

电魂网络(603258)

报告日期: 2023年03月27日

领航“国风竞技”游戏，稳中推进业绩提升

——电魂网络首次覆盖报告

投资要点

□ 电魂网络：致力精品网络游戏研运，探索游戏多元化发展

杭州电魂网络科技股份有限公司是一家致力于自主研发、运营精品化网络游戏的互联网公司。公司成立于2008年，于2016年在上海证券交易所正式挂牌上市，以竞技类网络游戏产品为特色，通过高效的游戏研发体系、精准的游戏推广方案，发展成为集创意策划、美术设计、技术研发、产品开发、游戏推广、运营维护、海外合作于一体的网络游戏开发、运营商。

□ 端游奠定发展基石，手游驱动业务新增长

电魂网络成立十余年来，致力于精品化网络游戏产品的研发、制作和运营。作为端游发家的游戏公司，端游《梦三国》为公司提供稳定营收，也为公司后续“端转手”转型奠定夯实的用户基础。随着移动端设备的渗透，公司紧跟风向，改变原本单一的客户端游戏品类，大力投入移动端游戏研发，发行游戏倍受玩家喜爱。与此同时，电魂网络以“端游+手游”两大核心为立足点，逐渐辐射游戏多元化品类，探索主机游戏、VR游戏、漫画等多板块。

□ 核心竞争力：“国风+电竞”长期布局，注重游戏研发

我们认为，公司核心竞争力主要在于1)公司致力于将“国风+电竞”两种元素融合发展，打造了“梦三国”系列国风电竞游戏，近期更是与博物馆、文旅集团联动，深耕中华优秀传统文化；2)电竞赛事运营体系完备，全年各种赛事不断，提高玩家活跃度；3)“研发+运营+人才”策略齐驱并进，具备坚实的实力基础。

□ 增长前景：游戏产品储备丰富，海外+电竞双开花

我们认为，公司业务增长有三大驱动力，1)端游收入稳定，多项储备手游带动业务增长；2)公司于2019年收购游动网络，顺应游戏出海趋势，积极拓展海外业务，海外收入占比逐渐增加；3)电竞行业发展迅速，国家实施各种政策扶持行业发展，公司投资多个相关公司，积极布局产业链，形成产业协同效应。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司2022-2024年营收分别为8.49/10.74/12.24亿元，同增-14.79%/26.54%/13.95%；归母净利润分别为2.55/3.75/4.25亿元；EPS分别为1.04/1.52/1.73，以2023年3月24日收盘价，对应PE分别为27.32/18.56/16.35倍，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

公司营收主要依赖单款游戏的风险、自研项目不达预期的风险、行业竞争风险、政策风险、人才流失的风险、海外市场风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	996	849	1,074	1,224
(+/-) (%)	-2.70%	-14.79%	26.54%	13.95%
归母净利润	339	255	375	425
(+/-) (%)	-14.19%	-24.87%	47.20%	13.50%
每股收益(元)	1.38	1.04	1.52	1.73
P/E	20.53	27.32	18.56	16.35

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：姚天航

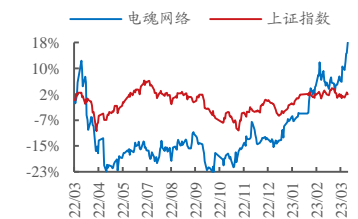
执业证书号：S1230522010001

yaotianhang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 28.30
总市值(百万元)	6,955.09
总股本(百万股)	245.76

股票走势图



相关报告

正文目录

1 电魂网络：专注发展精品研运，增强游戏多元化探索	4
1.1 公司简介：致力精品网络游戏研运，探索游戏多元化发展	4
1.2 历史沿革：国风端游起家，“端转手”稳定公司发展	4
1.3 股权结构：创始团队持股 44.46%，各司其职营运电魂十余年	5
1.4 财务分析：手游业务驱动整体营收上升，利润与毛利略有波动	7
2 公司产品：端游奠定发展基石，手游驱动业务新增涨	9
2.1 端游代表：《梦三国》系列首创“国风竞技”概念，长线稳定运营	9
2.2 手游大作：《梦三国手游》(复刻版)推出，实现手游营收从 0 到 1	11
3 核心竞争力：“国风+电竞”长期布局，注重游戏研发	12
3.2 国风电竞赛事长线布局，运营体系完备	13
3.3 硬实力强劲，“研发+运营+人才”策略齐驱并进	14
5 盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测	20
5.2 相对估值	22
6 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司主要产品布局.....	4
图 2: 公司历史沿革.....	5
图 3: 公司股权结构(截至 2023 年 2 月 20 日).....	6
图 4: 公司营业收入及同比增长(单位: 亿元, %).....	7
图 5: 公司归母净利润及同比增长(单位: 亿元, %).....	7
图 6: 公司历年主营收入构成占比(单位: %).....	7
图 7: 公司历年毛利率变化(单位: %).....	8
图 8: 公司历年费用率变化(单位: %).....	8
图 9: 《梦三国》端游游戏对战画面.....	9
图 10: 《梦三国》游戏玩法.....	9
图 11: 《梦三国》端游发展历程.....	10
图 12: 《梦三国》积极举办游戏赛事.....	10
图 13: 《梦三国》端游入选 2022 年杭州亚运会电竞小项.....	10
图 14: 《梦三国手游》(复刻版)游戏页面.....	11
图 15: 《梦三国手游》(复刻版)近一年 IOS 下载量排名.....	11
图 16: 梦三国系列游戏.....	12
图 17: 《梦三国 2》电竞赛现场.....	12
图 18: 《梦三国 2》与老君山联动.....	12
图 19: 游戏《我的侠客》海报.....	13
图 20: 《我的侠客》与楼兰博物馆联动.....	13
图 21: MPL 战队灵 21.....	13
图 22: 22 年娱乐星赛季奖杯.....	13
图 23: 电魂网络游戏种类布局.....	14
图 24: 十一周年壁纸.....	15
图 25: 《梦三国》十一周年直播.....	15
图 26: 电魂智能创意孵化器.....	15
表 1: 公司核心管理层履历.....	6
表 2: 公司目前处于运营状态的游戏产品.....	9
表 3: 2022 年《梦三国 2》电竞赛事活动一览.....	14
表 4: 公司储备游戏.....	16
表 5: 电竞政策梳理.....	19
表 6: 电魂网络相关投资整理.....	19
表 7: 公司盈利预测(单位: 百万元, %).....	21
表 8: 可比公司估值(单位: 亿元, 元/股, 倍).....	22
表附录: 三大报表预测值.....	24

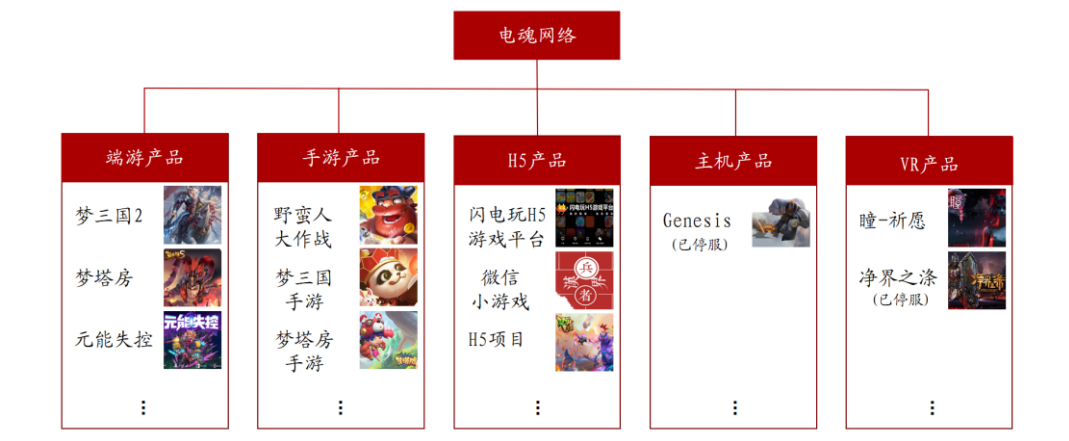
1 电魂网络：专注发展精品研运，增强游戏多元化探索

1.1 公司简介：致力精品网络游戏研运，探索游戏多元化发展

杭州电魂网络科技股份有限公司(以下简称“电魂网络”)是一家致力于自主研发、运营精品化网络游戏的互联网公司。电魂网络成立于2008年，于2016年在上海证券交易所正式挂牌上市，公司以竞技类网络游戏产品为特色，通过高效的游戏研发体系、精准的游戏推广方案，发展成为集创意策划、美术设计、技术研发、产品开发、游戏推广、运营维护、海外合作于一体的网络游戏开发、运营商。

公司产品布局以客户端游戏为基础逐步向移动端游戏延伸，同时覆盖 H5 游戏、VR 游戏、主机、单机游戏、APP 平台、漫画和电竞赛事等领域。公司各领域的主要游戏产品包括 1)端游产品：《梦三国 2》(正式入选 2022 年亚运会电子竞技正式比赛项目)、《梦塔防》、《元能失控》等；2)手游产品：《野蛮人大作战》《梦三国手游》(复刻版)、《梦塔防手游》等；3)HTML5 产品(旗下天元工作室负责)：闪电玩 H5 游戏平台、微信小游戏、H5 项目(主产品《怱怱梦三国》)；4)主机游戏：《Genesis》等；5)VR 游戏：《瞳-祈愿》、《净界之漆》等。

图1：公司主要产品布局



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.2 历史沿革：国风端游起家，“端转手”稳定公司发展

(1)2008-2009年：立足国风竞技端游，播种企业长青之树

公司于2008年在浙江省杭州市注册成立，与此同时，国内游戏市场正值端游市场快速上升期，各类新型游戏崭露头角，电魂网络抓住这一机会，研发出以“MMO+MOBA”结合玩法、“国风竞技”概念为特色的《梦三国》端游产品，2009年《梦三国》端游经历技术封测和压力测试后开始商业化运营，一经上线便倍受好评，奠定了在国产MOBA类游戏中的地位。截至2023年，《梦三国》系列产品已长线运营十余年，仍为公司核心产品和主要收入来源，为公司长期发展提供源源动力。

(2)2010-2014年：持续打磨端游产品，收购上下游企业拓宽公司业务新版图

在此期间，公司精心打磨《梦三国》系列产品，持续推出多个版本，同时开始布局游戏出海，进军越南、香港、台湾等地。2014年12月公司出资设立杭州电魂创业投资有限公司(以下简称“电魂创投”)，以其作为对外投资平台，通过电魂创投控股、项目团队骨干人员参股两种方式，设立了网络游戏研发、运营公司以及寻觅市场优质泛娱乐企业的创

投公司，覆盖上下游企业，拓展公司新业务领域发展，其中包括：1)公司通过电魂创投间接持有电梦网络 65%的股权，以其作为公司首个移动网络游戏研发平台，该公司以卡牌类游戏开发为核心，主要产品有《梦梦爱三国》；2)公司通过电魂创投间接持有萨满网络 70%的股权，该公司致力于“51 任性游戏平台”研发运营、动漫题材网络游戏的研发运营，经该平台运营的主要游戏有《幻想联盟》、《蛮荒传说》等；3)公司通过电魂创投间接持有勺子网络 65%的股权，该公司以手游和 VR 游戏为研究重点，致力于“MOBA”移动网络游戏的研发；4)公司通过电魂创投间接持有菜菜网络 100%的股权，该公司致力于塔防类移动网络游戏研发，其主要产品有《硬霸三国》。

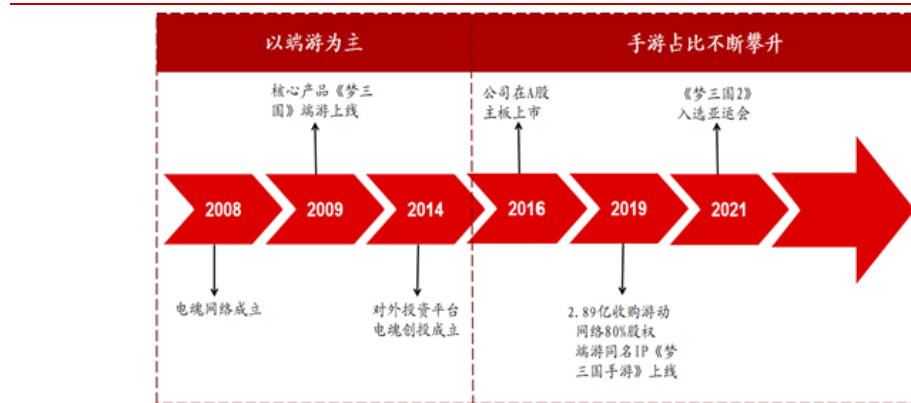
(3)2015 年-2018 年：业务重心移至手游，“端转手” 续航精品口碑

随着国内移动端市场的兴起，传统端游市场的份额进一步压缩，公司逐渐步入端游转手游阶段。自 2015 年以来，公司相继通过电魂创投设立勺子网络、菜菜网络，组建专业的移动端网络游戏研发、运营团队，重点布局移动网络游戏研发项目，在成功运营《口袋梦三国》、《电魂统军令》等辅助类、安全类移动端应用产品的基础上推出首款《梦梦爱三国》移动网络游戏，随后相继推出《硬霸三国》、《野蛮大作战》《次元战争》等游戏，都在业内获得不错口碑，为公司发展续航新动力。

(4)2019 年至今：坚守游戏主业，扬海外业务布局之帆

2019 年，公司在维稳经典端游《梦三国》等的同时，紧随行业趋势加紧研发手游，相继打造端游同名 IP 手游《梦塔防手游》、《梦三国手游》(复刻版)，同时花费 2.89 亿收购专注东南亚出海、擅长养成模拟类手游公司游动网络 80%股权，积极拓展海外游戏版图。2020 年，我国自主研发游戏产品出海规模逐年攀升，海外市场份额不断扩大，公司顺应大势，于 2020 年 6 月份、1 月份相继设立新加坡、日本子公司等；2021 年，公司保持初心，持续深耕国风精品化电子竞技产品，端游《梦三国 2》入选 2022 杭州亚运会电竞比赛小项，同时游戏出海已成规模，根据 Sensor Tower 报告，以日本战国时期为背景打造的 SLGX 卡牌模拟经营类手游《华武战国》在 2021 年第一季度和第二季度累计流水均进入出海日本的中国游戏 Top20。

图2： 公司历史沿革



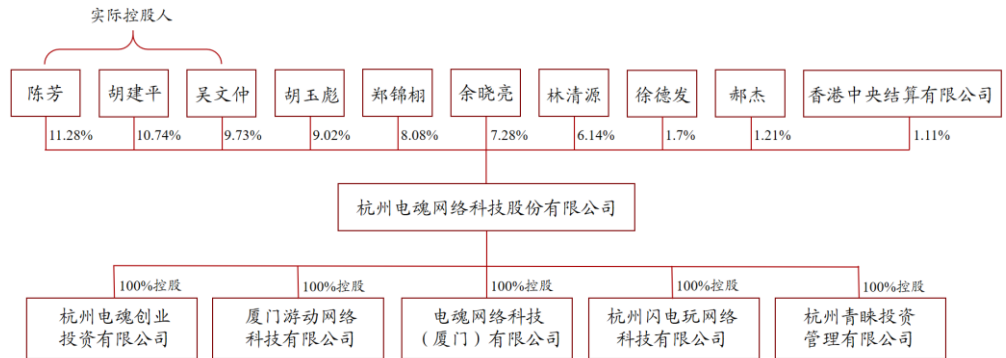
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.3 股权结构：创始团队持股 44.46%，各司其职营运电魂十余年

五位创始人持股 44.46%，三位实控人持股 31.04%，掌舵电魂十六载。公司的五位联合创始人分别为胡建平、陈芳、胡玉彪、林清源、余晓亮，截至 2023 年 2 月 20 日，五人分别持股 10.74%、11.28%、9.02%、6.14%、7.28%，合计 44.46%。其中，胡建平、陈芳、胡玉

彪三人为实际控制人，属于公司的一致行动人(胡建平、陈芳为夫妻关系)，三人共持有的股份比例为 31.04%。吴文仲和郑锦翔为财务投资人，目前分别持股 9.73%和 8.08%。

图3: 公司股权结构(截至 2023 年 2 月 20 日)



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

创始团队结构稳定，游戏行业相关经验丰富。公司五位联合创始人陈芳与胡建平、胡玉彪、余晓亮、林清源多年来持股比例相当，各有所长，16 年来各司其职，共同联合掌舵电魂网络。胡建平与陈芳系夫妻，为国内较早进入游戏行业的投资人，胡建平在全行业内部担任重要领袖职务，包括中国软件行业协会常务理事、浙江省软件行业协会理事、浙江省工商企业合作交流协会副会长等，目前担任公司董事长、总经理职务；陈芳负责公司财务和投资管理，担任公司董事、副总经理与投资管理总监职务；胡玉彪曾在行业龙头腾讯公司担任开发工程师，拥有较强技术研究能力，担任公司董事、副总经理与首席技术官职务；余晓亮是国内知名的游戏制作人，曾出品过《QQ 堂》、《QQ 幻想》等一系列热门游戏，体现其一流的游戏策划及制作能力，担任公司董事职务；林清源负责公司的商业化运营管理，担任公司首席商业官职务。

