

日期: 2017年03月10日

行业: 传媒-游戏



页游+手游+海外发行, 三位一体带动业绩高增长

分析师: 张涛
Tel: 021-53686152
E-mail: zhangtao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120023

分析师: 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理: 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.co
SAC 证书编号: S0870116120003

基本数据 (截止 2017 年 3 月 8 日)

报告日股价 (元)	28.35
12mth A 股价格区间 (元)	22.58-49.91
总股本 (亿股)	8.61
无限售 A 股/总股本	35.75%
流通市值 (亿元)	91.24
每股净资产 (元)	2.90
PBR (X)	10.23

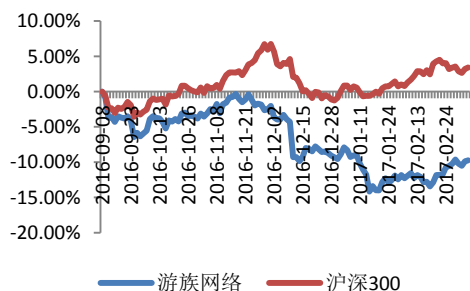
主要股东 (2016Q3)

林奇	35.13%
朱伟松	9.38%
上海一骑当先管理咨询合伙企业(有限合伙)	8.84%
王卿伟	4.11%
上海朴厚投资合伙企业	4.10%

收入结构 (2016H1)

移动游戏	51.11%
网页游戏	47.66%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期: 2017 年 3 月 9 日

■ 投资摘要

“大IP+全球化+大数据”深耕游戏产业, 业绩高成长

公司整体战略围绕游戏业务展开, “大IP”提振打造爆款游戏几率, “全球化”布局享受游戏出海高红利, “大数据”精准营销降低游戏推广成本。公司页游、手游、海外发行业务三位一体, 广泛布局游戏产业。2016年公司新老游戏表现出色, 业绩增速远超行业平均水平。业绩快报实现营业收入25.30亿元, 同比增长64.86%; 归母净利润5.85亿元, 同比增长13.49%。

2017年1月公司定增计划过会, 拟发行不超过48,433,268股, 募集资金总额不超过125,200.00万元, 补充现金流, 继续加码游戏研发&大数据。

手游市场集中度提升, 打造头部作品&二次元新热点

2016年手游畅销游戏TOP10实际销售收入占整个手游市场收入的43.7%。手游市场产品集中度提升, 大型游戏公司研发与推广实力强, 更易打造精品化头部游戏, 将因此受益。游族网络研发与持续运营能力强, 15年推出的爆款《少年三国志》最高排行第3, 运营两周年保持月流水过亿; 新游《刀剑乱舞online》瞄准核心二次元用户, 上线2日就冲上RPG类游戏下载榜榜首, 成二次元游戏新热点。

页游产品稳定, 《盗墓笔记》成影游联动新典范

公司作为页游龙头之一, 2016Q3以8.7%的市场占有率排名行业公司第二。新游《盗墓笔记》采取影游联动营销方式, 上线以来稳居页游开服榜前列, 月流水峰值超过1亿元, 目前, 游戏累计开服数已经突破10000组大关。

《狂暴之翼》热销海外, 海外布局成绩凸显

手游《狂暴之翼》海外表现超预期, 2017年1月登顶全球ARPG类游戏畅销榜榜首, 海外流水超千万美元, 成为海外最畅销的国产游戏之一, 2017年公司业绩将因此受益。游戏出海是游戏产业收入新增长点之一, 游族网络布局海外市场较早, 海外发行遍布150个国家及地区, 将持续分享游戏出海红利。

多款新游蓄势待发, 目标新爆款

计划在今后两年推出多款重磅作品, 游戏类型布局广泛, 包括影游联动项目《军师联盟》、二次元游戏《妖精的尾巴》、端游IP改编《奇迹世界》、原创IP续作《战神三十六计》、《女神联盟2》, 以及顶级IP游戏《权力的游戏》、《三体》等。公司游戏产品储备丰富, 整体收入水平有望持续较快增长。

■ 盈利预测

游族网络深耕游戏行业, 坚持“大IP+全球化+大数据”的整体战略, 页游、手游研发实力强劲, 在海外市场成绩突出, 业绩内生性成长能力强。预计公司2016-2018年实现营业收入分别为25.30亿、37.30亿、50.91亿, 同比增长64.86%、47.43%、36.49%, 实现归母净利润分别为5.85亿、9.12亿、12.60亿, 同比增长13.49%、55.94%、38.05%。不考虑增发因素, 对应EPS分别为0.68元、1.06元、1.46元。目前公司股价28.35

相关报告：

元，对应2016-2018年PE分别为41.69倍、26.75倍、19.42倍，低于行业可比公司平均水平，具有一定的上升空间。给予“增持”评级。

■ 风险提示

限售股解禁风险、市场竞争风险

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥, 百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	843.54	1,534.69	2,530.11	3,730.06	5,091.28
年增长率	27.20%	81.94%	64.86%	47.43%	36.49%
归母净利润	414.59	515.57	585.11	912.42	1,259.60
年增长率	40.29%	23.45%	13.49%	55.94%	38.05%
每股收益(元)	1.67	1.86	0.68	1.06	1.46

资料来源：Wind 上海证券研究所

目 录

一、大步迈进的全球化互动娱乐提供商	4
1.1 公司简介：从页游龙头到全球化互动娱乐供应商.....	4
1.2 财务状况：营收持续高增长，海外表现出色.....	5
1.3 定向增发：定增过会，加码游戏研发&大数据业务.....	7
二、三位一体深耕游戏产业，多款新游蓄势待发	8
2.1 移动游戏：打造头部作品，开拓二次元领域.....	8
2.2 网页游戏：研发能力强劲，影游联动加持.....	11
2.3 游戏出海：发挥先发优势，全球化布局成绩凸显.....	12
2.4 计划推出游戏：多款大作蓄势待发、类型布局广泛.....	14
三、布局大数据，实现精准化推广	16
四、盈利预测与估值	18
4.1 基本假设.....	18
4.2 盈利预测.....	18
4.3 可比公司比较.....	19
五、风险提示	19
5.1 限售股解禁风险.....	19
5.2 市场竞争风险.....	20

一、大步迈进的全球化互动娱乐提供商

1.1 公司简介：从页游龙头到全球化互动娱乐供应商

游族网络成立于2009年，2014年借壳梅花伞业实现上市。公司成立之初主营业务主要是网页游戏的研发与运营，后顺应市场变动将移动游戏纳入业务发展重点。公司还是国内最早提出和实现游戏研运一体化的公司之一。公司将“大IP+全球化+大数据”作为长期发展战略，以游戏产品作为主要盈利点。目前，公司已成功打造出《少年三国志》、《女神联盟》等多款热门自研IP作品，同时在“影游联动”、“二次元”等新兴细分行业成绩斐然；公司的海外发行遍布全球150多个国家与地区，发行的《狂暴之翼》成为全球最畅销的ARPG手游；公司旗下拥有全球最大的移动开发者服务平台Mob，通过大数据精准定位优化游戏用户推广。公司将自身定位为全球领先的互动娱乐供应商，并以之为目标大步迈进。

图 1 游族网络发展历程



数据来源：公司官网 上海证券研究所

公司的实际控制人林奇，持有公司35.13%的股份，同时也担任公司董事长、CEO的职位，直接统筹规划公司全面的战略规划与管理制。林奇也是公司的创始人之一，在创建游族网络之前，林奇曾担任悠易互通（北京）广告有限公司合伙人，在传销行业经验丰富。公司具体业务团队采取工作室制度，旗下各工作室分别承担不同游戏作品的研发与运营工作，各团队分工明确，内部激励较为完善。负责《少年三国志》的无限工作室因业绩出色在2016年度获内部激励“星辰大海奖”，奖金合计3000万元。强大的内部激励制度有利于激发员工的工作积极性，从而为公司创造更高的收入。

图 2 旗下 8 大工作室及其主要游戏产品



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 3 2017 年游族网络年会《少三》团队获奖



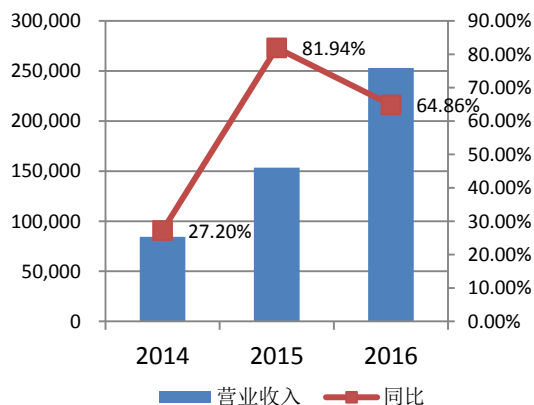
数据来源: WIND 上海证券研究所

1.2 财务状况：营收持续高增长，海外表现出色

公司上市以来，业绩一直保持高速增长。根据 2016 年业绩快报的数据，公司实现营业收入 25.30 亿元，同比增长 64.86%；2016 年中国游戏产业收入同比增长 17.7%，公司业绩增速远高于行业平均水平，反映了公司作为行业龙头之一，在业内具有较强的竞争优势。

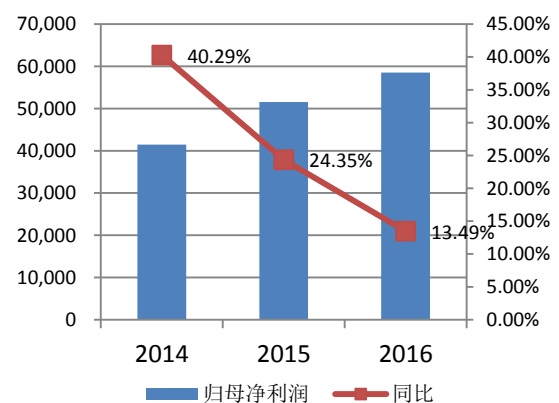
2016 年公司实现归母净利润 5.85 亿元，同比增长 13.49%。净利润增幅小于营收主要是因为当年公司上线新游较多，游戏前期宣传成本较高拉低了净利润水平。目前，公司新上线游戏《盗墓笔记》、《狂暴之翼》等已顺利完成初期推广，目前用户导入情况良好，流水表现优秀，运营情况已趋于稳定，预计今后公司净利润水平将得到一定程度改善。

图 4 营业收入及增速（单位：万元）



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 5 净利润及增速（单位：万元）

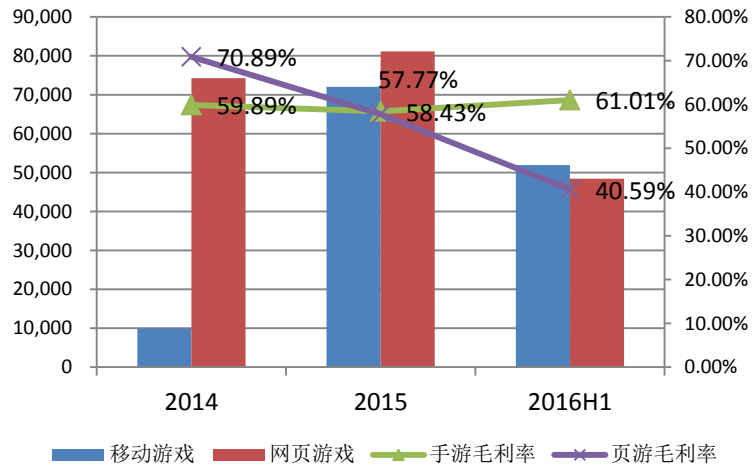


数据来源: WIND 上海证券研究所

公司近年大力开拓手游市场，2014 年公司手游业务收入不到 1 亿元，营收占比仅 11.81%；2016 年上半年，公司手游业务收入首次超过页游，占比 51.11%。手游是目前游戏产业收入增长率最高的

