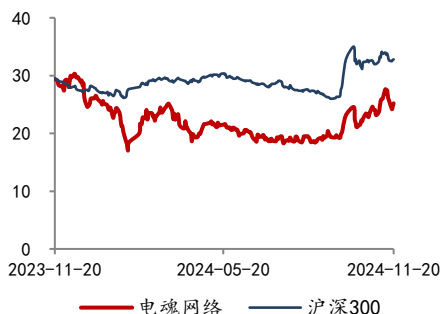


传媒互联网

电子竞技精品研运商，储备新游开启增长新篇章

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股): 2.45/2.41
总市值/流通(亿元): 53.14/52.28
12个月最高/最低(元): 27.61/13.40

■ 相关研究报告

《24Q3 业绩环比改善，新一轮产品周期有望开启》—2024-10-30

《〈修仙时代〉等新游储备丰富，高分红比例回馈投资者》—2024-08-30

《高分红比例回馈投资者，新游储备发力海内外市场》—2024-04-28

■ 证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com
执业资格证书编码: S1190523060001

■ 联系人：李林卉

E-MAIL: lilh@tpyzq.com
执业资格证书编码: S1190123120023

报告摘要

► 立足竞技品类精品游戏，打造国风电竞赛事品牌

电魂网络成立于2008年，早期以MOBA+MMO类型的客户端游戏《梦三国》起家，该游戏至今已长线运营近15年。公司依靠自研能力逐步完成端转手战略调整，于2019年发行移动端代表游戏《梦三国手游》；同时收购擅长养成模拟类手游的游动网络，拓宽游戏品类。2012年公司率先提出“国风电竞”概念，并举办首届电魂娱乐星赛季，逐步打造国内具有代表性的国风电竞赛事品牌。

► 行业: 优质研发商有望借精品化趋势突围，电竞行业蕴藏潜力

国内游戏行业龙头公司虽在特定品类具备强大实力，但仍无法做到全品类覆盖。因此，具备优质创新研发能力的公司有望在擅长游戏品类中形成差异化优势，实现在特定细分品类的突破。从细分赛道来看，竞技类游戏拥有受众广、未来付费潜力大的特点。并且，电竞游戏市场收入仍以高于游戏行业收入的增速发展，并复制了游戏行业此前端转手的趋势，移动电竞游戏市场收入正处上升通道；叠加电竞已逐渐获得主流价值观认可，多项电竞赛事关注度提升，未来电竞行业具备较大发展潜力。

► 公司看点: 储备新游贡献增量，电竞业务大有可为

1) 《梦三国》端游构筑基本盘：《梦三国》系列端游长线运营近15年，目前仍为公司主要业绩支撑。2) 储备新游有望贡献新增量：两款自研储备产品值得关注，其中《修仙时代》融合修仙题材及开放世界游戏机制，通过无缝大地图和多样的玩法设计增强游戏可玩性；《野蛮人大作战2》通过引入AI对战机器人优化“3v3v3即时乱斗”玩法，丰富玩家战斗竞技体验。3) 电竞业务具备发展潜力：通过举办多项电竞赛事及成立孵化器和数娱文化产业园，公司已构建成熟的电竞赛事运营体系及完善的电竞产业链。未来，在多项电竞赛事关注度提升的背景下，公司电竞业务有望迎来新一轮发展。

► 盈利预测、估值与评级

我们认为，公司老游戏流水逐渐趋于稳定，新一轮产品周期有望明年开启，多款重点产品上线有望为公司贡献业绩增量。此外，电竞业务有望受益于多项电竞赛事关注度提升迎来新一轮发展。因此，

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 6.32/13.25/15.79 亿元，对应增速-6.6%/109.5%/19.2%，归母净利润分别为 0.92/3.74/4.66 亿元，对应增速 61.4%/307.4%/24.6%。给予公司“买入”评级。

► 风险提示

政策监管趋紧的风险，游戏行业增速放缓的风险，游戏上线节奏、流水不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	677	632	1325	1579
增长率（%）	-14.4%	-6.6%	109.5%	19.2%
归母净利润（百万元）	57	92	374	466
增长率（%）	-71.7%	61.4%	307.4%	24.6%
摊薄每股收益（元/股）	0.23	0.37	1.53	1.90
市盈率（P/E）	93	58	14	11

资料来源：iFind，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1. 公司概况:深耕竞技品类的精品游戏研发商	5
1.1 《梦三国》端游起家,立足精品游戏研运	5
1.2 股权结构:管理层股权结构稳定且业界背景资深	6
1.3 财务分析:《梦三国2》端游构筑基本盘,高分红比例回馈投资者	7
2. 游戏行业:优质研发商借精品化趋势突围,电竞行业蕴藏潜力	10
2.1 行业规模:从用户到 ARPU 值,从国内到海外	10
2.2 竞争格局:创新产品层出不穷,优质精品研发商具备机会	12
2.3 细分赛道:电子竞技增速可观,移动电竞大有可为	13
3. 公司业务:电竞赛事运营体系成熟,储备新游有望贡献增量	16
3.1 《梦三国》系列游戏长线运营稳健	17
3.2 储备《修仙时代》、《野蛮人大作战2》等重点新游	21
3.3 构建电竞赛事运营体系,探索“电竞+文旅”扩容产业链	23
4. 盈利预测及估值	25
4.1 收入预测	25
4.2 可比公司估值与投资评级	25
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司高级管理人员履历	7
图表 4: 2019 至 2024Q1-Q3 营业收入 (亿元)	8
图表 5: 2019 至 2024Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	8
图表 6: 2019-2023 营业收入构成	8
图表 7: 2019-2023 各业务毛利率	9
图表 8: 2019 至 2024Q1-Q3 费用率	10
图表 9: 2019-2024H1 现金分红及现金分红比例	10
图表 10: 2020-2024H1 中国游戏市场规模 (亿元)	11
图表 11: 2020-2023 中国移动游戏用户规模和 ARPU	11
图表 12: 2020-2024H1 中国自研游戏海外收入及同比增速	12
图表 13: 2023 中国自研移动游戏海外重点地区收入占比	12
图表 14: 2024 年 1-10 月进入中国区 APP STORE IPHONE 游戏类收入排行榜前十的非“腾网”游戏	13
图表 15: 2020-2024H1 中国电竞游戏收入及同比增速	13
图表 16: 2025 年沙特首届奥林匹克电竞运动会	13
图表 17: 发改委、文化部、体育总局等出台的支持电子竞技的政策	14
图表 18: 2020-2024H1 中国电竞用户规模 (亿人)	15
图表 19: 2020-2024H1 手游、端游电竞在游戏收入的占比	15
图表 20: 2022-2024H1 中国电竞收入结构 (按平台划分)	15
图表 21: 公司在营及储备产品矩阵	16
图表 22: 《梦三国 2》端游	17
图表 23: 2022-2024H1 《梦三国 2》营收在总营收中的占比	18
图表 24: 《梦三国》端游的多种玩法	18
图表 25: 《梦三国》端游 MOBA 类玩法	18
图表 26: 《梦三国》端游版本更新次数及时间	19
图表 27: 《梦三国 2》MPL 职业联赛冠军	20
图表 28: 电魂娱乐星赛季	20
图表 29: 《梦三国手游》	20
图表 30: 《修仙时代》	21
图表 31: 《修仙时代》“灵启测试”	21
图表 32: 《修仙时代》实机展示	22
图表 33: 《修仙时代》游戏场景-搬山城	22
图表 34: 《野蛮人大作战 2》	22
图表 35: 《野蛮人大作战 2》“菇勇者测试”	22
图表 36: 《野蛮人大作战 2》英雄角色及装备	23
图表 37: 《野蛮人大作战 2》战斗画面	23
图表 38: 《英雄联盟》百度搜索指数变化	23
图表 39: 电魂智能创意孵化器	24
图表 40: 与温州市文化广电旅游局签署合作协议	24
图表 41: 《梦三国 2》诸葛亮“地域人文皮肤换装”	24
图表 42: 游戏行业可比公司估值	25

