



# 恺英网络 (002517.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 传奇奇迹筑基，拓展品类开启新征程

### 公司简介

- 公司聚焦游戏赛道，22年移动游戏收入占比84.75%。公司以传奇奇迹游戏做大规模，是传奇游戏龙头，目前在拓展新品类，同时对外投资产业上下游、储备IP，赋能游戏业务。子公司浙江盛和贡献主要业绩，22年净利润11.9亿元，少数股东损益3.45亿，23年5月公司发布公告称，拟收购其自然人股东所持有的29%股权，8月14日，发布公告称浙江盛和已完成相关工商登记，预计前述少数股东损益计入归母净利，提高盈利水平。

### 投资逻辑

- 历史遗留问题基本解决，集中精力发展主业。** 1) 19-20年，传奇IP版权纠纷、原实控人被调查所带来的影响逐步消化：现任董事长上任，管理层理清；与世纪华通合作获得传奇正版授权；研发条线管线化，搭建七大工作室+其他项目组的架构，发行条线从独立发行改为模块化、统一管理，经营走上正轨，21-22年发布《热血合击》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《天使之战》等新游，归母净利从20年的1.8亿增至22年的10.3亿。2) 2020年至今发布3期员工持股计划，提振积极性，第3期第2个解锁期业绩考核以21年扣非净利为基数，23年增速不低于160%。
- 持续推出传奇奇迹新品，稳基本盘。** 传奇奇迹IP运营20余年，保持较高价值，核心用户付费能力强；公司是赛道龙头，积累了丰富的研运经验。1) 传奇：推出《蓝月传奇》（累计流水超40亿）《原始传奇》等产品，与江西贪玩合作外延强化发行能力；2) 奇迹：代理《全民奇迹》（累计流水超80亿）等，22年推出《天使之战》《永恒联盟》，促业绩增长。目前储备了《龙腾传奇》等若干传奇奇迹游戏作为稳收益来源。
- 积极拓展新品类，打开增长空间。** 公司近年来积极拓展新品类，储备了二次元、仙侠、武侠等其他品类的游戏，23年公司已上线《龙神八部之西行纪》《全民江湖》，《石器时代：觉醒》《山海浮梦录》《仙剑奇侠传：新的开始》将逐步上线。在传奇奇迹研运经验、成功推出《敢达争锋对决》《高能手办团》等新品类的经验加持下，拓展成功的可能性提高。

### 盈利预测、估值和评级

- 考虑公司传奇奇迹筑基，积极拓展新品，储备丰富，预计23-25归母净利14.4/18.6/21.8亿，对应PE为22.7/17.6/15.0X，给予1.2X PEG，目标价22.1元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 新游上线或表现不及预期风险；行业监管政策风险。

### 传媒与互联网组

分析师：陆意 (执业 S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.24 元

目标价 (人民币)：22.10 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,375	3,726	4,707	5,629	6,575
营业收入增长率	53.92%	56.84%	26.35%	19.59%	16.80%
归母净利润(百万元)	577	1,025	1,442	1,861	2,185
归母净利润增长率	224.14%	77.76%	40.66%	29.05%	17.42%
摊薄每股收益(元)	0.268	0.476	0.670	0.865	1.015
每股经营性现金流净额	0.23	0.69	0.49	1.13	1.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.93%	22.92%	26.32%	28.22%	27.64%
P/E	21.72	13.77	22.75	17.63	15.01
P/B	3.68	3.16	5.99	4.97	4.15

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、传奇游戏龙头：历史问题基本解决，开启新征程.....	4
1.1 专注游戏赛道，传奇奇迹筑基，拓展新品类.....	4
1.2 管理团队经验丰富，研发发行条线梳理清晰.....	5
1.3 传奇 IP 版权纠纷逐步落地，与世纪华通合作获取授权.....	8
1.4 近两年业绩改善明显，股权激励彰显信心.....	8
二、持续推出传奇奇迹产品，稳固基本盘.....	10
2.1、传奇奇迹 IP 长生命周期，核心玩家付费能力较强.....	10
2.2、传奇奇迹研运经验丰富，保障基本盘稳固.....	13
三、拓展游戏品类打开增长空间，布局投资+IP 赋能游戏主业.....	16
3.1、游戏：积极拓展新品类，传奇奇迹筑基.....	16
3.2、投资+IP：对外投资+自有 IP 打造，为游戏业务赋能.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	19
4.1、盈利预测.....	19
4.2、投资建议.....	21
五、风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司研发、发行、投资+IP 业务布局.....	5
图表 3：公司股权架构变动.....	6
图表 4：公司员工持股计划概况.....	6
图表 5：公司管理层变动.....	7
图表 6：公司各项业务营业收入（百万元）.....	9
图表 7：公司归母净利润、扣非归母（百万元）及其同比增速.....	9
图表 8：公司推出的主要游戏.....	9
图表 9：公司归母净利率、扣非归母净利率变化.....	10
图表 10：公司销售、管理及研发费率变动.....	10
图表 11：2022 年股票期权激励的公司层面业绩考核要求.....	10
图表 12：传奇 IP 国内官服流水及手游占比.....	11
图表 13：游戏用户性别分布.....	11
图表 14：用户关注的传奇类游戏特性分布情况.....	11
图表 15：游戏用户年龄分布.....	11
图表 16：买量创意中的传奇游戏卖点分布.....	12



图表 17:	2022 年手游投放产品总数各主要题材占比分布.....	12
图表 18:	《一刀传世》开服示例.....	12
图表 19:	传奇游戏 VS 游戏行业 ARPU (元/月) 对比.....	12
图表 20:	《奇迹 MU: 觉醒》VS 游戏行业 ARPU (元/月) 变化.....	13
图表 21:	《全民奇迹》流水及注册人数变化.....	13
图表 22:	公司子公司浙江盛和研发的传奇游戏梳理.....	13
图表 23:	《蓝月传奇》累计流水.....	14
图表 24:	《全民奇迹》累计流水.....	14
图表 25:	《原始传奇》与其他传奇游戏排名对比 (2019 年 1 月 1 日-2023 年 8 月 7 日) .....	14
图表 26:	《天使之战》与其他奇迹游戏排名对比 (2019 年 1 月 1 日-2023 年 8 月 7 日) .....	15
图表 27:	贪玩游戏在运营游戏产品数目.....	16
图表 28:	贪玩游戏运营的游戏产品收入及其同比增速.....	16
图表 29:	公司传奇项目储备.....	16
图表 30:	《敢达争锋对决》《高能少年团》iOS 畅销榜排名变化.....	17
图表 31:	《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》iOS 畅销榜排名变化.....	17
图表 32:	公司非传奇奇迹游戏梳理.....	18
图表 33:	公司对外投资及 IP 储备梳理.....	19
图表 34:	营业收入拆分预测.....	20
图表 35:	销售费率、管理费率及研发费率预测.....	20
图表 36:	可比公司估值.....	21

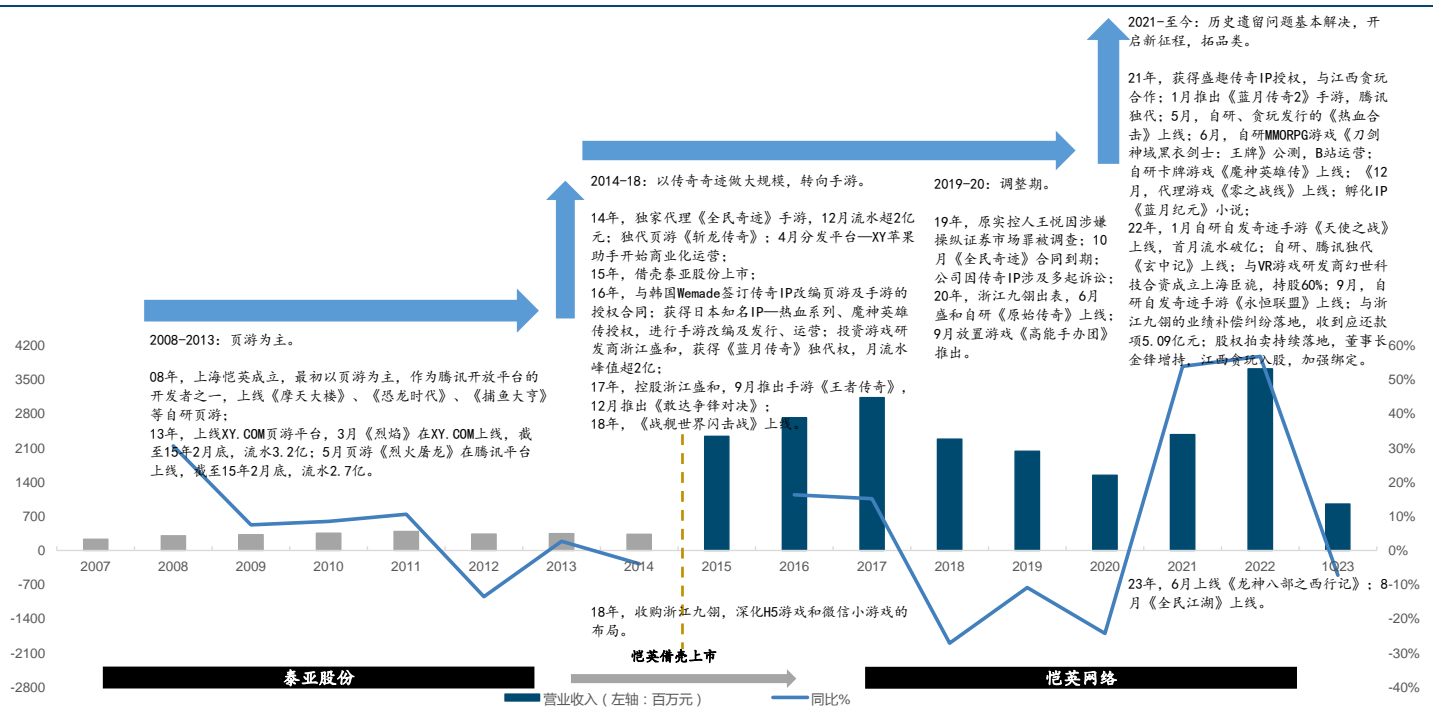


## 一、传奇游戏龙头：历史问题基本解决，开启新征程

### 1.1 专注游戏赛道，传奇奇迹筑基，拓展新品类

- 专注游戏赛道，页游起家，通过传奇奇迹做大规模，目前已转向手游为主；经 19-20 年调整期后，专注主业，已形成研发、发行、投资+IP 三大业务板块的布局，并探索游戏品类的拓展。
  - 1) 2008-13：页游为主。08 年上海恺英成立，最初以页游为主，作为腾讯开放平台开发者之一，13 年上线了 XY.COM 页游平台，3 月在该平台上线的《烈焰》截至 15 年 2 月底的流水约 3.2 亿，该阶段页游贡献主要业绩。
  - 2) 2014-18：通过传奇奇迹做大规模，并开始转向手游。14 年 8 月开始独代手游《全民奇迹》，该游戏 12 月上线国内安卓和 App Store，首月流水超 2 亿，截至 19 年底累计流水超 83 亿；15 年借壳泰亚股份上市；16 年，与韩国娱美德签订传奇 IP 改变页游及手游的授权合同，及日本 IP “热血系列”、“魔神英雄传”授权，同时投资浙江盛和，获得页游《蓝月传奇》独代权，该游戏 16 年上线，月流水峰值超 2 亿，截至 21 年 12 月累计流水超 40 亿，是超长线运营的传奇页游，传奇和奇迹游戏推动公司营收在 2017 年达到 31.3 亿元的第一个高点。与此同时，公司开始拓展游戏品类，17 年底推出机甲格斗游戏《敢达争锋对决》，18 年推出载具射击游戏《战舰世界闪击战》。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，恺英官网，国金证券研究所整理

