

恺英网络 (002517.SZ) 品类扩张叠加 AI/VR 赋能，开启新成长期

2024 年 01 月 22 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

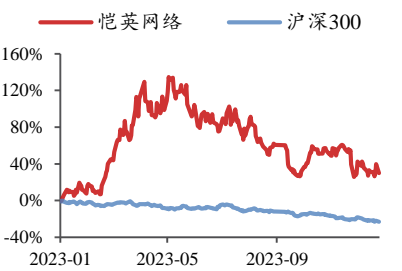
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

日期	2024/1/22
当前股价(元)	10.18
一年最高最低(元)	19.29/7.82
总市值(亿元)	219.13
流通市值(亿元)	194.47
总股本(亿股)	21.53
流通股本(亿股)	19.10
近 3 个月换手率(%)	200.69

股价走势图



数据来源：聚源

● 公司管理层调整之后，重回高速增长通道，首次覆盖给予“买入”评级

公司经过重组核心管理团队，聚焦游戏业务和加强外部合作，股权结构、公司治理以及业绩不断改善，且逐步确立了研发、发行、“投资+IP”三大板块驱动的游戏业务发展战略。在加强传奇、奇迹品类优势的同时，积极拓展多元游戏，进一步打开公司成长空间。我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 47.08/57.56/67.08 亿元，归母净利润分别为 14.65/18.18/21.67 亿元，EPS 分别为 0.68/0.84/1.01 元，当前股价对应 PE 分别为 15.0/12.1/10.1 倍。我们看好传奇、奇迹品类与多元品类拓展双轮驱动公司增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 公司在传奇、奇迹品类具备较高护城河，未来优势或进一步扩大

多年的传奇、奇迹品类研发经验为公司积累了完整的技术底层、美术资源和对用户习惯和数值体系的深入理解。同时，公司与发行方和 IP 方合作紧密，使公司在传奇、奇迹品类占据优势。传奇、奇迹 IP 生命周期长，市场规模可观，根据伽马数据，截至 2020H1 传奇 IP 已创造流水超过 900 亿元，且随着传奇 IP 纠纷解决，公司与贪玩游戏、盛趣游戏达成进一步深度合作，有利于传奇 IP 价值进一步释放，公司也有望受益于由此带来的市场集中度提升，传奇、奇迹品类游戏或构成公司稳健的业绩基本盘。

● 新品类拓展及 AI、VR 等新技术布局为公司打开长期成长空间

公司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，除了不断巩固在传奇、奇迹类游戏的行业地位，公司也积极布局其他品类游戏，打造新的利润增长点，提高公司成长空间。《高能手办团》《敢达争锋对决》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《魔神英雄传》等产品已初步帮助公司实现了品类上的突破，目前公司仍有丰富的非传奇、奇迹类储备产品，包括《仙剑奇侠传：新的开始》《山海浮梦录》《归隐山居图》《斗罗大陆·诛邪传说》等，储备产品的陆续上线有望持续驱动公司业绩增长。投资和 IP 业务也为公司产品多元化目标提供支撑。此外，在 AI 和 VR 领域的前瞻布局，有望帮助公司在新领域获得领先优势。

● 风险提示：新游戏上线流水不及预期，行业政策变化对业绩影响存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,375	3,726	4,708	5,756	6,708
YOY(%)	53.9	56.8	26.4	22.3	16.5
归母净利润(百万元)	577	1,025	1,465	1,818	2,167
YOY(%)	224.1	77.8	42.9	24.1	19.2
毛利率(%)	70.8	75.0	75.1	74.5	74.6
净利率(%)	35.6	36.5	40.4	41.0	42.0
ROE(%)	22.5	30.0	29.5	26.8	24.2
EPS(摊薄/元)	0.27	0.48	0.68	0.84	1.01
P/E(倍)	38.0	21.4	15.0	12.1	10.1
P/B(倍)	6.4	4.9	3.7	2.8	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 恺英网络：打造卓越的互联网游戏上市公司.....	4
1.1、 发展历程：从单一互联网游戏内容研发到互联网多平台运营.....	4
1.2、 股权结构：完成实际控制人变更，员工持股叠加股权激励凝心聚力.....	4
1.3、 主营业务：聚焦游戏主业，研发、发行、“投资+IP”三轮驱动.....	6
1.4、 财务状况：收入与利润规模快速增长，期间费用率控制良好.....	7
2、 传奇、奇迹类游戏为公司传统优势品类，或受益于传奇 IP 纠纷解决带来的市场集中度提升.....	9
2.1、 传奇、奇迹 IP 生命周期长，市场规模可观，且为公司优势品类.....	9
2.2、 传奇国内 IP 纠纷解决，公司与盛趣、贪玩深度合作，或受益于市场集中度提升.....	10
2.2.1、 国内 IP 纠纷解决，与盛趣游戏、贪玩游戏开展深度合作.....	10
2.2.2、 国内知识产权保护进一步完善，“传奇”IP 有望获得更高收益.....	10
3、 新品类拓展及 AI、VR 等新技术布局为公司打开长期成长空间.....	11
3.1、 积极拓展游戏品类，RPG、卡牌、二次元等储备产品丰富.....	11
3.2、“投资+IP”业务为公司多元化产品目标提供支撑.....	13
3.3、 积极布局 AI、VR 等新技术，有望帮助公司在新领域获得领先优势.....	14
4、 盈利预测与投资建议.....	15
4.1、 关键假设.....	15
4.2、 估值.....	16
4.3、 投资建议.....	16
5、 风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

## 图表目录

图 1： 公司聚焦游戏主业，传奇品类与创新品类共同发展.....	4
图 2： 截至 2023 年 12 月 25 日，现任董事长金锋为公司第一大股东及实控人.....	5
图 3： 公司形成研发、发行、“投资+IP”三大战略布局.....	7
图 4： 2020 年以来公司营收规模稳步增长.....	7
图 5： 2020 年以来公司净利润保持快速增长.....	7
图 6： 公司毛利率与净利率稳步提升.....	8
图 7： 随新品上线推广投放，公司销售费用率有所提升.....	8
图 8： 移动游戏业务为公司最主要收入来源（百万元）.....	8
图 9： 移动游戏业务毛利率持续提升.....	8
图 10： 2015-2020H1，“传奇”IP 产品一直保持较高流水.....	9
图 11： 公司推出多款传奇类游戏.....	9
图 12： 公司推出多款奇迹类游戏.....	9
图 13： 快手打击“传奇”私服.....	11
图 14： 公安对涉案人员进行收网.....	11
图 15： 公司推出卡牌、MMO 等品类游戏.....	11
图 16： 公司推出多款二次元游戏.....	11
图 17： 《仙剑奇侠传之新的开始》在小游戏畅销榜排名前列.....	12
图 18： 《仙剑奇侠传之新的开始》在 10 月微信小游戏消耗榜排名前列.....	12
图 19： 《石器时代：觉醒》上线以来基本维持在 iOS 畅销榜前 60 名.....	12

图 20: 公司通过战略投资进一步补充产品线.....	14
图 21: 公司具备丰富 IP 储备.....	14
图 22: 大鹏 VR 推出 VR 头显 E4.....	15
图 23: 幻世科技推出了 VR 游戏《激战记》.....	15
表 1: 公司核心团队具备丰富行业经验.....	5
表 2: 公司开展多期员工持股计划.....	6
表 3: 公司开展多次股票期权激励计划.....	6
表 4: 公司非传奇、奇迹类储备产品丰富.....	13
表 5: 公司营业收入保持持续增长.....	16
表 6: 公司 PE (2025E) 与 PEG (2025E) 均低于可比公司平均值.....	16

## 1、恺英网络：打造卓越的互联网游戏上市公司

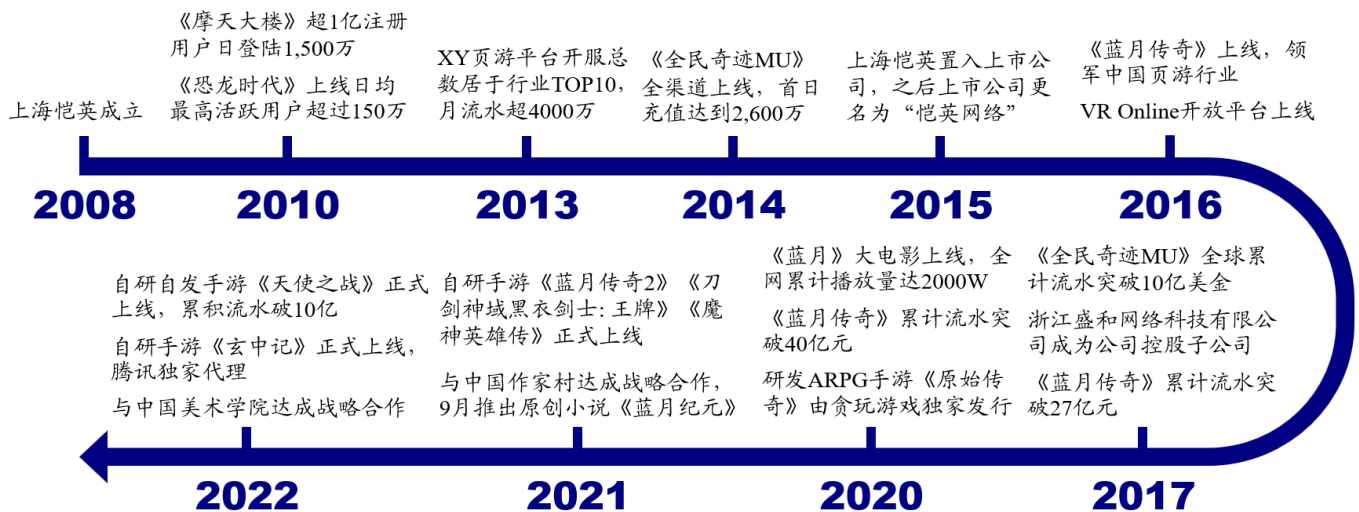
### 1.1、发展历程：从单一互联网游戏内容研发到互联网多平台运营

**(1) 网页游戏研发 (2008-2013 年):** 2008 年上海恺英网络科技有限公司成立; 2010 年至 2013 年公司陆续上线《摩天大楼》《恐龙时代》《捕鱼大亨》《蜀山传奇》等自研网页游戏; 2013 年推出 XY 页游平台, 开服数居于行业 TOP10, 月流水超 4000 万, 成为行业翘楚。

**(2) 进军“传奇”“奇迹”移动平台, 多品类业务探索 (2014-2021 年):** 手游方面, 2014 年上线的《全民奇迹 MU》首日充值流水达 2600 万元, 2017 年上线的《王者传奇》连续 8 个月排名华为游戏中心畅销榜第一, 2022 年上线的《天使之战》累计流水破 10 亿; 页游方面, 2016 年上线《蓝月传奇》, 领军中国页游时代; IP 业务方面, 公司与万代南梦宫(上海)联合推出《敢达争锋对决》《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》等游戏; 资本运作方面, 公司于 2015 年于 A 股借壳上市, 并收购盛和网络成为控股子公司; VR/AR 方面, 公司投资了乐相科技(大朋 VR)、Lytro Inc. 及 Sphericam Inc., 2022 年公司全资子公司上海恺盛网络科技有限公司与幻世科技(嘉善)有限公司合资成立上海臣旄网络科技有限公司, 致力于 VR 游戏研发。

**(3) AIGC 赋能带来新机遇 (2022-至今):** 2023 年, 复旦大学与恺英网络子公司上海恺英软件技术有限公司签署《软件定制开发协议》, 协议约定双方将共同致力于利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域新技术研发与应用。未来公司将会研究加大应用相关 AIGC 工具的力度, 以进一步提升研发效率。

图1: 公司聚焦游戏主业, 传奇品类与创新品类共同发展



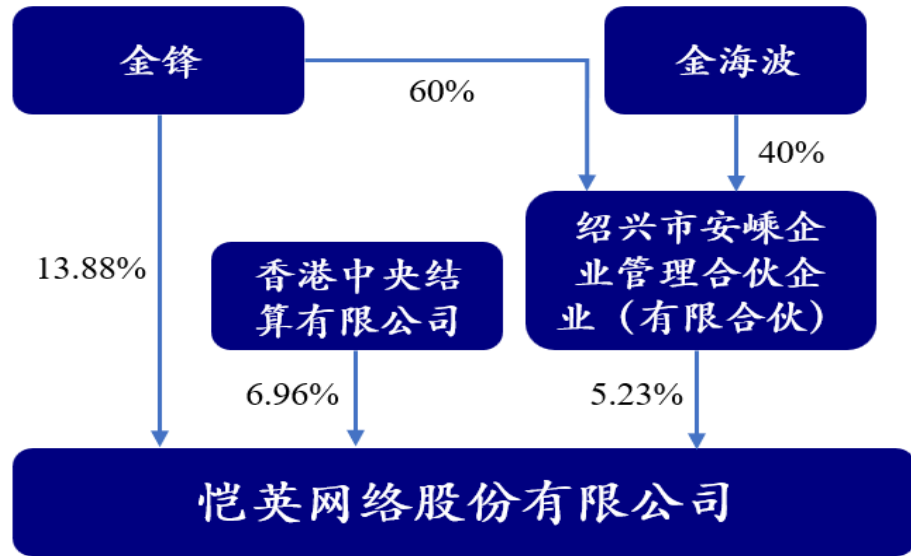
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

### 1.2、股权结构：完成实际控制人变更，员工持股叠加股权激励凝心聚力

公司完成实际控制人变更, 控制权进一步集中, 管理团队经验丰富。自 2020 年 3 月起, 现任董事长金锋先后通过集中竞价、大宗交易司法拍卖等交易方式, 累计增持恺英网络股份 2.97 亿股, 累计增持金额达 12.77 亿元, 截至 2023 年 12 月 25 日持股比例为 13.88%, 为公司第一大股东, 并于 12 月 19 日完成实际控制人变更, 成为

公司实际控制人，公司控制权进一步集中。

图2：截至 2023 年 12 月 25 日，现任董事长金锋为公司第一大股东及实控人



资料来源：Wind、开源证券研究所

表1：公司核心团队具备丰富行业经验

姓名	职位	加入公司时间	履历
金锋	董事长	2017 年	于 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 9 月至 2019 年 3 月任恺英网络联席董事长。2019 年 3 月至今任恺英网络董事长。
沈军	副董事长、总经理	2018 年	于 2000 年 6 月获浙江大学法学学士学位，于 2003 年 6 月获浙江大学法学硕士学位，于 2008 年 12 月获法国艾克斯-马赛第三大学博士学位。沈军先生于 2006 年 6 月至 2008 年 4 月历任浙江六和律师事务所律师、行政法部副主任和国际法部委员；2008 年 5 月至 2018 年 9 月历任浙江省社会科学院科研人员、副所长。
蹇军法	董事、副总经理	2019 年	曾任宝鸡商场集团股份有限公司审计法规室经理、易食集团股份有限公司董事会秘书、海航集团有限公司证券业务部中心经理、海南海岛建设集团股份有限公司总裁助理、工会委员会主席、海航基础设施投资集团股份有限公司董事会秘书、副总裁、总部党支部书记等职务。
赵凡	董事、副总经理	2020 年	于 2000 年 7 月毕业于北京联合大学，曾任北京久世网媒文化传播有限公司总经理及执行董事、贵州金德康网络技术有限公司总经理及执行董事
黄振锋	财务总监	2021 年	西安交通大学本科，南开大学硕士研究生学历，经济师，CMA，拥有丰富的财务管理经验。曾任凯撒同盛发展股份有限公司财务总监、海越能源集团股份有限公司财务总监、长驰控股集团财务总监等职务。

资料来源：公司公告、开源证券研究所



**持股计划与股权激励叠加，为员工带来正向激励。**公司于2023年1月完成了第二期与第三期员工持股计划的非交易过户，合计超过3600万股。公司于2022年12月20日向激励对象共21人授予1971.4415万份股票期权，行权价格为4.76元/份。

**表2：公司开展多期员工持股计划**

期数	员工人数	参与对象	持有股票总数（股）	受让价格	占上市公司股本总额的比例
第一期	11	公司或公司控股子公司的董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员	15,877,180	1元/股	0.74%
第二期	35	公司或公司控股子公司的监事、高级管理人员及核心员工	5,041,785	3元/股	0.23%
第三期	62	公司或公司控股子公司的董事、监事、高级管理人员及核心员工	31,615,550	3元/股	1.47%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：公司开展多次股票期权激励计划**

期数	参与对象	股票期权数量（股）	行权价格	占股本总额的比例	业绩考核目标
首次授予	高级管理人员、中层管理人员、核心技术/业务人员及董事会认为需要进行激励的相关员工（共49名）	19,350,000	5.05元/股	0.90%	第一个行权期：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：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%
2020年	预留部分：赵凡、林彬、马杰、中层管理人员、核心业务人员（共5名）	4,465,770	3.32元/份	0.21%	第一个行权期：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：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%
2022年	中层管理人员、核心技术/业务人员及公司董事会认为需要进行激励的相关员工（共21名）	19,714,415	4.76元/股	0.92%	第一个行权期：以2021年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于80%； 第二个行权期：以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于160%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、主营业务：聚焦游戏主业，研发、发行、“投资+IP”三轮驱动

公司是国内知名的互联网游戏上市公司，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，以及网页游戏平台、移动应用分发平台的运营。公司打造多维度、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。

**研发业务方面**，公司拥有上海本部与浙江盛和两支经验丰富的研发团队，以及七大专项工作室和其他项目组负责十余款自研产品的开发制作，形成了以传奇、奇迹为主，类型多样化的产品矩阵；**发行业务方面**，公司建立了国内知名精品游戏运营平台“XY页游平台”，上线运营至今累计推出精品游戏逾百款，手游及手游平台

刷新 10 亿美金大关；**投资+IP 业务方面**，投资标的主要聚焦于游戏行业上下游产业链，进一步补充公司产品线，同时通过引入与自研顶级 IP、孵化自有 IP、投资 IP 孵化工作室三大举措进行 IP 布局，最终为研发和发行赋能。

图3：公司形成研发、发行、“投资+IP”三大战略布局

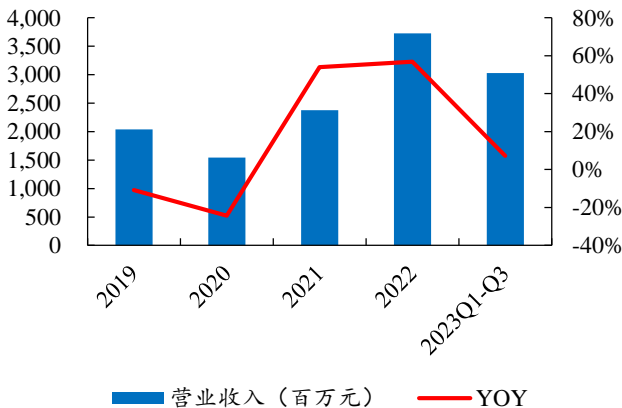


资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.4、财务状况：收入与利润规模快速增长，期间费用率控制良好

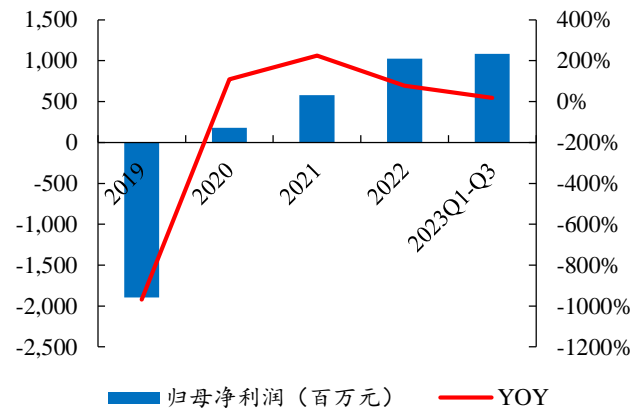
控股子公司剥离，营收、利润迅速反弹。公司 2021 年、2022 年、2023 年前三季度营业收入同比增速分别为 53.92%、56.84%、7.23%，归母公司净利润同比增速分别为 224.14%、77.76%、18.39%，其中 2019 年净利润的大幅下降主要是因为对控股子公司浙江九翎的重大诉讼计提资产减值损失，2020 年收入减少主要是因为原控股子公司浙江九翎不再纳入公司合并报表范围及公司运营的部分游戏进入生命周期后半程，此后，公司收入和利润均保持持续增长。

