

“梦三国” IP 长红，入选亚运会电竞项目

电魂网络(603258)

▶事件概述

2021年10月28日，电魂网络发布三季报，公司前三季度实现营收7.65亿元，同比增长3.90%，实现归母净利润2.85亿元，同比下降7.95%。单季度实现营收2.57亿元，同比下降1.70%，实现归母净利润0.77亿元，同比下降22.73%。

▶依托“梦三国”IP，入选2022亚运会电竞项目

公司成立于2008年，次年推出国内首款自研MOBA端游项目《梦三国》，奠定了同类游戏中的领先地位。公司顺应“端转手”行业趋势，依托《梦三国》端游的IP红利打造《梦三国》手游，复刻了“MOBA+RPG”的综合玩法，延续了端游的画面风格与角色设定。2016年，《梦三国》注册人数破一亿，公司成为上交所独立IPO上市的首家游戏企业。2021年9月，亚洲奥林匹克理事会(OCA)官方宣布《梦三国2》入选2022年亚运会电子竞技比赛项目。

▶研发投入持续加码，全产业链长线运营

公司研发阵容亮眼，业务架构成熟，坚持以精品IP开发为核心“自研+代理+海外发行”的全产业链长线运营。公司2021年前三季度研发费用1.54亿元，较2020年前三季度环比增加29.80%，研发投入持续加码。同时，公司通过创投、孵化器等战略布局上下游产业，实现产业集聚，加强全球化游戏产品研发能力，拓宽海外消费群体，稳步推进海外发行及运营工作。

▶现有IP储备丰富，新游蓄势待发

公司顺应手游精品化趋势，2020、2021年上线多款重磅手游，如二次元ARPG游戏《X2解神者》、TapTap评分高达8.5的卡牌游戏《2047》、PC端取得高口碑的跨平台Roguelike游戏《元能失控》。公司现有IP储备丰富，开放世界武侠游戏《我的侠客》入围腾讯“极光计划”，IP改编潜力受到业界肯定，获评“2020年度超级潜力IP”，在获奖项目名单中排名第10。

▶投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

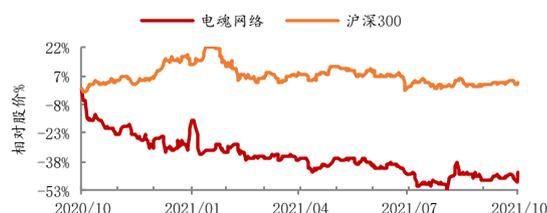
我们预测公司2021-2023年营收分别为10.28/11.86/13.36亿元，2021-2023年归母净利润分别为3.71/4.28/4.82亿元，EPS分别为1.50/1.73/1.95元，对应2021年11月01日24.20元/股收盘价，PE分别为16、14、12倍。参考同行业翘楚三七互娱、完美世界的盈利预测与估值，我们认为相比之下电魂网络估值更低，具有较高的配置价值。首次覆盖，给予“增持”评级。

▶风险提示

新游业绩贡献不及预期风险；行业监管风险；税收优惠政

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	24.20
股票代码：	603258
52周最高价/最低价：	39.7/19.79
总市值(亿)	59.71
自由流通市值(亿)	58.58
自由流通股数(百万)	242.06



分析师：赵琳
邮箱：zhaolin@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040003

联系人：李钊
邮箱：lizhao1@hx168.com.cn

相关研究

策取消风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	697	1,024	1,028	1,186	1,336
YoY (%)	55.4%	47.0%	0.4%	15.3%	12.7%
归母净利润(百万元)	228	395	371	428	482
YoY (%)	75.9%	73.1%	-6.2%	15.5%	12.5%
毛利率 (%)	83.0%	86.1%	84.1%	84.1%	84.3%
每股收益 (元)	0.92	1.60	1.50	1.73	1.95
ROE	12.0%	17.8%	15.0%	15.7%	15.6%
市盈率	26.17	15.12	16.11	13.95	12.40

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 电魂网络：国风 MOBA 硬核端游起家，“端转手”驱动业绩增长	4
2. 手游成游戏市场收入主力军，行业向精品化纵深发展	4
3. 深耕核心 IP《梦三国》，扩大差异化品类布局	5
4. 研发运营一体化驱动创新，战略布局上下游加速出海	6
5. 三季度营业收入增速放缓，研发支出持续加码	7
6. 投资建议	8
7. 风险提示	9

