

投资评级 优于大市 首次覆盖

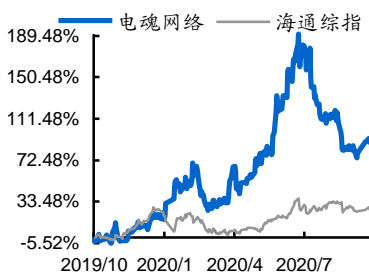
## 精品新游进入上线期，研发能力有望持续验证

### 股票数据

10月19日收盘价(元)	42.96
52周股价波动(元)	20.45-64.80
总股本/流通A股(百万股)	244/241
总市值/流通市值(百万元)	10483/10356

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.6	-4.2	-27.9
相对涨幅(%)	6.2	-4.6	-32.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郝艳辉

Tel: (010)58067906

Email: hyh11052@htsec.com

证书: S0850516070004

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

证书: S0850518080001

分析师: 孙小雯

Tel: (021)23154120

Email: sxw10268@htsec.com

证书: S0850517080001

分析师: 陈星光

Tel: (021)23219104

Email: cxg11774@htsec.com

证书: S0850519070002

### 投资要点:

- 精品游戏研发商，实现端游、手游、主机游戏全类型布局。**电魂网络成立于2008年，于2016年登陆上交所上市，主营业务为网络游戏产品的研发、制作和运营。公司最早以《梦三国》、《梦塔防》等端游产品起家，随着近年来移动游戏市场的崛起，公司也将业务范围逐步向《梦三国手游》(复刻版)、《梦塔防手游》等移动端游戏延伸，与此同时，公司也前瞻性布局了H5游戏、VR游戏、主机、单机游戏、APP平台、漫画和电竞赛事等领域。公司一直秉承精品化的战略，持续加强内容创新和研发投入，并实现了从端游、手游、主机游戏、VR游戏的全领域覆盖。
- 核心产品稳中有升，彰显长周期产品运营能力。**近年来我国端游市场进入成熟期，市场收入规模持续萎缩，行业竞争激烈，公司于2009年推出《梦三国》端游产品，而后不断加强产品的版本更新、技术改进，优化用户体验，与此同时，公司也不断优化运营策略和方案，目前该产品运营已经超过10年，流水走势依旧稳中有升，彰显了公司长周期产品运营能力。在移动游戏领域，公司研发的《梦三国手游》复刻版于2019年7月正式上线，该产品对原《梦三国手游》进行的大版本更新，取得了较好的迭代效果，20Q3流水收入同比也有所提升。除《梦三国》系列外，公司也有研发和发行《梦塔防手游》、《野蛮人大作战》等产品。
- 《X2解神者》、《我的侠客》开启公司新一轮产品周期。**近期公司新研发的《X2解神者》、《我的侠客》即将上线，新一轮产品周期开启。《X2解神者》是由公司SIVA工作室制作发行的一款POV多线叙事的Rogue-Lite角色扮演类手机游戏，游戏画风和立绘均为二次元风格，因此在发行方式上选择和国内二次元最大的社区网站B站联合运营，截至2020年10月18日，该产品在taptap上预约已经超过78万人，在B站预约人数已经超过94万，游戏热度极高，该产品已经定档10月22日全渠道上线，我们认为有望成为公司未来爆款产品。此外公司研发的《我的侠客》是一款复古武侠的角色扮演类游戏，该产品目前已经加入腾讯极光计划，由腾讯独家负责产品发行，截至10月18日，该产品在taptap渠道上有超过44万人预约，玩家评分高达8.7分，8月已经进行删档付费测试，我们预计有望于11月正式发行。我们认为《X2解神者》、《我的侠客》是公司接下来即将上线的重磅手游产品，两款游戏分别聚焦二次元、RPG等热门品类，并和头部渠道公司(B站和腾讯)开展合作，爆款概率大，我们认为两款新品若顺利上线，有望给公司四季度和明年全年带来较好的业绩贡献。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	448	697	1092	1587	1845
(+/-)YoY(%)	-10.2%	55.4%	56.7%	45.3%	16.3%
净利润(百万元)	130	228	402	616	752
(+/-)YoY(%)	-21.2%	75.9%	76.2%	53.3%	22.0%
全面摊薄EPS(元)	0.53	0.93	1.65	2.53	3.08
毛利率(%)	82.6%	83.0%	82.6%	81.8%	82.3%
净资产收益率(%)	7.6%	12.0%	18.4%	23.2%	23.3%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利预测与估值分析。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.65、2.53 和 3.08 元/股。参照可比公司，我们给予公司 2020 年 28-30 倍动态 PE，对应合理价值区间为 46.2-49.5 元/股，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。

**表 1 可比公司及估值表**

简称	代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
三七互娱	002555	34.14	1.00	1.42	1.69	34	24	20
完美世界	002624	30.00	1.16	1.24	1.48	26	24	20
吉比特	603444	581.00	11.26	16.09	19.74	52	36	29
平均			4.47	6.25	7.64	37	28	23

注：对应为 2020 年 10 月 19 日收盘价

资料来源：wind，海通证券研究所

**盈利预测假设。**1) 我们预计公司“梦三国”等经典 IP 游戏流水稳中有升，《梦塔防手游》、《野蛮人大作战》等产品表现相对稳定。2) 公司储备新游戏《我的侠客》、《X2 解神者》有望于 20Q4 上线，未来将成为公司新的业绩增长点。

**表 2 公司主营业务各分项收入预测与假设 (亿元)**

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022
<b>收入</b>	6.97	10.92	15.87	18.45	<b>毛利</b>	5.78	9.02	12.98	15.18
客户端游戏	4.15	5.19	5.71	6.28	客户端游戏	3.68	4.60	5.06	5.57
移动游戏	2.75	5.66	10.09	12.11	移动游戏	2.05	4.36	7.86	9.56
其他	0.07	0.07	0.07	0.07	其他	0.6	0.06	0.06	0.06
<b>成本</b>	1.18	1.90	2.88	3.27	<b>毛利率 (%)</b>	83.02	82.57	81.84	82.28
客户端游戏	0.47	0.58	0.64	0.71	客户端游戏	88.73	88.73	88.73	88.73
移动游戏	0.70	1.31	2.23	2.55	移动游戏	74.44	76.94	77.94	78.94
其他	0.01	0.01	0.01	0.01	其他	82.09	82.09	82.09	82.09

资料来源：公司 2019 年度报告，海通证券研究所

**风险提示：**《梦三国》等老产品流水下滑，新游上线推迟。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>697</b>	<b>1092</b>	<b>1587</b>	<b>1845</b>
每股收益	0.93	1.65	2.53	3.08	营业成本	118	190	288	327
每股净资产	7.81	8.97	10.88	13.22	毛利率%	83.0%	82.6%	81.8%	82.3%
每股经营现金流	1.28	2.41	2.54	3.17	营业税金及附加	7	8	13	15
每股股利	0.00	0.49	0.61	0.74	营业税金率%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	173	213	317	332
P/E	43.86	24.89	16.23	13.30	营业费用率%	24.9%	19.5%	20.0%	18.0%
P/B	5.25	4.57	3.77	3.10	管理费用	90	93	130	148
P/S	14.37	9.17	6.31	5.43	管理费用率%	12.9%	8.5%	8.2%	8.0%
EV/EBITDA	25.81	24.61	16.25	11.93	EBIT	192	360	525	670
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	财务费用	-7	-13	-27	-44
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.0%	-1.2%	-1.7%	-2.4%
毛利率	83.0%	82.6%	81.8%	82.3%	资产减值损失	-17	0	0	0
净利润率	32.7%	36.8%	38.8%	40.8%	投资收益	26	79	125	116
净资产收益率	12.0%	18.4%	23.2%	23.3%	<b>营业利润</b>	<b>256</b>	<b>466</b>	<b>700</b>	<b>860</b>
资产回报率	9.1%	13.3%	16.9%	17.1%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	8.9%	14.3%	17.5%	18.2%	<b>利润总额</b>	<b>255</b>	<b>466</b>	<b>700</b>	<b>860</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	213	381	544	689
营业收入增长率	55.4%	56.7%	45.3%	16.3%	所得税	26	56	71	93
EBIT 增长率	158.9%	87.6%	45.9%	27.6%	有效所得税率%	10.3%	12.0%	10.1%	10.8%
净利润增长率	75.9%	76.2%	53.3%	22.0%	少数股东损益	0	8	13	15
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>228</b>	<b>402</b>	<b>616</b>	<b>752</b>
资产负债率	23.1%	26.7%	26.2%	25.2%					
流动比率	2.79	2.48	2.69	2.93	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	2.78	2.47	2.68	2.92	货币资金	245	638	1164	1786
现金比率	0.43	0.80	1.22	1.62	应收账款及应收票据	82	53	95	139
<b>经营效率指标</b>					存货	0	0	1	1
应收帐款周转天数	42.70	17.66	21.86	27.41	其它流动资产	1277	1294	1307	1312
存货周转天数	1.05	0.67	0.90	0.87	流动资产合计	1603	1986	2567	3237
总资产周转率	0.28	0.36	0.43	0.42	长期股权投资	67	67	67	67
固定资产周转率	3.14	3.69	5.27	5.75	固定资产	222	296	301	321
					在建工程	161	215	257	301
					无形资产	21	28	32	37
					非流动资产合计	906	1040	1090	1158
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2510</b>	<b>3026</b>	<b>3657</b>	<b>4395</b>
净利润	228	402	616	752	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	8	13	15	应付票据及应付账款	89	306	334	384
非现金支出	39	21	20	20	预收账款	4	13	18	18
非经营收益	-62	-79	-125	-117	其它流动负债	482	482	602	702
营运资金变动	106	237	96	103	流动负债合计	575	801	953	1104
<b>经营活动现金流</b>	<b>312</b>	<b>589</b>	<b>620</b>	<b>773</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-37	-155	-70	-87	其它长期负债	6	6	6	6
投资	-830	0	0	0	非流动负债合计	6	6	6	6
其他	23	79	125	116	<b>负债总计</b>	<b>581</b>	<b>807</b>	<b>959</b>	<b>1110</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-843</b>	<b>-76</b>	<b>55</b>	<b>29</b>	实收资本	244	244	244	244
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1906	2188	2654	3226
股权募资	47	0	0	0	少数股东权益	23	31	44	59
其他	-45	-120	-150	-180	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2510</b>	<b>3026</b>	<b>3657</b>	<b>4395</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>-120</b>	<b>-150</b>	<b>-180</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-526</b>	<b>394</b>	<b>525</b>	<b>622</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 19 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒  
 毛云聪 互联网及传媒  
 孙小雯 互联网及传媒  
 陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 光线传媒,平治信息,掌阅科技,芒果超媒,顺网科技,中南传媒,完美世界,华策影视,世纪华通,豆神教育,星辉娱乐,中信出版,浙数文化,游族网络,吉比特,昆仑万维,中国电影,新媒股份,金科文化,掌趣科技,姚记科技,中文传媒,北京文化,新经典,阿里巴巴-SW,三七互娱,当代文体,慈文传媒,猫眼娱乐,宝通科技

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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,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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。