细分领域，2016 年手游行业收入增速仍高达 59.2%。而页游受制于用户向移动端转移，整体收入水平有所下滑。公司顺应手游爆发的大趋势转型研发手游成功，有力地帮助公司实现整体收入水平持续较快增长。

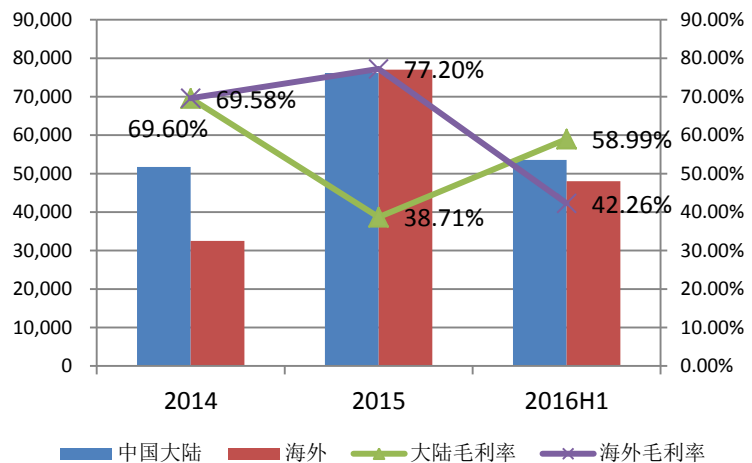
图 6 按产品收入构成及毛利率（单位：万元）



数据来源：WIND 上海证券研究所

公司重视发展海外市场。公司海外收入占整体收入的比例已经由 2014 年 38.53% 上升至 2016H1 的 47.3%。根据游戏工委发布的《2016 年中国游戏产业报告的数据》，2016 年我国自主研发网络游戏海外实际销售收入同比增长 36.2%，增速超过国内游戏市场收入水平。游族网络布局海外市场较早，已取得一定的先发优势，有望在将来持续分享游戏出海红利。2017 年 1 月，公司发行的游戏《狂暴之翼》海外版 (Legacy of Discord - Furious Wings) 成功登顶苹果 Appstore 全球 ARPG 类游戏销量冠军，公司的海外布局初见成效。公司的海外地区收入毛利率较低主要是因为公司仍在拓展海外市场中，尤其是欧美、日本等游戏产业规模大、用户培育成熟的地区，这些地区的买量推广成本较国内为高，拉低了利率水平。公司在东南亚等新兴游戏市场也有所布局，这些地区虽然目前市场规模有限，但整体增速迅猛，发展潜力十分值得看好。

图 7 按地区收入构成及毛利率 (单位: 万元)



数据来源: WIND 上海证券研究所

1.3 定向增发: 定增过会, 加码游戏研发&大数据业务

2017年1月5日, 公司定增计划通过证监会审核。公司计划本次非公开发行A股股票数量不超过48,433,268股, 以定价基准日9月14日前20个交易日股票交易均价的90%为发行底价测算, 本次非公开发行价格为不低于25.85元/股, 募集资金总额不超过125,200.00万元。其中, 公司管理层林奇、陈礼标拟直接通过现金方式认购本次公开发行的股票, 认购金额分别为5,000万元、2000万元, 锁定期3年, 反映出公司高管对公司业绩成长的信心。

本次募集资金主要用于: 网络游戏研发及发行运营建设项目、大数据分析运营建设项目以及偿还银行贷款。其中, 计划投资用于网络游戏研发运营项目的总计9.7亿元, 将在未来6年里研发、运营18款重度游戏, 进一步丰富公司的产品线; 投资于大数据流量业务的部分对减少游戏宣传推广成本有极大帮助, 将与公司现有游戏业务形成良好协同; 偿还银行贷款部分主要是偿还公司办公用房房贷。

图 8 公司定增资金用途

单位: 万元			
序号	募集资金投向	项目总投资金额	募集资金投资金额
1	网络游戏研发及发行运营建设项目	97,248.41	35,900.00
2	大数据分析运营建设项目	119,995.49	54,300.00
3	偿还银行贷款	35,000.00	35,000.00
合计		252,243.90	125,200.00

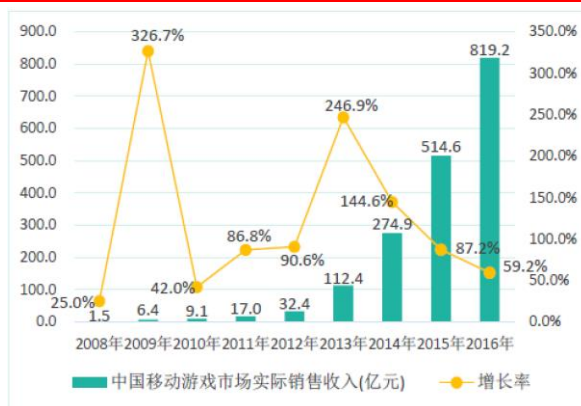
数据来源: 公司公告 上海证券研究所

二、三位一体深耕游戏产业，多款新游蓄势待发

2.1 移动游戏：打造头部作品，开拓二次元领域

2016 年手游市场实际销售收入达 819.2 亿元，同比增长高达 59.2%，已经超越端游成为游戏市场最大细分板块同时也是整个行业销售收入增量部分的主要来源。手游用户规模在各大细分板块中唯一保持 10% 以上增长。手游用户增量主要来源于端游 IP 手游化带来的元端游用户以及对新的细分游戏类型的开拓，包括二次元游戏、移动电竞、女性向游戏等。

图 9 移动游戏市场实际销售收入



数据来源：GPC&CNG&IDC 上海证券研究所

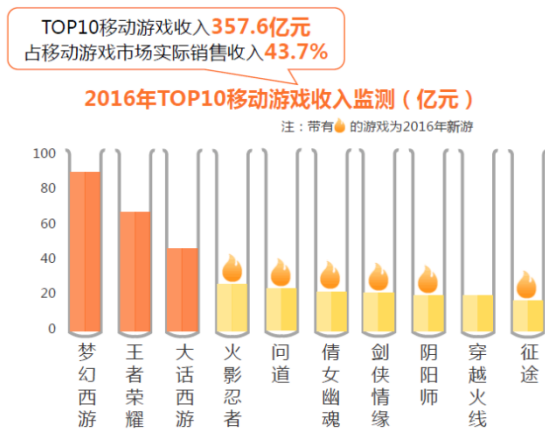
图 10 移动游戏市场用户规模



数据来源：GPC&CNG&IDC 上海证券研究所

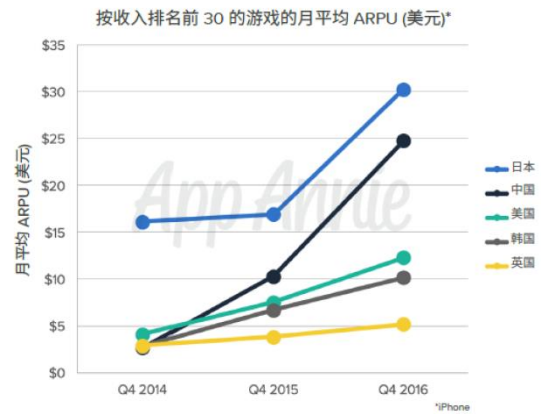
随着手游市场逐渐走向成熟，手游付费用户群体已经形成一定规模，单用户付费能力屡创新高。截至 2016Q4，TOP30 手游月均 ARPU 值已经超过 150 元(约 25 美元)，较 2015 年同期上涨约 150%。2016 年最为畅销的十款移动游戏实际销售收入达 357.6 亿元，占整个手游市场收入的 43.7%。更多的游戏玩家希望将有限的游戏时间用在更精致的游戏下，对游戏的题材、玩法、流畅度都提出了自己的看法，导致手游市场集中度提高，大部流水集中在少量头部作品。在这一趋势下，能否开发出符合市场需求的畅销游戏成为了衡量大型游戏公司发展潜力的重要标准。

图 11 移动游戏 TOP10 收入占比超 40%



数据来源: GPC&CNG 上海证券研究所

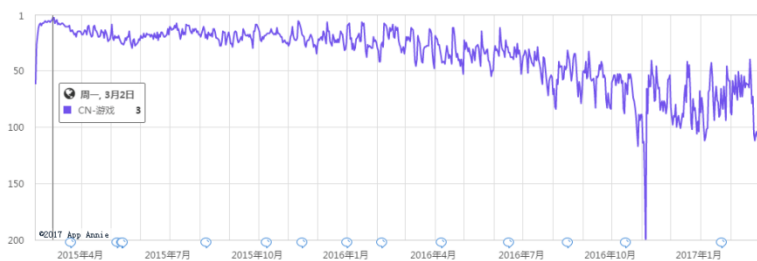
图 12 头部产品 ARPU 增速迅猛



数据来源: AppAnnie 上海证券研究所

游族网络一直坚持精品化游戏开发, 具有研发并运营爆款手游的能力。2015 年, 公司推出的《少年三国志》是一款公司自研的三国题材卡牌类手游, 该游戏上线 20 天充值流水即成功破亿, 单月流水峰值达到了 1.6 亿元, 上线 6 个月内始终占据 IOS 畅销榜 TOP20 的位置。2016 年《少年三国志》在日本、韩国上线, 迅速进入该地区畅销榜前百。游戏本身的高品质使得运营情况较为稳定, 再加上海外市场的成功拓展, 使得游戏在超过两年的运营周期内始终保持游戏全球流水 1 亿元以上, 业绩持续性极强。

图 13 《少年三国志》IOS 畅销榜数据



数据来源: 公司年报 上海证券研究所

二次元手游面临爆发。现象级手游《阴阳师》推出之后, 二次元游戏的热度持续提升。在 2017 年春节期间, 有三款二次元手游跻身 IOS 畅销榜前 10 的位置, 包括《阴阳师》、《Fate/Grand Order》以及《火影忍者》。二次元游戏在畅销榜中的出色表现同样也反映了其在高热度之外同样具有较强的盈利能力。

图 14 春节期间二次元游戏占 TOP10 中 3 席 (2 月 1 日数据)

#	App	畅销排名	免费下载排名	付费下载排名	价格	类别	星级评价 应用商店	评价 用户
1	王者荣耀 Tencent	1 =	2 =	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.5	711,859
2	阴阳师-网易和风匠心巨制 NetEase	2 =	56 ▼ 3	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.5	470,254
3	全民飞机大战 Tencent	3 ▲ 2	202 ▲ 12	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 3.5	50,903
4	梦幻西游-新地图新宠物... NetEase	4 =	464 ▲ 50	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.5	83,759
5	倩女幽魂-杨洋邀你在古... NetEase	5 ▼ 2	218 ▲ 2	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.5	71,362
6	Fate/Grand Order (命运... bilibili	6 ▲ 2	442 ▲ 50	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.0	8,719
7	火影忍者-官方正版 Tencent	7 ▲ 13	227 ▲ 41	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.5	118,520
8	穿越火线枪战王者 Tencent	8 ▼ 2	51 ▼ 2	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.5	96,526
9	大话西游-帮派系统新升... NetEase	9 ▼ 2	500+ =	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.5	23,550
10	剑侠情缘 Tencent	10 ▼ 1	414 ▲ 12	500+ =	免费	游戏	★★★★★ 4.0	19,175

数据来源: AppAnnie 上海证券研究所

游族网络在 2 月 22 日正式上线了二次元手游《刀剑乱舞 online》。这款游戏是由游族网络独家代理并进行本土化改良的作品，上线 2 日就冲上 RPG 类游戏下载榜榜首，总榜第 7，目前总下载量已突破 150 万人，成绩表现优秀。《刀剑乱舞》可谓日系女性向游戏最强 IP，在日本已经推出了包括游戏、动漫、衍生品等一系列产品。《刀剑乱舞 online》瞄准的是二次元核心向女性玩家，而这一领域之前在国内游戏界并没有得到很好的覆盖，参照这一 IP 在日本的火爆表现，此类玩家的游戏忠诚度及付费能力不容小觑。为了深入挖掘这一特定用户群体，游族网络进行了精准化的用户推广，推广重点包括 B 站、半次元、耽美社区、漫展等，并以这些二次元核心用户为基点逐渐推广到泛二次元爱好者中去。就目前的榜单数据来看，《刀剑乱舞 online》的运营数据亮眼，有望成为继《阴阳师》之后的新一代二次元爆款游戏。

图 15 《刀剑乱舞》IOS 下载榜数据

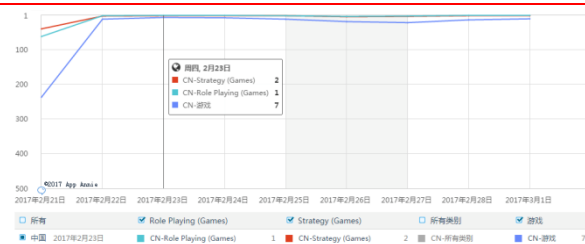
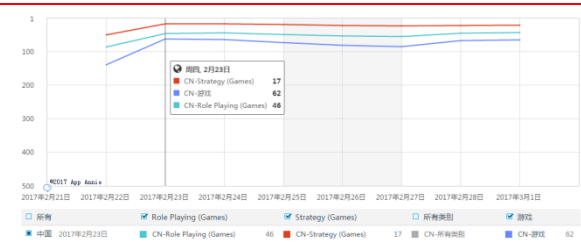


图 16 《刀剑乱舞》IOS 畅销榜数据



数据来源: AppAnnie 上海证券研究所

数据来源: AppAnnie 上海证券研究所

图 17 《刀剑乱舞》宣传海报

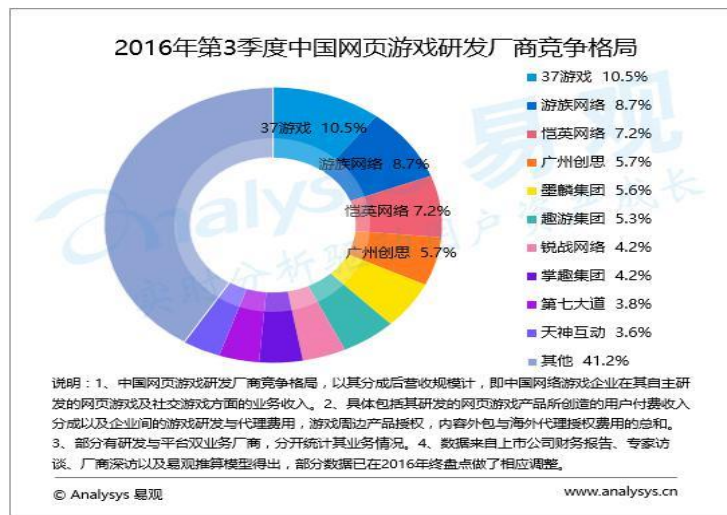


数据来源：公司官网 上海证券研究所

2.2 网页游戏：研发能力强劲，影游联动加持

2016 年页游市场整体销售收入 187.1 亿元，仍是游戏市场第三大细分板块。国内页游市场竞争格局趋于稳定，游族网络作为资深的页游研发商，在 2016Q3 以 8.7% 的市场占有率排名行业公司第二。作为也有龙头企业之一，公游族网络的页游产品运行情况平稳，能够持续不断地在市场上推出新的人气产品。公司成立至今已累计推出过《大将军》、《女神联盟》系列、《大皇帝》、《盗墓笔记》等热门产品，品牌知名度较高。

图 18 2016Q3 页游研发商竞争格局



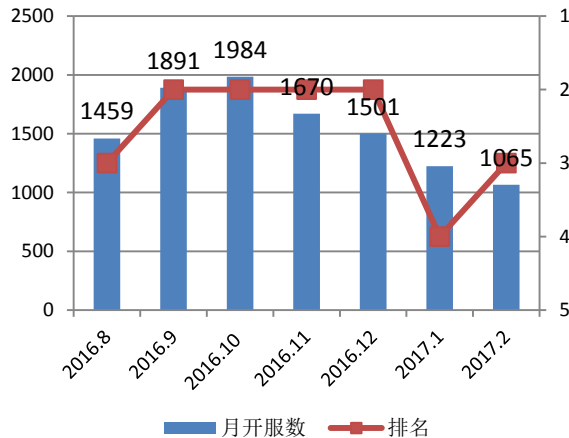
数据来源：易观 上海证券研究所

2016 年 8 月，公司新一代页游拳头产品《盗墓笔记》上线。《盗墓笔记》是一款 ARPG 页游，由小说原作者南派三叔授权，国民影帝黄渤代言。游戏深度还原了小说原作剧情，玩家代入感良好。此次发行《盗墓笔记》采用了影游联动的方式，与同名电影同期上线，形成了良好的协同效应。电影《盗墓笔记》总票房超过 10 亿元，

成为了暑期档票房冠军；页游《盗墓笔记》上线以来稳居页游开服榜前列，月流水峰值超过1亿元，目前，游戏累计开服数已经突破10000组大关。《盗墓笔记》还获得了素有“游戏奥斯卡”之称的“金翎奖”玩家最喜爱的网页游戏称号，充分反映了这款游戏的高人气程度。此次成功的影游联动的尝试为公司积累了相关经验，公司预计将在2017年采用影游联动的方式推出更多新款游戏。

