

恺英网络 (002517) 深度报告：公司治理持续优化，坚定聚焦“研发、发行、投资+IP”主业，有望开启新一轮增长周期

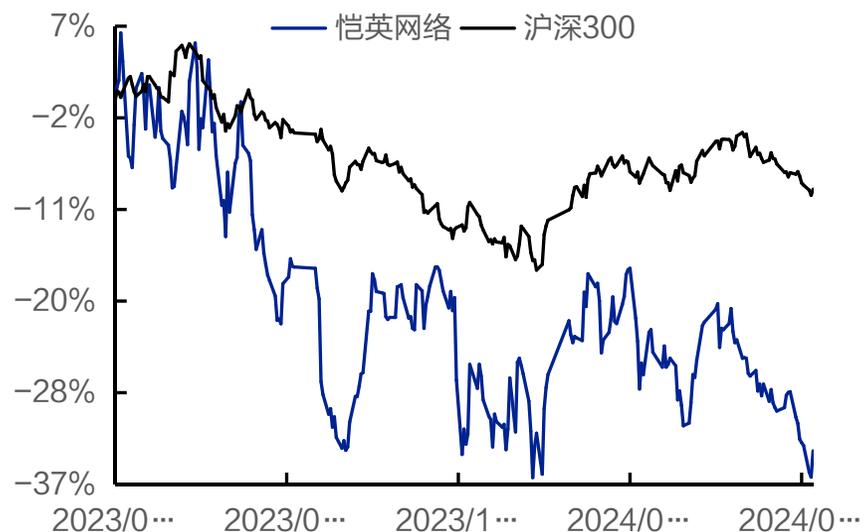
评级：买入(维持)

姚蕾(证券分析师)

S0350521080006

yaol02@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恺英网络	-10.0%	-14.0%	-34.2%
沪深300	-3.4%	-1.8%	-8.6%

市场数据

2024/06/26

当前价格 (元)	9.81
52周价格区间 (元)	9.16-16.47
总市值 (百万)	21,116.20
流通市值 (百万)	18,712.23
总股本 (万股)	215,251.76
流通股本 (万股)	190,746.53
日均成交额 (百万)	462.02
近一月换手 (%)	1.63

相关报告

《恺英网络 (002517) 公司动态研究: 2024Q1业绩亮眼, 全年游戏储备丰富, 小程序及出海贡献增量 (买入)*游戏II*姚蕾》——2024-05-13

《恺英网络 (002517) 点评报告: 公司治理取得新进展, 回购股份彰显信心 (买入)*游戏II*姚蕾》——2023-11-22

《恺英网络 (002517) 2023年三季报点评: 业绩符合预期, 大股东增持彰显信心, 看好新游上线带动业绩稳健增长 (买入)*游戏II*姚蕾, 杨牧笛》——2023-10-30

- ◆ 公司2008年成立，以页游研发和发行起家，后“页转手”转型成功并于2015年上市。2014年独代《全民奇迹MU》拓展手游发行业务，2017年并购浙江盛和强化传奇品类研发优势并拓展至创新品类，自研并发行《敢达争锋对决》等成功产品。2019年以来，在新任管理层带领下，公司内部治理显著改善，业务困境反转，聚焦“研发、发行、投资+IP”战略，业绩重回增长轨道。2024年，公司自研及发行产品矩阵丰富、IP储备多元，有望开启新一轮产品周期；自研“形意”大模型落地研发提效，有望建立AI对“研发+发行+IP改编”的提效循环，未来商业化表现值得期待。
- ◆ 内部治理显著改善，业务困境反转，新任管理层带动游戏业务扬帆起航。
 - 新任董事长具备丰富的游戏行业从业经验，持续增持公司股份彰显对公司发展的长期信心。新任董事长金锋有超10年游戏行业经验；截至2024年3月金锋累计投入15.3亿元增持股，2023年12月成为公司实控人。
 - 资产结构持续优化。子公司浙江盛和在传奇品类和创新品类游戏研发实力深厚，公司于2016年6月、2017年7月、2023年5月分三次合计23.8亿元收购浙江盛和100%股权；子公司浙江九翎因传奇版权纠纷面临巨额索赔，公司于2020年8月剥离浙江九翎，其面临的未结重大诉讼仲裁对公司经营产生的风险出清。
- ◆ 传奇品类稳定核心用户，创新品类成功拓展年轻用户，2024年Pipeline储备丰富，有望开启新一轮产品周期。
 - 传奇品类与产业链上下游龙头深度绑定，同时自研创新品类游戏拓展年轻用户。公司与盛趣游戏、贪玩游戏通过签订战略合作协议、成立合资公司、互相持股等方式深化合作。回合制RPG《石器时代：觉醒》进入App Store畅销榜Top 8、二次元开放世界《刀剑神域黑衣战士：王牌》进入App Store畅销榜Top 8。
 - “IP储备+自研能力”加持，2024年产品矩阵丰富。传奇品类包括《龙腾传奇》、《梁山传奇》等；创新品类涵盖MMORPG《斗罗大陆：诛邪传说》、开放世界《纳萨力克：崛起》、ARPG《盗墓笔记：启程》、SLG《代号：信长》、策略RPG《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》等重磅产品。
- ◆ “研发、发行、投资+IP”三驾马车并驾齐驱，自研“形意”大模型落地实现AI全面提效。
 - 研发业务基础扎实，自研“形意”大模型实现研发提效，助力“IP改编+产品矩阵”策略。研发体系包括3大子公司（上海恺英、浙江盛和、杭州亿沐）和7大工作室，建立了管线化、标准化、模块化和自动化的研发工业化体系。自研“形意”大模型深度融入研发管线，在生成风格化UI框体等精细资产、3D复杂地形图等大规模资产以及风格化角色原画等领域提效显著，可实现文学剧本/剧情自动化拆解、自动生产任务线等功能。
 - 小游戏和海外发行业务持续创新，投资+IP反哺游戏业务。发行业务把握小游戏及海外增量，2024年2月《怪物联萌》、《仙剑奇侠传：新的开始》分列微信小程序畅销榜Top9和Top10；储备SLG新品《代号：信长》有望打开日本市场。IP合作储备《盗墓笔记》、《死神千年血战篇》、《奥特曼》、《斗罗大陆》、《信长之野望》、《OVERLORD》、《机动战士敢达》、《龙族》、《关于我转生变成史莱姆这档事》等重磅IP。
- ◆ 盈利预测与投资评级：公司聚焦游戏“研发、发行、投资+IP”主业，自研“形意”大模型实现AI全面提效。2024年自研及代理发行产品矩阵丰富，小程序游戏业务及海外发行业务有望为公司业绩打开进一步增长空间。我们预计公司2024-2026年营业收入为54.59/63.96/69.60亿元，归母净利润为18.65/21.87/23.57亿元，EPS为0.87/1.02/1.09元，PE为11.3/9.7/9.0X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、新产品上线进度及表现不及预期、老产品流水下滑、运营事故、海外政策变化、管理层相关风险、估值中枢下移、新技术发展不及预期、各公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。

第一章 从“混乱”到“新生”：内部治理困境反转，聚焦主业扬帆起航

1.1 发展历程：2008年成立，2015年借壳泰亚股份上市更名恺英网络

- 1.1.1 主营业务：游戏研发、发行和运营，移动游戏和境内业务占比高
- 1.1.2 业绩复盘：2018-2019年业绩陷入困境，2020年起实现业绩反转
- 1.1.3 产品复盘：2020年开始，传奇+创新品类开启产品新周期

1.2 公司治理

- 1.2.1 公司治理：2019年金锋成为公司董事长，前任管理层司法风险出清
- 1.2.2 公司治理：金锋持续增持，成为实控人
- 1.2.3 公司治理：股权架构清晰稳定，为聚焦主业扫清障碍
- 1.2.4 公司治理：引入多元背景管理层，兼具丰富游戏、法律等行业经验
- 1.2.5 公司治理：持续推出股权激励计划，设定增长目标调动员工积极性
- 1.2.6 公司治理：持续推出员工持股计划，设定增长目标，绑定核心团队

1.3 资本运作

- 1.3.1 资本运作：推动资产结构优化，剥离浙江九翎
- 1.3.2 资本运作：聚焦优质业务，100%并表浙江盛和进一步提振业绩

第二章 从“稳定”到“拓盘”：传奇奇迹品类稳定核心用户群体，创新品类拓展新一代年轻用户群体

2.1 传奇产业链：包含IP授权、游戏研发、发行运营和分发渠道

- 2.1.1 传奇IP授权：长达20年版权纠纷厘清，保障公司传奇业务发展
- 2.1.2 上下游合作：与IP方和头部发行方深度绑定
- 2.1.3 打击私服：IP授权统一，各方联手打击私服有望带来市场增量
- 2.1.4 用户画像

2.2 产品情况

- 2.2.1 产品情况：传奇品类长青产品长线运营，重磅新品储备充足
- 2.2.2 产品情况：奇迹品类优势稳固，重磅IP挖掘70/80后玩家增量
- 2.2.3 产品情况：创新品类实现用户拓盘，建立研发发行优势
- 2.2.4 产品情况：2024年创新品类产品储备丰富，有望贡献业绩增量

第三章 从“单点”到“立体”：依托“研发、发行、投资+IP”三驾马车，建立立体游戏业务矩阵

3.1 公司策略：“研发、发行、投资+IP”三驾马车助力游戏主业发展

- 3.1.1 研发侧：研发投入稳步增长，团队能力持续加强
- 3.1.2 研发侧：研发架构持续升级，建立完善工业化体系
- 3.1.3 发行侧：传奇品类探索社区化发行运营，成效显著
- 3.1.4 发行侧：2023年起小游戏表现亮眼，2024年持续贡献业绩增量
- 3.1.5 发行侧：重拾出海战略，2024年重磅产品有望打开海外市场
- 3.1.6 投资+IP：投资聚焦游戏主业，补强研发实力和研发品类
- 3.1.7 投资+IP：持续深耕IP业务，赋能游戏主业

3.2 AI业务：自研“形意”大模型研发提效，“IP+游戏”有望一键化实现

3.3 XR业务：投资布局XR软/硬件生态，首款VR游戏已上线海外

第四章 财务及估值分析

4.1 营业收入：2021年起营业收入重回增长区间，手游占比持续提升

4.2 毛利率：手游转型及自研业务推进，助力毛利持续提升

4.3 净利率：销售/研发费用分别随营收/自研业务增长，整体净利率提升

4.4 资产及现金流：现金流状况良好，现金储备充足

一、从“混乱”到“新生”：内部治理困境反转，聚焦主业扬帆起航

1.1 发展历程：2008年成立，2015年借壳泰亚股份上市更名恺英网络

- 公司成立于2008年10月，2015年借壳泰亚股份上市，后更名为恺英网络。
- 公司以页游研发和发行业务起家。自研《蜀山传奇》单月流水超4500万元，依托自有XY.COM平台代理发行《三国乱世》累计流水超12亿元，代理发行浙江盛和《蓝月传奇》累计流水超40亿元。
- 2014年起转型手游研发和发行。与天马时空联合开发、公司独家发行的《全民奇迹MU》累计流水超75亿元；2017年并购浙江盛和，进一步增强手游研发能力，自研《王者传奇》、《原始传奇》等传奇手游以及《敢达争锋对决》等创新品类手游，代理发行《高能手办团》、《仙剑奇侠传之新的开始》等手游。

图表：恺英网络发展历程

公司历程	
2008年10月	上海恺英成立
2015年12月	借壳泰亚股份上市，更名“恺英网络”
2017年07月	收购浙江盛和51%股权，浙江盛和成为公司控股子公司
2023年08月	收购浙江盛和29%股权，浙江盛和成为公司100%控股子公司

2008-2015 上海恺英上市之前		2016至今 恺英网络	
2010年07月	《摩天大楼》超1亿注册用户，日登陆1500万人	2016年06月	《蓝月传奇》上线，领军中国页游行业
2010年10月	《恐龙时代》上线，日均最高活跃用户超过150万人	2017年04月	《王者传奇》上线； 正版授权《传奇世界网页版》获贪玩游戏独代
2011年06月	《热血海盗王》、《神马三国》上线	2017年12月	与万代南梦宫（上海）联合发行的《敢达争锋对战》上线
2011年08月	《捕鱼大亨》上线，注册用户超过3500万，日活跃用户数百万	2020年6-9月	研发ARPG手游《原始传奇》，由贪玩游戏独家发行； 3D写实二次元放置游戏《高能手办团》正式推出
2012年02月	《斗战西游》上线，当日注册用户超100万人	2021年02月	腾讯独代、公司自研ARPG手游《蓝月传奇2》上线
2012年06月	《蜀山传奇》单月流水突破4500万元	2021年06月	B站独代、公司自研MMORPG手游《刀剑神域黑衣剑士：王牌》上线； SUNRISE官方授权、公司自研与发行3D回合冒险卡牌手游《魔神英雄传》上线
2013年01月	《龙吟三国》萌系三国上线	2022年1-11月	《天使之战》、《玄中记》、《岁时令》、《百工灵》、《新倚天屠龙记》、 《永恒联盟》上线
2014年08月	腾讯独代《烈火屠龙》，月流水超过3000万元	2023年10月	腾讯与公司联合开发运营的MMO回合制游戏《石器时代：觉醒》上线，获免费榜第一，畅销榜第八
2014年11月	XY游戏独代《斩龙传奇》，月流水超过3000万元		
2014年12月	《全民奇迹MU》全渠道上线，首日充值达到2600万元		
2015年08月	《XY苹果助手》用户安装量破亿，月流水超6000万元		

产品历程

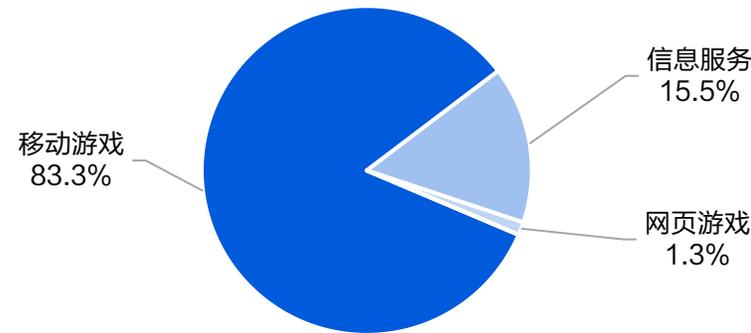
1.1.1 主营业务：游戏研发、发行和运营，移动游戏和境内业务占比高

- 公司主营业务包含移动游戏和网页游戏的研发、发行和运营，同时通过投资+IP布局支撑游戏主业发展。
- 2023年，按产品来看移动游戏业务贡献了83.3%的营收，按地区来看境内游戏业务贡献了97.3%的营收。

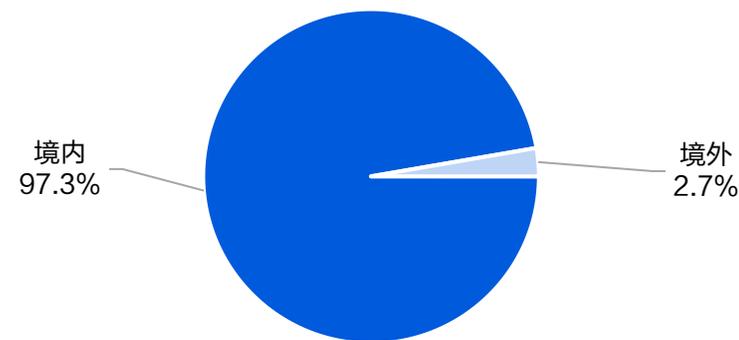
图表：公司主营业务及核心产品

业务模块	核心产品
研发	传奇、奇迹 《蓝月传奇》、《原始传奇》、《热血合击》、《永恒联盟》等
	非传奇、奇迹 实时对战游戏《敢达争锋对决》、卡牌类游戏《魔神英雄传》等
发行	发行平台 旗下XY发行平台 (XY.COM) 是国内知名精品游戏运营平台，累计推出精品游戏逾百款
	发行产品 涵盖多种品类：《天使之战》、《高能手办团》、《魔神英雄传》、《圣灵之境》、《新倚天屠龙记》、《零之战线》、《怒火一刀》等
投资+IP	投资 星跃互动 (SLG研发)、数字浣熊 (卡牌RPG)、终极幻境 (二次元AVG)、仟憬网络 (科幻游戏) 等
	IP 授权IP: 覆盖经典游戏、人气小说、知名动画等，包括“传奇”、“奇迹MU”、“热血江湖”、“倚天屠龙记”、“盗墓笔记”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“斗罗大陆”等 自有IP: “百工灵”和“岁时令”

图表：2023年公司营业收入构成（分产品）



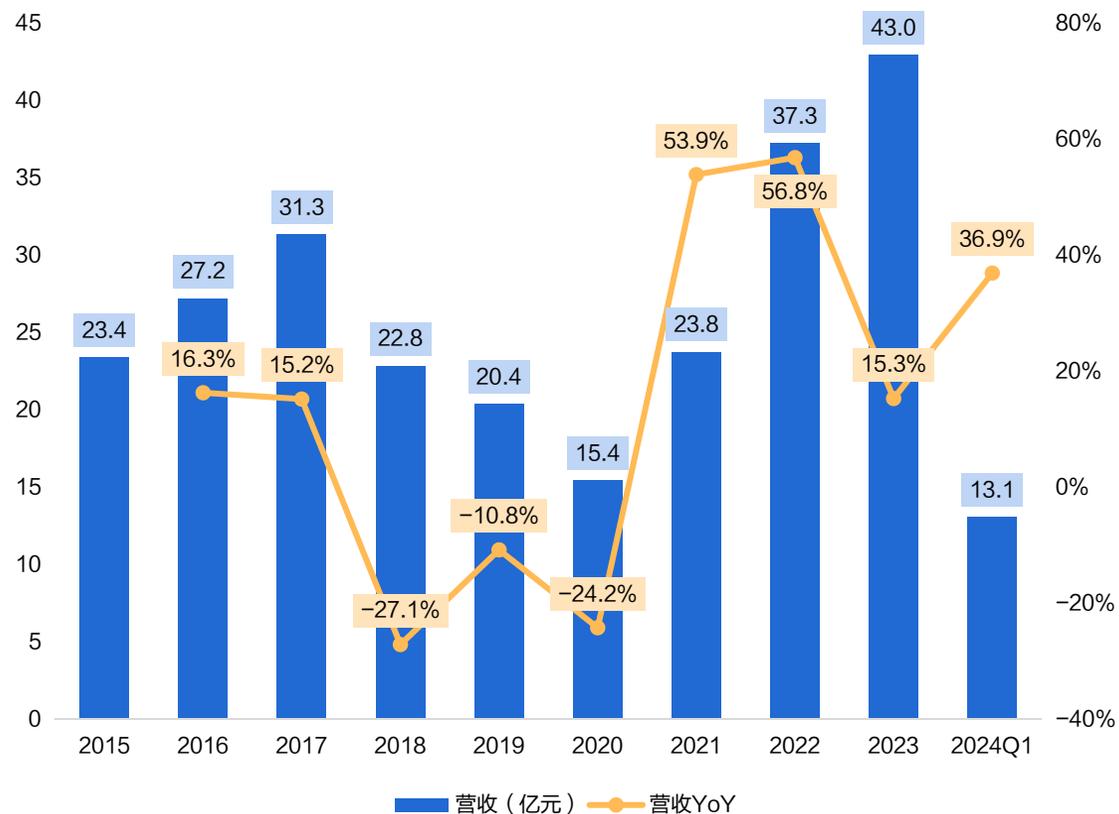
图表：2023年公司营业收入构成（分地区）



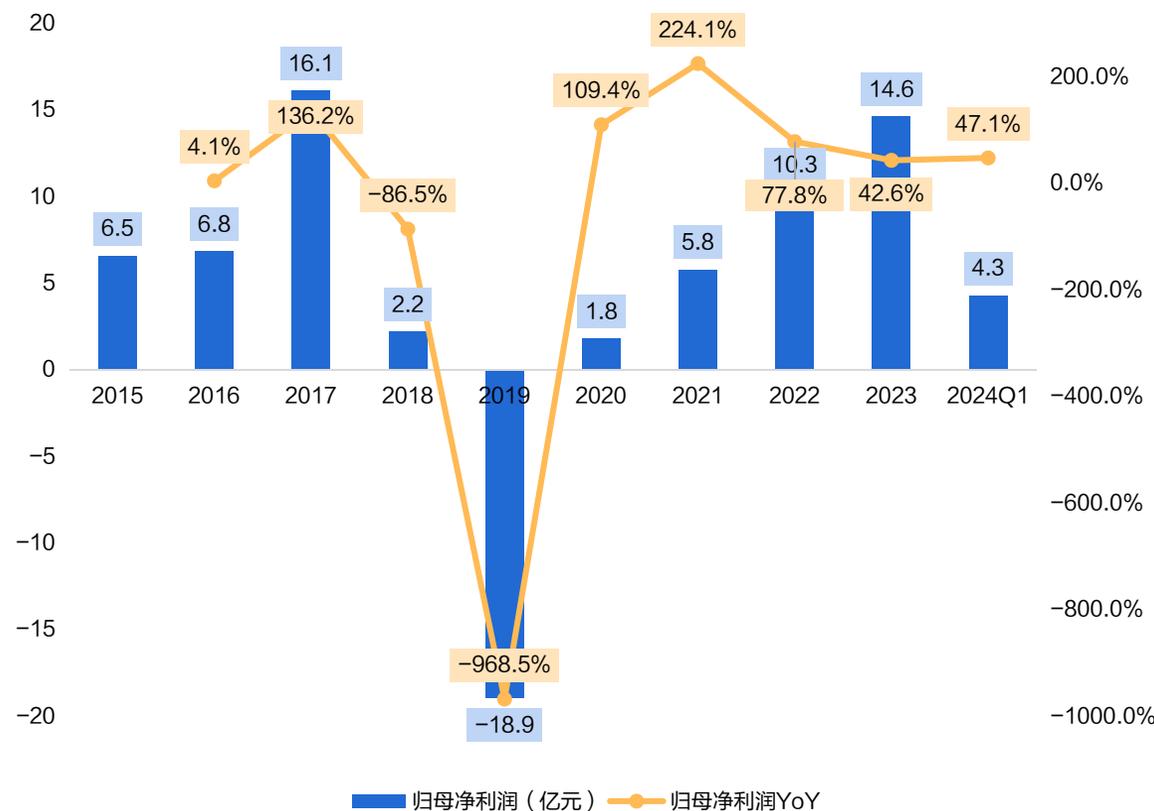
1.1.2 业绩复盘：2018-2019年业绩陷入困境，2020年起实现业绩反转

- 2015-2017年期间，公司游戏业务持续增长。一方面，《全民奇迹MU》长线运营稳定；另一方面，2017年并购《蓝月传奇》研发商浙江盛和，进一步增厚业绩。
- 2018-2019年期间，版号发放节奏放缓、传奇IP再现诉讼纠纷，公司营收连续下滑。2018年，公司并购页游研发商浙江九翎，2019年浙江九翎陷入传奇IP诉讼纠纷计提商誉减值9.5亿元；同时浙江盛和营收下滑，计提商誉减值11.5亿元，导致2019年公司归母净利润为-18.9亿元。
- 2020年开始，公司在新任董事长金锋的带领下，重组治理结构、明确战略方向。2020年，公司归母净利润转正，此后营收和归母净利润进入快速增长通道。

图表：2015-2024Q1营业收入变化情况



图表：2015-2024Q1归母净利润变化情况



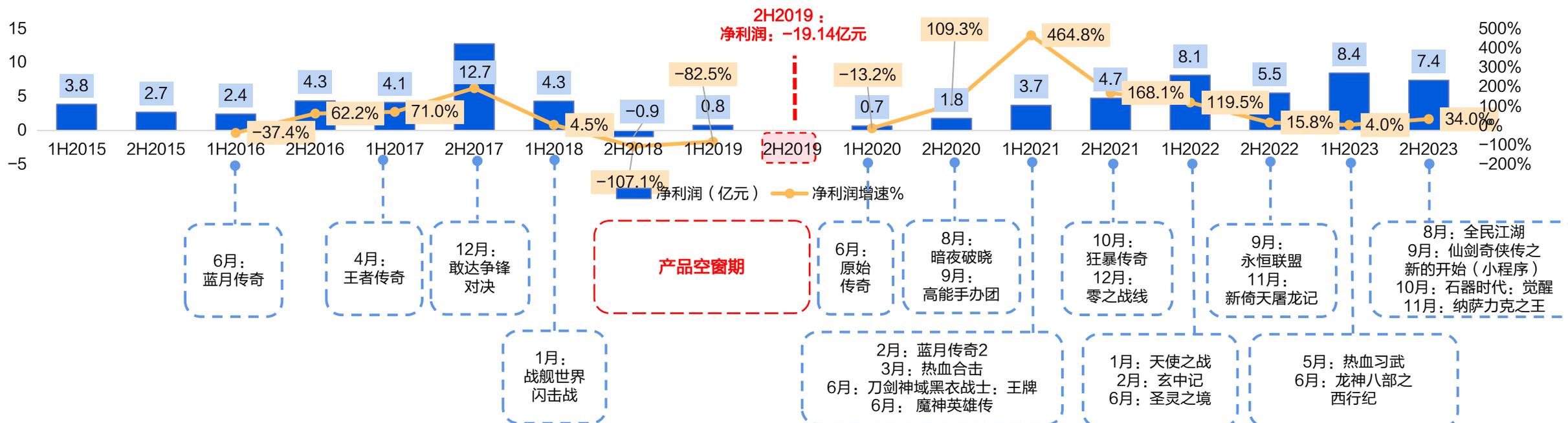
1.1.3 产品复盘：2020年开始，传奇+创新品类开启产品新周期

- 2016-2017年，公司产品以传奇品类为主，同时尝试二次元+IP创新品类研发，自研自发自《敢达争锋对决》积累研发和发行经验。
- 2018年H2-2019年，公司出现核心产品空窗期。
- 2020年起，新任董事长金锋带领公司聚焦游戏主业，推出《原始传奇》等传奇品类重磅新品，以及《魔神英雄传》、《刀剑神域黑衣战士：王牌》等创新品类产品。

图表：2015-2023年营业收入变化情况



图表：2015-2023年净利润变化及产品上线情况

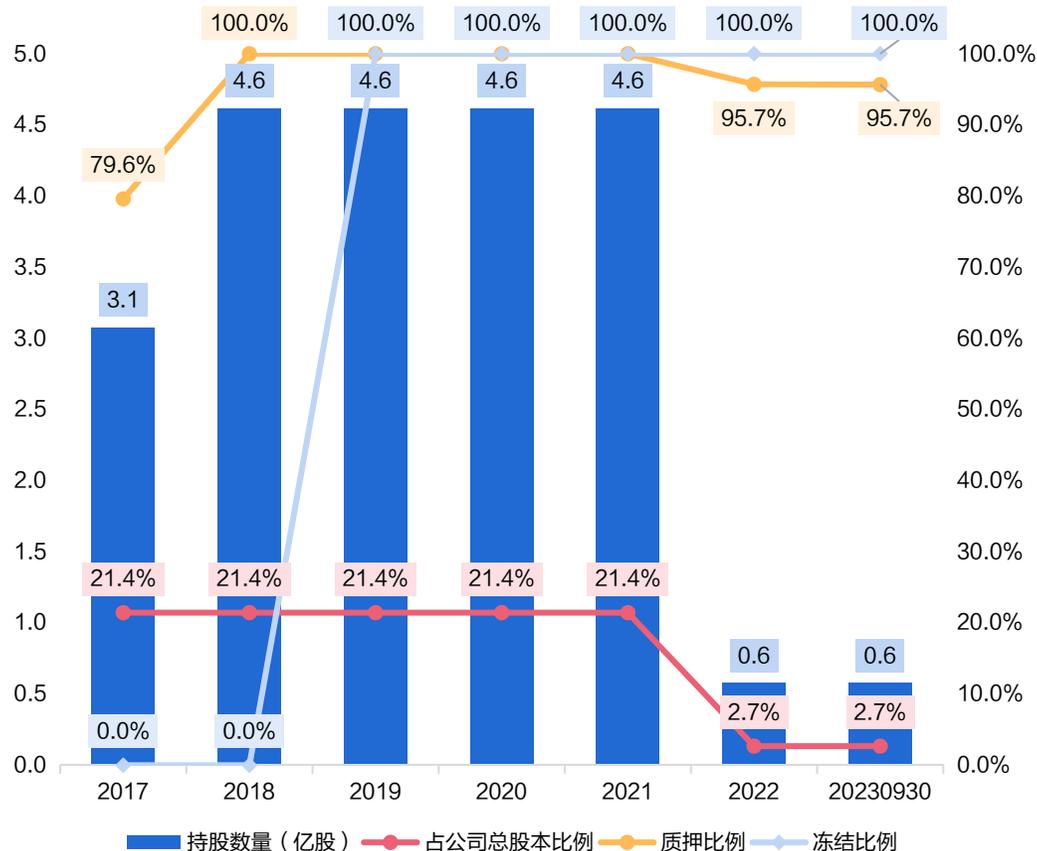


资料来源：公司官网、公司公告、敢达争锋对决官网、恺英网络公众号、中旭未来招股书、金融界、七麦数据、17173资讯、游戏矩阵、TapTap、硬核联盟公众号、天使之战手游信息站公众号、乐玩、高手游、小米游戏中心、手游那点事公众号、石器时代觉醒公众号、游戏新知、国海证券研究所

1.2.1 公司治理：2019年金锋成为公司董事长，前任管理层司法风险出清

- 2015年借壳上市后，王悦担任公司董事长和总经理，为实际控制人。2016-2019年期间，王悦通过股票质押大规模套现，由于股票质押冻结和司法拍卖为公司业务和股价带来不确定因素；同时王悦还涉嫌违法犯罪被司法机关调查，影响公司正常经营。2018年7月，王悦辞去公司总经理职务；2019年3月，王悦辞去公司董事长职务，与公司实际经营脱离关系。
- 2019年3月，金锋接任公司董事长，开始整顿公司管理困局。2011年7月至2018年1月，金锋历任浙江盛和产品经理、市场总监；2018年1月，任浙江盛和总裁及CEO。随着2017年公司并购浙江盛和，金锋于2018年7月至2018年9月任公司副董事长，于2018年9月至2019年3月任公司联席董事长。

图表：2017-2023年三季度王悦股票的质押和冻结情况



图表：前任管理层司法风险出清

姓名	曾任职务	现任职务	司法风险	调查处罚情况	结论
王悦	前董事长	无	操纵证券市场罪	被移送司法机关或追究刑事责任	判处有期徒刑五年六个月，并处罚金人民币一千万元 已从公司离任
陈永聪	前董事、前总经理	无	涉嫌背信损害上市公司利益罪、涉嫌信息披露违法违规	被司法机关或纪检部门采取强制措施，给予警告，并处以30万元的罚款	不起诉 已从公司离任
冯显超	前董事、前副总经理	无	涉嫌个人经济犯罪	被司法机关调查	已从公司离任

1.2.2 公司治理：金锋持续增持，成为实控人

- 截至2019年底，王悦持有公司股份占总股本的21.44%，仍然为实际控制人。2022年5月，王悦持有的部分股份因质押式回购纠纷被司法拍卖，公司进入无实控人状态。后续王悦持有股份被多次司法拍卖，持股比例进一步降低，截至2023年12月，已降低至2.68%。
- 为增强对业务的掌控力，同时彰显对公司的信心，金锋于2020年开始持续增持股份。2023年11月，金锋以1.47亿元受让绍兴安岷11%的合伙份额（合计持有份额99%），同时成为绍兴安岷普通合伙人、执行事务合伙人，金锋成为绍兴安岷控制人，绍兴安岷持有公司5.23%股份；12月工商变更完成后，金锋持股达到总股本的19.01%，成为公司实际控制人。
- 截至2024年3月，金锋累计投入15.3亿元用于股份增持，持股平均价格4.78元/股；合计控制4.2亿股，占公司总股本的19.56%。

图表：王悦和金锋的持股情况（截至2019年12月31日）

人员	公司职务	持股比例	其中冻结比例
金锋	现任董事长	0%	-
王悦	前任董事长	21.44%	100%

图表：王悦、金锋持股比例（截至2024年3月）

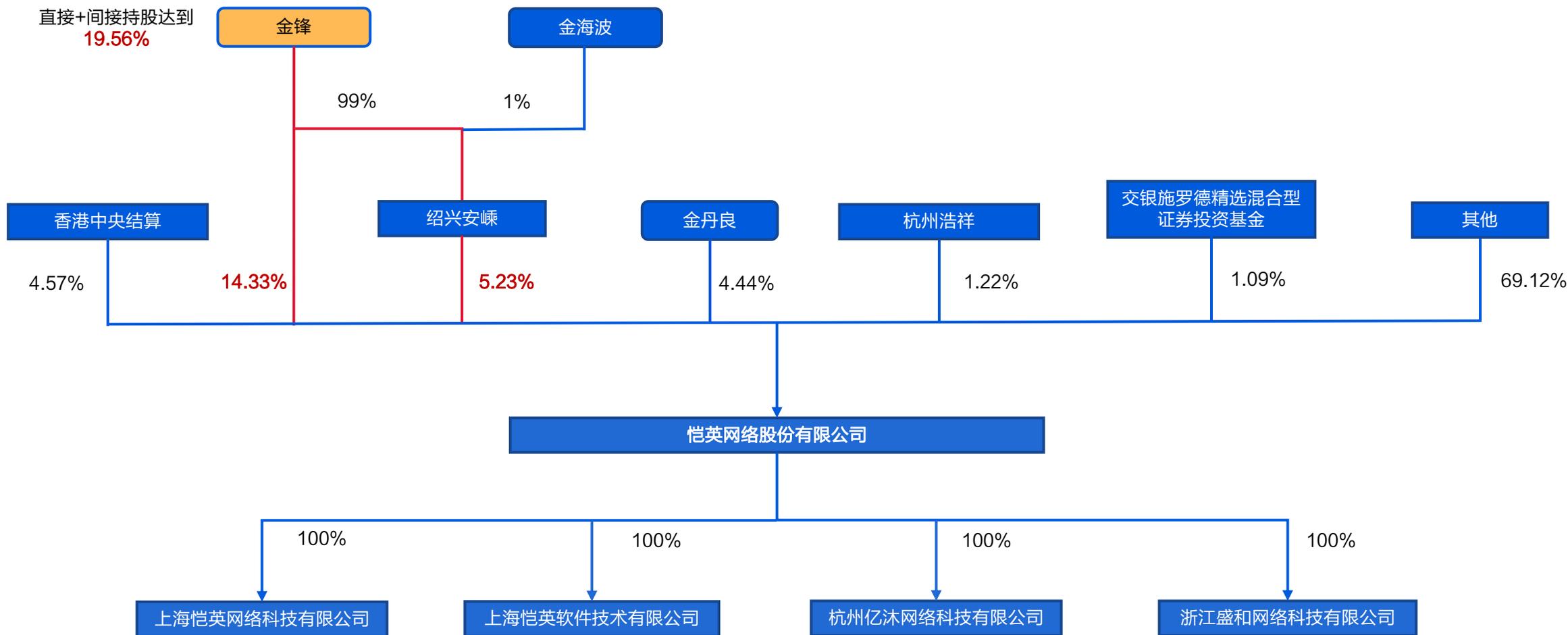


图表：金锋增持情况详情

股权控制形式	时间	增持数量 (百万股)	增持金额 (万元)	平均成本 (元)	
直接控制	2020年3月-6月	148.37	45,876.28	3.09	
	2020年7月	1.27	601.76	4.78	
	2021年1月-6月	46.75	20,730.43	4.43	
	2021年8月-11月	14.28	5,740.24	4.02	
	2021年5月	21.24	10,407.60	4.90	
	2022年8月	64.80	42,311.74	6.53	
	2023年12月	2.03	2,000.24	9.85	
	2024年3月	9.70	10,999.96	11.34	
	通过绍兴安岷间接控制	2023年11月	112.48 (11%绍兴安岷份额对应股数12.37)	14,673.76 (对应11%绍兴安岷份额)	11.86

1.2.3 公司治理：股权架构清晰稳定，为聚焦主业扫清障碍

图表：公司股权架构（截至2024年一季度报）



1.2.4 公司治理：引入多元背景管理层，兼具丰富游戏、法律等行业经验

- 公司管理层背景多元化，具备丰富的游戏行业从业经验、深厚的法务合规以及资本市场运作经验。董事长金锋具备超过10年的游戏行业从业经验；总经理沈军历任浙江省法学会评估法学会副会长、行政法学会理事、中国法学会会员等，确保公司治理和业务运营合规开展。

图表：公司管理层介绍（截至2023年12月31日）

姓名	职位	履历
金锋	董事长	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、总裁，现任浙江盛和网络科技有限公司CEO，2018年7月至今任公司董事，于2018年7月至2018年9月任公司副董事长，于2018年9月至2019年3月任公司联席董事长，于2019年3月至今任公司董事长。
沈军	总经理	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。历任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、中国法学会会员。于2018年9月起担任公司副总经理，2019年5月起担任公司董事，2023年7月任公司总经理。
蹇军法	董事、 副总经理	曾任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。曾获证券时报第八届中国上市公司投资者关系优秀董秘，上海证券报2016年金治理上市公司资本创新董秘等荣誉。2019年3月任职公司副总经理，同年9月担任公司董事。
赵凡	董事、 副总经理	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。2021年7月起担任公司董事，2023年7月任职公司副总经理。
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；2014年1月至今在公司法务部任职，2021年7月任职公司监事会主席。
林彬	副总经理、 首席运营官	于2012年9月至今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、公司游戏研发事业群和游戏发行业群高级副总裁，于2019年3月至2019年7月担任公司监事，2021年1月起任职公司副总经理。
刘洪林	董事会秘书	曾任海航创新股份有限公司投资证券部副总经理，董事会办公室主任兼证券事务代表，甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司董事会秘书办公室副主任兼证券事务代表。2023年7月至今任职公司董事会秘书。
郑兴焱	监事	曾任杭州九玩网络科技有限公司项目经理，曾就职于杭州感觉网络科技有限公司总经办，2021年7月至今任职公司监事会监事。
黄振锋	财务总监、 首席财务官	曾任凯撒同盛发展股份有限公司财务总监、海越能源集团股份有限公司财务总监、长驰控股集团有限公司财务总监等职务。2021年7月至今任公司财务总监。

1.2.5 公司治理：持续推出股权激励计划，设定增长目标调动员工积极性

- 公司推出2020年和2022年两期股票期权激励计划。其中，2020年的两期计划均达成行权条件。
- 2022年股票期权激励计划为2022-2023年业绩设定增长目标，2022年业绩已达标，已行权50%。

图表：股票期权激励计划情况

文件	2020年股票期权激励计划	2022年股票期权激励计划
激励人员	首次授予：高级管理人员、中层管理人员、核心技术/业务人员等49人 预留对象：5人	中层管理人员、核心技术/业务人员等21人
授予数量	2382万份，约占总股本的1.11%；其中首次授予0.90%，预留部分为0.21%	1971万份，约占公司股本总额的0.92%
行权价格	首次授予：5.05元/股 预留对象：3.22元/股	4.76元/股
股票来源	二级市场回购	二级市场回购
回购价格	6.32元/股	6.32元/股
等待期	12、24个月后分两期解锁，每期50%	12、24个月后分两期解锁，每期50%
考核要求	以2019年剔除商誉的扣非归母净利润为基数， 2020/2021年增长率不低于10%/20%； 对于预留部分，2021/2022年的增长率不低于20%/30%	以2021年扣非归母净利润为基数，2022/2023年增长率不低于80%/160%

图表：2020年股票期权激励计划成本摊销

股票期权摊销成本 (万元)	2020年	2021年	2022年
	614.81	2,070.69	678.76

图表：2022年股票期权激励计划成本摊销

股票期权摊销成本 (万元)	2022年	2023年	2024年
	201.04	2,283.49	792.71

1.2.6 公司治理：持续推出员工持股计划，设定增长目标，绑定核心团队

- 公司推出3期员工持股计划。其中，第1期计划已达标，且于2022年9月出售完毕。
- 第2期、第3期计划为2022-2023年利润设定增长目标，2022年业绩已达标。

图表：第一、二、三期员工持股计划对比

文件	第一期员工持股计划	第二期员工持股计划	第三期员工持股计划
激励人员	公司监事、高级管理人员及核心员工，共计11人	公司监事、高级管理人员及核心员工，共计35人	公司监事、高级管理人员及核心员工，共计62人
授予数量	约1588万股，约占总股本的0.74%	约504万股，约占总股本0.23%	约3162万股，约占总股本1.47%
行权价格	1元/股	3元/股	3元/股
股票来源	二级市场回购	二级市场回购	二级市场回购
回购价格	2.73元/股	4.38元/股	4.38元/股
等待期	12、24个月后分两期解锁，每期50%	12、24个月后分两期解锁，每期50%	12、24个月后分两期解锁，每期50%
考核要求	以2019年扣非归母净利润为基数，2020/2021年增长率不低于10%/20%	以2021年扣非归母净利润为基数，2022/2023年增长率不低于80%/160%	以2021年扣非归母净利润为基数，2022/2023年增长率不低于80%/160%
完成情况	2020、2021年均达标	2022年达标	2022年达标

图表：第一期员工持股计划费用摊销情况（万元）

激励费用总计	2020年	2021年	2022年
2,746.75	1,030.03	1,373.38	343.34

图表：第二期员工持股计划费用摊销情况（万元）

激励费用总计	2022年	2023年	2024年
1,663.79	103.99	1,178.52	381.28

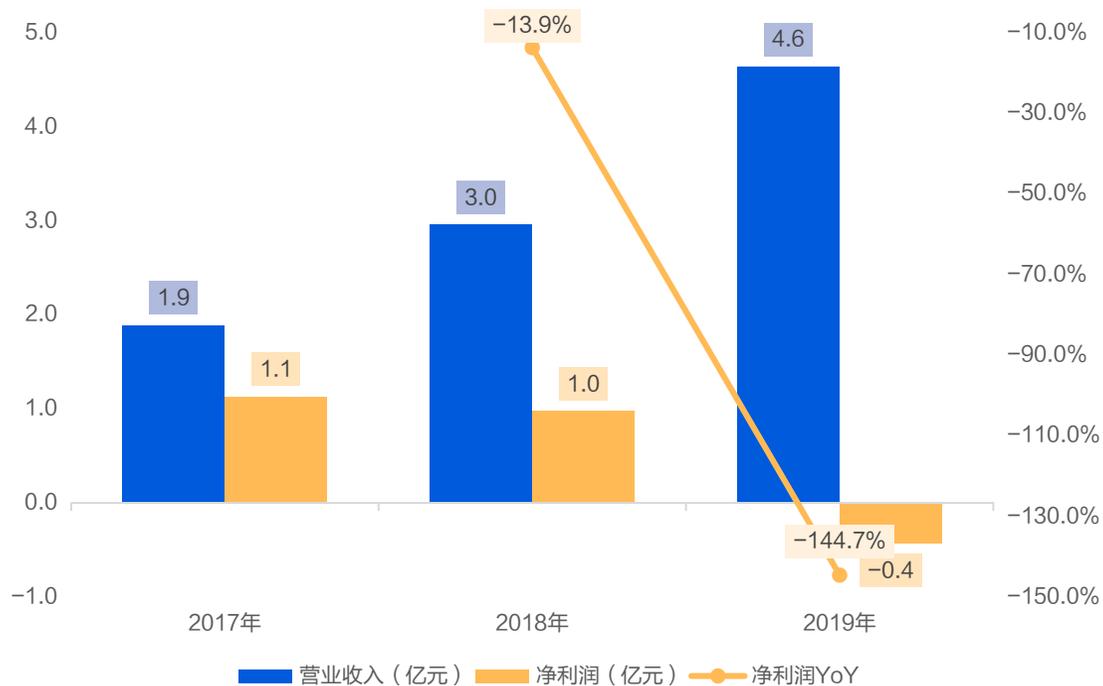
图表：第三期员工持股计划费用摊销情况（万元）

激励费用总计	2023年	2024年
11,919.06	8,939.30	2,979.77

1.3.1 资本运作：推动资产结构优化，剥离浙江九翎

- 公司于2018年以10.6亿元收购浙江九翎持70%股份，浙江九翎承诺2018/2019/2020年扣非归母净利润不低于1.9/2.2/2.9亿元，对应收购PE分别为8/7/5x，收购形成商誉9.5亿元。
- 浙江九翎主营H5和微信小游戏研发，H5游戏《传奇来了》首月流水超千万元。2018-2019年，浙江九翎经营状况不佳，且存在多起未结重大仲裁诉讼案件，可能在未来无法持续经营。公司与浙江九翎原股东磋商，约定原股权转让协议及相关协议终止履行，公司将其持有的浙江九翎股权返还给原股东，原股东向公司返还股权转让价款9.6亿元。
- 自2020年8月31日起浙江九翎不再纳入合并范围，其面临的未结重大诉讼仲裁对公司经营产生的风险出清。

图表：2017-2019年浙江九翎营业收入及净利润



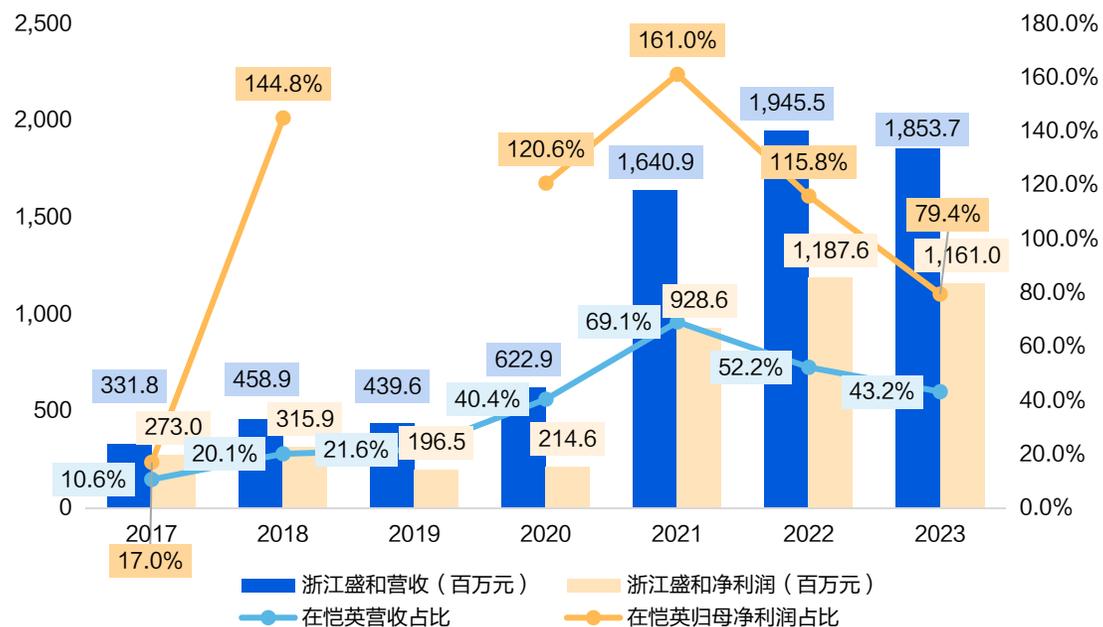
图表：浙江九翎面临诉讼赔偿情况

披露日期	仲裁申请人	被申请人	原因	索赔金额
2019/12/21	娱美德娱乐有限公司	浙江九翎	未根据传奇H5相关合同的约定，支付最低保证金（部分）、月度分成费、激励费	76.6亿元
2020/04/07	娱美德娱乐有限公司	德清盛乐浙江九翎	未根据传奇H5相关合同的约定，支付授权使用费、奖励金及相关利息，律师费和仲裁费	5.0亿元
合计面临索赔金额				81.6亿元

1.3.2 资本运作：聚焦优质业务，100%并表浙江盛和进一步提振业绩

- 公司分别于2016年6月、2017年7月、2023年5月分三次合计23.8亿元收购浙江盛和100%股权：
 - 2016年6月，公司以2亿元收购浙江盛和20%股份，浙江盛和承诺若2016年扣非净利润未达0.8亿元则按相应比例将补偿款返还至上海恺英；若2016年扣非净利润达0.8亿元，则公司计划以25.2亿元收购浙江盛和剩余80%股份，浙江盛和承诺2017/2018/2019年净利润不低于2.5/3.1/3.8亿元，对应收购PE倍数为13/10/8x。
 - 浙江盛和2016年业绩达标，2017年7月，公司以16亿元收购浙江盛和51%股份。2023年5月，公司以5.7亿元收购浙江盛和剩余29%股份。
 - 2017-2019年，浙江盛和整个承诺期业绩完成率103.3%。2019年受版号发放减少等影响，浙江盛和业绩下滑，计提商誉减值11.5亿元，剩余商誉为8.5亿元。
- 浙江盛和以传奇品类游戏研发见长，代表作《蓝月传奇》累计流水超40亿元；同时具备创新品类研发和发行能力，发行《高能手办团》、自研《石器时代：觉醒》等成功作品。2018-2020年，盛和在公司营收占比逐年增加，2021年达69%，体现出对公司营收的有力支撑。2022年，随着其他业务收入修复，盛和占比下降。在利润端，从2017年起盛和在公司净利润占比就始终处于高位。

图表：2017-2023浙江盛和营业收入和净利润



图表：浙江盛和代表产品

游戏名	平台	发行时间	研发商	发行商	产品表现
蓝月传奇	页游	2016	浙江盛和	贪玩游戏	截至2022年末，累计流水超过40亿元
原始传奇	手游	2020	浙江盛和	贪玩游戏	首月在iOS免费榜第7，华为、oppo、vivo、应用宝等新游推荐Top5
高能手办团	手游	2020	心光流美	浙江盛和	公测前全网达成300万预约量，上线三周流水破亿元
石器时代：觉醒	手游	2023	浙江盛和	腾讯	上线首周iOS流水破1600万

二、从“稳定”到“拓盘”：传奇奇迹品类稳定核心用户群体，创新品类拓展新一代年轻用户群体

2.1 传奇产业链：包含IP授权、游戏研发、发行运营和分发渠道

- 公司位于传奇产业链中游，主要从事研发发行业务，自研《蓝月传奇》页游、《王者传奇》手游、《原始传奇》手游等成功产品。产业链上游IP授权方主要包含盛趣游戏（世纪华通子公司）、韩国亚拓士（世纪华通子公司）和韩国娱美德；产业链下游发行方主要包括贪玩游戏等。

图表：传奇游戏产业链



2.1.1 传奇IP授权：长达20年版权纠纷厘清，保障公司传奇业务发展

- 传奇IP由韩国亚拓士和娱美德共同开发，2001年由盛趣游戏代理进入中国市场，后续围绕IP授权问题，上述三方及产业链公司之间存在大量诉讼，影响传奇市场发展。
- 2023年，世纪华通与娱美德达成协议，以约27.4亿元获取传奇IP（传奇2和传奇3）未来5年在大陆地区独占授权，该授权可进行分授权，为后续公司与世纪华通深化传奇IP版权合作奠定基础。

图表：传奇IP授权纠纷情况梳理

时间	主要事件
2023	6月，上海知识产权法院终审判定世纪华通子公司盛趣游戏对《传奇世界》享有完整著作权；8月，世纪华通子公司亚拓士与娱美德达成协议，亚拓士获得《传奇2》和《传奇3》在中国大陆地区“独占的、不可转让的、可分授权的权利”
2021	最高法认定亚拓士与世纪华通子公司蓝沙《续展协议》有效，盛趣享有《传奇2》中国大陆地区的独占性授权
2017	亚拓士与蓝沙签订《续展协议》，将《软件许可协议》有效期延长至2025年；娱美德认为《续展协议》无效，提起诉讼
2016	娱美德否认盛趣《传奇2》代理权，自行将代理权以300亿韩元出售给恺英网络；亚拓士上诉至上海知识产权法院，裁定娱美德和恺英网络立即停止履行《传奇2》授权许可合同
2010	盛趣取得《传奇3》运营权
2009	《软件许可协议》被授权方变更为世纪华通子公司蓝沙信息
2008	亚拓士与盛趣签订《延期协议》，无争端情况下将《传奇2》授权延期至2017年
2004	娱美德、亚拓士与盛趣达成和解，与盛趣游戏签署的合同权限由亚拓士保留；盛趣收购亚拓士29%股份，获得亚拓士控制权
2003	盛趣自主研发传奇系列衍生品《传奇世界》公测，娱美德、亚拓士诉其侵犯著作权；娱美德单独与光通通信签署《传奇3》软件许可协议，亚拓士诉其侵权
2002	娱美德、亚拓士与盛趣签订《补充协议》，同意娱美德成为《传奇2》共有著作权人，娱美德委托亚拓士行使权利
2001	亚拓士与盛趣签订《软件许可协议》，授权盛趣中国大陆及香港地区《传奇2》游戏独家运营
2000	亚拓士与娱美德进行著作权登记，共同拥有《传奇2》著作权

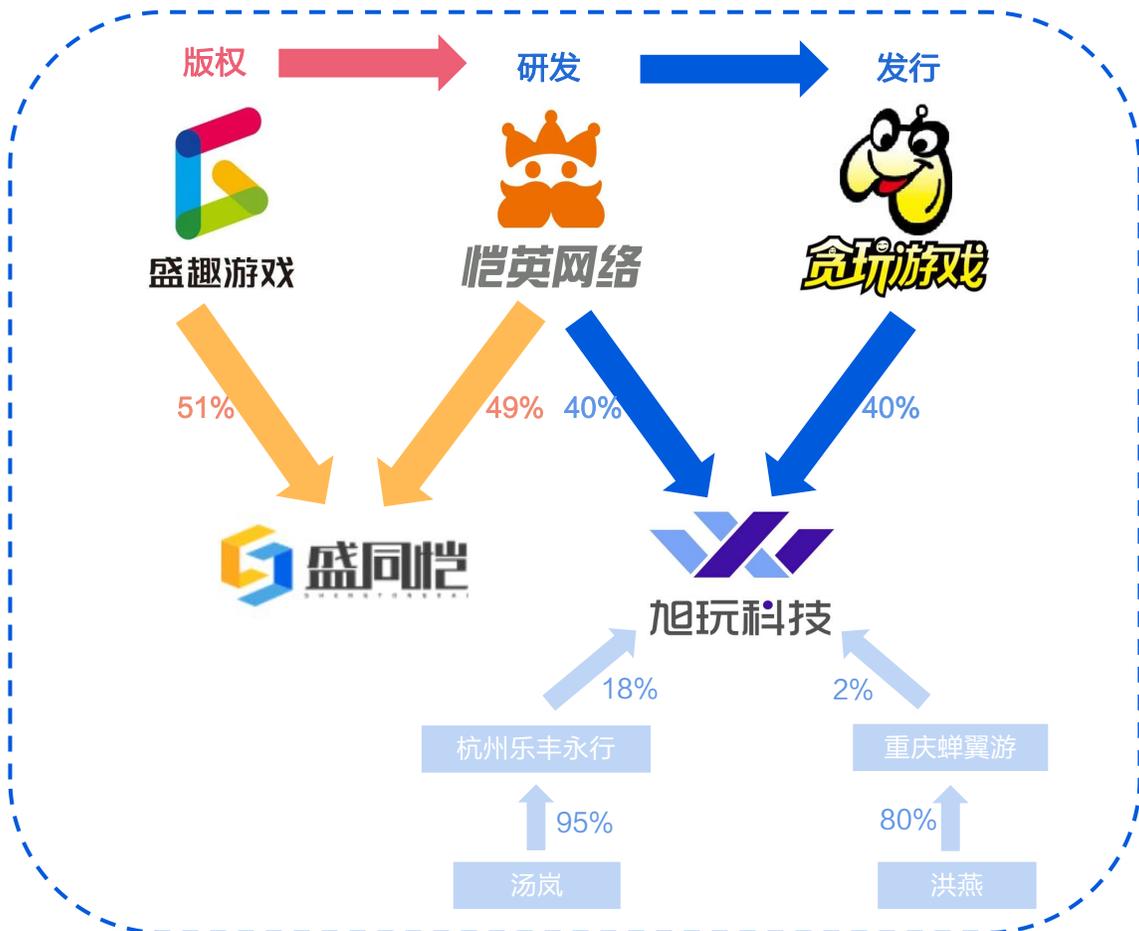
图表：世纪华通与娱美德就传奇IP授权达成协议

协议项	协议详细内容
签订时间	2023.08.09
授权人	ChuanQi IP Co., Ltd.（娱美德全资子公司）
被授权人	Actoz Soft Co., Ltd.（世纪华通控股子公司）
担保人	世纪华通
合作费	1000亿韩元/年（折合人民币约5.48亿元）
合作内容	CQ授予Atoz中国大陆地区（不包括中国香港、澳门和台湾）独占的、不可转让的、可分授权的权利，包括原版游戏（传奇2和传奇3）权利、衍生游戏权利、服务工具权利、维权权利、衍生产品权利、虚拟产品权利和影视作品权利
合作期限	初始期限1年，在按时支付下一年合作费的前提下，每次到期可续约1年，总期限至多5年到期
担保金额	5年期的合作费合计金额为5000亿韩元，折合人民币约27.4亿元