- 3) 2019-20：面临原实控人失联、IP 版权纠纷等问题，处于调整期。19 年原实控人因涉嫌操纵证券市场罪被调查，现任董事长金锋接任董事长，管理层出现较大变动；10 月《全民奇迹》授权合同到期，同时公司开始陷入传奇 IP 纠纷，和娱美德、亚拓士均有较大规模的诉讼在受理中，公司主业发展受限，收入规模收缩；20 年推出传奇游戏《原始传奇》和二次元放置游戏《高能手办团》，9 月浙江九翎出表，经营逐步走上正轨，收入规模收缩，但归母净利润同比微增 1.34%。
- 4) 2021-至今：历史问题基本解决，困境反转，专注游戏主业发展，并开始拓展品类。21 年，公司与盛趣、贪玩合作，从盛趣处获得传奇 IP 授权、与贪玩合作发行游戏，加之传奇 IP 诉讼持续落地，传奇 IP 纠纷的影响逐步消退；19 年开始任职的管理层也逐步梳理好内部治理，经营走上正轨后，新游陆续推出，21 年推出《蓝月传奇 2》《热血合击》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《魔神英雄传》《零之战线》等游戏，22 年推出奇迹游戏《天使之战》《永恒联盟》、腾讯独代《玄中记》业绩明显转好；23 年推出放置类卡牌游戏《龙神八部之西行记》，《归隐山居图》《山海浮梦录》等在储备中。





- 业务布局：以游戏为核心，构建研发、发行、投资+IP 三业务。
  - 研发：主要由上海恺英、浙江盛和负责，目前已搭建起七大工作室+其他项目组的架构，自研体系管线化，提高效率，目前已成功研发《蓝月传奇》（浙江盛和研发）、《原始传奇》、《天使之战》、《敢达争锋对决》等游戏；
  - 发行：21 年调整业务架构，原来各发行条线独立，调整后将发行业务模块化，项目制小前台，统一管理发行渠道，公司成功发行了《全民奇迹》《王者传奇》《高能手办团》等游戏，并与江西贪玩、腾讯、B 站等建立良好合作关系，其中江西贪玩持有公司 1.54% 的股权；
  - 投资+IP：①投资标的主要集中于游戏上下游产业链，包括余烬科技、心光流美等游戏研发工作室、乐相科技等上游硬件厂商，主要为了战略协同、反哺主业，补充公司产品线；②引入优质 IP 的同时也自主孵化：目前引入了“刀剑神域”“机动战士敢达系列”“OVERLORD”“热血江湖”“仙剑奇侠传”“斗罗大陆”等 IP；自主孵化“蓝月”“百工灵”“岁时令”IP，21 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，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。

图表2：公司研发、发行、投资+IP 业务布局

研发			发行			投资+IP		
七大工作室+其他项目组		产品	发行平台	XY 游戏		投资布局	相应产品	IP 布局
上海恺英 + 浙江盛和	敢达工作室	页游 	发行平台 页游			持股 7.73% 心光流美 XIN GUANG LIU MEI ENTERTAINMENT		
	王者工作室	页游 				持股 15% SILVER KEY	《Rogue Planet》	
	蓝月工作室	页游 	发行产品 手游			持股 30% 星跃互动	王源星团	
	飞鸟工作室	页游 				持股 16.33% SJOY STUDIO	ENLESS GALAXY	
	灯神工作室	页游 				持股 15% SPINEMAYE GAMES	EVOLUTION	
	弧光工作室	页游 				持股 6.8% DPVR		
	Dominator工作室	页游 						
	其他	页游 						

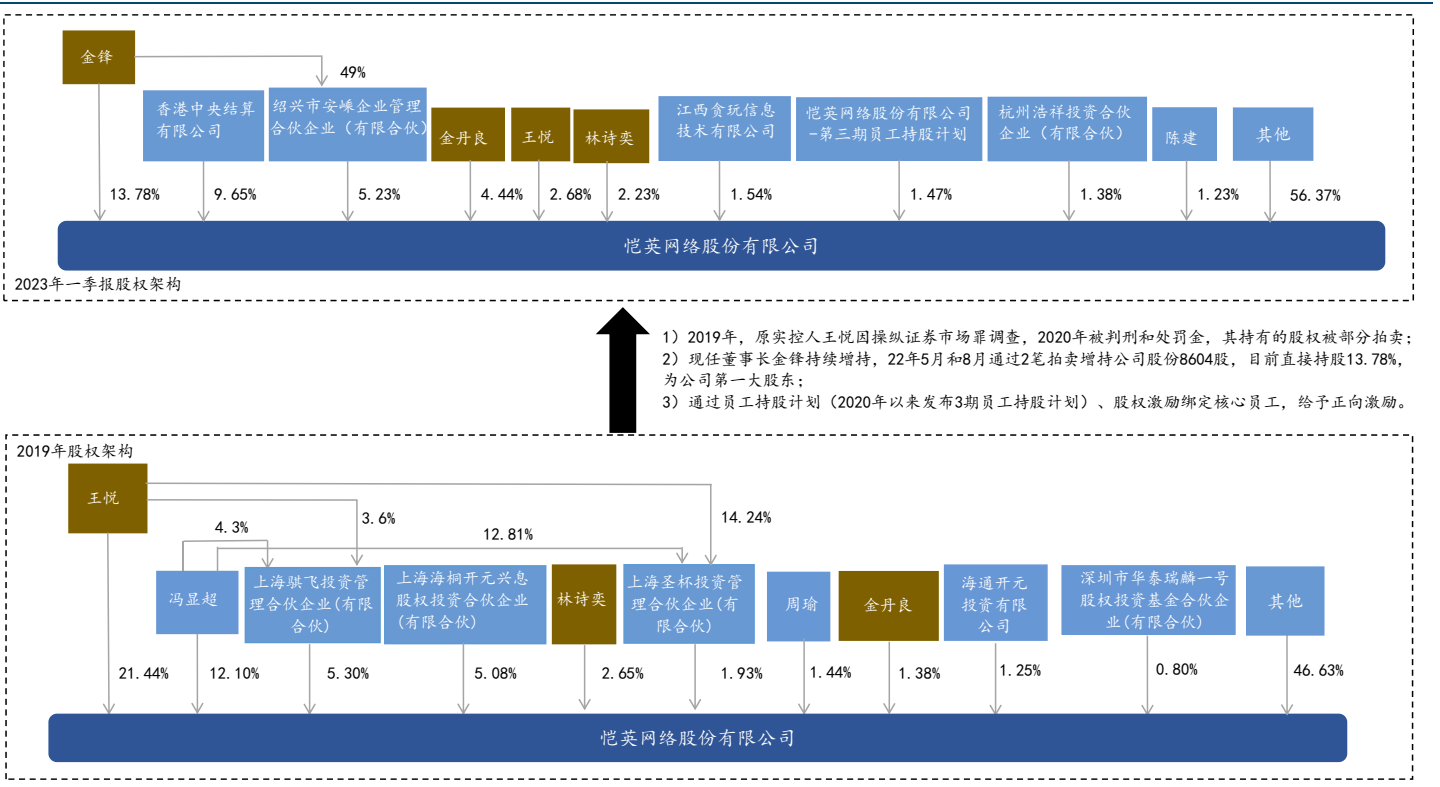
来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

### 1.2 管理团队经验丰富，研发发行条线梳理清晰

- 前任实控人兼董事长离任后，公司人事经过较大调整，现在形成金锋董事长为首的新领导班底，目前股权架构及内部管理团队基本理顺，管理团队经验较丰富。
  - 1)前任董事长因操控证券市场罪离任后，现董事长金锋持续增持。22 年 4 月起，公司原控股股东王悦所持有股份开始进入司法拍卖流程，截至 1Q23，王悦持股比例下降至 2.68%。现任董事长金锋通过集中竞价、大宗交易等方式增持公司股份，截止 1Q23 持股比例 13.78%，为公司第一大股东。
  - 2)从股权架构看，战略合作伙伴江西贪玩于 2022 年新进成为公司前十大股东，截止 23Q1 持股比例为 1.54%，有利于进一步加强双方协同合作；2020 年以来，公司发布三期员工持股计划，绑定核心员工，以扣非净利润为业绩考核标准，给予正向激励提高员工积极性，20-22 年的扣非净利润增速考核目标均已达成。



图表3: 公司股权架构变动



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 公司员工持股计划概况

期数	发布时间	持有人	持有份额上限 (万份)	购买回购股票的价格	业绩考核
一期	20年1月发布(草案)	沈军(董事、副董事长、副总经理) 申亮(董事、副总经理、代理总经理) 骞军法(董事、副总经理、董秘) 秦伟(监事会主席) 唐悦、赵凡、梁智青、程龙(副总经理) 范波(财务总监) 肖璇(监事) 陈晶晶(职工代表监事)	根据回购完成时的实际回购数量确定	1元/股	第一个解锁期: 以19年扣非净利润为基数, 20年扣非净利润增长率不低于10%; 第二个解锁期: 以19年扣非净利润为基数, 21年扣非净利润增长率不低于20%。
二期	22年10月发布(草案)	黄振锋(财务总监) 黄宇(监事会主席) 公司及控股子公司核心员工(33人)	1512.536	3元/股	第一个解锁期: 以21年扣非净利润为基数, 22年扣非净利润增长率不低于80%; 第二个解锁期: 以21年扣非净利润为基数, 23年扣非净利润增长率不低于160%。
三期	22年11月发布(草案)	金锋(董事长) 陈永聪(董事、总经理) 沈军(副董事长、副总经理) 骞军法(董事、副总经理、董秘) 赵凡(董事、副总经理) 唐悦、林彬、马杰、申亮、梁智青、程龙(副总经理) 黄振锋(财务总监) 黄宇(监事会主席)	9484.665	3元/股	第一个解锁期: 以21年扣非净利润为基数, 22年扣非净利润增长率不低于100%; 第二个解锁期: 以21年扣非净利润为基数, 23年扣非净利润增长率不低于160%。



期数	发布时间	持有人	持有份额上 限 (万份)	购买回购股 票的价格	业绩考核
		陈晶晶 (职工监事) 郑兴焱 (监事) 公司及控股子公司核心员工 (47人)			

来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 员工职位为草案发布当时的职位, 若发生商誉减值, 计算净利润时剔除商誉减值影响

- 3) 管理层: 19年原实控人兼董事长王悦离任后, 经过较大的变动, 此后金锋董事长持续任董事长, 管理层趋稳, 23年7月经历最新一次换届, 目前任职高管行业经验、管理经验均较丰富。

图表5: 公司管理层变动

职务	姓名	任职日期	离职日期	个人简历
董事长	金锋	2019-03-20	--	11年7月-18年1月历任浙江盛和网络科技有限公司产品经理、市场总监; 18年1月至今任浙江盛和网络科技有限公司总裁及CEO; 18年7月至今任恺英网络董事, 18年7月-18年9月任恺英网络副董事长, 18年9月-19年3月任恺英网络联席董事长, 19年3月至今任恺英网络董事长。
	王悦	2016-01-10	2019-03-19	12年1月-14年9月担任上海恺英网络科技有限公司执行董事; 14年9月-19年3月担任上海恺英网络科技有限公司董事长, 经理。
总经理	沈军	2023-07-26	--	06年6月-08年4月历任浙江六和律师事务所律师、行政法部副主任和国际法部委员; 08年5月-18年9月历任浙江省社会科学院科研人员、副所长。历任浙江省法学会评估法学会副会长、行政法学会理事、浙籍法学家理事、中国法学会会员。
	陈永聪	2021-01-11	2023-07-26	12年8月-13年12月任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人, 14年1月-16年2月任上海恺英网络科技有限公司副总经理兼游戏事业群总经理; 17年3月-18年7月任恺英网络股份有限公司游戏事业群总经理兼首席运营官; 16年1月-18年7月任恺英网络股份有限公司副总经理; 18年7月至今任公司董事。
	申亮 (代总经理)	2019-07-29	2021-01-11	11年2月起历任恺英网络股份有限公司人力资源高级经理, 总经理助理, 人事行政高级总监, 人事行政系统副总裁, 公司副总经理, 19-21年任公司代理总经理。
	陈永聪	2018-07-30	2019-07-29	12年8月-13年12月任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人, 14年1月-16年2月任上海恺英网络科技有限公司副总经理兼游戏事业群总经理; 17年3月-18年7月任恺英网络股份有限公司游戏事业群总经理兼首席运营官; 16年1月-18年7月任恺英网络股份有限公司副总经理; 18年7月至今任公司董事、总经理。
财务总监	王悦	2016-01-10	2018-07-30	12年1月-14年9月担任上海恺英网络科技有限公司执行董事; 14年9月-19年3月担任上海恺英网络科技有限公司董事长, 经理
	黄振锋	2021-07-01	--	曾任凯撒同盛发展股份有限公司 (股票代码000796) 财务总监、海越能源集团股份有限公司 (股票代码600387) 财务总监、长驰控股集团有限公司财务总监等职务。拥有多年跨国外资上市公司和特大型国企 (合资) 财务工作经验, 曾任飞索半导体中国有限公司 (AMD全资子公司) 财务商务经理, 华生制药有限公司中国区财务经理, 泰科安全设备有限公司高级财务分析经理, 安吉汽车租赁有限公司财务总监, 上海车速递汽车租赁有限公司首席财务官等职务。
	范波	2019-10-29	2021-07-01	12年8月-13年12月任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人, 14年1月-16年2月任上海恺英网络科技有限公司副总经理兼游戏事业群总经理; 17年3月-18年7月任恺英网络股份有限公司游戏事业群总经理兼首席运营官; 16年1月-18年7月任恺英网络股份有限公司副总经理; 18年7月至今任公司董事。
	陈永聪	2019-03-26	2019-10-29	12年8月-13年12月任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人, 14年1月-16年2月任上海恺英网络科技有限公司副总经理兼游戏事业群总经理; 17年3月-18年7月任恺英网络股份有限公司游戏事业群总经理兼首席运营官; 16年1月-18年7月任恺英网络股份有限公司副总经理; 18年7月至今任公司董事。

来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

- 4) 梳理研发、发行条线, 提高效率。研发方面, 进行管线化, 已搭建起七大工作室+其他项目组的架构, 提高研发效率; 发行条线进行模块化梳理, 统一管理发行条线, 改变原来各自独立的发行条线。



### 1.3 传奇 IP 版权纠纷逐步落地，与世纪华通合作获取授权

- 《传奇》IP 版权纠纷影响减弱，目前公司通过与世纪华通合作取得 IP 授权。据公司 23 年 8 月公告，公司及控股子公司连续十二个月内累计发生尚未披露的诉讼、仲裁事项中，作为被告涉及的诉讼、仲裁案件金额合计约 1.55 亿元。
  - 1) 第一阶段 (2000-03): 传奇 IP 著作权归属问题未明确。传奇 IP 始于 2000 年研发的《传奇 2》，娱美德和亚拓士共同享有著作权，01 年亚拓士与盛大游戏签署《软件许可协议》，获得《热血传奇》(《传奇 2》) 端游在国内运营的授权，02 年娱美德、亚拓士、盛大签署《补充协议》，委托亚拓士行使其作为《传奇 2》共同著作权人的一切权利；但后续娱美德推出《传奇 3》并授权给其他公司在国内运营，与《热血传奇》形成竞争，03 年盛大也公测了自研传奇端游《传奇世界》，引起版权纠纷；
  - 2) 第二阶段 (2004-07): 娱美德 VS 盛大，确定《热血传奇》《传奇世界》著作权归属。04 年盛大游戏收购亚拓士，传奇 IP 纠纷主要集中在娱美德和盛大之间；2007 年，娱美德与盛大接受法院调解，盛大承认并确认娱美德和亚拓士共同拥有《热血传奇》的著作权，娱美德和亚拓士承认并确认盛大拥有《传奇世界》的著作权；2007 年，娱美德与盛大和解，认可《传奇世界》拥有完整的著作权并保证不得再以相同的案由对盛大及关联公司就端游《传奇世界》提起诉讼。
  - 3) 第三阶段 (2007-21): 传奇 IP 的页游、手游改编的授权混乱。盛大、娱美德均对外授权传奇 IP 的改编权，主张自身拥有著作权，并对另一方及被授权方提起诉讼。就公司而言，由于子公司与娱美德、亚拓士均有 IP 授权合作，所以牵扯进较多纠纷，2016 年，子公司上海恺英与娱美德签订《传奇移动游戏和网页游戏授权许可合同》，当年亚拓士向上海恺英、娱美德提起诉讼；18 年，上海恺英与盛大游戏子公司上海盛页达成战略合作，深化游戏 IP 运营，2017-19 年娱美德向公司子公司浙江欢游、浙江九翎提起诉讼，涉诉金额较大，且在运营游戏存在关停风险。
  - 4) 第四阶段 (2021-至今): 传奇 IP 纠纷基本落地。据 21 年 12 月世纪华通公告，最高法确认了蓝沙信息与亚拓士在 17 年 6 月 30 日签署的《续展协议》有效，并认定娱美德单方行使《传奇》IP 著作权需与亚拓士协商，引入新的授权主体侵害了亚拓士的合法权益，因而上海恺英 2016 年与娱美德签订的协议也需停止。21 年 1 月，上海恺英与盛趣游戏在 18 年的《战略合作协议》基础上，签署《全面深化战略合作协议》，包括但不限于部分 IP 在移动终端、PC 端游戏产品相关业务独家合作；21 年 2 月，与盛趣共同出资成立盛同恺公司，转向开展 IP 合作及维权合作，公司持有 49% 股权，至此，传奇 IP 纠纷告一段落，公司通过与世纪华通合作稳定获得正版授权。
- 传奇 IP 版权进一步确认：中国大陆地区《传奇》系列游戏著作权由亚拓士独立、完整对外行使。23 年 8 月 9 日，世纪华通发布公告，其及境外控股子公司亚拓士，与娱美德全资子公司传奇株式会社签订《传奇 2 和传奇 3 游戏合作协议》，合作期限不超 5 年，本次《游戏合作协议》独家授权的顺利签署，标志着亚拓士可独立对外完整行使《传奇》系列游戏的著作权。

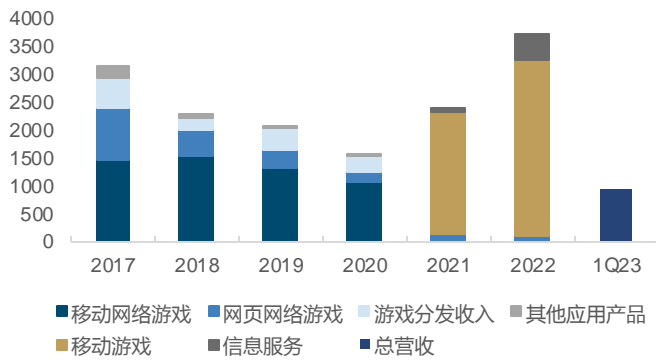
### 1.4 近两年业绩改善明显，股权激励彰显信心

- 内部管理、传奇 IP 版权纠纷问题基本解决后，经营走上正轨，产品稳步上线，2021-22 年困境反转，业绩明显改善。
  - 1) 营业收入：与产品上线节奏直接相关，21、22 年重磅产品的上线推动收入规模重回正增长。结合前文发展历程看，1) 2017-20 年，往年业绩贡献明显的游戏《蓝月传奇》《全民奇迹》流水收缩，加之陷入传奇 IP 纠纷、管理层被调查，收入规模持续收缩；其中，20 年，公司推出《原始传奇》《高能手办团》等游戏，但老游戏流水下滑+浙江九翎出表，导致当年营收同比-24.2%至 15.4 亿元。2) 2021-22 年：21 年推出手游《蓝月传奇 2》《热血合击》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《魔神英雄传》《零之战线》等游戏，22 年推出《天使之战》《永恒联盟》等游戏，新游持续上线拉动公司收入增长，2021-22 年收入同比增速分别为 53.9%、56.8%。从营收结构看，手游贡献主要收入，22 年占比接近 85%。

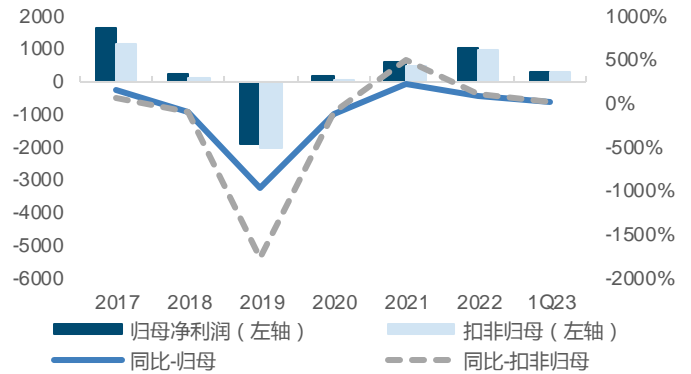




图表6: 公司各项业务营业收入 (百万元)



图表7: 公司归母净利润、扣非归母 (百万元) 及其同比增速



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表8: 公司推出的主要游戏

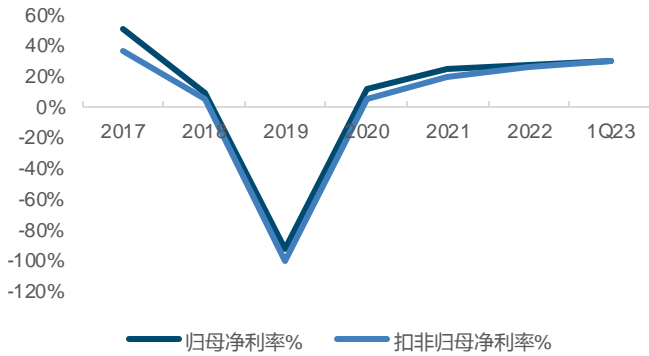
游戏名称	上线时间	自研 or 代理	游戏题材	游戏类型
《全民奇迹》	2014-12	独代	奇迹	MMORPG
《蓝月传奇》	2016-10	独代, 收购浙江盛和后成为自研	传奇	MMORPG
《王者传奇》	2017-09	自研自发	传奇	MMORPG
《敢达争锋对决》	2017-12	万代南梦宫和恺英联合发行	机甲	3D 动作
《战舰世界闪击战》	2018-01	与网易联合发行	军事海战	策略竞技
《原始传奇》	2020-07	自研, 贪玩发行	传奇	MMORPG
《高能手办团》	2020-09	盛和发行	3D 写实、二次元	放置
《蓝月传奇 2》	2021-01	自研, 腾讯独代	传奇	MMORPG
《热血合击》	2021-05	自研, 贪玩发行	传奇	MMORPG
《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》	2021-06	自研, B 站独代	二次元、动漫、动作	MMORPG
《零之战线》	2021-12	独代	二次元	放置、策略
《天使之战》	2022-01	自研自发	奇迹	MMORPG
《新倚天屠龙记》	2022-09	发行	武侠	MMORPG
《永恒联盟》	2022-11	自研自发	奇迹	MMORPG
《龙神八部之西行纪》	2023-06	发行	《西行纪》IP	放置、卡牌

来源: 公司公告, 公司官网, taptap, 江西贪玩官网, 国金证券研究所

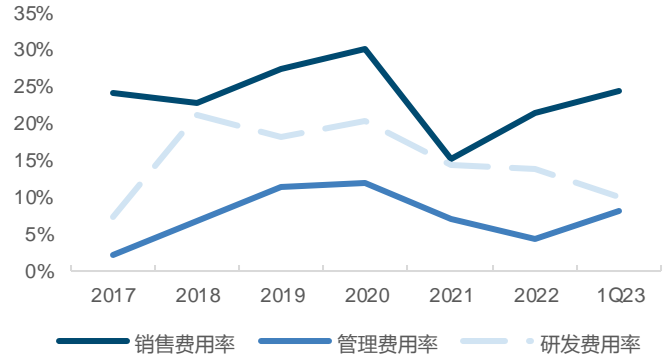
- 2) 净利润: 经营正常化后, 21 年盈利水平开始回升, 23 年拟收购浙江盛和的自然人股东所持的 29% 股份, 目前已完成工商变更, 预计将增厚利润。①19 年大额亏损 (归母净亏损 18.9 亿元) 除新游上线较少、老产品处于生命周期后期外, 还有商誉减值准备 (浙江盛和、浙江九翎涉及重大诉讼, 且经营业绩下滑, 分别计提减值 11.5、9.5 亿元)、长期股权投资减值准备带来的大额资产减值损失。20 年收入收缩, 净利润增长, 主要由于老游戏运营投入、推广费用减少, 同时加强债权管理、催收信用减值损失, 及浙江盛和受托研发业务同比增长; ②新游上线推动 21-22 年利润进一步增长, 22 年归母净利润 10.25 亿元, 同比 +77.76%, 扣非归母 9.56 亿元, 同比 +105.97%。23 年 5 月, 公司发布公告称, 拟收购浙江盛和的自然人股东所持有的 29% 股权, 22 年浙江盛和少数股东损益 3.45 亿元, 收购完成后预计将计入归母净利润, 目前已完成工商变更。
- 3) 费用率: 销售费用率伴随新游上线而提高; 2021-1Q23, 研发费用率下滑主要系收入规模扩大, 费用摊薄; 2019 年, 管理费率提升主要由于职工薪酬、律师诉讼费提高的同时, 收入规模收缩, 20 年提升主要由于收入减少。



图表9：公司归母净利润率、扣非归母净利润率变化



图表10：公司销售、管理及研发费率变动



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

- 发布股权激励，彰显对业绩增长的信心，同时明晰业绩预期。22年12月，公司发布股权激励计划，拟授予激励对象的股票期权数量约1971.44万份，约占激励计划草案公布日公司股本总额的0.9159%，行权价格为每股4.86元。激励对象共计21人，包括公司任职的中层管理人员、核心技术/业务人员及公司董事会认为需要进行激励的相关员工，巩固公司技术人才，提高员工凝聚力和公司竞争力。

图表11：2022年股票期权激励的公司层面业绩考核要求

激励对象	行权价格	拟授予数量(万股)	行权期	业绩考核目标
共计21人，包括公司公告本激励计划时在公司(含控股子公司，下同)任职的中层管理人员、核心技术/业务人员及公司董事会认为需要进行激励的相关员工，不含恺英网络独立董事、监事、单独或合计持有公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。	4.86元/股	1971.4415	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%

来源：公司公告，国金证券研究所，注：上述“净利润”指经审计的扣非归母净利润，若业绩考核期发生商誉减值，计算净利润时剔除商誉减值影响

## 二、持续推出传奇奇迹产品，稳固基本盘

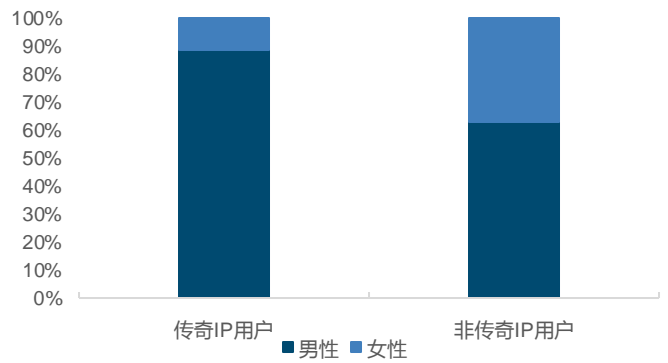
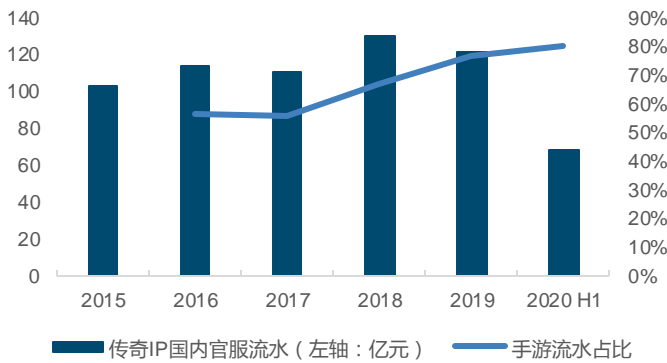
### 2.1、传奇奇迹 IP 长生命周期，核心玩家付费能力较强

- 传奇 IP 生命周期长且市场规模较大，市场超 300 亿。2001 年《热血传奇》经盛大引入国内，后续衍生出多款传奇游戏，也从端游发展到了手游、页游，产生《王者传奇》《蓝月传奇》等规模较大的传奇游戏，至今该 IP 已运营 22 年，积累了大量用户和市场规模。据伽马数据，截至 20 年 6 月底，传奇类游戏累计注册用户超 6 亿，50% 以上的用户玩过传奇游戏，国内官服流水持续保持在百亿以上，手游占比显著提升，据 DataEye，国内传奇游戏市场规模 300 亿以上。



图表12: 传奇 IP 国内官服流水及手游占比

图表13: 游戏用户性别分布



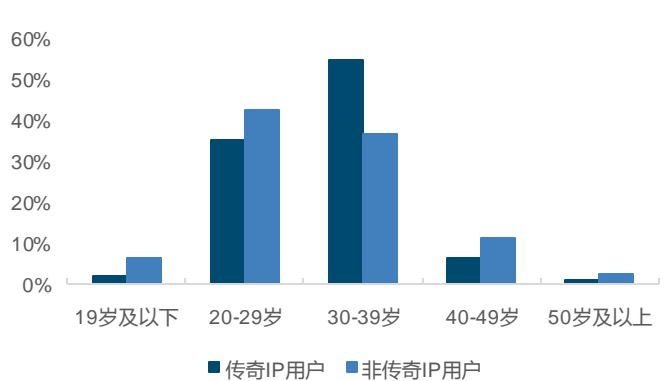
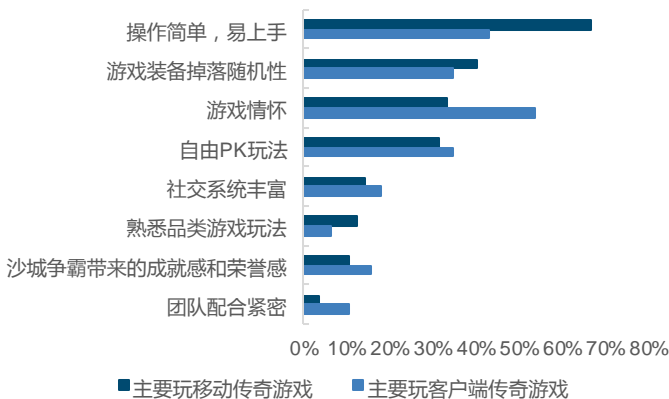
来源: 伽马数据, 国金证券研究所

来源: 伽马数据, 国金证券研究所

- 传奇 IP 用户主要是中年男性, 付费能力较强且有情怀加持, 虽然传奇游戏市场规模目前已没有明显的增长趋势, 但仍然有较大的价值, 对于能持续推出新传奇游戏的公司而言, 有望依托传奇 IP 用户做大自身市占率。
- 1) 传奇游戏能满足用户休闲娱乐、放松需求、炫耀感等心理, 通过情怀、玩法抓住核心付费玩家。传奇游戏的核心玩法是自由 PK, 进入国内市场较早, 是许多玩家的网游启蒙。从用户角度看, 传奇游戏移动端、PC 端吸引用户的点主要是操作简单、装备掉落随机性及游戏情怀, 满足用户在游戏中心理诉求。

图表14: 用户关注的传奇类游戏特性分布情况

图表15: 游戏用户年龄分布



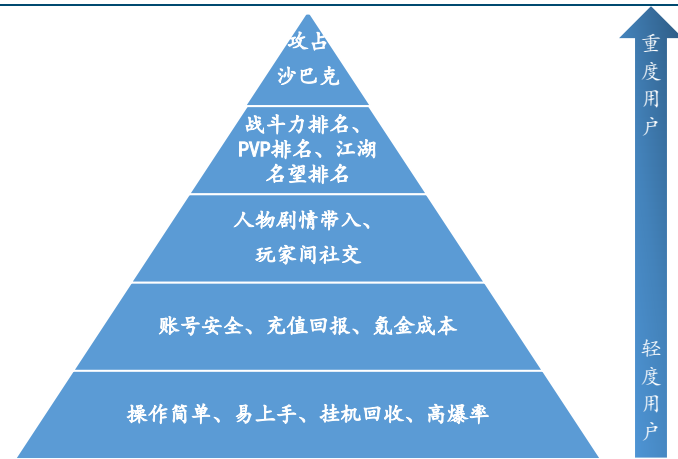
来源: 伽马数据, 国金证券研究所

来源: 伽马数据, 国金证券研究所

- 2) 用户以中年男性为主, 整体付费能力较强。据伽马数据, 游戏用户主要集中于 20-39 岁的人群, 其中, 传奇 IP 用户中, 占比最大 (54.7%) 的是 30-39 岁人群, 非传奇用户是 20-29 岁 (42.8%), 结构明显不同; 传奇 IP 用户男性占比 85%+, 非传奇 IP 用户占比 60%+, 传奇游戏主要面向中年男性。我们认为主要原因可能在于这部分用户是比较早期的传奇游戏玩家, 有情怀加持, 同时传奇游戏仍然以简单的操作、随机爆装备的趣味、PK 成功的快感、及同好社交吸引用户。从移动端和 PC 端传奇游戏用户关注点看, 主要玩客户端传奇游戏的玩家最关注的是游戏情怀, 手机端传奇游戏玩家最关注的是游戏操作、爆装备的设置, 传奇游戏最早以 PC 端游戏进入国内市场。
- 3) 传奇游戏抓住用户攀比、获取快感的心理, 通过滚服、PK 等玩法设定拉用户付费。传奇游戏重买量, 据《2022 全球手游买量白皮书》, 传奇题材投放占比仅次于现代题材, DataEye 显示, 对于轻度用户, 传奇游戏主要营销操作简单、易上手、挂机回收、高爆率的玩法, 随着用户趋于重度, 营销也逐渐向氪金转, 卖点逐渐转向社交、转为排名、攻占沙巴克, 主要抓住用户攀比心理, 通过 PK、攻城获取爽感, 开新服后能开启新一轮的升级、PK、攻城历程, 以《一刀传世》为例, 2019 年上线, 22 年 5 月开新服的频次大概是 1 天 1 次。

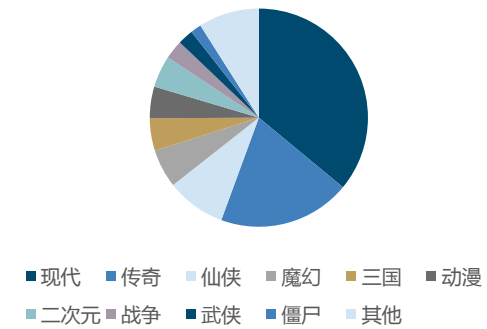


图表16: 买量创意中的传奇游戏卖点分布



图表17: 2022年手游投放产品总数各主要题材占比分布

2022年手游投放产品总数各主要题材占比分布



来源: DataEye, 国金证券研究所

来源: 热云数据, sensor tower, 国金证券研究所

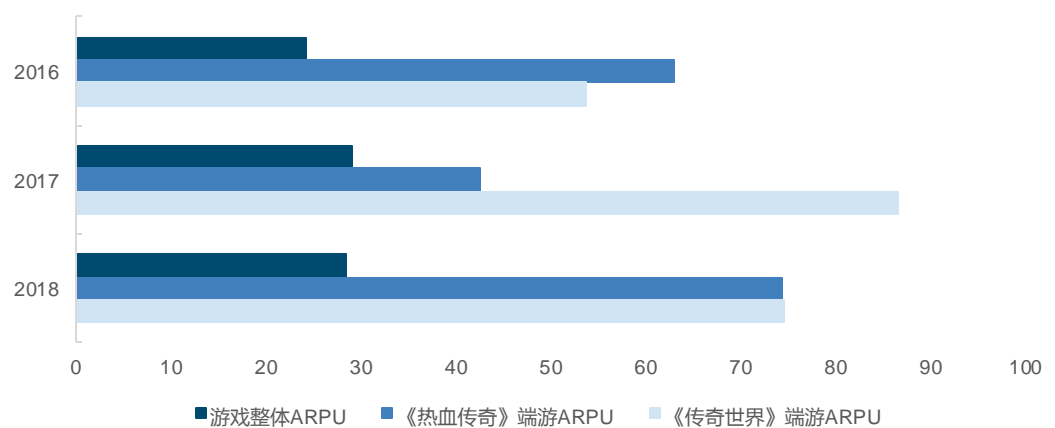
图表18: 《一刀传世》开服示例

日期	时间	服务器
2022/5/19	05: 05	赤月 594 服
2022/5/18	05: 05	赤月 593 服
2022/5/17	05: 05	赤月 592 服
2022/5/16	05: 05	赤月 591 服
2022/5/15	05: 05	赤月 590 服
2022/5/14	05: 05	赤月 589 服

来源: 《一刀传世》官网, 国金证券研究所

- 4) 对比整体游戏行业, 传奇 IP 比较氪金, ARPU 较高。据盛趣游戏重组上市公告书, 《热血传奇》和《传奇世界》的月活跃用户月均付费额约 70 元, 高于行业平均的 30 元左右, 预计主要由于传奇游戏的 PK 玩法抓住用户的攀比心理, 用户群体付费能力相对较强。

图表19: 传奇游戏 VS 游戏行业 ARPU (元/月) 对比



来源: 游戏工委, 世纪华通公告, 国金证券研究所

- 奇迹 IP 始于 2001 年, 目前仍有较大活力, 22 年公司推出的《天使之战》当年累积流水破 10 亿。
  - 1) 玩法类似传奇游戏, 早期外挂泛滥限制市场规模扩大。奇迹 IP 已运营 20 余年, 源于《奇迹 MU》, 一款韩国网禅在 2001 年推出的大型多人角色扮演游戏, 2002 年开始在国内运营, 玩法类似传奇游戏, 核心玩法都是 PK, 进入国内市场的时点也接近, 不同之处在于故事背景设定、且《奇迹 MU》视觉效果更炫酷, 制约奇迹 IP 做大的重要原因在于泛滥的外挂, 极大影响了玩家体验, 用户付费

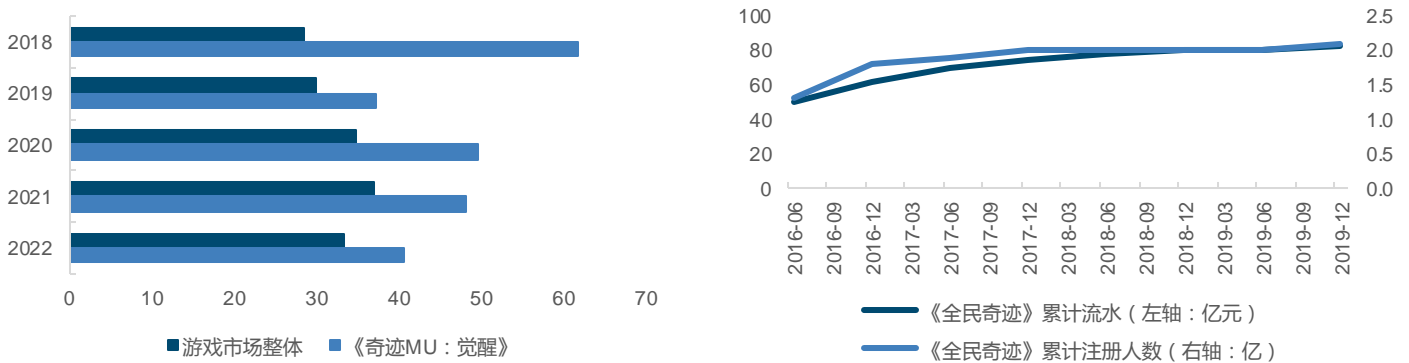




后未获得等值的快感。

- 2) 奇迹游戏平均付费水平高于游戏行业平均水平。以《奇迹 MU：觉醒》为例，上线首年（2018 年）流水约 23.68 亿元，ARPU 接近 62 元/月，高于游戏市场 30 元左右的水平，预计主要由于 PK 玩法比较重氪，奇迹用户画像与传奇接近。
- 3) 2014 年以来，持续有较大体量的奇迹游戏推出，表明奇迹 IP 仍具有较强市场活力：①2014 年天马时空推出的《全民奇迹 MU》成为爆款，恺英代理，该游戏首月流水超 2 亿，截至 2019 年底，全球累计流水超 83 亿，累计注册人数约 2.1 亿；②2018 年 Q1，天马时空研发的《奇迹 MU：觉醒》上线，腾讯独代，掌趣科技年报显示，该游戏当年流水超过 23 亿；③2021 年 4 月掌趣科技自研的《全民奇迹 2》上线，首月流水破 2 亿，21 年流水超 5 亿；④2022 年 1 月恺英自研的《天使之战》上线，首月流水超 1 亿，22 年累计流水破 10 亿。

图表 20：《奇迹 MU：觉醒》VS 游戏行业 ARPU（元/月）变化 图表 21：《全民奇迹》流水及注册人数变化



来源：掌趣科技财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

## 2.2、传奇奇迹研运经验丰富，保障基本盘稳固

- 传奇和奇迹游戏方面，公司均积累了成功的发行、研发经验，且与外部优质研发、发行商合作。1) 传奇游戏：公司旗下浙江盛和、上海恺英研发、发行成功《蓝月传奇》等多款传奇产品，自身具有较强优势；同时与世纪华通、江西贪玩合作，获得正版 IP 授权，通过外部合作加强发行成功的概率。2) 奇迹游戏：研发、发行成功《全民奇迹》《天使之战》《永恒联盟》等奇迹游戏。
- 浙江盛和和上海恺英研发、发行经验丰富。
  - 1) 传奇游戏：浙江盛和成功研发了《蓝月传奇》《王者传奇》《原始传奇》等产品，其中，恺英独代的《蓝月传奇》累计流水超过 40 亿，是最成功的传奇页游；20 年 7 月，盛和研发的手游《原始传奇》上线，截至 22 年 8 月，累计流水突破 20 亿，据七麦数据，对比其他传奇游戏 iOS 排名，《原始传奇》最初上线时的 iOS 游戏免费榜和畅销榜排名与三七旗下《一刀传世》接近，免费榜排名整体高于《传奇世界》《1.85 传奇 3D 版》，运营 1 年半后，22 年及 1H23 仍位于 iOS 角色扮演游戏畅销榜 100 名左右。
  - 2) 奇迹游戏：14 年公司代理《全民奇迹》，截至 16 年 6 月底累计流水超 50 亿，截至 19 年底，累计流水超 83 亿，22 年 1 月公司推出《天使之战》，从 iOS 游戏免费榜、畅销榜看，《天使之战》上线后的 9 个月内，与《奇迹：觉醒》《全民奇迹 2》等奇迹游戏的排名类似，处于头部位置，22 年 12 月-23 年 1 月位于 iOS 角色扮演畅销榜 150-200 名之间，22 年 8 月-23 年 7 月，大约位于 iOS 冒险游戏畅销榜 50-70 名。

图表 22：公司子公司浙江盛和研发的传奇游戏梳理

游戏名称	上线时间	页游/端游/手游	市场表现
《蓝月传奇》	2016-04	页游 恺英独代	首月流水超 2 亿；截至 21 年底，累计流水超 40 亿
《王者传奇》	2017-04	手游 江西贪玩独代	华为畅销榜连续 8 个月第一
《龙腾传世》	2018-01	页游 江西贪玩独代	开服 10 小时，流水破 260 万，付费率高达 28%，华为应用榜单第五
《蓝月传奇 3D》	2019-05	手游 腾讯独代	-
《原始传奇》	2020-07	手游 江西贪玩独代	截至 22 年 8 月，累计流水突破 20 亿

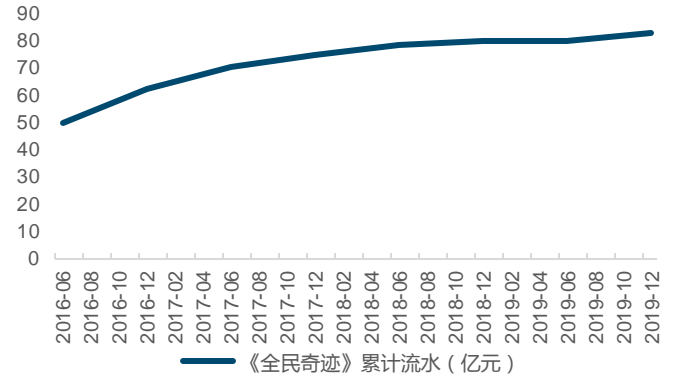
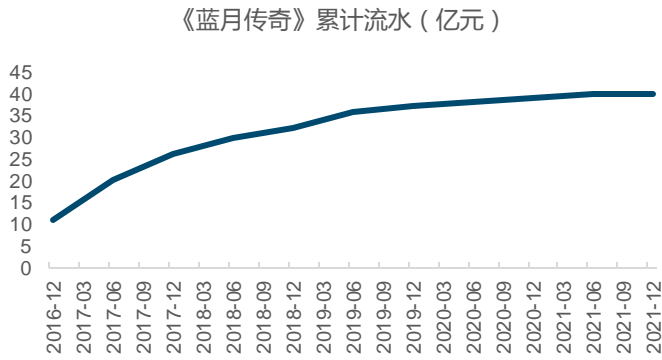


游戏名称	上线时间	页游/端游/手游	市场表现
《蓝月传奇2》	2021-01	手游 腾讯独代	-
《热血合击》	2021-05	手游 江西贪玩发行	首日登顶 AppStore 免费榜第一名

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表23：《蓝月传奇》累计流水

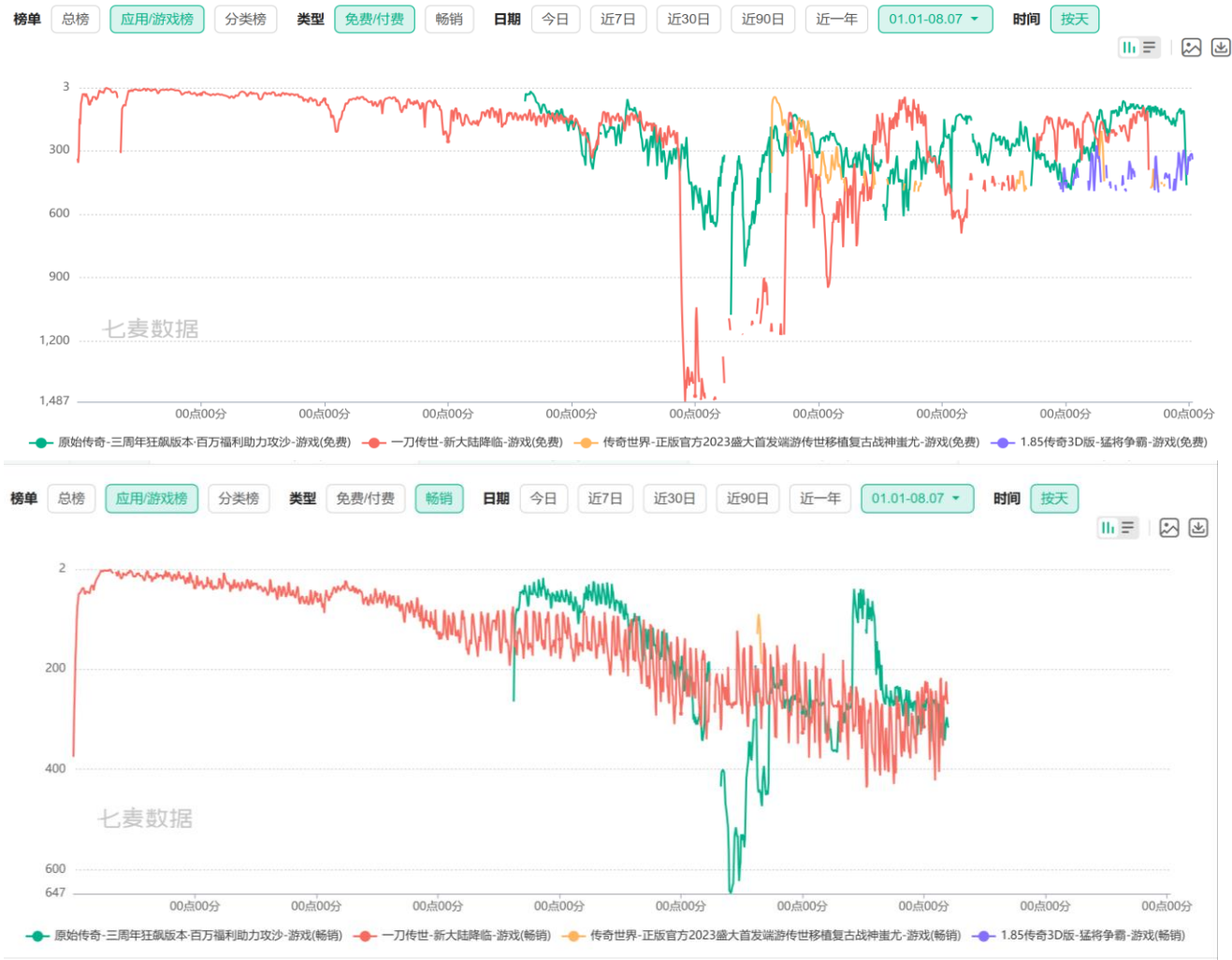
图表24：《全民奇迹》累计流水



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

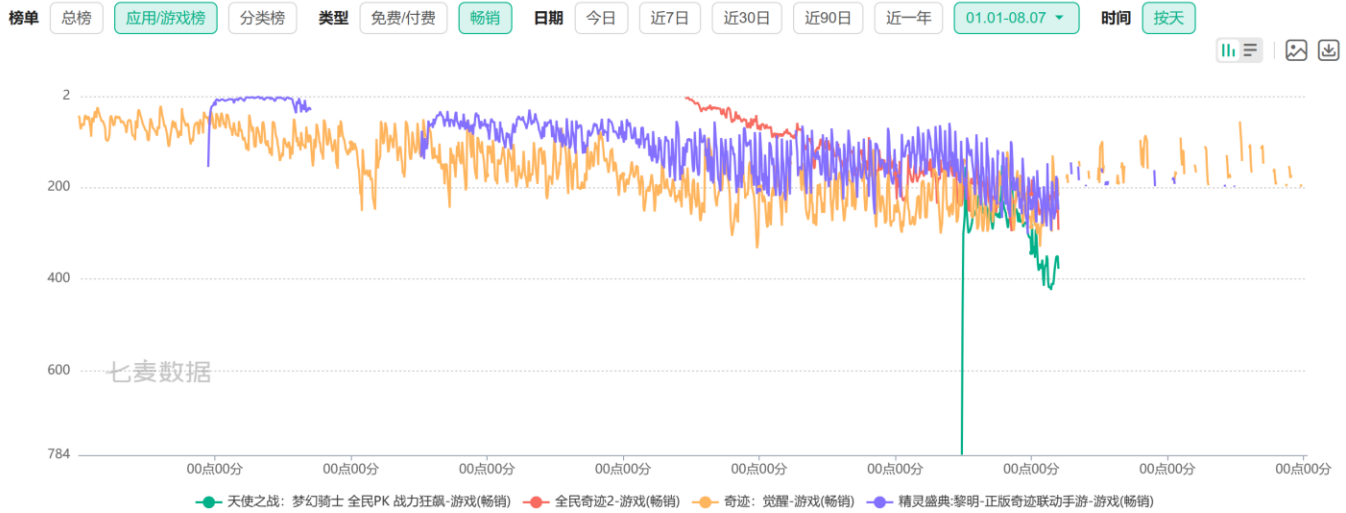
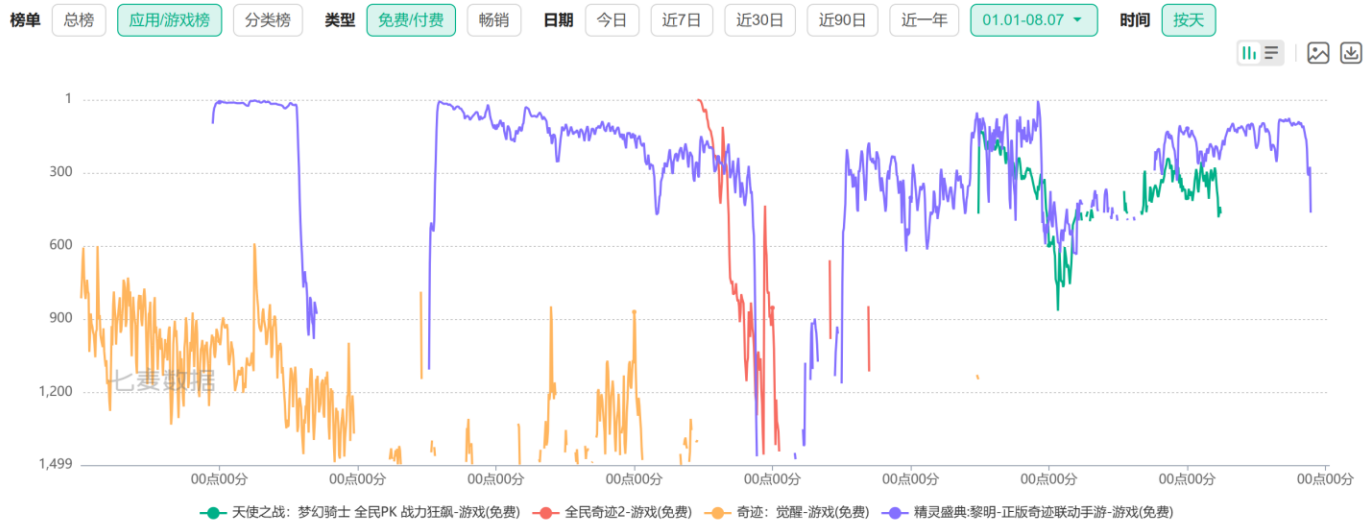
图表25：《原始传奇》与其他传奇游戏排名对比 (2019年1月1日-2023年8月7日)



来源：七麦数据，国金证券研究所，注：绿色线为《原始传奇》



图表26: 《天使之战》与其他奇迹游戏排名对比 (2019年1月1日-2023年8月7日)

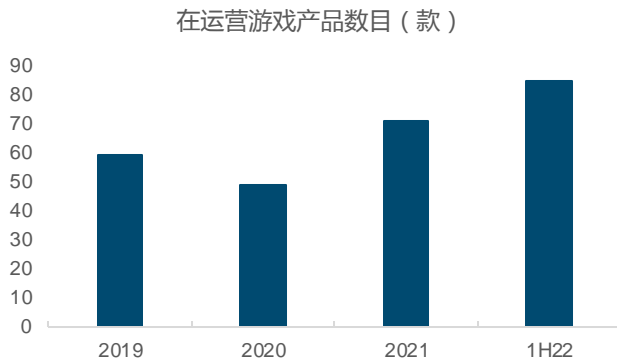


来源: 七麦数据, 国金证券研究所, 注: 绿色线为《天使之战》

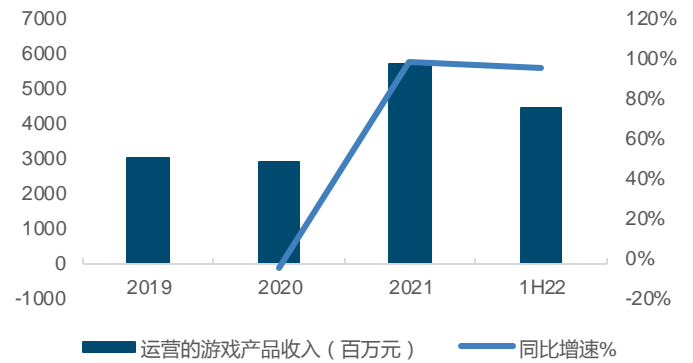
- 借助江西贪玩等外部平台提高研发、发行成功概率。1) 江西贪玩拥有丰富的游戏发行、运营经验, 曾发行过《古云传奇》《原始传奇》《热血合击》等游戏, 2019-1H22 在运营游戏产品数目基本在 50 款以上; 21 年运营游戏产品的收入接近 47 亿; 公司与江西贪玩有较深的合作, 2020 年, 与江西贪玩合资成立浙江旭玩科技, 二者各持股 40%, 21 年 1 月, 与江西贪玩签署《战略合作协议》, 截至 23 年 Q1 末, 江西贪玩持有公司 1.54% 的股权, 强化合作关系, 22 年公司与贪玩合资成立了杭州盛旭奇迹; 2) 同时, 公司对外投资广州兄弟玩 (持股 15%), 该公司成立于 18 年, 研发过多款过亿产品, 不乏传奇游戏, 包括页游《赤月传说》、传奇手游《龙皇传说》、《暴走传奇》等。



图表27: 贪玩游戏在运营游戏产品数目



图表28: 贪玩游戏运营的游戏产品收入及其同比增速



来源: 中旭未来公司公告, 国金证券研究所

来源: 中旭未来公司公告, 国金证券研究所, 注: 上述数据为中旭未来互动娱乐业务中, 自营及联运模式下运营的游戏产品收入之和

- 当前传奇奇迹产品储备丰富, 研发、发行的经验有望复刻, 进而稳固传奇奇迹的盘子。目前公司储备了《龙腾传奇》等若干传奇品类游戏, 主要目的在于固化赛道、打造传奇品类的影响力, 获得持续稳定收益; 加之, 外部投资广州兄弟玩、旭玩科技 (传奇游戏授权方, 公司持股 40%), 和江西贪玩、世纪华通等合作稳固正版授权来源和优质发行渠道。

图表29: 公司传奇项目储备

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
龙腾传奇	战略布局	开发末期	获得长期盈利及品牌影响力	深挖传奇市场, 保持稳定收益
传奇类若干	增加收益	临上线	短线盈利, 固化赛道	持续稳定收益