1. 公司概况：深耕竞技品类的精品游戏研发商

1.1 《梦三国》端游起家，立足精品游戏研运

立足竞技品类精品游戏研运，打造国风电竞赛事品牌。电魂网络成立于2008年，于2016年在A股主板上市，成立起就致力于研发、运营精品化网络游戏。公司早期以MOBA+MMO类型的客户端游戏《梦三国》起家，经过近十五年的发展沉淀，目前公司产品已覆盖移动端、客户端、主机端、VR等不同硬件平台。同时，公司积极发展电竞相关业务，率先提出“国风电竞”概念，并从2012年开始举办年度电魂娱乐星赛季，打造国内具有代表性的国风电竞赛事品牌。具体来看，公司的发展历程可分为以下三个阶段：

端游阶段（2008-2014年）：公司于2008年由董事长胡建平、明星游戏制作人余晓亮等人成立。2009年推出首款《梦三国》端游，在当时通过独特的MMO+MOBA玩法，以“国风电竞”概念奠定了其在国产MOBA类游戏中的地位。截至2023年，《梦三国》系列端游已长线运营近15年，是公司主要的利润来源。此外，2012年公司举办首届电魂娱乐星赛季，积极发展电竞行业相关业务。

“端转手”阶段（2015-2018年）：2014年公司开始移动端游戏的布局，依托原有的“梦三国”IP推出系列移动端产品《梦梦爱三国》、《梦三国手游》；此后还陆续推出了《野蛮人大作战》等移动端游戏。同时，公司也在积极布局H5、VR、主机游戏等领域，先后打造了闪电玩游戏平台；《瞳》、《瞳：祈愿》VR游戏等。

多品类探索阶段（2019-至今）：2019年公司收购专注于东南亚出海、擅长养成模拟类手游的游动网络，布局游戏出海。2021年在日本发行以日本战国为背景的卡牌模拟经营类手游《华武战国》，入围2021年出海日本的中国游戏收入榜单前20名。同时，公司推出多款不同品类的游戏，包括武侠RPG游戏《我的侠客》、模拟经营养成游戏《工匠与旅人》等。此外，公司继续夯实《梦三国》IP的影响力，2021年《梦三国2》端游入选2023年杭州亚运会电竞比赛小项，“国风电竞”概念重回大众视野。

图表 1：公司发展历程

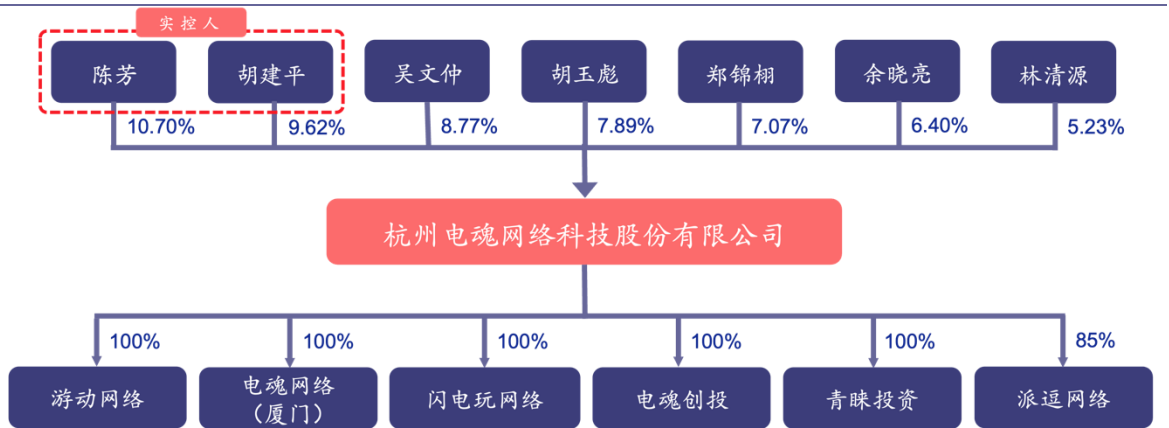


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

1.2 股权结构：管理层股权结构稳定且业界背景资深

公司股权结构稳定。公司前两大股东胡建平和陈芳为公司的实际控制人，两人系夫妻，构成一致行动关系，合计持有公司股份 20.32%。子公司中，游动网络、电魂网络（厦门）、派逗网络负责游戏的开发与运营，闪电玩网络负责 H5 游戏及平台、泛娱乐产品的研发、发行、运营、推广，电魂创投、青眯投资负责投资与资产管理。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

创始团队稳定，管理层业界背景资深。公司五位联合创始人中，胡建平、陈芳是国内较早一批进入游戏行业的投资人，其中胡建平长期担任国内软件、游戏等行业协会理事，目前担任公司董事长；胡玉彪此前曾在腾讯任职开发工程师，拥有较强的技术开发能力；余晓亮是国内知名的游戏制作人，曾担任腾讯游戏的主策划，出品过《QQ 堂》、《QQ 幻想》等一系列热门游

戏，策划能力强、市场运作经验丰富；林清源目前担任公司首席商务官及监事会主席。公司五位联合创始人目前均在公司担任主要高管职务，创始团队稳定。

图表 3：公司高级管理人员履历

高管	职位	加入公司	主要履历
胡建平	董事长、总经理	2008 年	<ul style="list-style-type: none"> 电魂网络联合创始人； 现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、浙江省工商企业交流合作协会副会长、浙江省工业经济联合会副会长、浙江省游戏行业协会理事等。
陈芳	董事、副总经理、投资管理部总监	2008 年	<ul style="list-style-type: none"> 电魂网络联合创始人； 现兼任滨江区人大代表； 曾任杭州恒大税务事务所、杭州建工集团有限责任公司出纳，公司财务主管、投资管理部主管等。
胡玉彪	董事、副总经理、首席技术官	2008 年	<ul style="list-style-type: none"> 电魂网络联合创始人； 曾任上海天律软件用户界面开发工程师，上海盛大网络、腾讯科技开发工程师。
余晓亮	董事	2008 年	<ul style="list-style-type: none"> 电魂网络联合创始人； 曾任腾讯游戏主策划，是腾讯最早的一批游戏制作人，先后担任《QQ 幻想》策划、《QQ 游戏》以及《QQ 堂》主策划。
林清源	监事会主席、首席商务官	2008 年	<ul style="list-style-type: none"> 电魂网络联合创始人； 曾任广州电视台华南工作站技术副主管、中国网通运行维护中心监控管理员，公司总经理、首席行政官等。
郝杰	副总经理、艺术总监、项目制作人	2011 年	<ul style="list-style-type: none"> 曾任北京拓洲冠宇科技有限公司副主美、副总监。
张济亮	董事会秘书	2021 年	<ul style="list-style-type: none"> 曾任华西证券投资银行部项目经理、北京年富投资管理有限公司高级投资经理、大连天神娱乐股份有限公司投资者关系总监。
伍晓君	财务总监	2022 年	<ul style="list-style-type: none"> 曾任立信会计师事务所浙江分所高级项目经理、杭州泰恒投资管理有限公司财务经理、风控经理，杭州中诚装备服务股份有限公司财务总监等。

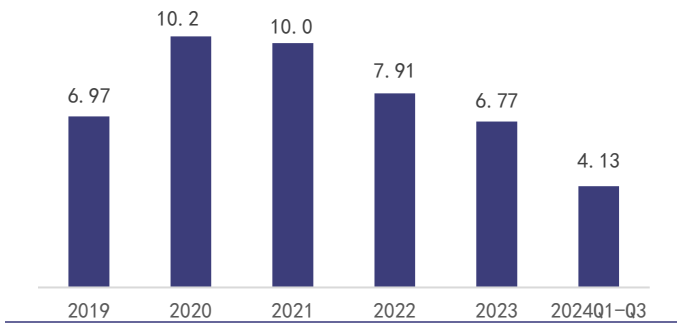
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

1.3 财务分析：《梦三国 2》端游构筑基本盘，高分红比例回馈投资者

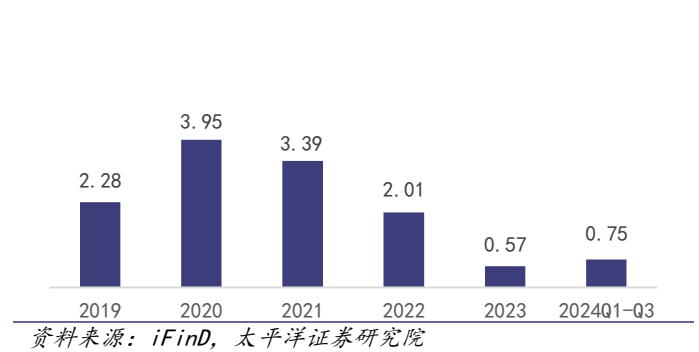
《梦三国 2》端游构筑基本盘，近年流水自然下滑使得营收及归母净利润承压。2019 年和 2020 年公司营收和归母净利润均实现同比高增长，主要系 2019 年收购了手机网络游戏开发及运营公司游动网络 80% 的股权；同时公司自研《梦塔防手游》、《梦三国手游》陆续在全平台上

线，“端转手”初见成效。2021-2024 年前三季度，受行业增速放缓、产品生命周期等因素的影响，公司游戏充值收入减少，使得营收及归母净利润承压。并且，因公司新产品上线表现较为平淡，叠加加大对新产品的研发投入，公司归母净利润波动大于营收波动。

图表 4：2019 至 2024Q1-Q3 营业收入（亿元）

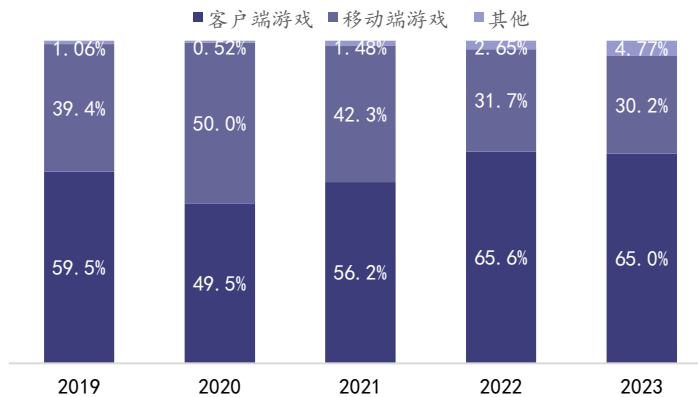


图表 5：2019 至 2024Q1-Q3 归母净利润（亿元）



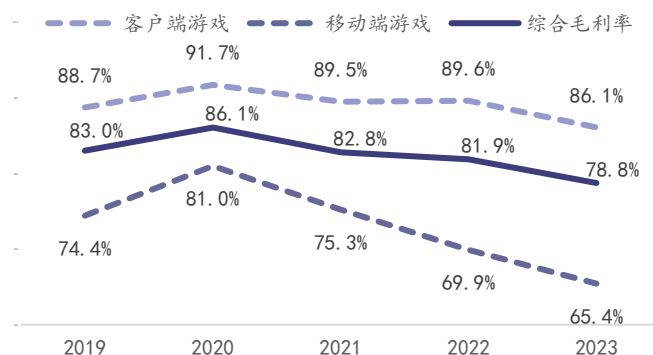
客户端游戏是营收的主要来源，近两年占比约 65%。公司以《梦三国》端游起家，2019 年以前客户端游戏营收在总营收中的占比始终保持在 86%以上。从 2019 年开始，公司“端转手”初见成效，《梦三国手游》完成大版本更新并在全平台上线，同时收购以养成模拟经营类为主的海外手游发行商游动网络 80%的股权，实现移动端游戏营收大幅增长，营收占比达 39.4%。2020 年，随着《我的侠客》、《X2：解神者》等多款手游上线，移动端游戏营收占比超过客户端游戏。2021 年后，《梦三国 2》端游营收占比逐年提升，叠加手游产品表现下滑，使得客户端游戏营收占比再次超过移动端游戏。

图表 6：2019-2023 营业收入构成



受移动端游戏毛利率下滑影响，公司综合毛利率逐年小幅下滑。按游戏平台划分，1) 客户端游戏方面：2019-2022年公司客户端游戏毛利率始终维持在88%以上，2023年小幅下滑至86.1%，主要系老游戏流水自然下滑，为保持产品运营，公司加大运营投入，导致老游戏运维成本增加。2) 移动端游戏方面：因部分移动端游戏采取毛利率相对较低的联运或代理模式，使得其毛利率低于客户端游戏。并且，2022-2023年代理模式和联运模式毛利率分别出现明显下滑，叠加两种模式营收占比小幅增长，公司移动端游戏毛利率呈现逐年下滑的态势。综合来看，2020-2023年公司综合毛利率分别为86.1%/82.8%/81.9%/78.8%，受移动端游戏毛利率下滑影响，逐年小幅下滑。

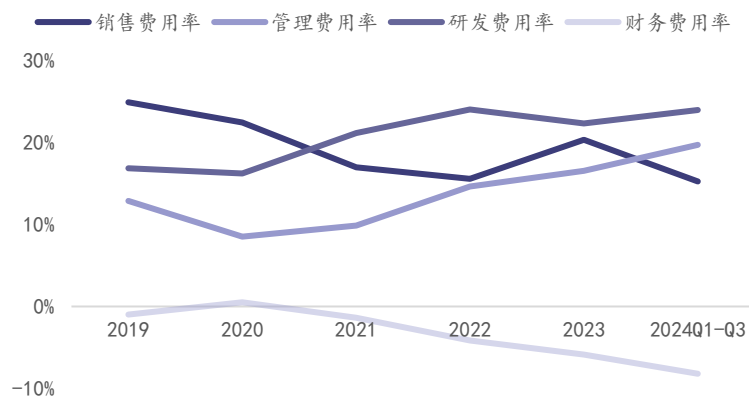
图表 7：2019-2023 各业务毛利率



资料来源：iFind，太平洋证券研究院

销售费用率总体回落，管理及研发费用率有所增加。销售费用率方面，公司销售费用率总体呈下降趋势，主要系2019年后公司基本完成端游转手游的战略调整，新游戏推广费用降低，使得销售费用率显著回落。管理费用率2021年开始逐年上升，主要系支付员工辞退成本及管理人员薪酬增加。研发费用率波动则主要受到研发人员数量变动使得研发人员薪酬成本变动的影。财务费用率方面，因定期存款到期利息收入增加及汇兑收益增加，从2020年的0.51%逐年下降至2024年前三季度的-8.20%。

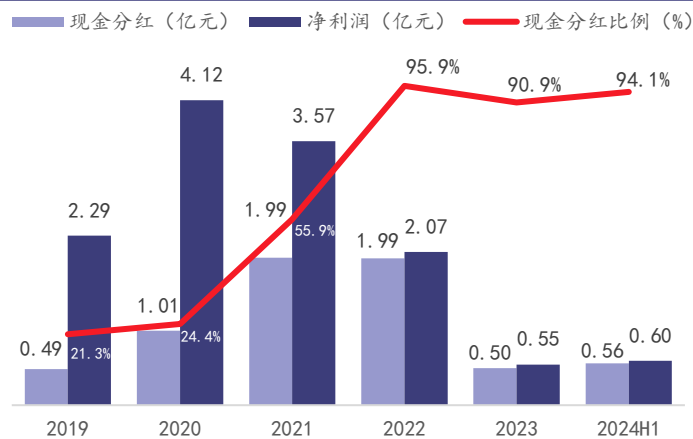
图表 8：2019 至 2024Q1-Q3 费用率



资料来源：iFind，太平洋证券研究院

高分红比例积极回馈投资者。公司自 2016 年上市以来，除 2017 年外，每年均向投资者派发年度现金红利，并且 2020 年和 2024 年均派发半年度现金红利。2019-2024H1 现金分红比例分别为 21.3%/24.4%/55.9%/95.9%/90.9%/94.1%，每年均有所提升；并且 2022-2024H1 均保持 90% 以上的高分红比例，积极回馈投资者。

图表 9：2019-2024H1 现金分红及现金分红比例



资料来源：iFind，太平洋证券研究院

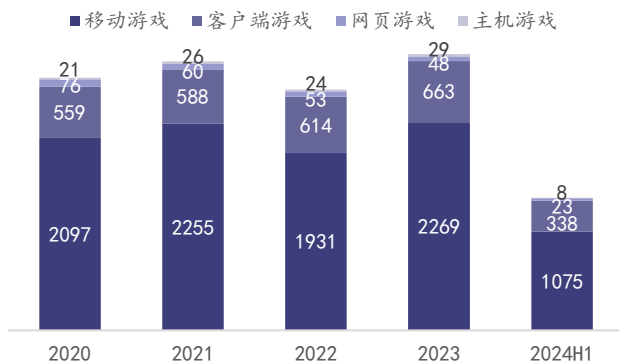
2. 游戏行业：优质研发商借精品化趋势突围，电竞行业蕴藏潜力

2.1 行业规模：从用户到 ARPU 值，从国内到海外

国内移动游戏用户数达到瓶颈，未来 ARPU 增长是行业增长的主要驱动力。目前国内游戏行业中，客户端游戏收入保持平稳，网页游戏收入下滑，移动游戏仍是行业增长的主要驱动力。

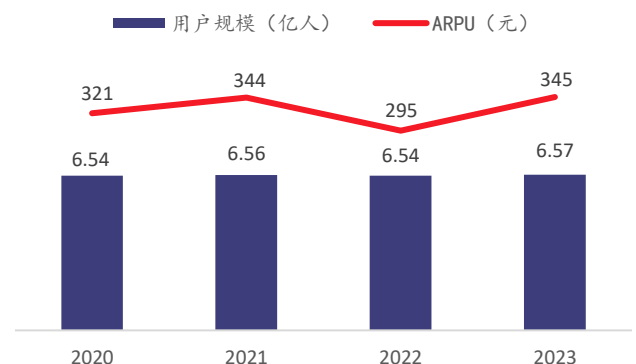
2022 年受宏观经济等因素影响，用户付费意愿和付费能力减弱、游戏企业发展受限，中国移动游戏收入 1931 亿元，同比下降-10.3%；2023 年重回增长。从用户数量来看，2023 年中国移动游戏用户规模 6.57 亿人，同比小幅上涨。随着智能手机在网民中的覆盖率逐渐饱和，我国移动游戏用户已到达瓶颈。从用户付费来看，根据伽马数据、Statista 和 Sensor Tower，2021 年我国移动游戏 ARPU 为 344 元，美国、日本分别为 137、460 美元，我国 ARPU 的绝对值相比发达国家仍有较大增长空间。我们认为，在我国人均可支配收入和娱乐支出占比不断提升，叠加游戏精品化的趋势下，未来 ARPU 有望继续驱动行业规模增长。

图表 10：2020-2024H1 中国游戏市场规模（亿元）



资料来源：伽马数据，太平洋证券研究院

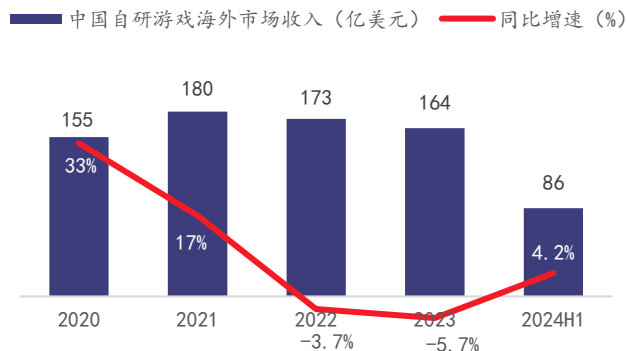
图表 11：2020-2023 中国移动游戏用户规模和 ARPU



资料来源：伽马数据，太平洋证券研究院

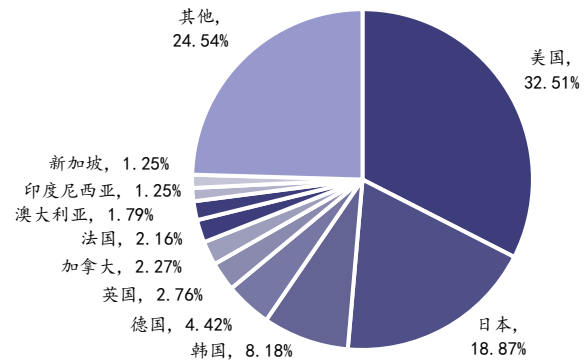
出海有望打开行业成长天花板，中国移动游戏已具备全球竞争力。根据伽马数据，2024 年上半年中国自主研发游戏在海外市场的实际销售收入达 86 亿美元，同比增长 4.24%，主要系部分新游出现爆款带来明显增量。从全球移动游戏市场格局来看，2023 年中、美、日、韩占据了全球近 78% 的市场份额，而中国游戏出海也瞄准了主流市场，出海前三国家分别为美国、日本、韩国，共占据中国自研移动游戏出海市场份额的 59.56%，且国产手游在这些主流市场的市占率还在不断提升。根据 Global Data，2023 年中国为全球手游收入最多的国家，《王者荣耀》、《原神》等游戏在海外的成功也说明国产手游已具备较强的海外竞争力。我们认为，未来中国不仅是科技强国，也应成为文化强国，随着高质量国产移动游戏的世界影响力不断加强，移动游戏有望成为中国文化输出的重要内容形式之一。

图表 12: 2020-2024H1 中国自研游戏海外收入及同比增速



资料来源: 伽马数据, 太平洋证券研究院

图表 13: 2023 中国自研移动游戏海外重点地区收入占比



资料来源: 伽马数据, 太平洋证券研究院

2.2 竞争格局: 创新产品层出不穷, 优质精品研发商具备机会

龙头公司仍存在能力边界, 在特定品类不具备绝对统治地位。腾讯作为国内唯一游戏业务年营收超过 1000 亿的公司, 其独有的强渠道+强社交模式 (竞技类+微信/QQ) 使公司产品具备极强的用户粘性。公司产品主打以《王者荣耀》为代表的多人竞技类游戏, 由于不同类型游戏的目标用户群体、竞争要素差异较大, 目前主要通过收购或入股海内外游戏研发商的模式拓宽游戏品类, 自身创新空间比较有限。网易相比腾讯采用更加多元化的研发和发行策略, 创新能力较强, 基本覆盖所有游戏品类, 但在回合制 MMO 品类上较为突出, 其他品类“爆款”较少。我们认为, 虽然目前“腾网”占据国内主要游戏市场, 但在一些特定品类仍然没有绝对统治地位。

游戏是创意驱动型行业, 中小游戏厂商有望依靠细分品类突围。尽管腾讯、网易占据了当前行业的主要市场份额, 我们认为中小研发商在擅长的细分品类上仍具备比较优势, 如米哈游在擅长的二次元领域, 仅依靠《原神》一款游戏, 其营收规模即可从十亿级突破至百亿级。从七麦数据统计的进入 2024 年 1-10 月中国区 App Store iPhone 游戏类收入排行榜前十的游戏来看, 非“腾网”游戏厂商在某一细分赛道打造出了流水表现亮眼的产品, 如叠纸游戏开发的乙女向恋爱游戏《恋与深空》。因此, 我们认为中小研发商有望通过品类创新形成差异化挑战传统赛道, 借力细分品类实现突围。

图表 14：2024 年 1-10 月进入中国区 App Store iPhone 游戏类收入排行榜前十的非“腾网”游戏

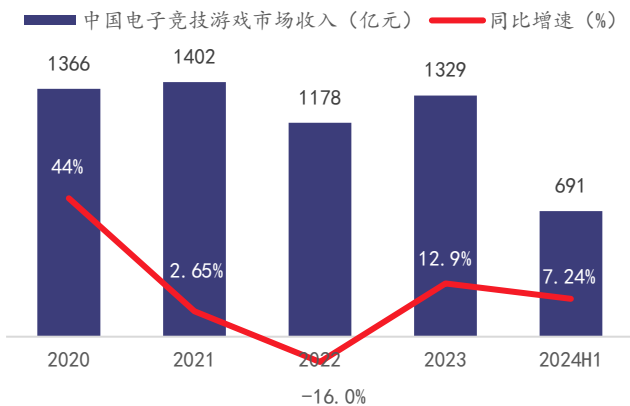
入榜月份	游戏名称	游戏类型
7、8、9、10	《无尽冬日》	经营策略
1、2、4、6	《原神》	开放世界冒险 RPG
7	《绝区零》	开放世界 ARPG
3、4、6	《崩坏：星穹铁道》	冒险策略
6、7、8、9	《三国：谋定天下》	策略
2、7、9、10	《恋与深空》	恋爱养成
8	《剑与远征：启程》	策略卡牌 RPG
5、6	《出发吧麦芬》	策略养成放置
1、3、4、5	《三国志·战略版》	策略

资料来源：七麦数据，太平洋证券研究院

2.3 细分赛道：电子竞技增速可观，移动电竞大有可为

电竞行业增速高于游戏行业，并已逐渐获得大众认可。2023 年中国电子竞技游戏市场收入为 1329 亿元，同比增长 12.9%，高于国内游戏市场收入增速。从宏观政策角度来考虑，游戏作为文娱行业，在我国受政策面影响较大，其中电子竞技行业也受到了一定的影响。直到 2016 年，中央发改委、体育总局、文化部连续发布了《十三五规划》等报告规划，各地政府也陆续出台了支持政策，开始正式鼓励、支持游戏竞技赛事以及相关产业链。在国际认可度方面，电子竞技首次作为表演项目登台 2018 年雅加达亚运会、首次作为比赛项目加入 2023 年杭州亚运会，并且首届奥林匹克电子竞技运动会将于 2025 年在沙特阿拉伯举办。

图表 15：2020-2024H1 中国电竞游戏收入及同比增速



资料来源：伽马数据，太平洋证券研究院

图表 16：2025 年沙特首届奥林匹克电竞运动会



资料来源：国际奥委会，太平洋证券研究院

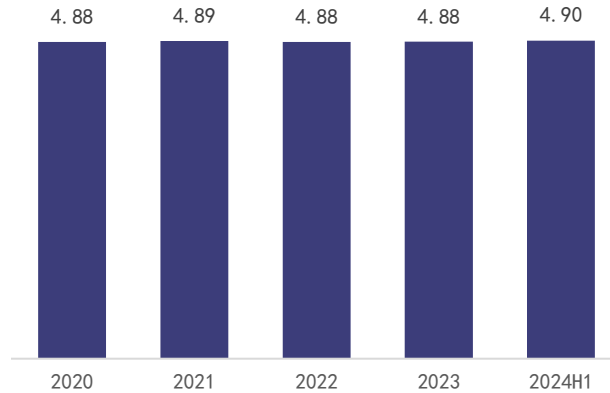
图表 17: 发改委、文化部、体育总局等出台的支持电子竞技的政策

时间	部门	政策或事件	主要内容
2016年4月	发改委	《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》	在做好知识产权保护和对青少年引导的前提下,以企业为主体,举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动。
2016年7月	体育总局	《体育产业发展「十三五」规划》	以冰雪、山地户外、水上、汽摩、航空、电竞等运动项目为重点,引导具有消费引领性的健身休闲项目发展。
2016年9月	文化部	26号文件	支持打造区域性、全国性乃至国际性游戏游艺竞技赛事,带动行业发展;全面放开游戏游艺设备的生产和销售,全面取消游艺娱乐场所总量和布局要求。
2017年4月	文化部	文化部「十三五」时期文化产业发展规划	推进游戏产业结构升级,推动网络游戏、电子游戏等游戏门类协调发展,促进移动游戏、电子竞技、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展。
2018年8月		亚运会	中国军团摘下亚运会历史上首块电竞金牌,总成绩二金一银。
2019年6月	人社部	新职业就业分析报告	电子竞技就业前景和现状分析报告,有50万行业从业者以及未来5年近200万人的人才缺口。
2020年9月	国家发改委	《关于扩大战略性新兴产业投资 培育壮大新增长点增长极的指导意见》	建设一批数字创意产业集群,加强数字内容供给和技术装备研发平台,打造高水平直播和短视频基地、一流电竞中心、高沉浸式产品体验展示中心,提供VR旅游、AR营销、数字文博馆、创意设计、智慧广电、智能体育等多元化消费体验。
2020年12月	文旅部	关于进一步优化营商环境推动互联网上网服务行业规范发展的通知	支持上网服务场所开发商务培训、拓展训练、电子竞技、旅游推广、快递寄存、线下体验等新服务。
2021年6月	文旅部	《“十四五”文化产业发展规划》	推动娱乐产业升级、创新发展,实施阳光娱乐行动,开发健康向上、技术先进的新型娱乐方式,创新娱乐产业和产品。促进电子竞技与游戏行业融合发展。鼓励开发沉浸式娱乐产品。
2021年7月	工信部	《5G应用“扬帆”行动计划(2021-2023年)》	打造AR/VR业务支撑平台和云化内容聚合分发平台,推动与5G结合的社交、演播观影、电子竞技、数字艺术等互动内容产业发展。
2022年7月	商务部	《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	积极培育网络文学、网络视听、网络音乐、网络表演、网络游戏、数字电影、数字动漫、数字出版、线上演播、电子竞技等领域出口竞争优势,提升文化价值,打造具有国际影响力的中华文化符号。
2023年11月	文旅部	《互联网上网服务行动上云行动工作方案》	鼓励和支持行业开展上云推介、云服务场所专项电竞赛事等活动。
2024年8月	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	支持电子竞技、社交电商、直播电商等发展。

资料来源:体育总局,发改委,文化部,文旅部,人社部等,太平洋证券研究院

与移动游戏市场类似,电竞用户规模增长放缓,ARPU提升驱动行业规模增长。1)2015-2019年用户规模高速增长:根据Mob Tech数据,得益于移动电竞游戏《王者荣耀》的上线,2015年后中国电竞用户规模出现显著增长,期间CAGR为37.98%,用户规模增长驱动电竞行业规模增长。2)2020-2024年上半年用户规模增长停滞:根据伽马数据,2020年至2024年上半年中国电竞用户规模始终维持在4.88亿人左右,用户规模增长陷入瓶颈。而根据ASO World预测,2029年美国电竞市场ARPU将达到20.32美元,远高于中国的2.40美元。因此,我们认为与移动游戏市场类似,未来ARPU提升或将成为中国电子竞技游戏市场规模增长的主要驱动力。

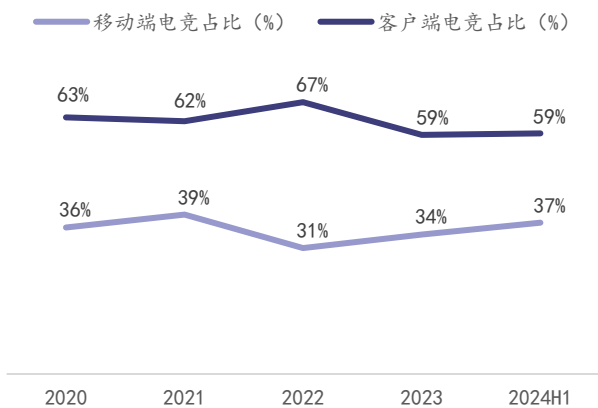
图表 18: 2020-2024H1 中国电竞用户规模 (亿人)



资料来源: 伽马数据, 太平洋证券研究院

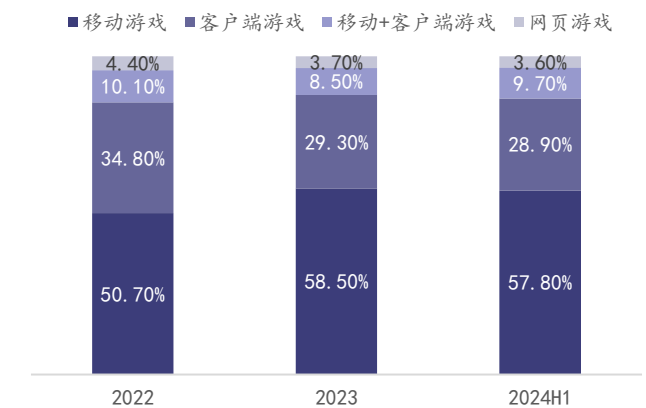
端转手趋势同样适用于电竞领域, 移动端电竞仍存在市场空间。由于硬件终端不同, 理论上手机游戏难以满足电脑端游戏的复杂操作需求, 然而从目前手游市场的情况来看, 在经过了功能简化和操作模式创新后, 大部分电脑端游戏已经成功打破硬件壁垒, 移植到了手机端且获得了巨大成功, 包括重度的 MMO、RPG、MOBA 甚至射击类游戏, 其中最具代表性的有《王者荣耀》、《和平精英》等。根据伽马数据, 2020 至 2024 年上半年移动端电竞游戏收入在移动端游戏收入中的占比整体维持在 36%左右, 并未出现明显波动, 同样地客户端电竞游戏收入在客户端游戏收入中的占比亦维持稳定; 但客户端电竞游戏收入占比显著高于移动端电竞游戏收入占比, 移动端电竞游戏收入仍存在增长空间。并且, 2023 年移动端电竞游戏收入在电竞游戏收入中的占比由 50.7%提升至 58.5%, 在电竞游戏收入增长的背景下, 这表明移动端电竞游戏收入正处于上升通道。

图表 19: 2020-2024H1 手游、端游电竞在游戏收入的占比



资料来源: 伽马数据, 太平洋证券研究院

图表 20: 2022-2024H1 中国电竞收入结构 (按平台划分)



资料来源: 伽马数据, 太平洋证券研究院

3. 公司业务:电竞赛事运营体系成熟, 储备新游有望贡献增量

《梦三国》系列游戏长线运营, 重点储备游戏拓宽产品矩阵。目前公司在运营产品涵盖端游、手游、单机游戏等。其中端游以《梦三国 2》为代表, 其凭借国风背景下的竞技和副本玩法, 长线运营近 15 年, 吸引过亿注册用户; 移动端游戏则以由《梦三国》IP 打造的《梦三国手游》为代表, 其上线运营超 5 年, 吸引约 600 万注册用户。除围绕经典 IP《梦三国》打造的产品外, 公司亦陆续推出了《野蛮人大作战》、《我的侠客》等多款游戏。在储备产品方面, 公司通过加强自研能力及发行能力, 储备了多款自研及代理游戏, 不断丰富产品矩阵。其中包括重点自研国风修仙题材开放大世界游戏《修仙时代》和魔性竞技+RPG 多元化游戏《野蛮人大作战 2》。

图表 21: 公司在营及储备产品矩阵

	游戏平台	游戏名称	游戏类型	上线时间
在运营产品	客户端游戏	《梦三国 2》	MOBA	2015.03
		《梦塔防》	塔防	2013.10
	移动端游戏	《梦三国手游》	MOBA+RPG	2019.07
		《我的侠客》	武侠开放世界	2020.11
		《野蛮人大作战》	MOBA	2017.07
		《华武战国》	策略	2019.01
		《工匠与旅人》	模拟经营	2024.05
		《江湖如梦》	武侠卡牌	2024.09
		《江湖如此多娇》	武侠卡牌 RPG	2024.05
	单机游戏	《梦江湖》	武侠开放世界	2022.07
VR 游戏	《瞳》	惊悚/恐怖	2016	
H5 游戏	《怼怼梦三国》	RPG	2017.12	
储备产品	移动端、客户端游戏	《修仙时代》	修仙题材开放大世界	-
	移动端、客户端、主机端游戏	《野蛮人大作战 2》	竞技+RPG	-
	移动端游戏	《螺旋勇士》	陀螺对战策略 RPG	预计 24Q4 上线
		《轮回契约》	JRPG	预计 24Q4 上线
		《修真聊天群》	卡牌	-
		《大当家之路》	-	-
		《非日常邂逅故事》	-	-
《龙之宝藏猎手》	-	-		

资料来源: 公司公告, 国家新闻出版署, 太平洋证券研究院

3.1 《梦三国》系列游戏长线运营稳健

“国风+竞技”打造公司长线运营的核心端游《梦三国2》。《梦三国2》为公司自研大型多人在线竞技端游。其以公司成立之初推出的《梦三国》端游为蓝本，保留其三国文化背景，并加入丰富的民族文化、民俗题材内容，为玩家打造独具民族特色的国风类精品游戏。在玩法方面，《梦三国2》拥有竞技和副本两大玩法，竞技模式包含10V10官渡之战、5V5V5三国志大战等公平竞技模式。此外，游戏还拥有根据三国剧情设计的挑战BOSS、关卡副本等MMORPG式角色养成玩法。

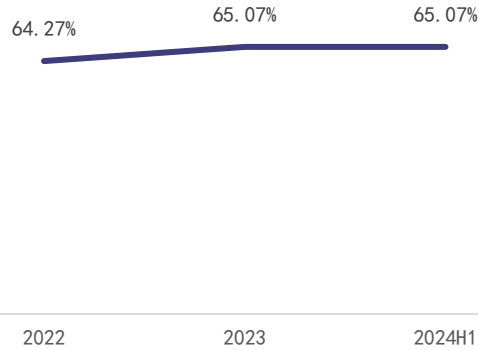
图表 22：《梦三国2》端游



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

《梦三国2》长线运营近10年，营收逐渐趋于稳定。《梦三国2》端游自2015年上线以来，已长线运营近10年。凭借独具特色的三国国风元素和多人在线竞技玩法，其最高峰时同时在线人数超54万，并在2020年突破历史最高充值记录，目前拥有过亿的注册用户。以《梦三国2》为主的《梦三国》系列端游虽受到游戏进入付费玩家下降周期影响，营收有所下滑，但2022-2024年上半年其营收在公司总营收中的占比基本维持在65%左右，整体逐渐趋于稳定。

图表 23: 2022-2024H1 《梦三国 2》营收在总营收中的占比



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

《梦三国》极长的生命周期有两点原因: 一是在游戏类型上兼顾玩家付费及玩家生命周期; 二是采用多元化的运营策略, 玩家粘性较高。

游戏类型: 《梦三国》端游融合 MMO+MOBA 玩法, 兼顾玩家付费和玩家生命周期。在整体玩法上则更加侧重于 MOBA, 玩家可以选择不同地图, 不同阵营以相互对立的两个或三个小队展开对战, 通常是“5v5”、“10v10”、“5v5v5”等。同时, 游戏在保留了 MMO 特有的策略性和社区互动性外, 通过团队匹配方案对服务器内合理数值区间内的玩家进行匹配对战, 既拉动了 MMORPG 模式下玩家成长的付费意愿, 又保留了 MOBA 模式下游戏的公平性。因此《梦三国》端游兼具 MMORPG 类较高的付费值和 MOBA 类较高的玩家生命周期的特点, 具备较强的付费潜力。

图表 24: 《梦三国》端游的多种玩法

<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>1N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不一样的乐趣体验。</p>

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 25: 《梦三国》端游 MOBA 类玩法



资料来源: 《梦三国》官网, 太平洋证券研究院

游戏运营：1) 持续高强度更新，拉动玩家付费。游戏上线后每年均保持8-10个大版本更新，包括春节、周年庆等活动；8-12个小版本更新：包括赛季结算，升级维护，开服合服等，稳定服务器容量。另外，2015年公司上线《梦三国2》端游，采用全新引擎对原版《梦三国》端游进行了重置和玩法升级，当年《梦三国2》端游活跃用户数重回历史新高。

图表 26: 《梦三国》端游版本更新次数及时间

年份	更新次数	更新月份
2014	9	3、5、6、7、8、9、10、11、12
2015	8	3、4、5、6、8、9、11、12
2016	8	1、4、5、7、9、10、11、12
2017	9	1、3、5、7、8、9（两次）、11、12
2018	8	2、3、5、7、9（两次）、11、12
2019	8	1、3、5、7、9、11、12（两次）
2020	9	2、3、4、5、7、8、9、11、12
2021	10	1、3、4、5、6、7、8、9、11、12
2022	12	1、2、3、5、6、7、8、9（两次）、10（两次）、11
2023	9	1、2、3、5、7（两次）、9、10、11
2024	9	1、2、4、5、6、7（两次）、9、11

资料来源：《梦三国》官网，太平洋证券研究院（数据截止 2024 年 11 月）

2) 坚持举办线下赛事，提升玩家粘性。公司自 2015 年起基于《梦三国2》端游发起并承办了“《梦三国2》职业联赛（MPL）”的线下电竞赛事，每年共有夏季赛和春季赛两个赛季，每赛季则下设常规赛、季后赛和升降级赛等。从 2015 年开始，“《梦三国2》职业联赛（MPL）”已经成功举办十届。除去 MPL 职业联赛，公司还曾举办“无双杯”、“甲级联赛”、“娱乐星赛季”等多个不同规模赛事，涵盖了包括《野蛮人大作战》、《光影对决》、《星盟冲突》等公司其余竞技类产品。我们认为，公司在竞技品类产品研发具备优势的情况下，将继续深化电竞赛事领域的组织承办能力，提高玩家粘性，实现核心产品长线运营。

图表 27: 《梦三国 2》MPL 职业联赛冠军



资料来源: 公司官网, 太平洋证券研究院

图表 28: 电魂娱乐星赛季



资料来源: 公司官网, 太平洋证券研究院

端游原班人马打造《梦三国手游》，吸引注册用户 600 万。为顺应端转手的行业大趋势，公司根据《梦三国》端游进行复刻，由《梦三国》端游原班人马打造，在 2019 年推出国风 MOBA+RPG 多元化手游《梦三国手游》。在设计上，该手游针对移动设备的特性优化了画面和操作体验，为玩家提供便捷和易操作的游戏体验。同时在玩法上，丰富了特色竞技和关卡副本玩法。既完美还原了端游中的 10v10 官渡之战，又开启了全新宠物、足迹系统，打造更多养成线，还创造了天命英霸、克隆大战等全新公平竞技玩法。游戏上线至今，历史注册用户达 600 万，七麦数据 ios 游戏（策略）畅销榜最高排名 14、游戏（动作）畅销榜最高排名 15。

图表 29: 《梦三国手游》



资料来源: 公司官网, 太平洋证券研究院

3.2 储备《修仙时代》、《野蛮人大作战2》等重点新游

《修仙时代》：“修仙题材+开放大世界”的新尝试。《修仙时代》为公司自主研发的国风修仙题材开放大世界冒险游戏，在“万屿尘界”的广阔区域里，玩家将通过扮演天选之人开启宿命之旅。在游戏画风方面，该游戏运用大量国画传统技法与元素，将修仙世界与传统山水意趣融汇贯通，展现国风仙韵。游戏已于2024年6月获批移动端和客户端版号。根据TapTap，游戏于2024年8月20日至27日开启了首次限号不计费删档的“灵启测试”。目前预约人数达28万，TapTap期待值9.1。

图表 30：《修仙时代》



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 31：《修仙时代》“灵启测试”



资料来源：TapTap，太平洋证券研究院

“无缝大地图+多样玩法”增强可玩性，看好游戏上线表现。不同于一般的放置修仙游戏，《修仙时代》选择开放世界的游戏机制，通过大地图为玩家打造可玩性、可探索性极强的游戏世界。**在地图设计上**，打破传统大世界区域与区域间设置高山、河流等阻断的限制，创新地设计无缝大地图以提升玩家游戏体验；并且依据游戏的基本运行规则“五行”，为不同区域设计不同风格，提高玩家探索新区域的新鲜感。**在玩法设计上**，不仅有丰富且超高自由度的探索玩法，提供众多NPC和地图互动选项，还设计了特色即时战斗系统、日常玩法等。此外，不同的游戏主角匹配了不同的支线任务和随机事件，通过非线性的任务设置，导向非唯一的结局。我们认为，开放大世界提供丰富的游戏内容、叠加多样的玩法设计，有利于提高游戏可玩性和玩家参与度，看好《修仙时代》上线表现。

图表 32: 《修仙时代》实机展示



资料来源: TapTap, 太平洋证券研究院

图表 33: 《修仙时代》游戏场景-搬山城



资料来源: TapTap, 太平洋证券研究院

《野蛮人大作战 2》：“魔性竞技+RPG”多元化新游。《野蛮人大作战 2》为公司自主研发的魔性竞技+RPG 多元化游戏，由玩家自行选择喜爱的野蛮人角色，与其它玩家进行激烈战斗，获得游戏体验。游戏已于 2023 年 1 月获得移动端、客户端、游戏机（Switch、PS4、XBOX）全平台版号，未来计划多端发行。根据 TapTap，游戏曾于 2023 年 11 月 23 日至 12 月 3 日在安卓平台进行限量删档不计费测试；并于 2024 年 3 月 21 日至 4 月 6 日开启“菇勇者测试”。《野蛮人大作战 2》于 2022 年 7 月正式开启 TapTap 预约，并首次亮相 2022 TapTap 游戏发布会，目前预约人数达 10 万，TapTap 期待值 8.4。

图表 34: 《野蛮人大作战 2》



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 35: 《野蛮人大作战 2》“菇勇者测试”



资料来源: TapTap, 太平洋证券研究院

AI 对战机器人赋能“3V3V3 即时乱斗”玩法。《野蛮人大作战 2》沿用了公司此前发行的《野蛮人大作战》IP，为玩家塑造搞怪逗趣的野蛮人英雄角色形象，并提供魔性奇葩的道具宠物。在玩法设计上，该游戏依旧沿用《野蛮人大作战》的 3V3V3 独特战斗系统，同时创新性地加入部落建设、世界探索等玩法与 io 乱斗相结合；并且还设置了困难关卡，提升游戏的丰富度和可玩性。此外，为减少玩家匹配队友和对手的等待时间，游戏创新性地加入了 AI 对战机器人，

让 3v3v3 战斗可实现即开即打，有效提升玩家游戏体验。同时，AI 对战机器人较普通玩家拥有更准确、专业的电竞操作，他们的加入也能丰富玩家的战斗竞技体验。

图表 36: 《野蛮人大作战 2》英雄角色及装备



资料来源: TapTap, 太平洋证券研究院

图表 37: 《野蛮人大作战 2》战斗画面

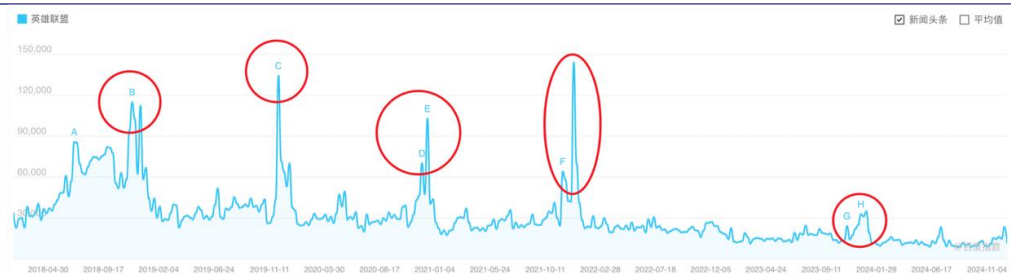


资料来源: TapTap, 太平洋证券研究院

3.3 构建电竞赛事运营体系，探索“电竞+文旅”扩容产业链

国风电竞赛事运营体系成熟，助推核心产品长线运营。公司拥有成熟的电竞赛事运营体系，自 2012 年开始，已连续 12 年举办年度国风电竞赛事“电魂娱乐星赛季”，参与竞赛的游戏主要为《梦三国 2》端游。对于电子竞技游戏来说，举办赛事可以增强老玩家游戏粘性，同时增加游戏曝光度，扩充潜在用户群体。例如在每年 10 月左右的《英雄联盟》总决赛时期，有关“英雄联盟”的百度搜索指数出现明显提升。我们认为，公司年度电竞赛事不仅为电竞职业选手提供了竞技和展示的平台，也有效增加了玩家的参与感及归属感，有助于游戏长线运营。

图表 38: 《英雄联盟》百度搜索指数变化



资料来源: 百度搜索指数, 太平洋证券研究院

成立创意孵化器及数娱文化产业园，完善电竞产业链。为构建创新生态，公司成立电魂智能创意孵化器和电魂数娱文化产业园。目前，凭借特色的“产业+资本+基地”孵化模式，电魂智能创意孵化器已吸引数十家数字文娱产业上下游领域的企业入孵，初步形成相关产业集群，

并逐渐建立起涵盖赛事运营、直转播、内容产出、电竞教育的电竞产业链。我们认为，该产业集群有望增强公司与电竞产业链各环节间的协作，赋能公司电竞业务持续健康发展。

图表 39：电魂智能创意孵化器



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

探索“电竞+文旅”融合发展，助推电竞产业链扩容。自《梦三国2》上线以来，先后与华山、杭州城隍阁、南京夫子庙等国家级景区进行文旅融合联动。2024年5月，公司与温州市文化广电旅游局正式签署文旅数字化联动战略合作协议，从“景点数字化创新”、“地域人文皮肤换装”、“温州戏曲文化宣传”三大板块展开合作。通过在游戏内增设一系列温州特色任务线、推出具有温州文化元素的角色换装等方式，探索“电竞+文旅”的跨界运作新模式。我们认为，文旅与电竞相互融合有望丰富文旅业态，推动电竞产业向相关行业如“电竞+文创”、“电竞+旅游”等延伸，进一步助推电竞产业链扩容。

图表 40：与温州市文化广电旅游局签署合作协议



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

图表 41：《梦三国2》诸葛亮“地域人文皮肤换装”



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

4. 盈利预测及估值

4.1 收入预测

公司收入预测：1) **已上线游戏方面**，基于《梦三国》端游长线运营稳健，流水逐渐趋于稳定的表现，公司在运营游戏有望在 2024-2026 年期间贡献稳定收入。2) **新上线游戏方面**，2024 年公司已在 2 月上线《工匠与旅人》、5 月上线《江湖如此多娇》、9 月上线《江湖如梦》共三款手游。三款游戏均为公司代理发行的移动端游戏，对公司收入贡献较为有限。3) **待上线游戏方面**，目前公司拥有至少 8 款游戏储备，包括国风修仙题材开放大世界冒险游戏《修仙时代》、魔性竞技+RPG 多元化游戏《野蛮人大作战 2》、《螺旋勇士》、《轮回契约》、《修真聊天群》、《大当家之路》、《非日常邂逅故事》、《龙之宝藏猎手》，所有上述游戏均已取得版号。

4.2 可比公司估值与投资评级

游戏行业商业模式目前已相对成熟，在监管政策趋于稳定的情况下，行业已步入稳定增长阶段，因此我们采用 PE 估值方法，选取恺英网络、神州泰岳、巨人网络、吉比特、姚记科技这五家 A 股游戏公司作为参考。截止 2024 年 11 月 20 日，上述五家公司 2025E 平均市盈率约为 16 倍。

图表 42：游戏行业可比公司估值

可比公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
恺英网络	295	17.7	21.1	24.2	17	14	12
神州泰岳	263	13.2	14.0	16.0	20	19	16
巨人网络	253	14.5	16.5	18.3	17	15	14
吉比特	150	9.24	11.1	12.5	16	13	12
姚记科技	134	6.62	7.81	8.40	20	17	16
行业均值	-	-	-	-	18	16	14

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院，数据取 2024 年 11 月 20 日收盘价

我们认为，公司老游戏流水逐渐趋于稳定，新一轮产品周期有望明年开启，多款重点产品上线有望为公司贡献业绩增量。此外，电竞业务有望受益于多项电竞赛事关注度提升迎来新一轮发展。因此，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 6.32/13.25/15.79 亿元，对应增速-6.6%/109.5%/19.2%，归母净利润分别为 0.92/3.74/4.66 亿元，对应增速 61.4%/307.4%/24.6%。看好公司两款重点储备新游《修仙时代》和《野蛮人大作战 2》有望带来较大业绩弹性。因此，

我们给予公司 2025 年高于行业平均水平的 20 倍 PE 估值，对应目标市值为 75 亿元。给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

1) 政策监管趋紧的风险：不排除未来游戏行业政策收紧、版号发放不及预期，导致公司产品上线节奏受到影响的的风险；

2) 游戏行业增速放缓的风险：不排除未来游戏行业受到用户流失、用户付费能力和意愿下降等因素的影响，导致行业增速放缓的风险；

3) 游戏上线节奏、流水不及预期的风险：不排除公司产品研发进度缓慢，使得游戏上线进程延后，以及游戏上线后流水表现平淡，导致期内公司业绩不及预期的风险。

资产负债表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1082	1446	1639	2275	2609
应收票据及账款	46	44	37	77	92
预付账款	18	11	10	21	25
其他应收款	7	4	5	10	12
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	618	136	134	161	171
流动资产合计	1771	1642	1824	2545	2910
长期股权投资	94	64	54	44	34
固定资产	272	349	275	201	128
在建工程	78	0	0	0	0
无形资产	19	17	11	4	-2
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	659	642	614	585	557
非流动资产合计	1122	1072	954	836	717
资产总计	2893	2714	2778	3380	3627
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	41	54	61	131	147
其他流动负债	431	367	406	863	1001
流动负债合计	472	422	467	994	1148
长期借款	1	0	0	0	0
其他非流动负债	7	9	9	9	9
非流动负债合计	8	9	9	9	9
负债合计	479	431	476	1003	1157
股本	246	245	245	245	245
资本公积	877	857	857	857	857
留存收益	1284	1171	1187	1255	1340
归属母公司权益	2406	2272	2289	2357	2441
少数股东权益	8	11	13	20	29
股东权益合计	2414	2284	2302	2377	2470
负债和股东权益合计	2893	2714	2778	3380	3627

现金流量表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	207	55	61	348	442
折旧与摊销	34	36	108	108	108
财务费用	-33	-40	-5	-7	-9
投资损失	-33	-6	-28	-28	-28
营运资金变动	-109	24	56	443	123
其他经营现金流	74	147	39	39	39
经营性现金净流量	141	217	231	905	676
资本支出	93	45	0	0	0
长期投资	325	428	0	0	0
其他投资现金流	42	3	31	31	31
投资性现金净流量	275	385	31	31	31
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-2	-1	0	0	0
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	-104	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-164	-225	-70	-299	-373
筹资性现金净流量	-272	-247	-70	-299	-373
现金流量净额	180	364	192	636	334

资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

利润表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	791	677	632	1325	1579
营业成本	143	144	184	398	448
税金及附加	6	8	6	13	15
销售费用	123	137	93	140	166
管理费用	116	112	114	127	149
研发费用	190	151	134	163	191
财务费用	-33	-40	-5	-7	-9
资产减值损失	-29	-60	-29	-60	-72
信用减值损失	-1	-13	-4	-9	-11
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	33	6	28	28	28
公允价值变动损益	-39	-25	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
其他收益	16	10	13	13	13
营业利润	226	83	115	463	576
营业外收入	1	1	2	2	2
营业外支出	1	1	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	226	82	113	461	575
所得税	19	27	20	80	100
净利润	207	55	93	381	475
少数股东损益	6	-1	2	7	9
归属母公司股东净利润	201	57	92	374	466
EBITDA	227	79	216	563	674
NOPLAT	154	32	91	377	469
EPS(元)	0.82	0.23	0.37	1.53	1.90

预测指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营收增长率	-20.6%	-14.4%	-6.6%	109.5%	19.2%
营业利润增长率	-44.6%	-63.3%	38.7%	302.9%	24.5%
EBIT 增长率	-50.3%	-77.9%	152.5%	321.4%	24.6%
EBITDA 增长率	-46.0%	-65.1%	173.2%	160.2%	19.9%
归母净利润增长率	-40.7%	-71.7%	61.4%	307.4%	24.6%
经营现金流增长率	-55.8%	54.5%	6.5%	290.9%	-25.2%
盈利能力					
毛利率	81.9%	78.7%	70.9%	69.9%	71.6%
净利率	26.2%	8.2%	14.8%	28.7%	30.1%
营业利润率	28.5%	12.2%	18.2%	34.9%	36.5%
ROE	8.4%	2.5%	4.0%	15.9%	19.1%
ROA	6.9%	2.1%	3.3%	11.1%	12.8%
ROIC	30.2%	5.0%	15.8%	95.1%	-488.0%
估值倍数					
P/E	26	93	58	14	11
P/S	7	8	8	4	3
P/B	2	2	2	2	2
股息率	0.04	0.01	0.01	0.06	0.07
EV/EBIT	18.64	92.00	31.74	6.30	4.53
EV/EBITDA	15.85	49.64	15.83	5.09	3.80
EV/NOPLAT	23.34	124.62	37.76	7.59	5.46

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。