

加码海外游戏市场，后续表现值得期待

投资要点

- **事件:** 电魂网络发布公告，公司将以 1.26 亿元收购厦门游动网络科技有限公司剩余 20% 股权，其中拟变更网络游戏新产品开发项目募集资金投入金额为 4576 万元，占该项目募集资金余额的 36.8%，其余 8064 万元公司以自有资金补足。被收购方游动网络承诺 2022 年度、2023 年度净利润均不低于 8000 万元，业绩承诺期净利润总额不低于 1.6 亿元。
- **顺应游戏出海趋势，游动网络表现亮眼。** 根据伽马数据显示，2021 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 180.1 亿美元，比 2020 年增加了 25.6 亿美元，同比增长 16.6%，游戏出海趋势明显，市场潜在空间较大。公司于 2019 年收购游动网络 80% 股权，布局海外游戏市场。标的公司游动网络 2021 年营收 2.2 亿元，2018-2021 年 CAGR 为 12.9%；净利润为 8480.9 万元，2018-2021 年 CAGR 为 52.9%，2019-2021 年承诺期内业绩完成率为 108.6%，业绩承诺期内均超额完成业绩目标，有效提升公司盈利水平。游动网络自 2017 年开始布局海外市场，与 efun、绿洲、游族、畅游等各大厂商合作良好，在港澳台、日本等地区均有较为优质的畅销产品。公司本次为提高募集资金使用效率，拟变更部分募集资金收购其剩余 20% 股权，有望进一步夯实公司海外业务基本盘，拓宽海外渠道，推进公司全球化布局。
- **复刻《梦三国》成功“端转手”，多元化布局+丰富项目储备值得期待。** 公司经典作品《梦三国》运营十年仍贡献稳定流水，长线运营能力较强；同时公司成功完成“端转手”转型，《梦三国手游》TapTap 评分 6.7 分，强势吸引老用户回流，开启新产品迭代周期。公司亦布局多个领域，包括《梦塔防》等端游，《野蛮人大作战》、《我的侠客》、《元能失控》等手游，以及 H5 游戏、VR 游戏、电竞赛事等。未来储备项目丰富，《契灵笔记》、《代号：一剑》TapTap 评分均在 9.0 以上；已获版号的有《螺旋勇士》、《野蛮人大作战 2》等，其中《螺旋勇士》TapTap 评分 9.1，作为市场上少有的陀螺题材作品，目前进入测试阶段，预计年底上线，后续表现值得关注。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.2 亿元、4.7 亿元和 5.3 亿元，对应 PE 分别为 12 倍、11 倍、9 倍。公司是研运一体的老牌游戏公司，长线运营稳定，叠加新一轮产品周期上线，游动网络有望进一步加速公司海外市场布局，或将提升海外业务盈利能力，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策变动风险，市场竞争加剧风险，新游上线不及预期风险。

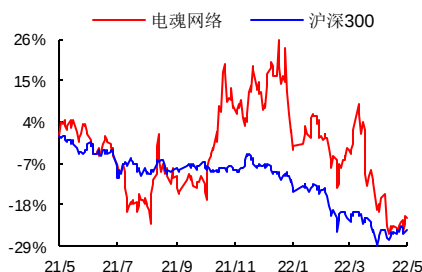
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	996.29	1174.53	1327.33	1462.19
增长率	-2.70%	17.89%	13.01%	10.16%
归属母公司净利润(百万元)	338.83	417.34	473.25	525.25
增长率	-14.19%	23.17%	13.40%	10.99%
每股收益 EPS(元)	1.38	1.70	1.92	2.14
净资产收益率 ROE	14.20%	15.15%	15.03%	14.66%
PE	15	12	11	9
PB	2.03	1.77	1.55	1.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.46
流通 A 股(亿股)	2.43
52 周内股价区间(元)	19.16-32.45
总市值(亿元)	49.84
总资产(亿元)	30.95
每股净资产(元)	9.95

相关研究

1. 电魂网络(603258): 梦三国入选亚运电竞，经典 IP 热度延续 (2021-11-14)

关键假设：

假设 1：游戏行业政策不发生重大变化；

假设 2：客户端游戏预计 2022-2024 年收入增速分别为 20%、15%、10%，毛利率维持在 88% 以上；

假设 3：移动端游戏稳步推进，产品衔接顺利，预计 2022-2024 年该业务收入增速为 15%/10%/10%，毛利率维持在 70% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
移动端游戏	收入	421.3	484.5	532.9	586.2
	增速	-17.7%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	75.3%	70.0%	70.0%	70.0%
客户端游戏	收入	560.2	672.2	773.1	850.4
	增速	10.6%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	89.5%	89.0%	88.5%	88.0%
其他	收入	14.8	17.8	21.3	25.6
	增速	179.2%	20%	20%	20%
	毛利率	44.0%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	996.3	1174.5	1327.3	1462.2
	增速	-2.7%	17.9%	13.0%	10.2%
	毛利率	82.8%	80.5%	80.4%	80.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	996.29	1174.53	1327.33	1462.19	净利润	357.21	439.98	498.93	553.75
营业成本	171.23	229.03	260.56	292.00	折旧与摊销	29.66	20.87	20.87	20.87
营业税金及附加	8.62	10.34	11.55	12.72	财务费用	-13.79	3.94	4.76	3.46
销售费用	169.17	323.00	358.38	387.48	资产减值损失	-10.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	98.48	117.45	132.73	146.22	经营营运资本变动	-130.13	-104.95	-17.38	46.27
财务费用	-13.79	3.94	4.76	3.46	其他	85.21	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-10.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	317.96	359.85	507.18	624.35
投资收益	44.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	82.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.78	0.00	0.00	0.00	其他	-91.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	407.35	490.77	559.35	620.31	短期借款	-7.16	-0.15	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.92	1.38	0.06	0.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	402.43	492.15	559.41	620.38	股权融资	-6.12	0.00	0.00	0.00
所得税	45.22	52.16	60.48	66.64	支付股利	-39.10	-67.77	-83.47	-94.65
净利润	357.21	439.98	498.93	553.75	其他	-113.70	10.69	-4.76	-3.46
少数股东损益	18.38	22.64	25.67	28.49	筹资活动现金流净额	-166.07	-57.22	-88.23	-98.11
归属母公司股东净利润	338.83	417.34	473.25	525.25	现金流量净额	132.17	302.63	418.95	526.24
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	904.25	1206.88	1625.82	2152.06	成长能力				
应收和预付款项	65.63	119.76	127.68	136.50	销售收入增长率	-2.70%	17.89%	13.01%	10.16%
存货	0.20	0.26	0.30	0.33	营业利润增长率	-8.62%	20.48%	13.97%	10.90%
其他流动资产	1061.13	1068.09	1074.06	1079.33	净利润增长率	-13.27%	23.17%	13.40%	10.99%
长期股权投资	91.55	91.55	91.55	91.55	EBITDA 增长率	-10.15%	21.82%	13.46%	10.20%
投资性房地产	124.31	124.31	124.31	124.31	获利能力				
固定资产和在建工程	323.95	306.22	288.49	270.76	毛利率	82.81%	80.50%	80.37%	80.03%
无形资产和开发支出	259.25	256.12	253.00	249.87	三费率	25.48%	37.84%	37.36%	36.74%
其他非流动资产	264.62	264.61	264.59	264.57	净利率	35.85%	37.46%	37.59%	37.87%
资产总计	3094.88	3437.80	3849.79	4369.29	ROE	14.20%	15.15%	15.03%	14.66%
短期借款	0.15	0.00	0.00	0.00	ROA	11.54%	12.80%	12.96%	12.67%
应付和预收款项	129.55	206.72	227.05	250.29	ROIC	184.16%	169.63%	158.42%	187.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	42.48%	43.90%	44.07%	44.09%
其他负债	450.13	327.46	303.67	340.82	营运能力				
负债合计	579.83	534.18	530.71	591.11	总资产周转率	0.33	0.36	0.36	0.36
股本	246.55	246.55	246.55	246.55	固定资产周转率	2.76	3.84	4.61	5.41
资本公积	980.92	890.58	890.58	890.58	应收账款周转率	11.32	15.53	12.82	13.34
留存收益	1398.23	1747.80	2137.59	2568.19	存货周转率	593.84	1002.19	932.12	925.57
归属母公司股东权益	2453.32	2819.26	3209.04	3639.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.66%	—	—	—
少数股东权益	61.73	84.37	110.04	138.53	资本结构				
股东权益合计	2515.05	2903.62	3319.08	3778.18	资产负债率	18.74%	15.54%	13.79%	13.53%
负债和股东权益合计	3094.88	3437.80	3849.79	4369.29	带息债务/总负债	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.59	4.60	5.47	5.83
					速动比率	3.59	4.60	5.47	5.83
					股利支付率	11.54%	16.24%	17.64%	18.02%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	423.22	515.58	584.99	644.64	每股收益	1.38	1.70	1.92	2.14
PE	14.71	11.94	10.53	9.49	每股净资产	9.98	11.47	13.05	14.80
PB	2.03	1.77	1.55	1.37	每股经营现金	1.29	1.46	2.06	2.54
PS	5.00	4.24	3.75	3.41	每股股利	0.16	0.28	0.34	0.38
EV/EBITDA	5.76	7.69	6.06	4.68					
股息率	0.78%	1.36%	1.67%	1.90%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn