

2025 年 01 月 08 日

电魂网络 (603258. SH)

投资评级：增持（首次）

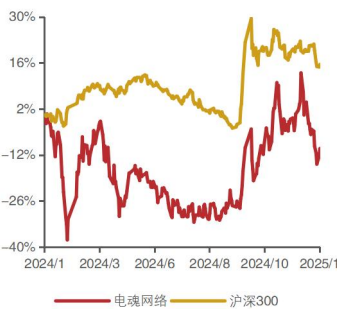
——国风电竞长线深耕，多元新品周期将至

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com
王世豪
SAC: S1350524120005
wangshihao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 01 月 07 日

收盘价 (元)	19.74
一年内最高/最低 (元)	25.19/13.71
总市值 (百万元)	4,827.07
流通市值 (百万元)	4,750.28
总股本 (百万股)	244.53
资产负债率 (%)	16.99
每股净资产 (元/股)	9.10

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **引领国风竞技，稳步推进多元布局。**电魂网络成立于 2008 年 9 月，于 2016 年 10 月登陆 A 股。2009 年，公司推出自研端游《梦三国》，率先抢占国内 MOBA 市场，成为国产 MOBA 标杆，并成功拓展至港澳台及东南亚地区。在十几年的长线经营中，公司业务已覆盖端游、手游、电子竞技、漫画、VR 游戏和 H5 游戏等多个领域。
- **《梦三国》国产 MOBA 领军，长期贡献稳健业绩。**《梦三国》系列端游作为公司核心产品，近年营收占比约 65% 左右，构筑业绩稳健基本盘。我们认为，《梦三国》的核心优势有以下几点：**1) 先发优势：**公司前瞻性地将 DOTA 经典玩法从魔兽 RPG 地图中独立出来，率先推出国产 MOBA 端游《梦三国》，抢占市场先机；**2) 创新玩法：**通过 10V10 官渡之战模式、5v5v5v5 大乱斗模式等创新模式引入，持续丰富玩家游戏体验，满足不同玩家需求；**3) 高频更新：**坚持数值平衡与竞技公平性，每年多次进行大版本更新和基础调整，保障游戏长线运营；**4) 国风特色：**将传统文化融入角色设计与地图细节，塑造独具辨识度的“国风电竞”；**5) 强化社交生态：**引入城镇和房间系统，强化社交生态，提升玩家黏性与对局外商业化价值。
- **打造全产业链电竞生态，夯实核心竞争力。**公司依托《梦三国》IP，构建了涵盖赛事运营、内容制作、直播转播和电竞教育在内的全产业链生态体系。通过电魂数娱文化产业园、电魂智能创意孵化器等平台，并携手杭州人社局、京东方、e 游小镇等机构、企业与项目，公司持续推动电竞上下游产业集聚，成为 A 股市场少数实现电竞全产业链布局的企业之一。
- **新品储备丰富，核心产品《野蛮人大作战 2》《修仙时代》蓄势待发。**公司聚焦优质新品研发，重点产品稳步推进。其中，《野蛮人大作战 2》作为经典 IP 续作，继承了前作核心玩法，融合部落建设与世界探索等创新元素，并引入 AI 对战提升玩家体验；另一重磅产品《修仙时代》以国风美学与开放世界为特色，深度还原玩家的修真实验。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 0.9/3.0/4.2 亿元，同比增速分别为 61.4%/229.3%/38.3%，当前股价（2025/01/07）对应的 PE 分别为 52.6/16.0/11.6 倍。我们选取吉比特、恺英网络、巨人网络、神州泰岳为可比公司，鉴于公司新品储备丰富，具有较强市场竞争力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。经营风险，行业政策风险，核心人员流失风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	791	677	625	1,299	1,552
同比增长率 (%)	-20.64%	-14.36%	-7.65%	107.65%	19.52%
归母净利润 (百万元)	201	57	92	302	418
同比增长率 (%)	-40.66%	-71.73%	61.38%	229.27%	38.25%
每股收益 (元/股)	0.82	0.23	0.38	1.24	1.71
ROE (%)	8.35%	2.50%	4.01%	12.89%	17.26%
市盈率 (P/E)	24.01	84.93	52.62	15.98	11.56

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 0.9/3.0/4.2 亿元，同比增速分别为 61.4%/229.3%/38.3%，当前股价（2025/01/07）对应的 PE 分别为 52.6/16.0/11.6 倍。我们选取吉比特、恺英网络、巨人网络、神州泰岳为可比公司，鉴于公司新品储备丰富，具有较强市场竞争力，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

（1）客户端游戏：《梦三国》端游持续长青，预计游戏生命周期内稳态下滑，2024–2026 年营收同比分别下滑 10.0%/5.0%/5.0%。

（2）移动游戏：《梦三国》手游构筑基本盘，《野蛮人大作战 2》与《修仙时代》等产品贡献增量，2024–2026 年营收同比增速分别为 4.6%/324.5%/30.21%。

投资逻辑要点

（1）《梦三国》依托电竞赛事构筑了稳健的游戏生态，形成公司业绩基本盘。

（2）《野蛮人大作战 2》及《修仙时代》等重磅新品蓄势待发，有望贡献超额业绩增量。

核心风险提示

经营风险，行业政策风险，核心人员流失风险。

内容目录

1. 公司简介	6
1.1. 历史沿革：立足国风竞技，持续探索多元可能	6
1.2. 股权结构：管理层深耕游戏行业，股权激励计划调动管理层工作积极性	7
1.3. 财务分析：核心业务支撑营收，利润率稳定费用优化显效	10
2. 电竞行业稳步扩张，《梦三国》国风电竞厚积薄发	12
2.1. 电竞市场持续增长，产业链协同效应凸显	12
2.2. 《梦三国》深耕国风电竞，扬帆亚运新征程	15
3. 新品周期开启，聚焦核心储备产品	22
3.1. 《野蛮人大作战2》：焕新升级，玩法创新多端蓄势待发	23
3.2. 《修仙时代》：领航国风修仙题材，抢占市场高地	26
4. 盈利预测与评级	28
5. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 电魂网络历史发展沿革	7
图表 2: 公司股权结构分布 (截至 2024 年 10 月 31 日)	8
图表 3: 公司主要管理人员信息 (数据截至 2023 年底)	9
图表 4: 2024-2026 年公司员工持股计划激励政策	10
图表 5: 2018-2024Q3 公司营业收入及同比增速	11
图表 6: 2018-2023 公司分业务营业收入及占比	11
图表 7: 2018-2024Q3 公司归母净利润及同比增速	11
图表 8: 2018-2023 年毛利率变动情况	11
图表 9: 2018-2024Q3 公司费用率	12
图表 10: 2020-2024 年中国电竞实际销售收入及同比增速	12
图表 11: 2020-2024 年中国电竞用户规模及同比增速	12
图表 12: 2024 年中国电竞游戏主要玩法类型占比	13
图表 13: 2018-2024Q3 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率	13
图表 14: 2021-2024 年中国重要电子竞技行业相关政策	14
图表 15: 电竞行业产业链	15
图表 16: 2018-2023 年《梦三国》系列端游营业收入及占比	16
图表 17: DotA 6.71 版本中文版载入画面	16
图表 18: DotA 地图	16
图表 19: 《梦三国》同 DOTACN 正式结为战略合作伙伴关系	17
图表 20: 《梦三国》(左)与 DOTA(右)的部分对应装备	17
图表 21: 《梦三国》IN 霸模式	17
图表 22: 2009-2024 年《梦三国》系列端游更新情况 (截至 2024 年 12 月 13 日) ..	18
图表 23: 《梦三国 2》游戏角色诸葛亮	19
图表 24: 《梦三国 2》戏剧特色皮肤	19
图表 25: 《梦三国》中的城镇系统	19
图表 26: 《梦塔防》中的副本模式	20
图表 27: 《梦塔防》“封炎大战”模式	20
图表 28: 《梦塔防》“战就战”模式	20
图表 29: 电魂娱乐星赛季发展历程	21

图表 30: 2023 电魂娱乐星赛季夺冠海报	21
图表 31: 电魂数娱文化产业园	21
图表 32: 《梦三国 2》入选 2022 年杭州亚运会	22
图表 33: 第 19 届杭州亚运会中国国家队夺冠	22
图表 34: 公司核心储备游戏	23
图表 35: 《野蛮人大作战》游戏主界面	23
图表 36: 《野蛮人大作战》游戏局内页面	24
图表 37: 《野蛮人大作战》结算界面	24
图表 38: 《野蛮人大作战》Taptap 界面	25
图表 39: 《野蛮人大作战 2》宣传海报	25
图表 40: 《野蛮人大作战 2》宣传海报	25
图表 41: 《野蛮人大作战 2》Wegame 游戏之夜宣传海报	26
图表 42: 《野蛮人大作战 2》获 2021 年金翎奖	26
图表 43: 中国仙侠题材游戏市场规模	26
图表 44: 《山海经》中的神话故事	27
图表 45: 《淮南子》“禹凿江而通九路”故事	27
图表 46: 2015-2023 年中国网络文学用户规模（亿人）	27
图表 47: 部分经典修仙题材 IP 及设定	27
图表 48: 《修仙时代》实机演示画面	28
图表 49: 《修仙时代》Taptap 页面	28
图表 50: 可比公司估值表	28

1. 公司简介

1.1. 历史沿革：立足国风竞技，持续探索多元可能

杭州电魂网络科技股份有限公司成立于 2008 年 9 月，于 2016 年 10 月 26 日正式在 A 股上市。公司秉承“铸就游戏之魂”的使命，专注于精品化网络游戏的研发与运营。在十几年的长线经营中，公司业务陆续延伸至端游、手游、电子竞技、漫画、VR 游戏和 H5 游戏等多个领域，并且陆续推出了《梦三国》《梦塔防》《野蛮人大作战》和《元能失控》等热门头部游戏。

2008–2011 年：MOBA 时代先行者

2008 年，曾经担任《QQ 幻想》《QQ 游戏》和《QQ 堂》等游戏策划的金牌制作人余晓亮与公司董事长胡建平携手创办了电魂网络。公司管理层前瞻性地观测到中国 MOBA 游戏的市场蓝海，并迅速启动研发，2009 年公司自研自发的 MOBA 端游《梦三国》应运而生，而这一年中旬《DOTA2》才刚刚立项，《英雄联盟》国服更是在 2 年后（2011 年）才登录市场。《梦三国》一经上线便收到了市场的热烈反响，后续版图逐渐拓展至港澳台、新加坡、马来西亚和越南等地区和国家，奠定了其国产 MOBA 游戏的标杆地位。

2012–2018 年：电子竞技、手游开启战略布局

随着《DOTA2》《英雄联盟》等游戏的陆续推出，国内 MOBA 市场逐渐趋于饱和，《梦三国》开始转向长线发展与内容深耕。与此同时，公司开始了多元化的战略布局，探索新的增长方向。（1）**电子竞技**：公司于 2009 年推出“点将杯”等赛事，并于 2010 年启动首届《梦三国》“M3”职业联赛，获得数十家媒体及数千万玩家关注，2013 年公司举办的《梦三国》“娱乐星赛季”电子竞技线下活动，个人赛报名人数超过 2.3 万人，团队赛参赛战队达到 669 支，热度空前。（2）**多端转型**：2014 年，电魂网络先后成立电梦网络、电魂创投，专注于移动游戏开发与游戏产业布局投资，版图涵括手游、H5 游戏、电子竞技等领域。2015 年，公司成立勺子网络和菜菜网络，致力于“MOBA”和塔防类移动网络游戏的研发。2016 年，公司与姚记科技共同创立摩巴网络，探索高品质主机游戏研发。（3）**新游探索**：公司于 2013 年推出策略塔防竞技端游《梦塔防》，2015 年推出首款卡牌 MOBA 手游《梦梦爱三国》，后续陆续推出和《方块战争》等开启不同方向尝试。2016 年 A 股主板上市后，公司更是紧抓移动端游戏研发策略，陆续推出《次元战争》、《星盟冲突》、《野蛮人大作战》和《梦三国手游》等手游。并于 2016 年布局“闪电玩”H5 小游戏平台。

2019–至今：植根电竞，发力海外，打磨产品核心竞争力

（1）**植根电竞**：电魂网络围绕“梦三国”IP 举办多次电竞比赛，包括甲级职业联赛 MSPL、SOLO 精英挑战赛、职业联赛 MPL 和娱乐星赛季等。2021 年，《梦三国 2》入选杭州亚运会电竞项目，在国际舞台上重新焕发生机。同年，“电魂娱乐星赛事”决赛虎牙直播间热度峰值超 400 万。截至 2024 年 12 月底，娱乐星赛季已经成功举办了十三届，是国内最标志性的国风电竞赛事之一。2022 年，公司成立竞达数字体育公司，持续强化电子竞技赛道长板。（2）**游戏内容拓展**：公司持续耕耘《梦三国 2》《梦三国手游》《梦塔防》等精品游戏的同时，

大力开拓新品类，陆续研发手游产品《野蛮人大作战》《华武战国》《工匠与旅人》等，H5产品《怼怼梦三国》、《H5 闪电玩平台》等，VR 恐怖游戏《瞳》及单机产品《我的侠客》（2020 年联合腾讯推出 RPG 手游《我的侠客》并在电脑端上线《我的侠客单机版》）、《梦江湖》等。（3）**海外战略布局：**公司《梦三国》在推出早期便上线了港澳台、东南亚和北美等地区版本，2015 年公司成立了海外项目中心，2017 年底推出《野蛮人大作战》享誉海外，获得 App Store 和 Google Play 的全球推荐。2019 年，公司收购游动网络 80% 的股权，瞄准游动网络在养成模拟游戏开发和东南亚出海的经验。2020 年，公司先后在新加坡和日本设立全资子公司，并于 2022 年设立澳大利亚全资子公司。2024 年，《工匠与旅人》《江湖如此多娇》《江湖如梦》《螺旋勇士》上线。

图表 1：电魂网络历史发展沿革

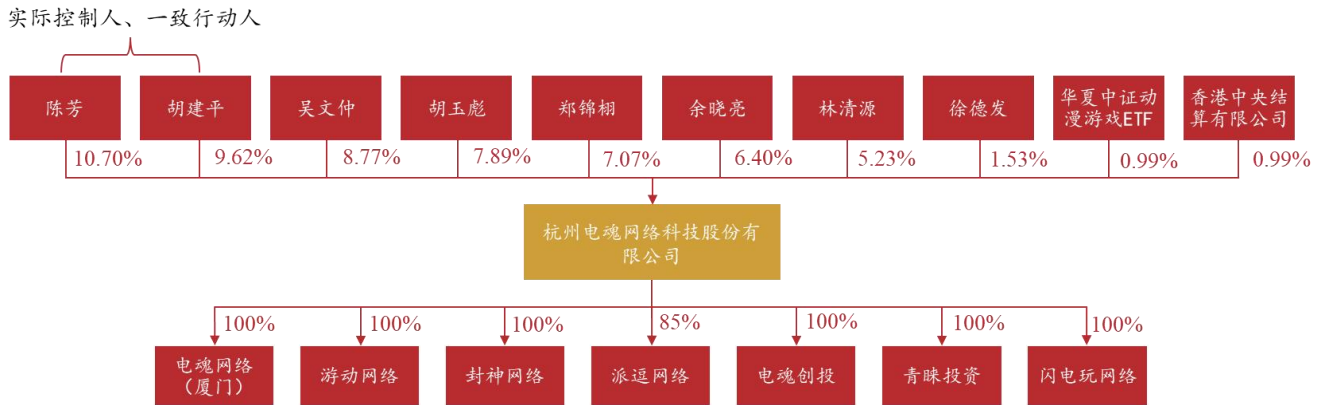

资料来源：公司公告，爱企查，新京报，GameLook，游戏智库公众号，TapTap 网站（游民星空）等，华源证券研究所

1.2. 股权结构：管理层深耕游戏行业，股权激励计划调动管理层工作积极性

公司股权结构稳定。截至 2024 年 10 月 31 日，公司前五大股东分别为陈芳/胡建平/吴文仲/胡玉彪/郑锦栩，分别持股 10.70%/9.62%/8.77%/7.89%/7.07%。其中公司前两大股东陈芳和胡建平为公司实际控制人，控股总占比达 20.32%，两人系夫妻关系，于 2024 年 11 月 5 日签署新《一致行动协议》，构成一致行动关系。

公司控股子公司涵盖游戏开发运营公司、泛娱乐创投公司等，核心公司主要为：（1）电魂网络（厦门）、游动网络等负责游戏开发与运营；（2）电魂创投、青睐投资等负责投资与资产管理；（3）闪电玩网络负责 H5 游戏平台业务。

图表 2：公司股权结构分布（截至 2024 年 10 月 31 日）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司管理层经验丰富，多年深耕游戏行业。公司创始人分别为陈芳、胡建平、胡玉彪、林清源、余晓亮五人，其中陈芳和胡建平均为资深游戏投资人，分别担任公司投资管理部门总监和电魂创投董事长、青睐投资执行董事，胡建平曾成功带领《梦三国 2》进军 2022 年杭州亚运会，并借此扩大公司的“国风电竞”版图。公司副总经理胡玉彪曾就职于盛大网络和腾讯科技，担任开发工程师一职，在游戏开发上经验丰富，目前兼任公司首席技术官。公司董事余晓亮先前就职于腾讯科技，担任主策划，先后制作了《QQ 幻想》、《QQ 游戏》和《QQ 堂》等家喻户晓的游戏，是知名王牌制作人，联合创立电魂网络后，牵头研发了公司旗舰产品《梦三国》端游。近年，余晓亮又带着《我的侠客》等优秀产品重回公司研发一线。公司监事会主席林清源担任首席商务官。公司创始团队自成立至今保持稳定。

图表 3：公司主要管理人员信息（数据截至 2023 年底）

管理人员	主要任职	工作经历
胡建平	董事长兼总经理 电魂创投董事长 兼总经理 青睞投资执行董事 电魂互动香港、新加坡、电魂澳洲董事	<ul style="list-style-type: none"> 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； 2008 年 11 月至 2012 年 10 月历任公司执行董事、董事、董事长；2012 年 10 月至今任公司董事长，2016 年 12 月至今兼任公司总经理； 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、浙江省工商企业合作交流协会副会长、浙江省工业经济联合会副会长、浙江省企业联合会副会长、浙江省企业家协会副会长、浙商财经理事会副主席及浙商全国理事会主席团主席、浙江省游戏行业协会理事。
陈芳	董事、副总经理、 投资管理部总监 电魂网络（厦门） 经理、执行董事 游络科技董事 游动网络董事 派逗网络董事长	<ul style="list-style-type: none"> 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； 2008 年 9 月至 2012 年 10 月任公司财务主管，2012 年 10 月至 2014 年 6 月任公司投资管理部主管。2013 年 4 月至 2020 年 4 月任本公司董事；现任本公司董事、副总经理、投资管理部总监。 现兼任滨江区人大代表。
胡玉彪	董事、副总经理 电魂创投董事 派逗网络监事 电梦网络监事	<ul style="list-style-type: none"> 曾任上海天律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； 2008 年 9 月至 2012 年 10 月历任公司主程序员、首席技术官、监事、董事等职务。2012 年 10 月至今任本公司董事、副总经理、首席技术官。
余晓亮	董事 电魂创投董事 七号笔迹董事 派逗网络董事	<ul style="list-style-type: none"> 曾任腾讯科技（深圳）有限公司主策划； 2008 年 9 月至 2012 年 10 月历任公司董事长、总经理；2012 年 10 月至 2016 年 12 月任公司董事、总经理；2016 年 12 月至 2020 年 4 月任公司董事、副总经理；现任公司董事。
林清源	监事会主席 电魂网络（厦门） 监事 青睞投资监事 电梦网络董事	<ul style="list-style-type: none"> 曾任广州电视台华南工作站技术副主管、中国网通深圳分公司运行维护中心监控管理员； 2008 年 9 月至 2012 年 10 月任公司法定代表人、总经理、首席行政官；2012 年 10 月至 2016 年 4 月任公司监事会主席、首席行政官；2015 年 12 月至今担任公司首席商务官，2019 年 12 月至今任公司监事，2022 年 12 月至今任本公司监事会主席。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

新周期激励计划开启，坚定业绩增长目标。公司于 2024 年 3 月通过《关于公司<2024 年限制性股票激励计划（草案）>及其摘要的议案》，以 2023 年营业收入/净利润为基数，针对 2024-2026 年设定阶梯式的考核目标。对于首次授予限制性股票，目标于 2024-2026 年实现营业收入（或净利润）逐年以不低于 10%/20%/30% 增长，或累计增长率不低于 10%/30%/60%。对于预留部分限制性股票，目标于 2025、2026 年实现营业收入（或净利润）逐年以不低于 20%/30% 增长，或累计增长率不低于 30%/60%。

图表 4：2024-2026 年公司员工持股计划激励政策

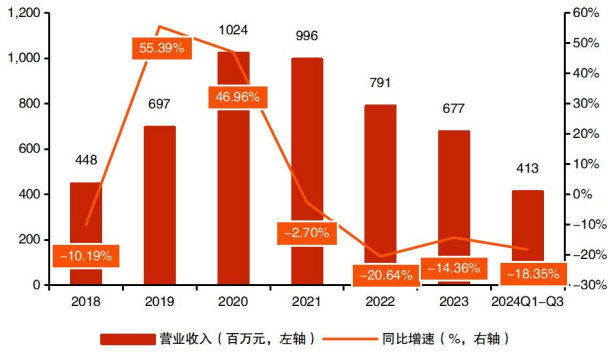
	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标（基于营业收入、净利润，达到其一即可）
首次授予限制性股票	第一个解除限售期	30%	以 2023 年营业收入（或净利润）为基数，2024 年营业收入（或净利润）增长率不低于 10%；
	第二个解除限售期	30%	以 2023 年营业收入（或净利润）为基数，2025 年营业收入（或净利润）增长率不低于 20%或 2024 年和 2025 年营业收入（或净利润）增长率累计值不低于 30%；
	第三个解除限售期	40%	以 2023 年营业收入（或净利润）为基数，2026 年营业收入（或净利润）增长率不低于 30%或 2024 年-2026 年营业收入（或净利润）增长率累计值不低于 60%。
预留部分限制性股票	第一个解除限售期	50%	以 2023 年营业收入（或净利润）为基数，2025 年营业收入（或净利润）增长率不低于 20%或 2024 年和 2025 年营业收入（或净利润）增长率累计值不低于 30%；
	第二个解除限售期	50%	以 2023 年营业收入（或净利润）为基数，2026 年营业收入（或净利润）增长率不低于 30%或 2024 年-2026 年营业收入（或净利润）增长率累计值不低于 60%。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 财务分析：核心业务支撑营收，利润率稳定费用优化显效

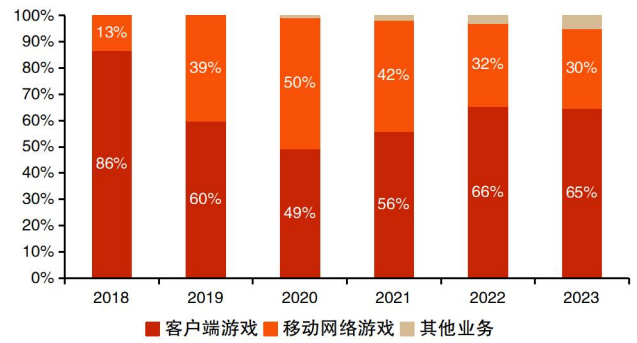
总营收放缓，老产品流水自然下滑。2019、2020 年，公司营收实现同比 55.39%、46.96% 的强劲增长，主要得益于旗舰产品《梦三国》端游运营策略的优化、《梦三国手游》复刻版的成功推出，以及游动网络并表带来的 1.25 亿元和 2.02 亿元营收。2021 年至 2024 年第三季度，受行业增长趋缓和产品生命周期影响，公司营收有所回调，2024 年前三季度公司实现营收 4.13 亿元，同比减少 18.35%。**《梦三国》端游贡献营收基本盘。**作为公司核心产品，《梦三国》系列端游始终保持强劲表现，近年营收占比约 65%左右。2019-2021 年，公司开启“端转手”+出海双赛道战略，实现移动端和海外营收快速增长，客户端游戏营收占比不断下降。2022 年至今，在市场环境波动下，客户端游戏保持长青，重新回到驱动营收的主导地位，2023 年末，公司客户端游戏营收占比 65%。

图表 5：2018-2024Q3 公司营业收入及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 6：2018-2023 公司分业务营业收入及占比



资料来源：ifind，华源证券研究所

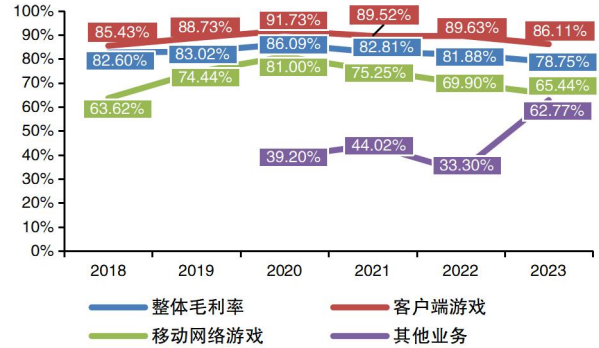
归母净利润回升，整体毛利率保持稳定。2020 年，公司手游、出海业务加速布局，推动归母净利润增长。2021-2023 年，受老游戏流水下滑和计提资产减值影响，归母净利润有所回落。2024 前三季度，公司受游戏业务收入下降影响，归母净利润同比下降 34.62%至 0.75 亿元。毛利率方面，公司持续优化产品结构，2023 年全年整体毛利率为 78.75%，客户端游戏毛利率/移动网络游戏/其他业务毛利率分别为 86.11%/65.44%/62.77%，公司在不同业务板块中稳步推进，核心业务毛利率保持相对稳定。

图表 7：2018-2024Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

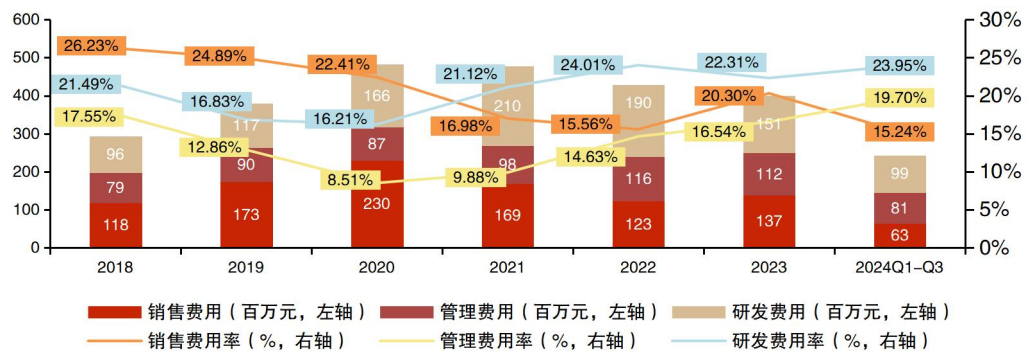
图表 8：2018-2023 年毛利率变动情况



资料来源：ifind，华源证券研究所

核心费用率长期稳健，费用控制良好。2024 年前三季度，公司销售/管理/研发费用率分别为 15.24%/19.70%/23.95%。得益于 2020-2022 年间对游戏推广费用的严格管控，公司销售费用整体呈下降趋势；管理费用略有上升则主要源于员工辞退成本和折旧费用的增加；研发费用长期保持平稳。

图表 9：2018-2024Q3 公司费用率



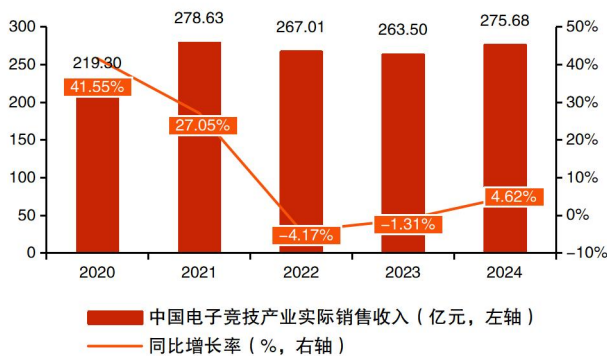
资料来源：ifind，华源证券研究所

2. 电竞行业稳步扩张，《梦三国》国风电竞厚积薄发

2.1. 电竞市场持续增长，产业链协同效应凸显

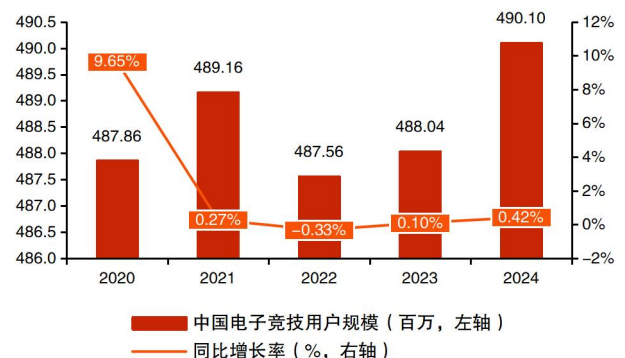
电竞市场趋稳，商业化进程加速推进。2015 年前后，随着我国直播平台的兴起，电子竞技市场亦实现快速扩张，各项赛事影响力显著提升，产业链逐步完善，商业化程度不断加深。目前，我国电竞行业已构建起完整的产业生态链，涵盖赛事、直播、俱乐部等多环节。据中国音数协电竞工委《2024 年度中国电子竞技产业报告》显示，2024 年中国电竞产业实际收入达到 275.68 亿元，同比增长 4.6%。其中，电竞直播/赛事/俱乐部/其他收入，分别占比 80.84%/ 8.75%/ 6.37%/ 4.04%，收入同比均有明显增幅；此外，电子竞技用户稳中有进，2024 年中国电子竞技用户规模达 4.90 亿人，电竞新业态持续扩展。

图表 10：2020-2024 年中国电竞实际销售收入及同比增速



资料来源：中国音数协电竞工委，华源证券研究所

图表 11：2020-2024 年中国电竞用户规模及同比增速

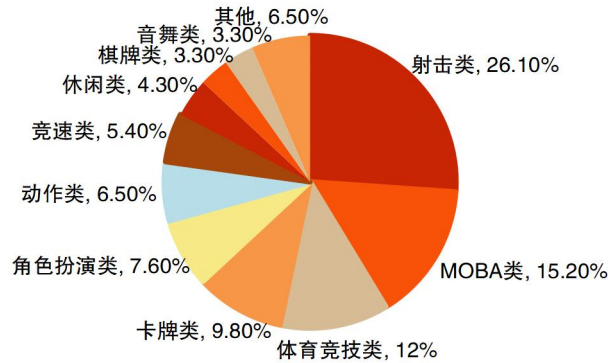


资料来源：中国音数协电竞工委，华源证券研究所

射击、MOBA、体育竞技占据电竞主要玩法类型。在主要电竞游戏中，射击类/多人在线战术竞技类 (MOBA) /体育竞技类游戏分别占比 26.1%/15.2%/12%，凭借各自的核心玩法和

广泛的受众基础，成为电竞市场的三大主力品类。其中，MOBA 类游戏以其深度策略性、高强度团队协作以及较高的观赏性，占据电竞赛事的核心地位。同时，MOBA 游戏拥有较长的生命周期，具有高粘性和高付费意愿的核心玩家群体，是电竞商业化的重要推动力量，具有较大潜力。

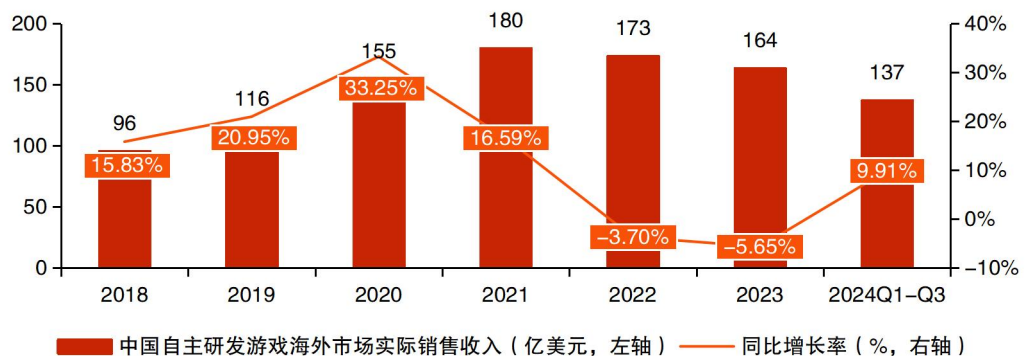
图表 12：2024 年中国电竞游戏主要玩法类型占比



资料来源：中国音数协电竞工委，华源证券研究所

自研游戏出海表现卓越，国产精品电竞扬帆国际舞台。我国自研出海游戏影响力持续提升。在经历 2018–2021 年的快速增长后，受国际局势、市场竞争和隐私政策变动的影 响，近年来增速有所放缓，2024 年前三季度，我国出海游戏实际销售收入实现同比增长 9.91%，展现出强劲的复苏势头。与此同时，我国自研电竞游戏在海外市场屡创佳绩。据中国音数协电竞工委《2024 年度中国电子竞技产业报告》显示，我国自研电竞赛事的国际影响力显著扩大，吸引超千万海外观众观赛，头部赛事单场观赛人数峰值突破 400 万人次。

图表 13：2018–2024Q3 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率



资料来源：中国音数协电竞工委，伽马数据，华源证券研究所

多元政策推动电竞行业迈向全面发展。2021 年 5 月，国家文化和旅游部在《“十四五”文化产业发展规划》（下称《规划》）中明确提出要促进电子竞技与游戏游艺行业的融合发展。此后，各地积极响应《规划》内容，将电竞纳入“五年规划”及文化发展战略，并出台政策支持，主要分为补贴型、规划发展型和推动型三类。补贴型政策提供现金奖励、房租补贴和税收优惠以吸引企业落地；规划发展型政策明确产业发展目标和路径；推动型政策则以电竞作为数字化转型的重要目标与方向，为后续政策实施奠定基础。

图表 14：2021-2024 年中国重要电子竞技行业相关政策

发文机关	时间	公告	内容
商务部	2021 年 4 月	《关于推进海南自由贸易港贸易自由化便利化若干措施的通知》	在海南自由贸易港建设国家对外文化贸易基地，促进动漫游戏、 电子竞技 、影视制作、旅游演艺、创意设计、版权交易等重点文化服务贸易发展。
文化和旅游部	2021 年 5 月	《“十四五”文化产业发展规划》	促进 电子竞技 与游戏游艺行业融合发展。
工业和信息化部	2021 年 7 月	《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。
商务部	2022 年 7 月	《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	支持数字艺术、云展览和沉浸体验等新型业态发展，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。
文化和旅游部	2023 年 11 月	《互联网上网服务行业上云行动工作方案》	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。
国务院	2024 年 7 月	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	培育壮大新型消费，加快生活服务数字化赋能，支持 电子竞技 发展。

资料来源：国务院，观研天下，华源证券研究所

电竞行业产业链趋向成熟，上中下游协同发展。电竞行业产业链涵盖上游的内容授权、中游的赛事举办与运营、以及下游的内容传播和衍生产业。上游由游戏厂商负责提供赛事 IP 和技术支持，同时通过授权费用实现收入；中游包括赛事主办方和运营服务方，负责赛事组织、宣传推广及服务支持，并通过赞助、门票和报名费等实现收益；下游则涉及内容传播、周边产品和人才培养等，传播媒体通过转播版权提升赛事曝光度，周边产品开发与销售增加衍生价值，人才培养则为行业发展提供长期支撑。

图表 15：电竞行业产业链

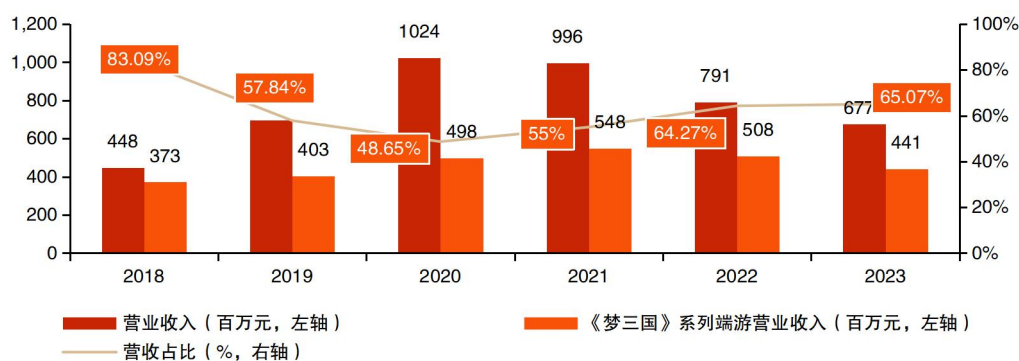
上游	内容授权	游戏厂商：游戏研发与运营，提供赛事 IP 和比赛内容 • 获取授权费用及其它分成，提供游戏内容、技术支持。
	赛事举办	赛事主办方：获取电竞赛事授权，统筹赛事开展 • 通过赞助方（广告主）获取赞助费用，在不同比赛元素（如队服、设备、广告牌等）上加入广告进行宣传。 • 收取媒体版权费、门票费用、报名费用及其它分成。 赛事运营服务方：主办、承办比赛，并为赛事提供相关的运营、宣传、对接服务 • 收取服务资金或获取分成
中游	内容传播	赛事转播媒体：提供版权费，对电竞比赛进行转播，增加平台曝光率。 其它媒体：提供版权费，制作专题报道、选手访谈等电竞比赛衍生内容
	周边产品	电竞服装、饰品、手办等衍生品的开发与销售。
	人才培养	培养电竞赛手、教练、分析师等多元化人才，提供人才支持，反哺电竞行业。
下游		

资料来源：中研网，华经情报网，华源证券研究所

2.2. 《梦三国》深耕国风电竞，扬帆亚运新征程

《梦三国》长线经营奠定公司基本盘。电魂网络自研产品《梦三国》，作为大陆首款 RPG+DOTA 模式端游，以三国历史为背景，结合魔兽争霸自定义 RPG 地图中 DOTA 经典的 5v5 对战模式、丰富的英雄技能搭配和多样化的策略选择等核心特色，同时融入国风元素，形成了具有鲜明特征的 MOBA 玩法。2009 年 12 月 10 日《梦三国》正式上线后，凭借独特的玩法和高效的地推模式，迅速积累了大量忠实用户，抢占了国内 MOBA 游戏领域的先机，2013 年《梦三国》最高同时在线人数便已突破了 50 万人。2015 年，公司推出深耕“国风”与“电竞”双重特色的《梦三国 2》，进一步丰富了产品内游戏生态。2020 年，《梦三国 2》成功登录腾讯 Wegame 平台，并刷新系列充值记录。截至 2024 年 3 月 29 日，《梦三国》系列注册用户破亿人，长期稳居公司业务核心地位，为公司贡献稳定的业绩基本盘。

图表 16: 2018-2023 年《梦三国》系列端游营业收入及占比



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

我们认为,《梦三国》系列的长青主要归功于以下五点:

1) 先发优势: 借鉴 DOTA 经典, 开创独立国风 MOBA。《魔兽争霸 III》中的经典 RPG 地图 DOTA (Defense of the Ancients), 是世界上最受欢迎的魔兽自定义地图之一, 该地图起源于《星际争霸》的 RPG 对战地图“Aeon of Strife”, 采用两大阵营对抗的玩法, 玩家操控英雄单位, 通过获取经验和金币升级并购买装备, 以实现摧毁对方遗迹的胜利目标。

图表 17: DotA 6.71 版本中文版载入画面



资料来源: 灰机 wiki, 华源证券研究所

图表 18: DotA 地图



资料来源: 新浪游戏, 华源证券研究所

2008 年, 受《DOTA》的启发, 前瞻性认知到 MOBA 游戏市场广阔前景的腾讯前员工余晓亮决心离职创业, 开发中国题材的 MOBA 游戏,《梦三国》应运而生。游戏站在 DOTA 的肩膀上, 将其核心玩法从魔兽的 RPG 地图中独立出来且加以优化, 并于 2009 年 6 月 10 日封测期内, 同 DOTA CN 结为战略合作伙伴关系, 进一步加深合作。2009 年 12 月 10 日《梦三国》正式上线, 成为国内首个独立的“RPG+DOTA”游戏, 也使其在国内 MOBA 品类中占据了独特的先发优势。

图表 19: 《梦三国》同 DOTACN 正式结为战略合作伙伴关系



资料来源: 《梦三国》官网, 华源证券研究所

2) 创新玩法: 引领国风 MOBA 新方向。在设计上,《梦三国》不仅延续了 DOTA 经典的多人竞技模式,还借鉴了装备与消耗品的设定。例如,《梦三国》中的回城令、力量戒指和碧玉翡翠,分别对应 DOTA 中的回城卷轴、力量手套和回复戒指,让原 DOTA 玩家更易上手。

此外,《梦三国》还对 DOTA 的玩法进行了迭代和创新。例如,通过改良 DOTA 内随机技能模式形成的“天命模式”、改良 DOTA 内 IMBA 模式形成的“IN 霸”模式等,极大丰富了游戏的策略性和可玩性;融入魔兽中三方对战的忍者村大战地图打造 5V5V5 三国志大战模式,以及基于 PVE 玩法改良的守卫剑阁地图,提升了玩家的沉浸感与挑战体验。此外,结合玩家需求和潮流趋势,《梦三国》推出了更具爽感的 10V10 官渡之战模式、5v5v5v5 大乱斗模式等,不断提升玩家爽感,丰富游戏体验。

图表 20: 《梦三国》(左)与 DOTA(右)的部分对应装备



资料来源: 叶子猪《梦三国 OL》专区, 华源证券研究所

图表 21: 《梦三国》IN 霸模式



资料来源: GAMESKY, 华源证券研究所

3) 深耕运营: 长期高频更新, 引领公平竞技。

我们认为，长期高频是 MOBA 类游戏实现长青的关键因素。一方面，大版本的更新会带来全新的英雄、地图的改变、游戏机制的调整等变化，增强游戏的趣味性，让玩家始终保持对游戏的新鲜感和挑战感；另一方面，高频次的更新调整也会带来英雄、道具数值的平衡性调整，避免出现所谓的“最优解”现象，维护游戏的公平性与竞争性，保留玩家所需的策略灵活性与战术选择。

《梦三国》在过去十余年的运营历程中，坚持通过每年近 10 次的大版本更新和 20 次的基础调整，不断进行英雄技能、装备属性和模式机制的动态调整，优化游戏数值体系，这种动态调整不仅提升了游戏的竞技公平性，也为玩家带来了多样化的游戏体验，进一步确保了游戏的长线运营。

图表 22：2009-2024 年《梦三国》系列端游更新情况（截至 2024 年 12 月 13 日）



资料来源：《梦三国》官网，华源证券研究所

4) 国风电竞：融合传统元素，焕发文化新生。《梦三国》将国风元素与电竞玩法深度融合，从游戏背景到人物设计，再到地图细节，处处彰显中华优秀传统文化的独特魅力。例如，《梦三国 2》在设计人物“诸葛亮”时，详细参考了《三国志》、《三国演义》等经典文献，还原了“身長八尺，面如冠玉，头戴纶巾，身披鹤氅”的经典形象。此外，还将戏曲元素融入游戏，推出了一系列的戏剧主题特色皮肤。这种创新不仅赋予游戏浓厚的传统文化归属感，也让国风在国际电竞舞台上焕发出全新的生命力。

图表 23: 《梦三国 2》游戏角色诸葛亮



资料来源: 游戏陀螺, 华源证券研究所

图表 24: 《梦三国 2》戏剧特色皮肤



资料来源: 游戏陀螺, 华源证券研究所

5) 强化社交生态, 增强用户粘性: 在普通的平台游戏中, 玩家的人物角色更多是通过对战内的皮肤展示, 而无法延伸到对战之外。《梦三国》系列敏锐的察觉到对战外场景的社交价值, 创新性地引入了城镇与房间系统, 持续强化社区氛围, 提升用户粘性。一方面, 玩家可以在城镇大厅内进行临时的组队与聊天, 形成社交链接; 另一方面, 玩家还可以在房间内进行动作交互和动作展示, 进一步提升游戏外观皮肤等道具的商业化价值。

图表 25: 《梦三国》中的城镇系统



资料来源: 《梦三国》官网, 华源证券研究所

梦三国 IP 打造: 衍生塔防新作, 构建 IP 多元化矩阵。 基于《梦三国》IP, 公司于 2013 年推出衍生产品《梦塔防》, 游戏延续了《梦三国》IP 的三国历史背景, 以塔防玩法为核心, 推出剧情战役、组队副本和竞技对战三大模式, 凭借丰富的游戏内容、简单的操作和多元的玩法, 荣获“2014 年十大新锐网络游戏”称号。

剧情战役类似单机模式, 玩家通过闯关逐步解锁兵种与武将, 随机掉落物品和多重难度设定使其耐玩性极高。而组队副本则要求玩家通过团队合作共同抵御敌人进攻, 以“虎牢关之战”为例, 玩家需要合理布阵并分工协作, 才能高效完成任务。

图表 26: 《梦塔防》中的副本模式



资料来源:《梦三国》官网, 华源证券研究所

在竞技对战模式上, 梦塔防打造了多种核心玩法, 其中第一竞技模式“封炎大战”是基于传统回合制 PvE 塔防玩法的竞技模式, 核心规则是守住来自系统每波发出的怪物, 并在此基础上合理向对方阵营派出额外的作战单位, 增加对方防守压力。第二竞技模式“战就战”则采用 4v4 对抗模式, 对战的双方会分别在开放的峡谷两侧纵向列阵, 互相向对方发动攻势, 以攻入对方君主区域。

图表 27: 《梦塔防》“封炎大战”模式



资料来源: 叶子猪《梦塔防》专区, 华源证券研究所

图表 28: 《梦塔防》“战就战”模式



资料来源: 视游手游网, 华源证券研究所

长线布局电竞多元态发展, “国风电竞”积极弘扬传统文化。公司着眼于电竞行业的蓬勃发展, 在 2012 年率先提出“国风电竞”概念, 并以此为重心开启多元化战略布局。

1) 打造多层次电竞联赛矩阵: 公司不断以《梦三国 2》为核心完善赛事运营体系, 从 2010 年首届《梦三国》“M3”职业联赛出发, 历经数十年, 打造了 MPL 职业联赛 (梦三国 2 职业联赛)、MSPL 次级联赛和面向普通玩家的万达城市锦标赛、省级争霸赛等知名电竞赛事, 构建了贯穿职业与大众的多层次赛事平台。同时, 与 NEST、UCG 等知名第三方赛事合作, 进一步扩大赛事覆盖面和影响力。近年来, 《梦三国 2》赛事体系持续升级, 娱乐星赛季从传

统电竞赛事发展为综合型电竞嘉年华，吸引了大批玩家参与，历届合作方包括京东星宇、京东方、e 游小镇、外星人、咪咕视频、虎牙直播、抖音等。

图表 29：电魂娱乐星赛季发展历程



资料来源：公司官微，华源证券研究所

图表 30：2023 电魂娱乐星赛季夺冠海报



资料来源：公司官微，游戏日报，华源证券研究所

2) 持续完善电竞上下游产业链：公司于 2017 年设立电魂智能创意孵化器，并依托电魂数娱文化产业园，通过“产业+资本+基地”的孵化模式大力发展电竞上下游产业链，构建了涵盖赛事运营、内容制作、直播转播和电竞教育的完整生态系统。目前，电魂智能创意孵化器已吸引数十家电竞游戏、数字动漫、数字新媒体等数字文娱企业入驻，初步形成产业集群，并先后被评定为“杭州市文化产业园区”“浙江省小微企业园”“省级科技企业孵化器”。

合作方面，公司与省级特色小镇“e 游小镇”合作，通过资源共享推动电竞产业链的延伸与升级，据绍兴发改委统计，e 游小镇 2023 年数字经济总产出达 127 亿元；此外，公司积极推进与杭州人社局合作，挂牌成为电竞职业技能培训考核基地并与多家高校电竞专业联动，为行业持续输送高素质人才；并于 2023 年 6 月加入京东方携手京东创办的“电竞高阶联盟”，合作推动电竞创新技术储备。

图表 31：电魂数娱文化产业园



资料来源：证券时报网，华源证券研究所

3) 亚运契机助力国际化，传统文化闪耀国际舞台：《梦三国2》凭借多年积累的职业联赛运营经验、完善的选拔标准和规范体系，以及独具特色的中国风元素，从众多电竞项目中脱颖而出，于2021年成功入选2022年杭州亚运会电竞项目，成为中国传统文化与电子竞技深度融合的标杆之作。在2023年9月30日的举办的亚运舞台上，来自亚洲11个国家和地区的队伍、超过60名运动员齐聚一堂，共同角逐这一国际盛事。公司着力“国风”基础，在亚运会版本中融入了雷峰塔、三潭印月等杭州本土文化元素，通过精心设计的亚运专属电竞地图向全球观众传递文化自信。在赛事保障方面，公司提供了本地竞赛服务器部署，确保比赛“零延迟”运行，并组织职业选手在电魂e游小镇进行封闭集训，提升团队战术水平和整体配合，助力中国电竞队在亚运会中取得优异成绩。

图表 32: 《梦三国2》入选 2022 年杭州亚运会



资料来源：澎湃新闻，华源证券研究所

图表 33: 第 19 届杭州亚运会中国国家队夺冠



资料来源：体育大生意，华源证券研究所

打造全产业链电竞生态，夯实核心竞争力。公司依托《梦三国》IP，构建了涵盖赛事运营、内容制作、直播转播和电竞教育在内的全产业链生态体系。通过电魂数娱文化产业园、电魂智能创意孵化器等平台，并携手杭州人社局、京东方、e游小镇等机构、企业与项目，公司持续推动电竞上下游产业集聚，成为A股市场少数实现电竞全产业链布局的企业之一。

3. 新品周期开启，聚焦核心储备产品

重点产品蓄势待发，丰富储备助力未来增长。公司持续深化研发与发行布局，储备多款重磅产品，稳步夯实未来发展基础。其中，《野蛮人大作战2》和《修仙时代》作为重点储备产品，预计将于2025年择期上线。凭借重点产品的稳步推进与新品储备的不断丰富，有望为公司未来业绩增长奠定坚实基础。

图表 34：公司核心储备游戏

游戏名称	类型	取得版号时间	平台
野蛮人大作战 2	竞技 RPG	2023-01-17	移动、客户端、主机
修仙时代	修仙题材开放世界	2024-06-24	移动、客户端
轮回契约	JRPG	-	移动
修真聊天群	卡牌	-	移动

资料来源：公司公告，新闻出版署，华源证券研究所

3.1. 《野蛮人大作战 2》：焕新升级，玩法创新多端蓄势待发

《野蛮人大作战》是电魂网络旗下 BBQ 工作室研发的像素风 io 类轻竞技手游，游戏继承了 io 类游戏易于上手的特点，在操作和玩法的设计上都比较简单。

图表 35：《野蛮人大作战》游戏主界面



资料来源：知乎（电竞世界），华源证券研究所

在操作上，相较于《贪吃蛇大作战》等以移动为主的经典 io 类（Agar.io）游戏而言，《野蛮人大作战》所有玩家增加了普通攻击和翻滚按钮，并随等级可以学习一个主动释放的技能和几个被动技能，此外地图中拾取的道具亦可主动释放，以增加游戏策略性。

图表 36: 《野蛮人大作战》游戏局内页面



资料来源：知乎（电竞世界），华源证券研究所

在玩法上，《野蛮人大作战》核心的 3V3V3 模式，继承了 io 类游戏“多人对抗+地图限制+死后即活”的玩法：一局游戏在 6 分 30 秒左右，9 名玩家 3 人一队进行游戏。游戏开始时玩家们有一个初始体重，而地图上会不断刷新经验蘑菇，玩家拾取蘑菇后会增加体重，变大体型，获得升级。玩家的体重越大，攻击力越强，如果玩家被击杀，则会掉落身上的蘑菇包，体重变小，攻击力变弱，然后在随机地点复活。在游戏结束时，谁的体重最大，那么整个队伍即获得胜利。

图表 37: 《野蛮人大作战》结算界面



资料来源：知乎（电竞世界），华源证券研究所

《野蛮人大作战》在 2017 年 9 月 28 日正式上线即获得了大量的关注和多渠道的推荐位，荣登各大媒体网站榜首，在 2017 年国庆期间热度更是节节攀升，日活跃用户迅速突破百万级别，全面引爆了彼时假期的游戏市场。自 2017 年至今，游戏荣获 2017 年金翎奖“最佳原创移动游戏”大奖，TapTap2017 年度最佳游戏&最佳玩法提名，多次获得 App Store、Google play 的全球推荐，被国内多家渠道授予最受欢迎游戏奖项，全网下载次数超 5000 万次。

图表 38：《野蛮人大作战》Taptap 界面



资料来源：TapTap，华源证券研究所

《野蛮人大作战 2》荣登 Wegame 游戏之夜，全新改版再出发。2024 年 5 月 19 日，IGN 中国、Wegame 游戏之夜发布《野蛮人大作战 2》实机预告，本作在继承前作 3V3V3 独特战斗系统的同时，提升了画质表现和打击感，并创新性地将部落建设、世界探索等玩法与 io 乱斗相结合。此外，制作过程中携手网易智企，开发游戏 AI 解决方案，在游戏对战中加入不同风格的 AI 机器人，模拟玩家的行为来攻击、使用道具，提升玩家体验。

图表 39：《野蛮人大作战 2》宣传海报



资料来源：TapTap，华源证券研究所

图表 40：《野蛮人大作战 2》宣传海报



资料来源：TapTap，华源证券研究所

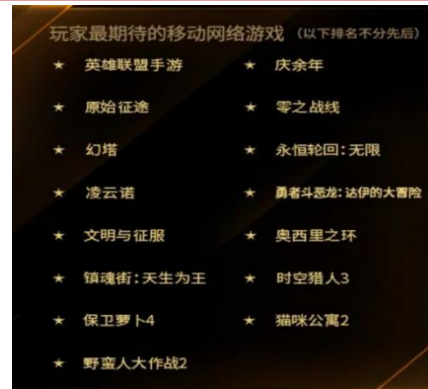
游戏尚未上线已获得 2021 年金翎奖“玩家最期待的移动网络游戏”，并入选 TapTap 全球发布会精选游戏，TapTap 国际站评分高达 9.2，深受核心玩家好评。当前，《野蛮人大作战 2》已经获得移动端、主机、客户端全平台版号，未来将实现多端的陆续上线。

图表 41: 《野蛮人大作战 2》Wegame 游戏之夜宣传海报



资料来源: 游民星空, 华源证券研究所

图表 42: 《野蛮人大作战 2》获 2021 年金翎奖

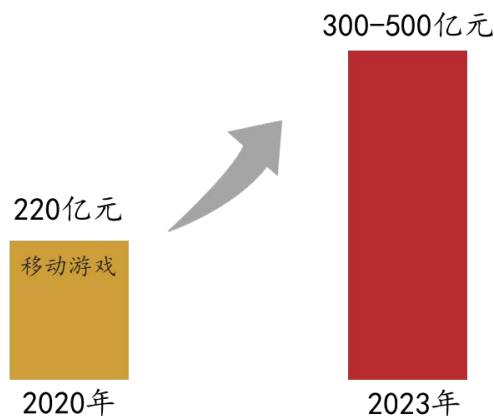


资料来源: 18183 网, 华源证券研究所

3.2. 《修仙时代》: 领航国风修仙题材, 抢占市场高地

修仙题材风头正盛, 群雄逐鹿空间广阔。根据伽马数据显示, 2020 年中国仙侠题材游戏仅移动端市场规模已达到 220 亿元以上, 且热度持续走高。根据中手游 2023 年市场调查数据显示, 整个仙侠游戏题材 2023 年市场规模约达 300-500 亿元, 市场空间广阔。

图表 43: 中国仙侠题材游戏市场规模



资料来源: 伽马数据, 中手游, 华源证券研究所

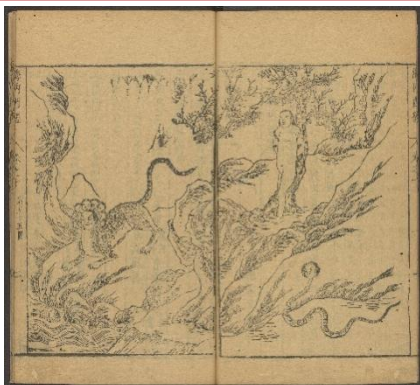
*注: 2020 年数据统计口径仅包括移动游戏, 2023 年数据统计口径为整个仙侠游戏题材市场规模

我们认为, 修仙游戏的大热主要划分为两个核心原因:

1) 蚀刻中华玩家文化基因里的仙侠烙印, 让修仙类游戏充满沉浸感和带入感。

聚灵修真、凝丹炼器、御剑乘风、仙侣结缘、天雷渡劫、异兽收伏、降妖除魔……一步步突破自我, 最终神功大成羽化登仙。这种修仙文化是和中国主流文化一脉相承的, 都是来自于《山海经》、《淮南子》和老子的文学名著, 以及古代的一些民间故事, 神话传说。这为修仙游戏的发展提供了天然的土壤。

图表 44: 《山海经》中的神话故事



资料来源: 光明之门, 华源证券研究所

图表 45: 《淮南子》“禹凿江而通九路”故事



资料来源: 凤凰台, 华源证券研究所

2) 网络修真文学影响的用户群体众多, 为修仙题材游戏源源不断的供给“活水”。

根据《2023 中国网络文学发展研究报告》数据显示, 网络文学用户在 2023 年已破 5.37 亿, 而在网络文学中, “修真题材”类小说更是占据了主流部分, 许多修仙题材的网络小说如《缥缈之旅》《凡人修仙传》《修真世界》《百炼成仙》等更是脱颖而出成为脍炙人口的作品。这批受过修仙网文熏陶的用户, 就成为了修仙手游坚实的用户基础。他们热衷于修仙题材游戏, 想要通过游戏这种方式在虚拟世界中体验到“修仙”的过程。

图表 46: 2015-2023 年中国网络文学用户规模 (亿人)



资料来源: CNNIC, 中国社会科学院文学研究所, 36 氪研究院, 华源证券研究所

图表 47: 部分经典修仙题材 IP 及设定

修仙 IP		
名称	作者	凡人修仙境界设定
《凡人修仙传》	忘语	炼气、筑基、结丹、元婴、化神、炼虚、合体、大乘、渡劫 (过此层可飞升仙界, 与天地同寿)
《缥缈之旅》	萧潜	旋照、开光、融合、心动、灵寂、元婴、出窍、分神、合体、渡劫、大乘
《我欲封天》	耳根	凝气、筑基、结丹、元婴、斩灵、问道
《仙逆》	耳根	凝气、筑基、结丹、元婴、化神、婴变、问鼎 (过渡阶段: 阴虚、阳实)
《魔天记》	忘语	炼气士、炼气境、凝液境、化晶境、假丹境、真丹境、天象境、通玄境、永生境、超越永生境
《修真世界》	方想	炼气、筑基、凝脉、金丹、元婴、返虚、大乘
《百炼成仙》	幻雨	灵动、筑基、凝丹、元婴、离合、洞玄、分神、渡劫
《修仙狂徒》	王小蛮	凡人、炼气、筑基、结丹、元婴、化神、炼虚、合体、大乘、飞升

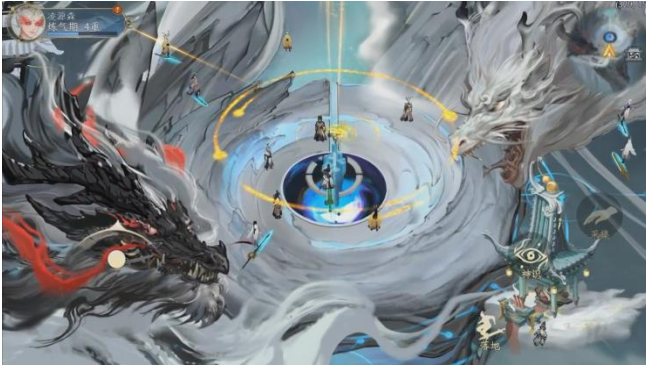
资料来源: AdTiming, 华源证券研究所

在修真文化+网文的熏陶下, 国产独游《了不起的修仙模拟器》《鬼谷八荒》等陆续在 Steam 大获成功, 销量均破百万份, 而吉比特的修仙网游《一念逍遥》首月流水预估超 4 亿元, 三七互娱的修仙小游戏《寻道大千》至今仍位列小程序排行榜前列, 彰显修仙游戏市场庞大市场潜力。

电魂网络紧抓修仙风潮, 国风修仙题材开放大世界游戏《修仙时代》蓄势待发。在画面上, 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汇贯通, 展现国风仙

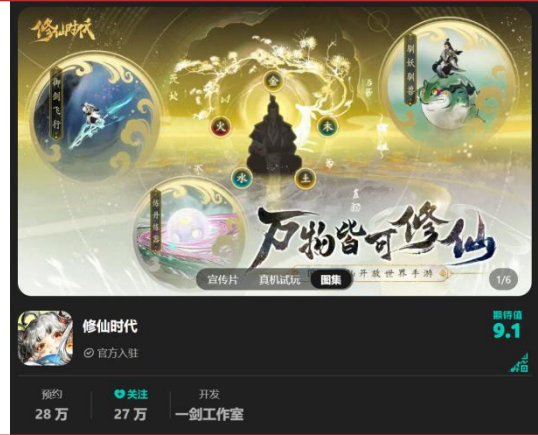
韵。在玩法上，丰富且超高自由度的探索玩法，极大满足玩家对修仙世界的畅想，如众多 NPC 与地图互动选项，吐纳灵气、采药挖矿、解锁宝箱、挑战怪物、拜访仙友、建设宗门等。截至 2024 年 12 月 13 日，《修仙时代》TapTap 预约人数已超 28 万人，期待值达 9.1 分。

图表 48: 《修仙时代》实机演示画面



资料来源: Taptap, 华源证券研究所

图表 49: 《修仙时代》Taptap 页面



资料来源: Taptap, 华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

关键假设

(1) 客户端游戏:《梦三国》端游持续长青,预计游戏生命周期内稳态下滑,2024-2026 年营收同比分别下滑 10.0%/5.0%/5.0%。

(2) 移动游戏:《梦三国》手游构筑基本盘,《野蛮人大作战 2》与《修仙时代》等产品贡献增量,2024-2026 年营收同比增速分别为 4.6%/324.5%/30.21%。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.9/3.0/4.2 亿元,同比增速分别为 61.4%/229.3%/38.3%,当前股价(2025/01/07)对应的 PE 分别为 52.6/16.0/11.6 倍。我们选取吉比特、恺英网络、巨人网络、神州泰岳为可比公司,鉴于公司新品储备丰富,具有较强的市场竞争力,首次覆盖,给予“增持”评级。

图表 50: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE	
		2025-01-07	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
603444.SH	吉比特	208.59	12.77	15.35	17.28	16	14	12	
300002.SZ	神州泰岳	11.25	0.67	0.71	0.82	17	16	14	
002517.SZ	恺英网络	13.25	0.83	0.99	1.14	16	13	12	
002558.SZ	巨人网络	11.57	0.74	0.85	0.94	16	14	12	
603258.SH	电魂网络	19.74	0.38	1.24	1.71	53	16	12	

资料来源: ifind, Wind, 华源证券研究所。注: 收盘价为元, EPS 单位为元/股, 吉比特、恺英网络、巨人网络、神州泰岳盈利预测来自 ifind 一致预期, 电魂网络盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

(1) 经营风险

如果公司对新游戏产品的研发、运营和周期管理等规划存在重大失误或由于受外部因素影响而发生偏离，造成新游戏产品的研发和运营效果不能满足不断变化的用户偏好和市场需求，新游戏产生的收益可能无法抵补上述支出，则会削弱公司未来的盈利能力。

(2) 行业政策风险

近年来相关监管部门高度重视游戏行业的健康发展，针对游戏研发、出版、运营等环节实行较为严格的监管措施，对未成年人保护及防沉迷工作提出系列具体要求，存在行业政策环境风险。

(3) 核心人员流失风险

随着行业竞争的日趋激烈，公司规模的不扩大，如果核心人才大量流失，将对公司的生产经营造成较大的影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,446	1,532	1,999	2,239
应收票据及账款	44	36	76	90
预付账款	11	10	20	24
其他应收款	4	5	10	12
存货	0	0	0	0
其他流动资产	136	133	160	170
流动资产总计	1,642	1,716	2,266	2,536
长期股权投资	64	61	56	53
固定资产	349	335	333	340
在建工程	0	22	39	36
无形资产	17	16	17	15
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	642	635	624	614
非流动资产合计	1,072	1,068	1,068	1,057
资产总计	2,714	2,785	3,334	3,594
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	54	63	126	149
其他流动负债	367	410	836	989
流动负债合计	422	473	962	1,138
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债合计	431	483	972	1,147
股本	245	245	245	245
资本公积	857	857	857	857
留存收益	1,171	1,187	1,242	1,318
归属母公司权益	2,272	2,289	2,344	2,419
少数股东权益	11	13	19	27
股东权益合计	2,284	2,302	2,363	2,446
负债和股东权益合计	2,714	2,785	3,334	3,594

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	55	67	300	406
折旧与摊销	36	38	39	41
财务费用	-40	-5	-6	-7
投资损失	-6	-7	1	-2
营运资金变动	24	63	407	145
其他经营现金流	147	31	7	20
经营性现金净流量	217	187	749	602
投资性现金净流量	385	-31	-40	-28
筹资性现金净流量	-247	-70	-241	-334
现金流量净额	364	86	468	240

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	677	625	1,299	1,552
营业成本	144	187	371	431
税金及附加	8	6	12	15
销售费用	137	97	178	203
管理费用	112	119	162	160
研发费用	151	137	199	239
财务费用	-40	-5	-6	-7
资产减值损失	-60	-2	-15	-16
信用减值损失	-13	-1	-4	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	6	7	-1	2
公允价值变动损益	-25	1	2	5
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	10	25	9	19
营业利润	83	115	374	517
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	1	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	82	113	373	515
所得税	27	20	65	90
净利润	55	94	308	426
少数股东损益	-1	2	6	8
归属母公司股东净利润	57	92	302	418
EPS(元)	0.23	0.38	1.24	1.71

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-14.36%	-7.65%	107.65%	19.52%
营业利润增长率	-63.30%	38.72%	225.99%	38.08%
归母净利润增长率	-71.73%	61.38%	229.27%	38.25%
经营现金流增长率	54.51%	-14.04%	300.89%	-19.59%
盈利能力				
毛利率	78.75%	70.12%	71.44%	72.23%
净利率	8.19%	14.95%	23.71%	27.43%
ROE	2.50%	4.01%	12.89%	17.26%
ROA	2.09%	3.29%	9.06%	11.62%
估值倍数				
P/E	84.93	52.62	15.98	11.56
P/S	7.13	7.72	3.72	3.11
P/B	2.12	2.11	2.06	2.00
股息率	1.04%	1.56%	5.12%	7.08%
EV/EBITDA	50	21	7	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。