

亚运+AI 催化在即，新产品周期将启动

电魂网络(603258)

| | | | |
|--------|----|-------------|-------------|
| 评级: | 增持 | 股票代码: | 603258 |
| 上次评级: | 增持 | 52周最高价/最低价: | 57.66/18.12 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 115.51 |
| 最新收盘价: | 47 | 自由流通市值(亿) | 115.04 |
| | | 自由流通股数(百万) | 244.77 |

▶事件概述

公司发布2023年一季度业绩公告。23Q1公司实现营业收入1.56亿元，同比-31.41%；归属于上市公司股东的净利润0.47亿元，同比-33.75%；扣非归母净利润0.32亿元，同比-50.32%。

▶老游流水自然下滑，Q1业绩暂时承压

报告期内营收同比-31.41%，主要系老游充值流水自然回落，未有重磅新游接续所致。公司核心IP“梦三国”运营周期已超十年，长线运营能力及研发实力均受验证，后续储备丰富，静待后续新品上线叠加亚运驱动老游流水回春，进一步改善收入表现。

▶新产品周期有望启动，积极拥抱人工智能

公司管线储备充足，目前已有四款产品取得版号。公司目前储备品类覆盖RPG，休闲和小众IO等，包括《卢希达：起源》《跃迁旅人》《卡噗拉契约》《螺旋勇士》《野蛮人大作战2》《ImperialDestiny》《流浪方舟》等多款，其中《跃迁旅人》《螺旋勇士》《野蛮人大作战2》《卡噗拉契约》已取得版号。根据公司4月24日投资者问答，目前公司已在部分在研游戏的研发过程中应用AI图片生成及AI对战博弈等AI技术，网易官方信息显示，公司储备《野蛮人大作战2》测试版本正与网易智企在定制化AI机器人接入方案、训练、部署和迭代方面进行深度合作。产品上线节奏上，《流浪方舟》预计23Q2上线港澳台，《螺旋勇士》预计23Q3上线，《卢希达：起源》《工匠与旅人》预计2023年发行。

▶亚运电竞催化在即，核心产品流水有望回春

端游《梦三国2》已形成首个国产电竞联赛体系，并成功入选杭州亚运会电竞赛项，此前受疫情影响亚运会延迟，随着赛期确定至2023年9月，看好电竞赛事催化下，“梦三国”IP下端游及手游产品热度再攀升，进一步拓展海内外影响力。

▶投资建议：维持“增持”评级

考虑到版号精品化政策下产品上线进度及新技术应用带来的降本增效，我们预计公司2023-2025年实现营收9/11/12亿元（此前2023/2024预测为13/14亿元），实现归母净利润3/4/5亿元（此前2023/2024预测为4/5亿元），对应的EPS1.38/1.60/1.85元（此前2023/2024预测为1.78/2.04元），对应2023年5月5日47元/股收盘价，PE分别为34/29/25倍，维持“增持”评级。

▶风险提示

新游业绩贡献不及预期风险；行业监管风险；税收优惠政策取消风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 996 | 791 | 949 | 1,124 | 1,225 |
| YoY (%) | -2.7% | -20.6% | 20.0% | 18.5% | 9.0% |
| 归母净利润(百万元) | 339 | 201 | 339 | 393 | 455 |
| YoY (%) | -14.2% | -40.7% | 68.8% | 15.9% | 15.7% |
| 毛利率 (%) | 82.8% | 81.9% | 81.2% | 81.3% | 82.4% |
| 每股收益(元) | 1.38 | 0.82 | 1.38 | 1.60 | 1.85 |

| | | | | | |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE | 13.8% | 8.4% | 12.9% | 13.8% | 14.3% |
| 市盈率 | 34.09 | 57.45 | 34.04 | 29.37 | 25.39 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520040003

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 791 | 949 | 1,124 | 1,225 | 净利润 | 207 | 357 | 414 | 479 |
| YoY (%) | -20.6% | 20.0% | 18.5% | 9.0% | 折旧和摊销 | 34 | 20 | 20 | 20 |
| 营业成本 | 143 | 178 | 210 | 216 | 营运资金变动 | -113 | 142 | 50 | 7 |
| 营业税金及附加 | 6 | 8 | 9 | 10 | 经营活动现金流 | 141 | 484 | 440 | 457 |
| 销售费用 | 123 | 152 | 169 | 184 | 资本开支 | -89 | -27 | -24 | -25 |
| 管理费用 | 116 | 93 | 137 | 135 | 投资 | 325 | -80 | -40 | -40 |
| 财务费用 | -33 | -19 | -24 | -29 | 投资活动现金流 | 275 | -60 | -8 | -4 |
| 研发费用 | 190 | 199 | 236 | 257 | 股权募资 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -29 | -10 | -10 | -10 | 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 33 | 47 | 56 | 61 | 筹资活动现金流 | -272 | -123 | -172 | -123 |
| 营业利润 | 226 | 403 | 467 | 540 | 现金净流量 | 180 | 301 | 260 | 330 |
| 营业外收支 | 0 | -2 | -2 | -2 | | | | | |
| 利润总额 | 226 | 401 | 465 | 538 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 19 | 44 | 51 | 59 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 207 | 357 | 414 | 479 | 营业收入增长率 | -20.6% | 20.0% | 18.5% | 9.0% |
| 归属于母公司净利润 | 201 | 339 | 393 | 455 | 净利润增长率 | -40.7% | 68.8% | 15.9% | 15.7% |
| YoY (%) | -40.7% | 68.8% | 15.9% | 15.7% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.82 | 1.38 | 1.60 | 1.85 | 毛利率 | 81.9% | 81.2% | 81.3% | 82.4% |
| | | | | | 净利率 | 26.2% | 37.7% | 36.8% | 39.1% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 6.9% | 10.2% | 10.8% | 11.3% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 净资产收益率 ROE | 8.4% | 12.9% | 13.8% | 14.3% |
| 货币资金 | 1,082 | 1,383 | 1,643 | 1,974 | 偿债能力 | | | | |
| 预付款项 | 18 | 7 | 8 | 9 | 流动比率 | 3.76 | 3.29 | 3.30 | 3.61 |
| 存货 | 0 | 0 | 1 | 1 | 速动比率 | 3.72 | 3.28 | 3.29 | 3.59 |
| 其他流动资产 | 671 | 764 | 800 | 829 | 现金比率 | 2.29 | 2.11 | 2.21 | 2.53 |
| 流动资产合计 | 1,771 | 2,155 | 2,452 | 2,812 | 资产负债率 | 16.6% | 20.0% | 20.6% | 19.5% |
| 长期股权投资 | 94 | 124 | 154 | 184 | 经营效率 | | | | |
| 固定资产 | 270 | 270 | 270 | 270 | 总资产周转率 | 0.27 | 0.29 | 0.31 | 0.30 |
| 无形资产 | 19 | 19 | 19 | 19 | 每股指标 (元) | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,122 | 1,157 | 1,189 | 1,222 | 每股收益 | 0.82 | 1.38 | 1.60 | 1.85 |
| 资产合计 | 2,893 | 3,311 | 3,641 | 4,034 | 每股净资产 | 9.79 | 10.67 | 11.57 | 12.92 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.57 | 1.97 | 1.79 | 1.86 |
| 应付账款及票据 | 41 | 95 | 86 | 102 | 每股股利 | 0.00 | 0.50 | 0.70 | 0.50 |
| 其他流动负债 | 431 | 560 | 658 | 678 | 估值分析 | | | | |
| 流动负债合计 | 472 | 655 | 743 | 780 | PE | 57.45 | 34.04 | 29.37 | 25.39 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | PB | 2.23 | 4.40 | 4.06 | 3.64 |
| 其他长期负债 | 8 | 8 | 8 | 8 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 8 | 8 | 8 | 8 | | | | | |
| 负债合计 | 479 | 663 | 751 | 787 | | | | | |
| 股本 | 246 | 246 | 246 | 246 | | | | | |
| 少数股东权益 | 8 | 25 | 46 | 70 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,414 | 2,648 | 2,890 | 3,246 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 2,893 | 3,311 | 3,641 | 4,034 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度跨墙制度来规范管理跨部门跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。

所有报告版权均归本公司所有。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，如需引用刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用删节和修改。