

证券研究报告
传媒行业
2020年5月12日

电魂网络(603258.SH)： 业绩回归增长轨道，手游有望迎来新突破

分析师：姚 蕾 执业证书编号：S1220516080006
分析师：杨仁文 执业证书编号：S1220514060006

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

1、公司以端游起家，专注精品研发，拓展至手游、VR游戏等：2009年12月公司推出《梦三国》端游，首创“国风竞技”概念+三国背景+MOBA&MMORPG核心玩法，通过版本迭代/活动赛事等持续运营，为公司核心创收贡献，2019年之前收入占比均超80%，2019年收入占比58%（对应约4亿元）；2015年《梦三国手游》上线，但因运营选择失误，错失第一波端转手玩家红利，2019年复刻版重新上线（自研自发），iOS游戏畅销榜最高至第29，贡献手游业绩增量；2016年VR游戏《瞳》获得市场好评，2018年推出续作。

2、公司以研发立本，未来将持续扩张研发团队，同时通过外延等方式寻求发行及海外市场加成：公司多位联合创始人来自腾讯，其中余晓亮专注游戏产品研发及商业化运作、在业务一线投入度很高，曾担任《QQ幻想》策划、《QQ游戏》主策划、《QQ堂》主策划、《QQ盛唐》主策划，为业内知名的金牌制作人。2019年公司研发费用1.17亿元（YOY+22%）、研发费率17%，研发人员数量486人、占总员工的52%。一方面通过不断升级游戏版本、提升服务品质等，保持公司现有主力产品生命力、稳定营收来源，另一方面依托积累多年的多平台研发优势，继续加大研发投入，根据市场行情变化，以玩家体验为核心，着手进行新品研发，丰富公司产品结构，寻求新的业绩增长点。2019年公司收购厦门游动网络80%股权，标的主营宫廷/商战类手游、海外市场为主。

3、公司2019年以来业绩回归增长轨道，未来可期：2019年公司实现总营收6.97亿元（YOY+55%/手游占比39%）、归母净利2.28亿元（YOY+76%）、净经营性现金流3.12亿元（YOY+351%）、ROE12.65%（+5pct）；2020Q1归母净利1.02亿元（YOY+149%），归母扣非净利0.94亿元（YOY+153%）。展望2020全年——公司产品大年，①老端游《梦三国》1月新上Wegame平台，下半年将迎来10周年庆；②老手游《梦三国手游》复刻版表现平稳，贡献全年业绩；③新手游储备值得期待，《我的侠客》（复古武侠沙盒RPG/TapTap9.1分/腾讯独代/已有版号/预计暑期档上线）、《X2：解神者》（二次元RPG+即时战斗/TapTap9.1分+预约超57w/B站预约超33w）、《DC：巅峰战场》（多人动作竞技/DC漫画角色授权）等。

4、盈利预测与投资评级：我们预计公司2020-2022年归母净利分别为4.14/4.98/5.55亿元，对应EPS分别为1.70/2.04/2.27元，对应当前PE分别为20/17/15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：单一产品依赖风险，老产品生命周期不及预期，新产品上线进度及表现不及预期，行业竞争进一步加剧，用户获取成本提高，核心人才流失，公司治理风险，市场风格切换等。

盈利预测

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	696.75	1134.10	1442.80	1647.44
(+/-)(%)	55.39	62.77	27.22	14.18
净利润	228.12	414.49	497.95	554.80
(+/-)(%)	75.92	81.70	20.13	11.42
EPS(元)	0.93	1.70	2.04	2.27
P/E	35.46	20.11	16.74	15.03



公司成立于2008年，致力于精品网络游戏的研发及运营。以竞技类游戏为特色，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。2016年10月在上交所上市，覆盖端游/手游/H5游戏/VR游戏/主机/单机游戏、电竞、漫画等领域，代表作包括《梦三国》《梦塔防》（端游）、《野蛮人大作战》（手游）、《梦三国手游》（复刻版）、《瞳》（VR游戏）等，旗下H5小游戏平台闪电玩截止2018年底注册用户超2000万、最高日活跃用户超100万。2019年公司实现总营收6.97亿元（YOY+55%）、归母净利2.28亿元（YOY+76%）、净经营性现金流3.12亿元（YOY+351%）、ROE12.65%（+5pct）。2020Q1归母净利1.02亿元（YOY+149%），归母扣非净利0.94亿元（YOY+153%）。

2008.09 电魂在杭州成立
2009.05 《梦三国OL》技术封测
2009.12 《梦三国OL》启动商业化运营
2010.05 《梦三国OL》首届M3职业联赛

2010-2015年
通过版本迭代/活动赛事等持续运营
并上线新的端游产品

2009年
推出首款端游产品
为公司核心创收贡献

2013.10 《梦塔防》首次封测
2014.07 《梦塔防》不删档测试
2014.12 《梦三国2》觉醒封测
2015.03 《梦三国2》竞爆公测

2015.03 《梦梦爱三国》手游公测
2015.11 《梦三国手游》公测
2016.04 《次元战争》玩家封测
2016.09 《次元战争》全平台上线
2016年 上线小游戏平台闪电玩

2015-2016年
【端转手】
有得有失、积累经验

2017-2018年
推出细分题材/特色玩法产品

2017.07 《野蛮人大作战》(IO+MOBA)上线
2017.08 《星盟冲突》(PC+Mobile/代理)上线
2018.01 《光影对决》(二次元放置MOBA)上线
2018年 华纳兄弟授权电魂使用DC核心漫画角色
进行游戏研发

2019.02 收购厦门游动网络80%股权
2019.04 《梦塔防手游》(自走棋)上线
2019.06 腾讯极光计划独代《我的侠客》(沙盒RPG)
2019.07 《梦三国手游》复刻版(MOBA)全平台上线
2020.01 《梦三国》端游上线Wegame平台

2019年以来
端游逆势回升
手游值得期待

团队架构：游戏业务各负责人来自腾讯，股权激励核心员工

2020年1季报前十大股东

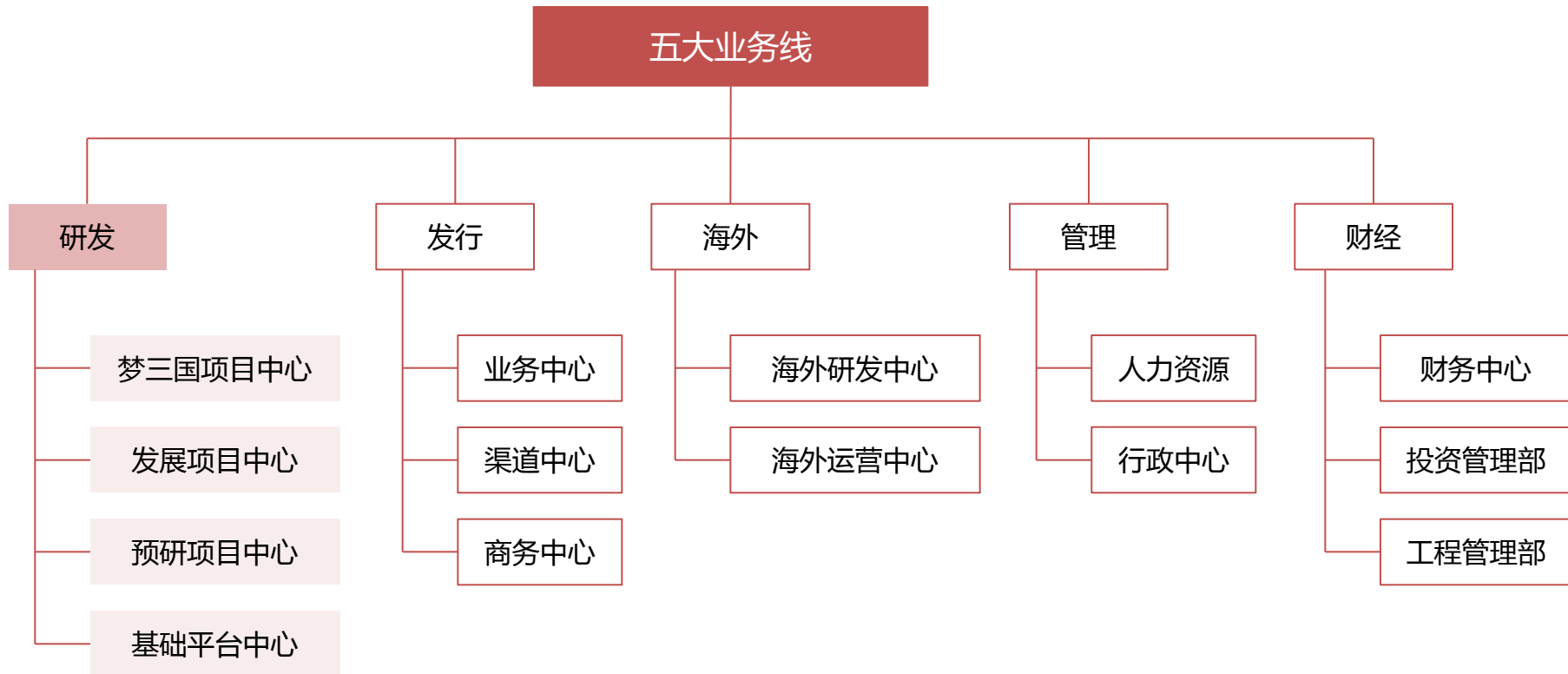
股东	20Q1期末 持股数量（股）	20Q1期末 持股比例	备注
胡建平	28,278,000	11.58%	董事长、董事、总经理
陈芳	28,278,000	11.58%	董事、副总经理、投资管理部总监；与胡建平为夫妻关系
吴文仲	24,676,000	10.11%	财务投资人、IPO前股东、无任职
胡玉彪	22,457,000	9.20%	董事、副总经理；联合创始人、首席技术官；与胡建平、陈芳为一致行动人 曾任盛大、腾讯开发工程师
郑锦栩	22,082,100	9.04%	财务投资人、IPO前股东、无任职
余晓亮	19,250,100	7.88%	董事；联合创始人、专注产品研发及商业化运作 2003年进入腾讯，先后担任《QQ幻想》策划、《QQ游戏》主策划、《QQ堂》主策划、《QQ盛唐》主策划，为业内知名的金牌制作人
林清源	15,279,900	6.26%	监事；联合创始人、首席商务官
徐德发	3,998,700	1.64%	财务投资人、IPO前股东、无任职
钱春芳	3,996,224	1.64%	个人投资者
郝杰	3,175,500	1.30%	副总经理；联合创始人、艺术总监&项目制作人 曾任拓洲冠宇副主美、副总监
合计	171,471,524	70.23%	

2019年限制性股票激励

- ✓ 2019年5月22日，首次授予111人，副总经理+财务总监+中层+核心技术/业务骨干，授予数371.1万股，授予价9.07元/股。
- ✓ 2019年12月6日，授予预留19人，董秘+中层+核心技术/业务骨干，授予数47万股，授予价11.45元/股。

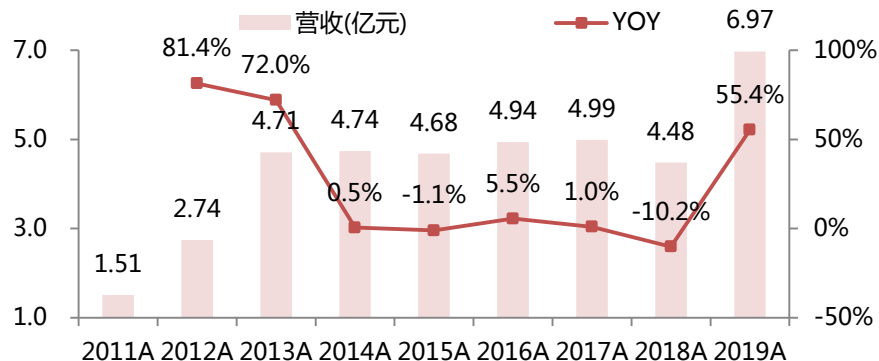
2017-2019年分红情况

分红年度	每10股派息 (含税,元)	现金分红金额 (含税,万元)	占当年度归母 净利的比率
2017A	2.07	4968	30.20%
2018A	1.70	4080	31.46%
2019A	2.00	4884	21.41%

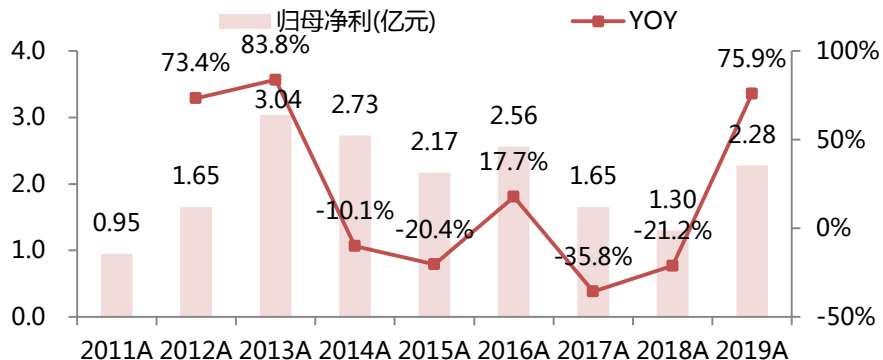


业绩一览：2019年以来业绩回归增长轨道，2020年可期

2011-2019年营收 (CAGR21%)



2011-2019年归母净利 (CAGR12%)



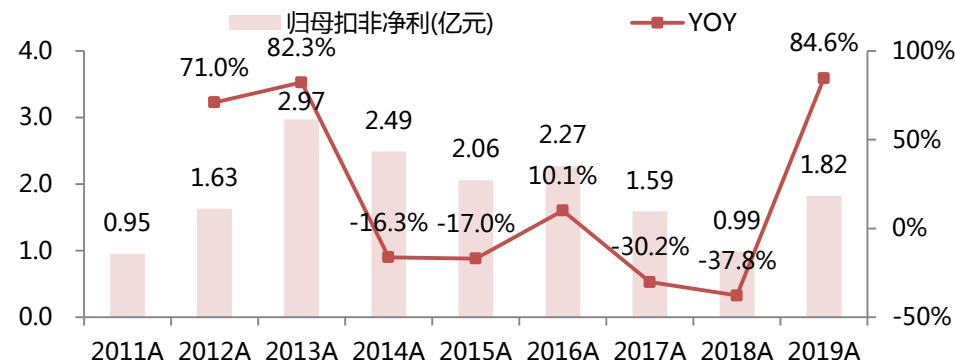
历史业绩波动

2014-2017年：《梦三国》端游流水下滑（收入主要构成部分），新游《梦塔防》端游、《梦梦爱三国》手游、《梦三国手游》推出，以及运营模式从“自主运营为主+授权运营为辅”转为“自主运营+授权运营+联合运营兼顾”，整体营收保持平稳，毛利率逐年下降、但维持在90%以上。2014-2015年、2017年归母净利下降主要受销售费率和研发费率增加影响；2016年归母净利提升，一方面收入略增（端游持平、手游贡献增量），另一方面销售费率和税率减少。

2018年：端游受生命周期影响下滑较大，新品表现一般，相应推广费用较高，且新增确认股权激励费用，收入端和利润端均有下降。毛利率下滑至83%，源于新手游上线后联运分成成本增加、游戏维护成本及服务器租赁成本增加。

2019年：业绩回归增长，①加强版本更新、优化玩家体验，并从人员/方案等方面调整端游运营策略，端游收入逆势上涨；②《梦三国手游复刻版》《梦塔防手游》全平台上线；③并表厦门游动网络（控股80%），新增宫廷/商战类手游（海外市场为主）。

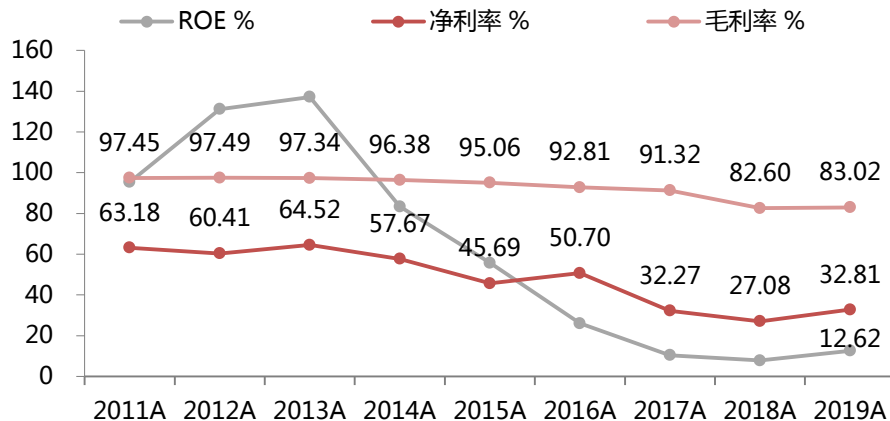
2011-2019年归母扣非净利 (CAGR8%)



业绩一览：2019年以来业绩回归增长轨道，2020年可期



2011-2019年盈利能力



收入确认原则：

- ①自主运营：以道具消耗为原则，区分道具性质采用一次性或分期摊销的收入确认方法。
- ②授权运营：对一次性收取版权金于协议受益期间内按直线法摊销；对在游戏中取得的按协议约定比例分成部分确认收入。
- ③联合运营：将玩家兑换游戏币的金额扣除分成给游戏开发商后的余额或取得的分成款项按照游戏玩家生命周期摊销确认收入。

主营业务成本：

客服人员及运维人员的职工薪酬、服务器租赁费、带宽租用费、外包费用、其他。

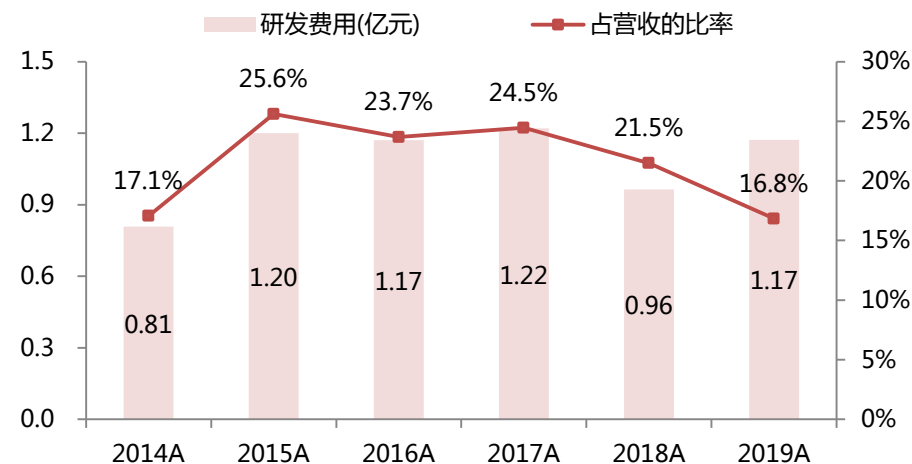
2011-2019年费用率、资产减值、税率情况

%	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
期间费用率	29.43	26.75	23.98	35.15	44.18	40.82	54.76	63.51	53.60
销售费率	18.75	13.87	10.72	15.36	14.20	11.42	21.01	26.23	24.89
管理费率（含研发）	10.96	14.73	14.98	22.78	32.53	32.09	36.73	39.05	29.69
财务费率	-0.28	-1.85	-1.72	-2.98	-2.55	-2.68	-2.97	-1.77	-0.98
资产减值损失率	0.95	-0.52	0.04	1.59	0.32	4.01	1.36	1.74	-2.45
所得税率	-0.14	11.50	9.46	8.90	12.82	6.02	17.63	8.06	10.32

研发投入：未来将扩张研发团队，为新项目做好储备

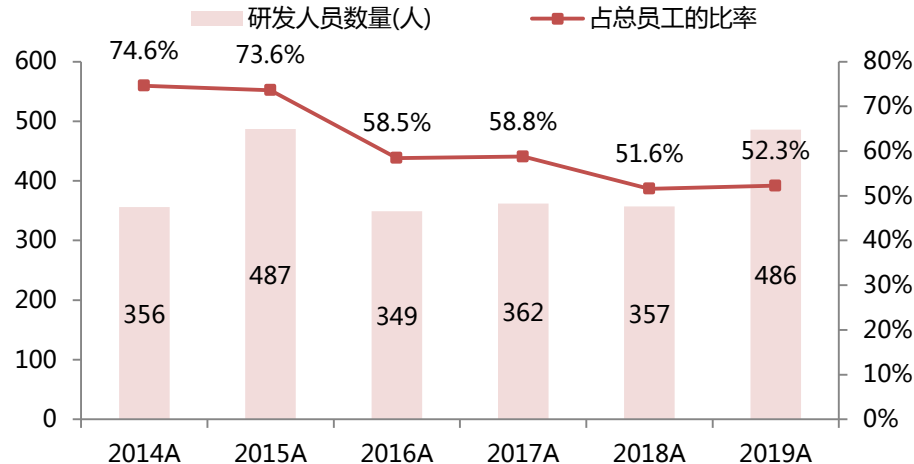
- 公司研发中心包括梦三国项目中心/发展项目中心/预研项目中心/基础平台中心+海外研发中心。2019年研发费用1.17亿元（YOY+22%）、研发费率17%，研发人员数量486人、占总员工的52%。
- 公司继续以游戏研发运营为主业，一方面通过不断升级游戏版本、提升服务品质等，保持公司现有主要产品《梦三国》端游+手游、《梦塔防》端游+手游的生命力，稳定营收来源；另一方面依托自身积累的研发优势，继续加大研发投入，根据市场行情变化，以玩家体验为核心，着手进行新产品的研发，进一步丰富公司产品结构，寻求新的业绩增长点。

2014-2019年研发费用及费率情况



注：2019年新并表厦门游动网络

2014-2019年研发人员数量及占比

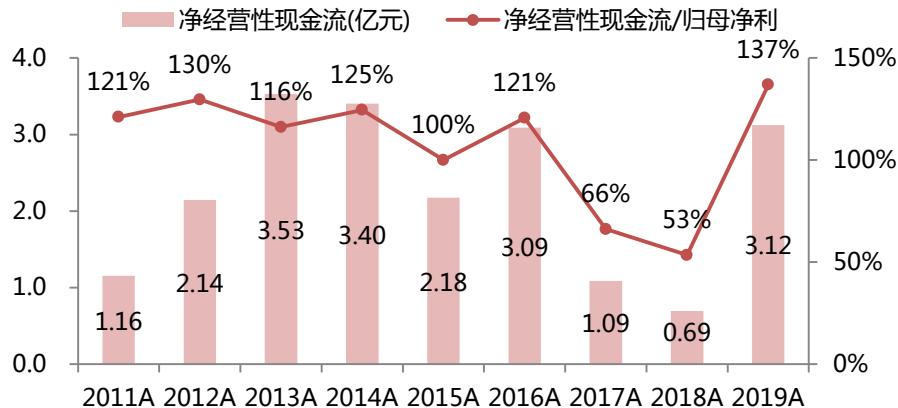


现金流及负债：现金流好，维持较低负债率

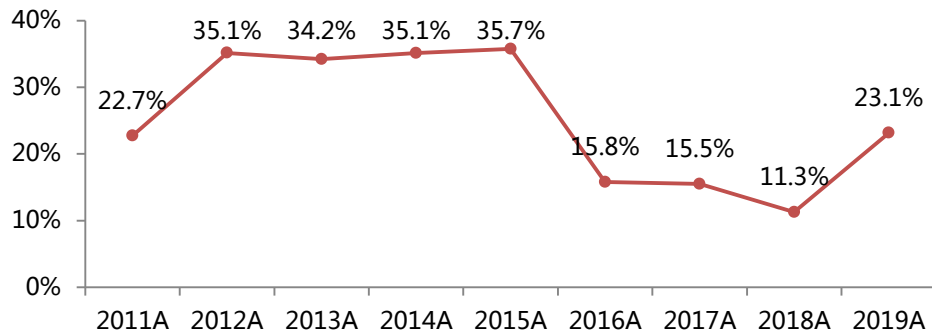
2019年现金流大幅好转：主要系《梦三国》端游调整运营策略后收入增加，《梦三国手游》复刻版上线增收，并表游动网络。除2017-2018年以外，净经营性现金流均超过归母净利润金额。

资产负债率：2016年因上市货币资金大幅增加、资产负债率下降明显；资产负债率维持较低水平，负债主要受其他流动负债项影响，其他流动负债包括——①已充值未使用游戏币产生的递延收益；②已购买未消耗道具产生的递延收益；③版权金收入形成的递延收益。

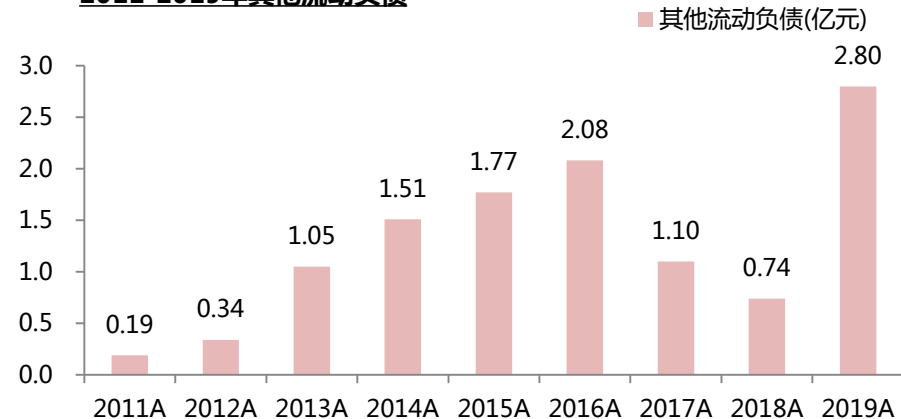
2011-2019年经营性现金流



2011-2019年资产负债率



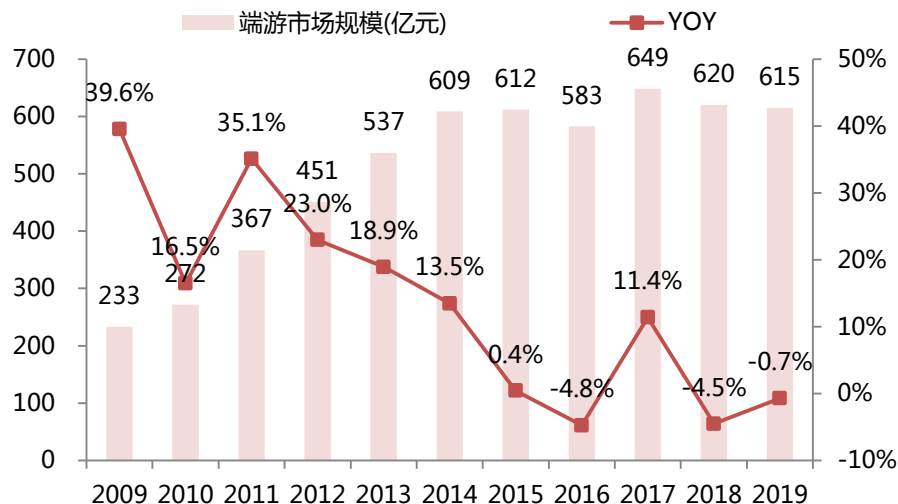
2011-2019年其他流动负债



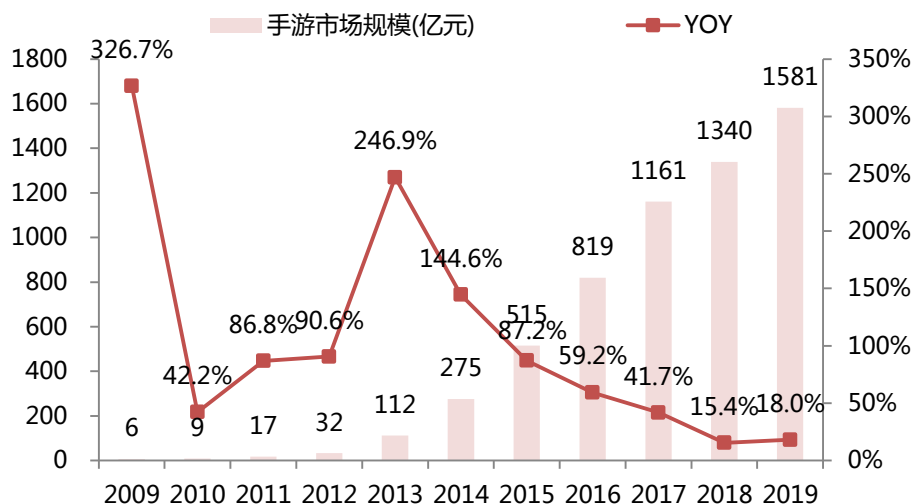
游戏行业：景气度较高，端游平稳，手游维持两位数增长

- 2019年国内手游市场规模1581亿元（YOY+18%），增速回暖，占整体游戏市场规模的68.5%，持续为第一大游戏类型；从TOP100手游的收入分布来看，RPG类占据绝对优势（占比45.5%），MOBA类发展迅速（占比14.9%），策略类仅次于MOBA（占比13.6%），三者占比超过70%。
- 2019年国内端游市场规模615亿元（YOY-0.7%），基本保持平稳，占整体游戏市场规模的26.6%，为第二大游戏类型。

2009-2019国内端游市场规模及增速



2009-2019国内手游市场规模及增速

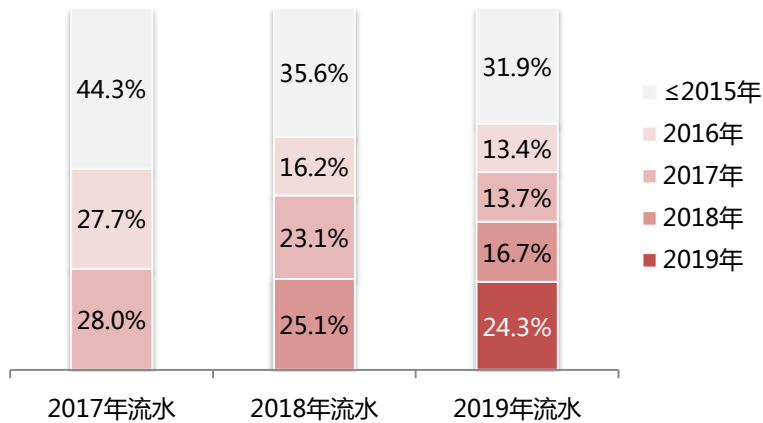


游戏行业：头部市场中新手游占比仅1/4，ARPU提升驱动市场增长



- 从近年流水TOP250手游产品中各上线时间产品流水占比可以发现，每年新产品流水占比均在25%左右，而2015年以前上线的老产品流水占比虽出现明显缩减，但占比仍居首位（32%）。
- 近年来玩家规模增速整体放缓的背景下，游戏市场规模的增长更多依靠ARPU值的提升，未来新技术变革有望带来新的玩家红利和内容红利；2019年端游ARPU值433元（YOY+4.8%），2019年手游ARPU值255元（YOY+15.2%）。

2017-2019流水TOP250国产手游各上线时间游戏流水占比



2008-2019端游及手游的用户规模、ARPU值、增速情况

时间	端游用户规模(亿人)	YOY	时间	端游ARPU(元/年)	YOY
2008	0.50	-	2008	334	
2009	0.70	40.0%	2009	333	-0.3%
2010	1.10	57.1%	2010	247	-25.9%
2011	1.20	9.1%	2011	306	23.8%
2012	1.40	16.7%	2012	322	5.4%
2013	1.52	8.6%	2013	353	9.5%
2014	1.58	3.9%	2014	385	9.2%
2015	1.54	-2.5%	2015	397	3.1%
2016	1.56	1.3%	2016	373	-6.0%
2017	1.58	1.3%	2017	411	9.9%
2018	1.50	-5.0%	2018	413	0.7%
2019	1.42	-5.5%	2019	433	4.8%

时间	手游用户规模(亿人)	YOY	时间	手游ARPU(元/年)	YOY
2008	0.10		2008	15	
2009	0.21	110.0%	2009	30	103.2%
2010	0.30	42.9%	2010	30	-0.5%
2011	0.51	70.0%	2011	33	9.9%
2012	0.89	74.5%	2012	36	9.2%
2013	3.10	248.3%	2013	36	-0.4%
2014	3.58	15.5%	2014	77	111.8%
2015	4.55	27.1%	2015	113	47.3%
2016	5.28	16.0%	2016	155	37.2%
2017	5.54	4.9%	2017	210	35.1%
2018	6.05	9.2%	2018	221	5.6%
2019	6.2	3.2%	2019	255	15.2%

产品结构：手游占比逐年增加，2020年为公司产品大年

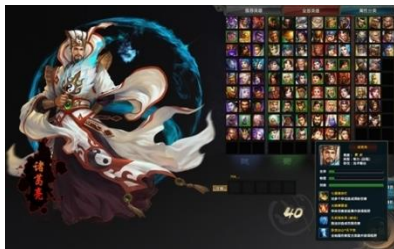
公司	2009	2015	2017	2018	2019	2020*储备
	梦三国(端游/MOBA+RPG)	梦塔防(端游/竞技塔防)	不思议迷宫(手游/Roguelike/海外代理)	光影对决(手游/二次元放置MOBA)	梦塔防(手游/竞技塔防+自走棋)	元能失控(主机+端游+手游/Roguelike/代理)
产品上线节奏		梦梦爱三国(手游/MOBA+卡牌)	野蛮人大作战(手游/像素风IO+轻量级MOBA)		梦三国复刻版(手游/MOBA+RPG)	我的侠客(手游/沙盒RPG/授权腾讯独代)
		梦三国(手游/MOBA+RPG/授权)	星盟冲突(端游+手游/SLG+RTS/代理)		Genesis(主机+端游/MOBA/代理参股CP)	X2-解神者(手游/Rogue-Lite+RPG)
						DC:巅峰战场(多人动作竞技)

营收结构	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
总营收(亿元)	1.51	2.74	4.71	4.74	4.68	4.94	4.99	4.48	6.97
①端游			4.71	4.73	4.50	4.48	4.52	3.86	4.15
②手游				0.00	0.18	0.44	0.46	0.58	2.75
毛利率	97.45%	97.49%	97.34%	96.38%	95.06%	92.81%	91.32%	82.60%	83.02%
①端游			97.35%	96.43%	95.09%	93.57%	92.76%	85.43%	88.73%
②手游				97.63%	94.63%	85.15%	77.20%	63.62%	74.44%
营收占比									
①端游			99.98%	99.79%	96.02%	90.70%	90.51%	86.05%	59.50%
②手游				0.04%	3.82%	8.98%	9.30%	12.90%	39.44%
营收占比									
①中国大陆	99.48%	99.21%	98.70%	98.50%	99.06%	97.68%	97.18%	95.94%	90.86%
②中国大陆之外	0.52%	0.79%	1.30%	1.50%	0.94%	2.32%	2.82%	4.06%	9.14%

核心产品：《梦三国》端游



自研3D休闲竞技类客户端网络游戏
首创“国风竞技”概念，以“三国”历史为背景
MOBA+MMORPG复合型游戏核心玩法
集成关卡、竞技、战场三类并行的地图模式



国内版DOTA竞技对战，5v5、10v10、5v5v5等模式
中国传统美术风格，近百位三国英雄，RPG成长体验
采用免费游戏，按道具收费模式

- 2008年，游戏立项，自主研发“E-SOUL”游戏引擎
- 2009年5月技术封测，2009年12月正式上线商业化运营
- 2011年12月，营收突破1亿
- 2013年7月，MAU突破500万
- 2009-2014年，先后进军中国台湾、中国香港、越南、印尼等市场
- 2015年3月，发行《梦三国2》，2015年度月均活跃用户数超432万
- 2016年6月，总注册用户超1亿，最高同时在线人数突破54万
- 2020年1月，登录腾讯WeGame平台

■ 网吧联运

采用“精准营销”模式，集中针对全国网吧组织落地推广活动，形成网吧广告营销与全国网吧落地赛事相结合的模式。多年来，《梦三国》在国内主流网吧平台服务商客户端启动数排名稳居前列。

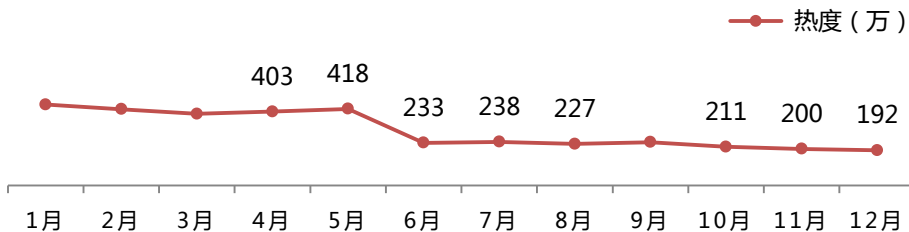
■ 赛事推广

通过赛事推广将观众转换为玩家。各类赛事在玩家中具有广泛的影响力，每年定期举办“无双杯”、“MPL职业联赛”、“娱乐星赛”等赛事。2019年举办的MPL秋季赛，在游戏官网上获得超过3800万人关注，优秀战队将获得总奖金180万的星赛季邀请赛参赛资格。



2020年4月，甲级职业联赛（MSPL）夏季赛
2020年3月，无双杯春季赛
2019年12月，傲视群雄杯
2019年12月，娱乐星赛季
2019年9-11月，秋季职业联赛（MPL）

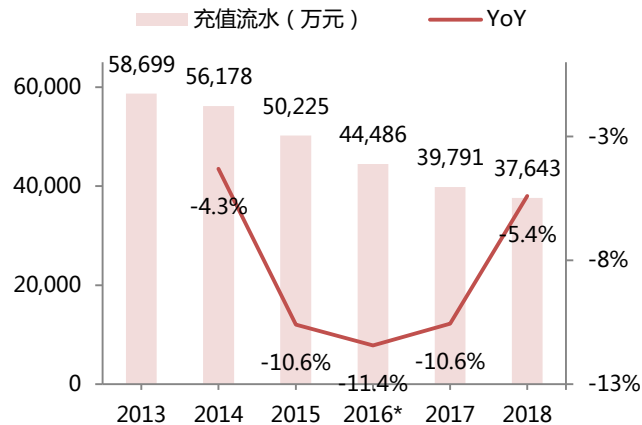
2019年《梦三国》国内网吧热力值（TOP10端游）



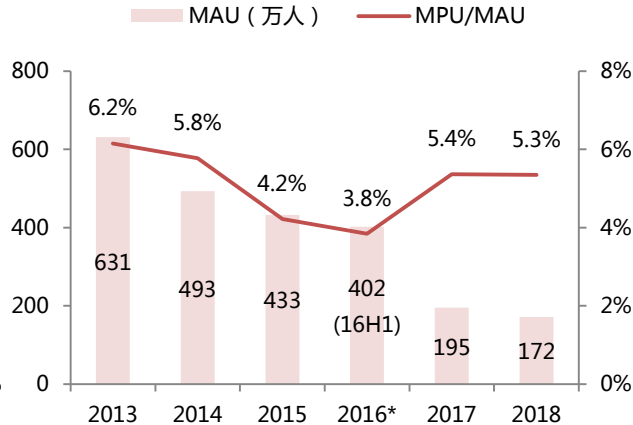
*1,2,3,9月数据缺失，通过线性规划估计

《梦三国》端游仍为公司创收重心，2019年调整运营策略、流水回升、营收占比约58%（对应4亿元）

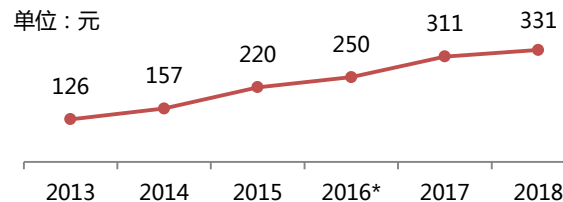
2013-2018《梦三国》充值流水及增速



2013-2018《梦三国》月均活跃及付费率



2013-2018《梦三国》ARPPU值



2013-2016累计注册账户及月平均同时在线人数

年份	期末累计注册账户(万)	月平均同时在线人数(万)
2013	7,490	29
2014	9,121	27
2015	10,005	16
2016H1	10,518	12

- 2019年公司实现端游收入4.15亿元（YOY+7.45%），主要为《梦三国》调整运营策略后带来的收入增加。2019年以前，公司超过80%的营收来自端游产品《梦三国》。该产品自2009年12月商业化运营以来已连续运营超10年，公司通过不断运营分析及优化升级，使得游戏在同类产品排名中处于领先地位，具有较强的盈利能力。2020年公司将持续加强产品的版本更新和服务体验，续航产品生命周期，保持公司稳定的营收来源。
- 2018年《梦三国》充值流水3.76亿元（YOY-5.4%），贡献营收约3.73亿元、营收占比约83%。
- 2016年《梦三国》累计注册账户数超1亿人，最高同时在线人数突破54万。2018年期末月平均活跃用户数172万人（YOY-11.8%），月平均付费用户数9万人（YOY-12.1%），付费用户持续下降，ARPPU值331元（YOY+6.3%），自2013年来数额持续提升。

*以上所有图表中，2016年为1-6月数据，充值流水按两倍粗估

核心产品：《梦塔防》端游



塔防竞技类端游，集竞技+养成+策略为一体
游戏画面主打“Q”版卡通风格
承袭《梦三国》的背景和引擎技术



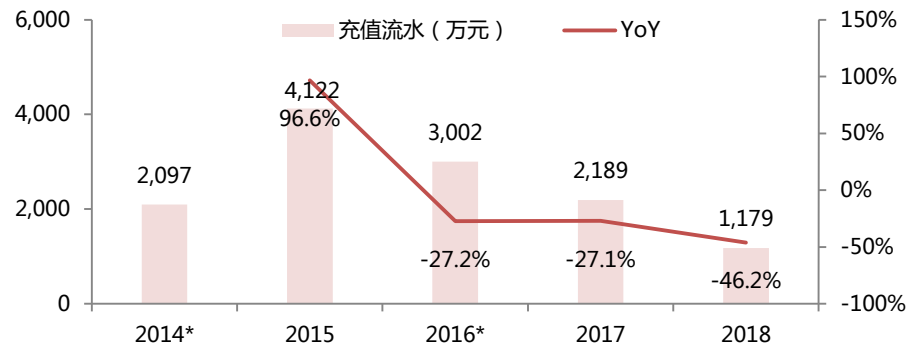
- 2013年10月，首次封闭测试
- 2014年7月，正式进入不删档测试阶段
- 2015年4月，正式进入公测阶段
- 2015年6月，进军越南，授权VGG公司代理
- 2019年4月，发行手游版，加入自走棋玩法
- 2020年5月，端游入驻网易云游戏平台（cg.163.com）

■ 运营数据

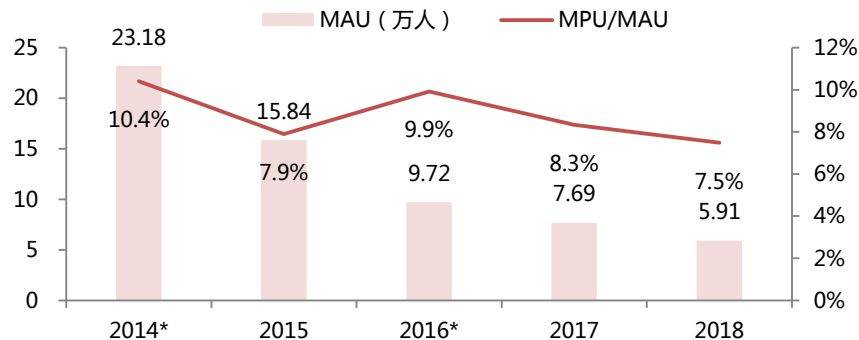
截至2018年，累计充值流水1.26亿元。截至2016.6.30《梦塔防》累计注册账户数超190万，2015年ARPPU达最高值295元。

	2014*	2015	2016*	2017	2018
ARPPU(元)	155.31	295.16	258.40	281.00	223.51
YOY		90.05%	-12.45%	8.75%	-20.46%

2014-2018《梦塔防》充值流水及增速



2014-2018《梦塔防》月均活跃及付费率



*2014年为7-12月数据，2016年为1-6月数据，2016年充值流水按两倍粗估

核心产品：《元能失控》主机+端游+手游



火花游戏工作室研发，电魂发行
主机+端游+手游，Roguelike冒险
TapTap9.4分，手游预约近10万（2020/4/29）



- 2019年4月，在Steam/PS4/NS上线（售价48元/份）
- 2020年4月，在Wegame上线

《元能失控》为一款带有Roguelike元素的联机合作冒险游戏，玩家和队友一起探索随机生成的危险世界。收集资源，探索堡垒，用各种各样神奇的武器去战胜来自各个时空的怪物，揭开堡垒深处魔王的秘密。

腾讯Wegame平台排名榜（2020/4/29）

火爆新品 ?	本周热销 ?	新游上架 ?
<p>1 梦三国2 免费</p> <p>2 龙之谷 免费</p> <p>3 真三国无双Online... 免费</p> <p>4 剑网3 时长付费</p> <p>5 古剑奇谭网络版 时长付费</p> <p>6 海战世界 免费</p> <p>7 元能失控 6.3折 ¥30 ¥48</p>	<p>1 元能失控 ¥24</p> <p>2 元能失控 6.3折 ¥30 ¥48</p> <p>3 武侠义 7.1折 ¥48 ¥68</p> <p>4 无名之辈 7.5折 ¥9 ¥12</p> <p>5 中国式家长 ¥36</p> <p>6 风暴岛 8.9折 ¥32 ¥36</p> <p>7 打造世界 6.4折 ¥18 ¥28</p>	<p> 奇奥英雄传 2020-04-23上线</p> <p> 无名之辈 2020-04-21上线</p> <p> 元能失控 2020-04-21上线</p> <p> 改变 2020-04-17上线</p> <p> 改变：一个小故事 2020-04-17上线</p> <p> 砖块迷宫建造者 2020-04-16上线</p> <p> 九霄缥缈神记 2020-04-15上线</p>

核心产品：《野蛮人大作战》手游



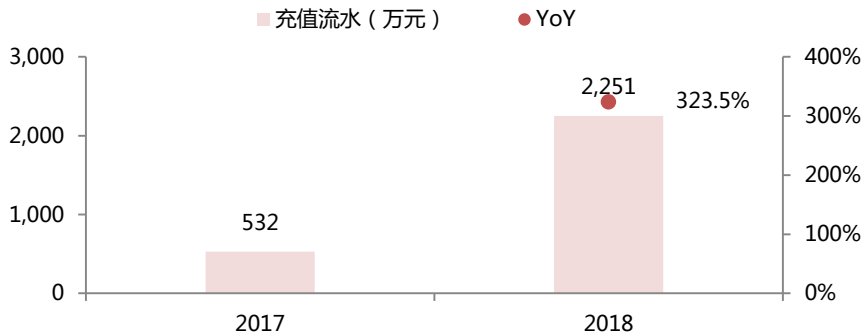
首款近身对抗 io 类型手游，并融入 MOBA 元素
地图随机生成，通过收集蘑菇积累分数，击败其他玩家，从而获得游戏胜利
像素画风，“Q”版卡通形象



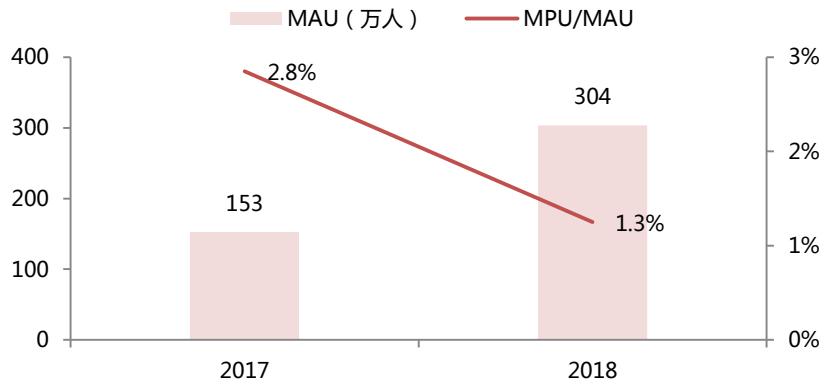
- 2017年7月，在国内上线
- 2017年9月，开启付费板块
- 2017年12月，研发并推出13个不同国家和地区的语言版本，在全球100多个国家和地区上线，获得App Store和Google Play全球推荐
- 2018年期末，游戏总注册人数超过3700万

公司（国内+东南亚发行）将与DC（角色授权+欧美发行）合作新产品：
2018年报披露公司与Warner Bros. Interactive Entertainment（WBIE）签署了《许可协议》，与Warner Brothers Games（WB Games）签署了《产品服务协议》，WBIE授权公司使用DC核心漫画角色进行游戏产品的开发，WB Games将在游戏开发过程中提供相关服务。2019年报披露该产品《DC:巅峰战场》为多人动作竞技类游戏。

2017-2018《野蛮人大作战》充值流水及增速



2017-2018《野蛮人大作战》月均活跃及付费率



核心产品：《梦三国手游》复刻版

2015年成立勺子网络（公司通过电魂创投持股65%），致力于MOBA手游研发

2015年勺子网络与北京昆仑在线签署《梦三国手游》iOS及安卓版本在中国内地/港澳台独家授权协议，3年授权金4000万元

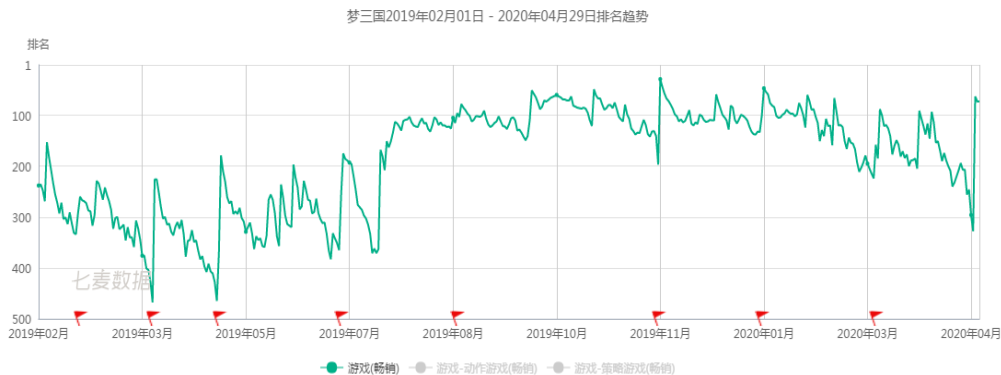
《梦三国手游》：国风MOBA+RPG，三国题材，采用全3D引擎打造，以《梦三国》角色为主题，MOBA核心玩法，同时也为传统MMORPG玩家提供关卡推图玩法、炎域试炼、擂台玩法、武将升星、仙术系统、天梯玩法、符文收集等各具特色的玩法类型；采用授权运营模式，2015年11月公测、12月商业化运营，截止2016年6月底累计注册用户超50万个、累计充值流水4754万元；2015年度、2016H1来自《梦三国手游》的收入分别为217、1493万元

2017年6月勺子网络与北京昆仑在线终止《梦三国手游》相应的独家授权协议

2019年2月《梦三国手游》复刻版上线，延续《梦三国》十年经典IP，复刻端游玩法；2019年7月全平台上线

- 《梦三国手游》复刻版：魔幻三国风的画面风格与角色设定，保留端游MOBA+RPG综合玩法，提供多种模式的PVP和PVE形式。除传统5V5对战模式外，玩家可以自由组织10V10混战（官渡之战）。在游戏中玩家置身人、神、魔三族鼎立的穿越世界，操纵三国英雄，投身魏、蜀、吴的对战。2019年2月上线至今已迭代更新8个版本。

《梦三国手游》复刻版19年2月上线至今iOS游戏畅销表现（最高第29、平均186）



- 2019年6月，公司公告腾讯（极光计划）独代手游《我的侠客》（沙盒RPG），为2020年产品储备中最值得期待的产品之一，项目由公司联合创始人余晓亮一线把控。最新TapTap评分9.1，TapTap预约人数超22万；官网预约人数超45万。已取得游戏版号。
- 2019年初首轮测试：611名用户测试，共有70%的用户在游戏停留的时间超过100小时；问卷显示首测满意度达到95.4%，对比公司其他产品整体满意度在65%或以下。

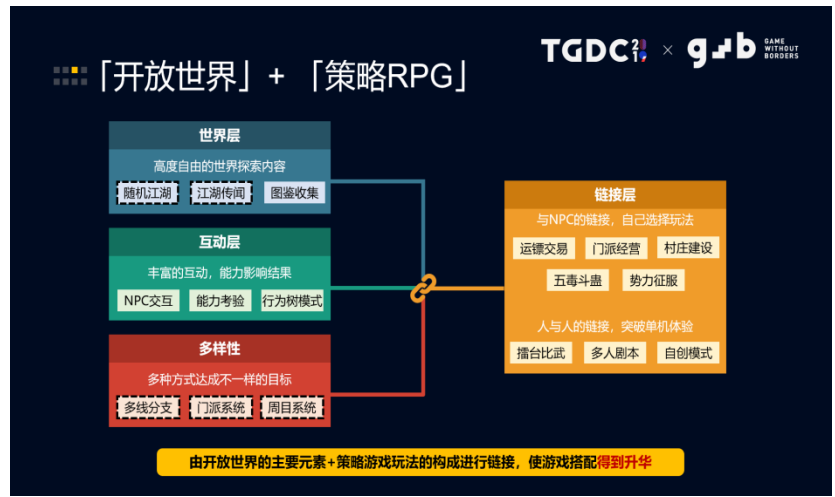


「我的侠客」核心用户首测

TGDC? × gub GAME WITHOUT BORDERS



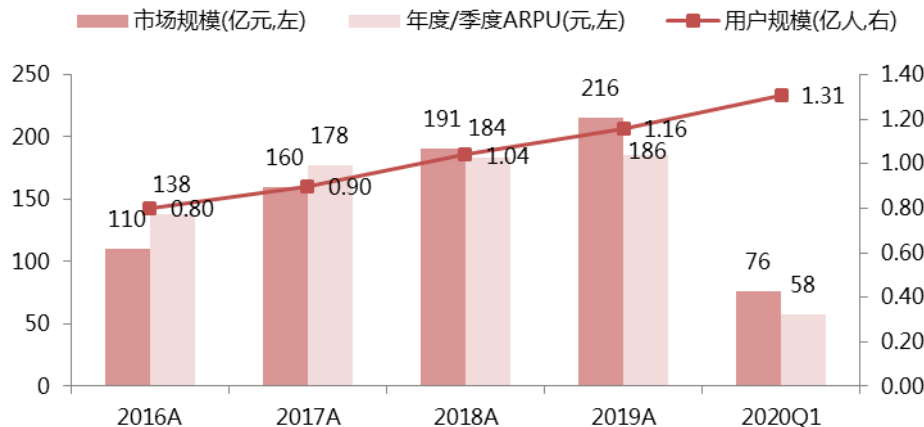
- **产品核心策略：复古武侠、开放世界、策略RPG。**
- 2D水墨风格：还原武侠古朴画风。
- 随机江湖+门派系统+任务多线分支+周目系统等：玩家所扮演的主角可自由在江湖世界中行走闯荡。高度自由的门派玩法贯穿整个游戏的始终，武学各具特色可自由搭配。门派分属武林盟、霸道盟、闲散门派等势力，除了熟悉的少林、丐帮、峨眉、武当等常规门派外，还有赤刀门、玄机门等可供玩家拜入门下。而根据玩家进入的门派性质，游戏中的剧情也会有所变化。玩家将亲身游历于山河大川，结识各路人物，可一统江湖，也可归隐于山林之中，多达数十种不同结局。玩家通关后会开始新一轮游戏（新周目），带来更大难度伴随着特色的奖励和玩法。



- 《X2-解神者》为公司旗下SIVA工作室的第一个项目，RPG+即时战斗次世代3D手游。制作人猫浮此前经历包括单机行业编剧、腾讯网游开发。最新TapTap评分9.1，TapTap预约人数超57万，B站预约人数超33万。
- 在《X2》玩家将扮演至关重要的角色——解神者，与旅途中遇到的其他神格（神明）们一起冒险，最终拯救世界。游戏采用POV多线叙事，玩家在剧情里能够扮演各种角色，不仅是主角，不同角色针对同一事件阐述的台词和表达观念和主角线不一样。游戏现有主线剧情文字已超20w字。
- 目标玩家：1999年前后出生的新生代，有自己的文化观和审美观，更重要的是有和之前世代相对不同的价值观：追求互相尊重，排斥恶性竞争，强调个性表达，愿世界充满爱。



2016-2020Q1国内二次元游戏市场规模、用户规模、付费情况



2019年报 主要控股及参股公司

公司名称	持股比例	主要业务	2019并表净利润(万元)
电魂创投	100.00%	创业投资	-435
电魂互动	100.00%	计算机软件开发	-659
电梦网络	65.00%	游戏开发	38
勺子网络	65.00%	游戏开发	-399
摩巴网络	47.81%	游戏开发	-1,714
游动网络	80.00%	游戏开发	4,270
青睞投资	100.00%	创业投资	14

- 2019年3月，公司以2.89亿元收购厦门游动网络80%股权（形成2.41亿元商誉）。标的成立于2011年，2017-2018年实现营收6212万元/1.17亿元、净利-288万元/2317万元，承诺2019-2021年归母扣非净利分别不低于5000/6000/7200万元、总额不低于1.82亿元。游动网络已上线包括《坦克之王》、《小宝当皇帝》（2018年1-10月收入占比超60%）、《商战创世纪》（韩国）、《社長の野望》（日本）、《大清摄政王》（中国港澳台）等，储备《新鹿鼎记》等。2019年游动网络实现归母扣非净利5168万元，完成业绩承诺。

2019年报 其他非流动金融资产

项目	期末余额（万元）
北京爱酷游（移动互联网推广、拟香港IPO）	1,151
滨江众创（投资）	1,689
君顺投资（投资）	1,000
丰厚远达（投资）	1,000
摩普网络	500
赛智珩科	750
达趣网络	200
六艺信息	300
云批信息	100
白鲸网络	280
舜飞信息（互联网数据分析、广告技术公司）	1,000
陌云科技	200
大鹅文化（游戏MCN）	2,352
优尔蓝信息（大众招聘平台）	1,000
合计	11,522

长期股权投资（联营企业）

2019年报 长期股权投资（联营企业）

企业名称	2019年期末余额（万元）	企业名称	2019年期末余额（万元）
恩酷信息	991	初始科技	225
宏沙网络	196	智趣联游	227
虚幻竞技	525	鹏翼航空器	20
智玩网络	712	棋魂智能	185
浮冬数据	504	摩西科技	202
指上缤纷（H5游戏研发商）	1,969	的彩网络	321
起源优游	395	四方格	187
掌奇网络	232	孢子网络	98
七号笔迹	185	奥义电竞	300
野火数字	204	第九艺术	914
迪帆科技	173	花童文化	246
佳翼科技	193	游络科技	646
斧王网络	733	守序网络	90
英卓互动	469	卡昆卡	29
账面余额合计：11,173万元 计提减值准备：4,498万元			

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	696.75	1134.10	1442.80	1647.44
营业成本	118.27	196.49	270.50	319.92
营业税金及附加	6.52	9.64	12.26	14.00
营业费用	173.43	226.82	288.56	329.49
管理费用	89.59	113.41	144.28	164.74
财务费用	-6.83	-1.84	-5.02	-9.20
资产减值损失	-17.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	34.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.37	50.00	50.00	50.00
营业利润	255.93	463.12	556.37	619.89
营业外收入	0.86	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	254.88	463.12	556.37	619.89
所得税	26.30	46.31	55.64	61.99
净利润	228.58	416.81	500.73	557.90
少数股东损益	0.45	2.32	2.78	3.10
归属母公司净利润	228.12	414.49	497.95	554.80
EBITDA	212.62	425.21	515.25	574.57
EPS(元)	0.93	1.70	2.04	2.27

主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.55	0.63	0.27	0.14
营业利润	0.94	0.81	0.20	0.11
归属母公司净利润	0.76	0.82	0.20	0.11
获利能力				
毛利率	0.83	0.83	0.81	0.81
净利率	0.33	0.37	0.35	0.34
ROE	0.12	0.18	0.18	0.16
ROIC	0.79	2.29	8.46	-20.85
偿债能力				
资产负债率	0.23	0.21	0.21	0.20
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.79	3.24	3.50	3.89
速动比率	2.79	3.24	3.50	3.89
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.41	0.44	0.42
应收账款周转率	15.85	17.71	27.25	25.94
应付账款周转率	8.10	11.63	11.28	10.18
每股指标(元)				
每股收益	0.93	1.70	2.04	2.27
每股经营现金	1.27	1.75	2.29	2.40
每股净资产	7.81	9.50	11.54	13.82
估值比率				
P/E	35.46	20.11	16.74	15.03
P/B	4.24	3.59	2.96	2.47

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1603.25	2042.27	2630.94	3236.40
现金	244.89	669.19	1226.58	1811.31
应收账款	81.50	46.61	59.29	67.70
其他应收款	9.02	15.54	19.76	22.57
预付账款	6.89	5.89	8.11	9.60
存货	0.34	0.32	0.44	0.53
其他	1260.60	1304.73	1316.74	1324.70
非流动资产	906.39	939.47	972.57	1005.70
长期投资	221.57	271.57	321.57	371.57
固定资产	382.77	366.13	349.48	332.84
无形资产	263.23	262.94	262.69	262.46
其他	38.83	38.83	38.83	38.83
资产总计	2509.65	2981.74	3603.51	4242.10
流动负债	574.81	630.10	751.14	831.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	87.36	107.67	148.22	175.30
其他	487.45	522.43	602.92	656.52
非流动负债	5.91	5.91	5.91	5.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.91	5.91	5.91	5.91
负债合计	580.72	636.01	757.04	837.73
少数股东权益	22.75	25.07	27.85	30.95
股本	244.18	244.18	244.18	244.18
资本公积	888.74	888.74	888.74	888.74
留存收益	809.60	1224.09	1722.04	2276.84
归属母公司股东权益	1906.17	2320.67	2818.62	3373.42
负债和股东权益	2509.65	2981.74	3603.51	4242.10

现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	311.27	426.30	559.40	586.72
净利润	228.58	416.81	500.73	557.90
折旧摊销	20.94	18.93	18.90	18.87
财务费用	-1.66	0.00	0.00	0.00
投资损失	-26.37	-50.00	-50.00	-50.00
营运资金变动	106.42	40.56	89.77	59.95
其他	-16.64	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-843.32	-2.00	-2.00	-2.00
资本支出	-36.97	-2.00	-2.00	-2.00
长期投资	-829.52	0.00	0.00	0.00
其他	23.17	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2.18	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	46.92	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-2.00	-2.00	-2.00
其他	-44.74	2.00	2.00	2.00
现金净增加额	-529.87	424.30	557.40	584.72

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

方正传媒团队



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层