



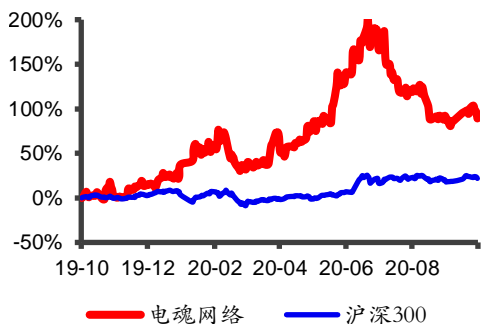
《解神者》全平台上线，公司新一轮产品周期拉开序幕

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-10-26

收盘价(元)	39.91
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)	97.39
流通市值(亿元)	96.22

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：yaotianhang@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告：

《华安证券_公司研究_深度报告_电魂网络(603258)：经典IP端转手成功，研发加创新驱动打开新一轮成长空间 2020-10-11》

公司事件：

由公司自主研发，与 Bilibili 联运的重磅二次元手游《解神者》于 2020 年 10 月 22 日全平台上线。截止 2020 年 10 月 25 日 10 时，游戏位于 IOS 游戏总榜 Top 6，TapTap 平台安装数超过 21 万，在二次元玩家群体中获得高关注度。

事件点评：

差异化的玩法与网友对“文案梗”的二次创作助力游戏加速破圈

我们认为《解神者》获市场高度关注的原因包括：1) 游戏本身产品力较强：主要体现在颇具深度的“世界观”、“爽快”与“策略”并存的战斗体验、华丽讨喜的画风、以及合理的付费模式；2) 与同品类游戏存在差异化：游戏在玩法以及画面视角上均具备创新性，能与现有 ARPG 类二次元游戏形成差异化竞争；3) “文案梗”助力游戏加速破圈：游戏在三测中的文案问题被众多玩家二次创作成为“文案梗”，使得《解神者》获得了远超想象的曝光量，进一步助力游戏破圈。

《解神者》全平台上线标志着公司新一轮产品周期的开启

我们认为 2019 年属于公司由端游向手游转型的元年，而随着 2020 年 10 月《解神者》的全平台上线，公司的重磅产品周期也将到来。后续 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 年主要产品则包括：由 DC 将旗下主要超级英雄授权公司进行开发的 MOBA 类手游《DC：巅峰战场》；高口碑“端转手”独立游戏《元能失控》；以及继承前作优良水准，有望实现高口碑向高回报转化的《野蛮人大作战 2》。

投资建议：

我们重申此前的观点，公司短期逻辑在于今明两年产品线，中长期逻辑在于公司优秀的研发实力与根深蒂固的创新基因。产品线方面，《解神者》全平台上线标志着公司新一轮产品周期的开启，后续由腾讯独代的《我的侠客》将于 11 月上线；而 2021 年公司的主要产品则包括获 DC 授权的 MOBA 类手游《DC：巅峰战场》与继承前作优良水准的《野蛮人大作战 2》。多款重磅手游大作有望驱动业绩进一步快速增长。中长期驱动力方面，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 24.3X/17.3X/14.0X。维持“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	24.30	17.33	14.03
P/B	3.01	4.22	3.39	2.73
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 2020/10/23 收盘）

正文目录

1	《解神者》产品介绍	5
1.1	“世界观”&剧情：“世界观”宏大且具有深度，POV 剧情多线叙事提升玩家代入感	5
1.2	玩法：ARPG+ROGUELITE 提升趣味性，游戏“爽快”与“策略”并存	6
1.3	画风：立绘画风讨喜，战斗场景华丽	7
1.4	付费模式：游戏付费门槛低，对“微氪”玩家友好	7
2	玩法的差异化与玩家对“文案梗”的二次创作助力游戏加速破圈	8
2.1	玩法与游戏画面颇具创新，与市场上现有二次元 ARPG 游戏形成差异化	8
2.2	剧情完成修复与优化，“文案梗”助力游戏破圈	9
3	投资建议	10
	风险提示	11

图表目录

图表 1 游戏“世界观”	5
图表 2 游戏中的“大过滤器”概念	5
图表 3 游戏 POV 剧情	5
图表 4 游戏角色“玩梗”对话	6
图表 5 游戏关卡怪物形象	6
图表 6 游戏战斗场景	6
图表 7 游戏人物立绘	7
图表 8 游戏主界面	7
图表 9 游戏付费商店	8
图表 10 首次充值奖励	8
图表 11 《崩坏三》游戏画面	8
图表 12 《战双帕弥什》游戏画面	8
图表 13 官方对于文案内容的优化说明	9
图表 14 B 站上有关“文案梗”的二次创作	9

1 《解神者》产品介绍

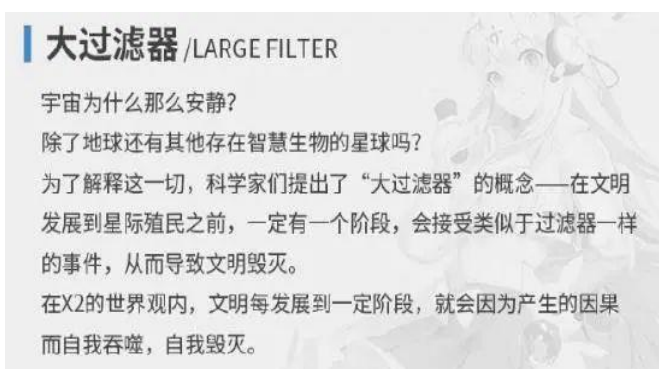
1.1 “世界观”&剧情：“世界观”宏大且具有深度，POV 剧情多线叙事提升玩家代入感

游戏“世界观”设定颇具亮点。《解神者》讲述了一个在文明被几乎毁灭的末世中，作为预言之子的玩家通过踏寻八大人类文明寻找众神，并与神灵共同战斗，从而拯救世界的故事。不同于其他采用了末世题材的二次元游戏，《解神者》在“世界观”的设定方面颇具亮点：1) 通过引入起源于费米悖论的“大过滤器”概念，将科学作为游戏“世界观”的底层设定，形成逻辑上的自洽；2) 将东西方经典神话传说作为故事情节与人物设定的基础，游戏中涵盖了“华夏”、“古埃及”、“奥林匹斯”等八大古代文明，使得游戏“世界观”完整、宏大，且具有深度。

图表 1 游戏“世界观”



图表 2 游戏中的“大过滤器”概念



资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

POV 多线叙事提升玩家代入感。剧情方面，除了传统“冒险，打怪，升级”的主线剧情外，游戏还别出心裁地为各个角色增加了 POV 剧情，使玩家可以在其中扮演其他神格，体验和了解角色的身世与所思所想。这种叙事手法不仅使得角色形象立体化，更在一定程度上提升了玩家的代入感，以便增强玩家与角色间的情感维系。

图表 3 游戏 POV 剧情



资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

个性鲜明的人物角色以及种类繁多的怪物造型是游戏的另一大亮点。不同于绝大多数二次元游戏中扁平的角色性格，游戏中各个神格均展现出自身独特的个性，例如贝黑莫斯的傲娇、贝斯特的独立、少姜的善良等，并会时不时在与玩家的对话中加入“玩梗”的成分，契合年轻向的受众。此外，游戏中的怪物造型会根据关卡的主题而变化，比如“云中电玩城”关卡中的俄罗斯方块，或者“饕餮盛宴”关卡中的麻辣小龙虾等，造型奇特但富有趣味性，体现出制作组对于游戏的各种细节的精心打磨。

图表 4 游戏角色“玩梗”对话



资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

图表 5 游戏关卡怪物形象

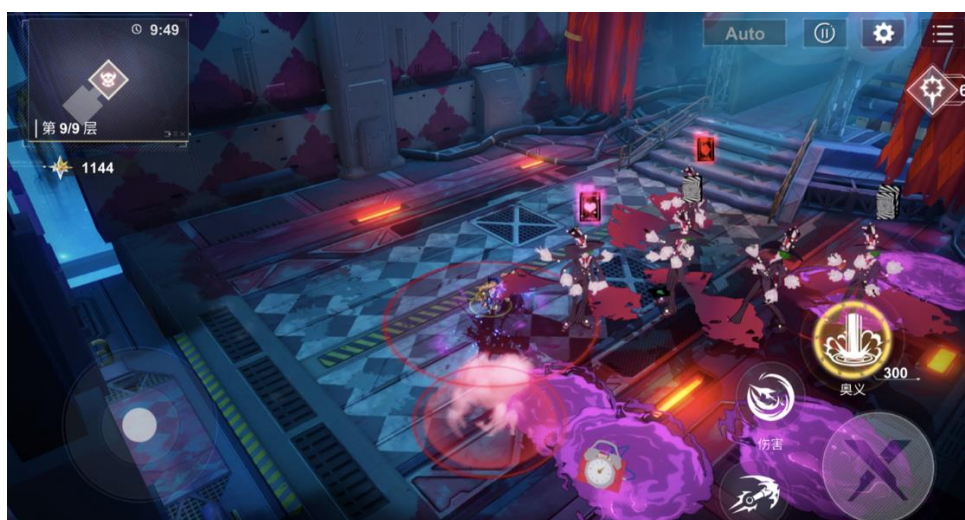


资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

1.2 玩法：ARPG+Roguelite 提升趣味性，游戏“爽快”与“策略”并存

《解神者》是首款主打 Roguelite 的二次元游戏。《解神者》在玩法上的创新点在于将 ARPG 与 Roguelite 相结合，Roguelite 主要指局内随机性，意味着每一局的地图、增益 buff 和局内技能均具有不确定性，因此玩家在每一场战斗中均能获得不一样的体验，极大地提高了游戏的趣味性与惊喜感。同时局内随机性也意味着玩家即使完成了某个关卡，其下次进入时仍会面临与前一次不同的情形，大幅提升了游戏的重复可玩性，有利于延长玩家的生命周期。

图表 6 游戏战斗场景



资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

游戏单局时长短，操作难度低。时长方面，游戏单局战斗时间较短，通常在1-2分钟，与手游玩家“碎片化”的游戏时间相契合。操作方面，游戏做到了“爽快”与“策略”并存，一方面大量机关和彩蛋存在，对玩家的反应速度提出了一定的要求；但另一方面操作时半锁定的机制使得战斗时的操作难度显著降低，使得新玩家可以较快上手。

1.3 画风：立绘画风讨喜，战斗场景华丽

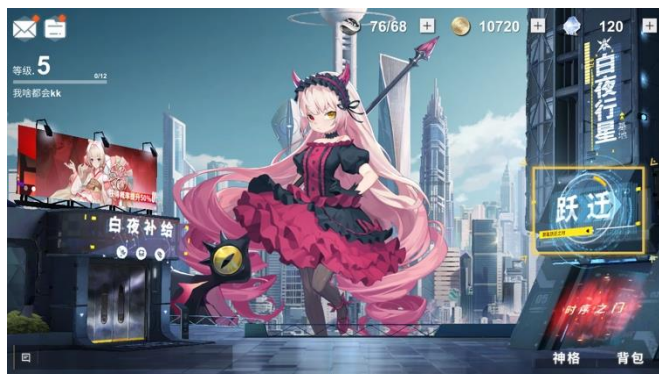
立绘画风讨喜，战斗场景华丽。相较于市面上绝大多数二次元游戏，《解神者》在美术上的优势地位明显。1) 人物立绘精美。游戏中各个角色的立绘用色绚丽，画风讨喜，美观度高，并且每个文明之间在角色设计上有明显的区分度，有望吸引众多“颜控”玩家；2) 战斗场景华丽。游戏中各个地图风格鲜明，但又不约而同地采用了过饱和的色彩，使得画面更具有张力，与“末世”的世界观相符；3) 交互界面清晰。在游戏的战斗场景中，各个技能按钮排布得当，降低玩家上手难度。此外，主界面中的各个入口也同样清晰、简洁。

图表 7 游戏人物立绘



资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

图表 8 游戏主界面



资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

1.4 付费模式：游戏付费门槛低，对“微氪”玩家友好

首充奖励丰富，付费门槛低。我们认为《解神者》玩家的付费动力来自于1) 收集与养成游戏中各个角色，尤其是较为稀有、战斗力强、立绘精美的角色，以获得情感上的满足；2) 购买道具，提高在游戏中的战斗力，以获得更佳的游戏体验；3) 购买皮肤，通过装扮游戏角色，来满足对美感的追求。付费模式方面，玩家可通过 RMB 充值或订购月卡来获得皮肤、道具以及可用于获取新角色的抽卡机会。其中月卡价格为 30 元，与市场平均水准基本持平，且目前推出了新人基建组合包、首次充值奖励等，付费门槛低，对“微氪”玩家较为友好。

图表 9 游戏付费商店



资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

图表 10 首次充值奖励



资料来源：《解神者》游戏，华安证券研究所

2 玩法的差异化与玩家对“文案梗”的二次创作助力游戏加速破圈

2.1 玩法与游戏画面颇具创新，与市场上现有二次元 ARPG 游戏形成差异化

游戏有望凭借差异化竞争成功突围。虽然《解神者》采用了二次元常见的“末世”为背景设定，并与《崩坏三》、《战双帕弥什》两款现象级二次元游戏同为 ARPG 品类，但在游戏玩法与画面上打造出诸多创新点。玩法方面，游戏把原本偏硬核的 Roguelike 玩法轻量化，并将其与 ARPG 无缝融合，在提高了趣味性与重复可玩性的同时，又避免了游戏门槛的上升，有利于玩家留存率与生命周期的提升。游戏画面方面，除了精美的立绘、华丽的战斗场景等，制作团队也凭借在 MOBA 类游戏制作中的经验，采用了独特的 2.5D 视角，给予玩家别样的浸入感。综上，我们认为游戏凭借创新的玩法、独特的游戏画面、以及宏大的世界观，与市场上现有的二次元 ARPG 游戏形成差异化，有望助力其从二次元游戏市场突围。

图表 11 《崩坏三》游戏画面



资料来源：《崩坏三》游戏，华安证券研究所

图表 12 《战双帕弥什》游戏画面



资料来源：《战双帕弥什》游戏，华安证券研究所

2.2 剧情完成修复与优化，“文案梗”助力游戏破圈

剧情完成修复与优化，“文案梗”助力游戏破圈。在此前的三测中，部分玩家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，因此对文案表达了不满，导致游戏口碑一度承压。相较于三测，游戏的正式版本在诸多方面进行了修改与优化，其参考三测玩家们的建议，对人物关系、角色间对话、好感度系统等均进行了调整，基本修复玩家代入感不强的问题。此外，由于二次元玩家大都集中在 15-30 岁的年龄段，掌握着丰富的发声渠道，该群体极强的传播能力使得二次元手游具有“梗文化”的特征。游戏在三测中的文案问题也被众多玩家二次创作成为“文案梗”，其仅在 B 站上相关视频便超过 1000 个，播放量破三十万的视频达到 24 个，使得《解神者》获得了远超想象的曝光量，成功破圈。

图表 13 官方对于文案内容的优化说明



资料来源：《解神者》官网，华安证券研究所

图表 14 B 站上有关“文案梗”的二次创作



资料来源：Bilibili，华安证券研究所

3 投资建议

我们重申此前的观点，公司短期逻辑在于今明两年产品线，中长期逻辑在于公司优秀的研发实力与根深蒂固的创新基因。产品线方面，《解神者》全平台上线标志着公司新一轮产品周期的开启，后续由腾讯独代的《我的侠客》将于11月上线；而2021年公司的主要产品则包括获DC授权的MOBA类手游《DC：巅峰战场》与继承前作优良水准的《野蛮人大作战2》。多款重磅手游大作有望驱动业绩进一步快速增长。中长期驱动力方面，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24.3X/17.3X/14.0X。维持“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	24.30	17.33	14.03
P/B	3.01	4.22	3.39	2.73
EV/EBITDA	25.81	23.74	16.04	11.67

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。