

电魂网络 (603258)

公司研究/深度报告

《梦三国》经典再起，底部逆境反转

—电魂网络深度报告

深度研究报告/传媒

2020年03月27日

报告摘要:

● 深耕 MOBA 精品游戏，19 年业绩反转之年

电魂网络成立于 2008 年，创立伊始就深耕 MOBA 游戏市场，2009 年推出了公司的第一款 MOBA 游戏《梦三国》端游，成为公司最主要的利润来源。公司 2016 年上市以来，市场关注度较低，主要是因为公司错过 13 年以来的移动游戏浪潮，公司收入占比主要以端游为主，19 年《梦三国》手游上线优异表现反转公司之前业绩颓势，我们看好公司精品游戏研发能力，20 年继续产品大年。

● 《梦三国》经典再起，电魂基本盘逆境反转

(1) 2019 年《梦三国》手游成功上线反转公司前期逆境，稳健运营促使排名稳中有升，iOS 游戏畅销榜排名从 400 多名大幅上升到 100 名左右，最高达到 29 名，目前稳定在 150 名左右，作为一款曾经平均月活达到 600 万，注册用户过亿的端游来说，潜在的玩家基础至少是千万级，老用户的回流也成为了梦三国在手游 MOBA 市场长久运营的基础，看好 2020 年继续优异表现。(2) 2020 年初《梦三国》端游上线 WeGame 重燃热度，上线之后在火爆新品榜超越龙之谷占据第一近一个月。《梦三国》端游加手游的优异表现进一步夯实公司基本盘。

● 产品储备多元化，《我的侠客》一马当先，《X2》蓄势待发，20 年游戏产品大年，提前战略部署 VR 业务

(1) 公司研发两年的复古武侠大作《我的侠客》已获得版号，近期有望上线，TapTap 评分高达 9.2 分，预约人数超过 21 万，官网预约人数超过 40 万。游戏内测口碑数据非常出色，品质质量较高。腾讯出身的王牌制作人余晓亮重回一线把关品质，牵手腾讯极光计划提供发行支持，看好游戏上线后进一步增厚公司利润。(2) 公司储备中还有 Roguelike 游戏《元能失控》与二次元游戏《X2》等作品拓宽公司游戏品类，二次元游戏《X2》在 TapTap 上反响良好，预约人数已经超过 45W，评分高达 9.2 分，蓄势待发。此外电魂 2019 外延并购游动网络，20-21 净利润承诺分别为 6000 万、7200 万元，为业绩增速保驾护航。(3) 5G 时代网速提升解决 VR/AR 瓶颈，预计将迎来大规模爆发，子公司勺子网络旗下 VR 游戏产品《瞳》系列广受好评，助力产业链布局，提前战略部署 VR 业务。

● 背靠游戏巨头腾讯，深度合作助力研运

腾讯游戏在国内移动游戏发行市场具有统治力，《我的侠客》加入极光计划；《梦三国》端游上线 WeGame，获得较大推广资源；腾讯将《全民突击》IP 授权给公司制作 H5 游戏。未来随着电魂网络和腾讯游戏的合作不断深化，看好公司多元化产品持续输出驱动后续业务发展。

● 投资建议

我们预测公司 2019-2022 年归母净利润为 2.1 亿元、3.9 亿元和 5.2 亿元，EPS 为 0.9 元、1.6 元和 2.1 元。公司当前股价对应的 PE 分别 35X、18X 和 14X。短中期看好公司主要产品《梦三国》端游复苏+手游长线化运营稳住业绩基本盘，20 年产品大年，《我的侠客》、《X2》等新游上线后持续增厚利润，中长期看好公司背靠腾讯，深度合作助力研运，提前战略部署 VR 业务，首次覆盖公司，给予“推荐”评级。

● 风险提示

游戏监管政策趋严，游戏流水不及预期，主要手游上线延期。

推荐

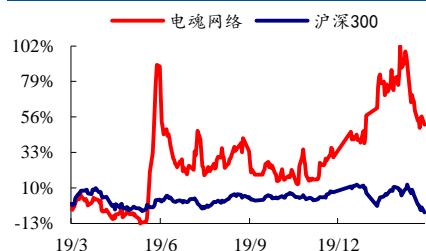
首次评级

当前价格： 29.55 元

交易数据 2020-3-26

近 12 个月最高/最低(元)	37.25/16.05
总股本(百万股)	244
流通股本(百万股)	240
流通股比例(%)	98.48
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	71

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 刘欣

执业证号: S0100519030001
电话: 010-85127513
邮箱: liuxin@mszq.com

研究助理: 张昱

执业证号: S0100119070042
电话: 021-60876733
邮箱: zhangyu_@qq.com

分析师: 钟奇

执业证号: S0100518110001
电话: 010-85127513
邮箱: zhongqi_@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	448	745	1,486	1,929
增长率 (%)	-10.2%	66.2%	99.4%	29.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	130	209	393	520
增长率 (%)	-21.2%	61.2%	88.1%	32.4%
每股收益 (元)	0.53	0.86	1.61	2.13
PE (现价)	32.03	34.53	18.36	13.87
PB	2.43	3.76	3.12	2.55

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、专注竞技类游戏研运，MOBA 游戏巨头内生外延公司	3
(一) 公司产品百花齐放，全球布局逐步形成	4
(二) 股权结构稳定，实际控制人合计持股 32.4%	5
(三) 创始成员拥有腾讯背景，游戏积淀深厚	5
二、研发投入稳步推进，精品游戏巩固市场，19 年业绩反转之年	7
(一) 19 年业绩反转，营收净利触底反弹	7
(二) 研发投入稳步推进，盈利能力、现金流改善良好	8
三、《梦三国》经典再起，电魂基本盘逆境反转	11
(一) 国内头部 MOBA 游戏，《梦三国》表现近年略有下滑	11
1、国内头部 MOBA 游戏，《梦三国》表现近年略有下滑	11
2、《LOL》强敌来袭与运营失误，用户流失与热度下滑	11
(二) 业绩逆转：来自端转手红利与 WEGAME 的曙光	13
1、《梦三国》端转手表现优异，打响公司手游大作第一枪	13
2、借力腾讯，《梦三国》端游焕发新生机	14
(三) 对标同业：梦三国 IP 风格鲜明，未来可期	15
1、《梦三国》手游复刻端游，MOBA+MMO 创新模式承继经典国风	15
2、对标经典 MOBA 类游戏，《梦三国》端游继承创新	17
四、手游大作酝酿已久，未来增长可期	19
(一) 《我的侠客》另辟蹊径，开拓广阔武侠品类	19
1、依托腾讯“极光计划”，发行与研发同步发力	19
2、核心玩家盛典，发力复古武侠细分“赛道”	20
(二) 作品储备多元化，外延并购推升净利润	24
1、试水更多品类，多元化手游产品线	24
2、外延并购推动净利润提升，公司产品储备丰富	27
(三) VR 产业聚焦，《瞳》系列助力产业链布局	28
1、5G 时代网速提升解决 VR/AR 瓶颈，预计将迎来大规模爆发	28
2、子公司勺子网络旗下 VR 游戏产品获好评，提前战略部署 VR 业务	29
五、背靠腾讯深度合作，实现运营优势赋能	31
(一) 腾讯发行优势显著，促进改善运营能力	31
(二) 腾讯推出“极光计划”，孵化特色移动端产品	31
(三) 销售运营能力全面提升，腾讯支持多元化产品输出	33
六、盈利预测	36
(一) 收入预测	36
(二) 费用预测	36
(三) 投资建议	37
插图目录	39
表格目录	40

一、专注竞技类游戏研运，MOBA 游戏巨头内生外延公司

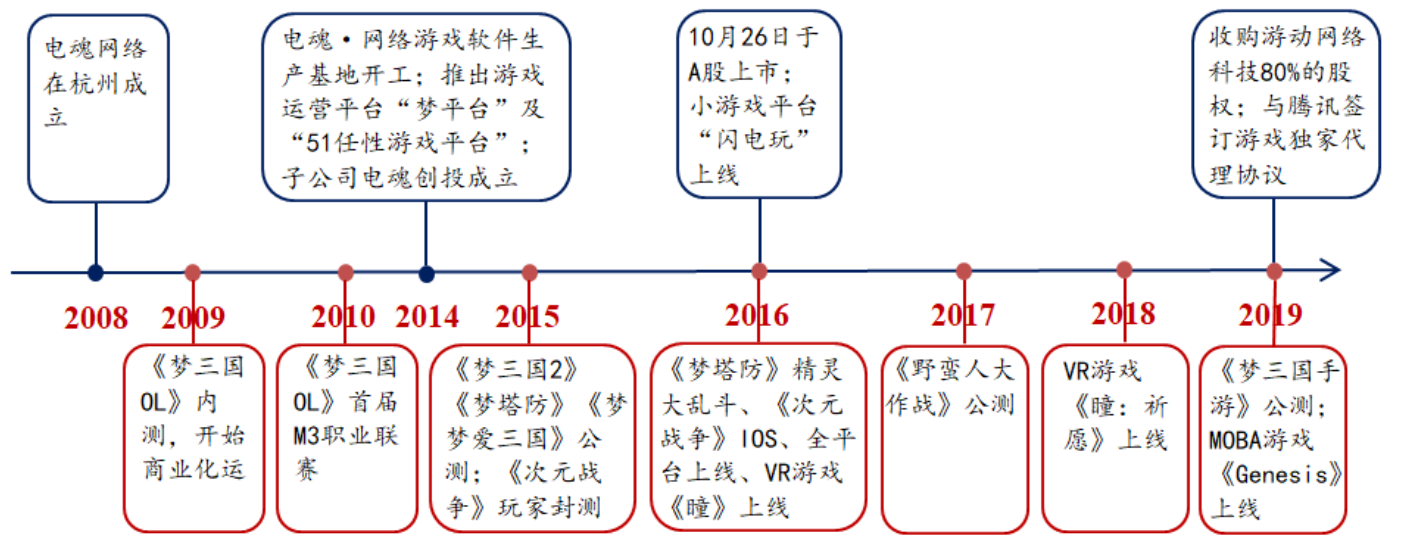
公司产品百花齐放，全球布局逐步形成。公司在端游、手游、VR、漫画等领域覆盖多款产品，知名游戏包括：《梦三国》、《梦塔防》、《野蛮人大作战》、《瞳》、《净界之漆》等数十款产品，并在中国大陆、中国香港、中国台湾、泰国、马来西亚、新加坡、越南、韩国、菲律宾、印度尼西亚、澳大利亚、北美、中东等地形成布局，迈向国际化舞台。

（一）公司产品百花齐放，全球布局逐步形成

公司成立于 2008 年，十二年间产品和各业务条线不断完善。产品方面，公司以客户端游戏为基础逐步向移动端游戏延伸，同时逐渐布局了 H5 游戏、主机、VR 游戏等游戏领域。端游产品《梦三国》是公司主打游戏，这款产品自 2009 年 12 月以来已连续运营超过 9 年，定位于休闲竞技类游戏，具有很强的玩家粘性。2015 年上线的休闲塔防类客户端游戏《梦塔防》集竞技、养成、策略于一体，受到了市场与玩家的认可。2016 年和 2018 年，公司相继推出了《瞳》《瞳：祈愿》等高品质 VR 游戏；子公司摩巴网络自主研发的主机 MOBA 游戏《Genesis》亦于 2019 年 8 月正式上线。

战略布局方面，2014 年，公司以电魂创投作为公司投资业务平台，围绕打造一流互娱平台的目标，开展相关产业链投资。2019 年 2 月，公司收购了厦门游动网络科技有限公司 80% 股权，游动网络拥有多年移动网络游戏的研发、运营经验，游动网络优势整合，进一步提升公司手游研发和运营能力，提升公司在移动游戏市场的占有率。未来公司将专注于国风、二次元、武侠（仙侠）类、体育题材等细分市场领域各类型产品的研发。19 年 6 月，公司与腾讯控股签订为期三年的独家代理协议，标的为由公司自主研发的复古武侠沙盒 RPG 游戏《我的侠客》，从而借助腾讯的运营能力和平台优势，为公司提升市场份额。

图1：电魂网络历史沿革

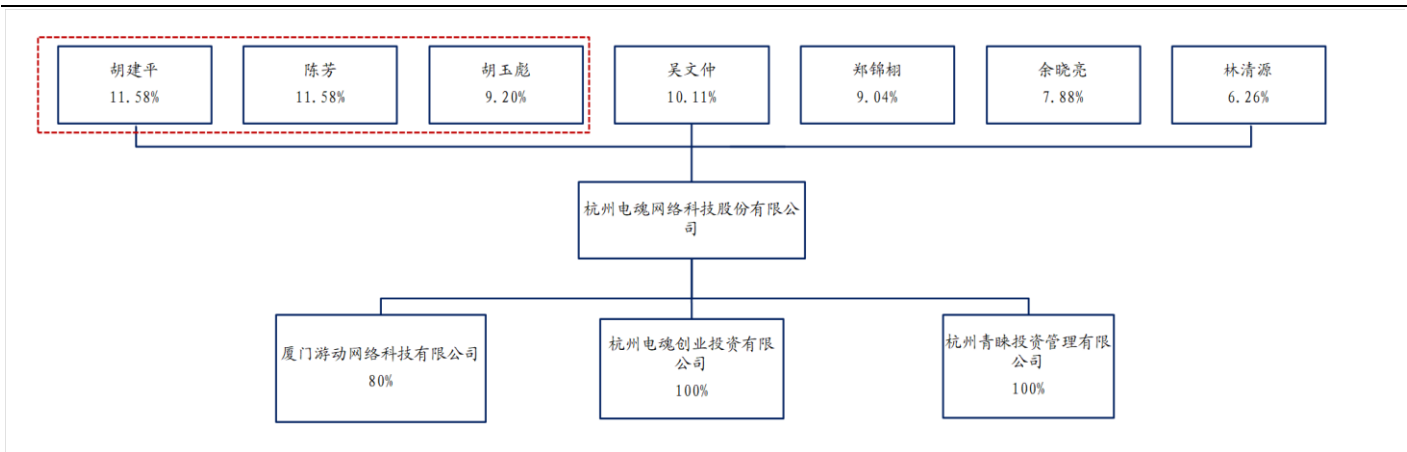


资料来源：公司网站，民生证券研究院

(二) 股权结构稳定，实际控制人合计持股 32.4%

实际控制人合计持股 32.4%。2019 年 10 月，公司前十大股东中胡建平、陈芳、胡玉彪通过《一致人行动协议》明确一致行动关系，为公司的实际控制人，合计持股 32.4%。其中胡建平、陈芳为夫妇关系。

