

夯实基本盘拓展新品类，三大业务并举迎新发展 ——恺英网络(002517)公司跟踪报告

买入|维持

报告要点：

● 公司解决历史问题，聚焦游戏主业迎新发展

公司现任董事长金峰成为第一大股东，截止 23Q1 持股比例为 13.78%。战略合作伙伴贪玩游戏于 22Q3 新进成为公司前十大股东，截止 23Q1 持股比例为 1.54%，进一步加强传奇领域协同合作。公司收回九翎资产剥离的尾款，与浙江九翎原股东之间的业绩补偿纠纷已经全部解决，历史遗留问题出清。2022 年底发布股权激励计划，激励对象包括公司任职的中层管理人员、核心技术/业务人员等，建立长效激励机制，沉淀核心人才，为后续发展奠定坚实基础。

● 研发、发行、投资+IP 三大业务并举，推进长期增长

一方面，公司夯实基本盘传奇奇迹品类。打通上海恺英与浙江盛和研发体系，在技术和美术中台层面实现技术、素材和人员的统筹和共享，提高生产管线工业化水平。传奇品类年流水规模超百亿，公司旗下浙江盛和为传奇品类头部研发商，在数值体系设计沉淀丰富经验保证产品持续迭代，陆续推出《蓝月传奇》等头部产品。公司与上下游盛趣游戏、贪玩游戏达成深度合作，进一步提升传奇类游戏正版市场规模，扩大市占率。另一方面，公司通过自研、投资+IP 的方式完善短中长期产品矩阵，补充创新品类产品，拓展新增增长点。公司自研自发《魔神英雄传》、与万代南梦宫联合开发《敢达争锋对决》、战投企业心光流美研发《高能手办团》等多款产品取得优秀成绩。此外，公司前瞻性参与 VR 领域，内容与硬件领域均有布局。内容布局上，2022 年公司与幻世科技合资成立臣旒网络，致力于 VR 游戏研发。目前，团队正在制作 VR 直播项目，以及基于《敢达争锋对决》自主开发的机甲对战类 VR 游戏。硬件布局上，公司投资大朋 VR，目前持股比例为 6.82%，目前大朋 VR 市占率排名全球市场第三位，多领域布局赋能游戏主业发展。

● 投资建议与盈利预测

公司解决历史问题迎来新发展，研发、发行、投资+IP 三大业务并举，推动游戏主业发展。传奇奇迹基本盘保持稳定增长下，积极拓展创新品类、引入和自研优质 IP，前瞻布局 VR 领域，打造多元化产品矩阵。23 年游戏行业供给侧改善明显，公司后续产品储备丰富，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.30/17.64/21.72 亿元，对应 EPS 为 0.62/0.82/1.01 元/股，对应 PE 为 25/19/16x，维持“买入”评级。

● 风险提示

头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。

附表：盈利预测

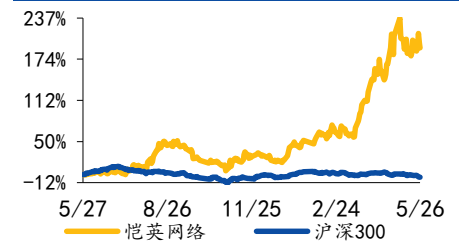
财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2375.30	3725.53	4825.36	5976.98	7149.37
收入同比(%)	53.92	56.84	29.52	23.87	19.61
归母净利润(百万元)	576.73	1025.17	1329.90	1763.53	2172.05
归母净利润同比(%)	224.14	77.76	29.72	32.61	23.17
ROE(%)	16.93	22.92	22.38	22.89	21.99
每股收益(元)	0.27	0.48	0.62	0.82	1.01
市盈率(P/E)	58.67	33.01	25.44	19.19	15.58

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元)	18.15 / 5.37
A股流通股(百万股)	1906.77
A股总股本(百万股)	2152.52
流通市值(百万元)	29974.45
总市值(百万元)	33837.58

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2023 年传媒互联网行业策略报告：基本面及估值回暖，静待复苏》2022.12.27

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐
执业证书编号 S0020519080002
电话 021-51097188
邮箱 lulu@gyzq.com.cn

目 录

1.公司简介：国内知名游戏企业，聚焦核心主业迎新发展.....	4
2.财务分析：经营情况逐渐改善，业绩表现持续恢复.....	7
3.行业分析：供给端改善确定，催化因素下看好贝塔修复.....	9
4.公司业务：三大业务板块并举，推进长期发展.....	12
4.1 研发：巩固基本盘品类优势，拓展创新赛道.....	12
4.1.1 传奇/奇迹品类：研发实力领先，优化迭代夯实基本盘.....	12
4.1.2 创新品类：完善多品类产品矩阵，打造新增长点.....	15
4.2 发行：差异化策略布局，提升发行效率.....	17
4.3 投资+IP：支持研运核心业务，协同赋能主业.....	18
5.盈利预测与估值.....	20
6.风险提示.....	21

图表目录

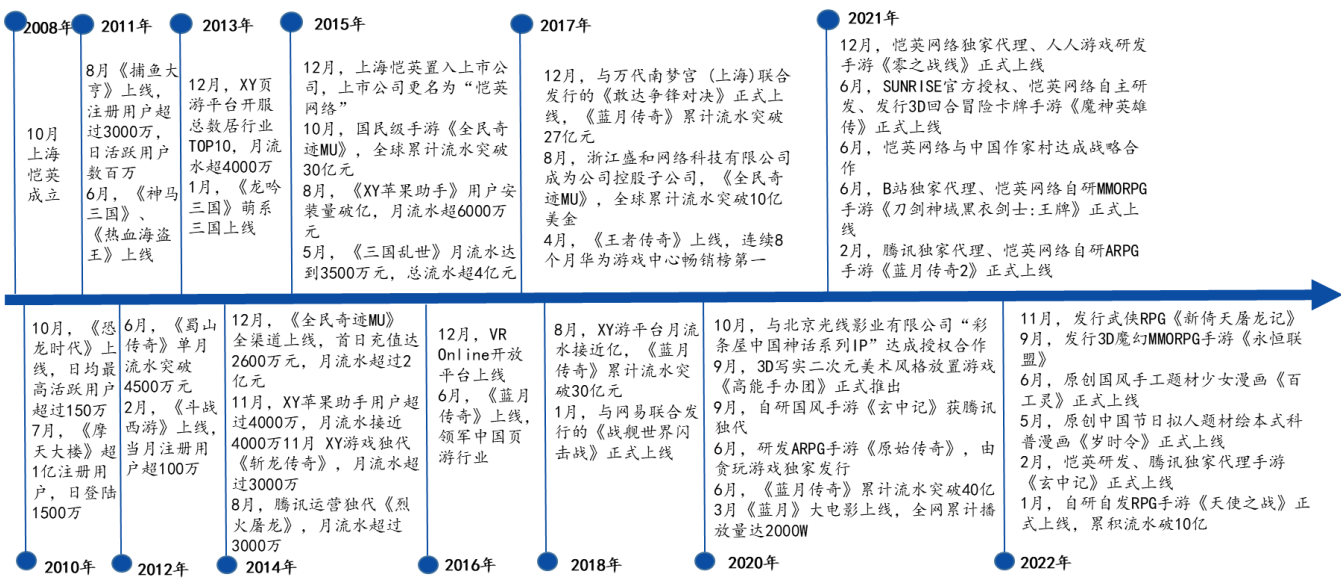
图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截止 2023Q1）.....	5
图 3：2018-2023Q1 公司营业收入及同比增速.....	7
图 4：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速.....	7
图 5：2018-2022 年公司营业收入拆分及同比增速.....	8
图 6：2018-2023Q1 公司分业务毛利率.....	8
图 7：2018-2023Q1 公司主要期间费用率.....	8
图 8：2018-2022 年中国游戏市场规模及同比增速.....	9
图 9：2018-2022 年中国游戏市场用户规模及同比增速.....	9
图 10：2018-2022 年中国手游市场规模及同比增速.....	10
图 11：2018-2022 年中国端游市场规模及同比增速.....	10
图 12：2021-2023.4 版号发放数量.....	10
图 13：腾讯 AI Lab 在游戏产业链中的应用.....	11
图 14：恺英网络研发体系.....	12
图 15：传奇 IP 游戏发展历程.....	13
图 16：传奇 IP 游戏流水情况（亿元）.....	13
图 17：用户关注的传奇类游戏特性分布情况.....	14
图 18：传奇类代表游戏月度 ARPPU（元）.....	14
图 19：奇迹类手游《奇迹 MU：觉醒》季度 ARPU（元）.....	14
图 20：公司主要传奇类产品.....	15
图 21：公司主要奇迹类产品.....	15
图 22：公司新品类产品矩阵.....	16
图 23：短中长有机结合的产品矩阵.....	16
图 24：发行架构调整.....	18
图 25：公司发行平台主要成果.....	18

图 26: 公司主要战略投资企业	18
图 27: 公司 IP 储备	19
表 1: 股权激励计划	5
表 2: 公司主要高管履历	6
表 3: 公司部分储备产品 pipeline	17
表 4: 公司业务拆分	20
表 5: 可比公司估值	21

1.公司简介：国内知名游戏企业，聚焦核心主业迎新发展

公司为国内知名游戏公司，依托研发、发行以及投资+IP三大业务，聚焦主业发展。公司主要业务包括手游与页游等精品娱乐内容的研发、运营及发行；网页游戏平台、移动应用分发平台的运营。研发业务方面，公司以传奇奇迹类游戏为基本盘，并积极拓展新品类布局，旗下上海恺英、浙江盛和先后开发、运营了《摩天大楼》、《蜀山传奇》、《全民奇迹 MU》、《蓝月传奇》、《敢达争锋对决》、《战舰世界闪击战》、《王者传奇》、《高能手办团》等多款产品。发行业务方面，旗下 XY.COM 游戏平台为国内最大的游戏发行平台之一，涵盖精品移动游戏、H5 游戏、网页游戏运营，上线运营至今累计推出百余款精品游戏，拥有《蓝月传奇》等多款月流水破亿的产品。投资业务方面，公司战略投资心光流美、银之匙、星跃互动等企业，产出有《高能手办团》等优质创新类产品，拓宽产品线 and 发行业务。此外，公司投资乐相科技（大朋 VR），并与幻世科技合作成立上海臣旒网络，前瞻布局 VR 软硬件开发，赋能业务协同发展。IP 业务方面，一方面公司在全球范围内引进优质 IP，包括“传奇世界”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”等，另一方面积极孵化自有 IP “蓝月”系列、“百工灵”和“岁时令”等。

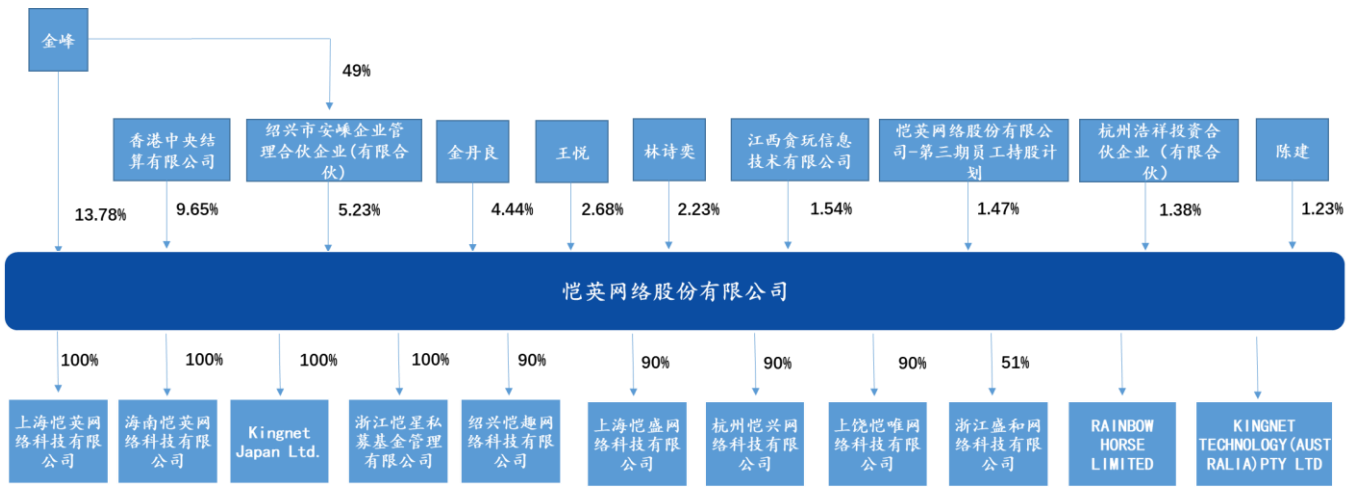
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

董事长金峰成为第一大股东，解决历史遗留问题。2022年4月起，公司原控股股东王悦持有股份开始进入司法拍卖流程，截止23Q1，王悦持股比例下降至2.68%。现任董事长金峰通过集中竞价、大宗交易等方式增持公司股份，截止23Q1持股比例为13.78%，为公司第一大股东。同时，战略合作伙伴贪玩游戏于2022年新进成为公司前十大股东，截止23Q1持股比例为1.54%，有利于进一步加强协同合作。2022年9月28日，公司公告收回九翎资产剥离的尾款，与浙江九翎原股东之间的业绩补偿纠纷已经全部解决，历史遗留问题出清。

图 2：公司股权结构（截止 2023Q1）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

股权激励绑定核心技术人才，彰显长期发展信心。公司 2022 年发布第二期和第三期员工持股计划。第二期持股计划规模不超过 504.1785 万股，约占股本总额的 0.23%，计划总人数不超过 35 人。第三期持股计划规模不超过 3161.5550 万股，约占股本总额的 1.47%，计划总人数为 62 人。2022 年 12 月，公司发布股权激励计划，拟授予激励对象的股票期权数量为 1971.4415 万份，行权价格为 4.86 元/股。激励对象共计 21 人，包括公司任职的中层管理人员、核心技术/业务人员等，建立长效激励机制，沉淀核心人才。

表 1：股权激励计划

业绩考核目标	份额	价格
第一个行权期以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 80%。	股票期权 1971.4415 万份	4.86 元/股
第二个行权期以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 160%。		

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司管理层长期深耕行业，从业背景涵盖技术及法律多元化领域，为企业发展奠定基础。金峰于 2018 年 9 月至今任恺英网络联席董事长，具有多年游戏行业技术经验。副董事长沈军具备深厚法律学术背景。骞军法任董秘兼董事，曾获多项优秀董秘荣誉。管理团队丰富从业经验有望进一步规范公司治理，深化公司研发、发行业务长期布局。

表 2：公司主要高管履历

姓名	职务	性别	年龄	履历
金锋	董事长兼董事	男	35 岁	<p>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；</p> <p>2018 年 1 月至今任浙江盛和网络科技有限公司总裁及 CEO；</p> <p>2018 年 7 月至今任恺英网络董事；</p> <p>2018 年 7 月至 2018 年 9 月任恺英网络副董事长，于 2018 年 9 月至今任恺英网络联席董事长。</p> <p>现任本公司副董事长、副总经理、党总支书记，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。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。</p> <p>于 2007 年 7 月获华南理工大学工学学士学位；</p>
沈军	副董事长、副总经理	男	45 岁	<p>2012 年 8 月至 2013 年 12 月任上海恺英网络科技有限公司国内平台事业部负责人；2014 年 1 月至 2016 年 2 月任上海恺英网络科技有限公司副总经理兼游戏事业群总经理；</p> <p>2017 年 3 月至 2018 年 7 月任本公司游戏事业群总经理兼首席运营官；</p> <p>2016 年 1 月至 2018 年 7 月任本公司副总经理；2018 年 7 月至今任本公司董事，总经理。</p>
陈永聪	董事兼总经理	男	40 岁	<p>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。</p> <p>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、新财富杂志社第十三届新财富上市公司金牌董秘、第十七届中国上市公司百强优秀董秘等荣誉。</p>
骞军法	董事兼董事会秘书	男	43 岁	<p>现任本公司董事、副总经理，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总经理及执行董事。</p>
赵凡	董事、副总经理	男	45 岁	<p>现任本公司董事，2009 年 3 月获得加拿大魁北克大学项目管理学硕士学位。</p>
陈楠	董事	男	41 岁	<p>曾任浙江省发展资产经营有限公司投资总监、副总经理，现任浙江省文化产业投资集团有限公司投资管理部副总监、杭州博文股权投资有限公司总经理、执行董事。</p>

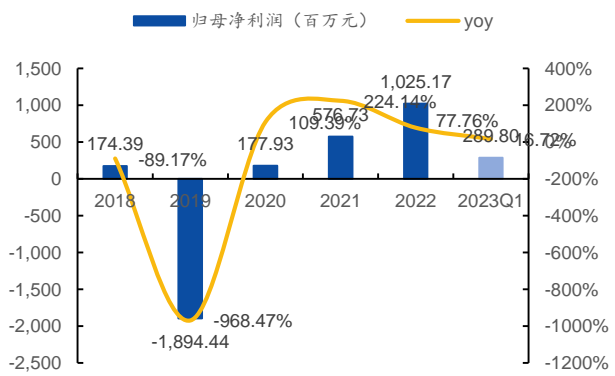
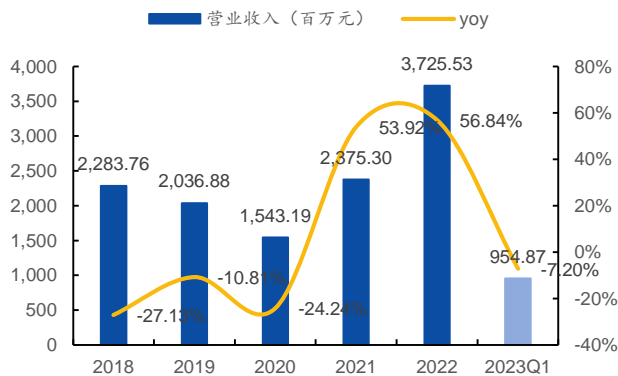
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 财务分析：经营情况逐渐改善，业绩表现持续恢复

2021年开始公司经营情况持续改善，营收、利润均实现快速增长。2019年公司高管涉及诉讼案件，经营出现困境业绩下滑。2020年开始公司逐步解决历史问题，更换管理层团队，明确以发展游戏主业为核心的战略，经营情况逐步改善。2020-2022年收入利润均保持高速增长。2022年，公司实现营收37.26亿元，同比增长56.84%；归母净利润10.25亿元，同比增长77.76%。2023年一季度，公司实现营收9.55亿元，同比减少7.20%；归母净利润2.90亿元，同比增长16.72%。主要为长线产品《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》稳定运营，以及《天使之战》、《永恒联盟》等新上线产品的优秀表现。

图 3：2018-2023Q1 公司营业收入及同比增速

图 4：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速

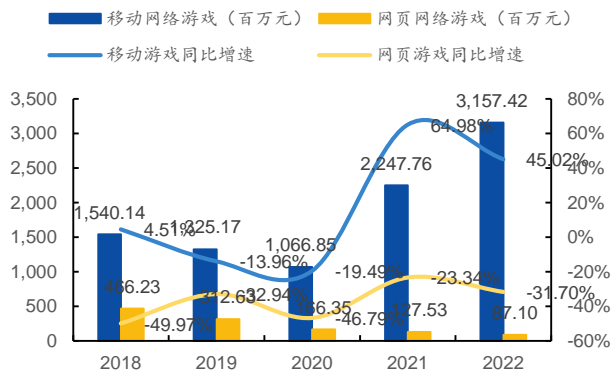


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

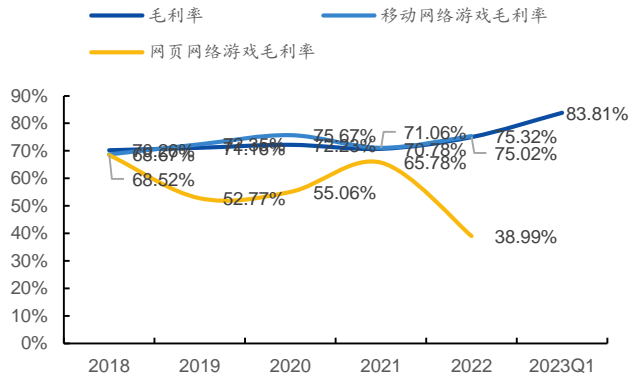
分业务看，手游贡献主要收入，2022年手游毛利率水平达到75%，带动公司整体毛利率保持上行。2022年移动游戏收入31.57亿元，同比增长45.05%；网页游戏收入0.87亿元，同比减少31.70%。2022年手游、页游收入占公司收入比重达到85%以上，构成公司收入主要来源。2020年起随着公司经营情况逐步恢复，以及持续新品上线，手游收入保持高速增长。页游收入受市场环境正常回落，占比逐渐降低。毛利率水平看，公司手游收入保持高位，近年毛利率水平维持在70%以上，2022年毛利率提升至75.32%，带动公司整体毛利率上行，2023年一季度，公司整体毛利率水平达到83.81%。

图 5：2018-2022 年公司营业收入拆分及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

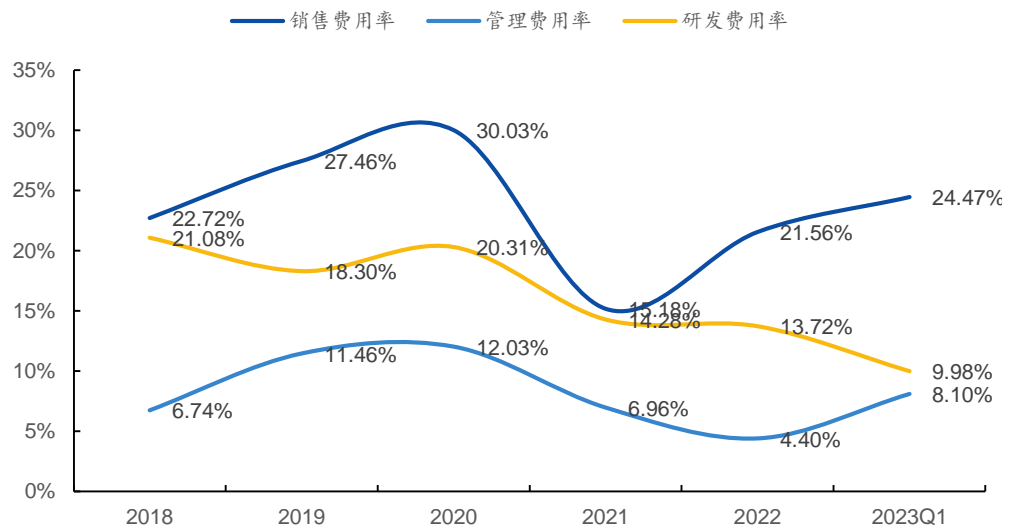
图 6：2018-2023Q1 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司费用管控相对稳定，期间费用率随收入提升整体波动较小。2023 年一季度，公司销售/管理/研发费用率分别为 24.47%/9.98%/8.10%。其中，销售费用率提升主要为游戏推广费用增加；管理费用率随着诉讼及咨询费用减少有所下降，一季度增加主要为员工持股计划及股权激励费用摊销影响。一季度公司净利润率为 38.35%，同比提升 4.14pct，盈利水平持续改善。

图 7：2018-2023Q1 公司主要期间费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.行业分析：供给端改善确定，催化因素下看好贝塔修复

受供给端及宏观经济影响，游戏行业 22 年规模同比下滑，23 年开始出现环比复苏。2022 年，中国游戏市场实际销售收入为 2658.84 亿元，同比减少 306.29 亿元，下降 10.33%。主要原因：1) 从产品端来看，每款游戏流水本身具备一定周期性，游戏行业本身依赖不断的新游戏推出增加新的流水曲线，2022 年由于版号获取量低、上线游戏少，头部企业立项更为谨慎，新品产出量不足，一定程度影响游戏总流水，进而导致行业内各产业链企业收入端承压。2) 受到国内外复杂严峻形势影响，宏观经济仍处于恢复阶段，用户付费意愿和付费能力减弱。

2023 年一季度，中国游戏市场规模为 675.09 亿元，环比上升 15.61%。其中，移动游戏市场规模 486.94 亿元，环比上升 18.94%。客户端游戏市场规模 165.26 亿元，环比增长 9.67%。4 月，中国游戏市场规模 224.94 亿元，环比上升 2.96%。其中，移动游戏市场规模 162.18 亿元，环比上升 4.03%。客户端游戏市场规模达 55.61 亿元，环比增长 0.20%，同比增长 12.60%。

图 8：2018-2022 年中国游戏市场规模及同比增速

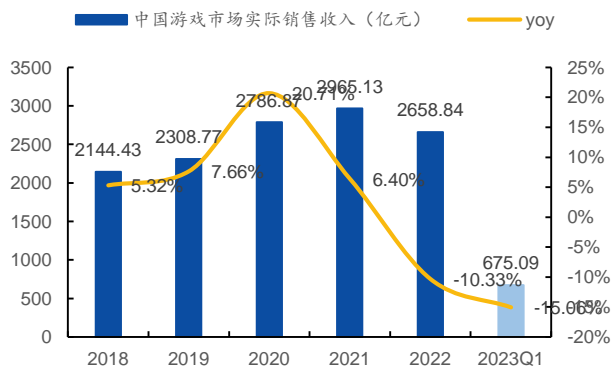
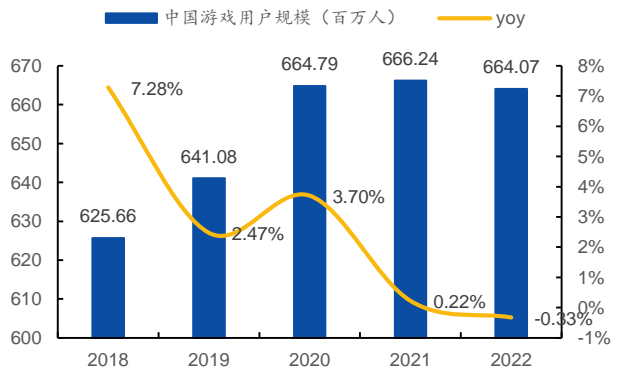


图 9：2018-2022 年中国游戏市场用户规模及同比增速

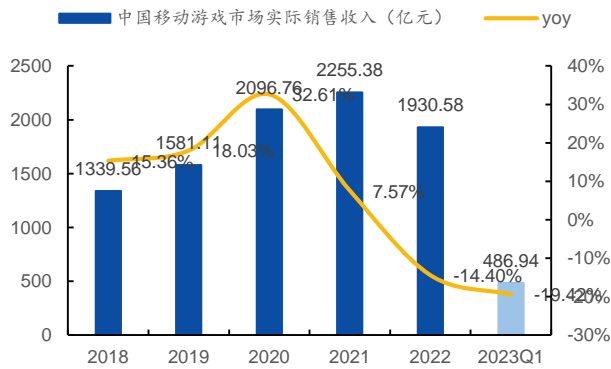


资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

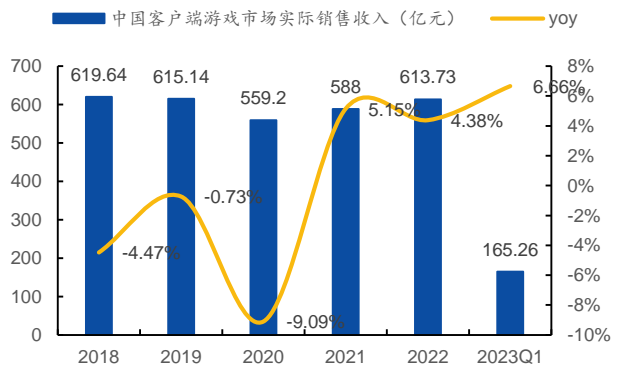
其中，客户端游戏表现出逆势增长。2022 年，中国客户端游戏市场实际销售收入为 613.73 亿元，同比增长 4.38%。2023 年 1-4 月，端游收入同环比均实现正增长。近三年，端游收入逐年增长，在行业整体不景气背景下尤为亮眼。其原因或是在缺少爆款新品的情况下，客户端游戏核心用户玩家的游玩习惯、付费习惯和付费率相对稳定，具备更强的抗风险能力。

图 10：2018-2022 年中国手游市场规模及同比增速



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

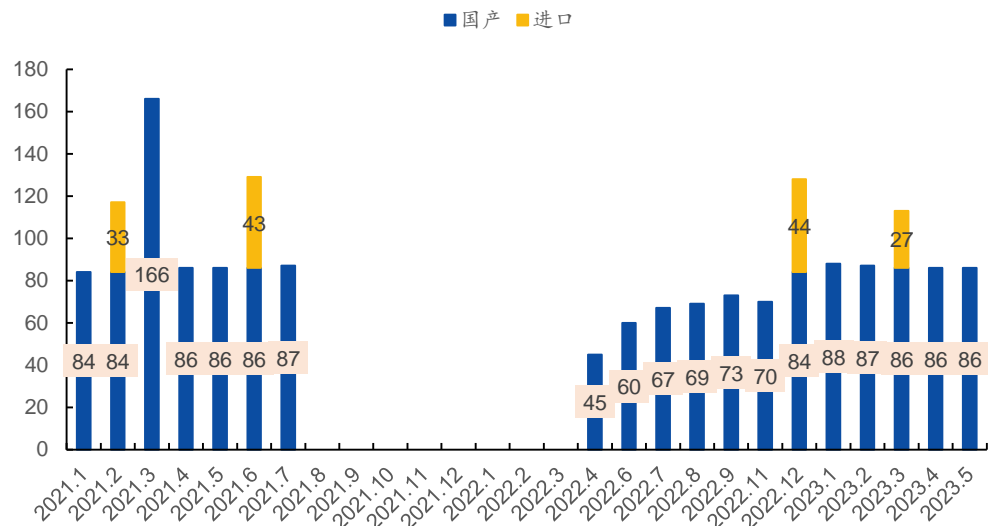
图 11：2018-2022 年中国端游市场规模及同比增速



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

游戏版号逐步恢复常态化发放，供给侧压制因素改善。 国产版号方面，1-5 月国家新闻出版署分别下发版号 88/87/86/86/86 款，今年以来国产游戏版号按月如期下发，发放频率保持稳定，且月均数量较去年版号恢复以来有明显的提升。同时，进口游戏版号也分别在 12 月底及 3 月共下发 71 款，审批间隔缩短。从发放厂商和产品分布来看，前期版号主要为中小厂商，后续头部大厂重点产品陆续获批，包括腾讯《无畏契约》、《黎明觉醒》、《白夜极光》；网易《逆水寒手游》等，表明版号常态化发放基本恢复，供给端压制因素改善，头部厂商获批数量分布较为均衡。我们认为，2022 年下半年恢复版号发放以来的部分游戏在 2023 年陆续宣发上线，在游戏版号停发期间游戏产业链各环节对新游戏产品的积淀有望兑现，有望提振行业需求，增厚公司业绩。

图 12：2021-2023.5 版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

官媒肯定游戏产业价值，政策释放积极信号。 人民网 2022 年 11 月 16 日发布《人民

财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，指出从海外国家游戏产业发展历程中，电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的重要行业。文章强调游戏产业价值，指出其在数字化转型以及文化传播的正向作用，并肯定了前期未成年保护以及防沉迷等规定完善和落地的阶段性成果。2023年4月16日经济日报发表《正视电子竞技产业的价值》指出电竞与前沿科技紧密结合，在政策扶持下规范发展将形成巨大规模，促进人才就业，肯定电竞行业积极价值。政策导向已趋稳定并进入细化落实层面，过渡到常态化监管阶段。

近期催化因素方面，电竞入选亚运会正式比赛项目，有望扩大游戏品牌影响，拉新+回流带动行业增长。杭州亚运会共设有7个电竞比赛项目，包括《英雄联盟》、《王者荣耀》（亚运版）、《和平精英》（亚运版）、《FIFA Online4》、《梦三国2》、《DOTA2》、《街霸5》，主要研发及发行厂商包括腾讯、完美世界、电魂网络。根据伽马数据，2022年中国电竞产业收入为1445.03亿元，电竞用户规模约为4.88亿人。此次入选亚运会正式项目，有望扩大游戏品牌效应，促进回流和拉新。

长期来看，生成式AI赋能产业升级，游戏是AIGC主题下核心落地应用领域。1) 降本增效。AI能够辅助游戏工业化生产以及营销侧的素材产出和投放优化，实现海量内容的快速供给，包括文案、美术、地图设计、语音交互以及营销端的买量投放等，快速提升游戏生产效率和内容更新，缩短开发周期及人工成本，目前已开始快速应用到游戏公司研发买量环节。2) 玩法变革。游戏对比文字、图片以及音视频等表现形式具备强交互性，AI接入能够在NPC智能交互以及场景丰富度上大服提升用户侧的沉浸式体验和自由度，游戏可玩性提升有望进一步驱动玩家活跃度、在线时长增长，玩法创新带动付费频次和付费深度的提升。

图 13：腾讯 AI Lab 在游戏产业链中的应用



资料来源：量子位，国元证券研究所

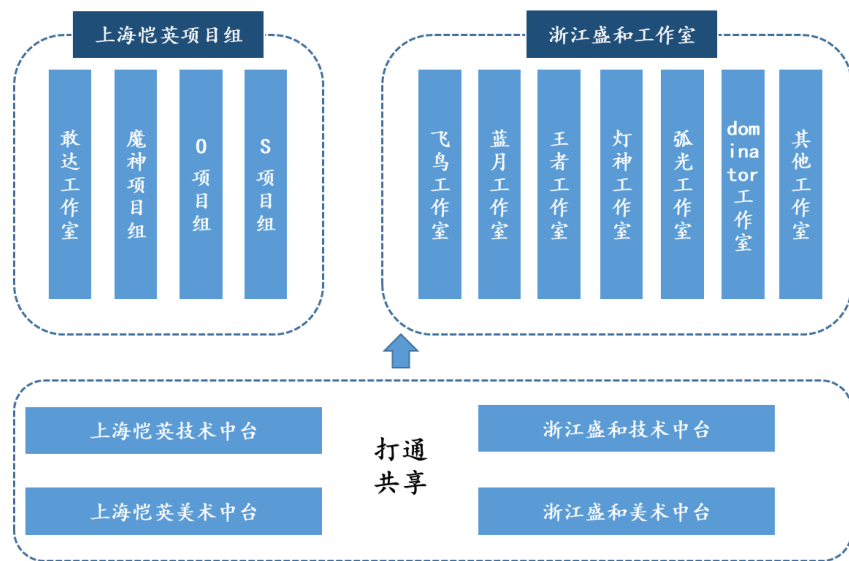
4. 公司业务：三大业务板块并举，推进长期发展

4.1 研发：巩固基本盘品类优势，拓展创新赛道

公司研发团队以上海恺英和浙江盛和为主，七大专项工作室及项目组构建完善发行体系。上海恺英以创新品类研发为主，包括敢达工作室、魔神项目组等。浙江盛和以传奇类游戏研发为主，产出《蓝月传奇》、《王者传奇》、《原始传奇》等多款头部产品，发行首款二次元手游《高能手办团》也取得良好市场表现。公司研发团队自研产品超过十余款，并凭借丰富的技术经验与成熟的研发实力，取得“跨网络域资源的访问方法及设备”、“3D 游戏渲染引擎方法”等 20 余项专利，夯实研发基础。

打通上海恺英与浙江盛和研发体系，实现技术、美术资源共享，提高研发效率。公司近年来不断加大游戏研发投入，2021 年两款自研 IP 产品《刀剑神域》、《魔神英雄传》正式上线，完成自研体系业务架构的调整。公司设立七大专项工作室及其他项目组负责十余款自研产品的开发制作。同时，公司研发团队凭借丰富的技术经验与成熟的研发实力，取得“跨网络域资源的访问方法及设备”、“3D 游戏渲染引擎方法”等 20 余项专利，提升精品化游戏研发实力。目前公司基本完成上海恺英与浙江盛和研发体系打通共享，主要在技术和美术中台层面实现技术、素材和人员的统筹和共享。技术上，公司通过中台和分产品技术累积实现工业化管线搭建，包括固定研发流程的交付标准、模块化多产品复用，逐步实现管线化、标准化、模块化、自动化。

图 14：恺英网络研发体系



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.1.1 传奇/奇迹品类：研发实力领先，优化迭代夯实基本盘

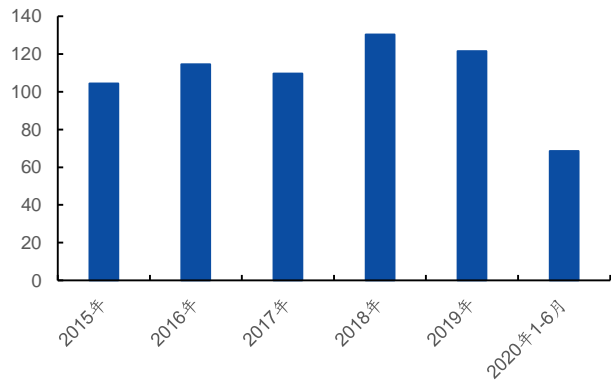
传奇品类占据较大市场空间，年流水规模超百亿。传奇类游戏即来源于端游《热血传奇》IP 改编的游戏产品。《热血传奇》由韩国娱美德公司研发，2001 年 9 月由盛趣游戏（原盛大游戏）引入中国市场。根据伽马数据，自《热血传奇》上线以来传奇类游戏累计注册用户超过 6 亿，已创造超过 900 亿元流水规模，2015 年之后每年流水

保持在百亿以上。在 2019 年国内年流水超 10 亿元的 MMORPG 手游中，传奇 IP 手游数量占比达 25%，流水贡献占比达到 18.4%。此外，传奇存在较大比例的私服市场，随着对私服打击力度的加大，正版市场体量有望进一步释放。

图 15：传奇 IP 游戏发展历程



图 16：传奇 IP 游戏流水情况（亿元）



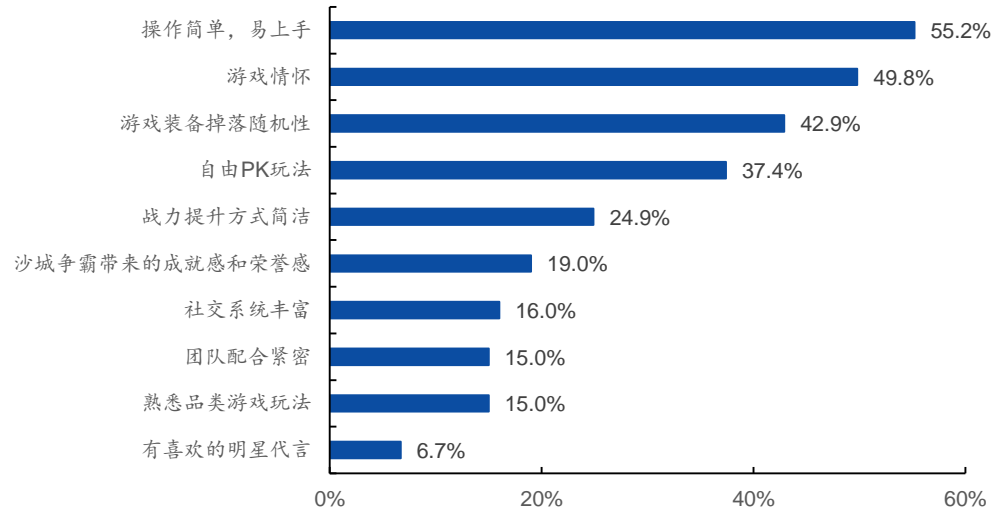
资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

奇迹类游戏即《奇迹 MU》IP 改编的游戏产品。《奇迹 MU》是由韩国网禅开发的魔幻题材 MMORPG 游戏，2002 年 10 月由九城代理发行国内市场。在中国网游兴起早期以相对成熟的玩法、世界观吸引了最早一批玩家，经过二十年持续运营，积累了庞大用户基础，并随着时间推移付费能力、IP 忠诚度方面逐渐成熟，带来长期的商业化价值。

上手门槛较低、游戏情怀加持保障较高用户粘性。传奇类游戏往往具备自动战斗机制，且升级速度较快，对于不善操作的玩家来说十分友好，再加上传奇 IP 已有近 20 年的历史，用户积淀深厚，因此传奇类游戏能够持续维系对玩家的吸引力；伽马数据的调查显示，多达 55.2% 的受访者认为“操作简单，易上手”是传奇类游戏的主要吸引点，此外，还有 49.8% 的玩家认为传奇类游戏的主要吸引力在于“游戏情怀”。由于传奇类游戏诞生时间较早，受众以老玩家为主，因为对于美术品质要求相对较低，2D 品类能够实现较快的工业化生产，产品差异和壁垒更多体现在产品数值设计以及买量营销能力上。

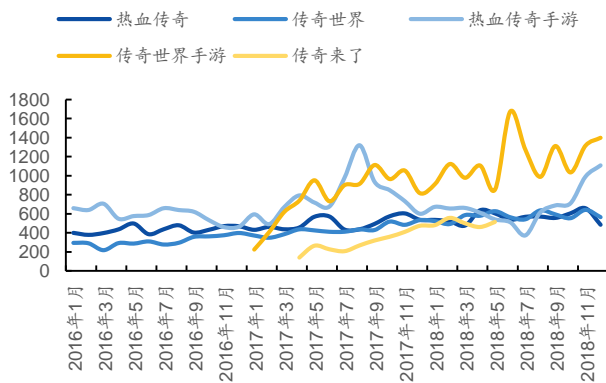
图 17：用户关注的传奇类游戏特性分布情况



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

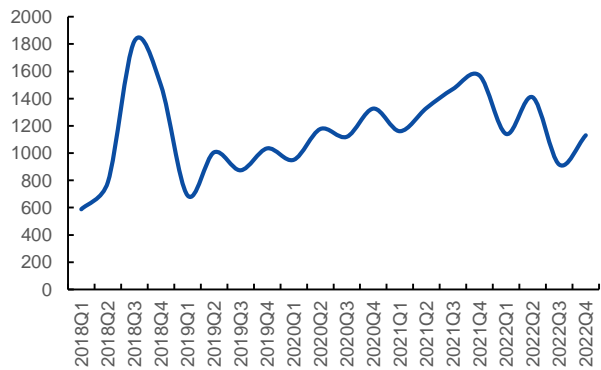
高付费中年男性用户构成收入基本盘,30岁以上用户占比超过六成,人均付费较高。传奇奇迹类游戏用户主要来自于端游时代积累下来的男性用户,随着时间推移玩家年龄层相应增长。从用户画像来看,超过62.6%的传奇类游戏玩家年龄在30岁以上,54.7%的传奇类玩家年龄在30-39岁之间,男性用户占比达88.7%。从人均付费来看,传奇类手游ARPPU值基本保持在500元/月以上,奇迹类手游约在200-600元/月,均为RPG类游戏高位。

图 18：传奇类代表游戏月度 ARPPU (元)



资料来源：世纪华通重组报告书，恺英网络公告，国元证券研究所

图 19：奇迹类手游《奇迹 MU：觉醒》季度 ARPU (元)

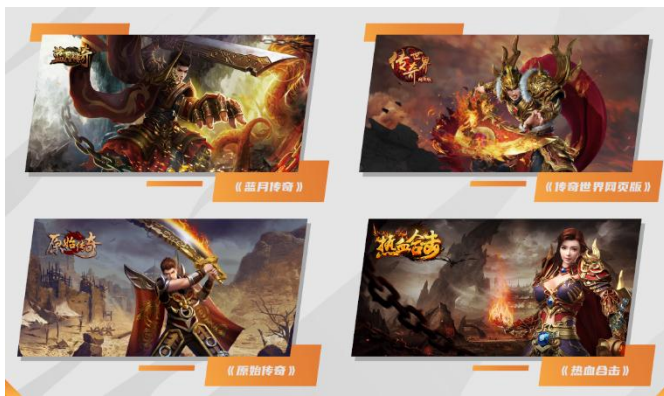


资料来源：掌趣科技公告，国元证券研究所

公司在传奇奇迹品类积淀深厚,产出多款头部产品,研发实力领先。公司主要传奇类产品包括页游《蓝月传奇》,手游《原始传奇》、《热血合击》等。其中,页游《蓝月传奇》上线以来长期稳居畅销榜前列,曾累计22个月以上占据开服数榜第一。截止2022年底,《蓝月传奇》累计流水超过40亿元。公司旗下浙江盛和深耕传奇品类研

发多年，积累丰富行业数据，构建起成熟玩法数值体系保障传奇类产品更新迭代。公司 5 月 25 日公告拟收购盛和 29% 少数股东权益，收购完成后浙江盛和将成为公司 100% 控股全资子公司，有望进一步增厚公司业绩，提升长期经营能力。奇迹类产品方面，公司和天马时空联合开发《全民奇迹》全球累计流水突破 83 亿元。2022 年，公司自研自发手游《天使之战》正式上线，累积流水破 10 亿。

图 20：公司主要传奇类产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 21：公司主要奇迹类产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

上下游公司协同规范市场，扩大传奇正版 IP 市场规模，保障传奇 IP 生态长期健康发展。2021 年 3 月，公司与传奇 IP 授权方盛趣游戏，签署合作协议，共同出资设立合资公司盛同恺网络科技（海南）有限公司（即“盛同恺”），开展移动端 IP 合作及维权相关业务。盛同恺由上海恺盛持股 49%，盛趣游戏持股 51%，盛同恺拥有盛趣游戏旗下《传奇世界》IP 移动端独家网络游戏改编权，并与盛趣游戏旗下《传奇》游戏共同著作权人亚拓士的相关主体公司达成《传奇》IP 的移动端改编权的相关独家合作，同时基于对上述核心 IP 的权利开展维权工作。有望进一步规范“传奇 IP”和“传奇世界 IP”游戏改编市场，扩大正版市场规模。同时，战略合作伙伴贪玩游戏于 2022 年新进成为公司前十大股东，截止 23Q1 持股比例为 1.54%，有利于进一步加强协同合作。

4.1.2 创新品类：完善多品类产品矩阵，打造新增长点

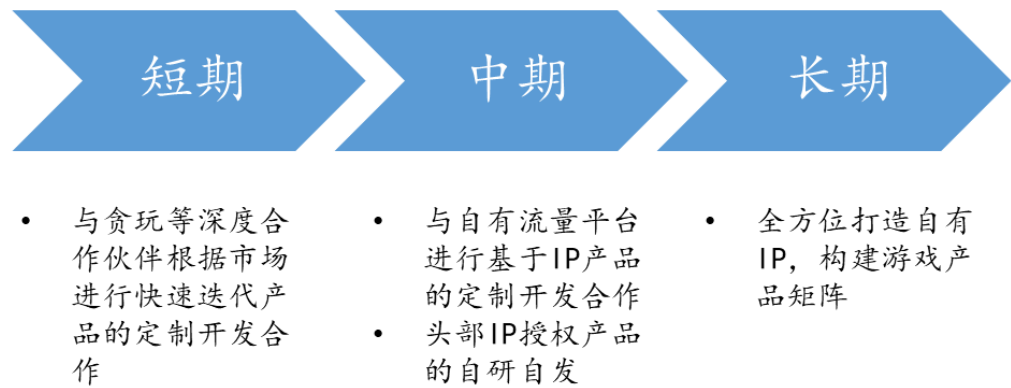
非传奇产品研发逐步形成短中长有机结合的产品矩阵，多元化丰富游戏品类。公司与万代南梦宫联合发行手游《敢达争锋对决》，大陆版于 2017 年 12 月上线，海外版于 2021 年 6 月在中国港澳台上线，迅速升至 iOS 免费榜榜首。公司自研自发手游《魔神英雄传》上线次日排名畅销榜第 7，首周维持在畅销榜 TOP25。战投企业心光流美研发、盛和发行二次元放置类手游《高能手办团》，上线首月国服流水破亿。公司发行武侠 RPG 手游《新倚天屠龙记》于 2022 年 11 月上线。产品矩阵上兼顾研发产出与产品品质，既有小成本快速迭代产品，也有高品质游戏。

图 22：公司新品类产品矩阵



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 23：短中长有机结合的产品矩阵



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司后续储备产品丰富，传奇奇迹类、创新品类具有布局。传奇奇迹品类方面，公司储备有《龙腾传奇》、《永恒觉醒》，均已获得版号。创新品类方面，公司储备有放置手游《龙神八部之西行纪》，将于 2023.6.5 公测。卡牌手游《归隐山居图》、卡牌《山海浮梦录》、MMORPG 手游《仙剑奇侠传：新的开始》均已获得版号，预计年内有望上线。

表 3：公司部分储备产品 pipeline

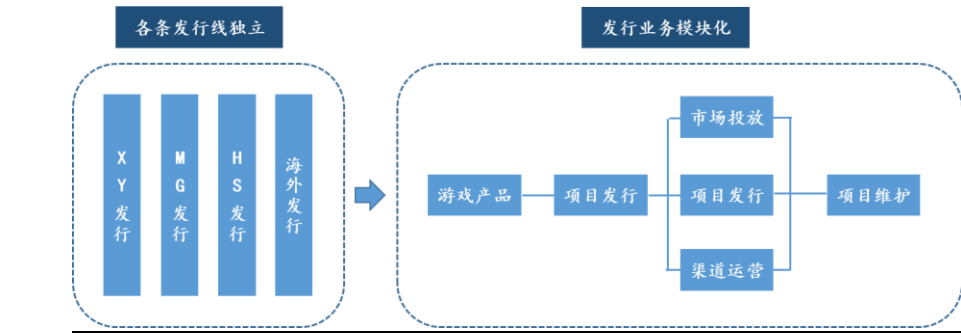
游戏名称	游戏类型	版号	预计上线时间
龙神八部之西行纪	H5 游戏	有	2023.6.5
仙剑奇侠传：新的开始	MMORPG	有	2023 年
归隐山居图	卡牌	有	2023 年
山海浮梦录	卡牌	有	2023 年
龙腾传奇	MMORPG	有	2023 年
永恒觉醒	MMORPG	有	2023 年
代号：over load	开放世界	—	2023 年
代号：盗墓	ARPG	—	2023 年
代号：斗罗	MMORPG	—	2023 年
代号：转生史莱姆	二次元	—	2023 年
代号：XW	竞技类	—	2023 年
VR 游戏	机甲对战 VR 游戏	—	2023 年测试上线
飞吧龙骑士	roguelike 飞行射击	—	—
Rogue Planet	放置卡牌	—	—
妖怪正传 2	国风卡牌 RPG	—	—
代号：信长	SLG	—	2023 年
奇点时代	男性向 AVG 卡牌	有	2023 年

资料来源：公司公众号，国家新闻出版署，国元证券研究所

4.2 发行：差异化策略布局，提升发行效率

完成发行业务架构模块化调整，提升发行效率。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。2021 年，公司对发行业务架构进行调整，由原先各条线独立转向模块化，产品引入与评价标准更加统一，项目制小前台更具有灵活性、针对性，发行渠道统一管理提升渠道粘性，推动品牌合作深化，提升发行效率。公司发行运营的《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》等多款游戏有非常亮眼的表现。其中，《魔神英雄传》获得 IOS 游戏免费榜第一、游戏畅销榜第七、卡牌畅销榜第二等成绩；《零之战线》上线首日取得 IOS 游戏免费榜第一名；《天使之战》上线至今仍位于同品类前列，累计流水突破 10 亿。此外，公司与外部厂商积极保持合作，储备产品中《纳萨力克之王》交由 B 站代理，《石器时代》交由腾讯代理。

图 24：发行架构调整



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 25：公司发行平台主要成果



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.3 投资+IP：支持研运核心业务，协同赋能主业

恺英网络的产业投资以深度战略协同、反哺产业为核心目的，投资+IP 板块主要为研发和发行两大核心业务提供支撑，实现赋能游戏主业。公司战略投资以提升业务协同有效性作为底层逻辑，聚焦品类、题材、风格等进行差异化布局。战投企业产品多元化，包含卡牌、SLG、放置、Roguelike 等多品类，降低对于单品类游戏依赖，丰富公司产品矩阵。

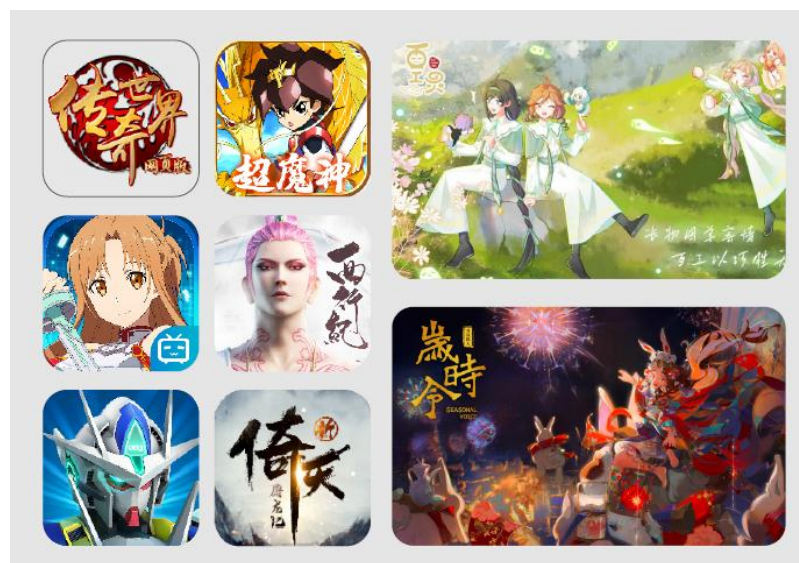
图 26：公司主要战略投资企业

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

资料来源：公司公告，国元证券研究所

引入+自研打造优质 IP，赋能战略企业高速发展。公司主要通过引入与自研擅长品类匹配的顶级 IP 并挖掘未来具有潜力的高性价比 IP、积极孵化“蓝月”系列等自有标杆级别 IP、投资拥有 IP 孵化能力的工作室三大举措展开 IP 布局，为公司研发体系提供 IP 支持。目前，公司在自主孵化“百工灵”和“岁时令”的同时，也通过引入 IP 策略积累了大量 IP 授权，包括“传奇世界”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“OverLoad”、“关于我转生成史莱姆这档事”、“信长之野望”、“热血江湖”、“龙族”、“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”、“妖怪正传”等知名 IP，支撑公司产品多样化的目标。2021 年，公司与中国网络作家村达成战略合作，双方将基于核心游戏、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 27：公司 IP 储备



资料来源：公司公告，国元证券研究所

前瞻性参与 VR 领域，内容与硬件领域均有布局。内容布局上，2022 年公司全资子公司上海恺盛网络科技有限公司与幻世科技（嘉善）有限公司合资成立上海臣旒网络科技有限公司，其中上海恺盛持股 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，公司专注于 VR/AR/MR 游戏、H5 游戏内容开发，团队开发了音乐节奏游戏《开心鼓神》和多人对战机甲格斗游戏《激战纪》两款自研 VR 产品。目前，团队正在制作了两款产品，一款是 VR 直播项目，另一款为基于《敢达争锋对决》自主开发的机甲对战类 VR 游戏，预计 2023 年上线。硬件布局上，公司于 2015、2016、2017 年三次投资乐相科技（旗下拥有 VR 品牌大朋 DPVR），目前持股比例为 6.82%。大朋 VR 是国内头部软硬件一体化的全栈 XR 技术与产品公司，根据 IDC 数据显示，2022 年前三季度，DPVR 占全球 AR/VR 头显市场份额为 1.8%，排名第三位，仅次于 Meta 和 Pico。

5. 盈利预测与估值

《原始传奇》、《热血合击》、《天使之战》、《永恒联盟》等老游戏长线运营稳定，新品类拓展产品矩阵。2023年，公司储备有《西行纪》、《山海浮梦录》、《归隐山居图》、《龙腾传奇》、《永恒觉醒》、《仙剑奇侠传》等产品，均已取得版号，产品上线有望增厚公司业绩。我们预计，公司23-25年移动游戏收入41.74/52.22/62.66亿元，分别同增32.3%/25.1%/20.0%。信息服务业务为公司996传奇盒子业务，随着传奇游戏市场稳定增长、正版市场逐步扩大，预计23-25年保持同比20%增长。网页游戏逐年随行业收缩保持自然回落，预计23-25年收入保持年同比15%降幅。预计公司23-25年总收入48.25/59.77/71.49亿元，分别同增29.52%/23.87%/19.61%。

表4：公司业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2375.30	3725.53	4825.36	5976.98	7149.37
yoy	53.92%	56.84%	29.52%	23.87%	19.61%
营业成本	694.05	930.76	1196.50	1466.87	1746.27
yoy	61.95%	34.11%	28.55%	22.60%	19.05%
毛利	1681.25	2794.77	3628.86	4510.12	5403.09
yoy	50.84%	66.23%	29.84%	24.28%	19.80%
毛利率	70.78%	75.02%	75.20%	75.46%	75.57%
移动游戏					
收入	2247.76	3157.42	4174.11	5221.81	6266.17
yoy	110.69%	40.47%	32.20%	25.10%	20.00%
成本	650.41	779.12	1022.66	1274.12	1528.95
毛利	1597.36	2378.30	3151.45	3947.69	4737.23
毛利率	71.06%	75.32%	75.50%	75.60%	75.60%
业务收入比例	94.63%	84.75%	86.50%	87.37%	87.65%
信息服务					
收入	-	463.53	556.23	667.48	800.98
yoy	-	-	20.00%	20.00%	20.00%
成本	-	94.34	113.47	136.17	163.40
毛利	-	369.18	442.76	531.31	637.58
毛利率	-	79.65%	79.60%	79.60%	79.60%
业务收入比例	-	12.44%	11.53%	11.17%	11.20%
网页游戏					
收入	127.53	87.10	74.03	62.93	53.49
yoy	-23.34%	-31.70%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
成本	43.64	53.14	44.42	37.76	32.09
毛利	83.88	33.96	29.61	25.17	21.40
毛利率	65.78%	38.99%	40.00%	40.00%	40.00%
业务收入比例	5.37%	2.34%	1.53%	1.05%	0.75%
其他应用产品分发收入					

收入	0.02	17.49	20.99	24.77	28.73
yoy	-99.89%	111307.01%	20.00%	18.00%	16.00%
成本	--	4.15	5.04	5.94	6.90
毛利	--	13.34	15.95	18.82	21.83
毛利率	--	76.25%	76.00%	76.00%	76.00%
业务收入比例	--	0.47%	0.43%	0.41%	0.40%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.30/17.64/21.72 亿元，对应 EPS 为 0.62/0.82/1.01 元/股，对应 PE 为 25/19/16x，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002555.SZ	三七互娱	632.76	33.65	38.65	43.86	18.80	16.37	14.43
002624.SZ	完美世界	338.52	16.38	18.94	21.31	20.67	17.87	15.89
603444.SH	吉比特	355.28	16.75	19.21	21.65	21.21	18.49	16.41
002558.SZ	巨人网络	339.64	12.17	14.37	17.39	27.91	23.64	19.53
300459.SZ	汤姆猫	216.22	5.91	6.83	7.99	36.59	31.66	31.66
300418.SZ	昆仑万维	622.92	13.28	15.23	17.08	46.91	40.90	40.90
300494.SZ	盛天网络	101.90	2.97	3.7	4.33	34.31	27.54	27.54
603258.SH	电魂网络	106.50	3.6	4.25	4.87	29.58	25.06	25.06
平均						29.50	25.19	23.93

资料来源：wind，国元证券研究所 注：市值日期为 2023.5.26，巨人网络、汤姆猫、昆仑万维、盛天网络、电魂网络盈利预测采用 wind 一致预期。

6.风险提示

头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2737.42	3947.61	5959.77	8497.47	11550.67
现金	1177.94	2550.97	4015.85	6206.30	8862.40
应收账款	761.15	858.41	1159.68	1436.45	1718.21
其他应收款	89.43	39.00	202.57	183.82	222.46
预付账款	322.11	229.09	294.50	361.05	429.82
存货	16.15	10.46	28.64	35.80	38.36
其他流动资产	370.63	259.66	258.51	274.05	279.42
非流动资产	1662.18	1828.84	1794.26	1789.13	1796.29
长期投资	352.16	397.76	370.96	373.63	380.78
固定资产	15.78	21.11	13.32	5.54	5.54
无形资产	16.09	27.68	27.68	27.68	27.68
其他非流动资产	1278.15	1382.29	1382.29	1382.29	1382.29
资产总计	4399.60	5776.45	7754.02	10286.61	13346.96
流动负债	583.46	1201.16	1212.30	1326.04	1423.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	266.75	312.15	401.27	491.95	585.65
其他流动负债	316.71	889.00	811.03	834.10	837.42
非流动负债	67.10	32.99	31.11	32.05	31.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	67.10	32.99	31.11	32.05	31.58
负债合计	650.56	1234.15	1243.41	1358.09	1454.66
少数股东权益	343.13	70.39	568.11	1222.48	2014.22
股本	1515.20	1515.20	1515.20	1515.20	1515.20
资本公积	758.10	746.15	746.15	746.15	746.15
留存收益	1360.54	2385.71	3715.61	5479.14	7651.19
归属母公司股东权益	3405.92	4471.90	5942.50	7706.03	9878.08
负债和股东权益	4399.60	5776.45	7754.02	10286.61	13346.96

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	500.68	1483.02	1128.19	1970.31	2329.59
净利润	844.44	1361.26	1827.62	2417.90	2963.79
折旧摊销	36.07	56.22	7.79	7.79	0.00
财务费用	-10.33	-34.18	-134.25	-209.91	-310.24
投资损失	-104.98	12.37	-20.00	-20.00	-20.00
营运资金变动	-334.35	31.63	-492.31	-231.41	-301.98
其他经营现金流	69.83	55.72	-60.66	5.95	-1.98
投资活动现金流	181.69	447.28	44.91	18.28	12.37
资本支出	153.89	131.65	0.00	0.00	0.00
长期投资	-287.85	52.66	-26.80	2.67	7.16
其他投资现金流	47.73	631.58	18.11	20.94	19.53
筹资活动现金流	-179.93	-580.08	291.78	201.86	314.14
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	27.05	-11.94	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-206.98	-568.14	291.78	201.86	314.14
现金净增加额	497.86	1369.67	1464.88	2190.44	2656.10

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2375.30	3725.53	4825.36	5976.98	7149.37
营业成本	694.05	930.76	1196.50	1466.87	1746.27
营业税金及附加	11.93	17.55	22.21	28.14	33.41
营业费用	360.60	803.35	1061.58	1314.94	1572.86
管理费用	165.42	163.87	241.27	298.85	357.47
研发费用	339.30	511.27	536.83	563.67	676.41
财务费用	-10.33	-34.18	-134.25	-209.91	-310.24
资产减值损失	-19.92	-35.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-27.06	-2.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	104.98	-12.37	20.00	20.00	20.00
营业利润	906.24	1340.62	1920.43	2534.43	3093.18
营业外收入	37.79	530.35	0.59	0.00	0.00
营业外支出	7.84	486.69	0.83	0.00	0.00
利润总额	936.19	1384.27	1920.19	2534.43	3093.18
所得税	91.75	23.01	92.58	116.54	129.39
净利润	844.44	1361.26	1827.62	2417.90	2963.79
少数股东损益	267.71	336.09	497.72	654.37	791.74
归属母公司净利润	576.73	1025.17	1329.90	1763.53	2172.05
EBITDA	931.98	1362.66	1793.97	2332.31	2782.95
EPS (元)	0.27	0.48	0.62	0.82	1.01

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	53.92	56.84	29.52	23.87	19.61
营业利润(%)	296.08	47.93	43.25	31.97	22.05
归属母公司净利润(%)	224.14	77.76	29.72	32.61	23.17
获利能力					
毛利率(%)	70.78	75.02	75.20	75.46	75.57
净利率(%)	24.28	27.52	27.56	29.51	30.38
ROE(%)	16.93	22.92	22.38	22.89	21.99
ROIC(%)	39.45	79.47	79.30	93.67	99.89
偿债能力					
资产负债率(%)	14.79	21.37	16.04	13.20	10.90
净负债比率(%)	1.68	1.74	1.73	1.59	1.48
流动比率	4.69	3.29	4.92	6.41	8.12
速动比率	4.65	3.27	4.89	6.38	8.09
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.73	0.71	0.66	0.61
应收账款周转率	3.61	4.35	4.70	4.60	4.53
应付账款周转率	2.66	3.22	3.35	3.28	3.24
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.48	0.62	0.82	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.69	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	1.58	2.08	2.76	3.58	4.59
估值比率					
P/E	58.67	33.01	25.44	19.19	15.58
P/B	9.93	7.57	5.69	4.39	3.43
EV/EBITDA	32.99	22.56	17.14	13.18	11.05

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188