

游戏

电魂网络（603258.SH）

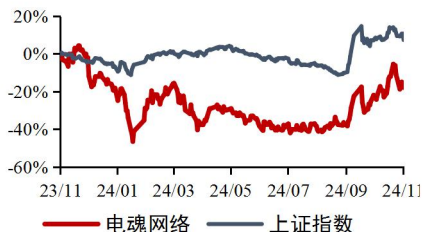
增持-A(首次)

专注精品厚积薄发，期待新品周期开启

2024年11月22日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年11月22日

收盘价(元):	20.96
总股本(亿股):	2.45
流通股本(亿股):	2.41
流通市值(亿元):	50.47

基础数据：2024年9月30日

每股净资产(元):	9.12
每股资本公积(元):	3.32
每股未分配利润(元):	4.46

资料来源：最闻

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

林挺

执业登记编码：S0760524100003

投资要点：

➤ **致力精品游戏的研运，积极拓展多元化布局。**电魂网络成立于2008年9月，是一家致力于研发、运营精品化网游的互联网公司。公司以端游为基础，逐步延伸至手游，同时也布局了H5游戏、VR游戏、主机、单机游戏、APP平台、漫画和电竞赛事等领域。

➤ **政策边际回暖、AI打开成长空间，有望驱动游戏行业持续修复。**1) 供给端：伴随版号延续高质量常态化发放，各家新游产品周期有望稳步开启，支撑行业景气度向上；2) 需求端：国内来看，24年4-7月受高基数影响导致月度收入同比下滑，8-9月收入均同比增长15%见底回升；出海市场来看，24年上半年出海市场收入同比略增4%，8-9月分别同比增长25%、34%拐点向上。同时，中长期来看AI赋能游戏行业带来玩法创新及制作效率提升。

➤ **存量产品筑基，新品打开增量空间。**1) 经典IP显现长生命力，持续贡献稳定业绩：《梦三国》端游自上线以来流水常年趋于稳定，主要通过多版本的高频迭代、多维度赛事体系、MMO+MOBA游戏特性，保持了近15年的长青；2) 项目储备丰富，发展动能充足：公司未来计划上线的重磅产品包括《野蛮人大作战2》、《螺旋勇士》、《修真聊天群》、《修仙时代》等。其中，《野蛮人大作战2》是公司自主研发的魔性竞技+RPG多元化游戏，其前作口碑较好，且已接入网易伏羲AI-bot技术；《修仙时代》是国风修仙题材开放大世界游戏，截止2024年11月15日，在TapTap上已有超28万人预约。

➤ **稳步开拓海外市场，积极拥抱AI前沿技术。**目前公司已在中国香港、日本、新加坡、澳洲等多个国家和地区成立子公司，布局全球市场。后续我们认为伴随新产品陆续上线以及游戏出海大盘景气度改善，有望催化公司海外收入进入回升通道。对于对战类游戏而言，人机的智能表现直接影响玩家游戏体验，进而影响游戏流水。因此公司积极与网易智企展开深度合作，并于23年7月签订战略合作协议，共同成立“游戏人工智能联合实验室”，将围绕游戏AI技术研发、商业应用与实践等方面展开深度合作。

➤ **投资建议：**预计公司24-26年归母公司净利润分别为0.91/3.29/4.11亿元，同比增长60.9%/259.5%/24.9%。公司25-26年PE估值低于可比公司均值。考虑公司核心产品梦三国系列表现稳健，能够提供稳定的利润安全垫。随着后续新产品周期的开启以及游戏出海的顺利推进，公司业绩确定性较强，首次覆盖，给予“增持-A”评级。



风险提示：行业竞争加剧风险，政策面风险，产品上线进度不及预期风险，新游表现不及预期风险，营业收入主要依赖于单款游戏的风险，海外市场风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	791	677	602	1,272	1,525
YoY(%)	-20.6	-14.4	-11.1	111.3	19.9
归母净利润(百万元)	201	57	91	329	411
YoY(%)	-40.7	-71.7	60.9	259.5	24.9
毛利率(%)	81.9	78.7	71.4	73.3	72.8
EPS(摊薄/元)	0.82	0.23	0.37	1.34	1.68
ROE(%)	8.6	2.4	4.0	13.2	14.8
P/E(倍)	25.5	90.2	56.1	15.6	12.5
P/B(倍)	2.1	2.3	2.2	2.1	1.9
净利率(%)	25.4	8.4	15.2	25.8	26.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 公司分析：深耕国风电竞，铸就“游戏之魂”	6
1.1 基本概况：致力精品游戏的研运，积极拓展多元化布局	6
1.2 管理层及股权架构：初创团队结构稳定，且从业经验丰富	8
1.3 财务分析：存量流水下滑叠加资产减值，公司业绩短期承压	11
2. 行业分析：版号常态、AI 赋能叠加出海，催化游戏行业回暖	13
2.1 中国游戏市场供给端	13
2.2 中国游戏市场需求端	14
3. 竞争优势：存量产品筑基，新品打开增量空间	17
3.1 存量：经典 IP 显现长生命力，持续贡献稳定业绩	17
3.2 增量：项目储备丰富，发展动能充足	23
3.3 IP 投资+游戏出海，寻求第二增长曲线	24
3.4 积极拥抱 AI 前沿技术，探索玩法优化提升用户体验	26
4. 盈利预测与投资建议	27
4.1 盈利预测	27
4.2 投资建议	28
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：电魂网络发展历史	7
图 2：电魂网络股权架构图（截止 2024 年 9 月 30 日）	8
图 3：公司 2015-2024 年前三季度营业收入及同比增速	11
图 4：公司 2015-2024 年前三季度归母净利润及同比增速	11
图 5：公司收入结构占比——分业务	12



图 6: 公司收入结构占比——分地区.....	12
图 7: 2014-2024 年前三季度公司销售毛利率 (%)	12
图 8: 2015-2023 年公司端游及手游毛利率 (%)	12
图 9: 公司期间费用率 (%)	13
图 10: 2014-2024 前三季度公司销售净利率 (%)	13
图 11: 国产游戏版号发放数量.....	14
图 12: 进口游戏版号发放数量.....	14
图 13: 中国游戏市场规模及同比增速.....	15
图 14: 中国当月游戏市场规模及同比增速.....	15
图 15: 中国电子竞技游戏市场规模及同比增速.....	15
图 16: 中国电子竞技产业市场规模及同比增速.....	15
图 17: 中国自研游戏海外市场规模及同比增速.....	16
图 18: 中国当月自研游戏海外市场规模及增速.....	16
图 19: AI 应用深入游戏全生命周期.....	17
图 20: 《梦三国》IP 系列发展历史.....	18
图 21: 《梦三国》系列端游收入、同比增速及占比 (百万元, %)	18
图 22: 《梦三国》端游特色游戏玩法.....	19
图 23: 《梦三国 2》端游游戏截图.....	19
图 24: 《梦三国 2》游戏场景中呈现的温州景点.....	20
图 25: 《梦三国 2》联动京剧、越剧、川剧、豫剧.....	20
图 26: 2024 年梦三国 2 全年赛事计划.....	21
图 27: 24 年《梦三国 2》赛事关注人数.....	21
图 28: 《梦三国 2》入选杭州亚运会电竞项目.....	22



图 29: 《梦三国 2》斩获亚运金牌.....	22
图 30: 梦三国手游宣传海报.....	22
图 31: 梦三国手游玩法界面.....	22
图 32: 野蛮人大作战 2 宣传海报.....	23
图 33: 野蛮人大作战 2 游戏界面.....	23
图 34: 《修仙时代》TapTap 期待值较高.....	24
图 35: 《修仙时代》游戏界面.....	24
图 36: 电魂智能创意孵化器.....	25
图 37: 公司海外地区收入及同比增速（亿元，%）.....	25
图 38: 电魂网络业务版图.....	25
图 39: 电魂网络与网易智企合作.....	26
图 40: 网易 AI 智能体应用于《野蛮人大作战 2》.....	26
表 1: 电魂网络游戏产品布局.....	7
表 2: 电魂网络核心管理团队信息.....	9
表 3: 公司多轮限制性股票激励计划.....	10
表 4: 2014-2024 年端游《梦三国》版本更新整理（截止 2024 年 11 月 21 日）.....	19
表 5: 公司主要储备游戏产品.....	23
表 6: 公司盈利预测（百万元）.....	27
表 7: 可比公司估值.....	29

1. 公司分析：深耕国风电竞，铸就“游戏之魂”

1.1 基本概况：致力精品游戏的研运，积极拓展多元化布局

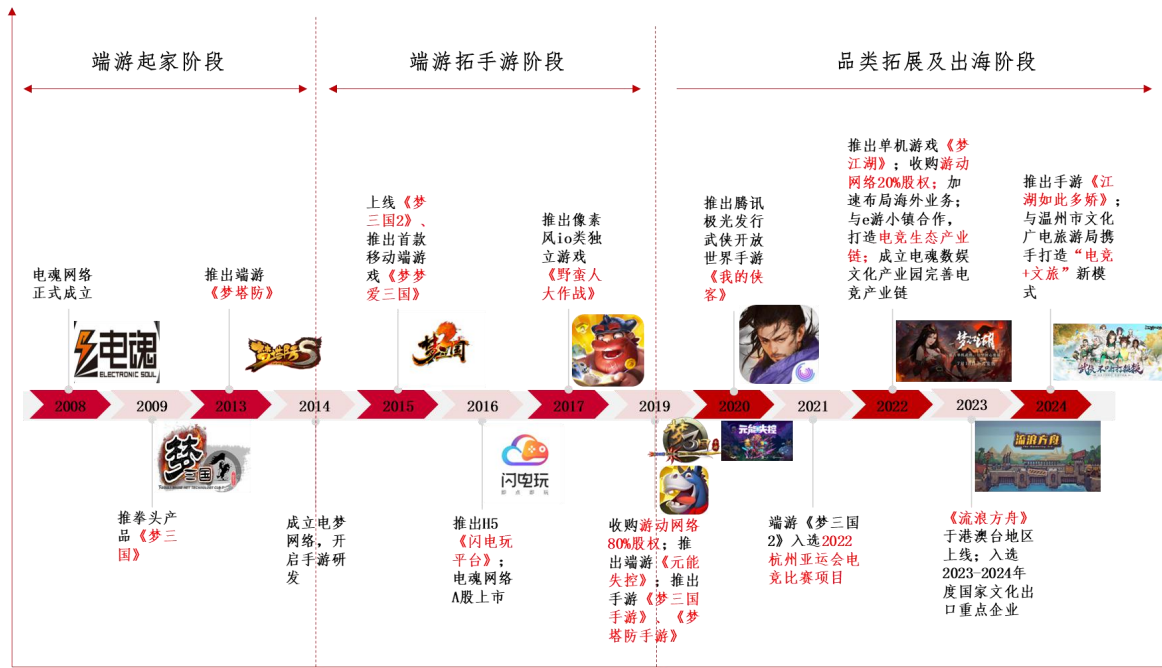
电魂网络成立于 2008 年 9 月，是一家致力于研发、运营精品化网络游戏的互联网公司。自成立以来，公司秉承“铸就游戏之魂”的发展理念，为用户打造更多的精品游戏。公司坚持“一切以玩家为出发点”的经营宗旨，以自主知识产权为基础，以中国网络游戏市场发展为导向，通过高效化的游戏开发体系、精品化的网络游戏产品、精准化的游戏推广方案，现已发展成为以竞技类休闲网络游戏为主要产品，集创意策划、美术设计、技术研发、产品开发、游戏推广、运营维护、海外合作于一体的网络游戏开发商、运营商。

复盘公司发展历史，我们认为可大致分为如下阶段：

- (1) **端游起家阶段（2008 年-2014 年）**：公司于 2008 年 9 月由董事长胡建平、明星游戏制作人余晓亮等人在杭州正式成立，并于 2009 年 12 月推出首款国风自研类 MOBA+MMO 端游《梦三国》。上线之初凭借三国元素、仿古画风以及 MOBA 类游戏的可玩性霸占了国内众多游戏玩家的电脑。当前《梦三国》IP 系列游戏已运营超过 10 余年，至今仍与《英雄联盟》和《Dota2》同属网吧三大 MOBA 游戏。同时，公司于 2010 年便启动《梦三国》职业联赛以及杯赛，有望持续反哺《梦三国》系列游戏长线运营。
- (2) **端游拓手游阶段（2015 年-2018 年）**：随着手游市场的兴起，公司紧跟市场发展趋势，积极布局手游领域。公司自 2014 年 5 月开始相继成立子公司电梦网络、勺子网络、菜菜网络，并组建专业的移动端网络游戏研发、运营团队，进军移动网络游戏领域。在成功运营《口袋梦三国》、《电魂统军令》等辅助类、安全类移动端应用产品的基础上推出首款《梦梦爱三国》移动网络游戏；随后相继推出《梦三国手游》、《硬霸三国》、《野蛮人大作战》等多款移动网络游戏，成功实现向移动端转型，为公司后续增长提供新动力。
- (3) **品类拓展及出海阶段（2019 年-至今）**：1) 游戏出海：2019 年公司收购专注于东南亚出海、擅长养成模拟类手游公司游动网络，进一步提升公司手游业务和出海业务布局。此外，公司相继在中国香港、日本、新加坡、澳洲等多个国家和地区成立子公司，积极布局海外市场。2) 品类突破及拓展：2019 年后公司相继推出了多款不

同品类游戏，包含《X2：解神者》、武侠 RPG《我的侠客》（通过腾讯极光计划发行）等。同时，公司持续夯实《梦三国》IP 系列游戏，其主力产品《梦三国 2》于 2021 年正式入选杭州亚运会电子竞技比赛项目。

图 1：电魂网络发展历史



资料来源：公司官网，公司 2023 年报、2022 年年报及 2024 年半年报，公司招股说明书，百度百科，九游，17173，中国证券网，浙江文旅政务公众号，游戏陀螺公众号，916 手游网，公司公告《关于变更部分募集资金投资项目用于收购厦门游动网络科技有限公司 80%股权的公告》，公司公告《关于变更部分募集资金投资项目及使用部分自有资金收购厦门游动网络科技有限公司 20%股权的公告》，山西证券研究所

分业务来看，公司以端游为基础，逐步延伸至手游，同时也积极布局了 H5 游戏、VR 游戏、主机、单机游戏、APP 平台、漫画和电竞赛事等领域。截止目前，公司在运营中的游戏包括：1) 端游：梦三国 2、梦塔防等；2) 手游：梦三国手游、我的侠客、野蛮人大作战、华武战国、工匠与旅人等；3) 单机游戏：梦江湖等；4) VR 游戏：瞳等；5) H5 游戏：怼怼梦三国等；6) 平台游戏：H5 闪电玩平台、口袋梦三国等。

表 1：电魂网络游戏产品布局

平台	游戏	上线时间	类型	运营模式
----	----	------	----	------

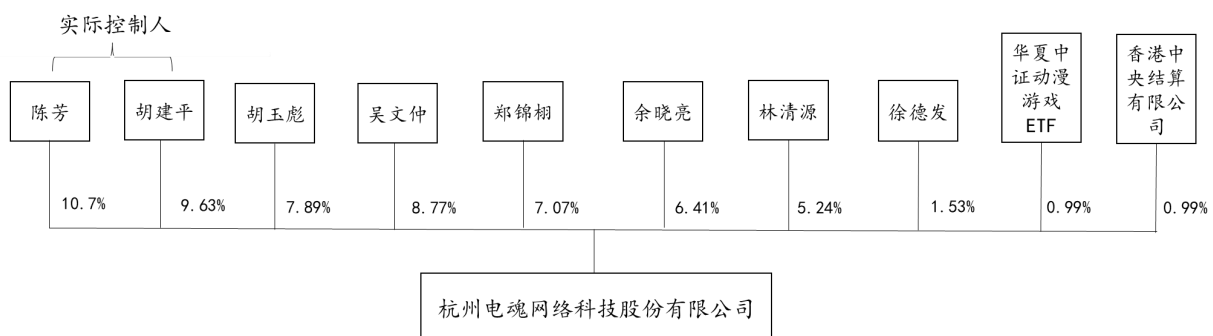
客户端	梦三国	2009年12月10日		
	梦三国2（梦三国更新版本）	2015年3月26日	MMORPG、MOBA、国风三国	自主运营
	梦塔防	2013年10月31日	塔防、竞技、养成	自主运营
	元能失控	2019年4月11日	Roguelike 生存	自主运营
移动端	梦三国手游	2019年7月14日	MMORPG、MOBA、国风三国	自主运营
	我的侠客	2020年11月4日	RPG 武侠	腾讯代理
	野蛮人大作战	2017年7月21日	IO 像素风	自主运营
	华武战国	2019年年初	策略战争	自主运营
	工匠与旅人	2024年2月	模拟经营	自主运营
	江湖如此多娇	2024年Q2	武侠卡牌 RPG	自主运营
单机游戏	江湖如梦	2024年Q3	东方新武侠卡牌 RPG	自主运营
	梦江湖	2022年7月13日	武侠	自主运营
VR 游戏	瞳-祈愿	2018年1月18日	恐怖、RPG 解谜	自主运营
H5 游戏	怼怼梦三国	2021年7月1日	三国、策略 TCG	自主运营
平台游戏	H5 闪电玩平台	2016年	各类小游戏	自主运营
	口袋梦三国	2014年5月26日	梦三国辅助平台	自主运营

资料来源：梦塔防官网，梦三国官网，九游，公司 2023 年年报及 2024 年半年报，公司招股说明书，百度百科，17173，游戏新知，交易猫，916 手游网，山西证券研究所

1.2 管理层及股权架构：初创团队结构稳定，且从业经验丰富

公司股权结构分散但团队稳定。公司联合创始人分别为陈芳、胡建平、胡玉彪、林清源、余晓亮五人，截止 2024 年 9 月 30 日，五人分别持股 10.7%、9.63%、7.89%、5.24%、6.41%，共计持股 39.87%。其中陈芳、胡建平（胡建平、陈芳为夫妻关系）两人通过《一致行动协议》明确一致行动关系，为公司的实际控制人，合计持股 20.32%。

图 2：电魂网络股权架构图（截止 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告《关于实际控制人一致行动关系到期解除、实际控制人变更暨权益变动的提示性公告》，Wind，山西证券研究所

部分创始团队成员拥有丰富的游戏行业从业经验。公司五位联合创始人至今均仍在公司高管团队各司其职。胡建平、陈芳属于国内较早一批进入游戏行业的投资人，胡建平长期担任国内软件、游戏等行业协会理事，现任本公司董事长兼总经理；胡玉彪曾任盛大网络开发工程师以及腾讯科技开发工程师，现任公司董事兼副总经理；余晓亮为国内早期著名游戏制作人，曾先后担任《QQ幻想》策划、《QQ游戏》主策划、以及《QQ堂》主策划，现担任公司董事，为公司拳头产品《梦三国》的制作人。公司部分初创团队成员具有丰富的游戏行业从业经验和腾讯工作背景，对市场和技術发展趋势具备前瞻把握能力，有助于自研游戏的开发和策划。

表 2：电魂网络核心管理团队信息

姓名	公司职务	子公司职务	从业履历
胡建平 (联合创始人)	董事长 兼总经理	电魂创投董事长兼总经理、第九艺术监事、电魂互动(香港)董事、青睐投资执行董事、蚁首网络执行董事兼总经理、智圣数字董事、电魂互动(新加坡)董事、电魂澳洲董事、竞达体育执行董事和经理、蚁心网络执行董事兼总经理、艺瞳文化执行董事兼总经理	曾任浙江国丰建设集团有限公司项目经理、杭州博业装饰工程有限公司监事；现任电魂网络科技有限公司董事长、总经理，兼任政协杭州市滨江区委员会常委、中国软件行业协会常务理事、浙江省软件行业协会理事、浙江省工商企业合作交流协会副会长、浙江省工业经济联合会副会长等。
陈芳 (联合创始人)	董事、 副总经理、 投资管理部 总监	电优科技经理兼执行董事、电魂网络(厦门)经理兼执行董事、游络科技董事、宏沙网络董事、指上缤纷董事、虚拟电竞董事、奥义电竞董事、游动网络董事、摩西科技董事、派逗网络董事长、炉火网络执行董事和总经理、电梦网络董事、衔尾蛇董事、勺子网络监事	曾任杭州恒大税务事务所有限公司出纳兼团支部书记，杭州下城区地方税务局环北税务所税收代征员，杭州建工集团有限责任公司出纳、会计；现任电魂网络科技有限公司董事、副总经理、投资管理部总监，兼任滨江区人大代表。
胡玉彪 (联合创始人)	董事、 副总经理	电魂创投董事、派逗网络监事、电梦网络监事	曾任上海天津软件公司用户界面开发工程师，上海盛大网络发展有限公司开发工程师，腾讯科技(深圳)有限公司开发工程师；现任杭州电魂网络科技有限公司董事、副总经理、首席技术官。
余晓亮 (联合创始人)	董事	电魂创投董事、七号笔迹董事、派逗网络董事	曾任腾讯科技(深圳)有限公司主策划；历任杭州电魂网络科技有限公司董事长、总经理、副总经理；现任公司董事。
林清源 (联合创始人)	监事会 主席	电魂网络(厦门)监事、青睐投资监事、电梦网络董事、火猫网络监事	曾任广州电视台华南工作站技术副主管；历任杭州电魂网络科技有限公司法定代表人、总经理、首席行政官、监事会主席；

姓名	公司职务	子公司职务	从业履历
始人)			现任公司监事会主席、首席商务官。

资料来源：公司 2023 年年报，山西证券研究所

推出多轮股票激励计划，充分提振团队信心。为进一步激发管理团队和核心员工的积极性，公司于 2019 年、2020 年分别推出两轮限制性股票激励计划，2019 年、2020 年及 2021 年达成考核目标。2024 年 4 月 29 日，公司再度推出新一轮限制性股票激励计划，股权激励计划拟以 9.882 元/股的价格向董秘、财务总监在内的 81 名员工授予 347.20 万股，约占草案公告日公司股本总额的 1.42%。考核目标分为公司和个人两个层面，其中公司层面以 2023 年的营收、净利润为基础，2024-2026 年营业收入或归母净利润分别不低于 10%/20%/30%（或 2024/2024-2025 年/2024-2026 年增长率累计值分别不低于 10%/30%/60%），个人层面业绩考核以部门、业务单元、子公司为单位，考核目标更具针对性。本次股票激励计划覆盖公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干，激励覆盖较广，有利于保留行业优秀人才，充分调动员工积极性，且持续推动自研游戏加速落地。根据激励计划考核目标，预计公司 2024-2026 年营业收入或归母净利润同比增速分别不低于 10%、9%、8%。

表 3：公司多轮限制性股票激励计划

激励计划	发布时间	实施期限	首次覆盖人群	公司层面行权目标	授予数量	授予价格
2019 年限制性股票激励计划	2019 年 5 月 22 日	2020-2022 年	公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干 111 人	以 2018 年归母净利润为基数，2019 年/2020 年/2021 年归母净利润增长率不低于 10%/20%/30%	371.10 万股	首次授予价格为每股 9.07 元
2020 年限制性股票激励计划	2020 年 11 月 4 日	2020-2022 年	公司中层管理人员、核心技术（业务）骨干 189 人	以 2019 年归母净利润为基数，2020 年/2021 年/2022 年归母净利润增长率不低于 10%/20%/30%	396.70 万股	首次授予价格为每股 20.57 元
2024 年限制性股票激励计划	2024 年 4 月 29 日	2024-2026 年	公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干 81 人	以 2023 年营收或归母净利润为基数，2024 年/2025 年/2026 年营收或归母净利润增长率不低于 10%/20%/30%（或 2024 年/2024-2025 年/2024-2026 年增长累计值不低于 10%/30%/60%）	347.20 万股	首次授予价格为每股 9.882 元

资料来源：公司公告《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告（2019 年、2020 年及 2024 年）》，《关于（2019 年、2020 年及 2024 年）限制性股票激励计划首次授予结果的公告》，山西证券研究所

1.3 财务分析：存量流水下滑叠加资产减值，公司业绩短期承压

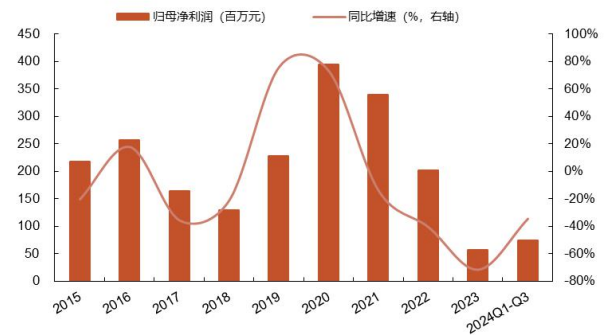
存量流水下滑叠加资产减值，公司业绩短期承压。营收层面，公司 2019 年、2020 年营收增速较快，同比增幅分别为 55.39%、46.96%，主要得益于公司自研游戏《梦三国手游》上线带动移动端收入的增长，叠加游动网络的收购并表贡献。2021 年、2022 年、2023 年、2024Q1-Q3 公司营收实现负增长，分别同比下滑 2.7%、20.64%、14.36%、18.35%，主要系受产品周期等因素影响，公司老游戏流水呈现自然下滑，叠加版号政策等因素影响新产品上线进度。今年随着多款热门游戏上线，包含《螺旋勇士》、《轮回契约》等，有望贡献业绩增量。归母净利润层面，2018 年之前由于公司处于端游转手游阶段，加大了对手游产品的投入与研发，致使公司利润短期承压。2023 年公司归母净利润同比下滑 71.73%，主要系老游流水的下滑，叠加公司大幅计提资产减值，涉及长期股权投资减值、预付款项减值以及商誉减值。2024Q1-Q3 公司归母净利润同比下滑 34.62%，主要系老游流水下滑，叠加公司拟计提各类资产减值准备所致。

图 3：公司 2015-2024 年前三季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：公司 2015-2024 年前三季度归母净利润及同比增速

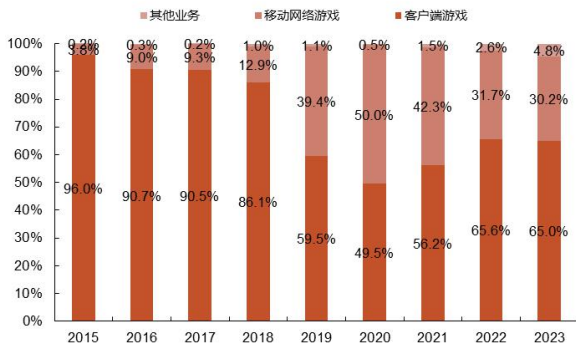


资料来源：Wind，山西证券研究所

分业务看，公司营收主要来源于端游和手游。2015 年之前公司收入主要来源于端游《梦三国》，营收占比接近 100%。2015 年之后公司步入端游拓手游阶段，自此公司手游收入占比逐年提升，从 2015 年的 3.8% 提升至 2020 年的 50%，且首次实现对端游占比的超越。2021-2022 年公司在手游产品方面采用聚焦战略与精实增长策略，减少了广告投放总量，致使手游营收占比开始下滑。2023 年公司虽然在手游产品方面增加广告投放总量，但受行业增长放缓及产品

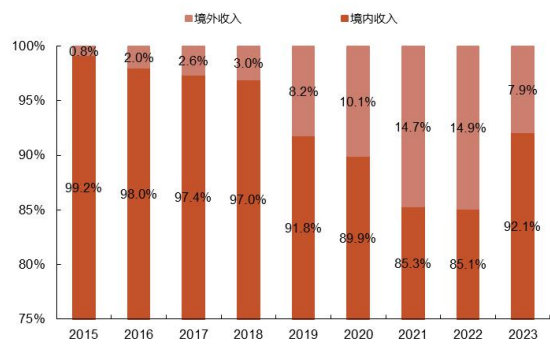
周期等因素的影响，导致手游产品营收占比进一步下滑至 30.2%。分区域看，公司产品以境内业务为主，2023 年境内收入占比为 92.1%；境外收入考虑到公司积极推进出海战略，其海外收入占比自 2015 年的 0.8%提升至 2023 年的 7.9%。

图 5：公司收入结构占比——分业务



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：公司收入结构占比——分地区

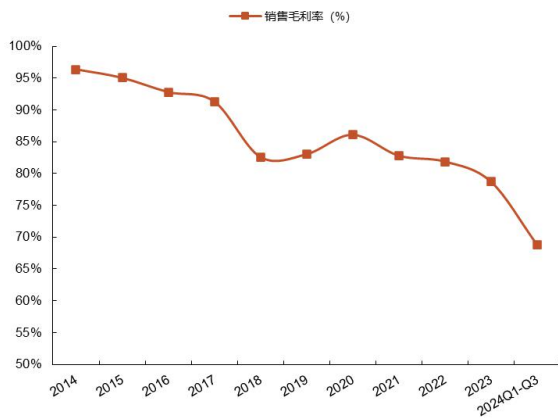


资料来源：Wind，山西证券研究所

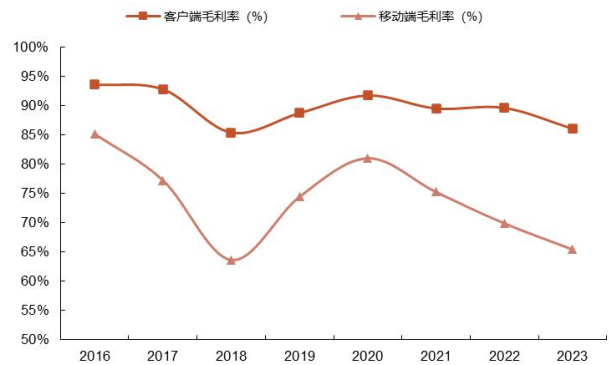
公司盈利能力承压，但仍维持较高水平。2018 年之前，公司毛利率水平逐年下滑，从 2014 年的 96.38%下降至 2018 年的 82.6%，主要系 1) 老游产品流水自然下滑，叠加运维成本增加所致；2) 新游产品上线运营仍处于爬坡期且相关成本投入增加。2019-2020 年公司毛利率提升至 86.09%，主要系《梦三国手游》成功发行带动营收增长。2021-2024 年前三季度公司毛利率下滑主要系老游产品流水自然下滑，叠加运维成本增加所致。分部来看，公司端游毛利率高于手游，且同受行业因素影响走势基本吻合。

图 7：2014-2024 年前三季度公司销售毛利率 (%)

图 8：2015-2023 年公司端游及手游毛利率 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

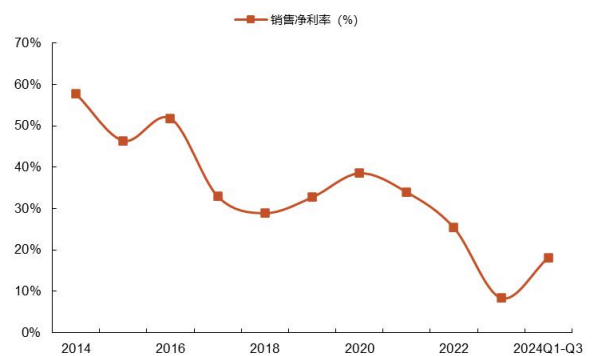
研发投入维持较高比例。销售费用方面，2023 年公司销售费用率提升，主要系游戏推广费增加所致。研发费用方面，公司保持较高比例的研发投入主要系公司重视产品研发。整体来看，由于 2023 年公司业绩整体承压，销售净利率同比下降 17.03pct 至 8.39%。2024Q1-Q3 公司降本增效效果显现，净利率修复至 18.10%。

图 9：公司期间费用率 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：2014-2024 前三季度公司销售净利率 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

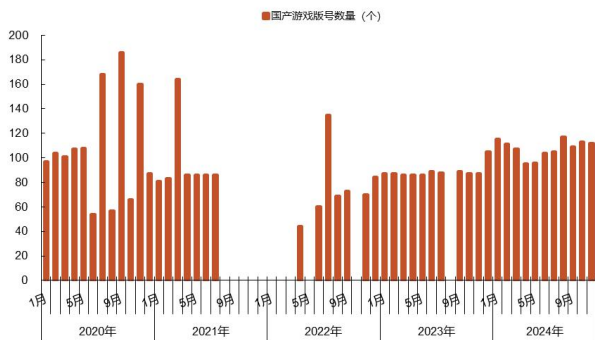
2. 行业分析：版号常态、AI 赋能叠加出海，催化游戏行业回暖

2.1 中国游戏市场供给端

政策端边际改善，游戏版号恢复常态化发放。从监管层面来看，2022 年 4 月以来游戏

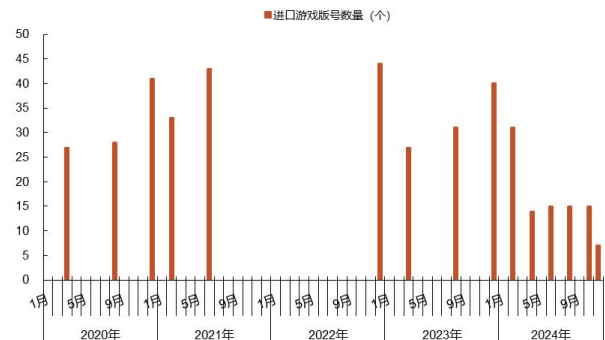
版号恢复常态化发放，同时人民网多次发声，强调“电子游戏已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业”。2023 年整体版号发放节奏和数量都逐步趋于稳定，全年发放游戏版号 1075 款，其中国产 977 款，进口 98 款。2024 年版号发放力度再次加大，其中国产游戏版号月均发放数量过百，进口游戏版号发放速度加快，频率加快至每两个月发放一次。根据国家新闻出版署数据，2024 年 1-11 月共发放游戏版号 1281 款，其中国产 1184 款，进口 97 款，超过 2023 年全年版号发放数量。此外，广东率先实施游戏无需版号也可备案测试，有望加快游戏厂商的上线进程。伴随版号的“常态化+大力度”获批节奏，有望促使游戏新产品周期逐步开启，并带动游戏公司基本面持续复苏。

图 11：国产游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，山西证券研究所

图 12：进口游戏版号发放数量



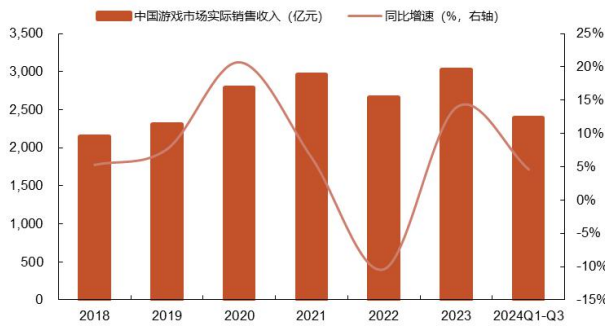
资料来源：国家新闻出版署，山西证券研究所

2.2 中国游戏市场需求端

游戏市场持续回暖，大热新品催化行业修复。根据伽马数据，2022 年中国游戏市场收入连续三个季度同环比均有所下滑，主要系 2022 年 4 月以来版号恢复发放，但新品储备仍需一段时间。2023 年游戏市场收入为 3029.64 亿元，同比增长 13.95%，首次突破 3000 亿关口，反映出游戏市场的强劲韧性。收入同比增长并创新高原因包括：1) 用户消费意愿和能力有所回升；2) 版号恢复常态化，游戏新品集中面市并有爆款出现，与长线运营产品共同撑起收入增长；3) 普遍采用多端并发方式，对收入增长产生明显助益。2024 年前三季度中国游戏市场收入为 2390.33 亿元，同比增长 4.61%，其中 4-7 月受高基数效应影响导致月度收入同比下滑，8-9 月开始显著回暖，主要系移动游戏新品和头部产品收入实现大幅增长，叠加《黑神话：悟空》的爆火给单机和主机市场带来较大增幅。我们认为在供给端版号常态

化、AI 技术赋能以及出海态势良好背景下，有望推动游戏行业持续回暖。

图 13：中国游戏市场规模及同比增速



资料来源：游戏产业报告，改革发展公众号，伽马数据，山西证券研究所

图 14：中国当月游戏市场规模及同比增速

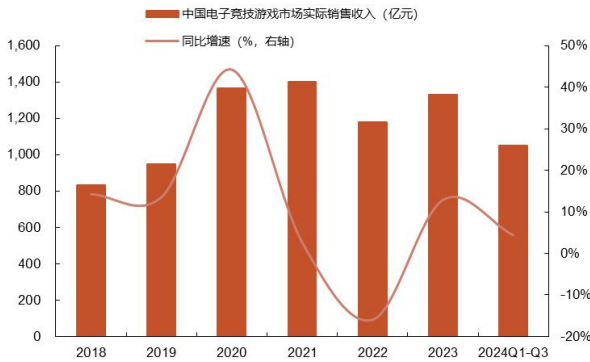


资料来源：游戏产业报告，改革发展公众号，伽马数据，山西证券研究所

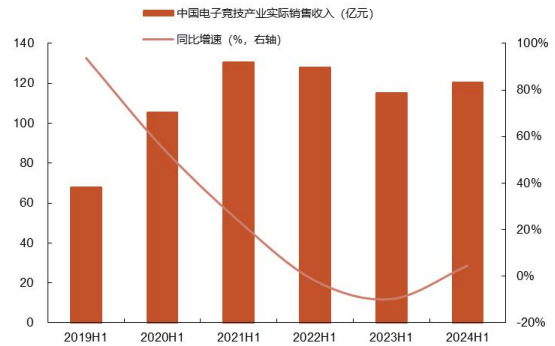
电竞游戏市场增势较好，赛事出海打开成长空间。根据伽马数据，2017-2023 年电竞游戏行业市场收入增势较好，年复合增长率达 9.46%。2024 年前三季度中国电竞游戏市场实际销售收入为 1049.05 亿元，同比增长 4.35%，主要系头部电竞游戏收入稳中有升，叠加新品推出或为市场带来增量。2024H1 电竞产业实销收入为 120.27 亿元，同比增长 4.43%，扭转了此前连续两年同比下降趋势，收入主要来源于电竞游戏直播收入，占比高达 79.45%。此外，中国自研电子竞技游戏赛事在海外的影响力逐年提升。根据伽马数据，24H1 海外举办的中国电竞赛事单场观赛人数峰值已超过 200 万人次。伴随头部电子竞技赛事的社会认可度提升以及电竞相关扶持政策的持续出台，未来电竞赛事产业或迎来新一波发展机会。

图 15：中国电子竞技游戏市场规模及同比增速

图 16：中国电子竞技产业市场规模及同比增速



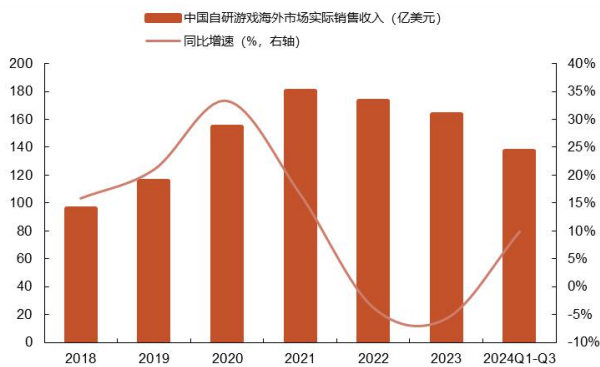
资料来源：游戏产业报告，改革发展公众号，伽马数据，山西证券研究所



资料来源：四川海浪山河科技有限公司公众号，伽马数据，山西证券研究所

游戏出海市场拐点向上，24年8-9月增速分别同比+25%、+34%。根据伽马数据，2023年中国自研游戏海外市场规模为163.66亿美元，同比下滑5.65%，主要系国际局势动荡、市场竞争加剧以及隐私政策变动等因素，增加了出海难度和经营成本，但整体规模连续四年超千亿人民币。2024年前三季度中国自研游戏海外市场规模为137.23亿美元，同比增长9.9%，其中上半年收入同比略增4%，8-9月收入增速分别同比+25%、+34%显著回暖，主要系《黑神话：悟空》在海外表现较为优异。

图 17：中国自研游戏海外市场规模及同比增速



资料来源：游戏产业报告，改革发展公众号，伽马数据，山西证券研究所

图 18：中国当月自研游戏海外市场规模及增速



资料来源：游戏产业报告，改革发展公众号，伽马数据，山西证券研究所

AI 技术赋能游戏行业，带来效率提升及玩法革新。当前 AIGC 技术已广泛应用于游戏研发、运营及发行等环节中。在内容生成端，AI 绘图、AI 建模等自动化内容生产工具可以帮助减少生产高质量内容所需的时间和资源，提升其工作效率；在内容消费端，由生成式大模型驱动的智能 NPC 可以为用户提供开放式、个性化的游戏体验，还可用于分析玩家行为和喜好，对游戏进行智能调控，增强游戏可玩性，提高用户留存率及用户潜在的付费意愿等关键指标。

图 19：AI 应用深入游戏全生命周期



资料来源：游戏葡萄公众号，腾讯 AI Lab，山西证券研究所

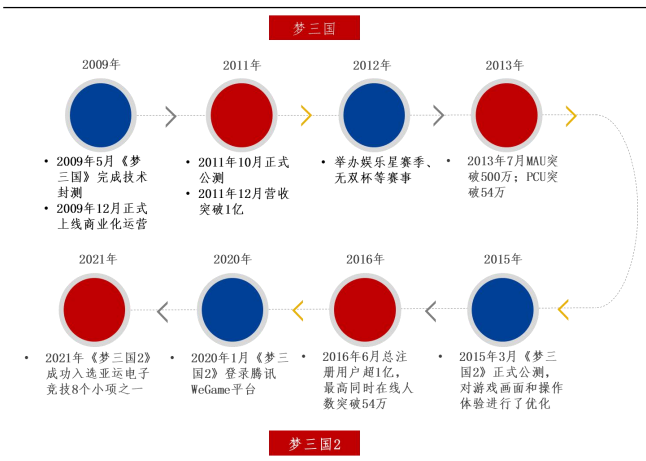
3. 竞争优势：存量产品筑基，新品打开增量空间

3.1 存量：经典 IP 显现长生命力，持续贡献稳定业绩

《梦三国》端游：游戏于 2009 年正式上线运营，上线之初便凭借其 MOBA 类游戏的可玩性、三国+国风题材吸引了众多国内游戏玩家，并于 2013 年 2 月迎来历史性时刻，最高同时在线人数成功突破 50 万人，为当年现象级游戏之一，其成功主要系 1) 梦三国为国内最早一批 MOBA 游戏之一；2) 游戏以中国历史为背景，融入三国元素，并采用了中国传统的美术风格，符合国内玩家的审美理念；3) 游戏提供了丰富的模式和多样的玩法；4) 制作团队在游戏发布初期在全国各地网吧进行大规模的地推活动。截止 2016 年 6 月，《梦三国》累计注册用户已超 1 亿。2011 年 9 月《英雄联盟》国服的正式上线及 2013 年 7 月《Dota2》国

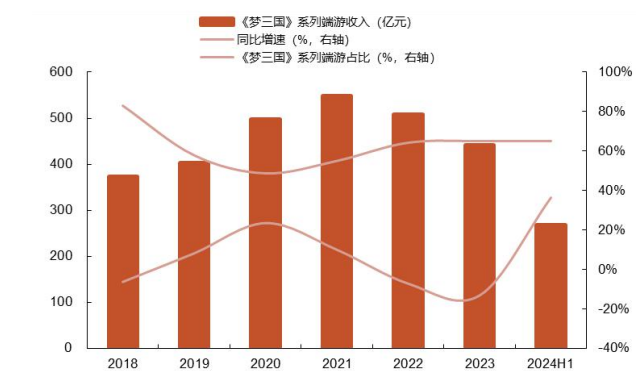
服的正式公测，导致 MOBA 类游戏市场竞争开始加剧。在同类 MOBA 游戏的分流下，《梦三国》端游的月平均活跃用户数及月平均付费用户数均出现下滑。2019-2021 年《梦三国》端游受益于上线 WeGame 新渠道以及版本更新等因素下，带动其流水有明显的提升。即便 2022 年后该产品由于运营周期较长导致流水出现下降周期，但其留存下的付费老用户粘性仍较高，可支撑其稳定的基本盘。同时我们回溯历年《梦三国》端游表现情况来看，发现其流水并未出现较大波动，大部分时间基本维持在 4-5 亿元之间，表明公司护城河稳固。

图 20：《梦三国》IP 系列发展历史



资料来源：公司官网，梦三国官网，公司招股说明书，滨江发布公众号，梦三国 OL 公众号，游戏陀螺公众号，山西证券研究所

图 21：《梦三国》系列端游收入、同比增速及占比（百万元，%）



资料来源：公司 2023 年报、2022 年报、2021 年报、2020 年报、2019 年报、2018 年报及 2024 年半年报，山西证券研究所

《梦三国》IP 显现长生命周期，我们认为主要原因如下：1) MMO+MOBA 品类特征的结合，MOBA 的公平竞技玩法+MMO 的社交属性加持下老用户具备更强的粘性；2) 高频的版本迭代打磨产品，保持玩家新鲜感；3) 多维度赛事反哺游戏长线运营。

1) 游戏玩法：《梦三国》游戏模式结合长生命周期特性的 MOBA 及高付费意愿特性的 MMO。《梦三国》端游拥有竞技和副本两大玩法。竞技模式侧重于多人即时对战，游戏玩家可以自由选择丰富的自定义地图，通过公平、公正的匹配机制，以相互对立的两个或三个小队展开对战，通常是“5v5”、“10v10”、“5v5v5”等对战模式。同时，游戏还提供根据三国剧情设立的挑战 BOSS、关卡副本等 MMORPG 式角色养成玩法，提高玩家付费意愿。因此该游戏不仅保留了 MOBA 的竞技性，还融入了 MMO

游戏高付费意愿的特性，使得玩家在体验竞技带来的成就感的同时，也能享受角色成长和社交互动。

图 22: 《梦三国》端游特色游戏玩法

独创体验	
<p>三国志大战</p> <p>独创三方对战模式，突破传统的两阵营对抗，战场更加激烈，侧重团队合作能力、局势判断、智谋运用的创新的竞技模式，更加融入了BOSS战、萌宠等各种时下流行的元素。</p>	<p>娱乐*三国无双</p> <p>突破传统即时对战类地图设计的娱乐玩法，传统5V5模式上创新，大幅度提升战斗的节奏感与爽快感取得《梦三国》的市场成功的早期因素。</p>
<p>官渡之战</p> <p>在5V5的基础上，将参与人数增加到了20人，并对地图进行了进一步的优化，更加偏重兵法和士兵的运用和华丽、激烈的战争氛围。</p>	<p>战场系列</p> <p>独特玩法地图，带入装备能力，给予玩家能力的释放。各种战场打发玩家拥有无穷探索空间。</p>
<p>IN霸模式</p> <p>在《梦三国》各英雄原有技能基础上，扩大技能范围，增强技能伤害或更改技能机制，独创特殊道具，游戏节奏也更为紧张刺激。</p>	<p>天命模式</p> <p>在传统5V5模式上独立创新，每一个技能随机搭配，上万种组合方式，每一次的英雄技能都一样的乐趣体验。</p>

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 23: 《梦三国 2》端游游戏截图



资料来源：17173 官网，山西证券研究所

2) 运营阶段：核心打磨与持续创新。根据《梦三国》官网版本更新统计，游戏每年均保持 8-12 次的大版本更新，包括新春活动、周年庆活动以及嘉年华活动等，且不断丰富游戏内容，包括增加人物角色、丰富故事线、上线新地图及新玩法模式等，从而延长《梦三国》端游的生命周期。

表 4: 2014-2024 年端游《梦三国》版本更新整理（截止 2024 年 11 月 21 日）

年份	版本名称及上线月份	更新次数
2014	3-权倾天下、5-劈星斩月、6-国战二期、7-烈焰霸王、8-紫电枪魂、9-鬼面复生、10-天命无双、11-四周年庆、12-冷焰倾城	9
2015	3-竞爆公测、4-失心绿魔、5-夜刃破晓、6-白狼山之战、8-封魔、9-五周年庆、11-梦魔的回响、12-青囊医仙	8
2016	1-齐天、4-忠肝义胆、5-予你童乐、7-九天封魔卷、9-卧龙出渊、10-六周年盛典、11-竞技场成就、12-梦三嘉年华	8
2017	1-火凤燎原、3-军团出征、5-气镇山河、7-封魔再临、8-三生缘定、9-火烧博望坡、9-七周年庆典、11-震曜之光、12-欢乐嘉年华	9
2018	2-萌宠养成记、3-逆天改命、5-暗翼之影、7-梦回赤壁、9-英雄战歌、9-同心同梦、11-麟动苍穹、12-冰雪嘉年华	8
2019	1-金猪纳福、3-波涛如怒、5-征战天下、7-神魔之战、9-从心出发、11-锦衣夜巡、12-奇遇嘉年华、12-神鼠献瑞	8
2020	2-桃花灼灼、3-盛唐万象、4-厂卫集结令、5-冠军盛典、7-命运抉择、8-明王降世、	9

资料来源：浙江文旅政务微信公众号，山西证券研究所

资料来源：滨江文创微信公众号，山西证券研究所

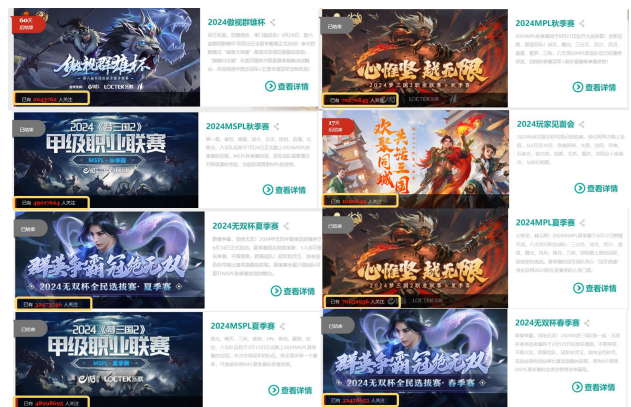
3) 游戏运营：多维度赛事反哺游戏长线运营。公司自 2012 年便开始布局电竞赛事，当前已形成包括全民联赛职业联赛、娱乐星赛季等官方赛事，以及外部合作赛、网吧赛、锦标赛和职业邀请赛等合作赛事，几乎覆盖了所有层次的用户，且赛事可贯穿全年。2024 年《梦三国 2》在保持原有的职业选拔体系、军团出征赛事的基础上，增设多项娱乐赛及丰富竞技类型。公司全方位构建赛事生态，有望凭借电竞赛事的传播力度和娱乐属性反哺 IP，在稳固现有玩家的同时，助力其突破固有的玩家圈层，从而延长 IP 的生命周期。

图 26：2024 年梦三国 2 全年赛事计划



资料来源：梦三国 OL 公众号，山西证券研究所

图 27：24 年《梦三国 2》赛事关注人数



资料来源：公司官网，山西证券研究所

以亚运为契机，提升影响力。2021 年 11 月 5 日，杭州亚委会对外宣布：最终确定入选 2022 年杭州亚运会电竞项目为英雄联盟、王者荣耀（亚运版）、和平精英（亚运版）、炉石传说、刀塔 2、街霸 5、FIFA Online4、梦三国 2 等 8 个项目（原定《炉石传说》于 23 年 3 月被取消）。梦三国端游成功入选杭州亚运会，并于 2023 年 9 月 30 日斩获亚运金牌，充分证明其较高的产品质量和游玩性，也显著提升了其国际影响力。

图 28: 《梦三国 2》入选杭州亚运会电竞项目



资料来源: 游戏陀螺公众号, 山西证券研究所 (注: 原定《炉石传说》于 23 年 3 月被取消)

图 29: 《梦三国 2》斩获亚运金牌



资料来源: 电魂网络公众号, 山西证券研究所

端游打开市场, 手游复刻经典, 跨媒介绽放 IP 魅力。当端游得到市场认可后, 公司加速对《梦三国》IP 的生态布局, 推出《梦三国手游》。手游端复刻端游的世界观及各类玩法, 延续魔幻三国的画面风格与角色设定, 保留了端游 MOBA 和 RPG 综合玩法, 俘获一批老玩家的情怀。手游自上线以来凭借其出色的品质表现, 吸引了大批端游玩家回归。

图 30: 梦三国手游宣传海报



资料来源: 触乐微信公众号, 山西证券研究所

图 31: 梦三国手游玩法界面



资料来源: 搜狐, 便玩家游戏, 山西证券研究所

3.2 增量：项目储备丰富，发展动能充足

项目储备丰富，发展动能充足。在新品储备方面，公司一方面加强自研能力建设，储备了多款重磅产品；另一方面，公司也不断加强发行能力建设，通过多种合作模式积极引入新的产品。公司未来计划上线的重磅产品包括《野蛮人大作战 2》、《螺旋勇士》、《修真聊天群》、《修仙时代》等。同时，公司 9、10 月共三款产品获批国产游戏版号，《非日常邂逅故事》、《大当家之路》、《龙之宝藏猎手》。公司新品储备丰富，有望持续为公司贡献业绩增量。

表 5：公司主要储备游戏产品

主要研发项目名称	类型	TapTap 评分	开发	发行	版号	项目进展
《野蛮人大作战 2》	魔性竞技+RPG	8.3	自研	电魂网络	已获得移动端、主机、客户端全平台版号	目前产品处于研发中，择期上线
《螺旋勇士》	对战策略 RPG	8.9	自研	电魂网络	已获得	预计 2024 年 Q4 于中国大陆上线
《修真聊天群》	开放式场景探索卡牌游戏	-	合作发行	新芮互娱	已获得	预计 2024Q4 于港澳台地区上线
《修仙时代》	国风修仙题材开放世界冒险游戏	9.1	-	-	已获得移动端、PC 端版号	目前产品仍在研发中

资料来源：公司 2024 年半年报，TapTap，国家新闻出版署，游戏日报，山西证券研究所

续作《野蛮人大作战 2》酝酿已久，后续表现值得期待。《野蛮人大作战 2》是一款公司自主研发的魔性竞技+RPG 多元化游戏，并计划在移动端、PC 端、主机端等多端发行。其前作《野蛮人大作战》曾获 APP Store 年度精选以及 Google Play 多地区推荐，2017 年金翎奖“最佳原创移动游戏”等多项大奖，全网下载次数超 5000 万。本作在继承前作玩法的基础上，将内容深度、美术质量、魔性体验做到全方位升级。游戏尚未上线已获得 2021 年金翎奖“玩家最期待的移动网络游戏”，并入选 TapTap 全球发布会精选游戏。游戏 TapTap 国际站评分高达 9.2，深受核心玩家好评。

图 32：野蛮人大作战 2 宣传海报

图 33：野蛮人大作战 2 游戏界面



资料来源：TapTap，山西证券研究所



资料来源：游戏新知微信公众号，山西证券研究所

国风开放世界修仙手游《修仙时代》。《修仙时代》是一款国风修仙题材开放大世界游戏，已获得移动端、PC 端版号。本作运用大量国画传统技法与元素，力求将修仙世界与传统山水意趣融会贯通，展现国风仙韵。同时，本作具备丰富且超高自由度的探索玩法，极大满足玩家对修仙世界的畅想，比如众多 NPC 与地图互动选项等。截止 2024 年 11 月 15 日，TapTap 上预约的人数已超过 28 万人，期待值高达 9.1 分。

图 34：《修仙时代》TapTap 期待值较高



资料来源：TapTap，山西证券研究所

图 35：《修仙时代》游戏界面



资料来源：TapTap，山西证券研究所

3.3 IP 投资+游戏出海，寻求第二增长曲线

公司依托电魂数娱文化产业园，打造数字文娱产业聚落并积极拓展业务版图。2017 年 7 月公司设立电魂智能创意孵化器，集“孵化、创业、投融资”为一体，通过“产业+资本+基地”的特色孵化模式来吸引产业链上下游企业入驻。同时，公司依托产业园，打造数字文

娱产业聚落，并联手电魂创投通过投资参股的方式寻求多元化的机会。目前电魂智能创意孵化器已入驻数十家电竞游戏、数字动漫、数字新媒体、数字信息等数字文娱产业上下游的企业，且部分孵化公司已获得电魂创投天使轮投资。该项目先后被评定为“杭州市文化产业园”、“浙江省小微企业园”、“省级科技企业孵化器”。

图 36：电魂智能创意孵化器

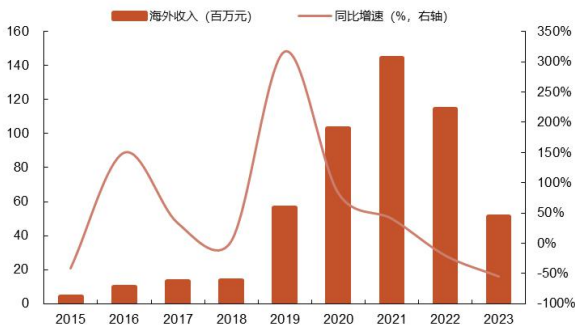


资料来源：公司 2023 年报，山西证券研究所

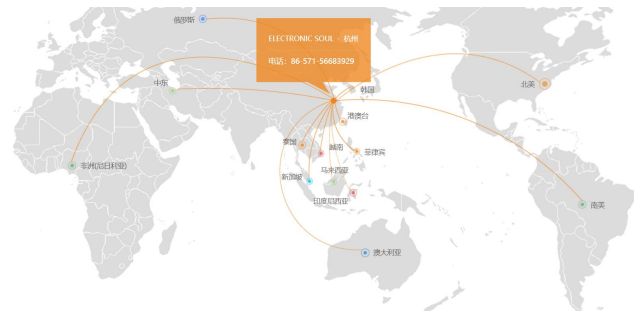
游戏出海大势所趋，公司积极开拓海外市场。公司海外战略主要通过收购游动网络及积极推进自研产品出海，带动其海外收入持续攀升。目前公司已在中国香港、日本、新加坡、澳洲等多个国家和地区成立子公司，布局全球市场。公司 2016-2021 年海外收入增速较快，CAGR 为 70.98%，高于游戏出海行业增速。2022-2023 年公司海外业务承压主要系存量游戏流水下滑及游戏出海市场规模收缩所致。后续我们认为伴随新产品的陆续上线以及 24 年 8-9 月游戏出海大盘景气度改善明显（8/9 月自研游戏出海收入同比+25%/+34%），有望催化公司海外收入进入回升通道。

图 37：公司海外地区收入及同比增速（亿元，%）

图 38：电魂网络业务版图



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：公司官网，山西证券研究所

3.4 积极拥抱 AI 前沿技术，探索玩法优化提升用户体验

电魂携手网易智企，优化玩家游戏体验。对于对战类游戏而言，人机的智能表现直接影响玩家游戏体验，进而影响游戏流水。因此公司积极与网易智企展开深度合作，通过 AI 的强化学习和模仿学习能力探索 AI-bot 在竞技类游戏的应用，并于 23 年 3 月在美国旧金山举办的游戏开发者大会（GDC）中，分享了 AI-bot 应用于公司在研游戏《野蛮人大作战 2》的落地实践。2023 年 7 月，公司与网易智企签订战略合作协议，共同成立“游戏人工智能联合实验室”，将围绕游戏 AI 技术研发、商业应用与实践等方面展开深度合作。当前《野蛮人大作战 2》已通过强化学习训练 3v3v3 游戏 AI-bot，生成了 6 种不同强度、3 种不同风格的策略，适配不同段位和不同风格的游戏玩家，极大提升玩家游戏体验。AI 赋能有望进一步提升游戏品质和用户体验，并巩固公司在竞技类游戏中的研发优势和运营优势。

图 39：电魂网络与网易智企合作



图 40：网易 AI 智能体应用于《野蛮人大作战 2》



资料来源：网易智企技术+公众号，山西证券研究所

资料来源：游戏陀螺公众号，山西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 1) **客户端游戏收入**：公司客户端游戏收入主要来源于其拳头产品《梦三国 2》以及《梦塔防》等老牌游戏，且后续公司暂未上线新热门端游。考虑到《梦三国 2》端游常年维持稳定的流水，且其留存下的付费老用户粘性较高，可支撑其稳定的基本盘。此外，随着公司持续对《梦三国》系列核心玩法打磨与持续创新，以及公司积极筹备各类电竞赛事，有望持续反哺游戏热度。《梦塔防》游戏流水预计持续下滑。预计 2024 年至 2026 年公司客户端游戏业务收入分别为 3.74/3.78/3.82 亿元，同比 -15%/+1%/+1%。
 - 2) **移动端游戏收入**：公司现有手游产品《梦三国手游》、《野蛮人大作战》等流水预计均出现自然下滑。但后续伴随《野蛮人大作战 2》、《螺旋勇士》、《修真聊天群》、《修仙时代》等新游上线后，有望为公司手游业务贡献业绩增量。预计 2024 年至 2026 年公司移动端游戏业务收入分别为 1.93/8.55/11.01 亿元，同比 -6%/+344%/+29%。
 - 3) **其他**：公司其他业务收入主要来源于网页游戏、H5 游戏平台、VR 游戏等，收入体量较小且增速波动较大。预计 2024 年至 2026 年公司其他游戏业务收入增速均为 10%。
- 在上述假设下，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 6.02/12.72/15.25 亿元，同比 -11.09%/+111.25%/+19.92%。

表 6：公司盈利预测（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
端游（百万元）	518.94	440.00	374.00	377.74	381.52
Yoy	-7.36%	-15.21%	-15%	1%	1%
手游（百万元）	250.75	204.82	192.53	855.03	1100.66
Yoy	-40.49%	-18.32%	-6.00%	344.10%	28.73%
其他（百万元）	20.94	32.30	35.53	39.08	42.99
Yoy	41.68%	54.25%	10.00%	10.00%	10.00%
合计营收（百万元）	790.63	677.12	602.06	1,271.85	1,525.17
Yoy	-20.64%	-14.36%	-11.09%	111.25%	19.92%
毛利率（%）	81.88%	78.75%	71.36%	73.34%	72.80%

资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 投资建议

致力精品游戏的研运，积极拓展多元化布局。电魂网络成立于 2008 年 9 月，是一家致力于研发、运营精品化网游的互联网公司。公司以端游为基础，逐步延伸至手游，同时也布局了 H5 游戏、VR 游戏、主机、单机游戏、APP 平台、漫画和电竞赛事等领域。

政策边际回暖、AI 打开成长空间，有望驱动游戏行业持续修复。1) 供给端：伴随版本号延续高质量常态化发放，有望促使游戏新产品周期逐步开启，并带动游戏公司基本面持续复苏。2024 年以来，版本号发放力度再次加大，其中国产游戏版本号月均发放数量过百，进口游戏版本号发放速度加快，频率加快至每两个月发放一次；2) 需求端：国内看来，根据伽马数据，2024 年前三季度中国游戏市场收入同比增长 4.61%，其中 8-9 月开始显著回暖，主要系多款新产品表现亮眼，带动游戏行业持续回暖；出海市场拐点向上，24Q1-Q3 游戏出海市场同比增长 9.9%，其中上半年同比略增 4%，8-9 月分别同比增长 25%、34%拐点向上主要系爆款新游《黑神话：悟空》在海外市场表现较为优异。同时，中长期来看 AI 赋能游戏行业带来玩法创新及制作效率提升。

存量产品筑基，新品打开增量空间。1) **经典 IP 显现长生命力，持续贡献稳定业绩**：《梦三国》是公司自主研发的以国风竞技为核心的 MOBA 端游。自 2009 年正式投入运营后，《梦三国》端游流水常年维持在 4-5 亿元之间，主要通过多版本的高频迭代、多维度赛事体系、MMO+MOBA 游戏特性，保持近 15 年长青。同时，19 年推出的《梦三国手游》自上线以来凭借其出色的品质表现，吸引了大批端游玩家回归；2) **项目储备丰富，发展动能充足**。在新品储备方面，公司未来计划上线的重磅产品包括《野蛮人大作战 2》、《螺旋勇士》、《修真聊天群》、《修仙时代》等。其中《野蛮人大作战 2》是公司自主研发的魔性竞技+RPG 多元化游戏，其前作口碑较好，且已接入网易伏羲 AI-bot 技术；《修仙时代》是一款国风修仙题材开放大世界游戏，截止 2024 年 11 月 15 日，在 TapTap 上已有超 28 万人预约，后续重点关注该两款游戏的上线进展。

稳步开拓海外市场，积极拥抱 AI 前沿技术。目前公司已在中国香港、日本、新加坡、澳洲等多个国家和地区成立子公司，布局全球市场。后续我们认为伴随新产品的陆续上线以及游戏出海大盘景气度改善（8/9 月自研游戏出海收入同比+25%/+34%），有望催化公司海外

收入进入回升通道。对于对战类游戏而言，人机的智能表现直接影响玩家游戏体验，进而影响游戏流水。因此公司积极与网易智企展开深度合作，并于 23 年 7 月订战略合作协议，共同成立“游戏人工智能联合实验室”，将围绕游戏 AI 技术研发、商业应用与实践等方面展开深度合作。

为便以对比分析，我们选取 A 股游戏公司吉比特、恺英网络、神州泰岳、盛天网络作为可比公司。公司 25-26 年 PE 估值低于可比公司均值。我们认为从当前时点来看行业版号常态化发放、AI 赋能游戏玩法创新，同时公司核心产品梦三国系列依托其长线运营能力，能够平缓地度过新老游戏的交替周期。随着后续新产品周期的陆续开启以及游戏出海的顺利推进，公司业绩确定性较强。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 7：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603444.SH	吉比特	143.01	11	9	11	13	16	13	11
002517.SZ	恺英网络	282.63	15	18	21	24	16	13	12
300002.SZ	神州泰岳	239.04	9	13	14	16	18	17	15
300494.SZ	盛天网络	64.89	2	1	2	2	67	33	27
平均			9	10	12	14	29	19	16
603258.SH	电魂网络	51.28	1	1	3	4	56	16	13

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所，电魂网络盈利预测来自山西证券研究所，数据截止 2024 年 11 月 22 日

5. 风险提示

行业风险：

- 1) 行业竞争加剧风险：**国内游戏行业用户渗透率见顶，已进入存量竞争时代，国内游戏厂商竞争激烈，产品市场的“马太效应”愈发明显。若新游戏在未来某个时间段密集上线，可能会造成买量费用的大幅增加，从而导致游戏厂商销售费用增加；
- 2) 政策面风险：**游戏行业长期处在事前、事中、事后多个阶段的严格监管环境中。游戏发布前需要经过国家新闻出版广电总局的审批，若版号发放不及预期，将会对游戏业务进展造成一定的负面影响，包括影响国内市场游戏业务推进、产品储备等方面。

公司风险:

- 1) **产品上线进度不及预期风险:** 公司新游产品储备丰富, 2024年下半年有较多新品上线, 其中包含自研产品如《螺旋勇士》、《修真聊天群》等, 若新游产品上线进度延后, 将会对2024年下半年以及2025年的收入产生一定的影响;
- 2) **新游表现不及预期风险:** 考虑到游戏行业已进入存量竞争时代, 玩家对于游戏精品化趋势日益加深。公司在新游开发和运营中, 若不能及时洞察市场变化, 推出市场认可的游戏产品, 使得新游戏产品盈利水平不达预期, 进而对公司盈利能力产生一定的负面影响;
- 3) **营业收入主要依赖于单款游戏的风险:** 截止24H1公司来自于《梦三国》系列端游的营收仍占总营业收入的65.07%, 若公司未来不能准备把握游戏产品的发展趋势, 导致该系列产品流水出现下滑, 将对公司的总体盈利能力造成较大冲击;
- 4) **海外市场风险:** 海外游戏发行是公司主要业务之一, 若海外游戏发行情况不及预期或海外经营活动无法满足当地监管要求, 将对公司营收造成一定的影响。

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1771	1642	1886	2020	2190
现金	1082	1446	1387	1462	1734
应收票据及应收账款	46	44	37	131	72
预付账款	18	11	6	36	14
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	625	140	457	390	370
非流动资产	1122	1072	1003	1237	1279
长期投资	94	64	53	38	21
固定资产	270	349	296	529	588
无形资产	19	17	12	7	3
其他非流动资产	738	642	642	663	667
资产总计	2893	2714	2890	3257	3469
流动负债	472	422	554	741	678
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	41	54	65	164	117
其他流动负债	431	367	489	577	561
非流动负债	8	9	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	9	10	10	10
负债合计	479	431	564	751	687
少数股东权益	8	11	13	16	16
股本	246	245	245	245	245
资本公积	877	857	857	857	857
留存收益	1400	1259	1275	1304	1353
归属母公司股东权益	2406	2272	2313	2490	2766
负债和股东权益	2893	2714	2890	3257	3469

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	141	217	194	365	420
净利润	207	55	93	331	411
折旧摊销	33	36	26	35	47
财务费用	-33	-40	-42	-43	-48
投资损失	-33	-6	-37	-39	-38
营运资金变动	-109	24	140	53	24
其他经营现金流	75	148	14	28	24
投资活动现金流	275	385	-246	-180	-61
筹资活动现金流	-272	-247	-8	-109	-87
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.23	0.37	1.34	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.89	0.79	1.49	1.72
每股净资产(最新摊薄)	9.83	9.29	9.45	10.18	11.30

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	791	677	602	1272	1525
营业成本	143	144	172	339	415
营业税金及附加	6	8	6	12	14
营业费用	123	137	90	178	198
管理费用	116	112	117	140	153
研发费用	190	151	151	305	366
财务费用	-33	-40	-42	-43	-48
资产减值损失	-30	-73	-36	-6	-8
公允价值变动收益	-39	-25	-18	-27	-24
投资净收益	33	6	37	39	38
营业利润	226	83	105	361	448
营业外收入	1	1	2	1	1
营业外支出	1	1	3	2	2
利润总额	226	82	104	360	447
所得税	19	27	10	29	36
税后利润	207	55	93	331	411
少数股东损益	6	-1	2	3	0
归属母公司净利润	201	57	91	329	411
EBITDA	226	75	87	352	446

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-20.6	-14.4	-11.1	111.3	19.9
营业利润(%)	-44.6	-63.3	27.1	243.0	24.0
归属于母公司净利润(%)	-40.7	-71.7	60.9	259.5	24.9
获利能力					
毛利率(%)	81.9	78.7	71.4	73.3	72.8
净利率(%)	25.4	8.4	15.2	25.8	26.9
ROE(%)	8.6	2.4	4.0	13.2	14.8
ROIC(%)	7.4	1.2	2.4	11.7	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	16.6	15.9	19.5	23.1	19.8
流动比率	3.8	3.9	3.4	2.7	3.2
速动比率	3.7	3.8	3.3	2.6	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5
应收账款周转率	16.3	15.0	14.8	15.1	15.0
应付账款周转率	3.0	3.0	2.9	3.0	3.0
估值比率					
P/E	25.5	90.2	56.1	15.6	12.5
P/B	2.1	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.4	48.0	38.5	9.5	6.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

