

公司经营回归正轨，产品丰富全年业绩值得期待

—— 恺英网络首次覆盖报告

公司深度

● 调整战略围绕游戏核心，业绩回暖经营重回正轨

2021年恺英网络在改善了内部治理和业务架构、剥离不良资产后，严格遵照新战略“聚焦游戏主业”，初见成效业绩回暖。21H1公司实现营收9.88亿元，同增21.65%；归母净利润2.77亿元，同增451.33%，主要得益于老游戏稳定的利润贡献和《刀剑神域黑衣剑士:王牌》等新游戏的上线。

● 研发体系多维立体，研发团队实力强大

公司自研游戏品类丰富，研发团队不断寻求突破。20Q3上线的《高能手办团》首月流水过亿、国内上线当日跻身iOS免费榜前三。传奇类产品年轻用户有所增长，代表作《蓝月传奇》上线至今流水超40亿元；非传奇类产品储备多元，《魔神英雄传》预下载登顶iOS免费榜。另外，公司研发人员占总员工数70%，八大专项工作室覆盖品类齐全，不断探索新玩法。

● 拓展外部发行伙伴，保障游戏稳定持续产出

公司发行体系内外结合，连续四年蝉联金翎奖“最具影响力移动游戏发行商”。公司自有XY发行平台拥有广泛客户群，外部发行伙伴包括腾讯、哔哩哔哩、贪玩游戏等。目前，储备游戏《玄中记》、《暗夜破晓》由腾讯独家代理发行，去年6月上线的《原始传奇》和今年6月公测的《刀剑神域黑衣剑士:王牌》分别由贪玩游戏和哔哩哔哩独家代理发行。内外部结合的发行方式将为公司产品持续产出提供保障。

● 通过投资进行差异化布局，IP引入与孵化双发力

公司投资自研产品线以外的差异化、创意研发主体，与自有产品形成强协同，为公司贡献利润与现金流。IP方面公司兼顾引入与孵化，进一步挖掘引入策略获得的“传奇”IP，与盛趣游戏、江西贪玩分别成立合资公司，深化围绕“传奇”业务的合作；同时积极孵化公司自有IP蓝月系列，与中国网络作家村现已达成战略合作，计划在未来构筑蓝月世界的新篇章。

● 看好公司游戏精品化与研发实力，首次覆盖给予“推荐”评级。

公司现已扫除内外部发展障碍、战略核心明确聚焦游戏主业，业绩回暖。看好公司游戏精品化、研发团队经验与实力、强大IP加持、游戏收入持续性。预计公司2021/2022/2023年净利润为5.08/6.06/7.29亿元，同增109.55%/19.26%/20.26%，当前股价对应PE分别为19/16/13倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示:** 行业监管、股权纷争、研发人员流失、产品不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,036.88	1543.19	2,186.24	2,581.14	2,982.18
增长率(%)	-10.81	-24.24	41.67	18.06	15.54
净利润(百万元)	-1,838.73	242.57	508.30	606.21	729.03
增长率(%)	-640.31	113.19	109.55	19.26	20.26
毛利率(%)	71.16	72.23	73.00	72.13	72.45
净利率(%)	-90.27	15.72	23.25	23.49	24.45
ROE(%)	-66.45	6.16	13.94	14.36	14.92
EPS(摊薄/元)	-0.88	0.08	0.24	0.28	0.34
P/E(倍)	-2.93	56.86	18.76	15.73	13.08
P/B(倍)	1.68	8.17	2.62	2.26	1.95

资料来源: Wind、新时代证券研究所

推荐(首次覆盖)

马笑(分析师)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280520070001

市场数据	时间 2021.09.30
收盘价(元):	4.30
一年最低/最高(元):	3.74/5.96
总股本(亿股):	21.53
总市值(亿元):	92.58
流通股本(亿股):	16.48
流通市值(亿元):	70.86

目 录

1、 公司顺利转型，管理层重整稳定发展.....	3
1.1、 公司概况：明确游戏主业，经营重回正轨.....	3
1.2、 股权结构：高管连续增持提振信心，员工激励机制落实.....	3
1.3、 管理层分析：团队重整摆脱阴影，协力推动平稳运行.....	5
2、 财务概况：战略初见成效，扫除障碍业绩转盈.....	6
2.1、 新游戏表现亮眼，上半年实现营收净利双增长.....	6
2.2、 移动网络游戏收入占比稳步攀升.....	7
3、 聚焦游戏主业：高效革新，三大业务实现闭环.....	8
3.1、 游戏研发：研发体系多维立体，自研产品种类丰富.....	8
3.2、 游戏发行：拓展外部发行伙伴，保障游戏稳定持续产出.....	12
3.3、 投资+IP：通过投资差异化布局，IP引入孵化双发力.....	12
3.4、 海外市场：全球化视野拓展游戏版图.....	13
4、 盈利预测.....	14
5、 风险提示.....	14

图表目录

图 1： 恺英网络多个爆款游戏证明主业实力.....	3
图 2： 2021H1 营业收入同比增长 21.65%.....	7
图 3： 2021H1 归母净利润同比增长 451.33%.....	7
图 4： 21H1 销售、研发费用率大幅下降.....	7
图 5： 游戏产品收入占公司营收的主要部分.....	8
图 6： 移动网络游戏收入占比稳步提升.....	8
图 7： 《高能手办团》iOS 畅销榜最高排名 13.....	9
图 8： 传奇类产品 80 后、90 后用户占比最高.....	9
图 9： 《热血传奇》通过端改手获取更多年轻用户.....	10
图 10： 《魔神英雄传》获得 2020 金翎奖—玩家最期待的移动网络游戏奖项.....	11
图 11： 《玄中记》东方玄幻开放世界的差异化设定.....	11
图 12： 《王者传奇》拥有跨服大型 GVG 玩法的独特体验.....	12
图 13： bilibili 独家代理发行《刀剑神域黑衣剑士:王牌》.....	12
图 14： “传奇”IP 累计创造价值及未来三年潜在价值状况.....	13
图 15： 《敢达争锋对决》在台湾地区上线.....	14
表 1： 恺英网络前十大股东（截至 2021.06.30）.....	3
表 2： 2020-2021H1 董事长增持公司股份占总股本 9.12%.....	4
表 3： 恺英网络管理团队背景趋向多元化.....	5
表 4： 非传奇类产品储备多元.....	10
表 5： 恺英网络部分战略及重点投资公司.....	13

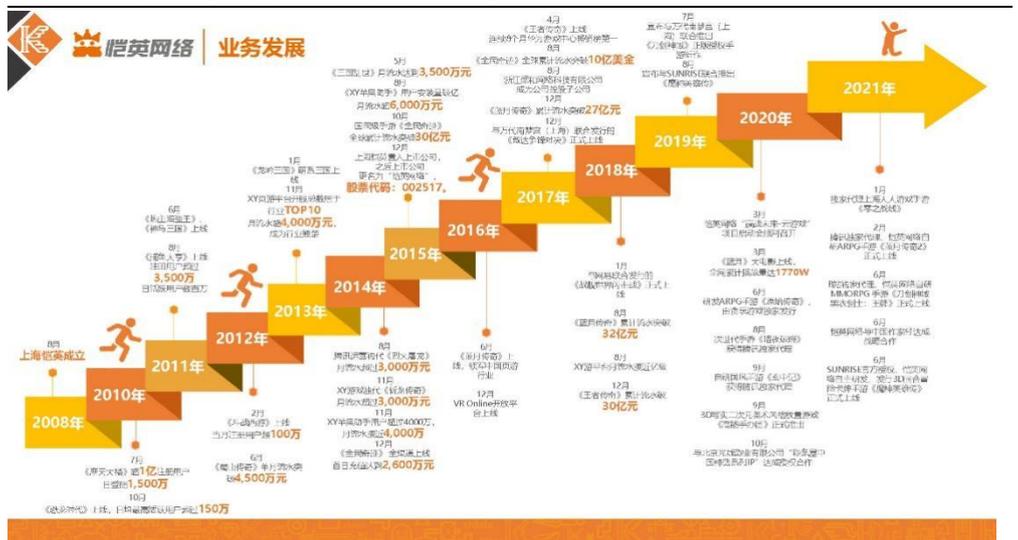
1、公司顺利转型，管理层重整稳定发展

1.1、公司概况：明确游戏主业，经营重回正轨

成功转型手游，爆款游戏带来爆发式增长。恺英网络成立于2008年，是国内最早的页游厂商。2013年游戏行业顺应国内手机市场的规模扩张，趋势转向移动端，公司亦凭借全球独家代理《全民奇迹》，成功从页游转型手游，游戏上线当月充值总流水破2亿元，推动2015年公司借壳上市，上市后的三年恺英网络均超额完成业绩承诺，呈现爆发式增长。2017年公司通过对外投资，累计对盛和持股71%，占领传奇类产品的竞争高地。

调整战略聚焦游戏主业。经过前几年的迅速扩张，公司业务外延过广，推进效率降低，2019年内忧外患。游戏市场的增速放缓、监管趋严，加之当时核心决策层接连被调查、“传奇IP”面临恶意诉讼等多重压力，2019年公司进入亏损状态。2020年迅速调整管理层与公司战略，明确以“聚焦游戏主业”为核心，围绕游戏上下游进行投资扩张，2021年经营重回正轨。

图1： 恺英网络多个爆款游戏证明主业实力



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、股权结构：高管连续增持提振信心，员工激励机制落实

董事长基于对发展的信心连续增持。截至2021年6月30日，公司前十大股东累计持股比例达52.06%，与今年Q1相比，投资公司与证券公司股东持股比例有所下降，董事长金锋先生个人持股比例上升1.55%。基于对公司未来发展前景的信心和对中小投资者利益的维护，2020年度公司管理团队累计增持15217万股，金额4.77亿元；董事长自2020年度至2021H1累计增持19639万股。

恺英网络前十大股东（截至2021.06.30）

股东名称	股东性质	持股数量 (万股)	持股比例	较上期比例 变动
王悦	个人	46,157.01	21.44%	
金锋	个人	19,639.15	9.12%	1.55%
上海海桐开元兴息股权投资合伙企业(有限合伙)	投资公司	9,614.78	4.47%	-0.53%
嵊州嵊和企业管理合伙企业(有限合伙)	其它	8,378.19	3.89%	
金丹良	个人	8,319.40	3.86%	

股东名称	股东性质	持股数量 (万股)	持股比例	较上期比例 变动
国泰君安证券股份有限公司	证券公司	6,261.30	2.91%	-0.85%
林诗奕	个人	5,069.00	2.35%	
杭州浩祥投资合伙企业(有限合伙)	投资公司	3,967.00	1.84%	-0.55%
周瑜	个人	3,088.91	1.44%	
恺英网络股份有限公司-第一期员工持股计划	其它	1,587.72	0.74%	
合计		112,082.46	52.06%	

资料来源: Wind、新时代证券研究所

2020-2021H1 董事长增持公司股份占总股本 9.12%

增持日期	增持股数 (万股)	增持股份占公司总股本比例 (%)
2020年3月26日	156.58	0.07
2020年3月27日	644.30	0.30
2020年5月6日	960.50	0.45
2020年5月7日	1719.38	0.80
2020年5月8日	992.40	0.46
2020年5月11日	670.43	0.31
2020年5月12日	1175.61	0.55
2020年5月13日	198.80	0.09
2020年5月18日	1949.14	0.91
2020年5月19日	981.84	0.46
2020年5月20日	1115.15	0.52
2020年5月29日	354.66	0.16
2020年6月2日	3918.46	1.82
2020年7月13日	41.03	0.02
2020年7月14日	85.62	0.04
2021年1月28日	1068.92	0.5
2021年1月29日	256.58	0.12
2021年5月20日	993.79	0.46
2021年5月21日	176.78	0.08
2021年5月25日	470.90	0.22
2021年6月1日	906.80	0.42
2021年6月11日	801.50	0.37
合计	19639.15	9.12

资料来源: Wind、新时代证券研究所

建立健全长效激励机制。为了吸引和留存专业人才与核心骨干,公司在2020年进行股票回购,并实施了员工持股计划和股票期权激励计划。2020年8月11日,公司发布股权激励方案,授予49名激励对象2381.58万份股票期权,行权价格为5.05元/份,公告发布当日公司股票收盘价为6.2元;预留部分授予对象5人,均为公司研发、发行等核心人员。2021年公司开展了新一轮股票回购,计划回购金额5000万元-10000万元,回购的股份将用于后期股权激励及员工持股计划。截至今年3月29日,累计回购股份数量21,947,300股,占公司总股本的1.02%,成交总金额为99,999,057.92元(不含交易费用)。公司通过建立健全长效的激励机制,助力发展

进一步平稳向好。

1.3、管理层分析：团队重整摆脱阴影，协力推动平稳运行

高管涉案危机化解。2019年3月，公司实控人、董事长王悦失联，5月因涉嫌操纵证券市场罪被刑拘，随后副总经理冯显超涉嫌个人经济犯罪，董事、总经理兼财务总监陈永聪涉嫌操纵证券市场罪均被调查，而在3月继任董事长的金锋也在同年10月因涉嫌内幕交易罪被捕，管理层陷入重大危机。公司迅速作出应对，选举拥有法学背景的沈军作为公司副董事长以定军心。鉴于王悦失联前已递交辞呈，而冯显超亦已辞职且手中的股份被司法执行，两人已与公司脱离关系，其他涉案高管后续分别收到《不起诉决定书》，公司的管理层危机得以化解。

团队重整确立转型方向。经过此次动荡，公司管理层迎来了人员重整和回归，并确立了聚焦游戏主业“研发、发行、投资+IP”的新战略，如今已初见成效。2021年8月，公司增补了拥有丰富行业或法务经验的两位董事、两位监事，而现有管理团队中过半数为研发及发行业务专业人员，积极推动业务拓展，促进公司规范治理、高效运作。多元化的管理团队有望进一步推动公司发展战略，实现平稳增长。

恺英网络管理团队背景趋向多元化

决策层级	职位	姓名	过往经历
董事会	董事长	金锋	历任浙江盛和网络科技有限公司产品经理、市场总监，现任浙江盛和网络科技有限公司总裁及 CEO，恺英网络董事长。
	副董事长	沈军	浙江大学法学学士、硕士，历任浙江省社会科学院科研人员、副所长，现为中国法学会会员，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
	董事	陈永聪	曾任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人、恺英网络游戏事业群总经理兼首席运营官
	董事	赵凡	曾任北京久世网媒文化传播有限公司总经理
	董事	骞军法	曾任海航集团有限公司证券业务部中心经理、海航基础设施投资集团股份有限公司董事会秘书、副总裁、总部党支部书记等职务；新财富杂志社第十三届新财富上市公司金牌董秘
	董事	陈楠	加拿大魁北克大学项目管理学硕士，现任浙江省文化产业投资集团有限公司投资管理部副总监、杭州博文股权投资有限公司执行董事
	独立董事	朱亚元	浙江大学法学学士，现任浙江省律师协会证券与资本市场专业委员会副主任、杭州市律师协会证券与资本市场专业委员会副主任、浙江省创业投资协会理事
	独立董事	傅蔚冈	浙江大学法学博士，曾任上海金融与法律研究院院长助理、执行院长、院长，曾任东英金融有限公司独立董事
	独立董事	黄法	曾任杭州电魂网络科技股份有限公司财务总监兼董秘，曾任桐乡市巨星针织机械制造有限公司董事、副总经理、财务总监兼董秘
	监事会	监事会主席	黄宇
监事		郑兴焱	曾任杭州九玩网络科技有限公司项目经理，现就职于杭州盛觉网络科技有限公司总经办
职工监事		陈晶晶	曾任上海恺英网络科技有限公司企业文化及培训主管、恺英网络总经理助理
高级管理	总经理	陈永聪	曾任恺英网络游戏事业群总经理兼首席运营官
	副总经理	沈军	同上
	副总经理	赵凡	同上
	副总经理	骞军法	同上
	副总经理	林彬	历任上海恺英网络科技有限公司 XY 平台总经理、XY 事业部总经理、游戏事业部副总裁、游戏研发和游戏发行业事业群高级副总裁
	副总经理	马杰	曾任北京奇虎科技有限公司产品经理、浙江盛和网络科技有限公司制作人，现任公司研发副总裁

副总经理	申亮	上海财经大学经济学硕士，历任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、监事
副总经理	唐悦	历任公司安全中心高级总监、安全管理中心副总裁
副总经理	黄振锋	南开大学硕士、经济师、CMA，曾任凯撒同盛发展股份有限公司财务总监、海越能源集团股份有限公司财务总监、长驰控股集团有限公司财务总监等
副总经理	梁智青	历任浙江盛和网络科技有限公司运营总监、首席运营官
财务总监	程龙	曾任任趣游时代（北京）科技有限公司运营经理、奇虎 360PC 网游事业部产品主管，现任浙江盛和网络科技有限公司制作人

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

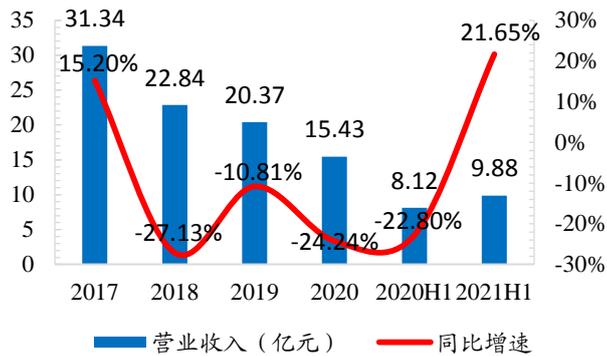
2、财务概况：战略初见成效，扫除障碍业绩转盈

2.1、新游戏表现亮眼，上半年实现营收净利双增长

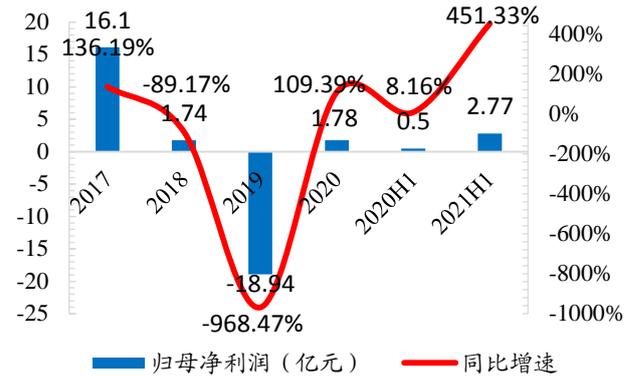
破除危机重装上阵。回顾过往，恺英网络自 2015 年上市后三年内得益于游戏行业利好发展及业务拓展，业绩表现屡超预期，但在 2018 的强监管、2019 开始的内生危机中暴露出公司业务外延过广、内部治理缺乏规范等问题，业绩屡遭重创。2019 年由于控股子公司九翎网络涉及的 80 亿海外仲裁费用、子公司浙江盛和受游戏行业监管限制业绩下滑、公司计提资产减值准备 7767 万元，导致公司利润下滑至亏损。经过一系列针对管理层、业务面的调整和激励机制的作用，公司业绩回暖。

2020 公司业绩转盈。2020 年度公司业绩表现为营收下降、利润上升。前者是由于原控股子公司九翎网络收入同减 2.88 亿，且部分衰退期游戏流水下降；利润上升则得益于公司研发产品进入测试阶段，研发投入减少，同时老游戏的运营和推广费用下降，子公司浙江盛和受托业务上涨、产品交付加速，为业务的持续增长提供动力。

新游戏上线，21H1 业绩亮眼。2021 上半年，公司实现营收 9.88 亿元，同比增长 21.65%；归母净利润 2.77 亿元，同比增长 451.33%；其中 21Q1 归母净利润 1.49 亿元，同比增长 400.93%，业绩颇为亮眼。21H1 的业绩增长主要得益于两方面，首先是老游戏持续稳定的利润贡献，其次是《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、《魔神英雄传》等新游戏的上线大幅提振了业绩。此外，公司在今年上半年解决了传奇 IP 的诉讼问题，并剥离了影响业绩的不良资产、不再受到拖累。上半年公司上线的多款游戏表现良好，考虑到游戏收入的递延性，公司业绩持续增长可期。

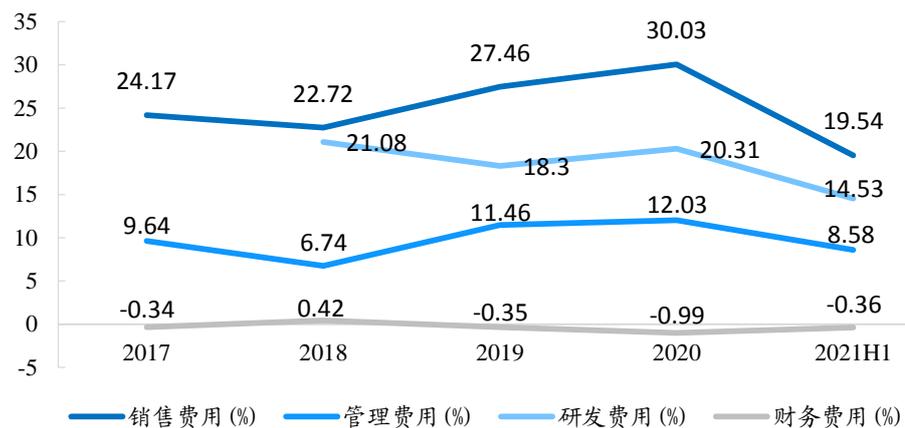
图2： 2021H1 营业收入同比增长 21.65%

资料来源：Wind、新时代证券研究所

图3： 2021H1 归母净利润同比增长 451.33%

资料来源：Wind、新时代证券研究所

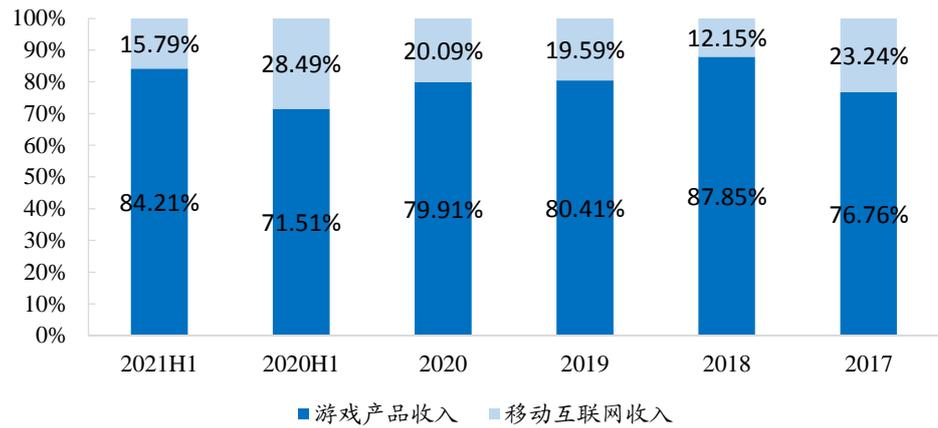
剥离不良资产，销售、研发费用下降。2019年，公司正处于管理层危机与市场严监管的腹背受敌中，市场推广成本及律师诉讼费增加带高了销售与管理费用率，而业务进展受到影响导致委托开发费减少，拉低了研发费用。2020年公司转让大面积亏损的原控股子公司浙江九翎的股权，此后不再纳入合并范围，进而使得21H1销售、研发费用率大幅下降。同时上半年毛利较高的受托研发业务收入上涨，使得21H1公司毛利率提升近10%，达到75.06%。

图4： 21H1 销售、研发费用率大幅下降

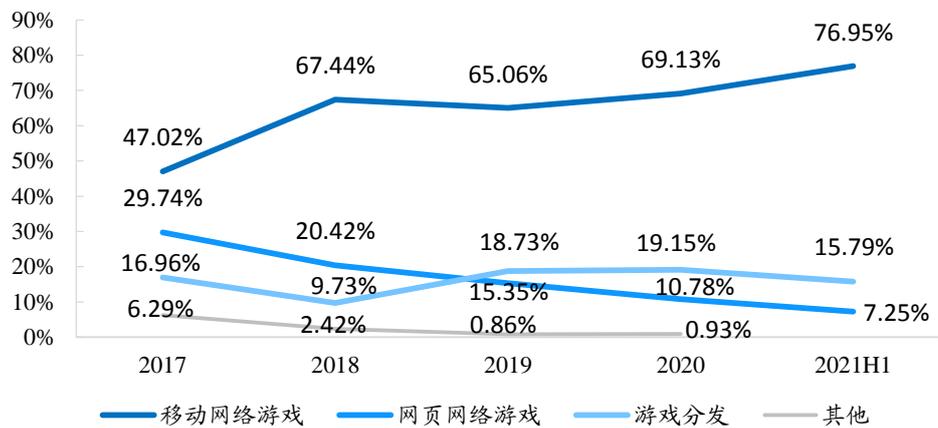
资料来源：Wind、新时代证券研究所

2.2、移动网络游戏收入占比稳步攀升

“聚焦游戏主业”战略初见成效。公司营收主要由游戏产品和移动互联网两部分组成，其中游戏产品业务涉及移动网络游戏、网页网络游戏，移动互联网业务主要涉及游戏分发。游戏产品业务的营收占比较为稳定，保持在80%左右，在2020年确定“聚焦游戏主业”为核心战略后，游戏产品收入比例进一步攀升。同时，顺应手游行业的迅速发展，公司移动网络游戏的收入稳步提升，新战略初见成效。

