

2025 年 04 月 29 日

电魂网络（603258.SH）

在途新品储备丰富，潜在精品或改善业绩

投资要点

- ◆ **事件：**2024 年，公司实现营业收入 5.50 亿元（同比-18.71%）；归母净利润 3057.89 万元（同比-46.20%）。2025Q1，公司实现营业收入 1.02 亿元（同比-25.65%）；归母净利润 161.01 万元（同比-96.53%）。不转增，不分红。
- ◆ **受产品周期因素影响，业绩出现下滑。**公司以客户端游戏为基础向移动端游戏延伸，同时也布局了 H5 游戏、VR 游戏、主机、单机游戏和电竞赛事等领域。2024 年，由于游戏行业竞争激烈，虽公司大力进行广告投放，但由于产品周期影响，公司无重磅新游戏上线，且老游戏运营周期较长，吸引力下降，构成业绩下滑的主因。2025 年，公司将有多款重磅游戏陆续上线，预计业绩将显著回升。此外 2024 年公司计提了包括商誉、长投在内的 6684.73 万元资产减值，大幅消化了今年的减值风险。
- ◆ **游戏储备丰富，潜在精品或有效改善业绩。**公司自研休闲竞技游戏《野蛮人大作战 2》已获移动端、主机、客户端全平台版号，其前作曾获 App Store 年度精选以及 Google Play 多地区推荐、获 2017 年金翎奖“最佳原创移动游戏”等多项大奖，全网下载超 5000 万，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；在研产品《修仙时代》已获得移动端、PC 端版号，已亮相 2025 腾讯游戏发布会；《遇见龙 2》《卢希达起源》预计将于 25Q2 国内首发；《进击的兔子》预计将于 25Q3 国内首发。多款重磅新游戏上线将构成 2025 年公司业绩核心增长点。
- ◆ **投资建议：**新游储备丰富，年内陆续上线或有效推动业绩回暖。我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 9.97/12.91/15.46 亿元；归母净利润分别为 3.09/4.11/5.12 亿元；对应 PE 为 16.3/12.2/9.8 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观环境波动风险、新游上线不及预期、新游流水不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	677	550	997	1,291	1,546
YoY(%)	-14.4	-18.7	81.2	29.5	19.7
归母净利润(百万元)	57	31	309	411	512
YoY(%)	-71.7	-46.2	912.0	32.9	24.4
毛利率(%)	78.7	70.6	74.4	74.6	74.7
EPS(摊薄/元)	0.23	0.13	1.27	1.68	2.09
ROE(%)	2.4	1.3	12.3	14.6	15.8
P/E(倍)	88.6	164.7	16.3	12.2	9.8
P/B(倍)	2.2	2.3	2.0	1.8	1.6
净利率(%)	8.4	5.6	31.0	31.9	33.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

公司快报

传媒 | 游戏III

增持(首次)

投资评级

股价(2025-04-29)20.60 元

交易数据

总市值（百万元）	5,037.37
流通市值（百万元）	4,957.23
总股本（百万股）	244.53
流通股本（百万股）	240.64
12 个月价格区间	26.02/15.31

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.29	-3.97	16.67
绝对收益	-6.87	-5.07	22.0

分析师

倪爽

SAC 执业证书编号：S0910523020003
nishuang@huajinsec.cn

报告联系人

闫誉怀

yanyuhuai@huajinsec.cn

相关报告

一、盈利预测核心假设

1. 客户端游戏：随着《野蛮人大作战 2》《修仙时代》等新内容的不断推出和电竞赛事的进一步发展，预计未来几年客户端游戏业务将快速增长。预计 2025-2027 年对应收入分别为 7.03、9.14、10.97 亿元，同比增速分别为 90.00%、30.00%、20.00%。

2. 移动端游戏：公司在移动端游戏的多样化产品线和全球市场表现为移动端游戏提供了坚实基础。随着新产品的不断推出和现有产品的持续优化，预计未来移动端游戏业务将逐步回升。预计 2025-2027 年对应收入分别为 2.76、3.59、4.31 亿元，同比增速分别为 70.00%、30.00%、20.00%。

3. 其他业务：公司在 H5 游戏、VR 游戏、平台产品、文化融合和文旅合作等方面表现良好，这些业务为公司带来了新的增长点。随着公司在这些领域的持续投入和创新，预计未来其他业务将稳健发展。预计 2025-2027 年对应收入分别为 17.88、17.88、17.88 亿元。

综上，我们预计 2025-2027 年对应公司整体收入分别为 9.97、12.91、15.46 亿元，同比增速分别为 81.18%、29.46%、19.72%，对应总体毛利率分别为 74.39%、74.56%、74.65%。

表 1：收入成本拆分

业务收入（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
客户端游戏	440.00	370.15	703.28	914.26	1097.11
YOY	-15.21%	-15.88%	90.00%	30.00%	20.00%
毛利率	86.11%	83.26%	85.00%	85.00%	85.00%
移动端游戏	204.82	162.44	276.14	358.98	430.78
YOY	-18.31%	-20.69%	70.00%	30.00%	20.00%
毛利率	65.44%	45.89%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务	32.30	17.88	17.88	17.88	17.88
YOY	54.29%	-44.66%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	62.77%	33.86%	33.86%	33.86%	33.86%
营业总收入	677.12	550.46	997.29	1291.12	1545.77
YOY	-14.36%	-18.71%	81.18%	29.46%	19.72%
毛利率	78.75%	70.63%	74.39%	74.56%	74.65%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司为一家拥有自主研发能力、运营能力的专业化网络游戏公司。公司致力于自主研发运营精品化的网络游戏，通过高效的游戏开发体系、精准的游戏推广方案，以竞技类网络游戏为特色产品，已发展成为集创意策划、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。公司拥有自主知识产权的网络游戏开发核心技术，是网络游戏行业内具备较强自主研发能力和运营能力的优秀企业，于 2017 年入选浙江省重点高新技术研发中心。根据主营业务和行业相似性，我们选择吉比特、神州泰岳、恺英网络、巨人网络四家公司作为可比公司。从 PE 上看，四家可比公司 2025-2027 年平均 PE 均值分别为 20.39、16.52、14.86 倍，显著高于所选公司电魂网络。公司新游储备丰富，预计多款新品将在年内择时上线，潜在精品有望有效推动业绩回暖，盈利空间有望进一步拓展。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603466.SH	吉比特	61.08	0.32	0.46	0.54	32.17	22.53	19.09
300002.SZ	神州泰岳	212.94	0.70	0.79	0.81	15.60	13.75	13.45
002517.SZ	恺英网络	358.28	1.00	1.15	1.27	16.69	14.61	13.16
002558.SZ	巨人网络	280.54	0.85	0.95	1.06	17.12	15.19	13.73
	均值	228.21	0.72	0.84	0.92	20.39	16.52	14.86
603258.SH	电魂网络	50.37	1.27	1.68	2.09	16.28	12.25	9.84

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2025 年 4 月 29 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1642	1592	2390	2567	3439	营业收入	677	550	997	1291	1546
现金	1446	1274	1971	2193	2972	营业成本	144	162	255	328	392
应收票据及应收账款	44	24	100	60	131	营业税金及附加	8	8	14	18	22
预付账款	11	7	26	17	35	营业费用	137	91	150	181	201
存货	0	1	1	1	1	管理费用	112	109	110	129	139
其他流动资产	140	287	292	295	300	研发费用	151	130	170	219	263
非流动资产	1072	980	950	919	883	财务费用	-40	-53	-49	-52	-57
长期投资	64	62	59	54	45	资产减值损失	-73	-73	-5	-6	-8
固定资产	349	326	303	280	258	公允价值变动收益	-25	-2	0	0	0
无形资产	17	16	13	9	6	投资净收益	6	4	-2	-2	-2
其他非流动资产	642	575	575	575	575	营业利润	83	55	364	482	600
资产总计	2714	2572	3339	3486	4322	营业外收入	1	2	2	1	1
流动负债	422	373	832	683	1101	营业外支出	1	3	3	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	82	54	362	481	599
应付票据及应付账款	54	39	108	81	145	所得税	27	25	54	72	90
其他流动负债	367	334	724	602	956	税后利润	55	29	308	409	509
非流动负债	9	4	4	4	4	少数股东损益	-1	-1	-2	-2	-3
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	57	31	309	411	512
其他非流动负债	9	4	4	4	4	EBITDA	75	55	339	444	547
负债合计	431	377	837	687	1105	主要财务比率					
少数股东权益	11	3	1	-1	-3	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	245	245	245	245	245	成长能力					
资本公积	857	804	804	804	804	营业收入(%)	-14.4	-18.7	81.2	29.5	19.7
留存收益	1259	1184	1299	1449	1684	营业利润(%)	-63.3	-33.8	563.3	32.5	24.5
归属母公司股东权益	2272	2192	2502	2799	3220	归属于母公司净利润(%)	-71.7	-46.2	912.0	32.9	24.4
负债和股东权益	2714	2572	3339	3486	4322	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	78.7	70.6	74.4	74.6	74.7
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率(%)	8.4	5.6	31.0	31.9	33.1
经营活动现金流	217	115	646	280	805	ROE(%)	2.4	1.3	12.3	14.6	15.8
净利润	55	29	308	409	509	ROIC(%)	1.2	0.4	10.6	12.7	13.8
折旧摊销	36	39	25	25	25	偿债能力					
财务费用	-40	-53	-49	-52	-57	资产负债率(%)	15.9	14.7	25.1	19.7	25.6
投资损失	-6	-4	2	2	2	流动比率	3.9	4.3	2.9	3.8	3.1
营运资金变动	24	-29	359	-104	325	速动比率	3.8	4.2	2.8	3.7	3.1
其他经营现金流	148	132	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	385	-183	2	3	8	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
筹资活动现金流	-247	-115	49	-61	-34	应收账款周转率	15.0	16.1	16.1	16.1	16.1
每股指标 (元)						应付账款周转率	3.0	3.5	3.5	3.5	3.5
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.13	1.27	1.68	2.09	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.47	2.64	1.15	3.29	P/E	88.6	164.7	16.3	12.2	9.8
每股净资产(最新摊薄)	9.29	8.96	10.23	11.45	13.17	P/B	2.2	2.3	2.0	1.8	1.6
						EV/EBITDA	46.8	64.6	8.3	5.9	3.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；
- 增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；
- 中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；
- 减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；
- 卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

- 领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；
- 同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；
- 落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn