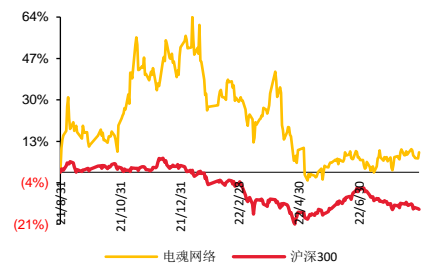


股票投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	21.30
总股本/流通(百万股)	246/244
总市值/流通(百万元)	5,070/5,030
12 个月最高/最低(元)	32.45/19.05

研究所

分析师：王晓萱

SAC 登记编号：S1340522080005

Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com

电魂网络 (603258.SH):

持续开拓海外市场，新品上线节奏有望加快

● 事件：

公司近日发布 2022 年半年度报告，22H1 公司实现营收 4.33 亿元，同比减少 14.71%；归母净利润 1.45 亿元，同比减少 30.13%。

● 投资要点：

业绩增长短期承压，持续研发高投入。受行业总体增长放缓趋势的影响，叠加上半年公司无新品上线的因素，2022H1 公司营收有所下滑，毛利率基本稳定。费用方面，公司上半年销售费用同比减少 6.89% 至 6322 万元，主要系游戏渠道推广费用的减少；管理费用较 21H1 增加 1404 万元，管理费用率增加 4.79pct 至 13.78%，主要系上半年为应对疫情、版号收紧及部分产品进入衰退期等情况，公司进行了部分项目组的人员优化；研发费用小幅下降 3.45% 至 9836 万元，由于公司在研产品项目较多，研发费用率近一年来基本稳定在 20% 左右的较高水平。

未来一年有望迎来新品密集上线，并带来业绩显著改善。新品储备方面，公司目前有《卢希达：起源》、《跃迁旅人》、《卡噗拉契约》、《螺旋勇士》、《野蛮人大作战 2》、《Imperial Destiny》、《神判包青天》、《甄嬛传》《kingdom》等重点项目，其中《跃迁旅人》、《螺旋勇士》及《野蛮人大作战 2》已获得版号，《Imperial Destiny》将于下半年面向全球发行，《卡噗拉契约》将于 Q3 进行海外测试。新品的密集上线将为公司贡献可观的流水增量，预计随着新品测试及发行的陆续推进，公司业绩有望逆转上半年下跌趋势，迎来显著改善。

成立新海外子公司，进一步撬动海外市场。为加快出海步伐，上半年公司分别以 1300 万、2000 万美元在新加坡和澳大利亚增资、新设两家全资子公司。此举将进一步扩大公司海外业务的覆盖范围，为公司实现业务的全球化奠定良好基础，未来多款新品的出海有望因此进一步扩大受众，提升流水上升空间。

● 盈利预测

我们预计 2022/2023/2024 年公司营业收入为 10.46/12.74/15.30 亿元，归母净利润为 3.51/4.84/5.95 亿元，对应 EPS 为 1.43/1.97/2.42 元，根据 8 月 31 日收盘价，分别对应 15/11/9 倍 PE。首次覆盖，给予“谨

慎推荐”评级。

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	996.29	1045.66	1274.45	1530.16
增长率（%）	-2.70	4.96	21.88	20.06
归母净利润	338.83	351.47	483.55	595.25
增长率（%）	-14.19	3.73	37.58	23.10
EPS（元/股）	1.38	1.43	1.97	2.42
市盈率（P/E）	21.77	14.90	10.83	8.80

资料来源：iFind，中邮证券研究所

● 风险提示

营收依赖于单款产品的风险；新品延期上线的风险；新品上线后流水不达预期的风险；行业政策与监管的风险。

财务预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021A	2022E	2023E	2024		2020A	2021A	2022E	2023E	2024
货币资金	770	904	1634	2512	3481	营业收入	1024	996	1046	1274	1530
应收和预付款项	138	66	118	135	146	营业成本	142	171	180	232	291
存货	0	0	0	0	0	营业税金及附加	9	9	9	11	13
其他流动资产	1169	1061	765	645	585	销售费用	230	169	188	229	275
流动资产合计	2077	2031	2518	3292	4213	管理费用	87	98	105	108	122
长期股权投资	74	92	112	112	112	财务费用	5	-14	-11	-20	-31
投资性房地产	30	124	138	134	130	资产减值损失	8	10	0	0	0
固定资产	407	315	224	127	31	投资收益	46	44	46	57	68
在建工程	0	9	11	-34	-42	公允价值变动	7	9	-30	0	0
无形资产开发支出	19	18	17	15	14	营业利润	446	407	399	549	676
商誉	241	241	241	241	241	其他非经营损益	8	-5	0	0	0
其他非流动资产	167	265	262	261	259	利润总额	454	402	399	549	676
资产总计	3016	3095	3522	4148	4958	所得税	42	45	36	49	61
短期借款	7	0	0	0	0	净利润	412	357	363	500	615
应付和预收款项	275	169	235	266	357	少数股东损益	17	18	12	16	20
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	395	339	351	484	595
其他负债	475	410	430	549	683	预测指标					
负债合计	757	580	664	815	1040		2020A	2021A	2022E	2023E	2024
股本	248	247	246	246	246	毛利率	86.1%	82.8%	82.8%	81.8%	81.0
资本公积	986	981	982	982	982	销售净利率	38.6%	34.0%	33.6%	37.9%	38.9
留存收益	1098	1398	1731	2186	2746	销售收入增长率	47.0%	-2.7%	5.0%	21.9%	20.1
归母公司股东权益	2220	2453	2785	3240	3801	EBIT 增长率	103.5	-13.2%	4.9%	27.1%	22.4
少数股东权益	39	62	74	90	110	净利润增长率	73.1%	-14.2%	3.7%	37.6%	23.1
股东权益合计	2259	2515	2859	3330	3910	ROE	17.8%	13.8%	12.6%	14.9%	15.7
负债和股东权益	3016	3095	3523	4145	4950	ROA	13.1%	10.9%	10.0%	11.7%	12.0
现金流量表(百万)						ROIC	15.6%	11.9%	11.3%	12.3%	12.8
	2020	2021A	2022E	2023E	2024	EPS(X)	1.61	1.38	1.43	1.97	2.42
经营性现金流	560	318	404	601	783	PE(X)	19.60	21.77	14.90	10.83	8.80
投资性现金流	9	-9	346	302	216	PB(X)	3.49	3.01	1.88	1.62	1.38
融资性现金流	-24	-166	-21	-25	-30	PS(X)	5.11	5.26	5.01	4.11	3.42
现金增加额	527	132	730	878	969	EV/EBITDA(X)	17.17	17.57	9.55	5.75	3.06

资料来源：iFind，中邮证券研究所

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数-10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数-5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数-5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。