图4：2020 年以来公司营收规模稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年以来公司净利润保持快速增长

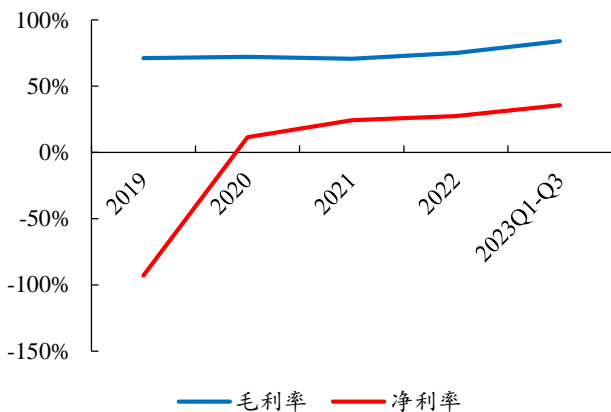


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率和净利率稳步提升，管理费用率与研发费用率呈下降趋势。2019 年

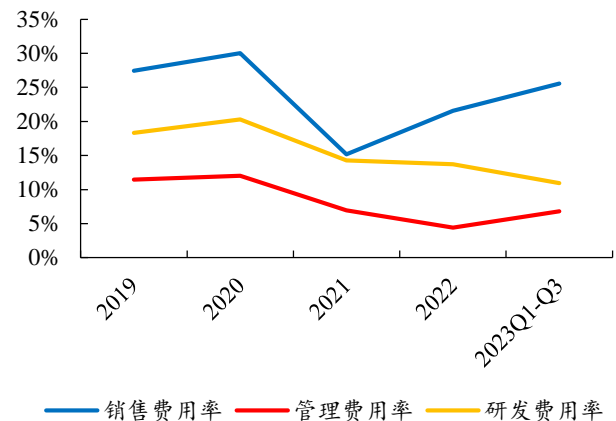
以来公司毛利率基本维持在 70% 以上，2023 前三季度超过 83%。2020 年公司净利率由负转正，并保持提升趋势，2023 前三季度达到 35.73%。从期间费用率来看，销售费用率在 2021 年触底，2022 年以来呈上升趋势主要系新产品上线带来推广投放加大以及买量成本提升所致；2022 年管理费用率下降主要是收入增速高于职工薪酬增速所致；2020 年以来研发费用率呈下降趋势主要系收入增速较高所致。

图6：公司毛利率与净利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

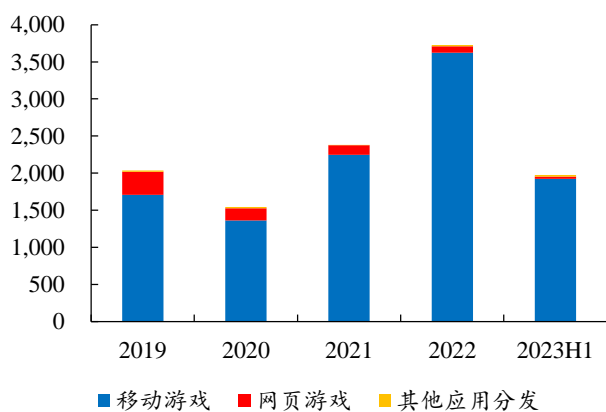
图7：随新品上线推广投放，公司销售费用率有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

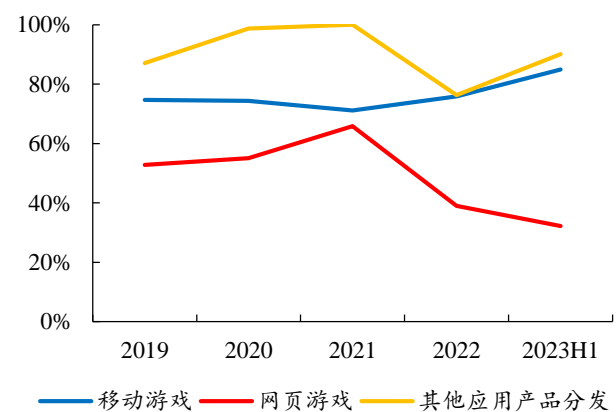
移动游戏业务构成公司收入基本盘，网页游戏占比逐步下降。移动游戏、网页游戏、其他应用分发对收入的贡献分别从 2019 年的 83.79%、15.35%、0.86% 变为 2023H1 的 98.22%、1.08%、0.70%，移动游戏业务为公司最主要收入来源。从各业务毛利率来看，移动游戏的毛利率从 2019 年的 74.36% 提升至 2023 年 H1 的 84.87%，而网页游戏的毛利率从 2019 年的 52.77% 下降至 2023 年 H1 的 32.24%，我们认为，公司高毛利业务收入占比持续提升，有利于进一步提升公司盈利能力。

图8：移动游戏业务为公司最主要收入来源（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：移动游戏业务毛利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

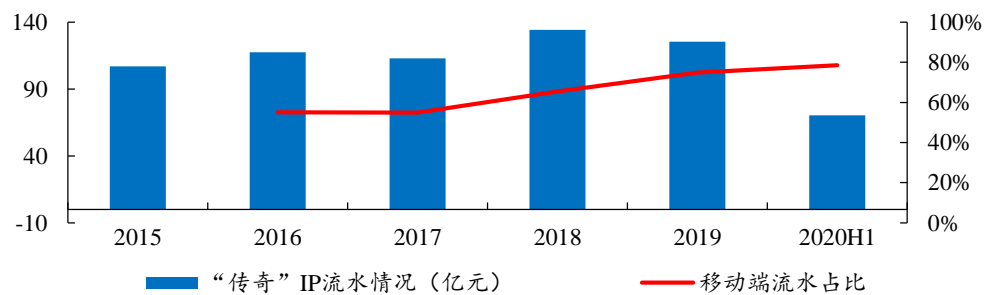


## 2、传奇、奇迹类游戏为公司传统优势品类，或受益于传奇 IP 纠纷解决带来的市场集中度提升

### 2.1、传奇、奇迹 IP 生命周期长，市场规模可观，且为公司优势品类

传奇、奇迹市场规模可观，且用户群体稳定。根据伽马数据，“传奇”IP 改编产品在各个细分领域均具备代表性产品，经过长达约 20 年的运营和多次不同终端的迭代，截至 2020H1 已创造流水超过 900 亿元，2015-2019 年间年流水始终保持百亿元以上，商业化潜力较大。“传奇”用户具有超高黏性，2016 年 6 月至 2020 年 6 月间的累计注册账号增长达 500 万个以上，目前已形成了以中龄男性为主的用户画像，用户群拥有较高且稳定的收入，表现出了更强的付费意愿与能力。

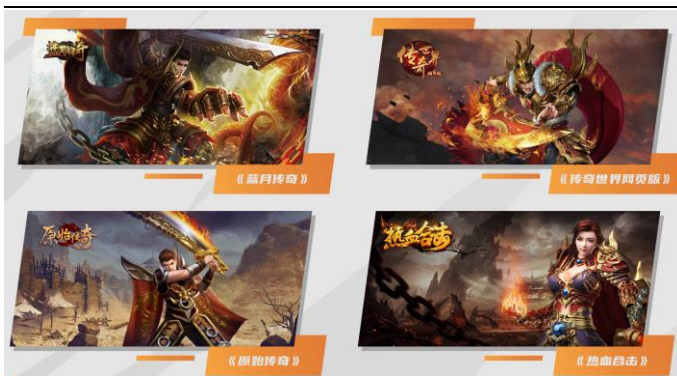
图10：2015-2020H1，“传奇”IP 产品一直保持较高流水



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

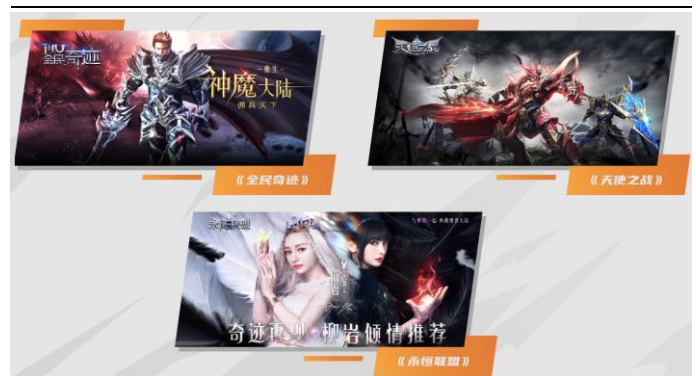
公司在传奇类产品研发领域具备明显的竞争优势和护城河，未来将进一步扩大在该领域的优势。(1) 技术底层共享带来超高研发效率。多年来浙江盛和的研发体系积累了完整的技术底层和美术资源，资源共享促进了内部团队的竞争与合作。(2) 对用户习惯和数值体系的深入理解。自《蓝月传奇》以来，公司连续打造多个爆款，对于用户习惯以及 MMO 玩家最重视的数值体系有着极其深刻的理解。(3) 多元化全方位的发行支持。国内领先发行商对于公司研发产品充分认可，给予了众多资源支持，与公司发行团队共同推动产品“爆款”。(4) IP 方的大力支持。传奇 IP 授权方盛趣游戏与公司共同组建合资公司盛同恺，在 IP 层面给予公司大力支持，确保公司继续在传奇类产品研发领域占据竞争优势。

图11：公司推出多款传奇类游戏



资料来源：公司官网

图12：公司推出多款奇迹类游戏



资料来源：公司官网

## 2.2、传奇国内 IP 纠纷解决，公司与盛趣、贪玩深度合作，或受益于市场集中度提升

### 2.2.1、国内 IP 纠纷解决，与盛趣游戏、贪玩游戏开展深度合作

“传奇”IP 的纠纷持续 20 多年，已基本解决，目前国内厂商已经建立起紧密联系，大致形成“盛趣授权传奇 IP，恺英网络负责产品研发，贪玩负责代理运营”的格局。

**第一阶段（1998~2004）：盛趣、亚拓士、娱美德三方混战。**1998 年，亚拓士在韩国推出了爆款《传奇 1》，之后研发组组长朴关浩带领团队出走，创办了娱美德，亚拓士以《传奇 2》作为交换获得娱美德 40% 股权以及《传奇 2》的共同著作权人权利。2001 年盛趣游戏（原盛大游戏）用 30 万美元从亚拓士获得《传奇 2》的中国运营代理权，并于 2002 年与娱美德签订补充协议。2003 年，亚拓士联合娱美德与盛趣产生纠纷，8 月亚拓士与盛大签订新合同，版权费涨至 400 万美元，分成比例从 27% 提高到 29%。亚拓士与娱美德也不断产生分歧，2001~2003 年间发生了 20 多起诉讼，直到 2004 年 2 月才做出初步让步。

**第二阶段（2004~2021）：盛趣与娱美德对峙引发传奇圈版权混乱。**在 2004 年底，盛大收购亚拓士，娱美德以 2000 万美元赎回 40% 股权，与亚拓士剥离关系。自 2004 年起，娱美德将盛趣（或亚拓士）绕过它对外授权的相关公司告上法庭，盛趣（及亚拓士）与相关公司进行反告，波及上百家游戏公司，索赔金额多为上百万元，最高可至数十亿元。2016 年 6 月，恺英网络获得娱美德的开发及运营授权，此后盛趣通过亚拓士多次起诉恺英网络（及其子公司）、娱美德侵权，索赔金额达 9900 万元。2018 年 6 月，恺英网络与盛趣签署了为期三年的战略合作协议，半年后法院判决恺英网络停止利用娱美德的授权开发页游和手游。2017~2019 年，娱美德先后向恺英网络子公司浙江欢游、浙江九翎提起诉讼，向浙江九翎的索赔金额高达 76.67 亿元。

**第三阶段（2021 至今）：国内 IP 纠纷解决，厂商建立紧密合作。**2021 年 1 月，恺英网络再次与盛趣签订《全面深化战略合作协议》，约定在多个领域特别是 IP 资源领域方面进行深化合作，并于 3 月与盛趣共同出资成立盛同恺公司，专项开展 IP 合作及维权相关业务。恺英网络与贪玩也签订了《战略合作协议》，在游戏产品研发方面，贪玩将其享有的 IP 资源部分品类与恺英网络进行合作。2020 年，恺英网络和贪玩共同出资成立了旭玩科技，侧重于 PC 端业务，进一步提升公司在传奇品类游戏的市场竞争力。2023 年 10 月，恺英网络与世纪华通签订《战略合作协议》，双方从业务合作升级至股权合作阶段。2024 年 1 月，恺英网络授权管理层投资额度不超过 5 亿元用于加强与世纪华通的股权合作事宜。

### 2.2.2、国内知识产权保护进一步完善，“传奇”IP 有望获得更高收益

山寨、盗版、私服等现象是危害版权所有者权益的最大弊病之一，“传奇”IP 在这一方面始终存损失，一方面是直接影响版权的收益，另一方面私改、乱用也会影响版权价值的长线经营，进一步损害所有者权益。据伽马数据调查，近年来游戏企业虽然就版权问题上数量有所提升，但相比于侵权获利，侵权方赔付金额较低，仍未能有效阻绝这一现象。2020 年盛趣游戏与旭玩科技联合开展了“传奇”IP 的净网行动，各地公安、快手等媒体平台也加入到打击私服的队伍当中，未来随着相关知识产权保护法律与惩戒机制的完善，“传奇”IP 的收益与价值经营有望得到进一步提高。

图13: 快手打击“传奇”私服



资料来源: 快手

图14: 公安对涉案人员进行收网



资料来源: 公司官网

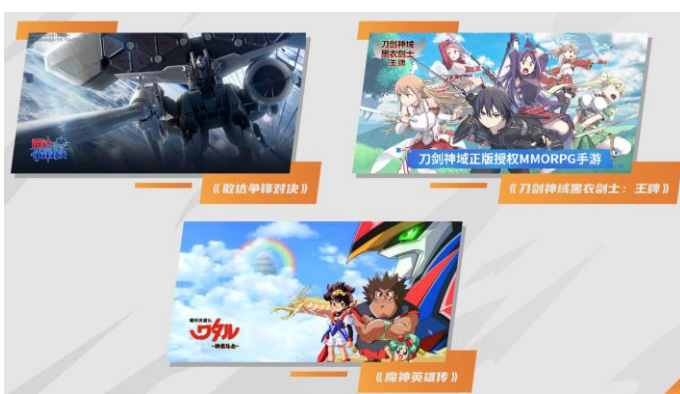
### 3、新品类拓展及 AI、VR 等新技术布局为公司打开长期成长空间

#### 3.1、积极拓展游戏品类，RPG、卡牌、二次元等储备产品丰富

双轮驱动拓展多元游戏品类，打开成长上限。公司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，采用双轮驱动的产品策略，一方面，公司将不断巩固在传奇、奇迹类游戏的行业地位，协同战略伙伴，提升游戏用户的产品体验，促进传奇奇迹类游戏持续健康发展；另一方面，公司积极布局其他品类游戏，打造新的利润增长点，提高公司成长空间。

多款产品已初步帮助公司实现非传奇、奇迹品类的突破。公司研发或发行的非传奇、奇迹品类游戏包括《高能手办团》《敢达争锋对决》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《魔神英雄传》等。其中公司自研的实时对战游戏《敢达争锋对决》于 2021 年于港澳台地区上线后，迅速取得了中国香港地区、中国台湾地区 iOS 免费榜第一的成绩。公司自研的卡牌类游戏《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。二次元游戏《高能手办团》国内上线首月即流水过亿。

图15: 公司推出卡牌、MMO 等品类游戏



资料来源: 公司官网

图16: 公司推出多款二次元游戏



资料来源: 公司官网

新上线产品表现亮眼，小程序游戏或带来新增量。2023H2 公司旗下《仙剑奇侠



《仙剑奇侠传之新的开始》小游戏、《石器时代：觉醒》手游、《纳萨力克之王》手游陆续上线，《仙剑奇侠传之新的开始》小游戏上线以来，维持在微信小游戏畅销榜和买量消耗榜前列。小游戏用户与市场规模保持快速增长，且与手游用户重合度较低，有望为公司带来可观业绩增量。此外，公司研发由腾讯代理发行的《石器时代：觉醒》手游上线以来基本维持在 iOS 畅销榜前 60 名，表现良好。

图17: 《仙剑奇侠传之新的开始》在小游戏畅销榜排名前列



资料来源: 微信小游戏、开源证券研究所

图18: 《仙剑奇侠传之新的开始》在 10 月微信小游戏消耗榜排名前列



资料来源: DataEye 游戏观察公众号、开源证券研究所

图19: 《石器时代：觉醒》上线以来基本维持在 iOS 畅销榜前 60 名



资料来源: 七麦数据

2023-2024 年储备游戏丰富，短中长期产品矩阵有机结合，支撑公司业绩持续增长。目前公司储备产品达十余款，涵盖 MMORPG、ARPG、卡牌等多个品类，包括《斗罗大陆·诛邪传说》《代号:盗墓》《临仙》《妖怪正传 2》《归隐山居图》《太上补天卷》《龙腾传奇》等，以及一款在研 VR 机甲战斗类产品。此外，已拿到游戏版号，有望加速上线的产品如《妖怪正传 2》《斗罗大陆：诛邪传说》等，丰富的储备产品有望支持公司业绩保持持续增长。

**表4：公司非传奇、奇迹类储备产品丰富**

主要研发项目名称	项目进展	备注
山海浮梦录	开发末期	战略转型，开拓赛道，布局市场
代号：盗墓	开发中期	战略转型，拓展新品类赛道,持续稳定收益
归隐山居图	开发末期	战略转型，开拓赛道，布局市场
代号：崛起	开发中期	战略转型，拓展新品类赛道,持续稳定收益
Project X	开发初期	持续稳定收益
代号：仙王	开发中期	拓展新品类赛道,持续稳定收益
斗罗大陆：诛邪传说	开发中期	打破技术壁垒，提升市场竞争力
Project Y	开发初期	持续稳定收益
Project Z	开发初期	迭代产品,持续稳定收益
Project N	开发初期	持续稳定收益
rts	开发中后期	战略转型，开拓市场
V 项目	开发中期	持续稳定高收益

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**加强海外业务布局，打造新的流水增长。**全球化、拓展海外是公司核心战略主题之一，研发板块立项研发时树立全球化思维，在产品设计上用全球化的语言讲好中国故事、中国 IP；发行板块精品化运营，文化输出+海外本土 IP 商业化双管齐下，加快海外流水增长，如公司自研产品《敢达争锋对决》顺利登陆港澳台及韩国市场。同时，公司计划投资布局更多全球化的研发团队，尤其在主机游戏、海外市场受欢迎的 SLG、模拟经营品类重点布局。欧美、日韩、东南亚是海外发行侧重地区。

### 3.2、“投资+IP”业务为公司多元化产品目标提供支撑

**投资业务以战略投资为核心，进一步补充公司产品线。**公司的产业投资是以深度战略协同、反哺主业为核心目的，投资标的主要聚焦于游戏行业上下游产业链，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较强协同效应。目前主要投资企业包括心光流美、银之匙网络、星跃互动、光粒游戏、余烬科技、仟憬网络等。



