

恺英网络

002517.SZ

审慎增持 (首次)

传奇王者破局而归，VR 游戏扬帆远航

2022 年 08 月 14 日

市场数据

| 市场数据日期 | 2022-08-12 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 7.03 |
| 总股本(百万股) | 2152.52 |
| 流通股本(百万股) | 1644.17 |
| 总市值(百万元) | 15132.20 |
| 流通市值(百万元) | 11558.53 |
| 净资产(百万元) | 3656.74 |
| 总资产(百万元) | 5114.56 |
| 每股净资产(元) | 1.70 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2375 | 3862 | 5004 | 6216 |
| 同比增长 | 53.9% | 62.6% | 29.6% | 24.2% |
| 归母净利润(百万元) | 577 | 1104 | 1448 | 1823 |
| 同比增长 | 224.1% | 91.5% | 31.1% | 25.9% |
| 毛利率 | 70.8% | 76.3% | 77.8% | 79.1% |
| 净利率 | 35.6% | 37.9% | 38.4% | 39.9% |
| 每股收益(元) | 0.27 | 0.51 | 0.67 | 0.85 |
| 市盈率 | 26.2 | 13.7 | 10.5 | 8.3 |
| 市净率 | 4.4 | 3.3 | 2.5 | 1.9 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **版号发放“提速增量”趋势明显，有望提振游戏板块估值。**当前游戏板块估值处于底部区间，游戏版号重启发放，网游审核试点扩大，版号恢复和数量提升趋势预计会带来游戏估值的提振。
- **传奇 IP 生命力旺盛，持续贡献高额流水。**传奇类游戏具备庞大的市场规模及用户基础，用户强大的付费能力及意愿持续贡献高额流水，传奇 IP 已创造流水约 900 亿元，传奇 IP 价值有望超过 1300 亿元。传奇类游戏正逐渐向年轻用户渗透，具备持续发展空间。
- **“传奇品类+创新品类”双轮驱动恺英业绩向上。**公司手握传奇核心 IP 版权，十余年深耕积淀深厚，持续领跑传奇市场。《蓝月传奇》《原始传奇》《热血合击》等爆款产品贡献稳定现金流；创新品类齐头并进，MMO、卡牌、SLG、二次元、模拟经营等持续发力，“传奇品类+创新品类”双轮驱动业绩向上。公司上半年《原始传奇》、《天使之战》、《热血合击》、《王者传奇》等游戏表现良好，收入及利润增长显著，2022 下半年重磅新游联袂推出，有望贡献全年业绩高增长。

VR 内容入口及硬件终端。政

升用户沉浸式游戏体验，带动

VR 头显出货量增加，内容生态持续扩充，国产 VR 游戏蓄势待发。公司投资大朋 VR，布局硬件终端，合资幻世科技，打造 VR 内容入口，软硬兼具，傲立元宇宙潮头。

- **盈利预测:**公司传奇游戏流水丰盈且市场份额领先，并持续拓展多元品类、优质项目储备充足。VR 游戏蓄势待发、软硬兼备，未来大有可为。根据业绩预告，公司上半年实现归母净利润 4.7-6.5 亿元，我们看好公司后续游戏的流水表现，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 11.04/14.48/18.23 亿元，对应当前股价（2022 年 8 月 12 日）的 PE 分别为 13.7/10.5/8.3 倍，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

风险提示: 政策及监管环境的风险、市场竞争加剧风险、控制权变更风险、VR 业务进展不及预期风险、新游戏或新版本上线延期风险、老游戏流水回落风险、版权纠纷风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师:

李阳

liyanyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

目 录

| | |
|-------------------------------|------|
| 1、公司概况：三驾马车战略引领，营收增长业绩复苏..... | 5 - |
| 1.1、深耕游戏研发运营，三核主业强势引领..... | 5 - |
| 1.2、持续增持彰显信心，多元投资完善生态..... | 6 - |
| 1.3、经营状况不断改善，盈利能力持续提升..... | 7 - |
| 2、游戏主业欣欣向荣，出海产品乘风破浪..... | 9 - |
| 2.1、行业发展趋于规范，版号恢复提振信心..... | 9 - |
| 2.2、研发实力筑牢根基，发行体系添砖加瓦..... | 11 - |
| 2.3、内外并进储备 IP，全链开发深度变现..... | 14 - |
| 2.4、战略清晰三管齐下，出海打造增长引擎..... | 16 - |
| 3、“传奇+创新”双轮驱动，多维发展再谱新篇..... | 18 - |
| 3.1、传奇游戏历久弥香，吸金能力不容小觑..... | 18 - |
| 3.2、主力群体硬核付费，持续贡献高额流水..... | 21 - |
| 3.3、十年打磨传奇宝剑，匠心构筑独有壁垒..... | 24 - |
| 3.4、持续发力创新品类，深度协同反哺产业..... | 29 - |
| 4、VR 游戏蓄势待发，软硬兼备未来可期..... | 32 - |
| 4.1、政策引领技术赋能，VR 游戏前景广阔..... | 32 - |
| 4.2、设备普及内容丰富，产业生态不断完善..... | 33 - |
| 4.3、前瞻布局硬件龙头，七年积淀发力 C 端..... | 35 - |
| 4.4、携手幻世加码内容，强强联手抢占先机..... | 38 - |
| 5、盈利预测与估值..... | 39 - |
| 6、风险提示..... | 40 - |

图目录

| | |
|---|------|
| 图 1、公司发展历程..... | 5 - |
| 图 2、公司业务布局..... | 6 - |
| 图 3、2020.1.21-2022.8.1 金锋直接持股比例 (%) (截至 2022 年 8 月 1 日) .. | 6 - |
| 图 4、公司股权结构 (截至 2022 年 8 月 1 日)..... | 6 - |
| 图 5、公司投资的企业概况 (截至 2022 年 8 月 1 日)..... | 7 - |
| 图 6、2017-2022Q1 公司营业收入及同比增长率..... | 8 - |
| 图 7、2017-2022Q1 公司归母净利及同比增长率..... | 8 - |
| 图 8、2017-2021 营业收入构成 (%)..... | 9 - |
| 图 9、2017-2021 公司各业务毛利率 (%)..... | 9 - |
| 图 10、2017-2022Q1 期间费用及期间费用率..... | 9 - |
| 图 11、2017-2022Q1 各项期间费用率 (%)..... | 9 - |
| 图 12、2018-2022 年游戏行业重要政策法规梳理..... | 10 - |
| 图 13、2018 年 3 月至今国内和进口游戏版号发放数量 (截至 2022 年 8 月 13 日, 单位: 个)..... | 11 - |
| 图 14、公司内部研发团队构成..... | 12 - |
| 图 15、2017-2022Q1 公司研发投入及研发费用率..... | 12 - |
| 图 16、2017-2021 年公司研发人员数量及占比..... | 12 - |
| 图 17、公司内外发行体系..... | 13 - |
| 图 18、公司发行实力概览..... | 14 - |
| 图 19、公司部分 IP 储备..... | 15 - |
| 图 20、公司游戏 IP 产业链布局..... | 15 - |

| | |
|--|--------|
| 图 21、2014-2022 年上半年中国自研游戏国内市场实际销售收入及同比增速 | - 16 - |
| 图 22、2014-2022 年上半年中国自研游戏海外市场实际销售收入及同比增速 | - 16 - |
| 图 23、2020-2022 年上半年中国自研移动游戏海外重点地区收入占比 | - 17 - |
| 图 24、2020-2022 年上半年中国自研移动游戏海外市场收入前 100 类型占比 | - 17 - |
| 图 25、中国传奇游戏产业链 | - 18 - |
| 图 26、国内游戏用户是否玩过传奇类游戏调查（截至 2020 年 9 月） | - 19 - |
| 图 27、国内传奇用户接触的“传奇”游戏数量（截至 2020 年 9 月） | - 19 - |
| 图 28、国内游戏用户是否会主动寻找感兴趣 IP 改编游戏的调查（截至 2020 年 9 月） | - 20 - |
| 图 29、国内“传奇”IP 累计创造价值以及潜在价值测算 | - 20 - |
| 图 30、2019.7.1-2020.6.30 国内移动游戏各类型流水分布（%） | - 20 - |
| 图 31、2019 年国内 MMORPG 移动游戏“传奇”IP 产品精品产出占比（%） | - 20 - |
| 图 32、2001-2020 年上半年国内“传奇”IP 端游产品累计流水（单位：亿元） | - 21 - |
| 图 33、2016.6-2020.6 国内“传奇”IP 端游累计注册账号数量（单位：百万） | - 21 - |
| 图 34、国内传奇类游戏和非传奇类游戏用户月充值情况对比（%）（截至 2020 年 9 月） | - 21 - |
| 图 35、国内传奇类游戏和非传奇类游戏用户收入水平对比（%）（截至 2020 年 9 月） | - 21 - |
| “传奇”类 IP 和非“传奇”类 IP 游戏用户性别分布（%）（截至 2020 年 9 月） | - 22 - |
| 图 37、国内“传奇”类 IP 和非“传奇”类 IP 游戏用户年龄段分布（%）（截至 2020 年 9 月） | - 22 - |
| 图 38、国内传奇游戏买量创意面向用户年龄分布（截至 2021 年 3 月） | - 22 - |
| 图 39、《热血传奇》端游和手游用户年龄分布（截至 2020 年 9 月） | - 22 - |
| 图 40、国内传奇类游戏买量创意面向用户地区分布（截至 2021 年 3 月） | - 23 - |
| 图 41、国内用户认为传奇游戏具备较强吸引力的特性（截至 2020 年 9 月） | - 24 - |
| 图 42、国内买量创意中传奇类游戏卖点分布情况（截至 2021 年 3 月） | - 24 - |
| 图 43、公司旗下传奇类产品布局 | - 24 - |
| 图 44、2019 年国内各游戏题材买量投放游戏数分布（%） | - 25 - |
| 图 45、2020 年各国内游戏题材买量投放游戏数分布（%） | - 25 - |
| 图 46、2021 年国内各题材游戏买量投放游戏数分布（%） | - 25 - |
| 图 47、2022 年上半年国内各题材买量投放游戏数分布（%） | - 25 - |
| 图 48、2015-2020 年上半年国内“传奇”IP 流水概况（单位：亿元） | - 26 - |
| 图 49、《蓝月传奇》超级会员门槛及权利 | - 27 - |
| 图 50、2019 年和 2020 年国内传奇类游戏买量 TOP20 | - 27 - |
| 图 51、2021 年国内传奇类游戏买量 TOP10 素材（个） | - 27 - |
| 图 52、公司旗下爆款传奇产品介绍 | - 28 - |
| 国内非传奇品类产品矩阵 | - 30 - |
| 图 54、公司战略投资企业概况 | - 31 - |
| 图 55、2020-2024 全球 VR/VR 市场出货量及预测 | - 33 - |
| 图 56、我国部分企业 VR 游戏布局 | - 34 - |
| 图 57、中国 VR 游戏产业链图谱 | - 35 - |
| 图 58、乐相科技发展历程 | - 35 - |
| 图 59、大朋 VR 现有产品线（截至 2022 年 8 月 1 日） | - 36 - |
| 图 60、2021Q4 全球 VR 头显出货量市场份额（%） | - 38 - |
| 图 61、2018-2020 单季度中国 VR 市场各品牌市占率（%） | - 38 - |
| 图 62、幻世科技自研 VR 游戏《开心鼓神》画面 | - 38 - |
| 图 63、幻世科技自研 VR 游戏《激战纪》画面 | - 38 - |
| 图 64、申万游戏指数收盘点位及估值（截至 2022 年 8 月 12 日） | - 40 - |

表目录

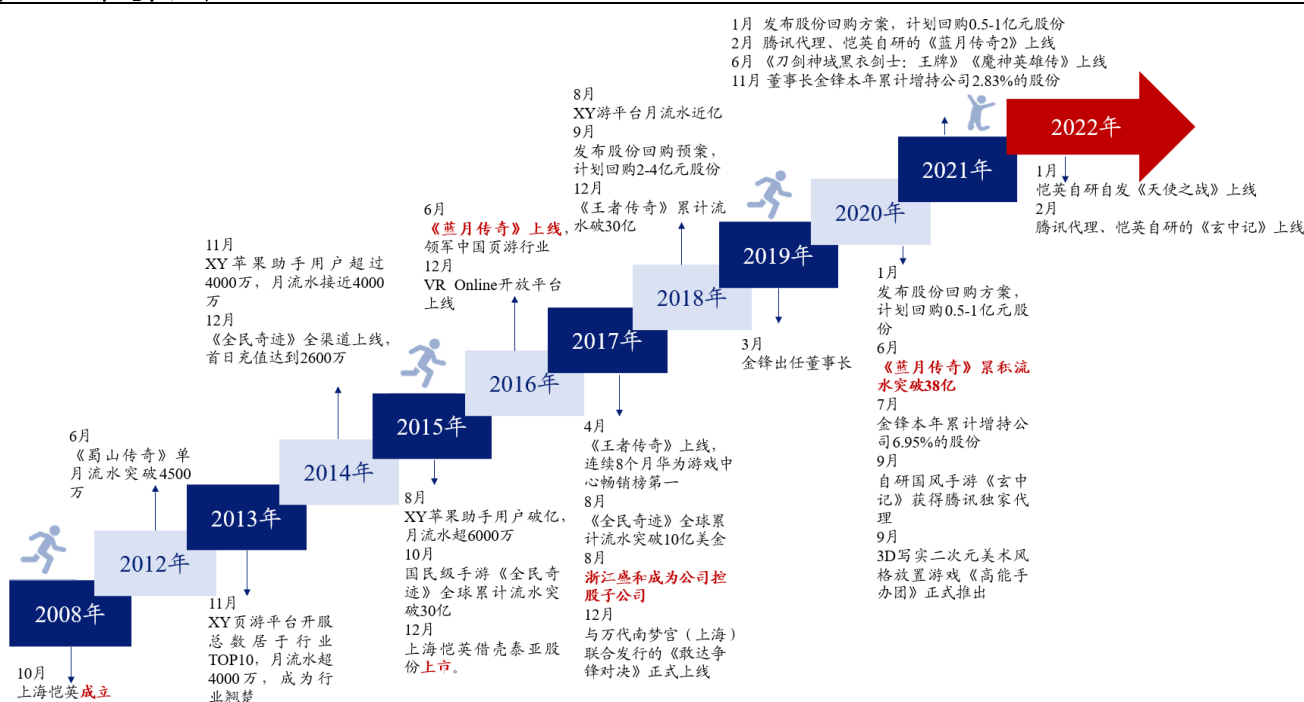
| | |
|---|--------|
| 表 1、截至 2021 年底公司的在研项目情况 | - 13 - |
| 表 2、国内传奇类游戏代表产品的最高月流水及累计流水(亿元)(截至 2021 年 3 月) | - 26 - |
| 表 3、2021 年国内中重度游戏买量总榜 TOP100 | - 28 - |
| 表 4、公司部分战略投资企业及投资逻辑 | - 31 - |
| 表 5、近年来中国 VR 相关政策梳理 | - 32 - |
| 表 6、国内头部 VR 产品价格对比 | - 37 - |
| 表 7、公司盈利预测结果 (PE/PB 对应 2022 年 8 月 12 日收盘价) | - 39 - |
| 表 8、主要游戏公司估值 (按照 2022 年 8 月 12 日收盘价) | - 40 - |

1、公司概况：三驾马车战略引领，营收增长业绩复苏

1.1、深耕游戏研发运营，三核主业强势引领

聚焦游戏主业，辐射泛娱生态。恺英网络前身上海恺英成立于2008年10月，2015年借壳泰亚股份上市后更名为恺英网络，是一家专业游戏研发商、运营商。公司坚持“聚焦游戏主业，研发、发行、投资+IP三核引领”的发展战略，通过游戏产品（移动游戏、网页游戏、H5游戏）和发行平台（XY发行、MG发行、H5发行、境外发行）进行横向延伸，通过电竞、动画、漫画、影视剧等泛娱乐内容进行纵向布局，持续为用户提供优质内容服务和深度游戏娱乐体验。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主营业务以“游戏”为核心，分为研发、发行以及投资+IP三大板块。1) 研发

