

24 July 2024

Research Analyst
Ruibin Chen
 (852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Diversified esports layout, pioneering a new era in digital sports

Investment Rating (N/A)

Forecast & Valuation	2023A	2024E	2025E	2026E
Revenue (USD mn)	83.7	90.8	104.6	133.5
Growth (YoY %)	27.0%	8.5%	15.2%	27.6%
Net profit (USD mn)	-13.3	0.2	7.2	11.9
Growth (YoY %)	110.2%	-101.3%	4210.3%	64.6%
Adjusted EBITDA (USD mn)	-1.7	7.2	14.0	22.0
Growth (YoY %)	110.2%	-484.4%	68.8%	22.8%

Investment Thesis

- Diversified business development with esports as the core.** NIP Group boasts well-known esports club brands, eStar Gaming and Ninjas in Pyjamas (NIP), and is involved in various mainstream esports. As of the end of 2023, NIPG had 125 professional players, participating in 13 major global esports leagues and winning a total of 117 championships. While deeply cultivated in the esports sector, the company also focuses on building the digital sports industry chain and exploring diversified business layouts. Its subsidiaries, MAG Studio and Dragon V, are leading event operation and content service providers in China. Additionally, eStar Entertainment, a digital sports talent brokerage agency, has signed 10,000+ broadcasters, covering major streaming platforms. Through horizontal expansion and vertical resource integration, NIPG aims to become a global comprehensive digital sports group.
- Esports team operation: multiple brand operation flourishes with more monetization opportunities.** The company operates two esports brands: the PC/console esports club Ninjas in Pyjamas and the mobile esports club eStar Gaming. By managing multiple brands, the company can cover more game tracks, obtain more event revenue shares, and mitigate the risk of underperformance by any single team in a season, ensuring long-term stability. Looking ahead, the company plans to maintain its top-tier esports organization status through organic growth and acquisitions of esports teams. It also aims to expand commercial opportunities, including brand merchandise sales and IP licensing.
- Talent management service: growing brand influence and fanbase.** In 2021, the company launched its talent management service business under the eStar Entertainment brand. Its main business activities include live streaming brokerage and professional content production, covering mainstream platforms including Huya and TikTok. The company has signed over 36,000 KOLs, with a total audience and fanbase exceeding 33 million and 66 million, respectively.
- Event production: boosting industry vitality and brand awareness.** Since 2020, the company has hosted over 400 events in more than 70 cities, providing event production services for game developers, publishers, streaming platforms, and other organizations. By offering customized solutions and optimizing viewer experiences, the company has enhanced its brand recognition and industry status.
- "Esports+" model: enhancing revenue stability and sustainability.** The company has entered 2.0 stage of the "esports+" model, generating talent management income through advertising, sponsorship agreements, live streaming, and events. It also offers entertainment marketing and consulting services to global corporate brands. Beyond traditional esports business, the company is exploring opportunities in esports education and training, digital collectibles, IP licensing, esports hotels, and esports industry parks. These efforts aim to demonstrate the brand's value over longer competition cycles and improve its revenue stability and sustainability.
- Earnings Forecast & Rating:** We expect the company's revenue for 2024-2026 to be USD90.8/104.6/133.5mn, with year-over-year growth of 8.5%/15.2%/27.6%, and adjusted EBITDA of USD7.2/14.0/22.0mn. We are bullish on its long-term prospects and profit resilience, recommending investors to pay close attention.
- Risks:** Lower-than-expected brand recognition or strength, lower-than-expected business integration, intensified competition.

多元布局电竞，开创数字体育新时代

投资评级 (暂无)

2024年7月24日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万美元)	83.7	90.8	104.6	133.5
同比 (%)	27.0%	8.5%	15.2%	27.6%
归母净利润 (百万美元)	-13.3	0.2	7.2	11.9
同比 (%)	110.2%	-101.3%	4210.3%	64.6%
经调整 EBITDA (百万美元)	-1.7	7.2	14.0	22.0
同比 (%)	110.2%	-484.4%	68.8%	22.8%

投资要点

- 电子竞技业务为核心，多元化业务并行发展。**星竞威武集团 (NIP Group) 拥有知名电子竞技俱乐部品牌 eStar Gaming 与 Ninjas in Pyjamas (NIP)，布局多个主流电竞项目；截至 2023 年底，集团拥有 125 名职业选手，参与全球 13 个主流电竞联赛，共收获 117 个赛事冠军。在深耕电子竞技赛道的同时，公司聚焦数字体育产业链建设，持续探索多元化业务布局。集团旗下子公司 MAG 红鲤文化、大威翔龙是国内领先的赛事运营机构和内容服务商，数字体育人才经纪机构 eStar 娱乐累计签约主播超万名、覆盖多个主流直播平台。横向扩张业务、纵向整合资源，星竞威武致力于成为全球性综合数字体育集团。
- 电竞俱乐部：多品牌运作渐入佳境，商业化空间不断提升。**公司旗下经营两个电子竞技品牌：PC/主机电竞俱乐部 Ninjas in Pyjamas 和移动电竞俱乐部 eStar Gaming。通过多品牌运作，公司不仅可以覆盖更多游戏赛道、取得更多赛事分成，同时也可以分散单只队伍在单一赛季成绩不及预期的风险、形成中长期的稳定预期。展望未来，公司将继续通过自然发展及收购电竞团队，保持顶级电竞组织的地位；同时，持续拓展商业化空间，将收入来源扩展至品牌商品销售以及 IP 许可等领域。
- 数字人才体育经纪：品牌影响力及粉丝数持续提升。**公司于 2021 年以 eStar 娱乐为品牌基础、启动了数字人才体育经纪业务；目前主要业务以直播经纪和直播专业内容生产为基础，覆盖虎牙、抖音等主流直播平台，累计签约艺人超 36,000 人，观众数和全网粉丝量超 3,300/6,600 万。
- 赛事活动：提升行业活力，增强品牌认知度。**自 2020 年以来，公司已在 70 多个城市举办超 400 场活动，为游戏开发及发行商、直播平台和其他机构提供活动制作服务。公司在提供定制解决方案、优化观众观看体验的同时，增强了自身的品牌认知和行业地位。
- “esports+”模式：增强收入增长稳定性和可持续性。**公司已进入“esports+”模式 2.0 阶段，通过广告、赞助协议、直播及活动获得人才管理收入，并为全球企业品牌提供娱乐营销和咨询服务。除传统电竞业务外，公司正积极探索电竞教育培训、数字收藏品、IP 许可、电竞酒店和电竞产业园等领域的机会，将在更长赛事周期中证明其品牌价值并提升收入增长稳定性和可持续性。
- 盈利预测与投资评级：**总体来看，星竞威武在电竞赛道深耕多年、布局多个主流电竞项目，多次在全球性职业电竞赛事中斩获佳绩；同时，公司坚持“esports+”策略，通过人才管理、活动制作和广告业务等补充传统电竞业务，并提供多种创新业务以创造多元化和可持续的收入来源，推动公司规模持续增长。我们预计，2024-2026 年公司收入为 0.91/1.05/1.34 亿美元，同比+8.5%/+15.2%/+27.6%，经调整 EBITDA 为 721/1,403/2,198 万美元，我们认为公司长期发展空间和盈利弹性较大，建议投资者积极关注。
- 风险提示：**品牌认知及实力风险、业务整合风险、市场竞争加剧风险。

内容目录

1. 以电竞为核心，打造综合性数字体育集团	5
2. 电竞行业发展迅速、商业化潜力可期	8
3. 电竞为基，积极拓展“esports+”业务	12
3.1. 电竞俱乐部：多品牌运作渐入佳境，商业化空间不断提升.....	12
3.2. 数字人才体育经纪：品牌影响力及粉丝数持续提升.....	15
3.3. 赛事活动：提升行业活力，增强品牌认知度.....	16
3.4. “esports+”模式：增强收入增长稳定性和可持续性	18
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	公司收入情况 (百万美元)	7
图 2:	公司收入占比变化情况	7
图 3:	公司总体毛利率和分板块毛利率情况	7
图 4:	公司费用情况 (百万美元, %)	8
图 5:	公司利润情况 (百万美元, %)	8
图 6:	2017-2027 年全球电竞行业规模及占游戏行业收入比例 (十亿美元, %)	8
图 7:	2020-2025 年中国移动/端游电竞游戏、电竞生态市场收入规模及占比 (亿人民币, %)	9
图 8:	2017-2027 年全球电竞用户规模 (百万人, %)	10
图 9:	2017-2027 年中国电竞用户规模 (百万人, %)	10
图 10:	2020-2023 年中国电竞用户画像变化, 按性别	10
图 11:	2020-2023 年中国电竞用户画像变化, 按年龄	10
图 12:	全球前 10 大电竞游戏及奖金规模	11
图 13:	全球前 10 大电竞游戏比赛及奖金规模	11
图 14:	全球主要电竞比赛和传统体育赛事年收入规模及观众对比	11
图 15:	中国超过一半的电竞用户集中于三四线城市	12
图 16:	中国近 1/3 电竞用户月收入为 3001-8000 人民币	12
图 17:	2017-2027 年全球电竞俱乐部行业规模及占电竞行业收入比例 (十亿美元, %)	12
图 18:	NIP 俱乐部荣誉、队员及主力游戏情况	13
图 19:	eStar 俱乐部荣誉、队员及主力游戏情况	13
图 20:	全球顶尖电竞团队获胜情况 (截至 2023 年 1 月 31 日)	13
图 21:	公司以渠道拓展和流量传播等方式助力品牌营销	14
图 22:	2017-2027 年全球电竞人才管理行业规模及占电竞行业收入比例 (十亿美元, %)	15
图 23:	公司数字人才体育经纪业务布局情况	15
图 24:	2017-2027 年全球电竞赛事制作行业规模及占电竞行业收入比例 (十亿美元, %)	16
图 25:	公司赛事活动品牌红鲤文化和大威翔龙	17
图 26:	公司已进入“esports+”模型第二阶段	18
图 27:	公司电竞教育培训合作机构	19
图 28:	公司 IP 许可合作伙伴及项目	19
图 29:	公司电竞酒店空间展示	19
图 30:	武汉光谷电竞产业园规划图	19
表 1:	公司发展历程	5
表 2:	公司业务板块、收入来源及影响因素	5
表 3:	IPO 前主要股东持股情况	6
表 4:	主要管理层介绍	6
表 5:	中国、欧洲和沙特等相继推出鼓励性政策、支持电竞行业高质量发展	9
表 6:	NIPG 在全球顶尖赛事席位布局情况	14
表 7:	多元化办赛需求对赛事运营商能力提出更高要求	17
表 8:	赛事活动主要业务介绍	18
表 9:	分业务收入预测 (美元)	20

1. 以电竞为核心，打造综合性数字体育集团

电子竞技业务为核心，多元化业务并行发展。星竞威武集团（NIP Group）拥有知名电竞俱乐部品牌 eStar Gaming 与 Ninjas in Pyjamas（NIP），布局多个主流电竞项目；截至 2023 年底，集团拥有 125 名职业选手，参与全球 13 个主流电竞联赛，共收获 117 个赛事冠军。在深耕电竞赛道的同时，公司聚焦数字体育产业链建设，持续探索多元化业务布局。集团旗下子公司 MAG 红鲤文化、大威翔龙是国内领先的赛事运营机构和内容服务商，数字体育人才经纪机构 eStar 娱乐累计签约主播超万名、覆盖多个主流直播平台。横向扩张业务、纵向整合资源，星竞威武致力于成为全球性综合数字体育集团。

表1: 公司发展历程

时间	里程碑
2018 年	澳门电子竞技总会会长何猷君在深圳创立 V5（Victory Five）电子竞技俱乐部。
2019 年	V5 电子竞技俱乐部完成首轮 1.2 亿人民币融资，由国金投资领投，今蓝投资、StarVC、江西日月明实业有限公司跟投，创下 2019 年 LPL 俱乐部单笔最高融资记录，并建立 V5 英雄联盟战队；同年，合并 MAG 红鲤文化、拓展赛事活动业务，成为华中地区重要活动策划及内容供应商。
2020 年	V5 和武汉电子竞技俱乐部 eStar 以换股形式完成合并、成立武汉星竞威武文体发展有限公司，成为国内首个拥有双基地（武汉及深圳）的电竞俱乐部，拥有 KPL、LPL 等多个席位。
2021 年	星竞威武合并 eStar 娱乐，推出数字体育人才经纪业务。
2022 年	星竞威武完成新一轮超千万美元融资，引入真格基金等投资者，并推出电竞教育和数字藏品等创新业务；同年，武汉 eStarPro 战队斩获 2022 年度王者荣耀世界冠军杯冠军，成为了 KPL 史上首支“八冠王”。
2023 年	星竞威武与瑞典电子竞技俱乐部 NIP 以换股形式正式合并、组建星竞威武集团（NIP Group），实现了全球化布局，深圳 V5 电子竞技俱乐部更名为深圳 NIP 电子竞技俱乐部；合并后，何猷君出任星竞威武集团董事长兼联席 CEO，NIP 俱乐部原 CEO Hicham Chahine 出任联席 CEO 并继续管理 NIP。

数据来源：公司官网，搜狐网，36 氪，天眼查，东吴证券（香港）

“电竞为核”开展三大主营业务，“esports+”模式潜力巨大。目前公司收入主要来自电竞俱乐部、数字人才体育经纪和赛事活动业务。1) 围绕电子竞技，集团已组建冠军级团队、取得联赛收入分成和奖金。2) 提供全面的人才体育经纪运营和营销服务，以吸引广告商和赞助商，并举办本地和全国性电子竞技赛事、以提高品牌知名度并拓展商业化空间。3) 坚持“esports+”策略，公司通过人才管理、活动制作、创意工作室和广告业务来补充传统电竞业务，并提供电竞酒店、电竞教育及电竞产业园等创新业务以创造多元化和可持续的收入来源，推动公司规模持续增长。

表2: 公司业务板块、收入来源及影响因素

业务板块	业务描述	主要收入来源	收入影响因素
电竞俱乐部	根据各种游戏和联赛表现获得奖金，并根据战队表现和受欢迎程度获得联赛收入分成	联赛收入分成及奖金，运动员转会及租赁费，赞助及广告费	运动员质量、比赛成绩及联赛席位数量
数字人才体育经纪	提供全面的运营和营销服务，培养电竞赛手成为线上艺人，以吸引广告赞助商、同时增加直播观看量，并为退役电竞运动员提供延长职业生涯的平台	广告费、赞助费、直播服务费	艺人数量及人气
赛事活动	举办不同类型的本地和全国性电子竞技赛事	服务费、赞助及广告费	赛事数量

商业及创意	为品牌提供数字体育营销服务, 助力品牌年轻化营销	IP 授权、营销服务费	IP 知名度及合作数量
创新业务	提供电竞酒店、电竞教育及电竞产业园等创新业务	-	-

数据来源: 公司招股书, 东吴证券(香港)

股本结构及管理層: 本次发行前, 公司董事长兼联席 CEO 何猷君持股 14.2%, 总裁孙力伟持股 8.7%, 联席 CEO Hicham Chahine 持股 95.61% 的 Diglife AS 持股 12.4%。财务投资者方面, 挪威及瑞典风投公司 Tolsona Ltd. 及 Nyx Ventures AS 分别持股 11.4% 和 12.2%, 武汉市国资委旗下文旅集团间接持股 8.5%, 公司其他股东包括真格基金、SIG、StarVC、深圳广播电影电视集团、创梦天地、360 等 21 名股东。

表3: IPO 前主要股东持股情况

股东名称	简介	持股比例
Seventh Hokage Management Limited	董事长兼联席 CEO 何猷君全资子公司	14.2%
xiaOt Sun Holdings Limited	总裁孙力伟全资子公司	8.7%
Diglife AS	联席 CEO Hicham Chahine 持股 95.61% 公司	12.4%
Tolsona Ltd.	海外风投公司	11.4%
Nyx Ventures AS	海外风投公司	12.2%
Shanghai Yuyun Management Partnership	武汉国资委旗下文旅集团间接全资持有公司	8.5%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券(香港)

表4: 主要管理层介绍

姓名	职位	简介
何猷君 Mario Ho	董事长 兼联席 CEO	2016 年毕业于美国麻省理工学院, 2018 年成为创梦天地合伙人、并助其完成香港 IPO; 自 2018 年 4 月起担任澳门电竞总会主席。2018 年于深圳创立 NIPG 前身之一 V5 俱乐部, 同年创办澳门最大的电子竞技制作公司猷君电竞。2021 年, 主导合并 eStar 电竞俱乐部, 担任董事长兼 CEO; 2022 年, 主导合并 NIP 电子竞技俱乐部, 成立星竞威武集团, 担任董事长兼 CEO。
Hicham Chahine	联席 CEO	2013 年毕业于挪威商学院, 2016 年出任 NIP 电子竞技俱乐部 CEO。2020 年创立 Diglife, 并担任公司董事长, 在全球范围内投资多家电子竞技公司。2023 年, 推动 NIP 电子竞技俱乐部与星竞威武完成合并, 出任星竞威武集团联席 CEO。
孙力伟 /T 将军	总裁	中国著名电竞选手, 2001 年入行电竞, 14 岁战胜加拿大星际之王 Grrrr 一战成名, 此后获多个世界和全国冠军。2010 年, 联合创办 iG 电子竞技俱乐部并担任 CEO; 2014 年创办 eStar 电竞俱乐部, 带领俱乐部获得数个世界及全国冠军。

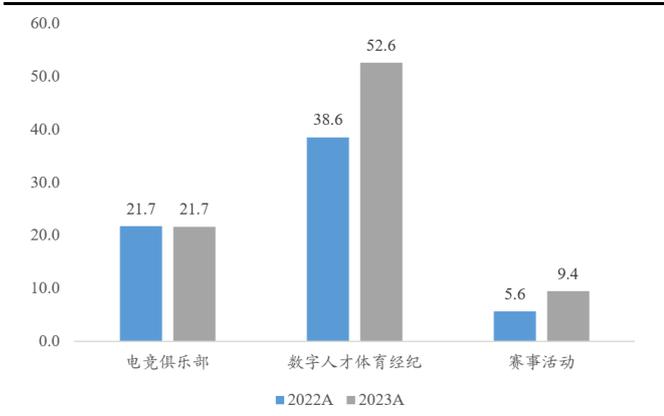
数据来源: 公司招股书, 东吴证券(香港)

收入快速增长, 非周期因素影响逐步消除。 公司 2023 年总收入 8,370 万美元, 同比增长 27.1%, 主要受数字人才体育经纪业务合作拓展、及赛事活动业务疫后恢复拉动。

1) 电竞俱乐部业务: 2023 年收入 2,170 万美元, 同比基本持平。其中, 受 2023 年 1 月 NIP 合并影响, 2023 年 IP 许可收入/赞助及广告费收入增长至 350 万/810 万美元, 同比增长 775%/42%; 同时, 受亚运会备战及联赛表现欠佳等因素的影响, 2023 年联赛收入及奖金/运动员转会及租赁费收入分别减少至 770 万/90 万美元, 同比下降 31%/69%。**2) 数字人才体育经纪:** 2023 年收入 5,260 万美元, 同比增长 36.5%, 主要得益于公司与虎牙在 2023 年建立深度合作。**3) 赛事活动:** 2023 年收入 940 万美元, 同比增长 27.1%,

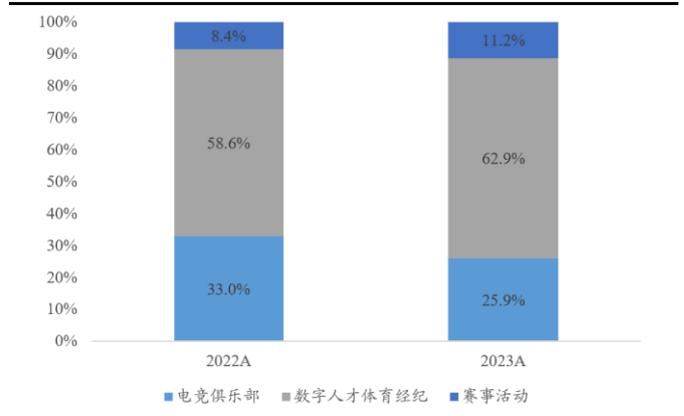
主要得益于公司内外部资源的成功整合、且新冠疫情影响逐步消退、公司成功举办更多活动。2023 年电竞俱乐部/数字人才体育经纪/赛事活动分别占总收入 25.9%/62.9%/11.2%。

图1: 公司收入情况 (百万美元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

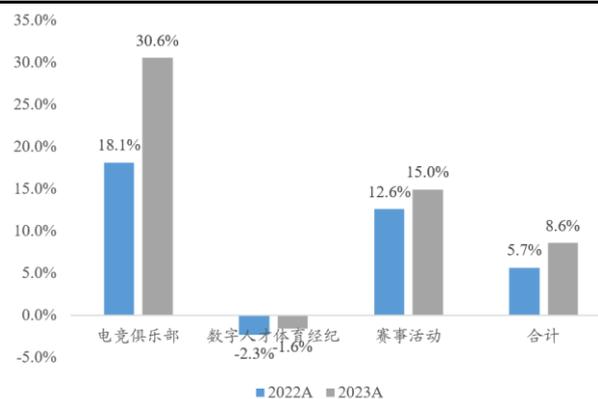
图2: 公司收入占比变化情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

整体毛利率稳步提升, 电竞俱乐部毛利率最高。公司 2023 年毛利润 720 万美元, 同比增长 94.6%, 毛利率同比增长 2.9pct 至 8.6%。**1) 电竞俱乐部业务:** 2023 年毛利润 660 万美元, 同比增长 69%, 毛利率同比提升 12.4pct 至 30.6%, 主要受利润率较高的 NIP (商业赞助及广告 & IP 许可收入占比更高) 合并拉动, 同时公司支付的薪金减少。**2) 数字人才体育经纪:** 2023 年毛亏损 80 万美元, 同比减少 11%, 毛利率同比改善 0.8pct 至 -1.6%, 主要得益于规模效应增强。**3) 赛事活动:** 2023 年毛利润 140 万美元, 同比增长 100%, 毛利率同比增长 2.3pct 至 15.0%, 主要由利润率更高的大型电竞赛事拉动, 同时规模效应增强及运营效率提高。

图3: 公司总体毛利率和分板块毛利率情况

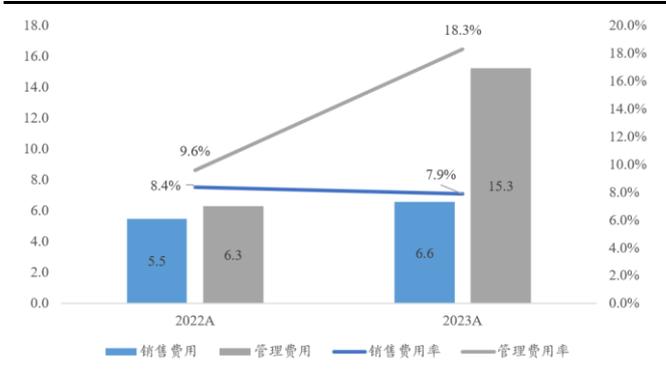


数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

费用率保持稳定, 亏损有所放大。公司 2023 年销售及营销费用 660 万美元, 同比增长 20%, 主要由于 NIP 并表及员工成本随收入增长; 销售费用率同比下降 0.5pct 至 7.9%。管理费用 1,530 万美元, 同比增长 143%, 主要包括向管理层成员授予的约 610 万美元股份薪酬, 以及 IPO 带来的专业服务费和 NIP 并表带来的员工成本增加; 剔除股权激励后的管理费用率上升 1.5pct 至 10.9%。综上影响, 公司营业亏损由 2022 年 808 万美元放大至 2023 年 1,465 万美元, 营业利润率下滑 5.3pct 至 -17.6%; 净亏损从 2022 年

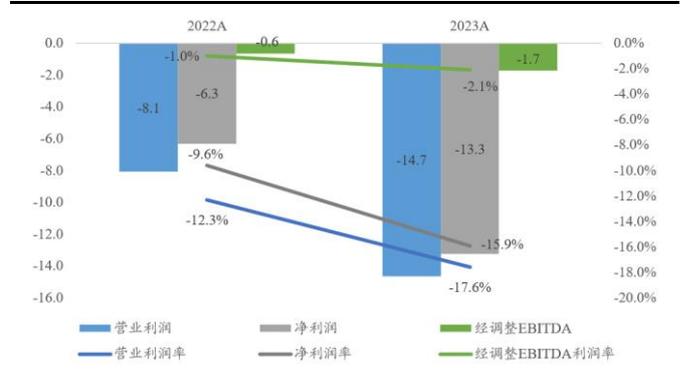
630 万美元放大至 2023 年 1,330 万美元，净亏损率增加 6.3pct 至 15.9%；剔除股权激励费用后的经调整 EBITDA 亏损由 2022 年 64.8 万美元放大至 2023 年 173.1 万美元，同期经调整 EBITDA 利润率下滑 1.1pct 至 -2.1%。

图4：公司费用情况（百万美元，%）



数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

图5：公司利润情况（百万美元，%）

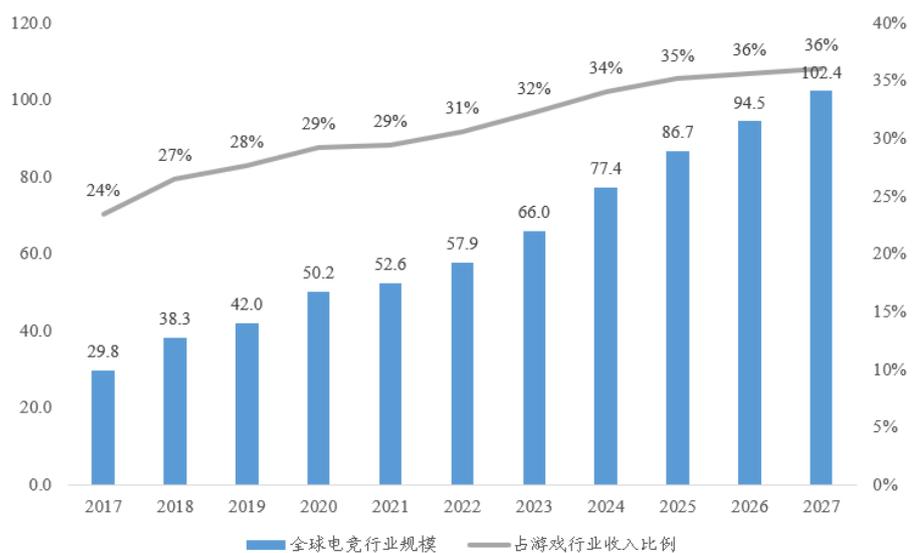


数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

2. 电竞行业发展迅速、商业化潜力可期

鼓励性政策频出，电竞行业快速增长。电子竞技指以线上或线下、多人或单人形式进行的竞争性视频游戏比赛，并设有特定目标或奖品。随着游戏玩家数量以及各类游戏平台的扩张，电竞行业迎来高速增长；同时，中国、欧洲和沙特等国家或地区相继推出了鼓励性政策、支持电竞行业高质量发展。据 Frost & Sullivan 数据，2023 年全球电竞行业规模达 660 亿美元，预计 2027 年将增长至 1,024 亿美元，2023-2027 年 CAGR 达 11.6%，占游戏行业收入比例由 2023 年 32.3% 提升至 2027 年 36.1%。

图6：2017-2027 年全球电竞行业规模及占游戏行业收入比例（十亿美元，%）



数据来源：公司招股书，Frost & Sullivan，东吴证券（香港）

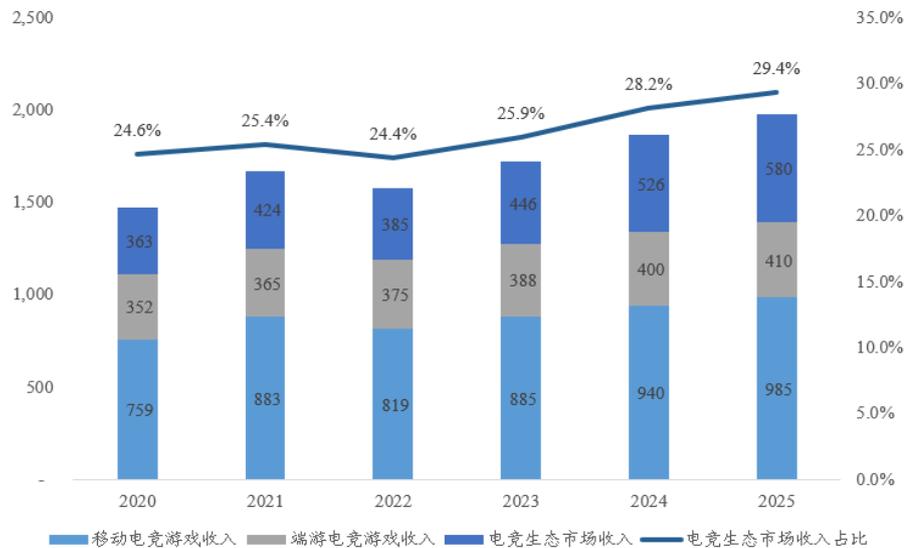
表5: 中国、欧洲和沙特等相继推出鼓励性政策、支持电竞行业高质量发展

国家/地区	相关电竞政策
中国	2021年, 文旅部发布《“十四五”文化和旅游发展规划》, 旨在“促进电子竞技、游戏和娱乐产业融合发展”; 此前, 亚洲奥林匹克理事会宣布电竞成为亚运会正式比赛项目, 并纳入第19届杭州亚运会。
欧洲	2022年, 欧洲议会通过关于电子竞技和视频游戏的一项决议, 呼吁委员会和理事会制定长期发展战略, 挖掘电子游戏背后的经济、科技、文化和教育价值, 将视频游戏生态系统作为一项重要的文化创意产业。
沙特	2021年, 沙特政府宣布计划在中东地区再投资378亿美元用于电竞相关行业。 2024年, 国际奥委会 (IOC) 正式宣布已与沙特阿拉伯国家奥林匹克委员会 (NOC) 合作, 于2025年在沙特举办首届奥林匹克电子竞技运动会; 此前, 国际奥委会执行委员会 (EB) 已提议设立“奥林匹克电子竞技运动会”, 并将该提案提交至第142届国际奥委会全会审议。
德国	2022年, 德国联邦议会批准了对游戏业增加拨款的决定, 将对游戏行业的国家预算增至7000万欧元。
法国	2022年, 法国总统马克龙竞选期间表达对电竞产业发展的重视与支持, 并接见电竞从业者与媒体等, 提出希望在2024年巴黎奥运会期间引进一系列顶级赛事, 完善当地电竞产业生态的一揽子计划。
巴西	2022年, 通过新法案设立电子游戏法律框架, 计划采取一系列措施刺激国内电子游戏产业发展, 包括税收优惠政策、提高计算机产品竞争力以及吸引更多行业投资, 以推动巴西游戏产业发展。

数据来源: 公司招股书, 腾讯电竞, 《2023全球电竞运动行业发展报告》, 东吴证券 (香港)

移动电竞游戏占据主流, 电竞生态占比不断提升。电竞游戏可分为端游电竞游戏 (如英雄联盟、DOTA 2、CS:GO 和彩虹六号等) 和移动电竞游戏 (如王者荣耀和绝地求生等)。随着智能手机广泛普及、移动互联网快速发展及娱乐时间高度碎片化, 移动电竞游戏逐渐替代端游电竞游戏; 据 Frost & Sullivan 统计, 2021 年移动游戏玩家占中国/全球游戏玩家总数的 92.4%/83.6%。而从细分市场规模来看, 电竞游戏收入 (玩家/用户在电竞游戏的消费) 仍是目前电竞市场的主要组成部分; 以中国为例, 2023 年移动/端游电竞游戏收入占 51.5%/22.6%。而随着电竞赛事社会影响力和市场认可度的逐步提升, 电竞生态市场 (赛事、直播及其他衍生市场等) 占比有望继续增长, 预计 2025 年电竞生态市场收入规模占比将提升至 29.4%。

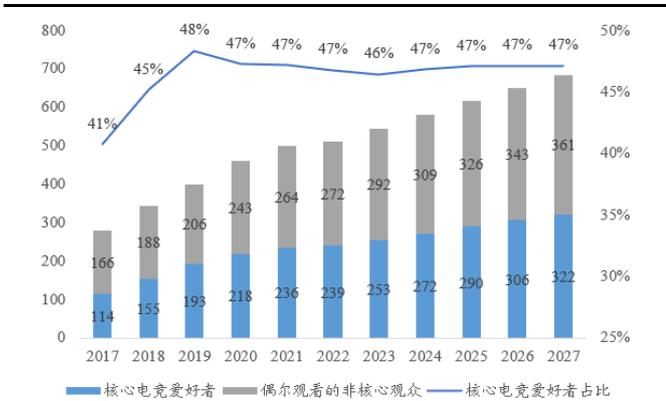
图7: 2020-2025 年中国移动/端游电竞游戏、电竞生态市场收入规模及占比 (亿人民币, %)



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券 (香港)

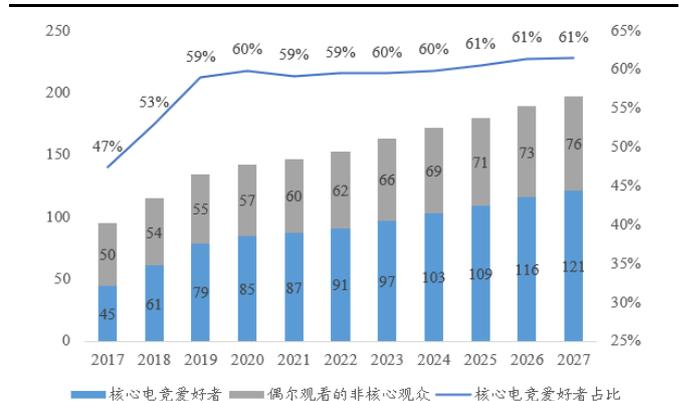
电竞用户数量持续增长，受众画像逐渐多元化。电竞赛事提供充满娱乐性和活力的观看体验，并具有强大的社交元素；随着电竞赛事的不断创新，电竞用户持续增长。据 Frost & Sullivan 统计，2023 年全球约有 5.5 亿观众收看电子竞技比赛，其中核心电竞爱好者（每月至少观看一次电竞内容）达 2.53 亿，占 46%；中国作为全球电竞行业的重要推动者和引领者之一，2023 年电竞用户规模超 1.6 亿，其中核心电竞爱好者近 1 亿，约占 60%。而随着电竞入亚、社会影响力逐步提升，其受众不再局限于“亚文化”市场，电竞用户的构成由小众圈层拓展到大众普及，更接近网民自然分布特征。以中国为例，据中国电竞产业研究院统计，近年来电竞用户中 35-44 岁等“偏年长”群体占比提升，同时女性用户占比逐年递增，目前已接近五成。而对女性、年长群体的需求挖掘，也将为产业发展带来新增长点。

图8：2017-2027 年全球电竞用户规模（百万人，%）



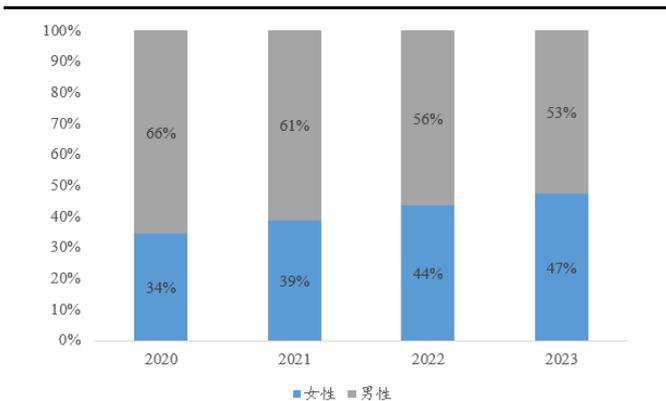
注：核心电竞爱好者每月至少观看一次电竞内容。
数据来源：公司招股书，Newzoo，Frost & Sullivan，东吴证券（香港）

图9：2017-2027 年中国电竞用户规模（百万人，%）



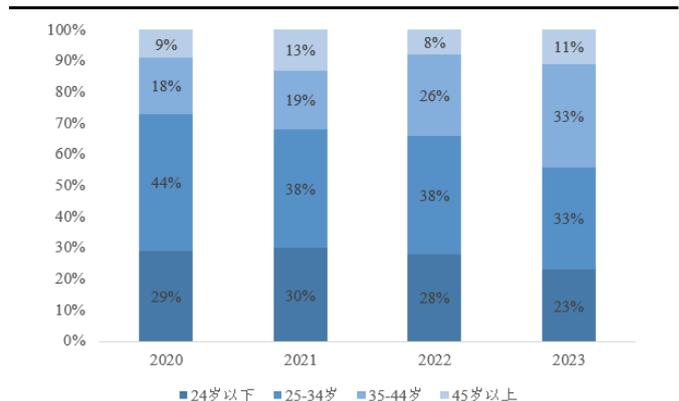
注：核心电竞爱好者每月至少观看一次电竞内容。
数据来源：公司招股书，Newzoo，Frost & Sullivan，东吴证券（香港）

图10：2020-2023 年中国电竞用户画像变化，按性别



数据来源：中国电竞产业研究院，东吴证券（香港）

图11：2020-2023 年中国电竞用户画像变化，按年龄

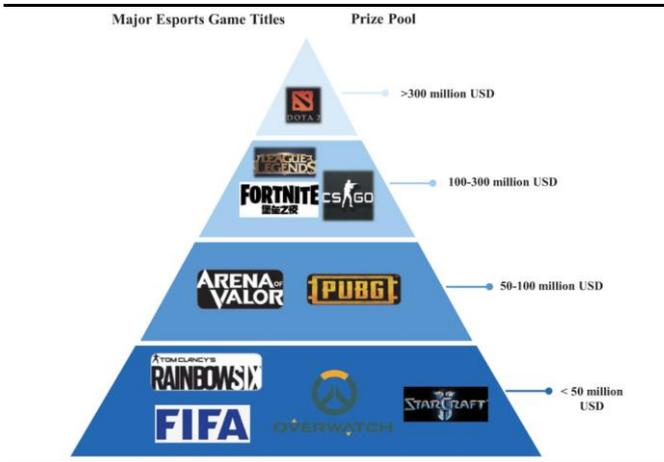


数据来源：中国电竞产业研究院，东吴证券（香港）

头部电竞游戏以端游为主，品类多为 MOBA、射击类。以电竞赛事奖金规模计算，全球前十大电竞游戏多为端游，且品类多为 MOBA、射击类。其中 DOTA2 以丰厚奖金占据全球电竞游戏榜首、奖金池超 3 亿美元，其年度比赛 TI（The International）也以超

2,000 万美元的奖金占据全球电竞游戏比赛榜首；而英雄联盟、堡垒之夜和 CS:GO 奖金池超 1 亿美元，仅次于 DOTA 2。得益于简洁明了的规则和较强的团队合作及对抗性，MOBA 和射击类游戏深受广大电竞用户的喜爱。而 NIPG 战略布局英雄联盟、王者荣耀、CS:GO 和彩虹六号等 MOBA 和射击类游戏，已有多个顶尖席位。

图12: 全球前 10 大电竞游戏及奖金规模



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

图13: 全球前 10 大电竞游戏比赛及奖金规模



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

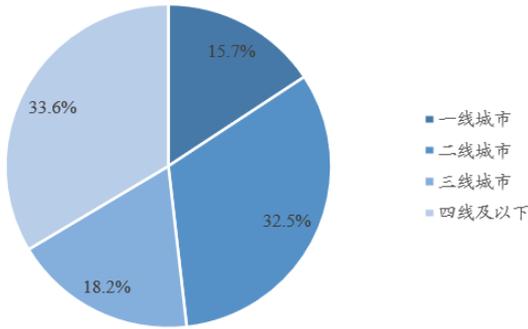
观看数破亿、受众群体广泛，电竞赛事潜力可期。据 Frost & Sullivan 数据，2021 年英雄联盟全球总决赛/2021 年王者荣耀春季总决赛/2022 年 DOTA 2 锦标赛在收视高峰期吸引了 3.5 亿/9,240 万/2.0 亿观众观看；对比传统赛事，约 1,650 万/1.2 亿/1,140 万观众观看了 2021 年 NBA 总决赛/2021 年 NFL 超级碗/2021 年英超联赛-利物浦对阵曼联。与传统体育赛事相比，电竞比赛收视率更高、受众群体更多样化；但由于电竞粉丝的平均年龄更低、主要由千禧一代和 Z 世代组成，其消费能力明显不足。据 Frost & Sullivan，2021 年 LOL/KPL/TI/NBA/NFL/EPL 年收入分别为 2/1/5/100/152/69 亿美元。以中国市场为例，超过一半的电竞用户集中于三四线城市，近三分之一的用户月收入集中在 3001-8000 人民币区间，目前消费能力相对有限。我们认为，未来随着电竞粉丝消费能力逐渐增强、电竞受众群体多元化、以及电竞赛事商业化渠道不断扩展，电竞比赛的高收视率和广泛的受众群体将会逐步转化为可观的赛事收入。

图14: 全球主要电竞比赛和传统体育赛事年收入规模及观众对比

	Esports Tournament			Traditional Sports Tournament		
	LOL	KPL	Ti	NBA	NFL	EPL
Annual Revenue	Approximately USD 0.2 billion	Approximately USD 0.1 billion	Approximately USD 0.5 billion	Approximately USD 10.0 billion	Approximately USD 15.2 billion	Approximately USD 6.9 billion
Average Age	24	23	25	32	40	38
Tournament Finals Viewers	350.0 Million (League of Legends Worlds 2021)	92.4 Million (2021 KPL Spring Finals)	Over 200.0 Million (The International 11)	16.5 million (NBA Finals)	120.0 Million (Superbowl)	11.4 Million (Liverpool vs Manchester United)

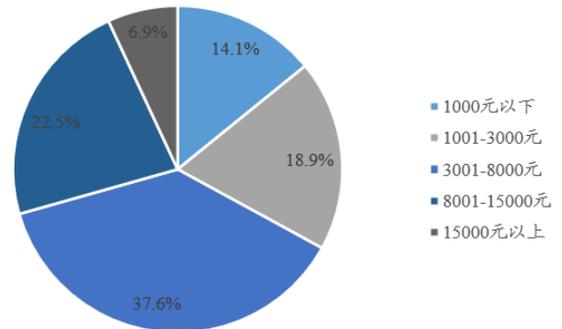
数据来源: 公司招股书, Frost & Sullivan, 东吴证券 (香港)

图15: 中国超过一半的电竞用户集中于三四线城市



数据来源: 中国电竞产业研究院, 东吴证券(香港)

图16: 中国近 1/3 电竞用户月收入为 3001-8000 人民币



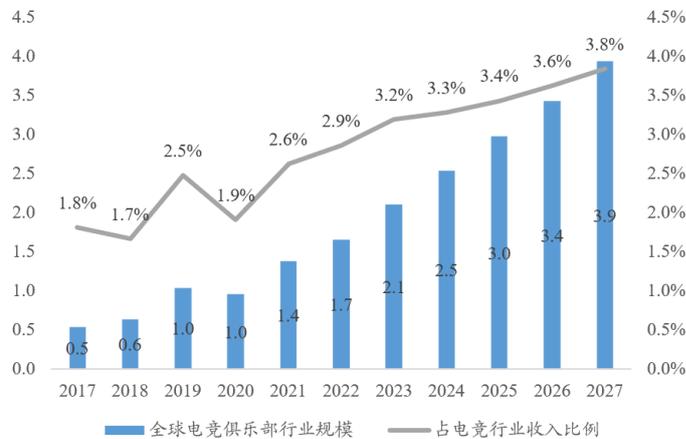
数据来源: 中国电竞产业研究院, 东吴证券(香港)

3. 电竞为基, 积极拓展“esports+”业务

3.1. 电竞俱乐部: 多品牌运作渐入佳境, 商业化空间不断提升

全球电竞俱乐部行业 2023-2027 年 CAGR 达 16.9%。据 Frost & Sullivan, 受益于赛事收视率上升及政府支持, 2023 年全球电竞俱乐部行业规模达 21 亿美元, 预计 2027 年将增长至 39 亿美元, 占电竞行业收入比例由 2023 年 3.2% 提升至 2027 年 3.8%。

图17: 2017-2027 年全球电竞俱乐部行业规模及占电竞行业收入比例 (十亿美元, %)



数据来源: 公司招股书, Frost & Sullivan, 东吴证券(香港)

双品牌经营覆盖主流电竞游戏, 全球化布局分散风险。公司旗下经营两个电子竞技品牌: 1) PC/主机电子竞技俱乐部 Ninjas in Pyjamas, 于 2000 年在瑞典成立, 总部位于瑞典斯德哥尔摩, 曾获得 2014 年 CS:GO ESL 科隆锦标赛冠军、2021 年彩虹六号国际邀请赛冠军和 FIFA 23 世界杯锦标赛冠军等奖项。2) 移动电子竞技俱乐部 eStar Gaming, 于 2014 年由知名电竞先行者孙力伟创立, 其王者荣耀分部“武汉 eStarPro”是 KPL 首批拥有主场的战队, 也是 KPL 历史上首支“八冠王”战队。通过多品牌运作, 公司不仅可以覆盖更多游戏赛道、取得更多赛事分成, 同时也可以分散单只队伍在单一赛季成绩不及预期的风险、形成中长期的稳定预期。

图18: NIP 俱乐部荣誉、队员及主力游戏情况



数据来源: 公司资料, 东吴证券 (香港)

图19: eStar 俱乐部荣誉、队员及主力游戏情况



数据来源: 公司资料, 东吴证券 (香港)

顶级赛事获胜数领先, 集团累计比赛奖金近 2,000 万美元。截至 2023 年 1 月 31 日, 星竞威武集团在全球十大电子竞技游戏中共取得 19 个冠军, 在顶级赛事的获胜数位居第一。截至 2023 年底, eStar Gaming 共取得 60 场锦标赛胜利, 奖金约 1,090 万美元, NIP 团队共取得 57 场一级锦标赛胜利, 奖金约 820 万美元。

图20: 全球顶尖电竞团队获胜情况 (截至 2023 年 1 月 31 日)

	NIP Group	Company A	Company B	Company C	Company D	Company E	Company F
Specialized Field							
No. of Championships in Global Top League	19	11	1	3	7	7	0
Game Title of Championships in Global Top League	4	2	1	1	3	2	0

数据来源: 公司招股书, Frost & Sullivan, 东吴证券 (香港)

布局顶尖赛事席位, 建立先发优势。在电竞行业中, 与游戏开发商和推广商、电竞联盟和内容分发平台等行业参与者建立良好的关系和信任至关重要; 例如, 顶级联赛的固定席位将绝大多数小型电竞俱乐部拒之门外。因此, 较早进入电子竞技行业、并与行业参与者达成长期合作关系将帮助建立先发优势。而公司自成立以来便注重全球顶尖赛事的席位布局, 目前在 LPL、KPL、BLAST Premier 和 CFPL 及 CFML 等顶尖赛事中均有席位布局。另外, 电竞战队运营以资金为中心, 选手训练、日常运营、粉丝管理等需要大量资金支持, 而为确保选手在比赛中发挥最佳表现, 则需要购买最佳游戏设备以帮助选手日常训练、进而提高和稳定其表现。我们认为此次上市将帮助公司进一步巩固先发优势、提升俱乐部的整体表现。

表6: NIPG 在全球顶尖赛事席位布局情况

赛事名称	布局时间	布局内容
LPL	2018 年	LPL 是中国英雄联盟的特许联赛，NIP 拥有 17 个特许经营名额之一
KPL	2016 年	KPL 是中国王者荣耀的顶级联赛，是获得世界冠军杯参赛资格唯一途径。eStarPro 作为联盟顶级战队之一，2019 年至今已赢得 8 次全国冠军和 2 次世界冠军杯冠军
BLAST Premier	2019 年	BLAST Premier 是世界排名第二的 CS:GO 联赛和锦标赛巡回赛，NIP 拥有 12 个永久名额之一
ESL Impact	2022 年	ESL 女子联赛，NIP 自第一赛季起就参与其中
彩虹六号	2019 年	NIP 作为育碧彩虹六号共享计划的 10 个团队之一，拥有一级合作伙伴的地位
ESL Pro Tour	2020 年	ESL 职业联赛和 ESL 职业巡回赛作为世界上首屈一指的 CS:GO 联赛，NIP 拥有 15 个永久名额之一
RLCS	2023 年	NIP 在 RLCS (Rocket League Championship Series) 南美赛区拥有一个席位
CFPL CFML	2019 年	CFPL 和 CFML 作为 CrossFire 的专用 PC 和移动联盟，eStar 在两个联赛中都拥有 10 个永久席位之一，包括多个跨平台锦标赛

数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

助力品牌营销、实现合作共赢，公司持续拓展商业化空间。展望未来，公司将继续通过自然发展及收购电竞团队，保持顶级电竞组织的地位；同时，持续拓展商业化空间，将收入来源扩展至品牌商品销售以及 IP 许可等领域。除了赛事奖金及联盟分成收入、运动员转会及租赁费、赞助及广告费等传统电竞俱乐部收入外，公司还提供以电竞团队和运动员为特色设计的各类电竞品牌商品；同时授予第三方使用 NIP 品牌和相关 IP 以销售游戏道具、皮肤或贴纸等数字商品。另外，公司 2021 年成立 Shinobi，以渠道拓展和流量传播等方式为品牌提供数字体育营销服务，助力品牌年轻化营销。

图21: 公司以渠道拓展和流量传播等方式助力品牌营销



数据来源：公司资料，东吴证券（香港）

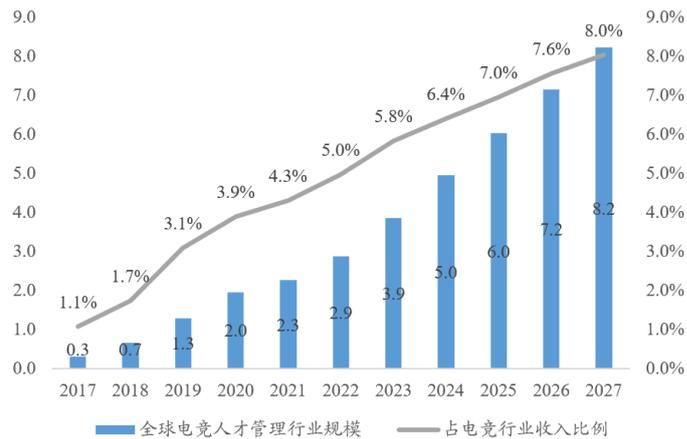
积极扩张海外业务，努力实现热门电竞项目全覆盖。部分投资者对集团在 2023 年对于 NIP 的高价收购存在一定疑问，但我们认为 NIP 作为小而美、且持续盈利的高质量业务，未来有望持续拓展覆盖地区和电竞项目，将“电竞+”的商业模式拓展至东南亚、北美、中东、日本和韩国等地。据招股书披露，集团已与阿布扎比文旅部签订一项为期

五年的游戏补贴协议，未来将积极扩展在阿布扎比的运营，融入当地的游戏生态系统，提升集团的海外影响力。据中国电竞产业研究院统计，东南亚、中东和北非、拉丁美洲等地区仍然是全球电竞产业快速增长中的“高地”，新兴市场具有较大潜力、存在更多机会。同时，集团将继续拓展电竞项目布局，如《守望先锋》、《使命召唤》、《无尽对决》和《街头霸王》等，力争在每个主流电竞市场都组建一支强竞争力的团队。另外，集团将继续保持与电竞世界杯基金会（EWC）的合作关系，在更多赛事中取得好成绩；目前集团已在 2024 年电竞世界杯 10 个项目中派出团队，未来有望取得更多荣誉。

3.2. 数字人才体育经纪：品牌影响力及粉丝数持续提升

全球电竞人才管理行业 2023-2027 年 CAGR 达 20.8%。据 Frost & Sullivan，受益于流媒体技术的发展及电竞领域关注度的不断提升，2023 年全球电竞人才管理行业规模达 39 亿美元，预计 2027 年将增长至 82 亿美元，占电竞行业收入比例由 2023 年 5.8% 提升至 2027 年 8.0%。

图22：2017-2027 年全球电竞人才管理行业规模及占电竞行业收入比例（十亿美元，%）



数据来源：公司招股书，Frost & Sullivan，东吴证券（香港）

发力数字人才体育经纪业务，提升公司品牌影响力及粉丝数。公司于 2021 年以 eStar 娱乐为品牌基础、启动了数字人才体育经纪业务；目前主要业务以直播经纪和直播专业内容生产为基础，覆盖虎牙、抖音等主流直播平台，累计签约艺人超 36,000 人，观众数和全网粉丝量超 3,300/6,600 万。该业务作为电竞俱乐部业务的自然延伸，为运动员提供了电竞以外的职业生涯，公司旗下众多运动员已将足迹扩展至更广泛的娱乐行业。例如，KPL 选手郭桂鑫/“诺言”曾帮助集团赢得 2019 年王者荣耀世界冠军杯，现已与公司签约成为艺人、并成为《创造营 2021》的参与者之一。同时，公司通过各种渠道识别和招募自有生态系统之外的高潜力候选人，如游戏主播周易龙等，以扩大公司品牌影响力及粉丝群体。目前公司已成立一支由 23 名成员组成的专业人才发展团队，为公司的在线艺人提供运营和营销服务、帮助树立积极的公众形象，以支持其职业发展。

图23：公司数字人才体育经纪业务布局情况



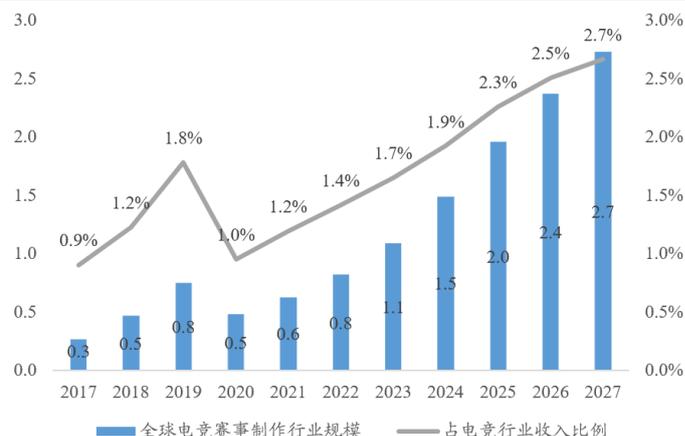
数据来源：公司资料，东吴证券（香港）

用户粉丝以年轻一代为主，消费能力逐步提升。据招股书披露，截至 2023 年底，公司 80% 以上的粉丝年龄在 40 岁以下，主要由千禧一代和 Z 世代组成。而千禧一代和 Z 世代拥有强大的购买力，对游戏和电竞等技术和数字媒体有浓厚的兴趣，且对数字和互动体验等新形式的娱乐更为开放，并更愿意为良好的体验而消费。同时，随着 Z 世代达到工作年龄，其消费能力也在不断增长。集团目前已在微博、快手、抖音、哔哩哔哩、Instagram、TikTok、Facebook 和 YouTube 等主流平台开设账号，截至 2023 年底，合计粉丝数超 1,600 万。未来集团将继续提升品牌形象，同时创建吸引粉丝的社交媒体形象，通过比赛等互动活动鼓励粉丝参与，并提供独家内容，例如幕后视频、选手访谈和直播，让粉丝加深对公司电竞团队和选手的了解，以提高粉丝粘性和转化率。

3.3. 赛事活动：提升行业活力，增强品牌认知度

全球电竞赛事制作行业 2023-2027 年 CAGR 达 25.8%。据 Frost & Sullivan，2023 年全球电竞赛事制作行业规模达 11 亿美元，预计 2027 年将增长至 27 亿美元，占电竞行业收入比例由 2023 年 1.7% 提升至 2027 年 2.7%。由于大量赛事制作及举办均依托于线下场地，2020 年全球 COVID-19 疫情及各国政府为遏制其传播而采取的一系列措施导致大量活动被取消或推迟，市场规模下降至 5 亿美元，2023 年已恢复至疫情前水平。

图24：2017-2027 年全球电竞赛事制作行业规模及占电竞行业收入比例（十亿美元，%）



数据来源：公司招股书，Frost & Sullivan，东吴证券（香港）

第三方赛事快速发展，推动赛事运营商能力进一步升级。随着电竞赛事社会影响力和市场认可度的逐步提升，越来越多的第三方企业对自主举办电竞赛事有着强烈的需求和意愿，包括互联网平台、金融消费、电信运营商、食品饮料和汽车等行业公司。一方面，头部电竞赛事的赞助竞争激烈，导致营销成本较高；另一方面，腾讯、网易等游戏厂商对赛事授权的开放化使得自主举办电竞赛事更为便捷，第三方企业可通过举办电竞赛事搭建私域流量，实现更深层次的用户转化。而多元化的办赛需求也对赛事运营商的能力提出了更高要求，除了结合主办方需求、制作精彩内容，并帮主办方达到营销目标外，赛事运营商还需要持续结合新兴技术与业态，以创新服务深化用户对品牌主的印象。

表7：多元化办赛需求对赛事运营商能力提出更高要求

能力名称	能力概述
制作能力	电竞赛事运营商需结合主办方需求，制作出精彩内容，提升用户线上观看与线下参与的体验
营销能力	电竞赛事运营商需整合营销推广资源，将赛事传播至电竞粉丝、帮主办方达到营销目标
创新能力	电竞赛事运营商需持续结合新兴技术与新兴业态，以创新服务深化用户对品牌主的印象

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券（香港）整理

依托红鲤文化和大威翔龙双品牌，公司持续提升行业活力及创造力。公司主要依托于红鲤文化和大威翔龙两品牌，为游戏开发商和发行商、直播平台和其他机构提供活动制作服务，包括电竞比赛、专业锦标赛和以电竞为灵感的数字艺术展览。**1) 红鲤文化 (MAG Studio)：**成立于2017年，以电竞内容制作为核心、覆盖数字体育上下游，在深耕电竞赛道的同时，在VR/AR等方向布局数字体育产业，探索电竞+传统体育+文旅+数字化+教育的新兴业态，为客户群体带来更大创造力。**2) 大威翔龙：**由深圳威武与深广电子2021年合资成立。作为一家电竞赛事活动运营公司，其业务覆盖赛事及活动策划执行、内容制作运营、电竞场馆运营、电竞综艺策划、电竞教育培训、潮文化活动策划执行等，致力于打造湾区头部电竞赛事及电竞泛娱乐文化产业综合服务提供方。

图25：公司赛事活动品牌红鲤文化和大威翔龙



数据来源：公司资料，东吴证券（香港）

提供定制解决方案、增强品牌认知及行业地位。自 2020 年以来，公司已 在 70 多个城市举办超 400 场活动，为游戏开发及发行商、直播平台和其他机构提供活动制作服务。

1) 主场赛事: 公司与不同品牌合作开展职业电竞赛事运营及内容营销，已在深圳 NIP 主场和武汉 eStarPro 主场举办了 LPL 2021 夏季赛和 KPL 2021 春季赛，并通过虎牙和腾讯视频等热门平台进行直播，吸引数千万观众在线观看。**2) 腾讯相关活动:** 公司与腾讯已开展密切合作，在推广游戏的同时为观众带来更佳 的电竞体验，并于 2022 年受托组织开展第五届王者荣耀全国赛的区域和省级选拔赛。**3) 数字冰雪运动会:** 除游戏公司外，集团还帮助电竞生态系统以外的合作伙伴制作线上和线下活动。例如，公司于 2021 年和 2022 年主办了全国数字冰雪运动会，在吸引流量、振兴当地旅游业的同时，提高了公司知名度。**4) 品牌合作:** 公司与商业品牌和赞助商合作，通过电竞相关活动提高品牌知名度。整体来看，公司在提供定制解决方案、优化观众观看体验的同时，增强了自身的品牌认知和行业地位。

表8: 赛事活动主要业务介绍

业务名称	简介
赛事活动	承办第三届王者荣耀全国大赛总决赛、KPL 职业联赛等百余场电子竞技赛事，与腾讯、网易、比亚迪汽车等知名品牌达成合作
主场活动	为中国双城双主场——武汉 eStarPro 主场和深圳 NIP 主场——提供舞美设计搭建、赛事运营、赛事执行等一系列完整的赛事内容服务
数字体育	承办首届中国数字冰雪运动会总决赛，获国家体育总局支持运用 VR、3D 体感体验、液态冰等科技手段，突破冰雪运动的季节和地域限制
IP 孵化	为游戏发行商和运营商提供完整的电竞生态系统及包含策划、执行和运营在内的商业化解决方案
数字研发	包含数字体育、虚拟现实技术、软/硬件开发、内容生产及推广业务，如使用虚拟现实技术的非身体接触式对抗运动

数据来源: 公司资料, 东吴证券(香港)

3.4. “esports+”模式: 增强收入增长稳定性和可持续性

“esports+”模式分为三个阶段: **1) 1.0 阶段:** 以比赛成绩和联盟收入分成为重点的电竞俱乐部运营，主要收入来源包括奖金和联赛分成、运动员转会和租借费、赞助和广告费。**2) 2.0 阶段:** 通过人才管理、活动制作、创意工作室和广告业务等创造收入。NIP 集团目前已进入 2.0 阶段，旨在为游戏开发商、电竞团队、广告商和电竞联盟等电竞生态系统参与者，以及粉丝和其他终端消费者带来价值；通过广告、赞助协议、直播及活动获得人才管理收入，并为全球企业品牌提供娱乐营销和咨询服务。对于 NIP 集团来说，电竞赛事中的优异表现依然是整个俱乐部的基石，但数字体育人才经纪和赛事活动业务已不直接取决于短期赛事成绩，而是基于整个集团的品牌影响力。这与传统体育俱乐部类似，能在更长赛事周期中证明其价值，而并非完全取决于一两个赛季的成绩。**3) 3.0 阶段:** 通过电竞教育培训、应用程序订阅、数字收藏品、电竞产业园和 IP 许可等领域创造收入机会，并与传统行业相结合，推出品牌商品、电竞设备和电竞酒店等。

图26: 公司已进入“esports+”模型第二阶段



数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

除传统电竞业务外，公司正积极探索电竞教育培训、数字收藏品和 IP 许可等领域的机会。1) 电竞教育培训：截至 2023 年底，公司已向广州、西安、武汉、贵阳、中山等地多家教育机构提供电竞教育相关服务，并计划在 2025 年底推广至 50 所教育机构。2) 数字收藏品：公司已与数字收藏品平台签订合作协议，自 2022 年 11 月起，以公司 IP 为特色的数字收藏品已在平台上架。3) IP 许可：公司已与电信、汽车和运动服装等行业公司开展了 20 余项 IP 合作，推出联名汽车、周边产品、服装、美容产品、饮料和礼品盒，同时授权客户使用公司运动员形象(包括人工智能和虚拟形象)进行营销推广；公司预计 2025 年 IP 合作数量将增至 40 个。4) 电竞酒店：公司已与知名酒店管理集团签署合资协议、计划在中国和世界各地推出电竞酒店，将电竞体验扩展到传统游戏场所以外的更多线下空间。5) 电竞产业园：公司已与武汉文旅集团子公司光谷新文化签订战略合作协议、建设电竞产业园，推动当地电竞发展，使武汉成为中国顶级电竞中心。

图27：公司电竞教育培训合作机构



数据来源：公司资料，东吴证券（香港）

图28：公司 IP 许可合作伙伴及项目



数据来源：公司资料，东吴证券（香港）

图29：公司电竞酒店空间展示



数据来源：公司资料，东吴证券（香港）

图30：武汉光谷电竞产业园规划图



数据来源：公司资料，东吴证券（香港）

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：1) **电竞俱乐部：**2023年，由于备战亚运会及主力选手缺席等因素导致联赛表现欠佳，相应赛事奖金和联盟分成同比减少51%，使得国内电竞俱乐部业务收入同比下降39%，预计上述因素将在2024年消除。展望未来，公司将继续拓展更多电竞赛事席位，赛事奖金及联盟分成有望继续增长；同时，随着公司品牌商业化和“esports+”战略持续推进，品牌实力和知名度不断提升，商业赞助及广告将成为拉动电竞俱乐部业务的重要动力，我们预计2024-2026年公司电竞俱乐部收入将同比+55%/+73%/+63%，成为驱动公司增长的重要引擎之一。2) **赛事活动：**随着公司活动经验逐步积累，其下游赛事种类和客户群体不断拓展，从单一电竞赛事拓展至动漫展、音乐节和潮玩手办会等，并结合AR/VR等技术为观众提供全新的观看体验，我们看好公司逐步成长为综合性的赛事运营商，并预计2024-2026年公司赛事活动收入将同比+97%/+54%/+24%。3) **数字人才体育经纪：**我们认为公司未来将持续转型、上市后发展重心聚焦在品牌商业化和“esports+”战略，并逐步减少对该等低利润率业务的投入，预计2024-2026年公司数字人才体育经纪收入将同比-25%/-36%/-11%。

表9：分业务收入预测（美元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电竞俱乐部	21,738,869	13,175,318	20,434,628	35,262,838	57,408,282
商业赞助及广告& IP 许可	6,122,068	5,871,996	13,018,215	26,765,450	48,043,983
赛事奖金及联盟分成	11,069,172	5,457,029	5,740,795	6,636,358	7,386,267
战队直播	1,512,015	1,115,057	931,073	1,045,595	1,124,014
运动员转会	2,905,335	389,881	395,339	416,292	442,102
其他收入	130,279	341,355	349,206	399,143	411,915
赛事活动	5,566,831	9,409,795	18,490,247	28,511,961	35,383,344
数字人才体育经纪	38,594,558	52,650,550	39,382,611	25,126,106	22,487,865
Ninjas in Pyjamas		8,489,303	12,521,722	15,727,283	18,259,375
总收入	65,900,258	83,724,966	90,829,208	104,628,188	133,538,866

数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）预测

总体来看，星竞威武在电竞赛道深耕多年、布局多个主流电竞项目，多次在全球性职业电竞赛事中斩获佳绩；同时，公司坚持“esports+”策略，通过人才管理、活动制作和广告业务等补充传统电竞业务，并提供电竞酒店、电竞教育及电竞产业园等创新业务以创造多元化和可持续的收入来源，推动公司规模持续增长。我们预计，2024-2026年公司收入为0.91/1.05/1.34亿美元，同比+8.5%/+15.2%/+27.6%，经调整EBITDA为721/1,403/2,198万美元，我们认为公司长期发展空间和盈利弹性较大，建议投资者积极关注。

5. 风险提示

品牌认知及实力风险: 若公司无法维护并提升品牌认知及实力,其粉丝基础、赞助商及潜在的消费者参与度可能会下降。

业务整合风险: 公司业务较多、且整合运营的历史相对较短,可能面临整合运营、服务和人员方面的挑战,并且可能无法实现预期的协同效应。

市场竞争加剧风险: 公司面对身处快速发展行业所面临的竞争加剧风险及不确定性。

星竞威武 (NIPG) 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29.35	56.21	65.46	79.33	营业收入	83.72	90.83	104.63	133.54
现金及现金等价物	7.59	32.51	40.09	48.89	电竞俱乐部	13.18	20.43	35.26	57.41
贸易及其他应收账款	19.00	20.90	22.50	27.44	赛事活动	9.41	18.49	28.51	35.38
其他流动资产	2.76	2.80	2.86	3.00	数字人才体育经纪	52.65	39.38	25.13	22.49
非流动资产	284.49	283.99	285.34	291.27	Ninjas in Pyjamas	8.49	12.52	15.73	18.26
物业、厂房及设备	2.92	3.24	3.64	4.25	主营业务成本	-76.47	-75.15	-80.07	-96.32
商誉及无形资产	277.50	276.68	277.63	282.95	毛利	7.20	15.62	24.48	37.12
其他金融资产	0.55	0.55	0.55	0.55	销售费用	-6.58	-7.18	-8.47	-11.88
其他非流动资产	3.52	3.52	3.52	3.52	管理费用	-15.27	-8.36	-8.68	-9.61
资产总计	313.84	340.21	350.80	370.60	营业利润	-14.65	0.09	7.32	15.62
流动负债	28.78	31.28	34.17	44.82	其他收入	0.72	1.18	0.73	0.27
贸易及其他应付款项	20.76	24.14	27.23	37.68	利息支出	-0.52	-1.09	0.42	-1.07
债券及银行借款	5.61	4.72	4.52	4.72	所得税前溢利	-14.46	0.18	8.47	14.82
其他流动金融负债	0.50	0.50	0.50	0.50	所得税费用	1.20	-0.01	-1.27	-2.96
其他流动负债	1.92	1.92	1.92	1.92	年内溢利	-13.26	0.17	7.20	11.86
非流动负债	354.86	356.06	356.56	353.85	以下各方应占:				
债券及银行借款	6.19	7.39	7.89	5.17	母公司拥有人	-13.26	0.17	7.20	11.86
其他非流动金融负债	1.48	1.48	1.48	1.48	非控股权益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	347.20	347.20	347.20	347.20	EBIT	-13.94	1.27	8.06	15.89
负债合计	383.64	387.34	390.74	398.67	经调整 EBITDA	-1.73	7.21	14.03	21.98
归属母公司股东权益	-74.80	-52.14	-44.93	-33.07	收入增长率 (%)	27%	8%	15%	28%
少数股东权益	5.00	5.00	5.00	5.00	归母净利润增长率 (%)	110%	-101%	4210%	65%
所有者权益合计	-69.80	-47.14	-39.93	-28.07	经调整 EBITDA 增长率 (%)	110%	-484%	69%	23%
负债和股东权益总计	313.84	340.21	350.80	370.60					
现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-5.15	7.55	14.61	23.33	毛利率 (%)	8.6%	17.2%	23.4%	27.8%
投资活动现金流	2.17	-5.45	-7.32	-12.02	经营利润率 (%)	-17.5%	0.1%	7.0%	11.7%
筹资活动现金流	1.36	22.82	0.30	-2.51	净利率 (%)	-15.8%	0.2%	6.9%	8.9%
现金净增加额	-1.62	24.92	7.58	8.79	经调整 EBITDA 利润率 (%)	-2.1%	7.9%	13.4%	16.5%
折旧和摊销	5.94	5.97	6.09	0.00	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	-	-
资本开支	5.45	7.32	12.02	0.00	P/B (现价)	-	-	-	-

数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为美元, 预测均为东吴证券 (香港) 预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>