

恺英网络 (002517.SZ)

创新品类拓展顺利，新一轮产品周期启航

公司研究 · 深度报告

传媒 · 游戏 II

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉
0755-81983074
chenaorong@guosen.com.cn
S0980523100001

传奇品类护城河稳固，新品类及AIGC/VRAR打开成长新空间



经营业绩表现良好，持续增持展现发展信心。1) 公司早期以页游起家，2015年起转型手游，并在传奇/奇迹品类中持续运营打造了《全民奇迹MU》（全球累计流水突破30亿元）、《蓝月传奇》等头部爆款产品，产品运营研发能力出众；2) 公司治理方面，经历过2018-2020年实控人失联、诉讼之后，管理团队及股东实现重组、经营重回正轨。公司的管理团队年富力强，具备游戏、法律、金融背景，为公司合规治理保驾护航。此外董事长金锋持续增持，充分彰显对未来发展的信心；3) 财务表现看，移动游戏是公司主要收入来源（占比接近9成），公司2021年开始经营重回正轨，营收及业绩持续稳健成长。

版号持续稳定发放，新科技有望打开中长期行业成长空间。1) 游戏行业有望见底回升。国内来看，2024年4-7月高基数效应导致游戏市场月度收入下滑，2024年8月游戏市场同比增长15%见底回升；出海市场拐点向上，中国游戏出海市场上半年收入同比略增4%，8月收入同比增长25%，9月表现依旧强劲。2) 中长期以AIGC、VR/AR/MR、Web3等为代表的新科技、新商业模式有望重塑游戏行业，从游戏制作、交互方式到用户体验、商业模式等方面对游戏行业实现改造，带动游戏行业进入新成长期；3) 从行业趋势来看，小程序游戏为游戏市场的新成长动力，双端开发技术成熟有利于优质内容的供给，微信小游戏中传奇品类避险依然良好，恺英网络有望抓住小游戏行业的发展机遇。

传奇品类奠定产品护城河与利润安全垫、新品拓展打开业绩第二成长曲线，AIGC/VR布局长远。1) 公司在传奇/奇迹品类具备强劲研发实力、爆款打造优异。传奇品类方面以控股子公司浙江盛和为核心，其曾打造包括《蓝月传奇》（累计流水超40亿元）《王者传奇》等在内的爆款传奇游戏；非传奇品类方面，公司有多个控股/参股公司，擅长卡牌、SLG、科幻游戏的打造，曾推出过《敢达争锋对决》《魔神英雄传》等优质产品，研发体系十分完备；2) 传奇品类优势稳固：国内当前传奇游戏市场规模约300亿元、6亿用户，仍具备较大发展空间；近期国内传奇版权纷争结束，公司参股世纪华通且与发行方贪玩游戏战略合作，研发、IP、发行三方强强联合，有望进一步提高市场份额；3) 非传奇品类拓展打开利润增长空间：从国内市场来看，传奇之外其他品类市场占比八成以上，依托良好的研发与资本实力，2023年以来加速向非传奇品类拓展，《纳萨力克之王》《石器时代：觉醒》上线后迅速火爆、后续也表现良好；目前已有三款新游戏《关于我转生变成史莱姆这档事》《盗墓笔记：启程》《斗罗大陆：诛邪传说》开启测试，有望在2024年内上线；IP方面，公司更是储备了包括“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“封神系列”、“倚天屠龙记”等在内的丰富IP矩阵，为公司在非传奇领域拓展保驾护航；4) VR/AIGC布局领先：公司参投VR设备厂商大朋VR，2022年初在内部成立VR团队、外部与幻世科技成立合资公司，2024年初上线VR游戏《Mecha Party》；AIGC方面公司的“形意”大模型已应用在游戏开发之中，能够生成输出即用的图像内容、进行剧情自动化拆解；公司在AI\VR等新科技方向上的布局前瞻，有望使得公司在新科技带来的浪潮中占领先机。

投资建议：关注产品表现及新科技落地，维持“优于大市”评级。我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为19.8/23.6/26.3亿元，分别同比增长35.8%/19.1%/11.4%；摊薄EPS=0.92/1.10/1.22元，当前股价对应PE=12.0x/10.1x/9.1x。公司传奇品类竞争优势明显、提供良好利润安全垫，跨品类拓展之下有望迎来更大市场空间下的第二成长曲线，VR/AIGC前瞻布局亦有助于领跑行业变革；基于公司较高的利润确定性和第二成长曲线的可能，综合绝对估值与相对估值方法，我们给予公司14.8-16.6元目标价（对应24年16-18x PE），维持“优于大市”评级。

风险提示：产品流水不达预期、上线节奏不达预期、公司治理风险、监管政策风险、商誉减值风险、技术风险、内控风险等。

- 【 01 】 公司治理持续改善，产品及业绩表现强劲
- 【 02 】 版号持续稳定发放，长期看新科技有望打开成长空间
- 【 03 】 传奇品类领先，新品类扩张打开新天地
- 【 04 】 盈利预测与估值

1. 公司治理持续改善，产品及业绩表现强劲

1.0 公司概况

发展历程：传奇品类起家，新品打开第二成长曲线推动公司稳步成长

- 1) 页游起家，RPG类爆款游戏较多（2008-2014年）：**公司成立于2008年，以页游起家，起初借助腾讯朋友网导流，2010年开始，公司上线自研游戏，包括《摩天大楼》《捕鱼大亨》（注册用户超3000万，日活跃用户数百万）等，2012年开始拓展《斗战西游》（上线当月注册用户超100万）《蜀山传奇》等RPG类页游。2013年，公司上线“XY游戏”平台主营游戏发行业务，业绩亮眼，初步成为头部页游厂商。
- 2) 借壳上市，转型手游（2015-2019年）：**2015年10月，公司独家代理并发行《全民奇迹MU》（全球累计流水突破30亿元），切入手游市场。2015年，公司借壳上市。页游方面，2016年6月《蓝月传奇》上线，2017年公司收购浙江盛和网络，加强传奇类游戏的研发和运营；手游端，公司与万代南梦宫联合开发并发行《敢达争锋对决》，2018年与网易联合发行《战舰世界闪击战》，手游收入占比开始提升。
- 3) 走出经营困境，重启增长（2019年-2022年）：**2019年以来，公司相继经历了实控人失联、传奇IP授权诉讼等众多负面事件，经营陷入困境，业绩下滑。2020年，公司调整核心管理团队与业务架构，确立“研发、发行、投资+IP”，此后陆续上线《原始传奇》《蓝月传奇2》《玄中记》《暗夜破晓》《高能手办团》《刀剑神域黑衣剑士：王牌》，经营重回正轨、业绩稳步提升。
- 4) 新品开启第二成长曲线，稳步成长（2023年-至今）：**2023年公司推出《纳萨力克之王》《新石器时代：觉醒》等自研手游，上线后均取得较好的成绩，而老游戏也持续稳健运营，2023年至2024上半年公司业绩成长稳健、新品储备丰富。



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

1.1 股权结构均衡稳定，管理层增持彰显信心



股权结构：前十大股东合计持股37.3%，董事长增持彰显信心

前十大股东合计持股37%，董事长持续增持。从股权结构看，截至2024年6月末公司前十大股东合计持股37.3%，其中董事长金锋持股14.3%，为公司的第一大股东；绍兴安岷持股5.2%（金锋持股99%、金丹良持股1%）；金丹良持股4.4%；前董事长王悦的股份占比预计不足1.1%。

管理团队增持彰显信心。2024年7月3日，公司管理团队承诺将2024年1月1日-2028年12月31日期间收到的公司税后分红所得用于持续每年增持公司股份，7月23至24日管理团队进行了第一次现金分红增持，金额为1100.95万元，2024年9月5日进行第二次现金分红增持，金额为7876.26万元。2024年9月5日，公司董事长金锋先生以集中竞价与大宗交易的方式增持公司无限售条件流通股2131.1万股，本次权益变动后，金锋先生持有公司股份318,026,449股，占公司总股本14.77%。

表：公司前十大股东持股情况（截至2024年6月30日）

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	金锋	308,449,284	14.33%
2	绍兴市安岷企业管理合伙企业（有限合伙）	112,477,078	5.23%
3	金丹良	95,675,787	4.44%
4	香港中央结算有限公司	77,018,705	3.58%
5	中国民生银行股份有限公司 - 华夏中证动漫游戏交易型开放式指数证券投资基金	59,604,552	2.77%
6	信泰人寿保险股份有限公司 - 传统产品	46,818,600	2.18%
7	杭州浩祥投资合伙企业（有限合伙）	26,225,500	1.22%
8	中国农业银行股份有限公司 - 中证500交易型开放式指数证券投资基金	25,618,113	1.19%
9	基本养老保险基金一二零四组合	25,456,435	1.18%
10	中国工商银行股份有限公司 - 华安媒体互联网混合型证券投资基金	25,446,938	1.18%
	合计	802,790,992	37.30%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

1.2 管理团队专业背景良好

管理团队：管理团队具备游戏、法律、金融背景

管理团队年富力强，具备游戏、法律、金融等背景。从管理团队看，董事长金锋先生为2011年起就职浙江盛和网络，先后任职产品经理、市场总监、总裁，目前任恺英网络董事长；副董事长、总经理沈军有二十多年的法律背景，强化公司的合规经营；董事、副总经理骞军法、董事会秘书刘洪林、财务总监黄振锋均为职业经理人。

表：公司主要管理层情况

姓名	职务	年龄	简介
金锋	董事长、董事	36	金锋先生，1988年7月出生，现任本公司董事长。金锋先生于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7月至2018年9月任恺英网络副董事长，于2018年9月至2019年3月任恺英网络联席董事长，于2019年3月至今任恺英网络董事长。
沈军	副董事长、董事、总经理	46	沈军先生，1978年10月出生，现任本公司副董事长、总经理、党委书记。沈军先生于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。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。
骞军法	董事、副总经理	44	骞军法先生，1980年1月出生，现任本公司董事、副总经理、党委副书记，西北大学会计学本科学历。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。曾获新财富第十三届、第十九届上市公司金牌董秘、天马奖第八届上市公司优秀董秘、2016年度金治理上市公司优秀董秘、2017年中国上市公司百强董秘、2017首届上市公司IR领袖董秘、2020年、2021年、2022年界面新闻年度金勋章董秘、2020年第五届时代金融金桔奖之上市公司创新成长董秘、2021年第七届新浪金麒麟金牌董秘、2021每日经济最佳主板上市公司董秘、2022年财联社精英董秘等。
赵凡	董事	46	赵凡先生，1978年9月出生，现任本公司董事、副总经理。赵凡先生于2000年7月北京联合大学本科毕业。赵凡先生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执行董事兼总经理。
黄振锋	财务总监	42	黄振锋先生，1982年7月出生，现任本公司财务总监，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。黄振锋先生曾任凯撒同盛发展股份有限公司（股票代码000796）财务总监、海越能源集团股份有限公司（股票代码600387）财务总监、长驰控股集团有限公司财务总监等职务。
刘洪林	董事会秘书	39	刘洪林先生，1985年3月出生，现任本公司董事会秘书、董事会办公室总经理，硕士研究生学历。刘洪林先生拥有会计师、经济师、证券从业、基金从业上市公司独立董事、董事会秘书等专业资格证书；曾在海航旅游集团有限公司负责项目投资与管理，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。刘洪林先生曾获第五届、第六届中国卓越IR“最佳总监奖”，第四届中国上市公司董事会“董秘好助手奖”。
唐悦	副总经理	45	唐悦先生，1979年9月出生，现任本公司副总经理，复旦大学本科毕业。唐悦先生于2012年4月至今历任本公司安全管理中心高级总监、公共安全副总裁、技术平台系统副总裁。

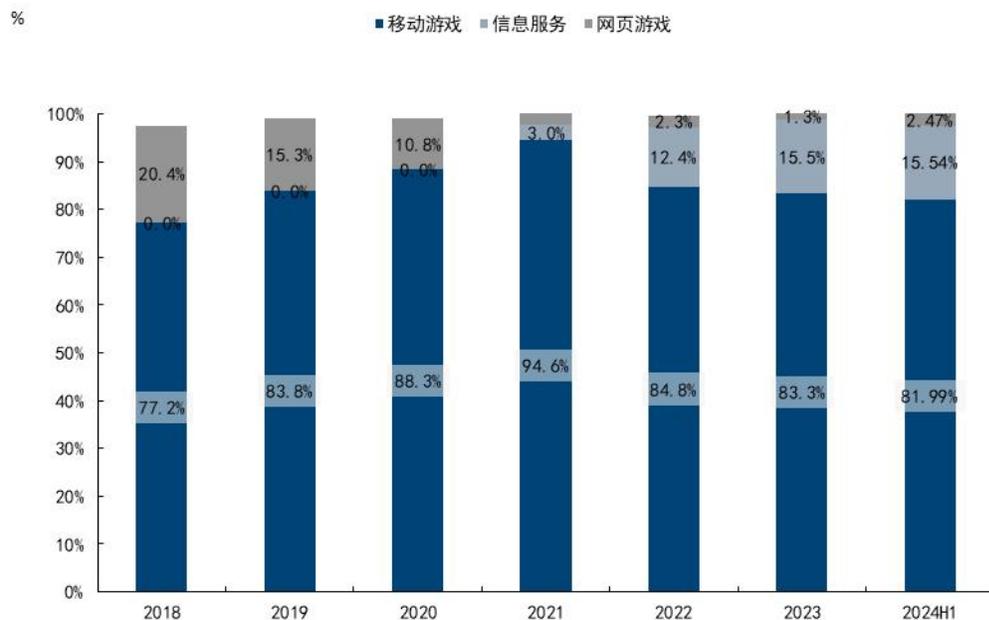
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.3 移动游戏为主要收入来源，毛利率超过70%

业务构成：移动游戏为主要收入来源，毛利率超过70%

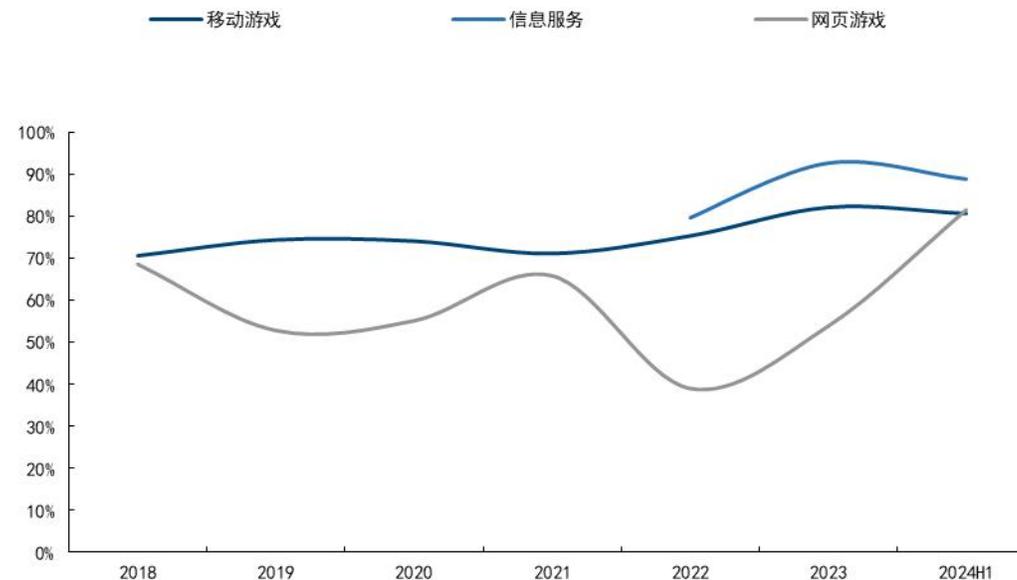
- 1) 从收入构成看，移动游戏为主要收入来源。2023年，公司的移动游戏业务收入占比83.3%；信息服务、网页游戏占比分别为15.5%、2.5%。
- 2) 从毛利率看，2023年公司的移动游戏、信息服务毛利率分别为82.2%、92.8%，网页游戏的毛利率为53.8%。

图：公司分业务收入占比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：公司分业务毛利率



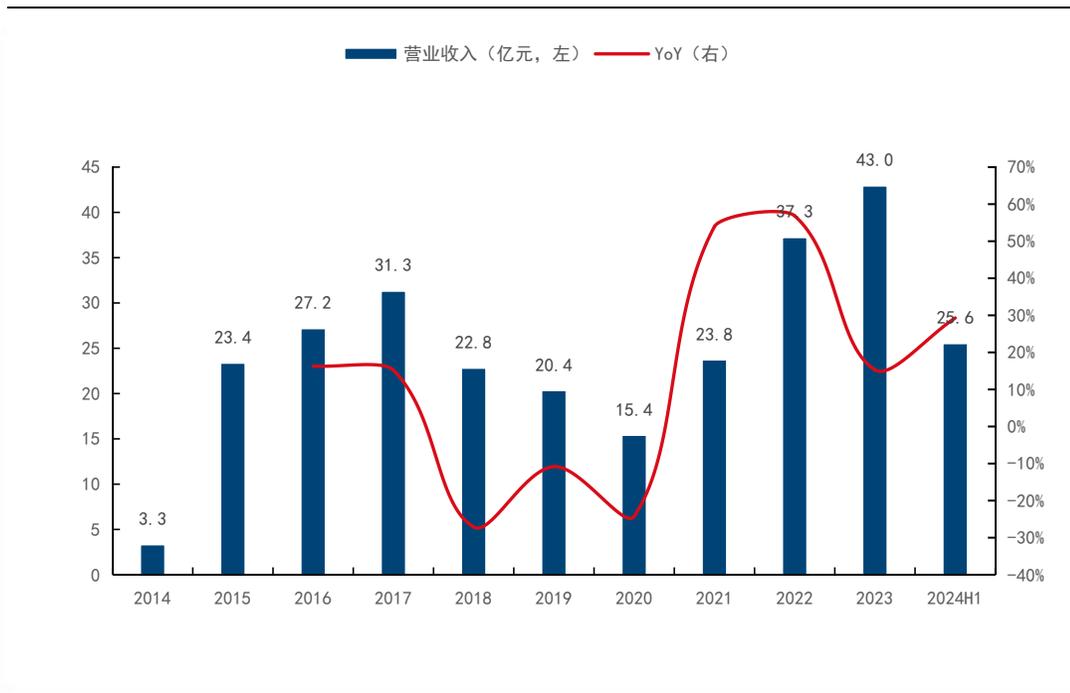
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

1.4 2023年至2024上半年业绩维持较快增长

财务表现：2023年及2024上半年新品带动业绩较快增长

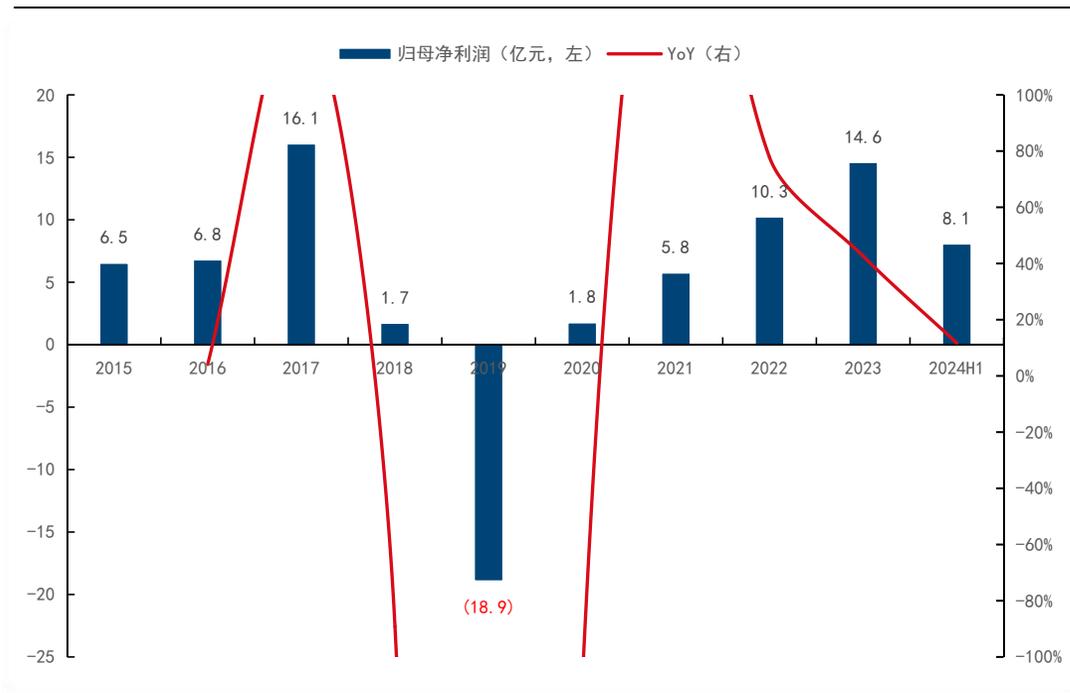
2021年起经营重回正轨，2023及2024上半年业绩较快增长。公司从2015年借壳上市后收入稳健增长，2015-2017年收入CAGR为15.7%，归母净利润CAGR为56.8%，主要由强劲成长的移动游戏业务拉动；2018-2020年由于连续经历实控人失联、诉讼等，收入连续3年下滑，手游和页游的收入CAGR分别为-12.1%、-40.3%，净利润也表现不佳。2020年公司剥离了亏损严重的原控股子公司浙江九翎。2021年开始，公司经营重回正轨，2021-2022年收入每年同比增长达50%以上，主要由《热血合击》、《刀剑神域》、《魔神英雄传》、《天使之战》等新游戏带动；归母净利润同比增长77.8%；2023年在较高的基数之上，收入、净利润分别同比增长15.3%、42.6%，主要由《石器时代：觉醒》《仙剑奇侠传：新的开始》以及小程序游戏带动。2024上半年，公司收入、净利润分别同比增长29.3%、11.7%，长线产品维持稳定表现、《怪物联萌》和《新倚天屠龙记》（越南）《纳萨力克之王》等新上线产品也带动业绩增长。

图：公司历年收入及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司历年归母净利润及变化情况



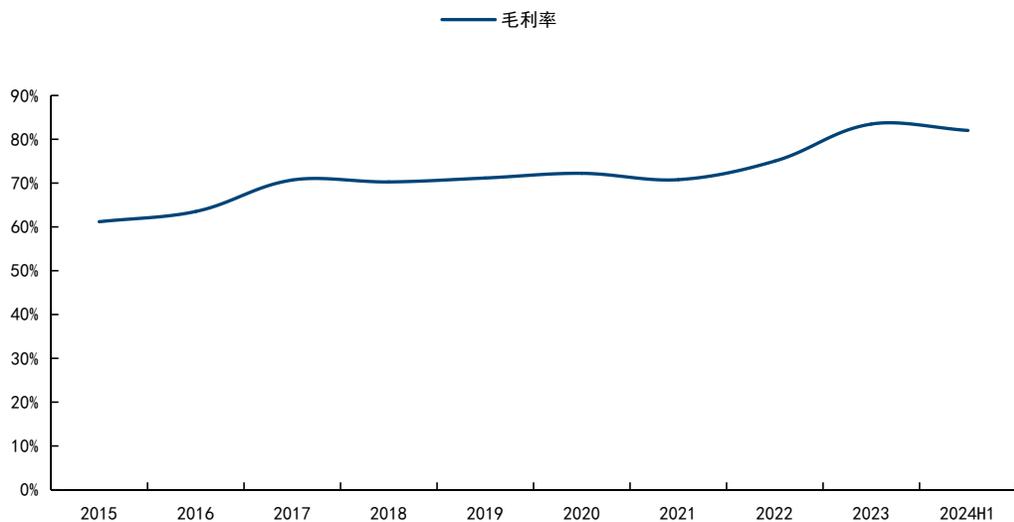
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.4 毛利率持续提升，整体费用率稳定

财务表现：毛利率呈提升趋势，整体费用率稳定

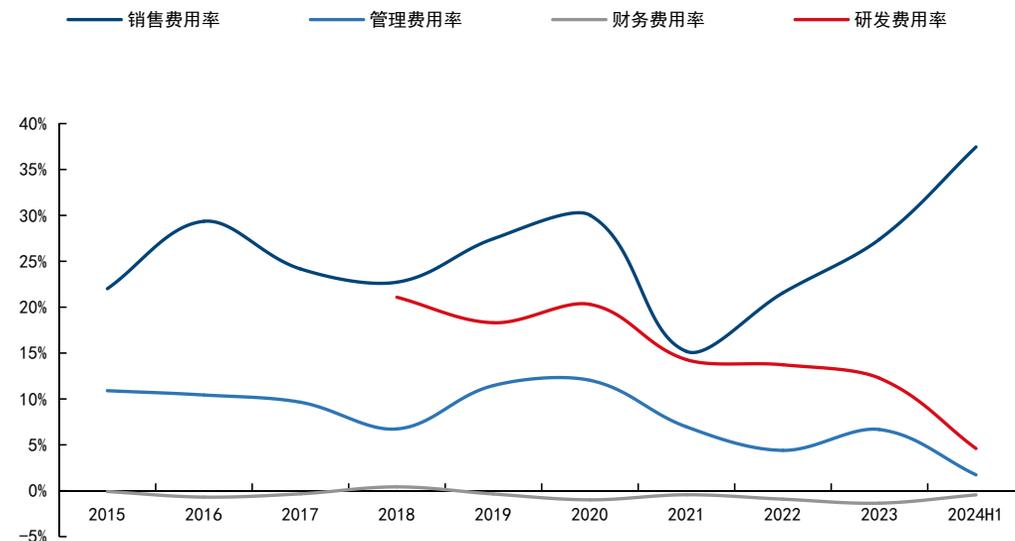
公司的毛利率近年在70%以上，呈提升趋势。公司的毛利率较高，近年基本维持在70%以上，其中移动游戏的毛利率在70%~75%之间，网页游戏的毛利率在38%~73%之间，信息服务的毛利率接近80%。费用率方面，公司的整体费用率在2015-2017年间为22%~40%，2018-2020年由于收入的下滑，费用金额下降但费用率整体上升至60%左右；2021~2022年收入重回增长，整体费用率在40%左右，其中销售费用率为15%~25%，研发费用率为15%左右，研发费用率较高的原因主要是由于公司重视研发投入；2023年至2024上半年，公司收入分别增长15.3%、29.3%，主要由浙江盛和的并表和新游戏上线所带动；整体费用率上升至43%~45%，其中销售费用率有较为显著的上升，主要由于游戏行业新品上线密集买量费用上升；管理费用率下降主要是由于员工持股计划及股票期权计划费用摊销减少；研发费用率下降主要是由于发行及海外收入提升带动费用占比下降。

图：公司历年毛利率及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司历年费用率及变化



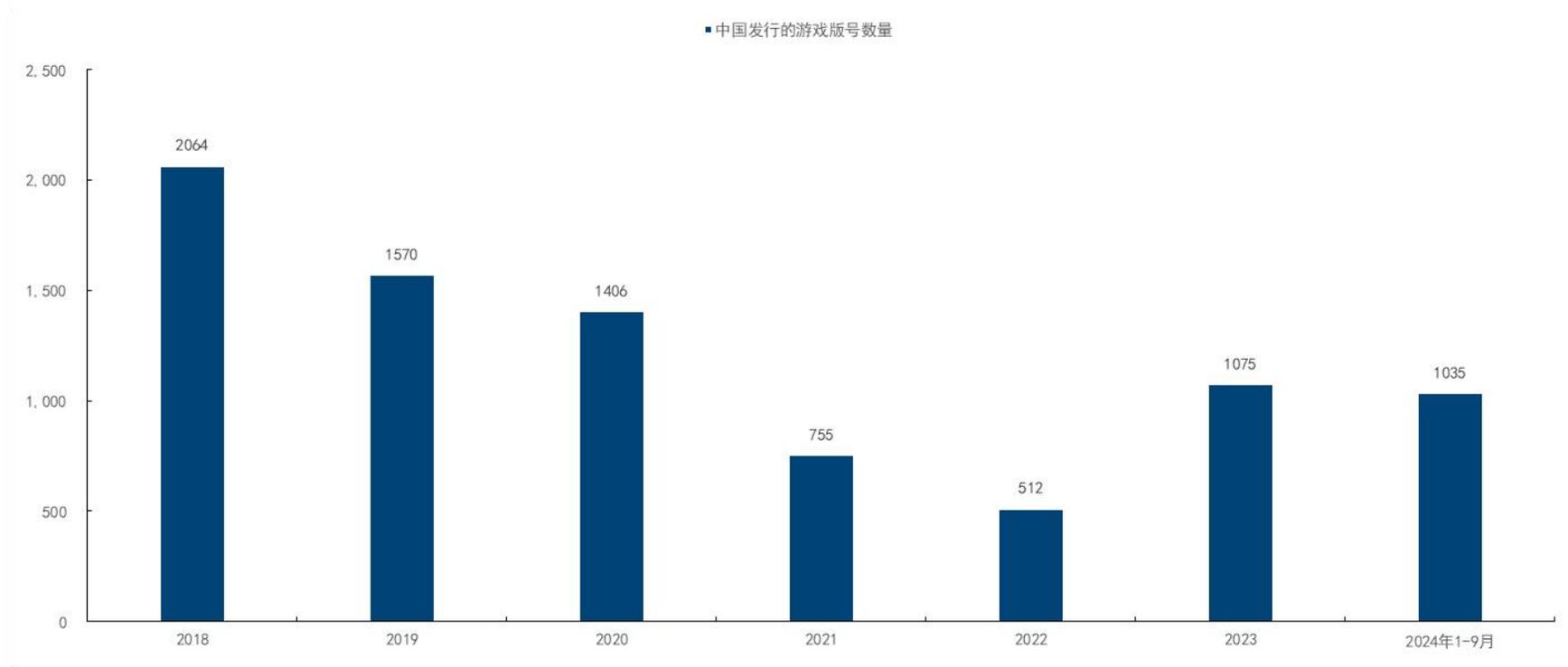
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2. 版号持续稳定发放，长期看新科技有望打开成长空间

2.0 版本号持续稳定发放，2024年以来月均版本号发放数量过百

版本号持续稳定发放，2024年以来月均版本号发放数量过百。2021年8月“防止未成年人沉迷网络游戏”法规实施，此后持续8个月时间版本号停发，2022年游戏行业收入同比下滑10.3%至2658.8亿元，2023年起游戏版本号发放正常化，2023年发放的版号数量总共为1075个，同比增长110%，2024年游戏版本号持续稳定的发放节奏，2024年1-9月共计发放游戏版本号1035个。此外，2024年7月起广东省施行“游戏无版号即可测试”政策，加快游戏厂商的开发进程。

图：中国游戏版号发行数量



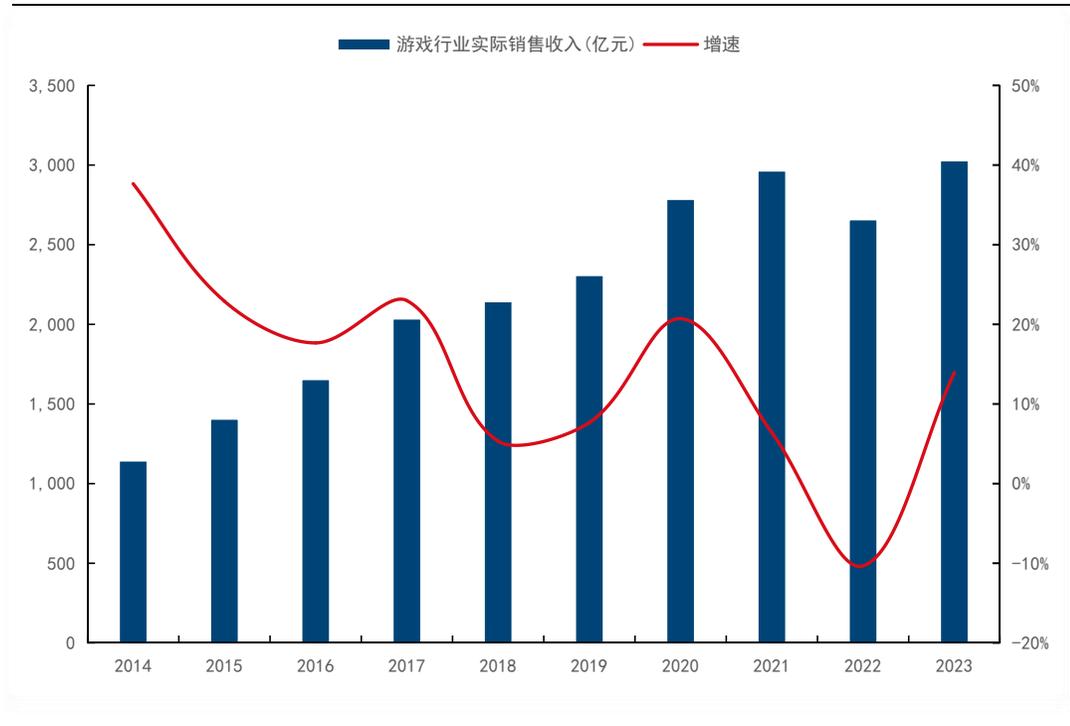
资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

2.1 国内游戏市场有望见底回升

2024年4-7月高基数效应下游戏市场收入下降。中国游戏收入规模接近3000亿，近期版号发放常态化行业供给端改善。2020年前中国游戏行业规模年均增速双位数，2021年达到2965.1亿元，但2021年8月“防止未成年人沉迷网络游戏”法规实施，此后持续8个月时间版号停发，2022年游戏行业收入连续三个季度同比和环比都有下降，2022年4月游戏版号恢复发放，但新游戏的储备仍需要一段时间，2023年版号供应正常化，2024年1-3月新品驱动需求释放，但2024年4-7月高基数效应导致游戏市场月度收入同比下滑。

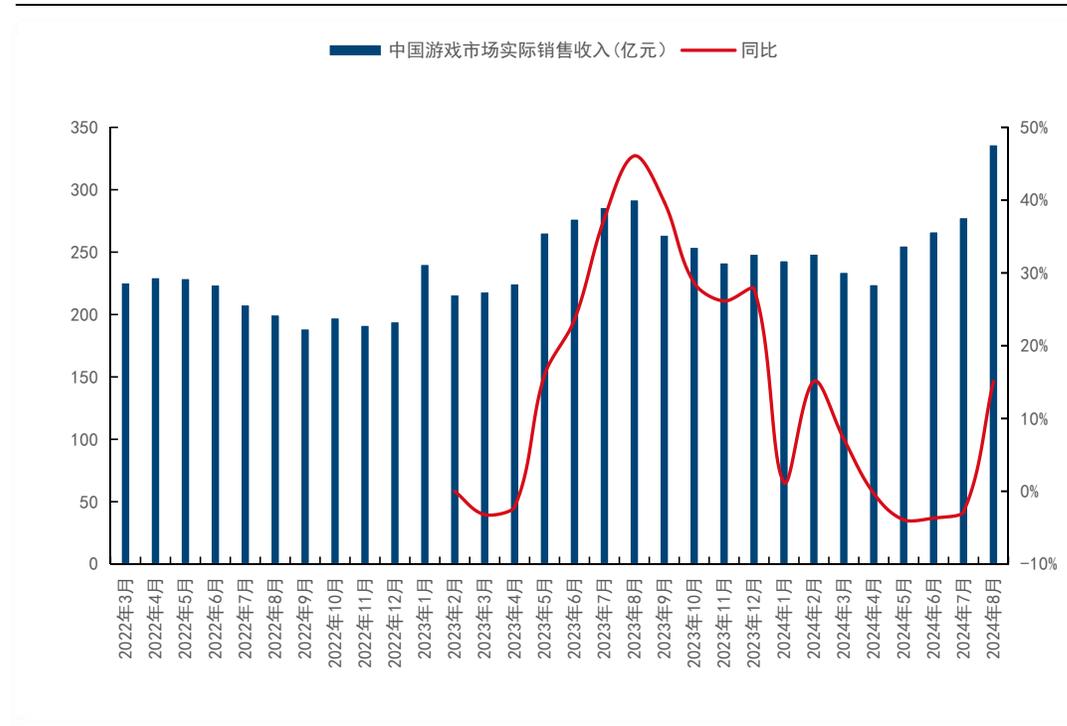
8月份以来逐步见底向上。2024年8月，游戏市场实际销售收入336亿元，同比增长15.1%，受到了暑期档新品（如《黑神话：悟空》）的拉动。

图：中国游戏市场年度实际销售收入及增速



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

图：中国游戏月度实际销售收入与变化



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

2.1 出海市场拐点向上

中国游戏出海市场上半年收入同比略增，8月以来收入增速显著加快。2024年上半年，中国自主研发游戏实际海外销售收入为85.54亿美元，同比增长4.2%，主要是由于部分新产品上线跨年爆款带来的明显增量，这也彰显了中国游戏厂商在全球具备较强的竞争力。2024年8月收入18.8亿元，同比增长25.1%，增速显著加快，《黑神话：悟空》也提供部分增量。

9月出海市场表现依旧强劲。Sensor Tower最新发布的报告显示，2024年9月中国手游在全球市场的表现依然强劲。其中，点点互动的《Whiteout Survival（无尽冬日）》继续稳坐出海手游收入榜首，全球下载量已突破9000万，全球收入超过13亿美元。米哈游的三款产品《崩坏：星穹铁道》、《原神》和《绝区零》也位列收入榜前茅，共同推动米哈游本期海外收入增长36%。

图：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及同比变化（亿美元、%）



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

图：2024年8月中国手游收入TOP30

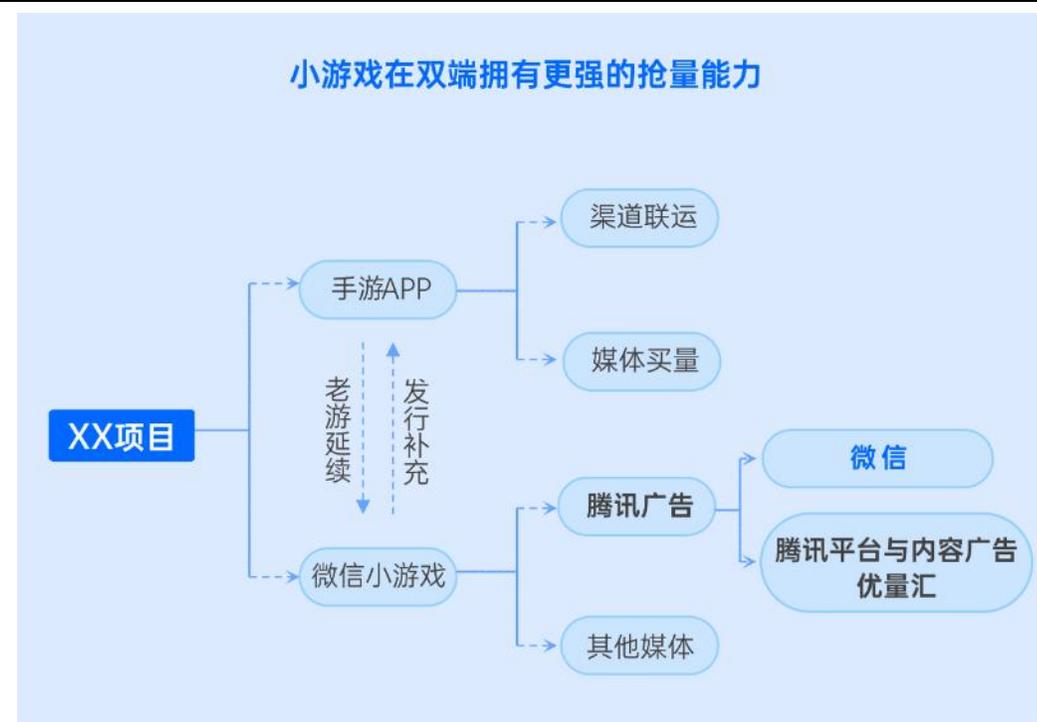


资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

2.2 小游戏成为游戏行业重要增长点

微信小游戏为游戏行业打开第二成长曲线，截至2024年6月末月活用户破5亿。小游戏是以小程序游戏为载体的新游戏产品形态，从变现形式上主要分为IAP（内购付费）、IAA（广告变现）、IAP+IAA（混合变现）三类。对于游戏厂商来说，小游戏的研发成本更低、周期更短，还可以通过小游戏形态“延长”老游的生命周期，因此较多游戏厂商入局小游戏赛道。对于用户而言，微信小游戏具备无需下载、即点即玩、体验轻便等特点，用户量近年实现快速增长，2023年微信小程序的月活用户数达到4亿、2024年6月末月活用户超过5亿。

图：小游戏在双端拥有更强的抢量能力



资料来源：《2022年微信小游戏增长白皮书》，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：小游戏研发成本更低、周期更短

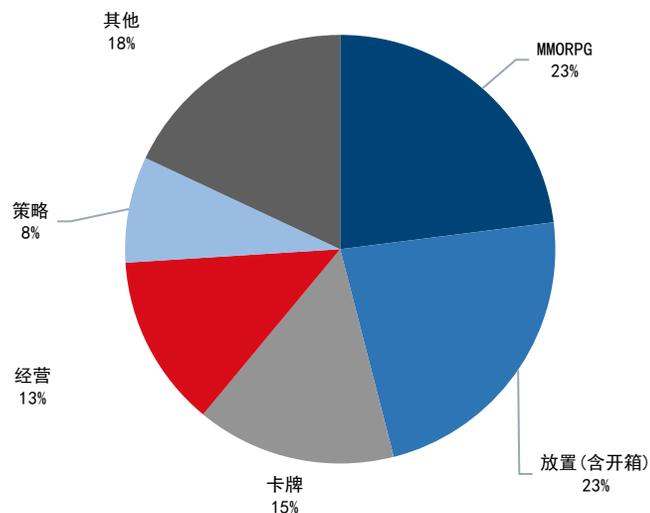
以一款仙侠RPG为例		
类型	原生制作	H5 版本兼容
研发周期	0.5年-0.8年	3个月-4个月
研发费用	500万-1000万	100万-200万
产品生命周期	1.5年-2年	1.5年-2年

资料来源：《2022年微信小游戏增长白皮书》，国信证券经济研究所整理。

2.2 微信小游戏中传奇品类表现依然良好

微信小游戏中，畅销榜TOP40的游戏主要为MMORPG和放置类。从品类上看，2024年6月微信小游戏畅销榜TOP40游戏中主要为MMORPG和放置类玩法，均有23%的占比。从题材上看，微信畅销小游戏的题材主要为传统题材，TOP40的游戏中武侠、魔幻、仙侠、传奇分别占比25%、20%、13%、13%。

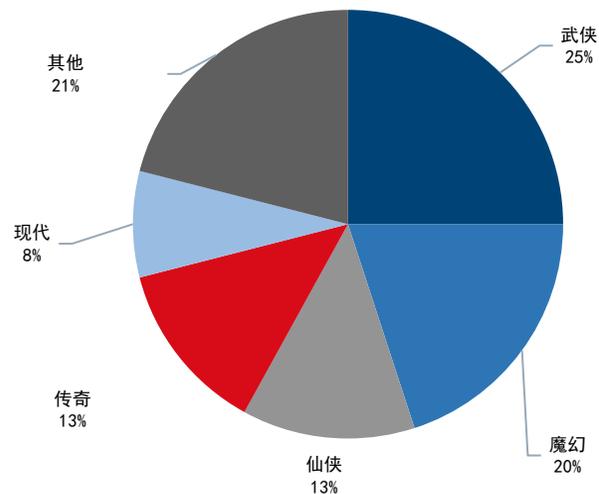
图：2024年6月小游戏畅销榜TOP40玩法占比



资料来源：Dataeye，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2024年6月小游戏畅销榜TOP40题材占比

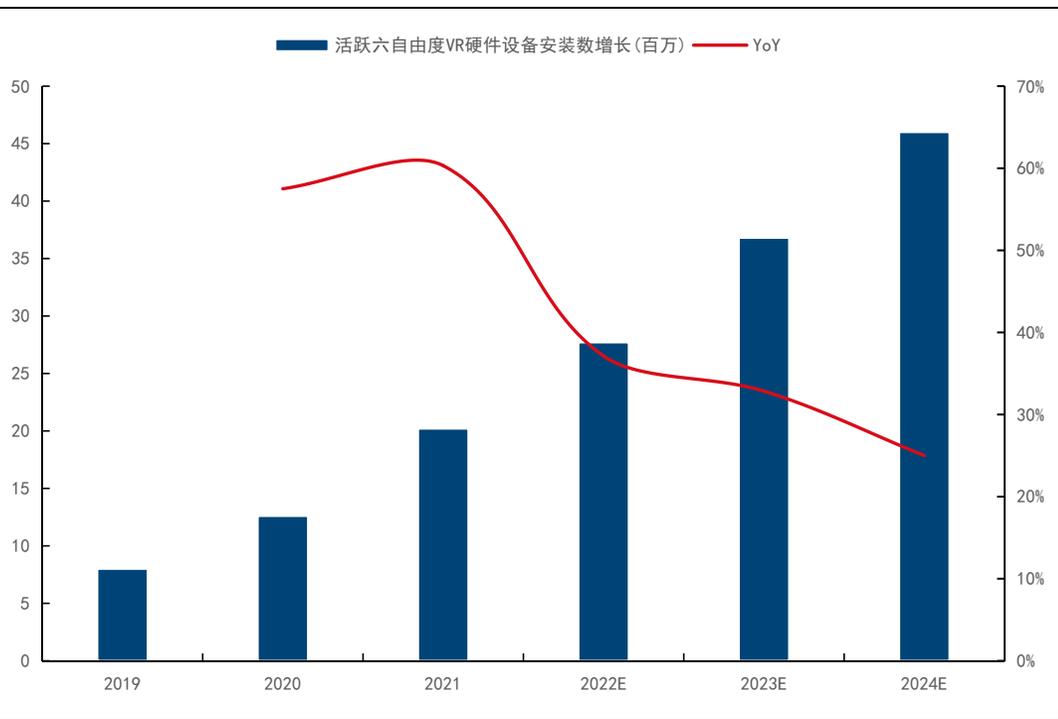


资料来源：Dataeye，国信证券经济研究所整理。

2.4 VR/AR/MR引入全新交互及展示体验

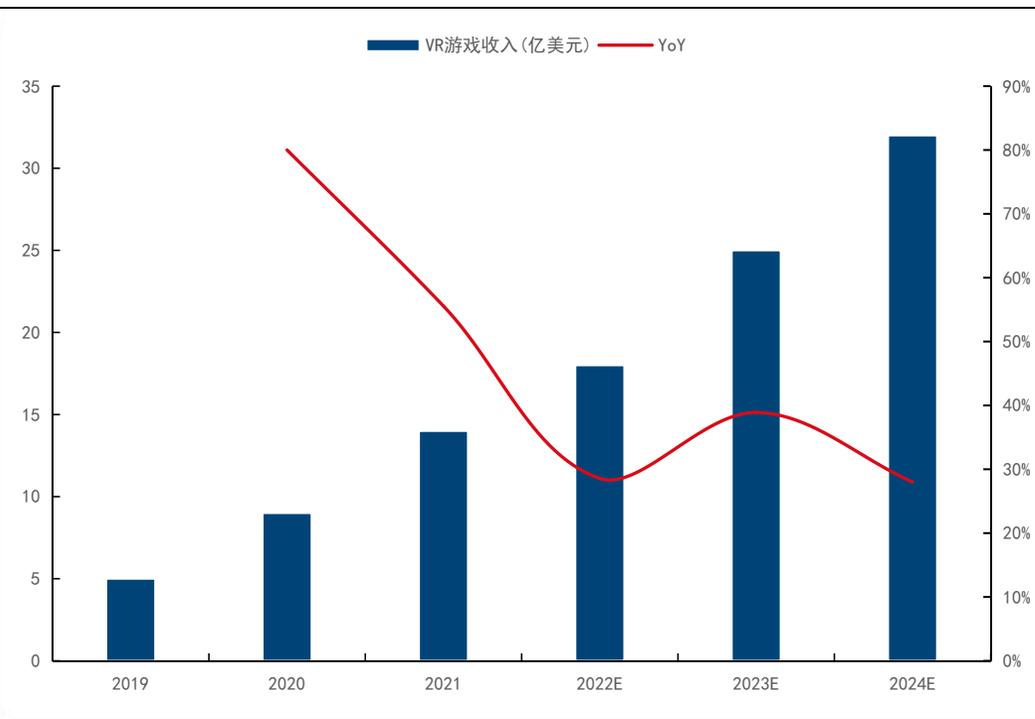
硬件设备提升加速VR/AR/MR游戏发展。1) VR头显迅速崛起，2019年5月，Meta推出了自己的首款六自由度头显Quest，主要亮点是无障碍使用，即此类头显不需要性能强劲的PC/主机以及连接线，可以让用户在任何地方直接玩游戏。其二代产品Quest2价格合理（399美元），降低了VR的准入门槛，活跃的硬件安装也刺激了玩家在游戏上的人均消费；2) 游戏为VR发展的“杀手级”应用，如《半衰期：爱莉克斯》（VR射击类游戏代表作）《Puzzling Places》（VR益智类游戏代表作）《FitXR》（健身类）。目前七成以上VR设备的使用场景为游戏，推动VR游戏市场快速崛起。据Newzoo预计，全球VR游戏到2024年相比2021年将超过翻倍的增长，2019-2024年CAGR为44.0%。

图：活跃六自由度（6DoF）VR硬件设备安装数增长即预测



资料来源：NewZoo，国信证券经济研究所整理。注：仅显示过去至少被用过1次的VR设备

图：全球VR游戏收入增长及预测



资料来源：NewZoo，国信证券经济研究所整理。

2.3 AIGC赋能创造全新体验

AIGC+VRAR打开中长期成长空间。1) AIGC+游戏：AIGC在游戏方面的应用主要分为游戏前、游戏中和游戏周边。在游戏前AI工具可以辅助游戏制造流程中的一些环节，如美术设计、内容设计、测试等；在游戏中，AI工具可以提升游戏体验，目前的应用主要落地在AI NPC和游戏平衡；在游戏周边，AIGC可以应用于直播领域（如比赛解说、语音互动）和训练领域（模拟对手的风格，进行针对性训练）等。

图：AIGC对游戏制造的影响



资料来源：腾讯AI实验室，国信证券经济研究所整理

3. 传奇品类领先优势显著，新品类扩张打开新天地

3.0 “研发、发行、投资+IP”三大板块驱动，增长动能强劲

公司坚持以“研发+发行+投资与IP”为驱动力的发展战略。具体来看：

- 1) 研发板块：维持传奇业务优势，持续丰富产品矩阵。**公司目前的自研产品主要分为复古情怀类游戏和创新精品类游戏。1) 复古情怀类：主要包括《原始传奇》《热血合击》《天使之战》《永恒联盟》等知名游戏。依靠长期积累的强大研发实力、丰富运营经验、深厚行业资源以及众多经典产品，公司已在该品类领域建立起独有竞争壁垒。2) 创新精品类：公司旗下有多个精品游戏工作室，擅长的品类包括格斗类、卡牌策略类、VR多人竞技类、回合制RPG等等，目前表现较好的产品包括《敢达争锋对决》《纳萨力克之王》《Mecha Party》《石器时代：觉醒》等。
- 2) 发行板块：复古情怀类游戏稳健，海外发行增长迅速。**公司旗下XY发行平台（XY.COM）是国内知名精品游戏运营平台，上线运营至今累计推出精品游戏逾百款，涵盖角色扮演、模拟应景、休闲竞技、战略策略等多种类型手游、页游、H5游戏等品类。在复古情怀品类，公司曾发行《天使之战》等产品目前表现稳健。此外，公司积极拓展海外业务，立足中国台湾、中国香港、韩国和东南亚等国家与地区，再逐步走向欧美等全球市场。2024上半年在大陆地区以外发行了《新倚天屠龙记》（越南）、《漂在江湖（리벤저:다크니스）》（韩国）、《怪物联萌（Monster GO!）》（新加坡、马来西亚、菲律宾）、《纳萨力克之王（OVERLORD）》（港澳台地区）、《天使之战（MU Monarch SEA）》（新加坡、马来西亚、菲律宾）等游戏。
- 3) 投资与IP板块：投资模式与投资逻辑基本验证，协同效应显著；头部IP授权与内部IP孵化并进。**公司的投资业务以反哺主业为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，为研发和发行两大核心业务提供支撑。IP方面，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。

图：恺英网络业务体系



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

3.1 研发矩阵：以盛和为核心、多个控股/参股公司/工作室协同发力

传奇/奇迹类游戏研运能力突出，投资游戏工作室加强研发实力。公司的控股子公司浙江盛和擅长传奇品类，曾打造《蓝月传奇》《王者传奇》《原始传奇》等爆款产品。此外，公司还战略投资多家工作室，包括擅长卡牌类游戏的心光流美、银之匙，擅长重度SLG游戏的星跃互动和光粒网络，擅长精品独立游戏的余烬科技，以及擅长社会化和科幻游戏的仟憬网络。

图：公司旗下重点子公司/参投公司擅长的游戏品类及基本情况

公司logo	公司名称	简介/擅长品类	主要产品及进度
	浙江盛和网络科技有限公司	传奇类页游、手游	《蓝月传奇》、《王者传奇》、《原始传奇》等
	杭州心光流美网络科技有限公司	集精品PC端及移动端游戏软件自主研发、运营及优秀IP产品联动发行为一体的公司，擅长IP题材的卡牌类游戏。	手办主题3D放置卡牌手游《高能手办团》（已完成公测并正式上线）
	上海银之匙网络科技有限公司	专注于卡牌与IP类产品制作	目前在研一款面向全球市场的卡牌手游
	杭州星跃互动文化创意有限公司	重度SLG游戏（尤其是IP类）	目前在研两款历史题材SLG
	上海光粒网络科技有限公司	注重品类探索与开拓的精品游戏研发公司	太空星战SLG《无尽银河》与二次元模拟经营《诺弗兰物语》
	杭州余烬科技有限公司	专注于精品独立游戏研发的公司	第三人称潜入游戏《Evotinction》（中文名演灭，目前在研），是索尼中国之星计划第二期产品，预计将在2023年海外先行发售
	北京仟憬网络科技有限公司	社会化游戏和科幻游戏	科幻题材游戏《Grok!》（在研）

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.1 “传奇” / “奇迹”类自研产品优势稳固

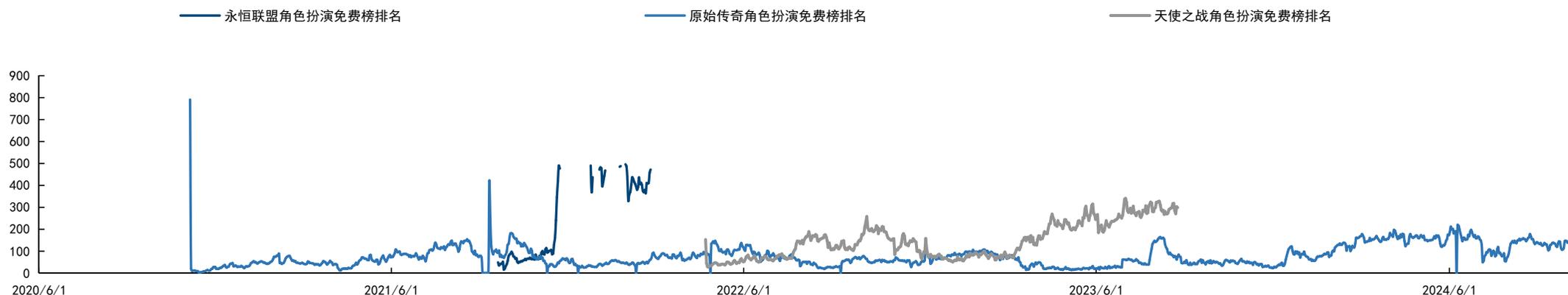
“传奇” / “奇迹” 品类优势显著、爆款打造能力强，产品矩阵不断丰富。1) 传奇品类方面，公司运营过《蓝月传奇》、《原始传奇》、《热血合击》、《永恒联盟》，截至2022年底《蓝月传奇》累计流水超过40亿元，上线以来《原始传奇》《天使之战》《永恒联盟》角色扮演类免费榜排名分别为64/148/221名；2) 公司还与知名作家家卜令楠（笔名：洛城东）签约合作推出“蓝月”IP 系列文学作品，赋予“蓝月”IP 系列全新世界观和剧情。公司自主孵化 IP《蓝月纪元》小说持续连载，与掌阅科技在动漫领域展开合作；同时与中国网络作家村展开深度合作，专注游戏领域剧情世界观创作。

表：公司主要传奇游戏产品及介绍

游戏名称	上线时间	题材	Taptap评分	商业模式	基本情况
全民奇迹MU	2014年12月	奇迹MMORPG	5.0	自研自发	截至2022年，累计流水超过83亿元。
蓝月传奇	2016年6月	传奇MMORPG	4.2	自研，贪玩游戏发行	截至2022年12月，累计流水超过40亿元。
王者传奇	2017年4月	传奇MMORPG	5.9	自研自发	上线前三年保持DAU 10万以上、单月流水数千万。
原始传奇	2020年6月	传奇MMORPG	5.8	自研，贪玩游戏代理	-
蓝月传奇2	2021年2月	传奇MMORPG	4.0	自研，腾讯代理	-
热血合击	2021年5月	传奇MMORPG	3.9	自研，贪玩游戏代理	-
天使之战	2022年9月	奇迹MMORPG	5.9	自研自发	截至2022年1月，累计流水破10亿。
永恒联盟	2022年9月	奇迹MMORPG	8.4	自研自发	-

资料来源：公司公告、Taptap官网，国信证券经济研究所整理

图：公司的重点传奇游戏IOS免费榜排名情况

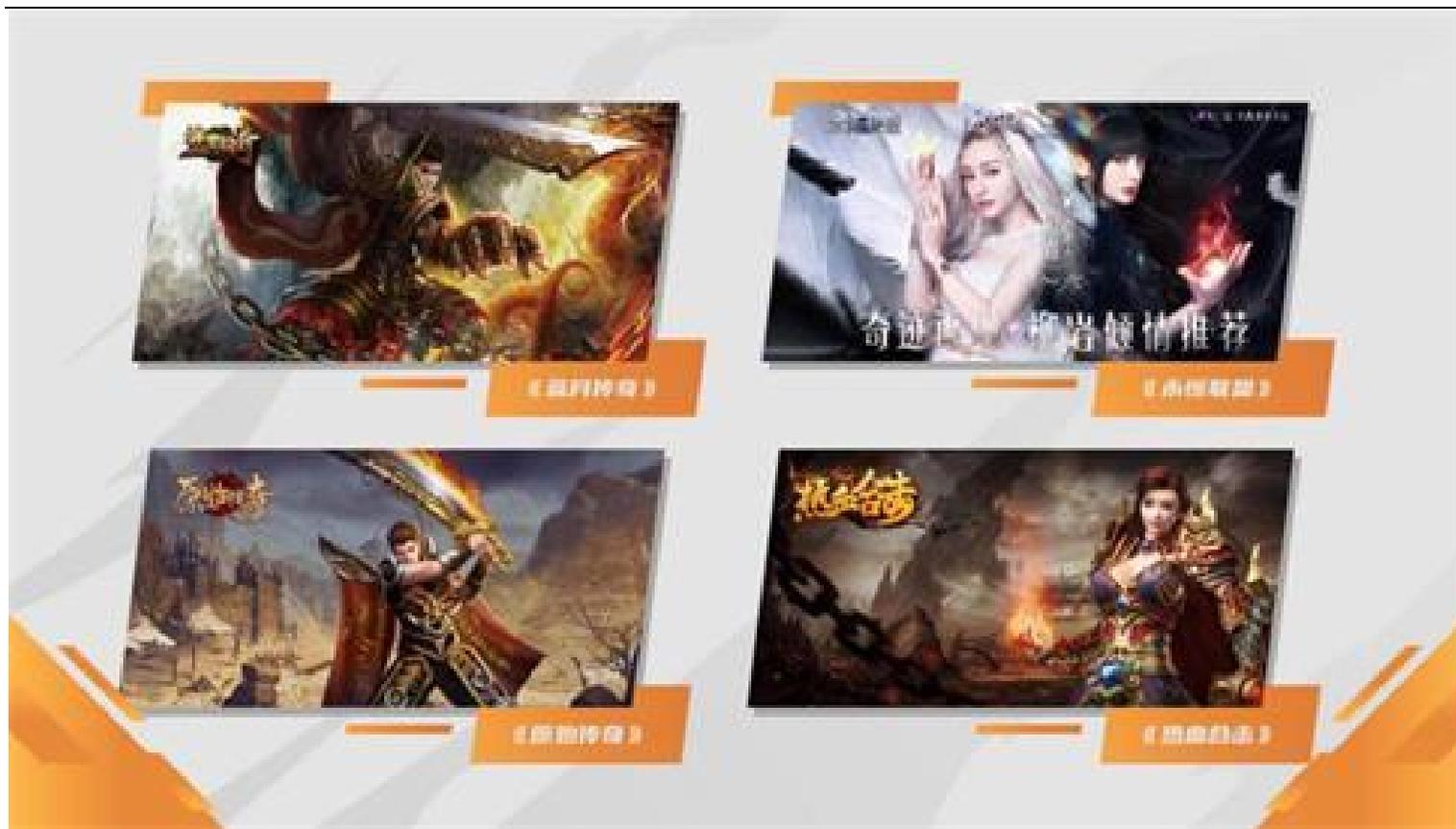


资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理。

3.1 “传奇” / “奇迹”类自研产品优势稳固

依靠长期积累的强大研发实力、丰富运营经验、深厚行业资源以及众多经典产品，公司已在该品类领域建立起深厚竞争壁垒。1) 《蓝月传奇》是公司的明星页游，自上线以来长期稳居畅销榜前列，截至2022年末《蓝月传奇》累计规模超过40亿元，是最成功的页游产品之一。2) 《原始传奇》是一款东方魔幻风格的MMORPG，使用2.5D写实画面，贴合老玩家游戏情怀。上线微信小程序后有10万人以上玩过。3) 《热血合击》是首款1.85合击传奇手游，复刻老传奇画面，除了传统玩法之外还新增夺宝奇兵、皇族密宝等玩法。4) 《永恒联盟》是一款3D迷幻MMORPG手游，在玩法等多方面还原经典，并运用3D渲染技术使得任务建模、地图场景、光影、材质更为细腻。

图：公司典型传奇品类游戏



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

3.1 “传奇”品类新品陆续上市，稳固短期业绩表现



传奇品类方面：

- 1) 《龙腾传奇》为公司战略布局的项目，已于2022年4月取得版号，丰富公司在传奇品类的产品线，是一款长周期的产品，将帮助公司获得长期盈利及品牌影响力。
- 2) 《梁山传奇》《王者传奇2》为公司传奇类的储备产品，已于2023年7月和2023年12月取得版号，未来可以作为盈利补充，持续稳定传奇类产品的收益。

表：公司主要储备游戏产品（传奇类）

主要研发项目名称	类型	IP	开发	项目目的	版号	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
龙腾传奇	传奇	传奇	自研	战略布局	已取得	获得长期盈利及品牌影响力	深挖传奇市场, 保持稳定收益
梁山传奇	传奇	传奇	自研	丰富传奇类产品线	已取得	-	-
王者传奇2	传奇	传奇	自研	丰富传奇类产品线	已取得	-	-

资料来源：公司公告、TapTap、国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

3.1 传奇品类版权纷争结束，参股世纪华通有助进一步稳固IP/研发优势



传奇品类版权纷争结束，扫除合规障碍。1996年，亚拓士在韩国成立，开发了《玛法传奇1》。两年后，核心成员朴瑾镐出走并成立公司娱美德，开发了《玛法传奇2》（中文名《热血传奇》），期间接受了亚拓士注资，因此著作权人为亚拓士和娱美德，并在不久后与当时的盛大游戏签订《软件许可协议》，续约至2017年。2016年，娱美德否认盛大游戏的“独占运营权”，并于6月以1.7亿元将改编权出售给恺英网络，8月上海知识产权法院要求娱美德停止履行“传奇”授权许可，在此期间恺英网络旗下的浙江九翎、浙江欢游陷入诉讼纠纷。2021年，最高法院裁定世纪华通旗下的盛趣游戏享有“传奇”游戏在中国的独占性权益；2023年6月1日世纪华通公告称子公司上海数龙科技、亚拓士与盛趣信息收到上海知识产权法院寄送的两份二审判决书，明确认定盛趣信息有权行使其对《传奇世界》享有的完整著作权；8月9日世纪华通公告称控股子公司韩国亚拓士与《传奇》共同著作人株式会社传奇IP达成为期5年的系列合作协议，正式成为在中国市场独立对外行使《传奇》系列游戏著作权的唯一主体，传奇IP争端告一段落。

入股世纪华通并签署战略合作协议，IP与研发强强合作，《传奇》品类优势有望进一步扩大。2023年10月8日，公司与世纪华通签署《战略合作协议》，进一步推动公司与世纪华通全面深化战略合作，除在IP合作、商标合作、维权合作等原有合作领域继续发挥双方的优势，双方还将在IP生态、品牌等新的领域进行深度合作。2024年1月10日公司董事会审议通过《关于授权管理层与战略合作伙伴加强股权合作的议案》，进一步推进双方从业务合作至股权合作的战略升级。

表：传奇IP大事列表

时间	事件
1996年	亚拓士在韩国成立，开发《传奇1》
1998年	核心成员朴瑾镐成立公司娱美德，开发了《传奇2》，因接受亚拓士注资，著作权人为亚拓士和娱美德。
2001年	盛趣游戏与亚拓士签署《软件许可协议》将《传奇》IP引入中国，并续约至2017年。
2002年	娱美德将“传奇”一切共同著作权人的一切权力委托亚拓士行使，亚拓士授予盛趣游戏中国的独占性著作权。
2016年	娱美德否认盛大游戏的“独占运营权”，并于6月以1.7亿元将“传奇”改编权出售给恺英网络；8月上海知识产权法院要求韩国娱美德公司和恺英网络终止“传奇”IP授权。
2017年	亚拓士与盛趣游戏续约至2025年，娱美德提起诉讼认为续展协议无效。
2021年	世纪华通旗下盛趣游戏享有“传奇”游戏在中国的独占性授权。1月，恺英网络与盛趣游戏就IP资源等签订战略合作协议。

资料来源：21世纪经济报、DataEye、公司公告，国信证券经济研究所整理

3.1 传奇品类长期空间无虞

传奇品类：中国传奇类游戏市场规模约300亿元，6亿用户带来较大发展空间

传奇品类在中国经营20余年，仍是中国网络游戏市场最经典的游戏IP之一。传奇IP在中国市场发展20年，根据Dataeye数据研究院2019年基于买量规模、端游手游市场规模等测算，传奇类游戏的年流水约为300亿元，国内有传奇类手游6000余款、页游600款、H5游戏300多款。用户规模方面，传奇品类在手游、端游、页游上有6亿的累计注册用户。

传奇IP版权厘清，传奇类游戏正进入全新的发展阶段。1) 传奇IP版权问题厘清，盗版猖獗的情况好转：以往传奇品类面临的难点主要是侵权，现传奇IP版权归属逐渐明确。2023年8月9日，世纪华通发布公告，旗下控股子公司亚拓士已经与娱美德旗下的株式会社传奇IP就《传奇》IP达成全新的合作协议，根据协议，亚拓士将获得为期5年的《传奇》系列游戏在中国的完整独占权。2) 买量成本较高，竞争格局优化：传奇类游戏自页游时代兴起的买量模式延续至今，已经跑通了通过买量获取用户拉动营收的商业模式，目前传奇类游戏收入规模占整体游戏大盘的约10%，而买量成本为大盘的13%，买量规模排名中重度手游第一。大型厂商在游戏买量规模、买量技巧已有积累，未来买量市场规范化，中小厂商难抗资金压力，将逐步出清，竞争格局优化。3) 游戏市场精品化趋势明显，技术进步带来强劲发展动力：传奇类游戏以往的问题主要是产品同质化、画面及引擎劣质，近期随着Z世代逐渐成为游戏市场主力用户，各品类游戏在产品品质和玩家体验等方面都进行了改善，包括玩法创新、画质改良等，提升传奇品类的竞争力。4) 传奇游戏及其衍生品仍有较大的成长空间：20多年以来传奇品类已积累了超过6亿的注册用户，有超过六成集中在20-40岁之间，这部分用户普遍为情怀类玩家，用户粘性和消费能力强。如果未来传奇品类向泛娱乐、云游戏等领域拓展，庞大的用户基数以及强用户粘性能带来较大的市场空间。

从竞争格局看，国内主要运营制作传奇游戏的厂商有三七互娱、世纪华通、恺英网络等，其中主要研发商为恺英网络，头部产品的最高月流水过亿。

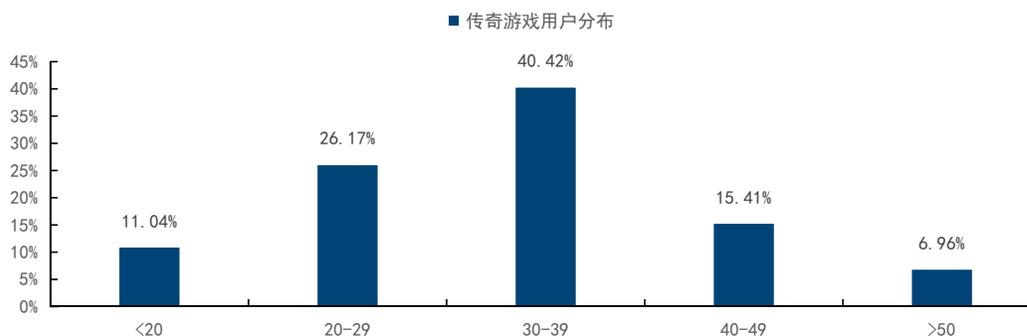
表：国内头部传奇游戏情况

相关公司	游戏名称及最高月流水(亿元)
盛趣游戏（世纪华通旗下）	《热血传奇》：最高月流水7亿元 《复古传奇》：最高月流水2亿元以上
江西贪玩（恺英网络股东之一）	《蓝月传奇》：最高月流水2亿元 《贪玩蓝月》：最高月流水1.5亿元
三七互娱	《传奇霸业》：最高月流水1亿元以上 《一刀传世》：最高月流水1亿元左右

资料来源：DataEye，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2021年传奇游戏用户分布

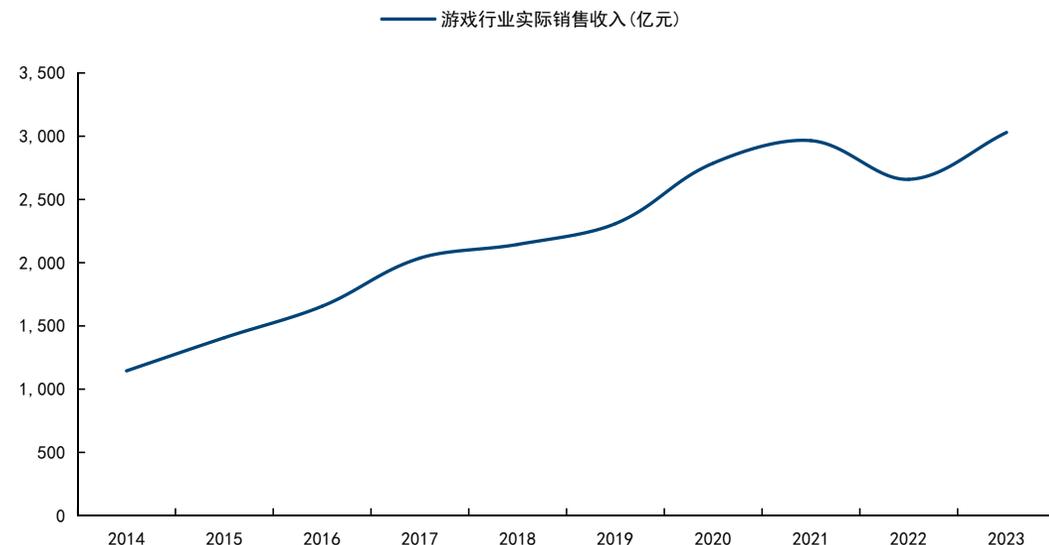


资料来源：《传奇游戏专题研究报告》，国信证券经济研究所整理

3.2 新品类拓展有望再造新“传奇”

传奇品类在全行业中尚属于小众市场，公司向传奇品类之外扩张有望迎来更大成长空间。近年，中国游戏行业的市场规模在2600亿元以上，传奇类游戏（主要指依托传奇IP开发的游戏）的规模预计在300亿元左右，份额约为11%；传奇之外其他品类占据八成以上的市场空间。

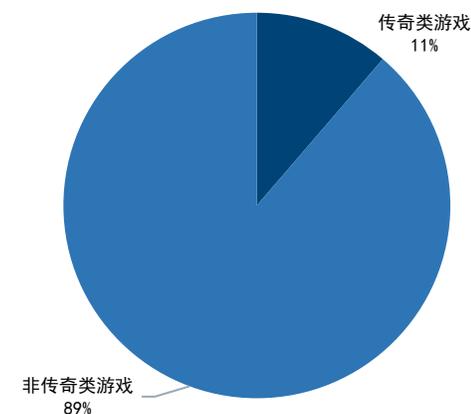
图：中国游戏市场整体规模变化



资料来源：《2022年游戏产业报告》，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：传奇品类占比



资料来源：《2022年游戏产业报告》，国信证券经济研究所整理。

3.2 创新精品游戏矩阵打造初见成效，打开第二成长曲线

在非传奇品类方面，公司的《敢达争锋对决》《纳萨力克之王》等表现良好，品类拓展初见成效。公司的《敢达争锋对决海外版》2021年6月在港台上线后，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。《纳萨力克之王》在2023年11月上线，在免费榜最高第2名，上线首月长期稳定在游戏畅销榜前50名，最高排名为畅销榜第19名。《石器时代：觉醒》在2023年10月上线，上线当日获IOS排行榜第一，首日注册用户破千万。

表：公司主要非传奇游戏产品及介绍

游戏名称	上线时间	游戏类型	TapTap评分	商业模式	基本情况
敢达争锋对决	2017年12月	实时对战游戏	4.9	与万代南梦宫联合研发	全球首款真实比例敢达3D对战手游。
敢达争锋对决海外版	2021年6月	实时对战游戏	-	与万代南梦宫联合研发	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。
纳萨力克之王	2023年11月	卡牌策略回合游戏	5.7	公司研发，bilibili独代发行	上线后免费榜最高第2名，上线首月长期稳定在游戏畅销榜前50名，最高排名为畅销榜第19名。
石器时代：觉醒	2023年10月	回合制RPG手游	5.4	公司研发，腾讯独代发行	游戏上线当日获IOS排行榜第一，首日注册用户破千万。
Mecha Party	2024年5月	VR竞技类游戏	-		公司研发，登陆PlayStation北美服与Steam 平台

资料来源：公司公告、TapTap官网，国信证券经济研究所整理

3.2 创新精品游戏矩阵打造初见成效，打开第二成长曲线

《敢达争锋对决》的成功初步印证了公司的IP商业化变现和品类拓展能力

《敢达争锋对决》是一款拥有爽快真人即时对战、全IP机体收集、精美3D建模、原作声优语音等多种游戏特色的手游，真实呈现了《机动战士敢达》场景，并凭借其收集养成体系和实时联机对战模式深受用户喜爱。

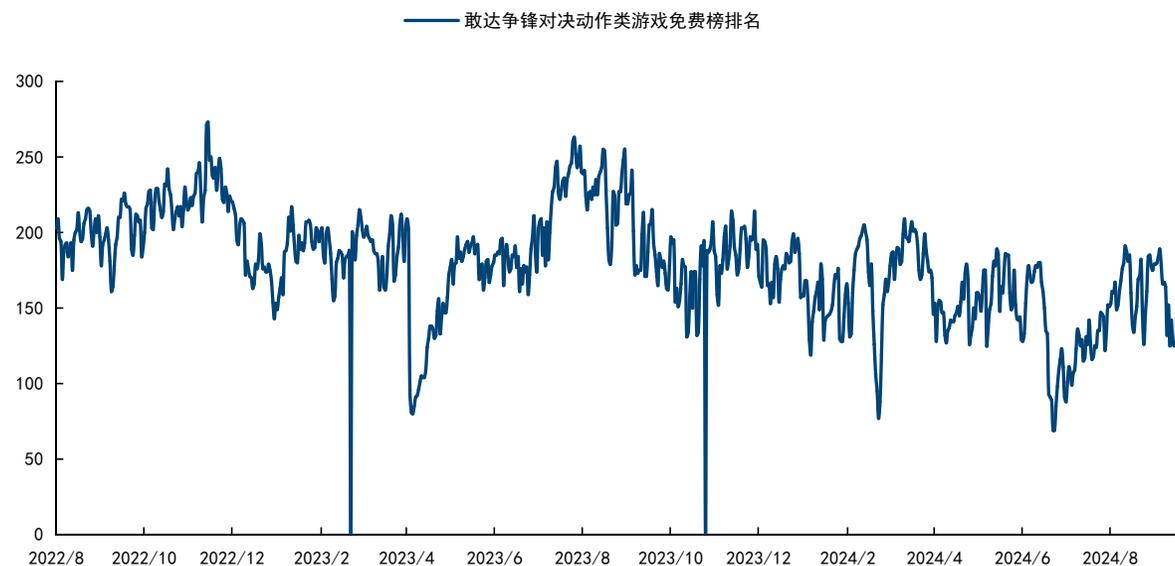
《敢达争锋对决》于2017年6月在中国除港澳台地区上线，中国香港版本、中国台湾版本、韩国版本于2021年6月上线后，迅速取得了中国香港地区、中国台湾地区iOS免费榜第一的成绩。《敢达争锋对决》由公司全资子公司苏州聚和发行和运营，生命周期较长，2022~2024年《敢达争锋对决》在动作类游戏免费榜平均排名为179名。

图：《敢达争锋对决》游戏画面



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：《敢达争锋对决》在动作类游戏免费榜的排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

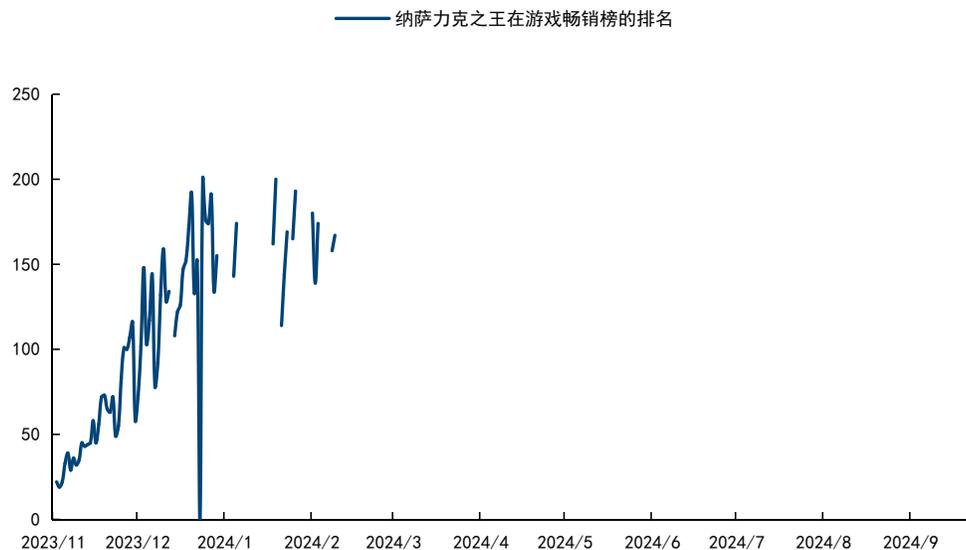
3.2 创新精品游戏矩阵打造初见成效，打开第二成长曲线

《纳萨力克之王》上线后最高获得第2名，持续印证公司创新品类游戏研发能力

《纳萨力克之王》已于2023年11月21日全平台上线。在游戏里玩家可化身无上至尊，与雅儿贝德、夏提雅等数十位配有专属技能的原作角色一起，展开前所未有的奇幻冒险。

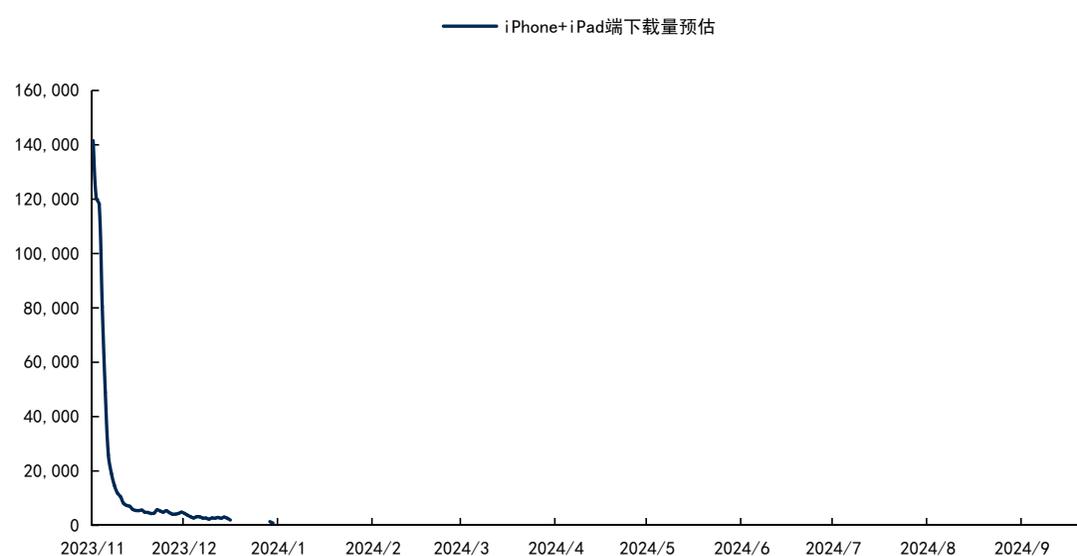
《纳萨力克之王》由bilibili独代发行，预约人数超百万，上线后免费榜最高第2名，上线首月长期稳定在游戏畅销榜前50名，最高排名为畅销榜第19名，上线近一年中时常进入游戏畅销榜前200名。从下载量来看，《纳萨力克之王》发行前三天在iOS端预计下载量超过10万次，上线至今预计iOS端/TapTap端下载量超过74万次/19万次。

图：《纳萨力克之王》在游戏畅销榜中的排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图：《纳萨力克之王》iPhone+iPad端下载量预估



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

3.2 创新精品游戏矩阵打造初见成效，打开第二成长曲线

《石器时代：觉醒》首日注册用户破千万，持续印证公司创新品类游戏研发能力

《石器时代：觉醒》是，由公司自研、腾讯独代发行的一款传统回合制RPG手游，已于2023年10月正式上线。游戏完美还原石器时代端游的游戏体验，以超高画质还原海量的经典宠物、场景、角色，让玩家能够很好的沉浸在石器的世界中，打怪抓宝，交友互动，打造自己的家园和部落。

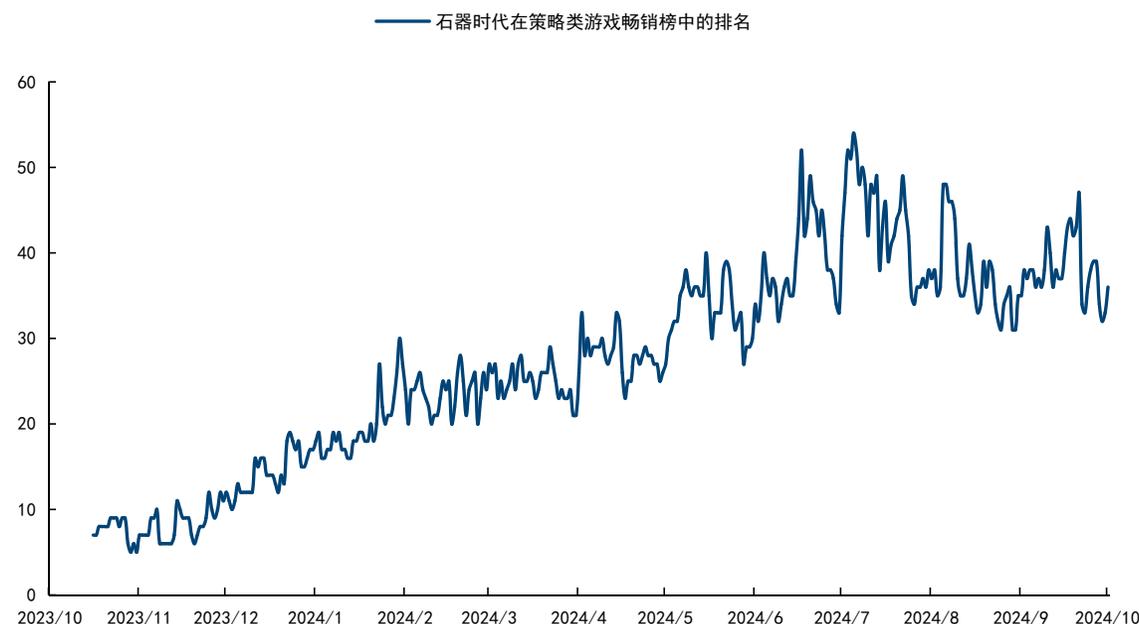
游戏上线当日获IOS排行榜第一，首日注册用户破千万。

图：《石器时代：觉醒》游戏画面



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：《石器时代：觉醒》在策略类游戏畅销榜中的排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

3.2 近年加速向传奇品类之外拓展

游戏储备丰富，成长动力充足

- 公司的储备产品多达十余款，涵盖MMORPG、ARPG、卡牌等多种类型。公司未来计划上线的重磅产品主要包括：《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》《盗墓笔记：启程》《斗罗大陆：诛邪传说》《纳萨力克：崛起》《三国：天下归心》《代号：信长》《代号：DR》《百工灵》等，有6款已取得版号。

表：公司主要储备游戏产品

主要研发项目名称	类型	IP	taptap评分	开发	发行	版号	项目进展
《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》	RPG式策略养成	史莱姆	4.3	自研	上海趣赫	已取得	8月28日开启公测
《盗墓笔记：启程》	探险题材ARPG手游	盗墓笔记	8.4	自研	盛罗网络	已取得	9月11日优化更新
《斗罗大陆：诛邪传说》	开放世界MMORPG	斗罗大陆	8.1	自研	贪玩游戏	已取得	10月10日开启公测
《纳萨力克：崛起》	开放世界手游	OVERLOAD	-	自研	-	已取得	-
《三国：天下归心》	SLG回合战斗制手游	三国	-	自研	-	已取得	-
《代号：信长》	SLG手游	-	-	联合研发	-	-	-
《代号：DR》	MMORPG手游	DRAGON RAJA	-	自研	-	-	-
《百工灵》	模拟经营类游戏	自主孵化动漫IP 《百工灵》	-	自研	-	已取得	-

资料来源：公司公告、taptap、国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

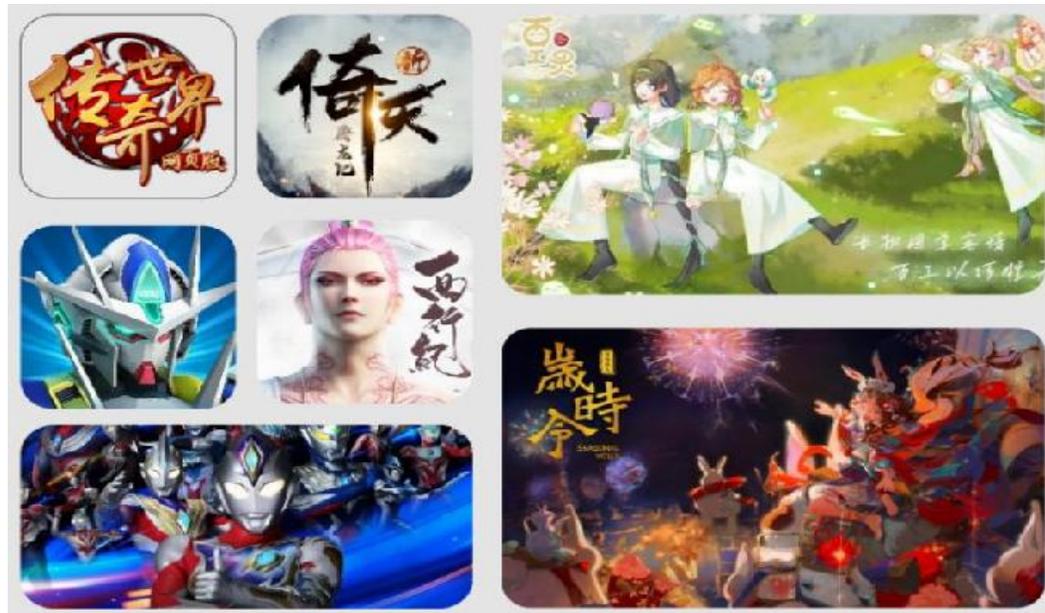
3.2 中长期：丰富IP储备为品类扩充保驾护航

原创成熟IP方面，“蓝月”是上海恺英和盛和网络联合研发的原创IP，目前《蓝月传奇》已累计有40亿元以上的流水、千万忠实玩家，是传奇领域的标杆级别IP，公司通过制作《蓝月》大电影、孵化小说（与知名作家洛城东签约合作推出“蓝月”IP系列文学作品）、漫画、有声小说、动画、真人剧等领域的作品，赋予“蓝月”IP系列全新世界观和剧情，延长成熟IP的生命力。

自主孵化方面，公司打造“百工灵”和“岁时令”。公司重点孵化的原创IP——国内首创的中国节日拟人题材绘本式科普漫画《岁时令》荣获国家社科基金重大课题项目支持；弘扬中华传统手工艺主题动漫游戏IP《百工灵》入选浙江省文化艺术发展基金资助项目，并荣获杭州市动漫游戏产业专项资金支持，公司自研的《百工灵》游戏已取得版号。

引进IP方面，公司已引入包括“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授权，支撑公司产品多样化的目标。2024年6月，公司与上海电影签订战略合作协议，将共同推进出首个IP合作项目——“黑猫警长”正版授权游戏。2021年，公司与中国网络作家村达成战略合作，双方基于核心游戏、文学IP以及孵化原创IP等业务开展合作，打造新一代精品IP矩阵。

图：恺英网络IP矩阵



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

3.3 发行业务蓄势待发

发行业务：XY.COM已累计推出百余款精品游戏，目前正探索多样化发行能力

公司旗下XY发行平台（XY.COM）是国内知名精品游戏运营平台，上线运营至今累计推出精品游戏逾百款，涵盖角色扮演、模拟应景、休闲竞技、战略策略等多种类型手游、页游、H5游戏，拥有广泛用户群。《天使之战》《仙剑奇侠传：新的开始》《圣灵之境》《新倚天屠龙记》等多款游戏有非常亮眼的表现。发行团队持续推进“IP品类+创新品类”战略，聚焦核心赛道强化品类优势的同时“发展IP多元化”的路线，并不断探索多样化发行能力。2024上半年，公司在大陆地区以外发行了《新倚天屠龙记》（越南）、《漂在江湖（리벤저: 다크니스）》（韩国）、《怪物联萌（Monster GO!）》（新加坡、马来西亚、菲律宾）、《纳萨力克之王（OVERLORD）》（港澳台地区）、《天使之战（MU Monarch SEA）》（新加坡、马来西亚、菲律宾）等游戏。同时去年发行的《新倚天屠龙记》（港澳台地区）和《KR灵蛇（블러드 헌터: 도깨비전）》（韩国）也在持续贡献营业收入和利润。2024年下半年，公司计划在新加坡、马来西亚、越南、港澳台等国家与地区发行《仙剑奇侠传：新的开始》；在泰国与印度尼西亚发行《天使之战》；在日本、欧美、港澳台等国家与地区发行《怪物联萌》；在韩国发行《OVERLORD》。

图：XY平台发行的主要游戏



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理。

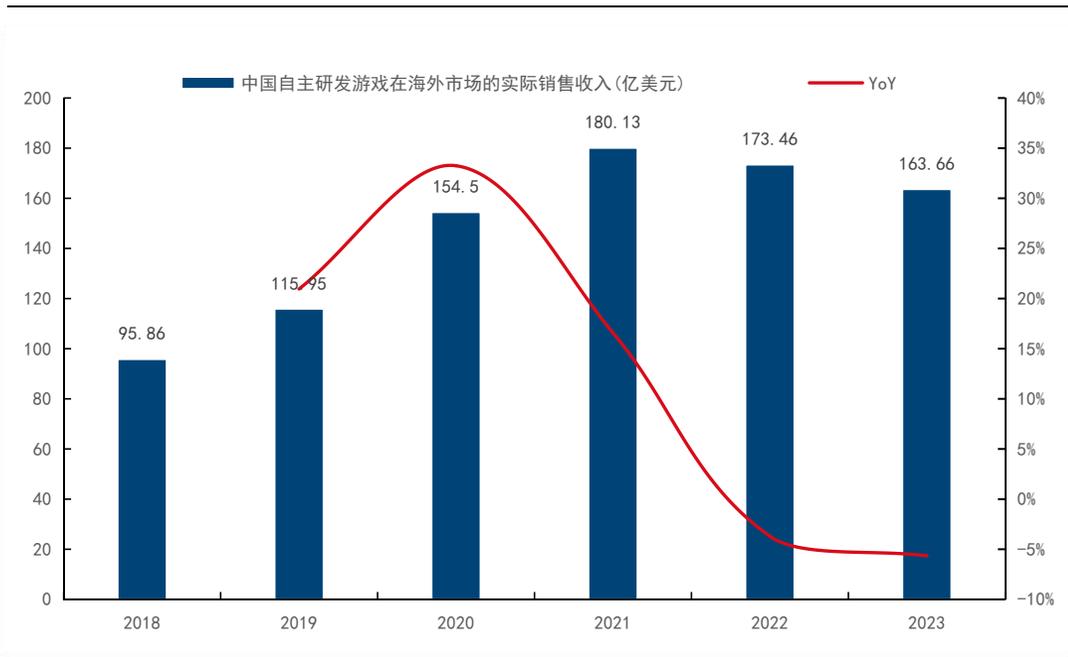
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.3 海外发行持续高增长

发行业务：XY.COM是国内知名精品游戏运营平台，游戏出海空间较大

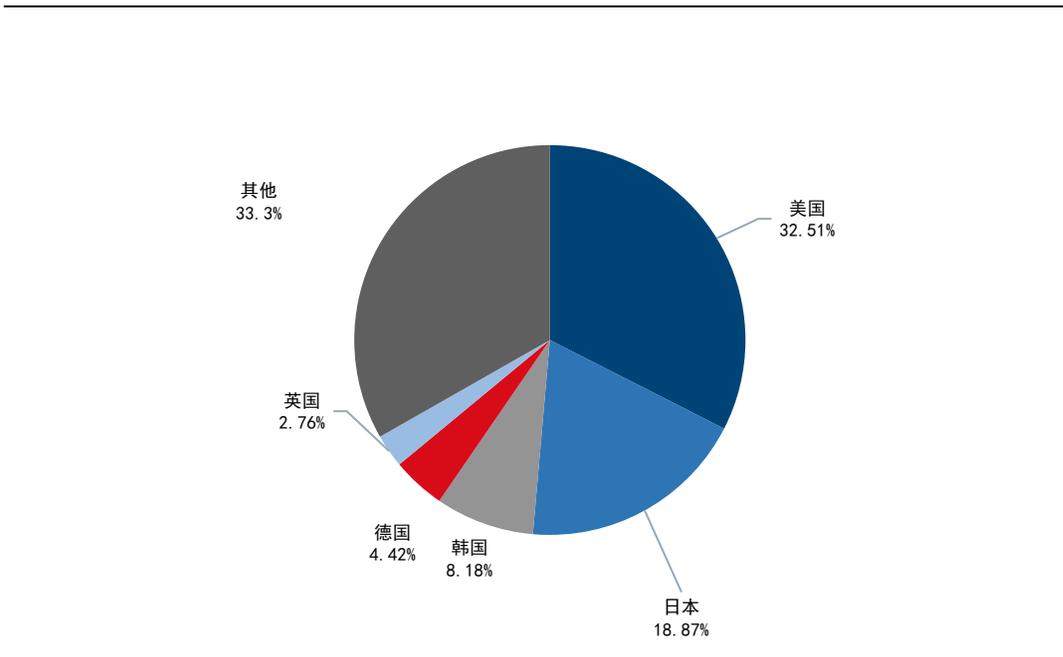
XY.COM累计发行游戏数百款，在海外市场有望持续发力。国内游戏市场已进入存量竞争时代，海外游戏市场竞争程度低于国内、渠道分成比例低于国内，且部分地区的游戏市场仍处于高速增长阶段，因此较多国内头部游戏企业寻求出海的机会。近年来，我国游戏企业出海的地区主要包括美国、日本、欧美和其他地区；出海的方式主要包括：将国内发行的游戏做本土化改编之后进入海外市场，或直接面向海外市场开发新产品。我国自主研发游戏在海外市场实际销售收入已连续三年超过千亿元人民币的规模。

图：中国自主研发游戏出海的实际销售收入（单位：亿美元、%）



资料来源：《2023年中国游戏出海情况报告》，国信证券经济研究所整理。

图：中国出海地区占比



资料来源：《2023年中国游戏出海情况报告》，国信证券经济研究所整理。

3.4 VR、AIGC前瞻布局

公司对新科技布局十分前瞻，在VR和AIGC前瞻布局，2023年8月公司公告拟成立数字经济研发中心继续提升游戏研发、AIGC、VR/AR方面的能力。具体看：

VR同时布局VR内容和硬件设备。1) 公司于2022年初成立了VR游戏团队，并有一款动作竞技类VR游戏已在研发中，未来公司将持续加强在VR游戏、虚拟场景等VR内容领域的布局和投入。2022年初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（上海恺盛持股60%，幻世科技持股40%），致力于VR游戏研发。幻世科技成立于2020年，专注于VR/AR/MR游戏、H5游戏内容开发，截至目前团队已开发音乐节奏游戏《开心鼓神》和多人对战机甲格斗游戏《激战纪》，以及MOBA类的《Mecha Party》。2) 同时，公司投资布局优质企业大朋VR，在VR和元宇宙市场布局中占领先机。大朋VR是乐相科技旗下的VR品牌，成立2015年4月，由国内第一个可穿戴计算机实验室的核心人员组成，专注于元宇宙基础设施建设，致力软硬一体化的全栈VR技术与产品的研发。大朋的产品涵盖VR一体机、PCVR、DPOS软件系统、大朋助手。从出货量看，2023年全球VR终端出货量为765万台，其中Meta、Sony、PICO、DPVR和Valve位居前五，中国地区DPVR的市占率预计位居第二，仅次于PICO。

AIGC：2023年，公司自研的“形意”大模型已应用于实际研发场景中。“形意”大模型注重游戏垂类场景的应用，基于多款上线盈利产品与多个IP的合作经验对其进行训练，直接对接真实的游戏开发需求，并成功为多个项目的研发实现显著提效。”形意”主要拥有“形”与“意”两大功能，前者提供图像生成能力，后者则注重文本内容的理解与处理。

图：大朋VR设备展示



资料来源：大朋官网，国信证券经济研究所整理。

图：公司自研“形意”大模型界面



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理。

4. 盈利预测与估值

盈利预测假设

收入：公司的传奇品类流水稳健、长期运营能力较强，未来有望持续维持竞争壁垒、稳健运营。此外，公司的研发实力强劲，自主培养或战略投资了多家游戏工作室，卡牌、SLG、VR游戏均有涉及。2024上半年由于传奇游戏表现稳健、多个创新精品游戏发行成绩较好，公司收入有接近30%的增长，2024年仍有《机甲派对》《关于我转生变成史莱姆这档事》等新品推出，有望推动全年收入增长26%左右；公司的创新品类拓展战略初见成效，在较高基数下预计收入将稳健成长，预计2025/2026年收入增速为14%/12%。

毛利率假设：公司的毛利率水平较高，未来老产品长线运营、新品类逐步成熟，预计毛利率将维持在78%~79%的较高水平。

费用率假设：

- 1) 销售费用：公司的销售费用主要为游戏的市场推广成本，2024年游戏市场的买量成本上升幅度较大，预计2024年销售费用率为25%；假设2025-2026年游戏行业新品拥挤度略下降，2025/2026年销售费用率分别为24.5%/24%。
- 2) 管理费用：公司的管理费用主要为职工薪酬和员工持股计划费用摊销，其中员工持股计划费用摊销从2024年起大幅下降，假设未来三年公司无股权激励计划，那么未来3年的管理费用率预计将下降至3%~4%。
- 3) 研发费用：公司的研发费用主要为研发人员薪酬和委托开发费，公司注重研发，预计未来将随着业务需求扩充研发人员团队，整体看研发费用金额预计将有所增长；但是公司近年来加大发行及海外业务、研发费用占比有望持续下降。整体看，公司2024年的研发费用率预计为11.0%。展望2025-2026年，预计发行及海外业务占比提升，研发费用率将进一步下降至10.%左右。
- 4) 财务费用：公司的财务费用主要为利息费用/收入，公司的现金流较为充沛，我们预计未来公司的利息费用接近0，而利息收入将随平稳增长（但维持在2亿元以下）。整体看，预计公司未来3年的财务费用金额将维持在2亿元以下，2024-2026年财务费用率预计在2%左右。

其他假设：

- 1) 所得税率：公司较多子公司如上饶恺盛、上海逗视、上海盛淞等均享受税收优惠，因此公司以往的税率均低于10%。由于国内的部分子公司的税收优惠于2024年-2026年到期、海外子公司的税率较低，预计2024-2026年的所得税率分别为6.8%/8.5%/10%。
- 2) 股利分配比率：根据公司《未来三年（2022-2024年）股东回报规划》公告，公司处于成长期/成熟期且有重大资金支出安排的，分红率不低于20%/40%，2023年公司处于成长期，分红率在20%左右，预计2024-2026年将维持20%左右的分红率。
- 3) 少数股东损益：历史主要来源为浙江盛和，在完成对浙江盛和并购之后，预计未来将保持在较低水平。

综上所述，我们维持盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润分别为19.8/23.6/26.3亿元，分别同比增长35.8%/19.1%/11.4%。

表：公司收入、毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入					
收入(亿元)	37.26	42.95	54.12	61.70	69.10
增速(%)	56.8%	15.3%	26.0%	14.0%	12.0%
毛利					
毛利(亿元)	27.95	35.85	42.76	48.43	53.90
毛利率(%)	75.0%	83.5%	79.0%	78.5%	78.0%
费用					
销售费用(亿元)	8.0	11.8	13.5	15.1	16.6
管理费用(亿元)	1.6	2.7	1.9	2.2	2.4
财务费用(亿元)	0.3	0.6	0.9	1.4	1.9
研发费用(亿元)	5.1	5.3	6.0	6.2	6.9
销售费用率(%)	21.6%	27.4%	25.0%	24.5%	24.0%
管理费用率(%)	4.3%	6.4%	3.6%	3.5%	3.5%
财务费用率(%)	0.9%	1.4%	1.7%	2.2%	2.7%
研发费用率(%)	13.7%	12.3%	11.0%	10.0%	10.0%
净利润					
归母净利润(亿元)	10.3	14.6	19.8	23.6	26.3
增速(%)	77.8%	42.6%	35.8%	19.1%	11.4%
归母净利率(%)	27.5%	34.0%	36.7%	38.3%	38.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

绝对估值：13.8-16.8元

表：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	53.92%	56.84%	15.30%	26.00%	14.00%	12.00%	9.50%	8.50%
营业成本/营业收入	29.22%	24.98%	16.53%	21.00%	21.50%	22.00%	23.00%	23.00%
管理费用/营业收入	6.84%	4.26%	6.37%	3.60%	3.50%	3.50%	4.50%	4.50%
研发费用/销售收入	14.28%	13.72%	12.26%	11.00%	10.00%	10.00%	12.00%	12.00%
销售费用/销售收入	15.18%	21.56%	27.39%	25.00%	24.50%	24.00%	26.50%	26.50%
营业税及附加/营业收入	0.50%	0.47%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%	0.55%	0.55%
所得税税率	9.80%	1.66%	6.87%	6.80%	8.50%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	12.08%	54.50%	18.81%	18.81%	18.81%	18.81%	18.81%	18.81%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	0.98	T	6.80%
无风险利率	2.50%	Ka	9.85%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆Beta	0.98
公司股价（元）	11.09	Ke	9.86%
发行在外股数（百万）	2153	E/(D+E)	99.92%
股票市值(E, 百万元)	23871	D/(D+E)	0.08%
债务总额(D, 百万元)	20	WACC	9.85%
Kd	6.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

估值与投资建议



绝对估值：13.8-16.8元

表：FCFF估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	2,107.2	2,470.3	2,766.9	2,480.6	2,650.7
所得税税率	6.80%	8.50%	10.00%	10.00%	10.00%
EBIT*(1-所得税税率)	1,963.9	2,260.3	2,490.2	2,232.6	2,385.7
折旧与摊销	11.3	14.8	18.4	22.4	27.6
营运资金的净变动	65.2	(73.0)	(59.0)	217.0	70.2
资本性投资	(61.0)	(63.0)	(63.0)	(63.0)	(113.0)
FCFF	1,979.5	2,139.1	2,386.6	2,409.0	2,370.5
PV(FCFF)	1,802.0	1,772.6	1,800.4	1,654.2	1,481.8
核心企业价值	30,942.2				
减：净债务	(1,546.6)				
股票价值	32,488.8				
每股价值	15.09				

资料来源：国信证券经济研究所预测

表：盈利预测的敏感性分析（元）

折现率变化	8.9%	9.4%	9.85%	10.4%	10.9%
3.5%	20.06	18.38	16.96	15.75	14.70
3.0%	18.99	17.51	16.25	15.16	14.21
2.5%	18.08	16.77	15.63	14.64	13.77
2.0%	17.31	16.12	15.09	14.19	13.38
1.5%	16.64	15.56	14.62	13.78	13.04
1.0%	16.06	15.07	14.20	13.42	12.73
0.5%	15.54	14.63	13.83	13.10	12.45

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：14.8-16.6元

公司主要从事移动游戏研发与发行业务，同类可比公司主要有三七互娱、吉比特、世纪华通、完美世界；从过往经营业绩的稳定性以及行业地位的角度来看，三七互娱、吉比特最具备可比性。三七互娱、吉比特历史估值基本保持在15-30x PE区间，而从历史估值波动来看，非版本号暂停时段的估值区间基本保持在当年20-25x PE，而在行业存在催化且自身强产品周期区间估值普遍达到30x甚至更高区间；

当前时点来看，行业版号政策稳定、AIGC/VR已开始落地，公司层面来看恺英网络的传奇品类稳定、新品拓展顺利，业绩增速领先行业、成长确定性强；结合行业及可比公司估值表现，中性情况下我们给予公司2024年16-18x PE，对应股价区间为14.8-16.6元。

表：可比公司估值表

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS			PE			g
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	23-25E
002555.SZ	三七互娱	优于大市	15.89	360	1.20	1.25	1.44	13	13	11	9.4%
603444.SH	吉比特	优于大市	228.30	164	15.62	14.35	16.54	15	16	14	2.9%
002517.SZ	恺英网络	优于大市	11.09	239	0.68	0.92	1.10	17	13	11	27.3%
	平均值							15	14	12	10.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：可比公司估值均采用wind一致预期

投资建议：新品打开第二成长曲线，维持“优于大市”评级。

我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为19.8/23.6/26.3亿元，分别同比增长35.8%/19.1%/11.4%；摊薄EPS=0.92/1.10/1.22元，当前股价对应PE=12.0x/10.1x/9.1x。公司传奇品类竞争优势明显、提供良好利润安全垫，跨品类拓展之下有望迎来更大市场空间下的第二成长曲线，VR/AIGC前瞻布局亦有助于领跑行业变革；基于公司较高的利润确定性和第二成长曲线的可能，综合绝对估值与相对估值方法，我们给予公司14.8-16.6元目标价（对应24年16-18x PE），维持“优于大市”评级。

表：公司盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,726	4,295	5,412	6,170	6,910
(+/-%)	56.8%	15.3%	26.0%	14.0%	12.0%
净利润(百万元)	1025	1462	1984	2364	2633
(+/-%)	77.8%	42.6%	35.8%	19.1%	11.4%
每股收益(元)	0.48	0.68	0.92	1.10	1.22
EBIT Margin	34.9%	36.7%	38.9%	40.0%	40.0%
净资产收益率(ROE)	22.9%	27.9%	28.9%	26.9%	24.1%
市盈率(PE)	23.3	16.3	12.0	10.1	9.1
EV/EBITDA	19.2	15.8	12.1	10.5	9.4
市净率(PB)	5.34	4.55	3.48	2.72	2.19

资料来源：公司资料和国信证券预测

估值与投资建议



国信证券
GUOSEN SECURITIES

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2551	2807	4548	6425	8533	营业收入	3726	4295	5412	6170	6910
应收款项	897	1121	1412	1610	1803	营业成本	931	710	1137	1327	1520
存货净额	10	20	31	36	42	营业税金及附加	18	19	24	27	31
其他流动资产	489	603	759	866	970	销售费用	803	1177	1353	1512	1658
流动资产合计	3948	4550	6751	8937	11347	管理费用	164	286	196	217	243
固定资产	21	17	38	40	37	研发费用	511	527	595	617	691
无形资产及其他	28	31	30	30	30	财务费用	(34)	(58)	(91)	(136)	(186)
投资性房地产	1382	1494	1494	1494	1494	投资收益	(12)	79	33	56	45
长期股权投资	398	518	518	518	518	资产减值及公允价值变动	33	40	15	(79)	(72)
资产总计	5776	6610	8831	11019	13427	其他收入	(524)	(582)	(595)	(617)	(691)
短期借款及交易性金融负债	22	12	20	20	20	营业利润	1341	1698	2247	2584	2926
应付款项	312	442	705	821	940	营业外净收支	44	(0)	0	0	0
其他流动负债	867	895	1113	1265	1416	利润总额	1384	1697	2247	2584	2926
流动负债合计	1201	1350	1838	2107	2376	所得税费用	23	117	112	220	293
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	336	119	150	0	0
其他长期负债	33	22	22	22	22	归属于母公司净利润	1025	1462	1984	2364	2633
长期负债合计	33	22	22	22	22	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1234	1372	1860	2129	2398	净利润	1025	1462	1984	2364	2633
少数股东权益	70	(6)	116	116	116	资产减值准备	13	55	45	(33)	(25)
股东权益	4472	5244	6855	8774	10912	折旧摊销	12	21	11	15	18
负债和股东权益总计	5776	6610	8831	11019	13427	公允价值变动损失	(33)	(40)	(15)	79	72
						财务费用	(34)	(58)	(91)	(136)	(186)
						营运资本变动	482	(256)	65	(73)	(57)
						其它	139	42	77	33	25
						经营活动现金流	1638	1283	2168	2385	2666
						资本开支	0	(98)	(61)	(63)	(63)
						其它投资现金流	163	0	0	0	0
						投资活动现金流	118	(219)	(61)	(63)	(63)
						权益性融资	19	1	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(559)	(275)	(373)	(445)	(495)
						其它融资现金流	715	(259)	8	0	0
						融资活动现金流	(383)	(808)	(365)	(445)	(495)
						现金净变动	1373	256	1741	1877	2108
						货币资金的期初余额	1178	2551	2807	4548	6425
						货币资金的期末余额	2551	2807	4548	6425	8533
						企业自由现金流	0	1134	1980	2139	2388
						权益自由现金流	0	875	2072	2264	2556

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在14.8-16.6元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率 2.5%、风险溢价7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，与成熟期的可选消费行业的增速较为相近，如果公司所处行业在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的三七互娱、吉比特的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2024年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司业绩与成长空间的确定性、前瞻科技布局的领先性，给予公司24年16-18倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入增长26%/14%/12%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来3年毛利率分别为79%/78.5%/78%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

产品流水不达预期：公司擅长传奇品类，此类游戏的单品流水往往较高、买量较多（销售费用高），如果流水不达预期，将对公司未来的收入产生一定的影响。

上线节奏不达预期：公司游戏储备较为丰富，2024下半年有较多新品上线，其中包含自研产品如《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》《盗墓笔记：启程》等，如果上线节奏不达预期，将对2024下半年以及2025年的收入产生一定的影响。

IP授权风险：公司的多款游戏为IP授权游戏，如果授权到期将对公司经营的确定性产生影响。

行业竞争加剧风险：国内游戏行业用户渗透率见顶，已进入存量竞争时代，游戏厂商竞争激烈。如果新游戏在未来某个时间段密集上线，可能会造成买量费用大幅增加，从而使得游戏厂商销售费用增加。

财务风险

商誉减值风险：截至2024年6月30日，公司的商誉为8.5亿元，占总资产的11.8%，主要由于此前收购浙江盛和上海逗视网络、上海指战、上海恺心影视等公司。如果公司的子公司亏损严重，会带来商誉减值损失的风险。

税率上升的风险：公司由于旗下较多子公司受到税收优惠，目前所得税率较低，如果未来所得税优惠不能续签，税率上升将影响利润率。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司布局了AIGC/VR等技术密集型行业，AIGC行业更新迭代较快，如果未来公司的技术团队所应用的AIGC技术与同行差距较大，将有一定的被赶超的风险。公司参股了大朋VR，如果未来大朋VR设备与苹果、谷歌等海外大厂的VR设备技术差距拉大，市场份额将会损失。

政策风险

监管政策风险：游戏、大模型相关监管政策将对公司经营产生一定影响。游戏方面，游戏发布前需要经过国家新闻出版广电总局的审批，如果版号发放不及预期，将对游戏行业造成一定的负面影响。大模型方面，2023年7月《生成式人工智能服务管理暂行办法》发布，根据生成式AI技术早期生成内容存在一定不确定性的特点，优化监管细则，支持生成式AI技术进一步发展，但大模型及其应用仍在早期，未来如果监管政策收紧，将对行业造成一系列负面影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险：公司实际控制人持有公司14.8%的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032