

日期：2017年08月11日

行业：互联网和相关服务



分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

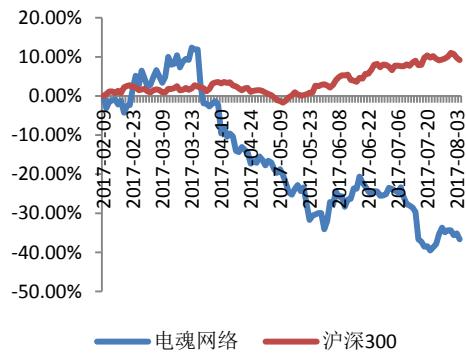
SAC 证书编号: S0870116120003

**基本数据（截止 2017 年 8 月 9 日）**

报告日股价（元）	35.31
12mth A 股价格区间（元）	22.27/88.00
总股本（百万股）	240
无限售 A 股/总股本	25.00%
流通市值（亿元）	21.23
每股净资产（元）	6.40

**主要股东（2017H1）**

胡建平	11.78%
陈芳	11.78%
胡玉彪	10.37%
郑锦棚	10.37%
吴文仲	10.37%

**最近 6 个月股票与沪深 300 比较**

报告编号：

首次报告日期：2017年08月11日

相关报告：

**端游收入略减，期待手游新作发力****■ 公司动态事项**

电魂网络公布了2017年半年度报告，报告期内实现营收2.22亿元，同比减少10.22%；归母净利润8609.31万元，同比减少39.36%；扣非后归母净利润8945.71万元，同比减少32.69%。

**■ 事项点评****以端游为本，主力产品《梦三国》收入小幅下滑**

公司收入主要来源于客户端游戏，端游收入占公司整体收入的90%左右。2017H1公司营业收入小幅下滑10.22%，主要因为受移动市场冲击，公司的主力端游游戏产品《梦三国》流水有所下滑。公司自2014年起开始积极布局手游领域，已经发布的手游包括《梦三国手游》、《梦梦爱三国》、《次元战争》等。其中，手游《梦三国手游》由子公司勺子网络研发，2017H1实现收入1008.41万元，实现净利润624.31万元。

**手游新作蓄势待发，前期市场反应良好**

下半年公司将有多款手游新作上线，包括《光影对决》、《野蛮人大作战》、《星盟冲突》、《攻占魏蜀吴》等。其中《光影对决》是一款二次元风 MOBA 手游，游戏预约用户数已经超过 15 万人，在国内知名的游戏推荐平台 Taptap 上评分高达 9.3 分；游戏采取漫游联动的模式，同名漫画在腾讯动漫等平台上连载，点击数超过 1 亿次；游戏已于 7 月 31 日完成最终删档测试，预计将于 Q3 正式上线。《野蛮人大作战》是一款像素风 io 游戏，自 7 月 21 日上线以来，仅 Taptap 平台就获得了超过 68 万次安装，iOS 免费榜前百的成绩。基于公司新游良好的前期表现，我们认为新游正式上线后将为公司业绩带来较大增量。

**拓展海外布局，成绩初步显现**

公司海外业务已初见成效。海外发行方面，公司在韩国地区独家代理发行的《不可思议迷宫》已于 6 月底正式上线 Google Play 与 App Store 两大应用商店，上线不到一周就登顶免费榜榜首，畅销榜排名也在 100 以内。引入并运营海外游戏方面，公司已与美国 Kixeye 公司签订了《星盟冲突》国内独家代理权。《星盟冲突》由经典端游《红色警戒》制作人领衔研发，是一款国内罕见的太空即时策略类游戏。

**毛利率优于行业平均水平，新业务增加费用开支**

2017 上半年公司综合毛利率 92.25%，较去年同期下滑了 2.29 个百分

点。毛利率下滑主要系服务器成本增加及人员薪酬增加所致，但公司毛利率仍显著高于行业平均水平（60%-70%）。公司期间费用率47.84%，较去年同期增加了12.64个百分点，其中销售费用与管理费用较去年同期分别增长了39.95%、29.92%，销售与管理费用增长主要是因为公司拓展新业务致使游戏推广费用以及研发费用增加。

### 员工持股出台，彰显公司发展信心

公司第一期员工持股计划已于2月完成股票购买，成交金额2999.61万元，均价53.99元/股，高于目前股价；第二期员工持股计划募集资金7000万元，已开设相关账户，尚未购买股票。两次员工持股的出台反应公司对未来发展的信心。

### ■ 盈利预测与估值

我们认为公司未来存在几大看点：1、端游长线运营，整体收入相对稳定；2、手游切入自身所长并且发展最快的移动电竞领域，预计收益可观；3、员工持股出台，彰显公司信心。预测公司2017、2018、2019年归属于母公司股东净利润分别为2.61亿元、2.85亿元和2.92亿元；EPS分别为1.09元、1.19元和1.22元，对应PE为33.09、29.75和28.99倍，给予“谨慎增持”评级。

### ■ 风险提示

新游戏产品市场表现不及预期；游戏行业竞争加剧

### ■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至12月31日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	494.41	522.99	583.15	588.24
年增长率	5.54%	5.78%	11.50%	0.87%
归母净利润	256.09	261.13	284.90	292.37
年增长率	17.74%	1.97%	9.10%	2.62%
每股收益(元)	1.07	1.09	1.19	1.22
PE	33.09	32.45	29.75	28.99

资料来源：Wind 上海证券研究所

**附表**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,038.32	810.15	1,065.67	1,186.88
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及票据	12.67	32.96	16.50	34.35
其他	515.92	840.84	829.81	840.79
流动资产合计	1,566.91	1,683.95	1,911.98	2,062.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	18.76	109.86	168.64	187.39
在建工程	192.93	96.46	28.94	0.00
无形资产	18.03	16.27	14.51	12.75
其他	46.74	35.16	37.98	39.96
非流动资产合计	276.46	257.75	250.07	240.10
<b>资产总计</b>	<b>1,843.37</b>	<b>1,941.71</b>	<b>2,162.06</b>	<b>2,302.12</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	57.80	16.61	66.42	24.29
其他	233.07	217.85	219.54	228.52
流动负债合计	290.87	234.46	285.96	252.81
长期借款和应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.08	0.03	0.04	0.05
非流动负债合计	0.08	0.03	0.04	0.05
<b>负债合计</b>	<b>290.95</b>	<b>234.48</b>	<b>285.99</b>	<b>252.86</b>
少数股东权益	2.75	(0.53)	(5.25)	(10.16)
股东权益合计	1,552.42	1,707.22	1,876.06	2,049.26
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,843.37</b>	<b>1,941.71</b>	<b>2,162.06</b>	<b>2,302.12</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	250.65	261.13	284.90	292.37
折旧和摊销	6.36	7.13	10.50	11.95
营运资本变动	(329.86)	(390.10)	76.18	(63.94)
<b>经营活动现金流</b>	<b>308.97</b>	<b>(152.85)</b>	<b>341.07</b>	<b>207.31</b>
资本支出	1.26	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.33	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(501.71)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
股权融资	60.00	0.00	0.00	0.00
负债变化	0.00	0.00	0.00	0.00
股息支出	(100.08)	(102.05)	(111.34)	(114.26)
<b>融资活动现金流</b>	<b>880.04</b>	<b>(75.32)</b>	<b>(85.54)</b>	<b>(86.10)</b>
<b>净现金流</b>	<b>687.31</b>	<b>(228.17)</b>	<b>255.52</b>	<b>121.21</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>494.41</b>	<b>522.99</b>	<b>583.15</b>	<b>588.24</b>
营业成本	35.54	45.24	50.35	51.49
营业税金及附加	3.44	3.64	4.49	4.24
营业费用	56.44	86.29	90.39	91.18
管理费用	158.67	167.83	188.00	189.06
财务费用	(13.27)	(27.73)	(25.79)	(28.16)
资产减值损失	19.84	(3.00)	0.00	0.00
投资收益	3.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.82	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>237.90</b>	<b>250.72</b>	<b>275.72</b>	<b>280.43</b>
营业外收支净额	28.81	23.64	22.41	25.44
<b>利润总额</b>	<b>266.71</b>	<b>274.36</b>	<b>298.13</b>	<b>305.87</b>
所得税	16.05	16.52	17.95	18.41
净利润	250.65	257.85	280.18	287.45
少数股东损益	(5.44)	(3.28)	(4.72)	(4.91)
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>256.09</b>	<b>261.13</b>	<b>284.90</b>	<b>292.37</b>

**财务比率分析**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	5.54%	5.78%	11.50%	0.87%
EBITDA 增长率	1.86%	-0.37%	13.17%	1.45%
EBIT 增长率	1.83%	-0.73%	12.08%	0.94%
净利润增长率	17.74%	1.97%	9.10%	2.62%
毛利率	92.81%	91.35%	91.37%	91.25%
EBITDA/总收入	46.72%	44.00%	44.66%	44.92%
EBIT/总收入	45.43%	42.64%	42.86%	42.89%
净利润率	51.80%	49.93%	48.86%	49.70%
资产负债率	15.78%	12.08%	13.23%	10.98%
流动比率	5.39	7.18	6.69	8.16
速动比率	5.39	7.18	6.69	8.16
总资产回报率 (ROA)	13.60%	13.28%	12.96%	12.49%
净资产收益率 (ROE)	16.53%	15.29%	15.14%	14.20%
EV/营业收入	8.60	6.10	4.50	3.70
EV/EBITDA	57.28	33.08	28.22	27.33
PE	33.09	32.45	29.75	28.99
PB	5.47	4.96	4.50	4.11

## 分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。