公司拥有领先的自主研发技术平台和顶级制作运营团队，在过去多年

的发展中积累了丰富的游戏研发经验，塑造了众多经典产品，目前公司正稳步打造多维度、立体化的研发体系，致力于构建更加丰富多元的产品矩阵。2) 发行业务板块：公司持续完善内外部相结合的发行体系，旗下发行平台XY.COM是国内知名精品游戏发行平台，上线运营至今累计推出精品游戏超百款，涵盖角色扮演、模拟应景、休闲竞技、战略策略等多种类型手机、网页、H5游戏。3) 投资+IP业务板块：公司扎实推进战略投资与IP布局相互协同赋能，投资标的主要聚焦于游戏行业上下游产业链，通过差异化布局补充自研产品线的同时推动战略投资企业与公司发行业务板块形成强业务协同，公司通过外部引入、内部孵化、对外投资IP工作室三大举措展开IP布局，为公司研发业务板块提供强劲IP支持的同时赋能战略投资企业高速发展。

公司持续完善内外部相结合的发行体系，旗下发行平台XY.COM是国内知名精品游戏发行平台，上线运营至今累计推出精品游戏超百款，涵盖角色扮演、模拟应景、休闲竞技、战略策略等多种类型手机、网页、H5游戏。3) 投资+IP业务板块：公司扎实推进战略投资与IP布局相互协同赋能，投资标的主要聚焦于游戏行业上下游产业链，通过差异化布局补充自研产品线的同时推动战略投资企业与公司发行业务板块形成强业务协同，公司通过外部引入、内部孵化、对外投资IP工作室三大举措展开IP布局，为公司研发业务板块提供强劲IP支持的同时赋能战略投资企业高速发展。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 2、公司业务布局



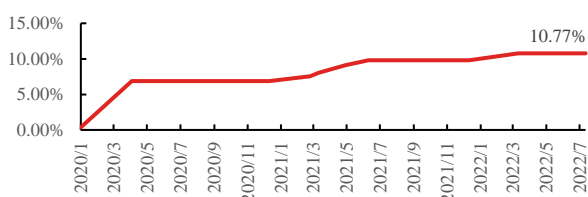
资料来源：公司官网、公司公告、各游戏官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、持续增持彰显信心，多元投资完善生态

股票回购董事增持，彰显公司发展信心。2020-2022年，公司董事长金锋连续增持公司股份，彰显了对公司长远健康发展的信心，截至2022年8月1日，金锋合计持股10.77%，系公司第二大股东。同时，为了吸引并留存核心骨干和专业人才，公司分别在2020年和2021年进行股票回购，并实施了股票期权激励计划和员工持股计划，健全长效激励机制。

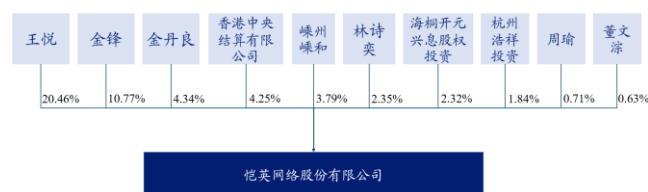
根据2022年8月6日京东网络司法拍卖平台公示的《网络竞价成功确认书》，本次拍卖中王悦持有的1.125亿股公司股票被绍兴市安岙企业管理合伙企业（有限合伙）拍得；王悦持有的1088万股股票被杨吴月拍得。根据2022年8月14日阿公司公示的《网络竞价成功确认书》，本次拍卖中王悦持有的6480万股公司股票被金锋拍得。

图 3、2020.1.21-2022.8.1 金锋直接持股比例（%）（截至2022年8月1日）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司股权结构（截至2022年8月1日）

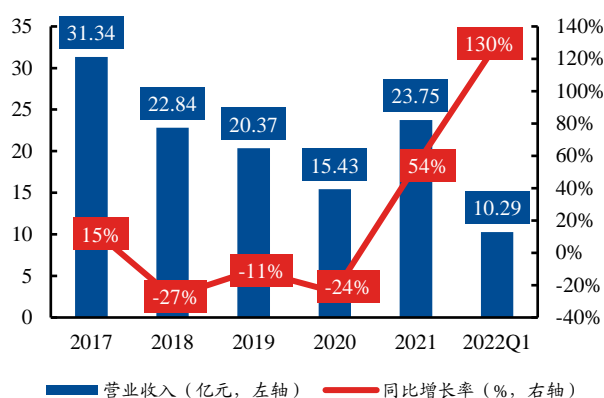


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

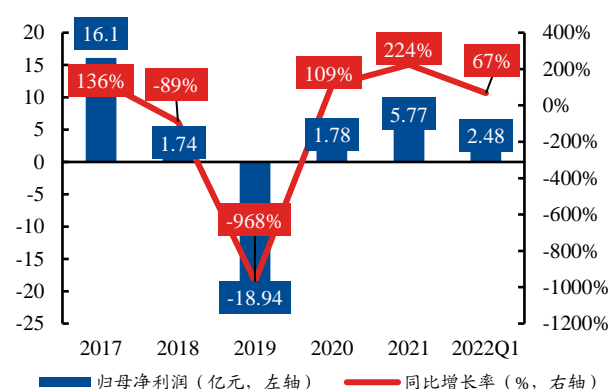
受控股子公司浙江九翎陷入国际仲裁纠纷、浙江盛和业绩下滑两大事件影响，公司计提商誉减值损失约 21 亿元，导致当年业绩出现亏损。2020 年浙江九翎出表，叠加部分老游戏流水下降，当年公司营业收入继续下滑，但老游戏运营投入和市场推广费的同步减少叠加公司加强债权管理信用减值损失减少、浙江盛和业绩回暖等因素，公司归母净利润扭亏为盈。同年，公司迅速开启新一轮经营战略调整，围绕“聚焦游戏主业”的核心战略方向，确立了“研发、发行、投资+IP”三大业务板块，并细化到日常经营中。深蹲是为了更好的起跳，2021 年，经典游戏《原始传奇》《王者传奇》等继续保持较好的收入和利润贡献，新游《热血合击》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》以及《魔神英雄传》表现不俗，带动公司收入和利润显著回升。2022Q1，公司营收和业绩持续复苏，营收同增 130%，归母净利同增 67%，Q1 单季度的营收和业绩已接近 2021 全年的一半。此外，截至 2022Q1，公司合同负债的账面价值接近 1.63 亿元，后续将逐步释放为营业收入。根据公司披露的业绩预告，2022 上半年，公司多款游戏表现良好，收入和利润显著提升，2022 上半年预计归母净利为 4.7-6.5 亿元，同比增长 69.63%-134.6%，预计扣非净利为 4.38-6.3 亿元，同比增长 115.91%-210.55%，公司已呈现出强劲的复苏态势，未来可期。

图 6、2017-2022Q1 公司营业收入及同比增长率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2017-2022Q1 公司归母净利润及同比增长率



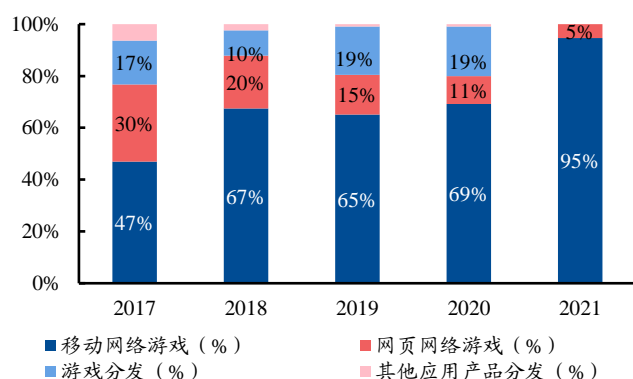
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

移动游戏占比提升，毛利率超过 70%。作为一家专业的游戏研发商、运营商和发

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。受到中国移动用户数量大幅增长、疫情居家个人娱乐时间增加以及“聚焦游戏主业”战略等因素影响，公司移动网络游戏占营业收入的比重持续提升，已由 2017 年的 47% 增长至 2021 年的 95%，同时，公司移动网络游戏的毛利率也始终处于高位，除 2018 年的其余年份均在 70% 以上。

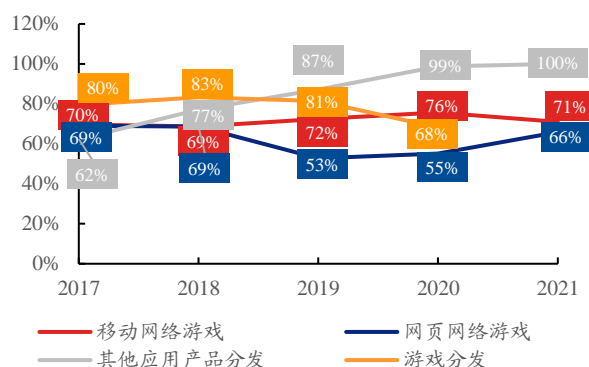
图 8、2017-2021 营业收入构成 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2021 年年报中，公司调整了营收拆分口径，游戏分发业务收入与移动网络游戏业务收入合并为移动游戏业务，此处为保持可比性，暂且用 2021 年年报披露的移动游戏的收入和毛利率代表表格中 2021 年移动网络游戏对应的收入和毛利率。

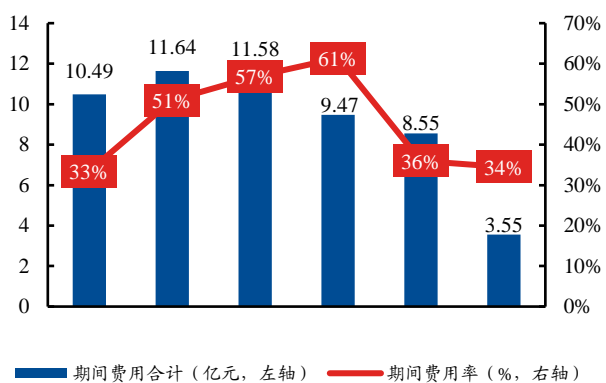
图 9、2017-2021 公司各业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

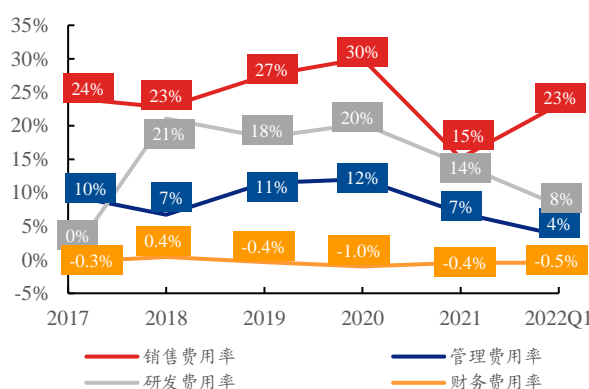
降本增效全面推进，经营效率持续提升。在保证与营业收入增长相匹配的期间费用支出费用的管理采取降本增效措施加强对期间费用支出费用的管理，尤其是在销售费用和管理费用两方面，公司采取了重点调整措施。针对水涨船高的买量成本，公司优化了发行策略，针对具体产品特点选择单独或联合发行的方式，2021 年销售费用率降至 15%。未来公司将持续加强内外部合作以降低发行成本及风险，管理费用率和研发费用率也将随着公司管理和业务的优化升级进一步下降。

图 10、2017-2022Q1 期间费用及期间费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2017-2022Q1 各项期间费用率 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、游戏主业欣欣向荣，出海产品乘风破浪

2.1、行业发展趋于规范，版号恢复提振信心

监管政策陆续落地，促进游戏规范发展。2018 年至 2022 年，我国游戏政策导向

主要体现在规范市场运行和加强未成年保护两个方面。为了促进游戏市场规范运行，国家广电总局和国家新闻出版署始终保持着游戏行业监管的主动权，不仅多次采用暂停游戏版号发放的方式控制市场乱象，还保持了对已发放版号进行撤销的权利。为了加强对未成年人的保护、防止未成年人沉溺于游戏，国家广电总局和国家新闻出版署亦对游戏行业提出了一系列关于加强未成年人保护的强制性要求。2020年12月，《网络游戏适龄提示》团体标准发布，并进入试行阶段。2021年6月，新版《未成年人保护法》正式实施，对“防沉迷”提出了明确要求。2021年8月，国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，进一步严格管理措施，对未成年人每周的游戏时间作出了严格限制。2021年11月，首部《个人信息保护法》正式生效。

图 12、2018-2022 年游戏行业重要政策法规梳理

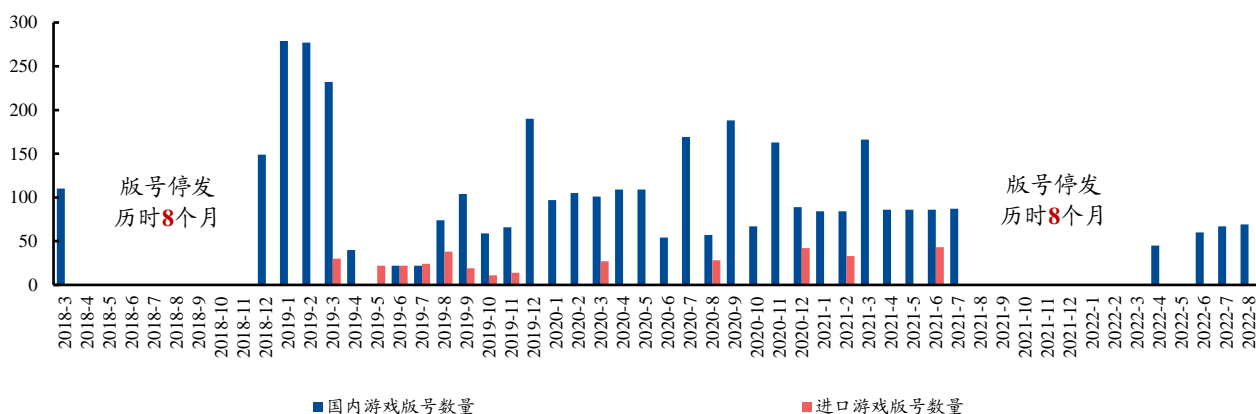
| | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | |
|---------------|--|--|--|---|-------|--|
| 版号政策 | 3月：国家广电总局发布《游戏中报审批重要事项通知》，由于机构改革，全面暂停所有游戏版号发放。 12月：游戏产业年会发布消息称首批游戏完成审核，正在抓紧核发版号。 | 4月：国家新闻出版署召开全国游戏管理工作专题会议，明确游戏监管要求，提出新游戏版号审批要倾向精品游戏，未来审核效率会进一步加快。 | 2020年9月：国家新闻出版署发布首批撤销版号。 2021年3月：国家新闻出版署发布《游戏审查评分细则》，低分游戏将被打回，无法进入版号审批排队流程。 2021年8月：国家新闻出版署暂停游戏版号审批。 2022年4月：重启版号发放，45款游戏获批。6月、7月、8月分别有60、67、69款获批。 2022年7月：商务部等27部门发布《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，提出扩大网络游戏审核试点。 | | | |
| 其他法律法规 | 2018年4月：教育部下发《关于做好预防中小学生沉迷网络教育引导工作的紧急通知》，要求重点排查学生沉迷游戏等问题。 2018年8月：《综合防控儿童青少年近视实施方案》实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，限制未成年人使用时间。 2019年11月：国家新闻出版署发布《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，实行网络游戏用户账号实名注册制度，严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长，规范向未成年人提供付费服务。 | | 10月：《未成年人保护法》第二次修订，对“防沉迷”提出了明确要求。 12月：中国音数协发布《网络游戏适龄提示》团体标准，根据不同年龄段未成年人成长特点，提示游戏所适合的未成年用户年龄段。 | 2021年6月：新版《未成年人保护法》正式实施。 2021年8月：国家新闻出版署发布《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，要求网游企业严格限制向未成年人提供游戏服务的时间。 2021年11月：首部《个人信息保护法》正式生效，明确了游戏公司及分发渠道的个人信息保护的要求。 2022年3月：《未成年人网络保护条例(征求意见稿)》规定网络产品和服务提供者应当建立健全防沉迷制度，不得向未成年人提供诱导其沉迷的产品和服务。 | | |

