

电魂网络 (603258)

——新股调研报告

核心提示

电魂网络作为国内独立研发的游戏开发运营公司有，于 11 月 22 日举办首次募股上市调研。出席嘉宾有董秘兼财务总监黄法，董事长胡建平，总经理余晓亮，技术总监胡玉彪，投资总监陈芳。

莫尼塔研究认为，公司深耕研发氛围浓重，拥有爆款游戏的研发和运营经验。公司内部研发组织机构有利于应对高变动的终端用户需求。同时，谋求海外游戏全产业链布局将成为未来新的盈利增长点。

沈明高
010-8104 8015
minggao.shen@cebm.com.cn

金文曦
021-3383 0502
wxjin@cebm.com.cn

钟正生
010-85188170-8666
zhongzhengsheng@cebm.com.cn

报告摘要

● 产品：端游资金保障，手游双轮驱动，全媒介布局完善

端游梦三国是中流砥柱，高粘性付费用户成稀缺资源；手游采用三国+二次元“双 IP”驱动；竞技赛事体系结构完善，增强产品影响力；移动 VR 端布局已久，主机游戏等领域初步探索；传统游戏平台将向移动端开放式 H5 平台转型。

● 研发：创投资源整合+公司制独立管理，定位精品

全资子公司电魂创投是公司内部的孵化器，利用公司资源与旗下项目团队合作成立勺子、菜菜、萨满等子公司鼓励内部创业。前期疯狂增长的研发费用与收入不及预期的新品导致公司净利润持续下滑，后期结构性改善卓有成效

● 渠道：国内发行壁垒高筑，国外发行盈利蓝海

国内腾讯和网易两大巨头已占据大部分游戏发行渠道端口。公司之前发行主要是和行业内资深的发行方合作，例如《梦三国手游》由昆仑在线代理发行。国外《梦三国手游》、《梦三国》、《梦塔防》已经在港澳台、东南亚陆续上线，同时引入《星盟冲突》，成立全资控股子公司电魂互娱推进自主发行

● 投资建议：手游出海实现突围，端游深耕酝酿新引爆点

手游仍为明年各大游戏厂商角逐热点，公司立足“出品必精品”在红海彰显价值。端游后手游发展时代局部复苏，公司深耕端游全产业链把握先机。游戏进出口初见成效，自主海外发行驱动盈利。

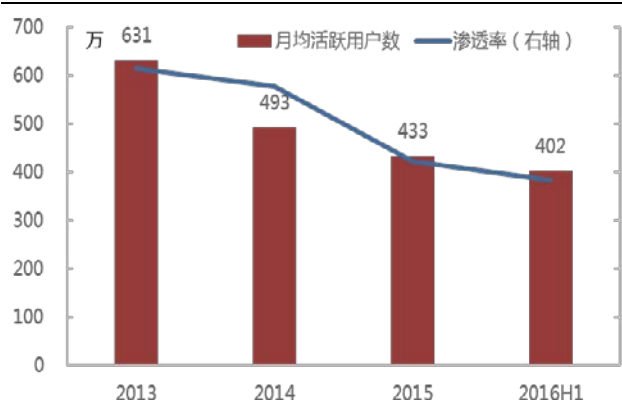
产品：端游资金保障，手游双轮驱动，全媒介布局完善

端游：梦三国是中流砥柱，高粘性付费用户成稀缺资源

公司在端游领域的优势在于：1.公司研发团队常年深耕于竞技类游戏，对于爆款端游的开发运营有着5年以上经验2.目前市面上很难找到梦三国系列的同质化产品：游戏内容从1代到2代创新性强，新型娱乐模式于主流MOBA游戏实现差异化竞争，三国IP历史归属感强。3.用户粘性高，长期忠实用户为营收提供保障，手游等多平台已实现端游移植。劣势在于：新增流量不足，且渗透率下滑，ARPU值的提高主要是基于用户数量减少。

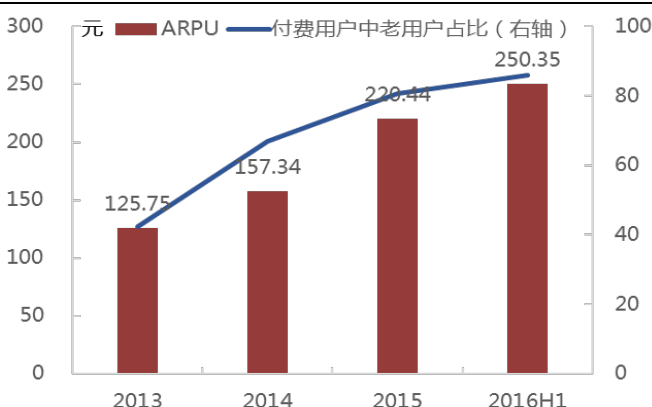
由于竞技游戏独特的PVP模式和高互动性特点，其生命周期相对于其他类型的游戏会长很多，其客户群体年龄段和覆盖人群也相对更广。核心单品竞技类游戏“梦三国”系列是公司近年来主要的营收来源，该游戏的经营情况直接影响到公司业绩。该系列2009年上线至今以三国IP+国风MOBA概念，配合多种新型模式积累起流量资源，这些超过80%以上的老用户（注册时间1年以上）随着新内容持续性投入，成为游戏持续性盈利的关键。但新用户开拓和渗透率下滑使得整个游戏影响力在MOBA类中远不及腾讯代理月活用户数过亿的英雄联盟和完美代理的月活用户数1300万的DOTA2。

图表 1：梦三国系列月活和渗透率缓慢下滑



来源：公司公告，莫尼塔研究

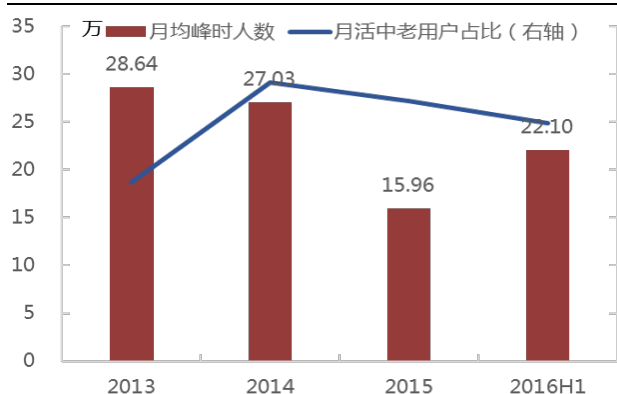
图表 2：梦三国系列营收来源于粘性高的老用户



来源：公司公告，莫尼塔研究

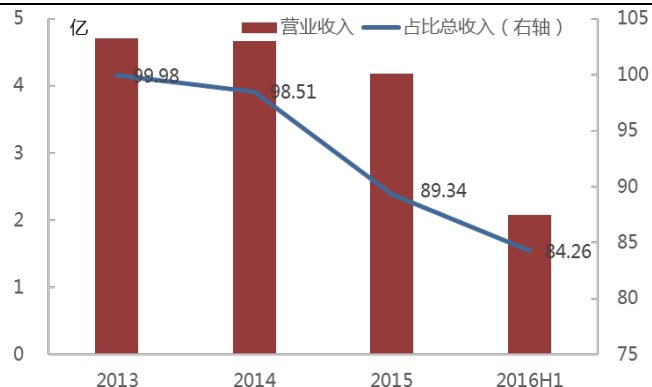
《梦三国1》在2013年达到产品峰值后，用户基数也较为庞大，新增用户获取难度加大，公司于2014年底转型《梦三国2》。由于游戏内容体系模式从设计之初就订下变革的基调，上线伊始，老用户需要过度缓冲期来适应新引擎，导致2015年老用户数量和营收都出现下降。但目前这些用户已经逐步适应，今年上半年开始《梦三国

图表 3：梦三国过渡导致月活和渗透率缓慢下滑



来源：公司公告，莫尼塔研究

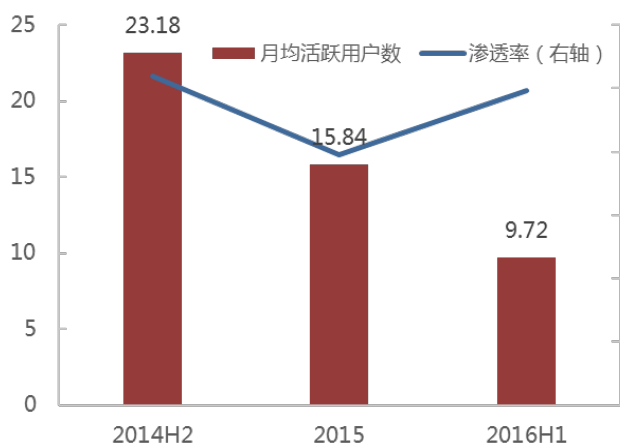
图表 4：梦三国过渡期营收下滑，收入近多元化



来源：公司公告，莫尼塔研究

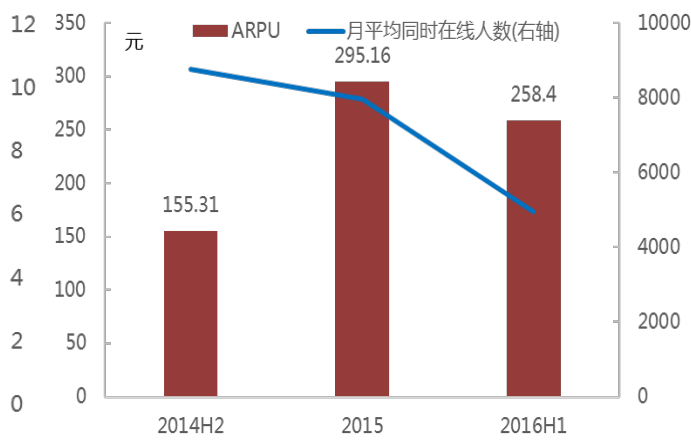
《梦塔防》是公司另外一款塔防类型的端游，14年下半年上线大力推广引起玩家兴趣，但随后公司内部策略调整，梦塔防采用联合运营方式，推广支出减少，未能及时把握住这些流量，仅转化少量付费用户。

图表 5：梦塔防未把握“尝新”流量，快速流失



来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 6：梦塔防营收主要由留存用户创造



来源：公司公告，莫尼塔研究

手游：三国+二次元双轮驱动

公司在2014年开始布局手游领域，2015年上线后三国IP手游已充斥市场，直至2016年次元战争上线，才摆脱手游IP单一化的窘境。目前在不断完善三国和二次元类手游开发并引入海外手游以丰富公司产品。

《梦三国手游》因移植端游爆款梦三国系列被寄予厚望，但由于发行时点晚于腾讯旗下《王者荣耀》，导致MOBA类手游市场遗失。同时，公司调研发现《梦三国手游》并没有还原端游核心要素，使得梦三国端游用户资源并没有成功导入该款手游。为能还原的主要原因是由于目前手游技术未能达到5V5以上竞技规模，技术瓶颈较难突破。

图表 7：公司已上线运营的手游

公司产品	类型	上线时间
梦梦爱三国	MOBA+TCG	2015 年 3 月
次元战争	二次元 TCG	2016 年 6 月
方块战争	休闲益智	2016 年 1 月
梦三国手游	MOBA	2016 年 5 月
硬霸三国	休闲 TCG	2015 年 6 月
超次元战记	二次元 RTS	2016 年 11 月

来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 8：公司将上线运营的手游（部分）

公司产品	类型	上线时间
攻战魏蜀吴	竞技 TCG	2016 年 12 月
梦塔防手游	塔防	2017Q1
光影对决	动作类 MOBA	2016 年 12 月
星盟冲突	RTS+SLG	2016 年 12 月

来源：公司公告，娱乐星嘉年华发布会，莫尼塔研究

竞技赛事体系结构完善，增强产品影响力

竞技赛事是竞技游戏的生存关键。目前公司举办的赛事主要是维护凝聚用户为主，冠名和媒体收费较少，暂时并不考虑通过电竞赛事获取收益。

公司主要由两种赛事形式。第一种赛事是落地赛，举办地点基于后台服务器数据分析全国范围内河南和黑龙江付费用户基数较大，所以落地赛事往往办在哪里。第二种线上赛，通过网络进行循环赛制直至总决赛落地。目前已经形成娱乐星赛季、全球塔防竞技大赛、梦三国各级别联赛等赛事体系。

移动VR端布局已久，主机游戏和动漫等初步探索

公司看好移动VR游戏的发展潜力，很早就开始研发尝试，继旗下勺子公司开发的恐怖游戏《瞳》发布并参评CGDA后，公司未来还在准备开发《境界之涤》等VR游戏。相对于VR公司其他产品属于摸索阶段：主机游戏这块公司目前正在研发Project-Pandora，整体思路还在摸索中；公司留意到Steam平台近年来在端游领域独放异彩，考虑研发梦塔防Steam版；梦三国系列衍生漫画将于今年年底发布。

传统游戏平台将向移动端开放式H5平台转型

公司早期开发“梦平台”和“51任性游戏平台”主要是基于自营端游和手游产品的整合。随着近期H5移动端营销病毒式传播，公司成立H5游戏平台——“闪电玩”，目前在该领域处于摸索阶段，将会逐渐整合对接公司旗下产品，以产品带动平台，并引入其他精品游戏。

研发：创投资资源整合+公司制独立管理，定位精品

孵化器模式+公司制管理激励独立研发

公司在研发领域的优势在于：1.公司研发团队常年深耕于独立开发，对于爆款游戏的开发运营有着5年以上经验 2.研发思路锐意创新，梦三国系列内容大胆变革，新娱乐模式差异化竞争 3.类创投式研发模式，研发团队自主性和积极性强。劣势在于：1.再次研发出像梦三国系列一样的S级作品存在瓶颈2.公司执着于IP独立自主开发，并不想在市场上践行“IP拿来主义”，势必会加长研发周期，蕴涵较大不确定性。

研发团队主要按照产品区分，旗下子公司和公司项目团队分别成立研发小组独立研发。全资子公司电魂创投是公司内部的孵化器，利用公司资源与旗下项目团队合作成立勺子、菜菜、萨满等子公司鼓励内部创业。管理由项目制团队直接负责，有利于在研发团队内部形成激励机制，并丰富公司的产品线。将来创投会致力于上游IP和下游自媒体平台整合，强化研发能力。

图表 9：公司项目研发结构

研发单元	公司持股情况	主要研发方向（包括但不限于）
电魂网络		客户端和独立网络游戏，代表作：《梦三国》、《梦塔防》
电梦网络	通过电魂创投间接控股 65%	移动网络游戏，代表作：《梦梦爱三国》、《次元战争》
电魂创投	全资控股	投资平台
萨满网络	通过电魂创投间接控股 70%	51 任性游戏平台和动漫网游研发，代表作：《超次元战记》
勺子网络	通过电魂创投间接控股 65%	VR、MOBA 移动网络游戏的研发，代表作：《梦三国手游》
菜菜网络	通过电魂创投全资间接控股	塔防类移动网络游戏研发，代表作：《硬霸三国》
摩巴网络	通过电魂创投间接控股 56.25%	主机游戏研发，代表作：《Project-Pandora》（暂定名）
电魂互娱	全资控股	境外游戏运营业务

来源：公司公告，莫尼塔研究

前期疯狂增长的研发费用与收入不及预期的新品导致公司净利润持续下滑，后期结构性改善卓有成效

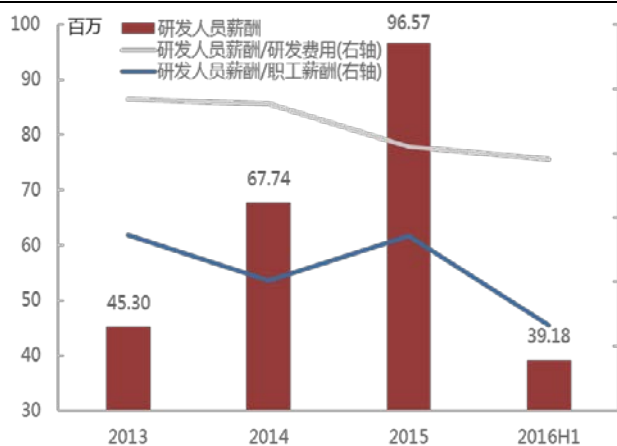
梦三国系列在2013年达到营收峰值，公司开始布局手游等领域，利用略高于行业平均的研发薪酬，吸引并招募

了研发人员，设立多个项目团队推进其他游戏开发。从2013-2015年三年间，公司研发人员从214人增长到487人。研发人员数量的增多一度使得研发人员薪酬占职工薪酬比例高达73%。由于《梦三国2》上线后客户群体主要是原有《梦三国》的老用户，使得近三年来销售费用变动不大。所以公司净利润一方面取决于管理费用中占比高达78%的研发费用，另一方面取决于研发出的新品营收情况。

而2015年初由于2014年过多项目上马，加上公司研发的新游戏上线火爆但实际收入增长较少，加上日益增长的研发支出，使公司虽然广泛采用授权经营和联营模式削减了推广费用，但净利润下滑明显。2015年中旬公司对研发项目结构性调整，将研发重心更加专注公司熟悉的竞技类游戏领域，举措取得一定成效，当年年底研发人员薪酬占研发费用比例下降到80%。2016年中旬，研发人员下降了100个人至375人，研发费用的大幅削减，致使销售净利率从2015年底的45.7%上升至2016年中的56.7%。

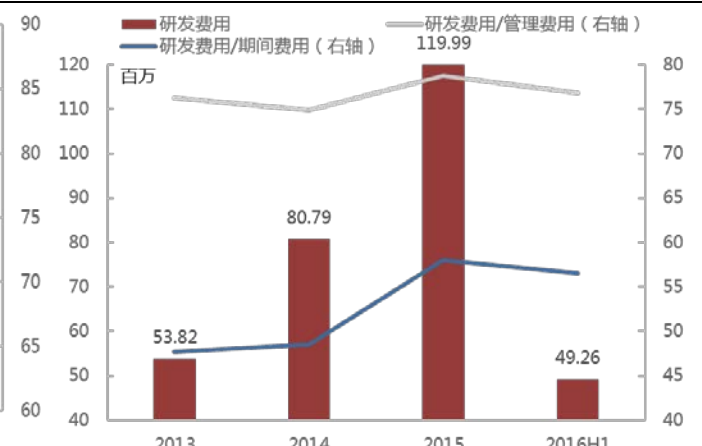
未来随着公司上市募资成功，将会继续加大研发经费的投入，并更具有针对性和前瞻性开展立项和游戏布局。同时，充分利用资本市场员工持股计划将可能是公司考虑采取的激励措施。

图表 10：研发人员薪酬增长过快导致收支失衡



来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 11：研发费用直接公司净利润水平



来源：公司公告，莫尼塔研究

渠道：国内发行壁垒高筑，国外发行盈利蓝海

国内腾讯和网易两大巨头已占据大部分游戏发行渠道端口，App Annie发布的最新报告显示，网易和腾讯已成为全球手游发行商收入榜单的第一和第三位。中国市场和欧美、亚洲等市场不同，外国游戏开发商很难在中国发行游戏。这一内在优势帮助网易、腾讯等中国公司通过发行端的流量优势在本土获得大量收入。

在国内市场上，公司认为目前游戏寡头垄断格局只能在发行渠道上。而对公司独立创新打造的精品游戏长期发展并不造成影响，且有信心这些游戏能符合用户长期需求，保持客户粘性。

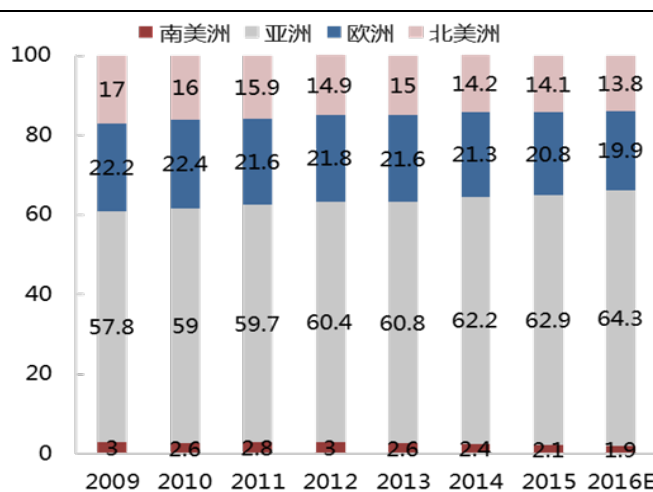
公司之前发行主要是和行业内比较资深的发行方合作，例如《梦三国手游》由昆仑在线代理发行。未来发行渠道上，公司将来会优先选择自主发行，通过电魂创投的子公司整合发行渠道。

图表 12：2016 年 10 月全球手游发行商排名

排名	公司	总部	应用数
1	NetEase 网易	中国	300
2	Supercell	芬兰	12
3	Tencent 腾讯	中国	444
4	MZ	美国	5
5	Activision Blizzard	美国	102
6	Mixi	日本	51
7	BANDAI NAMCO	日本	387
8	Niantic	美国	6
9	Netmarble	韩国	195
10	LINE	日本	153

来源：APP Annie, 莫尼塔研究

图表 13：亚洲成为全球网络游戏最大市场

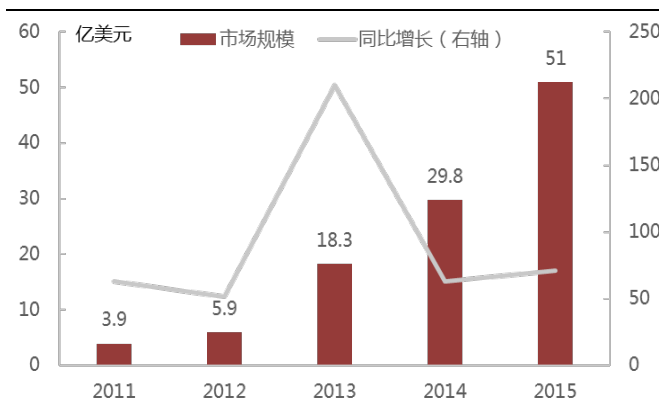


来源：公司公告, 莫尼塔研究

国际上，亚洲一直是网络游戏最大的市场，由于海外市场相对于国内本土格局比较开放，手游更是一片广阔的蓝海。公司致力于通过海外发行的方式规避国内发行市场垄断局面，目前《梦三国手游》、《梦三国》、《梦塔防》已经在港澳台、东南亚陆续上线，取得不错的成绩，之后公司会将旗下其他手游陆续出海发行并上线。公司之前海外市场主要是与代理授权形式，目前的分成模式获得收入较少。目前公司已成立全资控股子公司电魂互娱，将采用多种方式，自主经营海外发行，

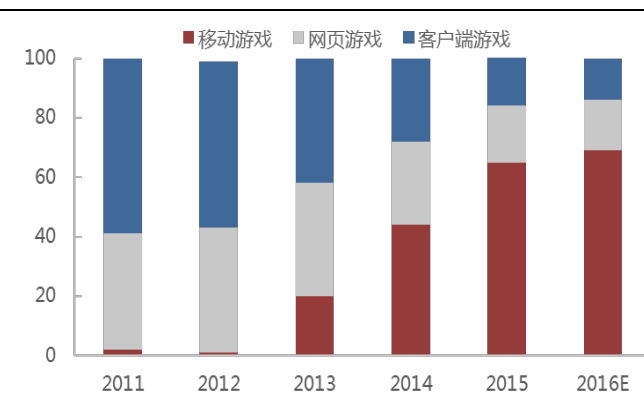
除了向海外游戏输出，公司还从海外引进和已有产品相吻合的精品游戏，例如引入原红警制作人领军研发的三栖(PC、平板、移动同步)RTS+SLG类手游《星盟冲突》。

图表 14：中国网络游戏海外发行市场规模



来源：易观智库，莫尼塔研究

图表 15：移动游戏将成为中国游戏输出主力军



来源：易观智库，莫尼塔研究

投资建议:手游出海实现突围，端游深耕酝酿新引爆点

1. 手游仍为明年各大游戏厂商角逐热点，公司立足“出品必精品”在红海彰显价值。公司认为 2017 年手游将仍是竞争的焦点，主要由于目前端游市场开发商普遍没有什么新产品上线。但国内手游流量红利已消退，能够成功获得消费者流量的比例不足 0.2%，而公司长年坚持品质创新，立足于精品研发理念在红海彰显价值。

2. 端游后手游发展时代局部复苏，公司深耕端游全产业链把握先机。虽然端游近年来增速缓慢，但经过外部手

游快速发展，内部消亡、兼并、整合后目前端游局部复苏（Steam 平台逆势而涨）后，沉寂的端游沉淀了前两年积累的潜在机会。公司端游研发和运营成熟，而且相对于手游，端游游戏类型更加丰富，符合公司深耕独立开发的风格。公司预期未来如果公司能再现“梦三国”式爆款最大可能仍会在端游领域。

3.游戏进出口初见成效，自主海外发行驱动盈利。公司将继续着力将精品游戏出境，同时引进国外优秀作品入境。公司成立全资子公司电魂互娱，以自主实现海外发行，表明公司开辟境外持续盈利的决心。

图表 16：电魂网络概况

公司	所属板块	主营业务	近期发展情况
电魂网络	传媒	游戏开发运营	公司 2016 娱乐星赛季嘉年华暨 2017 新品发布会发布四款手游、“闪电玩” H5 游戏平台、“梦三国”系列衍生漫画。

来源：Wind,莫尼塔研究

图表 17：电魂网络市场表现（以 2016.11.24 收盘价计算）

证券名	代码	PE				EPS				收盘价 元	市值 亿元
		TTM	2016E	2017E	2018E	TTM	2016E	2017E	2018E		
电魂网络	603258	78.3	85.1	78.24	74.95	1.07	0.99	1.07	1.12	83.99	202

来源：Wind,莫尼塔研究

近期报告

- 2016年11月17日 电商专题研究系列：“双十一”消费新趋势开启新零售征程
- 2016年11月9日 10月线上消费出现分化：电器服装升、酒类降
- 2016年11月1日 电商专题研究系列：“双十一”常态化演进——新零售变革
- 2016年10月8日 消费热点迭出，地产相关消费全面升温
- 2016年9月26日 线上消费新趋势：调整中的繁荣

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区银城中路168号
上海银行大厦21楼
邮编：200120
电话：+86 21 5116 7173
传真：+86 21 5116 5116

<http://www.cebm.com.cn>
Email: cebm.service@cebm.com.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街1号
西环广场T3座7层B1-B6创新商务中心
1801室
邮编：100044
电话：+86 10 8104 8010
传真：+86 10 8104 8009

纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号
12楼
邮编：10017
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801