

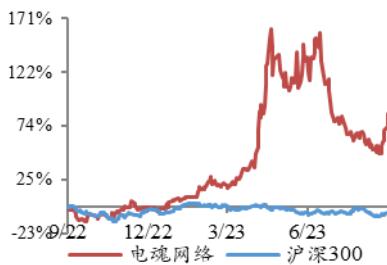
AI 增强电竞游戏玩家体验，游戏入选亚运会电竞项目

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-09-06

收盘价（元）	38.02
近 12 个月最高/最低（元）	53.87/18.09
总股本（百万股）	245
流通股本（百万股）	245
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	93
流通市值（亿元）	93

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

深度|神州泰岳：AI 拓宽业务边界，游戏出海攀新高，230802

深度|姚记科技：休闲游戏受益于 AI 趋势，扑克业务合理扩张，230814

主要观点：

● 近期事件：

- 1) 公司于 23 年 8 月 30 日披露半年报，23H1 营业收入 3.18 亿元，
yoy -26.55%，23H1 归母净利润 0.87 亿元，
yoy -40.4%。23Q2 营业收入 1.63 亿(yoy -21.2%，qoq 4.43%)，23Q2 归母净利润 0.39 亿(yoy -46.8%，qoq -16.9%)。
- 2) 第 19 届亚运会即将于杭州举行，亚运会时间为 23 年 9 月 23 日至 10 月 8 日。其中，电魂网络旗下的游戏《梦三国》已经入选杭州亚运会 8 个电子竞技游戏项目之一，8 个电竞游戏项目中仅有电魂网络的《梦三国》是 A 股上市公司自主研发的游戏。

● 存量游戏：

- 1) 游戏收入拆解：公司营业收入全部为游戏收入，其中以客户端游戏为主。公司 22 年客户端游戏收入 5.19 亿元(收入占比 65.6%)，移动端游戏收入 2.5 亿元(收入占比 31.7%)，网页游戏收入 0.21 亿元(收入占比 2.6%)，客户端游戏毛利率 89.6%，移动端游戏毛利率 69.9%。其中，客户端游戏收入贡献以《梦三国端游》为主，公司 23H1《梦三国端游》占营收 61.77%，约 1.96 亿元；移动端游戏收入贡献以《梦三国手游》、《我的侠客》、《野蛮人大作战》、《Imperial Destiny(大航海)》、《流浪方舟》和《华武战国》为主。公司全资子公司游动网络，具备较强的研发实力，23H1 利润 3800 万元，公司曾成功研发《华武战国》和《社长的野望》等游戏，在日韩出海表现较好。
- 2) 游戏产品竞争优势：公司的《梦三国》系列产品自 2009 年上线，是中国游戏市场上较早取得成功的 MOBA 类游戏产品。《梦三国》在腾讯的《英雄联盟》和《王者荣耀》这 2 款游戏成为国民游戏之前是最热门的 MOBA 类游戏，较多早期的《英雄联盟》电竞选手也是《梦三国》的玩家出身；即便在腾讯的《英雄联盟》和《王者荣耀》占据 MOBA 游戏赛道主要份额的当下，《梦三国》经过 14 年的不断发展和迭代，一直维持稳中向好的用户生态，并且具有较好的玩家口碑。

● 新产品储备：

公司在《梦三国》等传统 MOBA 类游戏的基础上，积极将 AI 技术与电竞游戏结合，并不断扩展游戏品类。公司的储备的新游戏包括《野蛮人大作战 2》(预计 23Q4 上线)，《螺旋勇士》(预计 23Q4 上线)，《卡噗拉契约》(预计 23Q4 上线)，《露希达:起源》(测试中)。

● AI + 电竞：

公司的储备产品《野蛮人大作战 2》与网易伏羲 AI 模型相结合，给玩家提供与 AI 对战机器人(AI Bot)共同作战或对战的电竞体验，AI Bot 与电竞结合，可以类比 Alpha Go 与围棋竞技相结合。电竞游戏由于玩家体验很大程度依赖于玩家与队友或匹配对手的交互体验，电竞与 AI 结合可较好解决玩家以下 2 个痛点：1) AI 机器人参与战斗，可以降低玩家匹配队友和对手的等待时间，可以极大的改善低 DAU 电竞游戏的玩家留存；2) AI 机器人可以极大丰富玩家的对局竞技体验，AI 机器人较正常匹配的玩家专业性更强，电竞操作错误概率降低，可以让玩家在对局时更专注于体验游戏的数值反馈和战术安排上来。

● 投资建议：

我们预计公司 23/24/25 年，归属母公司净利润 3.09/3.88/4.36 亿元，
yoy 53.6%/25.8%/12.4%，对应 P/E 为 30.14/23.96/21.32 倍；电魂网络端游方面稳定提供收入，不断扩充游戏品类，用户生态稳中较好，自研实力强劲，游戏储备丰富，现阶段具备较强成长性，估值水平合理，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

游戏产品中单款游戏收入占比较高；全球宏观经济波动，扰动玩家整体游戏消费意愿；产品上线延期；AI技术与产品结合落地效果不及预期

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	791	922	1,061	1,144
收入同比（%）	-20.6%	16.6%	15.1%	7.9%
归属母公司净利润	201	309	388	436
净利润同比（%）	-40.7%	53.6%	25.8%	12.4%
毛利率（%）	81.9%	82.4%	82.9%	83.2%
ROE（%）	8.4%	11.4%	12.5%	12.3%
每股收益（元）	0.82	1.26	1.59	1.78
P/E	26.74	30.14	23.96	21.32
P/B	2.20	3.43	3.00	2.63
EV/EBITDA	18.95	24.63	19.17	16.23

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 行业：游戏产品创新升级，出海增长动能强劲.....	5
1.1 我国游戏行业市场空间.....	5
1.2 我国游戏出海情况.....	8
1.3 电子竞技行业发展情况.....	9
2 游戏业务：MOBA 游戏生态稳定，游戏品类扩张驱动公司成长.....	10
2.1 长线游戏优质运营，产品品类稳步扩张.....	10
2.2 2022 年及 2023H1 财务回顾.....	13
3 产品：现有 IP 长线运营，储备游戏多品类探索.....	18
2.1 核心存量产品运营表现良好.....	18
2.2 多款游戏新品蓄势待发.....	21
4 盈利预测.....	23
4.1 关键假设.....	23
4.2 相对估值.....	25
风险提示：.....	27
财务报表与盈利预测.....	28

图表目录

图表 1 中国游戏市场规模 (亿元)	5
图表 2 中国游戏用户规模 (百万人)	6
图表 3 中国移动游戏市场规模 (亿元)	6
图表 4 中国客户端游戏市场规模 (亿元)	7
图表 5 中国客户端游戏市场结构	7
图表 6 中国自研游戏市场规模 (亿元)	8
图表 7 全球游戏玩家数量及分布 (百万)	8
图表 8 中国自研游戏海外市场规模 (亿美元)	9
图表 9 中国电竞游戏市场规模 (亿元)	9
图表 10 公司主要游戏产品分类	10
图表 11 公司游戏版号和储备游戏情况	11
图表 12 网络游戏运营模式分析	12
图表 13 电魂网络营业收入 (百万元)	14
图表 14 电魂网络毛利润 (百万元)	14
图表 15 电魂网络营业利润 (百万元)	15
图表 16 电魂网络归母净利润 (百万元)	15
图表 17 电魂网络毛利率及行业对比	16
图表 18 电魂网络销售费用率及行业对比	16
图表 19 电魂网络管理费用率及行业对比	17
图表 20 电魂网络研发费用率及行业对比	17
图表 21 《梦三国 2》端游游戏界面	18
图表 22 《梦三国手游》游戏界面	19
图表 23 《我的侠客》游戏界面	19
图表 24 《梦江湖》游戏界面	20
图表 25 《野蛮人大作战》游戏界面	20
图表 26 《野蛮人大作战 2》游戏界面	21
图表 27 《螺旋勇士》游戏界面	22
图表 28 《螺旋勇士》游戏画面	23
图表 29 营业收入和营业成本拆分	24
图表 30 可比公司估值 (截止至 2023 年 9 月 5 日收盘)	26

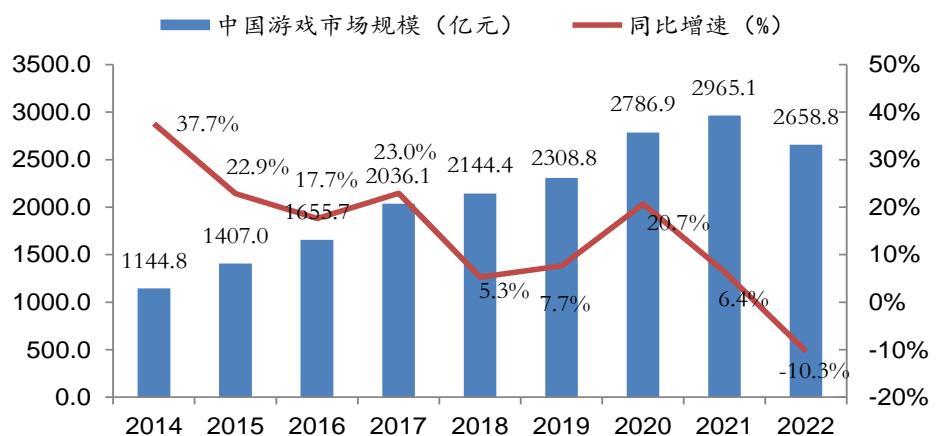
1 行业：游戏产品创新升级，出海增长动能强劲

1.1 我国游戏行业市场空间

根据伽马数据，2022年我国游戏市场规模约为2659亿元，较2021年减少306亿元，同比降低10.33%。截止至2022年末，我国游戏玩家人数达6.64亿，玩家数量照峰值6.66亿有所下降。主要原因有三点：1) 全球宏观经济形势严峻，仍处于恢复阶段，玩家付费意愿和付费能力有所降低。2) 行业发展不及预期，新品游戏上线数量少，中小企业生存竞争压力大。3) 短视频行业兴起一定程度冲击游戏行业发展，玩家消费分配被分流。

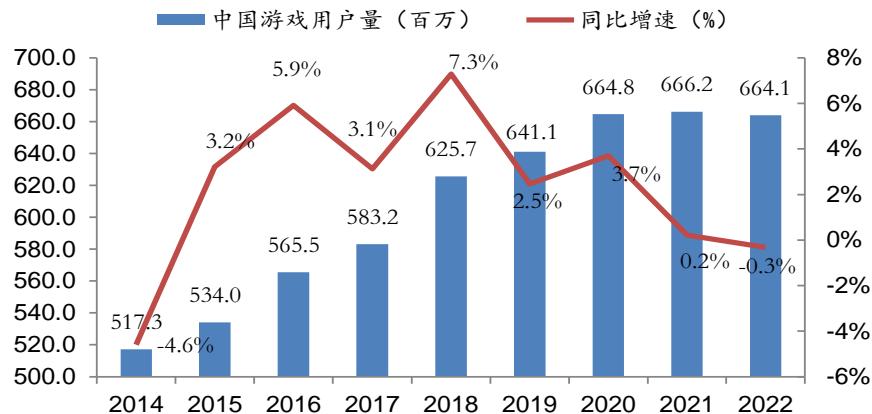
根据伽马数据，23年1-6月，中国游戏市场销售额1442.63亿元，*YoY -2.39%*；其中，移动游戏市场销售额1067亿元，*YoY -3.41%*，环比+29.21%；其中，客户端游戏销售额329亿元，*YoY +7.17%*，游戏行业持续回暖。

图表 1 中国游戏市场规模（亿元）



资料来源：游戏工委，伽马数据，华安证券研究所

图表 2 中国游戏用户规模(百万人)



资料来源：游戏工委，伽马数据，华安证券研究所

游戏可分为移动端游戏和客户端游戏两种，移动端游戏也称手机游戏，客户端游戏是安装在电脑操作系统上的游戏。2022年，我国移动游戏市场空间达到1930亿元，同比降低14.4%；客户端游戏市场空间约614亿元，同比增长4.4%。移动游戏占据我国游戏市场72.61%，虽较2021年下降3.45 pct，但仍是游戏市场主流模式。客户端游戏占游戏市场份额23.08%，相较于2021年增加3.25 pct，客户端游戏由于玩家在电脑设备上进行体验，所以产品往往有较高的品质，用户客群稳定，在移动端低迷时期，表现较好。

图表 3 中国移动游戏市场规模(亿元)



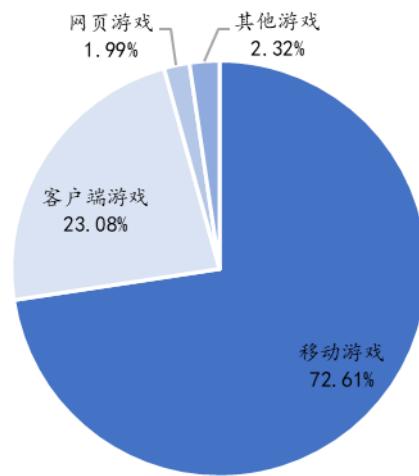
资料来源：游戏工委，伽马数据，华安证券研究所

图表 4 中国客户端游戏市场规模(亿元)



资料来源：游戏工委，伽马数据，华安证券研究所

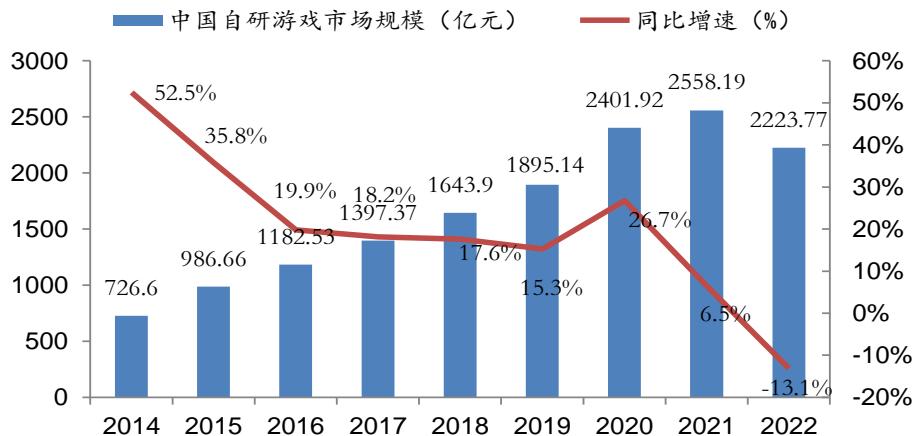
图表 5 中国客户端游戏市场结构



资料来源：游戏工委，伽马数据，华安证券研究所

2022年，我国自研游戏市场规模约为2224亿元， $YoY -13.07\%$ 。主要原因目前游戏市场长线运营游戏均进入较为成熟阶段，收入有一定下降，同时未出现新的热门自研游戏。目前我国游戏市场主要由自研游戏所主导，因此一定程度上影响2022年游戏行业市场增长。

图表 6 中国自研游戏市场规模(亿元)