资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

游戏版号恢复重振市场信心，扩大审核试点创新监管方式。2022年4月11日，版署向45款过审游戏产品下发了2022年首批游戏版号，这也是时隔8个多月后

游戏版号，6月7日版署发放2022年第二批版号，共60款游戏获批；7月13日发放第三批版号，共67款游戏获批；8月1日发放第四批版号，共有69款游戏获批，版号发放呈现明显的“提速增量”趋势。7月21日，商务部等27部门发布《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，提到“扩大网络游戏审核试点，创新事中事后监管方式”，试点施行将简化审批环节，提高行政效率，版号发放数量和审批速度有望提升。一方面，游戏监管政策渐趋完善，保障行业健康发展；另一方面，版号恢复和7月21日《意见》释放积极信号，为国内游戏的发展注入信心，当前游戏行业拥有了政策和基本面的双重保障，上行动能充足。

图 13、2018 年 3 月至今国内和进口游戏版号发放数量（截至 2022 年 8 月 13 日，单位：个）



资料来源：国家新闻出版广电总局，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、研发实力筑牢根基，发行体系添砖加瓦

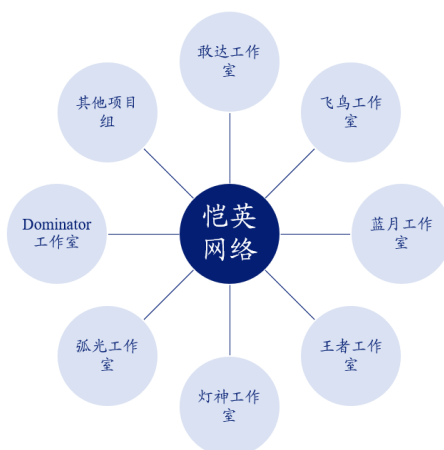
聚焦游戏主业，研发、发行、投资+IP 三核引领。公司坚持三核战略，打造多维度、立体化的研发体系与完整的发行体系，并在全球范围内搜寻、引进优质 IP，深入研究 IP 的品牌潜力，力争最大限度挖掘和提升 IP 品牌价值，并依托强大的技术沉淀与优秀的研发团队，进一步拓展产品线，打造新一代精品大作。目前，强大的优质 IP 获取及打造能力已成为公司核心竞争力之一，为公司研发新兴力作不断提供强劲助力。

研发团队实力强劲，七大工作室成果喜人。公司拥有领先的自主研发技术平台和顶级制作运营团队，主要集中在上海本部及浙江盛和两支经验丰富的研发团队。目前，公司已经构建出多维度、立体化的研发体系，由自研产品、战略投资企业产品、外部定制产品三个层级构成，**七大专项工作室及其他项目组负责十余款自研产品的开发制作**，在技术和美术中台层面充分实现了技术、素材和人员的统筹和共享，用心为玩家打磨精品游戏。同时，公司研发团队凭借丰富的技术经验与成熟的研发实力，取得“跨网络域资源的访问方法及设备”、“3D 游戏渲染引擎方法”等近 20 项专利，提升自身产品品质的同时，为推动游戏行业发展贡献力量。

已经在以《蓝月传奇》、《王者传奇》、《原始传奇》为代表的传奇品类

游戏以及《全民奇迹》为代表的奇迹品类游戏研发领域积累了深厚实力，并不断向其他游戏品类扩张，保障稳定、高效的打磨推出更多精品游戏。

图 14、公司内部研发团队构成

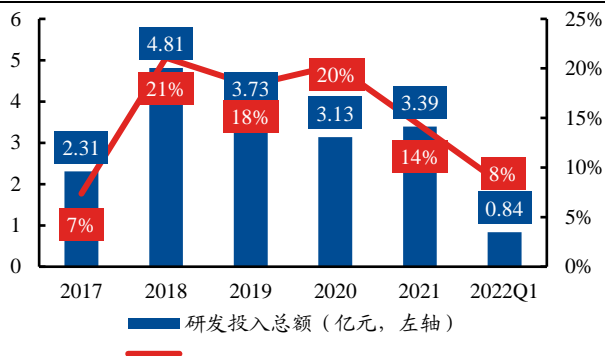


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

研发投入稳步提升，自研体系不断优化。公司持续发力游戏研发投入，加强游戏研发团队建设，研发投入始终保持在较高水平，研发人员占比连年上升，截至 2021 年 948 名研发人员，占公司员工总数的 69%。同时，为了充分提高

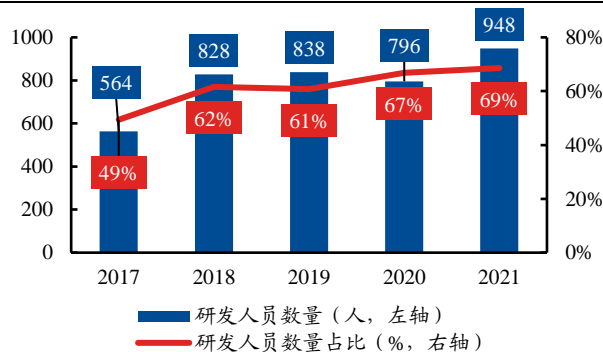
研发效率、提升团队凝聚力并在一定程度降低研发成本，公司不仅相继实施了拟用于员工持股计划和股权激励计划的股份回购项目，吸引和留住专业管理人才及核心骨干，充分调动其积极性和创造性，还对自研体系架构进行了调整，公司自研体系逐步实现管线化、标准化、模块化和自动化，项目管理体系整体得到优化，核心团队凝聚力和企业核心竞争力均有显著提升。

图 15、2017-2022Q1 公司研发投入及研发费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2017-2021 年公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在研产品储备充足，多款新游拭目以待。自 2011 年至今，公司游戏产品经国家新闻出版署审批通过近 90 款，目前处于申报中的游戏产品 10 余款。2022 年公司已上线新游《天使之战》、《玄中记》和《圣灵之境》，未来计划上线的重磅产品有《斗罗大陆》、《盗墓笔记》、《龙神八部之西行纪》、《新倚天屠龙记》、《仙剑奇侠传：新的开始》、《山海浮梦录》、《妖怪事务所》（海外版）、《妖怪正传 2》等。

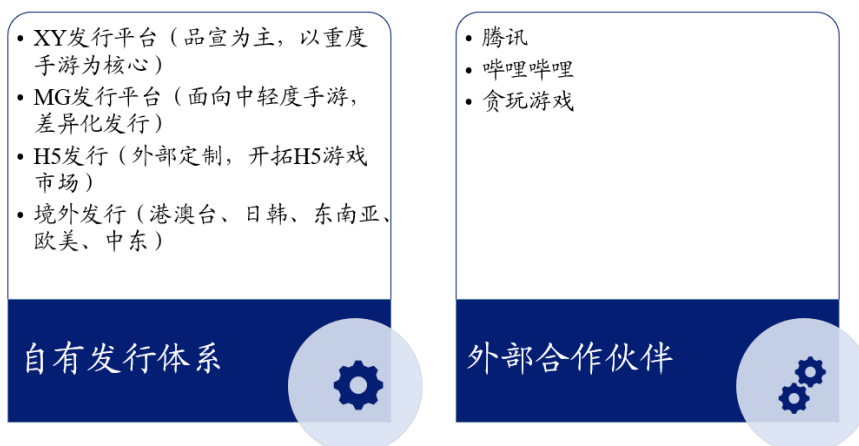
表 1、截至 2021 年底公司的在研项目情况

| 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 |
|------------|------|-------|--------------|----------------|
| 山海浮梦录 | 打造品牌 | 开发末期 | 实现稳定收益 | 战略转型，开拓市场 |
| Project O | 增加收益 | 开发中后期 | 实现持续盈利，布局全球 | 增强现金流 |
| 代号：重生 | 打造品牌 | 开发中期 | 获得高流水 | 持续稳定收益 |
| 代号：武侠 | 增加收益 | 开发中期 | 实现稳定收益 | 持续稳定收益 |
| 归隐云深后的种田生活 | 打造品牌 | 开发初期 | 实现稳定收益 | 战略转型，开拓市场 |
| 代号：探险 | 打造品牌 | 开发初期 | IP 游戏化，获得高流水 | 拓展新品类赛道，持续稳定收益 |
| 代号：斗罗 | 打造品牌 | 开发初期 | IP 游戏化，获得高流水 | 拓展新品类赛道，持续稳定收益 |
| 代号：源灵 | 战略布局 | 开发初期 | 获得高流水 | 打破技术壁垒，提升市场竞争力 |
| 代号：复古 | 增加收益 | 开发初期 | 实现短线盈利 | 增强现金流 |
| Project S | 战略布局 | 开发初期 | 布局未来 | 拓展新品类赛道，持续稳定收益 |
| Project D | 增加收益 | 开发中后期 | 获得长期盈利及品牌影响力 | 拓展新品类赛道，持续稳定收益 |

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

发行平台底蕴深厚，发行体系渐趋完善。公司的发行体系主要由以 XY 发行平台为代表的自有发行体系和外部发行合作伙伴组成。**自有发行体系**主要由 XY 发行、MG 发行、H5 发行和境外发行四大部分组成。其中，**XY 发行平台**是以品宣为主的核心发行平台，以重度手游产品为核心，在传奇品类产品中保持发行优势，是**MG 发行研发运营高产出重要变现平台**；**XY 发行**旨在实现产品差异化发行，对 XY 发行进行有效补充；**H5 发行**主要以外部定制方式获取优质产品，通过公司具有丰富经验的团队专注运营，开拓 H5 游戏市场；**境外发行**主要面向港澳台、日韩、东南亚、欧美、中东等区域市场进行业务孵化，全球发行能力逐步完善。**2021 年公司对发行业务架构进行调整，将原先各自独立的发行条线进行整合，使发行业务模块化**，即对产品引入、项目发行、项目维护进行模块化管理，提高内部效率，增加外部渠道粘性，推动深化品牌合作。**发行平台买量业务带来的流水稳步增长，产品发行业务与海外发行业务已就位，蓄势待发。**

图 17、公司内外发行体系



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

内外联合强化发行优势，品效合一相互赋能。外部合作伙伴亦是公司发行体系的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

重要组成部分。为了充分实现自研产品的效益，公司积极加强与腾讯、B 站、贪玩等处于行业头部的发行伙伴合作。在行业买量成本逐渐提升的背景下，一方面公司加强与外部发行伙伴的合作，另一方面控制成本，提高效率，强调品效合一；另一方面，公司愈加注重游戏研发精品化、推广精细化、运营长线化。同时，通过积极促进研发与发行两大核心业务板块相互赋能，公司的产品矩阵有望进一步多样化，产品上线和投放节奏将更加合理，持续促进业绩增长。

图 18、公司发行实力概览



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、内外并进储备 IP，全链开发深度变现

外部授权与内部孵化并进，为研发体系提供 IP 支持。公司的 IP 布局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 引入借力。公司已经积累了大量 IP 授权，目前公司不但获得“传奇世界”、“刀魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“西行纪”等知名 IP 授权，还新增

了“斗罗大陆”、“盗墓笔记”、“倚天屠龙记”、“仙剑奇侠传”、“关于我转生变成史莱姆这档事”等头部 IP 授权。公司还与中国网络作家村达成战略合作，合资成立杭州禹兮公司，借力作家村平台以及众多知名作家打造专属 IP。强大的优质 IP 获取及商业化能力是公司研发新兴力作的强劲助力。

图 19、公司部分 IP 储备



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

IP 投资发力。公司通过战略投资锁定了大量优质游戏工作室，以心光流美、光影游戏、数字浣熊为代表的研发商已经积累了诸多二次元、科幻等品类的优质 IP，助力公司的差异化布局，带来了丰厚的投资回报。

IP 孵化蓄力。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。自主孵化 IP《蓝月纪元》小说持续连载，并与掌阅科技在动漫领域展开合作；同时与中国网络作家村展开深度合作，跨界题材领域创作世界观创作。公司自主是国内首创的中国节日拟人题材绘本式科普漫画，涵盖了有关中国传统岁时传说、习俗、美食、诗歌、国外影响等内容。国风手工题材少女漫画《百工灵》，主要立足于弘扬中华传统手工艺，通过温馨的故事与精美的科普漫画，探讨丰富的手工艺对于人类社会的价值，旨在加强年轻一代对于传统文化的关注与认知。随着传统文化保护的重要性凸显，公司的国风 IP 价值有望持续提升。未来公司计划推出的 IP 衍生品类包括但不限于实体出版物、有声书、短视频、实体周边等；将聚焦原创 IP 的版权价值，实现 IP 的书、漫、影、游全链路开发。

图 20、公司游戏 IP 产业链布局



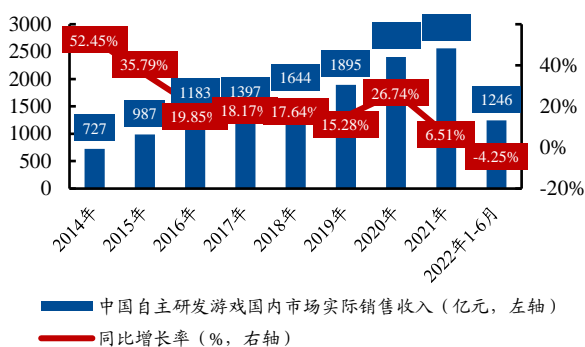
资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.4、战略清晰三管齐下，出海打造增长引擎

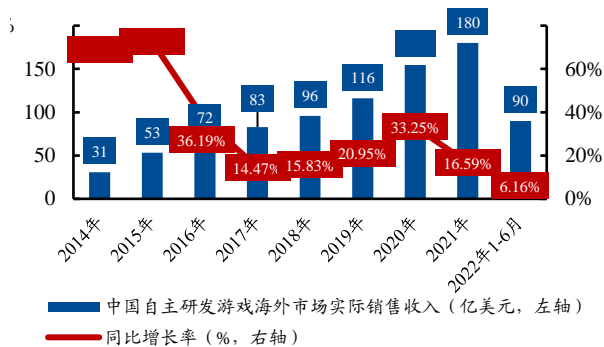
游戏行业进入存量竞争时代，海外布局成为国产游戏突破口。根据游戏工委《2022年1-6月中国游戏产业报告》，2022年1-6月，国内游戏市场实际销售收入1477.89亿元，同比下降1.80%，出现近年来的首次同比下降，游戏用户规模同比下降了0.13%。市场收入与用户规模出现“双降”，主因是疫情期间用户收入减少，消费意愿降低以及游戏企业经营成本持续增加等。在国内游戏用户数量渐趋饱和的背景下，一方面，提升游戏品质，并对存量用户价值进行深度挖掘，提升用户留存率，成为当前游戏厂商增加流水和利润的关键；另一方面，积极布局出海业务，挖掘海外增量市场成为突破口，2022年1-6月，自主研发网络游戏国内市场实际销售收入1246亿元，同比下降4.25%，自主研发游戏海外市场实际销售收入90亿美元，同比增长6.16%，使得国产游戏“走出去”保持了较为稳定的成长。

图 21、2014-2022 年上半年中国自研游戏国内市场实际销售收入及同比增速



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

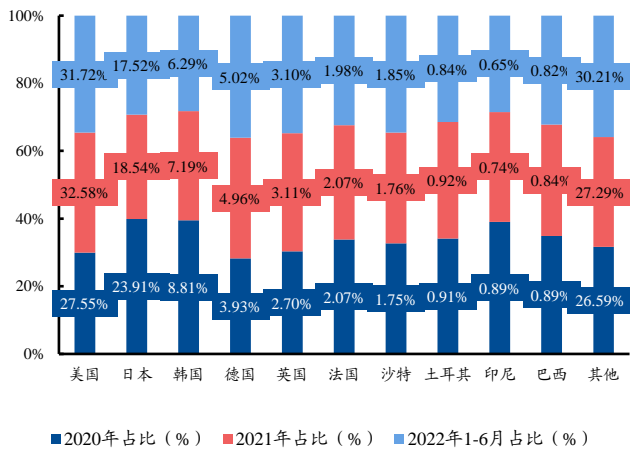
图 22、2014-2022 年上半年中国自研游戏海外市场实际销售收入及同比增速