图表目录

图 1 电魂大厦	4
图 2 自主国风电竞品牌娱乐性赛季	4
图 3 《梦三国 2》宣传图	5
图 4 2021 年 9 月网吧热力排行榜	5
图 5 《梦三国手游》宣传图	5
图 6 卡牌游戏《2047》TapTap 评分截图	5
图 7 2017-2021Q3 公司营业收入情况	7
图 8 2017-2021Q3 公司归母净利润情况	7
图 9 2017-2021Q3 公司期间费用情况	8
图 10 2017-2021Q3 公司期间费用率情况	8
图 11 2017-2021Q3 公司毛利及毛利率情况	8
图 12 2018-2021Q3 公司与可比公司毛利率比较情况	8
表 1 电魂网络主要产品矩阵	6
表 2 电魂网络战略布局	7
表 3 可比公司估值	8

1. 电魂网络：国风 MOBA 硬核端游起家，“端转手”驱动业绩增长

电魂网络是一家致力于研发、运营精品化网络游戏的互联网公司。2008 年，电魂网络成立，次年推出国内首款自研 MOBA 项目《梦三国》，奠定了同类游戏中的领先地位，2013 年最高在线人数突破 50 万。2015 年，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，实现了差异化布局。2016 年，《梦三国》注册人数破一亿，公司成为上交所独立 IPO 上市的首家游戏企业。2019 年，《梦三国手游》复刻版表现优异，大幅改善公司业绩。2020 年，投资成立日本、新加坡子公司，游戏出海布局明朗。2021 年，亚洲奥林匹克理事会（OCA）官方（网站链接：<https://ocasias.org>）宣布《梦三国 2》入选 2022 年亚运会电子竞技比赛项目。

目前，公司旗下游戏矩阵实现 MOBA、多人竞技、竞技塔防、武侠沙盘、卡牌、VR、H5 平台等领域全覆盖，同时致力于实现电子竞技“中国化”、“本土化”，讲述中国故事。

图 1 电魂大厦



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 2 自主国风电竞品牌娱乐性赛季



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2. 手游成游戏市场收入主力军，行业向精品化纵深发展

移动游戏成中国游戏市场收入的主力军，收入和市场占比均不断攀升。游戏工委《2021 年 1-6 月中国游戏产业报告》显示，随着人口红利消失，中国游戏用户规模增长持续放缓，游戏市场竞争更加激烈。2021 年 1-6 月，中国游戏市场实际销售收入达到 1504.93 亿元，同比增长 7.89%，游戏用户规模近 6.67 亿人，同比增长 1.38%。其中，移动游戏实际销售收入达到 1147.72 亿元，同比增长 9.65%，占中国游戏市场实际销售收入的 76.26%。

精品化成未来发展方向，国风、二次元等细分赛道酝酿爆款。行业增速放缓使业内厂商转向存量挖掘，谋求提升用户 ARPU，精品游戏相对轻度手游在画质、玩法上的提升了用户的付费意愿，也与重度用户对移动端类 3A 游戏的渴求不谋而合。“端转手”是常见的手游精品化手法，依托端游的 IP 红利，节约新游的开发成本。此外，国风武侠、二次元、乙女游戏等细分领域与 Z 世代亚文化圈高度重合，且尚未被头部厂商占领，酝酿着产生爆款的可能性。

3. 深耕核心 IP 《梦三国》，扩大差异化品类布局

国风电竞端游《梦三国》IP 长青，同名手游成重要收入驱动。公司于 2009 年推出的首款端游《梦三国》，凭借独特的国风美术风格、在当时尚属罕见的对战玩法及网吧地推营销策略抢占市场，于 2012 年成功跻身 MOBA 类游戏前三。

在公司长线运营策略下，《梦三国》IP 热力持续时间长，除衍生作品《梦塔防》外，续作《梦三国 2》2020 年度营收达 5.0 亿元，占公司年度营收 48.65%，截至 2021 年 9 月，仍处于网吧热力排行榜第 12 位。

图 3 《梦三国 2》宣传图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 4 2021 年 9 月网吧热力排行榜

排名	升降	游戏名称	所属厂商	热力值
1	-	英雄联盟	腾讯	68647140
2	-	穿越火线	腾讯	40250250
3	-	地下城与勇士	腾讯	15373440
4	-	永劫无间	网易	6803850
5	-	逆战	腾讯	3825360
6	-	QQ飞车	腾讯	2486130
7	-	NBA2KOL2	腾讯	1563210
8	-	CFHD 高清竞技大区	腾讯	1514430
9	-	原神	米哈游	1406280
10	-	CSGO	完美世界	994590
11	-	Dota2	完美世界	941010
12	↑ 2	梦三国2	电魂网络	900330
13	-	梦幻西游	网易	868800
14	↓ 2	QQ炫舞	腾讯	782730
15	↑ 1	反恐精英Online	世纪天成	665910