图5： 游戏产品收入占公司营收的主要部分

资料来源：Wind、新时代证券研究所

图6： 移动网络游戏收入占比稳步提升

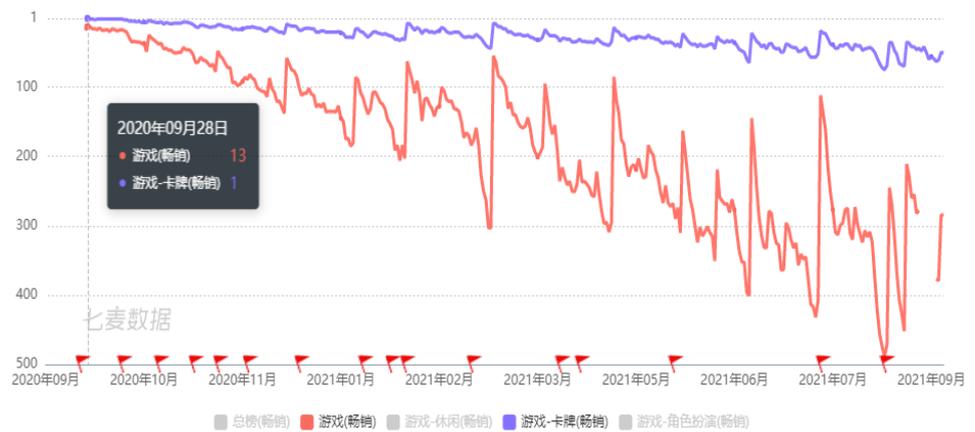
资料来源：Wind、新时代证券研究所

3、 聚焦游戏主业： 高效革新， 三大业务实现全产业链闭环

研发、发行、投资+IP 三大业务形成闭环。2020 年底，公司解决传奇 IP 诉讼、高管危机等问题后，迅速确立“聚焦游戏主业”为核心战略，打造迎合市场需求的精品游戏。同时确定三大业务板块，依此构建立体化的研发体系、内外结合的发行体系，协同投资与 IP 业务，实现围绕游戏主业的三大业务完整闭环，从而高效实现战略革新。

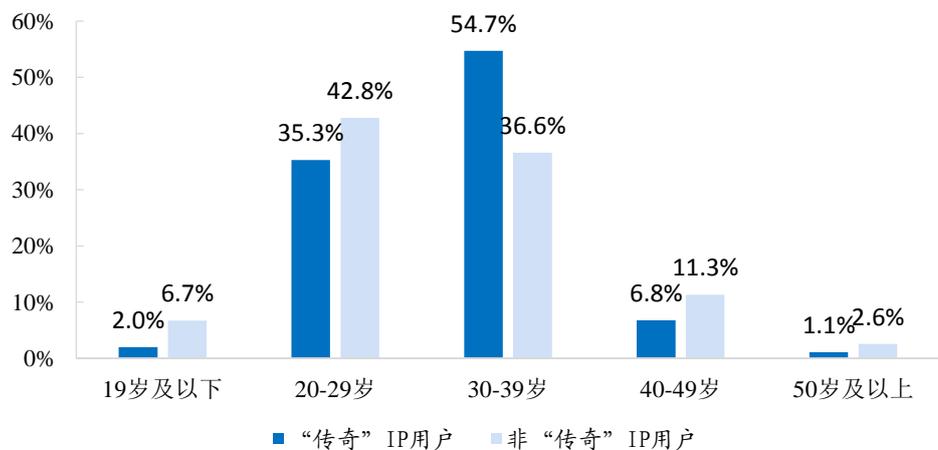
3.1、 游戏研发： 研发体系多维立体， 自研产品种类丰富

自研矩阵多样、品类丰富。多个爆款自研页游与手游的研发经验，充分证明恺英网络的研发实力。公司自研产品品类多样，包括传奇类、ARPG、MMORPG、卡牌等，20Q3 上线的放置卡牌手游《高能手办团》、MMORPG 手游《原始传奇》、21Q1 上线的多人 ARPG 手游《蓝月传奇 2》、21Q2 上线的 MMORPG 手游《热血合击》、3D 回合冒险卡牌手游《魔神英雄传》均成绩斐然。《高能手办团》首月流水过亿、国内上线当日跻身 iOS 免费榜前三、畅销榜最高排名 13，为公司贡献了高额收益，且有望持续。

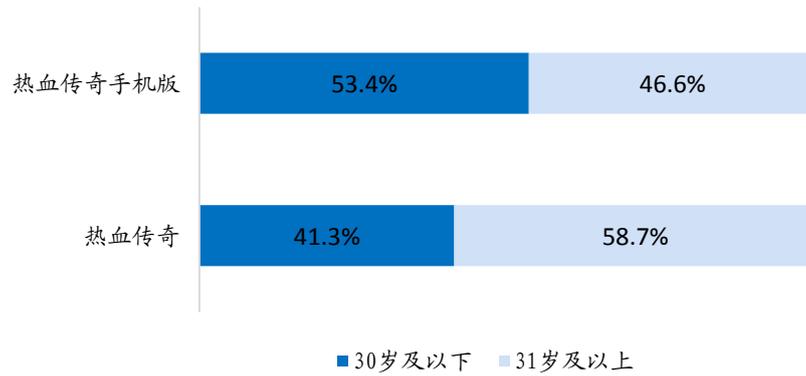
图7: 《高能手办团》iOS 畅销榜最高排名 13

资料来源: 七麦数据、新时代证券研究所

传奇类产品规模持续扩大, 未来市场空间可观。公司在传奇类游戏市场有较深的积淀, 成名作《蓝月传奇》上线至今流水超过 40 亿元, 成为市场上最成功的页游之一。以此为基础, 公司在 2020 年 1 月推出《蓝月传奇 2》手游等蓝月系列及《王者传奇》等其他传奇类产品, 《蓝月 2》上线即打入中国 iOS 畅销榜前 50。今年 1 月, 公司与《传奇》的权利主体盛趣游戏开展深度合作, 近年来传奇类产品的年轻用户量有所增长, 未来其研发规模、市场空间有望持续拓展, 公司竞争壁垒将进一步强化。

图8: 传奇类产品 80 后、90 后用户占比最高

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

图9: 《热血传奇》通过端改手获取更多年轻用户

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

非传奇类产品研发深化、储备类型多元。公司于2019年已着手布局非传奇类产品,通过自主研发、战略投资等方式进行品类、题材多维扩展。2021上半年上线的MMORPG手游《刀剑神域黑衣剑士:王牌》在二次元拥有超高人气,6月公测以来获得高度关注;6月23日上线的3D回合冒险卡牌手游《魔神英雄传》背靠作为童年回忆的强大IP,预下载登顶iOS免费榜;ACT动作游戏《敢达争锋对决》上线后迅速获得港台区iOS免费榜榜首。现阶段,公司非传奇类产品储备相当多元,题材横跨国风、北欧神话、机甲、红色主题等,部分有望在年内上市。随着非传奇类产品边界的延伸,公司产品拓维将更进一步。

非传奇类产品储备多元

游戏	题材	类型	合作研发公司	进展
玄中记	东方玄幻、开放世界	MMORPG	沧溟网络	腾讯独家代理
暗夜破晓	北欧神话	放置RPG	绍兴恺趣(全资子公司)	腾讯独家代理
零之战线	机甲	放置卡牌类	人人游戏	启动预约
奇点物语	二次元男性向、剧情恋爱	AVG	幻境游戏	启动预约
王牌星舰	星际	放置卡牌类 轻度SLG	星跃互动	启动预约
前进之路	红色强国	SLG	仟憬网络	开启测试

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图10: 《魔神英雄传》获得 2020 金翎奖—玩家最期待的移动网络游戏奖项


资料来源：魔神英雄传公众号、新时代证券研究所

图11: 《玄中记》东方玄幻开放世界的差异化设定


资料来源：玄中记手游公众号、新时代证券研究所

研发团队壮大，持续寻求突破。恺英网络研发技术类人员约 800 人，占总员工数 70%，现有八大专项工作室、各大项目组，擅长领域覆盖多种品类，游戏研发投入不断加大。凭借多年积累的研发经验与实力，公司在 2021 上半年获得“比特位数据排序算法”、“3D 游戏渲染引擎方法”等多项发明专利和外观专利。另外，研发团队不断寻求突破，旗下魔神工作室 50 人在《魔神英雄传：神龙斗士》上线前 10 个月内对其彻底翻新重构，最终成绩优异；《王者传奇》工作室突破舒适圈，尝试新玩法吸引年轻玩家，游戏上线三年仍保持 DAU 过 10 万的良好表现。研发团队的不断精进，成就了恺英网络将游戏精品化的决心。

图12: 《王者传奇》拥有跨服大型 GVG 玩法的独特体验



资料来源：恺英网络官网、新时代证券研究所

3.2、游戏发行：拓展外部发行伙伴，保障游戏稳定持续产出

内外结合的发行体系保障产出稳定。公司发行体系包括自有发行和外部伙伴两部分，自有体系主要涵盖 XY 发行、MG 发行、H5 发行、海外发行等；外部体系包括腾讯、哔哩哔哩、贪玩游戏等众多合作伙伴。内部发行方面，公司旗下 XY 发行平台（XY.COM）于 2012 年上线，一年内跃升行业前十，拥有广泛客户群，公司连续四年蝉联金翎奖“最具影响力移动游戏发行商”。外部发行方面，储备游戏《玄中记》、《暗夜破晓》交由腾讯独家代理发行，去年 6 月上线的自研游戏《原始传奇》由贪玩游戏独家代理发行，今年 6 月公测的《刀剑神域黑衣剑士：王牌》由哔哩哔哩独家代理发行。内外部结合的发行结构将为公司产品持续产出提供保障。

图13: bilibili 独家代理发行《刀剑神域黑衣剑士：王牌》



资料来源：恺英网络官网、新时代证券研究所

3.3、投资+IP：通过投资差异化布局，IP 引入孵化双发力

投资与自身差异化的工作室，补充公司产品线。经过 2018 年之前的探索期，公司舍弃跟随市场热点的投资方式，潜心做好精品游戏。目前，公司的投资标的主要围绕游戏行业的产业链上下游，布局自研产品线以外的差异化、创意研发主体，从而与自有产品形成强协同，目前已有《高能手办团》等优秀作品诞生，其首月流水过亿、国内上线当日跻身 iOS 免费榜前三、畅销榜最高排名 13，为公司贡献了高额收益。未来在聚焦游戏主业的战略下，投资将成为业务核心板块之一，为公司

贡献利润与现金流，并以此建立更为立体的研发体系和更丰富的产品矩阵。

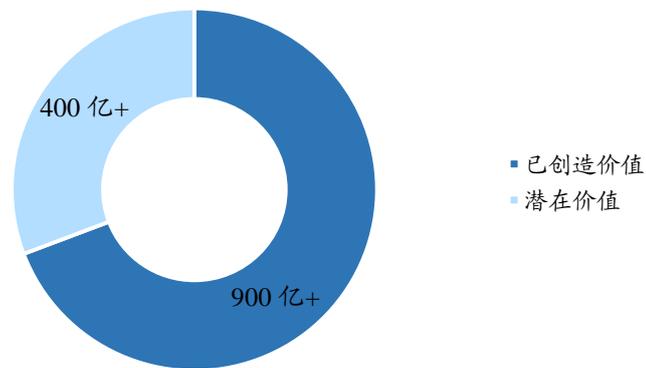
恺英网络部分战略及重点投资公司

公司	擅长类型	代表产品	投资逻辑
心光流美	卡牌	《高能手办团》	题材差异化
沧溟网络	开放世界 MMO	《玄中记》	手游研发的成熟团队
星跃互动	SLG	《星际迷航》、《王牌星舰》	泛科幻题材 SLG 品类的成熟团队
数字浣熊	卡牌 RPG	《妖怪正传》、《喵语嬉游》	水墨国风 RPG 品类的成熟团队，美术风格差异化
快马互娱	SLG	《家园战争》	泛 SLG 品类的成熟团队
幻境游戏	剧情类	《奇点物语》	重叙事、品类差异化
盛戏网络	RPG	《奇幻盛世记》	专注次世代 RPG 品类
仟憬网络	社会化游戏、科幻游戏	《前进之路》、《Grok!》	科幻题材的成熟团队
盛同恺		恺英网络与盛趣科技共同成立的合资公司，拥有《传奇》、《传奇世界》IP 的移动端独家授权	

资料来源：各公司官网、公告、新时代证券研究所

引入与自研品类相匹配的顶级 IP。 IP 引入策略已为公司积攒了包括“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“机动战士敢达系列”等众多知名 IP，“传奇世界”是引入策略的代表性项目，围绕蓄力已久、市场规模庞大的“传奇”IP，公司与盛趣游戏、江西贪玩达成战略合作，分别成立了盛同恺和浙江旭玩两家子公司，盛同恺拥有《传奇》和《传奇世界》IP 的移动端独家授权，未来可实现链条式 IP 管理，浙江旭玩将巩固公司在传奇品类的竞争力。此外，产品的拓维还在继续，恺英已建起“产品资料库”、向全公司所有部门开放，共同积累游戏和研发团队讯息，不断挖掘高潜力 IP。

图14: “传奇” IP 累计创造价值及未来三年潜在价值状况



资料来源：伽马数据 2020《“传奇”IP 影响力报告》、新时代证券研究所

积极孵化自有标杆级 IP。 IP 孵化方面，子公司绍兴恺英在今年 6 月 8 日与中国网络作家村现已达成战略合作，共同出资成立禹兮文化，深化未来的业务协同。上半年公司在《蓝月》大电影基础上签约知名作家洛城东，双方合作的首部蓝月系列作品《蓝月:武道第一战尊》已于掌阅小说平台连载更新，成功赋予经典 IP 新活力。未来，公司还将逐渐构筑起蓝月世界的新篇章。

3.4、海外市场：全球化视野拓展游戏版图

公司的游戏版图拥有全球化视野，目前布局覆盖日韩、东南亚、欧美等国家地区，并依托自身在国内的行业经验与研发实力，通过海外发行部门吸引优秀人才，

旨在打造境外发行团队。2020年公司境外收入占总营收7.34%，自研产品《敢达争锋对决》今年6月顺利在港澳台、韩国上线，香港地区上线后前20日排IOS畅销榜前10、最高第6。另外，子公司上海恺英网络科技有限公司成功入选由商务部、中宣部等五部委组织认定的“2021-2022年度国家文化出口重点企业”。凭借丰富的游戏经验，积极布局海外市场将为公司盈利带来新增长口。

图15: 《敢达争锋对决》在台湾地区上线



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

4、盈利预测

公司现已扫除内外部发展障碍、战略核心明确聚焦游戏主业，业绩回暖。看好公司追求游戏精品化、研发团队经验与实力、强大IP加持、游戏收入递延性，预计公司2021/2022/2023年净利润为5.08/6.06/7.29亿元，同增109.55%/19.26%/20.26%，当前股价对应PE分别为19/16/13倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

行业监管、股权纷争、研发人员流失、产品不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3-C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网软件公司实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

上海	阎喜蒙 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	丁培培 销售经理 邮箱：dingpei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼	邮编：100086
上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>