图 19 页游《盗墓笔记》月开服数及排名

图 20 《盗墓笔记》获 2016 金翎奖



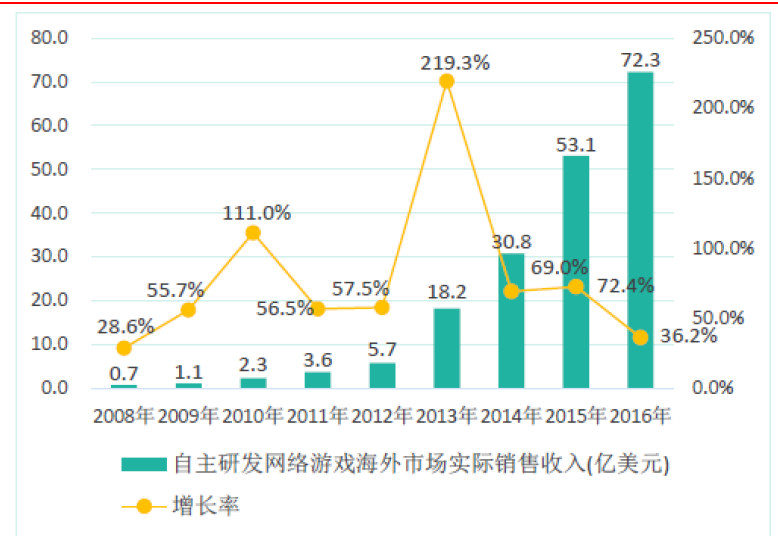
数据来源：9k9k 上海证券研究所

数据来源：互联网公开资料 上海证券研究所

2.3 游戏出海：发挥先发优势，全球化布局成绩凸显

2016年国内自主研发游戏出口海外游戏市场实际销售收入同比增长36.2%，高于国内游戏行业收入增速。中国已经成长为全球最大的手游市场，与之相呼应的是国内自研游戏的质量也在稳步提升中，本土游戏公司的海外发行体系也逐渐完善。我们认为，国内自研游戏在经受了国内市场剧烈竞争的考验后，其在海外的接受程度也将稳步提升，更多的精品游戏将在海外市场也成为畅销作品，游戏海外发行的整体收入增速也将维持在一个较高的水平。

图 21 2016 国内自研游戏出海实际收入



数据来源: GPC&CNG&IDC 上海证券研究所

游族网络布局海外发行较早，早在2013年，公司页游《女神联盟》就成功登陆北美等多个海外市场，海外地区流水迅速提升到超过1000万美元，目前该款游戏已成功发行至150个国家及地区，在全球拥有超过2亿的注册用户。

2016H1游族网络的海外业务收入已经超过了50%，增速惊人。公司拥有一套独有的海外发行模式：首先，公司自研游戏的海外发行主要是公司内部团队自行运作的，公司8大工作室之一的环球工作室专门负责游戏的海外发行工作；其次，在面向海外市场的游戏项目立项时，公司会主动选择更为迎合海外玩家喜爱的游戏题材、画风等，通过预估潜在的用户群体，进行相应的精细化改良；在选择渠道合作方面，公司既有自营的海外页游发行平台Gtarcade，也会将游戏发行在Google Play、AppStore等大型平台上，同时借力Facebook、Twitter等社交渠道进行游戏推广。

Gtarcade平台成立于2013年，是Google Play认可的顶级开发者（Top Developer）。该平台主要面向欧美游戏玩家，注册用户在2015年底已经超过1.5亿人。2015年上半年，平台流水收入超过3亿元。

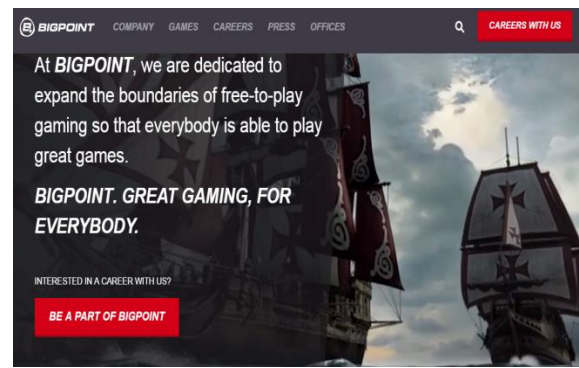
公司在2016年4月收购德国页游厂商BigPoint，进一步加码海外市场布局。BigPoint是德国老牌页游厂商，成立至今已经15年。截至2015年底，BigPoint正在运营的游戏总计60款，游戏发行覆盖200多个国家，提供25种语言版本。公司在欧洲市场的渗透率较高，尤其是捷克、波兰等中欧国家以及德国、法国等西欧国家。2015年BigPoint营业收入达6028.4万欧元，收入主要来源于DarkOrbit、Farmerama、Drakensang Online 和Seaflight四款页游。BigPoint储备有重磅IP《权力的游戏》页游改编权，游戏预计于2018年正式上线运营，上线后公司业绩可能迎来较大幅度增加。

图 22 Gtarcade 主页页面



数据来源：互联网公开信息 上海证券研究所

图 23 BigPoint 主页页面



数据来源：互联网公开信息 上海证券研究所

公司的新一代海外市场拳头作品已经出现。2016年11月《狂暴之翼》海外版（Legacy of Discord - Furious Wings）在全球正式开始运营。《狂暴之翼》是一款魔幻类ARPG手游，由青果灵动研发，游族网络代理发行。游戏一上线即获得Google Play及AppStore联合推荐，在海外多个地区成绩不菲。以全球第二大手游市场的美国为例，《狂暴之翼》在AppStore以及Google Play两大游戏分发市场均表现出色，长期处于畅销榜单前列，排行不断走高，最高日排行分别为畅销榜第19、第31。此外，该游戏在菲律宾、新加坡等20多个国家与地区成功跻身双畅销榜前10，海外地区月流水已经超过了1000万美元。《狂暴之翼》的大获成功将大大增厚公司海外市场收入，预计该款游戏在2017年将为公司持续提供稳定收入。

图 24 《狂暴之翼》美国区 IOS 畅销榜数据



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

图 25 《狂暴之翼》美国区 Google Play 畅销榜数据



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

2.4 计划推出游戏：多款大作蓄势待发、类型布局广泛

公司计划在今后两年推出多款重磅作品，游戏类型布局广泛，包括影游联动项目《军师联盟》、二次元游戏《妖精的尾巴》、端游IP改编《奇迹世界》、原创IP续作《战神三十六计》、《女神联盟2》，以及顶级IP游戏《权力的游戏》、《三体》等。公司游戏产品储备丰富，整体收入水平有望持续较快增长。

表 1 游族网络游戏储备

游戏名称	预计推出时间	游戏类型	备注
战神三十六计	2017.3	SLG 页游	人气网页游戏《三十六计》续作
	2017.5	SLG 手游	
奇迹世界手游	2017Q2	MMORPG 手游	webzen 经典端游改编，360 授权游族研发、共同发行
妖精的尾巴	2017Q3	手游	日系二次元 IP 改编
军师联盟	2017 下半年	ARPG 手游、页游	影游联动项目，与电视剧同步推出
女神联盟 2	2017 下半年	RPG 手游	同名页游改编，海外高人气作品
权力的游戏	2018	SLG 页游/手游	欧美顶级 IP 改编
三体	未定	未定	与电影同步推出

数据来源：互联网公开信息 上海证券研究所整理

在公司的众多储备游戏当中，《奇迹世界手游》是公司在 2017 年的重点项目之一。《奇迹世界》是韩国 webzen 公司继《奇迹 MU》之后开发的一款大型 MMORPG 客户端游戏，游戏沿用了部分《奇迹 MU》的设定，于 2007 年在中国地区正式上线。游戏首次采取 3D 建模，吸引了大量新老玩家参与游戏，游戏运营高峰时曾创下 42 万人同时在线的成绩，是当年的人气端游作品之一。我们看到，端游 IP 改编手游是目前打造爆款手游的行之有效的办法之一。根据游戏工委公布的数据，2016 年有 42.1% 的移动游戏收入来自于端游 IP 改编的手游。而韩国端游由于进入中国市场较早，玩家数量众多，其改编的手游往往都取得了较好的成绩，其中也包括《全民奇迹》、《热血传奇》这样的爆款游戏。而《奇迹世界》是少数尚未被手游化的端游 IP，其 IP 开发潜力十分巨大。借力端游 IP，《奇迹世界手游》有望成为公司业绩新的主要增长点。

表 2 韩国端游 IP 改编手游收入表现

游戏名称	研发	运营	推出时间	收入表现
全民奇迹	天马时空	恺英网络	2014.12	截止 2016H1，总流水超 50 亿元，全球月流水稳定超 2 亿
热血传奇	盛大游戏	腾讯	2015.8	单日流水峰值 4600 万，月流水峰值 7 亿，上线半年稳居畅销榜前 3

天堂 2: 血盟	蜗牛游戏	蜗牛游戏	2016.7	上线两个月成为畅销榜前 10, 月流水过亿
传奇世界	盛大游戏	腾讯	2017.1	目前稳居畅销榜前 30

数据来源: 互联网公开信息 上海证券研究所整理

《权力的游戏》的页游化也备受游戏玩家瞩目。《权力的游戏》是美国HBO 电视网推出的一部中世纪史诗级奇幻电视剧。该片于2011年播出之后就大受好评, 目前已经连续播出了6季。影片在全球拥有过亿粉丝, 是HBO史上收视率最高的连续剧。该片在国内由腾讯引进, 累计播放次数超过7亿人次。BigPoint此次获得《权力的游戏》页游改编权也是首次对此IP游戏化的尝试。考虑到此片的粉丝群体巨大, 其改编游戏的收入水平可能会极为可观。

图 26 连续剧《权力的游戏》宣传海报



数据来源: 互联网公开信息 上海证券研究所

三、布局大数据, 实现精准化推广

游戏行业人口红利的逐步消退已是大势所趋。根据游戏工委提供的数据, 2015年、2016年整个游戏行业用户规模增速分别为3.3%、5.9%, 较前几年大幅回落。单用户获取成本已经从几元上升至20元以上。用户获取成本的提高使得游戏推广费用成为了游戏公司运营成本中最主要的组成部分。因此, 如何有效地获取新用户, 有针对性的对这些特定群体进行精准营销成为了摆在游戏公司面前的重要课题。

2015年4月, 游族网络出资5.38亿元收购掌淘科技, 进军大数据行业。掌淘科技拥有全球最大的移动开发者服务平台Mob, 平台覆盖全球212个国家、覆盖设备超过50亿、每日新增数据达到TB级。掌淘科技目前的主要产品包括: ShareSDK 社会化分享、短信验证码SDK、ShareREC(手游录像解决方案)以及标准化集成插件MobAP。

通过这些插件类产品，公司构建了完善的数据采集与数据分析体系，帮助公司在用户数据上进行深度挖掘，从而针对不同的用户群体进行精准营销。根据游族网络测算，收购掌淘科技后，公司游戏推广费用将节省20%，同时游戏推广时间也得以大大缩短。

图 27 掌淘科技主要产品



数据来源：公司官网 上海证券研究所

为了进一步深化大数据业务布局，公司还投资了数字广告服务商新数网络。通过对接新数网络自研的WiseDSP广告交易平台，公司可以从全球多个渠道处采购流量，从而优化了广告投放效率，与公司在海外发行、游戏推广等多个领域加以广泛合作。另外，公司在2016年与阿里云达成了战略合作，双方将在大数据、云服务上进行深入合作，进一步优化游戏推广方案，完善公司大数据生态圈布局。

图 28 新数网络官网页面



数据来源：公司官网 上海证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 基本假设

我们认为，公司2016年业绩大幅度提升，业绩增量部分主要来源于：

页游：公司收购欧洲大型页游研发商Bigpoint，并与2016年5月将其纳入公司并表范围，预计Bigpoint收入将持续增长，但《权力的游戏》预计上线时间有所顺延；公司人气页游《盗墓笔记》8月上线，流水表现出色，月开服数稳居前三。

手游：拳头产品《少年三国志》流水稳定破亿；新款手游《狂暴之翼》、《少年西游记》下半年上线，国服畅销榜前百；海外收入大增，《狂暴之翼》11月全球发行，海外流水超千万美元。

综合以上因素，同时考虑到公司丰富的IP储备，我们认为公司游戏业务将持续较快增速，预计2016-2018年公司页游部分营业收入增速分别为55%、25%、25%；手游业务营业收入增速分别为75%、70%、45%。考虑到公司在2016年推出新游戏较多，且正在大力拓展海外市场，市场推广成本较高，一定程度上拉低了毛利率。介于公司在大数据业务布局较为完善，将有效提高游戏推广效率。预计公司毛利率将得到一定程度改善。

4.2 盈利预测

游族网络深耕游戏行业，坚持“大IP+全球化+大数据”的整体战略，页游、手游研发实力强劲，在海外市场成绩突出，业绩内生性成长能力强。预计公司2016-2018年实现营业收入分别为25.30亿、37.30亿、50.91亿，同比增长64.86%、47.43%、36.49%，实现归母净利润分别为5.85亿、9.12亿、12.60亿，同比增长13.49%、55.94%、38.05%。不考虑增发因素，对应EPS分别为0.68元、1.06元、1.46元。目前公司股价28.35元，对应2016-2018年PE分别为41.69倍、26.75倍、19.42倍。

表 3：损益简表及预测 (单位：万元)

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	84,353.57	153,468.75	253,011.44	373,005.65	509,128.31
同比增长率	27.20%	81.94%	64.86%	47.43%	36.49%
营业总成本	49,990.18	111,426.49	201,367.96	284,438.78	384,958.14
营业成本	25,620.72	64,431.34	129,110.32	185,219.27	249,530.01
营业税金及附加	1,563.16	988.67	1,518.07	2,238.03	3,054.77
销售费用	5,638.21	10,968.66	20,240.92	29,840.45	40,730.26
管理费用	17,415.48	32,480.81	43,011.95	63,410.96	86,551.81

财务费用	-635.09	1,202.03	4,048.18	3,730.06	5,091.28
资产减值损失	387.69	1,354.97	3,438.52	0.00	0.00
其他经营收益	-268.76	984.66	1,276.08	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-268.76	984.66	1,276.08	0.00	0.00
营业利润	34,094.63	43,026.93	52,919.56	88,566.88	124,170.17
加：营业外收入	6,012.16	6,953.79	5,473.39	5,000.00	5,000.00
减：营业外支出	243.20	552.78	249.70	0.00	0.00
利润总额	39,863.59	49,427.93	58,642.65	93,566.88	129,170.17
减：所得税	-906.68	-1,085.00	879.64	1,403.50	1,937.55
净利润	40,770.27	50,512.94	57,763.01	92,163.37	127,232.61
减：少数股东损益	-689.07	-1,043.72	748.26	921.63	1,272.33
归属于母公司所有者的净利润	41,459.34	51,556.66	58,511.27	91,241.74	125,960.29
同比增长率	40.29%	23.45%	13.49%	55.94%	38.05%
每股收益（元）	1.67	1.86	0.68	1.06	1.46

数据来源：Wind 上海证券研究所

4.3 可比公司比较

我们选取以网络游戏作为主营业务的 A 股上市公司三七互娱、恺英网络、完美世界、吉比特、电魂网络、冰川网络进行可比公司比较。2016-2018 年，行业可比公司平均 PE 倍数分别为 43.87、37.04、32.11 倍，公司对应倍数分别为 41.69、26.75、19.42 倍。公司估值水平低于行业均值，具有一定的上涨空间。

表 4 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (Wind 一致预期)			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
002517.SZ	恺英网络	229.17	31.94	0.94	1.29	1.65	34.07	24.71	19.33
002555.SZ	三七互娱	438.22	21.02	0.51	0.73	0.89	41.04	28.60	23.70
002624.SZ	完美世界	403.21	30.67	0.85	1.10	1.32	35.93	27.86	23.20
300418.SZ	昆仑万维	258.62	22.95	0.55	0.54	0.61	41.48	42.75	37.59
300533.SZ	冰川网络	110.10	110.10	1.95	2.25	2.70	56.46	48.93	40.78
603258.SH	电魂网络	138.10	57.54	0.99	1.07	1.12	58.12	53.78	51.38
603444.SH	吉比特	222.59	312.75	7.82	9.58	10.85	39.99	32.65	28.82
	行业平均						43.87	37.04	32.11
002174.SZ	游族网络	244.18	28.35	0.68	1.06	1.46	41.69	26.75	19.42

数据来源：Wind 上海证券研究所

五、风险提示

5.1 限售股解禁风险

2014 年，梅花伞业向林奇等交易方发行股份，购买其持有的游族网络 100% 股权，该股份将于 2017 年 5 月 17 日上市流

通。本次解禁股数额较大，解禁股总计 53344.13 万股，占公司总股本的比例为 61.93%，占解禁后流通股的比例为 63.40%。

5.2 市场竞争风险

游戏产业竞争激烈，行业收入趋向头部游戏产品集中。若公司长期不能推出符合市场需求的热销游戏产品，则公司在行业的竞争中将陷入不利的地位，从而影响公司营收、利润。

分析师承诺

张涛、滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。