

## 方正证券研究所证券研究报告

电魂网络(603258)

公司研究

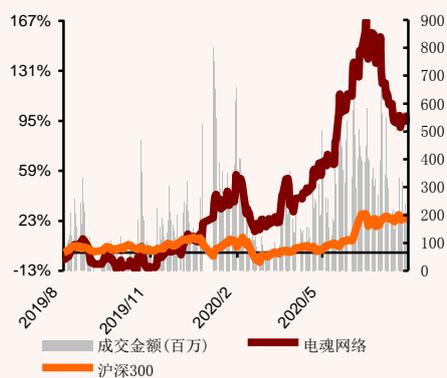
传媒行业

公司财报点评

2020.08.27/推荐(维持)

**传媒首席:** 杨仁文  
 执业证书编号: S1220514060006  
**联席首席:** 姚蕾  
 执业证书编号: S1220516080006

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

《电魂网络:《解神者: X2》产品体验分析报告—游戏产品前瞻解构系列第 1 篇》  
 2020.08.05  
 《电魂网络(603258):2020H1 归母净利预增 117%~164%, 2020H2 新品蓄势待发》  
 2020.07.14  
 《电魂网络:业绩回归增长轨道, 手游有望迎来新突破》2020.05.12

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**事件:** 公司公告中报业绩, 20H1 实现营收 4.75 亿元 (YOY+61.63%)、归母净利 2.1 亿元 (YOY+146.17%)、归母扣非净利 1.77 亿元 (YOY+130.43%)、净经营性现金流 2.74 亿元 (YOY+240.82%); 对应 20Q2 营收 2.32 亿元 (YOY+46.66%)、归母净利 1.09 亿元 (YOY+143.78%)、归母扣非净利 0.83 亿元 (YOY+109.57%)。

### 点评:

1、20H1 公司收入及利润端增速亮眼, 增量主要来自《梦三国》端游、《梦三国手游》复刻版及游动网络并表。

①20H1 公司整体毛利率 86.63%, 维持较高水平; 整体净利率 45.48%, 较 2019 年有较大提升, 费用率控制得当。

②截止 20Q2 期末, 货币资金 3.83 亿元 (YOY+76.4%), 应收账款 9586 万元 (YOY+54.73%), 合同负债 3.52 亿元 (主要为已购买未消耗道具产生的递延收益、已充值未使用游戏币产生的递延收益等), 交易性金融资产 12.86 亿元 (YOY+25.61%/理财产品增加), 其他非流动金融资产 1.25 亿元 (YOY+20.58%/对外股权投资增加)。

③20H1 游动网络 (公司持股 80%) 净利润 3651 万元。2019 年 3 月, 公司以 2.89 亿元收购厦门游动网络 80% 股权, 标的承诺 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。

2、20H2 《梦三国》端游迎来十周年庆, 《我的侠客》《解神者》等新品项目稳步推进中。

①国内端游市场进入存量竞争阶段 (20H1 中国端游收入规模 282 亿元、YOY-10%), 公司一方面持续加强产品的版本更新、技术改进, 进一步提升用户体验; 另一方面调整运营策略, 优化运营方案。2020 年 1 月《梦三国》端游、2020 年 4 月《元能失控》端游分别上线腾讯 Wegame 平台。20H1 公司端游收入小幅增长。

②《梦三国》端游作为公司主力产品 (2019 年收入占比约 58%), 20H2 迎来十周年庆。7.25 启动 2020 梦三国十周年玩家见面会, 将于 7-10 月进行, 覆盖郑州、太原、成都、石家庄、安阳、沈阳、济南、哈尔滨、重庆、北京十大城市, 活动包括 MPL 职业战队助阵、cosplay 秀、见面会专属称号、现场水友赛、互动游戏周边及游戏道具抽奖环节、资深游戏策划交流答疑等。

③20H1 中国手游收入规模 1047 亿元、YOY+36%、占整体游戏市场的比例为 75%。公司进一步加强手游产品的研发和运营, 20H2 储备《我的侠客》(复古武侠沙盒 RPG/腾讯独代/已有版号/8.20-8.31 付费测)、《解神者》(二次元 Roguelite/已有版号/预计 9.30 上线) 等。

④截至 8.27,《我的侠客》官网预约超 95w、TapTap 预约超 39w、TapTap 评分 8.6;《解神者》官网预约超 60w、TapTap 预约超 76w、B 站预约超 82w。

**3、盈利预测与投资评级:**公司以端游起家,专注精品研发,拓展至手游、VR 游戏等,多位联合创始人来自腾讯,目前仍在业务一线投入度很高。2019 年以来业绩回归增长轨道,2020 年产品大年,手游有望迎来新突破。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.14/5.09/5.88 亿元,对应当前 PE 分别为 28/22/19X,维持“推荐”评级。

**风险提示:**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	1697.44
(+/-) (%)	55.39	62.77	27.22	17.65
净利润	228.12	414.49	508.56	587.69
(+/-) (%)	75.92	81.70	22.70	15.56
EPS(元)	0.93	1.70	2.08	2.41
P/E	35.46	27.56	22.47	19.44

数据来源:wind 方正证券研究所

### 事件:

公司公告中报业绩, 20H1 实现营收 4.75 亿元 (YOY+61.63%)、归母净利 2.1 亿元 (YOY+146.17%)、归母扣非净利 1.77 亿元 (YOY+130.43%)、净经营性现金流 2.74 亿元 (YOY+240.82%); 对应 20Q2 营收 2.32 亿元 (YOY+46.66%)、归母净利 1.09 亿元 (YOY+143.78%)、归母扣非净利 0.83 亿元 (YOY+109.57%)。

### 点评:

1、20H1 公司收入及利润端增速亮眼, 增量主要来自《梦三国》端游、《梦三国手游》复刻版及游动网络并表。

①20H1 公司实现营收 4.75 亿元 (YOY+61.63%)、归母净利 2.1 亿元 (YOY+146.17%)、归母扣非净利 1.77 亿元 (YOY+130.43%)、净经营性现金流 2.74 亿元 (YOY+240.82%); 对应 20Q2 营收 2.32 亿元 (YOY+46.66%)、归母净利 1.09 亿元 (YOY+143.78%)、归母扣非净利 0.83 亿元 (YOY+109.57%)。

图表1: 公司季度业绩一览

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
营收 (亿元)	1.35	1.58	1.91	2.12	2.43	2.32
YOY (%)	34.77	74.30	48.76	64.75	79.13	46.66
归母净利 (亿元)	0.41	0.45	0.56	0.87	1.02	1.09
YOY (%)	74.95	56.41	51.79	111.97	148.78	143.78
归母扣非净利 (亿元)	0.37	0.40	0.52	0.53	0.94	0.83
YOY (%)	61.42	92.65	61.61	132.96	152.64	109.57
净经营性现金流 (亿元)	0.25	0.55	1.41	0.91	1.45	1.29
整体毛利率 (%)	83.29	84.14	81.83	83.10	85.79	87.50
整体净利率 (%)	29.60	27.89	29.29	41.70	42.59	48.51

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

②20H1 公司整体毛利率 86.63%, 维持较高水平; 整体净利率 45.48%, 较 2019 年有较大提升, 费用率控制得当。

图表2: 公司盈利能力

单位: %	2017A	2018A	2019A	2020H1
整体净利率	32.27	27.08	32.81	45.48
整体毛利率	91.32	82.60	83.02	86.63
期间费用率	54.76	63.51	53.60	40.54
销售费率	21.01	26.23	24.89	17.89
管理费率	36.73	39.05	29.69	23.59
财务费率	-2.97	-1.77	-0.98	-0.93
研发费率		21.49	16.83	15.59
所得税率	17.63	8.06	10.32	14.12

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

③截止 20Q2 期末, 货币资金 3.83 亿元 (YOY+76.4%), 应收账款 9586 万元 (YOY+54.73%), 合同负债 3.52 亿元 (主要为已购买未消耗道具

产生的递延收益、已充值未使用游戏币产生的递延收益等), 交易性金融资产 12.86 亿元 (YOY+25.61%/理财产品增加), 其他非流动金融资产 1.25 亿元 (YOY+20.58%/对外股权投资增加)。

④20H1 游动网络 (公司持股 80%) 净利润 3651 万元。2019 年 3 月, 公司以 2.89 亿元收购厦门游动网络 80% 股权, 标的承诺 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。

**2、20H2 《梦三国》端游迎来十周年庆, 《我的侠客》《解神者》等新品项目稳步推进中。**

①国内端游市场进入存量竞争阶段(20H1 中国端游收入规模 282 亿元、YOY-10%), 公司一方面持续加强产品的版本更新、技术改进, 进一步提升用户体验; 另一方面调整运营策略, 优化运营方案。2020 年 1 月《梦三国》端游、2020 年 4 月《元能失控》端游分别上线腾讯 Wegame 平台。20H1 公司端游收入小幅增长。

②《梦三国》端游作为公司主力产品 (2019 年收入占比约 58%), 20H2 迎来十周年庆。7.25 启动 2020 梦三国十周年玩家见面会, 将于 7-10 月进行, 覆盖郑州、太原、成都、石家庄、安阳、沈阳、济南、哈尔滨、重庆、北京十大城市, 活动包括 MPL 职业战队助阵、cosplay 秀、见面会专属称号、现场水友赛、互动游戏周边及游戏道具抽奖环节、资深游戏策划交流答疑等。

图表3: 梦三国十周年



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

③20H1 中国手游收入规模 1047 亿元、YOY+36%、占整体游戏市场的比例为 75%。公司进一步加强手游产品的研发和运营, 20H2 储备《我的侠客》(复古武侠沙盒 RPG/腾讯独代/已有版号/8.20-8.31 付费测)、《解神者》(二次元 Roguelite/已有版号/预计 9.30 上线) 等。

④截至 8.27, 《我的侠客》官网预约超 95w、TapTap 预约超 39w、TapTap 评分 8.6; 《解神者》官网预约超 60w、TapTap 预约超 76w、B 站预约超 82w。

图表 4: 《我的侠客》(官网预约超 95w)



资料来源:公司官网,方正证券研究所

图表 5: 《解神者》



资料来源:公司官网,方正证券研究所

**3、盈利预测与投资评级:**公司以端游起家,专注精品研发,拓展至手游、VR 游戏等,多位联合创始人来自腾讯,目前仍在业务一线投入度很高。2019 年以来业绩回归增长轨道,2020 年产品大年,手游有望迎来新突破。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.14/5.09/5.88 亿元,对应当前 PE 分别为 28/22/19X,维持“推荐”评级。

**风险提示:**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。

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1603.25	2042.27	2639.02	3293.48	<b>营业总收入</b>	696.75	1134.10	1442.80	1697.44
现金	244.89	669.19	1234.66	1863.35	营业成本	118.27	196.49	270.50	330.92
应收账款	81.50	46.61	59.29	69.76	营业税金及附加	6.52	9.64	12.26	14.43
其它应收款	9.02	15.54	19.76	23.25	营业费用	173.43	226.82	277.02	319.12
预付账款	6.89	5.89	8.11	9.93	管理费用	89.59	113.41	144.28	169.74
存货	0.34	0.32	0.44	0.54	财务费用	-6.83	-1.84	-5.02	-9.26
其他	1260.60	1304.73	1316.74	1326.64	资产减值损失	-17.09	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	906.39	939.47	972.57	1005.70	公允价值变动收益	34.23	0.00	0.00	0.00
长期投资	221.57	271.57	321.57	371.57	投资净收益	26.37	50.00	50.00	50.00
固定资产	382.77	366.13	349.48	332.84	<b>营业利润</b>	255.93	463.12	567.91	655.90
无形资产	263.23	262.94	262.69	262.46	营业外收入	0.86	0.00	0.00	0.00
其他	38.83	38.83	38.83	38.83	营业外支出	1.92	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	2509.65	2981.74	3611.59	4299.18	<b>利润总额</b>	254.88	463.12	567.91	655.90
<b>流动负债</b>	574.81	630.10	748.83	846.11	所得税	26.30	46.31	56.79	65.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	228.58	416.81	511.12	590.31
应付账款	87.36	107.67	148.22	181.33	少数股东损益	0.45	2.32	2.56	2.62
其他	487.45	522.43	600.61	664.78	<b>归属母公司净利润</b>	228.12	414.49	508.56	587.69
<b>非流动负债</b>	5.91	5.91	5.91	5.91	EBITDA	212.62	425.21	526.79	610.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.93	1.70	2.08	2.41
其他	5.91	5.91	5.91	5.91					
<b>负债合计</b>	580.72	636.01	754.73	852.01	<b>主要财务比率</b>	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	22.75	25.07	27.63	30.25	<b>成长能力</b>				
股本	244.18	244.18	244.18	244.18	营业收入	0.55	0.63	0.27	0.18
资本公积	888.74	888.74	888.74	888.74	营业利润	0.94	0.81	0.23	0.15
留存收益	809.60	1224.09	1732.65	2320.34	归属母公司净利润	0.76	0.82	0.23	0.16
归属母公司股东权益	1906.17	2320.67	2829.23	3416.92	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2509.65	2981.74	3611.59	4299.18	毛利率	0.83	0.83	0.81	0.81
					净利率	0.33	0.37	0.35	0.35
					ROE	0.12	0.18	0.18	0.17
					ROIC	0.79	2.29	8.29	-16.02
					<b>偿债能力</b>				
					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	3.52	3.89
					速动比率	2.79	3.24	3.52	3.89
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.31	0.41	0.44	0.43
					应收账款周转率	15.85	17.71	27.25	26.31
					应付账款周转率	8.10	11.63	11.28	10.30
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.93	1.70	2.08	2.41
					每股经营现金	1.27	1.75	2.32	2.58
					每股净资产	7.81	9.50	11.59	13.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	35.46	27.56	22.47	19.44
					P/B	4.24	4.92	4.04	3.34
					EV/EBITDA				

数据来源：wind 方正证券研究所

## 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

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 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。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com