

恺英网络

002517.SZ

审慎增持 (维持)

厚积薄发引领奇迹复苏潮，三剑合璧打造传奇元宇宙

2022年09月19日

市场数据

市场数据日期	2022-09-16
收盘价(元)	7.47
总股本(百万股)	2152.52
流通股本(百万股)	1639.17
总市值(百万元)	16079.31
流通市值(百万元)	12244.58
净资产(百万元)	4513.85
总资产(百万元)	5444.21
每股净资产(元)	1.88

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	3952	4978	6045
同比增长	53.9%	66.4%	26.0%	21.4%
归母净利润(百万元)	577	1253	1556	1895
同比增长	224.1%	117.2%	24.2%	21.8%
毛利率	70.8%	76.8%	77.7%	78.4%
净利率	35.6%	42.1%	41.5%	42.6%
净资产收益率	16.9%	26.7%	24.7%	23.0%
每股收益(元)	0.27	0.58	0.72	0.88
每股经营现金流(元)	0.23	0.41	0.65	0.82

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证传媒】恺英网络 2022 半年报点评: VR 游戏箭在弦上, 全年业绩高增可期》2022-08-18

《【兴证传媒】恺英网络 (002517) 深度报告: 传奇王者破局而归, VR 游戏扬帆远航》2022-08-14

分析师:

李阳

liyanyang@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **浙江盛和持续赋能, 自研游戏优势显著。**控股子公司浙江盛和深耕传奇赛道十余年, 旗下《蓝月传奇》《原始传奇》等爆款产品遥遥领先。盛和营收和业绩成果喜人, 22H1 营收 9.89 亿元, 同比增长 70.54%, 净利润 6.4 亿元, 同比增长 97.19%。若公司全资控股盛和, 有望显著增厚业绩。
- **奇迹游戏底蕴深厚, 《永恒联盟》即将上线。**奇迹游戏呈现复苏态势, 《全民奇迹》已奠定公司的龙头地位, 今年上线的《天使之战》表现亮眼, 上线首月流水突破 1 亿元, 公司自研自发的奇迹类手游《永恒联盟》定于 9 月 19 日正式上线, 邀请明星代言并录制原声配音, 流水有望超预期。
- **游戏率先切入元宇宙, Roblox 树立元宇宙平台标杆。**游戏与元宇宙概念天然契合, 随着 VR 技术完善和内容生态扩充, 游戏有望成为元宇宙入口。Roblox 平台持续领航元宇宙应用, 优势在于内容生态和社交体系。
- **携手产业链上下游, 深挖海量传奇玩家。**公司与传奇产业链上下游伙伴合作紧密, 与传奇 IP 授权方盛趣游戏合资成立盛同恺, 又与头部传奇发行平台贪玩游戏合作多年, 近期贪玩的强势入股进一步彰显出对恺英未来发展的信心。对标 Roblox 平台, 公司的传奇游戏已呈现出个性化、沉浸感、强社交等元宇宙雏形, 未来有望推出 UGC 传奇游戏工具集, 收编传奇私服市场, 率先打造出集游戏、创作、社交、直播等多元生态的传奇元宇宙社区。
- **盈利预测:** 公司奇迹游戏显著复苏, 《永恒联盟》即将上线; 传奇游戏市场份额领先, 已呈现出传奇元宇宙社区雏形。我们看好公司后续游戏的流水表现和传奇元宇宙的巨大潜力, 维持盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.53/15.56/18.95 亿元, 对应当前股价 (2022 年 9 月 16 日) 的 PE 分别为 12.8/10.3/8.5 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 政策及监管环境风险、市场竞争加剧风险、VR 游戏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、浙江盛和业务进展不及预期风险、奇迹游戏进展不及预期风险、与江西贪玩合作进展不及预期风险、传奇 IP 纠纷风险等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目录

引言	- 4 -
1、浙江盛和持续赋能，自研游戏优势显著	- 5 -
1.1、恺英控股浙江盛和，深化产业纵向整合	- 5 -
1.2、十年打磨传奇宝剑，匠心构筑独有壁垒	- 6 -
1.3、经营状况持续向好，盈利水平不断提升	- 7 -
1.4、合作程度不断加深，驱动恺英业绩高增	- 8 -
2、奇迹游戏底蕴深厚，手握重兵抢占先机	- 9 -
2.1、跨越二十年风雨，奇迹品类长盛不衰	- 9 -
2.2、《全民奇迹》一炮而红，树奇迹手游标杆	- 12 -
2.3、奇迹老树绽新花，《天使之战》表现亮眼	- 14 -
2.4、传承经典与时俱进，《永恒联盟》即将上线	- 16 -
3、联合产业链上下游，有望发力传奇元宇宙	- 18 -
3.1、趋势吻合技术催化，游戏率先切入元宇宙	- 18 -
3.2、Roblox 发展迅猛，持续领航元宇宙应用	- 21 -
3.3、江西贪玩强势入股，深度挖潜续写传奇	- 25 -
3.4、有望推出创作工具，传奇私服将成“正规军”	- 30 -
4、盈利预测与估值	- 33 -
5、风险提示	- 34 -

图目录

图 1、浙江盛和发展历程梳理	- 5 -
图 2、浙江盛和旗下的传奇游戏示例	- 7 -
图 3、2017-2022H1 浙江盛和营业收入及同比增速	- 7 -
图 4、2017-2022H1 浙江盛和净利润及同比增速	- 7 -
图 5、2017-2022H1 浙江盛和经营活动现金流量及同比增速	- 8 -
图 6、2017-2022H1 浙江盛和期末总资产和资产负债率	- 8 -
图 7、2017-2022H1 浙江盛和期末流动资产和流动比率	- 8 -
图 8、2017-2022H1 恺英网络归母净利润及同比增速	- 9 -
图 9、2017-2022H1 浙江盛和归属于少数股东的损益及同比增速	- 9 -
图 10、2017-2022H1 合并浙江盛和少数股东损益前后公司的归母净利润对比	- 9 -
图 11、2017-2022H1 合并浙江盛和少数股东损益后对恺英网络归母净利润的增厚幅度 (%)	- 9 -
图 12、2022 年上半年收入排名前 100 移动游戏产品类型数量占比 (%)	- 10 -
图 13、2022 年上半年收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比 (%)	- 10 -
图 14、《全民奇迹》发展历程及上线后表现	- 13 -
图 15、《全民奇迹》角色介绍	- 13 -
图 16、《天使之战》宣传图	- 14 -
图 17、《天使之战》IOS 排名 (2022.4.22-2022.8.9)	- 15 -
图 18、《天使之战》评分分布 (单位: 个, %) (截至 2022.8.9)	- 15 -
图 19、《天使之战》宣传视频截图	- 15 -
图 20、《永恒联盟》游戏宣传图	- 16 -
图 21、《永恒联盟》对奇迹经典的传承	- 17 -
图 22、《永恒联盟》的多重创新	- 17 -
图 23、2019.1-2022.6 全球元宇宙应用年下载量趋势 (亿次)	- 18 -
图 24、2019.1-2022.6 全球元宇宙应用年收入趋势 (亿美元)	- 18 -
图 25、游戏与元宇宙概念的相关性	- 19 -
图 26、基础层技术和游戏相关应用主体	- 19 -
图 27、游戏企业的意愿和研发投入	- 20 -

图 28、2010、2013、2017 和 2021 年全球游戏引擎市场规模分布 (%)	- 21 -
图 29、2022 年全球游戏开发者进行产品开发选择的平台及有兴趣于未来选择的平台占比 (%)	- 21 -
图 30、Roblox 发展历程	- 21 -
图 31、2019Q1-2022Q2 Roblox 单季度营业收入及同比增速	- 22 -
图 32、2019Q1-2022Q2 Roblox 单季度流水及同比增速	- 22 -
图 33、2018Q4-2022Q2 Roblox 单季度日活跃用户数及同比增速	- 22 -
图 34、2018Q4-2022Q2 Roblox 日活跃用户数年龄段分布	- 22 -
图 35、2018Q4-2022Q2 Roblox 单季度用户使用时长及同比增速	- 22 -
图 36、2019Q1-2022Q2 Roblox 用户使用时长年龄段分布	- 22 -
图 37、2022 年 H1 元宇宙游戏下载榜和畅销榜	- 23 -
图 38、2022Q2 Roblox 与竞品安卓设备用户留存表现	- 23 -
图 39、Roblox 用户最可能使用的非游戏类应用 (截至 2022 年 8 月 24 日)	- 23 -
图 40、Roblox 发展的驱动力: 内容和社交	- 24 -
图 41、Roblox 生态架构	- 24 -
图 42、Roblox 如何实现元宇宙体系的八大特性	- 25 -
图 43、Roblox 收入分成图	- 25 -
图 44、游戏用户是否玩过传奇类游戏调查	- 26 -
图 45、传奇游戏和非传奇游戏用户月充值情况对比 (单位: 元)	- 26 -
图 46、公司旗下传奇类产品布局	- 26 -
图 47、国内传奇游戏产业链	- 27 -
图 48、盛趣游戏和恺英网络成立的合资公司“盛同恺”	- 28 -
图 49、《贪玩蓝月》的爆款营销 (怀旧情怀+港普)	- 29 -
图 50、《原始传奇》的电影级品牌商业广告 (由代言人冯小刚主演)	- 29 -
图 51、2018-2020 传奇游戏买量投放趋势 (个)	- 29 -
图 52、2018-2020 传奇类游戏投放量占比	- 29 -
图 53、《原始传奇》在抖音游戏品牌热 DOU 榜单的排名情况 (2022.5.22-2022.9.10)	- 30 -
图 54、《原始传奇》近 90 日热度指数走势 (2022.6.19-2022.9.10)	- 30 -
图 55、Roblox 平台的多元游戏生态示意图	- 31 -
图 56、Roblox Stutio 的游戏创作模板	- 32 -
图 57、Roblox Studio 的游戏开发界面	- 32 -
图 58、Roblox Studio 的创作工具集	- 32 -

表目录

表 1、公司董事长和部分高管工作经历	- 5 -
表 2、浙江盛和研发的传奇游戏	- 6 -
表 3、奇迹类游戏发展历程	- 11 -
表 4、奇迹游戏代表产品及游戏表现	- 12 -
表 5、游戏厂商与短视频平台游戏主播的合作模式	- 30 -
表 6、公司盈利预测结果 (PE/PB 对应 2022 年 9 月 16 日收盘价)	- 33 -

引言

我们于8月14日发布了《【兴证传媒】恺英网络（002517）深度报告：传奇王者破局而归，VR游戏扬帆远航》，我们认为，在传奇类游戏庞大的用户基数、良好的付费基础、极高的用户粘性、高额的充值流水和巨大的市场空间下，手握传奇核心IP版权和传奇数值体系，深耕传奇赛道十余年，拥有《蓝月传奇》《原始传奇》等爆款产品的龙头厂商恺英网络，将持续受益于传奇游戏带来的丰富流水，并通过快速的传奇产品迭代，加深传奇游戏的护城河。同时，公司积极布局MMO、卡牌、SLG、二次元等创新品类，上半年推出的奇迹新游《天使之战》成绩亮眼，首月流水破亿元，下半年多款重磅新游联袂推出，有望为公司带来全新的成长曲线。此外，公司前瞻布局VR业务，投资头部VR硬件厂商乐相科技，携手幻世科技开发VR游戏，软硬兼备，前景广阔。

公司未来有望迎来多重利好催化。股权方面，根据阿里网络司法拍卖平台公示的《网络竞价成功确认书》，2022年9月7日，江西贪玩以4.19亿元拍得王悦持有的5517.5万股股票，占公司总股本的2.56%，成交均价为7.59元/股，高于恺英网络前二十交易日的成交均价（截至2022年9月6日，恺英网络前二十个交易日的成交均价为7.57元/股）。江西贪玩是国内头部游戏发行运营平台，与恺英网络具有多年合作经验，恺英的全资子公司浙江盛和与贪玩联合打造了《蓝月传奇》《传奇世界》《原始传奇》等爆款传奇游戏，江西贪玩的入股一方面彰显了产业链合作伙伴对恺英未来发展的强大信心，另一方面，双方的合作将持续加深，恺英的研发优势和贪玩的发行优势融合，有望形成1+1>2的效应，保持恺英在传奇游戏领域的竞争力。

游戏方面，上半年《天使之战》上线后表现超预期，公司乘胜追击，持续发力奇迹品类，重磅奇迹新游《永恒联盟》将于9月19日上线。目前，市场尚未充分意识到奇迹游戏的复苏趋势，当前优质奇迹游戏产品较为欠缺，我们预计制作精良，声势浩大，兼顾经典与创新的《永恒联盟》上线后，表现有望超越《天使之战》，为下半年的业绩提供强大支撑。

基于此，我们撰写了本篇跟踪报告，重点分析了奇迹游戏的复苏态势、公司奇迹游戏的优势和储备、公司对传奇游戏产业链的深度挖掘等市场尚未充分挖掘的亮点。我们相信，在股权拍卖落地、奇迹游戏上线、VR游戏发力、传奇游戏用户增长、传奇产业上下游合作加深等多重催化下，公司的经营状况将不断改善，盈利能力将持续提升。

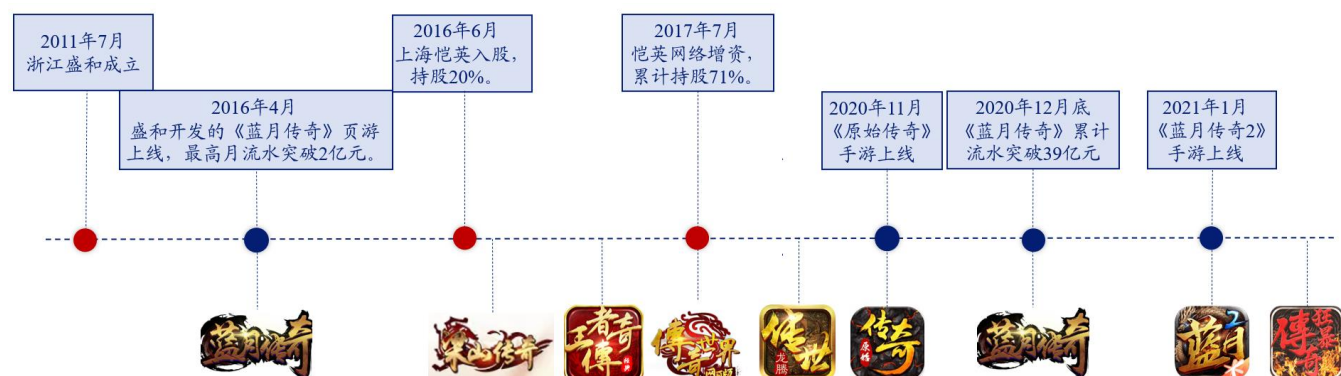
1、浙江盛和持续赋能，自研游戏优势显著

1.1、恺英控股浙江盛和，深化产业纵向整合

2011年，浙江盛和网络科技有限公司于杭州成立，是一家以网页游戏、手机游戏为核心，集合研发、运营、发行为一体的综合性轻娱乐互动娱乐企业，具备卓越的游戏研发能力。创立至今，公司团队致力于以自主原创为基石，凭借强大的技术实力和极具创意的游戏设计能力，打造了《蓝月传奇》、《王者传奇》、《原始传奇》等多款业内知名精品手游、页游产品。

2016年，为了增强公司在游戏产品研发层面的核心竞争力，恺英网络全资子公司上海恺英以2亿元入股浙江盛和，持股20%。2017年，公司增资16.07亿元收购浙江盛和51%的股权，受让后恺英累计持股71%，浙江盛和成为恺英的控股子公司。通过控股浙江盛和，一方面，公司的游戏研发能力显著增强，抓住了传奇类网页游戏与移动游戏的巨大市场；另一方面，与公司的游戏发行和运营业务产生巨大的协同效应。

图 1、浙江盛和发展历程梳理



资料来源：公司年报，公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

恺英多位高管曾在盛和任职。公司董事长金锋便成长于浙江盛和，2011年7月至2018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；2018年1月至今任浙江盛和网络科技有限公司总裁及CEO；2019年3月至今任恺英网络董事长。此外，公司现任副总经理马杰、梁智青和程龙均有浙江盛和的工作经验。一方面，表明浙江盛和为恺英网络的发展注入了巨大动能，另一方面，现任高管熟悉浙江盛和的经营，能够充分发挥浙江盛和的优势，促使其与恺英达成深度协同。

表 1、公司董事长和部分高管工作经历

姓名	职务	工作经历
金锋	董事长	2011年7月至2018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；2018年1月至今任浙江盛和网络科技有限公司总裁及CEO；2018年7月至今任恺英网络董事，于2018年7月至2018年9月任恺英网络副董事长，于2018年9月至2019年3月任恺英网络联席董事长，于2019年3月至今任恺英网络董事长。

马杰	副总经理	2013年7月至2017年10月在北京奇虎科技有限公司担任产品经理，2017年10月至2020年5月在浙江盛和网络科技有限公司担任制作人，2020年5月至今在恺英网络股份有限公司担任研发副总裁。
梁智青	副总经理	2011年10月起历任浙江盛和网络科技有限公司运营总监、首席运营官。
程龙	副总经理	2011年2月至2014年10月任趣游时代(北京)科技有限公司运营经理；2014年11月至2016年8月任奇虎360PC网游事业部产品主管；2016年10月至今任浙江盛和网络科技有限公司制作人。

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、十年打磨传奇宝剑，匠心构筑独有壁垒

浙江盛和自研传奇游戏领跑行业。浙江盛和拥有强大的游戏研发能力、深厚的传奇游戏底蕴以及精准的市场定位能力，连续开发出《蓝月传奇》、《王者传奇》、《原始传奇》等爆款传奇游戏，品质及流水数据表现卓越。截至2020年底，现象级传奇游戏《蓝月传奇》累计流水突破39亿元。一方面，长线运营的爆款传奇游戏为公司创造源源不断的现金流，另一方面，十余年深耕积累了庞大的用户群体，有助于公司精准把握玩家偏好，向传奇产业链上下游延伸，实现深度变现。

表 2、浙江盛和研发的传奇游戏

上线时间	网游/手游	游戏名称	参与方式	游戏表现	其他
2015-7	网游	《原始传奇PC》	研发	-	-
2016-4	网游	《蓝月传奇》	研发	截至2020年底，累计流水突破39亿元。	恺英独家代理
2017-2	页游	《梁山传奇》	研发	-	XY游戏运营
2017-4	手游	《王者传奇》	研发	2018年连续8个月在华为应用榜单上排名第一。	-
2017-7	网游	《传奇世界网页版》	研发	-	贪玩游戏独家代理
2018-1	页游	《龙腾传世》	研发	开服10小时，流水突破260万，付费率高达28%。华为应用榜单排名第五。	贪玩游戏独家代理
2019年	手游	《蓝月传奇3D》	研发	-	腾讯独家代理
2020-11	手游	《原始传奇手游》	研发	上线两年热度居高不下	贪玩游戏发行
2021-1	手游	《蓝月传奇2》	研发	-	腾讯代理发行
2021-10	手游	《狂暴传奇》	研发	-	-

资料来源：公司官网，游戏官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、浙江盛和旗下的传奇游戏示例



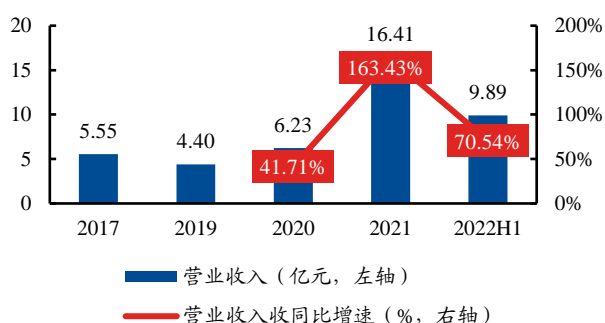
资料来源：公司官网，游戏官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、经营状况持续向好，盈利水平不断提升

浙江盛和超额完成业绩承诺。2017 年恺英增资浙江盛和时，盛和承诺 2017 年、2018 年、2019 年实现的扣非净利润分别不低于 2.5 亿、3.1 亿、3.8 亿人民币（合计 9.4 亿元人民币）。根据审计结果，浙江盛和在 2017-2019 年共实现净利润 9.71 亿元，超过承诺净利润 0.31 亿元，整个承诺期业绩完成率为 103.3%。

浙江盛和营收净利高速增长。2020 年以来，浙江盛和营业收入和净利润持续增长，2021 年，营收位 16.41 亿元，同比增长 164.43%，实现净利润 9.29 亿元，同比增长 332.66%；2022H1，营收为 9.89 亿元，同比增长 70.54%，实现净利润 6.4 亿元，同比增长 97.19%。

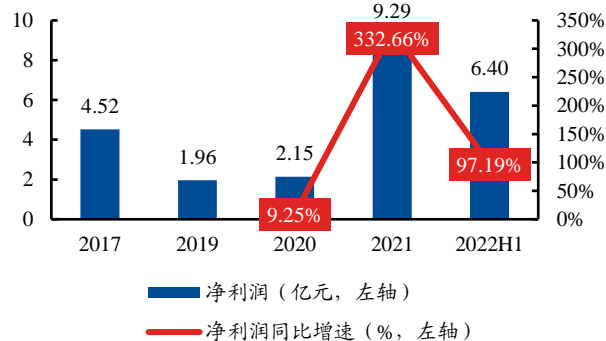
图 3、2017-2022H1 浙江盛和营业收入及同比增速



资料来源：公司年报，公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2018 年相关数据缺失系 2018 年报并未公布相关数据（下同）。

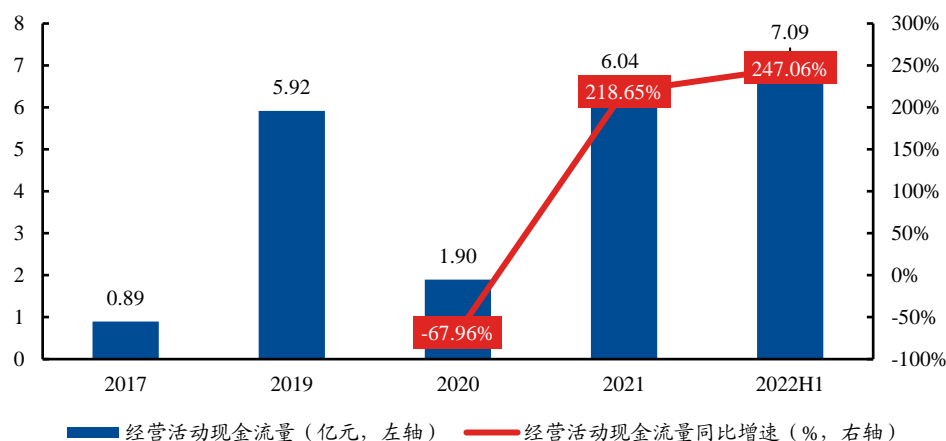
图 4、2017-2022H1 浙江盛和净利润及同比增速



资料来源：公司年报，公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

浙江盛和现金流匹配营收高增长。2021年以来，与营收增长相匹配，公司经营活动现金流持续提升。2021年，公司经营活动现金流同比增速接近220%，2022年上半年经营活动现金流同比增速接近250%。

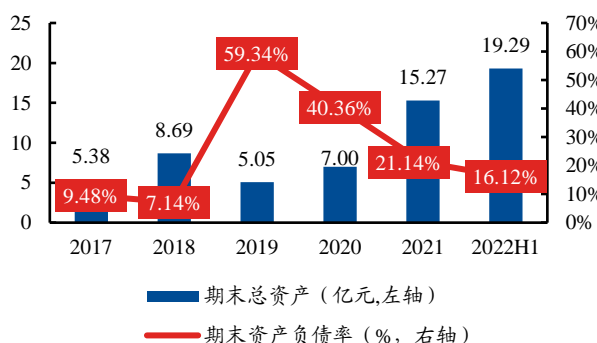
图 5、2017-2022H1 浙江盛和经营活动现金流量及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

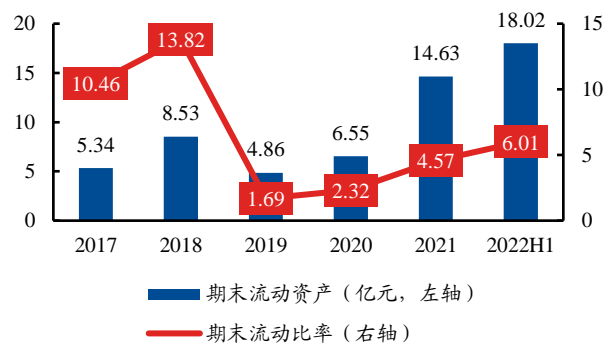
浙江盛和财务状况健康稳定。2020年以来，浙江盛和总资产稳定增长，为公司业务拓展提供基础，同时，资产负债率显著下降，2022H1已降至16.12%。其中，流动资产增长显著，流动比率稳步提升。表明浙江盛和整体偿债能力较强，财务风险较低。

图 6、2017-2022H1 浙江盛和期末总资产和资产负债率



资料来源：公司年报，公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2017-2022H1 浙江盛和期末流动资产和流动比率



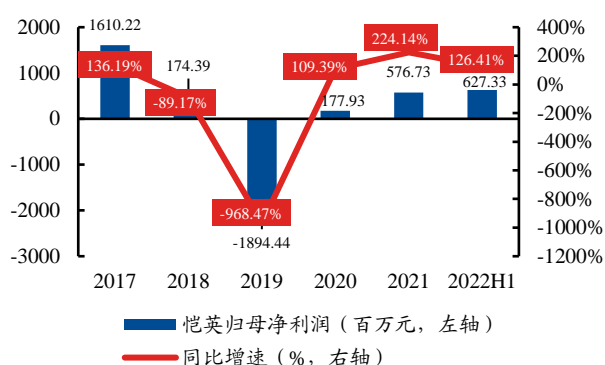
资料来源：公司年报，公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、合作程度不断加深，驱动恺英业绩高增

2017-2022H1，少数股东持股比例为29%。从过往数据来看，如果将浙江盛和归属于少数股东的损益纳入恺英的业绩核算口径，则对恺英的归母净利润有显著增

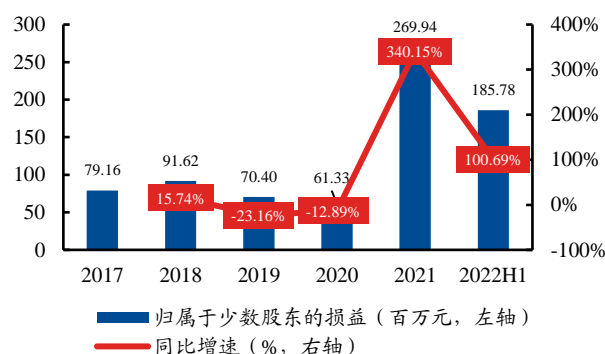
厚作用，2018年合并后相对于合并前的增幅为52.54%，2021年增幅为46.8%，2022H1的增幅为29.62%。自从2016年恺英入股浙江盛和以来，盛和已经连续多年为恺英贡献了可观的营收和利润，盛和强大的研发团队和上海恺英的研发团队一同构成驱动恺英业务腾飞的双翼，并与公司的游戏发行和运营业务产生了巨大的协同作用。随着双方合作不断深入，浙江盛和有望在恺英的崛起中扮演关键角色，显著增厚公司业绩。

图 8、2017-2022H1 恺英网络归母净利润及同比增速



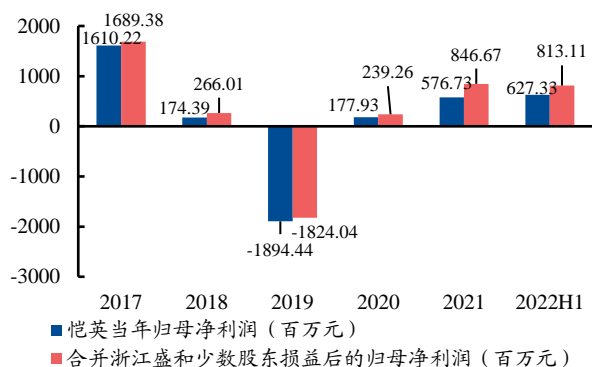
资料来源：公司年报，公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2017-2022H1 浙江盛和归属于少数股东的损益及同比增速



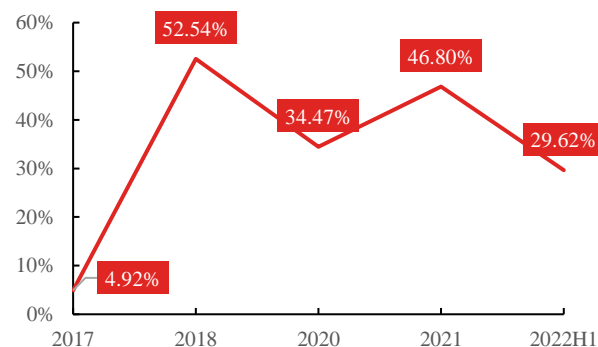
资料来源：公司年报，公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2017-2022H1 合并浙江盛和少数股东损益前后公司的归母净利润对比



资料来源：公司公告，公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2017-2022H1 合并浙江盛和少数股东损益后对恺英网络归母净利润的增厚幅度 (%)



资料来源：公司公告，公司半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此处的增厚幅度指的是合并浙江盛和少数股东损益后恺英网络的归母净利和合并前归母净利相比的增幅

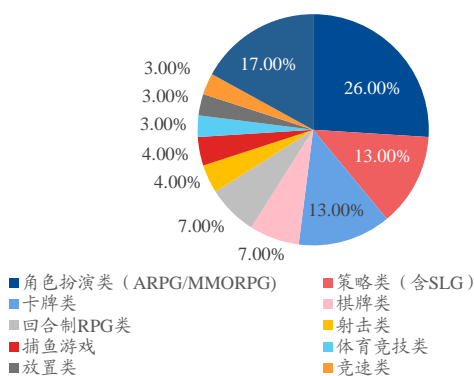
2、奇迹游戏底蕴深厚，手握重兵抢占先机

2.1、跨越二十年风雨，奇迹品类长盛不衰

角色扮演游戏数量和收入双高。根据《2022年1-6月中国游戏产业报告》数据，

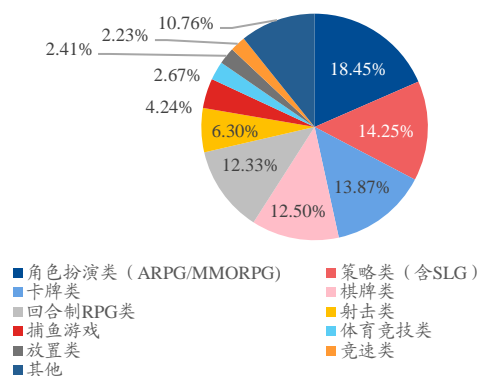
2022 年上半年，在中国移动游戏收入排名前 100 的产品中，角色扮演类（ARPG/MMORPG）游戏数量占比为 26%，流水收入占比为 18.45%，无论从数量和收入规模上都是第一大类，竞争十分激烈。

图 12、2022 年上半年收入排名前 100 移动游戏产品类型数量占比（%）



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2022 年上半年收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比（%）



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

奇迹游戏用户基础好，商业价值高。在众多 MMORPG 中，《奇迹 MU》(英文名 MU: Online)系列作为明星产品，是由韩国游戏公司网禅(Webzen)开发的魔幻题材 MMORPG 游戏，曾被韩国多家官方权威游戏机构评选为“最佳网络游戏”。2002 年 10 月，《奇迹 MU》在中国大陆地区上线。在中国网游兴起早期，《奇迹 MU》以相对成熟的玩法和宏大的世界观吸引了一批早期玩家，**经过二十年的持续运营，积累了庞大用户基础。随着时间推移，用户付费能力和 IP 忠诚度逐渐提升，带来了长期的商业化价值。**

奇迹类游戏在国内的发展经历了如下四个发展阶段：**1) 2002-2004 年：环境良好，飞速发展。**2002 年《全民奇迹 MU》在中国大陆地区开始运营，由第九城市代理，连续两年在多次权威游戏评比中获得最经典网络游戏以及最受欢迎网络游戏大奖。《奇迹 MU》是当时 2.5D 游戏的巅峰之作，游戏的画面华丽，在国内玩家中掀起一阵热潮。2003 年 3 月 14 日，《奇迹 MU》进行 0.87 版更新并由此打开了通往巅峰的道路，当时奇迹的注册用户已经达到 1000 万，最高同时在线人数也超过 30 万，这个数字让《奇迹 MU》成为当时国内最热门的游戏之一。尽管该时期外挂已经出现，但是玩家对于外挂的态度以抵制为主，游戏环境良好。**2) 2004-2005 年：管控外挂，迈向巅峰。**不断飙升的人气以及攻城战的开放将 MU 在中国运营推向巅峰时期，尽管这一时期外挂十分猖獗，九城仍然以大规模封号等形式抵制外挂。**3) 2005-2014 年：放任外挂，逐渐衰退。**2005 年后期至 2007 年，九城放弃与外挂的斗争，道具复制和外挂合法化(不封挂)让 MU 在中国步入了衰退期。**4) 2015 年至今：手游时代，逐步复苏。**进入移动游戏时代，网禅先后于 2015 年和 2018 年推出了手游版《MU: Origin》和《MU Origin 2》。虽然网禅正版手游一直没能进入中国市场，但是在网禅的授权下，中国的各大游戏厂商都相继研发推出了《奇迹 MU》系列手游，包含恺英旗下的《全民奇迹》《天使之战》、塔人网

络的《奇迹：最强者》、掌趣科技的《全民奇迹 2》，将奇迹类游戏重新带回公众视野。从畅销榜排名情况来看，2015 年上线的《全民奇迹》表现最佳。

表 3、奇迹类游戏发展历程

时间	事件
2001 年 11 月	韩国网禅推出《奇迹 MU》网络游戏，运营两个月便收回开发成本。
2002 年 7 月	第九城市成为《奇迹 MU》中国区代理。
2002 年 10 月	《奇迹 MU》在大陆开放公测。
2003 年 1 月	《奇迹 MU》推出 0.85 版本，是公测后首次重大更新，主推了新地图“死亡沙漠”，并更新了卓越属性武器和生命宝石，引发了 MU 高端装备的洗牌。
2003 年 3 月	《奇迹 MU》正式收费运营，用户数超过 1200 万人，最高同时在线 30 万人，合计开发了 12 个大区、800 组服务器。
2003 年 11 月	《奇迹 MU》推出 0.96 版本，开放了副本地图“血色城堡”，叠加 0.95 版本的三大转职、奔雷套等新装备以及翅膀、技能等内容，将 MU 热度推向新高，0.95 版客户端光盘基本断货。
2007 年 9 月	《奇迹 MU》国服开启线上道具商城，标志着 MU 免费时代来临。然而，为了遏制外挂，需要一次性支付 90 元的激活费用，门槛相对较高。
2007 年至 2010 年	《奇迹 MU》国服基本退出中国网游主要舞台，新生代玩家不了解该款游戏，但仍然在老玩家中具备较高人气，私服层出不穷。
2011 年 11 月	韩国网禅首次公开 2.5D 暗黑风《MU2》视频。
2012 年 4 月	《奇迹 MU》国服宣布 MU 运营权转授给上海壮游科技，转授后，国服开始宣传与更新，召回了部分玩家。
2014 年 12 月	恺英和天马时空联合开发的《全民奇迹》正式登陆安卓平台和 App Store，首月充值总流水突破 2 亿元人民币。
2015 年	网禅推出《MU: Origin》手游，曾在韩国地区各应用商城的畅销榜及人气榜位列第一。
2016 年 9 月	塔人网络接手《奇迹 MU》中国区运营。
2017 年 12 月	由塔人网络打造、龙图游戏发行的《奇迹：最强者》正式公测。
2018 年	网禅推出《MU: Origin2》手游，获得手游畅销榜第二名。
2021 年 4 月	掌趣自研的《全民奇迹 2》上线，上线当天 4 小时拿下 App Store 免费榜第一，登上畅销榜 TOP5。
2021 年 11 月	韩服《奇迹 MU》在进行 20 周年更新后，11 月的月活跃用户数环比增速达到 42.5%，同时在线人数环比增速达到 22.7%，并刷新了近 10 年的玩家数记录。
2022 年 1 月	恺英独家代理的《天使之战》手游上线，首月流水便突破 1 亿元。
2022 年 2 月	网禅推出《MU: Origin3》手游，在 Google Play 商店和 Apple Store 上线。
2022 年 3 月	网禅旗下 MMORPG《S.U.N. Classic》端游全球版正式上线。

资料来源：8765 游戏网，《奇迹 MU》官网，17173 游戏网，掌趣科技公告，兴业证券经济与金融研究院整理

复盘《奇迹 MU》长盛不衰的秘诀，可以总结出如下三点：1) 网游《奇迹 MU》在国内前期运营获得的高知名度、高用户量以及良好口碑，为《奇迹 MU》IP 奠定了**人气基础**，使得后续玩法更新能得到高效传播，延长了 IP 的生命力。2) **网游国服 7 年不断更新**，吸引新玩家提高知名度。从 2003 年至 2010 年，《奇迹 MU》的国服运营期间，几乎每年都有引发玩家关注的重大内容更新。比如：游戏场景《恶魔广场》与《血色城堡》的更新，不仅开辟了国内首个副本概念玩法的先河，也将《奇迹 MU》的游戏热度推上了高潮；而“昆顿魔王”和“圣导师”的推出不仅丰富了游戏玩法，还成就了游戏的另一热度高潮。也是由于每年大型系统玩法、场景的上新，使得《奇迹 MU》的内容越来越丰富，同时也增加了游戏玩家在线率以及活跃值。游戏在 7 年的时间内，不断吸引新玩家，留驻老玩家，使得网游产品更具长效性发展，让《奇迹 MU》对于玩家的影响力更深。3) **情怀效应形成并发酵**：对于许多 80 后玩家来说，奇迹大陆是一个充满情怀的地方，天神下凡一般的“炫彩流光大翅膀”早已成为玩家心中的经典标志，如今提到《奇迹 MU》依然能引起许多网友满满的回忆，《奇迹 MU》早已不再只是一款网游，

它更是许多玩家们青春的印记和情怀的寄托。

近年来，奇迹游戏呈现明显的复苏迹象。2019年Q4《奇迹之剑》登陆韩国市场，根据 Sensor Tower 发布的《2021年韩国移动游戏市场洞察》，上线两年之久的《奇迹之剑》力压高热度《原神》，成为2021年韩国市场收入最高的国产手游；2021年4月，《全民奇迹2》上线首日即登上免费榜第一，畅销榜第五；2022年1月，恺英独家代理的《天使之战》上线，上线后首月流水突破1亿元。以上事件均表明，奇迹品类游戏已经逐步复苏，在用户基础和产品品质的加持下，优质奇迹游戏具备极大的爆款潜力。

表 4、奇迹游戏代表产品及游戏表现

上线时间	游戏名称	相关公司	游戏表现
2014年12月	《全民奇迹》	恺英网络、掌趣科技	截至2019年底，累计活跃用户近2.1亿人次，全球累计流水突破83亿元。
2017年12月	《奇迹：最强者》	塔人网络运营、龙图游戏发行	公测上线48小时内摘取App Store游戏畅销榜TOP3，首发一周游戏收入破300万元。
2018年5月	《奇迹MU：觉醒》	掌趣科技联合运营	2020年流水10.08亿元，收入2.5亿元。
2021年4月	《全民奇迹2》	掌趣科技自研，腾讯代理发行	上线首日即登上免费榜第一，畅销榜TOP5。
2022年1月	《天使之战》	恺英网络	上线后首月流水突破1亿元。
2019年Q4（登陆韩国）	《奇迹之剑》	4399游戏自研	2021年韩国市场收入最高的国产手游；在2020和2021年度中国手游出海榜中分别排在第16名和第17名。

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

行业规范用户加持，奇迹游戏加快复苏。从过去《奇迹MU》的波折起伏可知，版权保护、行业规范对于游戏的健康发展至关重要。2020年，国家版权局、工业和信息化部、公安部、国家互联网信息办公室四部门联合启动打击网络侵权盗版“剑网2020”专项行动，严厉打击网络游戏私服、外挂等侵权盗版行为。随着监管部门加大对私服和外挂等违法行为的查处力度，游戏行业的版权保护生态将不断完善，优质游戏的市场竞争力将持续增强。结合奇迹类游戏庞大的用户基础和深厚的产品积淀，有望迎来强劲复苏。

2.2、《全民奇迹》一炮而红，树奇迹手游标杆

《全民奇迹》是由恺英和天马时空联合开发的3DMMOPG对战手游，并由恺英全球独家代理。游戏于2013年正式立项，并于2014年12月正式登陆安卓平台和App Store，当月在App Store的iPhone畅销游戏排行榜及iPad畅销游戏排行榜均进入前5名，首月充值总流水突破2亿元人民币。2015年，《全民奇迹》连续7个月拿下中国大陆iOS手游月度收入榜TOP5，盘踞App Store畅销榜TOP10长达200天，占据中国港澳台、韩国各大榜单TOP5前列，成为全球顶级MMORPG手游标杆。截至2019年末，《全民奇迹》累计活跃用户近2.1亿人次，全球累计流水突破83亿元。

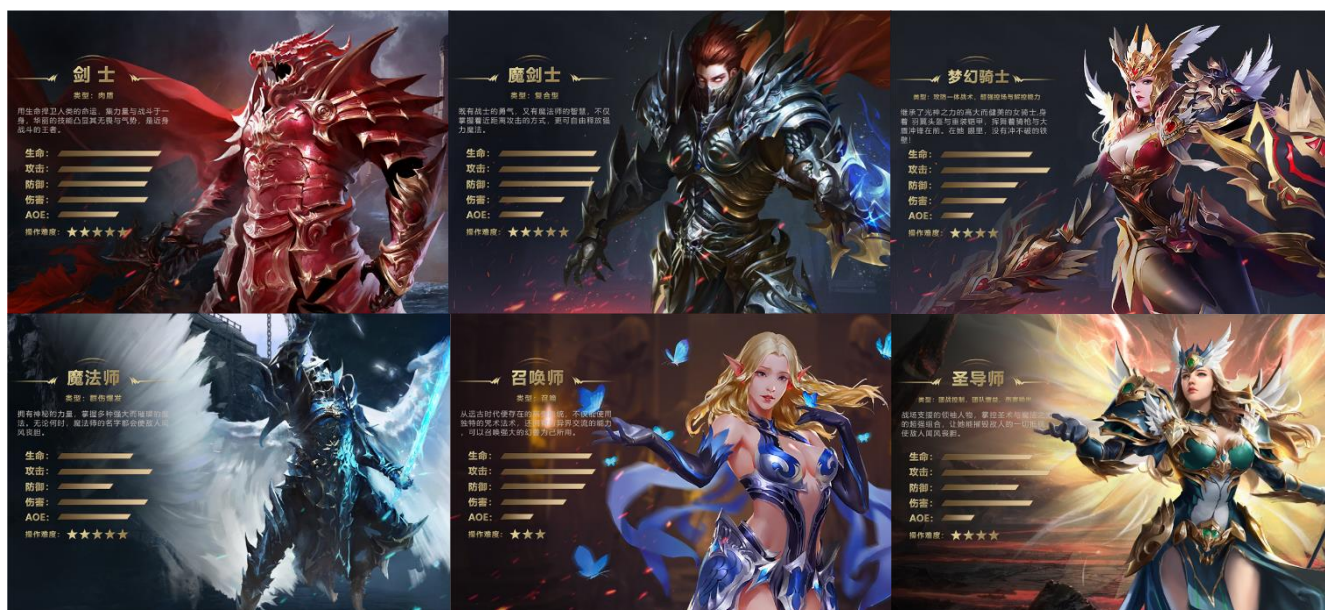
图 14、《全民奇迹》发展历程及上线后表现



资料来源：公司年报，天马时空官网，兴业证券经济与金融研究院整理

《全民奇迹》手游采用 Unity3D 引擎打造，重现了端游的精美 3D 画面，集成了装备养成、人物养成、Boss 挑战、在线交易、战盟 PK 等内容。

图 15、《全民奇迹》角色介绍



资料来源：全民奇迹 MU 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

多年深耕底蕴深厚，研发发行优势显著。《全民奇迹》的巨大成功奠定了公司在奇迹类游戏的龙头地位，通过长线运营，公司对奇迹类游戏市场、奇迹游戏用户偏好形成了深刻的理解。一方面，对于用户的深入洞察助力公司完善自研奇迹游戏的玩法设计和美术渲染，在保证产品质量的同时提升研发效率，另一方面，在奇迹类游戏领域的丰富经验助力公司获取优质 IP，前瞻性识别富有爆款潜力的奇迹游戏，获得独家代理权，促进发行业务的发展。

2.3、奇迹老树绽新花，《天使之战》表现亮眼

重磅奇迹新游上线，上线首月流水可观。2022年1月13日，由恺英独家代理的奇迹类新游《天使之战》正式上线。《天使之战》是一款还原经典游戏风采的复古风手游，在继承了勇者大陆的地图场景和经典职业设定的同时将游戏中的传统玩法悉数还原，向玩家呈现了经典奇迹端游的细节，如冰风谷的脚步声、亚特兰蒂斯的光影、血色城堡的BGM、仙踪林飞舞的虫蝶等。同时，对游戏内细节进行精细化调整，流光四溢的稀有神装、炫酷的帅气翅膀和坐骑、华丽的技能特效，均在原有的基础上深度优化。游戏既保留了原汁原味的游戏画面和体验，又提高了细节的精致度，画质更为清晰，游戏技能更为连贯，更符合当下用户的使用习惯。根据DataEye，该款游戏上线后首月流水便突破1亿元。

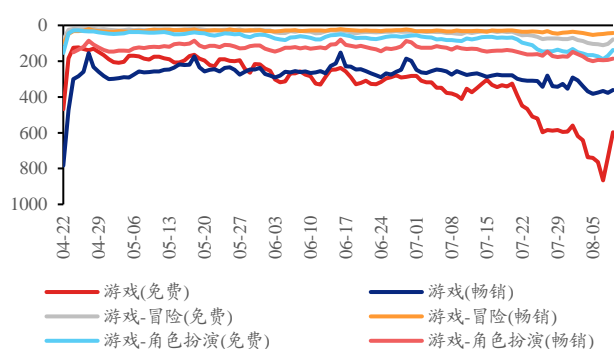
图 16、《天使之战》宣传图



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

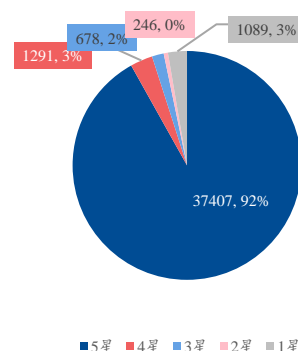
百万预约，铸就硬核渠道热门新游王者。在一众硬核渠道，《天使之战》手游热度较高。在测试期，《天使之战》便吸引了大量新老玩家体验游戏。而进入公测预约阶段后，小米、华为、vivo、OPPO、九游等各大应用商店玩家预约量纷纷达到数十万甚至百万级别。在众多应用商店中，《天使之战》均位列精品新游之列，受到多个平台官方的强烈推荐。根据七麦数据，2022年4月21日《天使之战》在iOS系统正式上线以来，同样表现优异，在免费游戏排行榜中曾位列第123名，在免费冒险游戏排行榜中曾位列第20名。根据七麦数据，截至2022年8月9日，游戏5星评分占比达到92%，iOS端累计下载量预计达到48.75万次，端累计收入预计达到72.80万美元。在游戏推广和口碑效应的催化下，受众将进一步增加，预计将为公司带来持续的现金流。

图 17、《天使之战》IOS 排名 (2022.4.22-2022.8.9)



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、《天使之战》评分分布 (单位: 个, %)(截至 2022.8.9)



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

宣传主打复古风格，激发中年玩家怀旧情绪。《天使之战》的买量素材中，视频中展示了一段 90 年代网吧的场景，并展示了游戏中复古的画面，再搭配“当年泡在网吧通宵打奇迹的人，现在很多都已经奔四了，大家早已被生活磨灭掉了棱角，再也不会听到一声叮~响，就像打了鸡血一样，去冰风谷再战一天一夜，今天老同学喊我过去玩手游，感觉爷的青春回来了，玩法画面还有那些怀旧的装备，都和记忆中的一模一样，大船的登录界面，冰风谷、亚特兰蒂斯这些老地图，拿着波刃剑召唤出只会喊牛的雪人王，都是当年的味道，不过爆率相比从前倒是提高了不少，喜欢怀旧复古奇迹的兄弟们，一起来找回自己的青春吧！”文案，成功勾起了中年群体的回忆，激发了玩家的情感共鸣，提升了用户转化的概率。根据七麦数据，自 4 月上线以来，IOS 用户对游戏的评价偏正面，“80 后”、“回忆”、“怀旧”、“怀念”“复古”“情怀”等词出现频率较高。奇迹类游戏的用户以 80 后为主，该年龄群体的付费能力相对较强，有怀旧的情感需求，新游《天使之战》则将经典画面和精良制作融为一体，市场反馈较好，口碑不断发酵，在用户群体和产品质量的双重加持下，游戏流水有望持续提升。

图 19、《天使之战》宣传视频截图



资料来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

一见如故，与众不同。在手游成为主流的游戏市场中，将经典端游改编为手游已成常态，但是在经典端游在融合了手游的特性后，玩家想要原封不动地感受老游戏所具有的趣味和魅力并非易事。在玩家品尝过融合了手游特性的“升级版”IP产品，对手游商业模式产生审美疲劳后，追求“怀旧感”成为玩家对端改手的要求之一。同时，考虑到目前几乎所有的优质端游 IP 均被多次改编至手机平台，玩家对千篇一律的移植产品也已产生疲惫感，如何使产品拥有 PC 端 MMORPG 的游戏体验，并做出与 IP 系列手游的差异化，使玩家既有“一见如故”的惊喜感，又能感受到“与众不同”的味道，就变得尤为重要。《天使之战》的成功在于对复古怀旧和创新优化力度的把控，这源于恺英十余年深耕游戏行业的积淀，以及对奇迹品类、对玩家偏好的独到理解。未来，基于公司充足的 IP 储备、独到的市场认知和丰富的研运经验，有望在奇迹品类和其他创新品类游戏层面持续发力。

2.4、传承经典与时俱进，《永恒联盟》即将上线

9月2日，恺英宣布由公司自研自发的新一代 3D 魔幻 MMORPG 奇迹手游大作《永恒联盟》将于 9 月 19 日正式上线。《永恒联盟》由女星柳岩代言，柳岩集演员、歌手、主持人多重身份于一身，人气较高，她将为游戏录制原声配音，玩家可以一边玩游戏一边聆听原音，并有机会与其直接对话。游戏与明星的深度合作，一方面，有利于唤醒奇迹游戏老玩家的记忆，吸引老玩家回归奇迹游戏，另一方面，在广告宣传、粉丝效应、名人效应的催化下，新玩家将不断涌入，奇迹游戏的用户规模有望显著增长。

图 20、《永恒联盟》游戏宣传图

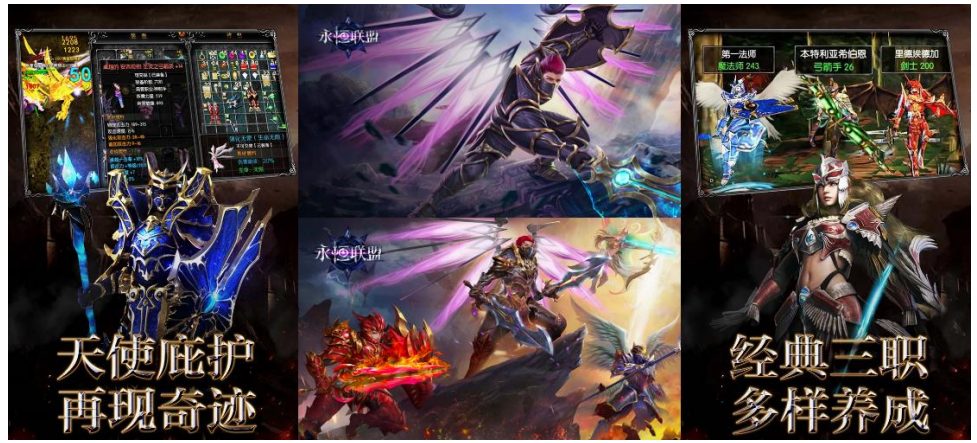


资料来源：恺英网络公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

致敬经典唤醒记忆。《永恒联盟》的诸多元素、玩法、场景、美术风格、三大职业、装备，均试图唤醒奇迹玩家的记忆，让玩家找回昔日投注在奇迹世界中的青春热血。《永恒联盟》设置了经典的战、法、弓三大职业，在美术上仍然延续了奇迹暗黑写实风的传统风格，在保留原始游戏风貌的基础之上升级了画面效果与视觉特效，酷炫的流光装备造型依然吸睛，重塑血色堡垒、狼魂要塞等场景向经

典致敬，增强游戏的故事性与玩家的代入感，掀起复古热潮，唤醒用户沉睡的奇迹之心。经典与创新兼顾的特色玩法，让玩家们在回味经典的同时享受更多的新奇体验。

图 21、《永恒联盟》对奇迹经典的传承



资料来源：恺英网络公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

多重创新优化体验。玩家诉求在不断改变，经典需要延续，却不能只是复制。在传承经典的基础上，《永恒联盟》对职业、玩法以及系统登方面都进行了大量的创新，给玩家更为畅爽、轻松的游戏体验。其核心玩法战法弓职业特色明显，相克丰富；在战斗体系中，各地图 BOSS 装备及材料爆率极高，玩家可体验快速成长的快感，在个人征战的同时，还能与兄弟集结组队，体验战盟 GVG 等 PVP 等丰富的玩法。《永恒联盟》还在用户体验上进行了拓展创新，尤其是**高爆地图、超高攻速、免费会员**三大创新系统玩法，其中，高爆地图、自由交易等新特色拓宽了游戏的可玩性，玩家还可以享受超高攻速畅享刷图，并且免费获取更多的极品攻速属性，刷图升级体验得到大幅提升，同时还有不肝不氪等功能福利，为玩家带来更为畅爽的奇迹体验。

图 22、《永恒联盟》的多重创新



资料来源：恺英网络公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

《天使之战》的成功已经表明奇迹游戏市场具备庞大的用户规模和良好的付费

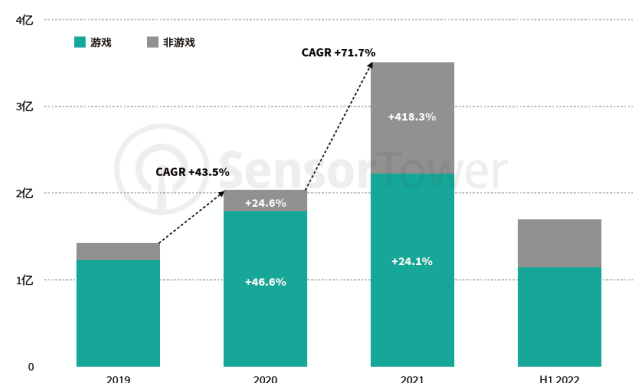
基础，融合奇迹经典与产品创新的游戏有望获得当代奇迹玩家的强烈追捧。公司即将推出的《永恒联盟》，通过元素、场景、画风等致敬经典，又在此基础上对职业、玩法以及系统等方面进行大量创新，为用户提供了畅爽和轻松的游戏体验，且与人气女星达成了深度合作，共同提升游戏知名度，我们预计《永恒联盟》有望成为下一个爆款，引领奇迹游戏市场复苏。

3、联合产业链上下游，有望发力传奇元宇宙

3.1、趋势吻合技术催化，游戏率先切入元宇宙

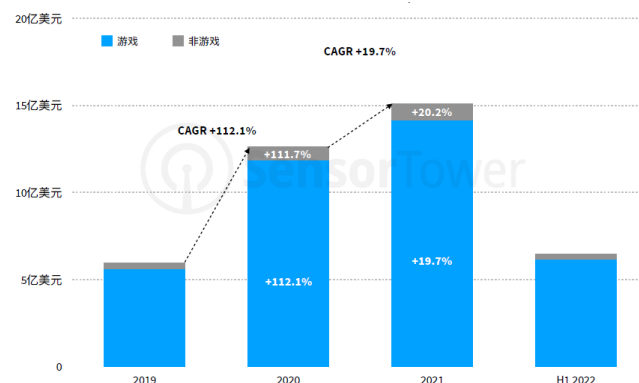
疫情刺激元宇宙应用下载量猛增，元宇宙游戏收入贡献占比超90%。根据 Sensor Tower，随着新冠疫情对于全球用户非接触式生活方式的推动，虚拟世界与元宇宙概念再一次成为移动市场增长热点。2020年，全球元宇宙应用下载量成功突破2亿，增长率高达43.5%；而到2021年，该数据同比增长71.7%，并达到3.5亿。2022年上半年期间，全球元宇宙应用已获得1.7亿下载，其中游戏应用下载量高达1.1亿，占比67.3%。全球元宇宙应用总收入在2020年迎来激增，并最终突破12.6亿美元，较2019年涨幅超112%。该增长趋势一直延续至2021年，并达到有史以来峰值15.1亿美元。2022年上半年期间，元宇宙应用共营收6.5亿美元，其中游戏应用收入占比高达94%。

图 23、2019.1-2022.6 全球元宇宙应用年下载量趋势（亿次）



资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理
注：下载量统计范围为 App Store 和 Google Play 应用商店中的下载预估值，不包括广告预下载、重复下载和第三方安卓市场的下载量。Google Play 未在中国大陆开放。

图 24、2019.1-2022.6 全球元宇宙应用年收入趋势（亿美元）



资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理
注：收入统计范围为 App Store 和 Google Play 应用商店中的 IAP 预估值，数据不包括广告变现收入以及第三方安卓市场的收入总额（即未扣除平台分成的部分）。

追求真实和交互，游戏与元宇宙概念契合度高。于发展初期，游戏产品便朝向沉浸感、强社交、独立经济体系等层面积极尝试，在 Web2.0 时代便作为主要落地方向，行业规模稳步提升。目前，游戏产品已在沉浸感、经济体系中有所开创和落地。沉浸式体验的代表作品集中在 VR 游戏领域，Steam 平台热门 VR 游戏《Half-Life: Alyx》（《半衰期：爱莉克斯》）注重强交互，显著提升了游戏的真实

感，截至 2022 年 8 月 15 日，这款售价 59.99 美元的 VR 游戏在 Steam 平台上共有 6.3 万篇用户测评，好评率高达 98%，且 2020 年 3 月上线以来长期位于 Steam 平台 VR 游戏畅销榜第一位；音乐类 VR 游戏《Beat Saber》（节奏光剑）可玩性强，长期盘踞 Quest 平台 VR 游戏下载量榜单和收入榜单第一位。

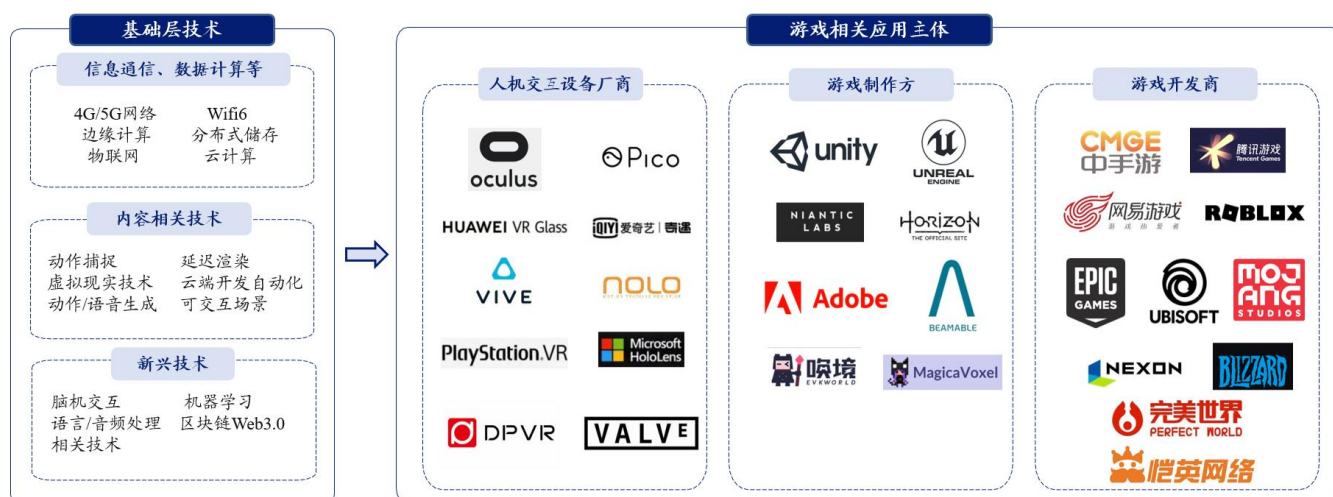
图 25、游戏与元宇宙概念的相关性



资料来源：易观分析，兴业证券经济与金融研究院整理

当下，各项基础技术催生元宇宙概念落地，信息通信、数据计算、内容技术和其他新兴技术为元宇宙相关应用的发展提供了沃土。在 Web3.0 时代，追求沉浸感的游戏将再次作为核心应用领域，为用户带来更真实、更自由的新时代互联网体验，在人机交互设备厂商、游戏开发商和游戏制作方的共同努力下，游戏产业有望率先打开元宇宙的大门，带动新一代互联网革命。

图 26、基础层技术和游戏相关应用主体



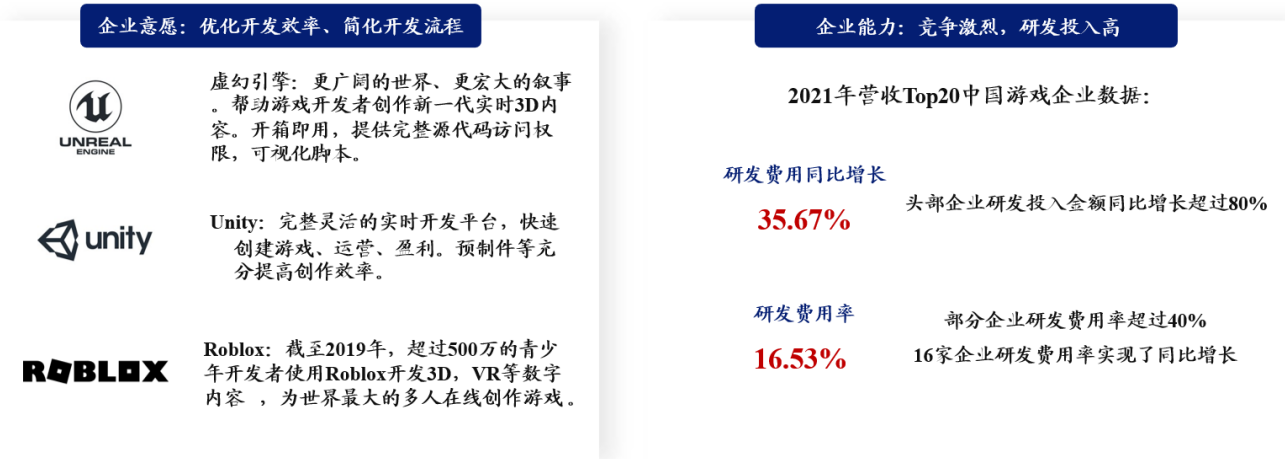
资料来源：易观分析，兴业证券经济与金融研究院整理

游戏企业具备开发元宇宙世界的意愿和能力。为实现有沉浸感、强调体验的元宇宙概念，打造可供人们存续、交互的虚拟环境具备较高的优先级。一方面，游戏引擎、开发平台纷纷将产品朝向易用、开源、免费方向发展，以推动游戏行业创

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

新力；另一方面，红海竞争下，企业加大研发投入、争夺优秀人才，推动产品精细化。游戏企业在打造元宇宙世界层面具备更直接的意愿和能力。

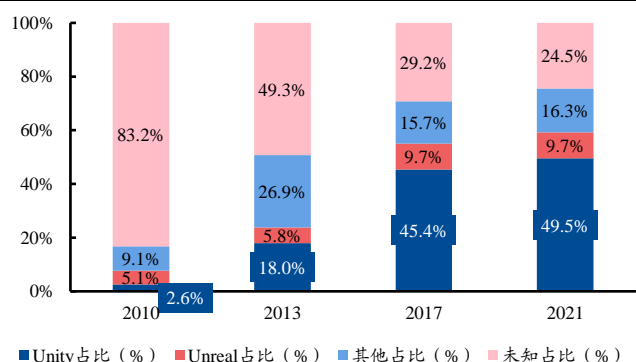
图 27、游戏企业的意愿和研发投入



资料来源：易观分析，兴业证券经济与金融研究院整理

引擎统一促进互通，开发兴趣加速落地。近年来，头部游戏引擎的市占率不断提升，截至 2021 年，Unity 和 Unreal 合计占据了游戏引擎市场将近 60% 的市场份额，随着游戏产品制作的流程化、标准化，行业内部使用习惯逐步倾向统一。目前，Unity、Unreal 的游戏开发环境已经相当成熟，丰富的编辑器功能及工具套件让游戏开发效率持续提升，3D 场景、人物的创建也更快速且真实。另外，AI 深度学习程度加深，为游戏内 NPC 角色设置等内容提供更娱乐性的解决方案。总体来看，引擎的统一、方法论的互通、技术的飞速发展下，开放世界游戏的建立在当下技术背景下可行性提升，游戏企业具备打造元宇宙开放世界的能力和技术基础。根据 GDC 调查，XR 作为未来搭载元宇宙世界的主要渠道受到开发者的高度关注，24% 的开发者表示有兴趣在未来选择 VR、AR 进行游戏开发。未来，随着更多游戏开发者的涌入，更具真实性、沉浸感，符合当下元宇宙世界设想的的游戏世界将涌现。游戏企业在开发技术、矩阵的赋能下，将成为当下最有可能打造元宇宙世界入口的行业主体，将设想转变为现实。

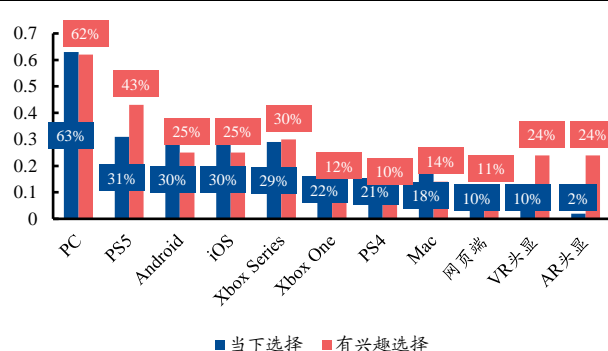
图 28、2010、2013、2017 和 2021 年全球游戏引擎市场规模分布 (%)



资料来源: Medium, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 其他中统计了包括 GameMaker、RenPy、RPGMaker、XNA、Adobe AIR、MonoGame、FNA 等主流游戏引擎。由于早期游戏引擎数量庞大且种类多样, 故未知部分于早期占比较高。

图 29、2022 年全球游戏开发者进行产品开发选择的平台及有兴趣于未来选择的平台占比 (%)



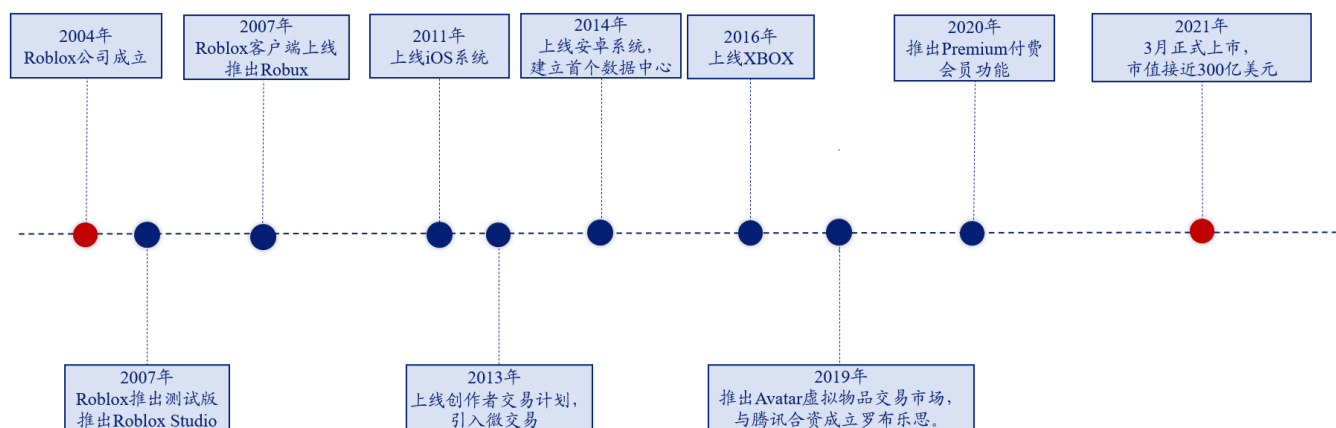
资料来源: GDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 数据来源于 GDC 于 2022 年针对 2700 名游戏开发者进行的访谈及问卷调查。其中 Xbox one 包括 Xbox one X 数据; PS4 包括 PS4pro 数据, 开发者可多选。

3.2、Roblox 发展迅猛, 持续领航元宇宙应用

Roblox 最早是由 David Baszucki 和 Erik Cassel 于 2004 年创建的游戏平台, 并于 2006 年正式发布。早期, 平台作为青少年物理学习工具使用, 后逐渐发展为集游戏、娱乐、社交、学习等多元内容于一体的 3D 全平台虚拟社区。Roblox 平台由三个部分构成: Roblox Client (用户端)、Roblox Studio (开发端) 和 Roblox Cloud (云端)。

图 30、Roblox 发展历程



资料来源: Roblox 招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

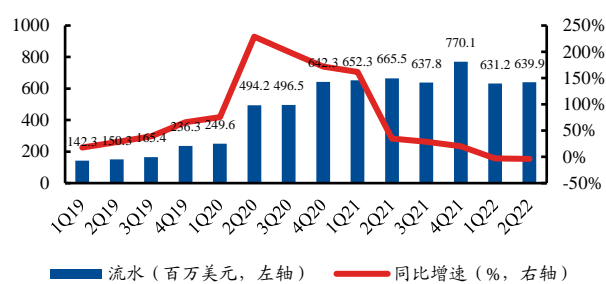
营收增长, 流水可观。2019 年至今, Roblox 单季度营业收入呈现稳定上升态势, 2022Q2, Roblox 实现营业收入 5.91 亿美元, 同比增长 30%; 与此同时, 近两年, 单季度流水保持在 6.3 亿美元以上, 2021Q4 一度攀升至 7.7 亿美元。

图 31、2019Q1-2022Q2 Roblox 单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

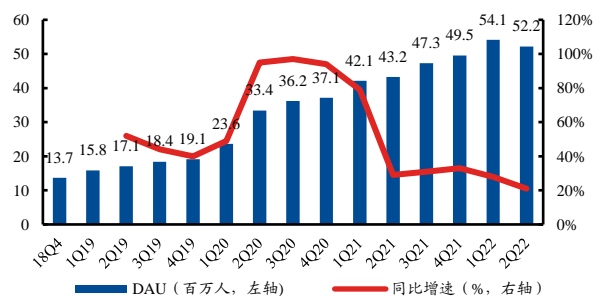
图 32、2019Q1-2022Q2 Roblox 单季度流水及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

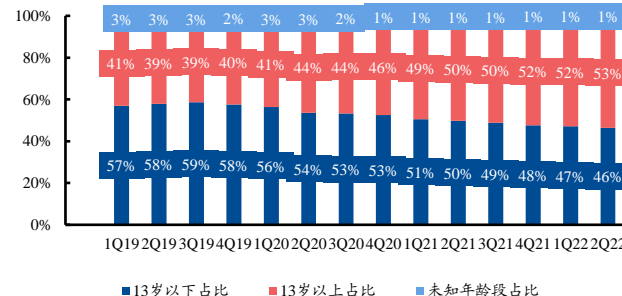
规模时长双增，年龄区间上浮。2018 年以来，Roblox 日活跃用户数增长迅猛。从 2018Q4 的 13.7 亿人次一度攀升至 2021Q4 的 54.1 亿人次。截至 2022 年 6 月 30 日，Roblox 日活跃用户已经达到 52.2 亿人次，同比增长 21%。在年龄分布层面，日活跃用户结构已经从最初的低龄用户群体为主转变为 13 岁以上的人群占据主导地位。与此同时，用户使用时长稳步提升，单季度用户使用时长已经由 2018Q4 的 25.3 亿小时攀升至 2022Q2 的 112.9 亿小时，其中，13 岁以上用户贡献的使用时长占比从 42% 升至 55%。表明 Roblox 平台的用户群体正不断拓展。

图 33、2018Q4-2022Q2 Roblox 单季度日活跃用户数及同比增速



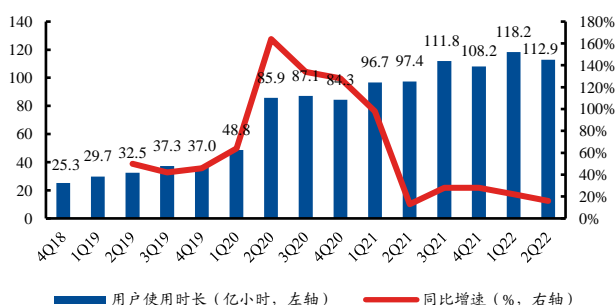
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、2018Q4-2022Q2 Roblox 日活跃用户数年龄段分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、2018Q4-2022Q2 Roblox 单季度用户使用时长及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、2019Q1-2022Q2 Roblox 用户使用时长年龄段分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

Roblox 领跑全球元宇宙游戏榜单。自 2020 年新冠疫情开始，Roblox 在其最大市场美国的下载量与收入均得到明显增长，而其在亚洲（特别是东南亚）市场的影响力也逐渐提升。根据 Sencor Tower，2022 年上半年，Roblox 横扫美国、韩国、日本以及东南亚多个地区元宇宙概念游戏下载榜与畅销榜第一。值得一提的是，其在全球范围内带来的用户支出，占到整个元宇宙游戏用户总支出的 70%。在美国 16 岁以下青少年群体中，几乎一半都沉浸在 Roblox 的游戏世界当中。这个多人社交、游戏平台，通过提供低门槛的创作平台和机制极大促进了平台 UGC 内容的繁荣，并提升了生态的活跃性和创作者的积极性，形成了正反馈循环，被称为“简化版本的世界雏形”。

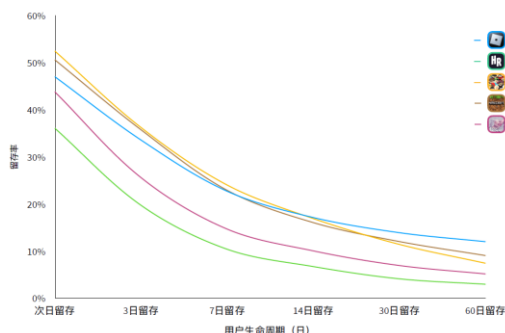
图 37、2022 年 H1 元宇宙游戏下载榜和畅销榜



资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

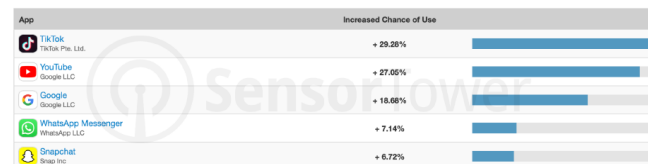
用户长期留存，社交属性强。根据 Usage Intel，Roblox 长期留存在热门元宇宙概念游戏中表现最为优异，是唯一一款 60 日留存仍然超过 10% 的游戏。Roblox 整体留存率同样高于热门元宇宙社交应用 IMVU。根据 Sensor Tower，非游戏应用中，TikTok 与 YouTube 用户与 Roblox 用户重叠度最高，这类应用均具有较强的社交属性。

图 38、2022Q2 Roblox 与竞品安卓设备用户留存表现



资料来源：Usage Intel，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、Roblox 用户最可能使用的非游戏类应用 (截至 2022 年 8 月 24 日)

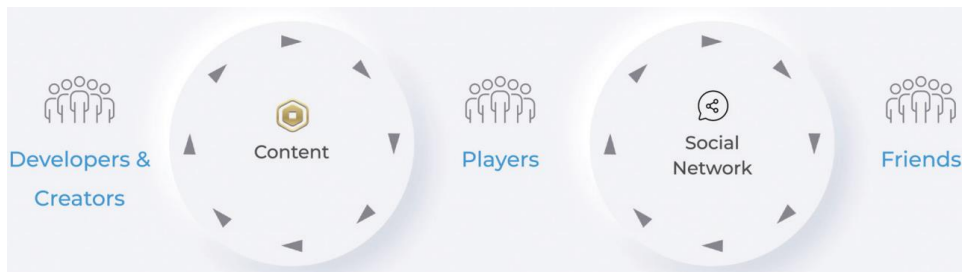


资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理
注：Increased Chance of Use 越高，表明使用几率越大。

UGC 内容和社交驱动增长。根据 Roblox 招股书，Roblox 的快速发展得益于两方
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

面：一是 **UGC 内容**，平台提供了便捷高效的开发工具，助力创作者生产丰富且优质的内容，吸引更多用户进入 Roblox 生态，拓宽内容变现渠道，增加变现收入，进而吸引更多创作者涌入平台；二是**社交**，平台提供了多元的社交途径，通过网络效应和口碑效应，用户规模不断增长。

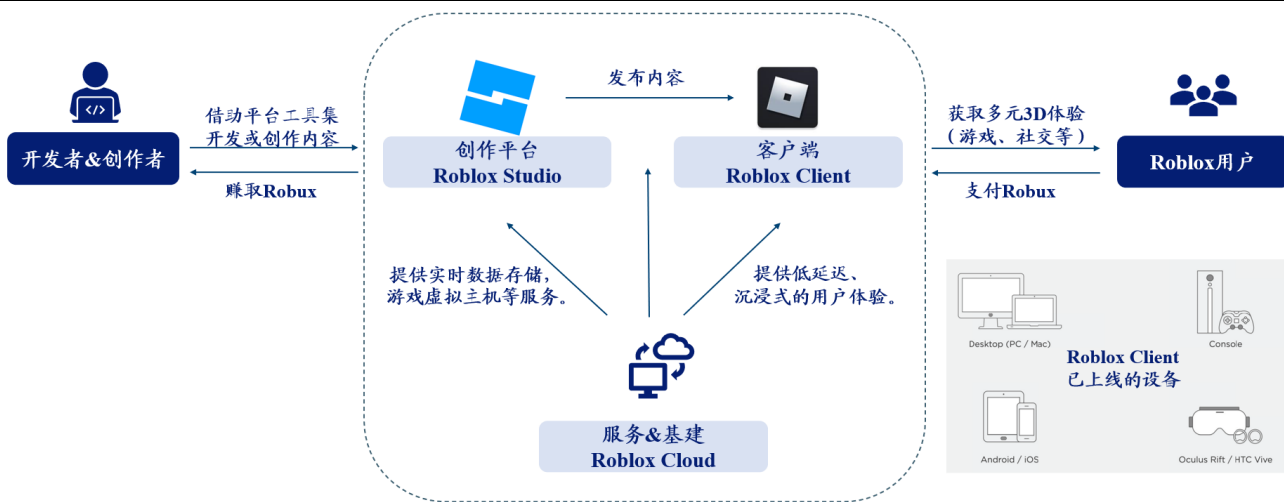
图 40、Roblox 发展的驱动力：内容和社交



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

打造 3D 内容闭环，上下游全面发力。目前，Roblox 平台主要由三大要素组成：1) 上游：开发者和创作者可以通过 Roblox Studio 构建、发布并运营面向用户的 3D 体验内容，并获得 Robux；2) 中游：Roblox Cloud 则为平台提供服务和基础架构，助力内容发行，优化内容运营，确保流畅的用户体验；3) 下游：用户可以通过 Roblox Client 探索 3D 数字世界，并支付 Robux。通过上中下游的全产业链布局，Roblox 成功打造了 3D 内容闭环生态，为用户提供低延迟、沉浸式的 3D 体验，助力开发者通过内容创作/会员订阅变现，激励开发者源源不断创造更多优质内容，促进 Roblox 生态良性循环。

图 41、Roblox 生态架构



资料来源：Roblox 招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

通过研发端、发行/运营端和分发端的通力合作，Roblox 彰显了元宇宙体系的八大特性：身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统和安全。

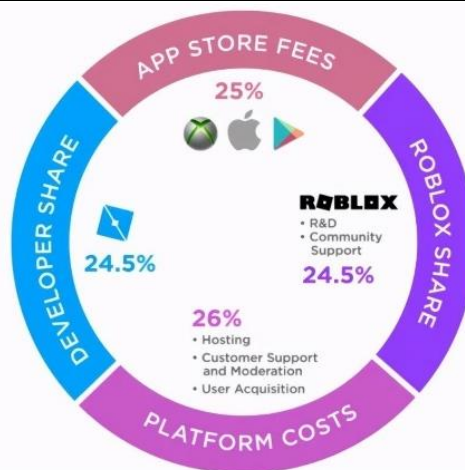
图 42、Roblox 如何实现元宇宙体系的八大特性



资料来源：Roblox 招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

根据 Roblox 官方公布的开发者指南，其分成比例高达 50.5%。具体而言，Roblox 官方收取的费用分为两种：第一种是“平台成本”，即 Roblox 的服务器维护，因为开发者的游戏全部运行在 Roblox 的官方服务器上，占比 26%；第二种是 Roblox 平台自身的分成，主要用于研发和联络支持，占比 24.5%。此外，应用渠道分成 25%，开发者分成 24.5%。

图 43、Roblox 收入分成图



资料来源：Roblox 开发者指南，兴业证券经济与金融研究院整理

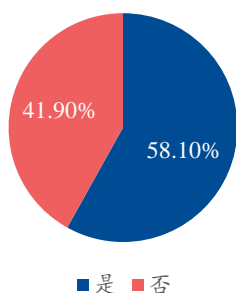
3.3、江西贪玩强势入股，深度挖潜续写传奇

传奇游戏是一个稳健的、有玩家真实需求支撑的经典品类，目前中国传奇类游戏市场规模约为 300-400 亿元，规模庞大且将长期存在。这与传奇用户特点息息相关：1) 对于传奇游戏有情怀，易上手。核心传奇用户几乎都是 70-80 后，是最

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

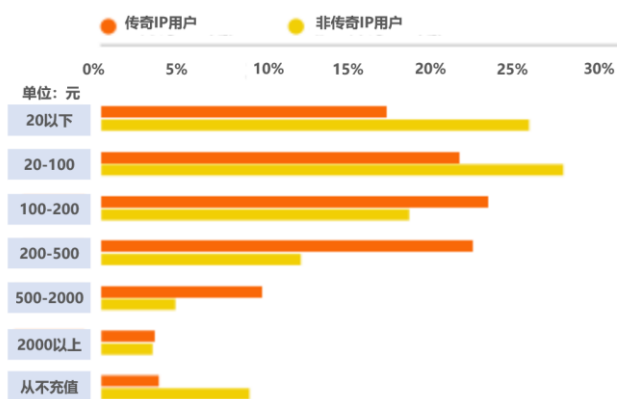
早接触传奇端游的一批玩家，他们对于 IP 有情怀，并且随着年龄增长，接受新游戏的学习成本大大增加，因此简单易上手+满满情怀的传奇游戏就成为这批老玩家的首选。2) **传奇用户规模大且粘性强**。伽马数据的调研结果显示，有近 6 成用户玩过传奇 IP 游戏，并且这部分用户中超过 3 成表示目前仍在玩，之前玩过传奇游戏但现在没在玩的人群中，有高达 54.6% 比例的人会考虑继续尝试传奇。3) **传奇用户付费意愿强**。传奇用户大多有较强的付费能力，崇尚简单快速提升战力，付费意愿和能力较强。

图 44、游戏用户是否玩过传奇类游戏调查



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、传奇游戏和非传奇游戏用户月充值情况对比



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

十年深耕传奇品类，研运协同持续领先。恺英旗下的盛和游戏已经在传奇类游戏深耕十余年，凭借立体多维的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。目前，公司运营传奇品类游戏包括《蓝月传奇》、《蓝月传奇 2》等蓝月系产品及《王者传奇》、《原始传奇》、《热血合击》等知名游戏。

图 46、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 39 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

传奇产业链成形，上下游分工明确。目前，我国传奇类游戏市场产业链主要由IP授权方、游戏开发商、游戏发行商以及游戏分发渠道四个部分构成。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。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：恺英网络、三七互娱、三九互娱等传奇游戏厂商。3) 中下游：游戏发行商负责传奇游戏的发行和运营。4) 下游：游戏发行商通过信息流买量推广获取用户，或通过第三方应用市场、硬件官方商店、运营商应用商店、游戏直播平台等渠道推广获量，并且获得充值流水的分成。

图 47、国内传奇游戏产业链

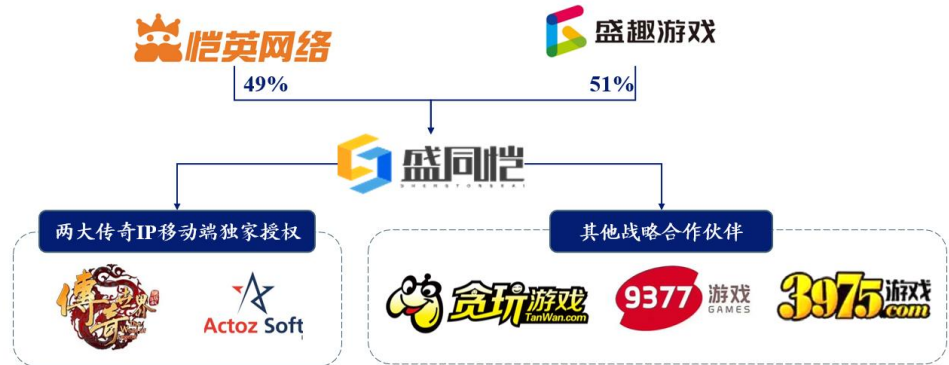


资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

联合盛趣成立盛同恺，首创传奇链式 IP 管理模式。2021 年 1 月，恺英与盛趣游戏签订战略合作协议，盛趣将其享有的部分 IP 资源与恺英合作，包括但不限于移动终端游戏产品、PC 端游戏产品相关业务独家合作，由恺英进行产品研发、运营和推广，且双方将建立 IP 联动维权机制，共同保护合作 IP 的合法权利。2021 年 3 月，盛趣游戏与恺英网络共同出资设立合资公司盛同恺，其中，盛趣游戏持股 51%，上海恺盛持股 49%。盛同恺拥有《传奇》和《传奇世界》IP 的移动终端独家授权，专项开展《传奇世界》IP、《传奇》IP 的合作及维权相关业务，统一 IP 改编产品的研发和发行的分成比例。盛同恺的使命在于整合传奇 IP 改编游戏的所有权利，将传奇 IP、传世 IP 从上游的授权到下游的开发、发行及推广打造成一条贯通的全产业链条，实现统一化的专业管理。一方面，双方的合作有助于整顿和规范前期在韩国娱美德方违法授权及恶意滥诉困扰下的《传奇》IP 及《传奇世界》IP 市场，消除传奇 IP 和传世 IP 改编游戏市场的恶性竞争，保障传

奇 IP 生态的健康发展，实现传奇 IP 和传世 IP 改编游戏市场参与各方的共赢。另一方面，这种 IP 管理模式更注重产品的品质和 IP 的长期发展，在统一化的管理模式之下，不但能提升传奇 IP 产品的品质标准和成功率，也将有利于整个传奇类游戏市场的体量继续扩容，为传奇类游戏在未来的游戏市场中赢得更大话语权，从而为盛趣游戏和恺英网络带来更加长期稳定的收益。

图 48、盛趣游戏和恺英网络成立的合资公司“盛同恺”



资料来源：盛同恺官网，兴业证券经济与金融研究院整理

江西贪玩入股恺英，“研发+发行”优势互补。根据阿里网络司法拍卖平台公示的《网络竞价成功确认书》，2022年9月7日，王悦持有的8062.34万股股份被拍卖，其中，江西贪玩以4.19亿元拍得5517.5万股，约占公司总股本的2.56%，成交均价为7.59元/股。截至9月6日收盘，恺英网络前二十交易日的成交均价为7.57元/股，低于此次拍卖的成交均价。江西贪玩是国内头部游戏发行运营平台，设有网页游戏、手机游戏、H5游戏和海外游戏四大运营平台和研发团队，拥有贪玩页游、贪玩手游等多个知名的专业游戏运营平台，凭借过去在联运平台的经验，贪玩游戏积累了一批忠实的传奇玩家，注册用户高达3亿以上。作为主打传奇类游戏的发行公司，贪玩游戏在行业内首屈一指，曾与恺英联合打造了《原始传奇》《蓝月传奇》《热血合击》《王者传奇》《龙腾传世》《传奇世界》等多个爆款传奇游戏，积累了丰富的合作经验。本次江西贪玩以较高的价格入股恺英，彰显了产业链合作伙伴对恺英网络未来发展的信心。未来双方强强联手，有望在IP资源、游戏研发、推广和运营等方面达成深度协同：恺英卓越的研发实力和贪玩强大的发行运营体系融合，有望形成1+1>2的效应，持续巩固公司在传奇品类的竞争力。

图 49、《贪玩蓝月》的爆款营销（怀旧情怀+港普）



资料来源：超级玩家，兴业证券经济与金融研究院整理

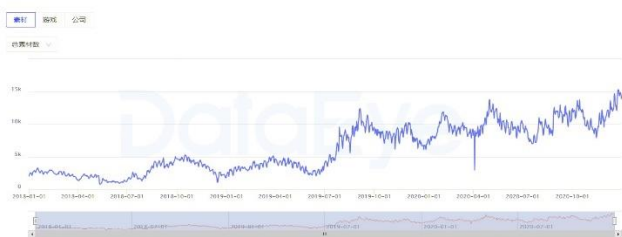
图 50、《原始传奇》的电影级品牌商业广告（由代言人冯小刚主演）



资料来源：手游那点事，兴业证券经济与金融研究院整理

传统的买量模式面临挑战。传奇类游戏自页游时代兴起的买量模式延续至今，已经走通了通过买量获取用户拉动营收的营销路线，根据 DataEye 数据，2018-2020 年，传奇游戏占据全国游戏买量市场约 14% 的份额，买量规模排名中重度手游第一。然而，随着流量竞争加剧、买量成本提升和年轻用户审美需求改变，传奇游戏急需探索更为高效的获客方式。

图 51、2018-2020 传奇游戏买量投放趋势（个）



资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、2018-2020 传奇类游戏投放量占比



资料来源：DataEye 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

游戏直播助力传奇游戏降本增效。在内容精细化、精品化时代，短视频平台具备沉淀和发酵游戏内容的优势属性，能够满足传奇类游戏巨大的内容市场需求。2020 年，抖音游戏直播板块主播界面新增“小风车”功能，观众可以点开小风车下载主播正在直播的游戏，对应的游戏下载量即可为主播带来收入，随后同样的功能以“小铃铛”的形式出现在快手的游戏直播板块中。2021 年，抖音和快手再次给游戏主播增设了“小手柄”功能，通过小手柄，用户不仅可以下载游戏，而且还能进行游戏充值，充值金额将按照一定比例给主播分成。根据钛媒体，游戏厂商与游戏主播的合作方式共有三种：按下载量付费、底薪+分成、组织活动提成，这三种模式的成本均低于买量投放的成本。同时，短视频平台庞大的用户体量也成为游戏宣传推广的有力保障。在此背景下，诸多传奇游戏在短视频平台上解锁了新的流量密码，根据 DataEye 数据，2022 年 6 月 22 日到 7 月 22 日期间，共有 58 款传奇游戏在短视频平台上直播，场次足有上万场之多。根据抖音 APP，2021 年 9 月 22 日至 2022 年 9 月 17 日，《原始传奇》的合计直播数已达 334 场，

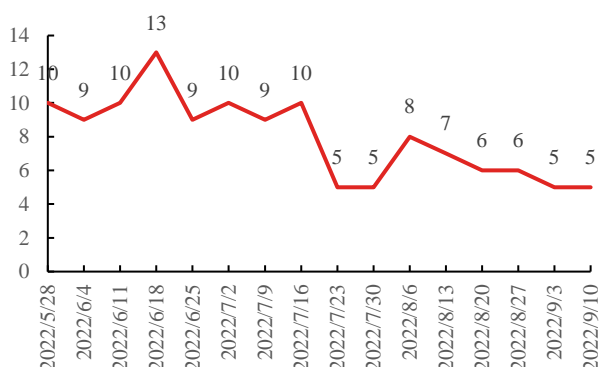
2022年5月22日至9月10日期间,《原始传奇》平均位列抖音游戏品牌热 DOU 榜单的第 8 名,近三个月来热度指数始终超过 15 万。传奇游戏具备高度的沉浸感和社交属性,这与短视频平台的特性相吻合,短视频游戏直播作为一种便捷高效的传播媒介,可以同时实现用户社交、玩家充值、主播变现、游戏宣传等多重效果,能够以更低的成本,促进传奇游戏触达更广泛的受众群体,并提升用户转化率和付费率。未来,随着 VR 等设备普及,VR 游戏直播等更为新奇形式有望进一步提升用户的沉浸感和满意度,助力传奇游戏宣发。

表 5、游戏厂商与短视频平台游戏主播的合作模式

合作模式	合作方式简介
按下载量付费	直播游戏,提供小风车下载渠道,主播获利完全取决于从小风车的下载数量,某斗地主游戏的价格为一个新用户 0.2-0.5 元。
底薪+分成	有稳定直播观众的主播会采用底薪+分成模式,底薪一般直接给工会,给到主播 1500 一个月,每天直播 8-10 小时,小风车的奖励稍微上调。
组织活动提成	游戏厂商会对表现好的主播进行定点扶持,提供包括特殊账号、充值奖励、优惠券、组织水友赛等活动进一步吸引新用户和老用户充值,具体额外的提成视情况而定,每个主播都不相同。

资料来源:钛媒体,兴业证券经济与金融研究院整理

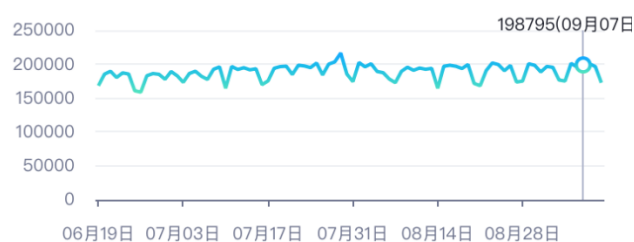
图 53、《原始传奇》在抖音游戏品牌热 DOU 榜单的排名情况 (2022.5.22-2022.9.10)



资料来源:抖音 APP,兴业证券经济与金融研究院整理

注:品牌热 DOU 榜单是由抖音推出,旨在用于洞悉品牌在抖音上的综合声量的榜单,品牌指数主要由内容分、传播分、搜索分三个部分组成。

图 54、《原始传奇》近 90 日热度指数走势 (2022.6.19-2022.9.10)



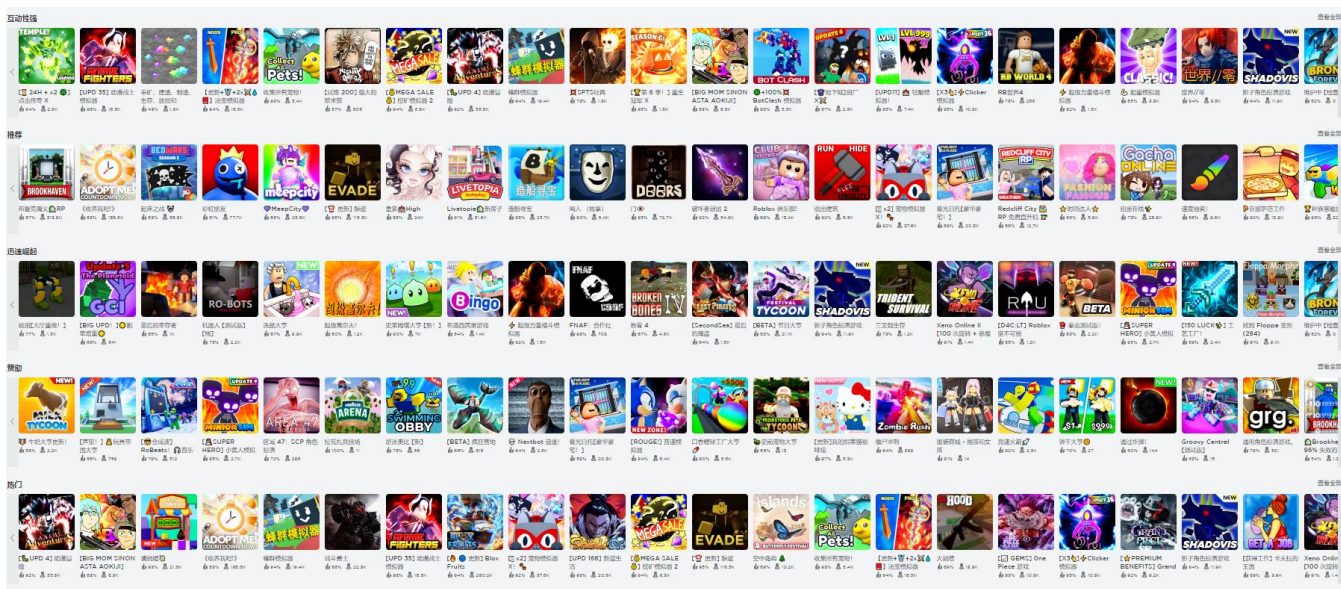
资料来源:抖音 APP,兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、有望推出创作工具,传奇私服将成“正规军”

梳理恺英网络传奇游戏的布局和优势,可以发现其与 Roblox 存在相似之处。首先,二者均试图完善游戏的全产业链布局,联动产业链各个环节,深度挖掘庞大体量游戏玩家带来的价值;其次,二者均希望提升游戏的社交属性,通过名人效应、网络效应、口碑效应等,吸引更多用户进入生态。双方均具备如下关键要素:个性化身份、多元化内容、沉浸感、社交属性,进而呈现出了元宇宙的雏形。然而,恺英与 Roblox 的发展又各有侧重。Roblox 平台面向全球用户,游戏用户整体上以青少年为主,且由于开放的 UGC 生态,各类游戏均有涉及,内容生态丰

富多元。恺英网络则深耕传奇游戏垂类，均为 PGC 游戏，用户以中年男性玩家为主，专注传奇游戏爱好者的挖潜。随着越来越多的年轻玩家开始接触传奇游戏，传奇游戏的用户界限也将不断突破。

图 55、Roblox 平台的多元游戏生态示意图

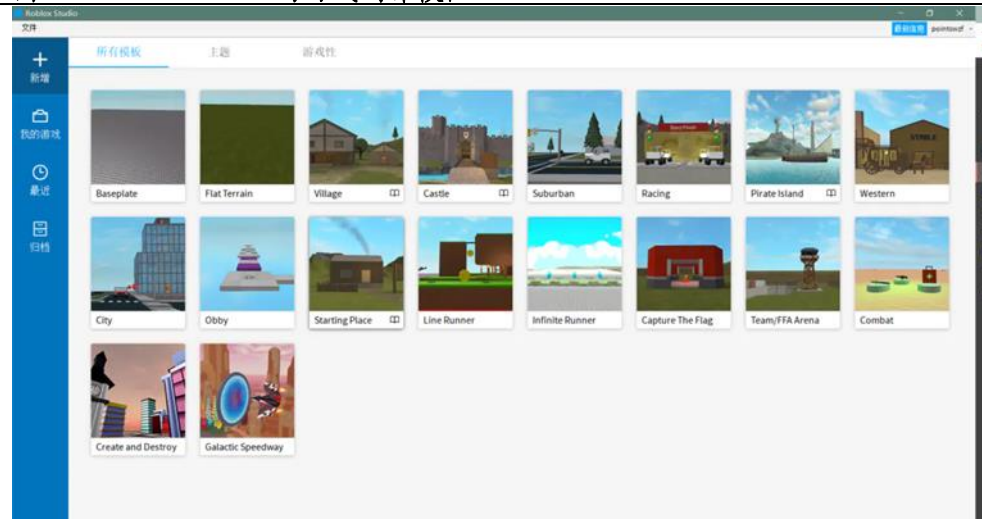


资料来源：Roblox 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

纵观中国传奇游戏市场，传奇私服是绕不开的话题。2002 年，韩方传奇游戏的意大利代理商将传奇游戏早期英文版服务器端安装程序源代码泄露，随后迅速流入中国，民间汉化工作室在极短的时间内完成了《传奇》的汉化工作。自此，传奇私服迅速在国内私人服务器中扩散至全国各地，二十年来屡禁不止。据国民传奇产业联盟统计，2019 年，国内传奇系列游戏的注册用户数已达到 6 亿，传奇私服市场体量超过 300 亿元人民币。传奇私服的持续火爆，一方面扰乱了市场秩序，另一方面，鉴于传奇衍生版权自身灵活性强、玩法多样、游戏体验丰富等特点，在维持传奇游戏 IP 热度上发挥着不可替代的作用。在此背景下，如何平衡好各方利益，兼顾版权保护与多元生态，对于传奇游戏市场的健康发展至关重要。Roblox 的 UGC 模式，一定程度上为中国传奇私服的治理提供了参照。

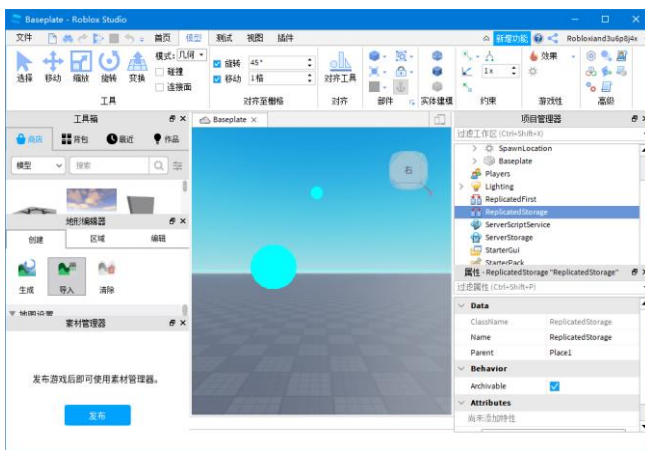
Roblox Studio 降低成本与门槛。 Roblox Studio 为游戏开发者提供了实时开发环境，通过模块化的开发工具，显著降低了游戏开发的成本和门槛。且不同于传统游戏需要本地服务器，在 Roblox Cloud 的支持下，创作者制作完成后只需点击发布，用户便可在平台中体验游戏，游戏资源是从云端获取，而本地仅有几百兆的 Roblox 软件相当于启动器。低门槛、低成本、低延迟、可变现、操作便捷、开放包容，这些优点吸引了开发者源源不断涌入 Roblox 平台，内容生态持续扩充。

图 56、Roblox Studio 的游戏创作模板



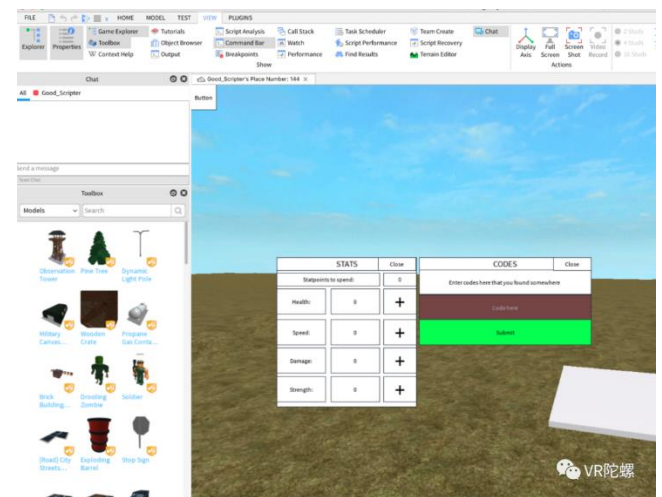
资料来源：Roblox Studio，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、Roblox Studio 的游戏开发界面



资料来源：绿色资源网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、Roblox Studio 的创作工具集



资料来源：Devforum，兴业证券经济与金融研究院整理

Roblox Studio 的成功经验可以复刻到传奇游戏中。考虑到恺英与传奇 IP 中国区版权拥有方盛趣游戏已经成立合资公司盛同恺，双方已经在 IP 资源领域内达成深度合作，未来可以考虑在获得传奇 IP 授权的前提下，**针对性地推出模块化 UGC 传奇游戏工具集**，助力传奇玩家自主创作传奇游戏，平台从中收取工具费用，并进行 UGC 传奇游戏流水的分成。传奇游戏工具集有望促进“私服”接受合法授权成为传奇游戏“正规军”，在推进传奇 IP 版权保护的同时，充分发挥传奇私服的活力。传奇行业将在恺英的推动和带领下，真正迎来官服、私服大一统，稳步迈入传奇流量合法化时代。

考虑到恺英和贪玩游戏平台中已经积累了大量传奇爱好者，且玩家的粘性和积极性较强。未来，**恺英有望联合盛趣和贪玩打造传奇元宇宙社区**，用户可以在平

台中社交娱乐、交流游戏心得、观看游戏直播、自主创作传奇游戏等，从游戏到社交，从使用到创作，充分盘活了社区的内容生态，用户主动性得以充分发挥，用户活跃度和活跃时长有望显著提升，并通过网络效应、口碑效应等，吸引更多传奇玩家涌入社区，为用户提供更为多元、沉浸式的传奇世界体验，率先打开传奇元宇宙的入口。

4、盈利预测与估值

恺英网络传奇奇迹游戏优势突出，传奇产业链布局趋于完善，未来大有可为：①控股子公司浙江盛和在传奇类深耕十余年，旗下《蓝月传奇》《原始传奇》等爆款产品流水表现亮眼。盛和营收和净利润成果喜人，若公司全资控股盛和，有望显著增厚业绩。②奇迹游戏呈现复苏态势，公司过往成功打造了头部奇迹游戏《全民奇迹》，今年新上线的《天使之战》表现亮眼，公司负责发行的新游《永恒联盟》即将上线，另有多款自研奇迹游戏有序推进，公司奇迹游戏储备充足，有望抓住市场复苏的先机。③公司与传奇产业链上下游合作伙伴关系紧密，与IP授权方盛趣游戏合资成立盛同恺，并获得头部发行商贪玩游戏的加持，彰显了对公司未来发展的信心，有利于公司深度挖掘传奇产业链价值。游戏行业与元宇宙概念天然契合，随着VR技术不断完善，内容生态持续扩充，游戏行业有望成为元宇宙入口。对标Roblox平台，恺英的传奇游戏已具备庞大用户基础、典型社交属性和沉浸式体验等元宇宙的特质，随着平台底层架构、社交体系和开发工具不断完善，有望收编传奇私服市场，盘活社区内容生态，率先打造出传奇元宇宙社区，前景广阔。

表 6、公司盈利预测结果（PE/PB 对应 2022 年 9 月 16 日收盘价）

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2375	3952	4978	6045
增长率	53.9%	66.4%	26.0%	21.4%
营业利润(百万元)	906	1808	2257	2821
增长率	296.1%	99.5%	24.8%	25.0%
归母净利润(百万元)	577	1253	1556	1895
增长率	224.1%	117.2%	24.2%	21.8%
最新摊薄每股收益(元)	0.27	0.58	0.72	0.88
每股净资产(元)	1.58	2.18	2.92	3.83
市盈率(倍)	27.9	12.8	10.3	8.5
市净率(倍)	4.7	3.4	2.6	2.0

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测：公司传奇游戏流水丰盈且市场份额领先，奇迹游戏业务显著复苏，《天使之战》表现亮眼，《永恒联盟》即将上线，对照Roblox，已呈现出传奇元宇宙社区雏形。我们看好公司后续游戏的流水表现以及对传奇用户的深度开发，预计公司2022-2024年归母净利润为12.53/15.56/18.95亿元，对应当前股价（2022

年9月16日)的PE分别为12.8/10.3/8.5倍,维持“审慎增持”评级。

5、风险提示

(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) VR 游戏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,VR 游戏研发业务进展可能不及预期,进而影响公司营收。

(4) 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。

(5) 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。

(6) 浙江盛和业务进展不及预期风险

公司因收购浙江盛和形成了较大的商誉,若浙江盛和游戏业务进展不及预期,可能引发商誉减值。

(7) 奇迹游戏进展不及预期风险

公司多款奇迹游戏尚处于筹备阶段,用户偏好、研发进度、版号获取、市场反馈均存在较大不确定性,可能导致奇迹游戏收入不及预期。

(8) 与江西贪玩合作进展不及预期风险

江西贪玩与公司的合作进度存在不确定性,业务进展可能不及预期。

(9) 传奇 IP 纠纷风险

韩国娱美德和盛趣游戏之间的传奇 IP 纠纷尚未完全解决,可能波及恺英的传奇游戏授权和合资公司盛同恺的正常运行。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2737	4441	6611	9296
货币资金	1178	2416	4124	6300
交易性金融资产	163	202	189	194
应收票据及应收账款	761	1227	1550	1888
预付款项	322	368	422	469
存货	16	24	30	36
其他	297	204	295	410
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	6166	8365	11076
流动负债	583	619	714	793
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	267	320	389	456
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	896
股本	1515	1515	1515	1515
资本公积	758	758	758	758
未分配利润	1154	2407	3963	5858
少数股东权益	343	753	1262	1943
股东权益合计	3749	5449	7550	10180
负债及权益合计	4400	6166	8365	11076

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	577	1253	1556	1895
折旧和摊销	36	45	46	48
资产减值准备	-1	85	38	40
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	-74	-135	-215
投资损失	-105	-121	-135	-149
少数股东损益	268	410	510	681
营运资金的变动	-334	-689	-479	-535
经营活动产生现金流量	501	888	1400	1775
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	297	169	265
现金净变动	498	1238	1708	2176
现金的期初余额	665	1178	2416	4124
现金的期末余额	1163	2416	4124	6300

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2375	3952	4978	6045
营业成本	694	915	1112	1303
税金及附加	12	20	25	30
销售费用	361	711	921	1149
管理费用	165	277	358	411
研发费用	339	451	597	725
财务费用	-10	-74	-135	-215
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	1808	2257	2821
营业外收入	38	43	41	42
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	936	1843	2290	2855
所得税	92	181	224	280
净利润	844	1662	2065	2575
少数股东损益	268	410	510	681
归属母公司净利润	577	1253	1556	1895
EPS(元)	0.27	0.58	0.72	0.88

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%	66.4%	26.0%	21.4%
营业利润增长率	296.1%	99.5%	24.8%	25.0%
归母净利润增长率	224.1%	117.2%	24.2%	21.8%
盈利能力				
毛利率	70.8%	76.8%	77.7%	78.4%
净利率	35.6%	42.1%	41.5%	42.6%
ROE	16.9%	26.7%	24.7%	23.0%
偿债能力				
资产负债率	14.8%	11.6%	9.8%	8.1%
流动比率	4.69	7.17	9.26	11.72
速动比率	4.66	7.13	9.21	11.67
营运能力				
资产周转率	60%	75%	69%	62%
应收账款周转率	361%	362%	323%	316%
存货周转率	4381%	3275%	2921%	2801%
每股资料(元)				
每股收益	0.27	0.58	0.72	0.88
每股经营现金	0.23	0.41	0.65	0.82
每股净资产	1.58	2.18	2.92	3.83
估值比率(倍)				
PE	27.9	12.8	10.3	8.5
PB	4.7	3.4	2.6	2.0

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，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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对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