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

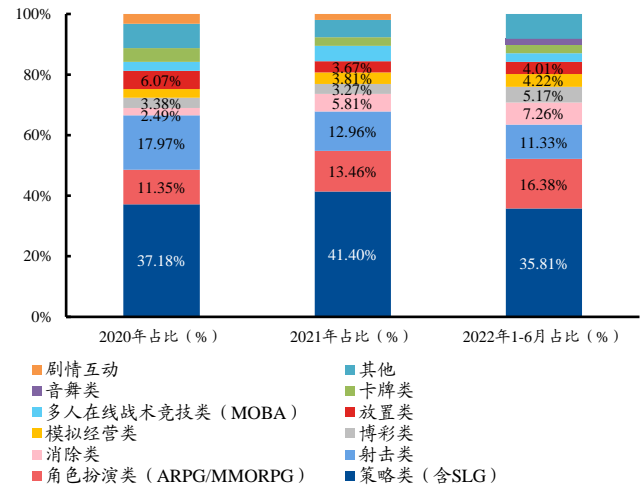
海外市场不断扩大，产品类型趋于多元。在地区分布层面，2022年我国移动游戏出海涉及的国家地区明显增多，美、日依然是移动游戏出海主要市场，继续占据排行榜前两位。排在第三位的韩国，地位已经不再稳固，德国、英国等地区的收入与韩国的差距正逐步拉近。排行数据的变化表明，美日韩三个地区的合计占比正逐年下降，其他地区占比上升，表明我国游戏产业正在不断探索新兴市场，海外市场的深度和广度不断拓展，发展空间十分广阔。在种类分布层面，策略、角色扮演、射击三类游戏是出海的主力类型，合计占比超过60%，在余下的市场份额中，产品类型趋于多元，每年都有不同类型游戏凸显，2020年放置、卡牌类占比较高，而2021年消除、多人在线战术竞技、模拟经营类排在前列，2022年上半年博彩类游戏占比显著提升，表明我国游戏出海呈现多类型并进发展的趋势，除传统强项外，其他品类的竞争力也在持续提升。

图 23、2020-2022 年上半年中国自研移动游戏海外重点地区收入占比



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、2020-2022 年上半年中国自研移动游戏海外市场收入前 100 类型占比



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

加码海外成为公司 2022 年战略重点，“研发、发行、投资”三核战术明确。 1) 在研发板块树立全球化思维，在新项目立项时即将产品海外发行的可行性纳入考虑范围，在产品设计上充分展示好中国风，将中国故事、中国 IP 用全球性语言传播出去； 2) 在发行板块，加强海外发行团队建设，坚持精品化运营，争取在文化输出和海外本土 IP 的双向发力下加速海外流水的增长，在发行地区层面，侧重欧美、日韩、东南亚，并根据具体产品有所区分； 3) 在战略投资板块，侧重全球化研发团队的布局，在主机游戏、海外市场受欢迎的 SLG、模拟经营品类重点发力。

出海产品表现亮眼，海外团队不断壮大。 2021 年 6 月公司自主研发的产品《敢达争锋对决》相继在港澳台及韩国市场上线并取得不俗成绩，其中，中国香港地区上线后前 20 日 iOS 畅销榜前 10 名、最高排名第 6，免费榜排名第 1；中国台湾地区上线后前 20 日 iOS 畅销榜前 50 名，免费榜排名第 1。公司战略投资的企业数字浣熊的研发产品《妖怪事务所》也将由公司负责海外地区的发行，战投企业余烬科技核心团队成员均参与过 AAA 级游戏开发，发布过多款面向海内外市场的游戏，目前，余烬科技在研产品《Evotinction》(中文名：演灭)为一款第三人称动作类游戏，主要面向 PC/主机硬核玩家，预计将于 2022 年内正式上线运营。

同时，随着公司海外业务规模扩大，公司的海外业务团队不断壮大，截至 2021 年底，公司旗下共有 7 个注册地在境外、从事技术开发的全资子公司，为公司海外业务的发展提供了人员和技术保障。

3、“传奇+创新”双轮驱动，多维发展再谱新篇

3.1、传奇游戏历久弥香，吸金能力不容小觑

传奇品类长盛不衰，市场规模百亿级。自 2001 年盛趣游戏(原盛大游戏)引入《热血传奇》以来，“传奇”游戏已在国内市场迈入第 22 个年头。伴随中国移动游戏行业的蓬勃发展，“传奇”从一款端游逐渐成长为一个经典 IP，同时也催生出一个数百亿级的巨大市场。根据恺英公告，目前中国传奇类游戏市场规模约为 300-400 亿元。

已形成完善产业链，“IP”生态健康发展。传奇类游戏市场产业链主要由 IP 授权方、游戏开发商、分发渠道以及游戏玩家四个部分构成。

图 25、中国传奇游戏产业链



资料来源:

1) 上游: IP 授权方为盛趣游戏以及韩国游戏公司娱美德、Actoz Soft, 尽管 IP 版权纠纷依旧没有完全解决, 但离问题最终解决已经不远, 随着传奇类游戏发展趋于规范化, 一方面, 优质传奇产品竞争力将不断提升; 另一方面, 此前受制于版权纠纷, 《传奇》IP 虽然坐拥百亿市场规模和数亿的游戏玩家, 但是在 IP 的衍生开发和生态的建设上有所欠缺, 其价值尚未被充分挖掘。随着版权逐渐出清, 《传奇》IP 生态将迎来新的发展阶段。

2) 中上游: IP 授权方收取授权费用将开发权、运营权等授权给主要的游戏开发

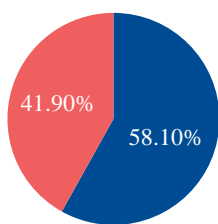
商：三七互娱、腾讯游戏、恺英网络、盛趣游戏、中手游、贪玩游戏等中大型游戏厂商。

3) **中游**：游戏开发商负责研发传奇类游戏。

4) **下游**：游戏开发商通过信息流买量推广获取用户，同时通过第三方应用市场、硬件官方商店、运营商等渠道推广获量，游戏开发商和分发渠道以一定的分成比例瓜分玩家消费产生的流水。

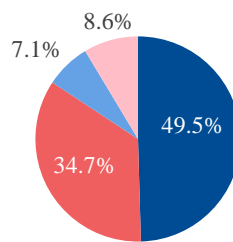
传奇游戏覆盖面广，用户粘性强。根据伽马数据调查，有近6成用户玩过传奇IP游戏，并且这部分用户中超过3成表示目前仍在玩，超过半数曾玩过超2款传奇IP游戏，而玩过传奇IP游戏但目前没玩的用户则有较高比例表示愿意尝试传奇IP的优质新品，表明传奇类用户易于获取，覆盖面广、粘性较强。在用户行为方面，传奇IP用户要比非传奇IP用户更显硬核，游戏时间更长。

图26、国内游戏用户是否玩过传奇类游戏调查
(截至2020年9月)



■是 ■否

截至
2020年9月)



■1-2款 ■3-5款 ■6-10款 ■10款以上

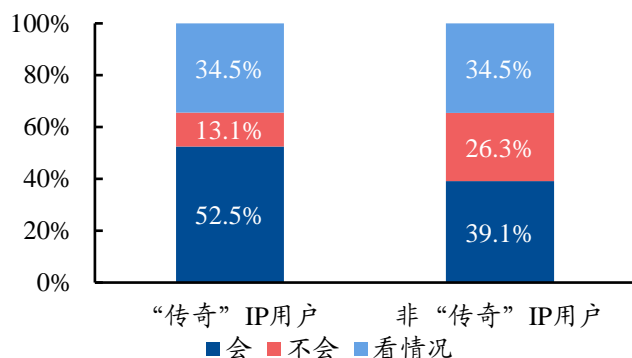
资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

传奇用户积极性强，IP商业化潜力大。根据伽马数据，传奇类用户更乐于主动寻找感兴趣的IP改编产品，玩家对题材的忠诚度和对产品的积极性有助于促进优质IP授权产品的商业化。截至2020年6月，传奇正

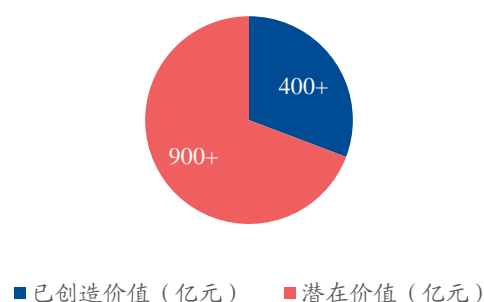
版IP授权的产品已经累积创造价值900亿元，累计注册用户超过6亿人，2021-2023年，传奇正版IP授权产品累计流水有望增加至1300亿元，潜在商业空间较大，此外，传奇IP还可用于VR游戏、云游戏、泛娱乐等方向的布局，从而进一步拓展商业化潜力。

图 28、国内游戏用户是否会主动寻找感兴趣 IP 改编游戏的调查（截至 2020 年 9 月）



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、国内“传奇”IP 累计创造价值以及潜在价值测算



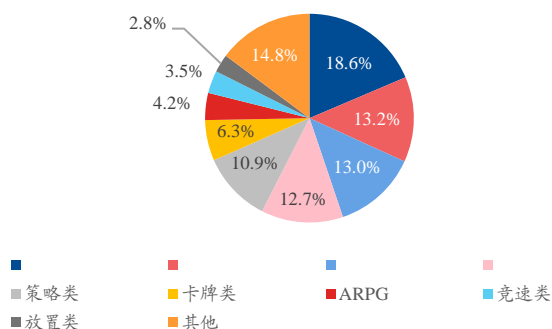
资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：累计创造价值统计截至 2020 年 6 月 30 日，潜在价值测算范围为 2020.6.30-2023.6.30，统计范围为中国区取得正版授权的产品。

依托 MMORPG 持续创造价值，“传奇”手游精品数高居榜首。根据伽马数据，2019 年至 2020 年 6 月 30 日，MMORPG 类游戏流水占据移动游戏市场总流

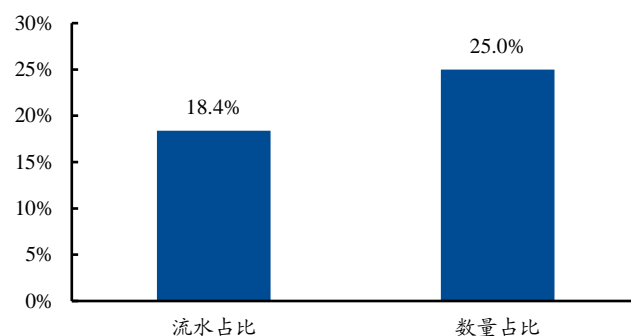
水的 18.6%，是国内移动游戏流水占比最高的细分品类，而“传奇”IP 则是这一品类最早的开拓性产品之一，现阶段“传奇”IP 在该品类中仍具备较高的影响力。2019 年国内流水超 10 亿元的 MMORPG 移动游戏中，“传奇”IP 产品产出位居榜首，“传奇”IP 游戏数量占比达 25%，贡献了 18.4% 的流水，“IP”游戏的用户认可度和付费额均处于高位。

图 30、2019.7.1-2020.6.30 国内移动游戏各类型流水分布 (%)



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、2019 年国内 MMORPG 移动游戏“传奇”IP 产品精品产出占比 (%)



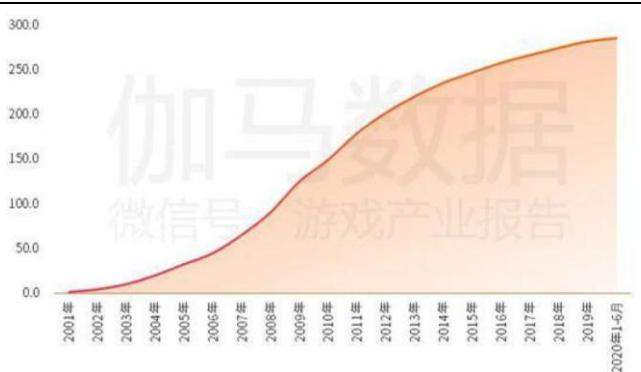
资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：“传奇”IP 产品精品占比指 2019 年国内流水超过 10 亿元的 MMORPG 移动游戏中“传奇”IP 的产品占比。

传奇端游用户留存率高，持续贡献亿元级流水。近年来，在移动游戏市场快速发展的背景下，端游用户向手游迁移的现象较为普遍，“传奇”IP 端游也有类似状况。但从传奇 IP 端游账号数量变化来看，2016.6-2020.6，传奇 IP 累计注册账号增长超过 500 万个，部分年轻新增用户与硬核老用户仍留存于端游中，使得传奇类端游每年均可稳定获得数亿元的流水收入。

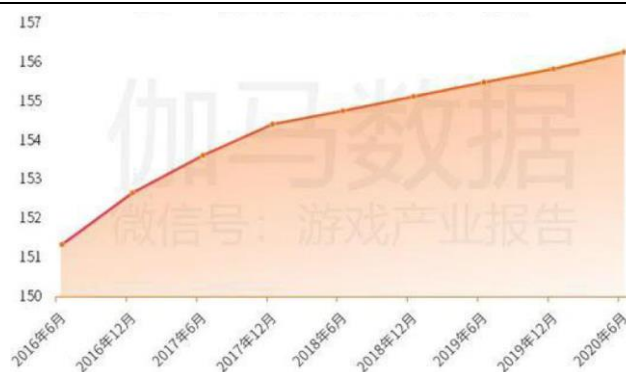
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 32、2001-2020 年上半年国内“传奇”IP 端游产品累计流水 (单位: 亿元)



资料来源: 伽马数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2016.6-2020.6 国内“传奇”IP 端游累计注册账号数量 (单位: 百万)

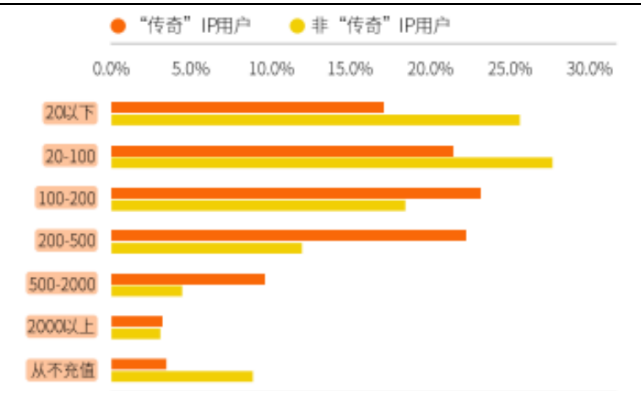


资料来源: 伽马数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、主力群体硬核付费, 持续贡献高额流水

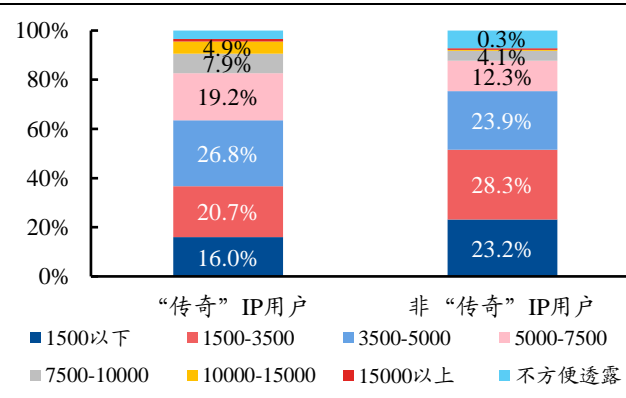
付费额及付费力领先其他品类。根据伽马数据, “传奇”IP 用户月充值收入集中在 100-500 元, 而非“传奇”IP 用户月充值收入集中在 100 元以下, “传奇”IP 游戏用户付费额显著高于其他品类, 一方面, 存量传奇游戏用户已经形成付费习惯, 付费粘性强, 另一方面, 传奇类用户相对更高的收入水平, 构成持续高额付费的基础, 根据伽马数据, 传奇类游戏中月收入高于 5000 元的传奇用户占比达到 33.1%, 显著高于非传奇类游戏中 17.4% 的用户占比。

图 34、国内传奇类游戏和非传奇类游戏用户月充值情况对比 (%) (截至 2020 年 9 月)



资料来源: 伽马数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、国内传奇类游戏和非传奇类游戏用户收入水平对比 (%) (截至 2020 年 9 月)



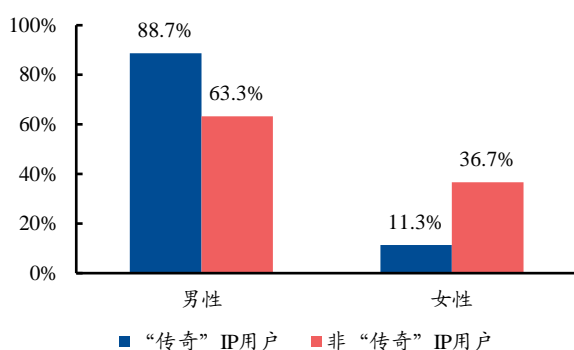
资料来源: 伽马数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

主力人群付费能力强, 年轻用户涌入献增量。传奇类游戏的用户性别分布和年龄段分布较非传奇类游戏类型有显著差别。根据伽马数据, 男性“传奇”IP 用户占比 88.7%, 显著高于“非传奇”IP 游戏的 63.3%, 30-39 岁的“传奇”IP 用户占比 54.7%, 显著高于非传奇品类。根据 DataEye 数据, 传奇类游戏买量创意对 30-39 岁之间的老玩家用户群体更具吸引力, 其次是 20-29 岁年龄段之间的 95 后年轻用户群体。从传奇类游戏买量创意面向的用户群体特征来看, 一方面, **80 后中年男性老**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

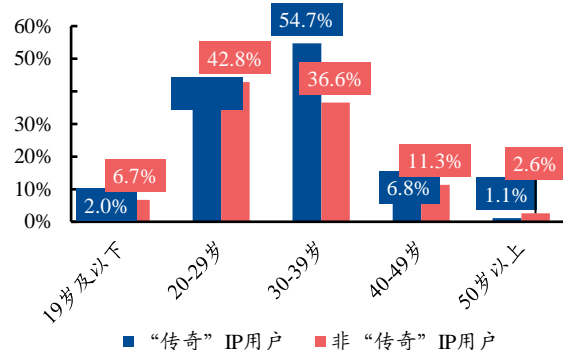
玩家仍是传奇类游戏的主力人群，由于传奇游戏运营较早且以战斗内容为主，形成了以男性和中青年为主要群体的用户画像，职业构成更多集中在社会从业人员，这表明老玩家的怀旧需求和兄弟情怀仍在不断延续，随着老玩家的年龄和收入提升，强大的付费意愿和付费能力将为传奇游戏持续贡献丰厚的流水；另一方面，从20-29岁年龄段用户的比例攀升可以判断，在脱离“传奇”IP之外，游戏本身或是买量创意凸显出的游戏性，仍对更广泛的年轻用户群体有一定的吸引力。同时，从传奇类游戏的用户画像来看，相较于端游时代，传奇类游戏的潜在用户体量更大，且核心用户群体正在发生迁移，根据盛趣游戏公开数据，相比于《热血传奇》端游，《热血传奇手机版》的年轻用户占比显著提升，为传奇IP注入新活力。未来95后年轻用户群体有望逐步取代80后老玩家，成为传奇类游戏的主力用户。

图 36、国内“传奇”类 IP 和非“传奇”类 IP 游戏用户性别分布 (%) (截至 2020 年 9 月)



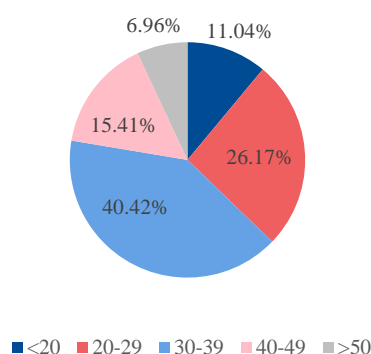
资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、国内“传奇”类 IP 和非“传奇”类 IP 游戏用户年龄段分布 (%) (截至 2020 年 9 月)



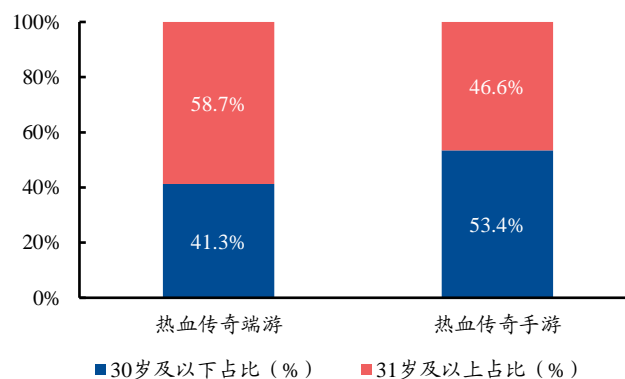
资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、国内传奇游戏买量创意面向用户年龄分布 (截至 2021 年 3 月)



资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、《热血传奇》端游和手游用户年龄分布 (截至 2020 年 9 月)



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

一二线城市用户占主导，三四线城市用户有望增加。在地域分布层面，根据DataEye数据，传奇类游戏买量创意面向的用户集中分布在广东、江苏、浙江、山东等人口大省，在北京、上海、成都、深圳、杭州等一二线城市用户占比较高。

传奇类游戏买量创意面向的用户群体在全国的分布情况，基本与我国各省份 GDP 排名吻合。叠加除一二线核心城市之外的用户体量，下沉市场用户占到整个传奇类游戏玩家体量的 6 成以上，一二线城市用户占据 4 成左右。近年来，传奇类游戏在一二线城市的宣传效率提升，使得越来越多强付费能力的城市用户成为手游玩家；同时，随着移动设备的普及，三四线城市的端游玩家及普通用户，将在买量广告的强号召力下形成转化，传奇游戏玩家数有望持续增长。

图 40、国内传奇类游戏买量创意面向用户地区分布（截至 2021 年 3 月）

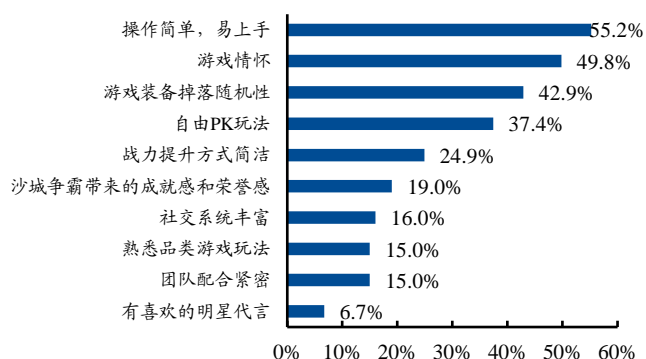


资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

情怀发酵，操作简单，粘性较强。伽马数据调查显示，对游戏用户而言，传奇类游戏操作简便、游戏情怀、游戏设置的特色最具吸引力，特色玩法、提升方式、情感体验、社交功能等特性同样延续着传奇 IP 的生命力。

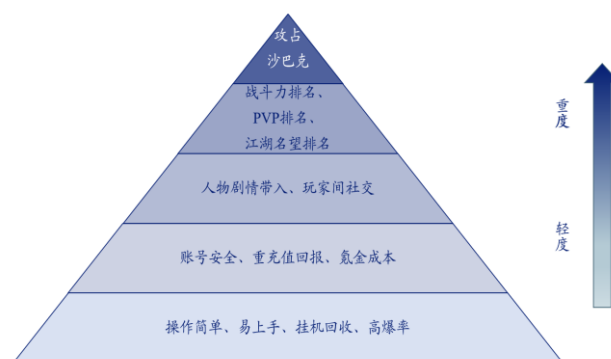
精准把握玩家心理，轻度娱乐化优势显著。根据 DataEye 数据，传奇类游戏买量创意中对游戏卖点的凸显呈现出如下特色：轻度用户对于传奇类游戏广告宣传的简单易操作、高爆率等卖点非常关注，其次是社交、充值回报等，而端游老玩家则更追求高度还原的游戏体验和经典的端游游戏元素，比如攻沙的热血、战力/PVP 等荣誉排名。随着移动用户对轻度及碎片化的娱乐需求提升，对需要深度体验及对在线时长需求高的 APP 粘性逐渐降低，进而导致目前整个手游市场的重度游戏占比较低，用户在线时长也出现一定程度的下滑，中重度游戏整体朝玩法轻度化的趋势发展。从买量创意中呈现的传奇类游戏卖点，以及传奇类游戏 20 年的数值设计和付费设计的成熟化，可以看出传奇类游戏在轻度娱乐化体验方面具备显著的优势，且对游戏玩家的心理把握十分精准，在整个游戏市场具备极强的竞争力。

图 41、国内用户认为传奇游戏具备较强吸引力的特性（截至 2020 年 9 月）



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、国内买量创意中传奇类游戏卖点分布情况（截至 2021 年 3 月）



资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、十年打磨传奇宝剑，匠心构筑独有壁垒

恺英旗下的控股凭借**《蓝月传奇》**已经在传奇类游戏深耕十余年，研发体系和优秀的长周期精细化匠心运营能力，成功塑造了众多传奇品类经典产品，目前已在传奇类建立起独有的竞争壁垒，以《蓝月传奇》、《王者传奇》和《原始传奇》为代表的传奇品类游戏正为公司创造持续稳定的现金流。

图 43、公司旗下传奇类产品布局



《蓝月传奇》页游，大型多人APRG游戏，恺英网络独家代理发行累计流水突破38亿元。



《蓝月传奇3D》手游，RPG手游，控股子公司盛和网络研发，单月最高流水突破1.41亿元。



《蓝月传奇2》手游，由恺英网络研发、腾讯独家代理。



《传奇世界》页游，正版授权传世IP，还原端游经典玩法，由贪玩游戏独家代理。



《原始传奇》手游，APRG手游，恺英网络研发，贪玩游戏独家发行。



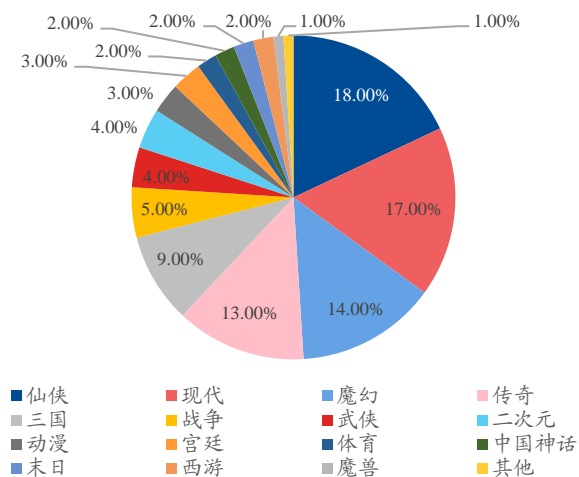
《热血合击》手游，传奇正版授权手游，贪玩游戏独家发行。

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

传奇游戏构成买量主力，凸显强劲营收转化力。根据 DataEye 数据，从 2019 年-2022 年各题材买量投放游戏数量分布来看，买量传奇类手机游戏约占买量手游总数

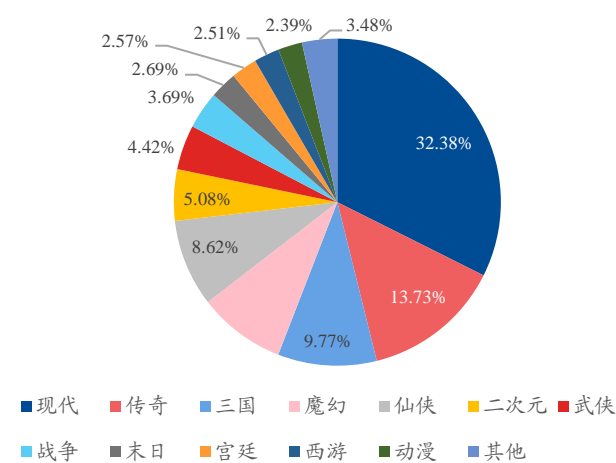
的13%，近三年稳居市场第二位。2022年上半年，传奇游戏买量投放占比14.95%，创历史新高。传奇类游戏自页游时代兴起的买量热潮经久不息，如今游戏市场流量红利殆尽，流量竞争进入白热化阶段，传奇类游戏几乎成为获客成本最高的游戏类型之一，但其仍是买量市场的主力军，足见传奇游戏在国内市场拥有庞大的用户基础、硬核的付费人群、以及强劲的营收能力。

图 44、2019 年国内各游戏题材买量投放游戏数分布 (%)



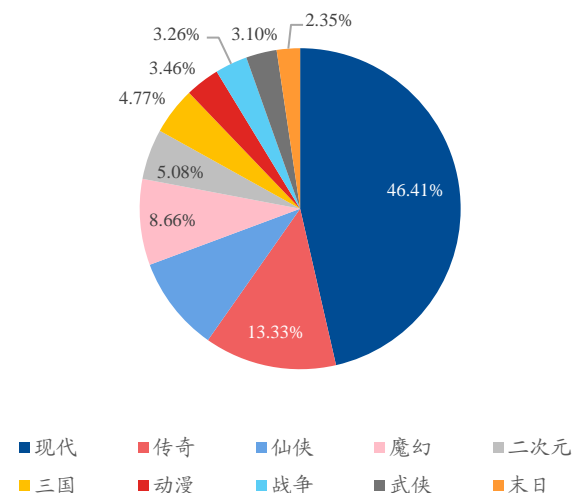
资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、2020 年各国内游戏题材买量投放游戏数分布 (%)



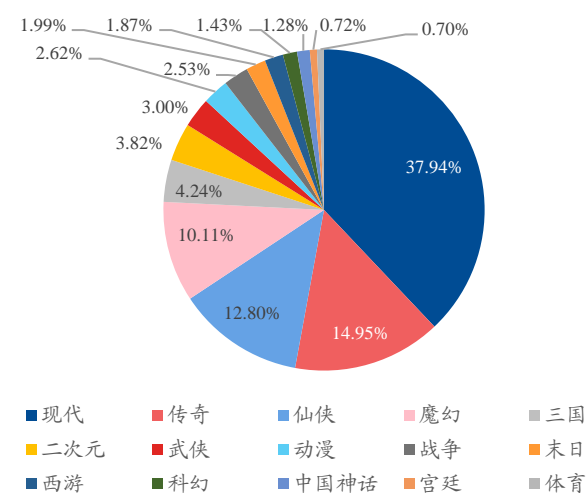
资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、2021 年国内各题材游戏买量投放游戏数分布 (%)



资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

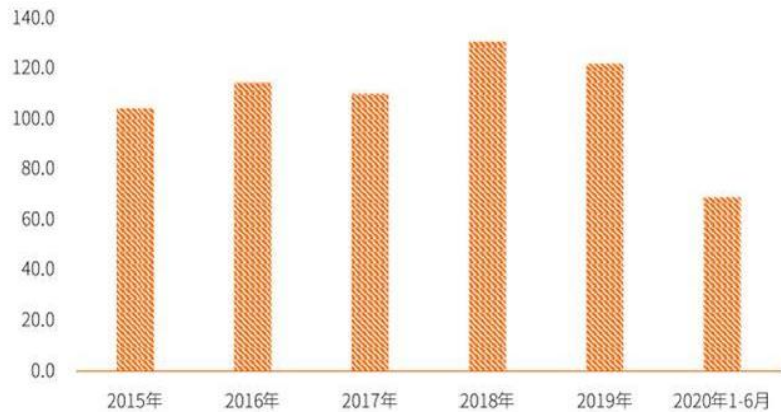
图 47、2022 上半年国内各题材买量投放游戏数分布 (%)



资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

庞大用户群体支撑高额流水。在庞大的“传奇”IP 用户群体支撑下，近年来，“传奇”类游戏在国内市场的流水保持强劲，年流水始终保持在百亿元以上。

图 48、2015-2020 上半年国内“传奇”IP 流水概况（单位：亿元）



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理
注：流水统计范围为获得授权的“传奇”IP 产品。

《蓝月传奇》页游累计流水遥遥领先。根据 DataEye 数据，截至 2021 年 3 月 4 日，传奇类游戏的流水较高，其中，公司旗下明星页游《蓝月传奇》一马当先，40 亿元，最高月流水突破 2 亿元，累计流水超过同类游戏中优势明显。

《蓝月传奇》由公司自主研发并运营，是最经典最成功的传奇类页游之一，自 2016 年 6 月上线以来长期稳居畅销榜前列，曾经累计 22 个月以上占据开服数榜第一的位置，《蓝月传奇》采用的精准营销宣传手段也已成为页游界的经典案例。

表 2、国内传奇类游戏代表产品的最高月流水及累计流水（亿元）（截至 2021 年 3 月）

| 游戏类型 | 游戏名称 | 最高月流水 (单位: 亿元) | 累计流水 (单位: 亿元) |
|------|-----------|----------------|---------------|
| 页游 | 蓝月传奇 | 2 | 40+ |
| 页游 | 传奇霸业 | 1+ | 33+ |
| 手游 | 雷霆霸业 | 2 | 18+ |
| 手游 | 热血传奇 | 7 | 10+ |
| 手游 | 复古传奇-热血传说 | 2+ | 10+ |
| 手游 | 贪玩蓝月 | 1.5 | 10+ |
| 手游 | 传奇盛世 | 1 | 7.7+ |
| 手游 | 一刀传奇 | 1 | 3+ |
| 手游 | 烈焰武尊 | 0.1+ | 1+ |

《蓝月传奇》手游全面升级。在《蓝月传奇》页游大获成功后，公司于 2019 年顺势推出了《蓝月传奇》手游，并于 2021 年 1 月推出《蓝月传奇 2》手游。相比此前的页游，手游版本的画面更为清晰，战斗技能更为华丽，“高爆率快节奏”的玩法特色凸显，内置攻击速度设定为原版的 5 倍，游戏爽感显著提升。凭借良好口碑、巧妙设定和精良制作，《蓝月传奇 2》上线时便打入中国 iOS 游戏畅销榜 TOP50。在付费系统设计层面，蓝月传奇推出了超级会员系统，为玩家提供 5 星级会员服务，成为超级会员需累计消费超过 2000 元，便于公司快速筛选出高 ARPU 值客户，全方位的尊享服务也极大提升了用户留存度。蓝月系列页游和手游为公司带

来了稳定且持续的现金流。

图 49、《蓝月传奇》超级会员门槛及权利



资料来源：《蓝月传奇》游戏官网，兴业证券经济与金融研究院整理

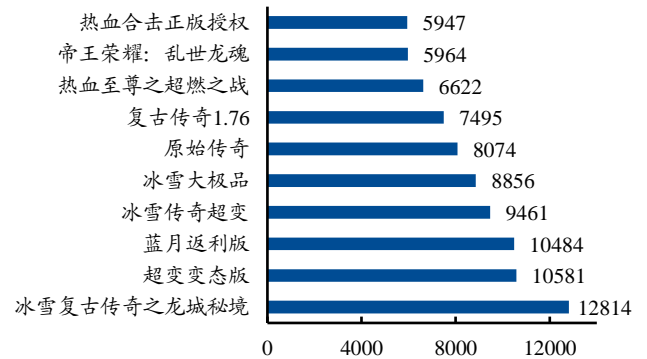
《原始传奇》一鸣惊人，有望再创辉煌。根据 DataEye 数据，2020-2021 年，公司全新爆款产品《原始传奇》的买量投放素材数居传奇游戏买量榜前列，2021 年《原始传奇》共投放 8074 个素材，位居市场第五位。《原始传奇》由公司自主研发，由贪玩游戏独家发行，于 2020 年 6 月上线。在上线的 100 天内，《原始传奇》推出了 4 位明星代言人，并且均配合打造了高质量 TVC。同时，《原始传奇》邀请多位短视频平台达人，通过视频内容呈现传奇 IP 情怀，吸引老玩家，同时也通过短视频接触更多泛用户群体。公司在传奇品类的丰富经验、高举高打的推广策略和买量的加持使得该款游戏成功爆量，在激烈的市场竞争中脱颖而出，成为传奇市场的最大黑马。基于公司完善的运营体系，《原始传奇》有望成为下一款长周期传奇精品，为公司带来充沛的流水。

图 50、2019 年和 2020 年国内传奇类游戏买量 TOP20



资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、2021 年国内传奇类游戏买量 TOP10 素材 (个)



资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

四大优势构筑传奇产品高壁垒。1)充分的技术底层共享带动了公司研发效率的充分提升。浙江盛和的研发体系经过多年的发展已经积累了完整的技术底层和美术资源，资源共享促进了内部团队的竞争与合作；2)公司已经与传奇 IP 持有方盛趣游戏达成合作，使得公司可以专注传奇游戏的研发和运营，并为公司的研发成果保驾护航；3)公司对用户习惯和数值体系形成了独到理解。自成功打造出《蓝月传奇》以来，公司又连续打造出多个爆款，多年的积累使得公司对于用户习惯以及 MMO 玩家最重视的数值体系有着极其深刻的理解；4)公司全方位多元化的发行体系促进产品爆量。一方面，公司自有的头部游戏发行平台为公司自研产品提供了沃土，另一方面，公司与贪玩游戏等外部发行平台达成了深度合作，携手打造爆款产品。2022 年 4 月，公司旗下新游《龙腾传奇》获得版号，表现可期。

图 52、公司旗下爆款传奇产品介绍



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

买量竞争头部化，利好市占率提升。从 2020 年传奇类游戏买量公司主体榜来看，头部买量公司主体（排名前 10）的投放量较 2019 年全年的对应买量排名位的公司涨幅超 100%，但腰尾部（排名 21 往后）的公司主体投放量快速下滑。根据 DataEye 数据，2020 年传奇类游戏买量榜 TOP20 的公司投放量之和占到传奇类游戏投放总量的 75%左右，表明传奇类游戏买量头部效应日益显著。根据 DataEye 年中重度手游买量产品榜 TOP100 中，传奇类游戏占比 24%，从排名

分布情况来看，共有 9 款传奇类游戏排名集中在买量榜单前 30 内。从主投公司主体来看，头部传奇类买量产品多出自恺英网络、三七互娱等传奇手游大厂。随着版权出清和买量市场规范化，买量竞争将进一步集中到头部的“传奇大厂”之间，公司旗下拥有众多传奇品类经典产品，对产品进行持续升级、长效运维，且与时俱进，不断拓宽产品矩阵，公司传奇类产品的市场份额有望持续提升。

表 3、2021 年国内中重度游戏买量总榜 TOP100

| 排名 | 游戏名称 | 题材 | 玩法 | 素材数(条) | 关联公司 |
|----|-------------|----|--------|--------|------|
| 1 | 三国志·战略版 | 三国 | 策略 | 119502 | 灵犀互娱 |
| 2 | 冰雪复古传奇之龙城秘境 | 传奇 | MMORPG | 65698 | 欧也网络 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | | |
|----|-----------|----|--------|-------|-----------|
| 3 | 我的文明模拟器 | 现代 | MMORPG | 55699 | 无及网络 |
| 4 | 万国觉醒 | 战争 | 策略 | 52793 | 莉莉丝网络 |
| 5 | 一念逍遥 | 仙侠 | 放置 | 45576 | 雷霆游戏(吉比特) |
| 6 | 永夜帝君 | 仙侠 | MMORPG | 45222 | - |
| 7 | 魔龙消消乐 | 魔幻 | 消除 | 43107 | - |
| 8 | 幻兽爱合成 | 现代 | 休闲 | 34866 | 乐推网络 |
| 9 | 梦幻西游网页版 | 西游 | 放置 | 34715 | 网易游戏 |
| 10 | 叫我大掌柜 | 武侠 | 经营 | 31502 | 三七互娱 |
| 11 | 梦幻新诛仙 | 仙侠 | MMORPG | 31068 | 完美世界 |
| 12 | 使命召唤 | 战争 | 射击 | 29731 | 腾讯游戏 |
| 13 | 蓝月返利版 | 传奇 | MMORPG | 29562 | 恺英网络 |
| 14 | 原始传奇 | 传奇 | MMORPG | 29313 | 恺英网络 |
| 15 | 魔力宝贝归来 | 动漫 | 回合制 | 26732 | 星火工作室 |
| 16 | 九阴绝学红包版 | 武侠 | MMORPG | 26594 | 智远时空 |
| 17 | 热血合击 | 传奇 | MMORPG | 26553 | 贪玩游戏 |
| 18 | 热血合击正版授权 | 传奇 | MMORPG | 25175 | 贪玩游戏 |
| 19 | 龙城秘境之冰雪之城 | 传奇 | MMORPG | 24837 | - |
| 20 | 斗罗大陆:武魂觉醒 | 动漫 | 卡牌 | 24727 | 三七互娱 |
| 21 | | | | | 三七互娱 |
| 22 | 荣耀全明星 | 魔幻 | 动作 | 23522 | 创梦天地 |
| 23 | 荣耀大天使 | 魔幻 | MMORPG | 23167 | 三七互娱 |
| 24 | 剑魂 ONLINE | 仙侠 | MMORPG | 22282 | 骋龙游戏 |
| 25 | 文明与征服 | 战争 | 策略 | 22218 | 四三九九 |
| 26 | 冰雪复古 | 传奇 | MMORPG | 21875 | 游码网络 |
| 27 | 幸存者挑战 | 末日 | 卡牌 | 21823 | 领游网络 |
| 28 | 阿瓦隆之王 | 魔幻 | 策略 | 21046 | 世纪华通 |
| 29 | 超变变态版 | 传奇 | MMORPG | 19429 | - |
| 30 | 蓝月至尊版 | 传奇 | MMORPG | 18541 | 恺英网络 |

资料来源: DataEye 数据, 七麦数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、持续发力创新品类, 深度协同反哺产业

积极布局多元品类, 打造全新利润增长点。在传奇品类之外, 公司持续向 MMO、卡牌、SLG、二次元、模拟经营等非传奇品类游戏发力, 1) 在 MMORPG 类游戏领域, 公司推出了手游《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》, 该款游戏获得万代南梦宫旗

画《刀剑神域》官方授权, 采用次世代开发技术, 在游戏中实现了实

时光影交互, 真实还原动画中的 100 层超大 MMORPG 场景, 有效增加用户沉浸感。游戏自 2021 年 6 月公测以来获得了玩家高度关注和广泛热议。2) 在卡牌类游戏领域, 公司推出了《魔神英雄传》。该产品是经典 IP《魔神英雄传》的全球首款正版授权手游, 高度还原了动漫剧情及人物设定, 经典回合制战斗方式充分保证了游戏质量及可玩性。《魔神英雄传》自上线以来, 预下载登顶 iOS 免费榜, 上线次日跻身畅销榜第 7, 首周始终维持在畅销榜 TOP25。3) 在实时对战类游戏领域, 公司推出了《敢达争锋对决》。《敢达争锋对决》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。4) 在二次元品类游戏领域, 公司推出了《高能手办团》。《高能手办团》系 3D 写实二次元美术风

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

格放置游戏，国内上线首月流水即破亿。公司敏锐捕捉到二次元品类游戏赛道增长的巨大潜力，十分看好二次元庞大的潜在用户群体所能带来的市场增长空间，对二次元品类游戏进行了深度布局，不仅在研产品中囊括了二次元经营模拟类游戏，也与二次元重要社区 B 站保持着密切合作关系。

图 53、公司非传奇品类产品矩阵



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

战投企业各有所长，助力丰富产品矩阵。公司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，并推动战略投资企业与公司发行业务板块形成强业务协同。如余烬科技致力于开发高品质 3A 原创游戏，在研科幻游戏《EvoTinction》预计 2022 年内上线；心光流美工作室主打二次元游戏，旗下有《高能手办团》等爆款作品；数字浣熊侧重国风卡牌游戏，已

PRG 游戏《妖怪正传》；光粒网络则擅长研发科幻和二次元题材游戏，已成功推出太空策略游戏《无尽银河》和模拟经营游戏《诺弗兰物语》；仟憬网络聚焦于 3A 多端科幻网游和正向价值手游研发，代表作品为红色手游《前进之路》；沧溟网络研发的东方玄幻背景的 MMORPG 手游《玄中记》已正式上线；快马互娱专注于 SLG 及模拟经营游戏的研发，代表作品《游戏发展国 OL》、《合金弹头》和《真正男子汉》月流水过千万。公司战略投资的优质、多元的工作室有望为恺英的研发和发行业务注入全新的活力。

图 54、公司战略投资企业概况

| | | |
|---|--|--|
| <p>深圳终极幻境科技</p> <p>持股20.5%，成立于2020年，投资于2020年。 以手游自研为主，核心成员在二次元AVG领域具有多年研发经验。目前核心在研产品为《奇点时代》，是一款卡牌放置类+男性向AVG手游，针对男性向恋爱番市场空白，通过番剧式的剧情表现力从而吸引玩家留存，预计2022年上线。</p> | <p>杭州余烬科技</p> <p>持股15%，成立于2017年，投资于2022年。 致力于开发高品质AAA原创游戏，核心团队由前2K China的成员组成，发布过多款面向海内外市场的游戏，曾参与开发《幽浮未知的敌人》《生化奇兵系列》《无主之地传说》，在研科幻游戏《EvoTinction》预计2022年内上线。</p> | <p>杭州心光流美</p> <p>持股3.94%，成立于2016年，投资于2020年。 集精品PC端及移动端游戏软件自主研发、运营及优秀IP产品联动发行为一体，核心团队来自网易、腾讯、完美、西山居等，旗下有《高能手办团》《战国纪》《暴走秃子》《萌兽争霸》等游戏，已与唐德影视、美浓影视等公司建立了长期战略合作关系。</p> |
| <p>上海光粒网络科技</p> <p>持股16.33%，成立于2018年，投资于2021年。 注重品类探索与开拓的精品游戏研发，专注打造高品质太空手游，并与第一弹游戏联合研发经营类二次元手游，主要成员来自前格类游戏，代表作品为3D moba手游《超神战记》、太空星战SLG《无尽银河》、二次元模拟经营《诺弗兰物语》。</p> | <p>数字浣熊互动娱乐</p> <p>持股15.34%，成立于2017年，投资于2017年。 专注于精品游戏研发，擅长水墨国风卡牌RPG品类。第一款自研手游《妖怪正传》已在全球范围内上线发行，在研3款产品：《妖怪事务所》《喵语西柚》《妖怪正传2》。</p> | <p>杭州星跃互动</p> <p>持股30%，成立于2020年，投资于2020年。 专注于泛科幻题材SLG游戏研发，团队曾参与研发《Star Trek》。自研首款产品《王牌星舰》已于2022年登陆日本H5市场，3款产品在研，《代号：兵道》将于2023年上线。</p> |
| <p>北京仟憬网络科技</p> <p>持股25%，成立于2021年，投资于2021年。 拥有PC、主机、移动端等全平台自主研发能力，专注于增量赛道游戏的研发和发行，当前聚焦于3A多端科幻网络游戏研发，正向价值手游研发、独立游戏孵化发行，代表作品为红色手游《前进之路》。</p> | <p>沧溟网络科技</p> <p>持股5.01%，成立于2021年，投资于2021年。 以手游研发为主的新兴游戏公司，核心团队成员来自网易、完美等，研发的首款游戏为东方玄幻背景的MMORPG手游《玄中记》。</p> | <p>杭州快马互娱科技</p> <p>持股20%，成立于2018年，投资于2021年。 专注于SLG及模拟经营游戏研发。核心人员在SLG类型有成功的项目经验，代表作品《游戏发展国OL》《合金弹头》《真正的男子汉》月流水过千万。</p> |

资料来源：公司官网，企查查，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

战略投资定位清晰，储备产品表现可期。根据公司公告，公司的战略投资逻辑主要如下五种：核心品类的成熟团队、题材差异化、品类差异化、赛道差异化和美术风格差异化。在清晰的战略指引下，公司的投资版图有望持续扩大，游戏生态将不断完善。目前，公司战投企业的储备产品多元，包含光粒游戏旗下的模拟经营和SLG游戏《Project S》，余烬科技旗下的《EvoTinction》，仟憬网络旗下的科幻游戏《Grok!》等，有望增加公司的投资收益。

表 4、公司部分战略投资企业及投资逻辑

| 投资逻辑 | 公司名称 | 持股比 | 产品类型 | 风格标签 | 代表产品 | 储备产品 |
|-----------|------|--------|------------------|-------------|--|--|
| 题材差异化 | 心光流美 | 3.94% | 卡牌 | 二次元 | 高能手办团（二次元放置）、战国纪（MMO/回合制+卡牌） | - |
| 核心品类的成熟团队 | 沧溟网络 | 5.10% | 开放世界 MMO | 国风二次元 | 玄中记（东方玄幻捉宠社交 MMORPG） | - |
| 美术风格差异化 | | | | | 妖怪正传（水墨风 RPG） | 喵语嬉游、妖怪正传 2、妖怪事务所 |
| 核心品类的成熟团队 | 星跃互动 | 30.00% | 策略/养成 /SLG | 科幻/日系/末世/写实 | 王牌星舰（星际二次元策略） | 代号：兵道（重度 SLG，预计 2023 年上线）、另有 2 款复合 Roguelike 和模拟经营玩法的 SLG 产品 |
| 核心品类的成熟团队 | 快马互娱 | 20.00% | 策略/养成 /SLG/ 模拟经营 | 写实 | 家园战争（策略塔防）、游戏发展国 OL（模拟经营）、合金弹头 OL（2D 横版射击）、真正男子汉（多人射击） | - |
| 品类差异化 | 终极幻境 | 20.50% | 剧情类 AVG | 二次元/男性向 | - | 奇点时代（卡牌放置+男性向 AVG，预计 2022 年上线） |
| 赛道差异化 | 仟憬网络 | 25.00% | 星际载具 MMO | 科幻/强国 | 前进之路（纪念长征主题闯关冒险游戏） | Grok!（科幻载具 MMO）、星牢（地牢动作） |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | | | |
|-------|------|--------|-------|----------|--|---------------------|
| 赛道差异化 | 余烬科技 | 15.00% | 动作/经营 | 科幻 | 幽浮未知的敌人（战略动作）、生化奇兵系列（射击）、无主之地传说 | Evotinction（中文名：演灭） |
| 题材差异化 | 动钛网络 | 20.00% | - | 悬疑/推理/惊悚 | 怪谈事件簿（解谜冒险）、移魂侦探、莫比乌斯的电波（二次元解谜 avg 手机游戏） | |
| 题材差异化 | 光粒游戏 | 16.33% | SLG | 科幻/二次元 | 无尽银河（太空策略）、诺弗兰物语（模拟经营） | Project S（模拟经营+SLG） |

资料来源：公司官网，公司公告，企查查，兴业证券经济与金融研究院整理

4、VR 游戏蓄势待发，软硬兼备未来可期

4.1、政策引领技术赋能，VR 游戏前景广阔

VR 游戏有望率先实现大规模应用。VR 游戏是 VR 与游戏场景的融合，通过头显、手柄等硬件设备为终端用户提供与虚拟世界沉浸式交互的游戏体验，较 PC 端及移动端游戏更具强烈的拟真度与代入感。作为当前 C 端应用渗透率最高的领域，VR 游戏是 VR 最有可能率先实现大规模应用的融合场景之一。

政策引导虚拟现实技术攻关，推动虚拟现实与游戏场景双向融合。2016 年以来，政策文件愈发频繁地提及虚拟现实技术。2018 年，工信部出台《关于加快推进虚拟现实产业发展的指导意见》，标志着我国首个虚拟现实专项产业指导规划诞生。相关政策的陆续出台，旨在鼓励包括近眼显示、感知交互、渲染处理及内容制作等在内的虚拟现实关键技术攻关。由此推动虚拟现实与人工智能、5G 等技术的结合，为其在更多场景的应用奠定基础，从而为 VR 游戏的进一步高效融合与应用提供有利政策条件。

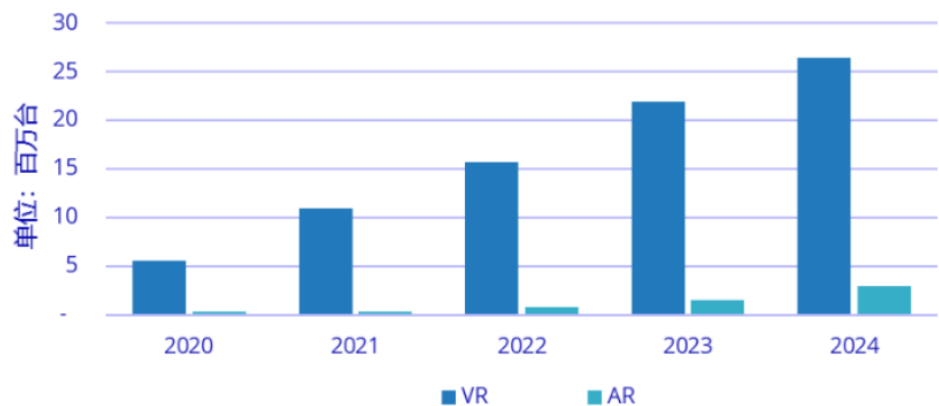
表 5、近年来中国 VR 相关政策梳理

| 发布时间 | 颁布主体 | 政策文件名称 | 主要内容 |
|---------|-------------|------------------------------|---|
| 2016-5 | 中共中央、国务院 | 《国家创新驱动发展战略纲要》 | 加强类人工智能、自然交互与虚拟现实、微电子与光电子等技术研究，推动宽带移动互联网、云计算、物联网、大数据、高性能计算、移动智能终端等技术研发和综合应用。 |
| 2016-10 | 工信部 | 《信息化和工业化融合发展规划（2016-2020）》 | 支持虚拟现实、人工智能核心技术突破以及产品与应用创新，发展智能装备及产品。 |
| 2018-12 | 工信部 | 《实产业发展的指导意见》 | 智能、区块链、增强现实/虚拟现实等新技术支撑能力，强化设计、生产、运维、管理等全流程数字化功能集成。 |
| 2020-3 | 工信部 | 《关于推动工业互联网加快发展的通知》 | 增强 5G、人工智能、区块链、增强现实/虚拟现实等技术支撑能力，强化设计、生产、运维、管理 |
| 2021-7 | 工信部、网信办等十部门 | 《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》 | 1、加快新型消费终端成熟：推动虚拟现实/增强现实等沉浸式设备工程化攻关，重点突破近眼显示、渲染处理、感知交互、内容制作等关键核心技术，着力降低产品功耗，提升产品供给水平。 2、5G+信息消费：加快云 AR/VR 头显、5G+4K 摄像机、5G 全景 VR 相机等智能产品推广，拉动新型产品和新型内容消费，促进新型体验类消费发展。 |
| 2022-1 | 国务院 | 《“十四五”数字经济发展规划》 | 创新发展“云生活”服务，深化人工智能、虚拟现实、8K 高清视频等技术的融合，拓展社交、购物、娱乐、展览等领域的应用，促进生活消费品质升级。 |

资料来源：36 氪，政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

底层技术进步提升用户沉浸式游戏体验，带动 VR 头显出货量增加。作为自带科技属性的娱乐模式，VR 游戏渗透率的提升离不开底层技术的突破与进步。过去，VR 游戏的主要硬件设备——头显常因设备过重、画面模糊与卡顿、眩晕感强等问题饱受诟病，也限制了游戏玩家对 VR 的接受度。近年来，在各大厂商的共同发力下，处理器性能、屏幕显示、传输速率、追踪定位技术等 VR 头显关键技术均取得了明显进步。1) 处理器性能：CPU 及 GPU 性能得以优化，游戏视频画面分辨率输出及视频处理能力实现显著提升；2) 屏幕显示：Fast-LCD 作为当前主流技术，兼顾高清画面与快速响应；3) 传输速率：5G 提升数据传输效率，直击游戏卡顿痛点；4) 追踪定位技术：6DoF 与 Inside-Out 技术的融合，实现人体动作的低时延捕捉，优化人机交互效果。各技术能力的提升，满足 VR 游戏所需的沉浸式体验要求，推动 VR 头显出货量的持续增长。2021 年是继 2016 年后 VR/AR 头显市场再度爆发的一年，硬件设备、技术水平、内容生态、创作环境等相较于 5 年前均有较大幅度的提升。根据 IDC，2021 年全球 VR 头显出货量达到 1095 万台，预计 2022 年全球 VR 头显出货量将突破 1573 万台，同比增长将达到 43.6%，在行业生态更加健康，产业基础更为牢固的背景下，预计 2023 年和 2024 年全球 VR 头显出货量将分别突破 2000 万台和 2500 万台。

图 55、2020-2024 全球 VR/AR 市场出货量及预测



资料来源：IDC 中国，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据来源于 IDC《2021 年第四季度全球 AR/VR 头显市场季度跟踪报告》，2022、2023 和 2024 年出货量均为 IDC 预测值。

4.2、设备普及内容丰富，产业生态不断完善

各游戏厂商及互联网巨头加速布局，为 VR 游戏注入发展动力。根据 IDC，2021 年全球 AR/VR 总投资规模接近 146.7 亿美元，并有望在 2026 年增至 747.3 亿美元，复合增长率将达 38.5%。其中，中国市场复合增长率预计达 43.8%，增速位列全球第一。2021 年，元宇宙概念东风，叠加年轻一代对 VR 游戏的接受度及需求上升，直接加速互联网大厂和传统游戏厂商在设备端和内容生态端的双向布局节奏，以时间换发展，进一步争夺用户停留时长，抢滩 VR 游戏市场份额，为我国 VR 游戏的快速发展注入动力。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 56、我国部分企业 VR 游戏布局



资料来源：36 氪，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国 VR 游戏产业链初步成形，包含硬件、软件与内容三大板块。中国 VR 游戏产业链由上游硬件提供商及软件开发平台、中游 VR 硬件组装企业与游戏内容研发企业、下游 VR 终端厂商与游戏内容分发平台组成，涵盖硬件、软件及内容三大板块。

1) VR 游戏产业链上游：主要包括芯片、光学镜片、显示器及传感器等 VR 头显设备零部件供应商及游戏内容软件开发平台服务商。硬件是 VR 游戏的运行载体，软件则为 VR 游戏的内容开发提供基础。

2) VR 游戏产业链中游：覆盖 VR 硬件组装及游戏内容设计研发。硬件组装企业将零部件并将其组装成型，游戏内容研发基于终端用户需求，承担游戏内容的研发与制作工作。

3) VR 游戏产业链下游：包括面向 C 端游戏用户的终端 VR 游戏设备供应商及游戏内容分发平台。目前，主流终端 VR 游戏设备有一体机与分体机两大形态，典型设备包括 Oculus Quest、Pico 等。游戏内容设计分发则更多地通过以 Steam 为代表的传统游戏平台 and 以 Quest、Pico 等为主的由 VR 设备供应商打造的内容平台，实现对终端游戏用户的触达。

图 57、中国 VR 游戏产业链图谱



资料来源：36 氪，各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、前瞻布局硬件龙头，七年积淀发力 C 端

提前入股 VR 硬件龙头，抢占元宇宙先发优势。VR/AR 作为前端设备平台的重要组成部分，市场空间巨大。2015 年，全资子公司上海恺英前瞻性入股乐相科技（大朋 VR），乐相科技是一家有全球化布局的全栈 VR 技术与产品公司，也是一家拥有数百项 VR 专利的技术驱动型公司。

图 58、乐相科技发展历程



资料来源：大朋 VR 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

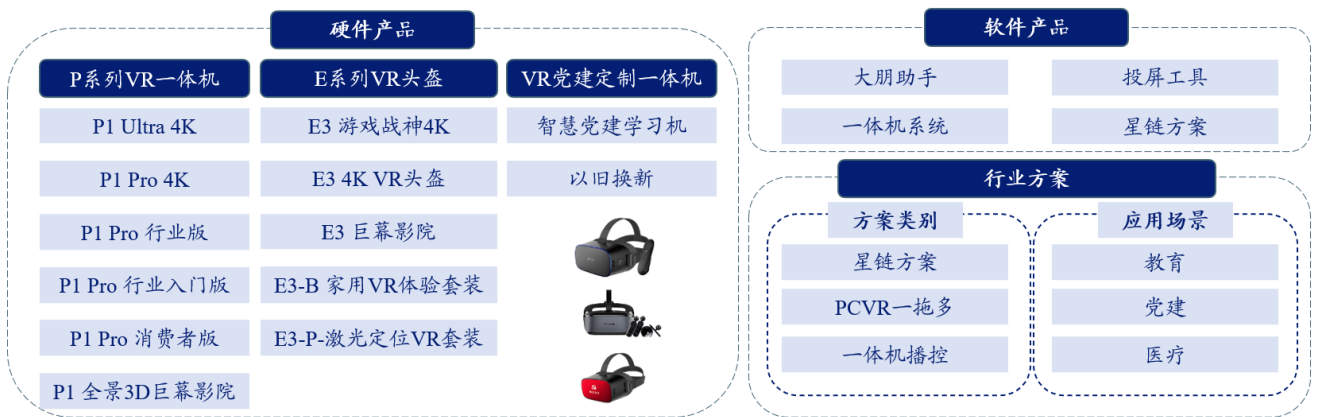
发力 C 端，抢滩元宇宙。从 2015 年创立聚焦 VR，大朋在虚拟现实领域已专业深耕 7 年。2022 年 6 月，大朋 VR 宣布发力全球 C 端市场，即将推出新一代基于机器视觉技术的 6DoF“游戏级”VR 产品，为用户带来更加卓越的“元宇宙”交互体验。6 月 17 日，大朋 VR 宣布完成新一轮数千万元融资，此次融资将助力大朋 VR 在核心技术、产品研发、高精尖人才引进、上下游生态等方面持续加大投入，在“元宇宙”赛道布局竞争日趋激烈的关键阶段，进一步完善全球化市场布局，扩大大朋 VR 在产品、技术和市场份额上的领先优势。

产品矩阵丰富，持续迭代创新。作为“元宇宙”时代最重要的硬件承载设备，近几年 VR 终端产品在芯片、显示、传输、通信等各个细分领域高速发展。大朋 VR 也始终紧跟全球 VR 产业发展的步伐，保持在核心技术和产品创新方面快速更新迭代，成功将 VR 技术落地到消费级市场。2016 年公司发布了全球首款可量产一体机 M2，2018 年发布了国内第一款激光 6Dof 定位技术的 PC-VR 产品 E3 Polaris，2021 年发布了基于骁龙 845 的 P1 Ultra 4K VR 一体机。公司现有 VR 一体机、VR

党建定制一体机三大硬件产品线，并提供相应的软件产品，公司还面向

教育、党建、医疗行业提供 VR 软硬件成套解决方案。当前公司的明星产品为大朋 VR 一体机 P1 Pro 行业版（搭载高通 VR 专用芯片骁龙 XR1）、E3 家用 VR 体感套装、E3 激光定位 VR 套装和 E3 巨幕影院。

图 59、大朋 VR 现有产品线（截至 2022 年 8 月 1 日）



资料来源：大朋 VR 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

在售产品多元，价格相对亲民。截至 2022 年 8 月 1 日，大朋 VR 京东自营店共有 8 款 VR 产品，包含 VR 一体机、VR 头显和游戏套装等多元 SKU，单价在 1399-3888 元不等。相比于其他 VR 产品，大朋 VR 的产品矩阵更为丰富，价格相对亲民，且推出了针对 Steam 的 VR 产品套装，截至 2022 年 6 月，Steam 上拥有 VR 头显的游戏共计 32 款，预计未来随着 VR 游戏产品数量扩充，公司定价相对较高的 VR 体感游戏机销量将显著上升。

表 6、国内头部 VR 产品价格对比

| 品牌 | 产品类别 | 产品名称 | 产品售价(元/件) |
|----------|----------|------------------------|-----------|
| DPVR | VR 体感游戏机 | 4K-Steam VR 体感游戏套装 | 3888 |
| DPVR | VR 体感游戏机 | P1Pro+Nolo 体感游戏套装 | 3298 |
| DPVR | VR 头盔 | E3 4K PC 头盔新品 | 2999 |
| DPVR | VR 一体机 | Steam VR 游戏套装 4K 一体机 | 2899 |
| DPVR | VR 一体机 | P1 Pro 4k 高清 VR 一体机 | 2499 |
| DPVR | VR 一体机 | P1 Pro 游戏 VR 一体机 | 2198 |
| DPVR | VR 头盔 | E3C PC 头盔高清版 | 1599 |
| DPVR | VR 一体机 | 3D 影院 VR 一体机 | 1399 |
| HTC VIVE | VR 一体机 | Pro2 套装【2.0 版本】 | 12888 |
| HTC VIVE | VR 头显 | Pro eye【专业版】 | 12588 |
| HTC VIVE | VR 一体机 | Focus3 一体机 | 9888 |
| HTC VIVE | VR 头显 | Cosmos【精英版】 | 7988 |
| HTC VIVE | VR 一体机 | Pro2 单头盔 | 6888 |
| HTC VIVE | VR 头显 | Cosmos | 5899 |
| HTC VIVE | VR 一体机 | Focus3 手柄单只 | 1299 |
| Oculus | | | |
| Oculus | VR 一体机 | Quest2 VR 眼镜 128G | 2299 |
| Pico | VR 一体机 | Neo3 256G | 1999 |
| Pico | VR 一体机 | Neo3 128G | 1699 |
| 奇遇 | VR 一体机 | 奇遇 3 8G+128G VR 一体机会员版 | 3699 |
| 奇遇 | VR 一体机 | 奇遇 3 8G+128G VR 一体机标准版 | 3499 |
| 奇遇 | VR 一体机 | Dream Pro 8G+256G 尊享版 | 3199 |
| 奇遇 | VR 一体机 | Dream Pro 8G+128G 会员版 | 2899 |
| 奇遇 | VR 一体机 | Dream Pro 8G+256G 标准版 | 2599 |

资料来源：京东，兴业证券经济与金融研究院整理

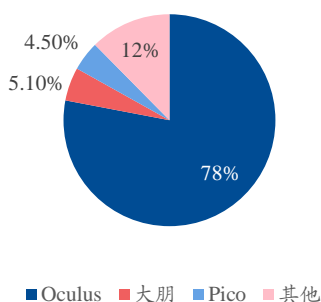
注：京东搜索 VR，根据品牌筛选，各品牌京东自营店的页面价格（不包含满减，HTC VIVE 价格来自官方旗舰店），数据获取于 2022 年 8 月 1 日。

中国市占率稳居前三，全球市占率有望提升。1) 在中国市场层面，根据 IDC，2018-2020 年各季度，大朋 VR 中国区市占率稳居前三，2020Q2-Q3，大朋 VR 分别以 31%和 32%的市场份额蝉联第一，市占率呈现显著提升趋势。2) 在亚太市场层面，根据 IDC，2021 年，中国厂商占据了亚太地区 60%以上的 AR/VR 头显市

其中，大朋 VR 以近 22%的市场份额和 50.8%的出货量增长引领亚太

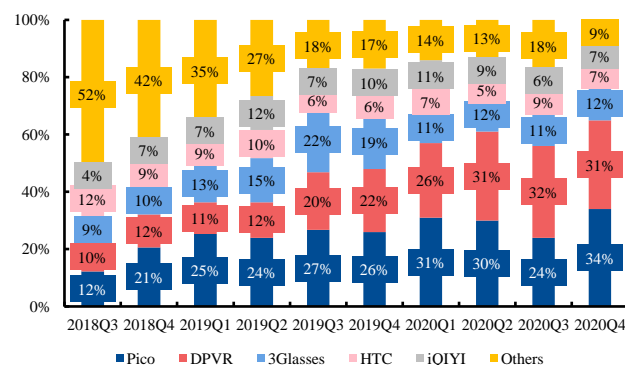
地区 AR/VR 头显市场，远高于第二名 Pico（市占率 20%）。大朋 VR 核心市场在中国，同时也在中国香港、印度、日本、韩国、新加坡等亚太地区市场铺货。根据 IDC 预测，未来五年亚太地区 AR/VR 头显市场年复合增长率将达到 51%，为公司带来历史性的发展机遇。3) 在全球市场层面，根据 IDC，2021Q4，Meta 旗下 Oculus 的 VR 产品出货量份额达 78%，排名第一，其次是大朋 VR，出货量占比 5.1%，领先于其他国内厂商，字节旗下 Pico 排名第三，占比 4.5%，HTC 和奇遇 VR 分别位列第四、第五位。在 VR 产品需求向好的背景下，充足的产能将助力公司迅速抢占市场份额。

图 60、2021Q4 全球 VR 头显出货量市场份额 (%)



资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 61、2018-2020 单季度中国 VR 市场各品牌市占率 (%)



资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、携手幻世加码内容，强强联手抢占先机

打造爆款 VR 游戏。2022 年 4 月合**竞**医**旋**科技公司与上海恺盛与幻

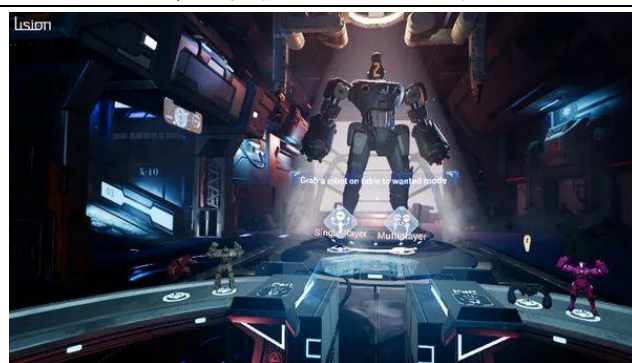
世科技合资成立上海臣旋网络科技有限公司，其中上海恺盛持股 60%，幻世科技持股 40%。幻世科技成立于 2020 年，公司专注于 VR/AR/MR 游戏、H5 游戏内容开发，团队开发了音乐节奏游戏《开心鼓神》和多人对战机甲格斗游戏《激战纪》两款自研 VR 产品。公司已经布局了 VR 硬件设备，而游戏作为体验环节是元宇宙场景入口中的重要组成部分，未来新公司有望借力**恺英经典 IP 和幻世开发经验**，探索产品类型和用户内容创造，打造爆款 VR 游戏作品，助力公司在元宇宙生态中抢占先机。

图 62、幻世科技自研 VR 游戏《开心鼓神》画面



资料来源: 恺英网络官方公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 63、幻世科技自研 VR 游戏《激战纪》画面



资料来源: 恺英网络官方公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

左手硬件右手游戏，VR 游戏未来可期。从技术维度来看，中国 AR/VR 头显市场在 2021 年上市了诸多新品，硬件产品升级趋势在 2022 年仍将延续。根据 IDC，未来五年内，中国 VR 硬件市场预计将以 47.8% 的复合增长率稳步增长，并持续占据中国 AR/VR 市场支出份额的一半以上，公司投资的硬件厂商大朋 VR 有望为公司带来丰厚的投资收益。从 VR 市场构成来看，随着 VR 硬件设备普及，用户

基数显著增长，游戏作为关键的场景入口，内容生态渐趋完善，游戏应用数量和质量均明显提升。根据 IDC，未来五年，VR 游戏将以超三成的占比持续领跑 VR 市场，公司旗下拥有众多优质游戏 IP，并携手幻世开拓 VR 游戏业务，优势互补，软硬兼备，未来可期。

5、盈利预测与估值

恺英网络手握新战略破局而归，未来大有可为：

①游戏版号重启发放，网游审核试点即将扩大，版号发放数量和审批速度有望提升。当前游戏行业拥有了政策和基本面的双重保障，上行动能充足。

②传奇类游戏在中国时间长、受众广，是一个稳健的、有玩家真实需求支撑的经典品类，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，公司的传奇类产品壁垒深厚，持续领先，贡献稳定现金流。

③公司积极布局创新品类游戏，MMO、卡牌、SLG、二次元、模拟经营等持续发 pipeline 异彩纷呈，有望打造新的利润增长点。

④VR 打破虚拟与现实边界，内容生态完善助力 VR 游戏扩容，当前 VR 游戏政策、技术、市场环境良好，国产 VR 游戏蓄势待发。公司投资大朋 VR，布局硬件终端，合资幻世科技，打造 VR 内容入口，软硬兼具，傲立元宇宙潮头。

表 7、公司盈利预测结果（PE/PB 对应 2022 年 8 月 12 日收盘价）

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2375 | 3862 | 5004 | 6216 |
| 增长率 | 53.9% | 62.6% | 29.6% | 24.2% |
| 营业利润(百万元) | 906 | 1590 | 2098 | 2714 |
| 增长率 | 296.1% | 75.5% | 31.9% | 29.4% |
| 归母净利润(百万元) | 577 | 1104 | 1448 | 1823 |
| 增长率 | 224.1% | 91.5% | 31.1% | 25.9% |
| 最新摊薄每股收益(元) | 0.27 | 0.51 | 0.67 | 0.85 |
| 每股净资产(元) | 1.58 | 2.11 | 2.80 | 3.67 |
| 市盈率(倍) | 26.2 | 13.7 | 10.5 | 8.3 |
| 市净率(倍) | 4.4 | 3.3 | 2.5 | 1.9 |

当前游戏板块估值处于历史底部，同时根据 2022 年盈利预测，恺英网络估值在游戏公司中处于偏低位置：

图 64、申万游戏指数收盘点位及估值（截至 2022 年 8 月 12 日）



资料来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、主要游戏公司估值（按照 2022 年 8 月 12 日收盘价）

| 代码 | 公司 | 评级 | 市值（亿元） | PE | | | | | | | |
|-----------|------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 002624.SZ | 完美世界 | 审慎增持 | 309 | 0.19 | 0.96 | 1.09 | 1.24 | 83.9 | 16.6 | 14.6 | 12.9 |
| 300031.SZ | 宝通科技 | - | 81 | 0.98 | 1.28 | 1.55 | 1.83 | 20.0 | 15.3 | 12.6 | 10.7 |
| 603444.SH | 吉比特 | 审慎增持 | 240 | 20.43 | 22.96 | 26.52 | 29.66 | 16.3 | 14.5 | 12.6 | 11.3 |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 审慎增持 | 151 | 0.27 | 0.51 | 0.67 | 0.85 | 26.2 | 13.7 | 10.5 | 8.3 |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 审慎增持 | 448 | 1.30 | 1.50 | 1.72 | 1.96 | 15.5 | 13.5 | 11.7 | 10.3 |
| 603258.SH | 电魂网络 | 审慎增持 | 51 | 1.37 | 1.58 | 1.82 | 2.04 | 15.2 | 13.2 | 11.5 | 10.2 |

资料来源：ifind，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：宝通科技盈利预测参考 wind 一致预期。

盈利预测：公司传奇游戏流水丰盈且市场份额领先，并持续拓展多元品类、优质项目储备充足。VR 游戏蓄势待发、软硬兼备，未来大有可为。根据业绩预告，公司上半年实现归母净利润 4.7-6.5 亿元，我们看好公司后续游戏的流水表现，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 11.04/14.48/18.23 亿元，对应当前股价（2022 年 8 月 12 日）的 PE 分别为 13.7/10.5/8.3 倍，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

提示

（1）政策及监管环境的风险

公司新游戏需要取得国家版权局颁发的《计算机软件著作权登记证书》，并在新闻出版部门办理该游戏出版的前置审批工作，存在政策及监管环境风险。

（2）市场竞争加剧风险

随着手游的盈利空间被逐步打开，新进入者可能涌入市场，导致竞争加剧。

（3）控制权变更风险

公司实际控制人王悦先生所持部分公司股份被裁定拍卖、变卖，对公司控制权的

稳定可能造成较大影响，可能导致公司控制权发生变更。

（4）VR 业务进展不及预期风险

公司与幻世科技合资的新公司尚处建设期，业务进展可能不及预期。

（5）新游戏或新版本上线延期风险

受研发进度、版号获取、市场环境等因素影响，公司的新游戏可能推迟上线，延缓收入确认。

（6）老游戏流水回落风险

受新品上线、用户偏好、运维状况等因素影响，公司旗下的经典产品流水可能回落，导致收入不及预期。

（7）版权纠纷风险

盛趣游戏与韩国娱美德公司的传奇 IP 版权纠纷尚未完全解决，恺英已经与盛趣游戏，盛趣游戏将其享有的部分 IP 资源与恺英合作，双方将建立 IP 联动维权机制，达成统一的维权计划并进行合作。盛趣游戏的版权纠纷可能影响公司游戏业务的正常运行。

附表

| 资产负债表 | | | | |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 2737 | 4245 | 6271 | 8858 |
| 货币资金 | 1178 | 2251 | 3774 | 5799 |
| 交易性金融资产 | 163 | 202 | 189 | 194 |
| 应收票据及应收账款 | 761 | 1199 | 1558 | 1941 |
| 预付款项 | 322 | 368 | 422 | 468 |
| 存货 | 16 | 24 | 30 | 36 |
| 其他 | 297 | 200 | 297 | 420 |
| 非流动资产 | 1662 | 1725 | 1755 | 1780 |
| 长期股权投资 | 352 | 398 | 398 | 398 |
| 固定资产 | 16 | 6 | -4 | -14 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 16 | 18 | 19 | 20 |
| 商誉 | 852 | 852 | 852 | 852 |
| 长期待摊费用 | 171 | 220 | 278 | 333 |
| 其他 | 255 | 231 | 211 | 191 |
| 资产总计 | 4400 | 5970 | 8025 | 10638 |
| 流动负债 | 583 | 619 | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 267 | 320 | 389 | 455 |
| 其他 | 317 | 299 | 325 | 337 |
| 非流动负债 | 67 | 98 | 101 | 103 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 67 | 98 | 101 | 103 |
| 负债合计 | 651 | 717 | 816 | 895 |
| 股本 | 1515 | 1515 | 1515 | 1515 |
| 资本公积 | 758 | 758 | 758 | 758 |
| 未分配利润 | 1154 | 2259 | 3707 | 5530 |
| 少数股东权益 | 343 | 704 | 1179 | 1833 |
| 股东权益合计 | 3749 | 5253 | 7210 | 9743 |
| 负债及权益合计 | 4400 | 5970 | 8025 | 10638 |
| 现金流量表 | | | | |
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 归母净利润 | 577 | 1104 | 1448 | 1823 |
| 折旧和摊销 | 36 | 45 | 46 | 48 |
| 资产减值准备 | | | | |
| 资产处置损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | 27 | -30 | -9 | -10 |
| 财务费用 | 1 | -70 | -124 | -197 |
| 投资损失 | -105 | -121 | -135 | -149 |
| 少数股东损益 | 268 | 361 | 474 | 655 |
| 营运资金的变动 | -334 | -654 | -524 | -594 |
| 经营活动产生现金流量 | 501 | 726 | 1226 | 1641 |
| 投资活动产生现金流量 | 182 | 53 | 139 | 136 |
| 融资活动产生现金流量 | -180 | 294 | 158 | 248 |
| 现金净变动 | 498 | 1073 | 1523 | 2025 |
| 现金的期初余额 | 665 | 1178 | 2251 | 3774 |
| 现金的期末余额 | 1163 | 2251 | 3774 | 5799 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 2375 | 3862 | 5004 | 6216 |
| 营业成本 | 694 | 915 | 1112 | 1301 |
| 税金及附加 | 12 | 19 | 25 | 31 |
| 销售费用 | 361 | 742 | 991 | 1237 |
| 管理费用 | 165 | 270 | 345 | 423 |
| 研发费用 | 339 | 552 | 715 | 888 |
| 财务费用 | -10 | -70 | -124 | -197 |
| 其他收益 | 12 | 15 | 18 | 21 |
| 投资收益 | 105 | 121 | 135 | 149 |
| 公允价值变动收益 | -27 | 30 | 9 | 10 |
| 信用减值损失 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -20 | -10 | -5 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 906 | 1590 | 2098 | 2714 |
| 营业外收入 | 38 | 43 | 41 | 42 |
| 营业外支出 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 所得税 | 92 | 159 | 209 | 269 |
| 净利润 | 844 | 1466 | 1922 | 2478 |
| 少数股东损益 | 268 | 361 | 474 | 655 |
| 归属母公司净利润 | 577 | 1104 | 1448 | 1823 |
| EPS(元) | 0.27 | 0.51 | 0.67 | 0.85 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 53.9% | 62.6% | 29.6% | 24.2% |
| 营业利润增长率 | 296.1% | 75.5% | 31.9% | 29.4% |
| 归母净利润增长率 | 224.1% | 91.5% | 31.1% | 25.9% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 70.8% | 76.3% | 77.8% | 79.1% |
| 净利率 | 35.6% | 37.9% | 38.4% | 39.9% |
| ROE | 16.9% | 24.3% | 24.0% | 23.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 14.8% | 12.0% | 10.2% | 8.4% |
| 流动比率 | 4.69 | 6.85 | 8.78 | 11.17 |
| 速动比率 | 4.66 | 6.81 | 8.74 | 11.13 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 60% | 74% | 72% | 67% |
| 应收账款周转率 | 361% | 359% | 327% | 320% |
| 存货周转率 | 4381% | 3275% | 2921% | 2799% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.27 | 0.51 | 0.67 | 0.85 |
| 每股经营现金 | 0.23 | 0.34 | 0.57 | 0.76 |
| 每股净资产 | 1.58 | 2.11 | 2.80 | 3.67 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 26.2 | 13.7 | 10.5 | 8.3 |
| PB | 4.4 | 3.3 | 2.5 | 1.9 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

“本公司”指兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）及其全资子公司。本报告仅供客户参考，不构成投资建议，也不构成任何要约或要约邀请，客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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和/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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属

本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |