

电魂网络（603258）深度研究报告

亚运会国风电竞引领者，借力伏羲拥抱 AI 游戏，看好 23~24 新产品周期

- ❖ **电魂网络：亚运会国风电竞引领者。**电魂网络是国内领先的研运一体游戏公司，是国风 MOBA 先行者，旗下 2007 年出品的类 Dota 端游《梦三国》系列至今仍是公司的拳头产品（占公司总收入 50%左右），流水稳定性较高，并入选亚运会电竞项目。此外，公司也积极布局手游及出海业务，并收购游动网络，现有重点及次重点产品还包括《梦三国手游》、《野蛮人大作战》、《我的侠客》等。
- ❖ **游戏行业边际改善，电竞产业价值体现，承压之后 23~24 或为公司新产品周期。**行业侧看，行业在经历一年多回调后，当前已出现明显的边际改善，预计 23 年主基调为版号政策放开修复供给+reopen 修复需求景气度。同期 2022 年公司利润下滑较多，主要有对人员进行优化产生了一次性费用，且发生资产减值+公允价值变动损失共 6811 万，造成负向影响。预计这些影响将在 23 年逐步消除。
业务侧看，存量游戏稳定性较高。一方面，以《梦三国》为代表的存量端游稳定性较高，主要系 MOBA 品类优势，叠加公司高频的版本迭代+完善的电竞赛事体系较好维系了老用户。同时，《梦三国 2》入选亚运会电竞项目，比赛更高的曝光度配合公司的买量计划，或为公司带来增量用户，同 IP 的《梦三国手游》流水有望受益。
另一方面，公司 23~24 年储备较多新品，有望贡献较大弹性。其中公司自研游戏《野蛮人大作战 2》（野蛮人 1 口碑较好）已与网易伏羲合作开发 AI 对战机器人，并在 GDC 大会上展示，可期待后续游戏上线表现。此外可期待公司创始人余晓亮储备在研休闲题材新游《代号：一剑》的表现。
- ❖ **积极拥抱 AI，打开长期想象空间。**公司 AI 布局相对积极，已在 AI 绘画、AI-bot 等方面有运用落地。1) AI-bot：公司以 MOBA 品类为主，与 AI-bot 适配性较高，且公司与网易伏羲合作紧密，合作的 AI 对战机器人已在新作《野蛮人大作战 2》落地（已在 GDC 大会上展示），在决策、拟人化等方面都表现较好，且拟上线不同风格的 AI 机器人，有望进一步提升游戏体验，打开长期想象空间。2) AI 绘画：公司已积极利用 AI 生成 2D 原画，在部分游戏中有落地，生产效率提升明显，后续有望在已有团队规模的基础上实现产能提升，可关注后续公司产品研发节奏。
- ❖ **投资建议：**我们看好公司 23 年的业绩修复及降本增效效果体现。《梦三国 2》端游韧性较强，为公司提供一定的安全垫，同时有望受益于亚运会电竞正向刺激；短期预计公司有望受益于降本增效与亚运会、中期有望受益于 23~24 新产品线、长期有望受益于拥抱 AI。我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 3.75/4.72/5.31 亿元，同比增速 86.6%/25.8%/12.6%，当前股价对应 26/21/19 倍 PE。采用相对估值法进行估值，参考可比公司（三七互娱、吉比特、完美世界、盛天网络、神州泰岳）24 年平均 PE，我们给予公司 2024 年 26 倍 PE，目标市值 122.67 亿元，对应目标价 49.91 元，首次覆盖，予以“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**游戏上线不及预期，老游流水下滑过快，产品上线时点晚于预期，大股东公告减持计划，行业监管风险等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	791	980	1,360	1,424
同比增速(%)	-20.6%	24.0%	38.7%	4.7%
归母净利润(百万)	201	375	472	531
同比增速(%)	-40.7%	86.6%	25.8%	12.6%
每股盈利(元)	0.82	1.53	1.92	2.16
市盈率(倍)	49	26	21	19
市净率(倍)	4.1	3.6	3.0	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价

推荐（首次）

目标价：49.91 元

当前价：40.20 元

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

公司基本数据

总股本(万股)	24,576.29
已上市流通股(万股)	24,476.81
总市值(亿元)	98.80
流通市值(亿元)	98.40
资产负债率(%)	16.56
每股净资产(元)	9.79
12 个月内最高/最低价	40.30/18.37

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本文详细阐述了公司 23 年预计带来业绩增长的动因，同时梳理了公司在 AI 方面相关布局，有利于市场进一步理解公司价值。

投资逻辑

我们看好公司 23 年的业绩修复及降本增效效果体现。1) 公司作为国风 MOBA 领跑者，旗下拳头端游《梦三国》系列韧性较强，运营十年至今仍保持稳定的利润贡献，为公司提供一定的安全垫。同时该游戏入选 23 年亚运会电竞项目，比赛的高曝光度叠加公司配合买量，有望为端游及同款 IP 的《梦三国手游》带来一定流水增量。2) 公司今年储备新游待上线，预计能为公司带来较大利润弹性。3) 此外，公司 22 年积极开展降本增效动作，预计将在 23 年利润端有所体现。

积极拥抱 AI，长期看具备较高想象空间。公司核心品类以 MOBA 为主，接入 AI 逻辑顺畅；同时公司对 AI 应用态度较为积极，当前已在 AI 绘画、AI-Bot 等方面皆有运用。其中公司与网易伏羲在 AI-Bot 方面深度合作，已在《野蛮人 2》中接入相关产品并在 GDC 大会上展示，可关注该游上线后表现。长期看，公司积极拥抱 AI 将进一步提升公司想象空间。

关键假设、估值与盈利预测

我们看好公司 23 年的业绩修复及降本增效效果体现。《梦三国 2》端游韧性较强，为公司提供一定的安全垫，同时有望受益于亚运会电竞正向刺激；短期预计公司有望受益于降本增效与亚运会、中期有望受益于 23~24 新产品线、长期有望受益于拥抱 AI。我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 3.75/4.72/5.31 亿元，同比增速 86.6%/25.8%/12.6%，当前股价对应 26/21/19 倍 PE。采用相对估值法进行估值，参考可比公司（三七互娱、吉比特、完美世界、盛天网络、神州泰岳）24 年平均 PE，我们给予公司 2024 年 26 倍 PE，目标市值 122.67 亿元，对应目标价 49.91 元，首次覆盖，予以“推荐”评级。

目 录

一、电魂网络：国风 MOBA 领跑者.....	6
（一）电魂网络：国风 MOBA 起家，“端携手”共同发展.....	6
（二）股权结构：初创团队结构稳定，高管人员经验丰富.....	7
（三）财务分析：22 年业绩承压，积极进行降本增效.....	9
二、游戏业务：《梦三国》存量稳定，23 年迎亚运催化+产品大年.....	11
（一）行业：内容监管放松，23 年游戏行业边际改善.....	11
1、2022 年供需双杀，游戏行业萎缩.....	11
2、2023 年双端边际反转，版号恢复与娱乐消费助力行业复苏.....	11
3、电竞产业认可度日益提升.....	12
（二）存量：国风 MOBA+电竞长期布局，23 年迎来亚运会催化.....	13
1、率先布局国风 MOBA 类，存量产品稳定.....	13
2、积极布局电竞产业，入选亚运会比赛项目迎来催化.....	16
（三）增量：新游储备丰富，贡献业务弹性.....	18
（四）增量：出海动作加快，期待后续进展.....	21
三、积极拥抱 AI，打开长期想象空间.....	22
（一）积极拥抱 AI，已在多领域有所运用.....	22
（二）与网易伏羲深度合作，新作接入 AI-bot，可期待后续表现.....	22
四、投资建议.....	24
五、风险提示.....	26

图表目录

图表 1	公司主要游戏产品	6
图表 2	电魂网络发展历程	7
图表 3	电魂网络股权结构图	8
图表 4	电魂网络高管团队	8
图表 5	公司营业收入及同比增长(亿元, %)	9
图表 6	公司主营收入构成占比 (%)	9
图表 7	公司历年毛利率变化(%)	9
图表 8	公司毛利率与净利率 (%)	9
图表 9	公司历年费用率变化(%)	10
图表 10	公司归母净利润及增速(亿元, %)	10
图表 11	公司资产负债率 (%)	10
图表 12	公司期末现金余额 (亿元, %)	10
图表 13	中国移动游戏市场实际销售收入 (亿元, %)	11
图表 14	中国移动游戏市场分季度实际销售收入 (亿元, %)	11
图表 15	国产和进口游戏版号发放数量	11
图表 16	电竞产业相关政策梳理	12
图表 17	中国电子竞技游戏市场实际销售收入 (亿元, %)	13
图表 18	梦三国&英雄联盟百度指数变化	14
图表 19	《梦三国》端游系列收入、增速及占比 (亿元, %)	14
图表 20	《梦三国》端游系列大版本	15
图表 21	电魂电竞赛事体系	15
图表 22	官网近期已结束比赛的关注人数	15
图表 23	2022 年公司电竞赛事时间线	16
图表 24	电魂娱乐星赛季过往举办情况	16
图表 25	电竞赛事活动现场照片	16
图表 26	《梦三国 2》+老君山	17
图表 27	e 游小镇 x 电魂网络	17
图表 28	入选亚运会电竞小项的游戏	17
图表 29	《英雄联盟手游》畅销榜排名	18
图表 30	《英雄联盟》百度搜索指数变化	18
图表 31	公司储备产品	19
图表 32	《野蛮人大作战 2》海报	19
图表 33	《野蛮人大作战 2》美术风格	19

图表 34	《荒野乱斗》国内畅销榜排名	20
图表 35	《荒野乱斗》美国畅销榜排名	20
图表 36	《代号：一剑》游戏画面	20
图表 37	《代号：一剑》游戏画面	20
图表 38	《一念逍遥》上线以来游戏畅销榜排名	21
图表 39	公司海外地区收入（亿元，%）	21
图表 40	王者绝悟人工智能体验空间	22
图表 41	王者绝悟人工智能体验空间	22
图表 42	网易伏羲游戏 AI 解决方案	23
图表 43	逆水寒手游	23
图表 44	AI-bot 在《野蛮人大作战 2》中的运用	23
图表 45	电魂网络亮相 GDC	23
图表 46	电魂网络营收拆分及预测（亿元，%）	24
图表 47	可比公司估值表	25

一、电魂网络：国风 MOBA 领跑者

（一）电魂网络：国风 MOBA 起家，“端携手”共同发展

电魂网络成立于 2008 年 9 月，是领先的网络游戏研运一体的互联网公司。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。截至目前，公司在运营的主要产品主要包括：

- **端游：**《梦三国 2》（拳头产品）、《梦塔防》、《元能失控》等；
- **手游：**《野蛮人大作战》、《梦三国手游》（复刻版）、《梦塔防手游》、《我的侠客》等；此外，还有游动网络（子公司），主要产品为《华武战国》、《小宝当皇帝》等（产品净额法确认收入）
- **H5 产品：**闪电玩 H5 游戏平台、H5 项目(主产品《怼怼梦三国》等。
- 其他还包括主机游戏和 VR 游戏。

图表 1 公司主要游戏产品

业务分类	游戏名称与简介	游戏图示
端游产品	梦三国2： 电魂自主研发的一款将RPG元素融合到MOBA网游中的即时战略网络游戏，采用纯3D表现形式。游戏以对战为主，借鉴了经典竞技游戏的5V5对抗游戏，玩家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击败对手，取得最终胜利。	
	梦塔防： 电魂自主研发的一款将RPG元素融合到MOBA网游中的即时战略网络游戏，采用纯3D表现形式，人物模型精简，场景协调，技能效果操作表现大胆。游戏以对战为主，借鉴了经典竞技游戏的5V5对抗游戏，并应用于三国之间的对抗中。玩家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击败对手，取得最终胜利。	
	元能失控： 电魂自主研发的一款将RPG元素融合到MOBA网游中的即时战略网络游戏，采用纯3D表现形式，人物模型精简，场景协调，技能效果操作表现大胆。游戏以对战为主，借鉴了经典竞技游戏的5V5对抗游戏，并应用于三国之间的对抗中。玩家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击败对手，取得最终胜利。	
手游产品	野蛮人大作战： 是一款由电魂网络自主研发的像素风io类独立游戏，竞技性强的“后10游戏”，简单欢乐的轻量级moba。让玩家获得更多的快感，欢乐冒险模式，老少咸宜。游戏场景随机生成，主角技能随机获取，紧张刺激的趣味竞技，场场开局都不同，打造属于野蛮人自己的IP。	
	梦三国手游： 完美复刻了端游的世界观及各类玩法，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+RPG玩法，提供多种模式的PVP和PVE形式。玩家将置身人、神、魔三族鼎立的穿越世界，操纵极具特色的三国英雄，投身魏、蜀、吴的激情鏖战，在快节奏的游戏中体验自由刺激的热血竞技，与并肩作战的团队一起感受战斗的无限激爽。	
	梦塔防手游： 是全新竞技类塔防手游，采用突破性的3V3实时对战玩法，拥有丰富的英雄、卡牌，以及巧妙的搭配策略。	
	我的侠客： 是一款是电魂自主研发，腾讯极光发行自由开放的武侠沙盒RPG手游。玩家将扮演的主角可自由在江湖世界中行走闯荡。在游戏中，NPC不仅个性鲜活，而且相互之间还会发各样的关系变化和故事。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。	
	华武战国： 是一款以日本战国时期为背景打造的SLG×卡牌模拟经营类手游，玩家可以通过招募知名日本战国武将征战沙城，也可以招募红颜培养子嗣联盟壮大自己势力，最终完成制霸四方，一统天下。	
小宝当皇帝： 是一款精彩的古风官斗手游。游戏中玩家将扮演一位小宝穿越到古朝时代，不断培养自己的官阶，同时完成各类收集，慢慢建立自己的成就。		
HTML5产品	闪电玩： 杭州电魂网络旗下H5游戏项目中心“天元工作室”，致力于H5游戏和小游戏的研发、发行、运营、推广，是国内一线H5游戏工作室团队，研发的数十款精品游戏获得千万玩家一致认可。	
	H5游戏： 自研的H5游戏平台“闪电玩”注册用户突破3000万，日活跃用户突破200万，包含闪电玩H5游戏平台、闪电玩APP和微信小程序等多条平台线，涵盖国内数百款精品H5游戏，用户基数庞大，是国内三大“亿级”流水H5游戏平台之一	

资料来源：公司官网，华创证券

我们复盘公司发展历程，认为基本可以分为如下几个阶段：

2008年-2014年：端游时期，国风 MOBA 领跑者。2008年9月公司由董事长胡建平、明星游戏制作人余晓亮等人在杭州正式创立，2009年推出首款国风自研类 Dota 产品《梦三国》，是当时现象级游戏之一。当前梦三国 IP 系列游戏已长线运营超 10 年，仍是公司主要的利润来源。2013 年，发布“塔防+竞技”类游戏《梦塔防》。

2014年-2018年：端转手时期。2014年5月杭州电梦网络科技有限公司成立，专注于移动游戏的研运一体，代表着公司进军移动端游戏领域。此外，公司同年创立电魂创投，负责上下游产业链的投资。2015年3月，公司推出首款移动端游戏《梦梦爱三国》；2016年公司登录A股。同年，端转手重点产品《梦三国手游》上线公测，以及二次元格斗卡牌手游《次元战争》上线。此外，2015年梦三国大更新版本《梦三国2》正式公测。2017年，Q版+轻竞技的《野蛮人大作战》公测。2018年，公司推出H5游戏平台“闪电玩”。

2019-至今：品类突破与出海。1) 出海方面，公司早期主要以产品上线海外版本的方式进行小规模尝试。2019年，公司收购厦门游动网络80%的股权（游动网络专注于东南亚出海、擅长养成模拟类手游），正式着手拓展海外游戏版图。此后，公司相继在新加坡、日本子公司，积极布局出海。2022年，电魂网络向新加坡全资子公司增资1300万美元；并在澳大利亚以自有资金2000万美元设立了全资子公司，继续坚定出海。2) 游戏品类方面，稳扎稳打与品类突破。2020年后公司推出了多款不同品类游戏，包括《X2：解神者》、武侠RPG《我的侠客》（腾讯极光计划发行）等。此外，公司继续夯实了《梦三国》IP的影响力，2021年《梦三国2》成功入选2022杭州亚运会电竞比赛项目。

图表 2 电魂网络发展历程

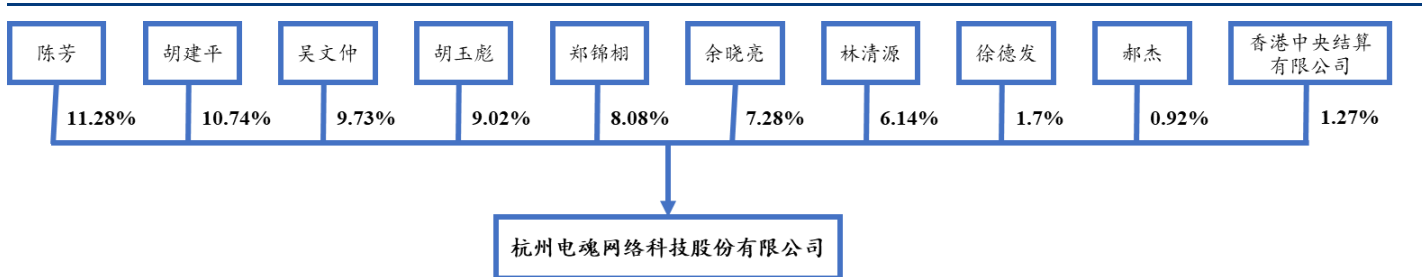


资料来源：公司官网、华创证券

（二）股权结构：初创团队结构稳定，高管人员经验丰富

股权结构较为分散，但稳定度较高。公司五位联合创始人为胡建平、陈芳、胡玉彪、林清源、余晓亮，截至2022年12月31日，五人分别持股10.74%、11.28%、9.02%、6.14%、7.28%，合计44.46%。其中胡建平、陈芳与胡玉彪为实际控制人，构成一致行动人关系，三人共同持有股份比例为31.04%。

图表 3 电魂网络股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

初创团队结构稳定，高管人员经验丰富。五位创始人目前均在公司担任主要高管职务，至今仍保持较为稳定的合作关系，且部分创始人具有丰富的游戏行业经验，优秀的管理经验与成熟的技术背景。胡建平、陈芳是国内较早一批进入游戏行业的投资人，胡建平长期担任国内软件、游戏等行业协会理事。余晓亮是国内早期知名的游戏制作人，曾担任腾讯游戏的主策划，出品过《QQ堂》、《QQ幻想》等优质游戏。胡玉彪此前曾在腾讯任职开发工程师，拥有较强的技术开发能力。

图表 4 电魂网络高管团队

姓名	职务	其他公司职务	履历
胡建平	董事长兼总经理	杭州第九艺术科技有限公司监事、杭州菜菜网络科技有限公司董事、杭州智圣数字科技有限公司董事长、浙江竞达数字体育发展有限公司执行董事、杭州青睐投资管理有限公司执行董事	曾任浙江国丰建设集团有限公司项目经理、杭州博业装饰工程有限公司监事，杭州电魂网络科技有限公司执行董事、董事、董事长、总经理；现兼任政协杭州市滨江区委员会常委、中国软件行业协会常务理事、浙江省软件行业协会理事等。
陈芳	董事、副总经理、投资管理部总监	厦门游动网络科技有限公司董事、厦门炉火网络科技有限公司执行董事、杭州勺子网络科技有限公司监事、虚幻电竞(苏州)文化传播有限公司董事等	曾任杭州恒大税务事务所有限公司出纳兼团支部书记，杭州下城区地方税务局环北税务所税收代征员，杭州建工集团有限责任公司出纳、会计；杭州电魂网络科技有限公司财务主管、投资管理部主管、董事、副总经理、投资管理部总监。
胡玉彪	董事、副总经理、首席技术官	上海摩巴网络科技有限公司总经理、杭州菜菜网络科技有限公司董事、杭州派逗网络科技有限公司监事、海南卓钥网络科技有限公司执行董事、杭州电梦网络科技有限公司监事	曾任上海天律软件公司用户界面开发工程师，上海盛大网络发展有限公司开发工程师，腾讯科技（深圳）有限公司开发工程师；历任杭州电魂网络科技有限公司主程序员、首席技术官、监事、董事等职务。
林清源	首席商务官、监事	电魂网络科技(厦门)有限公司监事、杭州电梦网络科技有限公司董事、海南火猫网络科技有限公司监事、杭州青睐投资管理有限公司监事	曾任广州电视台华南工作站技术副主管；中国网通深圳分公司运行维护中心监控管理员；历任杭州电魂网络科技有限公司法定代表人、总经理、首席行政官、监事会主席、首席行政官。
余晓亮	董事	杭州派逗网络科技有限公司董事、七号笔迹(北京)网络科技有限公司董事	曾任腾讯科技（深圳）有限公司主策划；历任杭州电魂网络科技有限公司董事长、总经理、董事、副总经理。

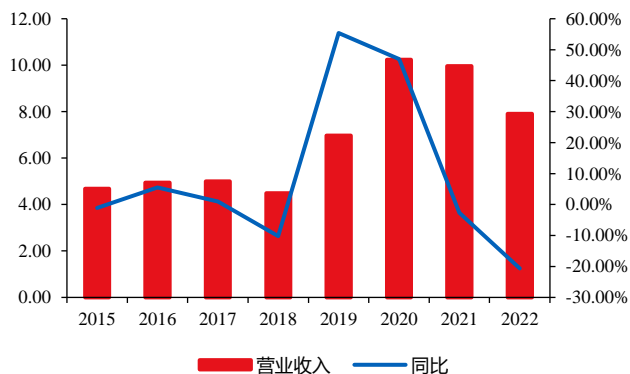
资料来源：公司公告，华创证券

(三) 财务分析：22 年业绩承压，积极进行降本增效

营收整体趋势向上，22 年略有所回调。公司 2015 年-2022 年营业收入整体呈上升趋势，其中 2019 年和 2020 年营业收入增幅比较明显，同比增幅分别为 55.39%和 46.96%，主要是该年端游同名 IP《梦三国手游》上线带动移动端收入的增长+游动网络并表增量。2022 年公司业绩出现一定幅度的回撤，一方面由于老游流水自然下滑，另一方面由于版本号等原因使得 22 年新游上线较少。今年随着多款新游，包括《螺旋勇士》、《野蛮人 2》等上线，公司营收有望获得大幅增量。

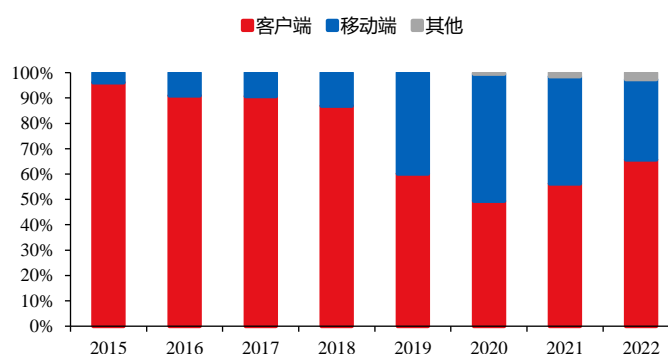
营收结构看，手游占比提升。2015 年起公司入局手游，自此移动端占比开始逐年提高。2020 年手游营收占比达到近年来最高，约为 50%，首次实现对端游的超越。2021 年以后公司在移动端游戏上采取聚焦战略和精实增长策略，手游营收占比逐年下降，2022 年占比下降至 31.72%，但整体仍处于较高水平。

图表 5 公司营业收入及同比增长(亿元, %)



资料来源：公司公告，华创证券

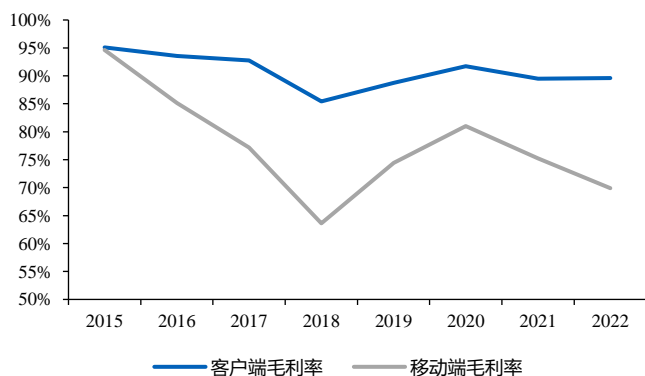
图表 6 公司主营收入构成占比 (%)



资料来源：公司公告，华创证券

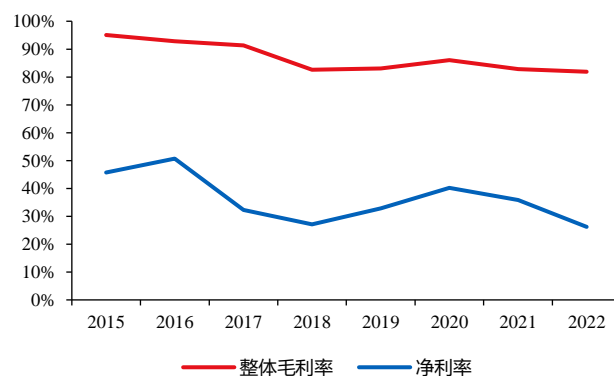
公司整体毛利率保持在高位。由于公司采取净额法确认收入，并不包括渠道分成，因此公司毛利率较高（整体维持在 80%以上的水平）。但近几年毛利率略有下滑，公司整体毛利率从 2015 年的 95%下滑至 2022 年的 82%，主要系老游流水自然下滑，但仍具备较为固定的运维成本。分业务看，端游毛利率高于手游，但整体毛利率变化趋势较为类似。

图表 7 公司历年毛利率变化(%)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 公司毛利率与净利率 (%)



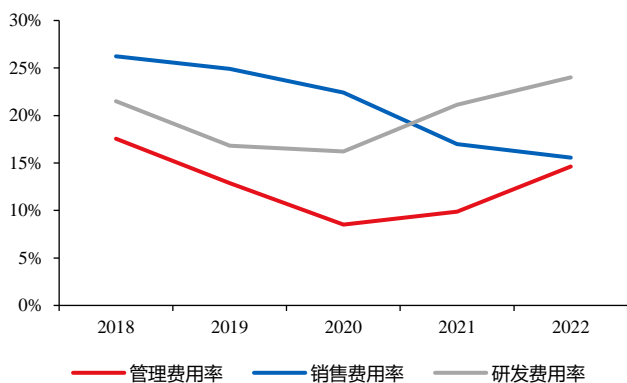
资料来源：公司公告，华创证券

费率方面，降本增效效果即将显现。管理费用有所波动，但整体呈下降趋势。2018 年公司管理费用率为 17.55%，2021 年已下降至 9.88%；但 2022 年公司管理费率有所提升（约

为 14.63%, yoy+4.75pct), 主要系公司主动进行降本增效, 人员优化的一次性费用拉高了费率, 预计 23 年将回归至正常水平。销售费用管控较为明显, 公司费率由 2018 年的 26.23% 下降至 2022 年的 15.56%。研发费用随着公司对新游的研发投入上下波动, 总体保持在 20% 左右。

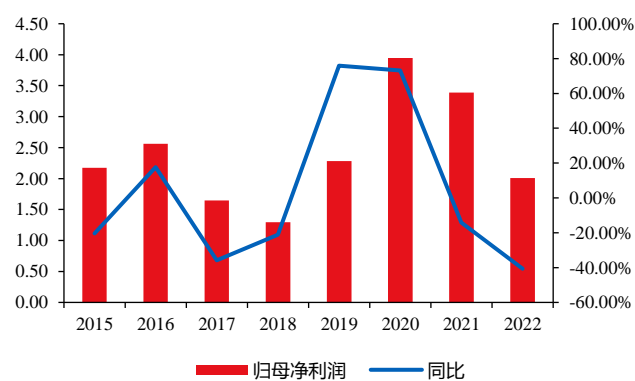
净利润有所波动, 22 年利润端承压较为明显。2018 年之前由于公司处于转型阶段, 对移动端游戏的投入与研发加大致使利润端承压; 2018 年之后公司归母净利润总体呈上升趋势, 主要系手游带动营收大幅增长, 其中 19/20 年同比增速分别为 76% 和 73%。2022 年公司实现归母净利润 2 亿元, 同比下滑 41%, 主要系当年新游上线较少+老游流水自然下滑, 公司对人员进行优化产生了一次性费用, 此外公司发生资产减值+公允价值变动损失共 6811 万, 对公司利润造成一定负向影响。预计这些影响将在 23 年消散, 公司 23 年利润有望回归正常区间。

图表 9 公司历年费用率变化(%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

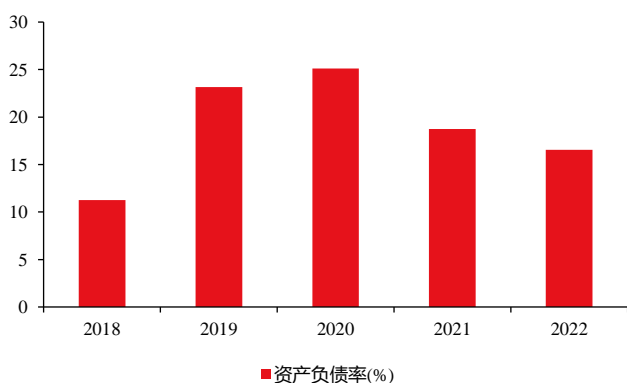
图表 10 公司归母净利润及增速(亿元, %)



资料来源: 公司公告, 华创证券

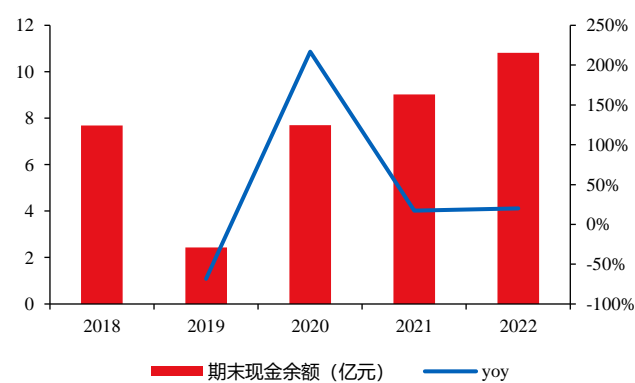
公司资产质量较好, 现金流好转。资本结构角度, 公司 20 年至今资产负债率维持在 15%-25% 左右, 基本保持稳定。现金流角度, 2019 年期末现金余额为 2.43 亿元 (yoy+68%), 主要系本期新增理财产品及支付股权投资款所致; 后续现金流持续改善, 截至 2022 年公司在手现金为 10.82 亿元 (yoy+20%), 另有 5.86 亿交易性金融资产。

图表 11 公司资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 12 公司期末现金余额 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 华创证券

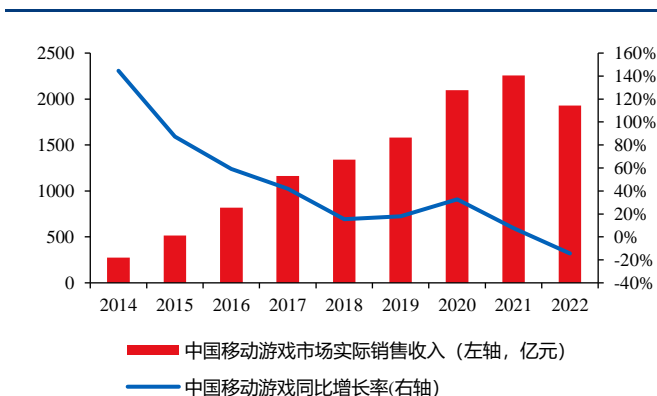
二、游戏业务：《梦三国》存量稳定，23 年迎亚运催化+产品大年

(一) 行业：内容监管放松，23 年游戏行业边际改善

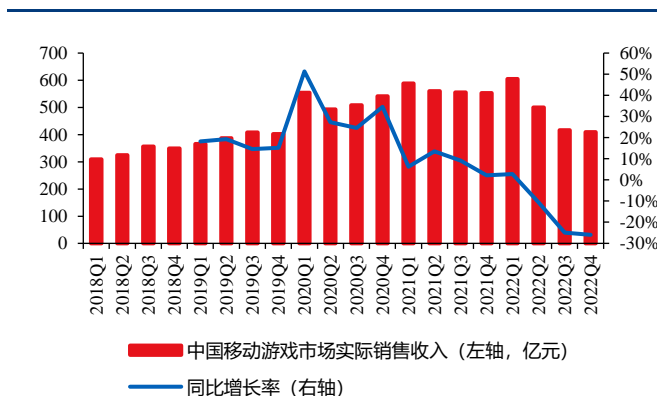
1、2022 年供需双杀，游戏行业萎缩

2022 年游戏行业迎来供需双杀。1) 供给端 2021 年 8 月暂停后，供给连续缺量导致行业增速明显下滑；2) 需求端 2022 年第二季度起由于疫情因素，用户娱乐消费欲望受到抑制，第二季度到第四季度流水大幅下滑。从年度维度看，2021 年以前中国移动游戏市场实际收入逐年提高，但 2022 年中国移动游戏流水下滑 14.4%。

图表 13 中国移动游戏市场实际销售收入 (亿元, %)



图表 14 中国移动游戏市场分季度实际销售收入 (亿元, %)



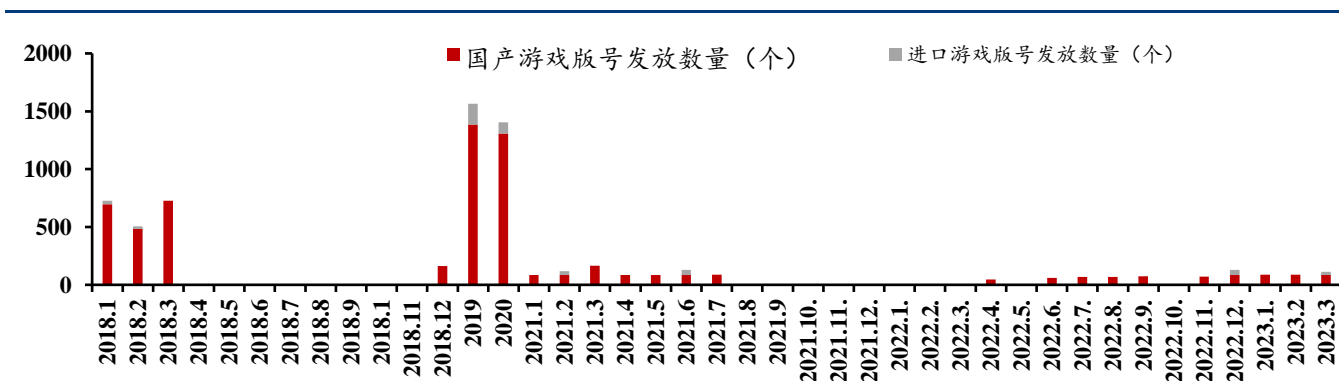
资料来源：伽马数据、华创证券

资料来源：伽马数据、华创证券

2、2023 年双端边际反转，版号恢复与娱乐消费助力行业复苏

预计 2023 年行业主基调为版号政策放开修复供给与 reopen 修复需求景气度。在供给端，2022 年 12 月版号出现较大放松，进口版号恢复发放，例如腾讯商业化大 IP “valorant”、恺英纳萨力克之王过审，2023 年有望继续维持此前放松趋势，实现版号常态化发放，并会有大量商业化产品获批。需求端由于疫情逐渐缓和等原因，用户娱乐消费信心或已经大幅度恢复，春节期间大 DAU 游戏表现突出，例如王者荣耀流水同比去年春节翻倍，蛋仔派对涨势良好。

图表 15 国产和进口游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署、华创证券

3、电竞产业认可度日益提升

电竞产业认可度有所提升。电子竞技首次作为表演项目在 2018 年登台雅加达亚运会，并再次入选 2022 年杭州亚运会正式项目，表明产业认可度的提升。近年来我国政府针对电竞产业出台了诸多利好政策，如 2021 年 2 月“电子竞技员”国家职业技能标准正式出台，电子竞技员有了明确的从业“门槛”，其职业教育培训和人才技能鉴定，亦首次获得官方评价依据。2023 年 3 月 31 日，中央广播电视总台国家电子竞技发展研究院揭牌仪式在京举行。此次总台成立国家电子竞技发展研究院，旨在落实青少年防沉迷要求，促进电竞文化正向传播，助力电竞产业行业健康有序发展。

图表 16 电竞产业相关政策梳理

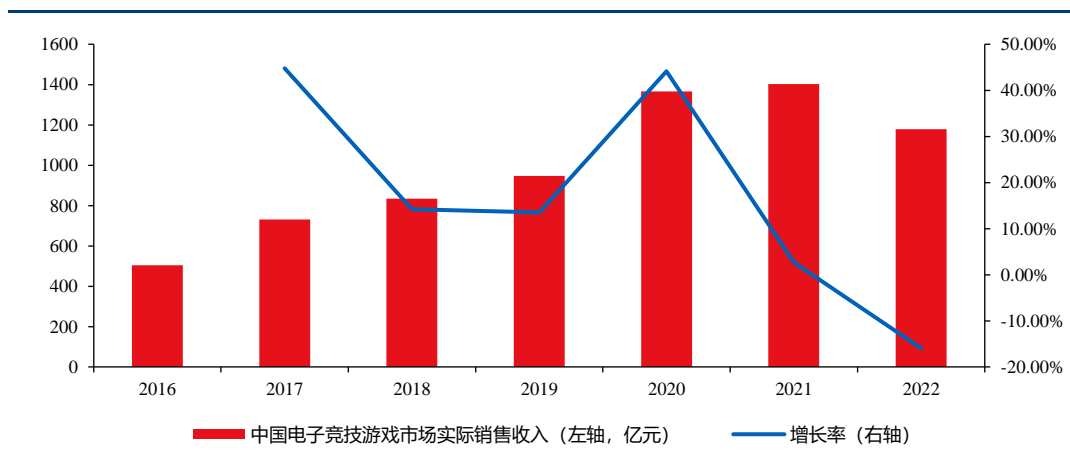
时间	部门	政策或事件	简介
2016 年	国家发展改革委	《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》	加强组织协调和监督管理，在做好知识产权保护和对青少年引导的前提下，以企业为主体，举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动，推动教育文化信息消费创新行动。
2016 年	国家体育总局	《体育产业发展“十三五”规划》	以冰雪、山地户外、水上、汽摩、航空、电竞等运动项目为重点，引导具有消费引领性的健身休闲项目发展。
2016 年	国务院办公厅	《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	发展特色运动。推动极限运动、电子竞技、击剑、马术、高尔夫等时尚运动项目健康发展，培育相关专业培训市场。
2016 年	教育部	《普通高等学校高等职业教育(专科)专业目录》 2016 年补增专业	增补“电子竞技运动与管理”专业(专业代码 670411)，属于教育与体育大类下的体育类。
2016 年	文化部	《文化部关于推动文化娱乐行业转型升级的意见》 (第 26 号文件)	鼓励娱乐场所丰富经营业态，支持其增设上网服务、休闲健身、体感游戏、电子竞技、音乐书吧等服务项目；支持以游戏游艺竞技赛事带动行业发展。支持中国文化产业行业协会和地方各级行业协会、生产企业、娱乐场所等合力打造区域性、全国性乃至国际性游戏游艺竞技赛事。
2017 年	文化部	《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》	支持发展体育竞赛表演、电子竞技等新业态；推进游戏产业结构升级，推动网络游戏、电子游戏等游戏门类协调发展，促进移动游戏、电子竞技、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展；鼓励和引导上网服务场所与电子竞技、游戏游艺、网络教育、电子商务等领域的跨界融合。
2018 年	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）的通知》	积极培育冰雪运动、山地户外运动、水上运动、航空运动、汽车摩托车运动、电竞运动等体育消费新业态
2018 年	亚运会		电子竞技正式成为雅加达亚运会的电子体育表演项目
2019 年	国家统计局	《体育产业统计分类(2019)》	电子竞技被列入进 02 大类体育竞技表演活动
2020 年	文化和旅游部	《文化和旅游部关于进一步优化营商环境推动互联网上网服务行业规范发展的通知》	支持上网服务场所开发商务培训、拓展训练、电子竞技、旅游推广、快递寄存、线下体验等新服务；推进上网服务场所服务等级评定国家标准落地实施，将上网服务场所等级评定结果与分级分类执法监管、政府购买公共文化服务、电子商务合作以及开展电子竞技培训和比赛等相结合，进一步推动上网服务场所改善经营环境，提升服务水平。
2020 年	国务院	《国务院关于印发北京、湖南、安徽自由贸易试验区总体方案及浙江自由贸易试	积极打造全球领先的 5G 视频和电子竞技产业基地。

		区扩展区域方案的通知》	
2021年	文化和旅游部	《“十四五”文化产业发展规划》	促进电子竞技与游戏游艺行业融合发展。鼓励开发沉浸式娱乐体验产品。
2022年	文化和旅游部等	《京张体育文化旅游带建设规划》	支持开展单板滑雪、空中技巧等具有较强观赏性的精品冰雪竞演活动，积极引入电子竞技、竞赛展演、时尚运动等特色赛事展会，推动品牌赛事多元化发展。
2022年	民盟中央	《关于推动我国电子竞技事业规范发展的提案》	进一步加强对电竞行业的监管、扶持和引导；大众媒体、游戏企业、电竞俱乐部合力宣扬电竞运动的正确价值观；完善电竞相关保障机制；高质量研发本土精品游戏。

资料来源：观研天下《中国电竞行业发展趋势研究与未来投资分析报告（2022-2029年）》，人社部，华创证券

22年电竞产业承压，23年有望迎来新一波增长。2022年中国电子竞技游戏市场实际销售收入为1178.02亿元，同比下降15.96%。除整体游戏市场低迷相似原因外，也与缺乏爆款电竞游戏新品有关；此外疫情影响电竞线下活动的举办。未来随着电竞作为体育赛事的身份逐渐被社会认可带来关注度提升，并随目前疫情防控全面解除，线下电竞赛事将会大批量涌现，叠加部分重量级竞技游戏待上线，未来电竞产业或将迎来新一波发展。

图表 17 中国电子竞技游戏市场实际销售收入（亿元，%）



资料来源：公司财报、华创证券

（二）存量：国风 MOBA+电竞长期布局，23 年迎来亚运会催化

1、率先布局国风 MOBA 类，存量产品稳定

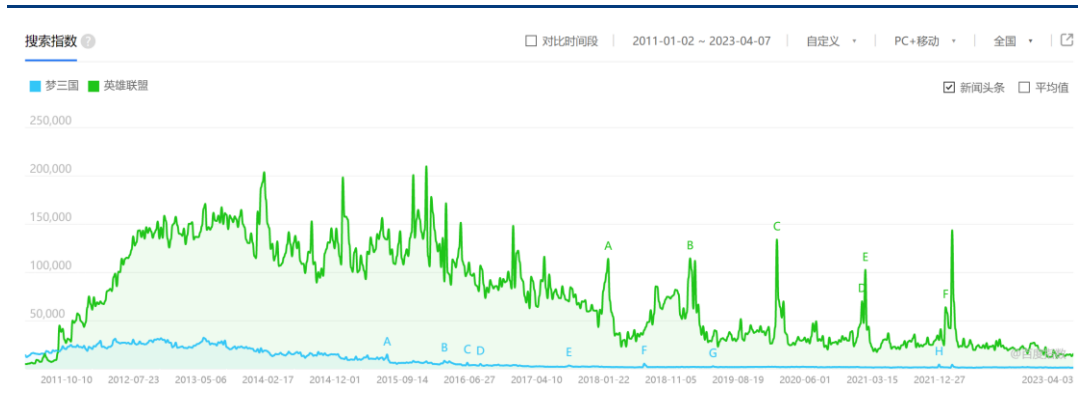
拳头产品《梦三国》系列端游高开低走，但长线表现仍较稳定

《梦三国》端游由余晓亮（公司联合创始人，腾讯早期游戏制作人，曾担任《QQ 幻想》、《QQ 游戏》、《QQ 堂》等产品及平台策划）操刀制作，2009 年正式上线运营。该游戏是第一款国产的 DOTA-like 游戏，早期市场热度较高（2013 年游戏同时在线人数突破 50 万人，是当年现象级游戏之一）。原因在于，一方面具备国内市场的先发优势（发布时间早于 2011 年腾讯代理《英雄联盟》）；另一方面，主打“国风+三国”题材，采用了中国传统的美术风格，符合国内玩家的审美理念。并推出 3V3、10V10、无限火力等众多娱乐模式，且加入 RPG 元素，具备一定的差异化。

后续《英雄联盟》强势进入中国+战略失误致使市场失位，但存量流水仍较为稳定。腾讯 2011 年正式代理《英雄联盟》进入中国市场，与《梦三国》展开正面竞争。而本拥有先

发优势的《梦三国》则在运营中逐渐将付费点向 PVE 关卡转移，更多 MMORPG 元素及氪金活动的加入也使得用户大幅流失，2015 年推出新版本的《梦三国 2》也未实现反转，逐渐在国内 MOBA 市场竞争中失位。

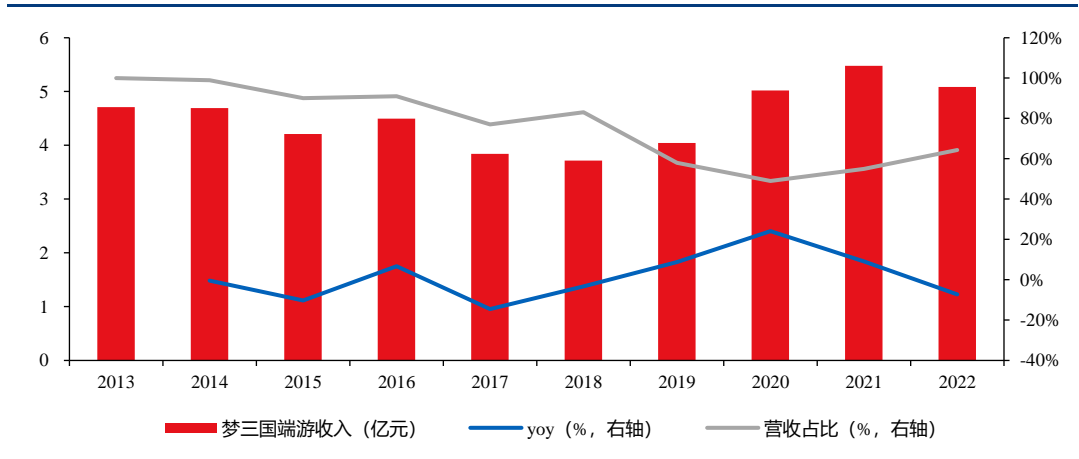
图表 18 梦三国&英雄联盟百度指数变化



资料来源：百度指数，华创证券

但我们若从产品流水角度来观察，即使《梦三国》系列端游失去了更大的市场增量，其留存下来的老用户也足够稳定，支撑了《梦三国》稳定的流水基本盘。回溯 2013 年至今《梦三国》系列端游表现，其贡献公司 50% 以上的收入，是公司绝对的主力产品，其年收入大部分时间内都维持在 4 亿-5 亿区间，且近两年受益上线 WeGame 新渠道、版本更新等流水有明显的提升，表明公司业务基本盘较高的稳定性。

图表 19 《梦三国》端游系列收入、增速及占比 (亿元, %)



资料来源：公司财报，华创证券

长线运营的基础我们认为主要包括：1) MMO+MOBA 品类特征的结合，使得该品类天然适合长线运营，MOBA 的公平竞技玩法+MMO 的社交属性加持下老用户具备更强的粘性，不易轻易流失。2) 公司坚持高频的版本迭代+组织电竞活动。

- **坚持高频版本迭代丰富游戏内容。**一般情况下，我们认为游戏大版本的更新频次是影响用户活跃度与付费意愿的重要因素。我们回溯了梦三国 2014 年至今的大版本迭代情况，发现游戏保持了稳定且高频的更新节奏，约每年保持 8-10 个大版本更新，包括新春活动、周年庆活动、元旦活动等，不断充实丰富游戏内容（包括增加人物角、丰富故事线、上线限时活动等）。并且我们也进一步发现，公司近两年内容更新频次有提升趋势，游戏内容运营态度更加积极，或也为近两年该游戏收入提升做出

较大贡献。

图表 20 《梦三国》端游系列大版本

年份	版本名称及上线月份	总数
2014	权倾天下-3、劈星斩月-5、国战二期-6、烈焰霸王-7、紫电枪魂-8、鬼面复生-9、天命无双-10、四周年庆-11、冷焰倾城-12	9
2015	竞爆公测（轻竞技、潮三国）-3、失心绿魔-4、夜刃破晓-5、白狼山之战-6、封魔-8、五周年庆-9、梦魇的回响-11、青囊医仙-12	8
2016	齐天-1、忠肝义胆-4、予你童乐-5、九天封魔卷-7、卧龙出渊-9、六周年盛典-10、竞技场成就-11、梦三嘉年华-12	8
2017	火凤燎原-1、军团出征-3、气镇山河-5、封魔再临-7、三生缘定-8、火烧博望坡-9、七周年庆典-9、震曜之光-11、欢乐嘉年华-12	9
2018	萌宠养成记-2、逆天改命-3、暗翼之影-5、梦回赤壁-7、英雄战歌-9、八周年庆典-9、麟动苍穹-11、冰雪嘉年华-12	8
2019	金猪纳福-1、波涛如怒-3、征战天下-5、神魔之战-7、九周年庆典-9、锦衣夜巡-11、奇遇嘉年华-12、神鼠献瑞-12	8
2020	桃花灼灼-2、盛唐万象-3、厂卫集结令-4、冠军盛典-5、命运抉择-7、明王降世-8、十周年盛典-9、彩虹嘉年华-11、冰火交锋-12	9
2021	牛转乾坤-1、诗月千年-3、山海异录-4、一统天下-5、乾坤问道-6、太极问道录-7、山海画卷-8、十一周年庆-9、梦幻不夜城-11、年少初心-12	10
2022	福虎会岁-1、星月流萤-2、五星聚奎-3、春风引灵-4、风云弄潮-5、论剑拜帖-6、华山风云录-7、灵象现世-8、走进文明-9、十二周年庆-9、羁绊之约-11、征战天下-12	12
2023	玉兔送财-1、千鸢携情-2、万象烟火-3、自然之力-4	4

资料来源：梦三国官网，华创证券

- **游戏+电竞双线驱动，互相绑定维系长线运营。**梦三国系列作为 MOBA 类游戏，天生更适合作为电竞类产品。公司自 2012 年起即布局电竞赛事运营，当前已经形成较为完善且独特的电竞体系（全民参与的无双杯-甲级职业联赛-MPL 职业联赛-娱乐星赛季）。十多年来公司一直坚持电竞+游戏的协同发展，一方面稳固了已有玩家的游戏热情，同时借助电竞赛事的传播力度及娱乐属性也在某种程度上助力其不断破圈，也具备一定的拉新作用。

图表 21 电魂电竞赛事体系



资料来源：游戏日报《12 年电魂 9 年电竞，1.7 亿玩家见证了这一赛事逐渐“长大”》，华创证券

图表 22 官网近期已结束比赛的关注人数



资料来源：梦三国官网，华创证券

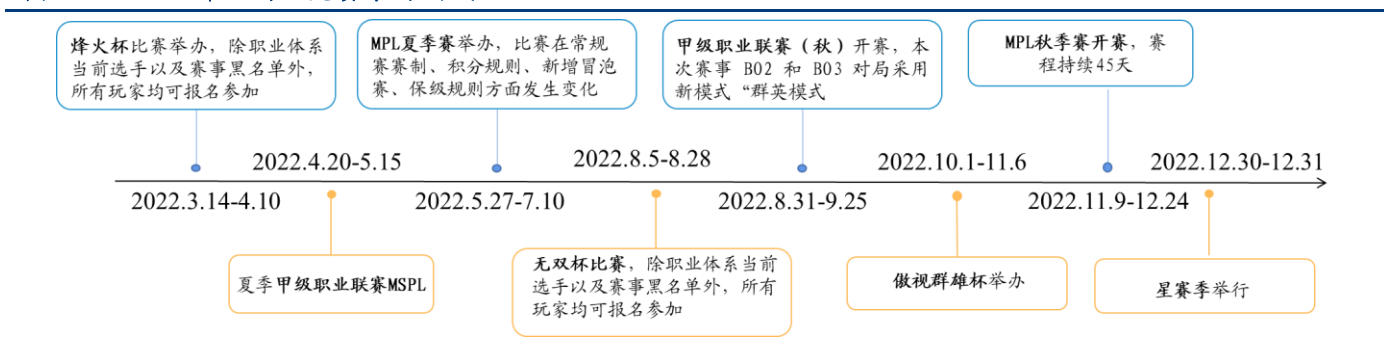
此外，公司也立足自身竞技品类研运优势，拓展“竞技+”品类融合。公司较早布局 MOBA 等竞技品类，并实现经验拓展，目前在运营游戏中不少皆为“竞技+”品类的产物，包括

2014年推出的《梦塔防》(塔防+养成+竞技)、2017年的《野蛮人大作战》(休闲+竞技)、2018年的《次元战争》(二次元+MOBA)等,皆体现了公司的研发思路。

2、积极布局电竞产业,入选亚运会比赛项目迎来催化

首创国风竞技,赛事体系完善,突出国风特色。基于《梦三国》端游,公司自2012年起即布局电竞赛事,在国内首创“国风竞技”概念,并创建首家国产电竞品牌——娱乐星赛季,2015年《梦三国2》职业联赛(MPL)成为国产游戏第一个职业电竞联赛。截至目前,公司已形成无双杯-甲级职业联赛 MSPL-职业联赛 MPL-电魂娱乐星赛季的完整赛事体系,兼顾赛事的全面化与职业性,以及两类赛事之间的互通性;并且具备高频且规律的赛事举办频次。比如,普通玩家有通过“无双杯”逐渐打入MPL的上升通道,“娱乐星赛季”也从一个综合性的传统电竞赛事,变为一个玩家参与度更高的综合型电竞嘉年华。

图表 23 2022 年公司电竞赛事时间线



资料来源:《梦三国2》官网,华创证券

此外,公司也积极突出“国风竞技”的特色,在赛事选址、助阵活动、舞台布置上都有所体现。比如公司曾在新西湖十景的吴山天风景区城隍阁(江南四大名楼)开展比赛,且《梦三国2》高人气CP周瑜和梦小乔也身穿池上月联名汉服“春江花月夜”登楼展示;以及2022年电魂娱乐星赛季在舞台搭建上大量结合《梦三国2》游戏中的国风元素以及杭州特色进行设计等。此外,21年将《梦三国2》IP元素与老君山相融合,进一步探索“文旅+电竞”的跨界新可能。我们认为,一方面与游戏紧密结合的电竞赛事是公司维护存量用户+破圈拉新的重要利器;另一方面,坚守的国风特色也成为公司差异化之一,积极弘扬中华优秀传统文化也是国家鼓励方向之一。

图表 24 电魂娱乐星赛季过往举办情况



资料来源:公司财报,华创证券

图表 25 电竞赛事活动现场照片



资料来源:玩加电竞《电魂《梦三国2》联动杭州城隍阁,掀起“电竞+文旅”热潮》,华创证券

电竞产业链方面，公司较早就筹划布局。2017 年公司投资头部游戏主播经纪公司——大鹤文化，引入直播、短视频的形式对公司赛事以及游戏进行宣传与比赛直播；2019 年投资奥义电竞，提供电竞赛事执行与设备检测以及视频制作等业务，服务于更多非职业选手。2022 年，电魂网络与 e 游小镇合作，打造以《梦三国 2》赛事为核心的电竞生态产业链，在 e 游小镇挂牌成立的电子竞技集训运营中心，除举办《梦三国 2》相关赛事外，还举办了多项第三方线上、线下赛事活动，包括电子竞技会展、赛事表演等，电竞产业链持续完善。

图表 26 《梦三国 2》+老君山



资料来源：游戏智库《多元赋能，树立品牌，电魂网络如何用国风电竞赢得未来》，华创证券

图表 27 e 游小镇 x 电魂网络



资料来源：公司官网，华创证券

《梦三国 2》入选亚运会项目。2021 年 11 月 5 日，杭州亚委会对外宣布：经过亚洲电子竞技联合会、亚奥理事会、国家体育总局多方商议，最终确定《英雄联盟》、《王者荣耀》、《和平精英》、《炉石传说》、《刀塔 2》、《街霸 5》、《FIFA Online4》、《梦三国 2》等 8 个项目入选 2022 年杭州亚运会电竞项目。其中不乏腾讯、网易、EA、CAPCOM 等大厂作品，《梦三国》的入围一定程度代表了其较高的游戏质量及影响力。

图表 28 入选亚运会电竞小项的游戏



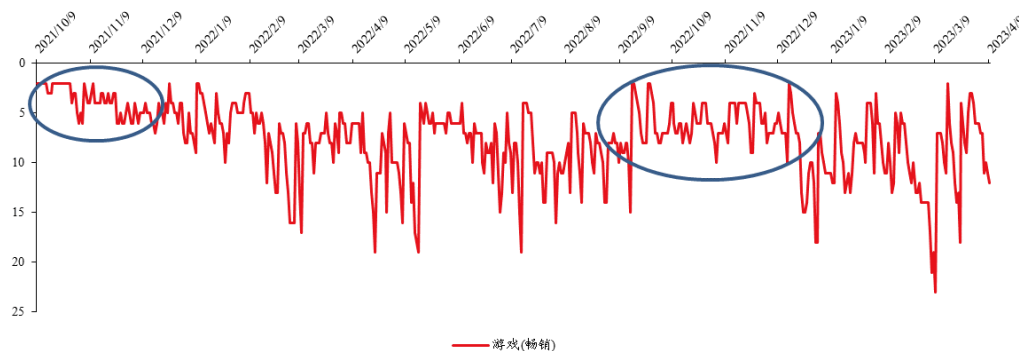
资料来源：杭州 2022 年亚运会《8 个！杭州亚运会电子竞技比赛小项正式发布》，华创证券

借助亚运影响力有望再上台阶，或将带来增量用户。相较于传统电竞比赛，亚运会（2023 年 9 月 23 日至 10 月 8 日期间举办）具备更高的曝光度及传播广度，对公司而言既能够

较好提升老玩家游戏活跃度，也是一次难得的拉新机会，配合公司买量计划，有望为公司端游以及同一 IP 端转手机游戏《梦三国手游》带来增量用户，也可为公司其余产品引流，可持续关注后续催化。

对标《英雄联盟》比赛期间游戏表现，每年 10 月左右的《英雄联盟》总决赛时期，有关“英雄联盟”的百度搜索指数有明显提升，且其《英雄联盟手游》排名也有明显提升趋势，证实了电竞比赛对游戏的正向活跃拉新作用。

图表 29 《英雄联盟手游》畅销榜排名



资料来源：七麦数据，华创证券

图表 30 《英雄联盟》百度搜索指数变化



资料来源：百度指数，华创证券

（三）增量：新游储备丰富，贡献业务弹性

展望 23 年，公司内容储备丰富，有望贡献较大业绩弹性。公司通过自研+代理积极丰富产品矩阵，中性情况下，公司 23 年有望上线 8 款新游，其中不乏已有一定知名度的游戏，包括《流浪方舟》（国内版曾登顶 App Store 免费榜第一，畅销榜前十）、《野蛮人大作战 2》，有望为公司贡献较大弹性。

此外，值得期待的是，《野蛮人大作战 2》已接入网易伏羲的 AI 对战机器人，并在 GDC 大会上展示，有望进一步提升游戏体验，可期待后续游戏上线表现。

图表 31 公司储备产品

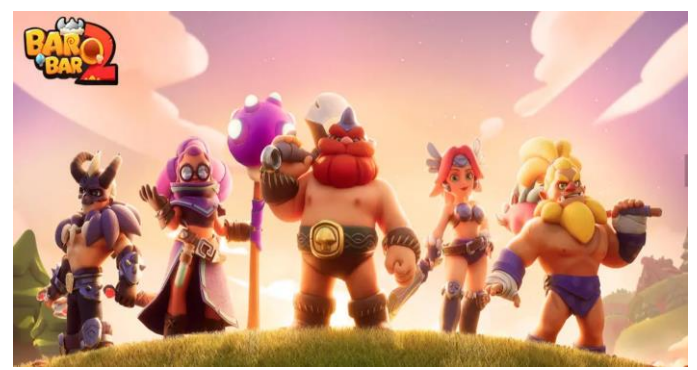
游戏	类型	上线时间	备注
Imperial Destiny（大航海）	模拟经营	已开启小规模买量	
流浪方舟	卡牌回合策略游戏	23Q2 港澳台上线	22 年 7 月大陆上线，曾登顶 App Store 免费榜第一，畅销榜前十
野蛮人大作战 2	魔性竞技+RPG 多元化	已获得移动端、主机、客户端全平台版号，预计 Q4 海外上线	自研
螺旋勇士	对战策略 RPG	有版号，预计 23Q3 大陆上线	自研
卡噗拉契约	卡牌	有版号，预计 23Q2 大陆/海外同步测试	
卢希达：起源	异时空冒险策略 RPG	等版号，预计今年上线	
工匠与旅人	模拟经营养成	全球英文版和繁体版 23 年由公司发行上线	
甄嬛传之浮生一梦	经营养成	预计今年上线	游动网络

资料来源：公司财报，华创证券

IP 续作《野蛮人大作战 2》是公司 23 年最值得期待的游戏之一。前作《野蛮人大作战》曾获 App Store 年度精选以及 Google Play 多地区推荐，2017 年金翎奖“最佳原创移动游戏”等多项大奖，全网下载次数超 5000 万，玩家口碑较高。《野蛮人 2》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，玩家期待值较高。

图表 32 《野蛮人大作战 2》海报

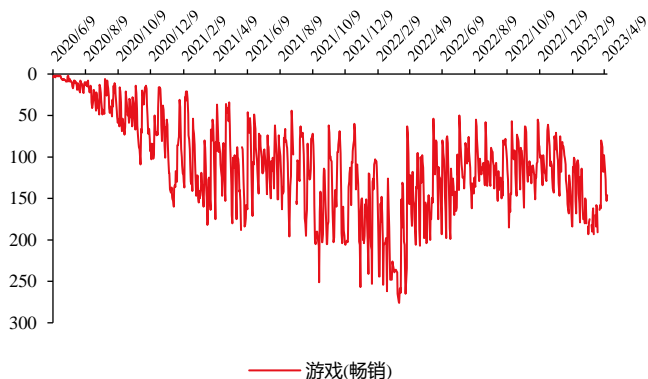

资料来源：TapTap，华创证券

图表 33 《野蛮人大作战 2》美术风格


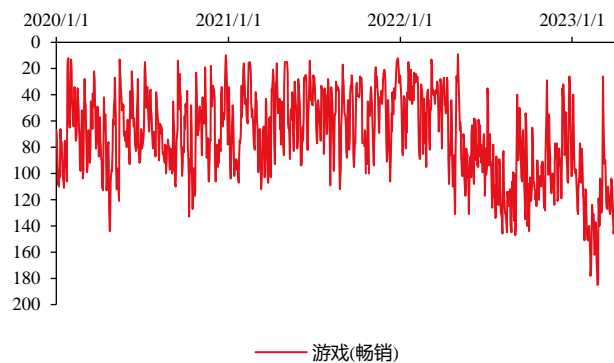
资料来源：TapTap，华创证券

《野蛮人大作战 2》主打卡通风格+休闲竞技玩法（玩法类似荒野乱斗），该玩法具备上手难度低，玩法轻松，每局游戏时长较短等特点，进一步降低竞技游戏门槛+迎合玩家碎片化游戏时间，理论上受众群体更广；且该类美术风格+玩法设计在海外也有较多受众，具备出海的可能性，期后后续游戏的全球上线为公司贡献业绩增量。

图表 34 《荒野乱斗》国内畅销榜排名



图表 35 《荒野乱斗》美国畅销榜排名



资料来源：七麦数据，华创证券

资料来源：七麦数据，华创证券

此外，公司还储备有国风修仙题材的开放世界冒险游戏《代号：一剑》，可期待后续表现。该游戏由知名游戏制作人余晓亮（前腾讯游戏制作人，《QQ 堂》、《QQ 幻想》制作人）操刀，选取偏小众的修仙题材+水墨风的美术风格，玩家期待值较高，当前已开启内测。

图表 36 《代号：一剑》游戏画面



资料来源：TapTap，华创证券

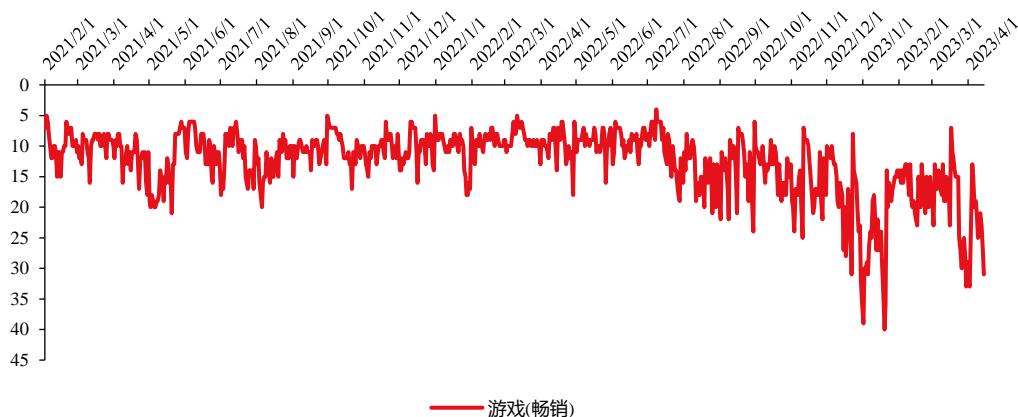
图表 37 《代号：一剑》游戏画面



资料来源：TapTap，华创证券

我们认为国内修仙赛道尚未完全成为红海市场，且参考以往同类型游戏《一念逍遥》（修仙+放置；上线两年多，至今仍维持在游戏畅销榜 TOP30）、《鬼谷八荒》（修仙+开放世界沙盒；曾登顶 Steam 全球热销榜，2021 年全年销量达 390 万套，销售额约 2.5 亿，位列 2021 年国游销量年榜第二）等修仙类游戏，皆有不错的表现。因此，我们可以期待《代号：一剑》在该题材下取得突破，为公司贡献业绩增量。

图表 38 《一念逍遥》上线以来游戏畅销榜排名

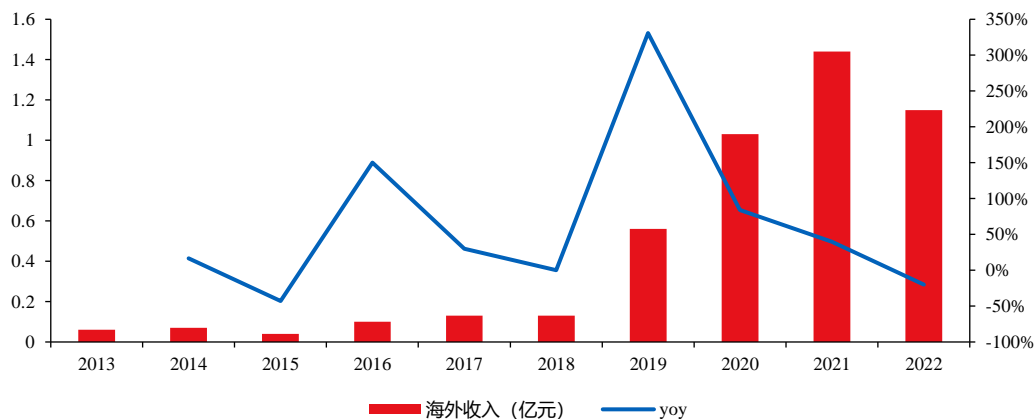


资料来源：七麦数据，华创证券

(四) 增量：出海动作加快，期待后续进展

随着国内市场竞争加剧，公司也在积极开拓海外市场。2022年，电魂网络向新加坡全资子公司电魂互动（新加坡）增资1300万美元，为公司在新加坡乃至东南亚市场的长期布局奠定基础。此外，在澳大利亚，电魂网络以自有资金2000万美元设立了全资子公司，积极布局全球化业务。基于营收数据看，公司近几年海外业务有较为明显的增长，16-22年CAGR达50%。公司后续也储备较多新品计划于海外发行，预计海外收入将持续增长。

图表 39 公司海外地区收入 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华创证券

三、积极拥抱 AI，打开长期想象空间

（一）积极拥抱 AI，已在多领域有所运用

公司对 AI+游戏态度较为积极，已在 AI 绘画、AI-bot 等方面都有所运用。1) AI 绘画：公司已开始尝试运用 AI 生成原画，且公司以 2D 游戏为主，AI 运用可能性较多。当前已在具体产品有所落地，生产效率提升明显。但我们推测 AI 短期的降本增效在报表体现并不明显，更有可能在已有团队基础上借助 AI 技术提高产能，可持续关注公司后续产能变化节奏。2) AI-bot：公司以 MOBA 类游戏为主，与 AI-bot 有较高的适配度，比如接入 AI 对战机器人实现自动匹配，一方面提升游戏匹配流畅度；另一方面，利用 AI 调节玩家的输赢率，降低玩家输赢的负面体验，从而提升用户的良好体验。以《王者荣耀》为例，其已发布绝悟系统多年，目前已有较为成熟的运用。

图表 40 王者绝悟人工智能体验空间



资料来源：量子位，华创证券

图表 41 王者绝悟人工智能体验空间



资料来源：王者荣耀官网，华创证券

（二）与网易伏羲深度合作，新作接入 AI-bot，可期待后续表现

网易伏羲深耕游戏垂类多年，已有较多落地应用。网易伏羲在游戏领域模型积累深厚，推出了游戏行业人工智能解决方案，并在公司内外部都已有落地案例，包括 AI 反外挂（已经在《魔兽世界》、《永劫无间》、《倩女幽魂》等游戏皆有落地，目前《永劫无间》70% 以上的外挂由伏羲 AI 检测出来等）、AI 竞技机器人（电魂网络的《野蛮人大作战 2》、网易《逆水寒》端游试剑天下 6v6 等）、AI 对战匹配、AI 捏脸（首创照片捏脸、文字捏脸等技术能力，《逆水寒》）、AI 绘画（《永劫无间》中新上线 AI 智绘·时装共创企划）等多方面。

图表 42 网易伏羲游戏 AI 解决方案

网易伏羲游戏AI解决方案							
游戏场景解决方案	AI机器人开发		安全风控			剧情动画制作	
	AI竞技机器人	AI陪玩机器人	反外挂	反垃圾	反控人	语音驱动表情	语音驱动动作
	AI托管机器人	AI外呼机器人	打击工作室账号治理			语音合成	音色迁移
	AI闲聊机器人	AI问答机器人	全渠道舆情监控			音乐驱动舞蹈	音乐创作
	智能测试		精细化运营		虚拟人/NPC		
	任务回归测试	平衡性测试	全场景推荐	匹配机制优化	智能陪练	智能对话	
	兼容性测试	数值系统优化	用户画像	精准拉新召回	表情迁移	动作迁移	
游戏AI平台							
核心技术	研究	强化学习	自然语言处理	推荐计算	算法	伏羲引擎	引擎引擎
	方向	用户画像	虚拟交互	虚拟人	引擎	语音引擎	玄天引擎
底层架构	算法引擎						
	AOP 面向智能体编程	低代码平台	数据大数据平台	CUI/CD			
	ACE AI云引擎	灵活用工平台	丹炉云计算平台	鹰眼监控平台			

资料来源：游戏日报《只用在网易旗下产品上？外界可能对伏羲游戏 AI 有一些误解 | 元宇宙 100 人》，华创证券

图表 43 逆水寒手游



资料来源：逆水寒官网，华创证券

公司与网易合作密切，是伏羲外部合作伙伴。公司与网易合作密切，网易雷火竞技品类游戏相对较少，且公司以竞技类为主，是较为合适的外部合作伙伴。在第 35 届游戏开发者大会（GDC）上，网易智企展示了其 AI 机器人在《野蛮人大作战 2》游戏中的运用。网易与《野蛮人 2》在定制化游戏 AI 机器人接入方案、训练、部署和迭代方面进行了深度的合作和实践。《野蛮人大作战 2》是 3V3 的实时竞技游戏，当前 AI-bot 已可实现较好的决策反馈及拟人化。此外，当前已通过算法开发迭代出三种不同风格的机器人（激进风格、辅助风格、谨慎风格），进一步提升与 AI 对战的体验。

图表 44 AI-bot 在《野蛮人大作战 2》中的运用



资料来源：网易智企技术+《网易智企携手电魂网络亮相 GDC，用 AI 共建游戏生态》，华创证券

图表 45 电魂网络亮相 GDC



资料来源：网易智企技术+《网易智企携手电魂网络亮相 GDC，用 AI 共建游戏生态》，华创证券

四、投资建议

收入端：我们看好公司 23 年的业绩修复。1) 端游业务：《梦三国 2》常年来保持较为稳定的收入，为公司提供一定的安全垫，同时 23 年该游戏入选亚运会电竞比赛项目，有助于提升用户活跃度，预计端游流水有小幅增长；2) 手游业务：《梦三国手游》受亚运会 IP 曝光+公司配合买量有望实现流水的小幅增长，此外公司还储备有《野蛮人大作战 2》、《流浪方舟》、《螺旋勇士》、《代号：一剑》（2024）等众多新品待上线，有望贡献较多业绩增量。

成本端：公司采用净额法确认收入，因此整体毛利率较高。公司端游以老游为主，成本结构未发生明显改变，预计毛利率基本维稳。手游毛利率相较于端游偏低，由于后续大产品周期来临，预计初期运维动作较多，或小幅影响手游毛利率水平。

资产端：截至 2022 年公司在手现金为 10.82 亿元，另有 5.86 亿交易性金融资产；现金流状况较好。

我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 3.75/4.72/5.31 亿元，同比增速 86.6%/25.8%/12.6%，当前股价对应 26/21/19 倍 PE。

我们采用相对估值法进行估值，主要选取业务类似的三七互娱、吉比特、完美世界、盛天网络、神州泰岳作为可比公司。可比公司 24 年平均 PE 为 21X，考虑得益于降本公司业绩增速将较快，我们给予公司 2024 年 26 倍 PE，目标市值 122.67 亿元，对应目标价 49.91 元，首次覆盖，予以“推荐”评级。

图表 46 电魂网络营收拆分及预测（亿元，%）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	6.97	10.24	9.96	7.91	9.80	13.60	14.24
yoy	56%	47%	-3%	-21%	24%	39%	5%
端游	4.15	5.06	5.60	5.19	5.22	5.20	5.19
yoy	7%	22%	11%	-7%	1%	0%	0%
手游	2.75	5.12	4.21	2.51	4.58	8.40	9.05
yoy	375%	86%	-18%	-40%	83%	83%	8%
总毛利率	83.03%	86.09%	82.81%	81.89%	80%	78%	77%
端游毛利率	89%	92%	90%	90%	90%	90%	90%
手游毛利率	74%	81%	75%	70%	71%	71%	71%
总成本	1.18	1.42	1.71	1.43	1.95	3.06	3.24
端游	0.47	0.42	0.59	0.54	0.52	0.52	0.52
手游	0.70	0.97	1.04	0.75	1.33	2.44	2.62
其他	0.01	0.03	0.08	0.14	0.10	0.10	0.10

资料来源：公司财报，华创证券预测

图表 47 可比公司估值表

	市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)			YoY		PE		PEG	
		2022E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
三七互娱	59,439	2,968.9	3,441.3	3,865.3	16%	12%	17	15	1.09	1.25
吉比特	35,847	1,460.9	1,650.1	1,920.0	13%	16%	22	19	1.68	1.14
完美世界	36,743	1,377.2	1,697.9	1,991.4	23%	17%	22	18	0.93	1.07
神州泰岳	22,082	548.1	679.1	803.1	24%	18%	33	27	1.36	1.51
盛天网络	9,313	223.5	302.7	376.1	35%	24%	31	25	0.87	1.02

资料来源: wind, 华创证券, (截至 2023/4/18, 利润预测采用 wind 一致预期)

五、风险提示

游戏上线不及预期：游戏行业内容不确定性大，真实情况相对预测可能有极大波动。

老游流水下滑过快：老游戏用户群体可能会由于竞品推出加快流失，导致流水下滑过快。

产品上线时点晚于预期：产品开发进度不确定性大，可能导致产品上线节奏晚于预期。

盈利不及预期风险：公司以内容型产品为主，营收与产品表现相关性较高，若出现上述所提及的新产品表现不及预期或老游流水下滑过快等情况，以及公司费用高于预期等，都将影响公司的盈利预期。

大股东公告减持计划：公司 2023 年 3 月公告高级管理人员减持股份计划、4 月公告持股 5%以上股东及高级管理人员减持股份计划。

行业监管风险等：游戏行业曾面临监管收紧与版号暂停等风险，不能排除未来出现类似风险的情况。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,082	1,198	1,881	2,479
应收票据	0	0	0	0
应收账款	46	84	107	97
预付账款	18	13	21	25
存货	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	625	1,039	993	949
流动资产合计	1,771	2,334	3,001	3,549
其他长期投资	172	109	109	109
长期股权投资	95	87	87	87
固定资产	270	269	277	290
在建工程	78	83	78	62
无形资产	19	20	21	21
其他非流动资产	489	456	456	456
非流动资产合计	1,122	1,024	1,028	1,024
资产合计	2,893	3,358	4,029	4,573
短期借款	0	1	2	3
应付票据	0	1	0	0
应付账款	41	59	119	106
预收款项	3	4	5	5
合同负债	251	311	432	452
其他应付款	132	132	132	132
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1
其他流动负债	44	47	59	61
流动负债合计	472	556	750	761
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	479	564	758	768
归属母公司所有者权益	2,406	2,781	3,253	3,785
少数股东权益	8	13	18	20
所有者权益合计	2,414	2,794	3,271	3,805
负债和股东权益	2,893	3,358	4,029	4,573

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	141	409	602	525
现金收益	207	389	489	552
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	23	-23	-20	16
经营性应付影响	6	20	60	-13
其他影响	-96	22	74	-30
投资活动现金流	275	-341	32	27
资本支出	-58	-28	-27	-20
股权投资	-3	8	0	0
其他长期资产变化	336	-320	59	47
融资活动现金流	-272	49	47	46
借款增加	-1	1	1	1
股利及利息支付	-220	0	0	0
股东融资	9	9	9	9
其他影响	-59	39	38	37

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	791	980	1,360	1,424
营业成本	143	195	306	324
税金及附加	6	9	12	12
销售费用	123	142	218	199
管理费用	116	98	122	121
研发费用	190	162	218	214
财务费用	-33	-20	-20	-20
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-29	-10	-10	-10
公允价值变动收益	-39	5	5	5
投资收益	33	28	28	28
其他收益	16	13	13	13
营业利润	226	430	540	608
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	3	3	3
利润总额	226	428	538	606
所得税	19	41	52	58
净利润	207	387	486	548
少数股东损益	6	12	15	16
归属母公司净利润	201	375	472	531
NOPLAT	177	368	468	530
EPS(摊薄) (元)	0.82	1.53	1.92	2.16

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-20.6%	24.0%	38.7%	4.7%
EBIT 增长率	-50.3%	111.1%	27.1%	13.2%
归母净利润增长率	-40.7%	86.6%	25.8%	12.6%
获利能力				
毛利率	81.9%	80.1%	77.5%	77.2%
净利率	26.2%	39.4%	35.8%	38.5%
ROE	8.4%	13.5%	14.5%	14.0%
ROIC	17.8%	35.6%	30.8%	25.8%
偿债能力				
资产负债率	16.6%	16.8%	18.8%	16.8%
债务权益比	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
流动比率	3.8	4.2	4.0	4.7
速动比率	3.8	4.2	4.0	4.7
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	22	24	25	26
应付账款周转天数	121	92	105	125
存货周转天数	0	0	n.a.	n.a.
每股指标(元)				
每股收益	0.82	1.53	1.92	2.16
每股经营现金流	0.57	1.66	2.45	2.14
每股净资产	9.79	11.32	13.24	15.40
估值比率				
P/E	49	26	21	19
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	44	23	18	16

传媒组团队介绍

组长、首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，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选传播与文化类第五名等。

分析师：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522