资料来源：游戏工委，伽马数据，华安证券研究所

1.2 我国游戏出海情况

国内游戏行业竞争激烈，但海外市场目前仍然发展潜力巨大，中国自研游戏出海或将为国内游戏厂商提供增长的动能。2022年，全球游戏玩家数量约32亿，同比增长8.1%，预计到2025年玩家数量可超35亿，其中我国游戏玩家数量约占全球玩家数量五分之一。截止至2022年，中国自研游戏出海销售额约173.6亿元，自研游戏出海仍有较大提升空间。

图表 7 全球游戏玩家数量及分布(百万)

	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
全球玩家数(百万)	2,512	2,686	2,958	3,198	3,346	3,445	3,534
yoY		6.9%	10.1%	8.1%	4.6%	3.0%	2.6%
亚太	1,331	1,447	1,615	1,746	1,813	1,845	1,877
yoY		8.7%	11.6%	8.1%	3.8%	1.8%	1.7%
中东	360	377	434	488	528	561	592
yoY		4.9%	15.1%	12.4%	8.2%	6.1%	5.6%
欧洲	371	386	408	430	443	452	453
yoY		4.0%	5.7%	5.4%	3.1%	1.9%	0.4%
拉美	253	266	289	315	336	355	372
yoY		5.3%	8.6%	9.0%	6.7%	5.5%	5.0%
北美	198	210	212	219	226	233	239
yoY		6.3%	1.0%	3.3%	3.1%	3.0%	2.7%

资料来源：Newzoo, sensor tower, 华安证券研究所

图表 8 中国自主研发游戏海外市场规模(亿美元)



资料来源：游戏工委，伽马数据，华安证券研究所

1.3 电子竞技行业发展情况

2022 年，我国电竞游戏市场空间约为 1178 亿元，同比降低 15.96%，主要原因是因为近年市场上并未出现新的现象级电竞游戏，老款电竞游戏长时间运营热度有所下降。总体上来看，电竞行业在年轻人群体影响力依然存在，在 2021 年 11 月 EDG 电子竞技俱乐部夺得英雄联盟 S11 全球总决赛冠军后，夺冠新闻在网络上获得了极大关注度和较广泛的传播。

图表 9 中国电竞游戏市场规模(亿元)



资料来源：游戏工委，伽马数据，华安证券研究所

电竞作为新的竞技类项目入选了 2023 年亚运会项目，是电竞行业发展的关键点，极大提高了电竞行业的关注度。后续在行业不断融合 AI 等新兴技术之后，电竞行业有望迎来第二增长曲线。

2 游戏业务：MOBA 游戏生态稳定，游戏品类扩张驱动公司成长

2.1 长线游戏优质运营，产品品类稳步扩张

公司是专注于自主研发，优质运营的网络游戏互联网公司，游戏自研率超过95%。公司于2008年成立，并于2016年在上海证券交易所上市，坚持玩家至上的运营宗旨，融合自身技术，深耕电竞品类游戏研发运营，目前已经形成以竞技类休闲网络游戏为主要产品，集创意策划、美术设计、技术研发、产品开发、游戏推广、运营维护、海外合作为一体的游戏开发运营商。

公司早期以客户端游戏为主，运营多款游戏，后续逐步进军移动端市场。近些年移动端游戏的发展，不断为公司提供增长动能，同时公司也在VR游戏、主机、单机游戏、APP平台、漫画和电竞赛事等领域深入布局。

公司主要产品包括：1) 端游方面：《梦三国2》、《梦江湖》、《梦塔防》、《元能失控》等；2) 手游方面：《野蛮人大作战》、《梦三国手游》、《我的侠客》等；3) H5产品：H5游戏平台“闪电玩”、闪电玩APP、微信小程序等平台上数百款精品游戏；4) VR方面：《瞳》。

图表 10 公司主要游戏产品分类

端游	手游	H5	VR
《梦三国2》、《梦江湖》、《梦塔防》、《元能失控》等	《野蛮人大作战》、《梦三国手游》、《我的侠客》等	《梦三国》题材H5等	《瞳》等

资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

手游方面，公司多款新游获得版号。公司不断通过移植端游的游戏内容框架到手游端，并进一步优化调整，逐步引流PC端积用户到移动端，进一步享受IP红利。端游转手游目前已成为行业主流获客方式之一，例如经典游戏《梦幻西游》、《穿越火线》、《英雄联盟》、《摩尔庄园》等，这些强IP游戏在移动端一上线，并吸引众多端游玩家和部分老玩家回流，一定程度上形成“PC移动双平台游玩+老玩家回流”局面。

图表 11 公司游戏版号和储备游戏情况

游戏名称	游戏类型	获得版号日期
《野蛮人大作战》	后 io 游戏	2017/6/29
《梦三国手游》	MOBA+RPG	2015/11/16
《我的侠客》	角色扮演类	2022/9/13
《流浪方舟》	角色扮演类	2021/4/27
《野蛮人大作战 2》	后 io 游戏	2023/1/17
《螺旋勇士》	策略类	2021/6/11
《卡噗拉契约》	卡牌	2023/2/10
《甄嬛传之浮生一梦》	模拟经营	2022/11/16
《卢希达：起源》	策略 RPG	海内外未发行
《工匠与旅人》	模拟经营	海内外未发行
《华武战国》	策略类	海外上线
《社長の野望》	模拟经营	海外上线
《Imperial Destiny (大航海)》	模拟经营	海内外未发行

资料来源：公司年报，国家新闻出版署，华安证券研究所

公司出海实力不断增强，以游戏为载体宣传中国文化。整体看，2022 年我国自研游戏海外市场规模略微下降，游戏出海买量成本上升、利润率降低。公司积极布局海外市场，公司全资子公司电魂互动（香港）向全资子公司电魂互动（新加坡）增资 1,300 万美元，为公司在新加坡和东南亚游戏市场的远期运营做好充足准备。同时，公司在澳大利亚设立全资子公司，积极把握海外游戏市场发展动向，为公司进入澳洲市场奠定基础。

公司在日本上线多款热门游戏，包括《华武帝国》和《社長の野望》等。《华武战国》以日本战国为背景，融入了本地历史元素，新颖的玩法和强烈的代入感吸引众多日本玩家，该游戏也入围 2021 年出海日本的中国游戏收入榜单前 20 名。

公司目前形成了自主运营、授权运营、联合运营、代理运营四种运营模式。

1.自主运营

自主运营是指公司自主研发的游戏上线运营并进行推广，玩家用户可通过终端设备体验游戏，同时公司也会负责后续的版本更新和玩家服务等服务。自主运营模式下，公司通过向用户提供道具角色等增值服务方式获得收入，同时也需承担游戏成本。

2.授权经营

授权经营模式主要是为境外客户提供游戏产品服务，由于国内文化、市场环境和国家政策与国外有较大区别，因此公司通过授权国外合作方进行游戏的后续服务。公司在与授权经营商签署相关网络游戏授权经营协议后，公司需要为经营商提供游戏版本更新和约定的后续服务，并收取协议约定的版权金，授权经营商将其在游戏中取得的收入按协议约定的比例分成给公司。