表1: 公司核心管理层履历

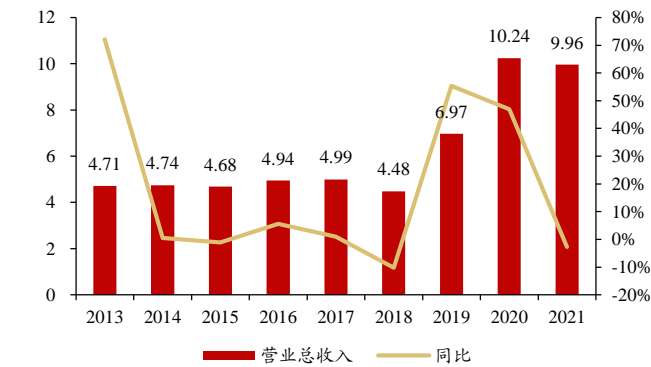
高管	公司职务	子公司职务	履历
胡建平 联合创始人	董事、总经理	电魂创投董事长	2008 年联合创立电魂网络，现任公司董事长、总经理；同时兼任政协杭州市滨江区委员会常委、中国软件行业协会常务理事、浙江省游戏行业协会理事。
陈芳 联合创始人	董事、副总经理 投资管理总监	游动网络董事	2008 年联合创立电魂网络；现任公司董事、副总经理、投资管理部总监；与胡建平系夫妻关系。
胡玉彪 联合创始人	董事、副总经理 首席技术官	电魂创投董事 勺子网络董事	曾任上海天律软件公司用户界面开发工程师，盛大网络开发工程师，腾讯开发工程师；2008 年联合创立电魂网络；现任公司董事、副总经理、首席技术官。
余晓亮 联合创始人	董事	电魂创投董事 勺子网络董事	曾任腾讯游戏主策划，是腾讯最早的一批游戏制作人，先后担任《QQ 幻想》策划、《QQ 游戏》以及《QQ 堂》主策划；2008 年联合创立电魂网络；现任公司董事，目前仍在一线主导游戏项目策划。
林清源 联合创始人	首席商务官	青昧投资监事	曾任广州电视台华南工作站技术副主管、中国网通运行维护中心监控管理员；2008 年联合创立电魂网络；现任公司首席商务官。

资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

1.4 财务分析：手游业务驱动整体营收上升，利润与毛利略有波动

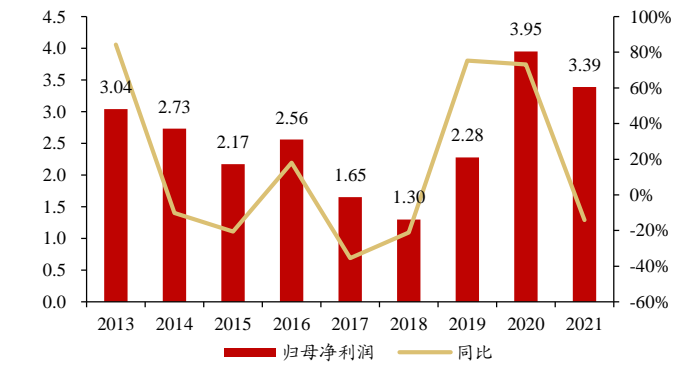
公司整体发展稳定，端游奠定营收基础，手游驱动业绩增长。营收端来看，2015年-2022年营业收入整体呈上升趋势，其中2015年-2018年营业收入增长相对缓慢，主要原因为公司核心系列产品《梦三国》为公司提供稳定营收，而移动端游戏营收占比较小，并无大规模增长。2019年和2020年营业收入增长明显，同比增幅分别为55.39%和46.96%，主要原因是公司手游业务见成效，自研手游《梦三国手游》(复刻版)的上线运营大幅提升公司业绩，同时收购的游动网络也带来业绩增量。2021年公司业绩小幅度下滑，主要原因为公司采用聚焦战略与精实增长策略，减少了移动端产品买量投放，导致产品流水下降。归母净利润端来看，2018年前公司处于“端转手”转型阶段，持续加大对移动端游戏产品的研发和运营投入力度，导致利润逐年下滑；2019年到2020年，因移动端游戏《梦三国手游》(复刻版)取得成功，利润逐年上升；2021年，营收下滑相应使得公司利润亦有下滑，同时移动端游戏上线运营运维成本增加导致利润下滑幅度略高于营收下滑幅度。

图4：公司营业收入及同比增长(单位：亿元，%)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

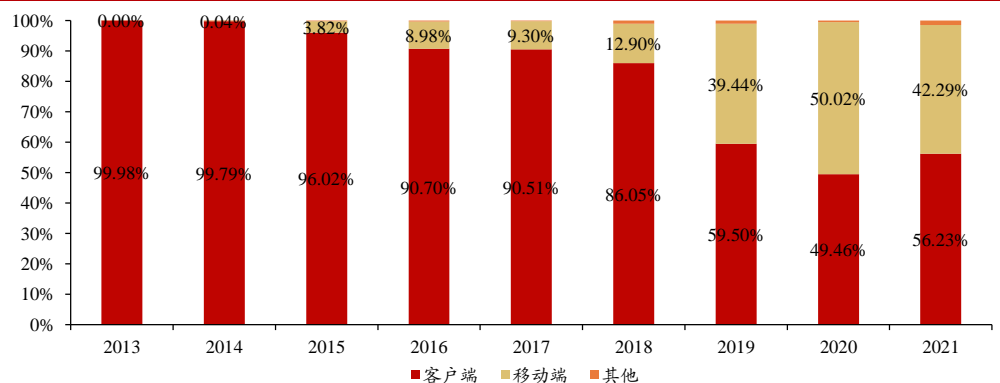
图5：公司归母净利润及同比增长(单位：亿元，%)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

营收结构主要分为端游与手游两部分，手游收入占比上升趋势明显。2015年之前，公司主要营收来自端游《梦三国》，收入占比接近100%；2015年至2018年，公司进入“端转手”阶段，开始加强手游研发与投入，先后推出《梦梦爱三国》、《野蛮人大作战》等游戏，但因在转型探索阶段，手游营收并未见明显增长；2019年-2020年，随着游动网络被收购以及基于经典IP开发的《梦三国手游》(复刻版)正式上线，手游收入占比大幅提升，2020年达到50.02%，首次超越端游；2021年，因端游产品长期稳定运营，而同时公司在移动端公司采用聚焦战略与精实增长策略，减少了手游广告投放，致使手游营收占比略微有所下降。

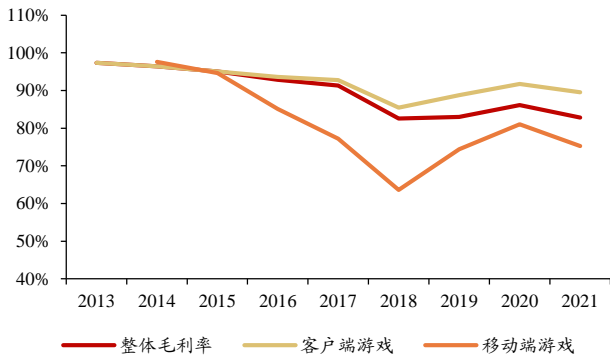
图6：公司历年主营收入构成占比(单位：%)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

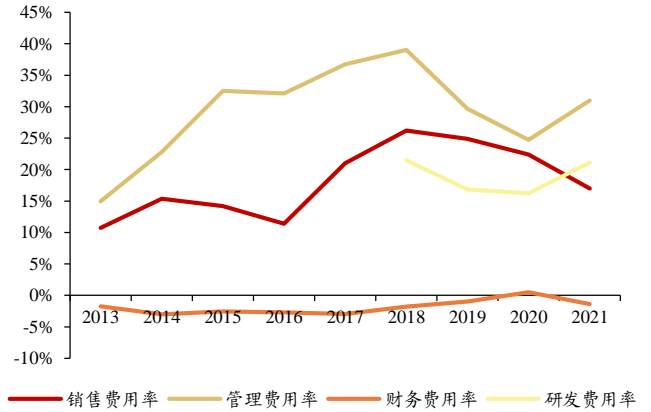
“端转手”后毛利率整体呈上升趋势，费用率管控表现良好。2013至2018年，公司毛利率由原先的97.34%下降至82.60%，主要原因为1)老产品流水自然下滑且老产品运维成本逐年增加；2)公司处于移动端游戏转型开发阶段，手游营收贡献不高但持续的研发、运营、推广等投入成本较大。2019年至2020年，公司毛利率回升至86.09%，主要因为《梦三国手游》(复刻版)市场表现较好带动营收增长，而伴随游戏上线相关投入成本趋于稳定；2021年整体毛利略微下滑，主要系老游戏流水自然下滑与线上运维成本增加所致。费用率方面公司管控良好，研发费用率与财务费用率分别稳定在20%、-0.2%左右，管理费用率与销售费用率有所波动系公司员工激励制度与新品上线所致，波动属于合理范畴。

图7: 公司历年毛利率变化(单位: %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图8: 公司历年费用率变化(单位: %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2 公司产品：端游奠定发展基石，手游驱动业务新增涨

公司成立十余年来，致力于精品化网络游戏产品的研发、制作和运营。作为端游发家的游戏公司，端游《梦三国》为公司提供稳定营收，也为公司后续“端转手”转型奠定夯实的基础。随着移动端设备的渗透，公司紧跟风向改变原本单一的客户端游戏品类，大力投入移动端游戏研发，发行游戏倍受玩家喜爱。与此同时，电魂网络以“端游+手游”为核心立足点，逐渐辐射游戏多元化品类，探索主机游戏、VR 游戏、漫画等多板块。

表2: 公司目前处于运营状态的游戏产品

设备端口	游戏名称	上线时间	运营模式	风格特色
客户端	《梦三国》	2009年12月	自主运营	国风三国; MMO+MOBA
	《梦三国2》(系《梦三国》更新版本)	2015年3月	自主运营	国风三国; MMO+MOBA
	《梦塔防》	2014年7月	自主运营	Q版卡通; 塔防竞技
	《元能失控》	2019年4月	自主运营	Q版卡通; Roguelike生存
移动端	《野蛮人大作战》	2017年7月	自主运营	像素卡通; IO类
	《梦塔防手游》	2019年4月	自主运营	Q版卡通; 塔防竞技
	《梦三国手游》(复刻版)	2019年7月	自主运营	国风三国; MMO+MOBA
	《解神者: X2》	2020年10月	自主运营	二次元; ARPG养成
VR端	《瞳-祈愿》	2020年11月	腾讯代理	国风三国; RPG 武侠
网页端	H5 闪电平台	2016年	自主运营	各类小游戏

资料来源: 公司公告、Steam 官网、浙商证券研究所

2.1 端游代表: 《梦三国》系列首创“国风竞技”概念，长线稳定运营

首创“国风竞技”概念，打响公司端游发力第一枪。《梦三国》是国内首款国风竞技端游，打破了以往以欧美背景为主流的市场格局。作为一款大型多人在线竞技网游，拥有竞技和副本两大玩法，将 MOBA 竞技与 MMORPG 养成融合，因此《梦三国》端游兼具 MMORPG 类较强的付费充值吸引力和 MOBA 类长生命周期的特点。在三国文化背景下，竞技与副本玩法双线发展，竞技模式包含了 5V5 娱乐*三国无双、10V10 官渡之战、5V5V5 三国志大战等公平竞技模式，同时还有根据三国剧情设立的挑战 BOSS、关卡副本 MMORPG 式角色养成玩法，展现公司强劲游戏研发创新能力。

图9: 《梦三国》端游游戏对战画面



资料来源: 游民星空、浙商证券研究所

图10: 《梦三国》游戏玩法

<p>三国志大战</p> <p>独创三方对战模式，突破传统的两阵营对抗，战场更加激烈，侧重团队合作能力、局势判断、智谋运用的创新的竞技模式，更加融入了BOSS战、萌宠等各种时下流行的元素。</p>	<p>娱乐*三国无双</p> <p>突破传统即时对战类地图设计的娱乐玩法，传统5V5模式上创新，大幅度提升战斗的节奏感与爽快感取得《梦三国》的市场成功的早期因素。</p>
<p>官渡之战</p> <p>在5V5的基础上，将参与人数增加到了20人，并对地图进行了进一步的优化，更加偏重兵法和士兵的运用和华丽、激烈的战争氛围。</p>	<p>战场系列</p> <p>独特玩法地图，带入装备能力，给予玩家能力的释放。各种战场打发玩家拥有无穷探索空间。</p>
<p>IN霸模式</p> <p>在《梦三国》各英雄原有技能基础上，扩大技能范围，增强技能伤害或更改技能机制，独创特殊道具，游戏节奏也更为紧张刺激。</p>	<p>天命模式</p> <p>在传统5V5模式上独立创新，每一个技能随机搭配，上万种组合方式，每一次的英雄技能都不一样的乐趣体验。</p>

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

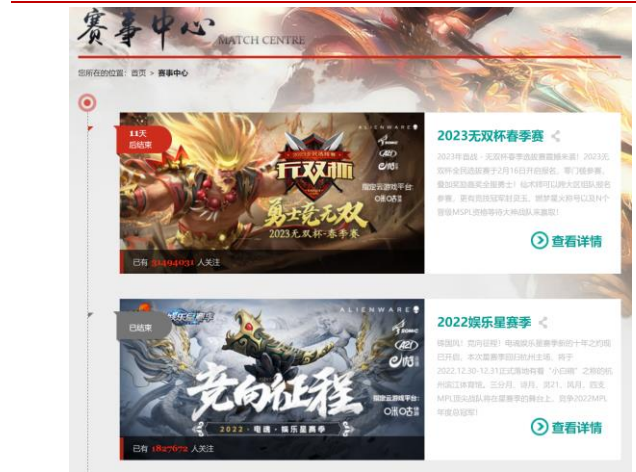
长线运营十余年，多方面提升用户粘性。《梦三国》端游的研发立项始于2008年，2009年5月首次技术封测，8月完成压力测试，同年12月正式上线商业化运作，属于电魂网络自研自发的游戏；2015年，为保持在端游市场的竞争力，公司正式推出《梦三国2》作为对前作的大规模更新，其在客户端平台、游戏画质、游戏机制、可玩性上均进行了升级；2020年1月《梦三国2》上线腾讯WeGame平台，上线初期取得不错成绩；2022年9月《梦三国2》上线Steam商城，并免费对所有玩家开放。除持续不断的版本更迭外，《梦三国》官网实时发布相关游戏资讯及热门话题，吸引玩家共同讨论，同时《梦三国》系列端游将游戏与电子竞技比赛结合，通过举办“无双杯”、“娱乐星赛季”、“MPL职业联赛”等赛事定期制造热度，保持核心玩家对游戏的关注度，提升用户粘性。

图11: 《梦三国》端游发展历程



资料来源:《梦三国》官网、TapTap、浙商证券研究所

图12: 《梦三国》积极举办游戏赛事



资料来源:《梦三国》官网、浙商证券研究所

《梦三国》端游入选杭州亚运会，影响力更进一竿。2021年11月5日，亚委会宣布了2022年杭州亚运会电竞项目名单，分别为《梦三国2》、《英雄联盟》、《王者荣耀》、《和平精英》、《刀塔2》、《街霸5》、《FIFAOnline4》和《炉石传说》8个项目。我们认为，《梦三国》端游在亚运会电竞项目中能够杀出重围，与腾讯、网易、EA、CAPCOM等国内外知名游戏厂商开发的电竞项目并列入选，不仅体现了该产品具备优秀的游戏质量和文化意义，亦传达了亚运会组委会对其多年举办线下电竞赛事经验的认可。

图13: 《梦三国》端游入选2022年杭州亚运会电竞小项



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

注:2022年3月16日,杭州亚运会取消《炉石传说》项目设置,上图已标灰处理。

2.2 手游大作：《梦三国手游》(复刻版)推出，实现手游营收从0到1

多年手游研发经验蓄力，《梦三国手游》(复刻版)依托经典IP实现公司“端转手”。公司曾在2015年便推出了《梦三国手游》(原版)，由旗下的子公司勺子网络自主研发。北京昆仑代理运营，但由于宣发不到位、移动端战斗操作、游戏节奏、人物画风等方面与端游大相径庭等原因，《梦三国手游》(原版)并没有激起太多浪花。2019年2月，作为对《梦三国手游》的大版本更新，《梦三国手游》(复刻版)开启测试服，同年7月正式上线，由公司自主运营。游戏相较于前作原版更加完美地移植了端游的世界观与玩法，还原了端游地图与装备，加入“官渡10V10”、“黄巾之乱”、“挑战100层”等经典玩法以提供玩家更接近端游的体验。游戏自上线以来凭借自身的品质表现良好，吸引大批端游老玩家回流。

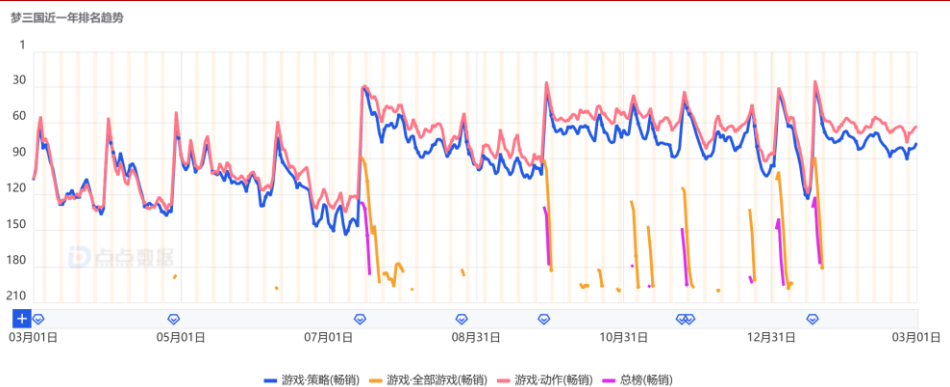
图14: 《梦三国手游》(复刻版)游戏页面



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

复刻版焕发新生，推动移动端业绩提升。《梦三国手游》(复刻版)自2019年2月上线以来表现良好，近一年在IOS游戏畅销榜上的平均排名为90名左右，最高达到36名，目前稳定在150名左右。公司移动端业绩的快速增长主要受益于《梦三国手游》(复刻版)上线运营后的带来的收益，2019年公司移动端营收2.75亿，占总营收的39.44%，同比增长375.03%；2020年移动端营收5.12亿，占总营收的50.02%，同比增长86.41%。基于公司此前在端游方面的长线化运营能力，《梦三国手游》(复刻版)拥有较长的生命周期，预计未来《梦三国手游》(复刻版)将延续良好势头，持续推动公司移动端业绩提升。

图15: 《梦三国手游》(复刻版)近一年IOS下载量排名



资料来源：七麦数据、浙商证券研究所

3 核心竞争力：“国风+电竞”长期布局，注重游戏研发

我们认为，公司核心竞争力主要有三大方面。1)电魂网络致力于将“国风+电竞”两种元素融合发展，打造了梦三国系列国风电竞游戏，近期更是与博物馆、文旅集团联动，深耕中华优秀传统文化；2)电竞赛事运营体系完备，全年各种赛事不断，大大提高玩家活跃度；3)“研发+运营+人才”策略齐驱并进，具备坚实的实力基础。

3.1 产品注入国风元素，探索“文旅+电竞”跨界新运作模式

公司坚持以传统文化为底蕴，致力于打造具有民族气息的国风类游戏，精品游戏以梦三国系列为代表。公司自研端游《梦三国》中融入了丰富的民族文化，以三国历史为题材背景，深刻考究历史进行角色创作与玩法创造，其竞技模式中就包括了“三国无双”、“官渡之战”“三国志大战”等玩法，同时以三国剧情设立 Boss 关卡副本，充实玩家游戏体验，感受东汉末年逐鹿群雄的战火纷争。公司不断丰富《梦三国》的文化内涵，持续更新了“太极问道录”、“寻梦之旅”、“梦幻不夜城”、“华山风云录”等大型版本资料片，对三国系列题材实施长线运营，推出《梦三国 2》、《梦三国手游》等一系列诸多精品国风游戏。

图16：梦三国系列游戏



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

《梦三国 2》深耕“电竞+国风”两大特色，探索“电竞+文旅”跨界新运作模式。2021年7月，《梦三国 2》从中国人文景点切入，与老君山文旅集团以及洛阳日报报业集团联动；2022年先后与华山、梵净山、清明上河园、金刀峡、春秋寨等国家级景区进行了文旅融合联动，景区内设置了以“华山论剑”、“桃园结义”、“关羽读春秋”等为主题的网红打卡地，游戏内以景区的自然风光与名胜建筑为原型打造游戏场景，开拓了景区“线上+线下”的产品形态升级渠道，引导玩家体验祖国大好河山、学习人文历史，实现了价值升级。

图17：《梦三国 2》电竞赛事现场



资料来源：梦三国 OL、浙商证券研究所

图18：《梦三国 2》与老君山联动



资料来源：梦三国 OL、浙商证券研究所

与博物馆联动，积极宣扬优秀传统文化。公司另一款自主研发游戏《我的侠客》以中国传统武侠为题材，由腾讯极光发行，宣扬了中华武林中的侠义精神，在运营时持续推出《江湖濯玉录》、《武魄炼心录》等大型资料片，使玩家能够体验古代江湖侠客的快意恩仇，以此方式呈现了中国的武侠世界。且2022年春节前《我的侠客》与楼兰博物馆联动，推出西域江湖版本，画质精美，以此方式向玩家展示了我国西部地区风土人情，讲述更多侠客故事，并且将博物馆中多件藏品的图文故事融入游戏中，让更多的年轻人了解我国的传统瑰宝。

图19: 游戏《我的侠客》海报



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图20: 《我的侠客》与楼兰博物馆联动



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3.2 国风电竞赛事长线布局，运营体系完备

公司率先提出“国风竞技”新概念，电竞赛事长线布局，电竞业务长足发展。2012年公司在行业内率先提出了将“国风”“电竞”两种元素结合，宣扬我国优秀传统文化，将公司自研的优秀国风精品游戏与职业赛事相结合，创建了国内首家国产电竞品牌——娱乐星赛季，迄今布局已超过十年，在北京、上海、杭州、哈尔滨、郑州等地娱乐星赛季赛事已成功举办10届。2015年，《梦三国2》职业联赛(MPL)成为国产游戏第一个职业电竞赛；2021年，《梦三国2》入选杭州亚运会电子竞技项目，带动公司电竞业务后续发展。

图21: MPL 战队灵 21



资料来源: 梦三国 OL、浙商证券研究所

图22: 22 年娱乐星赛季奖杯



资料来源: 梦三国 OL、浙商证券研究所

《梦三国》全年赛事连贯，赛事运营体系完备。电魂网络多年致力于“职业化+全民化”的电竞布局，为职业选手提供了专业化的电竞赛事，亦为非职业玩家提供电竞平台，为更高一阶的赛事选拔人才。公司全年电子竞技赛事丰富，22年度公司全年共举办8场赛事，包括无双杯春季赛、MSPL 夏季赛与秋季赛、MPL 夏季赛与秋季赛、SOLO 精英挑战

赛、傲视群雄杯、电魂娱乐星赛，提高玩家参与度，增加游戏粘性。在赛事运营方面，赛前准备充分，“线上+线下”扩大宣传途径，依照游戏内场景布置场地，增加玩家比赛体验；赛中通过各种平台直播，带动非参赛玩家热情；赛后奖项丰富，设计带有游戏特色的专属奖品，亦推出比赛精彩视频回放，便于玩家交流学习。

表3: 2022年《梦三国2》电竞赛事活动一览

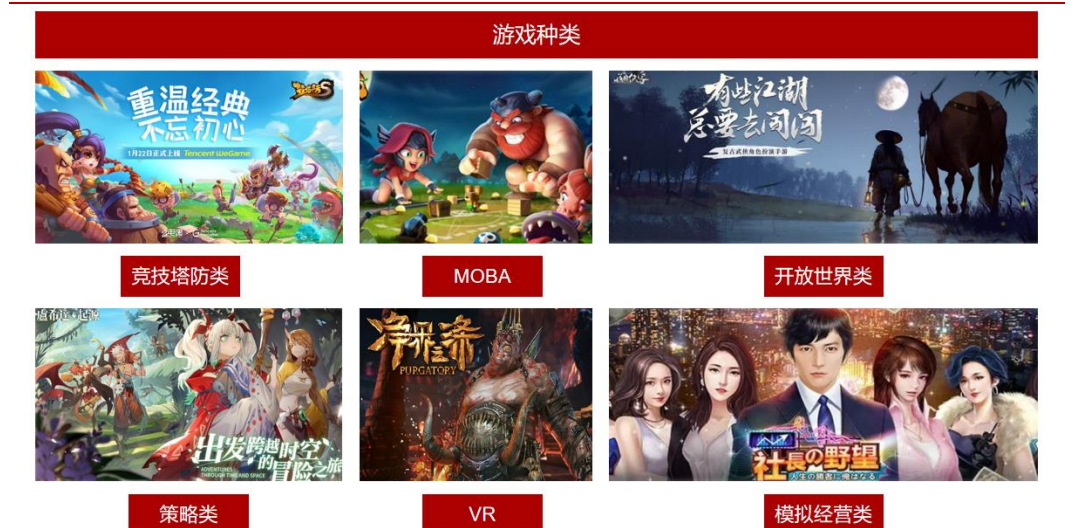
时间	赛事名称	简介
3.14-4.10	烽火杯	《梦三国2》全新选拔赛，线上+线下11个城市双重选拔，除职业体系(MPL/MSPL)当前选手以及《梦三国2》赛事黑名单外，所有玩家均可报名参加比赛；线上选拔赛全服四强战队，城市选拔赛全国冠、亚军战队将会获得2022《梦三国2》甲级职业联赛(MSPL)夏季赛参赛资格。
4.20-5.15	MSPL 夏季赛	烽火杯的6支晋级队伍组成2022MSPL夏季赛的参赛战队阵容。
5.27-7.8	MPL 夏季赛	本赛季常规赛赛制、积分规则、新增冒泡赛、保级规则四个方面规则发生重大变化。七支战队集结完毕，向着新赛季冠军宝座、星赛季受邀资格发起全新挑战！
8.5-8.28	无双杯	年满18周岁，且不在职业体系当前选手及《梦三国2》赛事黑名单中，均可报名参加，前八名队伍获得晋级MSPL职业赛事名额嘉奖。
8.31-9.18	MSPL 秋季赛	无双杯的8支晋级队伍参与此次赛事，本次赛事BO2和BO3对局采用新模式“群英模式”。
9.29-11.6	傲视群雄杯	分为巅峰对决赛与装备大师赛两个赛道，仅战队历史最高神兵值排名前32名的战队参与巅峰对决赛，通过BO3淘汰赛分组BO3单循环赛决出四强，最终齐聚杭州争夺冠军与百万奖金；32支队伍亦可对装备进行自由配制，挑战高手。
11.9-12.24	MPL 秋季赛	MPL秋季赛分为七支战队角逐冠军。
12.30-12.31	娱乐星赛季	年度MPL四强战队，在杭州“小白碗”开启巅峰对决。

资料来源:《梦三国》官网、梦三国OL、浙商证券研究所

3.3 硬实力强劲，“研发+运营+人才”策略齐驱并进

公司积累多项核心技术，注重研发投入，游戏种类多元化。经过多年的自研游戏经验积累，公司在服务器与客户端方面已形成多项核心技术，包括游戏引擎技术、服务器软件技术、直播观看技术、同步验证技术、数据库缓存技术、即时战略同步技术等，且分布式服务器架构技术、游戏图形引擎技术及RTS游戏同步技术达到国内领先水平。截至2022年H1，公司及子公司专利授权40件，在审发明专利98件。公司注重对游戏研发的投入，研发费用率基本维持在20%的水平，22年H1研发费用率为22.7%，所研发的游戏种类多样化，涉及MOBA、竞技塔防类、卡牌策略类、开放世界类、模拟经营类、VR等，精品新游戏不断推陈出新。

图23: 电魂网络游戏种类布局



资料来源:公司公告、官方公众号、浙商证券研究所

以数据为依托，具有一套完善的运营系统。公司通过高效、准确、系统性的数据分析，能够精准把控客户需求与市场变化，为产品的运营与推广提供数据支持，从而实现精准的市场投放与推广，及时调整策略，提高了运营效率，构建了包括游戏品牌建设、媒体宣传、活动策划、合作渠道拓展及客户服务等一整套完备的运营系统。2021年9月，《梦三国》迎来第十一周年庆，公司采用互联网平台直播的形式，当晚直播的观看人数、付费流水、活跃玩家数量都创了新高，有效延长了游戏的生命周期。

图24： 十一周年壁纸



资料来源：梦三国 OL、浙商证券研究所

图25： 《梦三国》十一周年直播



资料来源：梦三国 OL、浙商证券研究所

创建智能“孵化器”，吸引人才聚集。电魂智能创意孵化器是电魂网络创建的一款从事游戏、电竞、泛文娱、智能创意、人工智能等科技企业的集合，由子公司杭州青睐投资管理有限公司运营。总占地面积超过上万平方米，交通便利，内部设施齐全，吸引了数十家电子竞技、动漫制作、软件开发类企业入驻，形成“孵化-创业-投资”一体化的产业集群，聚集了大批行业内优秀的人才，丰富公司的人才储备。

图26： 电魂智能创意孵化器



资料来源：电魂网络官网、浙商证券研究所

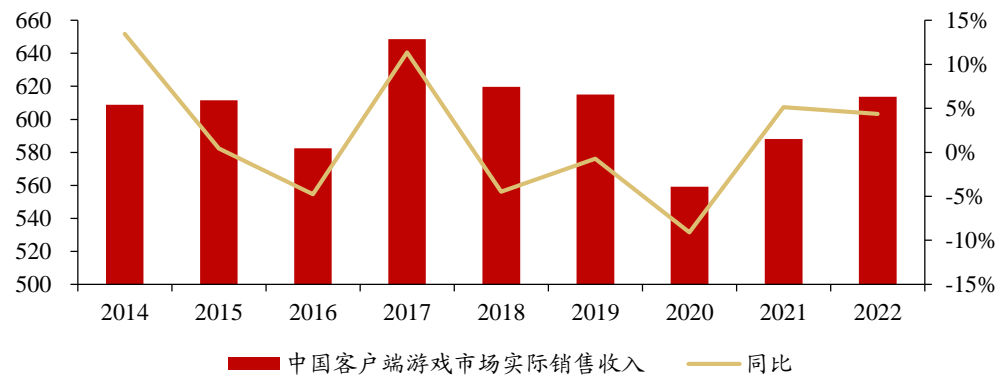
4 增长前景：游戏产品储备丰富，海外+电竞双开花

我们认为，公司业务增长有三大驱动力，1)端游收入稳定，多项储备手游带动业务增长；2)公司于2019年收购游动网络，顺应游戏出海趋势，积极拓展海外业务，海外收入占比逐渐增加；3)电竞行业发展迅速，国家实施各种政策扶持行业发展，公司投资多个相关公司，积极布局产业链，形成产业协同效应。

4.1 端游收入稳定，多项储备手游驱动业绩增长

中国市场客户端游戏收入稳中有升，公司端游产品长线运营带来稳健业绩。在全国游戏收入下降的情况下，客户端游戏表现尚可。根据伽马数据，自疫情2020年伊始，近三年客户端游戏市场稳步提升，2022年客户端游戏实际销售收入为613.73亿元，同比上升4.83%，主要由于疫情使游戏用户居家机会变多、时间变长。公司主打的客户端产品《梦三国2》年长线运营稳定，累计了庞大用户数量，历史收入表现长年稳健，我们判断未来亦能贡献较为稳健的业绩。

图27：中国客户端游戏市场规模及同比(单位：亿元，%)



资料来源：伽马数据、浙商证券研究所

移动游戏市场进入存量时代，游戏版号恢复正常发放，公司多项储备产品待上线。根据伽马数据，2022年中国移动市场收入近十年来出现首次下降，为1,930.58亿元，同比下降14.4%，主要系疫情影响及新品游戏减少所致。我们认为，随着游戏版号的正常发放，我国移动游戏市场有望逐步恢复。公司加大研发投入，目前有多项储备产品预计23年上线，将为公司带来业绩增长。

表4：公司储备游戏

名称	类别	计划安排
卢希达：起源	策略+RPG	预计23年上半年在港澳台和大陆上线
跃迁旅人	卡牌类	已获得版号，预计23年Q1在东南亚上线
卡嘣拉契约	卡牌类	22年Q3在海外进行测试
螺旋勇士	策略+RPG	已获得版号，预计23年上半年在国内上线
野蛮人大作战2	竞技+RPG	已获得移动端版号，计划在移动端、PC端、主机端等多端发行

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4.2 收购游动网络，顺应游戏出海趋势，海外业务扬帆起航

顺应国内游戏出海大趋势，公司积极布局海外市场。近十年来，中国游戏厂商持续布局海外市场，2014年-2021年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入不断扩大，2014年收入为30.76亿美元，2021年增长至180.31亿美元，期间年复合增长率为28.74%，2022年首次出现下降，为173.46亿美元，同比下降3.70%，主要系缺少爆款新品，头部产品随着运营时间的增长进入稳定期，流水有所下降所致。在此大背景下，公司亦开展游戏出海业务。早在2011年，《梦三国》就在新加坡与马来西亚发行；2012年，《梦三国》在越南发行；2015年，《梦三国》手游上线后，也先后在越南、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、泰国等地发行。

图28：中国自主研发游戏海外收入及同比(单位：亿美元，%)



资料来源：伽马数据、浙商证券研究所

图29：电魂网络业务版图



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

收购游动网络，海外业务迅速扩展。2019年2月，公司收购游动网络80%股权；2021年7月，公司收购游动网络余下20%股权，自此游动网络成为全资子公司。游动网络全称厦门游动网络科技有限公司，成立于2011年，是国内领先的手游开发商和自主运营商，已研发多款养成类手游。2013年，游动网络开始手游研发，多款游戏进入360手机助手、小米应用商店、百度手机助手排行榜前列；2017年，开始布局海外市场；2020年，为拓展海外业务，在新加坡设立全资子公司UPLAY GLOBAL PTE LTD；如今出海多年，游动网络与efun、绿洲、游族、畅游等厂商已建立良好合作关系，并在日本、越南、印尼等地区都有产品杀入谷歌苹果双榜畅销前二十，运营的游戏覆盖全球多地区。

图30：游动网络发展历程



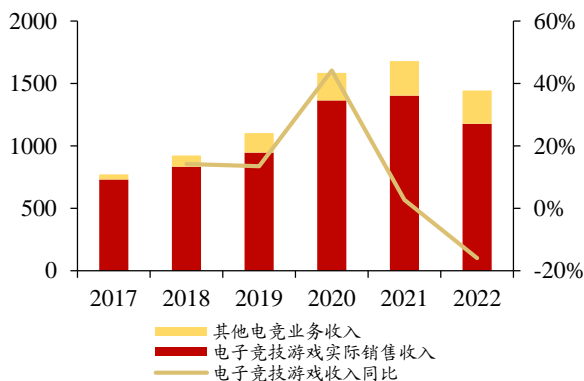
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

游动网络产品储备丰富，海外市场将更进一步。游动网络目前已出了包括《坦克大战》《小宝当皇帝》《商战创世纪》等知名手游；2019年，推出一款模拟经营类手游《社长の野望》，玩家可扮演总裁创造自己的商业帝国；2021年1月，由游族网络代理以日本战国时期为背景打造的SLGX卡牌模拟经营类手游《华武战国》迎来两周庆，根据Sensor Tower报告，2021年Q1与Q2流水均为出海日本的中国游戏Top20；同时，游动网络还存在多项储备产品，包括《kingdom》《Imperial Destiny》《甄嬛传》《代号黑珍珠》《神判包青天》(均为暂定名)等，将陆续上线运营。

4.3 电竞行业发展迅速，公司布局上下游产业链

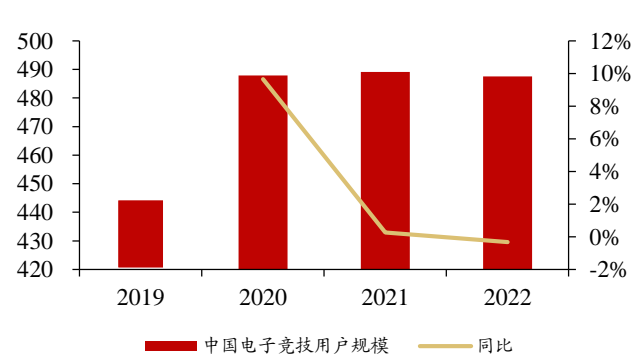
国内电竞市场前景广阔，行业规模与参与人数规模不断扩大，2022年受疫情影响稍有降低。根据伽马数据，近些年来中国电子竞技产业收入逐年增长，2017年电竞产业整体收入为772.82亿元，2021年为1,680.44亿元，期间年复合增长率为21.42%，我国电竞产业进入爆发期，而2022年受疫情管控对电竞赛事造成了影响，因而电竞规模稍显下降。其中电子竞技游戏收入除2022年外亦逐渐增加，且收入在行业占比维持在80%的水平，2022年占比为81.52%。全国电子竞技用户规模亦是如此，2019年规模为4.45亿人，2021年增长为4.89亿人，期间年复合增长率为7.66%，2022年亦是稍有下降。我们判断，随着疫情的逐渐放开，电子竞技市场将进一步拓宽。

图31: 中国电竞行业规模及电竞游戏收入同比(单位: 亿元, %)



资料来源: 伽马数据、浙商证券研究所

图32: 中国电竞用户规模及同比(单位: 百万人, %)



资料来源: 伽马数据、浙商证券研究所

国家实施产业扶持政策，电竞产业一片蓝海。近些年来国家相继出台了电竞产业相关政策，2003年国家体育总局将电子竞技列为第99个正式体育竞赛项，电竞开始正式走入大众视野；2016年，国家发改委、国家体育总局、国务院办公厅、教育部、文化部等中央及各部委在专项规划或政策中明确提出支持电子竞技发展，积极响应国家号召，创建了电竞高速发展元年；此后，相继有各种电竞相关政策推出，电子竞技发展进入了黄金时代。

表5: 电竞政策梳理

时间	部门	简介
2022年	民盟中央	《关于推动我国电子竞技事业规范发展的提案》提出了整顿电竞行业的措施细则: 进一步加强对电竞行业的监管、扶持和引导。大众媒体、游戏企业、电竞俱乐部合力宣扬电竞运动的正确价值观。完善电竞相关保障机制。高质量研发本土精品游戏。
2022年	文化和旅游部等	在《京张体育文化旅游带建设规划》中提出加强奥运场馆赛后利用, 积极引入电子竞技等特色赛事展会, 打造重要赛事集聚地。
2021年	文化和旅游部	发布《“十四五”文化产业发展规划》, 提出促进电子竞技与游戏游艺行业融合发展, 鼓励开发沉浸式娱乐体验产品。
2019年	国家统计局	《体育产业统计分类(2019)》中电子竞技被列入进 02 大类体育竞技表演活动
2017年	文化部	发布《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》, 提出推进游戏产业结构升级, 推动网络游戏、电子游戏等游戏门类协调发展, 促进移动游戏、电子竞技、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展; 鼓励和引导上网服务场所与电子竞技、游戏游艺、网络教育、电子商务等领域的跨界融合。
2016年	文化部	印发《文化部关于推动文化娱乐行业转型升级的意见》(第 26 号文件), 提出了鼓励游戏游艺设备生产企业积极引入体感、多维特效、虚拟现实、增强现实等技术; 支持打造区域性、全国性乃至国际性游戏游艺竞技赛事, 带动行业发展; 全面放开游戏游艺设备的生产和销售, 全面取消游艺娱乐场所总量和布局要求。
2016年	教育部	发布《普通高等学校高等职业教育(专科)专业目录》, 正式增补“电子竞技运动与管理”专业(专业代码 670411), 属于教育与体育大类下的体育类。
2016年	国务院办公厅	印发《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》, 提出要发展特色运动, 推动极限运动、电子竞技、击剑、马术、高尔夫等时尚运动项目健康发展, 培育相关专业培训市场。
2016年	国家体育总局	发布《体育产业发展“十三五”规划》, 提出以冰雪、山地户外、水上、汽摩、航空、电竞等运动项目为重点, 引导具有消费引领性的健身休闲项目发展。
2016年	国家发展改革委	发布《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》, 提出在做好知识产权保护和对青少年引导的前提下, 以企业为主体, 举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动, 推动教育文化信息消费创新行动。
2015年	国家体育总局	颁布《电子竞技赛事管理暂行规定》, 首次为电子竞技产业发展提供了政策支持与规范。
2008年	国家体育总局	电子竞技改批为第 78 号正式体育竞赛项
2003年	国家体育总局	电子竞技成为第 99 个正式体育竞赛项

资料来源: 民盟中央、文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局、国家统计局、文化部、教育部、国务院办公厅、浙商证券研究所

公司投资多家上下游公司, 打造电竞业务产业链, 有望形成业务联动效应。关于电竞赛事方面, 公司积极布局。早在 2017 年, 公司投资了大鹅文化, 属于头部游戏主播经纪公司, 引入直播、短视频的形式对公司赛事以及游戏进行宣传与比赛直播; 2019 年投资奥义电竞, 主要提供电竞赛事执行与设备检测以及视频制作等业务, 为更多的非职业选手提供更多的赛事。未来, 公司将在国外组织更加专业的电竞赛事, 将更多海外赛事纳入《梦三国 2》赛事体系, 形成亚洲区域常规化国际联赛。同时, 公司积极拓展游戏相关业务, 对游戏研发、出海、相关媒体等业务均有投资, 疏通上下游产业链, 形成协同效应。

表6: 电魂网络相关投资整理

公司名称	公司类型	持股比例	简介
奥义电竞文化	电竞赛事服务	25%	进行电竞赛事管理, 提供电竞赛事执行、设备检测、视频制作等服务
四方格	游戏媒体	24%	负责游戏、VR 和电竞的媒体传播
白鲸网络	游戏出海	2.50%	提供出海资讯、数据、出海服务
大鹅文化	电竞直播、经纪业务	1%	提供电竞直播经纪业务

资料来源: 公司公告、企查查、浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 8.49/10.74/12.24 亿元，同比增长-14.79%/26.54%/13.95%。收入的具体构成与分项预测如下：

(1) 客户端游戏业务

目前上线运行的《梦三国 2》《梦塔防》等老牌端游流水略有自然下滑趋势，游戏充值金额变少，2022 年营收略有下滑；考虑到《梦三国 2》入选亚运会，2023 年下半年末亚运会开启有望提升该游戏热度，刺激未来流水回升。因此，我们预计未来三年公司客户端游戏业务营收为 4.82 亿元、6.02 亿元与 6.62 亿元，同比增长-14.00%、25.00%、10.00%；毛利方面整体保持上升趋势，会因运维成本等略有波动，分别为 4.27 亿元、5.44 亿元、6.05 亿元，同比增长-14.86%、27.50%、11.10%。

(2) 移动端游戏业务

公司目前有多款自研和代理游戏正在测试或预约中，类型涵盖 RPG，休闲和小众 IO 类产品，包括《卢希达：起源》《跃迁旅人》《卡噗拉契约》《螺旋勇士》《野蛮人大作战 2》《Imperial Destiny》等多款重点产品，其中《跃迁旅人》《螺旋勇士》《野蛮人大作战 2》已取得版号。我们认为，游动网络的全资收购有望与电魂网络的移动游戏业务形成协同效应，利用游动网络多年海外扩张积累的人脉和经验，带动电魂网络移动游戏业务与海外业务的双繁荣。随着未来新游上线以及在海外不断拓展，有望带动移动端游戏业务在近年实现快速增长。2022 年因受整体移动游戏行业影响，以及老产品流水自然下滑等因素，移动端收入略微下降。我们预计移动网络游戏业务 2022-2024 年收入增速依次为-16.00%、30.00%和 20.00%，达到 3.54 亿元、4.60 亿元、5.52 亿元；毛利方面整体保持上升趋势，会因新游戏上线而导致成本略微上升，分别为 2.58 亿元、3.53 亿元、4.32 亿元，同比增长-18.52%、36.50%、22.40%。

(3) 其他收入

考虑到页游市场正在不断萎缩，我们预计涵盖公司旗下 H5 游戏平台的其他业务将逐渐收缩，预计 2022-2024 年收入依次为 0.13 亿元、0.12 亿元、0.01 亿元。毛利方面逐年下滑，三年分别为 0.06 亿元、0.05 亿元、0.04 亿元。

表7: 公司盈利预测(单位: 百万元, %)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电魂网络						
总收入	696.75	1,023.95	996.29	848.97	1,074.26	1,224.10
YOY	55.39%	46.96%	-2.70%	-14.79%	26.54%	13.95%
成本	118.27	142.41	171.23	157.89	172.10	183.61
毛利	578.47	881.54	825.06	691.08	902.15	1,040.49
毛利率	83.02%	86.09%	82.81%	81.40%	83.98%	85.00%
客户端游戏业务						
收入	414.57	506.46	560.17	481.75	602.18	662.40
YOY	7.45%	22.17%	10.60%	-14.00%	25.00%	10.00%
成本	46.71	41.89	58.68	54.80	57.83	57.62
毛利	367.85	464.57	501.49	426.95	544.36	604.78
毛利率	88.73%	91.73%	89.52%	88.62%	90.40%	91.30%
移动网络游戏业务						
收入	274.77	512.20	421.34	353.93	460.10	552.12
YOY	375.05%	86.41%	-17.74%	-16.00%	30.00%	20.00%
成本	70.23	97.31	104.28	95.59	107.47	120.50
毛利	204.54	414.89	317.06	258.34	352.63	431.62
毛利率	74.44%	81.00%	75.25%	72.99%	76.64%	78.17%
其他业务						
收入	7.41	5.29	14.78	13.30	11.97	9.58
YOY	57.66%	-28.61%	179.40%	-10.00%	-10.00%	-20.00%
成本	1.33	3.22	8.28	7.51	6.81	5.49
毛利	6.08	2.07	6.51	5.80	5.17	4.09
毛利率	82.09%	39.20%	44.02%	43.58%	43.14%	42.71%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

注: 其他业务板块口径为公司年报披露的网页游戏业务、网络游戏自主运营业务、网络游戏授权经营业务与其他业务的合计。

5.2 相对估值

考虑到公司利润主要由客户端游戏和移动端游戏业务贡献，我们选取游戏行业的三七互娱(证券代码: 002555.SZ)、完美世界(证券代码: 002624.SZ)、吉比特(证券代码: 603444.SH)作为公司的可比上市公司进行分析。

表8: 可比公司估值(单位: 亿元, 元/股, 倍)

证券代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利(亿元)				EPS(元/股)				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603444.SH	吉比特	312.14	14.68	13.92	16.64	19.30	20.43	19.37	23.15	26.86	21.26	22.42	18.76	16.17
002624.SZ	完美世界	328.05	3.69	15.38	18.38	21.49	0.19	0.79	0.95	1.11	88.86	21.33	17.85	15.27
002555.SZ	三七互娱	622.55	28.76	29.84	34.70	39.09	1.30	1.35	1.56	1.76	21.65	20.86	17.94	15.93
平均值		420.92	15.71	19.71	23.24	26.63	7.31	7.17	8.55	9.91	43.92	21.54	18.18	15.79
603258.SH	电魂网络	69.55	3.39	2.55	3.75	4.25	1.38	1.04	1.52	1.73	20.53	27.32	18.56	16.35

资料来源: 浙商证券研究所

注: 公司市值按 2023 年 3 月 24 日收盘价计; 归母净利参考 Wind 一致预期。

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 8.49/10.74/12.24 亿元, 同比增长-14.79%/26.54%/13.95%; 归属于母公司股东净利润分别为 2.55/3.75/4.25 亿元; EPS 分别为 1.04/1.52/1.73, 以 2023 年 3 月 24 日收盘价, 对应 PE 分别为 27.32/18.56/16.35 倍。考虑到电魂网络《梦三国 2》等老牌端游首创国风竞技并入选亚运会, 有望吸引新用户并唤回老用户, 产品力表现优秀; 公司重点手游产品储备丰富并上线在即,《野蛮人大作战 2》等产品有望成为爆款; 加之游动网络有望助力公司游戏出海, 给予公司估值一定溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

(1)公司营收主要依赖单款游戏的风险。2022年上半年公司来自于《梦三国》端游的营业收入仍占总营业收入的63.02%，该游戏自2009年12月正式上线商业化运营已连续运营超10年，虽然通过不断运营分析及优化升级，公司对于《梦三国》的版本更新和系统优化一直在持续进行，使得该游戏在同类产品排名中处于较为领先的地位，也具有较强的盈利能力，但产品经过多年的高速发展期后，也将不可避免的进入了付费用户的下降周期。如果公司未来不能准确把握游戏产品的发展趋势，不能提前预测游戏玩家的喜好变化，适时对现有产品进行版本更新或系统优化以保持其对游戏玩家的持续吸引力，则可能导致该产品在市场上受欢迎的程度降低，进而导致该款游戏产品的收入下降，加之公司对该产品仍有较大的依赖度，该产品收入下降将对公司的总体盈利能力造成较大冲击。

(2)公司自研项目不达预期的风险。网络游戏产品研发是一项系统工程，涉及到策划、程序、美术和测试等多个环节，若公司团队在游戏产品的立项、研发以及运营维护的过程中对市场偏好的判断出现偏差、对新技术的发展趋势不能准确把握，或在题材策划方面不能有所创新，及时准确地把握市场热点，了解玩家的需求，在某个开发环节出现决策失误或技术缺失，将直接影响游戏产品的最终品质，导致公司不能及时推出在新的技术环境下符合市场期待的新类型、新题材的游戏产品，未能得到游戏玩家的广泛认可，使得新游戏产品盈利水平不能达到预期水平，进而将会导致公司经营业绩的持续性下滑。

(3)行业竞争风险。中国网络游戏市场竞争激烈，产品市场的“马太效应”愈发明显。公司需面对行业内众多的竞争对手，既包括资本充足、技术雄厚、用户资源丰富的大型网络游戏公司，也包括在细分游戏领域具备丰富经验和专业实力的中小型游戏企业。随着市场竞争的白热化发展、买量成本的升高、渠道与研发价格之争的爆发，公司存在现有游戏玩家流失的风险，同时行业形态、热点快速转换，用户、渠道等资源寡头垄断格局日趋加剧，如果公司不能及时响应市场变化，快速组织并调动资源持续不断地进行新游戏和新技术的研发，或公司不能精准把握市场需求，研发的新游戏和新技术与市场需求出现偏差，将降低公司竞争优势，可能导致公司行业地位、市场份额的下降，从而对未来业绩的持续增长产生不利影响。

(4)政策监管风险。游戏行业长期处在事前、事中、事后多个阶段的监管环境中，主要监管措施包括未成年人防沉迷、版号审批、游戏备案、内容审查以及虚拟货币交易管理等多方面。近些年相关监管部门日益重视行业的健康发展并不断出台较为严格的监管措施。长远来看，国家一系列政策的推出，有利于保护青少年健康成长，促进行业良性发展。

(5)人才流失的风险。公司立足于自主研发产品，稳定、高素质的开发人才队伍以及良好的技术储备和创新能力是公司的核心竞争力，也是公司生存和发展的根本，因此保持核心技术人员稳定是公司生存和发展的关键。如果未来与公司创新业务有关的技术或业务资料因各种原因流失，或部分核心人员因各种原因离开公司，公司在短期内将难以找到合适人选，将给公司经营带来不利影响。

(6)海外市场风险。海外游戏发行是公司主要业务之一，而各个国家或地区的文化和市场情况不尽相同，玩家喜好也有差异。如果公司推出的游戏产品无法满足海外玩家的喜好，或市场推广不符合当地的市场环境，可能导致公司无法获得理想的收益。同时，各个国家或地区的政策、法律、税务等存在差异，如果对当地的法律法规了解不全面，可能会面临海外经营活动无法满足当地监管要求的情况，从而可能会使公司遭受损失。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,031	1,913	2,288	2,672
现金	904	745	1,106	1,481
交易性金融资产	1,022	1,022	1,022	1,022
应收账款	51	92	104	112
其它应收款	8	7	10	9
预付账款	7	7	7	8
存货	0	0	0	0
其他	39	39	39	39
非流动资产	1,064	1,283	1,346	1,468
金额资产类	181	181	181	181
长期投资	92	96	106	117
固定资产	315	332	363	348
无形资产	18	19	18	18
在建工程	9	89	39	69
其他	449	566	639	735
资产总计	3,095	3,197	3,634	4,140
流动负债	566	620	667	729
短期借款	0	0	0	0
应付款项	56	134	57	137
预收账款	3	3	3	4
其他	507	483	607	587
非流动负债	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0
其他	14	14	14	14
负债合计	580	634	680	742
少数股东权益	62	70	86	105
归属母公司股东权益	2,453	2,493	2,867	3,293
负债和股东权益	3,095	3,197	3,634	4,140

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	318	269	409	474
净利润	357	263	391	444
折旧摊销	31	29	33	30
财务费用	6	0	0	0
投资损失	(44)	(36)	(47)	(53)
营运资金变动	(32)	13	32	54
其它	(1)	0	(0)	(0)
投资活动现金流	(9)	(213)	(48)	(99)
资本支出	(75)	(204)	(34)	(76)
长期投资	(17)	(45)	(61)	(75)
其他	83	36	47	53
筹资活动现金流	(166)	(215)	(0)	0
短期借款	(7)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(159)	(215)	(0)	(0)
现金净增加额	132	(159)	360	376

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	996	849	1,074	1,224
营业成本	171	158	172	184
营业税金及附加	9	8	9	11
营业费用	169	136	198	210
管理费用	98	110	107	134
研发费用	210	195	216	262
财务费用	(14)	0	0	0
资产减值损失	(10)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	9	0	0	0
投资净收益	44	36	47	53
其他经营收益	13	15	18	19
营业利润	407	293	436	496
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	402	293	436	496
所得税	45	30	45	53
净利润	357	263	391	444
少数股东损益	18	8	16	18
归属母公司净利润	339	255	375	425
EBITDA	382	287	421	473
EPS (最新摊薄)	1.38	1.04	1.52	1.73

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-2.70%	-14.79%	26.54%	13.95%
营业利润	-8.62%	-28.06%	48.70%	13.91%
归属母公司净利润	-14.19%	-24.87%	47.20%	13.50%
获利能力				
毛利率	82.81%	81.40%	83.98%	85.00%
净利率	34.01%	29.99%	34.88%	34.75%
ROE	13.81%	10.21%	13.07%	12.92%
ROIC	12.35%	8.98%	11.78%	11.64%
偿债能力				
资产负债率	18.74%	19.82%	18.72%	17.93%
净负债比率	23.05%	24.72%	23.03%	21.85%
流动比率	3.59	3.09	3.43	3.67
速动比率	3.51	3.01	3.36	3.60
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.27	0.31	0.31
应收账款周转率	11.32	11.88	10.97	11.38
应付账款周转率	2.32	1.68	1.81	1.90
每股指标(元)				
每股收益	1.38	1.04	1.52	1.73
每股经营现金	1.29	1.09	1.66	1.93
每股净资产	9.98	10.14	11.67	13.40
估值比率				
P/E	20.53	27.32	18.56	16.35
P/B	2.83	2.79	2.43	2.11
EV/EBITDA	17.02	21.69	13.89	11.58

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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发表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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>