图2: 公司 5%以上股东持股结构



注：红色虚线框内为公司实际控制人。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) 创始成员拥有腾讯背景，游戏积淀深厚

创始团队成员拥有腾讯工作背景。公司创始团队核心人物胡玉彪和余晓亮两人有腾讯工作背景。余晓亮于 2004 年 11 月至 2007 年 8 月担任腾讯游戏主策划，曾先后担任《QQ 幻想》策划、《QQ 游戏》主策划、以及《QQ 堂》主策划，2008 年 9 月共同创立电魂网络，目前担任公司董事及副总经理职位，是公司龙头产品《梦三国》的制作人。胡玉彪于 2006 年 9 月至 2007 年 9 月担

任腾讯开发工程师，2008年9月共同创立电魂网络，目前担任公司董事以及副总经理。两位创始成员在游戏行业的丰富经验和腾讯科技的工作背景有助于公司游戏业务的开发和策划，促进公司游戏研发团队和策划团队的建立，推动游戏项目实施、落地。

公司的核心技术人员蔡剑卫曾在2005年7月至2012年2月担任腾讯游戏主策划、游戏项目负责人，2015年12月起担任电魂海外项目中心研发部负责人，负责公司海外游戏项目的研发和拓展，是公司核心产品《野蛮人大作战》制作人。

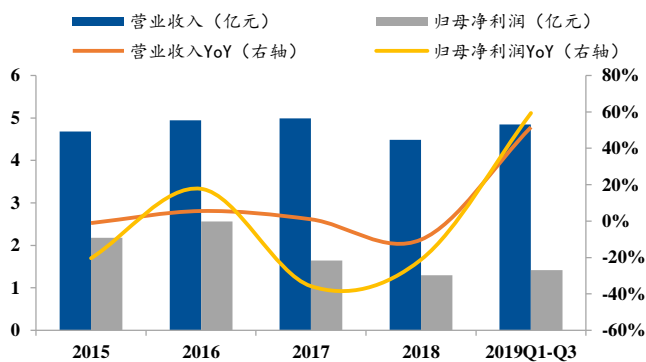
二、研发投入稳步推进，精品游戏巩固市场，19 年业绩反转之年

(一) 19 年业绩反转，营收净利触底反弹

手游占比提升明显，驱动公司业绩增长。2018 年实现营业收入 4.48 亿元、归母净利润 1.30 亿元。2019 年 Q1-Q3 营业收入达到 4.85 亿元，同比增长 51.6%，归母净利润达到 1.42 亿元，同比增长 59.4%。2019 年 Q1-Q3 营业收入和归母净利润双双实现高增，并且已超过 2018 年全年水平，2019 全年归母净利润预计同比增加 60%-72%。

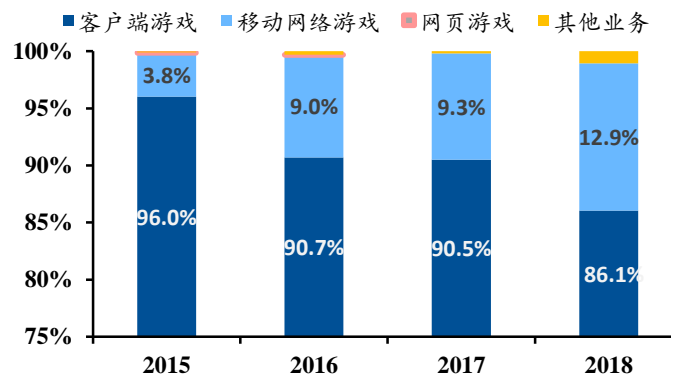
从具体营收表现来看，2018 年公司客户端游戏贡献营业收入 3.86 亿元，同比下降 14.6%，移动网络游戏贡献营业收入 0.58 亿元，同比上升 24.6%。手游占比逐年提升从 15 年的 3.8% 提升至 18 年 12.9%，19 年上线《梦三国》手游后，预计 19 年手游占比将会继续大幅攀升。

图3: 公司营收、归母净利润及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

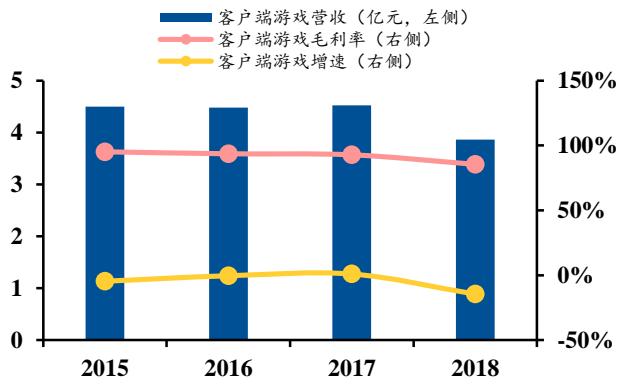
图4: 公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

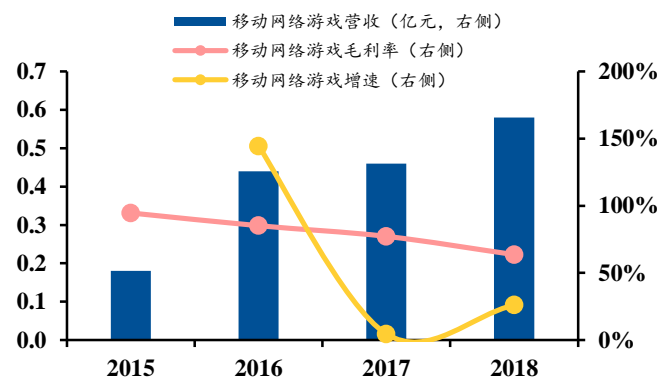
毛利率保持高位，盈利能力较为强劲。从毛利率来看，公司移动网络游戏业务、客户端游戏业务毛利率虽有所下降，但仍保持在高位。客户端游戏方面，2018 年毛利率达到 85.4%，公司主要端游产品《梦三国》、《梦塔防》仍旧保持较高的市场热度，盈利能力稳健，保障公司平稳度过端游市场整体增速放缓的不利局面，用户数量保持相对稳定。移动网络游戏方面，2018 年毛利率达到 63.62%，其中《野蛮人大作战》获得较好的市场表现，平均月度活跃用户数量达到 200 多万。客户端游戏和移动网络游戏稳步推进，帮助公司实现整体毛利率 82.6%。公司毛利率近年来保持较高水平，波动范围在 80-100%。

图5: 公司客户端游戏营收、增速及毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 移动网络游戏营收、增速及毛利率

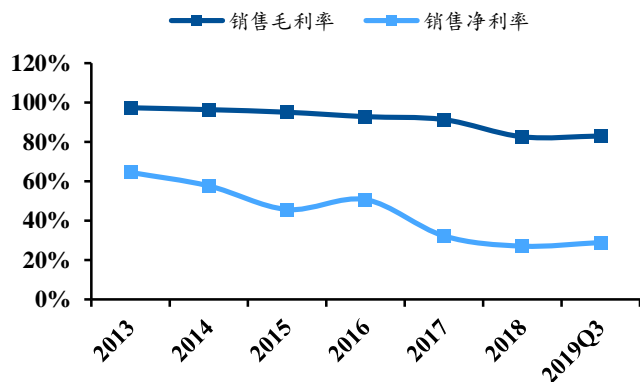


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二) 研发投入稳步推进, 盈利能力、现金流改善良好

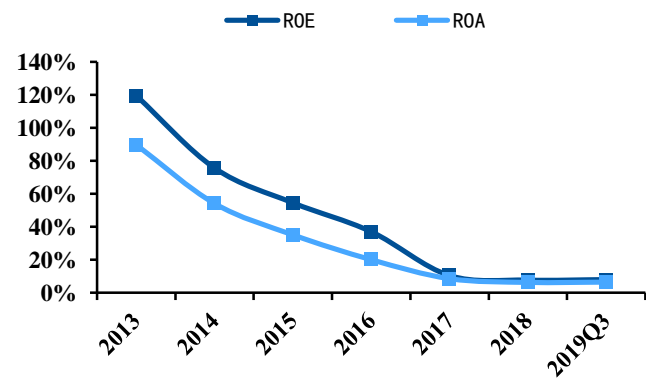
19年盈利能力反转, 前三季度ROE/ROA水平已超18年全年水平。公司销售毛利率和销售净利率近年来略有所下降, 主要是公司战略从端游向手游转向, ROE、ROA到18年以前也保持一个下降趋势, 主要原因是资产周转率、销售净利率、权益乘数均呈下降趋势。19年盈利能力反转, 19年前三季度ROE为8.0%, ROA为6.5%, ROE、ROA水平已超18年全年水平。

图7: 2013-2019Q3电魂网络毛利率与净利率变化趋势



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 2013-2019Q3电魂网络ROE与ROA变化趋势



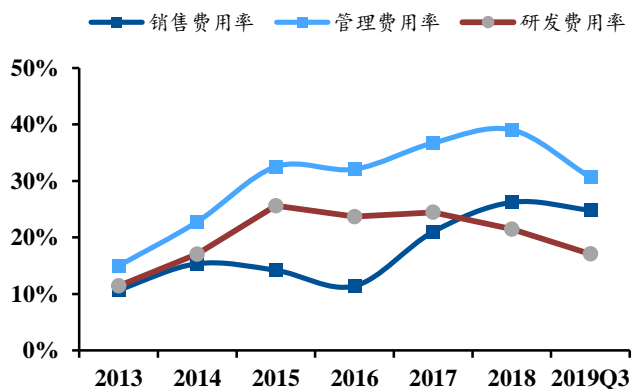
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

费用率下滑明显, 现金流情况大幅改善。公司的费用变化主要体现在管理费用、研发费用, 管理费用率从2018年末的39%减少至2019Q3的31%, 研发费用率从18年末的21%, 降到17%, 销售费用率保持稳定, 约为25%左右。

自2016年开始公司的经营活动现金流净额占归母净利润比重有所下降, 18年为53%, 创上市以来新低, 主要原因系游戏产品运营收款减少、以及《野蛮人大作战》在全球100多个国家同时上线运营, 并进行广告推广, 致使广告推广费用大量增加, 而营收未达预期所致。

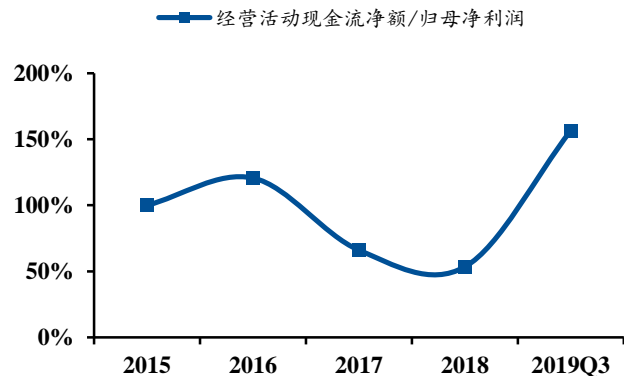
2019Q3经营活动现金流净额同比增加85.2%, 经营活动现金流净额占归母净利润比重为157%, 创上市以来新高, 主要系端游产品充值增加、手游产品（主要是《梦三国》手游）陆续上线扩大了充值规模以及收购的游动网络并表所致, 预计2020年公司的现金流情况会进一步改善。

图9: 2013-2019Q3 费用率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

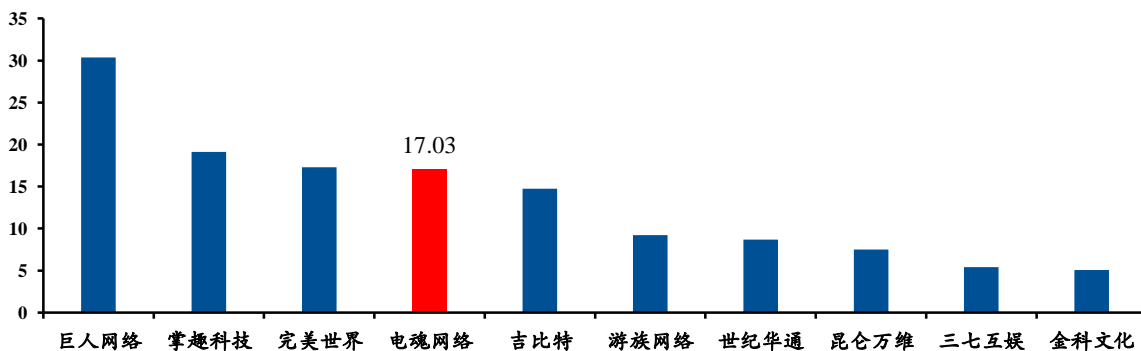
图10: 经营活动现金流净额/归母净利润



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司研发费用率位居前列。2018 年研发费用率为 22%，2019 年 Q3 研发费用率达 17%，在 A 股主要游戏公司中位列第四，仅次于巨人网络、掌趣科技和完美世界。在同行业中，电魂网络的研发费用率相比较高，预计 2020 年在此基础上保持稳定。

图11: 2019Q3 A 股主要游戏公司研发费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司在 2016 年 10 月 26 日首次公开发行人时，公司实际控制人并担任公司董事及高级管理人员的胡建平、陈芳、胡玉彪、余晓亮及公司实际控制人林清源承诺在 2019 年 10 月 26 日前不减持公司股份。2019 年 10 月 26 日解禁后部分股东减持，目前公司重要股东还可减持总股本的 3.1% 股份。2019 年 10 月 26 日，胡建平、陈芳、胡玉彪、余晓亮、林清源五人的原一致行动人关系终止，同日胡建平、陈芳、胡玉彪三人构成了新的一致行动人关系，一致行动期限至 2020 年 10 月 26 日止。其中，胡建平、陈芳每年最多可减持总股本 1% 股份，吴文仲每年最多可减持 1.6% 股份。

表1: 公司减持明细表

		减持占总股本比例	本次解禁占总股本比例	计划上限占总股本比例	减持占计划上限比例	减持计到期时间	变动后持股比例
董事长	胡建平	0%	11.6%	1%	0%	2020/8/14	11.58%
董事	陈芳	0%	11.6%	1%	0%	2020/8/14	11.58%
个人	吴文仲	0.1%	10.2%	1.6%	5%	已到期	10.11%
董事	胡玉彪	1.0%	10.2%	1%	100%	完成	9.20%
个人	郑锦桐	1.2%	10.2%	1.8%	62%	已到期	9.04%
董事	余晓亮	0.7%	8.6%	1.5%	47%	2020/6/8	7.88%
董事	林清源	0.8%	7.1%	1%	80%	2020/6/8	6.26%
副总经理	郝杰	0.3%	1.6%	0.4%	79%	2020//7/10	1.26%
还可减持部分					3.1%		

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

三、《梦三国》经典再起，电魂基本盘逆境反转

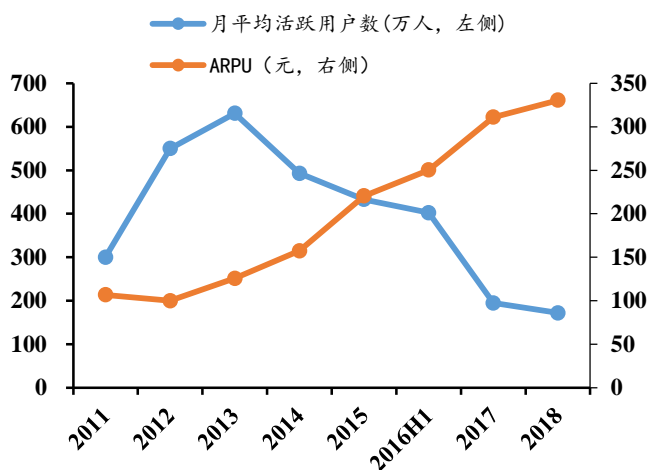
(一) 国内头部 MOBA 游戏，《梦三国》表现近年略有下滑

1、国内头部 MOBA 游戏，《梦三国》表现近年略有下滑

2008 年腾讯出身的余晓亮推出第一款国产的 DOTA-like 游戏，2009 年 12 月自研产品《梦三国》开始正式公测，作为最早的一批国产 MOBA 游戏率先抢占了市场，通过地推的模式进入网吧，同时发展出了如官渡之战 10V10 和 PVE 关卡等特色的玩法来做出差异化。

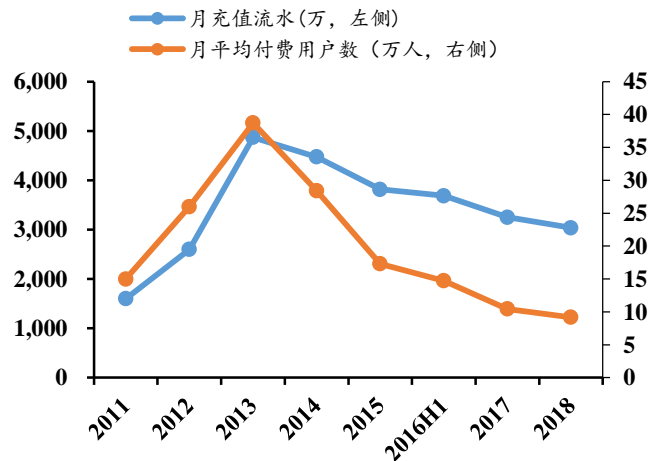
得益于先发优势，头几年的《梦三国》高歌猛进，从 2011 年到 2013 年月活跃人数增长了一倍达到了 600 多万，月充值流水在 2013 年超过 5000 万。2013 年 4 月电魂官方曾宣布游戏最高同时在线人数突破 50 万，用户已达 6000 万。当时《梦三国》、《LOL》和《DOTA》属于国内头部前三的 MOBA 游戏。截至 2016 年 6 月，《梦三国》累计注册用户也已超越 1 亿。

图12: 《梦三国》ARPU 与月平均活跃用户数



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: 月充值流水与月平均付费用户数

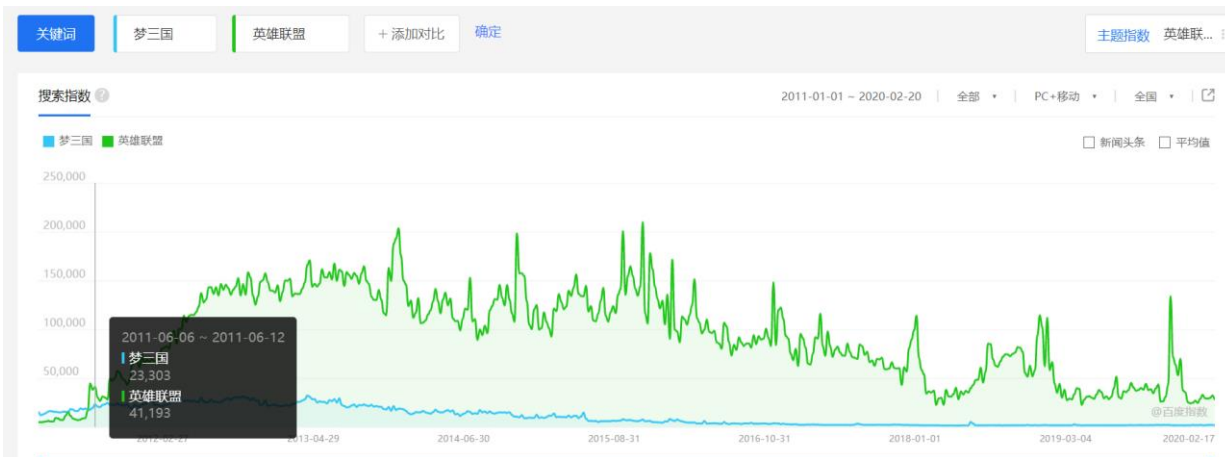


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2、《LOL》强敌来袭与运营失误，用户流失与热度下滑

随着 MOBA 类游戏的逐渐走红，腾讯开始携着签约的《英雄联盟》在 2011Q3 正式入场。也正是那个时候开始《英雄联盟》的百度指数开始暴涨，而电魂网络的《梦三国》讨论度开始加速下滑。在《英雄联盟》的强大攻势下，MAU 和充值流水都结束了多年的增长。新用户进入趋势明显放缓，老用户也开始逐步流失。

图14: 《梦三国》与《英雄联盟》的百度指数



资料来源: 百度指数, 民生证券研究院

随着市场被抢占,《梦三国》活跃用户中新用户占比有所下滑, 付费用户中新用户占比更是大幅度下滑, 活跃用户数新用户占比从 13 年的 63%到 16H1 的 50%, 付费用户新用户占比从 14 年的 58%到 16H1 的 14%, 缺少新用户流入与新用户付费意愿低下。

运营出现失误, 把付费点逐渐推向了 PVE 关卡部分, 导致了玩家群体的撕裂。频繁推出向 MMORPG 看齐的“氪金”活动虽然从 2014 年起大幅拉高了 ARPU 值, 却也加速了用户的流失。最终 2015 年推出的大更新《梦三国 2》也未能挽救颓势。

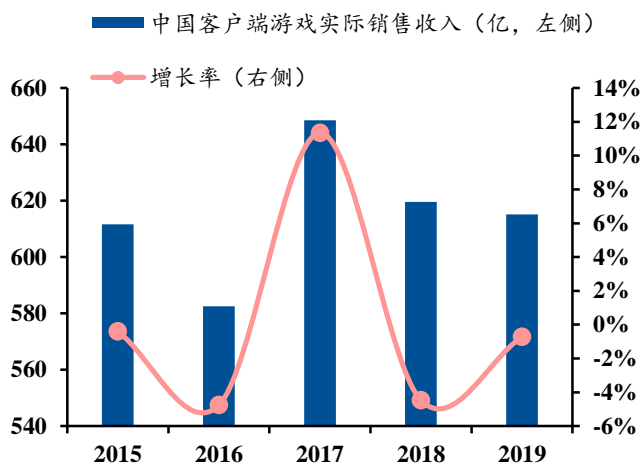
近几年整个端游市场的销售收入也处于较颓势状态, 而与之相对的是移动游戏收入的迅速崛起, 曾经在 MOBA 市场抢占先机的电魂网络却始终没能在移动市场推出一款拳头作品, 错过了这几年手游市场的巨大红利。直到 2019 年, 公司推出《梦三国》手游, 增长动力开始重回电魂。

表2: 《梦三国》活跃用户与付费用户比例

	活跃用户 (平均)		付费用户 (平均)	
	新用户占比	老用户占比	新用户占比	老用户占比
2013	62.7%	37.3%	57.6%	42.4%
2014	41.8%	58.2%	33.2%	66.8%
2015	45.7%	54.3%	19.4%	80.6%
2016H1	50.2%	49.8%	14.0%	86.0%

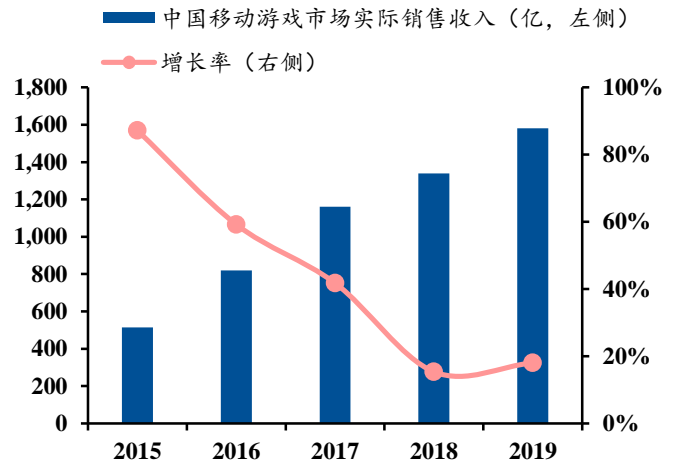
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图15: 中国客户端游戏实际销售收入



资料来源: 伽马数据, 民生证券研究院

图16: 中国移动游戏市场实际销售收入



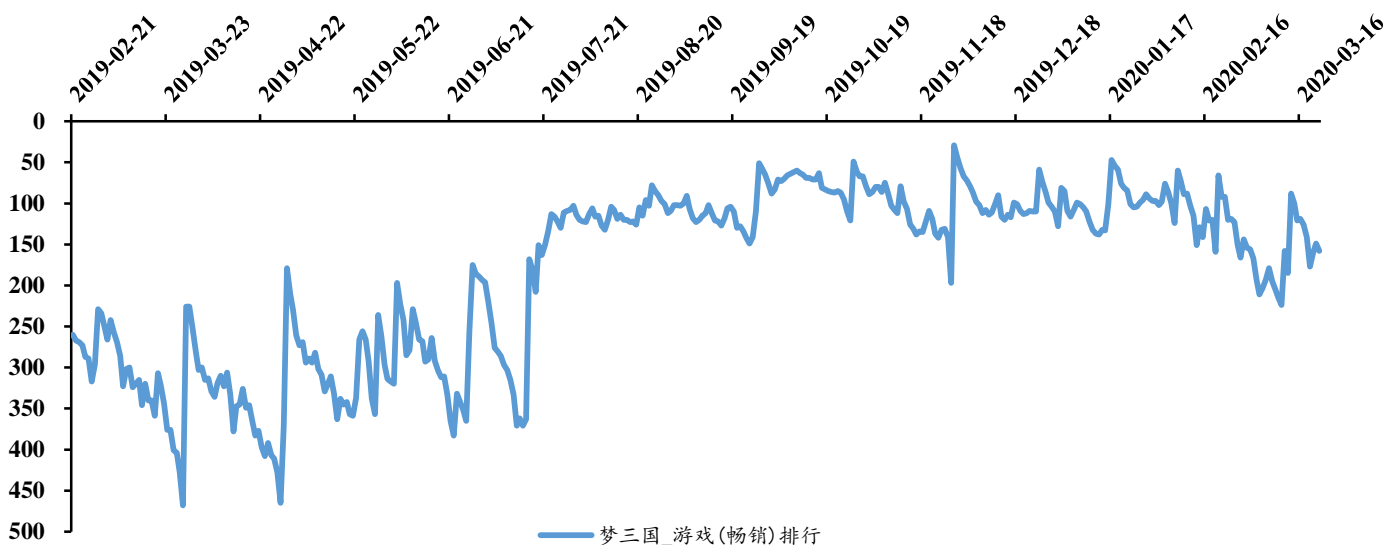
资料来源: 伽马数据, 民生证券研究院

(二) 业绩逆转: 来自端转手红利与 WeGame 的曙光

1、《梦三国》端转手表现优异, 打响公司手游大作第一枪

2019年2月,《梦三国》手游开启测试。7月19日手游正式上线, iOS 游戏畅销榜排名从测试时的400多名大幅上升到100名左右,最高达到29名。作为一款曾经平均月活达到600万,注册用户过亿的端游来说,《梦三国》的潜在用户至少是千万级的。老用户的回流也成为了《梦三国》在手游MOBA市场长久运营的基础。通过移动游戏市场享受红利,看好2020年《梦三国》手游表现持续。

图17: 《梦三国》手游 iOS 游戏畅销榜排名

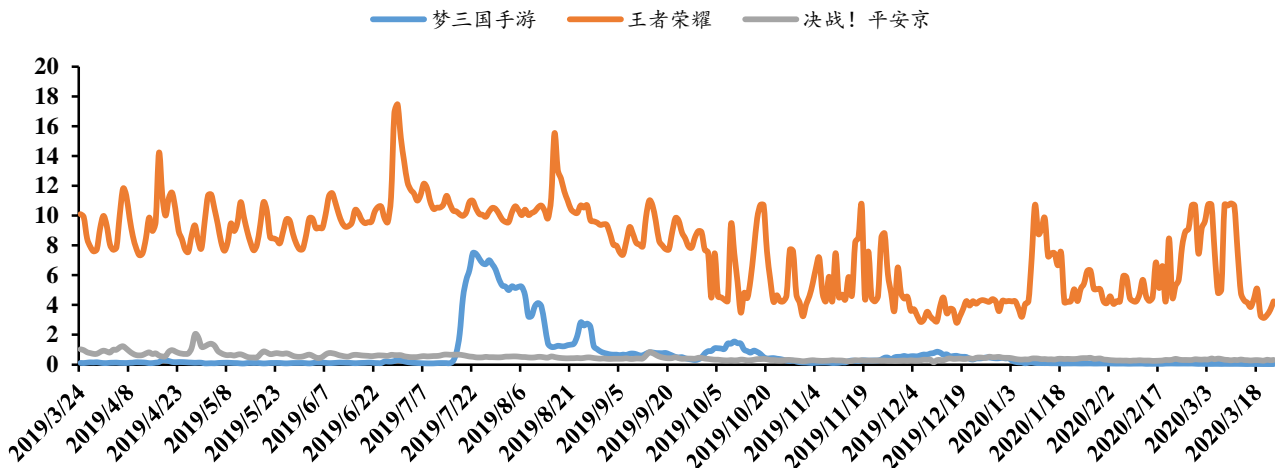


资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

《梦三国》手游驱动电魂网络业绩。上线之后, 在游戏 iOS 游戏畅销榜排名中逐步提升, 成

为 2019 年电魂网络业绩贡献的重要来源，手游的成功大幅推动了 2019 年电魂网络净利润，业绩报告预告显示 2019 年净利润同比增加 60%-72%。《梦三国》手游下载量于 7 月月达到峰值，截止 2 月份，日均下载量维持在 1000 次左右，与同类 MOBA 手游王者荣耀相比，根据下载量，王者荣耀依托腾讯强大的运营能力，整体可以保持一个稳定上升趋势，《梦三国》手游目前潜力并未能充分释放。

图18: 《梦三国》手游、《王者荣耀》和《决战! 平安京》下载量对比 (万)



资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

2、借力腾讯, 《梦三国》端游焕发新生机

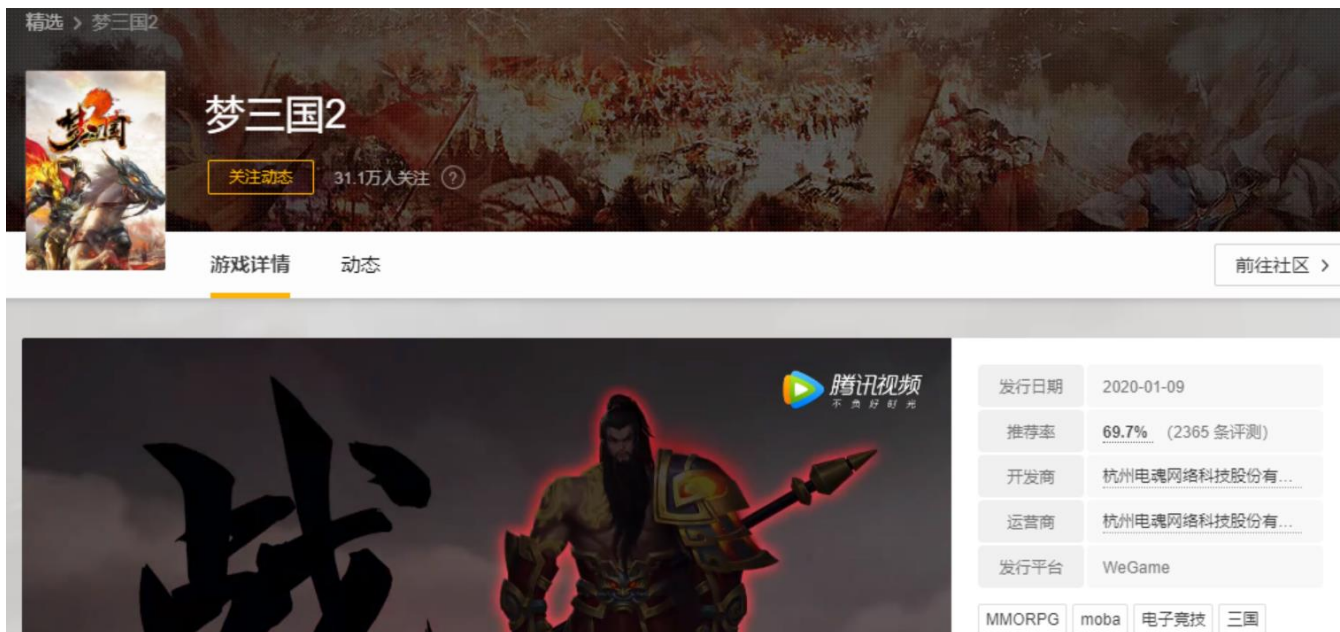
2020 年 1 月 9 日《梦三国 2》在 WeGame 正式上线, 成为 WeGame 老端游计划中的游戏之一。得力于腾讯的强大宣发, 《梦三国 2》上线之后在火爆新品榜超越龙之谷占据第一近一个月, 关注人数 30 万。开响电魂网络 2020 的第一枪。预计今年 WeGame 渠道将持续促进电魂网络端游业绩复苏, 看好今年梦三国 IP 在端游手游双领域协同发力, 保障业绩。

图19: WeGame 榜单



资料来源: WeGame, 民生证券研究院

图20: 《梦三国2》 WeGame 关注人数



资料来源: WeGame, 民生证券研究院

(三) 对标同业: 梦三国 IP 风格鲜明, 未来可期

1、《梦三国》手游复刻端游, MOBA+MMO 创新模式承继经典国风

《梦三国》是公司自主研发的一款将 RTS+RPG 元素融合的 MOBA 类网游。游戏以三国 IP 为背景, 类似《DOTA》的地图设计。玩家搜集不同的英雄卡, 参与各种竞技场的挑战, 通过团队、国家的配合以及个人的操作意识来夺取最终胜利。游戏整体画风光鲜亮眼, 纯 3D 的表现方式和 45° 俯视角优化视觉感受, 精美的英雄模型、华丽的装备和完备的技能强化玩家的游戏体验感。

图21: 《梦三国》端游中主要英雄姜维、吕布、诸葛亮



资料来源: 《梦三国》, 民生证券研究院

《梦三国》游戏玩法可分为 MOBA 对战和 MMO 副本模式。作为《梦三国》端游的复刻版, 《梦

《梦三国》手游由端游物理引擎打造，延续了魔幻三国风的画面风格与角色设定，保留了端游经典的 MOBA+MMO 副本玩法，提供多种模式的 PVP 和 PVE 形式。《梦三国》手游特点鲜明，玩家将置身人、神、魔三族鼎立的穿越世界。

两种模式在两个相互独立的系统中进行，副本玩法获取的各类加成无法在 MOBA 模式中使用。MOBA 公平对战，玩家所有的英雄开战时均为一级，无装备、无加成，英雄的发展考验玩家自身的操作和玩家与玩家之间的配合。MMO 副本模式，自由搭配英雄组队，然后推本以获取奖励，适合喜欢的养成类玩法 PVE 玩家，也为 MOBA 类玩家在竞技之余增添选择。

《梦三国》手游以三国为 IP 背景，游戏品质较为出色。用户对《梦三国》与《王者荣耀》的评价普遍比较高，游戏流畅、少有卡顿，相比起来《决战！平安京》在体验感方面就要逊色一些。但就游戏建模来说，《决战！平安京》有着最优建模，人物塑形细腻，能够展现微笑等细微表情，这方面《梦三国》和《王者荣耀》具有提升空间。

对标大厂 MOBA 游戏《王者荣耀》和《决战！平安京》，《梦三国》手游坚持特色。与《梦三国》同属国产经典 MOBA 游戏的还有腾讯主推的《王者荣耀》和网易的《决战！平安京》。三款游戏除了玩法上相似，还都设置了付费解锁英雄和皮肤，精美的皮肤和功能更强大的英雄角色都吸引着用户氪金。

对于玩家而言，《王者荣耀》上手难度小，在强大的服务器支持下，更有利于提升用户体验，也最有竞技感。《决战！平安京》是网易头部游戏《阴阳师》作为 IP 的衍生，初学者上手难度大，但竞技性一般，玩家多把它当作休闲游戏来玩。而《梦三国》操作难度较大，有较高的竞技性，但缺少相关新手教程。在游戏风格方面，《王者荣耀》是经典国风，相比之下《决战！平安京》的二次元日式画风更加华丽、精细和追求细节，而《梦三国》延续了其端游的三国风。《决战！平安京》和《梦三国》均从现有游戏中导流用户，《决战！平安京》的用户来源很大一部分是《阴阳师》死忠粉，《梦三国》手游的用户一部分源于《梦三国》端游。

表3: 《梦三国》手游、王者荣耀和决战！平安京对比

	梦三国手游	王者荣耀	决战！平安京
画面设计	中国三国风，有特色	国风，贴近大众审美，简洁，干脆，直接	偏二次元日式画风，华丽，精细，追求细节
建模	较精细	精细	精细
英雄付费	需要买英雄、皮肤	需要买英雄、皮肤	需要买英雄、皮肤
流畅度	流畅	流畅	会出现卡顿现象
难度	高	较低	高
竞技性	比较高	最高	一般，可当休闲游戏来玩
Taptap 下载量 (万人次)	17.78	1659.39	534.48
玩家基础	部分端游老玩家	国民度最高，遍布最广	部分阴阳师玩家
游戏宣传	宣传力度较弱，但后续会加强	腾讯主力营销	在网易游戏矩阵的第二梯队，营销力度和资金支持较薄弱

资料来源：网络资料整理，民生证券研究院

2、对标经典 MOBA 类游戏,《梦三国》端游继承创新

对标《DOTA》、《英雄联盟》,《梦三国》端游特点鲜明。作为大陆首款角色扮演与《DOTA》竞技对战相结合的 3D 网络游戏,《梦三国》的故事背景融合了三国时期的历史,在黄巾之乱、董卓乱政、群雄割据、官渡之战、谋定天下等各故事章节中,玩家可以通过角色扮演,来收获斑斓壮阔的剧情体验和丰富的对战体验。作为深耕 MOBA 游戏市场多年的三款游戏,《梦三国》和《DOTA》、《英雄联盟》在英雄付费模式、画面设计、角色数量、玩法、上手难度等方面各有不同。

独创获胜机制,增强游戏可玩性和节奏感。从游戏时长来看,《梦三国》的游戏一局在 20 分钟左右,相比于《DOTA》一小时左右的游戏时长,节奏更快,其主要原因是《梦三国》更强调对战的快感,除了推倒敌方的主基地以获得胜利之外,击杀敌方人头达到一定数量也可获胜。因此,何时买活成为了玩家所要思考的问题,提高了游戏的可玩性和趣味性。《英雄联盟》也以快节奏和团战著称,不断刺激着玩家的进攻积极性。随着游戏时间的推移,游戏中的小兵/野怪能力也会提升,因此有时游戏会长达一小时到几小时不等。而《DOTA》更侧重于心理战术,游戏套路也层出不穷。

图22:《梦三国》端游游戏界面



资料来源:《梦三国》,民生证券研究院

付费解锁英雄,激发玩家氪金欲望。MOBA 游戏中,玩家对于英雄的选择同质化比较严重。为丰富选择类别,《梦三国》不断增加新的英雄,因此《梦三国》的英雄角色数量多于《DOTA》,而《DOTA》则不断修改原有的英雄技能来维持各英雄的平衡。在英雄付费系统方面,《DOTA》的英雄全部免费开放,《英雄联盟》的新英雄需要支付一定费用,《梦三国》的英雄也需要付费解锁,获取理想的英雄角色还是需要玩家氪金购买,但整体价格适中。随着后期技能不断提升,费用也随之水涨船高,如英雄升星、英雄升阶和将星系统,购买一个英雄角色往往需要几百元的费用。为适应购买英雄角色的需求,《梦三国》游戏中获取金钱的速度也更快。在奖励方面,《梦三国》的充值系统给予首充奖励、累计充值奖励和 VIP 系统奖励。《英雄联盟》中解锁新英雄或需要长时间的游戏积累,或需要付费购买,每周推出免费英雄,对于玩家来说也算是一个不小的福利。

《梦三国》操作灵活，相比《DOTA》对新手玩家更为友好。在操作风格上，《梦三国》一方面坚守了《DOTA》的传统操作风格，比如走A、卡兵线以及反补机制等；另一方面，《梦三国》引入全新的自动加点机制，其优势在于可以帮助很多不了解英雄技能的玩家尽快熟悉游戏，省去了每次升级都要自己点技能的麻烦。同时，《梦三国》游戏可以随意调动小地图的左右位置，适应玩家个性化的需求。同样，技能上有《DOTA》的传统键位设置，也有QWER这样的《LOL》玩家的常用配置，还可以自行设计，使得传统的《DOTA》和《英雄联盟》玩家可以轻松上手。

《梦三国》用户集中在中国，国际化战略有助于打开海外市场。《英雄联盟》运营至今玩家在线人数已超过千万，获得如此之大的成功有很大因素取决于《英雄联盟》的上手较容易。得益于公司全方位的研发、运营和营销能力，目前《英雄联盟》和《DOTA》的玩家基础遍布全球，用户深度和广度都远超《梦三国》。而《梦三国》起家于中国市场，玩家主要集中在中国，未来随着国际化战略的落地，有望提升国际用户数量。

表4: 《梦三国》与《DOTA》、《英雄联盟》游戏对比

游戏名称	梦三国	DOTA	英雄联盟
游戏类型	MOBA	MOBA	MOBA
运营公司	电魂网络开发、运营	暴雪娱乐开发，中国大陆地区由完美世界运营	美国拳头游戏开发，中国大陆地区由腾讯代理运营
游戏时长	20分钟	1小时	30-40分钟居多，最长可达几小时
英雄付费	英雄需要花钱解锁	全英雄免费开放	每周限时免费，获取新英雄需要长时间的游戏积累或者花钱解锁
画面设计	增加了中国三国风元素，精致	画质稍低	画质较高，视觉效果细致
角色	英雄数量最多，平衡性最弱	不断修改原有英雄技能，平衡性强	新英雄推出较快
玩法	竞技+RPG	竞技	竞技
玩家基础	主要集中在中国	玩家基础大，全球广泛	玩家基础大，全球广泛
游戏宣传	宣传力度较弱，但后续会加强	宣传力度强	宣传力度强

资料来源：网络资料整理，民生证券研究院

四、手游大作酝酿已久，未来增长可期

(一)《我的侠客》另辟蹊径，开拓广阔武侠品类

1、依托腾讯“极光计划”，发行与研发同步发力

(1) 依托腾讯极光计划，强大宣发支持

2017年，腾讯成立了极光计划，由专门的“极光游戏产品部”专门对接精品中小游戏开发团队。并对签约项目提供开发资金、用户流量和专业支撑等等。截至目前已有《隐形守护者》《纪念碑谷2》《中国式家长》等高质量高口碑作品。而由电魂历时两年倾注心血开发的《我的侠客》也在其中。而作为电魂今年最重磅的作品，目前在官网的预约人数已经超过40w。随着公测临近，预计人数还会有较大增长。

图23: 我的侠客预约人数



资料来源：游戏官网，民生证券研究院

(2) 凝聚研发能力，测试口碑数据相当出色

作为《梦三国》的制作人，公司的联合创始人宇晓亮来说，我的侠客也是其重回一线的首款作品。公司倾尽全力开发的游戏自然也保证了作品的品质。而从测试结果来看，游戏的品质无疑是极佳的。目前在第三方游戏论坛 TAPTAP 上，我的侠客评分高达 9.2 分，预约人数也已超过 21 万。

图24: 我的侠客 TAPTAP 评分



资料来源: TAPTAP, 民生证券研究院

从制作组放出的首测问卷调查来看,《我的侠客》首测的满意度达到 95.4%,口碑数据相当出色。电魂此前也测试过其他的产品,整体的用户满意度在 65%以下。《我的侠客》也是电魂目前产品满意度最高的产品。高质量的作品叠加腾讯的发行支持,这次的电魂或许会交出一份令人惊喜的答卷。

图25: 我的侠客问卷调查



资料来源:《做 1% 用户沉浸的游戏》, 民生证券研究院

2、核心玩家盛典, 发力复古武侠细分“赛道”

(1) 核心玩家狂热凸显游戏潜力

2019 年初制作组进行了首轮测试, 600 人的用户中有 70% 的用户在游戏停留的时间超过 100 小时, 平均每天 3 小时+。根据极光数据, 我国 2019 年手游用户人均使用时长为 29 分钟, 核心

玩家的热情可见一斑。同时游戏的用户活跃度非常高，有用户损坏了多次存档后还在持续游玩。电魂在进行了2020年初的最新一轮测试后，测试群已经增长到了近5000人。每天都有焦急等待的玩家询问何时才能开服，超高的用户黏性也是游戏的一大特色。在游戏测试群里每天都有玩家在询问工作人员何时能再开服测试。

图26: 我的侠客核心用户首测



资料来源:《做1%用户沉浸的游戏》，民生证券研究院

图27: 我的侠客测试群



资料来源: 民生证券研究院

(2) 发力复古武侠细分“赛道”，吸引泛武侠用户

制作组采用了多周目单机体验为主，联机切磋为辅的模式为玩家构架了一个自由而又丰富的武侠世界。因为玩家选择和随机事件的不同，每次都会培养出只属于自己的独特侠客，满足每一个玩家的武侠梦，也是这一点促使玩家多周目游玩。在多周目体验后还可以转为自由模式，DLC和联机对战留住玩家。游戏采用2D水墨风格，瞄准复古武侠风。

图28: 我的侠客核心用户首测



资料来源：《做1%用户沉浸的游戏》，民生证券研究院

图29: 《我的侠客》游戏画面



资料来源：BILIBILI，民生证券研究院

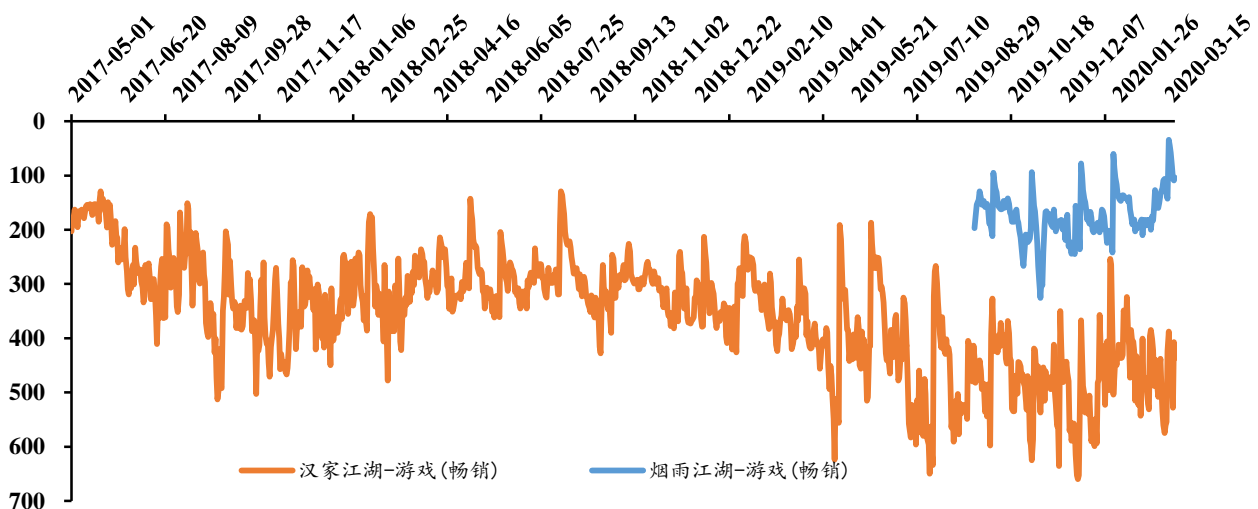
从当前测试版看游戏的付费一是游戏内类似会员的百宝书，二是商城功能和额外资源刷新次数，后续也许会涉及更多的皮肤和人物解锁。在复古武侠这一细分品类里采用类似付费模式的作品包括《汉家江湖》与《烟雨江湖》，其中近期上线的《烟雨江湖》当前在 TAPTAP 的下载为 15 万次，低于《我的侠客》当前的预约人数。这三款游戏的剧情体验都偏单机，同时战斗画面都采用了水墨 2D 风格，但相对来看我的侠客画面效果强于其他两款作品。由于我的侠客的内测数据突出，我们预计流水表现会好于当前市场已有作品。我的侠客已有版号，预期上线后将会明显提升电魂网络利润表现。

图30: 《我的侠客》(左)、《汉家江湖》(右上)与《烟雨江湖》(右下) 游戏画面



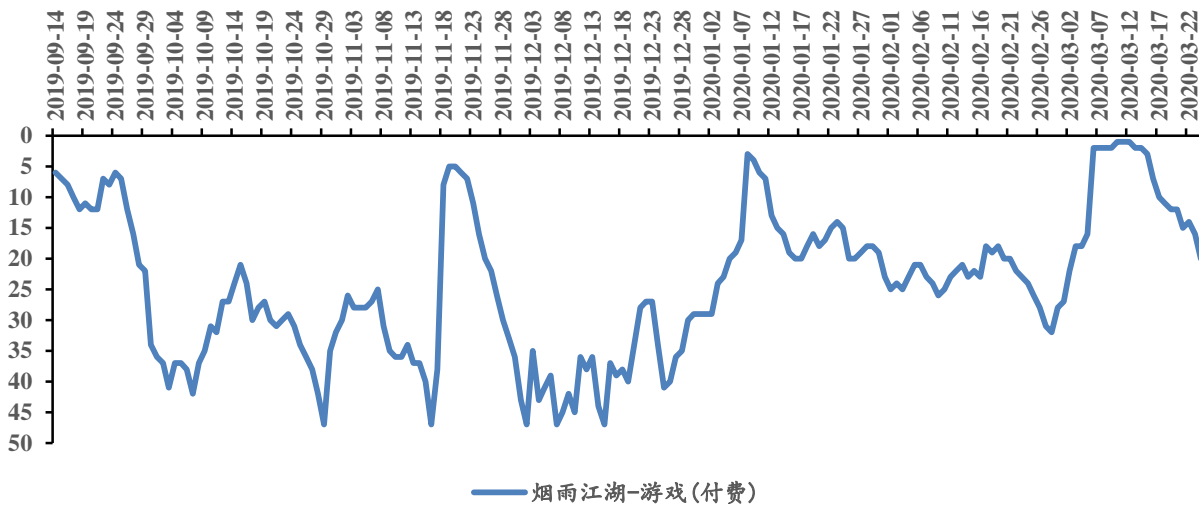
资料来源: BILIBILI, 民生证券研究院

图31: 《汉家江湖》与《烟雨江湖》iOS 游戏畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

图32: 《烟雨江湖》iOS 游戏付费榜排名



资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

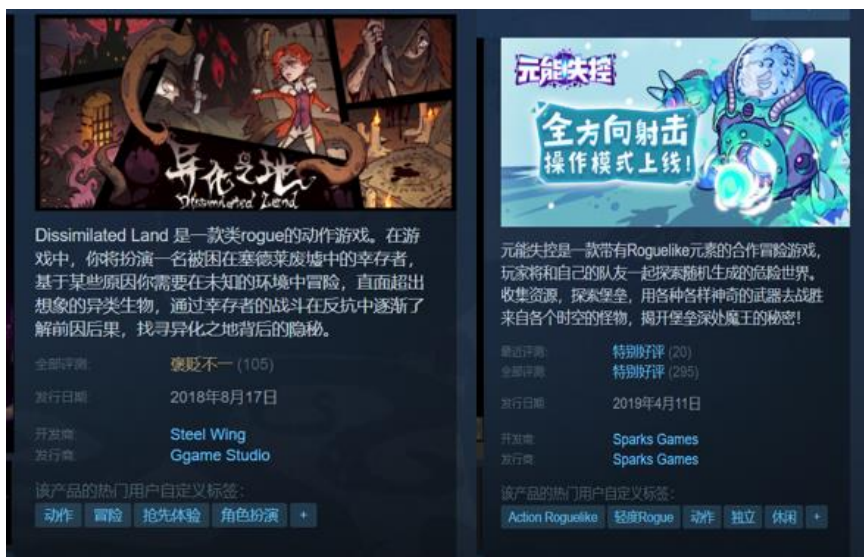
(二) 作品储备多元化, 外延并购推升净利润

1、试水更多品类, 多元化手游产品线

(1) 元能失控: 优良口碑的Roguelike游戏

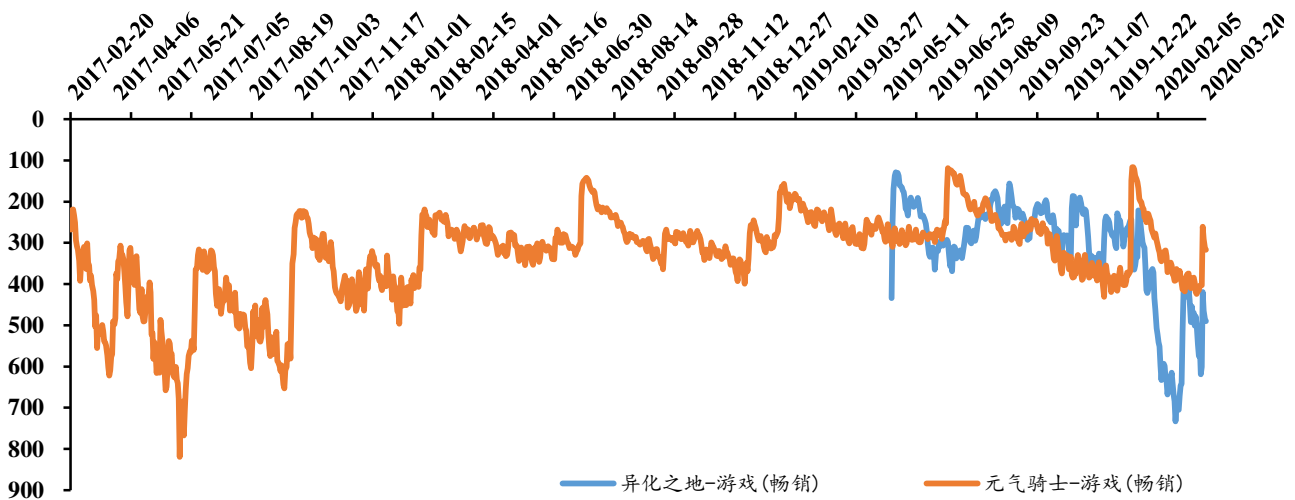
《元能失控》一款由火花工作室开发的精良 Roguelike 游戏, 在 2019 年 4 月已经上线 Steam。电魂网络通过代理国内发行试水市场, 目前已获得端游版号筹备近期上架 WeGame。制作组曾表示将在获得手游版号尽快上架手游版, 同时手游版将采取道具付费的模式。类似的端手联动的 Roguelike 游戏还包括异化之地, 但从 Steam 评价来看元能失控的口碑高于异化之地, 看好上线后流水表现更佳。且 Roguelike 品类中也有《元气骑士》这类长线运营较为成功的例子。

图33: 元能失控与异化之地游戏页面



资料来源: Steam, 民生证券研究院

图34: 元气骑士与异化之地 iOS 游戏 iOS 游戏畅销榜排名

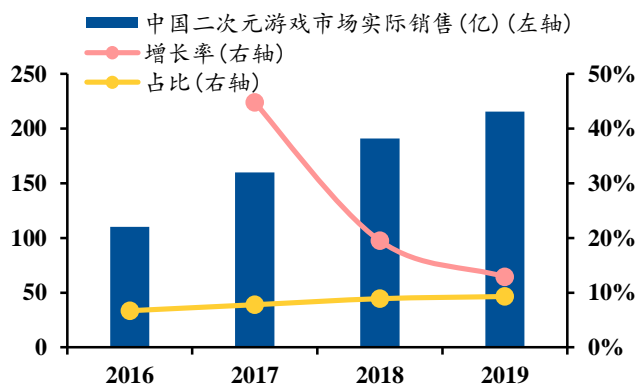


资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

(2) 《X2解神者》: 发力二次元市场

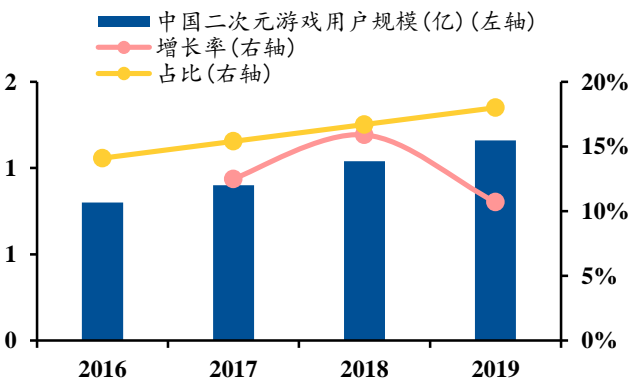
二次元游戏行业发展增长稳定。2019年, 中国二次元游戏市场贡献了9.3%的整体游戏收入, 实际销售收入达215.6亿元, 同比增长12.9%, 增速减缓但仍保持稳定增长。二次元游戏用户规模达1.16亿人, 同比增长10.7%, 占比18.0%。整体增速趋缓, 二次元游戏用户逐渐稳定。得益于细分市场的高增长, 近几年二次元品类的热门原创游戏层出不穷。从《Fate/Grand Order》、《崩坏3》到《明日方舟》, 其表现都堪称现象级。

图35: 中国二次元游戏市场实际销售收入及增长率



资料来源: 中国音数协游戏工委, 国际数据公司, 民生证券研究院

图36: 中国二次元游戏用户规模



资料来源: 中国音数协游戏工委, 国际数据公司, 民生证券研究院

在2020年春节期间, 移动游戏的流水TOP10中, 二次元手游占据3个, 依次为《阴阳师》、《火影忍者》、《崩坏3》, 并且在春节期间, 环比1月初流水增长率TOP10中, 二次元手游占据5席: 《崩坏3》、《少女前线》、《闪耀暖暖》、《阴阳师》、《恋与制作人》, 在国内游戏市场, 二次元手游再次表现出了强大的竞争力。

表5: 春节期间流水较1月流水增长率 TOP10

排名	游戏名称	游戏类型
1	崩坏3	ARPG (非MMO)
2	少女前线	策略类
3	烟雨江湖	ARPG (非MMO)
4	QQ飞车	竞速类
5	闪耀暖暖	换装类
6	第五人格	竞技类
7	龙珠激斗	卡牌类
8	阴阳师	RPG
9	恋与制作人	剧情互动
10	FIFA 足球世界	体育竞技类

资料来源: 伽马数据, 民生证券研究院

公司目前的二次元游戏储备《X2》。制作人将其称为为 Roguelike 的 ARPG 游戏, 经历了首次测试后游戏在 Taptap 上反响良好, 预约人数已经超过 45 万人。这个数字在目前处于预约中的二次元作品里称的上是非常优秀。2019 年二次元热门游戏《战双帕弥什》在上线前的预约人数过百万, 但当时的战双已经经历了三轮测试。而 X2 只是完成了首测, 预计预约人数还会有较大的增加。制作人猫浮曾在腾讯做过游戏制作人, 经验丰富团队也吸纳了《光影对决》的老成员。

图37: X2 与同类产品的 TAPTAP 预约画面



资料来源: TAPTAP, 民生证券研究院

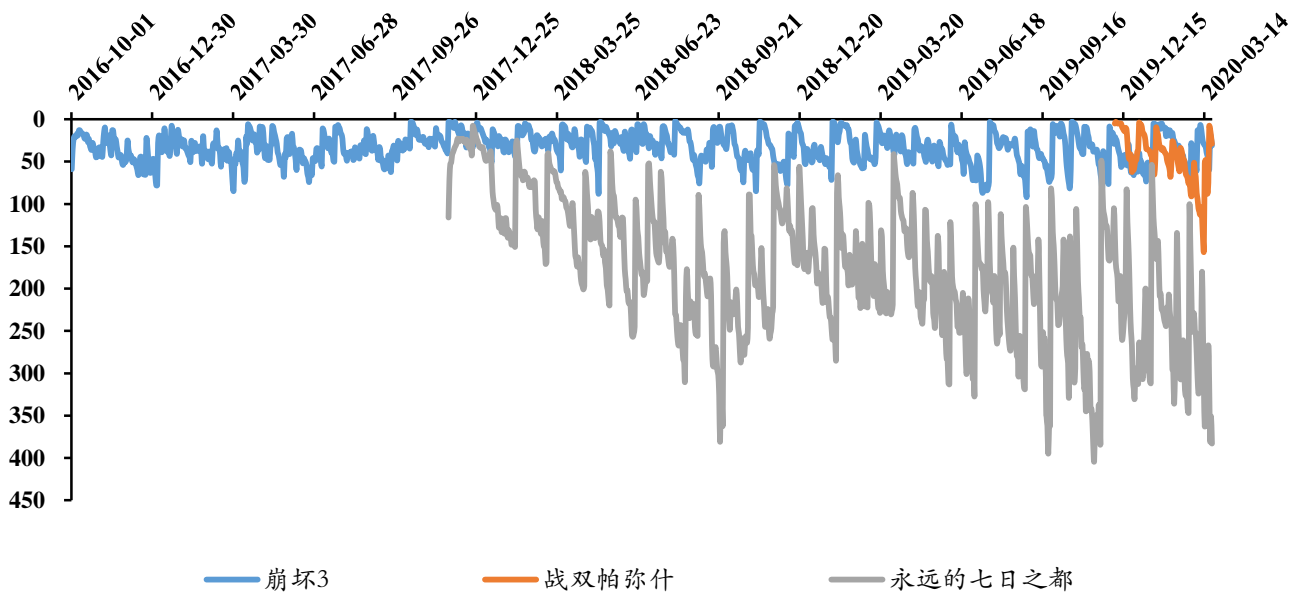
二次元 ARPG 在国内已有多款成功作品, 同类的产品中《崩坏3》、《战双帕弥什》、《永远的7日之都》都曾有很好的表现, 三款游戏 iOS 游戏畅销榜最高排名都进入过 TOP10。从目前放出的测试视频看 X2 的战斗画面和网易的永远的7日之都比较接近, 看好游戏上线后表现。

图38: X2 游戏画面 (左) 与永远的7日之都游戏画面 (右)



资料来源: Taptap, Bilibili, 民生证券研究院

图39: 二次元 ARPG 游戏 iOS 游戏畅销榜



资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

2、外延并购推动净利润提升, 公司产品储备丰富

(1) 收购游动网络, 完善产品体系

电魂网络 2019 年 3 月出资 2.89 亿收购了游动网络 80% 的股权, 2019-2021 年的净利润承诺分别是 5000 万元, 6000 万元以及 7200 万元 (承诺归母净利润为 4000 万元, 4800 万元以及 5760 万元), 2019-2021 年三年利润总额不低于 1.82 亿元。游动通过自主研发游戏包括《坦克之王》和《小宝当皇帝》等, 储备手游《鹿鼎记》和《胭脂妃》等。预计将会持续厚增上市公司业绩。

(2) 电魂主要在运营游戏与游戏储备

电魂网络当前在运营游戏涉及端游、手游及 VR。除了《梦三国》外还有梦塔防及野蛮人大作

战等作品在线贡献利润。主要储备游戏中大部分都已获批准号，除了重点关注的三款储备外还有一款策略解密游戏及一款益智游戏。

表6: 主要在运营游戏

游戏名称	运营模式	上线时间	现有情况
梦三国	自主运营	2009年12月10日	端游
梦三国2	自主运营	2014年	端游(梦三国换代而来)
梦塔防	自主运营	2013年	端游
元能失控	自主运营	2019年4月11日	端游+手游未来上架
梦三国手游	自主运营	2019年7月19日	手游
梦塔防手游	自主运营	2019年4月9日	手游
野蛮人大作战	自主运营	2017年7月21日	手游
梦梦爱三国	自主运营	2014年12月9日	手游
星盟冲突	自主运营	2017年	手游+端游
瞳-祈愿	自主运营	2017年11月9日	VR游戏
净界之涤	自主运营	2017年4月14日	VR游戏
Genesis	自主运营	2019年3月14日	主机+PC

资料来源: 公司公告, Taptap, 民生证券研究院

表7: 重要手游储备

名称	运营模式	游戏类型	TAPTAP 评分	TAPTAP 预约	版号情况
元能失控	代理发行	MMO	9.4	98801	未获得(端游已获得版号)
我的侠客	腾讯代理	RPG	9.2	218432	已获得
萌猫消消乐	代理发行	PUZ	/	/	已获得
逆焰	代理发行	SLG	9.5	23771	已获得
X2-解神者	代理发行	RPG	9.2	456617	未获得

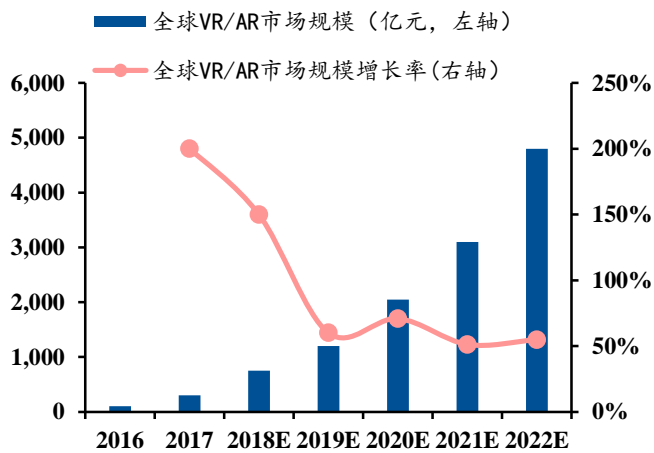
资料来源: 公司公告, Taptap, 广电总局, 民生证券研究院

(三) VR 产业聚焦, 《瞳》系列助力产业链布局

1、5G 时代网速提升解决 VR/AR 瓶颈, 预计将迎来大规模爆发

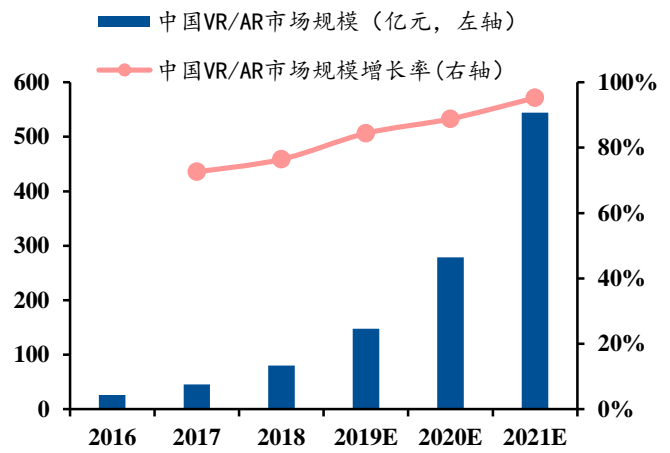
5G 时代网速提升解决了 VR 设备之前由于网速延迟较多导致玩家游戏眩晕, 体验较差的瓶颈, 中国 VR/AR 市场规模 2021 年有望达到 545 亿元, 全球 VR/AR 市场规模 2022 年有望达到 4800 亿元, 预计 2016-2021 年全球、中国 VR/AR 年均复合增长率超过 80%, VR 游戏市场规模广阔。用户如果要达到 VR/AR 的完美体验, 需要满足高带宽、低时延、高移动性等条件。前期 VR 设备没有大规模商用落地主要原因是之前网速较慢, 使用 VR 设备延迟较大, 导致玩家游戏中眩晕, 体验较差。5G 时代, 网速提升将解决 VR 发展瓶颈, 预计将迎来全面爆发。

图40: 全球 VR/AR 市场规模预测



资料来源: 中国信通院, 民生证券研究院

图41: 中国 VR/AR 市场规模预测



资料来源: 赛迪顾问, 民生证券研究院

2、子公司勺子网络旗下 VR 游戏产品获好评，提前战略部署 VR 业务

(1) 《瞳》

由电魂网络旗下的勺子网络开发的VR恐怖题材《瞳》于2016年正式上线以来广受好评，上线大朋VR一体机平台，游戏画质在手机端仍能媲美PC端效果，同时公司对帧率进行了大量优化，达到了流畅运行、过程中不会引起人的眩晕感的，为玩家营造VR沉浸式体验。整个团队由2名策划、2名程序和7名美术组成，团队成员均有丰富的游戏开发经验。游戏《瞳》制作人兼勺子VR研发设计总监胡旭超拥有8年工作经验，曾任2K China NBA2K12 iOS及NBA2K13 iOS游戏主策，为资深虚幻引擎（UE4）制作师，精通摄影、英语及日语。

(2) 《瞳：祈愿》

由电魂网络旗下的勺子网络开发的VR恐怖题材《瞳：祈愿》于2018年正式上线以来广受好评，由《瞳》原班人马打造。《瞳：祈愿》被誉为中国版的“零：红蝶”，以纯正的日式恐怖游戏“零”为基调，加以中式化的场景与故事所构成的一部作品。恐怖游戏场景一般都以黑暗为主，照明道具为手电筒或打火机，但瞳：祈愿主打中式恐怖，有意将照明道具换成更能代表中式的灯笼“灵月盏”，也赋予了一般恐怖游戏照明道具所没有的攻击系统；背景音乐延续了恐怖游戏一贯的诡异风格，氛围的烘托极其出色。

图42: 《瞳: 祈愿》

瞳: 祈愿VR / 学生: 流浪VR



学生: 流浪是一种亚洲风格的恐怖VR游戏。游戏着重于沉浸式恐怖气氛。所有关键项和游戏提示只能使用“月亮灯笼”来找到, 月亮灯笼是一项主要功能, 可带给您非凡而真正的恐怖体验。

店铺 | 集线器 | SteamDB

开发人员: Spoon Network 发行商: Spoon Network

体裁: Adventure, 独立, 抢先体验

语言: 英语, 简体中文, 日语

标签: 恐怖 (25), 抢先体验 (23), 独立 (21), 冒险 (21), VR (20), 仅VR (1)

类别: 单人游戏, Steam Achievements

发行日期: 2019年5月7日

价格: \$ 11.99

老用户评分: 77%所有者: 0 .. 20,000

关注者: 2,612

昨日同时在线玩家人数最多: 1

YouTube统计信息: 上周上传的前50部视频共37次观看和10条评论, 昨天上传了0部新视频。

资料来源: steam spy, 民生证券研究院

五、背靠腾讯深度合作，实现运营优势赋能

(一) 腾讯发行优势显著，促进改善运营能力

腾讯游戏在国内移动游戏发行市场中表现强势。2018 年中国移动游戏发行市场 Top10 发行商集中度进一步提升。根据流水规模测算，TOP10 游戏公司市占率 87.4%，其他公司占比 12.6%。19H1 中国移动游戏发行市场，TOP10 游戏公司占比提升至 91.2%，其他公司占比下滑到 8.8%。而腾讯游戏作为市占率最高的游戏厂商，发行占比由 2018 年的 52.3% 进一步上升至 2019 年 H1 的 53.4%，有效巩固移动游戏发行市场的竞争力。

图43: 2018 中国移动游戏发行竞争格局

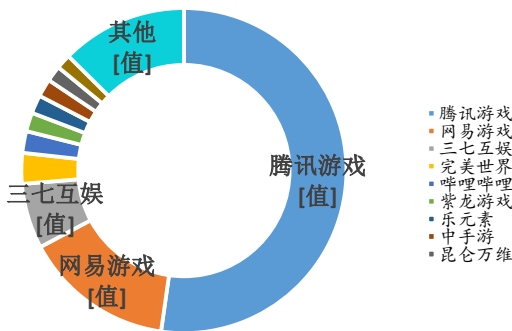
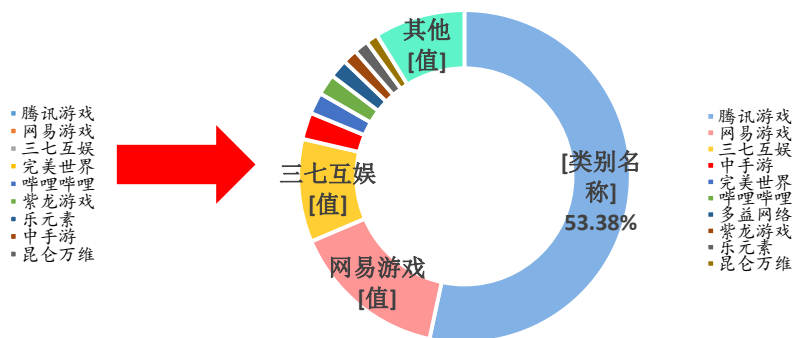


图44: 2019H1 中国移动游戏发行竞争格局



资料来源: Analysys 易观, 民生证券研究院

资料来源: Analysys 易观, 民生证券研究院

(二) 腾讯推出“极光计划”，孵化特色移动端产品

腾讯于 2017 年推出“极光计划”，打造一站式游戏服务体系。极光计划致力于为各类具有独特品质的游戏与创新品类应用提供全方位的孵化支持，搭建和培育热爱游戏、创新品类应用的玩家聚集地，为独立游戏开发者以及工作室提供扶持，并将全球开发者和中国移动游戏创新品类应用用户连接在一起。而随着电魂网络和腾讯游戏的合作不断深化，“极光计划”也将为电魂网络未来移动端游戏的发展提供土壤。

图45: 极光计划部分游戏



资料来源: 腾讯公司官网, 民生证券研究院

从技术支持到用户流量, 极光计划为公司提供全面资源。专业支撑方面, 极光计划可以提供便捷灵活的 SDK 解决方案、研发组件和技术模块服务, 而且更有顶级制作人提供全程孵化辅导, 为新游戏的开发上线保驾护航。在用户研究方面, 极光计划能提供专业的用户洞察支持, 建立实时开放的数据分析系统, 帮助公司精准聚焦用户。腾讯丰富的用户基础和流量资源给予了公司拥抱腾讯全平台用户的机会。极光计划专有的流量池配合基于社交画像的整合营销方案, 为新上线的游戏实现导流。而对于资金困难的游戏厂商, 极光计划成立了中小团队专项扶持基金, 缓解资金压力, 更有灵活的代理分成方案、产品融资及公司融资支持。

图46: 2019 年极光计划核聚变广告



资料来源: 腾讯公司官网, 民生证券研究院

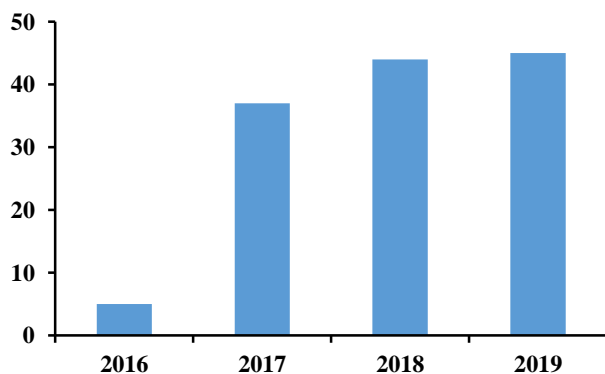
创意游戏的一站式孵化平台初显成效。2019 年极光计划携 13 款创新游戏首次亮相核聚变展台，其中就包括了公司的复古武侠 RPG 手游《我的侠客》。《我的侠客》展现了一个高度自由且囊括了人生百态的武林江湖，让玩家既可以行侠仗义、惩恶扬善，也可以比武学艺、游山玩水。从展出效果来看，极光计划与核聚变的强强联合为公司新游戏的上线吸引了更多市场的目光。

(三) 销售运营能力全面提升，腾讯支持多元化产品输出

依托于腾讯 WeGame 的流量基础和运营优势，公司游戏表现值得期待。WeGame 是腾讯旗下的一站式游戏平台，集游戏商城、游戏社区、游戏视频、游戏直播于一体。2016 年 WeGame 平台已陆续上架单机游戏，2017 年 9 月正式更名上线，目前已成为国内最大的 PC 游戏分发平台，对国内 PC 单机游戏的销量影响力不容小觑。2016 年上架的 5 款产品中，最受玩家欢迎的则是评论量至今保持平台第一的《饥荒：联机版》，这款同样是 WeGame 首款上架的单机游戏，为平台打响了漂亮的第一枪；2017 年，WeGame 发行的游戏数量激增，共计 37 款，其中最受玩家欢迎的则是模拟经营类游戏《星露谷物语》；2018 年 WeGame 发行的游戏数量持续增长至 44 款，模拟养成游戏《中国式家长》以 12000 评论量成为该年度最受玩家欢迎的游戏。未来电魂与腾讯的强强合作，游戏运营的率先升级，受到了用户的大体量关注，有助于进一步深耕端游市场空间，持续提升原有项目盈利能力。

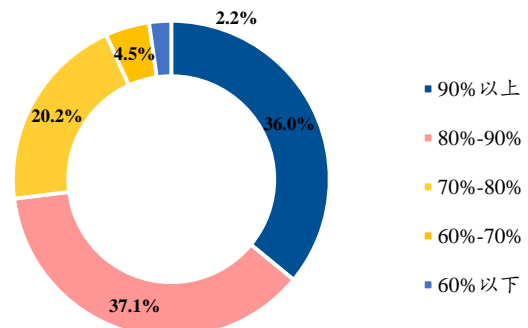
玩家口碑持续催化，促进游戏销量提升。在 WeGame 平台上，推荐率成为众多玩家挑选游戏的重要参考之一。由于只有购买游戏的玩家，才有资格为游戏打分，避免了评价的注水度。分区间来看，WeGame 推荐率达到 90% 以上的占比为 36.0%，推荐率 80%-90% 的游戏占比 37.1%，WeGame 游戏整体好评率较高，推荐度中位数高达 87.8%。2020 年 1 月《梦三国 2》在 WeGame 上线，使得《梦三国 2》的活跃度大幅提升。截至目前，《梦三国 2》在 2401 条用户测评中收获了 69% 的好评。而还未上线的《我的侠客》在 WeGame 平台上已有 9410 人预约，位列手机游戏“新游预约”板块中 28 款新游戏的第 12 名。WeGame 移动端应用程序的首页上，“手游预约”占据了醒目的版面，为新游戏的用户提供了便捷的预约渠道。

图47: 各年份 WeGame 发行游戏数量 (个)



资料来源: WeGame 数据平台, 民生证券研究院

图48: WeGame 游戏推荐率区间占比



资料来源: 伽马数据, 民生证券研究院

WeGame 表现抢眼，销量同比增长 5 成以上。WeGame 从 2017 年 4 月由 TGP 更名为 WeGame 以来截止到 2019 年 5 月，累计注册用户达 3 亿人次，日活跃度户数 3300 万，月活跃度户数 (MAU)

达 7000 万累计单机销售量 1000 万套 (国产单机超 500 万套), 销售量较去年同比增长 56%, 与超过 100 家开发商建立了合作关系。2 年时间 WeGame 已经具备了从购买, 到管理、体验和交流的一站式游戏服务能力, WeGame 希望成为游戏开发商在中国 PC 游戏市场的重要合作伙伴。

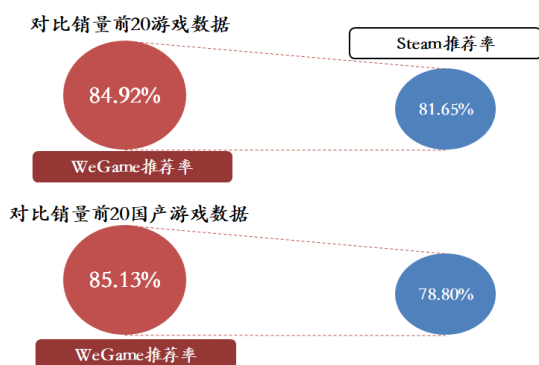
图49: WeGame2019 年全年业绩一览



资料来源: 2019WeGame 开发者大会, 民生证券研究院

WeGame 优质游戏质量营造良好玩家体验, 精确算法推动营销素材点击率呈倍数增长。对比国外头部游戏平台 Steam, WeGame 销量前 20 游戏推荐率更胜一筹, 特别是销量前 20 的国产游戏, 推荐率达 85% 以上, 而 Steam 平台只有 79%, 反应了平台内游戏质量有着良好的保证, 为玩家打造更优游戏环境和游戏体验, 同时也反应玩家满意度相较 Steam 更胜一筹。WeGame 利用其算法优势进行推荐精准投放, 以 4 类不同种类游戏为例, 同一套营销素材相较无差异投放, 精准投放点击率同比提升 2.7-5.7 倍, 精确算法带来效率成倍提高, 特别是多品类游戏和策略模拟类游戏, 点击率分别提升 4.7 和 5.7 倍, 为游戏开发者大大节省了投放成本。

图50: WeGame 推荐率对比—整体高于 Steam



资料来源: 2019WeGame 开发者大会, 民生证券研究院

图51: 案例: 应用“游戏用户类型数据模型”精准投放

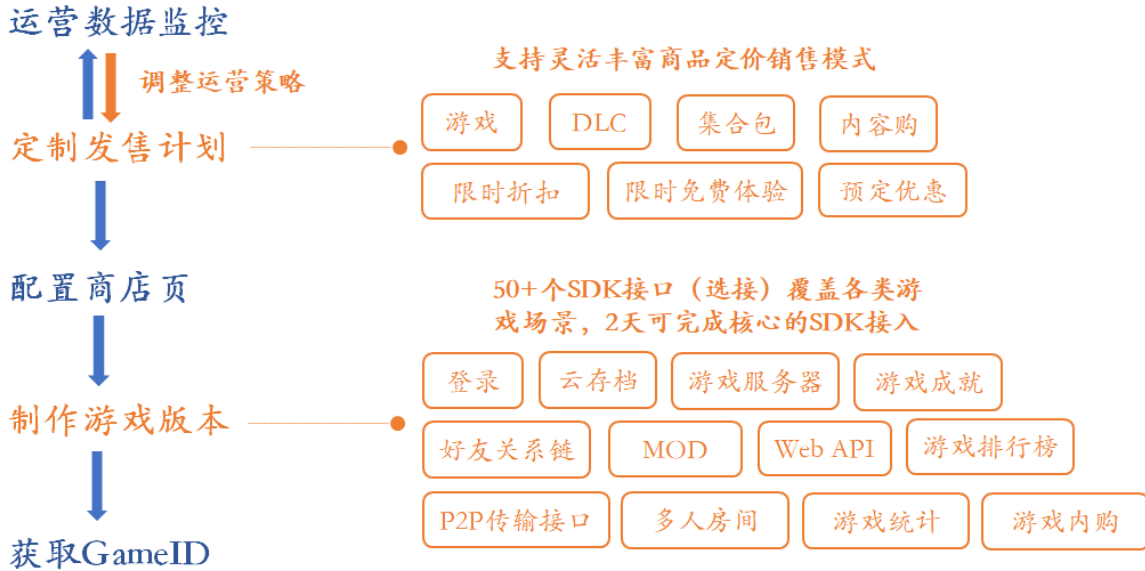


资料来源: 2019WeGame 开发者大会, 民生证券研究院

WeGame 从接入到发售一站式贴心服务, 为游戏厂商提供全方位支持。WeGame 作为一个发行平台, 为玩家推荐游戏外, 还致力为开发者提供便捷的运营、发行全方位服务。WeGame 为游戏开发者制定丰富的定价销售模式, 多样的应效手段为游戏开发商开拓广阔变现渠道。另一方面, 50

余个 SDK 接口覆盖了各类游戏场景，为每个游戏接入速度和稳定性提供了保障。

图52: WeGame 从接入到发售完整服务支持



资料来源：2019WeGame 开发者大会，民生证券研究院

IP 研发能力提升，叠加腾讯独代，新产品有望高效输出。除了《梦三国 2》在 WeGame 上线受益明显，《我的侠客》也与腾讯订游戏独家代理协议，这是一款公司自主研发的复古武侠沙盒 RPG 游戏。公司授权腾讯独家代理发行和运营《我的侠客》的专有权利，而腾讯会提供移动游戏产品运营系统、服务器、与运营商及用户的接口、系统维护、和部分客户服务等，公司提供游戏内容及运行的软件技术支持，双方进行合作，并依据合作收益进行收入分成。

同时，腾讯将《全民突击》IP 授权给公司，公司在合作期限及区域内基于该 IP 策划、制作一款 H5 游戏，由腾讯进行运营和发行，公司将获得一定比例的游戏产品的运营收入分成。公司积极布局移动游戏、H5 游戏，加上腾讯精准聚焦，可以使得多元化产品持续输出，为公司后续业务发展提供潜在的动力。

六、盈利预测

(一) 收入预测

根据公司目前的营业情况和盈利能力,预计营业总收入在 2019-2021 年逐年增加,分别为 7.45 亿、14.86 亿、19.29 亿。其中客户端游戏和其他业务营业收入会维持较平稳,预计 2019-2021 年电魂网络客户端游戏营业收入分别为 3.72 亿、4.22 亿、4.07 亿,其他业务营业收入分别为 0.05 亿、0.06 亿、0.06 亿。移动网络游戏营业收入上升势头明显,预计 2019-2021 年营业收入分别为 3.68 亿、10.58 亿、15.16 亿。预计公司 2019-2021 年毛利率平稳增加,分别为 83.6%、86.4%、88.4%,预计端游毛利率 2019-2021 年为 87%、90%、90%,预计手游毛利率 2019-2021 年为 80%、85%、88%,主要因为 20 年上线《我的侠客》为腾讯独代游戏,按照腾讯分成确认收入,毛利率较高。

表8: 公司 2016-2021E 收入成本结构 (百万)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	494.41	499.27	448.39	745.17	1485.69	1929.26
YOY	5.5%	1.0%	-10.2%	66.2%	99.4%	29.9%
客户端游戏	448.42	451.91	385.84	372.0	422.0	407.0
YOY	-0.3%	0.8%	-14.6%	-3.6%	13.4%	-3.6%
移动网络游戏	44.38	46.42	57.84	368.0	1058.0	1516.0
YOY	147.9%	4.6%	24.6%	536.2%	187.5%	43.3%
其他业务	1.62	0.94	4.70	5.2	5.7	6.3
YOY	122.7%	-41.8%	399.8%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	35.54	43.34	78.02	122.4	201.5	223.3
客户端游戏	28.82	32.72	56.21	48.4	42.2	40.7
移动网络游戏	6.59	10.58	21.04	73.6	158.7	181.9
其他业务	0.13	0.03	0.77	0.5	0.6	0.7
毛利率	92.8%	91.3%	82.6%	83.6%	86.4%	88.4%
客户端游戏	93.6%	92.8%	85.4%	87.0%	90.0%	90.0%
移动网络游戏	85.1%	77.2%	63.6%	80.0%	85.0%	88.0%
其他业务	91.8%	96.6%	83.6%	90.7%	90.3%	89.0%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

(二) 费用预测

根据公司目前游戏储备和开发情况,我们预计销售费用率、管理费用率和研发费用率都将维持平稳状态,随着营收逐步上升。预计 2019-2021 年电魂网络销售费用分别为 1.94 亿、3.71 亿、4.89 亿,销售费用率分别为 26.0%、25.0%、25.3%。预计 2019-2021 年电魂网络管理费用分别为 1.12 亿、2.08 亿、2.77 亿,管理费用率分别为 15.0%、14.0%、14.3%。预计 2019-2021 年电魂网络研发费用分别为 1.49 亿、3.27 亿、4.24 亿,研发费用率分别为 20.0%、22.0%、22.0%。

表9: 公司 2016-2021E 费用情况

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用 (百万)	56	105	118	194	371	489
销售费用率	11%	21%	26%	26%	25%	25%
管理费用 (百万)	56	61	79	112	208	277
管理费用率	11%	12%	18%	15%	14%	14%
研发费用 (百万)	117	122	96	149	327	424
研发费用率	24%	24%	21%	20%	22%	22%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 投资建议

我们预测公司 2019-2022 年归母净利润为 2.1 亿元、3.9 亿元和 5.2 亿元, EPS 为 0.9 元、1.6 元和 2.1 元。公司当前股价对应的 PE 分别 35X、18X 和 14X。短中期看好公司主要产品《梦三国》端游复苏+手游长线化运营稳住业绩基本盘, 20 年产品大年,《我的侠客》、《X2》等新游上线后持续增厚利润, 中长期看好公司背靠腾讯, 深度合作助力研运, 提前战略部署 VR 业务, 首次覆盖公司, 给予“推荐”评级。

表10: 同类上市公司的估算值水平对比 (2020 年 3 月 26 日收盘价)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE(2020E)	PE(2021E)	PE(TTM)
603258.SH	电魂网络	72.16	18.36	13.87	39.56
002555.SZ	三七互娱	734.22	28.98	24.80	34.25
002624.SZ	完美世界	653.46	26.86	23.42	43.45
603444.SH	吉比特	295.61	28.24	24.53	33.36
002602.SZ	世纪华通	836.28	20.69	17.67	32.79

资料来源: wind, 民生证券研究院 (三七互娱、完美世界、吉比特、世纪华通为 WIND 一致预期)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	448	745	1,486	1,929
营业成本	78	122	201	223
营业税金及附加	4	5	11	14
销售费用	118	194	371	489
管理费用	79	112	208	277
研发费用	96	149	327	424
EBIT	74	163	367	503
财务费用	-8	-9	-14	-20
资产减值损失	8	0	1	1
投资收益	57	50	50	50
营业利润	132	232	440	582
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	132	232	440	582
所得税	11	25	49	61
净利润	121	207	391	520
归属于母公司净利润	130	209	393	520
EBITDA	94	192	396	537
资产负债表 (百万元)				
货币资金	770	1,200	1,711	2,243
应收账款及票据	6	8	18	23
预付款项	0	3	4	5
存货	0	0	0	0
其他流动资产	565	571	593	605
流动资产合计	1,342	1,783	2,325	2,876
长期股权投资	77	77	77	77
固定资产	242	284	322	338
无形资产	16	13	11	8
非流动资产合计	589	673	712	739
资产合计	1,932	2,456	3,037	3,614
短期借款	0	20	0	0
应付账款及票据	87	186	316	339
其他流动负债	129	328	407	441
流动负债合计	216	533	723	780
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	218	535	725	782
股本	243	243	243	243
少数股东权益	4	2	0	0
股东权益合计	1,714	1,921	2,312	2,833
负债和股东权益合计	1,932	2,456	3,037	3,614

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-10.2%	66.2%	99.4%	29.9%
EBIT 增长率	-55.3%	120.4%	125.1%	36.9%
净利润增长率	-21.2%	61.2%	88.1%	32.4%
盈利能力				
毛利率	82.6%	83.6%	86.4%	88.4%
净利润率	27.1%	27.8%	26.3%	27.0%
总资产收益率 ROA	6.7%	8.5%	12.9%	14.4%
净资产收益率 ROE	7.6%	10.9%	17.0%	18.4%
偿债能力				
流动比率	6.22	3.34	3.22	3.69
速动比率	6.22	3.34	3.21	3.68
现金比率	3.57	2.25	2.37	2.88
资产负债率	11.3%	21.8%	23.9%	21.6%
经营效率				
应收账款周转天数	5.43	3.98	4.36	4.41
存货周转天数	0.49	0.24	0.28	0.30
总资产周转率	0.23	0.34	0.54	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.86	1.61	2.13
每股净资产	7.00	7.86	9.47	11.60
每股经营现金流	0.28	1.94	2.25	2.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	32.03	32.90	17.50	13.22
PB	2.43	3.58	2.98	2.43
EV/EBITDA	35.69	29.58	12.96	8.57
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	121	207	391	520
折旧和摊销	20	28	29	35
营运资金变动	-23	287	177	37
经营活动现金流	69	473	549	543
资本开支	-80	-84	-67	-61
投资	447	0	0	0
投资活动现金流	418	-62	-17	-11
股权募资	50	0	0	0
债务募资	0	20	-20	0
筹资活动现金流	-44	19	-20	0
现金净流量	443	430	511	532

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 电魂网络历史沿革	4
图 2: 公司 5% 以上股东持股结构	5
图 3: 公司营收、归母净利润及增速	7
图 4: 公司主营业务收入构成	7
图 5: 公司客户端游戏营收、增速及毛利率	8
图 6: 移动网络游戏营收、增速及毛利率	8
图 7: 2013-2019Q3 电魂网络毛利率与净利率变化趋势	8
图 8: 2013-2019Q3 电魂网络 ROE 与 ROA 变化趋势	8
图 9: 2013-2019Q3 费用率	9
图 10: 经营活动现金流净额/归母净利润	9
图 11: 2019Q3 A 股主要游戏公司研发费用率 (%)	9
图 12: 《梦三国》ARPU 与月平均活跃用户数	11
图 13: 月充值流水与月平均付费用户数	11
图 14: 《梦三国》与《英雄联盟》的百度指数	12
图 15: 中国客户端游戏实际销售收入	13
图 16: 中国移动游戏市场实际销售收入	13
图 17: 《梦三国》手游 iOS 游戏畅销榜排名	13
图 18: 《梦三国》手游、《王者荣耀》和《决战! 平安京》下载量对比 (万)	14
图 19: WeGame 榜单	14
图 20: 《梦三国 2》WeGame 关注人数	15
图 21: 《梦三国》端游中主要英雄姜维、吕布、诸葛亮	15
图 22: 《梦三国》端游游戏界面	17
图 23: 我的侠客预约人数	19
图 24: 我的侠客 TAPTAP 评分	20
图 25: 我的侠客问卷调查	20
图 26: 我的侠客核心用户首测	21
图 27: 我的侠客测试群	21
图 28: 我的侠客核心用户首测	22
图 29: 《我的侠客》游戏画面	22
图 30: 《我的侠客》(左)、《汉家江湖》(右上) 与《烟雨江湖》(右下) 游戏画面	23
图 31: 《汉家江湖》与《烟雨江湖》iOS 游戏畅销榜排名	23
图 32: 《烟雨江湖》iOS 游戏付费榜排名	24
图 33: 元能失控与异化之地游戏页面	24
图 34: 元气骑士与异化之地 iOS 游戏 iOS 游戏畅销榜排名	25
图 35: 中国二次元游戏市场实际销售收入及增长率	25
图 36: 中国二次元游戏用户规模	25
图 37: X2 与同类产品的 TAPTAP 预约画面	26
图 38: X2 游戏画面 (左) 与永远的 7 日之都游戏画面 (右)	27
图 39: 二次元 ARPG 游戏 iOS 游戏畅销榜	27
图 40: 全球 VR/AR 市场规模预测	29
图 41: 中国 VR/AR 市场规模预测	29
图 42: 《瞳: 祈愿》	30
图 43: 2018 中国移动游戏发行竞争格局	31
图 44: 2019H1 中国移动游戏发行竞争格局	31
图 45: 极光计划部分游戏	32
图 46: 2019 年极光计划核聚变广告	32
图 47: 各年份 WeGame 发行游戏数量	33
图 48: WeGame 游戏推荐率区间占比	33
图 49: WeGame 2019 年全年业绩一览	34
图 50: WeGame 推荐率对比—整体高于 Steam	34
图 51: 案例: 应用“游戏用户类型数据模型”精准投放	34

图 52: WeGame 从接入到发售完整服务支持35

表格目录

表 1: 公司减持明细表10

表 2: 《梦三国》活跃用户与付费用户比例12

表 3: 《梦三国》手游、王者荣耀和决战! 平安京对比16

表 4: 《梦三国》与《DOTA》、《英雄联盟》游戏对比18

表 5: 春节期间流水较 1 月流水增长率 TOP1026

表 6: 主要在运营游戏28

表 7: 重要手游储备28

表 8: 公司 2016-2021E 收入成本结构 (百万)36

表 9: 公司 2016-2021E 费用情况37

表 10: 同类上市公司的估算值水平对比 (2020 年 3 月 26 日收盘价)37

分析师与研究助理简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

张昱，民生证券研究院文化传媒&海外互联网研究员，墨尔本大学金融学硕士，2019年7月加入民生证券。2019年获得Wind第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。