

# 游族网络 (002174.SZ)

## 海外业务丰收, 17 年大作迭出、业绩稳定性强

### 事件:

一、**公司披露 2016 年年报:** 全年实现收入 25.3 亿元, 同比增长 64.9%, 实现归母净利润 5.88 亿元, 同比增长 14.03%。其中扣非净利润约为 5.55 亿元, 同比增长 14.65%。公司每 10 股派现 0.7 元。

二、**公司子公司上海游族信息技术有限公司于 2016 年净利润和扣非净利润为 6.59 亿元和 6.42 亿元, 超过业绩对赌约定的扣非净利润 5.22 亿元。**

### 点评:

一、**2016 年公司增长迅速, 净利率受推广影响略有下滑, 16Q4 起驶入业绩增长快车道。** 16Q4 公司净利率已经恢复 29.1% 的水平, 净利润增速高达 30%。17Q1 公司净利润预计同增 54.09%-99.41% 至 1.7-2.2 亿元。

二、**公司作为国内顶级研发厂商, 在各个游戏品类深度布局, 老牌工作室彰显实力。** 公司旗下八大工作室负责不同板块, 目前已经能打造出全球领域的头部产品, 如代理产品《狂暴之翼》成功实现全球流水破亿。

三、**16 年完成 Big point 收购, 全球化业务和布局领先行业。** 2016 年公司海外收入达到 12.68 亿元, 占比超过 50%。

四、**公司具有稀缺的顶级 IP 养成和运营能力, 后期产品排期明确。** 原创 IP 包括: “女神”系列、“少年”系列; 《盗墓笔记》流水破亿; 后期还有《刀剑乱舞》、《妖精的尾巴》等接棒主力产品。

五、**定增过会+公司债推进当中, 有望逐步借力资本沿产业链上下游整合资源。** 公司目前外延的主要思路仍是沿泛娱乐整合上下游资源, 目前定增已经过会, 资本助力下有望进一步落地外延预期。

六、**投资建议:** 我们认为在顶级作品带动下, 公司 2017 年的业绩具有极强的稳定性, 同时精品 IP 序列逐渐形成、全球化布局领先行业、顶级研运实力一体加持; 定增和公司债资金注入加持后, 公司有望内生外延并重开展后续泛娱乐布局。预计公司 2017 年净利润为 9.1 亿元, 当前股价对应 PE 为 26X, 维持买入评级。

七、**风险提示:** 游戏变现低于预期; 产业竞争加剧  
**盈利预测:**

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,534.69	2,530.11	3,480.00	4,296.85	5,137.01
增长率(%)	81.94%	64.86%	37.54%	23.47%	19.55%
EBITDA(百万元)	495.91	666.84	916.37	1,126.85	1,281.75
净利润(百万元)	515.57	587.88	906.32	1,138.65	1,320.85
增长率(%)	24.35%	14.03%	54.17%	25.63%	16.00%
EPS(元/股)	1.796	0.683	1.052	1.322	1.534
市盈率(P/E)	49.86	38.75	26.39	21.01	18.11
市净率(P/B)	11.75	8.40	6.61	5.03	3.94
EV/EBITDA	52.45	35.26	25.38	19.85	16.38

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	27.77 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-10

### 相对市场表现



分析师: 旷实 S0260517030002  
 010-59136610  
 kuangshi@gf.com.cn  
 分析师: 杨琳琳 S0260514050004  
 0755-23480370  
 yll@gf.com.cn

### 相关研究:

游族网络(002174.SZ): 定增 2016-02-17  
 增 45 亿强化内容+平台+大数据布局, 收购青果灵动增强 3D 游戏研发能力  
 梅花伞(002174)一重大资产重组, 领先页游游族亮相后续具爆发力

联系人: 沈明辉 0755-23942150  
 shenminghui@gf.com.cn  
 杨晓峰 021-60750604-3304  
 yangxiaofeng@gf.com.cn

具体点评:

