

## 2 公司：历史问题已经解决，业绩不断增长，AI 赋能游戏制作

### 2.1 基本情况：历史问题已解决，对内激励对外合作

恺英网络是一家游戏公司，成立于2000年，并于2010年12月7日在深交所上市，具备游戏产品的研发、发行和运营能力。公司的核心战略包括“聚焦游戏主业”，在贴合市场需求的基础上，开发精品游戏，依托产品研发、发行和投资+IP三大业务作为公司发展底座。

#### 2.1.1 第一大股东已经变更，现董事长金锋不断增持

公司现任董事长为金锋先生，历任盛和网络科技有限公司产品经理、市场总监、总裁和 CEO，19年3月至今任恺英网络董事长。根据公司2023年一季报，金锋为公司董事长和第一大股东，持股占总股本比例13.78%。23Q1公司前大股东王悦持股目前占比为2.68%（22Q3为13.7%）。金锋先生历任重要职位的盛和网络是恺英网络所控股的公司，该公司是诸多传奇类游戏（为恺英网络贡献主要收入），比如《蓝月传奇》、《王者传奇》、和《原始传奇》，的研运商。恺英网络于2017年8月出资16.07亿元收购浙江盛和网络51%的股权。对于盛和网络，恺英网络目前直接控股51%，间接控股20%。

图表 11 恺英网络十大股东明细

2023 一季报										
排名	股东名称	方向	期末参考市值(亿元)	持股数量(股)	持有限售股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质	持有其他股票
1	金锋	不变	35.9322	296,715,484	222,536,612	0	13.7800	0.0000	限售流通A股 A股流通股	
2	香港中央结算有限公司	增加	25.1594	207,757,161	0	27,067,632	9.6500	1.2600	A股流通股	
3	绍兴市安峰企业管理合伙企业(有限合伙)	不变	13.6210	112,477,078	0	0	5.2300	0.0000	A股流通股	
4	金丹良	不变	11.5863	95,675,787	0	0	4.4400	0.0000	A股流通股	
5	王悦	不变	6.9847	57,676,925	2,500,017	0	2.6800	0.0000	限售流通A股 A股流通股	
6	林诗奕	减少	5.8237	48,090,058	0	-2,600,018	2.2300	-0.1200	A股流通股	
7	江西贪玩信息技术有限公司	减少	4.0237	33,226,010	0	-21,948,990	1.5400	-1.0200	A股流通股	
8	恺英网络股份有限公司-第三期员工持股计划	新进	3.8286	31,615,550	0	0	1.4700	0.0000	A股流通股	
9	杭州浩祥投资合伙企业(有限合伙)	减少	3.5892	29,638,200	0	-10,031,800	1.3800	-0.4600	A股流通股	
10	陈建	不变	3.1934	26,370,091	0	0	1.2300	0.0000	A股流通股	
合计			113.7422	939,242,344	225,036,629		43.6300			

2022 年报										
排名	股东名称	方向	期末参考市值(亿元)	持股数量(股)	持有限售股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质	持有其他股票
1	金锋	不变	19.4645	296,715,484	222,536,612	0	13.7800	0.0000	限售流通A股 A股流通股	
2	香港中央结算有限公司	不变	11.8532	180,689,529	0	-27,895,594	8.3900	-1.3000	A股流通股	
3	绍兴市安峰企业管理合伙企业(有限合伙)	新进	7.3785	112,477,078	0	0	5.2300	0.0000	A股流通股	
4	金丹良	不变	6.2763	95,675,787	0	0	4.4400	0.0000	A股流通股	
5	王悦	减少	3.7836	57,676,925	2,500,017	-251,795,441	2.6800	-11.7000	限售流通A股 A股流通股	
6	江西贪玩信息技术有限公司	不变	3.6195	55,175,000	0	0	2.5600	0.0000	A股流通股	
7	林诗奕	不变	3.3253	50,690,076	0	0	2.3500	0.0000	A股流通股	
8	杭州浩祥投资合伙企业(有限合伙)	不变	2.6024	39,670,000	0	0	1.8400	0.0000	A股流通股	
9	峨州峰和企业管理合伙企业(有限合伙)	减少	1.8919	28,839,677	0	-35,777,271	1.3400	-1.6600	A股流通股	
10	陈建	新进	1.7299	26,370,091	0	0	1.2300	0.0000	A股流通股	
合计			61.9251	943,979,647	225,036,629		43.8400			

资料来源：Wind，华安证券研究所

前实控人王悦大部分所质押股票已经完成司法拍卖，现任董事长金锋通过二级市场和司法拍卖不断增持。根据公司 2019 年和 2020 年披露的公告，公司前实际控制人王悦先生因操纵证券市场罪于 2019 年被移送司法机关，后被判处有期徒刑 5 年 6 个月并处罚金一千万。目前，前实控人王悦先生持股已经从 2021 年的 21.44% 降至 2022 年的 2.68%，现在为公司第 5 大股东。自 2019 年董事长变更为金锋先生之后，现任董事长金锋先生不断增持公司股份，已经于 2022 年成为第一大股东，持股 13.78%。

2020 年金锋增持 1.496 亿股，增持前金锋不持股，增持后共持股 1.496 亿股，占总股本 6.95%；2021 年通过二级市场增持 0.61 亿股，增持后持股 2.11 亿股占总股本 9.79%；2022 年通过司法拍卖增持 0.86 亿股（前第一大股东王悦质押股份被司法拍卖），增持后持股 2.97 亿股占总股本 13.78%，为第一大股东。

### 2.1.2 员工股权激励不断推进，促进公司和员工绩效提升

同时，公司积极推进员工持股计划和股权激励计划。公司分别于 2020 年 1 月 21 日和 5 月 21 日召开会议，通过员工持股计划，同意使用 1588 万股回购股票用于员工持股计划，占总股本的 0.74%，过户价格为 1 元/股；并于 2022 年 10 月 21 日和 12 月 14 日召开会议，确定第二期员工持股计划持股规模为 504 万股，占总股本 0.23%，过户价格为 3 元/股；并于 2022 年 11 月 24 日和 12 月 14 日，确定第三期员工持股计划持股规模为 3162 万股，占总股本 1.47%，过户价格为 3 元/股。一共 3 期员工持股计划共计划员工持股 5254 万股。持股计划股票解锁需要满足公司层面绩效考核条件和个人层面绩效考核条件。以第三期员工持股计划为例，公司层面考核标准包括，2 个解锁期，第一个解锁期，要求以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 100%，第二个解锁期，要求以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 160%。

公司分别于 2020 年 8 月 17 日和 2020 年 9 月 2 日召开会议，发布股票期权激励计划，首次向 49 人授予 1935 万份股票期权，行权价格为 5.05 元/股。于公司 2021 年 8 月向 5 人授予 446.58 万份预留股票期权。公司于 2022 年 10 月 21 日，2022 年 12 月 14 日，召开会议通过股票期权激励方案，向 21 人授予 1971 万份股票期权，行权价格为 4.86 元/份。公司 22 年总股本为 21.53 亿股。

图表 12 公司员工持股计划和股票期权激励的公司层面业绩考核要求

解锁期	公司层面业绩考核要求
第一个解锁期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 100%
第二个解锁期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 160%

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 80%
第二个行权期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 160%

资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 2.1.3 对外加强商业合作，拓展业务边界

自 2021 年起，公司已经与“传奇类”IP 游戏领域的 2 个重要公司盛趣游戏和江西贪玩开展了合作。首先，公司已经与盛趣游戏（世纪华通下属）开展了战略合作，成立了合资公司盛同恺，开展“传奇”游戏 IP 的合作及维权业务。对于“传奇”游戏 IP，恺英网络获得世纪华通旗下盛趣的正版授权。其次，公司已经与重要的“传奇类”IP 游戏发行公司江西贪玩开展战略合作，江西贪玩 2022 年也通过竞拍恺英前实控人王悦的股份的形式获得恺英网络 2.56% 的股权。

2021 年公司推出的 IP 小说《蓝月纪元》在网络进行连载，公司与掌阅科技展开合作。

2021 年，公司与哔哩哔哩合作，由其运营公司的自研二次元游戏产品《刀剑神域黑衣战士：王牌》上线。

2022 年，公司与腾讯开展合作，由腾讯独家代理的游戏产品《玄中记》上线。

2022 年，恺英子公司恺盛网络与幻世科技成立上海臣旒网络科技有限公司，新公司将发力 VR 游戏的研发。

## 2.2 AIGC 技术大势下，公司将受益并有希望在游戏的工业化制作环节中接纳

根据公司 22 年年报，公司目前具备深厚的研发技术储备，同时密切跟踪前沿技术的进步发展，将尝试使用 AIGC 工具。

目前，AI 技术对游戏的影响中，比较重要的部分在于 3D 美术模型生成(基于 NeRF, Diffusion 模型)。对于将 AI 技术应用于模型制作去提升效率，不同的厂商或者产品对其接纳程度将不同：

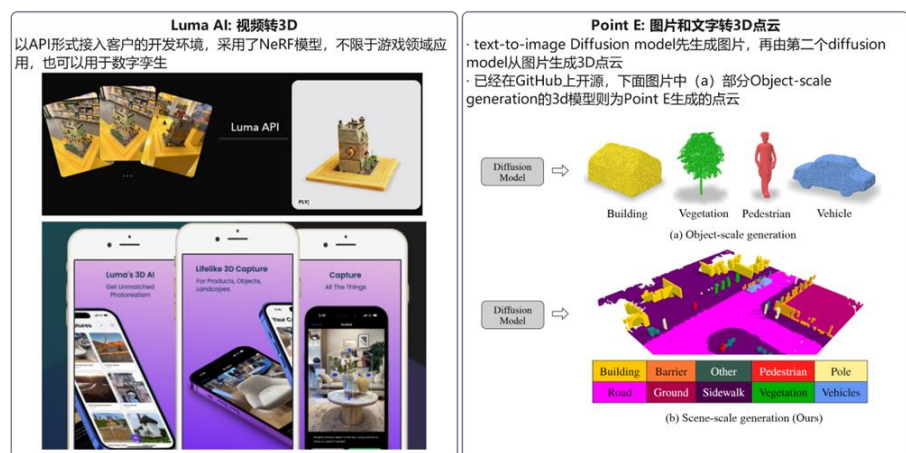
1、接纳程度高的厂商类型：不依赖美术风格追求普世审美的产品，追求快速铺量完成游戏内容制作，只要内容量和玩法充足就可以吸引到足够玩家的游戏(比如一些不追求强美术风格的 MMORPG 游戏,枪战类游戏等等)

2、接纳程度低的厂商类型：将产品差异化立足于审美创新和强风格的产品，它们还是会更依赖于资深的原画师与模型制作专家;对于游戏类别以 UI 图片拼接和简单前端交互界面为主的策略游戏或者小游戏厂商，他们本身就不依赖 3D 美术模型。

3、混合接纳的厂商类型：部分对美术要求不高的场景关卡、路人 NPC 角色和标准化的枪支与载具等可以采取 AI 制作。其他对审美有要求的部分，并不采取 AI 替代的方式。

**我们判断，恺英网络的产品设计由于玩法和造型的“普世性”较强（比如传奇类游戏），所以在开发环节中将较为受益于 AI 技术，并且属于我们定义下的“AI 技术混合接纳类型”的厂商。**公司的主要收入来自于传奇系列游戏，传奇系列游戏采用经典的 MMORPG 玩法，采用较为普世的西方奇幻世界观和审美造型，同时此类游戏由于系统、玩法、数值、人物造型等均较为成熟，开发过程模块化程度较高，所以易于应用 AI 赋能游戏工业化制作链条。但是，由于公司目前推出了更多品类的游戏，包括二次元题材的精品游戏等等，此类游戏不仅依赖 AI 技术对于生产效率的提高，也依赖游戏设计人员和制作人员的创意层面和审美层面的输入。所以，公司的产品研发体系会直接受益于 AI 技术浪潮，并且将有较高的接纳度，在采用 AI 技术的过程中，公司将很大程度对于较为模块化的游戏制作内容采用 AI 技术去提升效率，对于一些追求较高审美和创意的部分仍将采用传统的制作方法。

图表 13 视频，图片和文字转 3D 模型或 3D 点云



资料来源：Open AI, GitHub, 《Diffusion Probabilistic Models for Scene-Scale 3D Categorical Data》(Jumin Lee, Woobin Im, Sebin Lee, Sung-Eui Yoon, 2023), 华安证券研究所整理

### 2.3 优势：研发、发行、和投资+IP 协同发展

公司在研发业务方面具备较强实力，公司的自研游戏以《传奇》、《奇迹》品类游戏为主，同时近些年不断扩展自己自研游戏品类范围。公司的传奇、奇迹类游戏历史悠久，从端游时代、页游时代流行至今，目前公司自研的传奇、奇迹类游戏产品包括《蓝月传奇》、《原始传奇》、《热血合击》、和《永恒联盟》。其中，公司旗下盛和网络自研的产品《蓝月传奇》自从上线以来，用户数量和复购稳定，一直居于畅销榜单的前列。截止至2022年底，蓝月传奇累计流水超过40亿元。

公司2022年一共1149名研发人员，较2021年的948人有所提升。2022年研发投入5.1亿元，占营业收入13.72%。公司的主要研发力量在下属的浙江盛和网络，以研发传奇类游戏为主。但近些年公司上海恺英网络部分不断提高研发实力，开展了更多品类游戏的研发项目。

图表 14 蓝月传奇游戏海报



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 15 公司研发人员数量

	2022 年	2021 年	变动比例
研发人员数量 (人)	1,149	948	21.20%
研发人员数量占比	67.51%	68.60%	-1.09%
研发人员学历结构			
本科	624	491	27.09%
硕士	18	20	-10.00%
其他	507	437	16.02%
研发人员年龄构成			
30 岁以下	603	558	8.06%
30~40 岁	512	371	38.01%
40 岁以上	34	19	78.95%

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司也积极布局发行业务，旗下“XY”发行平台承载了公司游戏发行的任务，同时也开放给外部游戏登录平台进行发行，是国内知名精品游戏的重要发行渠道。该平台上线至今，发行游戏的品类包括 RPG，模拟经营，休闲游戏，竞技游戏，策略类游戏等，游戏产品终端涵盖手游、页游、和 H5 游戏，拥有良好的用户基础。

图表 16 天使之战 (上线日期 2022 年 4 月 21 日)



资料来源：七麦数据，华安证券研究所



图表 17 高能手办团(上线日期:2020 年 9 月 25 日)



资料来源:七麦数据,华安证券研究所

图表 18 圣灵之境(上线日期:2022 年 5 月 4 日)



资料来源:七麦数据,华安证券研究所

图表 19 新倚天屠龙记 (上线日期: 2022 年 11 月 22 日)



资料来源: 七麦数据, 华安证券研究所

公司注重“投资+IP”对于业务拓展的驱动, 在投资方面追求产业上的战略协同效应, 以支撑公司主业为目标, 通过投资打通游戏产业链上下游。公司的重要投资和 IP 引进包括:

- 1) 余烬科技, 该公司专注于研发精品独立游戏, 核心人员来自于 2K games 中国 (2K games 是研发 NBA 系列篮球游戏的美国厂商), 该公司在研的游戏包括第三人称潜入视角游戏《Evotinction (演灭)》, 该项目已经入选索尼中国之星第二期计划。
- 2) 银之匙, 该公司专注于开发卡牌与 IP 结合的手游, 并积极拓展游戏出海业务。
- 3) 公司积极引进了大量 IP 授权, 其中包括, “刀剑神域”、“魔神英雄传”、“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”等

## 2.4 过去 4 个季度财务回顾

### 2023Q1 回顾

23Q1 公司实现营业收入 9.55 亿元 (yoy -7.2%, qoq +6.1%), 归母净利润 2.9 亿元 (yoy +16.72%, qoq +160.7%)。收入有一定程度下滑是由于去年同期(22Q1), 上线了重要游戏《天使之战》手游, 上线后表现强劲, 同时非传奇类新品《刀剑神域黑衣骑士》、《魔神英雄传》等产品不断贡献较好收入增量。而 2023 年 Q1 公司并未上线新游戏, 相比去年同期收入有所下滑。公司 22Q3 至 23Q1 收入一直保持环比增长, 这是由于公司 2022 年 9 月上线了新游戏《永恒联盟》, 该游戏主打“奇迹类游戏”玩法, 既有经过验证的 PvP 游戏玩法, 又具备较好的画面品质, 为公司近 3 个季度不断贡献收入。归母净利润同比和环比的提升是由于《天使之战》(22 年 1 月上线)、《永恒联盟》(22 年 9 月上线)等新游戏已经在去年完成了发行的广告投放, 目前已经进入了利润收获期。

### 2022Q4 回顾

22Q4 公司实现营业收入 9 亿元(yoy +24.1%, qoq 10.4%), 实现归母净利润 1.1 亿元(yoy +48%, qoq -61.149%)。收入同比提升, 主要是由于 22 年上线的《天使之战》、《永恒联盟》等游戏贡献较多边际增量, 同时传奇类游戏流水稳固。净利润同比提升, 营业利润同比下降, 是由于公司 22Q4 有相对较多的《永恒联盟》的广告投放, 同时 22Q4 公司相比去年同期有一定税收优惠。

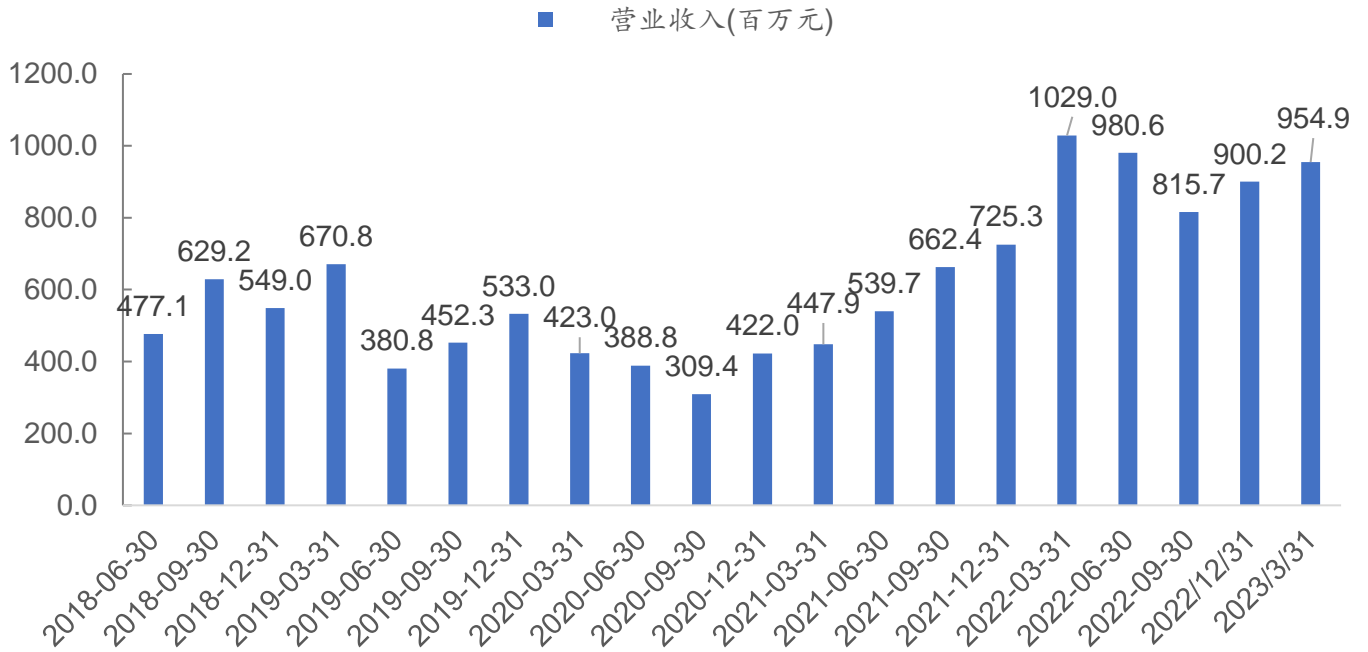
### 2022Q3 回顾

22Q3 公司实现营业收入 8.16 亿元(yoy +23.1%, qoq -16.8%), 实现归母净利润 2.87 亿元(yoy +27.7%, qoq -24.4%)。营业收入和归母净利润同比提升, 主要由于天使之战, 永恒联盟, 原始传奇, 热血合击, 和王者传奇等表现良好。营业收入环比下降, 主要因为 22Q1 和 Q2 新游戏《天使之战》上线贡献较高收入基数, 而《永恒联盟》在 22Q3 季度末上线同时存在一定收入递延。

### 2022Q2 回顾

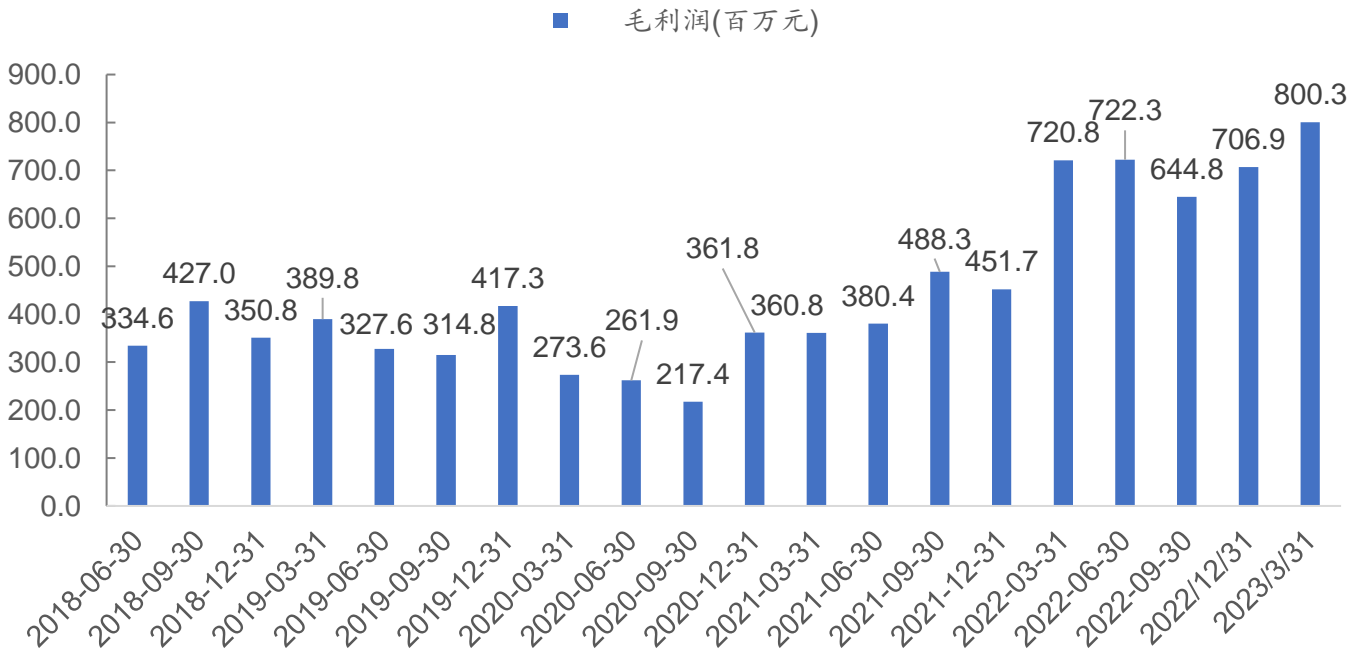
22Q2 公司实现营业收入 9.8 亿元(yoy+81.7%, qoq -4.7%), 归母净利润 3.8 亿元 (yoy +195%, qoq +52.65%)。营业收入和归母净利润的同比提升主要是因为 22Q2 初上线的《天使联盟》贡献较多边际收入增量。营业收入有一定程度环比下降的原因是因为 22Q1 业绩基数较高, 由于公司 21 年上线的《蓝月传奇》(21 年 2 月上线), 《热血合击》(21 年 6 月上线)、《刀剑神域黑衣骑士:王牌》(21 年 6 月上线)和《魔神英雄传》(21 年 6 月上线)这 4 款游戏仍然处于较好的产品周期, 持续为 22Q1 贡献收入。同时, 21Q3 发布的《零之战线》(21 年 8 月上线)和 22Q1 上线的《玄中记》(22 年 2 月上线)贡献了边际收入增量。

图表 20 恺英网络营业收入



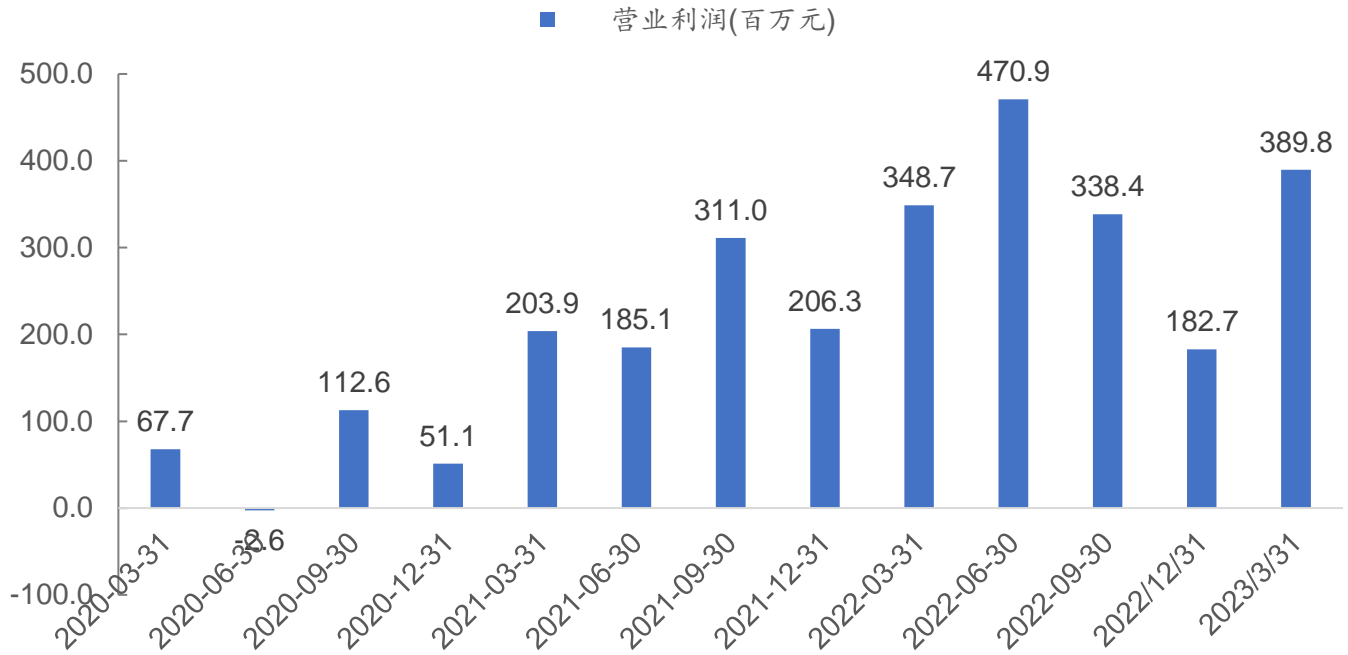
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 21 恺英网络毛利润



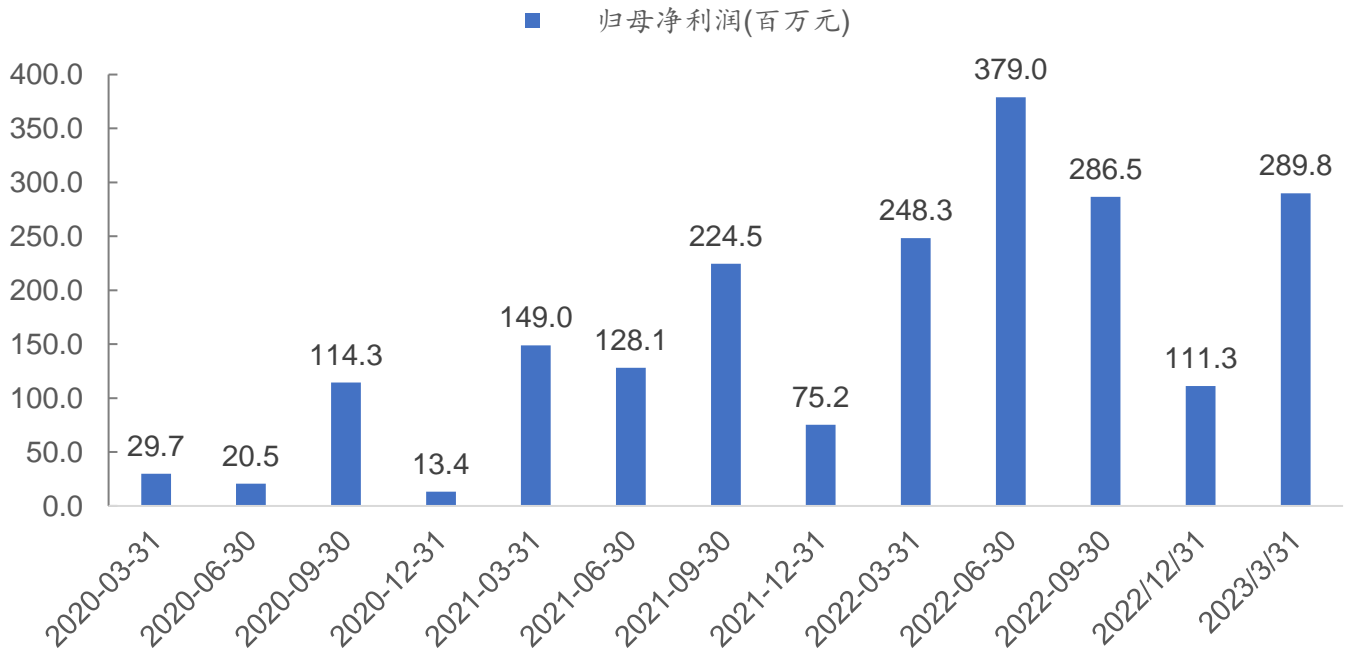
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 22 恺英网络营业利润



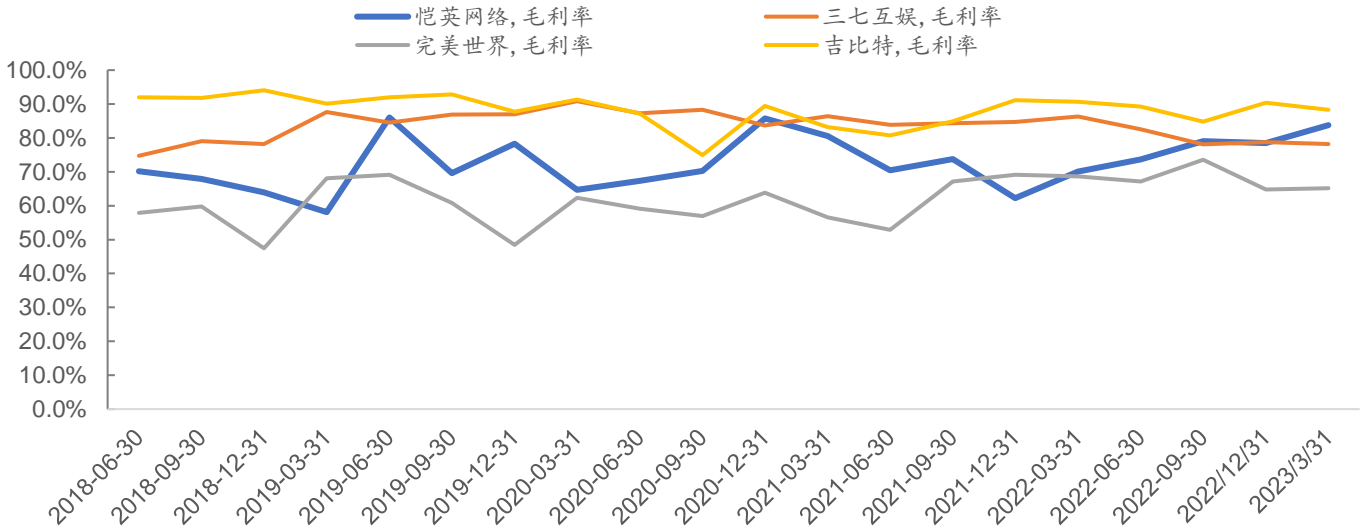
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 23 恺英网络归母净利润



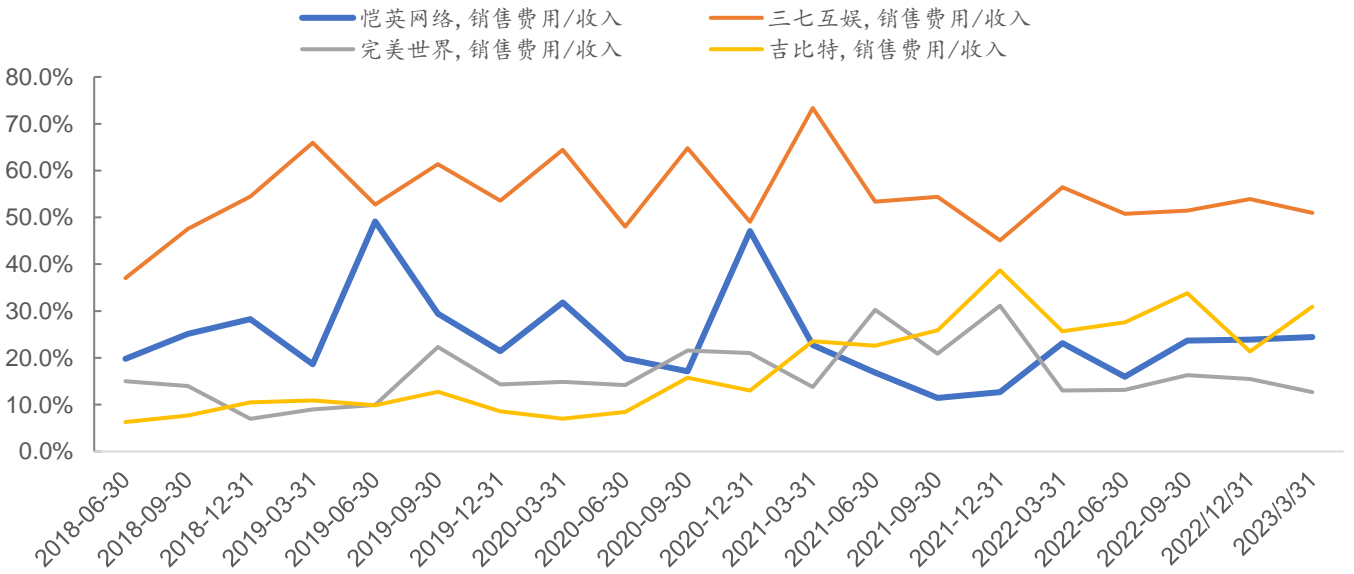
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 24 恺英网络毛利率及行业对比



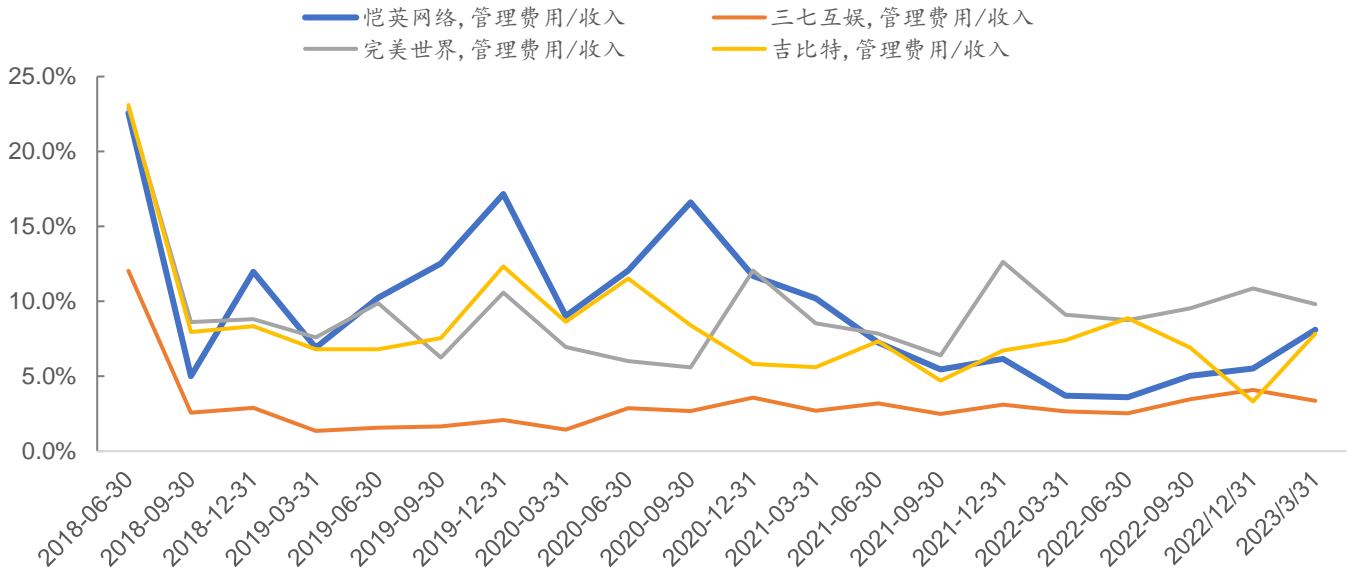
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 25 恺英网络销售费用及行业对比



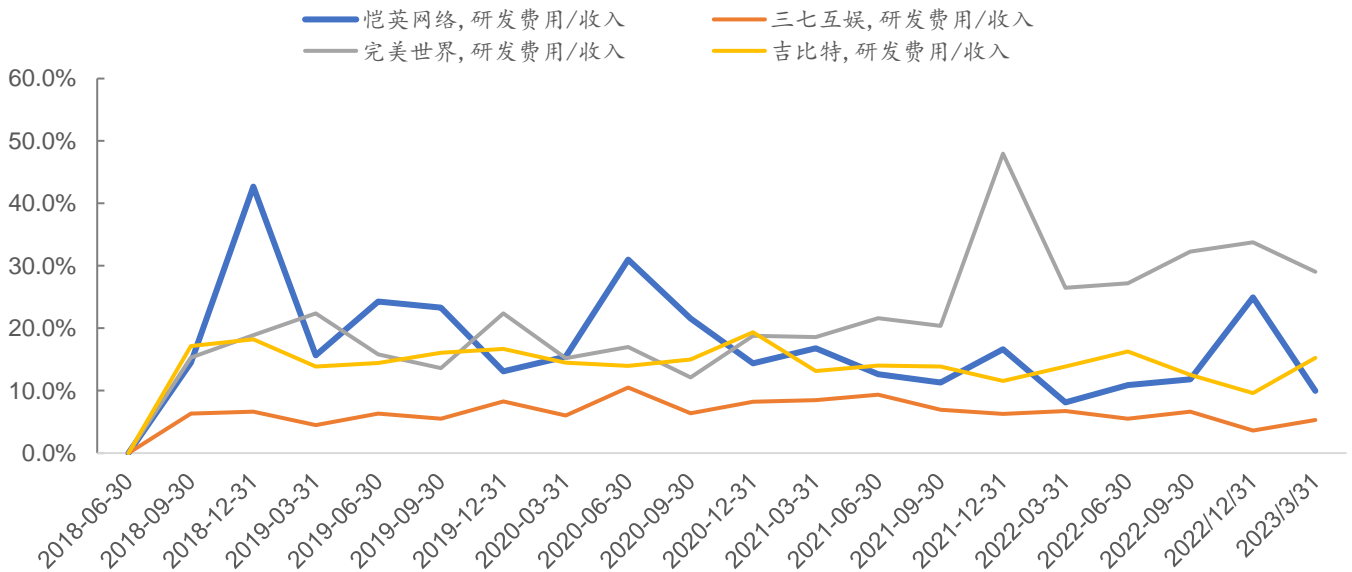
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 26 恺英网络管理费用及行业对比



资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 27 恺英网络研发费用及行业对比



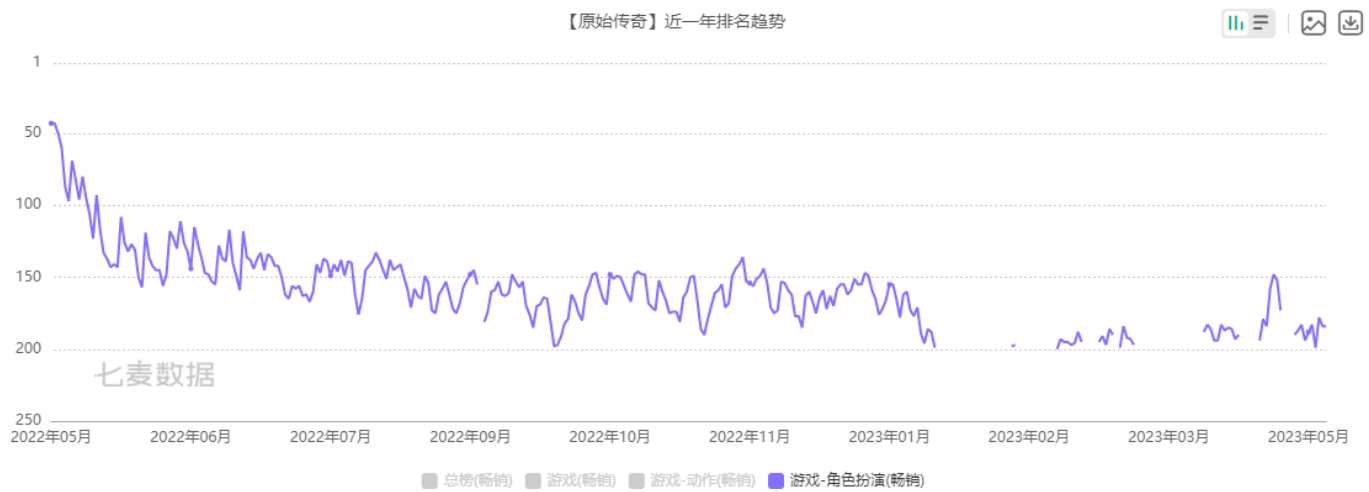
资料来源：公司季报，华安证券研究所

### 3 产品：以传奇游戏为基石，不断扩充品类；布局 VR，把握元宇宙入口

#### 3.1 核心游戏流水及产品储备(Pipeline)

以下传奇游戏仅包括手游部分的流水测算（测算为从第三方口径推断，公司未在年报中进行披露，仅供参考），不包含网页游戏。公司的传奇类游戏包括《蓝月传奇》、《原始传奇》、《热血合击》、《永恒联盟》、《天使之战》和《王者传奇》。公司2022年传奇类游戏收入约18亿元左右（基本接近公司旗下盛和网络营业收入），占公司收入60%左右。

图表 28 原始传奇手游 IOS 端排名情况



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

图表 29 天使之战手游 IOS 端排名情况



资料来源：七麦数据，华安证券研究所



公司储备游戏中，关注《龙神八部之西行纪》(改编自知名国漫 IP 西行纪，采用卡牌放置玩法)、和《石器时代：觉醒》(取材于 21 世纪初的 PC 网游石器时代，采取 MMO 玩法，画风轻快)。在产品储备中，《石器时代：觉醒》，《龙神八部之西行纪》，《仙剑奇侠传：新的开始》，《归隐山居图》，《山海浮梦录》，和《龙腾传奇》等均获得了版号，这些游戏获得版号的时间在 2021 年 3 月至 2023 年 4 月。

图表 30 恺英网络游戏产品储备(游戏 Pipeline)(截止至 23 年 5 月)

储备游戏名称	版号获得日期	题材
石器时代:觉醒	2023 年 4 月 18 日	MMO/经营
龙神八部之西行纪	2023 年 1 月 17 日	放置/卡牌
仙剑奇侠传:新的开始	2022 年 12 月 10 日	放置/卡牌
归隐山居图	2022 年 11 月 16 日	模拟经营
山海浮梦录	2021 年 3 月 4 日	卡牌
龙腾传奇	2022 年 4 月 8 日	传奇/MMO
妖怪正传 2		
代号:Overlord		
代号:盗墓		
代号:斗罗		
代号:转生史莱姆		
代号:WX		

资料来源：国家新闻出版署，公司公告，公司年报，华安证券研究所

## 3.2 传奇类游戏品质好，用户复购稳固

### 1) 玩法：

**什么是传奇类游戏？**以恺英网络的《蓝月传奇 2》为例，该款游戏是经典的传奇类玩法游戏。“传奇类”得名于 2000 年代初流行于中国大陆网吧的一款盛大代理的游戏《传奇》。最原来由韩国游戏公司 Actoz 开发，由盛大陈天桥引进中国进行代理运营。此类游戏均采用 MMORPG 玩法，游戏的艺术和故事情节模仿中古西欧的文化，玩家可以扮演道士、法师、和剑客等角色在游戏的世界里面打怪升级，并且和玩家之间进行决斗。后来由于国内网游市场不成熟，《传奇》面临代码泄露、题材盗版、和私人游戏服务器（私服）开设等问题，在十余年的时间里出现了各种版本的“类《传奇》”游戏。后来，在传奇 IP 品类的游戏赛道中，经过重新整合和版权问题的追溯，世纪华通、恺英网络和贪玩游戏形成了稳固的战略合作关系。恺英网络旗下盛和通过世纪华通旗下盛趣得到传奇 IP 正版授权，进行传奇品类的研发，恺英的重要合作伙伴贪玩进行传奇类游戏的发行。

图表 31 蓝月传奇 2 手游界面



资料来源：蓝月传奇 2 App, Bilibili, 华安证券研究所

核心玩法包括个人角色养成系统，玩家可以扮演战士、法师和道士三种不同的职业。通过完成任务副本进行打怪升级，获得经验和掉落装备。进而提高人物数值属性。在英雄等级达到 80 级之后，可以进行转生，装备光翼。游戏中每日有日常活动，包括金猪送礼、神威魔域、押镖、世界 Boss，帮会活动等等，这些活动以 PVE 玩法为主（即玩家组队和游戏服务器中的 NPC 进行战斗），最终奖励包括游戏内的金币、人物经验值、礼券和装备。游戏内的金币可以用于流通，玩家用游戏内的金

币购买不同游戏道具或者装饰品，游戏经验值可以用于玩家进行升级，装备可以用于玩家武装自己并且提高人物战斗力。

**而游戏的黏性来源于 2 点：**1) 个人的角色养成；2) 较强的“社交”绑定。个人的角色养成带给人较强的虚幻世界满足感；较强的“社交”绑定，让玩家之间建立联系，将“朋友情谊”和“团队荣耀”这种现实就会有的心理体验带入到游戏中，让玩家为了“这种社交体验”不断在游戏中花费时间和金钱。

## 2) 商业化：

**传奇类游戏本质为 MMORPG 游戏，商业化路径包括：人物数值成长付费和皮肤外观付费。**玩家进行人物数值成长付费是目的为了提高玩家所扮演角色的数值属性（即，战斗力，生命力等），数值成长付费的有很多种途径，比较有代表性的一种方式是在游戏商城获得各种魂石(类似其他同类 MMORPG 的宝石)，诸如，生命石、物防石、和魔防石等，然后将魂石镶嵌在玩家的装备上提升玩家的属性。外观皮肤付费比较容易理解，包括让玩家购买不同的时装皮肤、坐骑、和装饰品，进而提高玩家在游戏中角色的美观程度。

### 3.3 游戏品类扩充：二次元,卡牌等

公司在传奇类和奇迹类游戏之外，不断扩充游戏品类，包括实时对战游戏《敢达争锋对决》、卡牌类游戏(包括《魔神英雄传》、《高能手办团》和《零之战线》)、和 VR 游戏等。公司的游戏美术画风从传奇/奇迹类的欧美奇幻史诗画风，拓展到轻快活泼的卡通美术画风和二次元美术画风。

以公司近些年发力的放置卡牌类二次元游戏《零之战线》为为例，公司的研发和创新实力不断增强，并且拓展了更多的用户群。**该类游戏的差异化基于美术画风，剧情世界观设定，和战斗策略玩法的多样性，数值平衡性，和玩家通过充值获得成长的难易程度。**

#### 1) 玩法：

在零之战线的游戏中，玩家会通过抽卡的形式获得不同的人物角色，然后玩家可以将这些角色进行搭配，然后用这些角色搭配后的阵容进行战斗。人物角色为二次元女性卡通造型，较为精美。

玩家的体验分成以下几个部分：1) 卡牌养成；2) 战斗 (PvE 和 PvP)；3) 解锁更难的关卡，伴随剧情的解锁。在卡牌养成过程中，玩家需要不断抽卡，抽到重复的卡牌之后进行卡牌合成，提高卡牌角色的星级。同时，需要通过付费进行各种人物的数值升级，提高人物的各类属性。由于二次元卡牌角色造型和角色背景世界观较为吸引人，玩家通过不断在游戏中投入时间和金钱，会获得一种“养卡牌”的成就感。战斗的过程较为简单，玩家主要的输入在于战前进行出场战斗角色的搭配策略，给玩家提供通过应用不同策略去获得战斗成绩的体验。同时，在畅玩的过程中，玩家会不断解锁新的战斗关卡和剧情，给玩家一些故事体验。

图表 32 零之战线手游界面



资料来源：零之战线手游，Bilibili，华安证券研究所

## 2) 商业化:

《零之战线》作为典型的卡牌放置类游戏，主要的商业化途径在于玩家抽卡。玩家通过抽卡获得稀缺的角色，比如 SSR 级别的卡牌，一般的卡牌游戏会将抽卡概率公示，出现概率在千分之几至百分之几之间。同时，玩家需要用更多的重复卡牌进行合成去提升卡牌的属性。

其次，为了提升玩家整体战斗属性，玩家需要发展自己的“数值加持系统”，通过活动或者付费获得不同的“拟态（类似英雄联盟里面的符文或者 MMORPG 游戏里面的宝石）”，并对拟态进行升级，然后在战斗中配置“拟态”。

同时，玩家也可以通过付费为自己的卡牌角色购买不同的“皮肤外观”，获得更好的外观体验。而游戏厂商也可以通过美术设计上的创新迭代，去推出不同款的人物皮肤，最终拉动玩家的留存和复购。

## 3.4 VR 硬件布局

根据 IDC 发布的数据,2022 年全球 AR/VR 出货量 880 万台,同比下降 20.9%,短期的扰动主要由于厂商数量有限,宏观经济逆风因素挑战,及消费者采用率较低。2022 年中国 AR/VR 头显出货 120.6 万台,其中 AR 出货 10.3 万台,VR 出货 110.3 万台。在全球 AR/VR 市场中,Meta 公司的 Quest 2 占据主导,市占率 80%,其次为字节跳动的 Pico,市占率为 10%。

根据 Counterpoint Research 的数据,中国 2022Q4 的 AR/VR 头显出货量中 Pico 市占率 43%,DPVR(大朋 VR)市占率 36%,爱奇艺 9%,HTC 5%,NOLO 2%,其他 5%。

恺英网络从 2015 年开始投资大朋 VR 的母公司乐相科技，2015 年底公司参与了大朋 VR 的 B 轮融资，出资 4117.7 万元，获得大朋 5% 的股权，之后于 2016 年，2017 年，不断增资。目前，恺英网络是 A 股上市游戏公司中对 VR/AR 布局较早的公司之一，并且被投资企业大朋 VR 已经较为成功（国内市占率第二，第一为字节系的 Pico）。目前，奥飞娱乐和恺英网络均是大朋 VR 的重要股东。

大朋 VR 最先进的产品是 DPVR P1 4K (4G/5G)，是 VR 一体机，用于消费场景和企业培训场景。采用高通骁龙 845 处理器，4K 3840 X 2160 分辨率，即插即用 4G/5G 模块集成移动使用，RAM 4GB + ROM 64GB 内存，视场 100°，刷新率 90Hz，硬件模块可定制，具有可以用于集成商的 SDK 套件。

图表 33 大朋 VR P1 4K (4G/5G)



## P1 超 4K (4G/5G)

\$699.00 - \$899.00

存货单位 6970431910725-1

类别 VR 一体机系列, 教育, 培训

P1 Wireless VR Headset 是一款可在任何地方使用的一体式头戴式虚拟现实耳机。我们的软件非常适合在家中个人使用，或者我们可以帮助您将其调整为用于医疗、公司或企业应用程序，以允许一群人使用它。P1 ULTRA 4K 4G/5G 是我们功能最强大、可定制的设备，是商务或个人使用的终极选择。

- 骁龙 845 处理器
- 4K 3840 x 2160 分辨率
- 即插即用 4G/5G 模块集成移动使用
- RAM 4GB + ROM 64GB 内存
- 视场: 100°
- 刷新率: 90Hz
- 可定制的硬件模块
- 可用于集成商的 SDK 套件



资料来源：大朋 VR 官网，华安证券研究所

图表 34 大朋 VR 产品矩阵对比

MODEL	P1	P1 PRO	P1 PRO EDU	P1 PRO 4K	P1 ULTRA 4K	P1 ULTRA 4K (4G/5G)	E3C	E3 4K	E4
Wireless	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗
PC Tethered	✗	Streaming	Streaming	Streaming	Streaming	Streaming	✓	✓	✓
Resolution	2560x1440	2560x1440	2560x1440	3840x2160	3840x2160	3840x2160	2560x1440	3840x2160	3664x1920
CPU	VR9	XR1	XR1	XR1	Snapdragon 845	Snapdragon 845	PC	PC	PC
Battery and Hours	4000mAh - 5h	4000mAh - 5h	4000mAh - 5h	4000mAh - 5h	4000mAh - 5h	4000mAh - 5h	✗	✗	✗
Field of View (FOV)	100°	100°	100°	100°	100°	100°	110°	110°	116°
Refresh Rate	90Hz	90Hz	90Hz	90Hz	90Hz	90Hz	90Hz	90Hz	120Hz
TUV - Anti Blue Light	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Controller	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓
IPD Range	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	50mm - 80mm
Degree of Freedom	3 DoF	3 DoF	3 DoF	3 DoF	3 DoF	3 DoF	3 DoF	3 DoF	6 DoF
Surround Speaker	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗
3.5mm Audio Port	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Card Slot Memory	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Internal Memory	2+16GB	3+32GB	6+128GB	3+32GB	4G/6G+64G/128G	4G/6G+64G/128G	✗	✗	✗
WiFi	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Built-in Microphone	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Weight	340 gram	340 gram	350 gram	350 gram	410 gram	410 gram	295 gram	300 gram	280 gram
Screen Mirroring	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Cooling Fan	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✗	✗	✓
4G/5G	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✗
Group Training System	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Starlink	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Flip Up	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓
RGB Light	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓
See Through	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓

资料来源：大朋 VR 官网，华安证券研究所

## 4 盈利预测

### 4.1 关键假设

图表 35 利润表摘要

利润表摘要	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025E
<b>收入(百万元)</b>						
营业收入	1,543.2	2,375.3	3,725.5	4,823.2	5,966.4	6,916.4
移动游戏	1,362.4	2,177.3	3,157.4	4,099.7	5,101.3	5,948.1
信息服务	-	70.5	463.5	602.9	745.8	864.5
网页游戏	166.3	127.5	87.1	96.5	89.5	69.2
其他应用产品	14.4	0.0	17.5	24.1	29.8	34.6
<b>收入增速(yoy),%</b>						
营业收入		53.9%	56.8%	29.5%	23.7%	15.9%
移动游戏		59.8%	45.0%	29.8%	24.4%	16.6%
信息服务		N/A	557.9%	30.1%	23.7%	15.9%
网页游戏		-23.3%	-31.7%	10.8%	-7.2%	-22.7%
其他应用产品		-99.9%	N/A	37.9%	23.7%	15.9%
<b>毛利率(%)</b>						
公司总计	72.2%	70.8%	75.0%	76.4%	75.6%	75.5%
移动游戏	74.0%	70.8%	75.3%	76.7%	76.0%	75.9%
信息服务	N/A	79.7%	79.6%	80.3%	79.0%	78.5%
网页游戏	55.1%	65.8%	39.0%	40.9%	28.3%	4.1%
其他应用产品	98.7%	N/A	76.3%	74.2%	68.5%	63.4%
<b>归母净利润</b>						
	177.9	576.7	1025.2	1364.0	1656.9	1905.4
<b>yoy,%</b>	<b>109.4%</b>	<b>224.1%</b>	<b>77.8%</b>	<b>33.0%</b>	<b>21.5%</b>	<b>15.0%</b>

资料来源：公司年报，华安证券研究所

**移动游戏和信息服务方面：**公司移动游戏方面将直接受益于AI智能化浪潮及自身游戏产品周期，同时由于公司自研实力较强，所以有希望在未来1-3年内持续交付更好的业绩成果。具体来看，公司的游戏业务可以分为传奇类游戏和非传奇类游戏。公司传奇类游戏（诸如，《蓝月传奇》、《原始传奇》、《热血合击》、《永恒联盟》、《天使之战》和《王者传奇》。）由于用户群稳定，用户客单价高，用户心智成熟，并且公司是市场上2个主要的官方传奇IP授权商之一（另一个为世纪华通旗下的盛趣），所以我们判断传奇类游戏业务将维持较好的增长。非传奇类游戏方面的进步，公司近几年也有较好的验证，成功的游戏包括实时对战游戏《敢达争锋对决》、卡牌类游戏(包括《魔神英雄传》、《高能手办团》和《零之战线》)；近些年，公司非传奇类游戏的占比不断提高，未来几年公司的产品品类将持续扩充，包括但不限于传奇类MMORPG，还将包括卡牌，二次元，VR游戏等。在产品储备中，《石器时代:觉醒》,《龙神八部之西行纪》,《仙剑奇侠传:新的开始》,《归隐山居图》,《山海浮梦录》,和《龙腾传奇》等均获得了版号，这些游戏获得版号的时间在2021年3月至2023年4月，均有希望在未来半年至一年半时间内上线并贡献收入。信息服务业务和移动游戏业务高度相关。我们预计移动游戏，23E/24E/25E，收入40.9亿元/51.1亿

元/59.5 亿元；预计信息服务，23E/24E/25E，收入 6.0 亿元/7.5 亿元/8.6 亿元。

**网页游戏：**网页游戏市场已经较为成熟，由于网页游戏市场面临移动游戏的竞争，我们预计网页游戏将维持在现在的收入量级有一定程度下降。我们预计网页游戏，23E/24E/25E，收入 0.965 亿元/0.895 亿元/0.692 亿元。

**其他应用产品：**假设该业务较为平稳，并且和游戏业务产生协同，预计 23E/24E/25E，收入 0.24 亿元/0.298 亿元/0.346 亿元。

## 4.2 相对估值

游戏行业 23 年预测 P/E 中位数 29.9 X。游戏板块中权重公司，三七互娱，世纪华通，完美世界，吉比特，和巨人网络 23 年预测 P/E 范围在 22.2 X 至 27.1 X 之间。考虑到国内游戏行业受益于：1) AI 技术进步驱动科技创新周期上行；2) 消费复苏带动消费者收入预期提升，抬高用户付费能力和意愿；3) 游戏出海的大背景之下，国产厂商在全球市占率仍有较大提升空间，游戏行业权重股本身估值历史高位在 30-35 X 之间（按历史上的未来一年预测 P/E 衡量）。

我们判断，游戏行业本身估值有希望持续抬高到 30-35 X 之间，如果行业政策保持平稳，国产厂商出海实力得到验证，AI 技术不断赋能，行业将有希望维持健康增长，估值进而会维持在这个区间直到行业增速出现明显拐点。

我们预计公司 23/24/25 年，归属母公司净利润 13.64 亿元/16.57 亿元/19.05 亿元，EPS 0.63 元/0.77 元/0.89 元，对应 P/E 为 25.85 倍/21.28 倍/18.50 倍；而恺英网络作为游戏行业中的成熟公司，近些年不断进取，老产品用户群稳固，新品类逐步扩张，自研实力强劲，并且有游戏 IP 资源，所以我们给予恺英网络 23 年 32 X 估值，对应合理市值 436.5 亿元。

图表 36 可比公司估值（截止至 2023 年 5 月 5 日）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	总收入(亿元)			总收入同比(%)			净利润(亿元)			净利润同比(%)			市盈率PE		
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	TTM	23E	24E
	中位值	187.5	20.4	44.6	52.7	-1.5	18.6	14.9	2.2	6.8	7.9	-25.5	39.7	19.0	30.4	29.9	25.3
002555.SZ	三七互娱	772.9	163.7	193.1	218.9	1.2	17.7	13.4	29.5	33.6	38.6	2.7	13.8	14.8	26.0	23.0	20.0
300418.SZ	昆仑万维	765.0	47.3	53.3	59.4	-2.3	12.6	11.4	11.5	13.4	15.4	-25.5	16.5	14.6	77.2	57.0	49.7
002602.SZ	世纪华通	444.2	114.3	156.7	175.5	-17.6	36.6	12.0	-70.9	16.4	24.6	-404.8	123.1	50.2	-6.5	27.1	18.0
002624.SZ	完美世界	415.7	76.4	90.2	103.0	-10.0	17.6	14.2	13.8	16.1	19.2	273.1	16.7	19.6	53.4	25.9	21.6
603444.SH	吉比特	363.5	51.5	58.5	67.1	12.2	13.3	14.7	14.6	16.4	19.1	-0.5	12.3	16.5	25.6	22.2	19.0
002558.SZ	巨人网络	340.8	20.1	30.9	36.4	-4.0	51.6	18.0	8.5	12.2	14.4	-14.4	43.1	18.1	41.3	28.0	23.7
300459.SZ	汤姆猫	300.3	16.3	18.9	21.6	-16.0	16.0	14.2	4.4	5.9	6.8	-37.9	34.2	15.7	83.5	50.8	44.0
300002.SZ	神州泰岳	264.8	47.9	54.7	63.5	11.4	13.8	16.1	5.4	7.1	8.5	40.9	31.6	18.4	40.3	37.1	31.4
002174.SZ	游族网络	229.1	19.7	26.9	34.5	-38.2	35.8	28.3	-6.4	3.8	5.3	-478.2	160.1	38.4	-34.1	60.0	43.4
300315.SZ	掌趣科技	187.5	12.1			-17.6			1.0			107.7			130.6		
600633.SH	浙数文化	173.4	51.7	50.7	56.3	69.4	-2.3	11.1	4.9	6.7	7.5	-5.2	36.4	11.7	24.4	26.0	23.2
002605.SZ	姚记科技	138.5	39.0	48.9	56.8	2.9	24.8	16.2	3.5	6.8	8.4	-39.2	96.2	22.2	30.4	20.3	16.6
300113.SZ	顺网科技	124.6	11.2	15.9	18.3	-1.5	41.6	15.1	-4.1	1.5	1.9	-763.5	136.5	25.0	-31.5	84.2	67.4
603258.SH	电魂网络	115.5	7.8	9.9	11.6	-20.6	24.9	17.6	2.0	3.6	4.3	-40.7	80.4	18.1	65.3	31.9	27.0
300031.SZ	宝通科技	109.4	32.5	40.4	49.1	17.8	23.9	21.5	-4.0	4.3	5.7	-198.3	208.1	33.6	-28.7	25.6	19.1
300494.SZ	盛天网络	108.6	16.6	19.0	23.0	36.0	14.5	21.3	2.2	2.9	3.7	77.7	31.1	25.8	44.7	37.3	29.7
300533.SZ	冰川网络	107.5	20.4			304.3			1.3			304.3			104.5		
002354.SZ	天娱数科	104.2	17.4	20.9	23.3	-1.3	19.6	11.7	-2.8	0.6	1.0	-762.1	120.0	68.1	-37.0	184.8	110.0
002425.SZ	凯撒文化	64.8	6.2			-33.5			-6.6			-904.5			-9.3		

资料来源：Wind 一致预期，公司年报，华安证券研究所



## 风险提示:

- 1) 在颠覆性技术(诸如生成式 AI, 大模型, VR/AR/MR 技术等) 扩散之后, 历史财务状况不好导致无法担负新技术初期投入的厂商, 或者, 技术储备不足、经验不足导致无法将新技术与产品有机结合的厂商, 都将面临被淘汰的风险。
- 2) 短视频仍然是游戏产品最大的威胁, 短视频的发展和繁荣会一定程度上减少用户在游戏中花费的时间。
- 3) 全球宏观经济下行, 物价维持高位, 居民为了维持生活必要开销, 不断压缩电子娱乐领域的开销。

**财务报表与盈利预测**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3948	6012	8142	11132
现金	2551	3128	5523	7309
应收账款	858	1741	1475	2253
其他应收款	39	324	125	396
预付账款	229	536	685	799
存货	10	15	17	20
其他流动资产	260	269	316	355
<b>非流动资产</b>	1829	1877	1938	1992
长期投资	398	415	447	471
固定资产	21	23	25	26
无形资产	28	36	46	55
其他非流动资产	1382	1403	1421	1440
<b>资产总计</b>	5776	7889	10080	13124
<b>流动负债</b>	1201	1545	1577	2133
短期借款	0	0	0	0
应付账款	312	790	621	1023
其他流动负债	889	755	956	1110
<b>非流动负债</b>	33	33	33	33
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	33	33	33	33
<b>负债合计</b>	1234	1578	1610	2166
少数股东权益	70	475	977	1560
股本	1515	1515	1515	1515
资本公积	746	746	746	746
留存收益	2211	3575	5231	7137
归属母公司股东权	4472	5836	7493	9398
<b>负债和股东权益</b>	5776	7889	10080	13124

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1483	685	2530	1920
净利润	1361	1768	2159	2488
折旧摊销	76	22	26	24
财务费用	2	0	0	0
投资损失	12	38	46	53
营运资金变动	32	-1143	297	-648
其他经营现金流	1329	2913	1864	3137
<b>投资活动现金流</b>	447	-108	-135	-134
资本支出	-131	-53	-57	-56
长期投资	-56	-17	-31	-24
其他投资现金流	635	-38	-46	-53
<b>筹资活动现金流</b>	-580	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-568	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	1370	577	2395	1786

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3726	4823	5966	6916
营业成本	931	1137	1456	1696
营业税金及附加	18	27	34	40
销售费用	803	1017	1233	1430
管理费用	164	308	374	433
研发费用	511	504	643	752
资产减值损失	-36	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	-12	-38	-46	-53
<b>营业利润</b>	1341	1824	2219	2555
营业外收入	530	14	18	21
营业外支出	487	15	20	23
<b>利润总额</b>	1384	1822	2217	2554
所得税	23	54	58	66
<b>净利润</b>	1361	1768	2159	2488
少数股东损益	336	404	502	583
<b>归母净利润</b>	1025	1364	1657	1905
EBITDA	1433	1883	2290	2633
EPS (元)	0.49	0.63	0.77	0.89

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	56.8%	29.5%	23.7%	15.9%
营业利润	47.9%	36.0%	21.7%	15.2%
归母净利润	77.8%	33.0%	21.5%	15.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	75.0%	76.4%	75.6%	75.5%
净利率 (%)	27.5%	28.3%	27.8%	27.5%
ROE (%)	22.9%	23.4%	22.1%	20.3%
ROIC (%)	29.1%	28.4%	25.9%	23.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	21.4%	20.0%	16.0%	16.5%
净负债比率 (%)	27.2%	25.0%	19.0%	19.8%
流动比率	3.29	3.89	5.16	5.22
速动比率	3.03	3.49	4.67	4.80
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.71	0.66	0.60
应收账款周转率	4.60	3.71	3.71	3.71
应付账款周转率	3.22	2.06	2.06	2.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.49	0.63	0.77	0.89
每股经营现金流	0.69	0.32	1.18	0.89
每股净资产	2.08	2.71	3.48	4.37
<b>估值比率</b>				
P/E	13.39	26.04	21.44	18.64
P/B	3.16	6.09	4.74	3.78
EV/EBITDA	8.10	17.22	13.11	10.73

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。