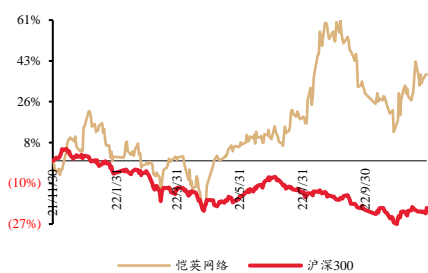


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.08
总股本/流通(百万股)	2,153/1,907
总市值/流通(百万元)	15,003/13,290
12个月最高/最低(元)	8.16/3.96

研究所

分析师：王晓萱
SAC 登记编号：S1340522080005
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com

恺英网络 (002517.SZ) :

传奇游戏龙头再出发，多元品类与 VR 布局迎新一轮成长

● **公司业务兼顾稳健与成长，治理问题逐步出清，业绩高速恢复**

恺英网络成立于 2008 年，早期业务聚焦在传奇、奇迹类页游及手游的研发和发行。2017 年以来，公司积极探索多元品类游戏，并超前布局 VR 硬件与内容，是兼具传奇、奇迹类游戏头部地位及多点创新的成长型游戏公司。公司治理问题今年以来加速出清，前董事长王悦的质押股权经过数次拍卖已降至 2.68%，现任董事长金锋为公司第一大股东。2020 年以来，公司经过管理层和战略的调整，经营已回归正轨，20/21/22Q3 分别实现归母净利润 1.78/5.77/9.14 亿元，业绩呈高速恢复态势。

● **传奇、奇迹类游戏基本盘稳固，多元品类扩张树立品牌新形象**

传奇游戏经过 20 年的发展仍保持百亿以上的年流水规模，核心用户呈现年龄层较高、付费能力强的特征。同时近年来传奇游戏厂商通过升级游戏画面、丰富游戏玩法等方式向年轻群体渗透，并探索直播获客新途径。传奇 IP 的版权归属问题经过十余年的纷争已基本厘清，未来将迎来更多改编产品的诞生，我们认为传奇游戏市场当下仍然活跃并有望在质量提升、多元获客、版权明确的加持下迎来新的发展机遇。公司在传奇、奇迹类两大经典 IP 赛道已有多年研发发行经验，推出过《全民奇迹》《蓝月传奇》《王者传奇》等爆款，目前保持每年上线 1-2 款传奇、奇迹类新品，迭代周期稳定，业绩基本盘稳固。同时，公司积极探索传奇、奇迹以外的创新品类，提高品牌影响力。除自研外，公司投资的公司及工作室各有所长，极大拓宽了公司的产品赛道，已上线游戏《高能手办团》《魔神英雄传》《玄中记》等历史表现良好；后期产品储备丰富，《山海浮梦录》《龙腾传奇》等产品已取得版号，预计将在 23 年上线。整体而言，公司两条产品线战略地位明确，兼顾了短期业绩与长期利益，可期实现业绩稳中有进。

● **全球 VR 硬件出货达千万级，公司双管齐下布局硬件与内容**

2021、2022H1 年全球 VR 头显出货量分别达到 1110、684 万台，VR 硬件处于 2016 年后的新一轮爆发期。从内容平台来看，SteamVR 产品最为丰富，Quest、Pico 等内容平台在 VR 一体机的加持下正加速释放潜力。从开发者地区看，目前主流内容平台的开发者多为海外公

司，国内传统游戏公司入局者不多。由于 VR 游戏的研发与传统游戏相比对硬件适配、设计理念、交互方式等都提出了额外的要求，我们认为，尽管国产 VR 内容尚未形成规模，但越早布局的公司越有利于较早掌握技术经验，在未来硬件出货量再度进阶时掌握先发优势。公司在 2016 年投资了国产 VR 硬件中坚品牌大朋 VR，大朋 VR 在全球畅销 AR/VR 品牌中全球排名第三，且即将推出面向 C 端的游戏级 VR 头显。2022 年公司又联手幻世科技成立了上海臣旒网络科技有限公司，专注于 VR 内容的研发，目前已有一款动作竞技类游戏在研并有望在 2023 年上线。我们认为，公司从投资硬件品牌到成立内容团队双管齐下进军 VR 领域将进一步提升公司在游戏主业布局的广度和深度，引领公司步入新的成长轨道。

● 盈利预测

由于储备产品的版号获取尚存在不确定性，我们小幅下调公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年的营业收入为 34.21/45.28/58.05 亿元（前值为 39.66/49.13/61.13 亿元），归母净利润为 10.49/14.10/18.95 亿元（前值为 11.91/15.39/19.97 亿元），EPS 为 0.49/0.66/0.88 元（前值为 0.55/0.71/0.93 元），对应 2022 年 12 月 1 日收盘价的 PE 分别为 14.52/10.81/8.04 倍，维持“买入”评级，目标价 9.75 元。

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2375.30	3420.89	4528.43	5805.33
增长率	54%	44%	32%	28%
归母净利润	576.73	1049.43	1410.33	1895.16
增长率	224%	82%	34%	34%
EPS（元/股）	0.27	0.49	0.66	0.88
市盈率（P/E）	21.72	14.52	10.81	8.04

● 风险提示

存量游戏流水下滑的风险、版号难以获取的风险、新游戏表现不及预期的风险、政策风险。

目录

1 基本情况：传奇游戏龙头再出发，股权重塑续写新篇章	5
1.1 发展历程：以传奇、奇迹类游戏为基本盘，向多维度成长进化.....	5
1.2 股东结构：治理问题加速出清，股权激励彰显公司业绩信心.....	6
1.3 财务分析：营收利润处于高速恢复期，三项费用率整体呈下降趋势.....	9
2 游戏行业：传奇游戏市场仍然活跃，VR 游戏加速释放潜力	11
2.1 国内移动游戏发展增长趋缓，海外新兴市场潜力挖掘初见成效.....	11
2.2 传奇游戏不断升级破圈，直播买量拓宽获客渠道，版权纷争基本厘清.....	13
2.3 全球 VR/AR 硬件出货加速，国产 VR 内容产出尚未形成规模.....	17
3 公司亮点：传奇奇迹为基本盘，多元品类与 VR 布局迎接新一轮成长	19
3.1 传奇、奇迹类游戏稳定迭代构筑业绩基本盘，携手盛趣、贪玩巩固龙头地位.....	19
3.2 自研+投资加速多元品类布局，探索更多增量空间.....	21
3.3 孵化与引入 IP 并重，热门 IP 储备丰富，为后续产品储备提供长效助力.....	24
3.4 从投资硬件品牌到成立内容团队双管齐下布局 VR.....	25
4 盈利预测及估值	26
5 风险提示	27

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司业务布局.....	6
图表 3：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 1 日）.....	7
图表 4：原实控人王悦及其一致行动人股份拍卖情况.....	7
图表 5：管理层及核心人员介绍.....	8
图表 6：公司股票期权激励计划情况.....	9
图表 7：2015-2022Q3 公司营业收入及增速.....	9
图表 8：2015-2022Q3 公司归母净利润及增速.....	9
图表 9：2015-2022H1 公司营业收入构成（%）.....	10
图表 10：2015-2022H1 公司各业务毛利率（%）.....	10
图表 11：2015-2022Q3 三项期间费用(亿元).....	11
图表 12：2015-2022Q3 公司三项期间费用率(%).....	11
图表 13：2015-2022H1 中国移动游戏市场规模及增速.....	11
图表 14：2015-2022H 中国移动游戏用户规模及增速.....	11
图表 15：中国自主研发游戏海内外市场实际销售收入及增长率.....	12
图表 16：2022H1 中国移动游戏海外重点地区收入占比.....	12
图表 17：2022H1 收入排名前 100 移动游戏品类数量市场占比.....	12

图表 18: 2022H1 收入排名前 100 移动游戏品类收入市场占比	12
图表 19: 2022H1 收入排名前 100 移动游戏产品题材数量占比	13
图表 20: 2022H1 收入排名前 100 移动游戏产品题材收入占比	13
图表 21: 部分传奇游戏流水	13
图表 22: 2018Q3-2022Q3 移动网民人均 app 每日使用时长 Top 8 类型	14
图表 23: 传奇与非传奇用户年龄分布情况	14
图表 24: 用户认为传奇游戏具备较强吸引力的特性	14
图表 25: 《传奇天下》3D 画面对比	15
图表 26: 2018-2021 年各题材游戏投放中传奇游戏占比	15
图表 27: 2021 年各题材游戏素材投放量占比情况	15
图表 28: 传奇游戏抖音直播与带玩榜展示	16
图表 29: 传奇 IP 版权纷争重点事件整理	16
图表 30: 2016-2022H1 全球 VR 头显出货量 (万台)	17
图表 31: 2016-2022H1 全球 AR 头显出货量 (万台)	17
图表 32: 2022H1 VR 主流内容平台数量 (款)	18
图表 33: 公司主要在运营传奇游戏	19
图表 34: 《天使之战》游戏战斗画面	20
图表 35: 《永恒联盟》宣传封面	20
图表 36: 旭玩科技传奇 IP 授权书	21
图表 37: 盛同恺传奇 IP 授权书	21
图表 38: 公司在运营传奇、奇迹外创新品类游戏基本情况	21
图表 39: 公司参股的游戏公司及其代表产品	22
图表 40: 《敢达争锋对决》iOS 端排名情况	22
图表 41: 《高能手办团》iOS 端排行情况	22
图表 42: 《玄中记》游戏宣传封面	23
图表 43: 《圣灵之境》游戏宣传封面	23
图表 44: 公司 21 年年报储备项目战略定位一览	23
图表 45: 网文《蓝月纪元》	24
图表 46: 剧本杀《蓝月传奇·赤月劫》	24
图表 47: 主要 VR 设备参数对比	25
图表 48: 大朋 VR 硬件产品一览	25
图表 49: 幻世科技 VR 音乐节奏游戏《开心鼓神》	26
图表 50: 幻世科技 VR 机甲格斗游戏《激战纪》	26
图表 51: 可比公司估值	27

1 基本情况：传奇游戏龙头再出发，股权重塑续写新篇章

恺英网络成立于2008年，主要业务包括手游与页游的研发、发行以及游戏分发平台的运营。公司聚焦于打造符合市场需求的游戏产品，相继推出了《蓝月传奇》《王者传奇》《全民奇迹》等传奇、奇迹类游戏，以及《敢打争锋对决》《高能手办团》等创新品类游戏，并持续布局VR硬件与内容，是兼具传奇、奇迹类游戏龙头稳健地位及多点创新的成长型游戏公司。

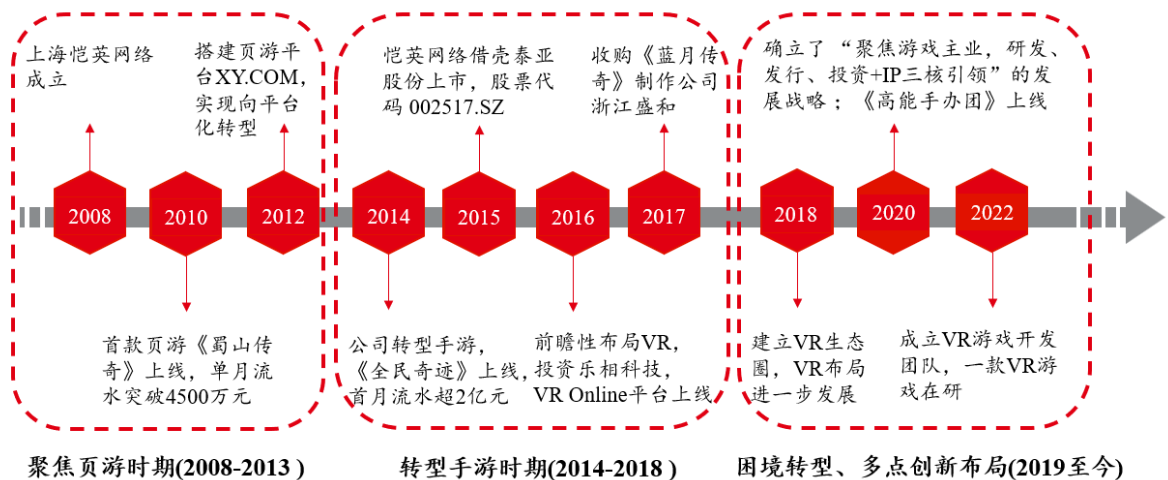
1.1 发展历程：以传奇、奇迹类游戏为基本盘，向多维度成长进化

聚焦页游时期（2008-2013）：恺英网络成立于2008年，早期主营国内第二大小游戏网站3839。2010-2011年，公司陆续推出《摩天大楼》《恐龙时代》《热血海盗王》等社交小游戏，首款游戏《摩天大楼》拥有超1亿用户，日登录达1500万。2012-2014年推出的页游《蜀山传奇》《全民奇迹MU》等相继成为爆款。此外，公司于2012年推出XY游戏平台(XY.com)，成功构建自有渠道体系。XY平台次年开服总数跻身行业TOP10，月流水超4000万。

转型手游时期（2014-2018）。2014年，公司通过代理《全民奇迹》手游成功转型，《全民奇迹》凭借首月流水超2亿，次年累计流水破30亿，成为当时的现象级产品。2015年，公司借壳泰亚股份登录深交所主板。2017年，公司收购《蓝月传奇》制作公司浙江盛和，进一步巩固在传奇游戏领域的优势地位，并三年超额完成对赌协议，实现利润高速增长。

困境转型、多点创新布局期（2019至今）。2019年，在国内手游市场增速放缓、版号发放数量减少的背景下，公司内部受困于实控人涉案、商誉减值、传奇IP诉讼等一系列问题，业务陷入短期停滞。2020年起，公司迅速调整管理层，重新确立了“聚焦游戏主业，研发、发行、投资+IP三核引领”的发展战略，相继推出多款年轻化品类游戏，业务回归正轨。2022年，公司把握VR领域发展机遇，成立VR游戏开发团队，在VR内容领域布局持续加码。

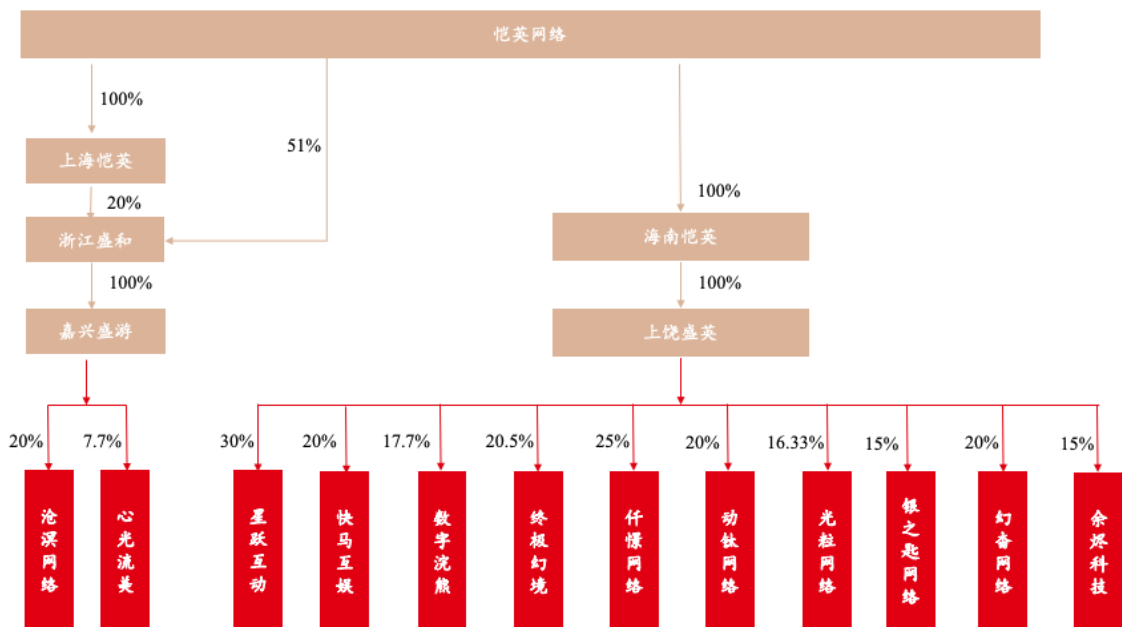
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司当前业务布局具备多元化特征，且高度协同。从公司主要控股和参股公司的职能来看，公司业务主体由上海恺英以及浙江盛和构成。浙江盛和主要负责传奇类游戏的研发和发行，上海恺英侧重于游戏发行及创新品类游戏的布局。同时，公司以深度战略协同、反哺产业为目的战略投资了一系列游戏公司及工作室，并与之深度合作，补足公司在多元品类游戏方面的需求。参股公司中，心光流美擅长二次元游戏的研发，其研发的《高能手办团》上线首月流水破亿，多次获苹果商店推荐；数字浣熊主攻卡牌 RPG 游戏的研发，代表作有国风 RPG 手游《妖怪正传》系列；星跃互动专注于泛科幻题材 SLG 游戏的研发；仟憬网络擅长 PC、主机、移动等全平台游戏的开发及科幻游戏的开发；动钛网络主攻互动类动画的内容创作，以及悬疑、推理、惊悚等细分题材；光粒网络致力于打造高品质科幻游戏及二次元模拟经营类游戏。总体而言，公司投资的各游戏公司及工作室与控股公司形成优势互补，极大的丰富了公司的产品线，提升了公司在各细分赛道的竞争力。

图表 2：公司业务布局



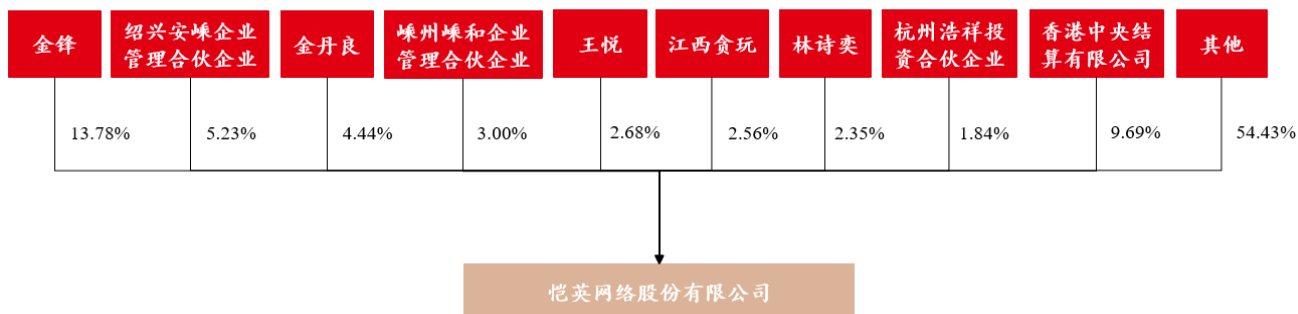
资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 股东结构：治理问题加速出清，股权激励彰显公司业绩信心

公司处于无实际控制人状态，董事长金锋为第一大股东。公司前任董事长王悦所持的股份自 2022 年 4 月起陆续多次进入司法拍卖流程，截至 2022 年 12 月 1 日，王悦及其一致行动人对公司的持股比例由 21.44% 降至 2.68%，已失去公司控制权。新任董事长金锋先后通过集中竞价、大宗交易、司法拍卖等方式，累计增持公司股份 2.97 亿股，目前持股比例达到 13.78%，成为公司第一大股东。当前公司处于无控股股东、实际控制人的状态，但现存股东均为与公司关系友好的老股东，以及基于公司发展前景加入的政府基金、北向资金以及战略投资者，与董事长不存在利益冲突。公司治理结构清晰，具备独立经营的能力，因此无实控人对公司的正常

经营无实质性影响。

图表 3：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 1 日）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 4：原实控人王悦及其一致行动人股份拍卖情况

过户完成时间	原持股股东	过户股票数占公司总股本比例	过户后王悦及其一致行动人剩余持股比例	过入方
2021/9/30	骐飞投资	0.18%	21.44%	沈军、陈永聪、杨吴月
2022/6/2	王悦	0.99%	20.46%	金锋
2022/9/5	王悦	0.51%	19.95%	沈军、陈永聪、杨吴月
2022/9/17	王悦	3.01%	16.94%	金锋
2022/9/23	王悦	2.56%	14.38%	江西贪玩信息技术有限公司
2022/10/18	王悦	1.18%	13.19%	张峰
2022/10/19	王悦	5.23%	7.97%	绍兴市安崧企业管理合伙企业（有限合伙）
2022/10/25	王悦	2.90%	5.07%	张宇
2022/11/16	王悦	2.39%	2.68%	王杰

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

新任管理层多为游戏行业实干派老兵或经验丰富的法律从业者。公司现任高管多在游戏研发或发行方面拥有丰富的行业经验，为公司的高效发展提供了必要的专业保证。董事长金锋先生曾历任浙江盛和产品经理、市场总监、恺英网络副董事长等职位，具有一线业务经验。总经理陈永聪先生历任上海恺英国内平台事业部负责人、游戏事业群总经理，恺英网络游戏事业群总经理兼首席运营官，副总经理等职位，亦拥有多年行业经验。同时，公司还引入多名法律背景董事，对公司的合规风控予以高度重视，副董事长沈军为中国法学会会员，独立董事傅蔚冈和朱亚元都具有多年法律从业经验，为公司业务的稳健发展奠定了重要基础。

图表 5：管理层及核心人员介绍

姓名	职位	履历
金锋	董事长	历任浙江盛和网络科技有限公司产品经理、市场总监、CEO，恺英网络副董事长、联席董事长、董事长。
沈军	副董事长、副总经理	曾任浙江六和律师事务所律师、行政法部副主任和国际法部委员，浙江省社会科学院科研人员、副所长，中国法学会会员，浙江省法学会评估法学会副会长、行政法学会理事、浙籍法学家理事。
陈永聪	董事、总经理	历任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人，副总经理兼游戏事业群总经理，恺英网络股份有限公司游戏事业群总经理兼首席运营官，副总经理。
赵凡	董事、副总经理	曾任北京久世网媒文化传播有限公司总经理。
骞军法	董事、董事会秘书、副总经理	曾任宝鸡商场集团审计法规室经理、易食集团董事会秘书、海航集团证券业务部中心经理、海南海岛建设集团总裁助理、工会委员会主席、海航基础设施投资集团董事会秘书、副总裁、总部党支部书记等职位。
陈楠	董事	曾在浙江省发展资产经营有限公司担任投资总监、副总经理，现任浙江省文化产业集团有限公司投资管理部副总监，杭州博文股权投资有限公司执行董事。
黄宇	监事会主席	曾任上海商贸旅游学校教师、上海汇银律师事务所律师；现任恺英网络股份有限公司法务部总经理。
黄振锋	财务总监	曾任凯撒同盛财务总监、海越能源财务总监、长驰控股集团有限公司财务总监。
朱亚元	独立董事	1998年至今任浙江六和律师事务所创始合伙人、副主任；2017年至今任浙江中坚科技股份有限公司独立董事。
傅蔚冈	独立董事	2003年至今任上海金融与法律研究院院长助理、执行院长、院长。
黄法	独立董事	历任中汇会计师事务所审计经理、杭州电魂网络财务总监兼董事会秘书、杭州智玩网络董事、桐乡市巨星针织机械制造有限公司董事、副总经理、财务总监兼董事会秘书。
林彬	副总经理	历任上海恺英网络科技有限公司XY平台总经理、XY事业部总经理、游戏事业部副总裁、游戏研发和游戏发行事业群高级副总裁、公司监事。
马杰	副总经理	历任奇虎科技有限公司产品经理，浙江盛和网络科技有限公司制作人。
申亮	副总经理	历任上海恺英网络科技有限公司人力资源高级经理、总经理助理、人事行政高级总监、人事行政系统副总裁、公司副总经理和代理总经理。
唐悦	副总经理	历任恺英网络科技有限公司安全中心高级总监、安全管理中心副总裁。
梁智青	副总经理	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	历任趣游时代运营经理、奇虎360PC网游事业部产品主管、盛和网络科技有限公司制作人。

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

股权激励计划与持续回购彰显公司信心。公司于 2020 年和 2022 年分别对中高层管理人员及核心业务人员实施股权激励计划。2020 年公司实施第一期股权激励计划，首次授予对象为 49 人，行权价格为 5.05 元，分两期行权，剔除离职和担任监事不具备行权资格的 12 名激励对象，其余 37 人目前已完成两期行权；预留授予人数 5 人，行权价格为 3.32 元，分两期行权，目前已完成第一期行权。2022 年公司再次实施股权激励计划，激励人数为 21 人，行权价格为 4.86 元，分两期行权，业绩层面分别要求 2022、2023 年公司扣非后归母净利润在 2021 年的基础上增长 80%、160%，对应 8.35、12.06 亿元。为配合股权激励计划，公司于 2020-22 年以集中竞价的方式实施三次金额为 1/1/2 亿元的股份回购。整体而言，公司股权激励计划的业绩考核目标和回购规模体现了其对自身短中期快速发展的良好信心，也将为稳定核心员工、保障业绩高速增长提供强大动力。

图表 6：公司股票期权激励计划情况

年份	拟授予股票期权数量	占股本比重	行权安排	授予人数	行权价格	行权期及行权比例	业绩考核目标
2022	1971.44万份	0.92%	-	21人	4.86元	第一个行权期（50%）	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 80%
							第二个行权期（50%）
2020	2381.58万份	1.11%	首次授予	49人	5.05元	第一个行权期（50%）	以 2019 年剔除商誉减值的净利润为基数，2020 年剔除商誉减值的净利润增长率不低于 10%
						第二个行权期（50%）	以 2019 年剔除商誉减值的净利润为基数，2021 年剔除商誉减值的净利润增长率不低于 20%
			预留授予	5人	3.32元	第一个行权期（50%）	以 2019 年剔除商誉减值的净利润为基数，2021 年剔除商誉减值的净利润增长率不低于 20%
						第二个行权期（50%）	以 2019 年剔除商誉减值的净利润为基数，2022 年剔除商誉减值的净利润增长率不低于 30%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：上述“净利润”指经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润

1.3 财务分析：营收利润处于高速恢复期，三项费用率整体呈下降趋势

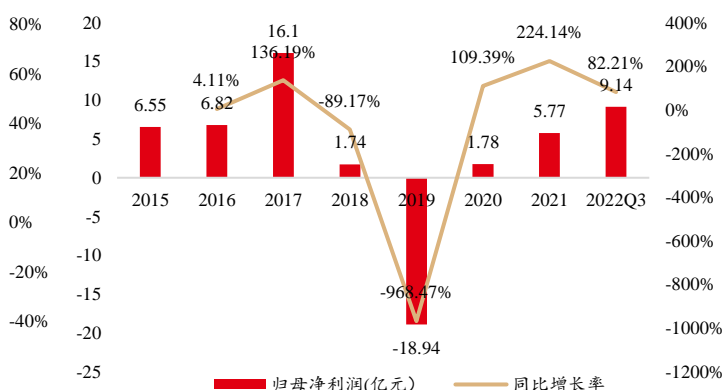
公司经营回归正轨，2021 年以来收入利润保持高速增长。公司上市前三年营收端保持良好的双位数增长，2017 年因完成浙江盛和的并表，归母净利润大幅增长 136.19%。2018-2019 年，公司因面临高管涉案、传奇 IP 授权纠纷以及大额商誉减值等问题，业务出现阶段性停滞，营收利润连续同比下滑。2020 年，伴随浙江九翎出表及部分游戏进入衰退期，公司营收仍有所下滑，但因浙江盛和受托研发恢复高增长及公司减值情况明显改善，利润端同比扭亏。2021 年以来，公司陆续推出了《原始传奇》《天使之战》等爆款产品，收入利润同比过去年度的低基数实现较高的恢复性增长。2022 年前三季度公司实现营业收入 28.25 亿元（+71.23%），归母净利润 9.14 亿元（+82.21%），预计随着四季度新品的上线，全年业绩有望保持高增长态势。

图表 7：2015-2022Q3 公司营业收入及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

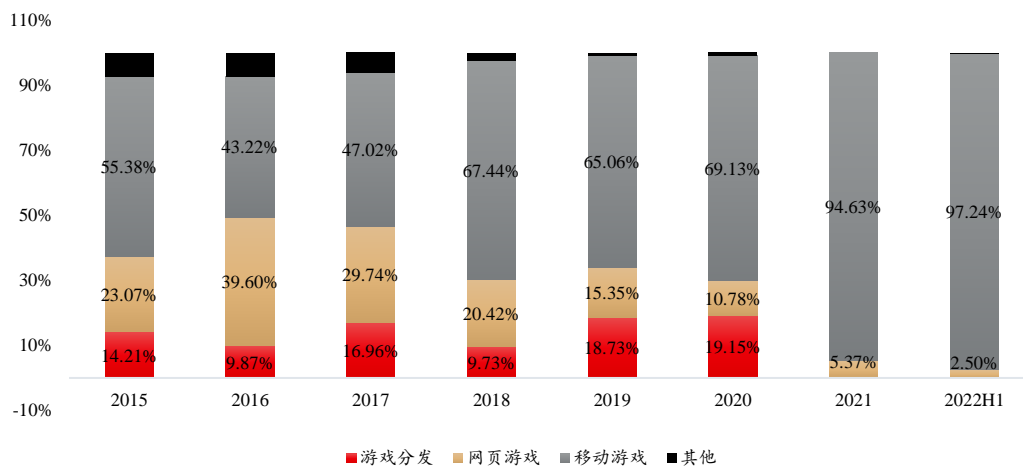
图表 8：2015-2022Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

移动游戏收入为公司主要营收来源。公司营收主要来自游戏分发、网页游戏和移动游戏三部分。2016 年以来，伴随国内页游市场的萎缩，公司页游收入占比逐年下降。同时，公司顺应时代切入移动游戏领域，移动游戏在营收中的占比自 2015 年的 55.38% 提升至 2022H1 的 97.24%，为公司目前最主要的收入来源。

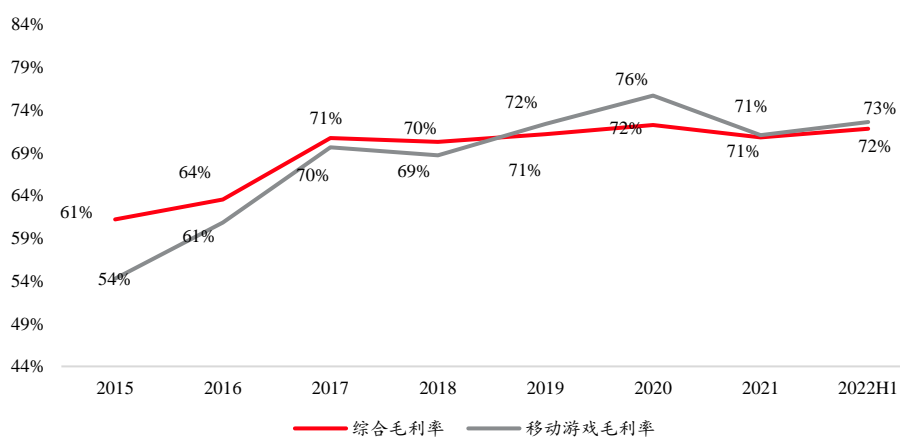
图表 9：2015-2022H1 公司营业收入构成 (%)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

毛利率水平相对稳定，处于行业中上水平。2017 年以来，随着移动游戏在公司营收中的占比提升并占据主要基数，公司整体毛利率与移动游戏毛利率水平逐渐趋于一致，目前基本保持在 72% 左右。

图表 10：2015-2022H1 公司各业务毛利率 (%)

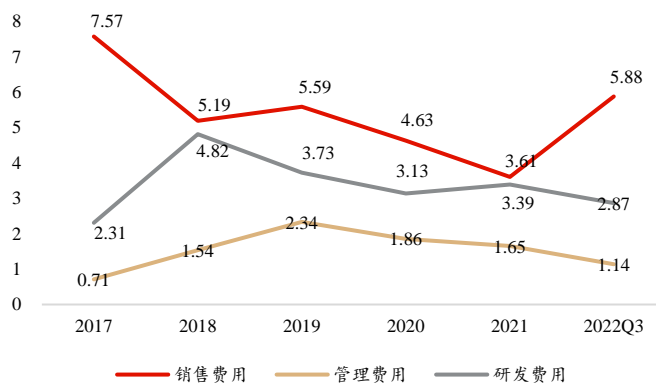


资料来源：iFind，中邮证券研究所

研发费用稳中有增，三项费用率整体呈下降趋势。2020 年以来，公司管理费用随着过去产生较多诉讼费用的浙江九翎出表而有所减少并逐渐趋于稳定，管理费用率伴随营收的高增长呈下降趋势；销售费用率在 2020 年以后下降至低位，2020 年有所增加主要是由于浙江九翎出表带来的营收下降所致，2022 年前三季度因《天使之战》等重要产品上线产生了较高的买

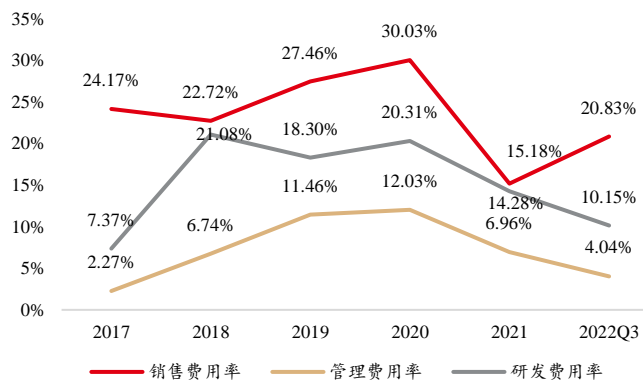
量需求，销售费用率有所上升；研发费用自 2020 年以来稳中有增，2021 年公司研发人员数量同比增长 19.1% 至 948 人，占公司员工总数的 68.6%，为公司后续产品的储备提供了良好的人才基础。整体而言，公司各项费用率伴随营收的高速增长呈下降趋势，盈利能力提升较为显著。

图表 11：2015-2022Q3 三项期间费用(亿元)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 12：2015-2022Q3 公司三项期间费用率(%)



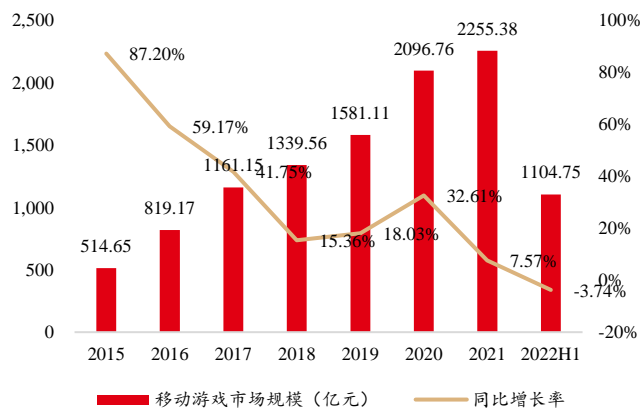
资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 游戏行业：传奇游戏市场仍然活跃，VR 游戏加速释放潜力

2.1 国内移动游戏发展增长趋缓，海外新兴市场潜力挖掘初见成效

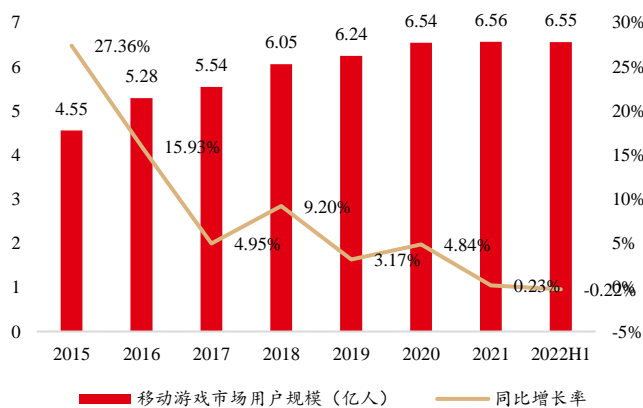
互联网用户红利消退，国内移动游戏处于存量竞争阶段。2021 年以来，受版本号阶段性停发影响，国内市场整体新品游戏数量较少；同时因疫情反复对宏观经济的影响，用户消费意愿有所下降。受此影响，2021 年移动游戏市场用户规模和实际销售收入整体增速放缓，2022 年上半年首次出现市场规模和用户规模的双降。

图表 13：2015-2022H1 中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：游戏工委，中邮证券研究所

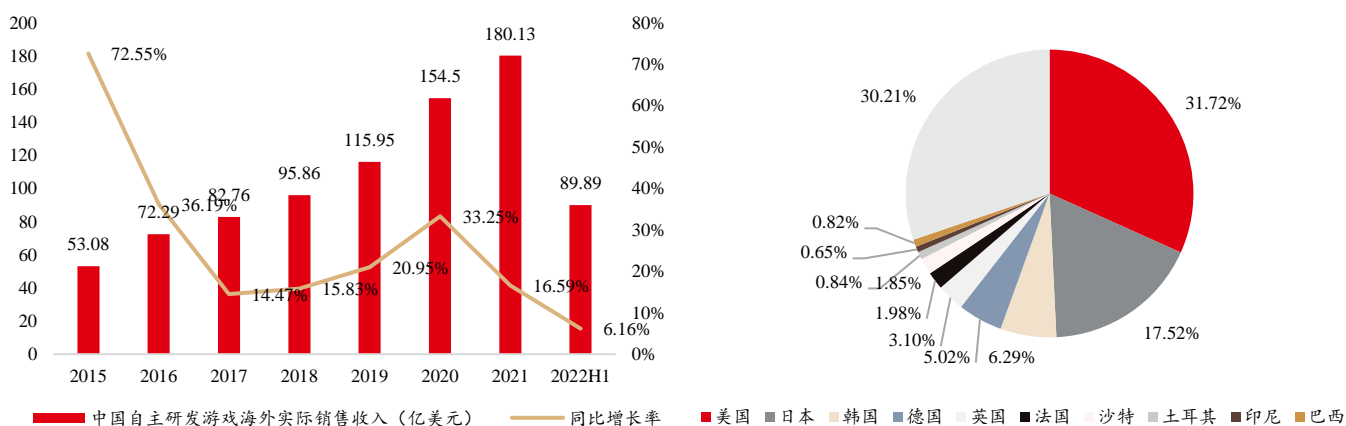
图表 14：2015-2022H 中国移动游戏用户规模及增速



资料来源：游戏工委，中邮证券研究所

美日韩仍为本土游戏出海的主要市场，但占比呈下降趋势。伴随日趋复杂的国际环境为国内游戏企业出海带来的更多阻力和风险，国际互联网巨头对游戏行业的不断布局也进一步加剧着海外市场的竞争，2022年上半年中国自主研发游戏海外销售收入的增速放缓至6.16%。从出海地区看，2022H1中国自主研发移动游戏海外销售收入中，美日韩地区收入贡献占比分别为31.72%、17.52%和6.29%，合计占比55.53%，仍然是中国游戏企业出海的主要目标市场，但相比于2020H1和2021H1的60.27%和58.31%，三大市场总占比呈下降趋势，体现了国内游戏企业对海外新兴市场潜力的挖掘初见成效。

图表 15：中国自主研发游戏海内外市场实际销售收入及增长率 图表 16：2022H1 中国移动游戏海外重点地区收入占比



资料来源：游戏工委，中邮证券研究所

资料来源：游戏工委，中邮证券研究所

角色扮演类游戏仍占据较大份额，玄幻/魔幻题材收入占比持续提升。品类方面，2022H1中国移动游戏收入前100的产品中，数量前三的品类为角色扮演类、卡牌类和策略类，分别占比26%、13%和13%。从各品类收入情况来看，2022H1中国移动游戏收入前100的产品中，收入前三为角色扮演类、MOBA类和策略类，分别占比18.45%、14.25%和12.50%。题材方面，2022H1中国移动游戏收入前100的产品中，玄幻魔幻仍是移动游戏市场占据份额最大的题材类型，20、21、22H1的收入占比分别为15.50%、22.12%和22.85%，仍呈现上升趋势。

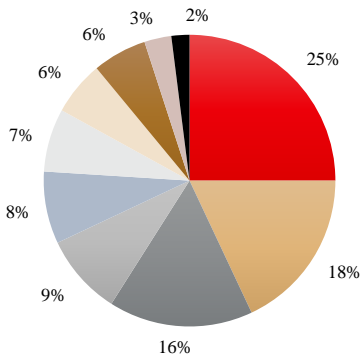
图表 17：2022H1 收入排名前 100 移动游戏品类数量市场占比 图表 18：2022H1 收入排名前 100 移动游戏品类收入市场占比



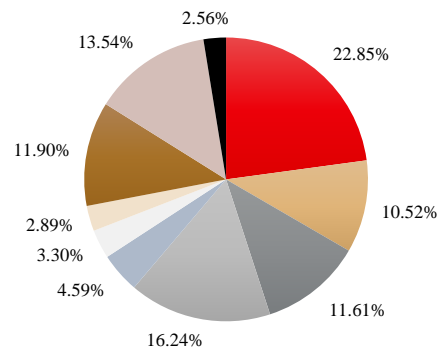
资料来源：游戏工委，中邮证券研究所

资料来源：游戏工委，中邮证券研究所

图表 19：2022H1 收入排名前 100 移动游戏产品题材数量占比



图表 20：2022H1 收入排名前 100 移动游戏产品题材收入占比



■ 玄幻/魔幻 ■ 弱题材 ■ 历史 ■ 现代 ■ 科幻 ■ 体育 ■ 武侠 ■ 神话/传说 ■ 文化融合 ■ 动漫改编

资料来源：游戏工委，中邮证券研究所

资料来源：游戏工委，中邮证券研究所

2.2 传奇游戏不断升级破圈，直播买量拓宽获客渠道，版权纷争基本厘清

20 年传奇经典 IP 时至今日仍保持较高的市场规模。热血传奇自 2001 年引入中国，经过 20 年的发展，积累了超过 6 亿的注册用户，并从一款端游产品成长为一个经过反复改编制作的经典 IP。传奇类游戏整体呈现付费率和 ARPPU 双高的特点，盛趣游戏的重组公告显示，报告期内《热血传奇》和《传奇世界》单月付费率超过 20%，付费用户平均付费额约 500 元/月，而传奇游戏中不乏月流水过亿、累积流水过 10 亿的产品。根据伽马数据，传奇题材的游戏截至 2020 年仍保持着百亿以上的年流水规模。

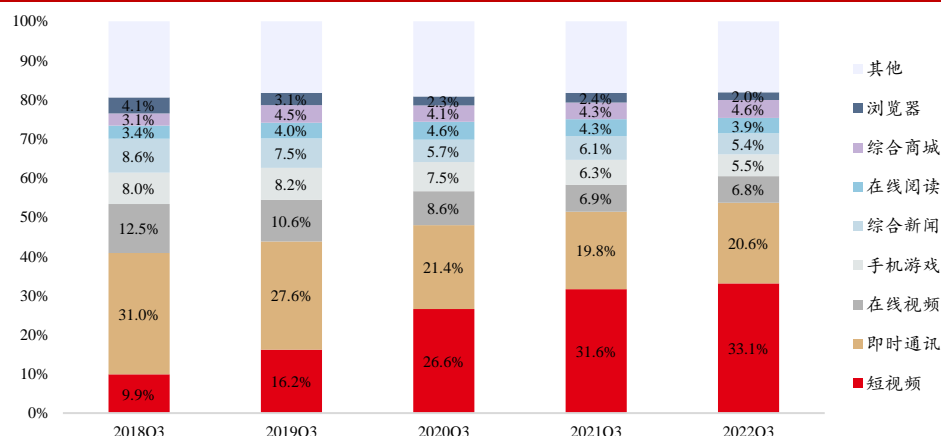
图表 21：部分传奇游戏流水

游戏类型	游戏名称	最高月流水(亿元)	累计流水(亿元)
手游	热血传奇	7	10+
手游	复古传奇-热血传说	2+	10+
页游	蓝月传奇	2	38+
手游	雷霆霸业	2	18+
手游	贪玩蓝月	1.5	10+
页游	传奇霸业	1+	33+
手游	传奇盛世	1	7.7+
手游	一刀传世	1	3+
手游	烈焰武尊	0.1+	1+

资料来源：DataEye，中邮证券研究所

传奇游戏在轻度化娱乐体验方面具备显著优势。从当下移动用户对娱乐 APP 的使用情况来看，逐渐增多的短视频等碎片化娱乐 APP 正在蚕食用户的注意力和使用时长。月弧数据显示，短视频在人均单日使用时长中的占比已由 2018Q3 的 9.9% 提升至 2022Q3 的 33.1%，手机游戏则对应由 8.0% 下降至 5.5%，足见用户对于碎片化娱乐需求的提升和对重剧情、耗时久的娱乐内容兴趣的下降。传奇游戏经过 20 年的发展，已充分适应市场的变化和把握玩家的心理，数值和付费设计呈现简单粗暴和快餐式特征，在轻度化娱乐体验方面具有较强的竞争力。

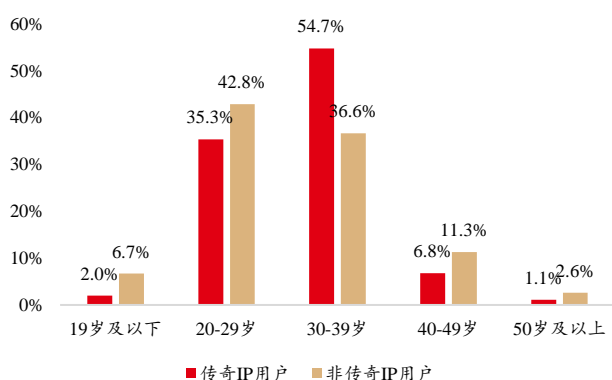
图表 22：2018Q3-2022Q3 移动网民人均 app 每日使用时长 Top 8 类型



资料来源：月狐数据，中邮证券研究所

中年核心用户对传奇游戏仍具有超高粘性，年轻化亦成为传奇 IP 显著趋势。从用户画像看，传奇类游戏的核心用户主要集中在 30-39 岁的中年男性，此年龄段用户除了拥有较高的付费能力，也多呈现思维固定、不愿学习新玩法以及无法长时间在线的特征，因此传奇游戏的简单易上手和 IP 情怀是这类用户留存至今且仍具超高粘性的主要原因。同时，传奇游戏厂商近年来亦通过提升游戏品质来圈粉年轻用户，以盛趣游戏 22 年推出的《传奇天下》为例，其使用虚幻 4 引擎将游戏呈现为 3D 锁视角画面，在保留经典玩法的基础上，实现了画面的跨时代升级，并新增铭文系统、技能组合以及赛季系统等新玩法，极大程度上颠覆了年轻人对于传奇游戏“粗糙”的固有印象。我们推断传奇游戏在品质进化和新面貌的不断呈现下，年轻用户将有望为传奇 IP 注入新的血液，不断延续 IP 的生命力。

图表 23：传奇与非传奇用户年龄分布情况



资料来源：伽马数据，中邮证券研究所

图表 24：用户认为传奇游戏具备较强吸引力的特性



资料来源：伽马数据，中邮证券研究所

图表 25: 《传奇天下》3D 画面对比

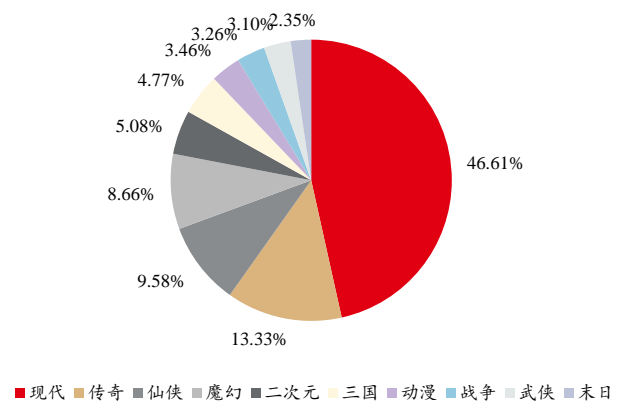
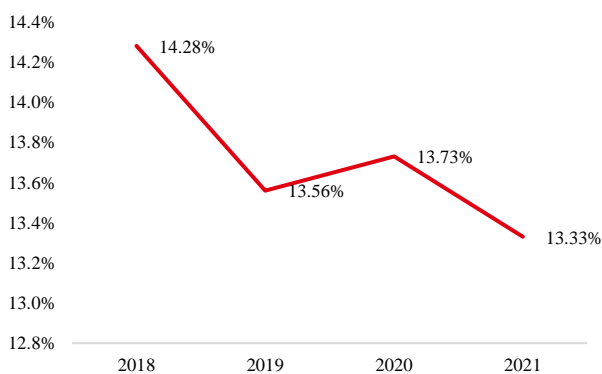


资料来源: 盛趣游戏官网, 中邮证券研究所

直播买量成为传奇游戏新的获客渠道。传奇游戏多以滚服、买量为主要获客途径, 从 2021 年全年各游戏题材的投放量来看, 传奇游戏依然是买量主力, 占比 13.33%, 位列第二。但随着传统买量成本提高成为常态和素材的一成不变, 买量已既难吸引目标客户, 也无法得到新玩家的青睐。2022 年以来, 众多传奇游戏厂商试水达人直播, 三七互娱、贪玩游戏、恺英网络、盛趣游戏等公司旗下传奇游戏均高频出现在抖音直播“带玩榜”前列。以恺英网络为例, 其旗下的《原始传奇》《热血合击》上半年在抖音直播数千场, 《热血合击》在抖音直播 6 小时后的直播间关注率超过大盘 66.5%, 评论率超过大盘 55.8%, 期间游戏下载激活数超过 800。尽管传统的买量渠道也多以抖音、快手等短视频平台为主, 但直播与短视频的用户重合率较低, 传奇游戏仍有望通过直播触及更多短视频尚未覆盖的用户。

图表 26: 2018-2021 年各题材游戏投放中传奇游戏占比

图表 27: 2021 年各题材游戏素材投放量占比情况



资料来源: DataEye, 中邮证券研究所

资料来源: DataEye, 中邮证券研究所

图 28：传奇游戏抖音直播与带玩榜展示



资料来源：抖音，中邮证券研究所

传奇 IP 版权归属问题历经十余年纷争已基本厘清。《热血传奇》原为韩国公司娱美德研发并授权给亚拓士代理发行（亚拓士持有娱美德 40% 股权），双方共同享有游戏的著作权。2001 年，盛大游戏与亚拓士签订《软件许可协议》，取得传奇 IP 在中国的独家授权，并于 2002 年签订《补充协议》，约定娱美德为共同著作权人并委托亚拓士行使其一切权利。该《补充协议》在履行过程中多次产生纠纷，并于 2004 年达成和解，亚拓士仍保留与盛趣签署的原合同权限，并需要在更新时事前协商。2016 年以来，盛趣和娱美德分别对外进行传奇 IP 手游、页游的授权，双方均认为对方未经协商单方面授权，恺英网络、游光网络和星辉娱乐等厂商先后卷入诉讼。2020 年以来盛趣游戏开展传奇 IP 净网行动，成立盛同恺和旭玩科技专项处理传奇 IP 的合作和维权业务。2021 年，最高院终审判决盛趣游戏享有传奇 IP 在中国大陆的独占性授权，至此，持续多年的版权纷争告一段落。预计随着传奇 IP 版权所属回归清晰，这一拥有巨大商业价值的 IP 将迎来更多改编产品的诞生，为传奇游戏市场带来新的发展机遇。

图 29：传奇 IP 版权纷争重点事件整理

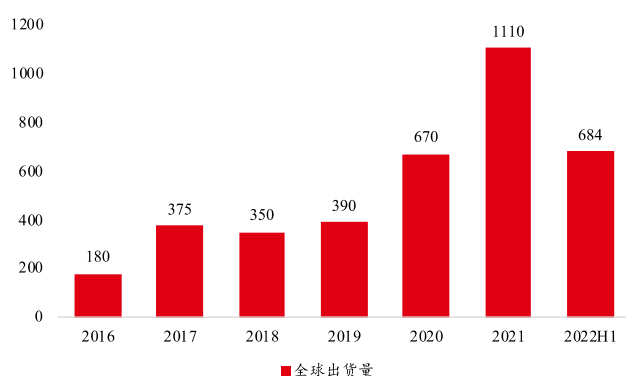
年度	事件
2000	娱美德公司成立，亚拓士持股40%；娱美德获得与《传奇2》游戏有关的一切许可、知识产权诉讼等权利；亚拓士与娱美德共同在韩国就《传奇2》进行了著作权登记。
2001	亚拓士与盛大签订《软件许可协议》，授权盛大公司在中国内地和香港特区独家运营《传奇2》游戏中文版。
2002	娱美德、亚拓士与盛大公司签订《补充协议》，约定亚拓士与盛大公司同意接受娱美德成为《传奇2》游戏的共有著作权人，娱美德委托亚拓士行使其作为共有著作权人的一切权利。
2003	亚拓士公司与娱美德公司就《传奇2》在中国国家版权局进行了著作权登记。
2004	《补充协议》履行过程中，娱美德与亚拓士及盛大公司产生纠纷。2004年4月29日，娱美德与亚拓士在韩国首尔中央地方法院达成和解，和解协议载明，更新与盛大公司签署的原合同的权限由亚拓士公司保留，但更新合同时，应事前进行协商。
2008	《软件许可协议》期限延长至2017年9月28日终止
2016	2016年起，盛趣游戏不断对外进行传奇IP手游、页游的授权；同时，娱美德单方面将IP授权给恺英网络、游光网络、时光公司等公司，亚拓士起诉娱美德及上述公司。
2017	亚拓士与蓝沙（盛趣公司旗下公司）正式签订《续展协议》，将《软件许可协议》的有效期限延长至2025年9月28日，此举未得到娱美德的支持；娱美德开始提起诉讼认为《续展协议》无效。
2018	亚拓士起诉传奇IP（娱美德）、浙江九翎和上海敢客侵权。
2021	2021年2月，韩国高等法院二审驳回了原告娱美德对于亚拓士与盛趣游戏签订的《传奇》游戏《续展协议》无效的请求，确认了世纪华通旗下盛趣游戏享有《传奇》著作权在中国大陆及香港地区的独占性授权；2021年12月，中国最高法院终审裁定盛趣游戏享有《传奇》在中国大陆的独占性授权等权益。

资料来源：中国知识产权资讯网、恺英网络公告，中邮证券研究所

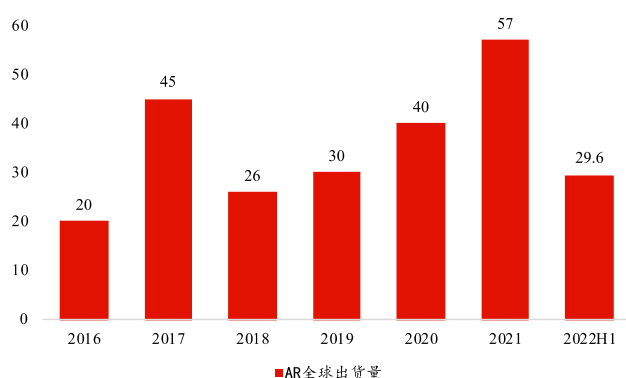
2.3 全球 VR/AR 硬件出货加速，国产 VR 内容产出尚未形成规模

VR 硬件出货量高速增长，AR 产品向 C 端迈进。VR 头显市场近年来呈现产品迭代节奏快，价格下探明显等特征。2020 年 Oculus 推出的 Quest 2 相比前代 Quest 降价 100 美金，价格达到消费级水平，亲民的价格拉动 Quest 2 在 2021 年的销量达到 1040 万台（2022 年上市 2 年后恢复之前价格）。Pico 于 2021 年推出的 Neo3 相比于前代版本降价近 45%，爱奇艺于 2022 年 9 月推出的奇遇 3 售价比 2 代降价 500 元。在低价策略的带动下，2021、2022H1 年全球 VR 头显出货量分别达到 1110、684 万台（其中 Oculus 约占 80% 的份额），VR 行业处于 2016 年后的新一轮爆发期。AR 方面，2022 年上半年 AR 头显出货量约 29.6 万台，其中海外占比 75% 以上。目前 AR 技术已广泛应用于医疗、工业、零售、电商等 B 端领域，伴随疫情催生的线上娱乐需求，更多视频和游戏等消费内容向 XR 靠拢，雷鸟创新和 Rokid 等品牌于 2022 年相继推出消费级 AR 眼镜，小米和 OPPO 等手机厂商也开始试水 AR 设备并推出探索机型，AR 头显产品从 B 端逐步向 C 端迈进。

图表 30：2016-2022H1 全球 VR 头显出货量（万台）



图表 31：2016-2022H1 全球 AR 头显出货量（万台）

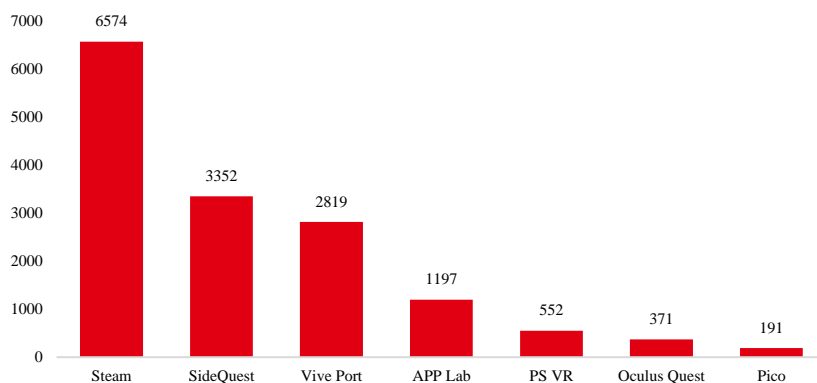


资料来源：VR 陀螺，中邮证券研究所

资料来源：VR 陀螺，中邮证券研究所

Steam 仍是最主流的 VR 内容平台，Quest、Pico 等配套内容平台在 VR 一体机的加持下正加速释放潜力。从 VR 平台内容数量看，截至 2022 上半年，全球 7 大内容平台共有 VR 内容 15056 款，其中 Steam 平台因起步早，开发者众多，目前仍是产品数量最多的 VR 内容平台；SideQuest 作为谷歌旗下的第三方平台，受益于 VR 硬件销量的拉动以及不受 Quest Store 审核制度的约束，上半年新增 1068 款内容，位列内容平台第二；Quest 与 Pico 平台主打精品策略，平台内容数量偏少，但受益于其较高的硬件用户基础，仍能够吸引优质的开发者向平台移植作品或由平台独占发行，预计随着 Oculus、Pico 等硬件厂商对用户的不断积累，畅销硬件自有内容平台将释放更大潜力。

图表 32：2022H1 VR 主流内容平台数量（款）



资料来源：VR 陀螺，中邮证券研究所

动作、射击、音乐类游戏占据主流内容平台主要类别，内容开发由海外公司主导。从主流 VR 平台中的内容类型来看，**SteamVR**：由于 SteamVR 用户中有较多来自 PC 游戏硬核用户，因此 SteamVR 内容风格多偏向于重度游戏，根据 VR 陀螺的数据，2022 年上半年位居 SteamVR 畅销榜前三的游戏分别为射击类游戏《Half-Life: Alyx》、音乐节奏类游戏《Beat Saber》和动作类游戏《Blade and Sorcery》；**Quest Store**：根据 Quest 官网全部内容计数统计，截至 2022 年 11 月 19 日，Quest Store 共有 421 款内容，其中游戏类、应用类、娱乐类内容分别为 292 款、83 款、46 款，占比分别为 69%、20%和 11%，游戏类内容中动作、射击、音乐、休闲类内容数量分别为 106、62、20、46 款（动作与射击类内容有一定重合，音乐类与休闲类有一定重合）；**Pico Store**：根据 Pico VR 助手计数统计，截至 2022 年 11 月 19 日，Pico4 支持的游戏类、应用类内容数量分别为 196、54 款，论坛就主要内容类别单独开辟了音乐类、运动类、射击类和动作冒险类讨论区，用户发帖数量分别为 9431、8518、3187 和 1494 个，用户多集中在中轻度内容的体验。

从 2022 年上半年 Quest Store 和 Pico Store 上架内容的地区来源看，根据 VR 陀螺的数据，上半年 Quest 平台新增的 41 款内容开发者全部为外国公司，Pico 商店新增的 42 款内容中多数亦为海外引进，仅 7 款为国内作品，且国内开发者以创业公司为主，传统游戏厂商的布局积极性不高。我们认为这主要与国产品牌 VR 硬件出货量尚未接轨至千万级，且 Quest 等海外内容平台内容审核较为严格有关。与传统游戏相比，VR 游戏的研发需要考虑 VR 硬件作为特殊载体的适配性，对产品的刷新率、清晰度、视觉体验都提出了额外要求，因此，我们认为较早 VR 内容领域布局的游戏公司更易有利于先一步积累经验、攻克技术难关，并在未来硬件再度实现进阶性爆发时掌握先发优势。

3 公司亮点:传奇奇迹为基本盘，多元品类与 VR 布局迎接新一轮成长

聚焦游戏主业，围绕研发、发行以及投资+IP 三大业务板块，强化产业链上下游竞争力。研发方面，公司通过旗下浙江盛和与上海恺英先后塑造了以《蓝月传奇》《天使之战》为代表的传奇、奇迹游戏，以及《敢达争锋对决》《刀剑神域黑衣剑士:王牌》《魔神英雄传》等为代表的创新品类游戏。发行方面，公司以内外相结合的方式，以 XY 发行平台作为公司自有的发行渠道，同时与贪玩、腾讯等外部公司建立了良好的发行合作伙伴关系，最大化实现自研产品效益。投资+IP 方面，公司围绕游戏产业链上下游，通过投资差异化的游戏研发公司补充公司产品线，并前瞻性的布局 VR 硬件和内容；同时，公司以引入和孵化的方式强化 IP 布局，拥有斗罗大陆、盗墓笔记、仙剑奇侠传、关于我转生变成史莱姆这档事等多样化 IP 储备。整体而言，公司在游戏全产业链的布局相对完整，各部门战略协同意义显著。

3.1 传奇、奇迹类游戏稳定迭代构筑业绩基本盘，携手盛趣、贪玩巩固龙头地位

公司在传奇、奇迹类游戏赛道积累深厚，产品保持稳定迭代。2014 年，公司获得端游《奇迹 MU》的开发商韩国网禅的 IP 授权，随后在国内上线了正版奇迹手游《全民奇迹》，并一举成为爆款，迄今积累了超过 2.1 亿的注册用户，累计流水超过 83 亿元。2016 年，公司独家代理的《蓝月传奇》页游上线，迄今为止累积流水已突破 40 亿元，最高单月流水超过 2 亿元，这一页游代表作后续又推出了《蓝月传奇 2》《蓝月传奇 3D》等手游版本，蓝月 IP 的经典得到进一步传承。2017 年以来，公司又陆续上线了《王者传奇》、《原始传奇》、《热血合击》等知名传奇、奇迹类游戏。从上线节奏来看，除 2018-2019 年业务停滞期间以外，公司基本可保持每年上线 1-2 款传奇、奇迹类游戏，产品迭代周期稳定。基于传奇、奇迹类游戏受众范围广、稳定性强、APRU 高等特征，以及公司多年的积累和实力，传奇、奇迹类游戏的稳定迭代为公司业绩构建了稳定的基本盘。

图表 33：公司主要在运营传奇游戏

游戏名称	上线时间	游戏类型	题材/品类	研发	发行
全民奇迹	2014年12月	手游	奇迹/MMORPG	北京天马时空、恺英网络	恺英网络
蓝月传奇	2016年6月	页游	传奇/MMORPG	浙江盛和	贪玩游戏
王者传奇	2017年4月	手游	传奇/MMORPG	恺英网络	恺英网络
原始传奇	2020年6月	手游	传奇/MMORPG	浙江盛和	贪玩游戏
蓝月传奇2	2021年2月	手游	传奇/MMORPG	恺英网络	腾讯
热血合击	2021年5月	手游	传奇/MMORPG	浙江盛和	贪玩游戏
天使之战	2022年1月	手游	奇迹/MMORPG	恺英网络	恺英网络
永恒联盟	2022年9月	手游	奇迹/MMORPG	浙江盛和	恺英网络

资料来源：公司官网，TapTap，中邮证券研究所

两款奇迹类手游新品延续经典，兼顾创新，贡献了 22 年主要营收增量。2022 年公司上线了《天使之战》和《永恒联盟》两款奇迹类 MMORPG 手游。《天使之战》于 1 月登录安卓系统，4 月上线 iOS，是公司继《全民奇迹》后发行的第二款主打的奇迹类手游，上线后首月流

水即突破 1 亿元。《天使之战》以复刻老版奇迹为内核，继承了经典的地图场景和职业设定，完美还原了奇迹端游的玩法与细节。同时，公司对游戏细节进行了精细化调整，对技能特效和稀有神装等进行了深度优化，在力求还原游戏真实度的基础上提高了画面清晰度和游戏技能的连贯性，使其更符合当下用户的体验。《永恒联盟》于 9 月上线，同样在延续传统奇迹暗黑写实风格的基础之上升级了画面与视觉特效。此外，《永恒联盟》还在用户体验上进行了创新，不仅通过高爆地图、自由交易等特色增加了游戏的可玩性；玩家还可以享受超高攻速畅享刷图，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，同时还享有不肝不氪等免费会员功能福利，令玩家轻松享有各种乐趣。由于近年来买量成本的不断提升，公司更加重视研发精品化、推广精细化和运营长线化，两款游戏自上线以来至今均保持着 iOS 端 4.8 分的成绩（满分 5 分）。结合用户口碑和公司精细化的长线运营实力，我们预计《天使之战》、《永恒联盟》后续仍有望为公司带来长期盈利和品牌影响力。

图表 34：《天使之战》游戏战斗画面

图表 35：《永恒联盟》宣传封面



资料来源：TapTap，中邮证券研究所

资料来源：TapTap，中邮证券研究所

加强外部合作，携手盛趣、贪玩，巩固传奇类游戏头部地位。2020-2021 年，恺英网络先后与贪玩游戏、盛趣游戏达成战略合作，在 IP 资源拓展和游戏发行领域展开深度合作。

2020 年 12 月，公司控股子公司与贪玩游戏共同增资其共同持股的浙江旭玩科技。权利方面，旭玩科技拥有传奇 PC 端非官方版本的游戏维权和相关运营的独家权利。业务合作方面，公司旗下盛和网络对传奇游戏的研发拥有绝对优势，贪玩游戏则是公司在游戏发行层面的重要合作伙伴，《贪玩蓝月》自 2016 年由双方合作上线以来已成就一代经典，双方的合作意味着公司可进一步借助贪玩游戏的强大发行渠道，巩固双方在传奇游戏领域的市场竞争力。