资料来源：顺星网，华西证券研究所

“端转手”拉升公司移动端收入。2019 年，公司推出同名手游复刻版，相比 2015 年上线的前作，复刻版为公司自主运营，引入多个端游经典玩法，吸引大量端游老玩家回流，截至 2021 年 10 月，TapTap 下载量突破 20 万。《梦三国手游》驱动下，公司业绩有大幅改善。公司 2019 年移动端实现收入 2.74 亿元，占营业收入的 39.44%，同比增长 159%；2020 年移动端收入 5.12 亿元，占营业收入的 50.02%，同比增长 86.41%。参照端游的长青热度，我们预测《梦三国手游》将成为未来长期的重要收入来源。

图 5 《梦三国手游》宣传图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 6 卡牌游戏《2047》TapTap 评分截图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

游戏品类覆盖广泛，IP 改编潜力获认可。公司旗下游戏矩阵实现 MOBA、多人竞技、竞技塔防、武侠沙盒、卡牌、VR、H5 平台等领域全覆盖，形成以 MOBA 为

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

主，各领域多点开花的差异化布局。公司顺应手游精品化趋势，2020、2021 年上线多款重磅手游，如二次元 ARPG 游戏《X2 解神者》、TapTap 评分高达 8.5 的卡牌游戏《2047》、PC 端取得高口碑的跨平台 Roguelike 游戏《元能失控》。

公司现有 IP 储备丰富，开放世界武侠游戏《我的侠客》入围腾讯“极光计划”，其 IP 改编潜力受到业界肯定，2020 年获评“年度超级潜力 IP”，在获奖项目名单中排名第 10。

表 1 电魂网络主要产品矩阵

主要产品	类型	游戏亮点
梦三国 2	MOBA 端游	保留了前作的三国文化背景和基础游戏体验，拥有竞技玩法和本玩法两大模块。《梦三国 2》目前注册用户超过 1 亿，2015 年荣获中国年度创新软件产品，2017 年荣获年度十大最受欢迎客户端网络游戏。
梦三国手游	MOBA 手游	完美复刻《梦三国》端游的全新《梦三国手游》是由电魂自主研发、端游原班人马打造的国风 MOBA 手游。保留了经典的 MOBA+RPG 模式，研发期间就获得玩家最期待移动网络游戏奖项。
我的侠客	RPG 武侠手游	电魂自主研发，高自由度武侠 RPG，入选“极光计划”。
野蛮人大作战 1、2	MOBA 手游	由电魂自主研发的、集创造与战斗合二为一的独立游戏，竞技性强的“后 10 游戏”，简单欢快的轻量级 moba。第四届黑石奖硬核年度最受欢迎独立游戏，全球玩家超过 4000 万，141 个国家推荐上线。
2047	卡牌类手游	竖屏轻量级卡牌竞技游戏。
元能失控	跨平台 Roguelike 游戏	电魂旗下勺子网络研发的第一款面向全球市场的全平台 Roguelike 联机冒险游戏，由被誉为中国独立游戏标杆之作《符石守护者》的原班团队打造。曾获得 2018CGDA 最佳游戏关卡设计奖，2018 年 Indieplay 最佳美术奖入围作品。
瞳：祈愿	VR 主机游戏	电魂旗下勺子网络开发的最新 VR 作品。游戏使用 UE4 开发，着重在画面、音效上力争达到主机 VR 平台上最顶级的效果，给予玩家最真实的沉浸感体验。
闪电玩	H5 游戏平台	涵盖国内数百款精品 H5 游戏，用户基数庞大，是国内三大“亿级”流水 H5 游戏平台之一，屡获殊荣。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

4. 研发运营一体化驱动创新，战略布局上下游加速出海

公司具备超强研发矩阵，研运一体促进创新。核心研发团队均具备打造爆款游戏的策划经验，或曾于头部公司相关岗位就职，从业经验丰富。公司独有“一个工作室负责一款游戏”业务架构，确保研发人员的充分精力投入；公司具备精品 IP 运作、自主研发多线发行、海外代理发行一体化的“自研+代理+海外发行”体系，运营能力成熟。至今，公司已拥有发明专利 29 项，外观专利 3 项，在审发明专利 90 项。

公司通过电魂创投、孵化器等布局相关产业助力研发，加速出海进程。公司通过电魂创投寻找并绑定外部优质研发商，布局细分游戏赛道，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；同时通过创投及旗下全资子公司电魂智能创意孵化器入局上下游相关产业如电竞、动漫、MCN、游戏数据分析、游戏出海等，形成产业集群氛围；在其代理游戏《不思议迷宫》于 2017 年在韩国上线当月取得 AppStore 及 GooglePlay 双榜第一后，于 2020 年投资成立日本、新加坡子公司，加速出海进程。

表 2 电魂网络战略布局

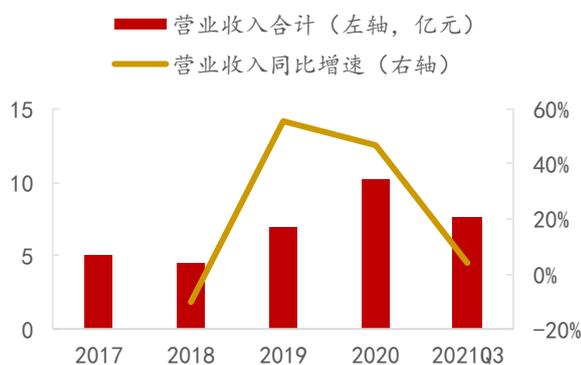
子公司	布局方向
电魂创投	电魂创投成立于 2014 年 12 月，注册资本 3.8 亿元。现已投资 60 余家公司，投资标的涵盖游戏产业上下游、电竞产业、出海领域、TMT 等多领域。
电魂智能创意孵化器	目前孵化器已入驻数十家电子竞技、动漫制作、软件开发类企业，部分孵化公司获得电魂创投天使轮融资，已初步形成游戏、数字娱乐、智能创意等产业集群氛围。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

5. 三季度营业收入增速放缓，研发支出持续加码

公司营收增速放缓，归母净利润略有下降。2018、2019、2020 年及 2021 年前三季度分别实现营业收入 4.48 亿元、6.97 亿元、10.24 亿元及 7.65 亿元，2021 年前三季度营收同比上升 3.90%；公司 2018、2019、2020 年及 2021 年前三季度归母净利润分别为 1.21 亿元、2.29 亿元、4.12 亿元及 2.99 亿元，2021 年前三季度同比下降 7.95%，主要是游戏充值收入同比略有下降且员工薪酬成本支出同比增加所致。

图 7 2017-2021Q3 公司营业收入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

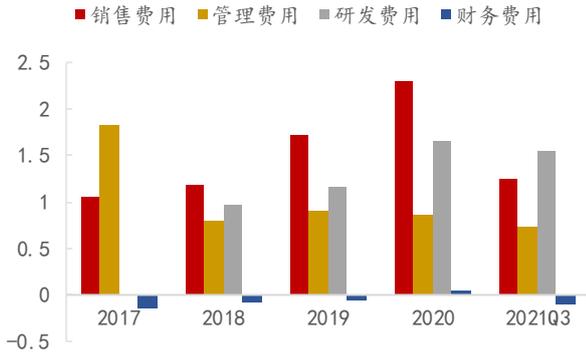
图 8 2017-2021Q3 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

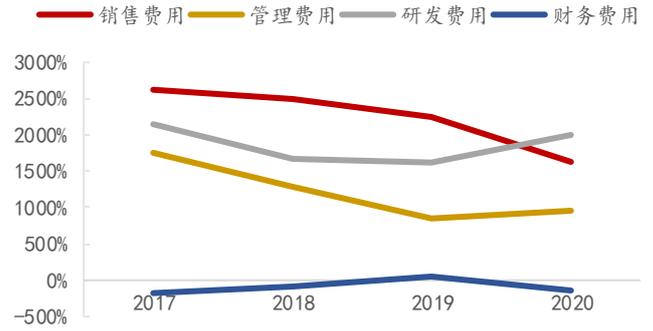
公司研发费用持续加码，毛利率位居同业上游。2018、2019、2020 年及 2021 年前三季度，公司分别发生研发费用 0.96 亿元、1.17 亿元、1.66 亿元及 1.54 亿元，近两年及一期同比增速分别为 21.7%、41.5%及 29.8%，保持增长态势；公司近三年及一期毛利率分别为 82.46%、82.86%、85.97%及 83.99%，位居行业上游水平。

图 9 2017-2021Q3 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 10 2017-2021Q3 公司期间费用率情况



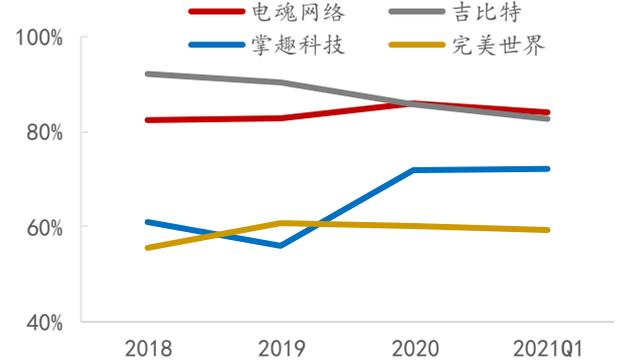
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 11 2017-2021Q3 公司毛利及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 12 2018-2021Q3 公司与可比公司毛利率比较情况



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

6. 投资建议

我们预测公司 2021-2023 年营收分别为 10.28/11.86/13.36 亿元, 2021-2023 年归母净利润分别为 3.71/4.28/4.82 亿元, EPS 分别为 1.50/1.73/1.95 元, 对应 2021 年 11 月 01 日 24.20 元/股收盘价, PE 分别为 16、14、12 倍。参考同行业翘楚三七互娱、完美世界的盈利预测与估值, 我们认为相比之下电魂网络估值更低, 具有较高的配置价值。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 3 可比公司估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	可比公司				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002555	三七互娱	25.35	增持	1.24	1.15	1.39	1.63	20.36	22.07	18.27	15.56
002624	完美世界	17.42	增持	0.80	0.69	1.20	1.44	21.82	25.11	14.49	12.01

资料来源: Wind, 华西证券研究所

7.风险提示

新游业绩贡献不及预期风险；行业监管风险；税收优惠政策取消风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,024	1,028	1,186	1,336	净利润	412	394	455	512
YoY (%)	47.0%	0.4%	15.3%	12.7%	折旧和摊销	20	20	20	20
营业成本	142	164	188	210	营运资金变动	163	-789	-13	-45
营业税金及附加	9	9	10	12	经营活动现金流	560	-424	406	423
销售费用	230	175	202	227	资本开支	-83	-27	-24	-25
管理费用	87	110	114	135	投资	88	-80	-40	-40
财务费用	5	-13	-2	-6	投资活动现金流	9	-56	-5	2
资产减值损失	-8	0	0	0	股权募资	86	0	0	0
投资收益	46	51	59	67	债务募资	7	0	0	0
营业利润	446	440	508	571	筹资活动现金流	-24	-125	-174	-125
营业外收支	8	-2	-2	-2	现金净流量	527	-604	227	300
利润总额	454	438	506	569	主要财务指标				
所得税	42	44	51	57	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	412	394	455	512	成长能力				
归属于母公司净利润	395	371	428	482	营业收入增长率	47.0%	0.4%	15.3%	12.7%
YoY (%)	73.1%	-6.2%	15.5%	12.5%	净利润增长率	73.1%	-6.2%	15.5%	12.5%
每股收益	1.60	1.50	1.73	1.95	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	86.1%	84.1%	84.1%	84.3%
货币资金	770	166	393	693	净利率率	40.2%	38.3%	38.4%	38.3%
预付款项	5	26	19	27	总资产收益率 ROA	13.1%	13.6%	14.1%	14.0%
存货	0	22	26	29	净资产收益率 ROE	17.8%	15.0%	15.7%	15.6%
其他流动资产	1,301	1,538	1,594	1,659	偿债能力				
流动资产合计	2,077	1,753	2,031	2,408	流动比率	2.78	9.34	9.39	10.14
长期股权投资	74	104	134	164	速动比率	2.77	8.81	8.91	9.62
固定资产	407	407	407	407	现金比率	1.03	0.88	1.82	2.92
无形资产	19	19	19	19	资产负债率	25.1%	7.3%	7.5%	7.2%
非流动资产合计	939	974	1,006	1,039	经营效率				
资产合计	3,016	2,727	3,037	3,447	总资产周转率	0.34	0.38	0.39	0.39
短期借款	7	7	7	7	每股指标 (元)				
应付账款及票据	91	103	120	133	每股收益	1.60	1.50	1.73	1.95
其他流动负债	648	77	89	97	每股净资产	9.00	10.00	11.03	12.48
流动负债合计	747	188	216	237	每股经营现金流	2.27	-1.72	1.64	1.71
长期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.50	0.70	0.50
其他长期负债	10	10	10	10	估值分析				
非流动负债合计	10	10	10	10	PE	15.12	16.11	13.95	12.40
负债合计	757	198	227	248	PB	3.50	2.37	2.14	1.90
股本	248	248	248	248					
少数股东权益	39	63	90	121					
股东权益合计	2,259	2,529	2,811	3,199					
负债和股东权益合计	3,016	2,727	3,037	3,447					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。