

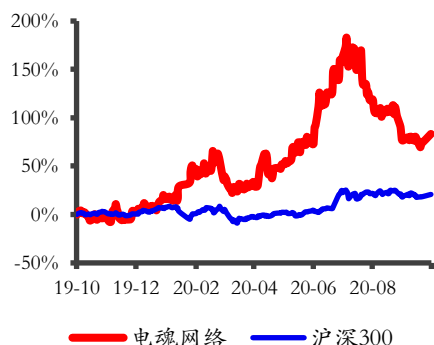
经典 IP 端转手成功，研发加创新驱动打开新一轮成长空间

投资评级：买入（首次覆盖）

报告日期：2020-10-11

收盘价(元)	41.19
近 12 个月最高/最低(元)	64.37
总股本(亿股)	2.44
流通股本(亿股)	2.41
流通股比例(%)	98.8%
总市值(亿元)	100.5
流通市值(亿元)	99.3

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

主要观点：

公司以端游起家，2019 年成功实现“端转手”

公司成立于端游时代的 2008 年，因此起初便以端游研发起家，2009 年推出首款端游《梦三国》，在公司长线化运营下，至今仍与《英雄联盟》和《Dota 2》同属网吧三大 MOBA 游戏，且流水维持稳定。2019 年，公司借助《梦三国》“端转手”以及收购养成模拟类手游公司游动网络，成功实现向移动端转型。手游收入占比在 2019 年也达到了 40%，推动公司 2019 年和 2020 年 H1 归母净利润分别同增 75.4% 和 146.2%。

手游行业景气度依旧，优质研发商价值进一步凸显

2015 年至今，由手游重度化、精品化带动的 ARPU 值提升是行业增长的主要逻辑，此外叠加云游戏的发展有望打开行业天花板，我们预计未来手游行业将继续保持双位数的增速，行业景气度依旧。产业链条中，随着 TapTap、抖音、Bilibili 等内容型渠道的崛起，下游渠道逐渐分化，优质研发商的价值将进一步凸显。同时，随着腾讯、网易市占率已逐渐趋于稳定在 75% 左右，进一步提升空间有限。因此未来看好优质中小研发商凭借多品类扩展突围，如竞技对抗类、二次元女性向、国风内核等。

短期看公司产品线，多款重磅手游 2020-2021 年推出

我们认为，2019 年是公司由端游向手游转型的元年，而 2020 年下半年和 2021 年公司多款重磅手游大作上线有望驱动业绩进一步快速增长。2020 年主要产品：即将于 10 月底上线的《X2 解神者》，属于二次元 ARPG 类手游，游戏还未上线就已成为 TapTap 关注度 Top 20 的二次元手游；11 月上线的《我的侠客》属于开放世界、复古武侠策略 RPG 手游，由公司联合创始人、同时也是知名游戏制作人余晓亮亲自操刀，已签约极光计划由腾讯独家代理。2021 年主要产品：《DC：巅峰战场》由 DC 将旗下主要超级英雄授权公司进行开发的 MOBA 类手游；《野蛮人大作战 2》续作继承前作优良水准，有望实现高口碑向高回报转化。

中长期看公司优秀的研发实力与根深蒂固的创新基因

虽然公司短期的业绩主要取决于产品线，但作为一家研发驱动型公司，中长期核心竞争力体现在公司的基因、文化和机制。我们认为公司未来的成长主要受三方面驱动：1) 研发驱动：公司研发能力已多次获得市场肯定，而优秀的游戏制作人才是公司研发驱动的基石，公司目前拥有多位丰富行业经验的制作人，其中核心制作人余晓亮曾被誉为中国十大金牌游戏策划之一；2) 创新驱动：公司在创立之初便以创新驱动为导向，这种创新无不体现在公司的各款游戏中，以《我的侠客》为例，其属于国内罕见的开放世界武侠类手游，玩法及品类均属于国内首创；3) 外延驱动：通过电魂创投作为投资平台绑定外部优质研发商，进一步丰富公司产品矩阵；同时积极拓展游戏相关产业，包括游戏直播和电竞等。

投资建议:

我们认为,在手游行业未来依旧保持快速增长、同时研发商价值进一步凸显的趋势下,公司有望凭借自身优秀的研发实力和创新基因,持续打造出差异化的高质量手游作品,从而推动未来业绩持续增长。我们预计2020-2022 年公司营业收入分别为 10.47/14.75/18.03 亿元,同比增长 50.2%/40.9%/22.2%,归母净利润分别为 4.01/5.62/6.94 亿元,同比增长 75.7%/40.2%/23.6%。EPS 分别为 1.64/2.30/2.84,对应 PE 分别为 25.1X/17.9X/14.5X。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:

- 1) 手游行业增速放缓的风险;
- 2) 云游戏发展不及预期的风险;
- 3) 公司新上线游戏不及市场预期的风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	697	1047	1475	1803
收入同比(%)	55.4%	50.2%	40.9%	22.2%
归属母公司净利润	228	401	562	694
归母净利润同比(%)	75.9%	75.7%	40.2%	23.6%
毛利率(%)	83.0%	82.3%	80.6%	80.3%
ROE(%)	12.0%	17.4%	19.6%	19.5%
每股收益(元)	0.93	1.64	2.30	2.84
P/E	25.12	25.08	17.89	14.48
P/B	3.01	4.36	3.50	2.82
EV/EBITDA	25.81	24.57	16.65	12.15

资料来源: Wind, 华安证券研究所 (Wind 数据截至 2020/10/9 收盘)

正文目录

1	公司介绍：研发驱动型公司，塑造经典 IP《梦三国》	6
1.1	立足研发深耕精品，塑造经典 IP《梦三国》	6
1.2	股权结构稳定且清晰，管理层业界背景资深	6
1.3	组织架构规划合理，契合公司长期发展战略	8
1.4	端游构成业绩基本盘，手游是公司业绩主要驱动力	9
1.5	股权激励绑定优秀人才，彰显公司发展信心	12
2	行业概况：精品化和云游戏有望继续驱动行业增长，多品类拓展成为研发商突围关键	13
2.1	游戏行业景气度依旧，手游是主要驱动力	13
2.2	手游：“端转手”带动手游重度化，行业集中度有望见顶	15
2.3	手游未来增长驱动力：精品化、重度化持续提升 ARPU 值，云游戏有望打开行业天花板	18
2.4	手游下游渠道分散化凸显研发商价值，多品类扩展成为研发商突围关键	21
3	公司业务：《梦三国》成功实现端转手，多款重磅手游有望驱动新一轮增长	23
3.1	端游起家，《梦三国》奠定公司 MOBA 游戏市场地位	23
3.2	《梦三国》手游推出，助推手游业务快速增长	28
3.3	并购游动网络助力手游产品线扩充	31
3.4	后续手游项目储备丰富，多款重磅游戏蓄势待发	31
4	公司核心竞争力：研发和创新为内核，外延布局持续发力	36
4.1	研发驱动：核心制作人能力突出，优秀研发团队矩阵	36
4.2	创新驱动：坚持游戏类别差异化，创新基因根深蒂固	38
4.3	外延驱动：以电魂创投为平台绑定优质研发商，同时积极拓展游戏相关产业	39
5	盈利预测和投资建议	42
5.1	盈利预测	42
5.2	可比公司估值	43
5.3	投资建议	44
	风险提示	45

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司前十大股东股权结构图.....	7
图表 3 公司主要高管介绍.....	7
图表 4 公司持股 5%以上股东减持和质押情况梳理.....	8
图表 5 公司组织架构图.....	9
图表 6 2012-2020H1 公司营业收入与同比增长率.....	10
图表 7 2012-2020H1 公司归母净利润与同比增长率.....	10
图表 8 公司历年主营收入构成.....	10
图表 9 公司历年毛利率水平.....	11
图表 10 公司历年费用率.....	11
图表 11 公司历年研发人员数量与占总员工比例.....	12
图表 12 公司历年研发费用与占收入比例.....	12
图表 13 2019 年 A 股主要游戏公司研发费用率对比.....	12
图表 14 公司 2019 年限制性股票激励计划授予对象.....	13
图表 15 公司 2019 年限制性股票激励计划解除限售安排.....	13
图表 16 2020-2020H1 游戏市场规模与增长率.....	14
图表 17 2010-2020H1 移动游戏市场规模占比.....	14
图表 18 2010-2020H1 端游市场规模与增长率.....	14
图表 19 2010-2019 年端游用户规模与 ARPU 值.....	14
图表 20 2010-2020H1 页游市场规模与增长率.....	15
图表 21 2010-2019 年页游用户规模与 ARPU 值.....	15
图表 22 2010-2020H1 移动游戏市场规模与增长率.....	15
图表 23 2010-2019 年移动游戏用户规模与 ARPU 值.....	15
图表 24 2010-2019 年智能手机出货量与增速.....	16
图表 25 2010-2019 年移动游戏市场用户规模与增速.....	16
图表 26 2010-2019 年移动端游戏 ARPU 值与增长率.....	16
图表 27 2015-2019 年收入前十手游中“端转手”梳理.....	17
图表 28 15Q2-19Q4 “腾网”手游市占率（发行口径）.....	17
图表 29 2019 年手游行业各厂商市占率（发行口径）.....	17
图表 30 历年国产游戏版号发放数量.....	18
图表 31 全球主要地区手游市场 ARPU 值（美元）.....	19
图表 32 轻/中/重度游戏市场份额占比.....	19
图表 33 轻/中/重度游戏付费率对比.....	19
图表 34 各大厂商当前云游戏布局.....	20
图表 35 “腾讯即玩”平台提供《王者荣耀》等数十款热门手游的试玩服务.....	20
图表 36 手游分发渠道演化过程.....	21
图表 37 2016-2020H1 各品类移动游戏收入占比.....	22
图表 38 2016-2019 年二次元游戏市场规模.....	23
图表 39 “女性向”手游《恋与制作人》游戏截图.....	23
图表 40 《绘真·妙笔千山》游戏截图.....	23
图表 41 《江南百景图》游戏截图.....	23

图表 42	公司目前在运营客户端游戏梳理	24
图表 43	《梦三国》端游游戏画面	24
图表 44	2019 年 12 月网吧热力值排行榜	24
图表 45	《梦三国》端游十年运营历程	25
图表 46	2013-2018 年《梦三国》充值流水	26
图表 47	《梦三国》月平均付费人数与 ARPPU 值	26
图表 48	《梦塔防》端游游戏画面	26
图表 49	2014-2018 年《梦塔防》充值流水	27
图表 50	《梦塔防》月平均付费人数与 ARPPU 值	27
图表 51	《元能失控》端游、手游、主机产品情况	27
图表 52	《元能失控》端游 STEAM 评分	28
图表 53	《元能失控》端游 WEGAME 评分	28
图表 54	公司目前在运营移动端游戏	28
图表 55	《梦三国手游》复刻版游戏画面	29
图表 56	《梦三国手游》复刻版近一年 IOS 畅销榜排名	29
图表 57	《梦塔防手游》游戏画面	30
图表 58	《野蛮人大作战》手游游戏画面	30
图表 59	《野蛮人大作战》月平均付费人数与 ARPPU 值	30
图表 60	游动网络《小宝当皇帝》手游游戏画面	31
图表 61	公司 2020 年和 2021 年拟上线手游产品	32
图表 62	《X2 解神者》游戏海报	32
图表 63	《X2 解神者》游戏世界观概览	32
图表 64	TAPTAP 关注度 TOP 20 二次元手游梳理	33
图表 65	《X2 解神者》文案事故以及官方致歉信	34
图表 66	《我的侠客》游戏画面	35
图表 67	《我的侠客》游戏架构	35
图表 68	《我的侠客》首测数据	35
图表 69	《DC：巅峰战场》游戏海报	36
图表 70	公司核心游戏制作人	37
图表 71	公司旗下主要工作室	38
图表 72	公司游戏玩法与创新点梳理	38
图表 73	《梦三国》“10V10”玩法游戏画面	39
图表 74	《野蛮人大作战》技能组合截图	39
图表 75	《X2 解神者》格斗场景	39
图表 76	《我的侠客》水墨风过场动画	39
图表 77	电魂创投投资的部分游戏研发商梳理	40
图表 78	电魂创投游戏相关产业投资梳理	40
图表 79	公司主营业务各项收入预测（百万元）	42
图表 80	可比公司估值	43

1 公司介绍：研发驱动型公司，塑造经典 IP《梦三国》

1.1 立足研发深耕精品，塑造经典 IP《梦三国》

公司以端游研发起家，深耕精品塑造经典 IP《梦三国》，近年重心逐渐转移到手游端。电魂网络成立于 2008 年，于 2016 年在 A 股主板上市，是一家以研发为核心的精品游戏厂商。公司在创立之初主要致力于端游的开发，2009 年推出首款作品《梦三国》，奠定其在国产 MOBA 类游戏的龙头地位。2015 年后，公司紧跟“端转手”趋势，先后打造出《梦三国手游》、《野蛮人大作战》等多款手游，其中 2019 年再次上线的《梦三国手游》复刻版表现优异，大幅改善公司业绩。此外，公司在 2019 年收购了专做养成模拟经营类手游的游动网络，以扩充产品线，并助力公司开拓海外市场。受益于经典 IP《梦三国》成功实现“端转手”以及对游动网络的并购，移动端逐渐成为公司业绩增长的主要驱动力。未来公司还将发力二次元、武侠、卡牌等多个细分领域，2020 年预计上线包括《X2 解神者》、《我的侠客》等多款重磅大作。

图表 1 公司发展历程

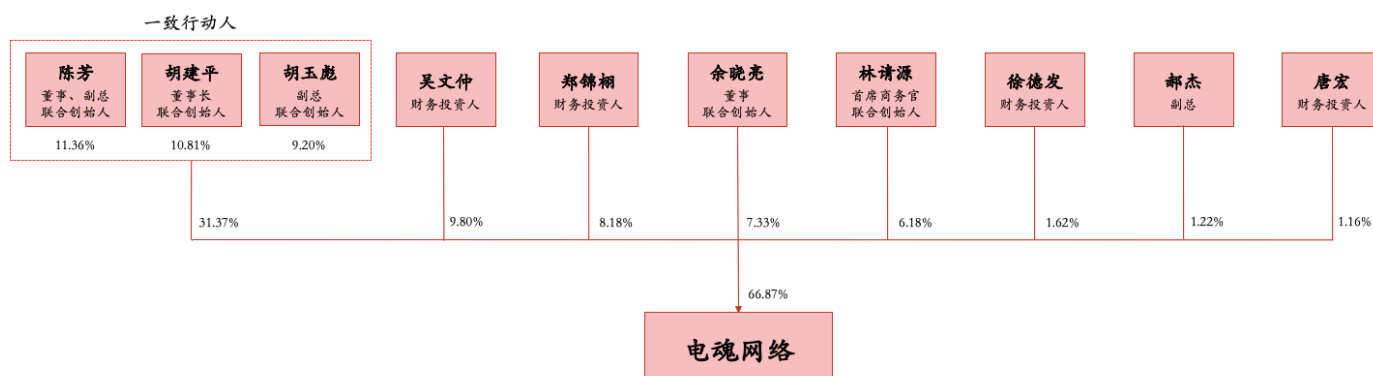


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构稳定且清晰，管理层业界背景资深

公司股权结构稳定且清晰，前十大股东均为自然人。前十大股东中，公司五位联合创始人中的三位胡建平、陈芳与胡玉彪构成一致行动人关系，是公司的实际控制人，三人合计持股 31.37%，其中胡建平和陈芳系夫妻关系。余晓亮和林清源作为另外两位联合创始人目前分别持股 7.33% 和 6.18%。吴文仲、郑锦翔和唐宏均为财务投资人，目前分别持股 9.80%、8.18% 和 1.16%。公司前十大股东合计持股为 66.87%，均为自然人，且自上市后未发生重大变化。

图表 2 公司前十大股东股权结构图



资料来源: Wind, 华安证券研究所

创始团队稳定, 管理层业界背景资深。公司五位联合创始人中, 胡建平、陈芳属于国内较早一批进入游戏行业的投资人, 胡建平长期担任国内软件、游戏等行业协会理事, 目前担任公司董事长。余晓亮是国内知名的游戏制作人, 曾担任腾讯游戏的主策划, 出品过《QQ 堂》、《QQ 幻想》等一系列热门游戏, 策划能力强、市场运作经验丰富。胡玉彪此前曾在腾讯任职开发工程师, 拥有较强的技术开发能力。林清源作为联合创始人, 目前担任首席商务管。公司五位联合创始人目前均在公司担任主要高管职务, 创始团队稳定。

图表 3 公司主要高管介绍

高管	公司职务	子公司职务	履历
胡建平 联合创始人	董事长 总经理	电魂创投董事长 电魂创投总经理	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
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
胡玉彪 联合创始人	董事 副总经理	电魂创投董事 勺子网络董事	曾任上海天津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
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
林清源 联合创始人	首席商务官	青睐投资监事	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
罗扬	监事会主席	勺子网络董事长 勺子网络总经理	2009 年加入电魂网络; 曾任公司程序主管, 项目制作人, 现任公司监事会主席
郝杰	副总经理	-	曾任北京拓洲冠宇科技有限公司副主美、副总监; 2011 年加入电魂网络; 现任公司副总经理、艺术总监、项目制作总监
朱小素	财务总监	电魂创投 财务总监	曾任杭州格林达化学有限公司、杭州名鑫双氧水有限公司财务经理; 2013 年加入电魂网络, 现任电魂创投财务总监、公司财务总监

俞国燕 董事会秘书

曾任凯美瑞德（苏州）信息科技股份有限公司投融资总监、董秘；2019 年加入电魂网络，现任公司董事会秘书

资料来源：公司公告，华安证券研究所

主要股东减持计划基本完成，同时股权质押率较低。根据相关承诺，公司持股 5% 以上股东中，胡建平、陈芳、胡玉彪、余晓亮及林清源的股份 2019 年解禁后每年最多可减持所持有公司股份总数的 25%；吴文仲、郑锦桐的股份 2018 年解禁后每年最多可减持所持有公司股份总数的 40%。2019 年以来，公司发布了多份减持计划公告，主要系多位持股 5% 以上的股东在锁定期届满后，出于个人财务需求的原因减持了部分股票。但其减持计划整体规模较小，大多占总股本比例的 1% 以内，且绝大多数实际减持的数量均远少于计划数量的上限，彰显出股东对公司未来的发展信心。目前，公司持股 5% 以上的股东已累计减持总股本的 6.54%，还可继续减持总股本的 1.47%，公司主要股东减持计划目前基本完成。此外，除胡建平的 0.79% 股份处于质押中以外，其他主要股东股份并未进行质押，因此主要股东股权质押风险较小。

图表 4 公司持股 5% 以上股东减持和质押情况梳理

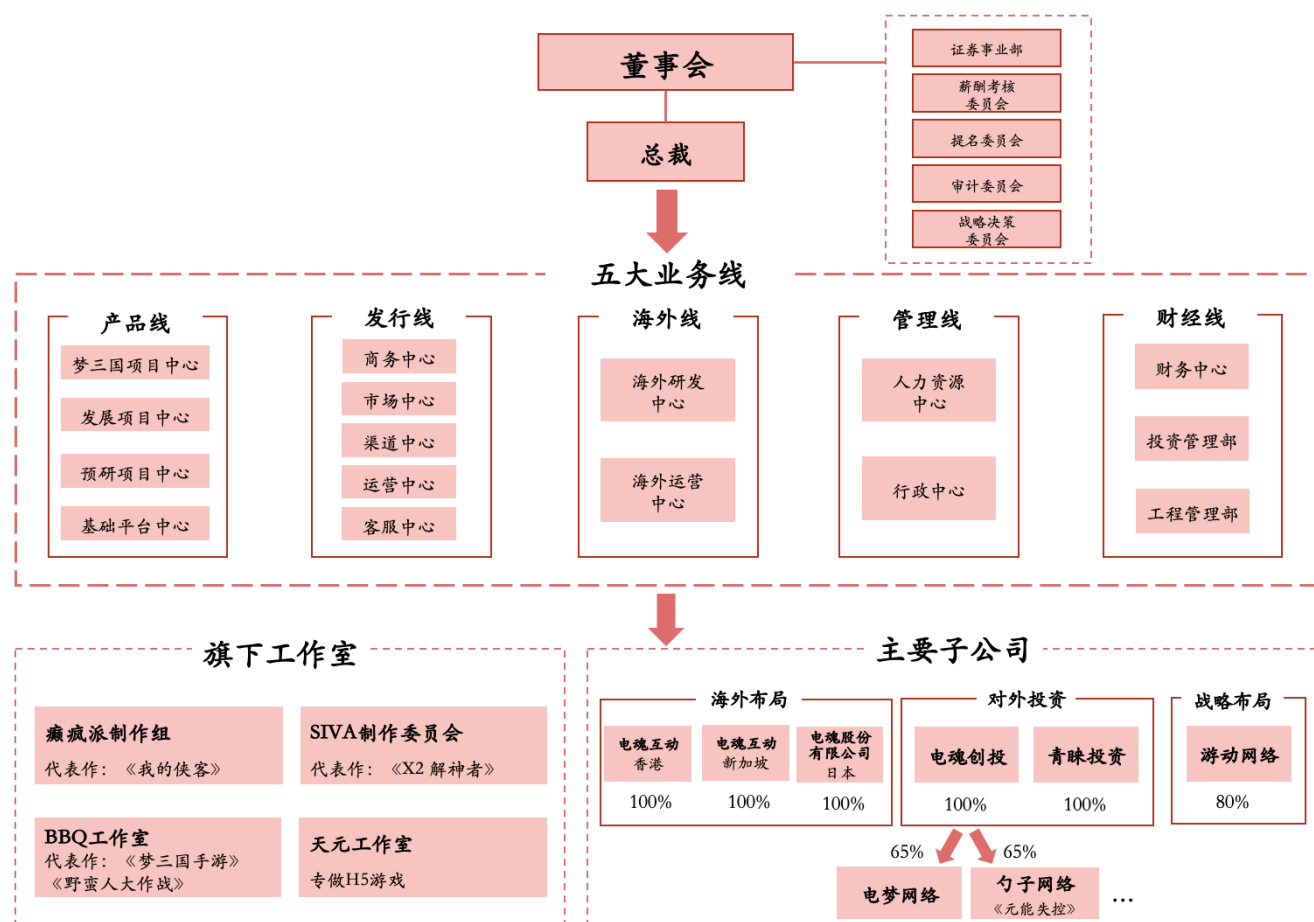
股东	解禁后所持股份占 总股本比例	减持计划占 总股本比例	已累计减持占总 股本比例	当前持股 比例	减持计划 完成情况	股权质押 占总股本比例
胡建平	11.58%	1.00%	0.77%	10.81%	已提前终止	0.79%
陈芳	11.58%	1.00%	0.23%	11.36%	已提前终止	无质押
胡玉彪	10.20%	1.00%	1.00%	9.20%	已完成	无质押
吴文仲	10.19%	1.58% 1.15%	0.08% 0.31%	9.80%	已到期 2020/10/22 到期	无质押
郑锦桐	10.19%	1.88% 1.50%	1.14% 0.87%	8.18%	已到期 2020/10/22 到期	无质押
余晓亮	8.59%	1.50%	1.26%	7.33%	已到期	无质押
林清源	7.06%	1.00%	0.88%	6.18%	已到期	无质押
累计减持总和： 6.54%		计划内剩余可减持部分： 1.47%			质押总和： 0.79%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 组织架构规划合理，契合公司长期发展战略

现有组织架构契合公司游戏“自研自发”为主的策略。2016 年，公司对组织架构进行调整，设立五大业务条线，其中产品线负责公司自研产品的研发与商业化；发行线负责代理产品的运营，以及公司自研产品的市场、商务、渠道及客服等；海外线负责研发和运营海外游戏版本；管理线负责行政类工作；而财经线则对公司财务与投资项目进行管理。现有架构一方面提高了运转效率，有利于游戏的快速立项、研发，保障了公司持续产出高质量作品的能力，另一方面提升了公司发行、运营能力，较好地契合了公司以“自主开发、自主运营精品化网络游戏为主，以授权运营、联合运营、代理运营为辅”的策略。

图表 5 公司组织架构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

产品线旗下项目中心和工作室规划合理，保证精品游戏稳定输出。在五大业务条线中，产品条线对公司游戏研发起到关键性的作用。旗下的梦三国项目中心主要负责《梦三国》端游维护与开发；发展项目中心、预研项目中心负责培养公司人才，孵化新游戏，增加公司游戏储备；而基础平台中心则对游戏开发、运营，提供整体基础架构的技术支持，有利于提高游戏开发效率。得益于公司对产品条线的合理规划，公司近年来不仅推出和储备了数个精品手游，还培育出包括 BBQ 工作室、火花项目组、SIVA 制作委员会与巅峰派制作组等一批优秀的游戏工作室，为公司未来发展铺平道路。

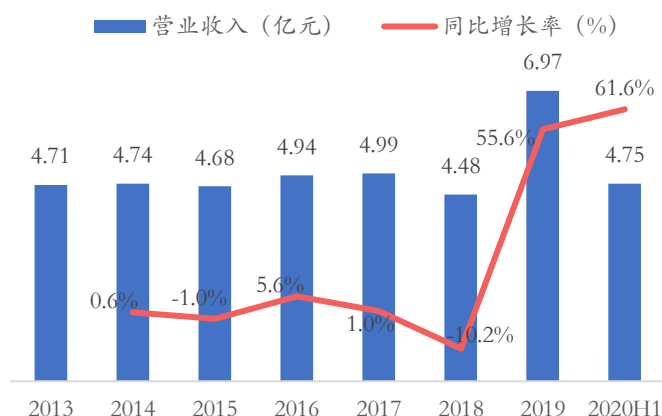
以子公司为平台，实现多维度布局。除对自身组织架构的调整外，公司同时也以电魂创投为投资平台进行战略布局。2014 年、2015 年，公司通过以电魂创投控股、项目团队核心人员参股的方式相继成立电梦网络（持有 65% 股权）与勺子网络（持有 65% 股权）两家子公司，负责独立游戏与移动端游戏的开发与运营。目前勺子网络旗下运营有多平台游戏《元能失控》以及《瞳》、《瞳：祈愿》等两款 VR 游戏。2019 年，公司并购游动网络助力产品线扩充。此外，公司还在海外设有电魂互动（香港）、电魂互动（新加坡）等子公司，以实现在全球范围内的游戏开发和运营能力。

1.4 端游构成业绩基本盘，手游是公司业绩主要驱动力

端游构成业绩基本盘，“端转手”和游动网络并表驱动 2019 年和 2020H1 业绩快速增长。公司营业收入自上市以来保持稳定增长并在 2019 年出现大幅上升，从 2016 年的

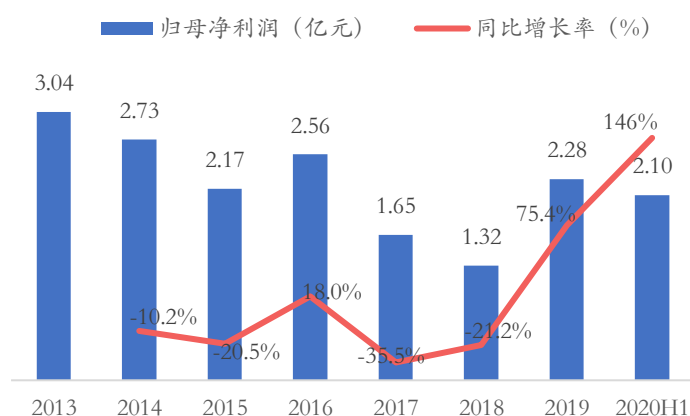
4.94 亿增长至 2019 年的 6.97 亿元。公司在 16-18 年受益于端游《梦三国》的长生命周期，营业收入保持稳定。2019 年 3 月游动网络并表叠加 2019 年 7 月《梦三国手游》上线，移动端发力使得公司 2019 年收入同比增长达 55.6%，而 2020H1 收入达 4.75 亿，同增 61.6%。**归母净利润方面**，从上市之初的 2.56 亿逐年下滑至 2018 年的 1.32 亿，2019 年增长至 2.28 亿。主要系 2016-2018 年公司处于由端游转向手游的战略调整期，其新游戏研发、推广费用上升较快，同时受制于新作推出后市场表现低于预期，使得业绩承压。2019 年随着公司“端转手”的成功，业绩大幅改善，2019 年归母净利润同增 75.4%，2020H1 同增 146%。在剔除并表游动网络的因素后，公司 2020H1 实现净利润 1.74 亿元，同比增长 105%，公司依靠《梦三国手游》依旧展现出强大的内生增长能力。

图表 6 2012-2020H1 公司营业收入与同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

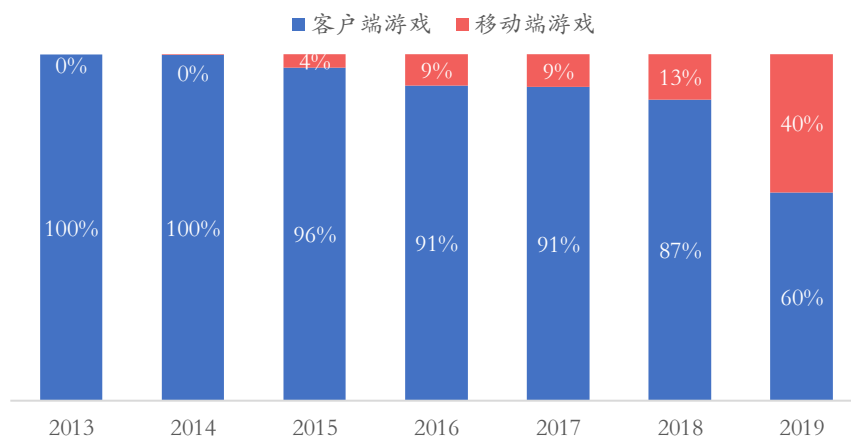
图表 7 2012-2020H1 公司归母净利润与同比增长率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

端游占比逐渐降低，手游成为公司收入增长的主要驱动力。公司以端游起家，之前重点一直在于端游的研发和发行，因此 2018 年之前公司端游收入占比一直保持在 87% 以上。2015-2018 年，虽然公司一直在探索手游的研发，但是推出的几款手游均低于预期，并未为公司收入带来显著的提升。2019 年，得益于公司推出《梦三国手游》复刻版，成功实现“端转手”以及并表游动网络因素的影响，使得手游占比在 2019 年提升至 40%。我们预计在公司后续重磅手游《X2 解神者》和《我的侠客》今年年底上线后，手游占比有望进一步大幅提升，成为公司收入增长的主要驱动力。

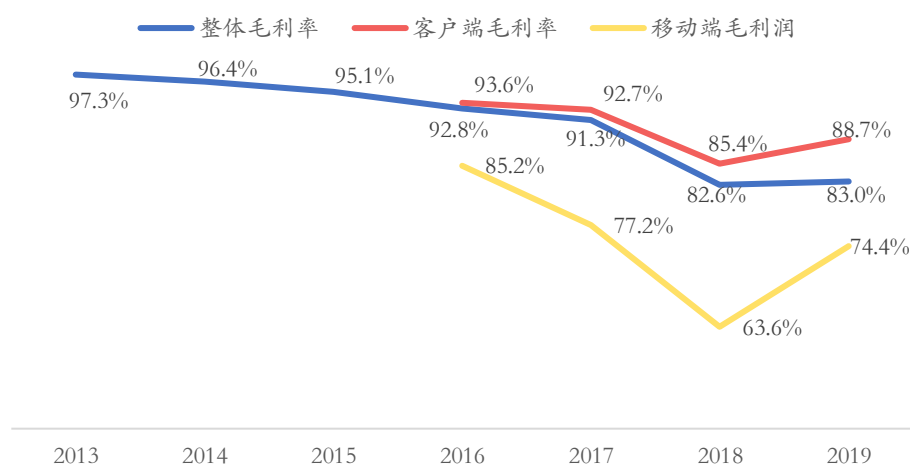
图表 8 公司历年主营收入构成



资料来源：Wind，华安证券研究所

净额法确认收入以及研发费用化,使得整体毛利率保持在较高水平。公司自上市以来,客户端、移动端游戏业务毛利率均出现不同程度的下降,使得综合毛利率从2016年的93%下降至2019年的83%。毛利率下滑主要受新游上线后游戏运营成本的增加,与端游产品生命周期的影响。虽然综合毛利率较此前有所下降,但仍高于行业平均水平,主要原因包括:1)公司自主运营占比较高,收入确认方式为净额法,即扣除渠道分成后确认收入;2)公司的游戏研发支出计入费用而非成本,而公司营业成本主要为服务器租赁费用、网络运营商费用、以及人工成本等,因此使得营业成本相对较低。

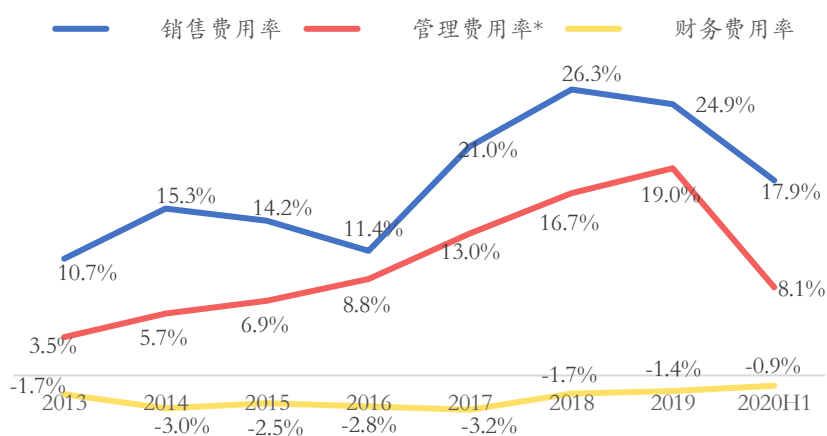
图表 9 公司历年毛利率水平



资料来源: Wind, 华安证券研究所

费用率整体保持稳定,销售费用率自2019年显著回落。公司销售费用率在2019年前逐年增长,从2013年的10.7%升高至2018年的26.3%;之后出现下降,2020H1回落至17.9%。主要系公司近年来基本完成由端游转向手游的战略调整,在新游戏推广成本降低的同时,叠加移动端收入增加,使得销售费用率显著回落。管理费用率方面,从公司上市之初的8.8%上升至2019年的19.0%,主要系公司2019年收购游动网络以及在2018年、2019年两次推出股权激励所产生的成本所致。此外,公司负债水平较低(且主要为游戏内道具的递延收益),因此使得公司财务费用率始终为负,2020H1为-0.9%。

图表 10 公司历年费用率

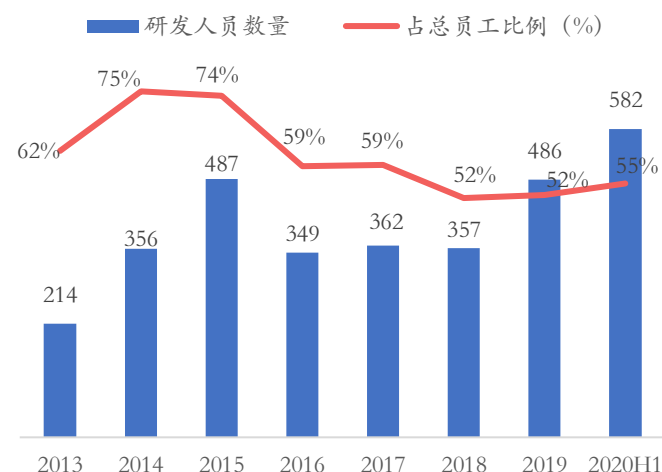


资料来源: Wind, 华安证券研究所

* 2018年前的管理费用为剔除研发费用后的值

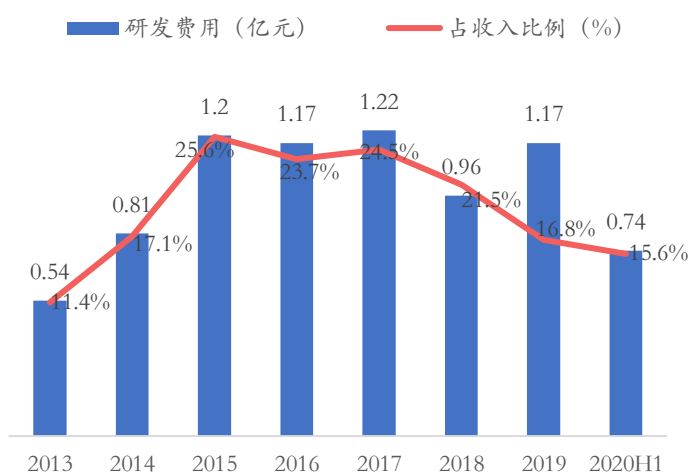
研发人员占比和研发费用率处于行业较高水平。公司长期致力于打造精品游戏，为保障游戏内容的质量与创新，公司十分重视研发。自上市以来公司研发人员占比始终超过 50%，截止 2020H1 公司研发人员数量已高达 582 人，占比达 55%，属于行业较高水平。此外，公司 2019 年研发费用达到 1.17 亿元，占营业收入的 17%，在 A 股游戏公司中位居前列。公司 2020H1 研发费用 0.74 亿元，同比增长 39.25%，我们认为受益于营收的增加，公司将持续加强研发投入，预计 2020 年全年研发费用继续保持稳中有升的态势。

图表 11 公司历年研发人员数量与占总员工比例



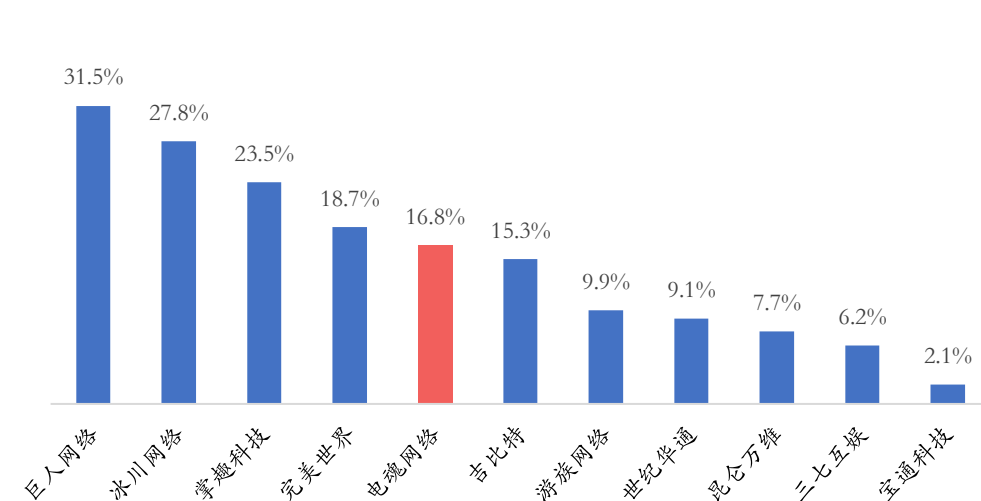
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 公司历年研发费用与占收入比例



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 2019 年 A 股主要游戏公司研发费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.5 股权激励绑定优秀人才，彰显公司发展信心

积极推进员工持股计划、限制性股票激励计划绑定优秀人才。自上市以来，公司始终致力于建立起完善的长效激励机制，以实现员工与公司共同持续发展。为此，公司分别在 2016 年和 2017 年推出第一、第二期员工持股计划，共计从二级市场买入约 250 万份股票；两期持股计划现均已届满，并出售完毕。此外，公司曾于 2018 年推出首个限制

性股票激励计划,但由于受宏观及市场环境影响,公司股价波动较大,因此在同年终止了该激励计划。

2019年再次推出限制性股票激励计划,彰显公司发展信心。2019年公司再次推出股权激励计划,共向高管、中层管理人员、核心技术(业务)骨干合计134人授予419.1万份限售股(占总股本比例为1.72%),授予价格分别为9.07元与11.45元,于2020/2021/2022年分三个阶段解除限售,解除限售条件为公司2019/2020/2021年分别实现净利润1.43/1.56/1.69亿元,目前已满足2019年业绩目标。我们认为本次股权激励在保证公司人才队伍的稳定的同时,彰显了公司对未来发展前景的看好。

图表 14 公司 2019 年限制性股票激励计划授予对象

授予对象	职务	获授的限制性股票数量(万股)	授予价格(元)	占总股本比例
郝杰	副总经理	10	9.07 元	0.04%
朱小素	财务总监	12	9.07 元	0.05%
俞国燕	董事会秘书	6	11.45 元	0.02%
中层管理人员、核心技术(业务)骨干 (131 人)		391.1	9.07 元 (113 人) 11.45 元 (18 人)	1.60%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 15 公司 2019 年限制性股票激励计划解除限售安排

阶段	解除限售时间	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	2020 年 7 月至 2021 年 7 月	2019 年净利润超过 1.43 亿元 2019 年实现净利润 2.3 亿元,完成业绩目标	30%
第二个解除限售期	2021 年 7 月至 2022 年 7 月	2020 年净利润超过 1.56 亿元 2020 年上半年已经实现净利润 2.2 亿元	30%
第三个解除限售期	2022 年 7 月至 2023 年 7 月	2021 年净利润超过 1.7 亿元	40%

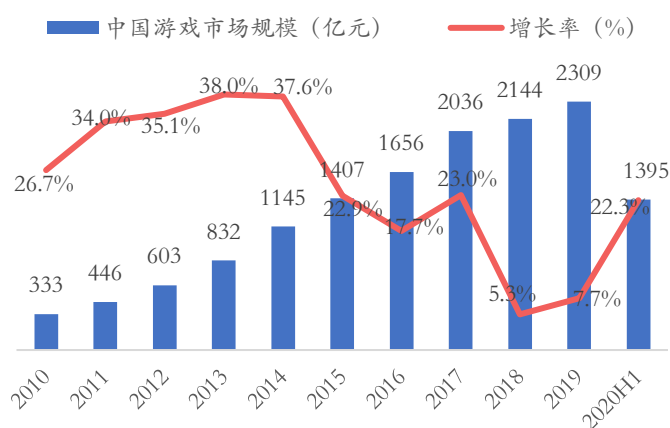
资料来源:公司公告,华安证券研究所

2 行业概况:精品化和云游戏有望继续驱动行业增长,多品类拓展成为研发商突围关键

2.1 游戏行业景气度依旧,手游是主要驱动力

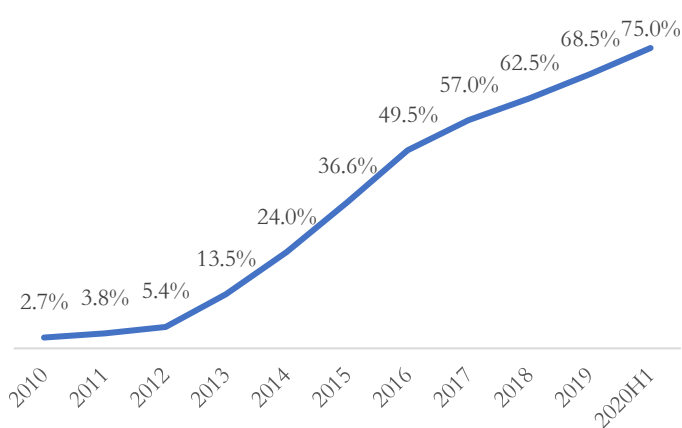
游戏行业整体增速放缓,手游占比已达75%,是行业增长的主要驱动力。2014年以来游戏行业增速持续下降,2019年游戏行业市场规模达2309亿,增速仅为7.7%。2020H1受疫情因素对于线上娱乐的提振效应,使得游戏行业增速回升至22.3%,市场规模达1395亿元。结构方面,移动端游戏占比持续提升,2020H1超过75%;其市场规模由2015年的515亿元增长至2019年的1581亿元,年均复合增长率为32.4%,领先于游戏行业整体增速,是游戏行业增长的主要驱动力。

图表 16 2020-2020H1 游戏市场规模与增长率



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

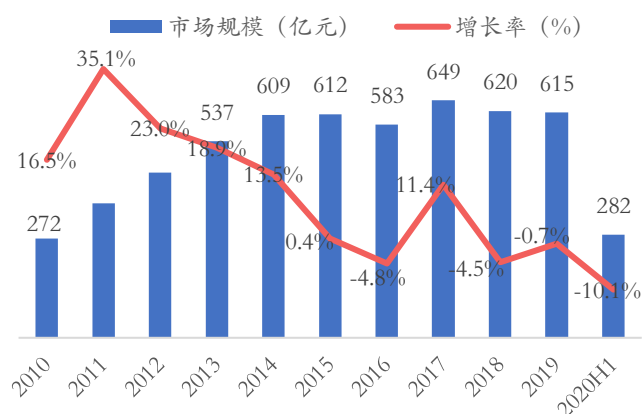
图表 17 2010-2020H1 移动游戏市场规模占比



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

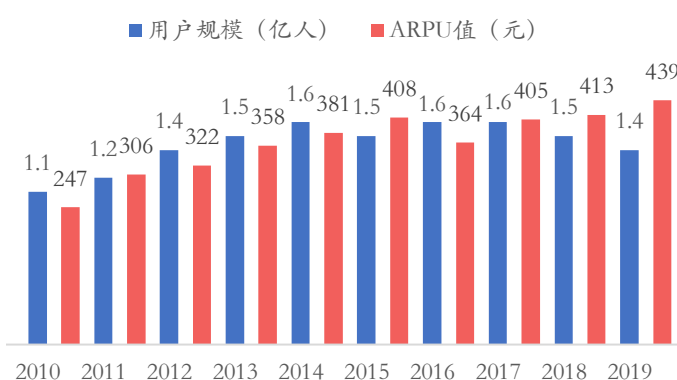
端游市场规模近几年整体平稳, 核心用户维持稳定。端游市场规模在 2017 年达到 649 亿的高点后, 开始逐年下降, 但下滑幅度并不显著。近年来, 因受到手游挤占, 部分端游用户被分流, 整体用户规模从 2016 年的 1.6 亿人下滑至 2019 年的 1.4 亿人。但受益于端游产品具有生命周期长、核心玩家群体较为稳定、付费额较高等特点, 其 ARPU 值仍呈现出增长态势, 2019 年达到 439 元, 为历史新高。虽然 2020 年上半年端游市场规模同比下降-10%, 主要系受疫情影响网吧场所暂时关闭, 但随着网吧逐渐复工端游需求有望逐渐恢复。预计未来端游用户规模将平稳下降, 同时 ARPU 值维持稳定, 端游市场整体规模预计将继续保持稳定下滑态势。

图表 18 2010-2020H1 端游市场规模与增长率



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

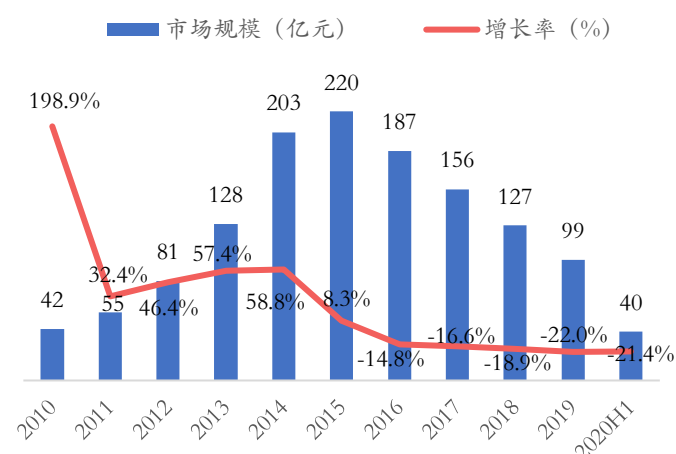
图表 19 2010-2019 年端游用户规模与 ARPU 值



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

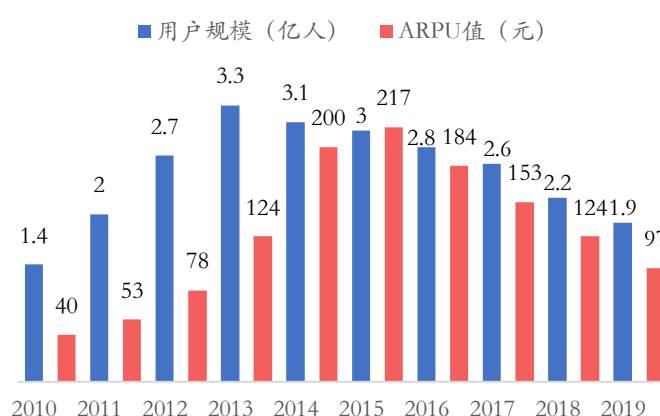
页游市场持续萎缩。网页游戏市场规模由 2015 年最高点的 220 亿元下降至 2019 年的 99 亿元, 市场规模近五年持续萎缩。其中, 用户规模从 2015 年的 3 亿人下降至 2019 年的 1.9 亿人, ARPU 值从 2015 年的 217 元下降至 2019 年的 97 元。页游市场规模的持续下滑, 主要系受手游挤占导致用户流失较为严重, 同时页游整体品质普遍较低使得 ARPU 值逐年下滑。预计页游市场后续将进一步萎缩。

图表 20 2010-2020H1 页游市场规模与增长率



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

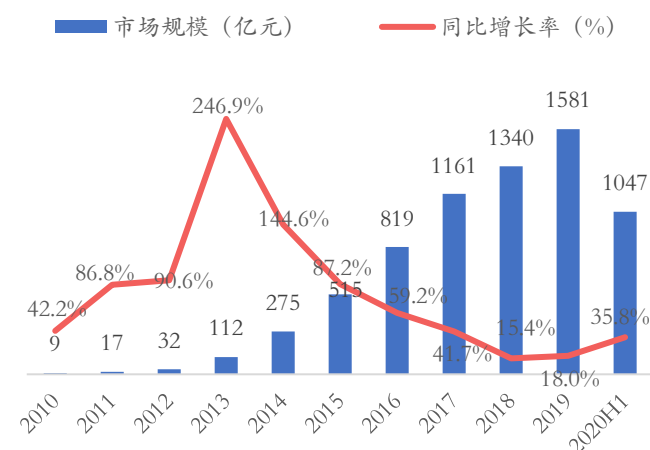
图表 21 2010-2019 年页游用户规模与 ARPU 值



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

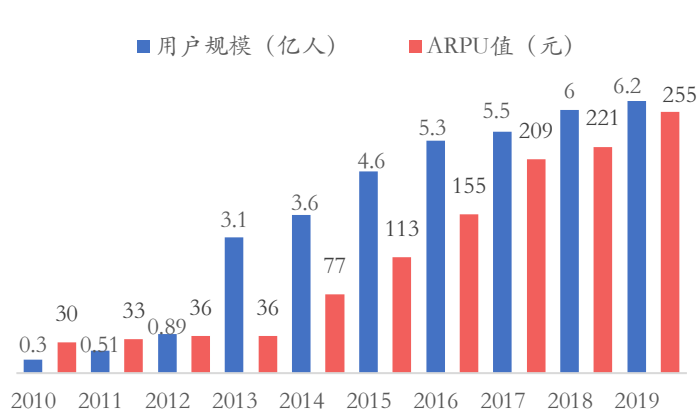
手游市场保持高增长, 提升 ARPU 值成为行业增长主要逻辑。手游行业自 2013 年以来保持快速增长, 2013-2019 年 CAGR 为 55.5%。2019 年市场规模达 1581 亿元, 同增 18%, 2020H1 市场规模 1047 亿元, 上半年受疫情影响增速回升到 35.8%。具体来看, 2014 年前手游行业的主要驱动力来自于用户规模数的增长, 该阶段智能手机的普及催生手游用户红利。而 2015 年后, 手游行业用户红利逐渐消失, 提升 ARPU 值成为行业增长关键, 因此手游产品向精品化、重度化发展。

图表 22 2010-2020H1 移动游戏市场规模与增长率



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

图表 23 2010-2019 年移动游戏用户规模与 ARPU 值



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

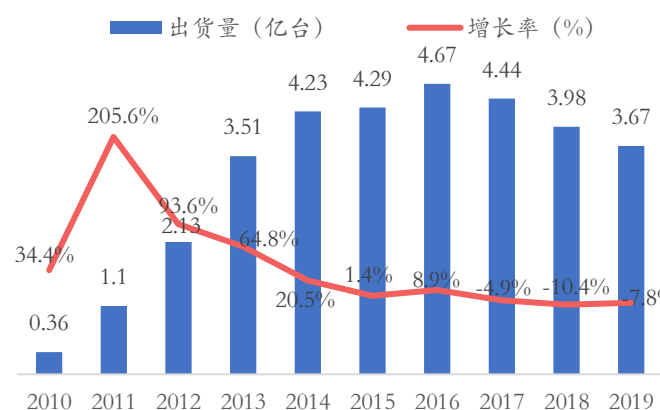
2.2 手游: “端转手” 带动手游重度化, 行业集中度有望见顶

2.2.1 手游行业增长由用户红利驱动转向重度化和精品化驱动

2014 年以前用户红利是手游行业增长主要驱动力。2014 年之前, 伴随着智能手机的大规模普及, 国内智能机出货量大幅增长, 由 2010 年的 3600 万台激增至 2014 年的 4.2 亿台。受益于智能机的普及, 手游行业用户规模也同样呈现出快速增长的趋势, 从 2010 年的 0.3 亿人增至 2014 年的 3.5 亿人, 年均复合增长率达 84.81%。2014 年之后, 随着国

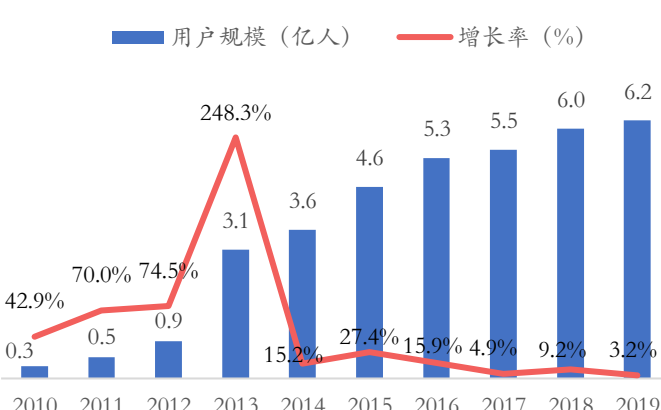
内智能手机用户规模趋于平稳，相应地手游市场用户规模增速也逐渐放缓，手游行业用户红利在 2014 年后基本消退，到 2019 年增长率仅为 3.2%。

图表 24 2010-2019 年智能手机出货量与增速



资料来源: Statista, 华安证券研究所

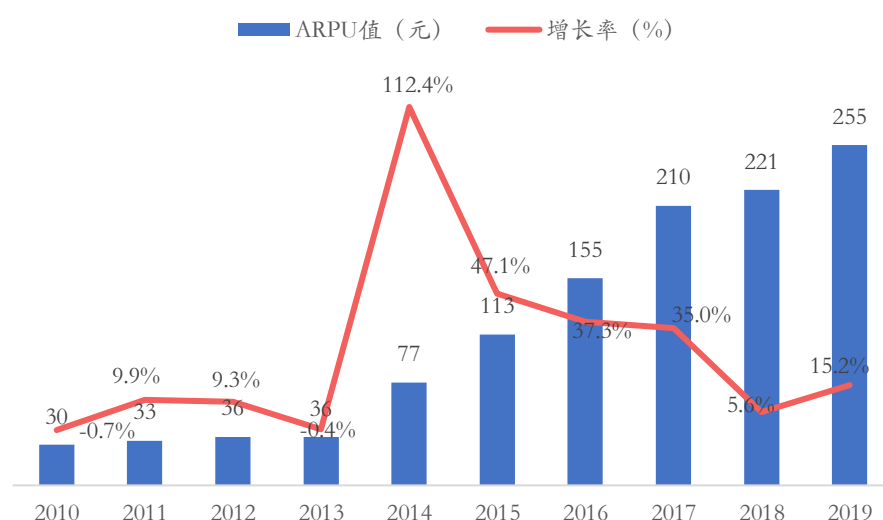
图表 25 2010-2019 年移动游戏市场用户规模与增速



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

2015 年后重度化和精品化带来的 ARPU 值提升成为主要驱动力，而“端转手”是大厂手游重度化首选。在用户红利逐渐消退后，手游行业的 ARPU 值从 2015 年的 113 元增长至 2019 年的 255 元，CAGR 达 22.5%，显著高于用户规模增速，是驱动手游行业快速增长的主要因素。其主要原因在于，手机硬件技术的迭代升级，为精品化、重度化手游提供了更好的硬件技术支撑，而重度化游戏所带来的画质的提升、玩法的升级以及体验的优化均提高了用户的付费意愿，带动 ARPU 值增长。而在手游重度化的趋势下，将以往成功的端游转为手游成为大厂的首选，“端转手”一方面使得游戏质量得到保证，另一方面移动化提供更加碎片化的娱乐场景在保证原有玩家群体的前提下进一步扩大玩家基数。可以看到，IOS 畅销榜前十的手游中，2015 年“端转手”的手游有 4 个，而到了 2019 年这一数字达到了 7 个。目前各大热门端游基本完成向移动端的转换，我们认为“端转手”红利接近尾声，原生重度化手游将接力。

图表 26 2010-2019 年移动端游戏 ARPU 值与增长率



资料来源: GPC & IDC, 华安证券研究所

图表 27 2015-2019 年收入前十手游中“端转手”梳理

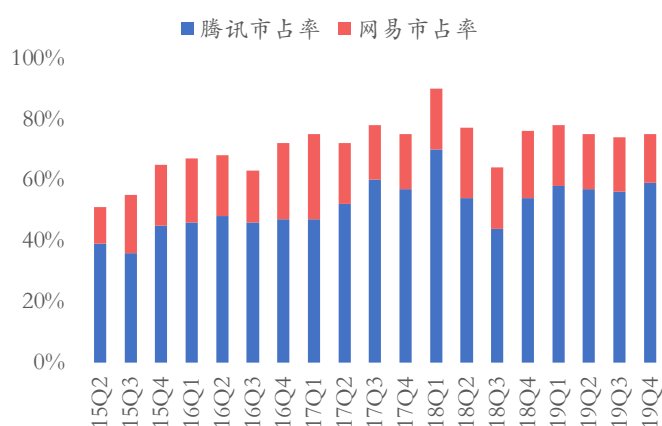
排名	2015	2016	2017	2018	2019
1	《梦幻西游》	《梦幻西游》	《王者荣耀》	《王者荣耀》	《王者荣耀》
2	《全民突击》	《王者荣耀》	《梦幻西游》	《梦幻西游》	《梦幻西游》
3	《全民奇迹》	《阴阳师》	《倩女幽魂》	《QQ 飞车》	《和平精英》
4	《刀塔传奇》	《大话西游》	《大话西游》	《乱世王者》	《完美世界》
5	《全民飞机大战》	《全民飞机大作战》	《阴阳师》	《一梦江湖》	《QQ 飞车》
6	《海岛奇兵》	《倩女幽魂》	《天龙八部》	《阴阳师》	《阴阳师》
7	《欢乐斗地主》	《全民奇迹》	《新剑侠情缘》	《大话西游》	《大话西游》
8	《神武》	《剑侠情缘》	《魂斗罗》	《QQ 炫舞》	《率土之滨》
9	《花千骨》	《火影忍者官方手游》	《龙之谷》	《倩女幽魂》	《神武 3》
10	《三国杀 Online》	《穿越火线:枪战王者》	《乱世王者》	《我叫 MT4》	《跑跑卡丁车》

资料来源: mGameTracker, 华安证券研究所

2.2.2 行业集中度有望见顶, 中小研发商机会犹存

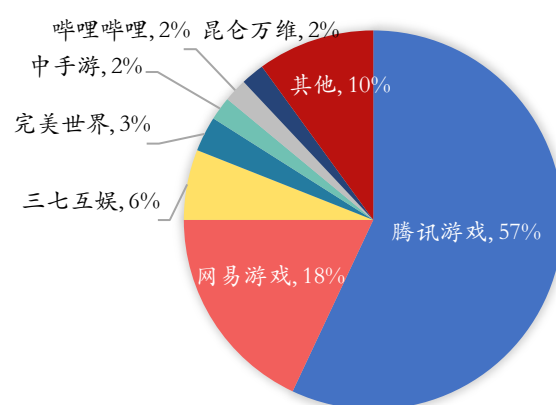
手游行业集中度高, “腾网”市占率保持在 75%左右。手游行业头部集中化趋势明显, 腾讯、网易组成的第一梯队凭借自身流量优势以及“端转手”为代表的精品化游戏的成功, 市占率从 2015 年的 51%快速提升至 2018 年的 90%, 后续逐渐回落稳定在 75%左右。其中, 腾讯市占率近两年维持在 55%以上, 牢牢占据龙头位置, 而同期网易市占率则波动性较大, 2019 年为 18%。在除腾讯、网易之外的二梯队厂商中, 老牌游戏厂商三七互娱和完美世界市占率分别为 6%和 3%, 新兴游戏分发渠道哔哩哔哩、昆仑万维、中手游均各为 2%, CR7 达到 90%, 行业集中度保持在较高水平。

图表 28 15Q2-19Q4 “腾网”手游市占率 (发行口径)



资料来源: 伽马数据, 华安证券研究所

图表 29 2019 年手游行业各厂商市占率 (发行口径)

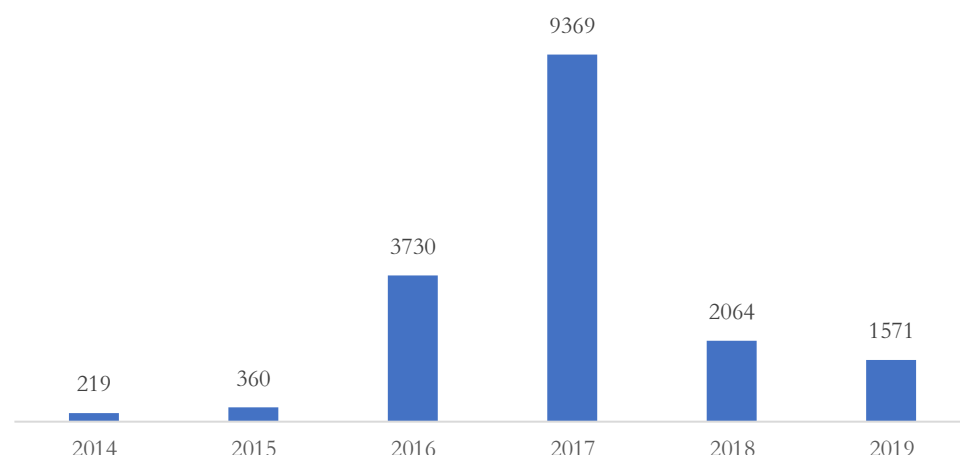


资料来源: 易观, 华安证券研究所

大厂在研发和渠道上的优势是行业集中度高的主要因素, 而版号政策的变化又进一步加速了行业的产能出清。研发门槛方面, 近年来手游精品化、重度化的趋势对于游戏公司的研发费用与研发团队均提出了较高的要求, 目前国内头部游戏厂商的年研发费用超过 2 亿, 研发团队规模在千人级别, 而中小厂商由于资金能力和人才团队的不足, 面临着被淘汰的风险。此外, 大厂更是凭借着其以往成功的端游, 在转为手游时更具优势, 例如 2019 年手游收入前十的游戏中有 7 款属于“端转手”作品, 因此大厂更易延续其

在端游时代的优势。此外，头部厂商对渠道的把控也更强，如腾讯拥有微信（日活超 9 亿）、QQ（日活超 5 亿）、应用宝等组成的超级 APP 矩阵，形成发行和渠道端的垄断地位。政策方面，游戏版号发放逐渐收紧，发放量从 2017 年的 9368 款下降至 2019 年的 1570 款，主要减少棋牌类等大量劣质游戏的发放，因此加速了研发水平低下、储备不足的中小厂商的出清。

图表 30 历年国产游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，华安证券研究所

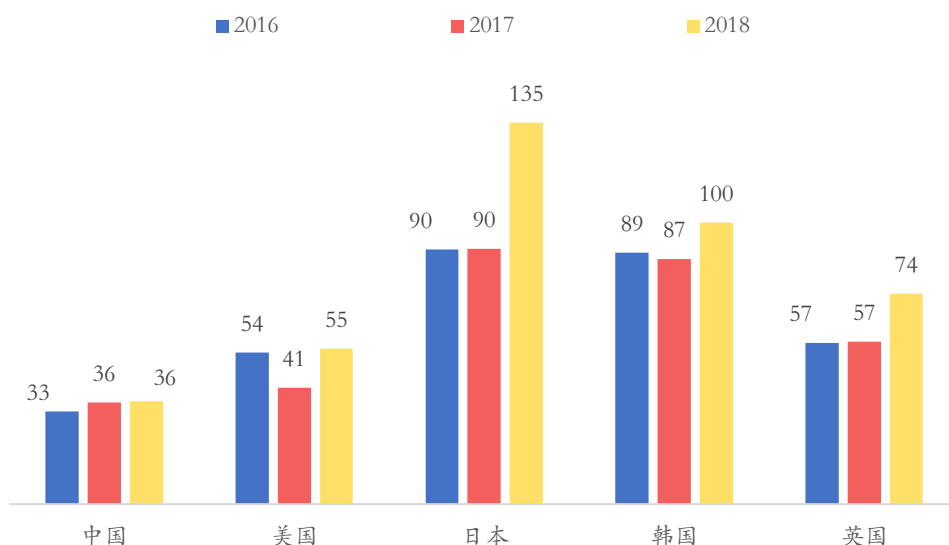
行业集中度进一步提升空间有限，中小研发商机会犹存。2019 年以来，以腾讯、网易为代表的头部游戏厂商的市占率已逐渐趋于稳定，我们认为进一步提升空间有限。一方面是由于头部厂商基本形成各自的基本盘，如腾讯的竞技类游戏以及网易的 MMO 游戏，而少有涉足如二次元、国风、独立游戏等领域，给予了中小研发厂商一定的机会。另一方面，随着抖音等新流量平台以及 Bilibili 等垂直分发渠道的崛起，大厂在渠道端的垄断地位将有所下降，下游渠道分散化。基于以上两点，我们预计手游行业集中度增速边际放缓，中小研发商仍存在突围的可能。

2.3 手游未来增长驱动力：精品化、重度化持续提升 ARPU 值，云游戏有望打开行业天花板

2.3.1 精品化、重度化持续提升 ARPU 值，有望继续驱动行业增长

手游市场 ARPU 值仍有向上提升空间。国内手游市场近年来 ARPU 值呈快速上升趋势，但仍远低于全球其他主要市场。2018 年美国手游市场 ARPU 值约为 55 美元，为中国同期的 1.6 倍；而文化属性与中国更相近的日韩，2018 年手游 ARPU 值分别约为 134 与 100 美元，是同年中国 ARPU 值的 4 倍和 3 倍。我们预计随着国内居民消费能力的提升以及游戏精品化的持续发展，中国手游市场 ARPU 值仍存在广阔的上升空间。

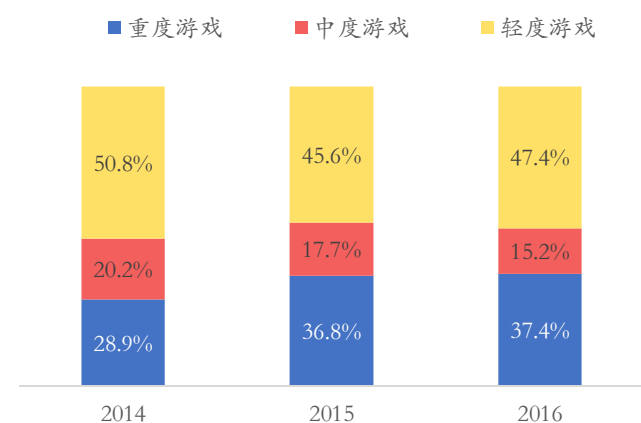
图表 31 全球主要地区手游市场 ARPU 值 (美元)



资料来源: Allcorrect Group, 华安证券研究所

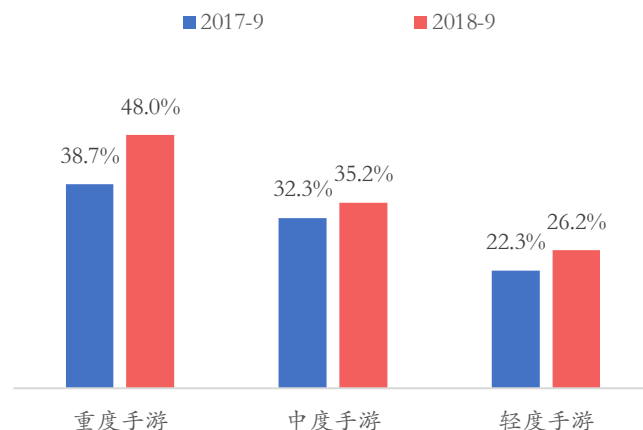
重度化、精品化是提升 ARPU 值的核心动力, 有望驱动行业持续增长。重度游戏主要以策略类 (SLG)、角色扮演类 (RPG)、动作类 (ACT) 和大型多人在线类 (MMO) 为主, 其相对于轻度游戏画面更精湛、玩法更丰富、操作更复杂, 同时研发成本也更高。得益于上述特性, 重度游戏通常更能吸引对游戏体验要求较高、愿意投入大量时间与金钱的重度玩家, 因此重度游戏拥有着相比轻度游戏更高的用户粘性、付费率以及 ARPU 值。目前, 游戏行业重度化、精品化趋势明显, 主要大厂均将 ARPU 值高、付费率高的重度游戏作为重点发展产品。未来随着硬件以及网络技术的迭代升级, 我们看好重度游戏、精品游戏在用户黏性以及付费率方面的优势将被进一步放大, 预计重度游戏占比将在优质研发商的深度参与下进一步提升, 带动 ARPU 值升高, 从而驱动游戏行业持续增长。

图表 32 轻/中/重度游戏市场份额占比



资料来源: 观研天下, 华安证券研究所

图表 33 轻/中/重度游戏付费率对比



资料来源: 腾讯游戏, 华安证券研究所

2.3.2 云游戏有望打开行业增长天花板

云游戏近两年加速发展, 行业变革值得期待。云游戏是以云计算为基础的游戏模式, 由于云游戏的所有数据存储、计算、画面渲染均在云端运行, 其既降低了游戏对于硬件

配置的需求,也减少了数据的存储。近年来游戏云化加速发展,国内外各大厂商纷纷开展布局云游戏业务,索尼在2014年收购云游戏先驱 Onlive 和 Gaikai 的核心技术后,完成了自身云游戏平台的研究;微软、谷歌、英伟达也于2018年、2019年分别推出属于自己的云游戏平台。国内方面,2019年腾讯上线云游戏平台“腾讯即玩”,华为与网易成立5G云游戏联合创新实验室,三大电信运营商也分别与硬件厂商展开合作,如中国移动推出了“咪咕快游”云游戏平台。

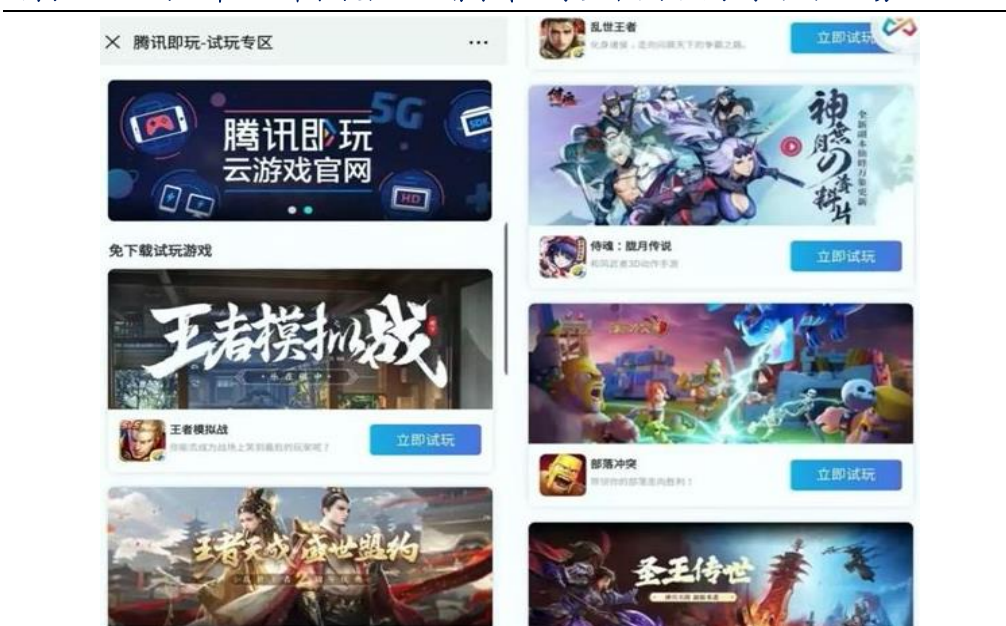
图表 34 各大厂商当前云游戏布局

厂商	年份	云游戏布局
索尼	2015 年	收购云游戏服务商 Onlive, 发布云游戏平台 PlayStation Now, 订阅人数已突破 100 万
谷歌	2019 年	在 14 个国家推出云游戏平台 Google Stadia, 可通过 Chrome 浏览器体验云游戏服务
微软	2019 年	Xcloud 云游戏服务小范围测试, 将于 2020 年发布并扩展至 Windows 10 PC 系统
英伟达	2020 年	发布云游戏服务 GeForce Now, 可绑定第三方游戏平台在任意设备上体验云游戏服务
腾讯	2019 年	与英伟达合作构建 START 云游戏平台, 上线腾讯即玩微信公众号
网易	2019 年	网易雷火与华为联合成立 5G 云游戏实验室, 推出网易云游戏平台
中国移动	2019 年	举办中国移动 5G 快游线下体验活动, 推出 5G 云游戏平台“咪咕快游”
中国联通	2019 年	推出“小沃畅游”云游戏平台, 发布游戏内容供应商招募公告
中国电信	2019 年	推出“天翼云游戏”平台, 与国内规模最大的主机游戏发行商 GAMEPOCH 达成深度合作

资料来源: 华安证券研究所整理

云游戏突破游戏硬件设备局限性,有望打开行业增长天花板。我们认为短期内云游戏的主要应用场景在于通过提供试玩服务,对潜在玩家进行导流,由此提升用户转化率。预计后续随着 5G 的全面普及以及流量成本显著降低,云游戏有望从用户规模与 ARPU 值两方面打开行业增长天花板。用户规模方面,云游戏使得潜在玩家摆脱硬件配置与硬件种类的限制以及降低了硬件的门槛,因而有望进一步扩大用户群体。ARPU 值方面,云游戏可以将原本仅存于 PC 或主机的重度游戏产品无缝拓展至移动端,因此有望提升重度游戏占比,从而带动行业整体 ARPU 值实现增长。

图表 35 “腾讯即玩”平台提供《王者荣耀》等数十款热门手游的试玩服务



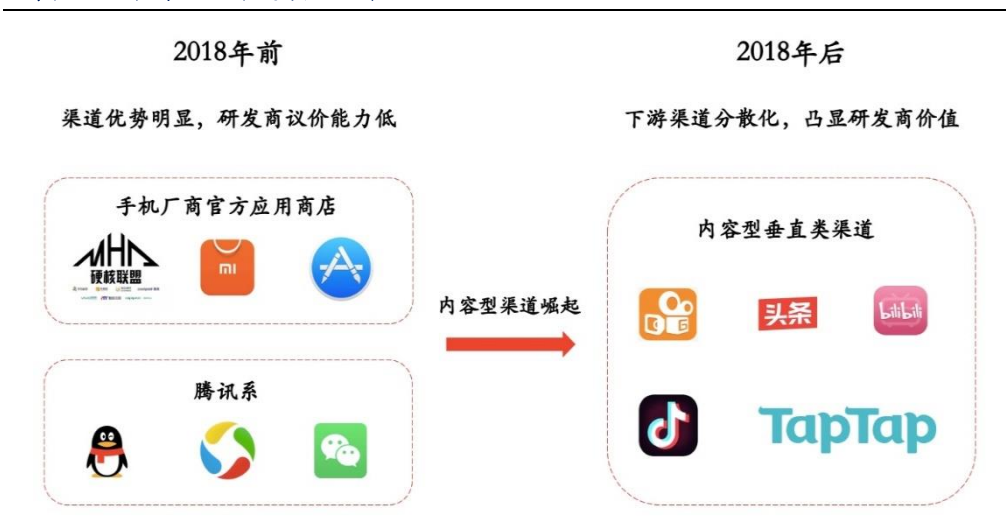
资料来源: 腾讯即玩, 华安证券研究所

2.4 手游下游渠道分散化凸显研发商价值，多品类扩展成为研发商突围关键

2.4.1 产业链下游渠道分散化，进一步凸显研发商价值

手游垂直分发渠道崛起，进一步凸显研发商价值。2018 年以前，手游渠道集中度较高，处于产业链的核心地位。其中由手机厂商推出的官方应用商店，和以应用宝及微信为代表的腾讯系渠道优势地位明显，议价能力强，导致中小研发商利润空间被压缩。2018 年后，随着一批新兴渠道的崛起，应用商店的地位逐渐被削弱，内容型垂直类 APP 如 B 站、TapTap、快手、抖音等凭借鲜明的用户属性和庞大的流量成为手游的重要发放渠道，其通常采用“广告+官网游戏下载”的联运模式，为游戏厂商提供了更低成本的分发渠道和更有针对性的口碑营销。我们认为在下游渠道分散化的趋势下，拥有较强产品力的游戏研发商议价能力将持续提升。

图表 36 手游分发渠道演化过程



资料来源：华安证券研究所整理

2.4.2 上游研发商格局趋于稳定，多品类扩展助力中小研发商突围

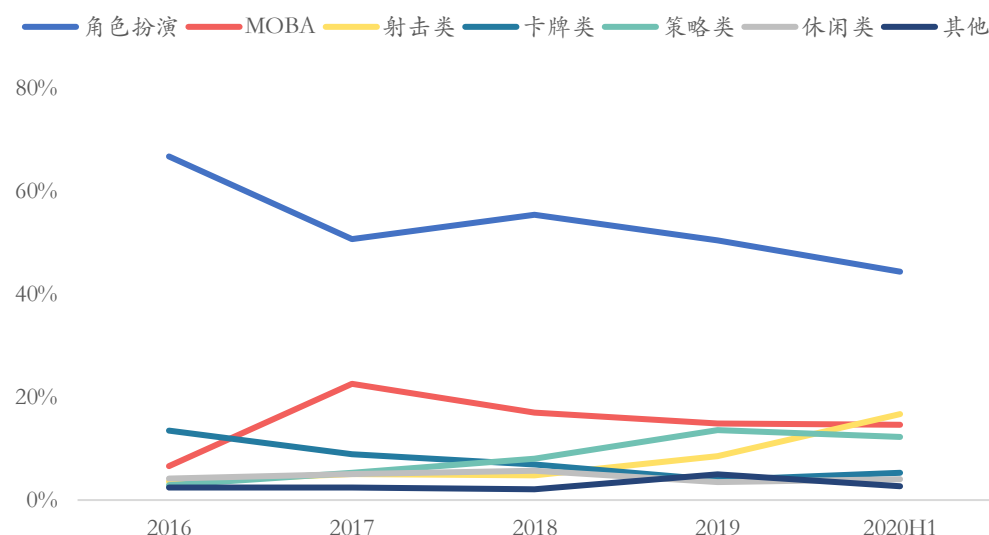
研发商集中度企稳，细分品类机会仍存。近年来，上游研发商的内部格局也有所变化。自 2019 年来，以腾讯和网易的市占率逐渐企稳在 75% 左右，两家厂商集中度进一步提升空间有限。其一方面是由于行业龙头的产品布局趋于固定，例如腾讯主打多人竞技类游戏，而网易的基本盘则为回合制 MMO 游戏；另一方面则是因为不同类型游戏的核心用户群体、竞争要素不同，单一公司很难覆盖所有品类。而在“腾、网”之外，其他中小研发商精品频出，例如鹰角网络的《明日方舟》、莉莉丝的《剑与远征》均在国内市场成为爆款。基于以上两点，我们认为未来“腾网”行业集中度进一步提升空间有限，中小研发商有望借力多品类突围。

2.4.3 多品类扩展看好竞技对抗类、二次元女性向、国风内核等

年轻玩家偏好转变，竞技类游戏迎来发展红利。以玩法来划分，手游可分为：RPG 类（角色扮演）、MOBA 类、射击类、策略类、卡牌类等。其中 RPG 类手游市场规模占比最高，但近年来持续下滑，2020H1 占比为 44%。我们认为 RPG 类占比下降的主要

因为：慢节奏，高重复度的游戏形式已不再受年轻一代的欢迎，而成长在移动时代的95后、00后则更偏爱快节奏、强调竞技对抗的MOBA类、射击类、策略类游戏。因此我们预计受益于手游玩家的低龄化趋势，竞技类游戏将迎来发展红利，看好强调竞技对抗的射击、MOBA类手游。

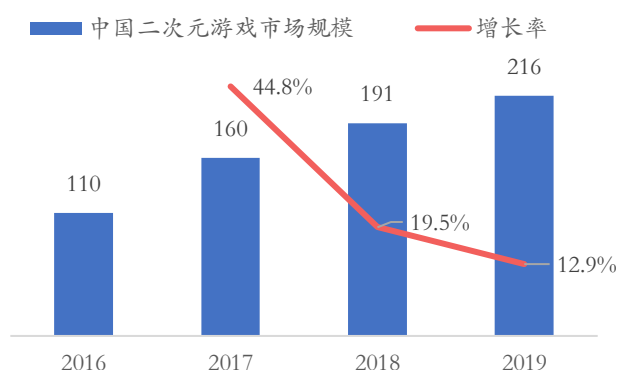
图表 37 2016-2020H1 各品类移动游戏收入占比



资料来源：GPC & IDC，华安证券研究所

二次元手游破圈加速，“女性向”有望成为新风口。近年来，随着二次元手游通过与RPG、卡牌、策略等多种游戏玩法相结合，其逐渐从ACGN亚文化圈走进大众视野，破圈加速。诸如二次元IP衍生卡牌类手游《命运·冠位指定》以及国产原创作品《阴阳师》、《明日方舟》等相继取得较好的成绩。ACGN文化特征明显的核心二次元手游相比成熟市场仍具有较大的成长空间，2019年日本二次元手游品类收入排名前三十中的核心二次元手游收入达23.4亿美元，占日本手游总收入的16.6%。而同期国内核心二次元手游收入为4.3亿美元，占比仅为3.6%，未来依然有较大成长空间。而植根于ACGN文化的“女性向”手游近年逐渐成为二次元游戏的主要发展趋势。一方面二次元游戏侧重于打造与玩家产生情感共鸣的角色，贴合女性玩家恋爱、养成、收集等情感需求，如2018年初的《恋与制作人》，女性用户占比高达94.2%；另一方面，二次元游戏人物风格精致唯美，符合女性用户审美标准，如《偶像梦幻祭》、《刀剑乱舞》、《梦间集》等卡牌类二次元手游，女性用户占比分别达到80%、73%、72%。我们预计，随着女性游戏玩家规模进一步提升，“女性向”游戏有望成为二次元手游的新风口。

图表 38 2016-2019 年二次元游戏市场规模



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

图表 39 “女性向”手游《恋与制作人》游戏截图



资料来源：《恋与制作人》游戏，华安证券研究所

原创手游挖掘国风内核，商业价值有待进一步释放。国风设计植根于中国传统文化，包括神话、三国、青花瓷等经典文化符号，通过文娱产品触达大众生活。在游戏领域，国风设计早在端游时期就已经成为游戏的主流画风，例如《梦幻西游》、《倩女幽魂》、《新剑侠情缘》等大量游戏均采用了精美的仙侠风场景设计和传统的人物造型。相较以往国风仅停留在画风和世界观的层面，近几年的国风类手游更加注重国风这一文化内核与游戏相结合。例如，2018 年网易出品的解谜类手游《绘真·妙笔千山》以《千里江山图》为蓝本，通过破解谜题、物品收集等推动剧情发展，在环境互动中展现青山绿水的独特魅力，TapTap 评分高达 9.4，安装人次超过 138 万；2020 年椰岛游戏出品的模拟经营类手游《江南百景图》为玩家提供明朝江南古镇的城市设计、财政经营等体验，上线 3 个月稳居 iOS 免费榜 Top3，获得销量和口碑的双赢。我们认为国风题材原创手游拥有巨大的年轻化市场，商业价值未来有待进一步释放。

图表 40 《绘真·妙笔千山》游戏截图



资料来源：《绘真·妙笔千山》游戏，华安证券研究所

图表 41 《江南百景图》游戏截图



资料来源：《江南百景图》游戏，华安证券研究所

3 公司业务：《梦三国》成功实现端转手，多款重磅手游有望驱动新一轮增长

3.1 端游起家，《梦三国》奠定公司 MOBA 游戏市场地位

深耕端游十年，《梦三国》奠定公司 MOBA 类游戏市场地位。作为一家成立于端游时代的公司，公司在创立之初便主要致力于精品端游的开发。公司端游代表作《梦三国》

的研发始于2008年，在当时国内MOBA类游戏市场处于空白的情况下，《梦三国》凭借精良的制作，成功从众多国产游戏中脱颖而出，与同时代的《英雄联盟》和《Dota2》位列三大端游MOBA类游戏。此外，公司也积极尝试推进其他精品端游的研发。2015年上线的《梦塔防》沿袭了《梦三国》的背景与引擎技术，是对公司端游品类的拓展；而2019年上线的《元能失控》则属于集主机、端游、手游多终端为一体的独立精品游戏。

图表 42 公司目前在运营客户端游戏梳理

游戏名称	游戏类型	上线时间	运营模式	特点
《梦三国》	MOBA 类	2009 年 12 月	自主运营	长线化运营
《梦塔防》	塔防竞技类	2015 年 4 月	自主运营	沿袭《梦三国》技术与背景
《元能失控》	Roguelike 类	2019 年 4 月	自主运营	独立精品游戏

资料来源：公司公告，WeGame，华安证券研究所

3.1.1 《梦三国》端游：自研自发精品 MOBA 端游，凸显公司长线化运营能力

自主研发实力强劲，首创“国风竞技”概念。公司于2009年推出的首款端游《梦三国》，属于第一批国产MOBA类游戏，其以三国作为历史背景，采用传统的美术风格，在竞技的基础上融入了MMORPG游戏的互动性。同时，该游戏引入了关卡、竞技、战场三类并行的地图，并独创“10v10”、“5v5v5”的对战模式，相较于传统竞技类游戏丰富了玩法及趣味性。2012年《梦三国》月活跃用户数突破500万，是当时国内前三的MOBA类游戏，其他两款分别为《英雄联盟》和《Dota2》。至今，《梦三国》依旧是网吧端游前十的三大MOBA游戏之一。

图表 43 《梦三国》端游游戏画面



资料来源：《梦三国》游戏，华安证券研究所

图表 44 2019 年 12 月网吧热力值排行榜

排名	排名升降	游戏名称	所属厂商	所属分类	热力值
1	—	英雄联盟	腾讯	MOBA	151221983
2	—	穿越火线	腾讯	FPS	25225424
3	↑ 1	QQ飞车	腾讯	REC	4012614
4	↓ -1	地下城与勇士	腾讯	横版格斗	3666034
5	—	逆战	腾讯	FPS	2478843
6	—	Dota2	完美世界	MOBA	2199161
7	—	守望先锋	网之易	FPS	2018184
8	↑ 1	CSGO	完美世界	FPS	1987208
9	↓ -1	梦三国2	电魂网络	MOBA	1813115
10	↑ 1	QQ炫舞	腾讯	MUG	1773699
11	↓ -1	魔兽世界	网易	3D即时	1486854
12	—	梦幻西游	网易	2D回合	1317818
13	—	反恐精英Online	世纪天成	FPS	1051968
14	—	铁甲雄兵	云蟾游戏	MOBA	1043365
15	—	魔域	天晴数码	2D即时	947576

资料来源：顺网科技，华安证券研究所

上线十年仍为网吧热门游戏，凸显公司长线化运营能力。《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，当前位于新品排行榜第二并获得65.7%的推荐率。在上线运营的10年期间，《梦三国》每年更新数个资料片，并持续对游戏内容进行拓展升级，而公司长线化的运营也积累了良好的口碑与庞大的用户群体，游戏热度始终稳居第一梯队。

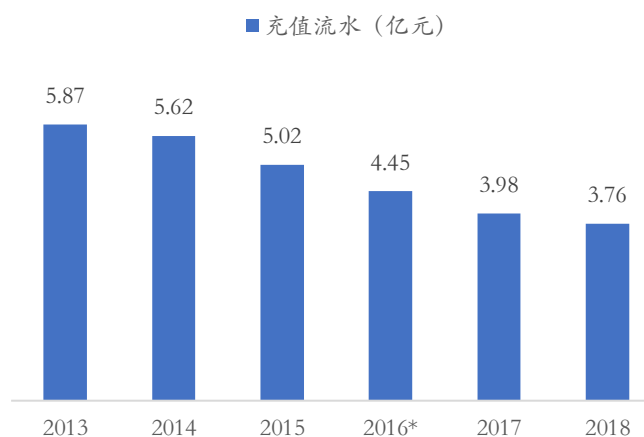
图表 45 《梦三国》端游十年运营历程



资料来源：公司公告，WeGame，游民星空，华安证券研究所

核心用户保持稳定，营收稳健夯实业绩基本盘。《梦三国》端游带来的收入自2013年以来一直保持较为平稳的态势。这一方面是由于MOBA类游戏本身具有较长的生命周期，目前国内的两款头部MOBA类游戏《Dota 2》与《英雄联盟》上线运营的时间均接近十年，但仍保持着千万以上的月活人数。另一方面则是由于公司长线化运营的能力进一步拉长了产品的生命周期，其通过举办“无双杯”、“MPL职业联赛”、“娱乐星赛季”等赛事定期制造热度，保持核心玩家对游戏的关注度，提升用户黏性。2019年，在对《梦三国》端游的商务运营调整和完善后，公司端游收入增速触底反弹，实现收入4.15亿元，同比增长7.45%，其中约3.98亿元来自于《梦三国》端游；2020年上半年得益于接入WeGame平台，《梦三国》端游实现收入2.32亿元，预计端游全年收入较去年将继续有所增加。我们认为受益于MOBA类游戏长生命周期的特点以及公司长线化运营的能力，预计《梦三国》后续收入将继续维持稳定，并持续为公司贡献利润。

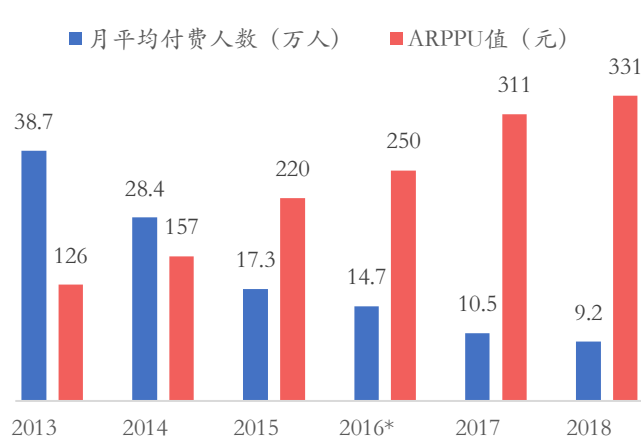
图表 46 2013-2018 年《梦三国》充值流水



资料来源：公司公告，华安证券研究所

*根据 2016 年 H1 公司披露的数据进行全年的推算

图表 47 《梦三国》月平均付费人数与 ARPPU 值



资料来源：公司公告，华安证券研究所

*根据 2016 年 H1 公司披露的数据进行全年的推算

3.1.2 《梦塔防》端游：沿袭“三国”背景，拓展端游产品类别

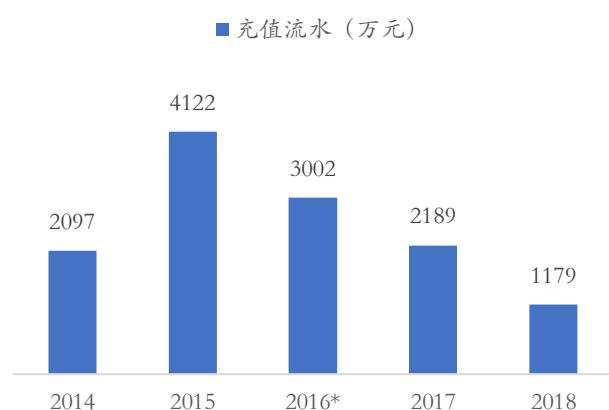
《梦塔防》是公司继《梦三国》之后推出的第二款 PC 端游。游戏采用了与《梦三国》相同的引擎技术与“三国”背景，于 2013 年 10 月开启封闭测试，2015 年 4 月进入公测阶段，2020 年 5 月入驻网易云游戏平台，由公司自主运营。与 MOBA 类的《梦三国》不同，《梦塔防》属于集竞技、养成、策略一体的塔防竞技类游戏，以多人组队塔防为主要玩法，并采用 Q 版的画风，使游戏在体验上更偏休闲。2018 年《梦塔防》月平均付费用户数为 4424 人，ARPPU 值为 224 元，预计未来流水保持稳定。

图表 48 《梦塔防》端游游戏画面



资料来源：《梦塔防》游戏，华安证券研究所

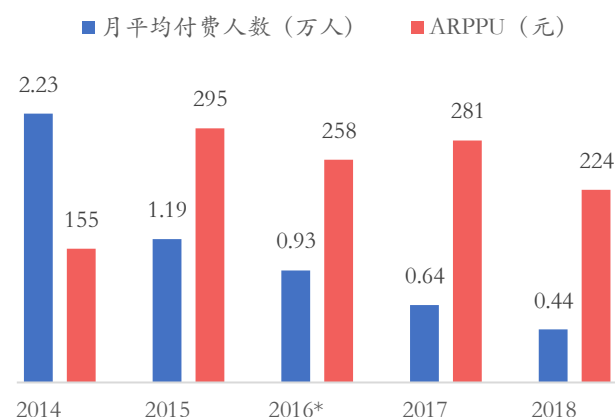
图表 49 2014-2018 年《梦塔防》充值流水



资料来源：公司公告，华安证券研究所

*根据 2016 年 H1 公司披露的数据进行全年的推算

图表 50 《梦塔防》月平均付费人数与 ARPPU 值



资料来源：公司公告，华安证券研究所

*根据 2016 年 H1 公司披露的数据进行全年的推算

3.1.3 《元能失控》：多平台游戏，高口碑表现

《元能失控》是一款集端游、手游、主机为一体的多平台游戏。由专注于独立精品游戏的火花游戏工作室推出，此前该工作室曾出品过获得 Steam 好评率 83% 的游戏《符石守护者》。《元能失控》客户端版本于 2019 年 4 月上线 Steam 平台，2020 年 4 月登陆 WeGame 平台；主机版本同期上线 PS4 与 Nintendo Switch；手游版本已在 2020 年 9 月 1 日取得版号，预计 2021 年上半年上线。

图表 51 《元能失控》端游、手游、主机产品情况



资料来源：《元能失控》游戏，华安证券研究所

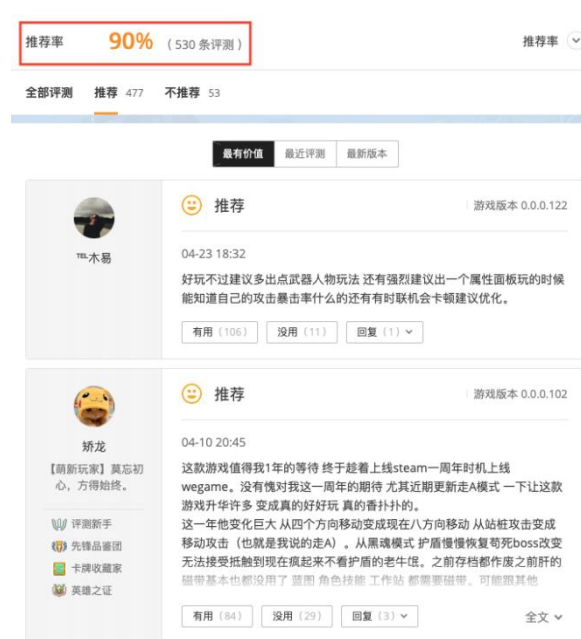
端游版本自上线后，在 Steam 和 WeGame 平台上呈现高口碑。作为一款偏卡通风的 Roguelike 类冒险游戏，《元能失控》融合了 Roguelike 类游戏的随机性以及冒险类游戏的探索性，提供了多个体验游戏乐趣的角度。得益于玩法上的创新，游戏自上架以来获得良好的口碑，Steam 好评率 86%、WeGame 推荐率 90.2%。

图表 52 《元能失控》端游 Steam 评分



资料来源：Steam，华安证券研究所

图表 53 《元能失控》端游 WeGame 评分



资料来源：WeGame，华安证券研究所

3.2 《梦三国》手游推出，助推手游业务快速增长

错失手游第一波红利，2019 年借助《梦三国手游》复刻版成功实现“端转手”。基于《梦三国》端游的玩法与背景，公司曾于 2015 年推出了首款“端转手”作品《梦三国手游》，但其首在上线初期便受到同为 MOBA 类的《王者荣耀》的冲击，加上公司在市场及营销策略上的失误，导致公司错失“端转手”的第一波红利。2019 年公司推出《梦三国手游》复刻版，其相较于前作优化了品质，更加完美地移植了端游的世界观与玩法。游戏自上线以来表现抢眼，推动移动端业绩迅速提升。此外，公司还推出了《梦塔防手游》和《野蛮人大作战》两款手游，完善了公司在移动端游戏的布局。

图表 54 公司目前在运营移动端游戏

游戏名称	游戏类型	上线时间	运营模式	特点
《梦三国手游》	MOBA 类	2015 年（初版）	授权运营（初版）	依托经典 IP
《梦三国手游》复刻版		2019 年 7 月（复刻版）	自主运营（复刻版）	还原端游情怀
《梦塔防手游》	塔防竞技类	2019 年 4 月	自主运营	融合创新
《野蛮人大作战》	IO 类	2017 年 7 月	自主运营	主打游戏品质，高口碑

资料来源：公司公告，TapTap，华安证券研究所

3.2.1 《梦三国手游》：依托经典 IP，2019 年成功实现“端转手”

手游版还原端游情怀，二次上线优化品质，“端转手”终获成功。公司曾在 2015 年便推出了《梦三国》端游的手游版，由旗下的子公司勺子网络自主研发。游戏在保留了《梦三国》端游的基本玩法框架，也针对移动端做了改进，包括简化战斗操作，加快游戏节奏等。《梦三国手游》最初采取授权运营模式，由北京昆仑代理在中国内地以及港澳台地区的运营，3 年授权金为 3000 万元。虽然游戏在推出后取得了不俗的反响，2016

年注册账户数超过 500 万个，但由于同期《王者荣耀》的上线，同为 MOBA 类的《梦三国手游》未达到公司的预期，因此同昆仑万维的合作在 2017 年 6 月终止。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，同年 7 月正式上线，由公司自主运营。游戏相较于前作更加完美地移植了端游的世界观与玩法，比如加入“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，目前 TapTap 平台安装数超过 20 万次，App Store 评分达到 4 星（满分为 5 星）。

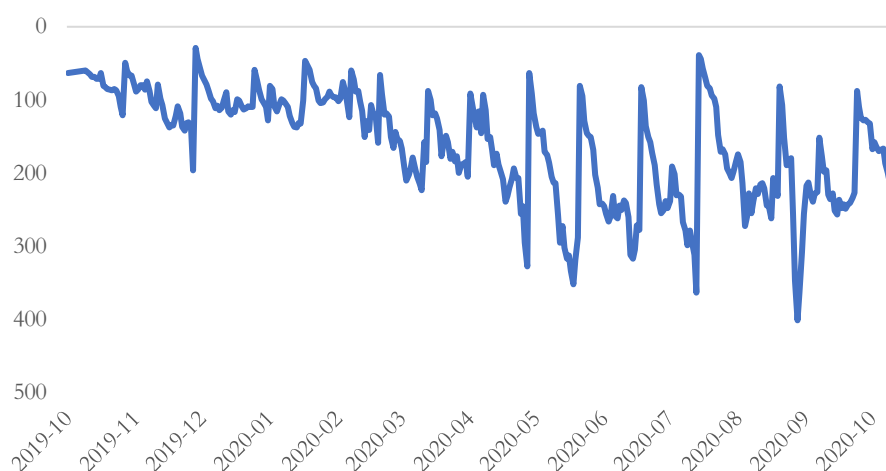
图表 55 《梦三国手游》复刻版游戏画面



资料来源：《梦三国手游》复刻版游戏，华安证券研究所

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为 147 名，最高达到 29 名，目前稳定在 200 名左右。收入方面，在剔除并表游动网络的因素后，公司 2019 年移动端实现收入 1.5 亿元，占营业收入的 21%，同比增长 159%；2020 年上半年实现收入约 1.2 亿元，同比增长约 150%。公司移动端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。基于公司此前在端游方面的长线化运营能力，我们预计《梦三国手游》复刻版将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。

图表 56 《梦三国手游》复刻版近一年 IOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

3.2.2 《梦塔防手游》：融合创新，满足玩家多元化需求

2019 年 4 月上线的《梦塔防手游》是《梦塔防》在移动端的延续。《梦塔防》手游版拥有典型的融合创新特征，以塔防为基础，融入 3V3 实时对抗的竞技模式、时下热门的自走棋玩法等，提升游戏的趣味性，以满足玩家多元化需求。《梦塔防手游》由 BBQ 工作室研发，公司自主运营，收入体量相对较小。

图表 57 《梦塔防手游》游戏画面



资料来源：《梦塔防手游》游戏，华安证券研究所

3.2.3 《野蛮人大作战》：融入休闲性和竞技性特征，获得 Apple Store 和 Google Play 推荐

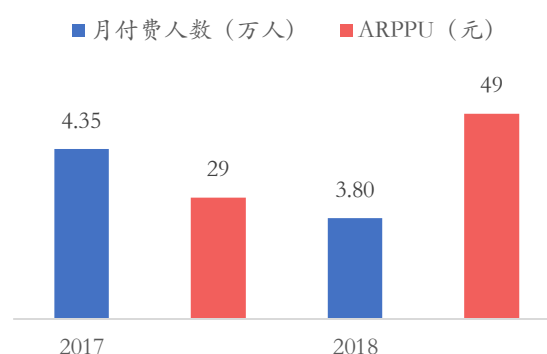
由《梦三国》手游团队打造，创新性同时融入休闲性和竞技性特征。2017 年 7 月，公司旗下的 BBQ 工作室，同时也是《梦三国》手游的团队，推出《野蛮人大作战》手游。该产品是一款像素风、IO 类型手游，在易于上手的核心基调上融入 MOBA 元素，使得游戏同时具有休闲性与竞技性，拥有广泛的受众人群。在口碑方面，游戏获得 TapTap 2017 年度最佳游戏提名，并同时获得 App Store 与 Google Play 的全球推荐，在国产移动端游戏中较为罕见；截止 2018 年末，《野蛮人大作战》获得 TapTap 评分 7.9，下载量超过 200 万次，总注册人数约 3700 万，月活跃人数超过 300 万。其 2018 年收入为 2251 万元，占公司移动端收入比重较低。

图表 58 《野蛮人大作战》手游游戏画面



资料来源：《野蛮人大作战》游戏，华安证券研究所

图表 59 《野蛮人大作战》月平均付费人数与 ARPPU 值



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 并购游动网络助力手游产品线扩充

2019 年以 2.89 亿现金收购游动网络 80% 股权。2019 年 1 月，公司公告以自有资金 2.89 亿元收购厦门游动网络 80% 的股权，其中 1.97 亿元来自变更网络游戏运营平台建设项目募集资金，0.93 亿元来自变更网络游戏新产品开发项目募集资金。2019 年 3 月完成收购同时游动网络并表，共计产生商誉 2.3 亿元。游动网络承诺 2019/2020/2021 年分别实现净利润 5000/6000/7200 万元，且三年利润总额不低于 1.82 亿元，归母净利润总和不低于 1.45 亿元。游动网络已完成 2019 年业绩承诺，实现净利润 5300 万元。

补齐公司产品线，同时有助于开拓海外市场。游动网络作为国内较早的手游开发及运营公司，在宫廷类与养成类的游戏细分领域较为知名，目前运营的手游包括《坦克大战》、《小宝当皇帝》、《商战创世纪》等。同时游动网络拥有丰富的项目储备，例如《鹿鼎记》、《胭脂妃》等，能够对公司的产品线起到补齐的作用，使其在细分领域取得领先地位。此外，游动网络海外运营经验丰富，公司的养成类游戏，在东南亚、日韩、港澳台地区都取得了优异的成绩，有助于公司开拓海外市场。

图表 60 游动网络《小宝当皇帝》手游游戏画面



资料来源：《小宝当皇帝》游戏，华安证券研究所

养成类手游有望持续为公司贡献利润，推动业绩增长。游动网络成立于 2011 年，2017/2018/2019 分别实现收入 0.62/1.17/1.56 亿元；实现净利润-288 万/2317 万/5300 万元，保持快速增长。其中养成类、宫廷类手游是游动网络近两年的主要营收来源，此类游戏操作简便、上手门槛低，目标用户年龄段集中在 40-50 岁之间，具有较强的消费能力；虽然游戏的生命周期较短，但由于玩家群体稳定且付费能力较强，因此预计游动网络未来有望不断推出类似的模拟养成类游戏，保持收入和业绩的稳定增长。

3.4 后续手游项目储备丰富，多款重磅游戏蓄势待发

今明两年手游大作厚积薄发，未来可期。公司近年持续加大研发投入，积极打造精品游戏，加强移动端的游戏储备。公司 2020 年 Q4 计划上线多款重磅新作，分别是《X2 解神者》、《我的侠客》以及《2047》；2021 年预计推出基于超级 IP 的《DC：巅峰战场》、《元能失控》与《野蛮人大作战 2》三款手游。

图表 61 公司 2020 年和 2021 年拟上线手游产品

游戏名称	类型	预计上线时间	版号情况	运营模式	特点
《X2 解神者》	二次元 ARPG 类	2020 年 10 月	2020 年 5 月 28 日取得版号	自主运营	布局二次元市场，获市场高度关注
《我的侠客》	开放世界策略 RPG 类	2020 年 11 月	2019 年 12 月 20 日取得版号	腾讯独家代理	创始人亲自操刀，口碑优异
《2047》	卡牌类	2020 年 Q4	2020 年 8 月 21 日取得版号	自主运营	独立精品游戏
《DC：巅峰战场》	MOBA 类	2021 年 H1	2020 年 8 月 6 日取得版号	自主运营	知名 IP
《野蛮人大作战 2》	IO 类	2021 年	未取得版号	自主运营	有望延续前作优异口碑
《元能失控》手游	Roguelike 类	2021 年 H1	2020 年 9 月 1 日取得版号	自主运营	独立精品游戏

资料来源：公司公告，TapTap，游戏官网，华安证券研究所

3.4.1 《X2 解神者》：内测期间因剧情出现较大争议，后续表现仍可期

公司首款重磅二次元游戏，世界观宏大、画风精美。《X2 解神者》是公司旗下 SIVA 工作室出品的二次元 ARPG 类游戏，其以文明的毁灭为背景，通过引入大过滤器的概念将科学与古代神话相结合，构建起了一个宏大的世界观。同时游戏拥有新颖的美术风格与角色设计，每个神话阵营的游戏人物既具备独特的文化元素，也加入了些许现代风格，体现出角色的设计感。此外，《X2 解神者》还引入了 Roguelite 元素，增加地图、关卡以及能力成长的随机性，给予玩家丰富的战斗体验，提高了游戏的惊喜感。

图表 62 《X2 解神者》游戏海报



资料来源：《X2 解神者》游戏，华安证券研究所

图表 63 《X2 解神者》游戏世界观概览



资料来源：《X2 解神者》游戏，华安证券研究所

《X2 解神者》还未上线就获高关注度，进入 TapTap 关注度最高的二次元手游 TOP 20。《X2 解神者》的研发始于 2018 年，其先后在 2019 年 11 月与 2020 年 4 月进行了两次小规模内部测试。2020 年 5 月获得版号后，游戏于 7 月 29 日开启不限量删档计费测试。得益于游戏优良的制作和画面，《X2 解神者》在测试期间便获得了二次元玩家的高度关注。目前，《X2 解神者》在 TapTap 预约人数超过 76 万，关注量约 84 万，在关注度上与近年来热门的二次元手游如《食物语》（2020 上半年流水约 8.4 亿元）、《恋与制作人》（2020 上半年流水约为 2.2 亿元）处于同一个数量级，属于 TapTap 关注度 TOP

20 的二次元手游；同时，游戏在 Bilibili 平台收获约 85 万的预约，超过 6 万位玩家进行了评论。

图表 64 TapTap 关注度 TOP 20 二次元手游梳理

排名	TapTap 关注度 (万)	游戏名称	玩法	上线时间	研发商/发行商	国服流水情况 2020H1
1	442.4	《明日方舟》	塔防、策略	2019/4	鹰角网络	9.5 亿元
2	406.5	《原神》	冒险	2020/9	米哈游	-
3	400.7	《崩坏 3》	战斗、ARPG	2016/10	米哈游	13.3 亿
4	248.8	《战双帕弥什》	ARPG、动作	2019/1	库洛游戏	5.3 亿
5	238.1	《阴阳师》	卡牌	2016/6	网易游戏	23.2 亿元
6	206.5	《FGO》	卡牌	2016 年	DELIGHTWORKS Bilibili 游戏	5.3 亿
7	164.7	《公主连结》	卡牌	2020/4	Cygames Bilibili 游戏	8.4 亿元
8	162.1	《碧蓝航线》	卡牌、养成	2017/5	上海蛮啾、厦门勇仕 Bilibili 游戏	2.9 亿元
9	161.8	《永远的 7 日之都》	RPG	2017/11	网易游戏	0.8 亿元
10	120.8	《阴阳师：百闻牌》	卡牌	2019/12	网易游戏	1.4 亿元
11	113.6	《少女前线》	策略	2016/7	暗冬网络 散爆网络	0.9 亿元
12	105.0	《闪耀暖暖》	养成、女性向	2019/8	叠纸游戏	5.3 亿元
13	103.7	《魂器学院》	放置、养成	2019/10	傲娇工作室	-
14	102.0	《食物语》	养成、女性向	2019/9	天梯互娱 腾讯	2.4 亿元
15	85.6	《X2 解神者》	ARPG	2020/10	电魂网络	-
16	84.7	《恋与制作人》	恋爱、养成	2017/12	叠纸游戏	2.2 亿元
17	84.2	《山海镜花》	卡牌	2020/4	游族网络	2 亿元
18	77.6	《双生视界》	射击养成	2019/11	西山居 Bilibili 游戏	0.5 亿元
19	52.1	《未定事件簿》	女性向、推理	2020/6	米哈游	-
20	51.3	《影之诗》	卡牌、策略	2018/4	Cygames 网易游戏	-

资料来源：TapTap，Bilibili，游戏官网，华安证券研究所

7 月份内测期间文案、剧情引发争议，导致游戏口碑承压。《X2 解神者》在 7 月 29 日开启不限量删档计费测试后，部分玩家对游戏的文案表达了不满，认为游戏在剧情设

定上过于注重角色之间的关系，而忽视了玩家的感受与体验。事件发酵后，游戏遭受大量差评，TapTap 评分由 9.1 下降至 4.6，口碑承压；官方随即作出道歉，并承诺替换文案主笔、修改剧情内容、以及在后续正式上线后发放福利。目前《X2 解神者》仍在持续推进剧情的修改与文案的优化，预计 10 月 22 日全平台上线。

图 65 《X2 解神者》文案事故以及官方致歉信



资料来源：Bilibili，《解神者》官网，华安证券研究所

二次元游戏“文案事故”并非罕见，后续表现仍可期。回顾历史，近年来热门的二次元手游，如《战双帕弥什》、《崩坏 3》均遭遇过类似的情况。同为二次元手游的《双生视界》上线初始甚至发生了同样涉及到主线剧情与 NTR 的类似文案事故。这一方面是由于二次元群体更为注重游戏剧情，对剧情和文案水准的要求较高；另一方面则是因为该群体大都集中在 15-30 岁的年龄段，掌握着丰富的发声渠道，使得游戏中的瑕疵更容易被放大，造成广泛的“事故”。我们认为作为一款高关注度的二次元手游，《X2 解神者》在测试阶段遭受争议属于正常现象。考虑到《X2 解神者》颇具深度的世界观设定与优秀的美术风格，预计在制作组对争议剧情做出调整并正式上线后，游戏口碑有望逐渐回暖，后续表现依旧可期。

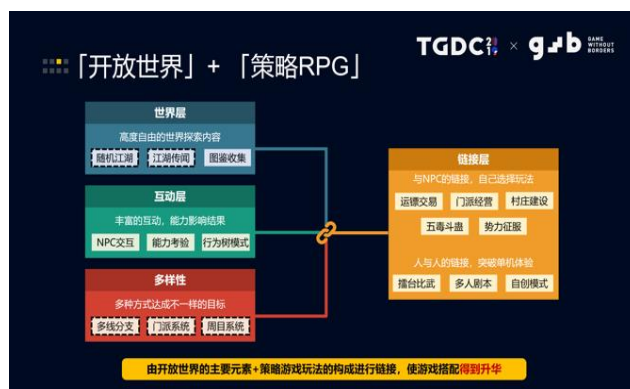
3.4.2 《我的侠客》：知名制作人亲自操刀，首测表现优异

重磅武侠类大作由创始人亲自操刀，主打开放世界观。《我的侠客》由公司联合创始人，同时也是知名游戏制作人余晓亮亲自操刀的移动端游戏，已签约极光计划由腾讯独家代理。《我的侠客》属于国风类手游，主打“复古武侠”、“开放世界”、“策略 RPG”三个概念，内容丰富且细腻，具有高重复可玩性。在画风上，《我的侠客》采用了传统的水墨风格，呈现出一种古朴之美，其战斗画面质量远优于市场上的同类复古武侠作品。而“开放世界”、“策略 RPG”两个概念则直击用户痛点，满足了武侠类游戏玩家长期以来的诉求。《我的侠客》通过极高的自由度、丰富的 NPC 和物件互动，提升了游戏的真实感，在保证玩家可以不受约束地探索游戏中的武侠世界的同时，又增强了重复可玩性。

图表 66 《我的侠客》游戏画面



图表 67 《我的侠客》游戏架构



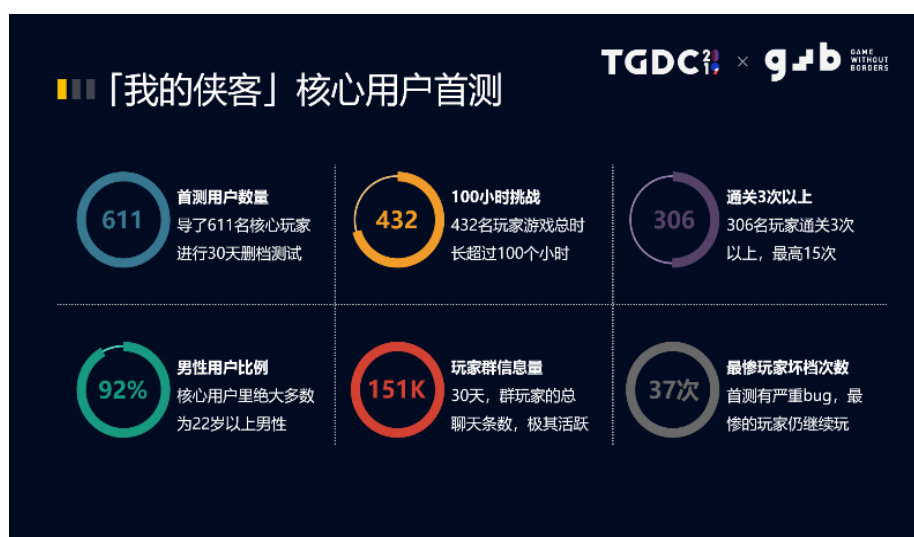
资料来源：《我的侠客》游戏，华安证券研究所

资料来源：TGDC，华安证券研究所

满足细分领域玩家长期诉求，有望释放核心玩家付费潜力。自 1996 年的《金庸群侠传》之后，国产开放世界武侠类游戏便长期是一块空白，其主要原因系打造该品类游戏需要耗费大量的研发资源，而该玩家群体虽然基数大、黏性强，付费意愿高，但受制于单机游戏一次性买断的付费方式，其付费潜力无法得到完全释放，导致游戏营收不足以覆盖研发成本。然而《我的侠客》融合了单机游戏与抽卡手游两种付费模式，一方面休闲玩家可以通过 18 元的充值，解锁完整版游戏；另一方面核心玩家则可以通过抽卡、开箱等付费项目，获得更丰富的游戏体验。因此预计游戏有望完全释放核心玩家的付费潜力，改变开放世界武侠类游戏“叫好不叫座”的现状。

首测反馈良好，由腾讯独家代理。在 2019 年初的首测中，《我的侠客》收获了良好的反馈，95.4% 的用户对游戏的内容和设定感到满意，70% 以上的用户平均每天游戏时间超过 3 小时，表现远优于其他产品。2019 年 6 月 12 日，公司与腾讯签订独家代理协议，同年 12 月 20 日获得游戏版号；2020 年 8 月 20 日游戏开启付费测试，预计 2020 年 11 月上线。最新的 TapTap 评分高达 8.7，预约人数达到约 44 万。

图表 68 《我的侠客》首测数据



资料来源：TGDC，华安证券研究所

3.4.3 《DC：巅峰战场》：依托顶级 IP，发力海内外市场

研发能力获华纳兄弟肯定，被授权顶级 IP 进行游戏开发。因认可公司的游戏研发实力，华纳兄弟公司于 2018 年与电魂网络签订合作协议，授权公司使用 DC 漫画中的核心角色来进行游戏开发。公司在合作的基础上，于 2019 年开始研发 MOBA 类移动端游戏《DC：巅峰战场》，其引入“蝙蝠侠”、“超人”、“绿灯侠”、“哈莉·奎因”以及“神奇女侠”等知名 IP 作为游戏中的角色，使玩家可以在游戏中使用 DC 超级英雄来进行组团与对战。此前，《DC：巅峰战场》在东南亚地区的测试情况良好，并于 2020 年 8 月 6 日取得进口游戏版号。我们预计，《DC：巅峰战场》在 2021 年初上线运营后，有望依托 DC 超级英雄在全球范围内极高的影响力，在海内外均获得可观的关注度与流量，推动公司 2021 年移动端的业绩提升，并为公司游戏“出海”助力。

图表 69 《DC：巅峰战场》游戏海报



资料来源：《DC：巅峰战场》游戏，华安证券研究所

3.4.4 《野蛮人大作战 2》：继承前作优良水准，有望实现高口碑向高回报转化

续作继承前作优良制作水准，预计在 2021 年推出。此前，《野蛮人大作战》曾在欧美以及东南亚市场取得活跃用户数过百万、登顶越南 DAU 排行榜等优异的成绩。《野蛮人大作战 2》延续前作像素化的风格、IO 与 MOBA 类型相结合的玩法，有望成为一款优质的手游。此外，我们预计公司在引入具有丰富经验的商务团队后，将实现《野蛮人大作战》系列从高口碑到高回报的转化。

4 公司核心竞争力：研发和创新为内核，外延布局持续发力

4.1 研发驱动：核心制作人能力突出，优秀研发团队矩阵

公司研发能力已多次获得市场肯定。在创立之初，公司便展现出强大的研发实力。其首款自主研发的端游《梦三国》，与《英雄联盟》和《Dota2》同为三大 MOBA 类端游。凭借优质的制作水准和长线运营能力，《梦三国》在线上 10 年后依然保持有相当的玩家基数，流水稳定，腾讯也在 2020 年将其接入 WeGame 平台，并放置于首页推荐。

近年来，公司又持续打造出多款精品游戏：1) 2017 年上线的 IO 类游戏《野蛮人大作战》罕见地同时获得 App Store 与 Google Play 的全球推荐，并在海外获得超过百万的活跃玩家；2) 2019 年推出的多平台精品游戏《元能失控》则刷新了公司在 Steam 以及 WeGame 的评分新高。3) 此外，由于认可公司的游戏研发实力，华纳兄弟公司于 2018 年与电魂网络签订合作协议，授权公司使用 DC 漫画中的核心角色来进行游戏开发。

优秀的游戏制作人才是公司研发驱动的基石。游戏行业的核心要素在于人才，而拥有一批经验丰富、曾多次打造出爆款游戏的制作人团队是公司研发驱动力的基石。目前，公司的核心制作人包括余晓亮、蔡剑卫、于佳、陈航、吴诗华等。其中，余晓亮是公司的联合创始人，曾打造出包括《梦三国》、《QQ 堂》、《QQ 幻想》等多个爆款游戏，拥有十分丰富的游戏制作经验，曾被誉为中国十大金牌游戏策划之一。公司海外项目中心负责人蔡剑卫也曾担任过腾讯游戏主策划，其于 2017 年带领 BBQ 工作室研发出《野蛮人大作战》，并获得超好玩“年度最佳制作人”称号。此外，天元工作室总裁于佳、《梦三国手游》复刻版制作人陈航、电梦网络 CEO 吴诗华也均是拥有丰富行业经验的制作人。

图表 70 公司核心游戏制作人

制作人	公司职位	主要参与的游戏项目	简介
余晓亮	公司董事	《梦三国》端游 《我的侠客》手游	2003 年进入游戏行业，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》主策划、以及《QQ 堂》主策划。于 2008 年联合创立电魂网络，并打造出公司龙头产品《梦三国》，被誉为中国十大金牌游戏策划之一
蔡剑卫	海外项目中心 负责人	《梦塔防》手游 《野蛮人大作战》手游	2005 年进入游戏行业，曾担任腾讯游戏主策划、游戏项目负责人等，先后制作过《Q 宠大乱斗》与《QQ 水浒》两款游戏；于 2015 年起担任公司海外项目中心负责人，2017 年凭借现象级游戏《野蛮人大作战》获得超好玩“年度最佳制作人”称号
于佳	天元工作室总裁	《梦三国 2》端游 闪电玩平台	2007 年进入游戏行业，曾任知名游戏公司 GAMANIA 的产品经理；2009 年加入公司，先后担任产品总监与《梦三国 2》执行制作人，现担任天元工作室总裁，专注于 H5 游戏
陈航		《梦三国手游》 复刻版	2010 年加入公司，曾担任《梦三国》端游的产品经理，现为《梦三国手游》复刻版制作人
吴诗华	电梦网络 CEO	《X2 解神者》手游	曾任职于知名游戏公司新瑞狮，后加入腾讯，拥有丰富的游戏策划经验，目前为公司旗下手游子公司电梦网络 CEO，同时为《X2 解神者》制作人

资料来源：华安证券研究所整理

优秀研发团队矩阵保证公司游戏产品质量。不同于其他游戏公司，电魂网络为保证游戏产品质量，确保游戏开发专注度，确立了“一个工作室负责一款游戏”的业务架构。伴随着游戏项目数量的增加，公司近年来逐渐形成多个优秀的游戏工作室，其中包括：由《光影对决》的老成员组成的 SIVA 制作委员会、曾出品过《野蛮人大作战》的 BBQ 工作室、致力于打造优秀武侠游戏的癫疯派制作组、国内一线的 H5 游戏团队天元工作室，以及专做精品独立游戏的火花工作室。此外，2019 年公司通过股权激励的方式，保证了人才队伍的稳定性，其研发团队规模在 2020 年达到 582 人，为历史最高水平。我们认为得益于公司对人才体系建设的重视，旗下的各个工作室规模将稳中有升，未来有望持续打造出多款高质量游戏。

图表 71 公司旗下主要工作室

工作室名称	代表作	简介
SIVA 制作委员会	《X2 解神者》	是公司打造《X2 解神者》而成立的一家工作室，部分成员来自于《光影对决》制作组
BBQ 工作室	《梦塔防》 《野蛮人大作战》	为公司旗下老牌工作室，由蔡剑卫负责，出品过《梦三国手游》《梦塔防手游》与《野蛮人大作战》三款游戏，团队成员均拥有丰富的制作经验
癫疯派制作组	《我的侠客》	工作室已成立三年，最初由五个金庸爱好者组成，目前专注于《我的侠客》的研发、优化，由公司创始人余晓亮负责
火花工作室	《元能失控》	是一个专做独立精品游戏的工作室，此前曾出品过获得 Steam 好评率 83% 的游戏《符石守护者》
天元工作室	闪电玩平台	属于国内一线的 H5 游戏工作室团队，致力于 H5 和小游戏的研发、发行、运营和推广，其注重“以精品拓市场”，由《梦三国 2》制作人于佳负责

资料来源：华安证券研究所整理

4.2 创新驱动：坚持游戏类别差异化，创新基因根深蒂固

创始人具有创新基因，坚持游戏类别差异化。作为公司创始人与核心制作人的余晓亮以产品和技术出身，始终致力于做出与市场上有差异性的游戏。因此公司在创立之初，便以创新驱动为导向，力求游戏内容形成差异化。公司打造的第一款游戏《梦三国》首创了“国风竞技”的概念，并在 MOBA 类传统“5V5”对战的基础上，加入“10V10”与“5V5V5”两种对战模式，其在技术上与玩法上均属于突破性的创新。另外，公司 2017 年推出的游戏《野蛮人大作战》则属于第一批轻度竞技类游戏，其采用了少见的像素风格，并创造出技能随机获取、组合的原创玩法，使得游戏的打击感与趣味性远优于市面上其他的 IO 类游戏。

图表 72 公司游戏玩法与创新点梳理

游戏名称	玩法	创新点
《梦三国》	MOBA+MMORPG	在画风方面，首先提出了“国风竞技”的概念，使游戏呈现出东西方文化相融合的特色；在玩法方面，游戏创新地加入了 10V10 与 3V3V3 的两种对战模式，在当时尚属先例
《梦塔防》	塔防+竞技	游戏以竞技、多人组队塔防为主要战斗形式，融合了剧情关卡、竞技对抗、攻城战役等玩法，曾获得 2014 年“最具创新游戏奖”
《元能失控》	Roguelike	游戏在画风方面不同于以往的 Roguelike 类游戏，属于偏卡通的风格
《梦三国手游》	MOBA+MMORPG	与其他“端转手”游戏的做减法不同，游戏选择完全还原端游的体验，在移动端游戏的设计思路方面做出了创新
《野蛮人大作战》	IO+MOBA	在画风方面，游戏使用了少见的像素风格；在玩法方面，得益于公司在竞技类游戏上的经验，游戏中的技能均属于原创，并创新地使用了随机获取、组合的方式，使得其打击感与趣味性远优于市面上其他的 IO 类游戏

资料来源：华安证券研究所整理

图 73 《梦三国》“10V10”玩法游戏画面



资料来源：《梦三国》游戏，华安证券研究所

图 74 《野蛮人大作战》技能组合截图



资料来源：《野蛮人大作战》游戏，华安证券研究所

公司文化以创新为导向，未来有望继续打造出差异化产品。经过 10 余年的发展，公司的创新基因也早已根深蒂固，体现在研发新游戏时将质量与创新作为重中之重。从公司 2020 年即将推出的数款游戏来看，《X2-解神者》通过加入格斗类元素和 Roguelite 元素，与其他二次元游戏形成差异；而《我的侠客》则属于国内罕见的开放世界武侠类手游，其玩法及品类均属于国内的首创，契合该领域玩家长期以来的需求，是余晓亮的“情怀之作”。我们认为，在目前中小研发商借力多品类突围的背景下，公司坚持以创新作为驱动力，有望打造出与市场形成差异化的高质量游戏作品从而得到市场和玩家的双重认可。

图 75 《X2 解神者》格斗场景



资料来源：《X2 解神者》游戏，华安证券研究所

图 76 《我的侠客》水墨风过场动画



资料来源：《我的侠客》游戏，华安证券研究所

4.3 外延驱动：以电魂创投为平台绑定优质研发商，同时积极拓展游戏相关产业

通过对外投资绑定优秀研发商。在培养内部研发团队的同时，公司也通过电魂创投作为投资平台，凭借其在游戏行业深耕多年的经验，寻找并绑定外部优质研发商。其中代表性的团队包括：专做像素风格游戏的孢子游戏，做出高口碑二次元游戏《工匠与旅人》的天空盒，专注于休闲品类的七号笔迹，独立游戏研发商野火数字科技、以及游戏发行商斧王网络等。受益于此类投资的合作模式，优秀研发商能够在保持一定独立性的基础上，得到资金支持，有利于其开发出成功的作品；而公司则通过投资，对细分游戏

品类进行广泛的布局，并有望在未来通过代理产品或吸收其中部分团队，进一步丰富公司产品矩阵以及加强公司研发实力。

图表 77 电魂创投投资的部分游戏研发商梳理

公司名称	持股比例	公司类型	简介
起源优游	40%	游戏研发	专做 H5 游戏，旗下热门游戏有《王座守护者》
的彩网络	30%	游戏研发运营	专做精品页游，当前上线的热门游戏有《神仙与妖怪》
天空盒	20%	游戏研发	核心团队拥有十年的游戏研发经验，长期专注于研发手游、VR 游戏，目前上线了高口碑游戏《工匠与旅人》，已由 Bilibili 发行
掌奇网络科技	20%	游戏研发	专做 H5 游戏，旗下热门游戏有《摩天都市》、《天丛云之剑》
野火数字科技	18%	游戏研发	是一家国产独立游戏研发商，旗下有 2D 横板硬核 ARPG 独立游戏《斩妖行》，由 Bilibili 发行
斧王网络	17.66%	游戏研发发行	旗下有专注于精品 AVG 出品的独立品牌“旅人计划”，也有面向全球市场提供创新玩法的平台“爱玩玩”，核心成员均有超过十年游戏行业从业经验
七号笔迹	14.5%	游戏研发	是一家专注于 H5 和 APP 的研发厂商，只做休闲品类，目前拥有《快乐点点消》《消除大作战》《梦幻消消乐》三款产品
摩西科技	13.4%	游戏化营销	成立于 2019 年 7 月，核心团队有近十年游戏行业经验，主要做游戏化营销
兵峰科技	12%	游戏研发	制作团队主要成员来自成都知名游戏研发商数字天空和简乐互动，擅长 3D 类二次元卡牌游戏、挂机游戏、塔防游戏，代表作有：《放置女武神》
指上缤纷	9.75%	游戏研发发行	是一家集研发、发行为一体的 H5 游戏厂商，主要做传奇品类，代表作包括：《新西游》、《武侠 ol》等
孢子游戏	7.67%	游戏研发	是由像素游戏爱好者组成的小型独立游戏工作室，代表作有《咚嗒部落》、《马赛克英雄》

资料来源：公司公告，华安证券研究所

积极拓展游戏产业其他相关领域，未来有望与现有业务形成联动效应。除了投资优秀研发商团队以外，电魂创投还涉及泛娱乐产业其他领域。电魂创投早在 2017 年便投资了作为头部游戏主播经纪公司与 MCN 机构的大鹅文化，以探索新的游戏宣传方式。未来公司有望引入直播、短视频等新媒体形式，在拉长已上线游戏的生命周期的同时，加强对新游戏的宣发力度。电子竞技方面，公司于 2019 年投资奥义电竞，未来将打造为普通玩家举办的电竞赛事。此外，公司还围绕游戏产业，多维度布局了电竞大数据分析、游戏出海等业务。未来有望与公司现有游戏业务形成联动效应，从而形成完整的游戏产业生态链。

图表 78 电魂创投游戏相关产业投资梳理

公司名称	持股比例	公司类型	简介
奥义电竞文化	25%	电竞赛事服务	是一家电竞赛事管理服务商，主要提供电竞赛事执行、设备检测、视频制作等相关服务
四方格	24%	游戏媒体	是一家集游戏、科技一起的媒体公司，主要负责游戏、VR 和电竞的媒体传播。

白鲸网络	2.5%	游戏出海	成立于 2014 年，是一家致力于服务中国泛互联网企业走向海外的综合服务平台，涵盖出海资讯、数据、出海服务、以及社群社区等
大鹅文化	1%	电竞直播 经纪业务	致力于移动电竞直播经纪业务，创始团队来自腾讯、YY 等顶尖互联网公司，有丰富的运营经验和平台资源积累，以及打造明星主播的经验；今年三月与小象互娱完成合并，奠定游戏 MCM 龙头地位

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 10.47/14.75/18.03 亿元，同比增长 50.2%/40.9%/22.2%，归母净利润分别为 4.01/5.62/6.94 亿元，同比增长 75.7%/40.2%/23.6%。主要核心假设包括：

- 1) 客户端游戏：**公司目前客户端游戏收入主要来自《梦三国》端游。受《梦三国》端游 2020 年 1 月接入 Wegame 平台以及 9 月推出十周年活动吸引老玩家回流等因素影响，预计 2020 年收入将有稳中有升。此外，基于 MOBA 类端游长生命周期的特点以及公司长线运营的能力，预计端游收入后续有望企稳，同时毛利率保持稳定。因此，我们预计公司 2020-2022 年客户端游戏收入分别为 5.25/5.40/5.13 亿元，同比增速分别为 26.7%/2.8%/-5.0%。同时预计 2020-2022 年客户端游戏毛利率稳定在 89.0%。
- 2) 移动端游戏：**受疫情因素对于线上娱乐的提振效应，预计公司目前在运营手游收入在 2020 年将有大幅度提升；此外，公司目前储备有多款重磅手游，其中《X2 解神者》与《我的侠客》预计于 2020 年 Q4 上线，而 2021 年后，《DC：巅峰战场》、《野蛮人大作战 2》等新游将陆续推出。在行业保持较快增长、且公司新游戏稳步推出的背景下，我们预计公司 2020--2022 年移动端游戏收入将有大幅提升，分别为 3.16/6.87/9.96 亿元，同比增速分别为 133.6%/117.3%/45.0%。由于公司 2020 年后新上线的手游多为授权/联合运营，且公司采用净额法确认收入，因此我们预计 2020-2022 年移动游戏毛利率逐年提高，分别为 76.3%/76.6%/77.8%。
- 3) 重要子公司：**H5 游戏方面，我们预计公司闪电玩平台增速有望与 H5 游戏市场整体增速相符，预计 2020-2022 年闪电玩平台收入分别为 0.35/0.42/0.46 亿元，同比增速分别为 30.0%/20.0%/10.0%；游动网络方面，我们预计 2020-2022 年游动网络收入分别为 1.60/1.92/2.31 亿元，同比增速分别为 42.4%/20.0%/20.0%。
- 4) 其他业务：**我们预计 2020 年后其他业务收入有望稳定在公司总收入的 1%，2020-2022 年其他业务收入分别为 0.10/0.15/0.18 亿元，同比增速分别为 41.5%/40.9%/22.2%；2020-2022 年其他业务毛利率稳定在 87.0%。

图表 79 公司主营业务各项收入预测（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
客户端游戏				
收入	414.6	525.1	539.7	512.7
YOY (%)		26.7%	2.8%	-5.0%
成本	45.6	57.8	59.4	56.4
毛利率 (%)	89.0%	89.0%	89.0%	89.0%
移动端游戏				
收入	135.3	316.0	686.6	995.5
YOY (%)	-	133.6%	117.3%	45.0%
成本	34.6	75.0	160.5	221.3
毛利率 (%)	74.4%	76.3%	76.6%	77.8%

重要子公司

闪电玩平台 (H5 游戏)				
收入	27.0	35.1	42.1	46.3
YOY (%)	-	30.0%	20.0%	10.0%
成本	6.9	9.0	10.8	11.8
毛利率 (%)	74.4%	74.4%	74.4%	74.4%
游动网络 (休闲游戏)				
收入	112.5	160.2	192.2	230.7
YOY (%)	-	42.4%	20.0%	20.0%
成本	23.8	33.8	40.6	48.7
毛利率 (%)	78.9%	78.9%	78.9%	78.9%
其他业务				
收入	7.4	10.5	14.8	18.0
YOY (%)	-	41.5%	40.9%	22.2%
成本	1.0	1.4	1.9	2.3
毛利率 (%)	87.0%	87.0%	87.0%	87.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

5.2 可比公司估值

我们选取了 7 家 A 股上市游戏公司作为可比公司, 根据 Wind 一致预期, 2020-2022 年可比公司 PE 中位数分别为 28.02X/23.46X/20.26X, PE 平均值分别为 27.96X/22.16X/18.83X。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.64/2.30/2.84, 对应 PE 分别为 25.1X/17.9X/14.5X。从 PE 估值法角度来看, 公司目前估值略低于行业平均估值水平。

图表 80 可比公司估值

可比公司名称	2020 年 PE*	2021 年 PE*	2022 年 PE*
三七互娱	29.38	24.67	20.94
世纪华通	18.93	15.86	14.15
完美世界	28.02	23.46	20.26
吉比特	39.54	32.23	27.95
巨人网络	35.62	26.96	22.06
掌趣科技	27.81	18.02	14.63
游族网络	16.40	13.91	11.79
中位数	28.02	23.46	20.26
平均数	27.96	22.16	18.83

资料来源: Wind, 华安证券研究所

*根据 Wind 一致预期, 数据截至日期为 2020/10/9 收盘

5.3 投资建议

我们认为，在手游行业未来依旧保持快速增长、同时研发商价值进一步凸显的趋势下，公司有望凭借自身优秀的研发实力和创新基因，持续打造出差异化的高质量手游作品，从而推动未来业绩持续增长。我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 10.47/14.75/18.03 亿元，同比增长 50.2%/40.9%/22.2%，归母净利润分别为 4.01/5.62/6.94 亿元，同比增长 75.7%/40.2%/23.6%。EPS 分别为 1.64/2.30/2.84，对应 PE 分别为 25.1X/17.9X/14.5X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) **手游行业增速放缓的风险**：不排除未来手游行业受到政策限制或用户流失等因素的影响从而导致行业增速出现放缓的风险；
- 2) **云游戏发展不及预期的风险**：不排除未来云游戏发展不及预期从而导致游戏行业增长空间受限的风险；
- 3) **公司新上线游戏不及市场预期的风险**：不排除公司未来上线的新游戏不及市场预期从而导致收入下滑或者增速放缓的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
流动资产	1603	2140	2894	3746					
现金	245	781	1479	2292					
应收账款	82	69	109	141					
其他应收款	9	22	30	35					
预付账款	7	7	13	16					
存货	0	0	1	1					
其他流动资产	1261	1261	1261	1261					
非流动资产	906	941	964	991					
长期投资	67	67	67	67					
固定资产	222	243	240	243					
无形资产	21	23	26	28					
其他非流动资产	597	609	632	653					
资产总计	2510	3081	3858	4737					
流动负债	575	743	956	1137					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	87	227	298	373					
其他流动负债	487	516	658	764					
非流动负债	6	6	6	6					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	6	6	6	6					
负债合计	581	749	962	1143					
少数股东权益	23	25	28	31					
股本	244	244	244	244					
资本公积	889	889	889	889					
留存收益	773	1174	1736	2430					
归属母公司股东权益	1906	2307	2869	3563					
负债和股东权益	2510	3081	3858	4737					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	312	514	639	742					
净利润	228	401	562	694					
折旧摊销	21	17	18	17					
财务费用	-2	0	0	0					
投资损失	-26	-73	-101	-115					
营运资金变动	106	164	152	135					
其他经营现金流	107	242	418	570					
投资活动现金流	-843	22	60	71					
资本支出	-37	-51	-41	-44					
长期投资	-830	0	0	0					
其他投资现金流	23	73	101	115					
筹资活动现金流	2	0	0	0					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	1	0	0	0					
资本公积增加	1	0	0	0					
其他筹资现金流	0	0	0	0					
现金净增加额	-526	536	699	813					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
营业收入	697	1047	1475	1803					
营业成本	118	186	287	355					
营业税金及附加	7	8	13	15					
销售费用	173	209	295	361					
管理费用	90	115	148	162					
财务费用	-7	-5	-11	-19					
资产减值损失	-17	-4	-6	-7					
公允价值变动收益	-34	0	0	0					
投资净收益	26	73	101	115					
营业利润	256	452	629	779					
营业外收入	1	0	0	0					
营业外支出	2	0	0	0					
利润总额	255	452	629	779					
所得税	26	49	64	81					
净利润	229	403	565	698					
少数股东损益	0	2	3	3					
归属母公司净利润	228	401	562	694					
EBITDA	213	378	515	639					
EPS (元)	0.93	1.64	2.30	2.84					

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	55.4%	50.2%	40.9%	22.2%
营业利润	93.7%	76.4%	39.2%	23.9%
归属于母公司净利润	75.9%	75.7%	40.2%	23.6%
获利能力				
毛利率 (%)	83.0%	82.3%	80.6%	80.3%
净利率 (%)	32.7%	38.3%	38.1%	38.5%
ROE (%)	12.0%	17.4%	19.6%	19.5%
ROIC (%)	8.9%	13.8%	15.4%	15.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.1%	24.3%	24.9%	24.1%
净负债比率 (%)	30.1%	32.1%	33.2%	31.8%
流动比率	2.79	2.88	3.03	3.29
速动比率	2.78	2.87	3.01	3.28
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.34	0.38	0.38
应收账款周转率	8.55	15.25	13.48	12.75
应付账款周转率	1.35	0.82	0.96	0.95
每股指标 (元)				
每股收益		1.64	2.30	2.84
每股经营现金流(薄)	1.28	2.11	2.62	3.04
每股净资产	7.81	9.45	11.76	14.60
估值比率				
P/E	25.12	25.08	17.89	14.48
P/B	3.01	4.36	3.50	2.82
EV/EBITDA	25.81	24.57	16.65	12.15

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

姚天航，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020 年加入华安证券研究所。

郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。