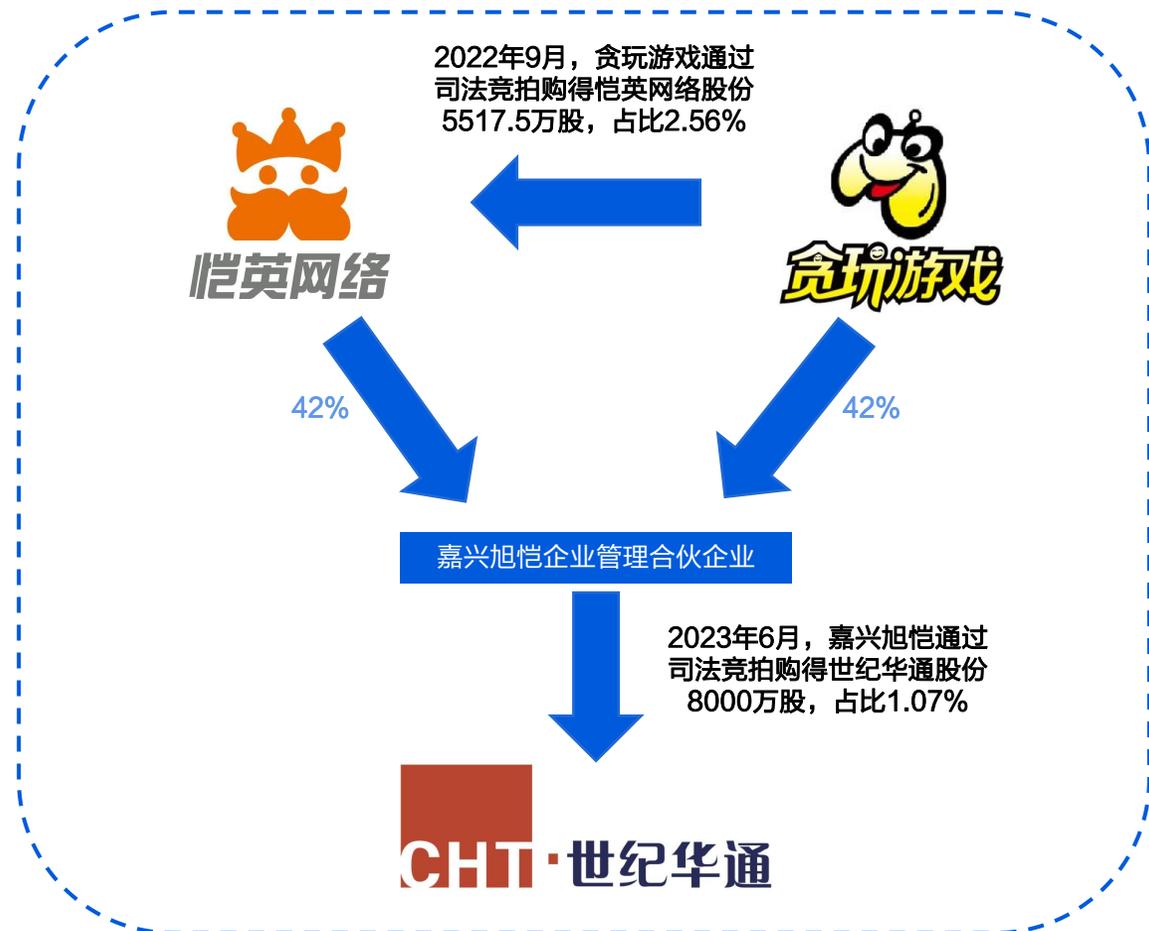
2.1.2 上下游合作：与IP方和头部发行方深度绑定

- **成立合资公司，锁定传奇IP授权。**2021年公司与盛趣游戏成立盛同恺网络科技（海南）有限公司，获取《传奇》和《传奇世界》IP的移动端独家授权；2018年公司与贪玩游戏成立浙江旭玩科技有限公司，获取《传奇》和《传奇世界》IP的PC端独家授权。
- **持股世纪华通，加强战略合作基础。**2023年，公司与贪玩游戏通过嘉兴旭恺参与世纪华通股票司法竞拍，拍得8000万股股份，占世纪华通总股本的1.07%。2023年10月，公司与世纪华通签署《战略合作协议》，世纪华通将其独占的传奇系列IP和传奇世界IP资源与公司展开深度合作，包括但不限于移动终端游戏产品、PC端游戏产品以及其他未来创新业务形态，公司负责产品研发、运营、推广等。2024年1月，公司公告计划在5亿元额度内与世纪华通进行股权投资和证券投资业务合作。

图表：公司与盛趣游戏和贪玩游戏成立合资公司情况



图表：公司与世纪华通和贪玩游戏之间持股情况



2.1.3 打击私服：IP授权统一，各方联手打击私服有望带来市场增量

- 过往传奇私服乱象严重，对正版传奇市场造成冲击。2002年《热血传奇》源代码泄露后催生大量私服，后续版权方虽持续打击私服，但IP授权的持续诉讼纠纷对打击私服的持续性和打击力度难免产生影响，私服泛滥进而侵占部分官服收益。据《新京报》统计，传奇私服案件中涉恶金额最高的超过60亿元。
- 随着传奇IP在大陆地区授权统一，公司与盛趣、贪玩的合作持续深入，未来三方有望共同发力持续打击私服乱象，实现正版传奇市场增量。

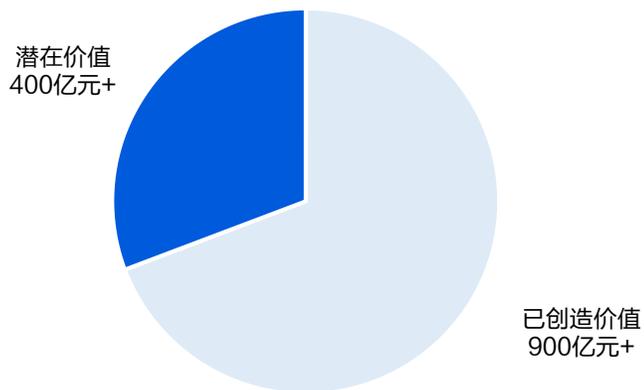
图表：传奇私服打击情况

时间	涉案金额	案情简介	处理方式
2016	60亿元+	重庆小闲公司通过流量攻击、木马挟持域名、服务器拔线等方式，强行控制4000个左右私服，并收取发布站广告费、服务器租赁费	公司实控人胡小伟被检察机关依法批准逮捕
2021	10亿元+	广东某公司非法运营传奇私服，数量达100多款，注册用户多达700万，公司经营资金流水超过10亿元，公司每年分红利润高达1.8亿元	以林某斌为首的11名犯罪集团人员被检察机关依法批准逮捕
2012	4.2亿元	唐某先后成立两家公司，并联系充值结算公司开办“传奇”私服一条龙服务，总计非法收入达4.2亿元	两家公司判处罚金人民币200万元，唐某等被告人被分别判处有期徒刑一年六个月至三年，缓刑和并处罚金
2022	6000万元+	刘某某、姚某某等9人架设传奇私服《御风传奇》，共收取充值费用6000余万元，非法牟利500余万元	判处刘某某、姚某某等9人有期徒刑一年六个月至三年不等，缓刑二年至五年不等，并处罚金四万元至一百二十万元
2016	4800万元+	2012年5月周某因涉嫌架设传奇私服非法牟利，被判处有期徒刑一年九个月，缓刑两年，周某父亲、姐夫先后帮助其非法经营数额达4800余万元	周某连同原判共执行有期徒刑五年；其父周某有期徒刑一年八个月，缓刑二年；姐夫胡某有期徒刑一年，缓刑一年二个月，并分别处以罚金
2023	3440万元	童某等通过网络开设“传奇私服”发布站从中获利，共收到涉案资金3440万元，获利1225万元	童某等退缴赃款339万元，分别判处有期徒刑，并处罚金
2022	1500万元+	刘某、徐某、刘某某制作传奇私服获利，非法经营数额达1500余万元	判处刘某及徐某某有期徒刑三年，缓刑五年，并处罚金120万元
2023	1000万元+	王某搭建传奇私服，吕某、刘某伪造支付平台，通过个人账户进行收付款，非法获利达千万余元	相关人员已被依法刑事拘留，案件进一步办理中
2023	848万元	黄某、潘某等开设传奇私服赌博平台，共收受游戏玩家赌资约848万元，为游戏玩家提现赌资约329万元	黄某、潘某等被判处有期徒刑一年至五年不等
2023	700万元+	林某、罗某搭建传奇私服《无双精品》，共收取充值费用700余万元人民币	检察院以侵犯著作权罪向法院提起公诉，法院进一步审理中

2.1.4 用户画像：大龄男性玩家为主，年轻玩家贡献增量

- 传奇IP历史悠久，市场规模大。据DataEye，截至2021年3月正版IP授权产品累计创造价值约900亿元，且有望扩大至1300亿元；累计注册用户规模超过6亿。
- 用户以30+男性为主，通过营销打法升级吸引更多年轻玩家关注。一方面，游戏代言人从港台“大哥”明星演变到女星；另一方面，通过小杨哥等KOL买量拓展下沉市场16-28岁年轻玩家。伽马数据显示截至2020年9月传奇游戏用户中20岁以下占比仅2%；DataEye数据显示截至2021年3月传奇游戏买量用户中20岁以下占比达11%，持续有年轻用户关注传奇IP。

图表：“传奇”IP价值规模（截至2021年3月）



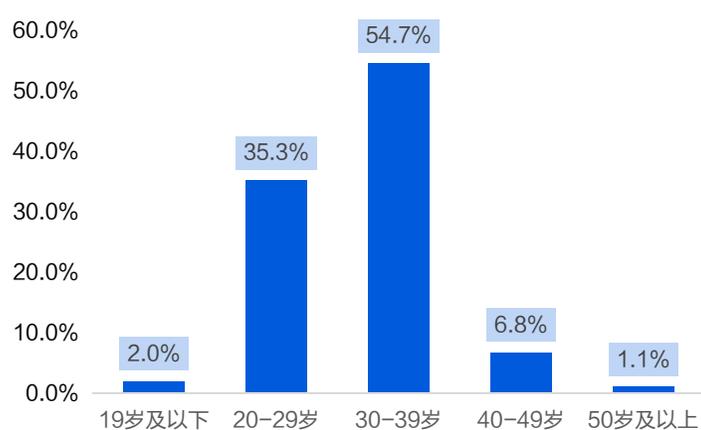
图表：部分头部传奇游戏流水（截至2021年3月）

游戏类型	游戏名称	最高月流水（亿元）	累积流水（亿元）
手游	热血传奇	7	100+
页游	蓝月传奇	2	40+
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+

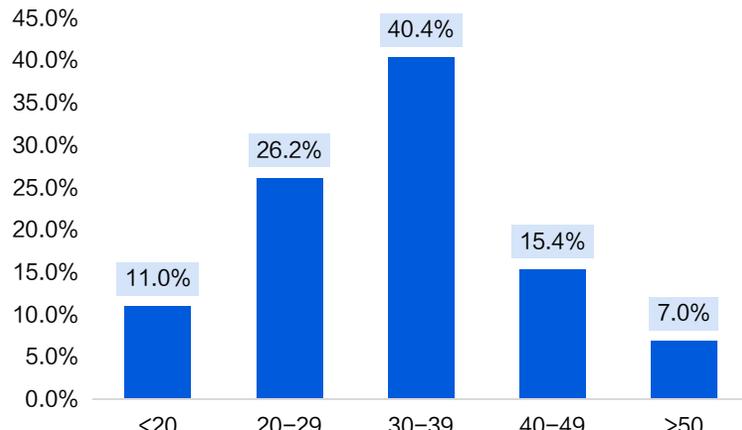
图表：《原始传奇》邀请张天爱代言



图表：伽马数据传奇玩家年龄构成（截至2020年9月）



图表：传奇游戏买量用户年龄构成（截至2021年3月）



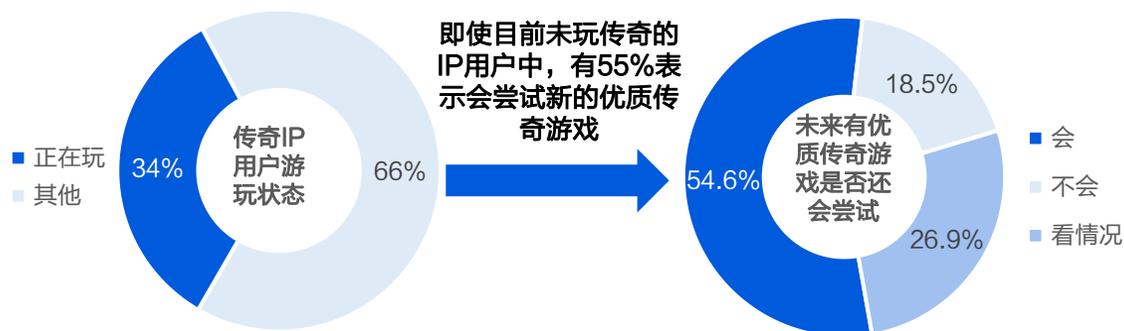
图表：传奇游戏KOL投放情况（截至2020年9月）

KOL	粉丝量（仅快手）	热投指数
“街溜子”李会长	1.7M	5,842
疯狂小杨哥	26.4M	4,754
王小源	9.3M	4,021
嘎子哥	8.4M	3,144
泡泡龙	2.8M	1,021
大蒜涛	3.8M	1,021
林言	4.8M	607
条子哥	5.8M	579

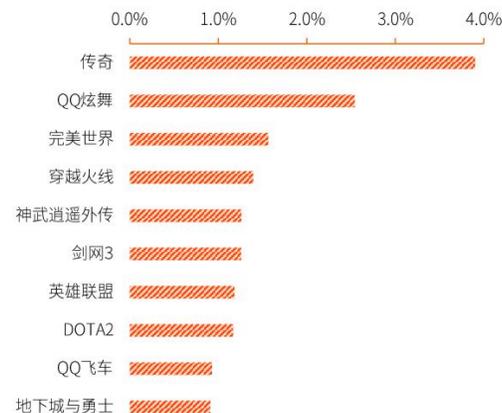
2.1.4 用户画像：对传奇IP粘性强，游戏付费能力和意愿高

- 传奇用户对IP粘性强。根据伽马数据，截至2020年9月，超3成传奇游戏用户仍然在玩传奇品类游戏；即使目前并未玩传奇游戏的用户，超50%表示未来愿意尝试优质传奇游戏。
- 传奇用户游戏付费能力和付费意愿高，有助于维持传奇品类市场规模稳定发展。

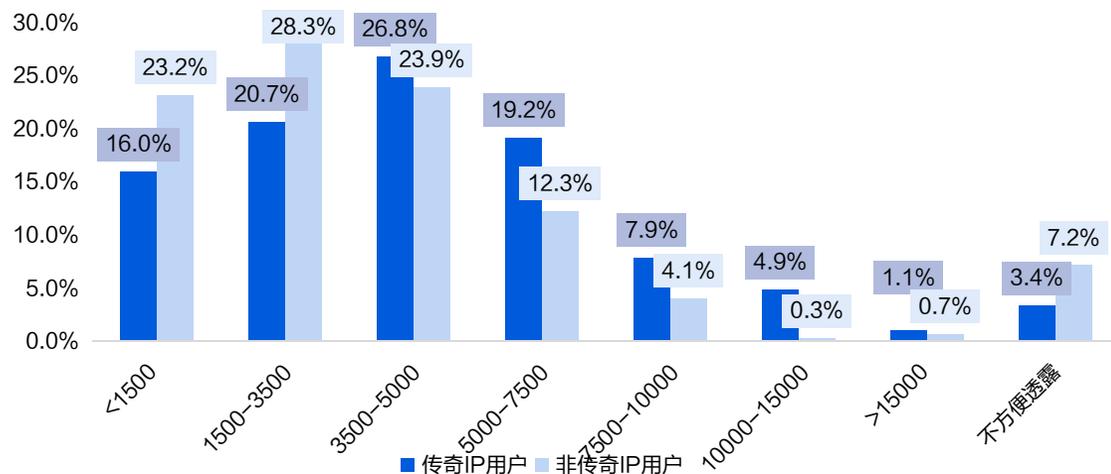
图表：传奇IP用户尝试新传奇游戏意愿



图表：伽马数据部分长线运营游戏贴吧签到率情况（2020年8月）



图表：传奇IP用户月收入（元）



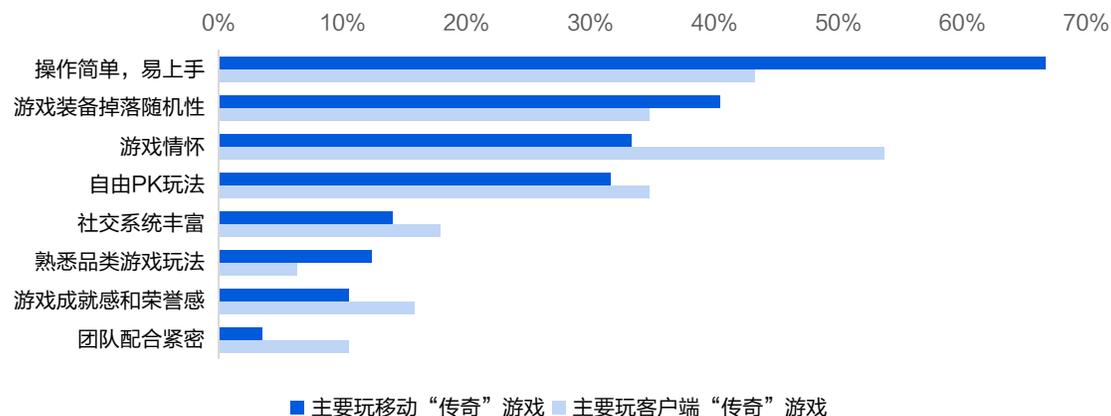
图表：伽马数据传奇IP用户月均游戏充值（元）



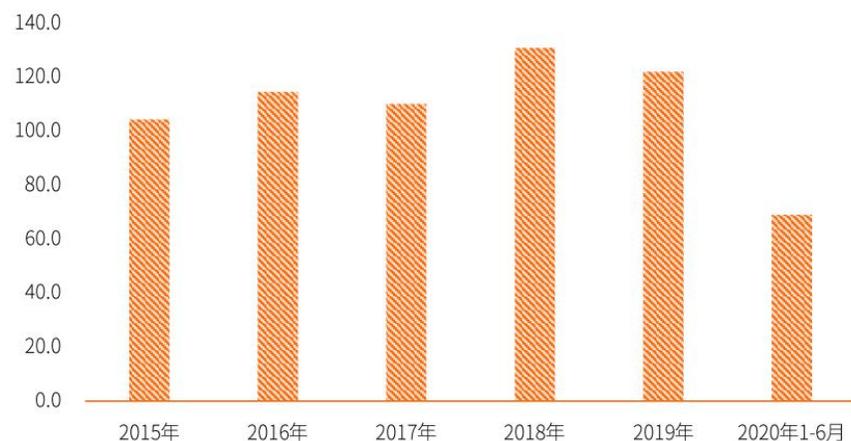
2.1.4 用户画像：追求游戏情怀，有利于产品长线运营和市场规模稳定

- **传奇品类游戏具备长线运营基础。**传奇用户追求“操作简单易上手”、“游戏情怀”、“游戏装备掉落随机性”等特性，对玩法创新、美术品质等要求不高，对其他品类的新游戏尝试意愿和学习能力不高，有利于头部产品长线运营。例如，《热血传奇》2015年上线后在App Store动作游戏畅销榜排名持续稳定在Top 150。

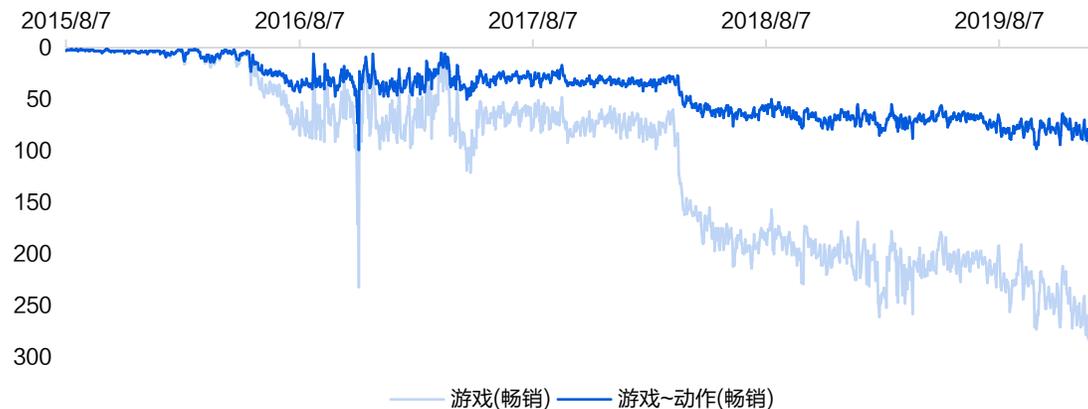
图表：用户关注的传奇类游戏特性



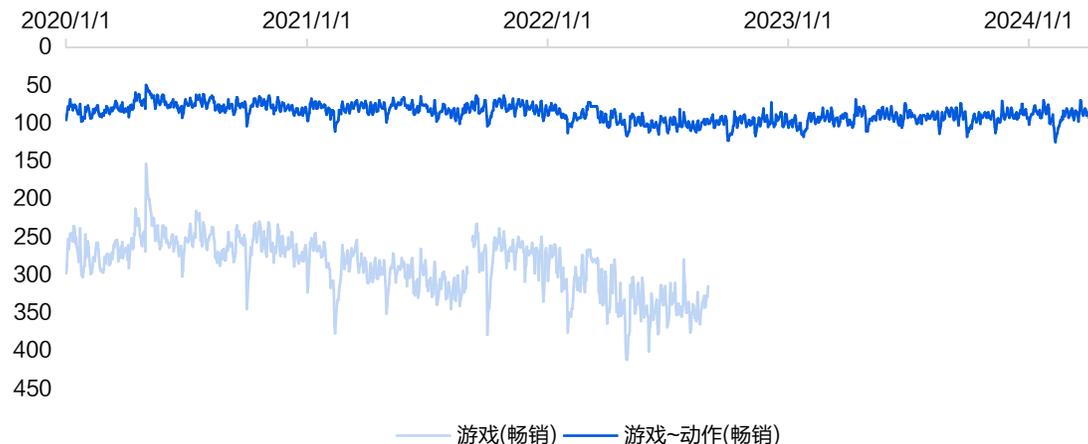
图表：伽马数据正版传奇IP游戏流水情况（亿元）



图表：2015-2019年《热血传奇》APP Store畅销榜排名



图表：2020年-2024年4月9日《热血传奇》APP Store畅销榜排名



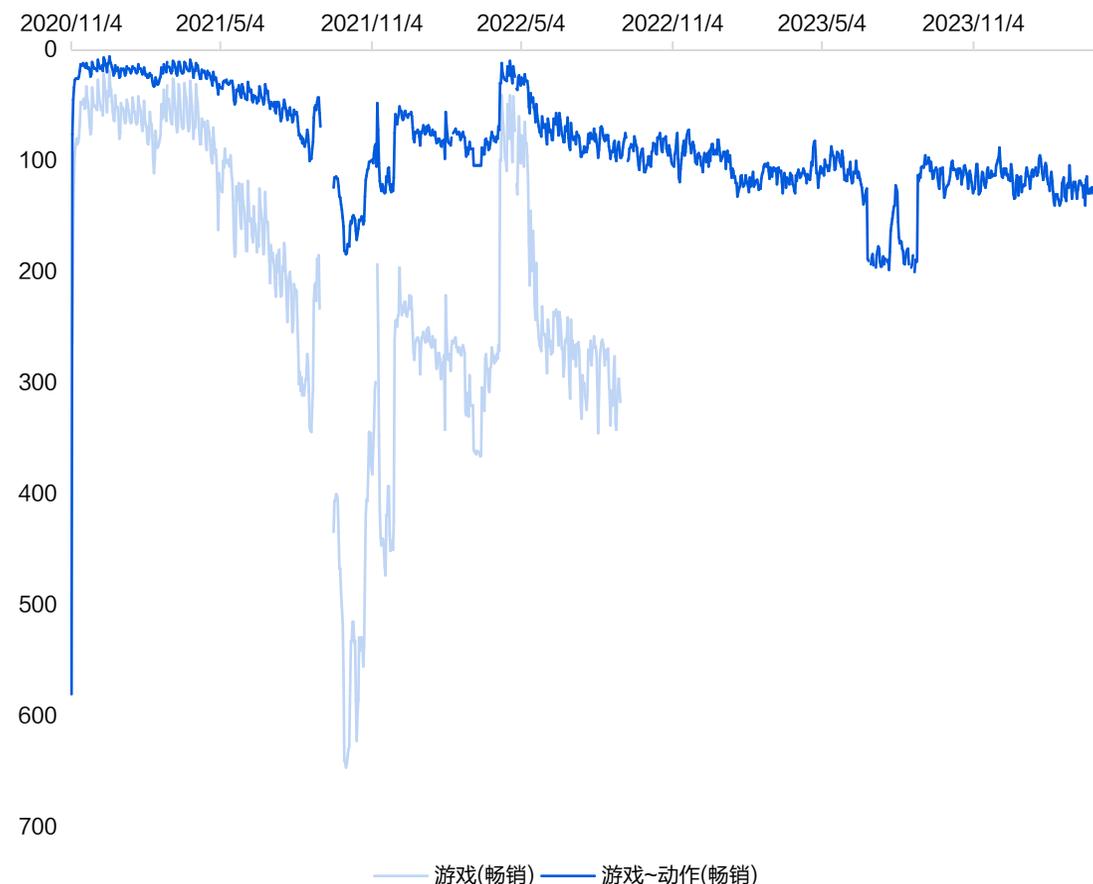
2.2.1 产品情况：传奇品类长青产品长线运营，重磅新品储备充足

- 公司传奇品类研发和长线运营经验丰富，《蓝月传奇》累计流水破40亿元、《王者传奇》累计流水破30亿元、《原始传奇》累计流水破10亿元，均为长线运营典范。
- 传奇用户关注“装备掉落”、“自由PK”、“社交系统”等传奇专属玩法特性，公司对上述玩法设计、传奇用户诉求有深刻理解，有助于产品长线运营和新品研发迭代。公司储备重磅新品《龙腾传奇》和《梁山传奇》已获版号，根据市场需要和存量产品生命周期灵活推出。

图表：公司传奇品类产品情况

游戏名	(预计)上线时间	研发商	发行商	类型	产品表现
《蓝月传奇》	2016.6	恺英网络 (浙江盛和)	贪玩游戏	页游	最高单月流水破2亿元，累计流水超40亿元
《王者传奇》	2017.4	恺英网络	恺英网络	手游	连续8个月华为月度游戏畅销榜第1；累计流水破30亿元
《原始传奇》	2020.6	恺英网络 (浙江盛和)	贪玩游戏	手游	累计流水破10亿元
《蓝月传奇2》	2021.1	恺英网络	腾讯	手游	上线进入中国iOS游戏畅销榜TOP50
《热血合击》	2021.3	恺英网络 (浙江盛和)	贪玩游戏	手游	首日登顶AppStore免费榜
《热血习武》	2023.5	恺英网络 (杭州亿沐)	-	手游	-
《龙腾传奇》	-	恺英网络	-	手游	储备产品， 2022/4/8获版号
《梁山传奇》	-	恺英网络	-	手游	储备产品， 2023/7/26获版号
《王者传奇2》	-	恺英网络	-	手游	储备产品， 2023/12/25获版号

图表：2020年-2024年4月9日《原始传奇》APP Store畅销榜排名



2.2.2 产品情况：奇迹品类优势稳固，重磅IP挖掘70/80后玩家增量

- 公司联合研发及独家发行《全民奇迹MU》起家，后延续在奇迹品类的研发运营优势，持续推出爆款新品。
- 公司发挥自身研发及IP获取优势，推出《石器时代：觉醒》、《全民江湖》等产品，成功拓展在“70/80后”群体的增量机会。

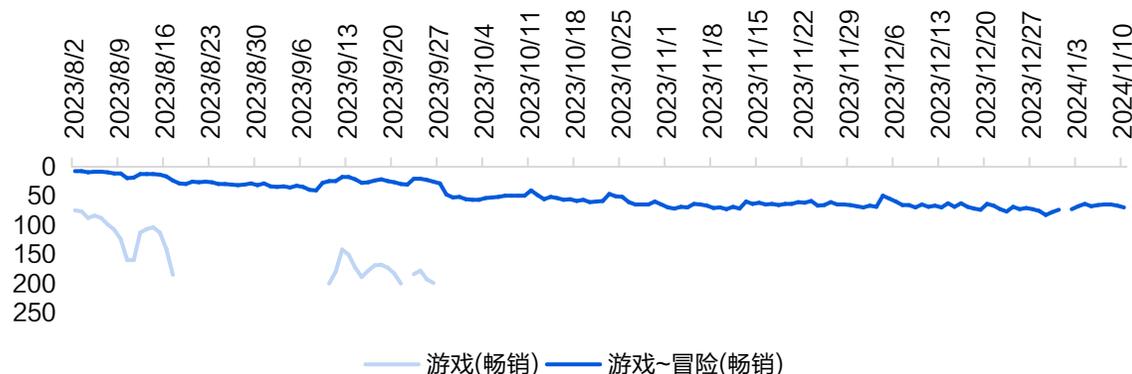
图表：公司奇迹品类产品情况

游戏名	上线时间	研发商	发行商	类型	TapTap评分	产品表现
《全民奇迹》	2014.12	天马时空/恺英网络联合研发	恺英网络	手游	-	截至2021年，累计流水收入破83亿元
《天使之战》	2022.1	恺英网络	恺英网络	手游	5.9	截至2022年11月，累计流水破10亿元
《永恒联盟》	2022.9	恺英网络（浙江盛和）	恺英网络	手游	7.7	-

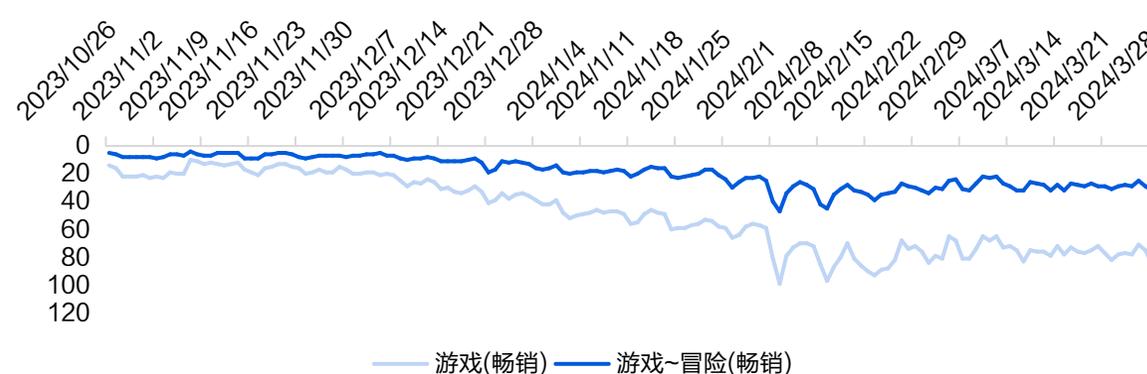
图表：公司推出石器时代、热血江湖IP产品情况

游戏名称	上线时间	类型	研发商	发行商	玩法	游戏表现
《全民江湖》	2023.8.2	手游	浙江盛和	贪玩游戏	MMO	iOS免费榜Top1 2023年“玩家最喜爱的移动网络游戏”金翎奖
《石器时代：觉醒》	2023.10.26	手游	浙江盛和/ 腾讯联合研发	腾讯	回合制RPG	最高App Store畅销榜第8，免费榜第1

图表：2023年-2024年1月10日《全民江湖》畅销榜排名



图表：2023年-2024年3月29日《石器时代：觉醒》畅销榜排名



2.2.3 产品情况：创新品类实现用户拓盘，建立研发发行优势

- 针对90后及更年轻的玩家群体，公司自研《敢达争锋对决》、《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、《魔神英雄传》等创新品类游戏，实现用户拓盘的同时积累研发、发行和运营经验，助力新品迭代。

图表：公司创新品类产品表现

游戏名称	上线时间	平台	研发商	发行商	游戏类型/玩法	游戏表现
敢达争锋对决	2017.12.29	手游	恺英网络 联合研发	恺英网络	3D动作对战	最高App Store畅销榜 Top 60
高能手办团	2020.9.27	手游	心光流美	恺英网络 (浙江盛和)	卡牌放置挂机	国服首月流水过亿元；首日Appstore卡牌免费榜第一，卡牌畅销榜第二；海外发行上线次周韩国App Store畅销榜Top7
刀剑神域黑衣战士：王牌	2021.6.9	手游	恺英网络	哔哩哔哩	MMORPG	最高IOS免费榜第二，畅销榜第八
魔神英雄传	2021.6.23	手游	恺英网络	恺英网络	卡牌RPG	最高IOS免费榜第一，畅销榜第七
新倚天屠龙记	2022.11.22	手游+小程序	恺英网络	恺英网络	RPG	中国香港地区、中国台湾地区App Store免费榜第一
仙剑奇侠传：新的开始	2023.9	小程序	恺英网络 联合研发	恺英网络	回合制RPG	进入微信小游戏畅销榜Top10
	2024.1.26	手游	恺英网络 联合研发	恺英网络	回合制RPG	首日App Store免费榜Top15，畅销榜保持在Top200
纳萨力克之王	2023.11.21	手游	浙江盛和（恺英网络）	哔哩哔哩	回合制卡牌	首日排名IOS免费榜第二，上线次日进入App Store 游戏畅销榜的Top 20 位

2.2.4 产品情况：2024年创新品类产品储备丰富，有望贡献业绩增量

- 2024年公司创新品类自研和代理产品矩阵丰富，有望打开新一轮产品和增长周期。

图表：公司创新品类产品pipeline

(预计) 上线时间	主要产品	终端	模式	类型	题材	上线地区	版号获取时间
2024.1	仙剑奇侠传：新的开始	手游	联合开发	回合制RPG	仙剑IP	国内	2022/12/10
2024.2	怪物联萌	小程序	代理	塔防	休闲	国内	2016/8/4
2024.6	怪物联萌	手游	代理	塔防	休闲	国内	2016/8/4
2024H1	群英觉醒	手游	代理	战棋	古风	国内	2017/7/13
2024H1	太上补天卷	手游+小程序	代理	RPG	古风	国内	2022/6/5
2024	关于我转生变成史莱姆这档事：新世界	手游	代理	魔国建设RPG式策略养成	关于我转生变成史莱姆这档事IP	国内	2023/12/21
2024	斗罗大陆：诛邪传说	手游	自研	MMORPG	斗罗IP	国内	2023/9/22
2024	古怪的小鸡	手游	代理	塔防	休闲	国内	2023/11/30
2024	代号信长	手游	联合开发	SLG	信长之野望IP	海外	-
-	盗墓笔记：启程	手游	自研	ARPG手游	盗墓笔记IP	国内	2024/4/22
-	纳萨力克：崛起	手游	自研	MMORPG	OVERLORD IP	国内	2024/2/1
-	山海浮梦录	手游	自研	卡牌	东方异世仙侠	国内	2021/3/4
-	龙腾传奇	手游	自研	MMORPG	传奇IP	国内	2022/4/8
-	梁山传奇	手游	自研	MMORPG	传奇IP	国内	2023/7/24
-	代号DR	手游	自研	MMORPG	龙族IP	国内	-
-	一念永恒：少年追梦	手游	代理	ARPG	一念永恒IP	国内	2023/5/19
-	图兰卡的挽歌	手游	自研	RPG	二次元奇幻冒险	国内	2023/5/19
-	归隐山居图	手游	自研	回合制卡牌	休闲3D	国内	2022/11/16
-	临仙	手游	自研	-	二次元	国内	2023/10/25
-	妖怪正传2	手游	代理	卡牌	中国仙怪	国内	2023/6/20

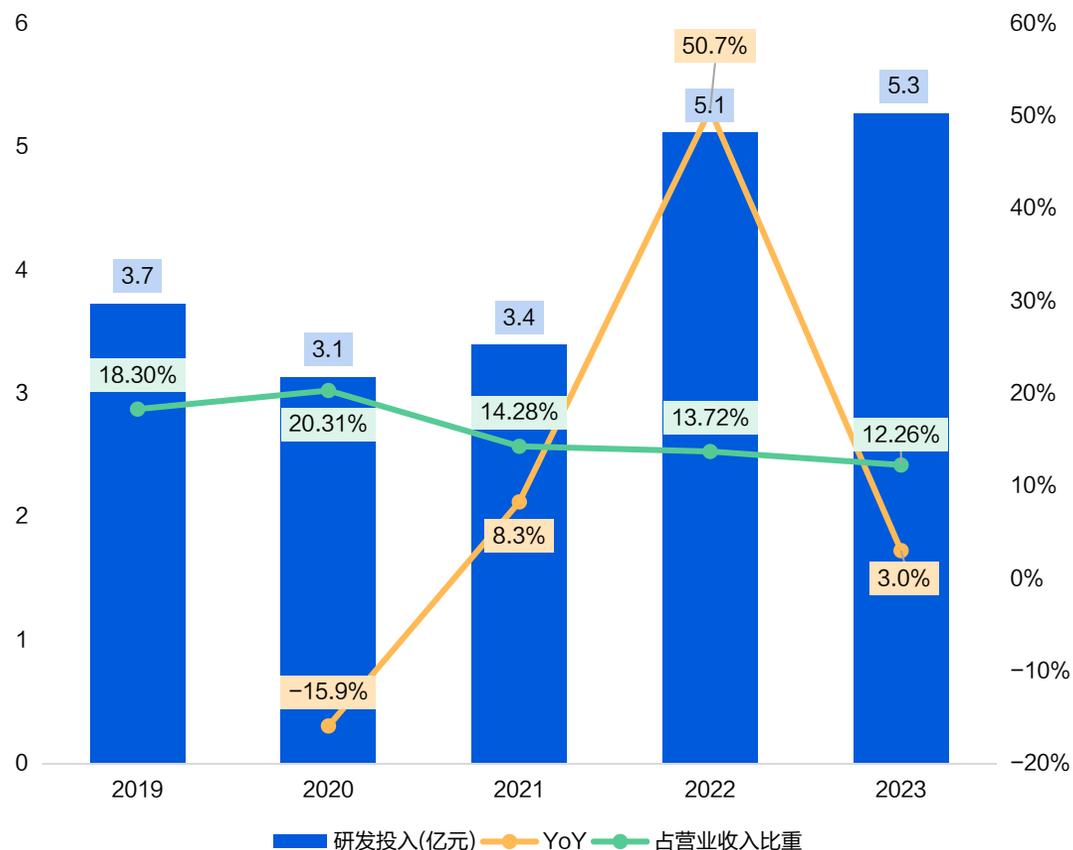
三、从“单点”到“立体”：依托“研发、发行、投资+IP”三驾马车，建立立体游戏业务矩阵

3.1.1 研发侧：研发投入稳步增长，团队能力持续加强

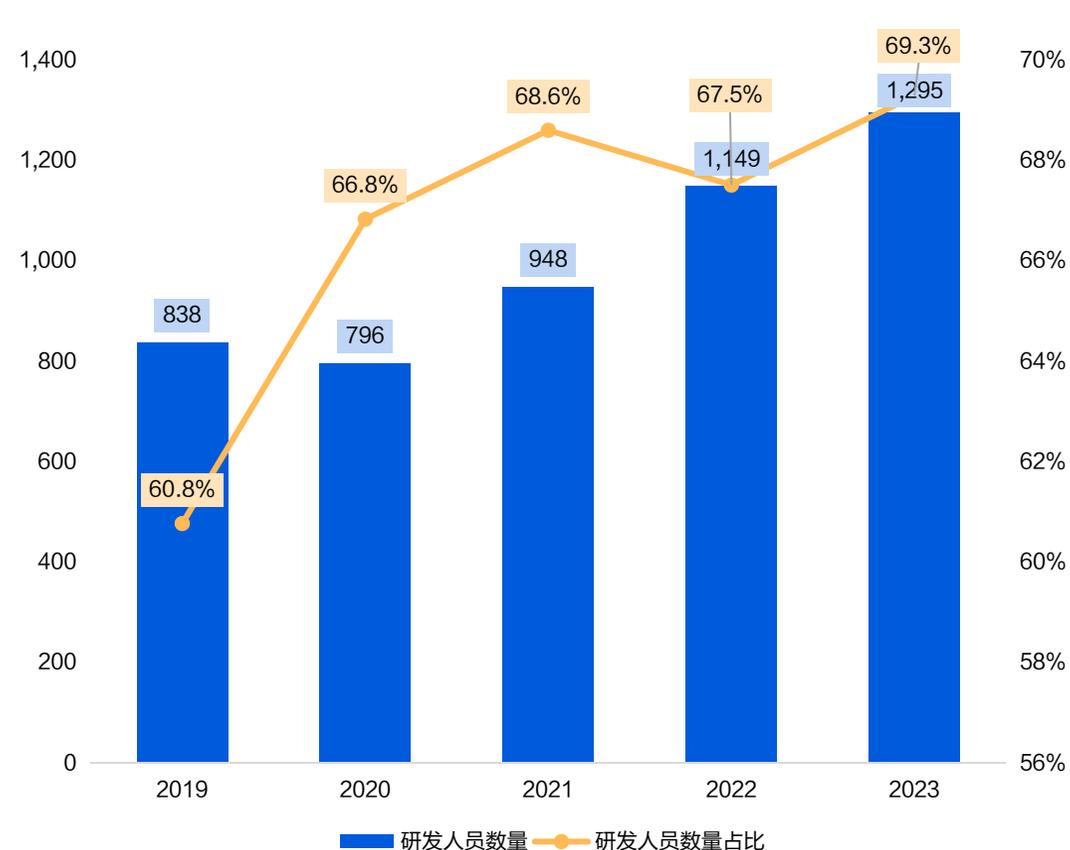
- 公司持续加大研发资金和人才投入，增强研发能力。

- 2021年以来，研发资金投入持续增长，2022年达5.1亿元，同比增长50.7%；2023年达5.3亿元，同比增长3.0%。
- 2021年以来，研发人员数量持续增加，2023年达1295人，在公司人员数量中占比达到69.3%。

图表：2019-2023公司研发投入



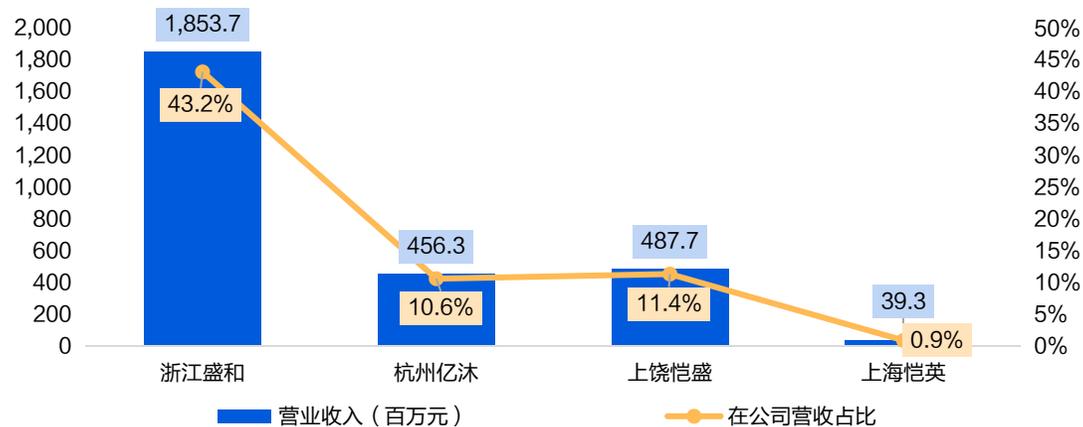
图表：2019-2023公司研发人员数量（人）



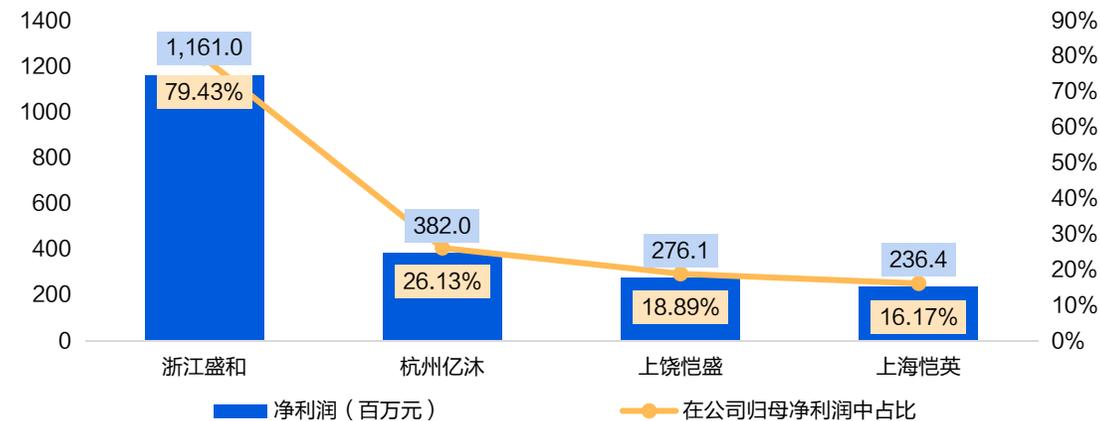
3.1.2 研发侧：研发架构持续升级，建立完善工业化体系

- 公司研发业务主要依托4大子公司——上海恺英、上饶恺盛、杭州亿沐和浙江盛和，均为100%控股。
- 2023年收购浙江盛和剩余股权后，公司研发体系进一步打通，通过技术和美术中台实现技术和人员的统筹共享和一体化，提高研发效率并降低研发成本。

图表：2023年公司自研业务主要子公司营业收入



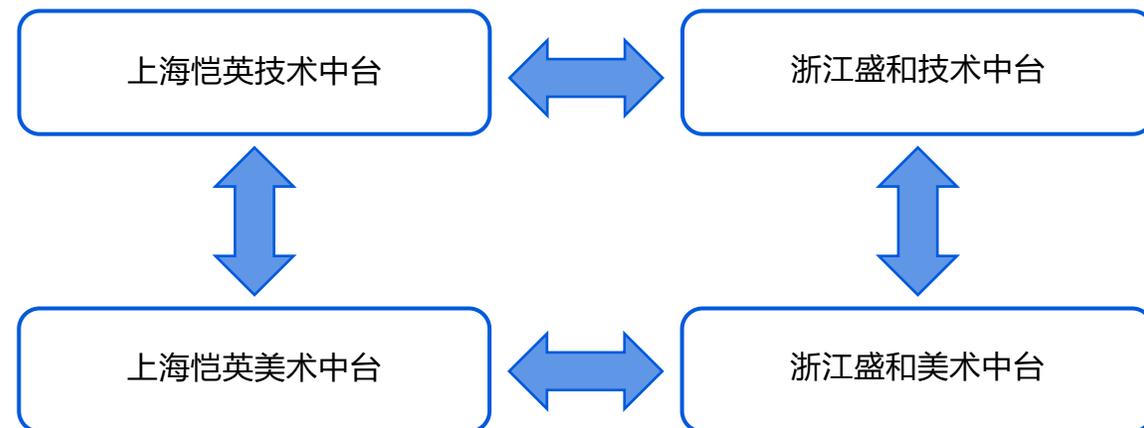
图表：2023年公司自研业务主要子公司净利润



图表：公司研发体系实现管线化、标准化、模块化、自动化



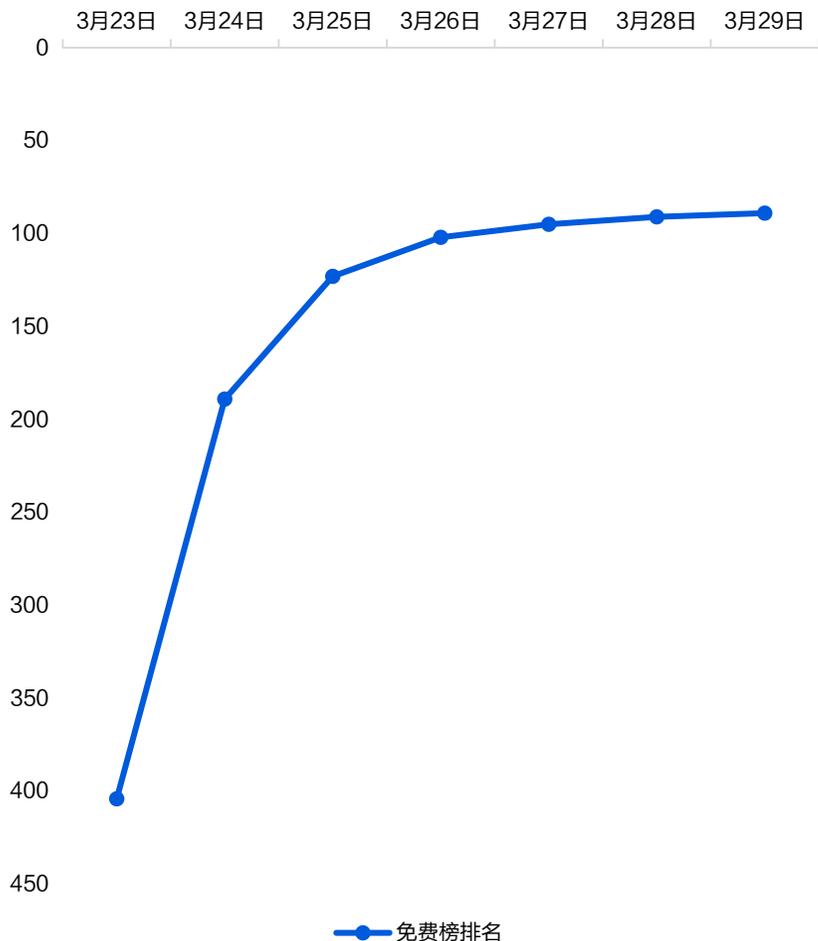
图表：公司中台体系打通



3.1.3 发行侧：传奇品类探索社区化发行运营，成效显著

- 公司推出996传奇盒子APP，聚合新服推荐、电竞赛事、直播、社区等内容，增强传奇用户粘性。2024年3月以来，996传奇盒子进入App Store免费榜Top100。

图表：传奇盒子iOS免费榜排名情况



图表：传奇盒子iOS功能

新服推荐

直播 语音 短视频

关注 推荐 热门 新服 美女 传世

- 【探服先锋】185微变冰... 1.85 单职业 微变 微变
- 185专属大极品-一怪一... 1.85 专属 沉默 极品
- 【探服先锋】180火龙单... 1.80 复古 火龙 沉默
- 【新服推荐】尊腾传奇火... 1.85 单职业 火龙 微变
- 【新服推荐】金龙无限刀... 1.95 单职业 专属 超变
- 【新服推荐】金龙无限刀... 1.85 沉默 专属 单职业
- 【沉默推荐】-八极创世沉默... 1.85 专属 沉默 单职业
- 亿途大极品的直播间 1.76 复古 微变 极品

传奇直播

直播 语音 短视频

关注 推荐 热门 新服 美女 传世

- 新服上线甜萌主播 陪你砍传奇
- 【新服推荐】狂雷合击 1.85 合击 三职业 复古
- 【探服先锋】185微变冰... 1.85 单职业 微变 微变
- 【新服推荐】金龙无限刀... 1.95 单职业 专属 超变
- 【新服推荐】龙行沉默 1.85 沉默 专属 单职业
- 猫咪呀 1.3万
- 想你啦~ 颜值 星秀

赛事/社区

传奇 传世 游戏

新服 找服 任务 交易 排行 赛事

精选推荐 精选专题

- 必玩好服 福利直播 广告 全民电
- 发现 广场 关注
- 神隐沉默：分享游戏体验、玩法、攻略 赢千元奖励
- 文章盲盒 名人堂 攻略合集 鬼服探险 玩家视频

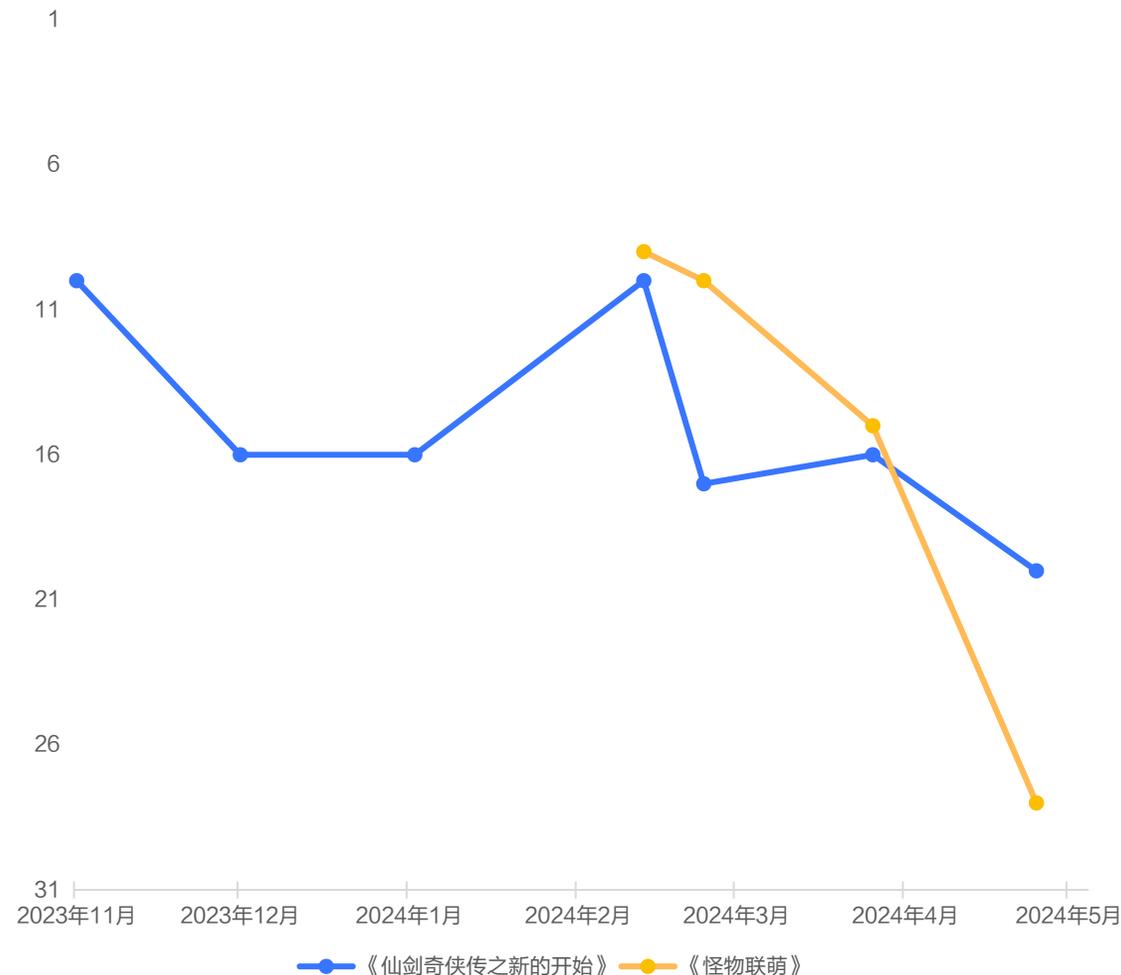
3.1.4 发行侧：2023年起小游戏表现亮眼，2024年持续贡献业绩增量

- 2023年下半年起，公司敏锐洞察小游戏机会，发行多款产品位居畅销榜前列。截至2024年3月，《怪物联萌》、《仙剑奇侠传：新的开始》分列微信小游戏畅销榜Top10和Top17。

图表：2024年3月微信小游戏畅销榜厂商分布

排名	公司名	产品数量	小游戏名称
1	三七互娱	7	寻道大千、无名之辈、灵魂序章、霸业、叫我大掌柜、三国兵临天下、斗罗大陆之武魂觉醒
2	家乡互动	5	微乐斗地主、微乐四川麻将、微乐家乡麻将、微乐捉鸡麻将、全民学霸
3	疯狂游戏	4	咸鱼之王、疯狂骑士团、肥鹅健身房、道天录
4	腾讯	3	腾讯欢乐斗地主、元梦之星、欢乐麻将
5	4399	3	冒险大作战、桃花师、球球世界
6	寰宇九州	3	小鸡舰队出击、塔防精灵、进击物语
7	益世界	3	这城有良田、我是大东家、商业都市
8	大梦龙途	3	向僵尸开炮、国王旨意、葫芦娃大作战
9	恺英网络	2	怪物联萌 (第10)、仙剑奇侠传之新的开始 (第17)
10	波克城市	2	跃动小子、欢乐游戏人

图表：2023年11月-2024年5月公司重点游戏微信小游戏畅销榜排名情况



3.1.5 发行侧：重拾出海战略，2024年重磅产品有望打开海外市场

- 公司在港澳台和韩国市场拥有发行基础。《敢达争锋对决》海外版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，在中国香港、中国台湾、韩国地区稳定运营三年；《新倚天屠龙记》在港台取得iOS游戏免费榜第一的成绩。
- 公司储备信长之野望IP新品，后续上线日本市场，有望贡献收入增量。
- 信长之野望IP在日本市场广阔，多款产品长线稳定，同时近一年缺乏新品。信长之野望是光荣特库摩旗下日本战国时代IP，在日本游戏市场有超过40年历史，作品横跨主机、PC和手游平台。2022年以来有3款信长之野望IP的SLG上线日本市场，收入表现较为稳定。

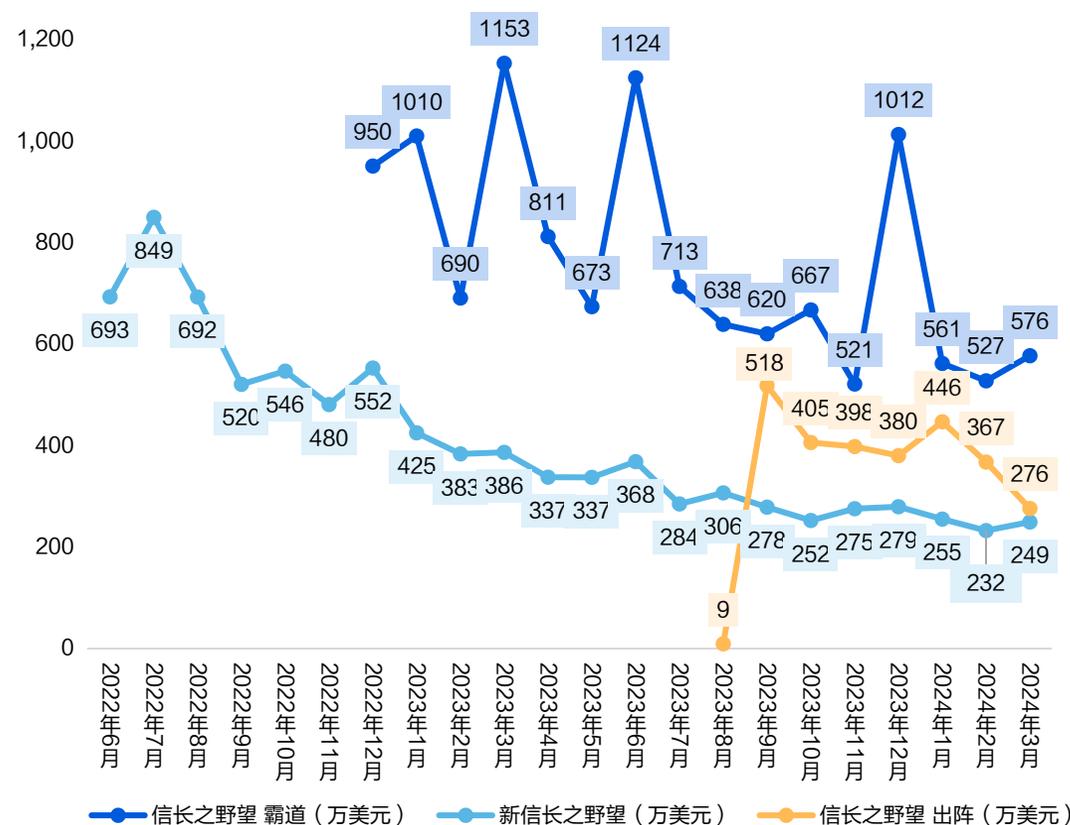
图表：信长之野望IP在日本发展历史

时间	产品表现
1983年	《信长之野望》系列作品第一部发行
2010年	社交游戏《百万人的信长之野望》注册人数超100万
2012年	社交游戏《百万人的信长之野望》注册人数超200万
2018年	《信长之野望》系列作品累计销量突破1000万
2022年	手游《信长之野望 霸道》月销售额突破10亿日元

图表：信长之野望部分产品steam销量

版本	发行时间	Steam预估销量（万份）
《信长之野望·新生》	2022年	12.80
《信长之野望·大志》	2017年	6.38
《信长之野望·创造》	2013年	6.61
《信长之野望·天道》	2009年	2.13
《信长之野望·革新》	2005年	1.72

图表：2022年以来信长之野望IP的SLG手游日本市场流水



3.1.6 投资+IP：投资聚焦游戏主业，补强研发实力和研发品类

- 公司聚焦游戏主业，通过战略投资长期绑定优秀游戏研发团队，投后赋能提升被投资企业价值。投资业务坚持差异化布局，补强自研产品线，丰富产品矩阵；根据游戏行业发展趋势灵活调整投资策略，2024年在差异化的基础上强调成本控制，发力小程序游戏赛道，同时补充中轻度手游和端游研发力量。

图表：截至2023年12月部分投资公司情况

投资公司	持股比例	首次投资时间	擅长品类	公司简介
旭玩科技	40.00%	2020H2	MMORPG	《传奇》、《传奇世界》PC独家权利方
星跃互动	30.00%	2020H2	SLG	在研两款历史题材SLG游戏
非玩不可	22.00%	2021H2	传奇类	传奇类《烈焰重生》、《魔神之战》、《烈焰之刃》进入微信小程序畅销榜TOP30
仟憬网络	23.75%	2021H1	MMORPG	拥有全平台自研自发能力，在研科幻题材游戏《Grok!》
动钛网络	20.00%	2021H2	AVG	代表作《怪谈事件簿》、《移魂侦探》、《莫比乌斯的电波》
幻杳网络	20.00%	2022H1	RPG	基于虚幻引擎的AIGC工具高精度渲染图，在研开放世界冒险动作游戏
沧溟网络	20.00%	2019H2	MMORPG	代表作《玄中记》，国服畅销榜最高第24名、免费榜第1名
数字浣熊	15.91%	2020H2	卡牌	代表作国风卡牌RPG《妖怪正传》
终极幻境	17.43%	2020H2	卡牌/二次元	代表作《奇点时代》公测首月流水即达3000万元
光粒游戏	16.33%	2021H2	SLG/模拟经营	代表作太空星战SLG《无尽银河》与二次元模拟经营《诺弗兰物语》
银之匙	15.00%	2022H2	卡牌	代表作《NBA梦之队》、《航海王：启航》等
余烬科技	15.00%	2022H1	RPG	核心团队来自2K中国，在研科幻第三人称潜入游戏《Evotinction》
上海臣旒	60%	2022H1	VR	代表作《Mecha Party》

3.1.7 投资+IP：持续深耕IP业务，赋能游戏主业

- 公司内部孵化和外部引入丰富的IP资源，涵盖经典游戏、人气小说、知名动画等，多款IP改编爆款产品反哺游戏主业，未来产品储备丰富。
- 公司与多个海外IP版权方建立良好合作关系，为持续合作奠定坚实基础。建立专门IP监修团队和IP中台，保证IP授权游戏的研发质量和还原度，以获得IP方的认可。

图表：公司IP储备

储备IP	IP原作类型	IP开发类型	IP开发产品	预计上线时间/已上线产品情况
盗墓笔记	小说	手游	盗墓笔记：启程	-
死神千年血战篇	动画	手游	死神手游	-
奥特曼	动画	手游+端游	奥特曼手游	-
斗罗大陆	小说+动画	手游	斗罗大陆：诛邪传说	2024
信长之野望	日本游戏	手游	代号信长	2024
OVERLORD	动画	手游	纳萨力克之王	2023.11上线，进入AppStore游戏畅销榜top20
			纳萨力克：觉醒	-
机动战士敢达	动画	手游	敢达争锋对决	2017 海外版获中国香港、中国台湾地区App Store免费榜第一
关于我转生变成史莱姆这档事	动画	手游	关于我转生变成史莱姆这档事：新世界	2024
龙族	韩国游戏+小说	手游	代号DR	-
倚天屠龙记	小说	手游+小程序	新倚天屠龙记	2022 中国香港地区和中国台湾地区iOS游戏免费榜第一
刀剑神域	动画	手游	刀剑神域黑衣剑士：王牌	2021 上线首日获iOS免费榜第二、畅销榜第七
石器时代	端游	手游	石器时代：觉醒	2023 上线首日获iOS排行榜第一，首日注册用户破千万，最高畅销榜第八
仙剑奇侠传	影视	手游+小程序	仙剑奇侠传：新的开始	2023 进入微信小游戏畅销榜Top20
热血江湖	漫画+端游	手游	全民江湖	2023 首日流水破亿元，2023年“玩家最喜爱的移动网络游戏”金翎奖
百工灵	漫画+小说	漫画+小说	《百工灵》《百工灵不灵》	2022 入选浙江省文化艺术发展基金资助项目，获杭州市动漫游戏产业专项资金支持
岁时令	漫画+图书	漫画+图书	《岁时令》《岁时令之广源天》 《岁时令·宋人四季》	2022+2023 获国家社科基金重大课题项目支持

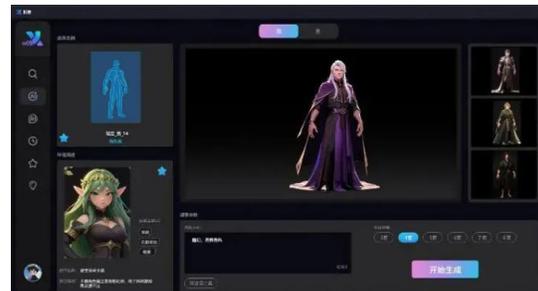
3.2 AI业务：自研“形意”大模型研发提效，“IP+游戏”有望一键化实现

- 公司基于多款线上产品数据以及丰富的IP资源，自研“形意”大模型，在游戏研发业务中得到深度应用。
- “形意”大模型主要拥有“形”与“意”两大功能。“形”着重图像生成能力，可生成UI框体/技能/物品图标等精细美术资产、3D负责地形图/2D砖块地图等大面积美术资产、风格化角色原画等；“意”着重文本内容的理解与处理能力，可快速拆解IP文学剧本，一键生成场景/道具/人物形象以及任务线等。
- 公司积极探索AINPC技术，自研斗罗大陆IP手游计划通过引入AIGC及AINPC技术提升玩家体验。

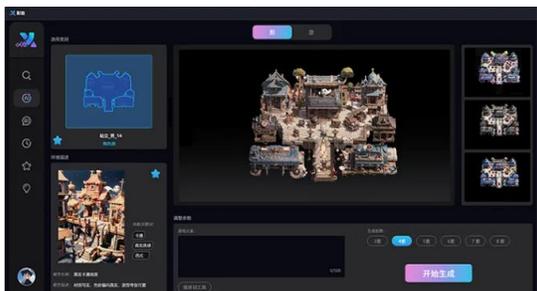
图表：“形意”生成UI框体等美术资产



图表：“形意”生成风格化角色概念图



图表：“形意”生成2.5D复杂地图资产



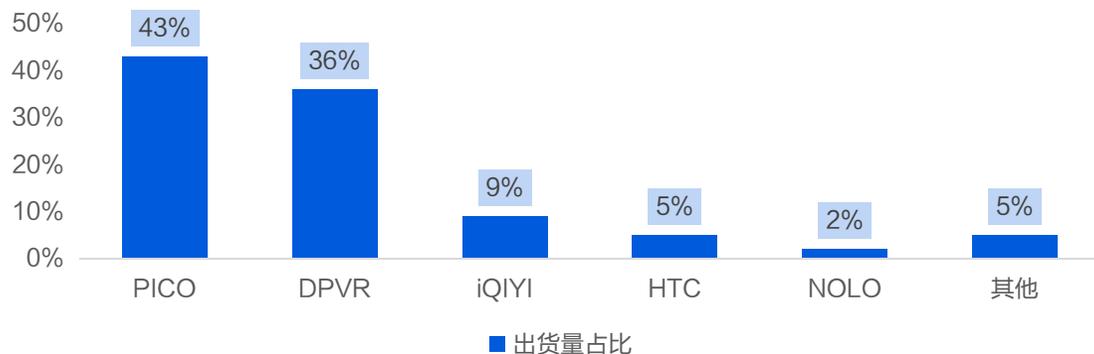
图表：“形意”自动拆解IP文本剧情、生产场景概念图



3.3 XR业务：投资布局XR软/硬件生态，首款VR游戏已上线海外

- 硬件布局：投资国内领先的VR硬件厂商乐相科技（持股6.93%），据Counterpoint，其产品大朋VR在2022年出货量位居中国Top2。
- 应用布局：2022年4月，公司投资臣旄网络（持股60%），团队从业经验丰富，首款VR游戏已上线海外。
 - 臣旄网络创始人潘峰为上海多媒体行业协会副会长，从业经验丰富。团队成员平均行业从业经验超15年，专注于XR、主机，LBE以及手机游戏和应用，致力于为用户提供全新的游乐体验，在多个国际一线游戏和影视项目中合作，被美国DIGICAPITAL评为2018、2019年“全球XR娱乐领军者”。
 - 臣旄网络VR游戏《Mecha Party》于2024年3月8日登录PlayStation北美服与Steam平台，后续上线PlayStation欧服、亚太服、国服。

图表：2022年中国市场DPVR出货量占比



图表：Mecha Party宣传图



图表：DPVR涵盖消费级和企业级产品



图表：Mecha Party实机战斗图

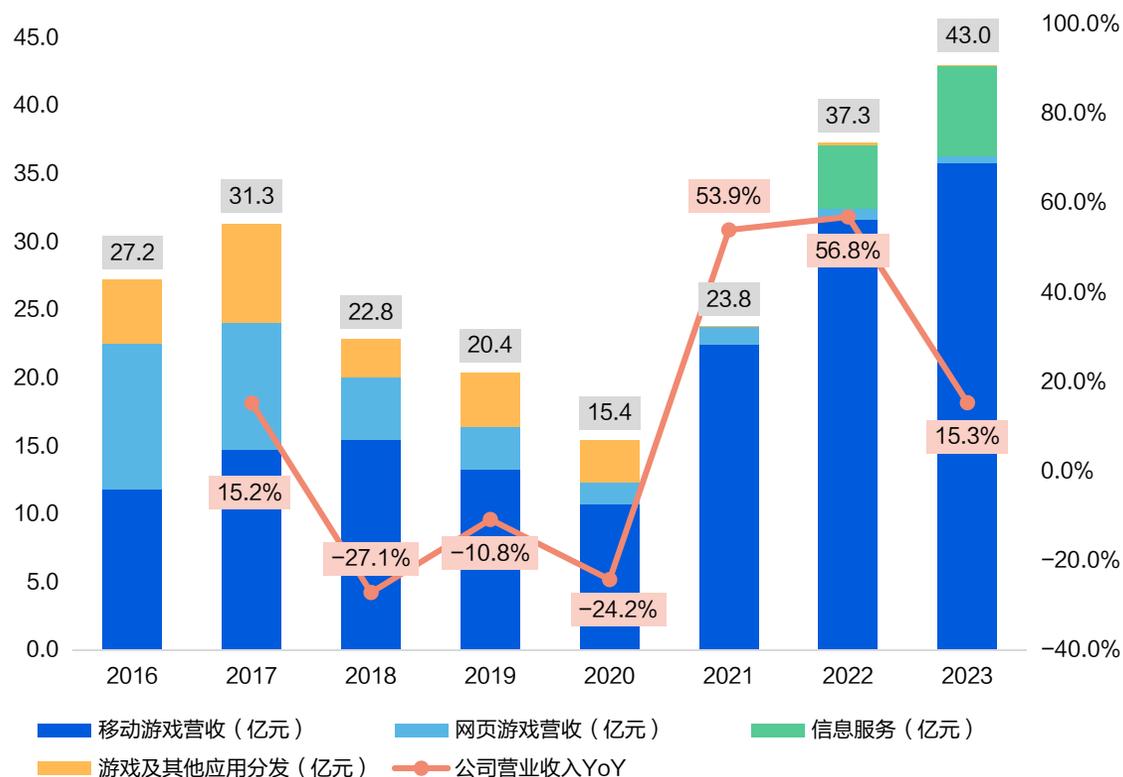


四、财务及估值分析

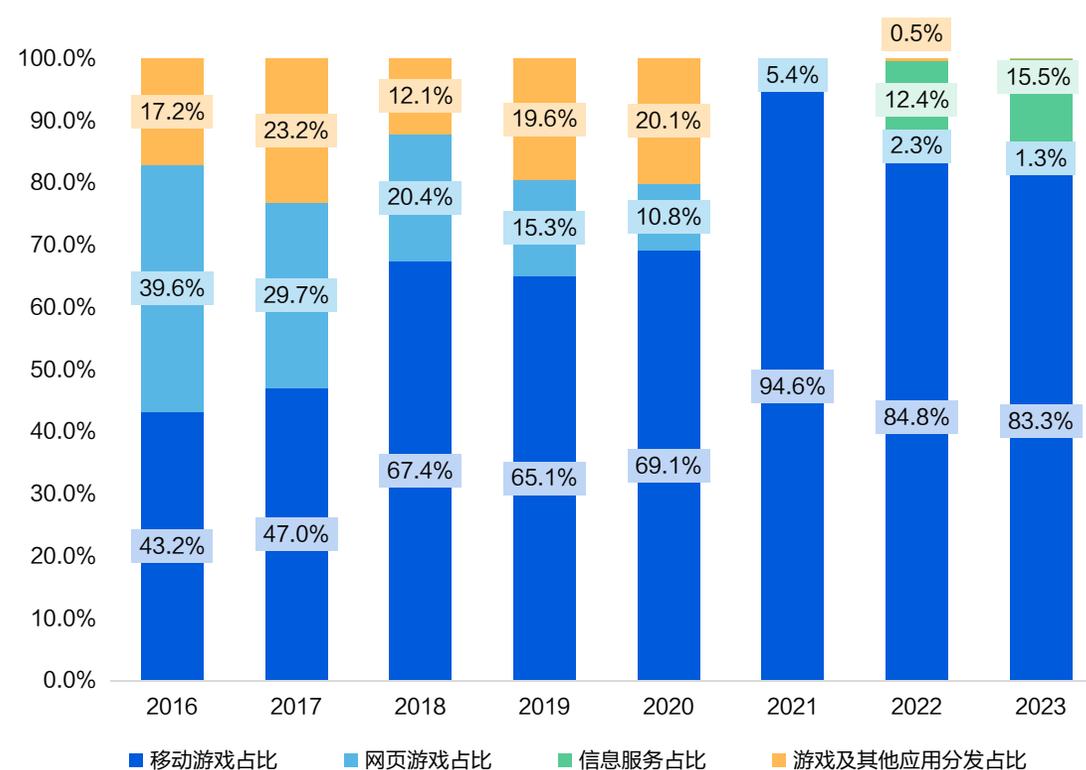
4.1 营业收入：2021年起营业收入重回增长区间，手游占比持续提升

- 经过2018-2020年的业绩下滑后，以金锋为核心的新任管理层聚焦游戏主业，解决前任管理层遗留问题，带领公司经营回归正轨。2023年，重磅新游《全民江湖》、《石器时代：觉醒》、《纳萨力克之王》等上线助力公司营收达到43.0亿元，YoY+15.3%。“页转手”策略成效显著。近年来移动游戏在营收占比持续提高，2023年占比达83.3%。
- 2021年营收达23.8亿元，YoY+53.9%。传奇品类《蓝月传奇2》、《热血合击》以及创新品类的《刀剑神域黑衣战士：王牌》、《魔神英雄传》上线贡献增量。
- 2022年营收达37.3亿元，YoY+56.8%。奇迹品类《天使之战》、《永恒联盟》以及创新品类《新倚天屠龙记》上线贡献增量。

图表：2016-2023年公司营业收入及分业务营业收入情况



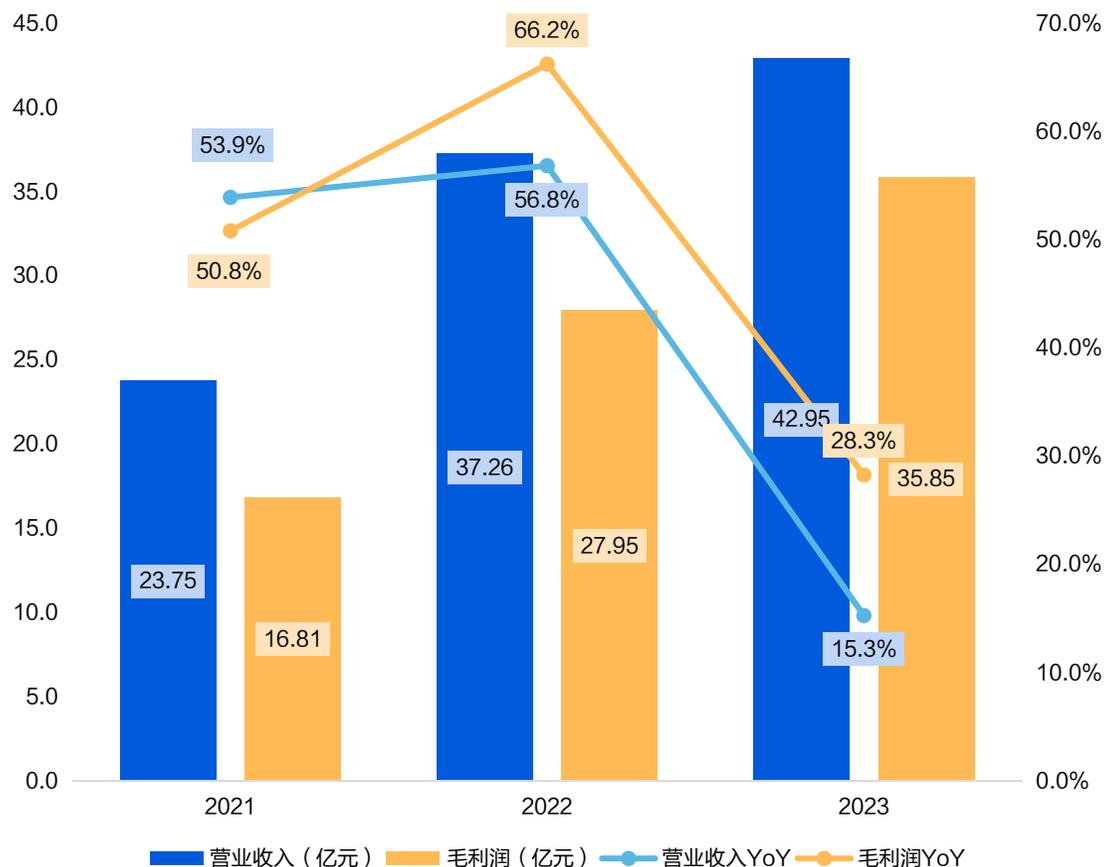
图表：2016-2023年分业务营业收入占比



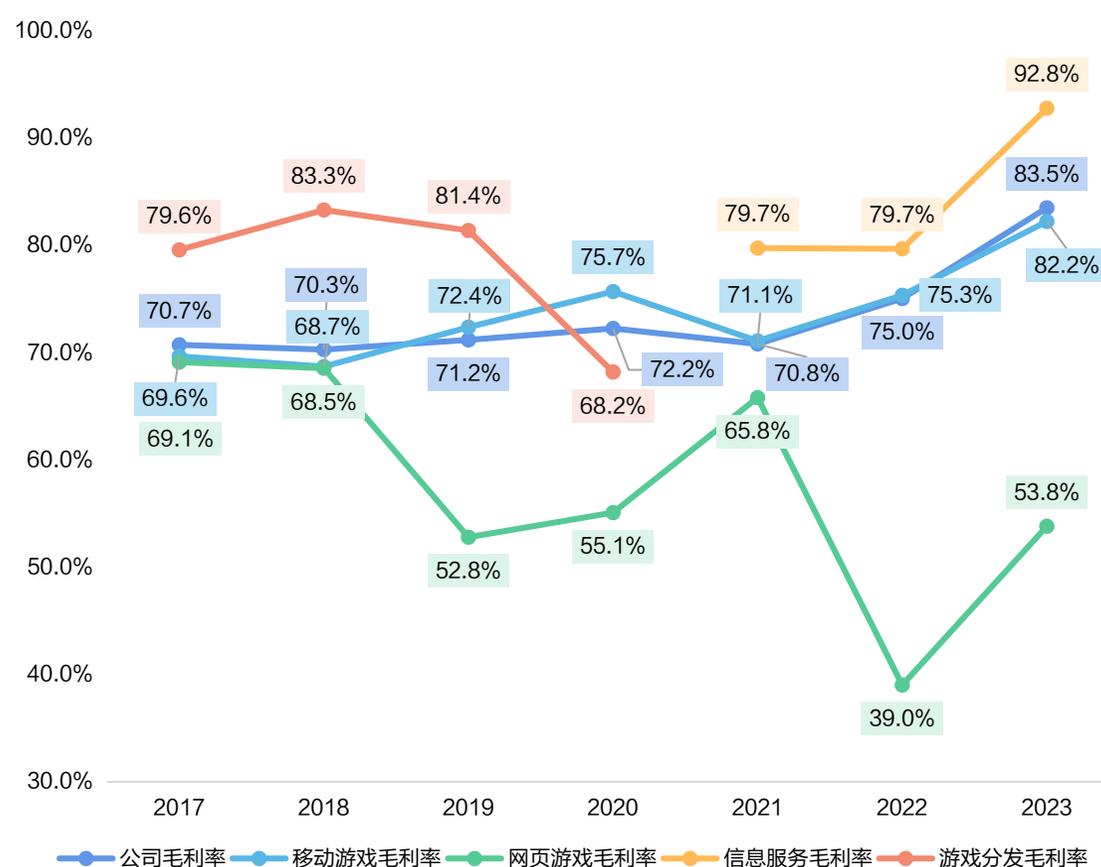
4.2 毛利率：手游转型及自研业务推进，助力毛利持续提升

- 公司以页游研发和发行起家，自研了单月最高流水超4500万元的页游《蜀山传奇》；随后将研发优势拓展至手游业务，自研手游《王者传奇》累计流水破30亿元；2021年起，进一步将研发优势拓宽至传奇奇迹之外的创新品类，自研手游《纳萨力克之王》、《魔神英雄传》等。
- 随着公司手游转型以及自研业务的持续推进，毛利率持续提升，2023年达到83.5%。

图表：2021-2023年公司营业收入和毛利润



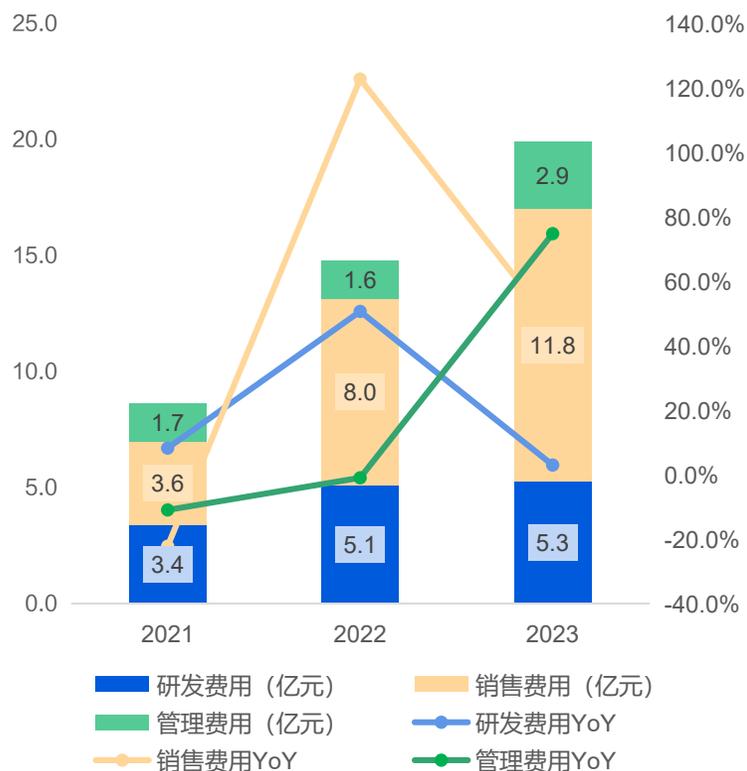
图表：2017-2023年公司及各业务毛利率



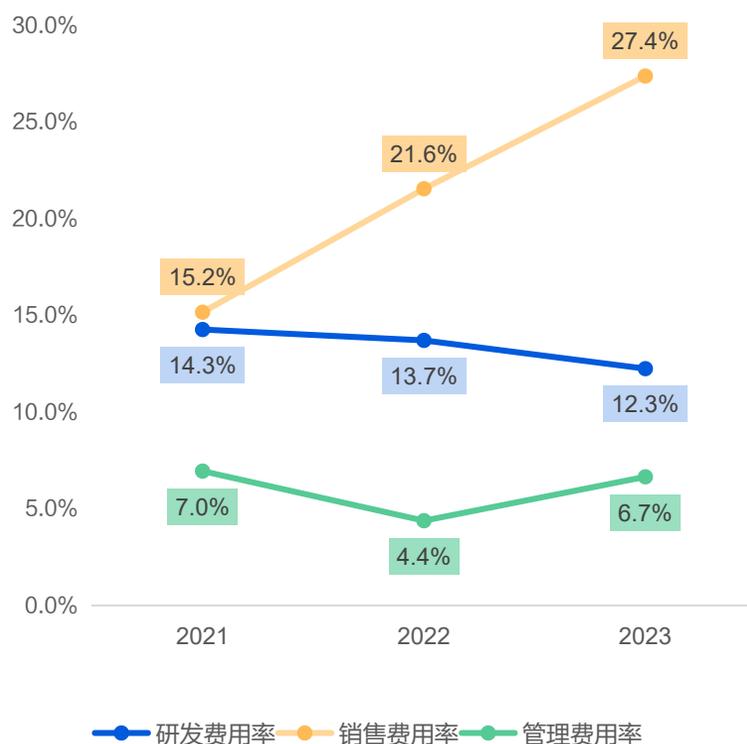
4.3 净利率：销售/研发费用分别随营收/自研业务增长，整体净利率提升

- 公司盈利规模和能力持续提升。2021/2022/2023年净利润分别为8.4/13.6/15.8亿元，YoY分别+248.1%/+61.2%/+16.1%，净利率分别35.6%/36.5%/36.8%。
- 研发费用：研发投入持续增长，由于营业收入增长，研发费用率有所降低。
- 销售费用：发行业务持续开展，销售费用持续增长。2022年发行《天使之战》《永恒联盟》《新倚天屠龙记》等重磅产品导致销售费用提升。
- 管理费用：2021-2022年保持稳定，2023年股权激励和员工持股计划导致管理费用大幅增长。

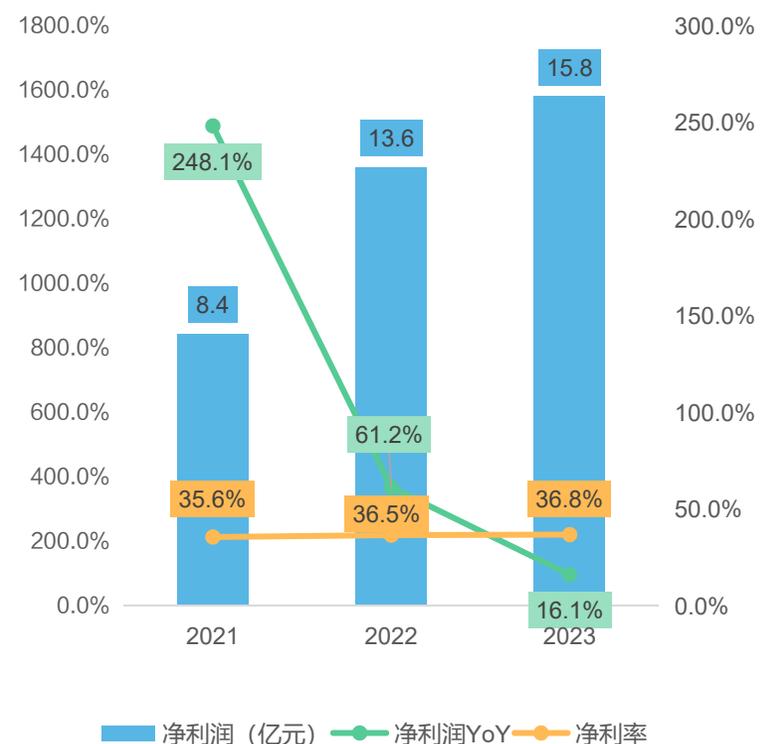
图表：2021-2023年公司研发/销售/管理费用



图表：2021-2023年公司研发、销售和管理费用率



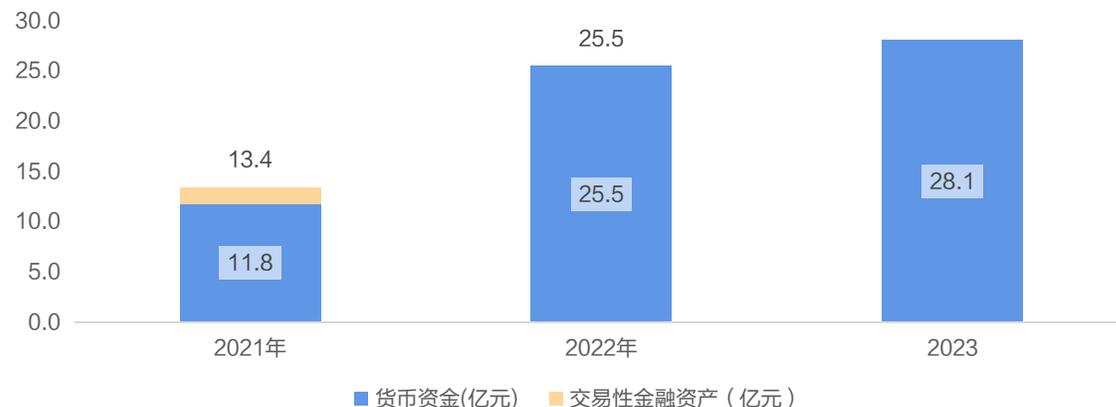
图表：2021-2023年公司净利润和净利率



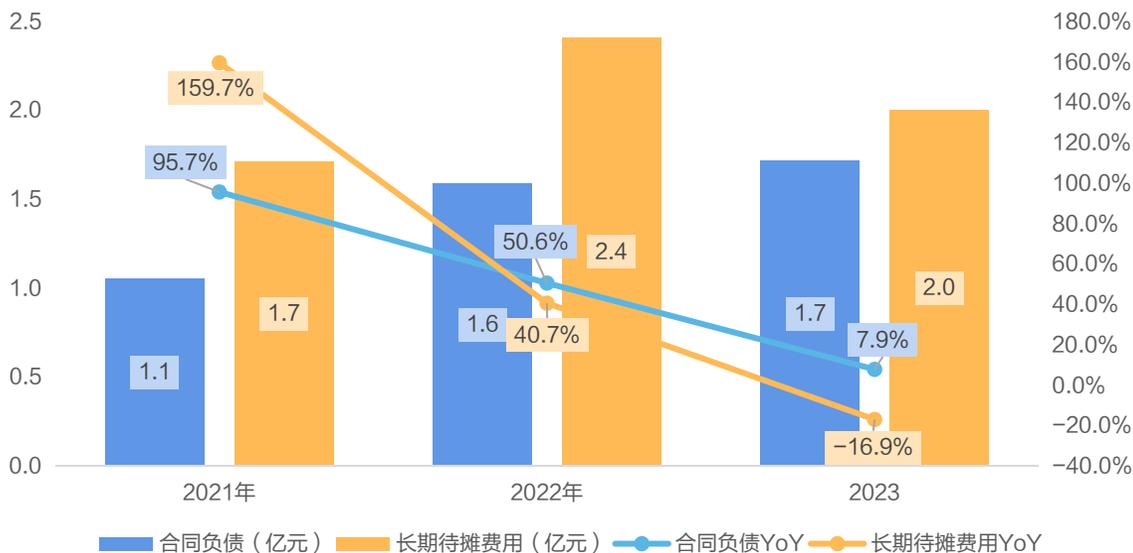
4.4 资产及现金流：现金流状况良好，现金储备充足

- 公司账上现金储备充足，可满足公司发展现金需求。2023年公司货币资金28.1亿元。
- 公司游戏业务运营稳定，合同负债（主要为充值流水摊销）持续增长。2023年公司合同负债1.7亿元，YoY+7.9%。
- 公司通过前期投入已获取丰富IP储备。2023年公司长期待摊费用2.0亿元，YoY-16.9%。
- 公司现金流状况良好。2023年经营活动产生的现金流量净额17.1亿元；2022年因收到浙江九翎原股东赔偿款导致投资活动产生现金净额达4.5亿元，2023年投资浙江旭恺导致投资活动产生现金净额由正转负至-3.8亿元，收购浙江盛和剩余股权等导致筹资活动产生现金净额降低至-10.6亿元。

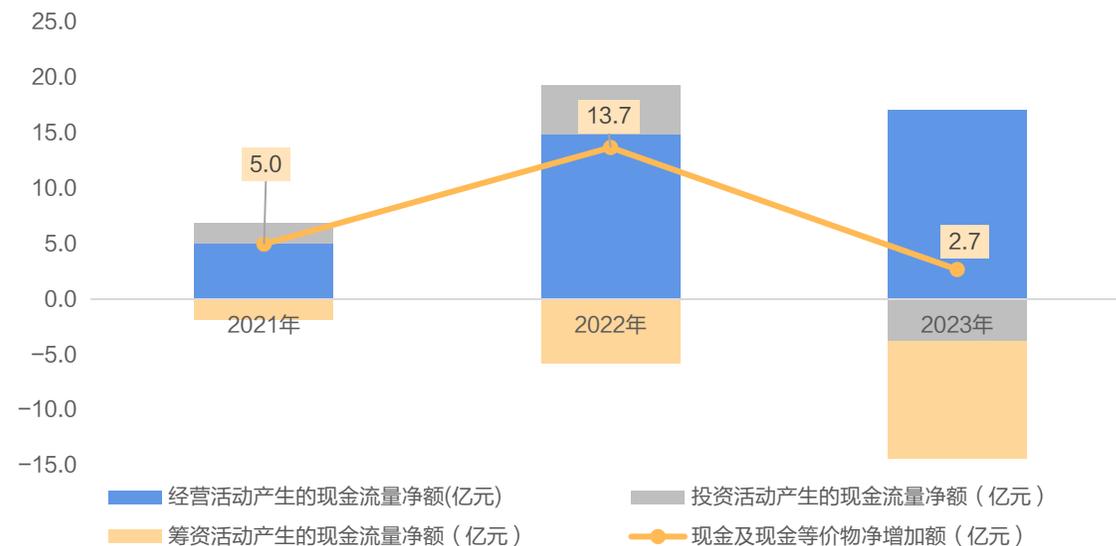
图表：2021-2023年公司货币资金和交易性金融资产（亿元）



图表：2021-2023年公司合同负债和长期待摊费用（亿元）



图表：2021-2023年公司现金流及现金余额情况（亿元）



◆ 盈利预测与投资评级：

公司聚焦游戏“研发、发行、投资+IP”主业，坚持复古情怀类游戏与创新精品类游戏的双轮驱动策略，同时自研“形意”大模型实现AI全面提效。2024年，公司储备自研及代理发行产品矩阵丰富，同时小程序游戏业务及海外发行业务有望为公司业绩打开进一步增长空间。我们预计公司2024-2026年营业收入为54.59/63.96/69.60亿元，归母净利润为18.65/21.87/23.57亿元，EPS为0.87/1.02/1.09元，PE为11.3/9.7/9.0X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：

行业竞争加剧：行业竞争加剧可能影响公司产品表现

新产品上线进度及表现不及预期：若公司储备产品上线排期延后或上线表现不及预期，将影响公司利润释放节奏，影响业绩确定性

老产品流水下滑：受玩家偏好变化、各国游戏政策调整等的影响，老产品流水可能下滑

运营事故：游戏运营过程中的不可预测因素可能产生负面影响

海外政策变化：海外政策如数字市场法案等的影响

管理层相关风险：管理层持股比例变化、管理层人员变动可能对公司产生影响

估值中枢下移：行业估值中枢下行可能影响公司估值水平

新技术发展不及预期：AI等技术发展不及预期可能对公司产生影响

各公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4295	5459	6396	6960
增长率(%)	15	27	17	9
归母净利润（百万元）	1462	1865	2187	2357
增长率(%)	43	28	17	8
摊薄每股收益（元）	0.68	0.87	1.02	1.09
ROE(%)	28	27	25	22
P/E	15.96	11.32	9.66	8.96
P/B	4.58	3.08	2.42	1.96
P/S	5.60	3.87	3.30	3.03
EV/EBITDA	12.52	8.41	6.57	5.44

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

恺英网络盈利预测表

证券代码： 002517

股价： 9.81

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240626

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2807	4083	5771	7652	营业收入	4295	5459	6396	6960	每股指标				
应收款项	1048	1335	1539	1650	营业成本	710	935	1066	1149	EPS	0.70	0.87	1.02	1.09
存货净额	20	16	15	12	营业税金及附加	19	27	32	35	BVPS	2.44	3.18	4.06	5.01
其他流动资产	676	830	948	1020	销售费用	1177	1765	2250	2532	估值				
流动资产合计	4550	6263	8272	10334	管理费用	286	207	171	179	P/E	16.0	11.3	9.7	9.0
固定资产	17	18	19	20	财务费用	-58	-56	-82	-115	P/B	4.6	3.1	2.4	2.0
在建工程	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	527	564	604	647	P/S	5.6	3.9	3.3	3.0
无形资产及其他	1525	1525	1535	1555	营业利润	1698	2004	2351	2533	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	518	568	618	668	营业外净收支	0	0	0	0	盈利能力				
资产总计	6610	8375	10445	12577	利润总额	1697	2004	2351	2533	ROE	28%	27%	25%	22%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	117	130	153	165	毛利率	83%	83%	83%	83%
应付款项	442	467	474	447	净利润	1581	1874	2198	2369	期间费率	33%	35%	37%	37%
合同负债	172	218	256	278	少数股东损益	119	9	11	12	销售净利率	34%	34%	34%	34%
其他流动负债	736	820	937	1010	归属于母公司净利润	1462	1865	2187	2357	成长能力				
流动负债合计	1350	1505	1667	1736	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	15%	27%	17%	9%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	1706	1673	2108	2316	利润增长率	43%	28%	17%	8%
其他长期负债	22	21	21	21	净利润	1462	1865	2187	2357	营运能力				
长期负债合计	22	21	21	21	少数股东损益	119	9	11	12	总资产周转率	0.69	0.73	0.68	0.60
负债合计	1372	1526	1688	1757	折旧摊销	116	79	69	60	应收账款周转率	4.51	4.58	4.45	4.37
股本	1515	1515	1515	1515	公允价值变动	-9	0	0	0	存货周转率	47.24	52.57	69.74	86.60
股东权益	5238	6849	8757	10820	营运资金变动	29	-319	-194	-147	偿债能力				
负债和股东权益总计	6610	8375	10445	12577	投资活动现金流	-378	-130	-130	-130	资产负债率	21%	18%	16%	14%
					资本支出	-190	-30	-30	-30	流动比	3.37	4.16	4.96	5.95
					长期投资	-187	-50	-50	-50	速动比	3.11	3.88	4.68	5.67
					其他	0	-50	-50	-50					
					筹资活动现金流	-1064	-267	-300	-315					
					债务融资	0	-2	0	0					
					权益融资	1	-11	-100	-100					
					其它	-1065	-253	-200	-215					
					现金净增加额	269	1276	1688	1881					

传媒小组介绍

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞峤，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

分析师承诺

姚蕾，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 传媒研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597