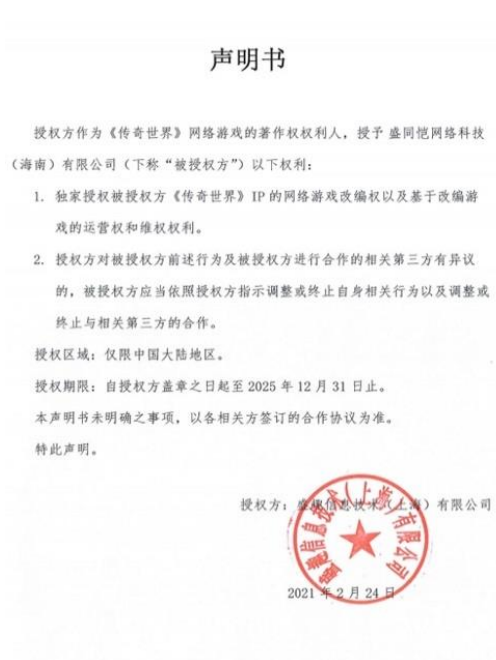
2021 年 2 月，恺英子公司上海恺盛与盛趣游戏共同出资设立合资公司盛同恺，主要从事盛趣旗下“传奇”IP 的合作及维权业务。2021 年，韩国高等法院与中国最高法院先后确认了世纪华通旗下盛趣游戏享有传奇 IP 在中国大陆及香港地区的独占性授权，而盛同恺 51% 的股份由盛趣游戏持有，即保证了盛同恺享有的传奇 IP 独家网络游戏改编权在程序和实体上的合法性，此举将有效减少传奇 IP 在授权维权环节产生的不确定性和纠纷，统一行权主体，免除了恺英网络后续作为被授权方再度因为 IP 授权合法性问题陷入纠纷的后顾之忧。

图表 36：旭玩科技传奇 IP 授权书



资料来源：旭玩科技官网，中邮证券研究所

图表 37：盛同恺传奇 IP 授权书



资料来源：盛同恺官网，中邮证券研究所

3.2 自研+投资加速多元品类布局，探索更多增量空间

以自研+投资的方式布局传奇、奇迹以外的创新品类游戏。公司自 2017 年起开始布局传奇、奇迹以外的年轻化品类，与万代南梦宫合作推出了 3D 动作类游戏《敢达争锋对决》。2020 年公司业务回归正轨后，更加重视创新品类游戏的研发和发行，先后推出了《高能手办团》、《魔神英雄传》、《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、《玄中记》等产品，涵盖 MMORPG、卡牌、放置、格斗等品类。为快速填补公司游戏品类的需求，公司以自研+投资的方式进行多点探索，通过聚焦早期投资、投后赋能与参股公司进行深度战略协同，高效获取研发、发行资源，提升项目价值。

图表 38：公司在运营传奇、奇迹外创新品类游戏基本情况

游戏名称	上线时间	游戏类型	题材/品类	研发	发行
敢达争锋对决	2017年12月	手游	机甲/ARPG	万代南梦宫/恺英网络	万代南梦宫/恺英网络
高能手办团	2020年9月	手游	二次元/放置卡牌	反射狐工作室	浙江盛和
蓝月传奇2	2021年2月	手游	传奇/MMORPG	恺英网络	腾讯
刀剑神域黑衣剑士：王牌	2021年6月	手游	二次元/MMORPG	恺英网络	Bilibili
魔神英雄传	2021年6月	手游	魔幻/ARPG卡牌	恺英网络	恺英网络
零之战线	2021年12月	手游	二次元/放置养成	人人游戏	恺英网络
玄中记	2022年2月	手游	东方玄幻/MMORPG	恺英网络	腾讯
圣灵之境	2022年5月	手游	二次元/MMORPG	恺英网络	恺英网络

资料来源：恺英网络官网，七麦数据，中邮证券研究所

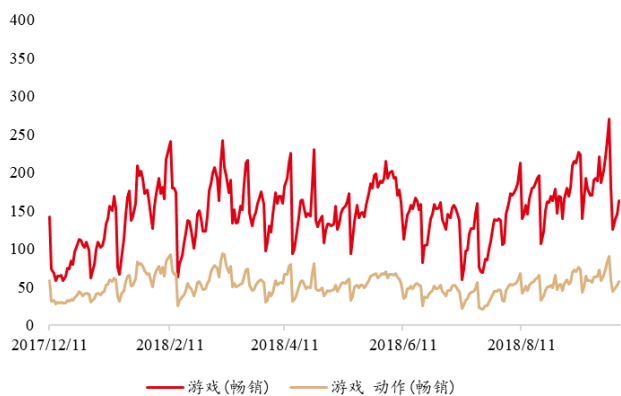
图表 39：公司参股的游戏公司及其代表产品

 心光流美 《高能手办团》	 RACCOON GAMES 《妖怪正传1》 《妖怪事务所》 《喵话西游》 《妖怪正传2》	 SJOY STUDIO 光耀游戏 《无尽银河》 《诺弗兰物语》
 沧溟网络 《玄中记》	 星跃互动 《王牌星舰》 《沙丘争霸》	 幻境游戏 《奇点物语》
		 仟禧网络科技 《前进之路》 《Grok!》

资料来源：恺英网络官网，中邮证券研究所

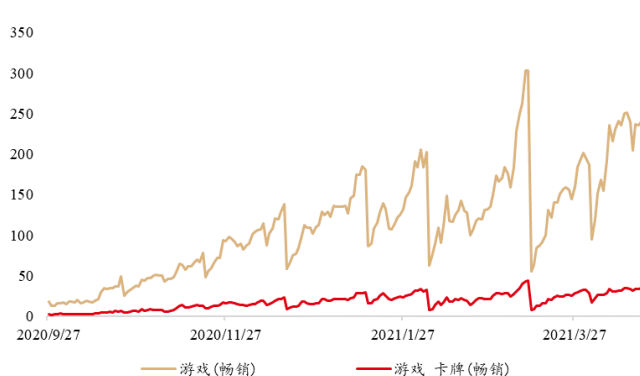
主要产品排名、流水情况良好，较快实现了创新品类游戏研发、发行实力的积累。从产品表现来看，公司与万代南宫梦合作的《敢达争锋对决》一经上线即获得苹果商店的多日首页推荐；由心光流美研发并由公司代理的《高能手办团》上线首日即登录 iOS 免费榜第三名，上线前三周实现流水破亿；公司自研的 ARPG 卡牌游戏《魔神英雄传》预下载登顶 iOS 免费榜，上线次日跻身 iOS 畅销榜第 7 名；公司研发并由 B 站代理的二次元 MMO 手游《刀剑神域黑衣剑士：王牌》上线首日即登录 iOS 畅销榜第 8 名。总体而言，公司在传奇、奇迹以外游戏的研发、发行实力在 2020 年以来实现了较快的积累，且投资板块布局的战略意图清晰，为实现公司产品类拓宽，建设品牌影响力注入了强效加速动力。

图表 40：《敢达争锋对决》iOS 端排名情况



资料来源：恺英网络官网，中邮证券研究所

图表 41：《高能手办团》iOS 端排行情况



资料来源：七麦数据，中邮证券研究所

公司产品释放节奏有序，22H1 上线两款 MMORPG 新游《玄中记》、《圣灵之境》，《新倚天屠龙记》有望带来四季度增量。《玄中记》是一款由公司参股公司沧溟网络研发，并由腾讯独家代理的 MMORPG 手游。游戏以东方玄幻为背景，以卡通渲染的美术风格融合了中国上古神话，呈现出一个全新的 3D 玄幻世界。游戏包含由探索、捕捉、养成、战斗组成的完整宠物成长体系，以及妖灵繁衍进化、情感互动等衍生玩法，实现了妖灵对玩家的场景陪伴，全面

激活用户以“宠物成长”为中心的社交需求。此外，公司另一款 MMORPG 手游《圣灵之境》于 5 月推出，这是一款公司自研自发的以奇幻世界冒险为背景的回合制游戏，游戏采用了全新的放置玩法，可轻松实现随玩随停，一键跟随自动战斗，真正做到碎片化娱乐。此外，《新倚天屠龙记》已在 11 月 23 日上线，预计将为四季度业绩带来一定增量。

图表 42: 《玄中记》游戏宣传封面



图表 43: 《圣灵之境》游戏宣传封面



资料来源: TapTap, 中邮证券研究所

资料来源: TapTap, 中邮证券研究所

传奇、奇迹类与创新品类两条产品线战略定位明确，兼顾短期业绩与长期利益。从公司披露的 21 年末的储备项目进度及战略定位来看，基于公司在传奇、奇迹类游戏方面的研发效率，以及对用户习惯和数值体系的理解，传奇、奇迹类游戏属于公司的现金牛业务，主要目标是为公司获得高流水，并带来稳定收益，铸就业绩的基本盘。公司积极拓展的其他品类游戏则主要体现了公司在各赛道的差异化布局，目的在于不断扩大版图，打造品牌影响力。我们认为，两条产品线并行的差异化定位有助于公司在保证短期业绩与探索长期增量之间取得平衡，助力公司实现稳中有进的长远发展。

图表 44: 公司 21 年年报储备项目战略定位一览

项目名称	项目目的	是否上线	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
王城争霸	增加收益	已上线	获得高流水	持续稳定收益
原始传奇PC版	增加收益	已上线	获得高流水	持续稳定收益
传说霸业	增加收益	已上线	实现短线盈利	增强现金流
Project 0	增加收益	-	实现稳定盈利，布局全球	增强现金流
代号: 武侠	增加收益	-	实现稳定收益	持续稳定收益
代号: 复古	增加收益	-	实现短线盈利	增强现金流
Project D	增加收益	-	获得长期盈利及品牌影响力	拓展新品赛道，持续稳定收益
刀剑神域黑衣剑士: 王牌	打造品牌	已上线	实现稳定收益	丰富产品品类
魔神英雄传	打造品牌	已上线	实现稳定收益	丰富产品品类
敢达争锋对决	打造品牌	已上线	实现稳定收益	增强现金流
山海浮梦录	打造品牌	未上线	实现稳定收益	战略转型，开拓市场
代号: 重生	打造品牌	-	获得高流水	持续稳定收益
归隐云深后的种田生活	打造品牌	未上线	实现稳定收益	战略转型，开拓市场
代号: 探险	打造品牌	-	IP游戏化，获得高流水	拓展新品赛道，持续稳定收益
代号: 斗罗	打造品牌	未上线	IP游戏化，获得高流水	拓展新品赛道，持续稳定收益
代号: 源灵	战略布局	-	获得高流水	打破技术壁垒，提升市场竞争力
Project S	战略布局	-	布局未来	拓展新品赛道，持续稳定收益

资料来源: 公司年报, 中邮证券研究所

3.3 孵化与引入 IP 并重，热门 IP 储备丰富，为后续产品储备提供长效助力

深度挖掘“蓝月”IP 的内容框架，向影视、网文、剧本杀等多领域跨界输出，强化 IP 的品牌影响力。公司主要通过引入与自研游戏品类匹配的顶级 IP，孵化自有标杆级 IP、和投资拥有 IP 孵化能力的工作室三种方式展开 IP 布局。短期内，公司根据市场快速迭代自有 IP 的定制开发，《蓝月传奇》系列是公司的自有标杆级 IP。围绕“蓝月”IP，公司不断通过影视、网文等渠道满足不同属性的用户需求，聚集流量与粘性，并反哺于蓝月系列游戏，使游戏在用户圈层方面取得突破。**游戏方面**，自页游之后，公司相继推出了《蓝月传奇 2》《蓝月传奇 3D》等手游版本，使“蓝月”IP 在游戏用户中的影响力得以传承。**影视方面**，2020 年公司在腾讯视频推出《蓝月》大电影，上线首日播放量近 800 万，腾讯视频评分 7.3，使“蓝月”IP 的世界观和故事架构与一般的电影观众见面。**网文方面**，2021 年公司与知名作家下令楠（笔名：洛城东）合作推出了“蓝月”IP 系列文学作品，最新推出的小说《蓝月纪元》赋予了“蓝月”IP 更多的版权价值。此外，2021 年“蓝月”IP 还与国家级非物质文化遗产“建窑建盏烧制技艺”实现跨界联动，推出定制款“义结金兰”对盏，为传统文化助力。2022 年，公司推出的衍生**剧本杀**《蓝月传奇·赤月劫》上线第二十届 ChinaJoy 线上展，进一步扩大了“蓝月”IP 在年轻受众当中的影响力。

图表 45：网文《蓝月纪元》



资料来源：腾讯网，中邮证券研究所

图表 46：剧本杀《蓝月传奇·赤月劫》



资料来源：新浪，中邮证券研究所

通过引入较多经典 IP，为后续产品储备开辟活水源泉。除孵化自有 IP 外，公司还在全球范围内搜寻、引入拥有品牌潜力的 IP，最大限度地挖掘 IP 的品牌价值。目前，公司已获得“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“斗罗大陆”、“盗墓笔记”、“西行纪”、“封神系列”等知名 IP 授权，并成功推出了《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、《魔神英雄传》、《敢达争锋对决》等 IP 衍生产品。我们认为，强大的优质 IP 获取和商业化能力将为公司研发新兴力作带来更多的思路和用户切入方向，为丰富项目储备和保证新品的有序推出提供长效不竭的助力。

3.4 从投资硬件品牌到成立内容团队双管齐下布局 VR

投资国产 VR 硬件中坚品牌大朋 VR，品牌即将推出面向 C 端的游戏级 VR 头显。公司于 2016 年投资的乐相科技是国际领先的 VR 设备供应商，旗下大朋 VR 是软硬件一体化的全栈 XR 技术与产品品牌。根据潮电智库的统计，2022Q1 大朋 VR 硬件销量为 4.4 万台，在全球畅销 AR/VR 品牌中全球排名第三。大朋最近一代产品为 2021 年推出的面向 B 端行业的 VR 一体机 P1 Ultra 4K 机型。P1 Ultra 4K 搭载了高通骁龙 845 处理器，分辨率为 3840×2160，视场角为 100°，能够大范围地满足各种 B 端应用场景，已广泛应用于教育、医疗和培训等行业。2022 年 11 月，大朋 VR 即将发布的游戏级新品 E4 亮相 2022 世界 VR 产业大会，尽管 E4 的具体硬件参数尚未透露，但从先前已曝光的数据来看，E4 采用了 Inside-out 的视觉追踪方案，自带 6DoF 交互技术，拥有超大视场角与高刷新率，广泛与软硬件企业合作，主打 PC VR 游戏产品市场。由于采用了分体式的设计，我们预计大朋 E4 在产品重量方面将得到大幅优化，同时凭借 PC 的算力支持，游戏体验也有望得到大幅提升。

图表 47：主要 VR 设备参数对比

产品名称	Oculus Quest 2	Pico Neo 4	大朋 P1 Ultra 4K
处理器	高通骁龙XR2	高通骁龙XR2	高通骁龙845
产品形态	一体机	一体机	一体机
屏幕	FAST-LCD	FAST-LCD	FAST-LCD
分辨率	3664*1920	4320*2160	3840*2160
刷新率	72Hz/90Hz	90Hz	90Hz
光学方案	菲涅尔透镜	Pancake	菲涅尔透镜
视场角	100°	105°	100°
头部追踪	6DOF	6DOF	3DOF
手柄追踪	双手6DOF	6DOF	6DOF
追踪方案	Inside-out	Inside-out	Inside-out
操作系统	安卓	PICO OS5.0	安卓8.1
运行内存	6GB	8GB	4GB/6GB
储存空间	64GB/128GB/256GB	128G/256G	64GB/128GB
重量	503克	596克	450克
官网定价	\$399/\$499	2499元起	3899元起
上市日期	2020年9月	2022年9月	2021年9月

资料来源：VR 陀螺，品牌官网，中邮证券研究所

图表 48：大朋 VR 硬件产品一览

P系列	E系列	大朋VR党建定制一体机
		
P1 Ultra 4k	E3 游戏战神4K	智慧党建学习机
P1 Pro 4K	E3 4K VR头盔	以旧换新
P1 Pro 行业版	E3 巨幕影院	
P1 Pro 行业入门版	E3-B 家用VR体验套装	
P1 Pro 消费者版	E3-P 激光定位VR套装	
P1全景声3D巨幕影院		

资料来源：大朋 VR 官网，中邮证券研究所

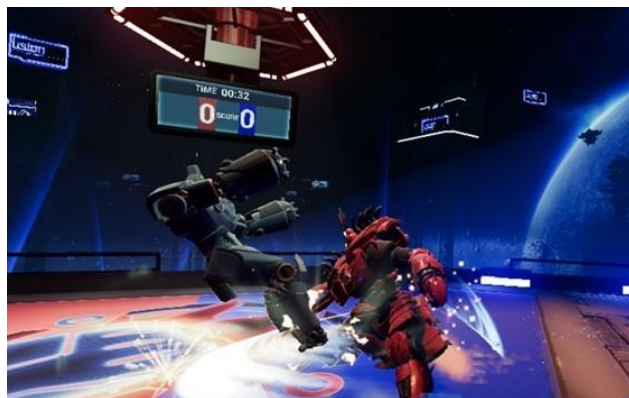
成立子公司专注 VR 内容，一款 VR 游戏在研。内容方面，公司于 2022 年初联手幻世科技成立了上海臣旆网络科技有限公司，其中恺英网络持股 60%，幻世科技持股 40%。幻世科技专注于 VR/AR/MR 游戏、H5 游戏内容开发，团队开发的 VR 音乐节奏游戏《开心鼓神》和 VR 多人对战机甲格斗游戏《激战纪》已上线 Steam 等 VR 平台。此次合资成立的上海臣旆将持续加强在 VR 游戏、虚拟场景等 VR 内容领域的布局和投入。目前公司已有一款动作竞技类游戏在研并有望在 2023 年上线，预计随着首款 VR 游戏产品的落地，公司在游戏主业布局的广度和深度都将得以进一步提升，引领公司步入新的成长轨道。

图表 49：幻世科技 VR 音乐节奏游戏《开心鼓神》



资料来源：PlayStation 官方微博，中邮证券研究所

图表 50：幻世科技 VR 机甲格斗游戏《激战纪》



资料来源：Steam，中邮证券研究所

4 盈利预测及估值

主要假设：

1. 2022 年《原始传奇》、《热血合击》等存量产品流水表现稳定，《天使之战》、《永恒联盟》等奇迹类产品贡献较多增量，拉动本年度营收大幅增长，我们预计 2022-2024 年公司营收增速为 44%/32%/28%。
2. 公司各项业务营收中移动游戏占比达 97%以上，综合毛利率与移动游戏毛利率趋同，且近 3 年来相对稳定，我们预计公司 2022-2024 年的毛利率为 72%/72%/73%。
3. 由于公司业务处于快速增长期，销售费用伴随新品上线有所提升，其余各项费用相对稳定。

盈利预测：

由于储备产品的版号获取尚存在不确定性，我们小幅下调公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年的营业收入为 34.21/45.28/58.05 亿元（前值为 39.66/49.13/61.13 亿元），归母净利润为 10.49/14.10/18.95 亿元（前值为 11.91/15.39/19.97 亿元），EPS 为 0.49/0.66/0.88 元

(前值为 0.55/0.71/0.93 元),对应 2022 年 12 月 1 日收盘价 PE 分别为 14.52/10.81/8.04 倍。

可比估值:

我们选取了 A 股游戏类上市公司三七互娱、吉比特、完美世界、世纪华通作为可比公司,2022 年 4 家可比公司的平均 PE 为 14.88 倍,与公司当前水平基本一致。考虑到公司为传奇、奇迹类游戏龙头型公司,创新品类与 VR 游戏的后续品牌建设与产品落地有望为公司带来新一轮成长,且 23-24 年新品储备丰富,未来两年公司业绩有望保持较快增速,我们给予公司 20 倍 PE 的估值,目标价 9.75 元,维持“买入”评级。

图表 51: 可比公司估值

证券代码	证券简称	公司市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002555.SZ	三七互娱	392.12	28.76	30.43	35.30	39.93	20.84	12.89	11.11	9.82
603444.SH	吉比特	233.85	14.69	14.17	16.85	19.57	20.64	16.51	13.88	11.95
002624.SZ	完美世界	263.64	3.69	17.14	19.66	22.62	106.73	15.39	13.41	11.65
002602.SZ	世纪华通	23.27	19.95	27.61	34.16	4.59	26.87	14.72	10.63	8.60
平均值							43.77	14.88	12.26	10.51

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

5 风险提示

存量游戏流水下滑的风险、版号难以获取的风险、新游戏表现不及预期的风险、政策风险。

财务预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	733	1178	1901	3387	5549	营业收入	1543	2375	3421	4528	5805
应收和预付款项	871	1173	1778	2359	2947	营业成本	429	694	952	1246	1588
存货	4	16	15	24	28	营业税金及附加	5	12	9	12	16
其他流动资产	332	371	231	240	253	销售费用	463	361	684	860	1045
流动资产合计	1939	2737	3924	6011	8777	管理费用	186	165	133	172	215
长期股权投资	363	352	411	417	417	财务费用	-15	-10	-18	-29	-51
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	16	20	6	0	0
固定资产	16	16	17	18	18	投资收益	44	105	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	20	-27	0	0	0
无形资产开发支出	12	16	20	17	15	营业利润	229	906	1346	1873	2517
商誉	852	852	855	855	855	其他非经营损益	25	30	47	0	0
其他非流动资产	363	426	447	392	339	利润总额	254	936	1394	1873	2517
资产总计	3545	4400	5674	7710	10421	所得税	11	92	46	62	84
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	243	844	1347	1811	2433
应付和预收款项	367	360	494	647	825	少数股东损益	65	268	298	401	538
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	178	577	1049	1410	1895
其他负债	169	290	330	403	503						
负债合计	536	651	824	1050	1328	预测指标					
股本	1515	1515	1486	1486	1486		2020	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	731	758	787	787	787	毛利率	72.2%	70.8	72.2%	72.5%	72.6%
留存收益	784	1361	2152	3562	5457	销售净利率	11.5%	24.3	30.7%	31.1%	32.6%
归母公司股东权益	2889	3406	4208	5618	7513	销售收入增长率	-24.2%	53.9	44.0%	32.4%	28.2%
少数股东权益	120	343	641	1042	1580	EBIT 增长率	-46.3%	447.	61.7%	39.1%	33.8%
股东权益合计	3009	3749	4849	6660	9093	净利润增长率	109.4	224.	82.0%	34.4%	34.4%
负债和股东权益	3545	4400	5674	7710	10421	ROE	6.2%	16.9	24.9%	25.1%	25.2%
						ROA	5.0%	13.1	18.5%	18.3%	18.2%
						ROIC	4.7%	19.2	25.8%	26.2%	25.7%
现金流量表(百万)						EPS(X)	0.08	0.27	0.49	0.66	0.88
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	PE(X)	56.86	21.7	14.52	10.81	8.04
经营性现金流	101	501	951	1515	2172	PB(X)	3.50	3.68	3.62	2.71	2.03
投资性现金流	-31	182	22	-11	-5	PS(X)	9.88	6.42	4.45	3.37	2.63
融资性现金流	-122	-180	-250	-18	-6	EV/EBITDA(X)	34.46	9.06	6.33	3.82	2.01
现金增加额	-61	498	723	1486	2161						

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。