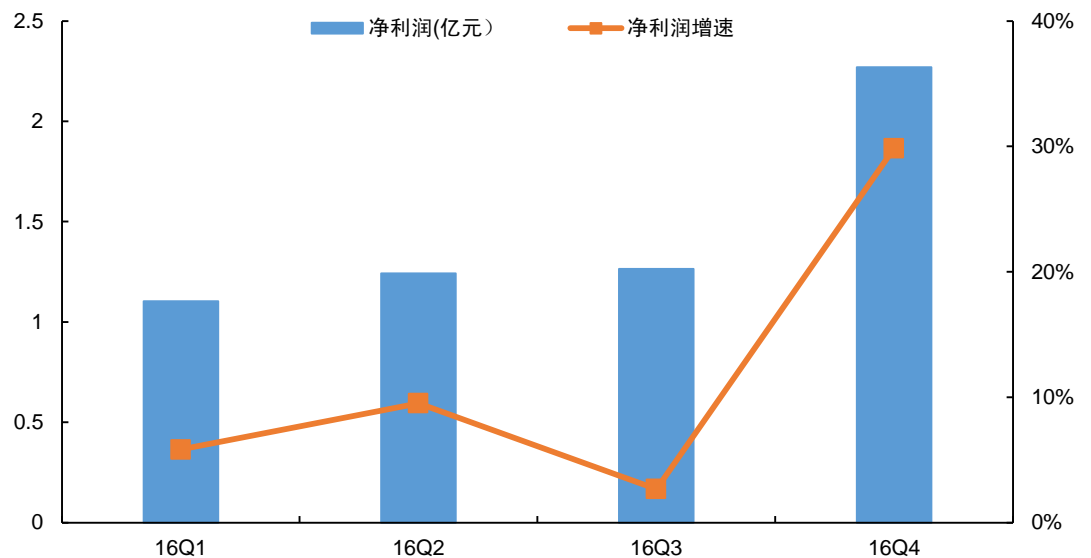
一、2016年公司增长迅速，净利率受推广影响略有下滑，16Q4起驶入业绩增长快车道

公司实现营业收入25.3亿元，同增64.86%；归母净利润5.88亿元，同增14.03%。营收增长的主要原因系海外市场拓展、题材品类扩充、游戏品质及运营能力的提升。公司净利率略下滑至23.2%，主要受累于16Q1-Q3游戏产品的推广费用较高，但主力产品推广密集期过后公司的爆款产品提供了稳定的利润和现金流来源，16Q4公司净利率已经恢复29.1%的水平，净利润增速高达30%。17Q1公司净利润预计同增54.09%-99.41%至1.7-2.2亿元，业务已经全面进入增长的快车道。

分业务线来看：

- 公司页游营收同增52%达到12.3亿元，毛利率降低15%至42%；手游业务同增78%至12.8亿元，占比超过50%，毛利率下滑6%至于53%。
- 公司国内业务同增65%达到12.6亿元，占比为49%，毛利率同比增加22%至61%；海外业务同比增加65%至12.7亿元，占比为50%，毛利率同比下降43%至34%。

图 1：2016 年公司单季度利润和增长情况



资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表1、2016年公司分项目收入和营业成本拆分

	营收合计 (百万)			营业成本合计			毛利率 (%)		
	2016年	2015年	YoY	2016年	2015年	YoY	2016年	2015年	YoY (相减)
<b>分行业</b>									
软件和信息技术服务业	2522	1532	65%	1322	642	106%	48%	58%	-10%
租金收入	6	3	136%						
其他	2	0							
<b>分产品</b>									
网页游戏	1231	811	52%	710	343	107%	42%	58%	-15%
移动游戏	1282	721	78%	606	299	102%	53%	58%	-6%
其它	17	3	536%						
<b>分地区</b>									
国内	1262	764	65%	491	469	5%	61%	39%	22%
国外	1268	771	65%	834	176	375%	34%	77%	-43%

资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**二、公司作为国内顶级研发厂商，在各个游戏品类深度布局，老牌工作室彰显实力**  
 公司的游戏品类得到进一步拓展。公司曾在卡牌手游证明自己的研发能力（《少年三国志》流水连续22个月破亿）。而2016年，公司陆续在其他游戏领域证明自身的研发能力：如页游领域中的SLG《大皇帝》、回合制RPG《女神联盟》、页游ARPG《盗墓笔记》，手游领域中ARPG《狂暴之翼》等。公司目前集中资源，已经能够保证打造出全球领域的头部产品，如代理产品《狂暴之翼》成功实现全球流水破亿，获苹果、谷歌双端全球推荐，累计登顶二十余国畅销榜的成绩。

公司以工作室为中心，聚焦重点细分领域和重点IP系列。目前，公司旗下的八大工作室各自负责不同的板块：如女神工作室以女神系列IP出名、页游手游均有涉猎；战神工作室则以策略类游戏闻名；无限工作室偏向手游、专注开发“少年”系列；环球工作室主攻海外发行；此外，还有聚焦二次元、休闲游戏的细分工作室。工作室专注自身领域，能帮助熟悉细分人群、积累这一领域的运营经验以及理顺组织结构等。

### 三、16年完成Big point收购，全球化业务和布局领先行业

在强大的发行实力和“产品全球化、运营区域化”的理念下，公司爆款游戏已经成功拓展至全球市场。2016年公司海外收入达到12.68亿元，占比超过50%，而在突出的单品上，公司页游《女神联盟2》被Facebook评为“年度最佳网页游戏”，在中国香港、

俄罗斯、新加坡、巴西、沙特阿拉伯等61个国家和地区畅销榜Top3，还在中国台湾、澳大利亚等104个国家和地区排入畅销榜Top10。

公司目前实现了发行全球化。公司目前已在全球版图覆盖150多个国家和地区，能够完成一站式发行全球服务。同时后续2017年计划在印度、日本等地拓展业务，进一步扩大海外版图，加速全球产业链布局。

公司目前在研发也力求全球化。一方面公司在2016年完成对欧洲老牌游戏开发商、内容提供商和运营商Big point的收购（16Q2并表后约亏损1027万元）；另一方面，公司在英国伦敦、法国里昂、德国汉堡、德国柏林、印度、香港、新加坡、等地都完成了研发机构的建设，能够帮助公司的产品部门迅速掌握全球玩家的偏好，设计核心玩法。

#### 四、公司具有稀缺的顶级IP养成和运营能力，后期产品排期明确

随着IP价格水涨船高，原创IP的能力和现有顶级IP的运营能力将至关重要。公司目前在游戏上已经形成的原创IP包括：“女神”系列IP（《女神联盟1》、《女神联盟2》等）、“少年”系列（《少年西游记》、《少年三国志》等）；同时《盗墓笔记》借助影游联动，成功实现流水破亿，进一步扩大了该IP的影响力，证明了公司整合优秀泛娱乐资源的能力。

后续公司产品排期明确，IP作品迭出。还有《刀剑乱舞》（双端已经于3月底上线）、《战神三十六计》（预计17Q2上线）、《奇迹世界》（预计17Q2上线）、《女神联盟2》（预计17Q2-Q3上线）、《妖精的尾巴》（预计17H2上线）等游戏接棒主力产品，今年游戏产品值得期待，整体利润具有较强的确定性。

#### 五、定增过会+公司债推进当中，有望逐步借力资本沿产业链上下游整合资源

公司目前外延的主要思路仍是沿轻“泛娱乐”整合上下游资源。具体动作包括：1）结合游族影业手中“三体”等头部IP，有望形成影游联动的深度协同；2）公司收购欧洲页游开发商BigPoint，进一步夯实自身全球化的研发实力；3）收购掌淘科技，加码大数据，在中短期有望为游戏、IP推广节约大量成本。

公司正迎来现金流最充沛的时刻。目前定增已经过会，发行工作正在稳步推进，大股东林奇和公司高管团队认购其中份额约1亿元，彰显对公司未来前景的信心；同时8亿元额度的公司债已经过会，正在发行推进过程中，加上账面上的自有现金，公司有望手握充沛的自有现金，资本助力下或进一步落地外延预期。

**六、投资建议：**市场对于游戏公司的业绩持续性和成长空间的质疑已经开始逐步消除，内生增长明确、研发实力雄厚的游戏公司将更受青睐。公司旗下八大工作室研发实力雄厚，人员稳定，目前已经步入业绩的快速成长通道，主力产品进入业绩释放期，新游戏产品排期明确，《奇迹世界》、《战神三十六计》等产品值得期待，公司有望迎来业绩改善和估值水平的双升。我们预计公司2017年净利润为9.1亿元，当前股价对应PE为26X，维持推荐评级。

**【附录】**
**表2、2016年公司盈利能力分析**

	2016年	2015年	变化幅度
	（“-”号表示是对利润率的减项）		（“-”号表示对利润率是负面贡献）
毛利	<b>47.6%</b>	<b>58.0%</b>	<b>-10.40%</b>
营业税金及附加	-0.7%	-0.6%	0.0%
销售费用	-7.2%	-7.1%	-0.1%
管理费用	-17.4%	-21.2%	3.7%
财务费用	-1.3%	-0.8%	-0.5%
资产减值损失	-1.4%	-0.9%	-0.5%
投资收益	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	20.9%	28.0%	-7.2%
加：营业外收入	2.5%	4.5%	-2.1%
减：营业外支出	-0.2%	-0.4%	0.2%
利润总额	23.1%	32.2%	-9.1%
减：所得税费用	0.5%	0.7%	-0.2%
净利润	23.6%	32.9%	-9.3%
少数股东损益	-0.4%	0.7%	-1.0%
<b>归母净利润</b>	<b>23.2%</b>	<b>33.6%</b>	<b>-10.4%</b>

资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

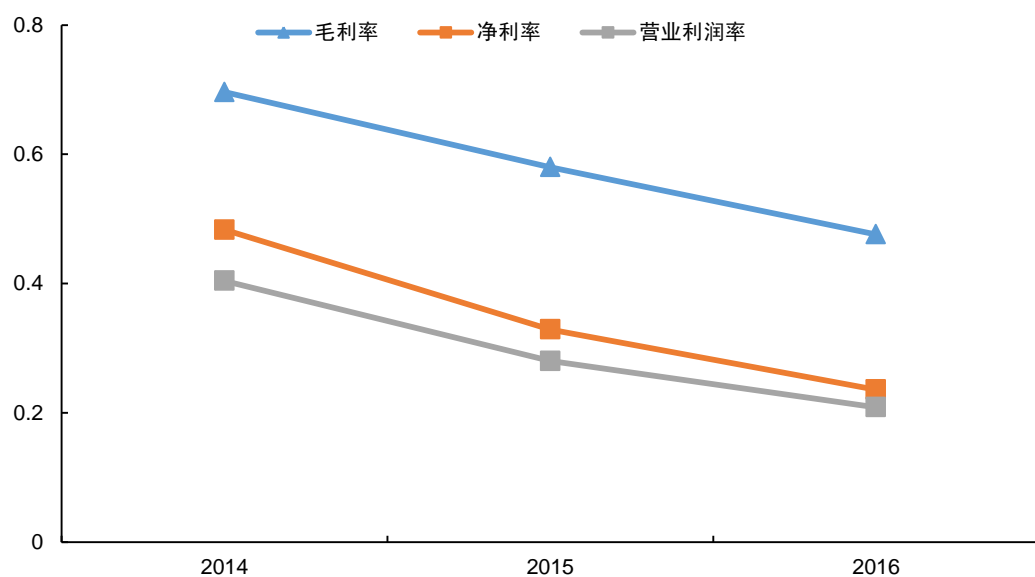
**表3、2016Q4单季度公司盈利能力分析**

	2016Q4	2015Q4	变化幅度
	（“-”号表示是对利润率的减项）		（“-”号表示对利润率是负面贡献）
毛利	<b>51.4%</b>	<b>52.6%</b>	<b>-1.2%</b>
营业税金及附加	-1.2%	-1.2%	0.0%
销售费用	-6.8%	-7.7%	0.9%
管理费用	-19.2%	-22.2%	3.0%

财务费用	-0.7%	-1.3%	0.6%
资产减值损失	-1.4%	-1.2%	-0.2%
投资收益	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	24.6%	21.8%	2.8%
加: 营业外收入	4.3%	7.4%	-3.1%
减: 营业外支出	-0.3%	-0.1%	-0.2%
利润总额	28.6%	29.2%	-0.6%
减: 所得税费用	1.3%	5.6%	-4.3%
净利润	29.9%	34.8%	-4.9%
少数股东损益	-0.8%	0.5%	-1.4%
<b>归母净利润</b>	<b>29.1%</b>	<b>35.3%</b>	<b>-6.2%</b>

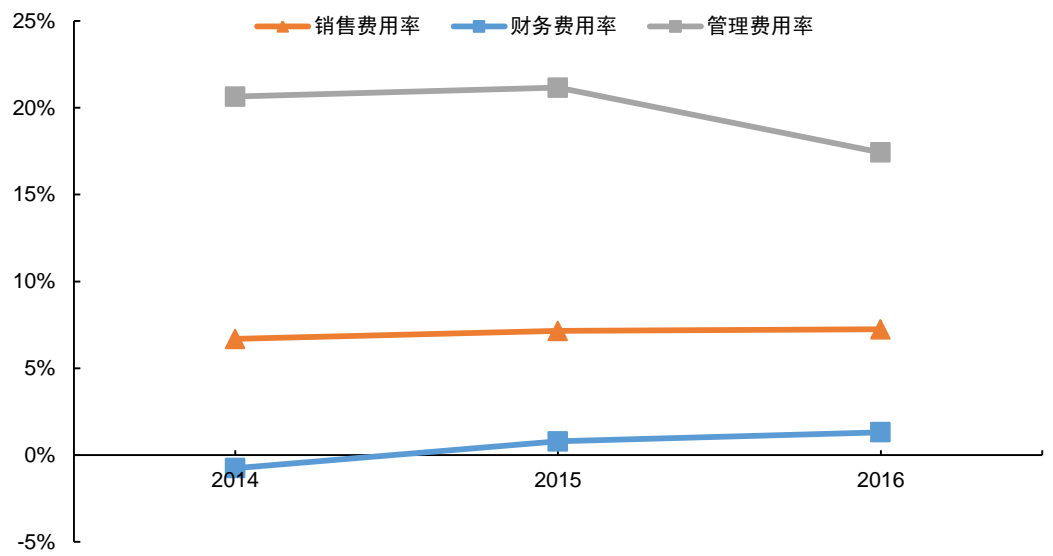
资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 2: 2014-2016 年公司利润率情况



资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 3: 2014-2016 年公司三费情况



资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**风险提示：**

游戏变现低于预期;产业竞争加剧

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	979	1641	2128	3243	4836
货币资金	201	650	1049	1943	3308
应收及预付	514	888	997	1245	1495
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	264	103	83	56	34
<b>非流动资产</b>	1945	3063	2970	2977	2909
长期股权投资	186	310	310	310	310
固定资产	744	709	660	601	547
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	586	1306	1195	1327	1362
其他长期资产	430	737	805	738	690
<b>资产总计</b>	2925	4704	5099	6220	7745
<b>流动负债</b>	420	1492	985	989	1214
短期借款	200	550	0	0	0
应付及预收	214	410	916	946	1214
其他流动负债	6	532	69	42	0
<b>非流动负债</b>	317	491	480	451	421
长期借款	306	387	387	387	387
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	104	93	64	34
<b>负债合计</b>	737	1983	1465	1440	1636
股本	287	861	861	861	861
资本公积	763	196	196	196	196
留存收益	1111	1648	2554	3693	5013
归属母公司股东权	2188	2711	3618	4756	6077
少数股东权益	0	9	16	24	32
<b>负债和股东权益</b>	2925	4704	5099	6220	7745

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1535	2530	3480	4297	5137
营业成本	644	1325	1724	2159	2655
营业税金及附加	10	17	23	28	34
销售费用	110	183	251	310	362
管理费用	325	441	661	785	925
财务费用	12	33	11	-22	-56
资产减值损失	14	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	32	25	27	27
<b>营业利润</b>	430	528	835	1064	1243
营业外收入	70	62	64	64	64
营业外支出	6	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	494	585	894	1124	1302
所得税	-11	-12	-19	-23	-27
<b>净利润</b>	505	597	913	1147	1329
少数股东损益	-10	9	7	8	8
<b>归属母公司净利润</b>	516	588	906	1139	1321
EBITDA	496	667	916	1127	1282
EPS (元)	1.80	0.68	1.05	1.32	1.53

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	328	561	1334	995	1409
净利润	505	597	913	1147	1329
折旧摊销	50	103	95	111	121
营运资金变动	-227	-188	402	-217	-3
其它	1	49	-75	-46	-38
<b>投资活动现金流</b>	-1255	-652	112	-56	8
资本支出	-437	-102	88	-81	-16
投资变动	-802	-507	24	25	24
其他	-16	-42	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	972	272	-1048	-45	-52
银行借款	740	1395	-550	0	0
债券融资	-234	-544	-461	-22	-29
股权融资	513	0	0	0	0
其他	-48	-579	-37	-23	-23
<b>现金净增加额</b>	45	182	398	894	1365
<b>期初现金余额</b>	156	201	650	1049	1943
<b>期末现金余额</b>	201	383	1049	1943	3308

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	81.9	64.9	37.5	23.5	19.6
营业利润增长	26.2	22.7	58.1	27.5	16.8
归属母公司净利润增长	24.4	14.0	54.2	25.6	16.0
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	58.0	47.6	50.5	49.8	48.3
净利率	32.9	23.6	26.2	26.7	25.9
ROE	23.6	21.7	25.1	23.9	21.7
ROIC	23.3	23.1	41.6	45.9	53.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.2	42.2	28.7	23.1	21.1
净负债比率	0.1	0.3	-0.2	-0.3	-0.5
流动比率	2.33	1.10	2.16	3.28	3.98
速动比率	2.09	0.98	1.92	2.98	3.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.71	0.66	0.71	0.76	0.74
应收账款周转率	5.74	4.86	5.12	5.03	5.06
存货周转率					
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.80	0.68	1.05	1.32	1.53
每股经营现金流	1.14	0.65	1.55	1.16	1.64
每股净资产	7.62	3.15	4.20	5.52	7.06
<b>估值比率</b>					
P/E	49.9	38.8	26.4	21.0	18.1
P/B	11.7	8.4	6.6	5.0	3.9
EV/EBITDA	52.4	35.3	25.4	19.8	16.4



## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。