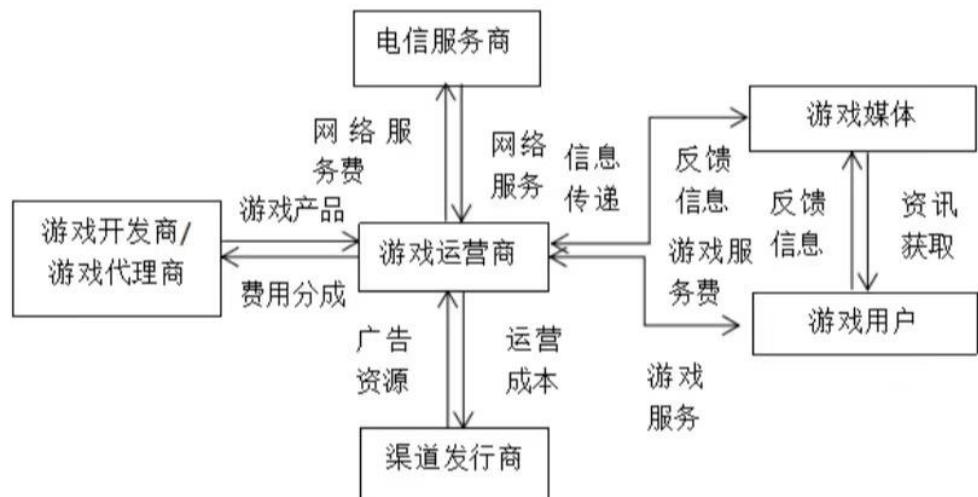
3.联合运营

联合运营模式是研发方将游戏授权给多个运营商运营，各个运营商可以采用各自独立的支付系统或管理系统。一般情况下，授权经营商无需向版权方交纳初始授权金，只需按照约定分成比例进行分成。

4.代理运营

代理运营模式是游戏研发方将游戏授权给一或两家运营商在特定区域内进行代理运营。与联合运营相似，运营方可使用各自的管理支付系统，并在最终按照约定进行分成，但代理运营方需要向版权方支付初始授权金。合作模式需要双方协商约定，一般情况下由研发方进行技术上维护与版本更新，运营方负责市场推广、充值渠道构建和客户服务等。

图表 12 网络游戏运营模式分析



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.2 2022 年及 2023H1 财务回顾

2023H1 回顾

公司于 23 年 8 月 30 日披露半年报, 23H1 营业收入 3.18 亿元, $\text{yoY} -26.55\%$, 23H1 归母净利润 0.87 亿元, $\text{yoY} -40.4\%$ 。23Q2 营业收入 1.63 亿 ($\text{yoY} -21.2\%$, $\text{qoq} +4.43\%$), 23Q2 归母净利润 0.39 亿 ($\text{yoY} -46.8\%$, $\text{qoq} -16.9\%$)。公司存量游戏产品已经进入成熟期, 有一定程度下滑, 《梦三国》端游报告期贡献收入达到 61.77%, 公司较多重磅储备的新游戏仍然处于上线前测试阶段, 有望在 23Q4 上线驱动业绩增长。公司的储备的新游戏包括《野蛮人大作战 2》(预计 23Q4 上线), 《螺旋勇士》(预计 23Q4 上线), 《卡噗拉契约》(预计 23Q4 上线), 《卢希达: 起源》(测试中)。

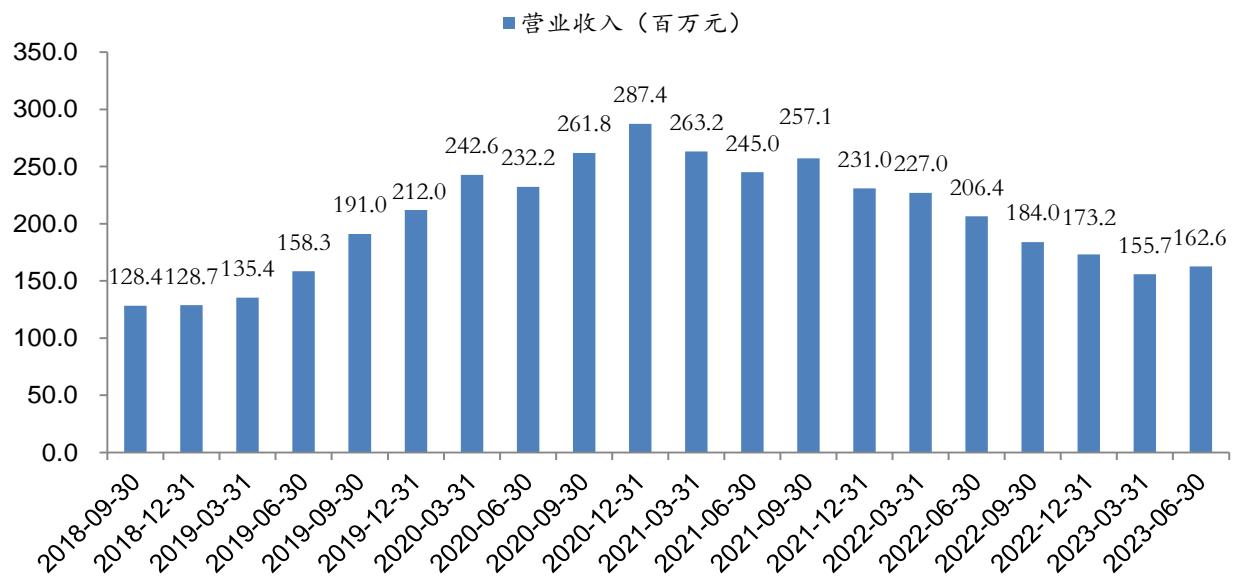
2022H2 回顾

2022H2 公司实现营业收入 3.57 亿元人民币, 同比减少 26.82%, 环比减少 17.58%; 归母净利润 0.56 亿元人民币, 同比降低 57.45%, 环比降低 61.76%。公司下半年营收减少是因为 2022 年下半年游戏行业整体增长放缓, 新款游戏未能及时推出, 在盈利侧依然依靠老款长线运营游戏。公司归母净利润减少主要系游戏充值收入较上年同期有所下降, 同时管理费用较 21H2 有一定程度提高。

2022H1 回顾

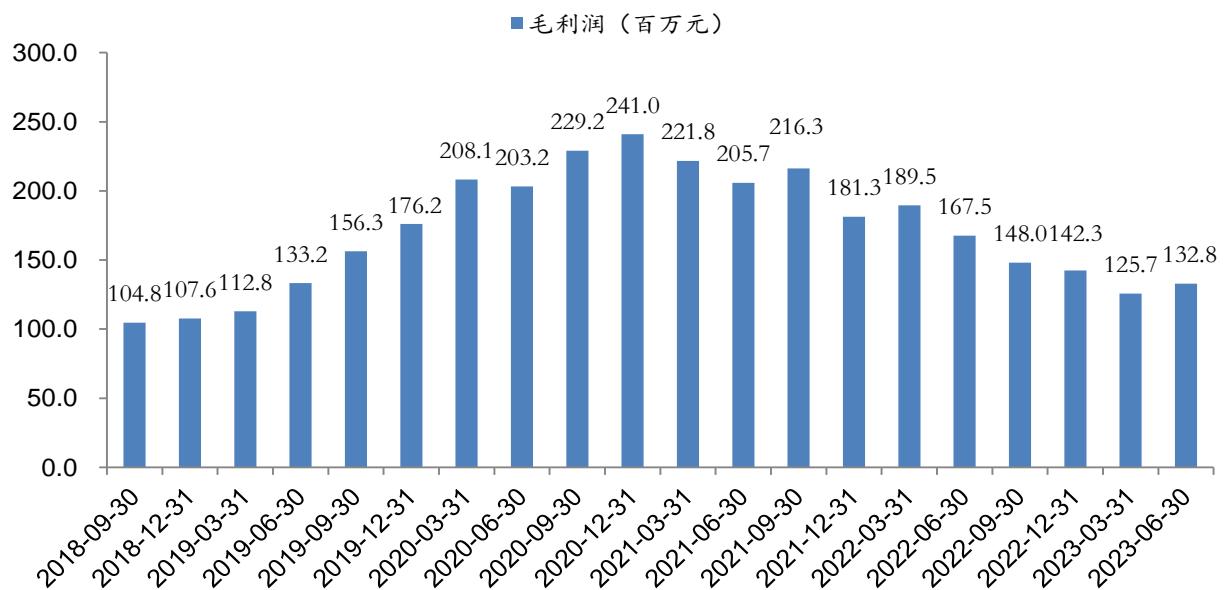
2022H1 公司实现营业收入 4.33 亿元人民币, 同比减少 14.71%, 环比减少 11.21%; 归母净利润 1.45 亿元人民币, 同比减少 30.13%, 环比增长 11.27%。公司深入布局国风类精品游戏, 并运营成熟国风电竞体系。公司归母净利润减少原因: 1. 游戏充值收入较上年同期有所下降。2. 亚运会广告宣传费用增加。

图表 13 电魂网络营业收入(百万元)



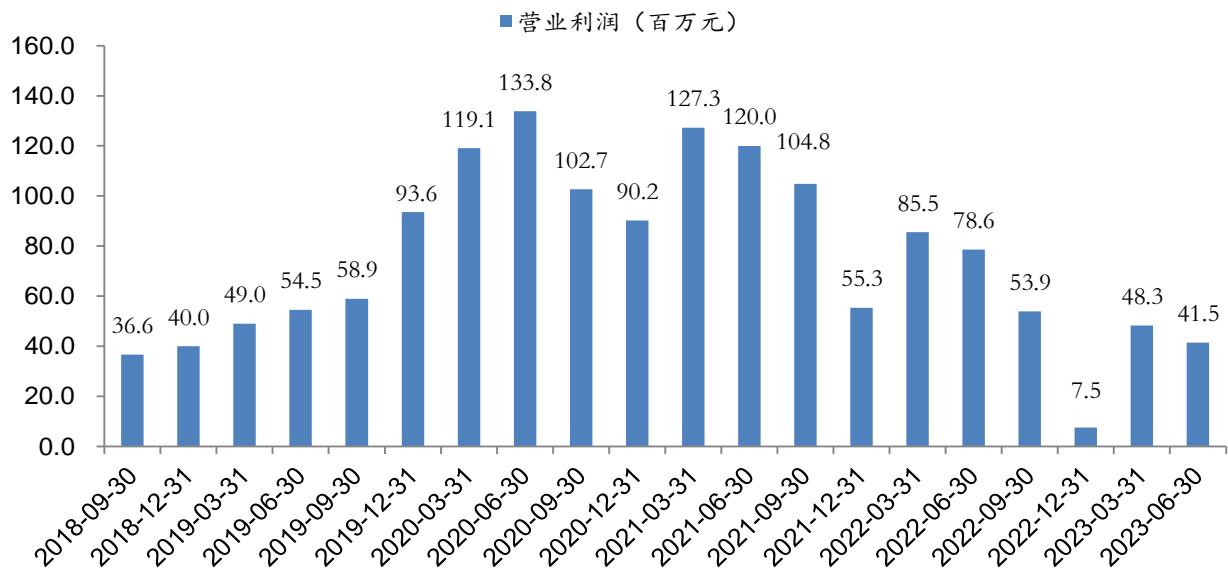
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 14 电魂网络毛利润(百万元)



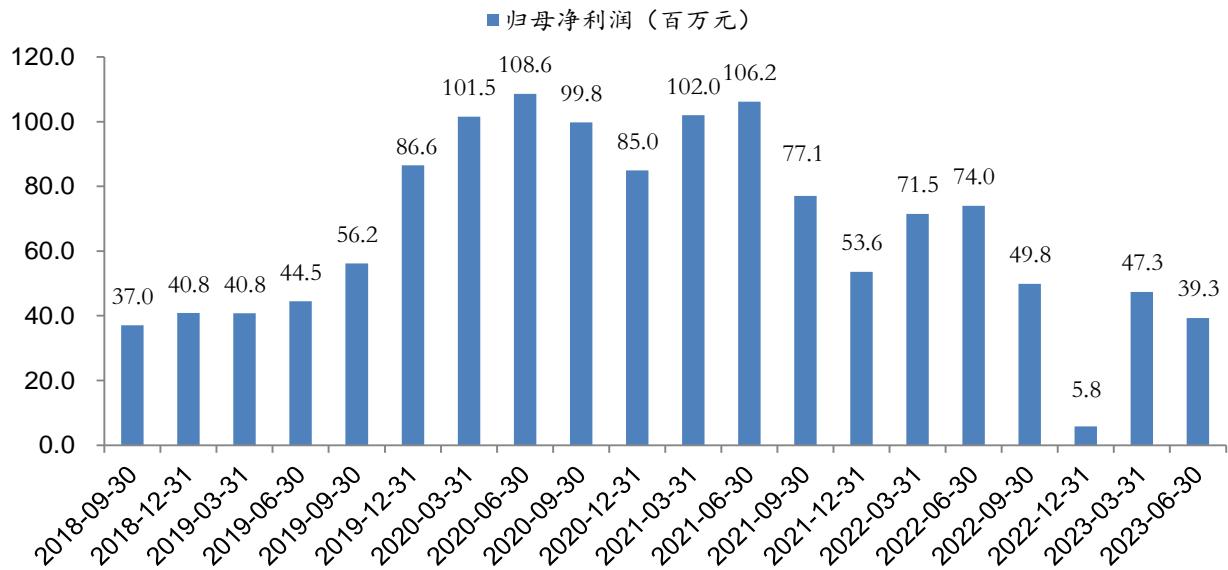
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 15 电魂网络营业利润（百万元）



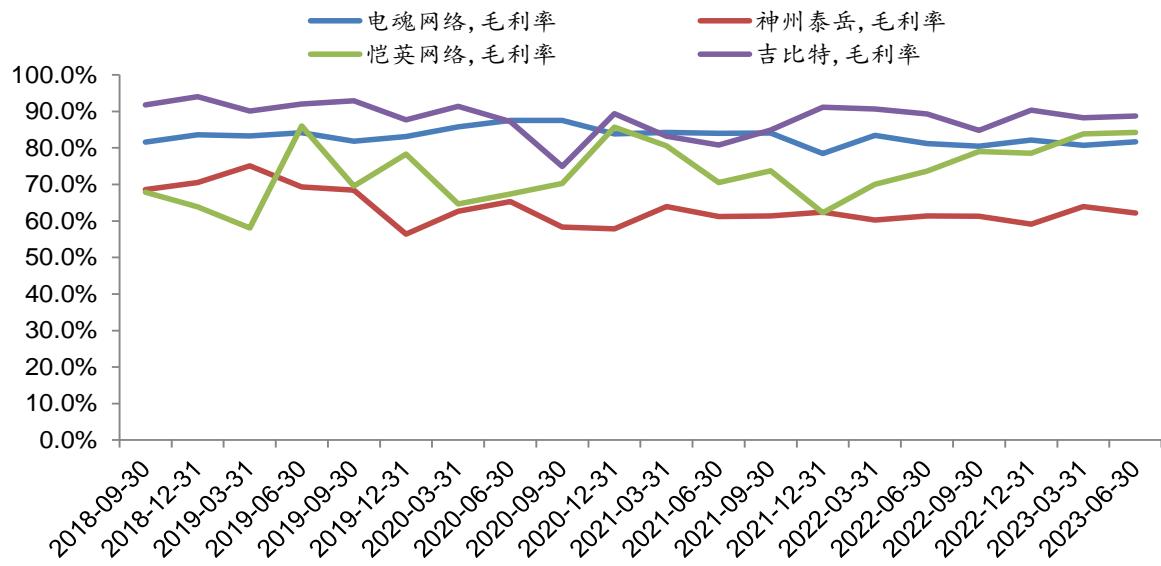
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 16 电魂网络归母净利润（百万元）



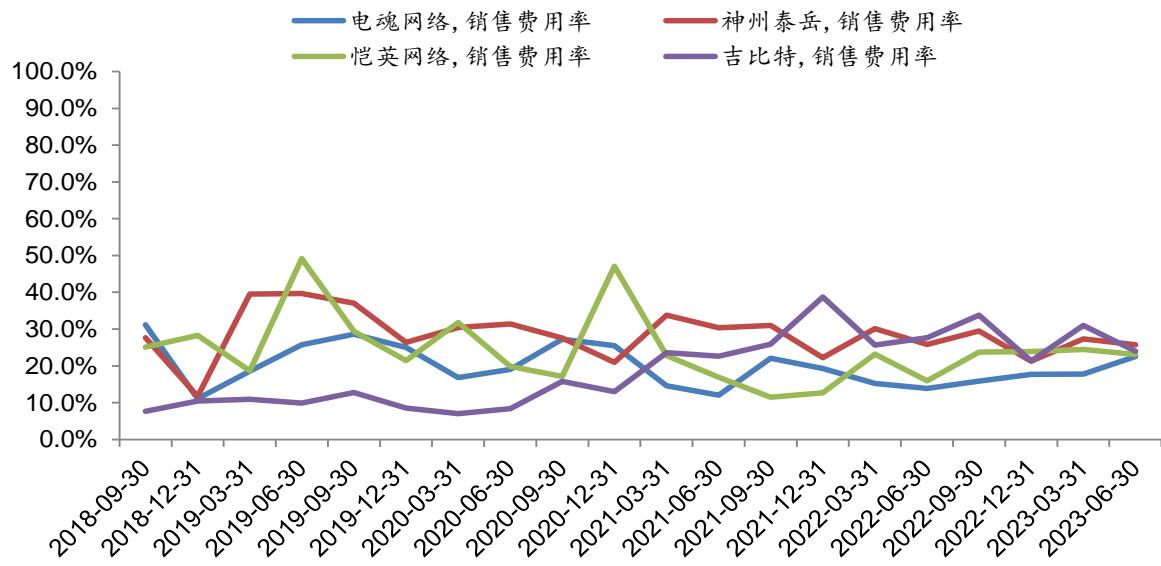
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 17 电魂网络毛利率及行业对比



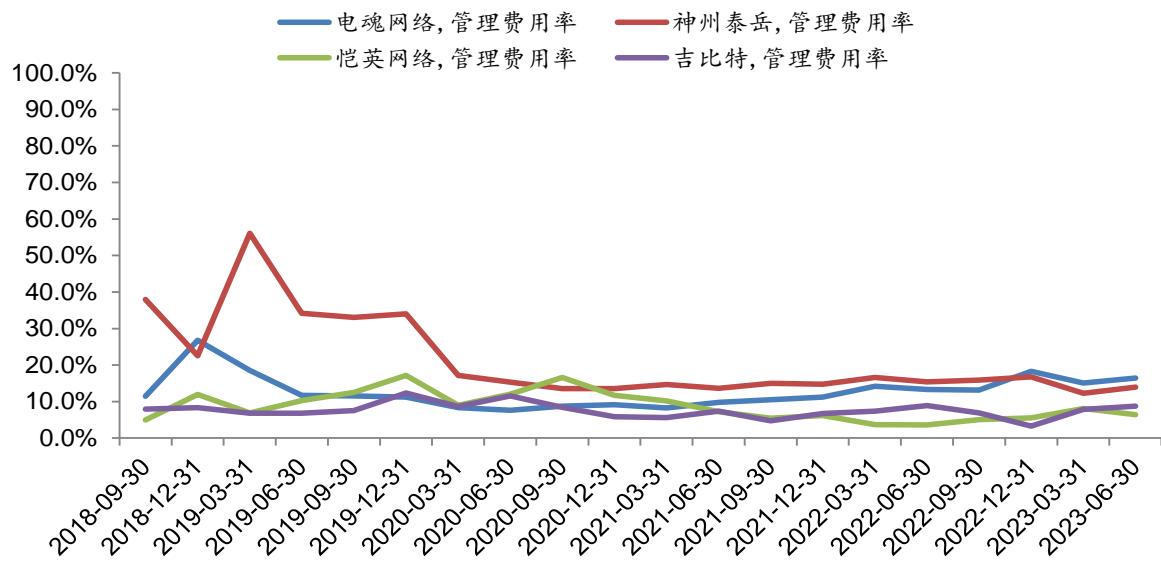
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 18 电魂网络销售费用率及行业对比



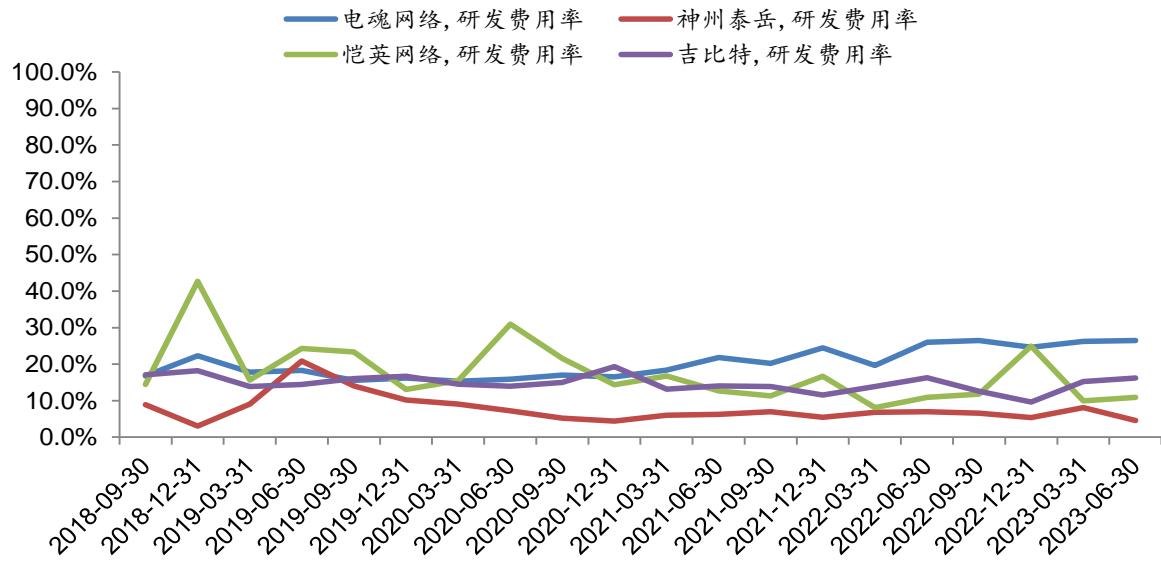
资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 19 电魂网络管理费用率及行业对比



资料来源：公司季报，华安证券研究所

图表 20 电魂网络研发费用率及行业对比



资料来源：公司季报，华安证券研究所

3 产品：现有 IP 长线运营，储备游戏多品类探索

2.1 核心存量产品运营表现良好

1) 《梦三国 2》端游

《梦三国 2》是使用自主游戏引擎研发的大型多人在线竞技类 MOBA 网游，游戏内分为竞技和副本两大玩法。游戏背景是三国时期，具体玩法方面，竞技模式包括：5V5 娱乐三国无双、10V10 官渡之战和 5V5V5 三国志大战等模式；副本玩法包括：据三国剧情设立的挑战 BOSS、关卡副本等（MMORPG 式角色养成）。

《梦三国 2》一直秉持“国风”+“电竞”的特色运营模式，深耕电竞领域超 10 年。运营方面《梦三国 2》端游长期稳定运营，最高同时在线人数突破 54 万。并于 2020 年 1 月 9 日正式登录腾讯 WeGame 平台。在 2021 年 11 月 5 日《梦三国 2》入选 2022 年杭州亚运会电竞项目，在印证游戏自身质量同时，也宣传了中国文化，让国风走向世界。

图表 21 《梦三国 2》端游游戏界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

2) 《梦三国手游》

《梦三国手游》是根据《梦三国》IP 电魂自主研发的 MOBA+RPG 多元化手游。于 2015 年 11 月 16 日取得版号，并在 2019 年 7 月 14 日正式在国内上线。上线后因为其优质画风和多变玩法深受玩家喜爱，注册用户数最高达 400 万。

《梦三国手游》与端游相似，具备英霸娱乐 5V5 和官渡之战 10V10 两类 MOBA 类公平竞技模式，还有合成精炼的养成类模式，包括宏大副本、宠物元素、足迹系统等。除此之外该游戏还上线类似天命英霸、克隆大战、一夫当关等创新娱乐模式，优质内容和多变玩法不断更新。

图表 22 《梦三国手游》游戏界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

3) 《我的侠客》&《梦江湖》

《我的侠客》是电魂自研，腾讯极光发行的武侠类开放世界手游，于 2020 年 11 月 4 日正式上线运营。该游戏通过开放的玩法和鲜明的侠客故事，大力宣扬我国传统文化，运营同时还推出一些列资料片，包括：《江湖濯玉录》、《武魄炼心录》、《瀚漠卷惊云》等，提高玩家游玩体验，多次获得苹果、华为、好游快爆等平台推荐。

《梦江湖》作为《我的侠客》的端游延伸版本，保留了玩家好评的核心内容和玩法，在 2022 年 7 月登录 Steam 平台，同年 12 月登录 WeGame 与蒸汽平台。上线后连续多日位列新品热门榜单前列。

图表 23 《我的侠客》游戏界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

图表 24 《梦江湖》游戏界面



资料来源：游民星空，华安证券研究所

4) 《野蛮人大作战》

《野蛮人大作战》是由电魂网络自主研发的、集战斗与冒险合二为一的独立游戏。游戏可定义为竞技性强的“后 MOBA”和轻量级 MOBA。游戏于 2017 年 6 月 29 日获得版号，并于 2017 年 7 月 20 日发布。在海内外拥有稳定的活跃玩家，目前国内仍保持日均下载量 500+ 水平。《野蛮人大作战》多次登上 App Store 和 Google play 推荐榜，在国内也获得多项最受欢迎游戏奖项。

图表 25 《野蛮人大作战》游戏界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

2.2 多款游戏新品蓄势待发

继《梦三国》、《梦塔防》等众多热门游戏稳定营收，公司不断布局研发新游项目。目前，公司主要产品储备包括《野蛮人大作战 2》、《螺旋勇士》和《卡噗拉契约》。其中，《野蛮人大作战 2》在 2023 年 1 月 17 日获得版号；《螺旋勇士》在 2021 年 6 月 11 日获得版号；《卡噗拉契约》在 2023 年 2 月 10 日获得版号。这三款储备游戏在 TapTap 上均有较高关注度。

《野蛮人大作战 2》是自主研发的竞技+RPG 多元化游戏，将在移动端、PC 端、主机端多方上线，并且已经获得移动端、主机、客户端全平台版号。游戏玩法继承了第一部《野蛮人大作战》的战斗系统，在提升了画质同时融入了部落建设和世界探索等开放玩法，并融入“大乱斗”元素使游戏可玩性更高（可对标《英雄联盟》的极地大乱斗玩法）。

图表 26 《野蛮人大作战 2》游戏界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

《螺旋勇士》是电魂网络研发的陀螺对战的策略类 RPG 游戏。游戏内部还原了陀螺的各部分构成，包括环、轴、盖的各项参数，玩家可以通过个性搭配在组建属于自己的陀螺，并与其他玩家的陀螺进行对战。新颖的 IP 和个性化玩法吸引众多玩家，截止至 2023 年 7 月，TapTap 上预约人数已超 28 万，评分达 8.8。

图表 27 《螺旋勇士》游戏界面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

作为电魂网络扩充产品品类的游戏之一，《卡噗拉契约》主题为潮玩类的卡牌游戏，盲盒玩法和可爱画风大大增加游戏的可玩性。玩家通过卡牌扭蛋机抽奖的方式与兽耳娘签订契约，通过各属性精灵的策略配队，在游戏中打怪获取资源。游戏精美的画质和玩法在 TapTap 上获得大量关注，评分高达 9.0。

图表 28 《螺旋勇士》游戏画面



资料来源：TapTap，华安证券研究所

4 盈利预测

4.1 关键假设

图表 29 营业收入和营业成本拆分

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	996	791	922	1,061	1,144
yoy	-3%	-21%	17%	15%	8%
客户端游戏	560	519	588	654	671
yoy	10.6%	-7.4%	13.3%	11.2%	2.6%
%, 收入占比	56.2%	65.6%	63.8%	61.6%	58.6%
移动端游戏	421	251	318	390	455
yoy	-17.7%	-40.5%	27.0%	22.3%	16.7%
%, 收入占比	42.3%	31.7%	34.5%	36.7%	39.7%
其他	15	21	15	17	19
yoy	179.4%	41.6%	-27.4%	15.1%	7.9%
%, 收入占比	1.5%	2.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业成本	171	143	162	181	192
yoy	20.2%	-16.3%	13.1%	11.8%	6.0%
%, 收入占比	17.2%	18.1%	17.6%	17.1%	16.8%
客户端游戏	59	54	62	67	68
yoy	40.1%	-8.3%	14.8%	9.1%	0.6%
%, 占客户端游戏	10.5%	10.4%	10.5%	10.3%	10.1%
移动端游戏	104	75	91	111	133
yoy	7.2%	-27.6%	21.1%	21.5%	19.6%
%, 占移动端游戏	24.7%	30.1%	28.7%	28.5%	29.2%
其他	8	14	9	3	-9
毛利	825	647	760	880	953
yoy	-6.4%	-21.5%	17.4%	15.8%	8.3%
客户端游戏	501	465	526	587	603
yoy	7.9%	-7.3%	13.2%	11.4%	2.9%
移动端游戏	317	175	227	279	322
yoy	-23.6%	-44.7%	29.5%	22.7%	15.5%
毛利率	82.8%	81.9%	82.4%	82.9%	83.2%
客户端游戏	89.5%	89.6%	89.5%	89.7%	89.9%
移动端游戏	75.3%	69.9%	71.3%	71.5%	70.8%

资料来源：公司年报，华安证券研究所

客户端游戏方面：继《梦三国 2》和《梦塔防》等老牌游戏后，公司端游方面暂时并未上线新热门端游，但《梦三国 2》用户基础稳固，复购状况较好。随着近些年电竞游戏热度的提高，《梦三国 2》入选了 23 年 9 月杭州亚运会电竞项目，对该游戏持续维持产品品牌声誉有较正面的影响。我们预计客户端游戏业务，23E/24E/25E，收入 5.88 亿元/6.54 亿元/6.71 亿元。

移动端游戏方面：公司现有游戏运营情况良好，我们预计手机游戏业务，

《梦三国手游》、《我的侠客》、《野蛮人大作战》等持续为公司手游业务提供收入。公司游戏储备丰富，后续《野蛮人大作战 2》、《螺旋勇士》和《卡噗拉契约》等新游上线后有望为手游业务业绩提供增量。公司在手游方面不断扩充游戏品类，自收购游动网络后，进一步提高了公司自研游戏创作实力。公司游戏类型覆盖 MOBA、角色扮演、策略、模拟经营和卡牌等，多样性较强。我们预计移动端游戏业务，23E/24E/25E，收入 3.18 亿元/3.90 亿元/4.55 亿元。

其他：由于公司仍将持续发力端游与手游业务，因此网页游戏和 H5 游戏平台等其他业务游戏增长有限。我们预计其他业务，23E/24E/25E，收入 0.15 亿元/0.17 亿元/0.19 亿元。

4.2 相对估值

目前核心游戏公司 23 年 P/E 中位数约 20.6X，处于历史 P/E 范围的相对中间偏低估区间。考虑到国内游戏行业受益于：1) AI 技术进步驱动科技创新周期上行；2) 经济复苏带动消费者收入预期提升，抬高用户付费能力和意愿；3) 游戏出海的大背景之下，国产厂商在全球市占率仍有较大提升空间。

游戏行业核心公司的估值历史高位在 28X-30X 左右（按历史上的未来一年预测 P/E 衡量）。我们认为，如果行业政策持续稳定，国内厂商出海进程顺利，AI 持续赋能，行业有望持续健康良性增长，游戏行业现阶段增长和估值相对匹配。

我们预计公司 23/24/25 年，归属母公司净利润 3.09 亿元/3.88 亿元/4.36 亿元，YoY 53.6%/25.8%/12.4%，对应 P/E 为 30.14/23.96/21.32 倍；电魂网络端游方面稳定提供收入，不断发展手游业务，扩充游戏品类，用户生态较好，自研实力强劲，游戏储备丰富，现阶段具备较强成长性，估值水平合理，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 30 可比公司估值 (截止至 2023 年 9 月 5 日收盘)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润同比 (%)			市盈率PE		
			21A	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E
603258.SH	电魂网络	93.1	3.4	2.0	3.1	3.9	-41%	54%	26%	26.7	30.1	24.0
	中位数	268.1	5.7	5.4	13.1	15.8	-1%	31%	21%	15.7	20.6	16.1
002555.SZ	三七互娱	524.7	28.8	29.5	33.4	38.3	3%	13%	15%	13.6	15.7	13.7
002602.SZ	世纪华通	398.0	23.3	-70.9	19.1	25.1	-405%	-127%	31%	-4.0	20.9	15.9
002624.SZ	完美世界	268.1	3.7	13.8	14.0	17.7	273%	2%	27%	17.9	19.2	15.1
603444.SH	吉比特	291.2	14.7	14.6	14.9	18.1	-1%	2%	21%	15.4	19.5	16.1
002558.SZ	巨人网络	280.5	9.9	8.5	13.1	15.8	-14%	54%	20%	18.8	21.3	17.8
002517.SZ	恺英网络	307.2	5.8	10.3	15.0	18.8	78%	46%	25%	13.8	20.5	16.3
300002.SZ	神州泰岳	205.3	3.8	5.4	7.6	9.0	41%	40%	20%	15.7	27.1	22.7
600633.SH	浙数文化	204.9	5.2	4.9	8.0	8.6	-5%	64%	8%	21.2	25.6	23.7
002605.SZ	姚记科技	121.8	5.7	3.5	7.3	8.7	-39%	109%	20%	16.3	16.8	14.0
300031.SZ	宝通科技	85.4	4.0	-4.0	4.1	5.6	-198%	-205%	36%	-14.4	20.6	15.1
300494.SZ	盛天网络	73.7	1.3	2.2	2.9	3.9	78%	31%	32%	18.3	25.3	19.1

资料来源: Wind 一致预期, 华安证券研究所

风险提示：

游戏产品中单款游戏收入占比较高；全球宏观经济波动，扰动玩家整体游戏消费意愿；产品上线延期；AI技术与产品结合落地效果不及预期

财务报表与盈利预测
资产负债表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,771	2,134	2,579	3,051
现金	1,082	1,436	1,866	2,328
应收账款	46	51	59	66
其他应收款	7	8	10	10
预付账款	18	21	24	26
存货	0	0	0	0
其他流动资产	618	618	619	620
非流动资产	1,122	1,125	1,127	1,130
长期投资	94	101	110	120
固定资产	270	267	262	257
无形资产	19	19	18	18
其他非流动资产	738	738	736	735
资产总计	2,893	3,260	3,706	4,181
流动负债	472	506	543	565
短期借款	-	-	-	-
应付账款	41	47	54	59
其他流动负债	431	459	488	506
非流动负债	8	28	43	54
长期借款	-	20	36	47
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	479	534	586	619
少数股东权益	8	11	16	22
股本	246	246	246	246
资本公积	877	877	877	877
留存收益	1,265	1,574	1,962	2,398
归属母公司股东权益	2,406	2,715	3,103	3,540
负债和股东权益	2,893	3,260	3,706	4,181

利润表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	791	922	1,061	1,144
营业成本	143	162	181	192
营业税金及附加	6	9	10	11
销售费用	123	165	181	186
管理费用	116	139	160	172
财务费用	-33	-52	-63	-69
资产减值损失	-29	-4	-1	-1
公允价值变动收益	-39	-4	-	-
投资净收益	33	22	21	22
营业利润	226	319	400	449
营业外收入	1	0	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	226	319	400	449
所得税	19	6	6	7
净利润	207	312	393	442
少数股东损益	6	3	5	6
归属母公司净利润	201	309	388	436
EBITDA	227	320	390	433
EPS (元)	0.82	1.26	1.59	1.78

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-20.6%	16.6%	15.1%	7.9%
营业利润	-44.6%	41.4%	25.6%	12.3%
归属于母公司净利润	-40.7%	53.6%	25.8%	12.4%
盈利能力				
毛利率 (%)	81.9%	82.4%	82.9%	83.2%
净利率 (%)	26.2%	33.9%	37.1%	38.6%
ROE (%)	8.4%	11.4%	12.5%	12.3%
ROIC (%)	8.6%	11.4%	12.2%	11.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	16.6%	16.4%	15.8%	14.8%
净负债比率 (%)	19.9%	19.6%	18.8%	17.4%
流动比率	3.76	4.22	4.75	5.40
速动比率	3.65	4.11	4.65	5.30
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.28	0.29	0.27
应收账款周转率	17.09	18.20	17.96	17.23
应付账款周转率	3.54	3.43	3.33	3.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.26	1.59	1.78
每股经营现金流 (摊薄)	0.57	1.61	1.92	2.07
每股净资产	9.79	11.09	12.68	14.46
估值比率				
P/E	26.74	30.14	23.96	21.32
P/B	2.20	3.43	3.00	2.63
EV/EBITDA	18.95	24.63	19.17	16.23

现金流量表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	141	395	471	507
净利润	207	312	393	442
折旧摊销	34	53	53	52
财务费用	-17	-	-	-
投资损失	-33	-	-	-
营运资金变动	-113	23	23	11
其他经营现金流	62	6	2	2
投资活动现金流	275	-61	-56	-56
资本支出	89	61	56	56
长期投资	325	-	-	-
其他投资现金流	-140	-121	-111	-112
筹资活动现金流	-272	20	16	11
借款	0	20	18	15
股权融资	9	-	-	-
其他筹资现金流	-281	-0	-2	-4
汇率变动影响	36	-	-	-
现金净增加额	180	354	431	462

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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形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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。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市场基准指数5%以上；

中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数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。