来源: 公司财报, 国金证券研究所, 注: 上述项目进展为截至 22 年底的进展, 目前《龙腾传奇》未上线

### 三、拓展游戏品类打开增长空间, 布局投资+IP 赋能游戏主业

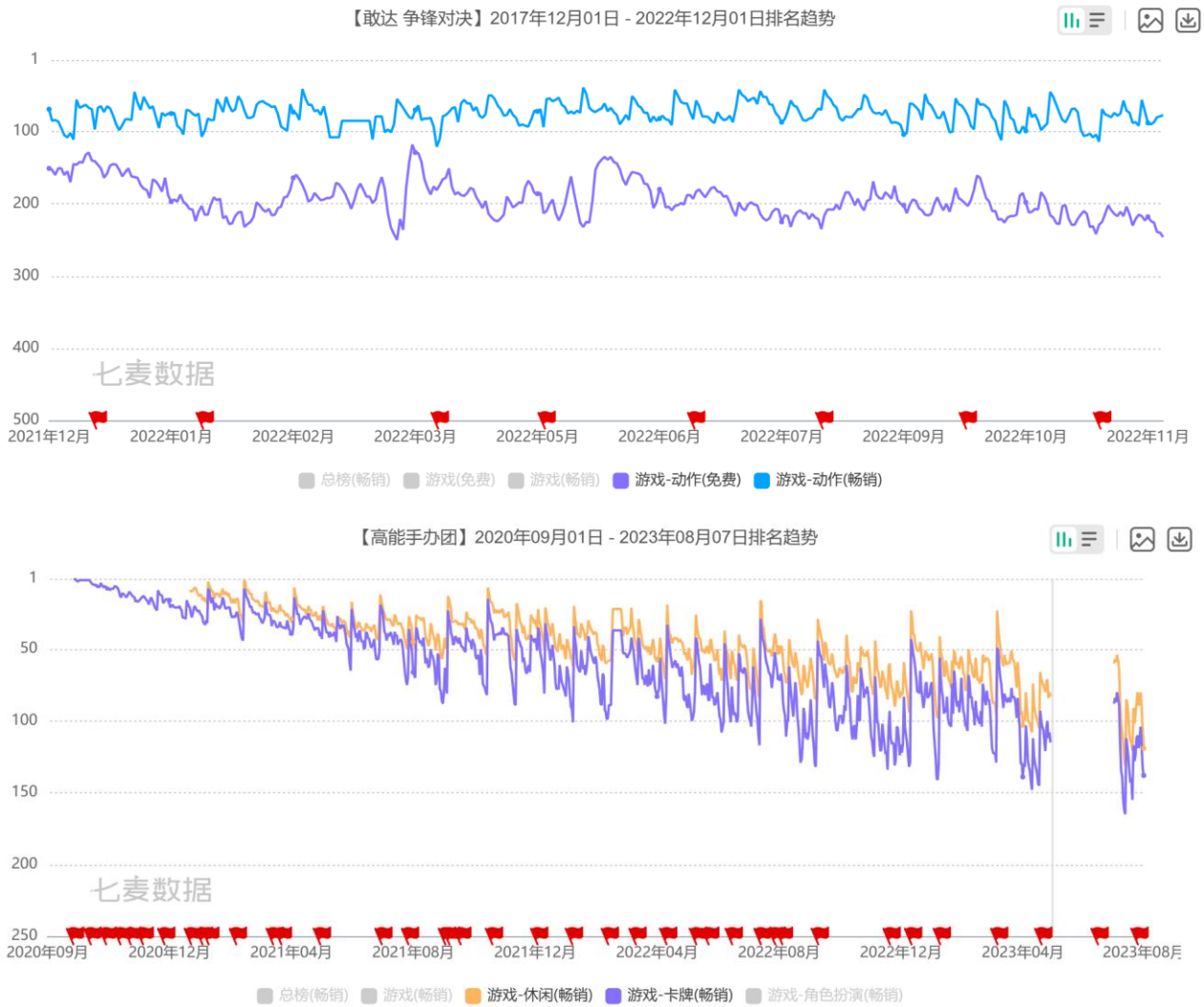
#### 3.1、游戏: 积极拓展新品类, 传奇奇迹筑基

- 公司已成功研发、发行过非传奇奇迹品类的产品, 包括《高能手办团》《敢达争锋对决》《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》《魔神英雄传》《玄中记》《龙神八部之西行纪》等其他品类游戏。其中不乏表现不错、能长线运营的产品, 比如《敢达争锋对决》, 该游戏为敢达 IP 的动作对战游戏, 17 年上线, 万代南宫梦和上海恺英联合发行, 七麦数据显示, 上线以来 iOS 动作游戏畅销榜的排名较稳定, 基本在百名以内; 《高能手办团》由公司战投企业心光流美研发, 浙江盛和发行, 20 年 9 月上线, 七麦数据显示, 上线首日位于 iOS 卡牌游戏畅销榜第 2 位, 后续因生命周期自然下滑, 但当前仍位于 iOS 休闲游戏畅销榜 100 名左右, 卡牌游戏畅销榜 150 名左右; 研发出《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》, 21 年上线, 哔哩哔哩发行, 七麦数据显示上线次日位于 iOS 冒险游戏畅销榜第 2 名、游戏畅销榜第 8 名。



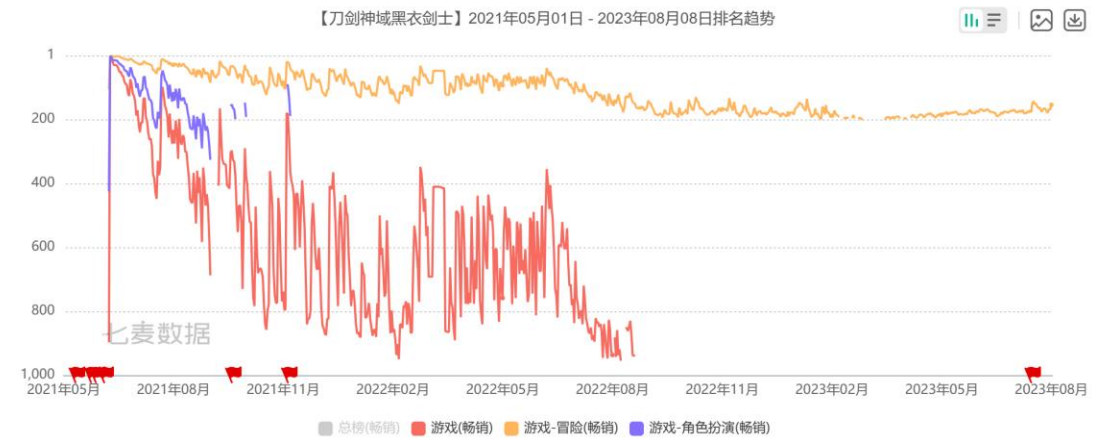


图表30: 《敢达争锋对决》《高能少年团》iOS畅销榜排名变化



来源: 七麦数据, 国金证券研究所

图表31: 《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》iOS畅销榜排名变化



来源: 七麦数据, 国金证券研究所

- 传奇奇迹研运经验有望复用在其他品类。当前游戏市场用户规模已较大, 游戏工委数据显示 1H23 游戏用户 6.88 亿, 游戏市场竞争激烈, 研发、运营能力较强的公司较容易取胜, 结合前文分析, 传奇奇迹游戏同质化较高, 比较重买量, 公司已成功研发、运营多款月流水过亿、年流水过 10 亿的游戏产品, 积累了丰富数值体系建设、买量等经验。



- 当前储备了较多其他品类的产品，今年已上线《龙神八部之西行纪》《全民江湖》等游戏，储备有《仙剑奇侠传：新的开始》《石器时代：觉醒》《纳萨力克之王》等产品，其中《石器时代：觉醒》是腾讯独代，《石器时代》是 21 世纪初进入中国的网游，火爆一时，有较好的用户基础；《纳萨力克之王》是日本小说、动画 IP《Overload》正版授权改编游戏，哔哩哔哩独代，也有一定用户基础。

**图表32：公司非传奇奇迹游戏梳理**

游戏名称	游戏品类	游戏题材	上线时间	备注
敢达争锋对决	动作对战	机甲（敢达题材）	2017年12月	万代南梦宫和上海恺英联合发行
高能手办团	收集养成、卡牌	手办主题、二次元	2020年9月	战略投资企业心光流美研发，浙江盛和发行
刀剑神域黑衣剑士：王牌	MMORPG	二次元、漫改	2021年6月	哔哩哔哩代理
魔神英雄传	卡牌	漫改	2021年6月	XY游戏发行
玄中记	RPG	东方玄幻	2023年5月	恺英战略投资企业杭州沧溟研发，腾讯独代
龙神八部之西行纪	放置卡牌	二次元、漫改	2023年6月	恺英间接全资子公司研发，恺英网络发行
石器时代：觉醒	RPG，融合策略、养成等玩法	石器时代背景	未上线	腾讯代理
妖怪正传2	RPG	妖怪正传 IP	未上线	-
山海浮梦录	卡牌	东方异世仙侠	未上线	盛和子公司盛觉网络发行
归隐山居图	卡牌	古风	未上线	-
纳萨力克之王	RPG，策略，冒险	Overlord IP	未上线	哔哩哔哩代理
仙剑奇侠传：新的开始	RPG	仙剑 IP	未上线	-
代号：斗罗	-	斗罗大陆 IP	开发中期	打破技术壁垒，提升市场竞争力
代号：盗墓	-	盗墓 IP	开发中期	战略转型，拓展新品类赛道，持续稳定收益
代号：仙王	-	IP	开发中期	拓展新品类赛道，持续稳定收益
代号：崛起	-	IP	开发中期	战略转型，拓展新品类赛道，持续稳定收益

来源：公司财报，心光流美官网，国金证券研究所

### 3.2、投资+IP：对外投资+自有 IP 打造，为游戏业务赋能

- 对外投资、IP 布局与游戏业务高度协同。公司沿产业链上下游进行投资，主要包括游戏研发工作室，进一步补充公司产品线，尤其是与内部团队差异化的工作室，利于公司代理到优质的游戏产品；IP 方面，通过自主孵化、外部引入布局 IP，为研发游戏提供具有用户基础的题材。



图表33：公司对外投资及IP储备梳理



来源：公司公告，各对外投资企业官网，企查查，国金证券研究所整理

- **对外投资：**包括浣熊游戏、心光流美、余烬科技、银之匙等工作室，及XR硬件厂商乐相科技。其中，浣熊游戏是《妖怪正传》研发商，目前在研《妖怪正传2》《妖怪事务所》等游戏；心光流美是《高能手办团》研发商，自研飞行射击游戏《飞吧龙骑士》由吉比特代理，将于23年8月11日上线；余烬科技创始人及核心团队均来自2K中国，在研一款科幻题材第三人称潜入游戏《Evotinction》；银之匙专注卡牌与IP类产品制作，核心团队均有10年以上游戏开发及运营经验，目前在研一款面向全球市场的卡牌手游。乐相科技旗下大朋VR是国内XR出货量第二的品牌，仅次于Pico，XR硬件布局具有前瞻性，与游戏业务具有较强的协同性。
- **IP布局：**自主孵化IP主要包括百工灵、岁时令、蓝月，外部引进IP较丰富，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，丰富品类拓展的题材。

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

- 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为47.07/56.29/65.75亿元，分别同比+26.3%/+19.6%/+16.8%，归母净利润分别为14.42/18.61/21.85亿元，同比+40.66%/29.05%/17.42%。主要假设如下：



■ 营业收入：

- 1) 移动游戏：主要收入来源，从品类来看，目前收入的主要贡献来自传奇奇迹类游戏，结合前文分析，公司传奇奇迹研发、运营经验较丰富，传奇奇迹 IP 长期运营，价值仍然较高，通过持续推出传奇奇迹新品，有望稳固基本盘；同时公司积极拓展新品类，23 年已上线《龙神八部之西行纪》(6 月 5 日上线)，《全民江湖》(8 月 2 日上线)，将贡献增量，下半年有望上线《仙剑奇侠传：新的开始》《归隐山居图》《石器时代：觉醒》等产品，预计 23 年移动游戏收入 41.5 亿元/yoy+31.4%；后续公司储备了《纳萨力克之王》《代号：斗罗》、若干传奇游戏等产品，战投企业也有《妖怪正传 2》等产品在研发中，预计 24-25 年移动游戏收入为 50.6/59.7 亿元，分别同比+21.9%/+18.1%。
- 2) 信息服务：主要包括技术支持费用，公司自 22 年开始单独披露，预计 23-25 年稳步增长，收入分别为 5.0/5.3/5.6 亿元，同比+8.2%/6.0%/6.0%。
- 3) 网页游戏：主要是《蓝月传奇》等页游贡献，收入占比较低，且非公司运营重点，《蓝月传奇》从 23 年 7 月 31 日开始停止运营，预计 23-25 年收入规模缩小，为 0.36/0.17/0.15 亿元，同比-59.0%/-52.4%/-10.0%。

图表34：营业收入拆分预测

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,375.30	3,725.53	4,707.05	5,629.23	6,574.83
同比%	53.92%	56.84%	26.35%	19.59%	16.80%
其中：					
移动游戏	2,247.76	3,157.42	4,147.78	5,056.35	5,970.30
同比%	110.69%	40.47%	31.37%	21.91%	18.08%
信息服务		463.53	501.32	531.40	563.28
同比%			8.15%	6.00%	6.00%
网页游戏	127.53	87.10	35.70	17.00	15.30
同比%	-23.34%	-31.70%	-59.01%	-52.38%	-10.00%
其他应用产品	0.02	17.49	22.25	24.48	25.95
同比%	-99.89%	111160.96%	27.22%	10.00%	6.00%
综合毛利率	70.78%	75.02%	75.33%	75.30%	75.35%

来源：公司财报，国金证券研究所预测，注：公司自 22 年开始单独披露信息服务收入，上表中 21 年的移动游戏收入包括了信息服务的收入

- 毛利率：22 年毛利率提升 4.24pct 至 75.0%，主要由于毛利率较高的联运及其他模式的游戏收入占比提高 7.14pct 至 94.56%，且该模式 22 年的毛利率也提升了 4.85pct，主要由于游戏分成比例、版权金分摊比例等的变化。虑及 23 年预计有望上线的《石器时代：觉醒》等产品非公司自主运营，且 1Q23 毛利率 83.8%，假设 23 年毛利率有所提升至 75.3%，24-25 年稳定在 75.3% 左右。
- 费用率：1) 销售费率：销售费用主要为营销推广费用，由于公司游戏储备较丰富，预计销售费用逐年增长，1Q23 销售费率为 24.5%，虑及营收同步增长，假设销售费率保持在 21%+。2) 管理费率：管理费用主要是职工薪酬、业务招待等费用，预计随业务规模扩大有所增长，1Q23 管理费率为 8.1%，预计全年小幅增长至 4.48%，24-25 年随营业收入规模扩大而较稳定，均为 4.32%；3) 研发费率：研发费用主要包括职工薪酬、制作费及委托开发费，主要是游戏研发所带来的费用，预计随游戏项目增多而增长，1Q23 研发费率为 9.98%，预计全年为 13.46%，24-25 年随收入增长小幅降低，为 13.34%/13.20%。

图表35：销售费率、管理费率及研发费率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费率	15.18%	21.56%	21.12%	21.74%	21.70%
管理费率	6.96%	4.40%	4.48%	4.32%	4.32%
研发费率	14.28%	13.72%	13.46%	13.34%	13.20%

来源：公司财报，国金证券研究所





#### 4.2、投资建议

- 预计公司 2023-25 归母净利润分别为 14.42/18.61/21.85 亿元，对应 EPS 为 0.67、0.86、1.02 元，同比增长 40.7%/29.1%/17.4%，对应 PE 为 22.7/17.6/15.0X。预计 2023-25 年公司净利润增速较高，主要由于：1) 公司历史遗留问题基本解决，股权架构、管理层较稳定，传奇 IP 版权纠纷的影响大幅减弱，研发发行条线已进一步梳理清晰，困境反转，发布 3 期员工持股计划激励核心员工，促进员工积极性提高的同时，彰显业绩增长信心；2) 公司传奇奇迹基本盘有望稳固。传奇奇迹 IP 已运营 20 余年，核心用户付费能力较高，IP 价值较大，公司通过成功研发或运营《全民奇迹》《蓝月传奇》《热血合击》《原始传奇》《天使之战》等产品，积累了丰富经验，且与江西贪玩、世纪华通合作多年；3) 积极拓展新品类，有望带来增量。目前公司储备了丰富的非传奇奇迹品类产品，立足传奇奇迹研运、成功研发或发行《高能手办团》《敢达争锋对决》等新品类的经验，内部研运团队+对外投资+IP 储备布局下，提高成功拓展新品类的可能性。
- 我们选取三七互娱、吉比特、完美世界为可比公司，由于公司业绩增速较快，采用 PE/G 估值法对公司进行估值，基于 22-25 年的 CARG 测算，可比公司 PE/G 中位值为 1.25X，均值为 1.27X，给予公司 1.2X PE/G，对应 PE 32.98X，市值 476 亿元，股价 22.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表36：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)					P/E					CAGR	PE/G
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
002555.SZ	三七互娱	26.45	1.31	1.34	1.52	1.74	1.97	20.19	19.74	17.42	15.18	13.41	13.77	1.27
603444.SH	吉比特	431.00	20.43	20.33	22.78	26.61	30.23	21.10	21.20	18.92	16.20	14.26	14.14	1.34
002624.SZ	完美世界	14.26	0.19	0.72	0.80	0.97	1.10	75.05	19.81	17.81	14.74	12.93	15.29	1.16
	中位值							21.10	19.81	17.81	15.18	13.41	14.14	1.27
	平均值							38.78	20.25	18.05	15.37	13.53	14.40	1.26
002517.SZ	恺英网络	15.24	0.27	0.49	0.67	0.86	1.02	56.44	31.10	22.75	17.63	15.01	27.48	0.83

来源：wind，国金证券研究所，注：数据日期为 2023 年 8 月 15 日，除恺英网络 23-25 年数据为国金证券研究所预测外，其余均为 wind 一致预期

#### 五、风险提示

- 新游上线或表现不及预期风险。游戏上线进度及上线后的表现直接影响公司业绩，若游戏上线或上线后表现不及预期，则影响业绩增长。
- 行业监管政策风险。若游戏行业监管趋严，比如版号发放节奏或数量边际向下，则可能会对公司业绩及估值带来负面影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,543</b>	<b>2,375</b>	<b>3,726</b>	<b>4,707</b>	<b>5,629</b>	<b>6,575</b>	货币资金	733	1,178	2,551	2,842	3,781	4,884	
增长率	53.9%	56.8%	26.3%	19.6%	16.8%		应收款项	577	1,012	1,088	1,462	1,706	1,992	
<b>主营业务成本</b>	<b>-429</b>	<b>-694</b>	<b>-931</b>	<b>-1,161</b>	<b>-1,390</b>	<b>-1,621</b>	存货	4	16	10	16	17	20	
%销售收入	27.8%	29.2%	25.0%	24.7%	24.7%	24.7%	其他流动资产	626	531	298	423	497	573	
<b>毛利</b>	<b>1,115</b>	<b>1,681</b>	<b>2,795</b>	<b>3,546</b>	<b>4,239</b>	<b>4,954</b>	流动资产	1,939	2,737	3,948	4,742	6,001	7,469	
%销售收入	72.2%	70.8%	75.0%	75.3%	75.3%	75.3%	%总资产	54.7%	62.2%	68.3%	72.2%	76.2%	79.5%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-24</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>	长期投资	600	537	593	608	623	638	
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	16	16	21	22	23	25	
<b>销售费用</b>	<b>-463</b>	<b>-361</b>	<b>-803</b>	<b>-994</b>	<b>-1,224</b>	<b>-1,427</b>	%总资产	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	
%销售收入	30.0%	15.2%	21.6%	21.1%	21.7%	21.7%	无形资产	930	1,040	1,121	1,155	1,186	1,213	
<b>管理费用</b>	<b>-186</b>	<b>-165</b>	<b>-164</b>	<b>-211</b>	<b>-243</b>	<b>-284</b>	非流动资产	1,605	1,662	1,829	1,827	1,875	1,920	
%销售收入	12.0%	7.0%	4.4%	4.5%	4.3%	4.3%	%总资产	45.3%	37.8%	31.7%	27.8%	23.8%	20.5%	
<b>研发费用</b>	<b>-313</b>	<b>-339</b>	<b>-511</b>	<b>-634</b>	<b>-750</b>	<b>-868</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,545</b>	<b>4,400</b>	<b>5,776</b>	<b>6,570</b>	<b>7,876</b>	<b>9,389</b>	
%销售收入	20.3%	14.3%	13.7%	13.5%	13.3%	13.2%	短期借款	0	11	22	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>147</b>	<b>804</b>	<b>1,299</b>	<b>1,683</b>	<b>1,994</b>	<b>2,342</b>	应付款项	364	360	840	600	680	768	
%销售收入	9.5%	33.8%	34.9%	35.8%	35.4%	35.6%	其他流动负债	119	212	340	421	483	541	
<b>财务费用</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>59</b>	流动负债	483	583	1,201	1,021	1,164	1,309	
%销售收入	-1.0%	-0.4%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	53	67	33	20	19	19	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>20</b>	<b>-27</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	536	651	1,234	1,041	1,183	1,328	
<b>投资收益</b>	<b>44</b>	<b>105</b>	<b>-12</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,889</b>	<b>3,406</b>	<b>4,472</b>	<b>5,478</b>	<b>6,594</b>	<b>7,905</b>	
%税前利润	17.3%	11.2%	n.a	0.6%	0.5%	0.4%	其中：股本	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515	1,515	
<b>营业利润</b>	<b>229</b>	<b>906</b>	<b>1,341</b>	<b>1,747</b>	<b>2,060</b>	<b>2,419</b>	未分配利润	587	1,154	2,070	2,935	4,052	5,363	
营业利润率	14.8%	38.2%	36.0%	37.1%	36.6%	36.8%	少数股东权益	120	343	70	51	99	156	
<b>营业外收支</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>44</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>66</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,545</b>	<b>4,400</b>	<b>5,776</b>	<b>6,570</b>	<b>7,876</b>	<b>9,389</b>	
<b>税前利润</b>	<b>254</b>	<b>936</b>	<b>1,384</b>	<b>1,799</b>	<b>2,117</b>	<b>2,485</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	16.4%	39.4%	37.2%	38.2%	37.6%	37.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-11</b>	<b>-92</b>	<b>-23</b>	<b>-176</b>	<b>-207</b>	<b>-244</b>	每股收益	0.083	0.268	0.476	0.670	0.865	1.015	
所得税率	4.3%	9.8%	1.7%	9.8%	9.8%	9.8%	每股净资产	1.342	1.582	2.078	2.545	3.064	3.673	
<b>净利润</b>	<b>243</b>	<b>844</b>	<b>1,361</b>	<b>1,623</b>	<b>1,909</b>	<b>2,242</b>	每股经营现金净流	0.047	0.233	0.689	0.489	1.134	1.325	
少数股东损益	65	268	336	181	48	56	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.381	0.491	0.577	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>178</b>	<b>577</b>	<b>1,025</b>	<b>1,442</b>	<b>1,861</b>	<b>2,185</b>	<b>回报率</b>							
净利率	11.5%	24.3%	27.5%	30.6%	33.1%	33.2%	净资产收益率	6.16%	16.93%	22.92%	26.32%	28.22%	27.64%	
							总资产收益率	5.02%	13.11%	17.75%	22.64%	24.24%	23.78%	
							投入资本收益率	4.59%	19.04%	27.91%	27.46%	26.87%	26.20%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-24.24%	53.92%	56.84%	26.35%	19.59%	16.80%	
							EBIT增长率	-46.26%	447.45%	61.54%	29.62%	18.43%	17.45%	
							净利润增长率	-109.39%	224.14%	77.76%	40.66%	29.05%	17.42%	
							总资产增长率	-7.81%	24.12%	31.29%	13.73%	19.89%	19.21%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	126.6	89.1	79.3	92.0	90.0	90.0	
							存货周转天数	1.6	5.2	5.2	5.0	4.5	4.5	
							应付账款周转天数	280.0	137.2	113.5	110.0	105.0	105.0	
							固定资产周转天数	3.7	2.4	2.1	1.7	1.5	1.4	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-33.67%	-35.49%	-55.69%	-51.41%	-56.49%	-60.59%	
							EBIT利息保障倍数	-9.6	-77.9	-38.0	-37.7	-41.9	-39.8	
							资产负债率	15.12%	14.79%	21.37%	13.20%	12.80%	12.28%	

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究