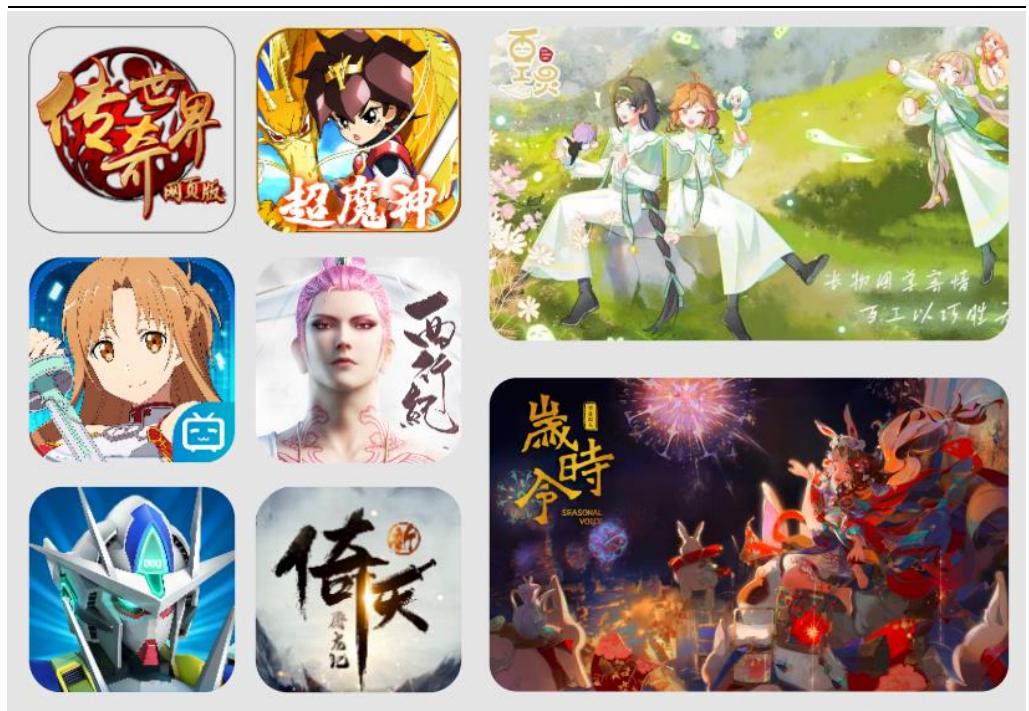
图20：公司通过战略投资进一步补充产品线

<p>心光流美</p>  <p>《高能手办团》 《飞吧龙骑士》</p>	<p>银之匙网络</p>  <p>《Rogue Planet》</p>	<p>星跃互动</p>  <p>《王牌星舰》 《沙丘争霸》 《代号：信长》</p>
<p>光粒游戏</p>  <p>《无尽银河》 《诺弗兰物语》</p>	<p>余烬科技</p>  <p>《Evotinction》（演灭）</p>	<p>乐相科技 (大朋VR)</p>  <p>PCVR系列头显 一体机VR系列头显</p>

资料来源：公司官网

自主孵化与外部引进并重，丰富的 IP 储备为游戏研发赋能。公司在自主孵化“百工灵”和“岁时令”的同时，也通过引入 IP 策略积累了大量 IP 授权，包括“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“OVERLORD”、“关于我转生变成史莱姆这档事”、“信长之野望：天道”、“热血江湖”、“龙族（Dragon Raja）”、“西行纪”、“封神系列”、“倚天屠龙记”、“仙剑奇侠传”、“盗墓笔记”、“斗罗大陆”等知名 IP，支撑公司产品多样化目标。

图21：公司具备丰富 IP 储备



资料来源：公司官网

### 3.3、积极布局 AI、VR 等新技术，有望帮助公司在新领域获得领先优势

软硬结合布局 VR 和元宇宙，苹果 vision pro 的发售有望带动 VR 内容需求提升。在硬件端，公司全资子公司上海恺英前期投资了乐相科技有限公司，乐相科技是国内领先的 VR 硬件厂商。根据 Counterpoint Research 数据，大朋 VR 在 2022 年中国

XR 设备总出货量当中占比为 36%，仅次于 PICO。在软件端，公司和幻世科技合资成立了元宇宙和虚拟现实内容制作的平台公司臣旒网络，目前正在研发一款动作类 VR 游戏，预计将在 2024 年上线。我们认为，Vision Pro 的发售或带来 MR 内容体验的大幅提升，从而带动对 VR 游戏等 VR 内容的需求快速提升。

**图22： 大鹏 VR 推出 VR 头显 E4**


资料来源：新浪 VR

**图23： 幻世科技推出了 VR 游戏《激战记》**


资料来源：游民星空

公司拟筹建恺英网络数字经济研发中心，提升在游戏研发、人工智能、VR/AR、数字化转型等方面的能力。公司于 2023 年 8 月 21 日审议通过了《关于筹建恺英网络数字经济研发中心的议案》，同意公司使用自有或自筹资金购买土地使用权筹建恺英网络数字经济研发中心，项目总投资额公司预计约 8 亿元。目前公司已经取得杭州市钱江世纪城地块，并拟将公司注册地址迁至浙江省杭州市萧山区。数字经济研发中心的筹建与公司注册地址变更，有利于获得政策支持与发展机会，不断优化公司发展软硬件环境，为新技术的发展提供有利土壤。

通过合作与战略投资，前瞻布局 AIGC 技术。公司于 2023 年 4 月与复旦大学签署《软件定制开发协议》明确将共同致力于利用 AIGC 与 AINPC 相结合以推进 AI、VR/AR 等技术在游戏领域的发展，进一步提升游戏产品的体验。此次合作复旦大学将利用其在人工智能研发方面的技术、计算机软件开发技能和软件开发管理理论，通过开发对 AIGC 与 AINPC 进行结合，助力恺英网络实现首个搭建 AIGC 及 AINPC 技术的斗罗大陆 IP 手游。此外，公司战略投资企业幻查网络自研了虚幻引擎下的 AIGC 工具，已经能够批量形成高精度的人物和场景渲染图，极大地降低了研发领域的美术成本。战略投资企业星跃互动在研发中已充分应用 AI 工具 MidJourney 大批量生成场景和人物，能将创作时间从两个月降低到半个小时。公司在 AR/VR 和 AIGC 等领域的前瞻布局，有望为公司未来持续增长提供潜力和空间。

## 4、 盈利预测与投资建议

### 4.1、 关键假设

(1) **移动游戏**：公司主要储备产品为手游，且储备产品丰富，后续陆续上线有望为手游业务带来持续增长，我们预计 2023-2025 年公司手游收入增速分别为 30.34%、24.92%、18.30%。

(2) **信息服务**：预计信息服务业务收入保持稳定增长，我们预计 2023-2025 年公司信息服务收入增速分别为 8.20%、6.50%、5.80%。

(3) **网页游戏**：页游主要以老产品为主，且不再是公司重点投入方向，收入将随产品生命周期自然下滑，我们预计 2023-2025 年公司页游收入增速分别为-11.49%、-11.69%、-26.47%。

**表5：公司营业收入保持持续增长**

单位：(亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23.76	37.26	47.08	57.56	67.08
YOY	42.11%	56.76%	29.02%	25.38%	15.68%
移动游戏	22.48	31.58	41.16	51.41	60.82
YOY	65.05%	40.46%	30.34%	24.92%	18.30%
信息服务		4.64	5.02	5.35	5.66
YOY			8.20%	6.50%	5.80%
网页游戏	1.28	0.87	0.77	0.68	0.50
YOY	-22.89%	-32.03%	-11.49%	-11.69%	-26.47%
其他应用产品	0.00	0.17	0.13	0.12	0.10
YOY			-23.53%	-7.69%	-16.67%
综合毛利率	70.78%	75.02%	75.09%	74.53%	74.65%

资料来源：Wind、开源证券研究所

#### 4.2、估值

我们采用 PE 和 PEG 相对估值法，选取三七互娱、完美世界、吉比特、世纪华通、巨人网络作为可比公司。基于 2024 年 1 月 16 日收盘价，公司 PE (2025E) 与 PEG (2025E)，分别为 10.11、0.36，均低于可比公司的均值 10.13、0.90，估值具有一定吸引力。

**表6：公司 PE (2025E) 与 PEG (2025E) 均低于可比公司平均值**

股票代码	公司名称	收盘价	当前市值 (亿)	基期净利润 (2022A, 亿)	预测净利润 (2025E, 亿)	2022-2025 年净 利润 CAGR	PE (2025E)	PEG (2025E)
002555.SZ	三七互娱	17.46	387.24	29.54	43.66	13.91%	8.87	0.64
002624.SZ	完美世界	10.03	194.58	13.77	16.86	6.98%	11.54	1.65
603444.SH	吉比特	197.10	141.99	14.61	18.54	8.26%	7.66	0.93
002602.SZ	世纪华通	4.70	350.27	-70.92	29.47	-	11.89	-
002558.SZ	巨人网络	9.43	186.11	8.51	17.39	26.90%	10.70	0.40
<b>平均值</b>							<b>10.13</b>	<b>0.90</b>
002517.SZ	恺英网络	10.18	219.13	10.25	21.67	28.34%	10.11	0.36

数据来源：Wind、开源证券研究所(三七互娱、世纪华通、巨人网络 2025 年盈利预测采用 Wind 一致预期，完美世界、吉比特、恺英网络 2025 年盈利预测采用开源证券研究所预测数据)

#### 4.3、投资建议

公司经过重组核心管理团队，聚焦游戏业务，股权结构、公司治理以及业绩不断改善，且逐步确立了研发、发行、“投资+IP”三大板块驱动的游戏业务发展战略。通过调整研发体系、加强外部合作等方式公司不断夯实传奇、奇迹品类优势，且有望受益于传奇 IP 纠纷解决所带来的市场集中度提升。同时，公司积极进行多元品类拓展，丰富的非传奇、奇迹品类储备游戏有望驱动公司业绩持续增长。投资和 IP 业务也将为产品多元化提供支撑。此外，在 AI 和 VR 领域的前瞻布局，有望帮助公司在新领域获得领先优势。我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为

47.08/57.56/67.08 亿元，归母净利润分别为 14.65/18.18/21.67 亿元，EPS 分别为 0.68/0.84/1.01 元，当前股价对应 PE 分别为 15.0/12.1/10.1 倍。我们看好传奇、奇迹品类与多元品类拓展双轮驱动公司增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5、风险提示

**(1) 新游戏上线流水不及预期：**若新游戏上线时间或流水不及预期，可能会导致公司利润释放不及预期。

**(2) 行业政策变化对业绩影响存在不确定性：**行业政策变化对游戏流水收入的影响存在不确定性，进而或影响公司业绩。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2737	3948	5256	8102	10637
现金	1178	2551	4383	7365	9583
应收票据及应收账款	761	858	0	0	0
其他应收款	89	39	123	75	156
预付账款	322	229	467	384	608
存货	16	10	23	19	30
其他流动资产	371	260	260	260	260
<b>非流动资产</b>	1662	1833	1821	1803	1772
长期投资	352	398	445	488	530
固定资产	16	21	23	23	20
无形资产	16	28	22	15	9
其他非流动资产	1278	1387	1331	1277	1213
<b>资产总计</b>	4400	5781	7077	9906	12409
<b>流动负债</b>	583	1201	595	1063	752
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	267	312	0	0	0
其他流动负债	317	889	595	1063	752
<b>非流动负债</b>	67	38	38	38	38
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67	38	38	38	38
<b>负债合计</b>	651	1239	633	1101	790
少数股东权益	343	70	508	1051	1698
股本	1515	1515	1515	1515	1515
资本公积	758	746	746	746	746
留存收益	1361	2385	4288	6648	9462
<b>归属母公司股东权益</b>	3406	4472	5936	7754	9921
<b>负债和股东权益</b>	4400	5781	7077	9906	12409

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	501	1483	1792	2904	2080
净利润	844	1361	1902	2361	2814
折旧摊销	36	56	101	119	140
财务费用	-10	-34	-60	-126	-195
投资损失	-105	12	-39	-44	-44
营运资金变动	-334	32	-57	610	-657
其他经营现金流	70	56	-56	-17	21
<b>投资活动现金流</b>	182	447	2	-48	-56
资本支出	154	132	42	58	66
长期投资	288	-53	-47	-43	-42
其他投资现金流	48	632	91	54	52
<b>筹资活动现金流</b>	-180	-580	38	126	195
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	27	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-207	-568	38	126	195
<b>现金净增加额</b>	498	1370	1832	2982	2219

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2375	3726	4708	5756	6708
营业成本	694	931	1173	1466	1700
营业税金及附加	12	18	22	26	31
营业费用	361	803	942	1151	1274
管理费用	165	164	212	230	335
研发费用	339	511	565	633	671
财务费用	-10	-34	-60	-126	-195
资产减值损失	-20	-36	0	0	0
其他收益	12	34	15	18	20
公允价值变动收益	-27	-2	53	11	8
投资净收益	105	-12	39	44	44
资产处置收益	0	-0	-1	-1	-0
<b>营业利润</b>	906	1341	1965	2453	2932
营业外收入	38	530	159	195	231
营业外支出	8	487	164	172	208
<b>利润总额</b>	936	1384	1960	2477	2955
所得税	92	23	58	116	141
<b>净利润</b>	844	1361	1902	2361	2814
少数股东损益	268	336	438	543	647
<b>归属母公司净利润</b>	577	1025	1465	1818	2167
EBITDA	937	1364	1958	2420	2841
EPS(元)	0.27	0.48	0.68	0.84	1.01

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	53.9	56.8	26.4	22.3	16.5
营业利润(%)	296.1	47.9	46.6	24.8	19.5
归属于母公司净利润(%)	224.1	77.8	42.9	24.1	19.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	70.8	75.0	75.1	74.5	74.6
净利率(%)	35.6	36.5	40.4	41.0	42.0
ROE(%)	22.5	30.0	29.5	26.8	24.2
ROIC(%)	23.8	28.6	30.3	28.3	25.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	14.8	21.4	8.9	11.1	6.4
净负债比率(%)	-31.1	-55.7	-68.0	-83.6	-82.5
流动比率	4.7	3.3	8.8	7.6	14.1
速动比率	4.0	3.0	7.9	7.2	13.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	4.1	4.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.7	3.2	7.5	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.48	0.68	0.84	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.69	0.83	1.35	0.97
每股净资产(最新摊薄)	1.58	2.08	2.76	3.60	4.61
<b>估值比率</b>					
P/E	38.0	21.4	15.0	12.1	10.1
P/B	6.4	4.9	3.7	2.8	2.2
EV/EBITDA	15.4	9.5	5.9	3.8	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

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

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

### 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn