

日期: 2017年04月17日

行业: 传媒



海外市场+大 IP 新作, 17 年业绩增长强劲

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.com

SAC 证书编号: S0870116120003

基本数据 (截止 2017 年 4 月 14 日)

报告日股价 (元)	27.61
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)	85.02
每股净资产 (元)	3.15
PBR (X)	8.77

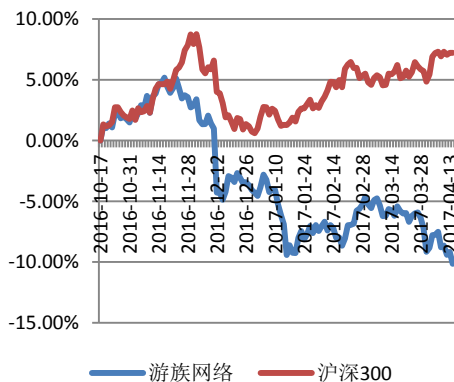
主要股东 (2016Y)

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 (2016Y)

移动游戏	50.65%
网页游戏	48.66%

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

■ 公司动态事项

游族网络公布了2016年年报及2017Q1业绩预告。

■ 事项点评

公司营收大幅增长, 17 年净利润增速有望回升

2016年公司实现营业收入25.30亿元, 同比增长64.86%; 实现归母净利润5.88亿元, 同比增长14.03%; 实现每股收益0.68元。公司营收增长较快主要得益于海外市场的拓展以及新品类游戏的持续推出。公司净利润增速放缓主要是由于整体毛利率水平下滑。2016年公司整体毛利率47.62%, 较2015年度下滑10.58个百分点。毛利率下滑主要是因为: 1、2016Q2-2016Q3公司多款重点游戏密集上线, 运营初期买量等推广成本较高。2016Q2-2016Q3公司毛利率仅为43.21%, 低于年度平均水平。2、公司加速拓展海外市场, 海外新市场拓展成本较高。2016年公司海外地区毛利率仅为34.20%, 同比大幅下滑43个百分点。我们认为公司毛利率水平在未来将有所回升, 原因在于: 1、初期市场推广完成后游戏流水收入将趋于稳定, 推广力度得以放缓, 毛利水平也将回升, 2016Q4公司毛利率已经回升至51.37%。2、海外业务发展顺利。公司在欧美地区主推的手游《狂暴之翼》在2017年1月成功跃升为海外市场收入最高的ARPG类手游, 海外地区月流水超千万美元。游戏流水收入的提升或将优化公司海外地区的收入成本结构。基于以上理由, 我们认为公司毛利率水平在未来将持续回升, 净利润加速上涨。

手游业务: 手游业绩首超页游, 新老产品持续发力

公司手游业务实现收入12.82亿元, 同比增长77.87%, 占总营收比例的50.65%, 手游业务收入首次超过页游。公司手游持续运营能力强, 《少年三国志》上线超两年持续保持月流水超1亿元, 是市场上少见的长寿人气手游作品。该游戏在东南亚、日韩、港台等地区游戏市场也有着较好的流水表现, 预计2017年仍将为公司提供稳定收入。新游戏方面, 2016年公司重点代理的游戏《狂暴之翼》于7月上线, 11月开始海外拓展, 截止2017年1月海外流水已突破千万美元, 且收入仍在持续上升中, 有望成为公司今年的主要收入来源之一。此外, 同属“少年”系列IP的新作《少年西游记》也有着较好的表现。公司预计于今年推出多款新作品, 其中《奇迹世界》属人气端游IP改编, 《女神联盟2 手游》属公司原创游戏IP系列续作, 《妖精的尾巴》为日系二次元顶级IP之一, 大IP加持之下, 游戏未来的收益能力值得期待。

页游业务: 精品化游戏运作, 海外布局进一步完善

相关报告:

游族网络(002174)调研报告: 页游+手游+海外发行, 三位一体带动业绩高增长

公司页游业务实现收入 12.31 亿元, 同比增长 51.72%, 收入占总营收比例的 48.66%。公司是老牌页游龙头之一, 市场占有率较高。公司持续打造精品化页游,《盗墓笔记》以影游联动的方式推出, 月流水峰值过亿, 开服数长期居于国内前三。海外市场方面,《女神联盟 2》页游月流水在 3-4 千万左右, 被 Facebook 评选为 2016 年度最佳页游。该游戏主要在公司海外页游平台 Gtarcade 与 Bigpoint 旗下游戏平台上运营, 整体流水分成比例较高。2016 年完成对 Bigpoint 的收购后, 公司的页游已基本覆盖欧美地区主要国家, 覆盖率领先于国内其他页游厂商。且 Bigpoint 持有顶级 IP《权利的游戏》的页游改编权, 游戏预计将于 2017 年底至 2018 年初正式推出, 推出后公司页游收入有较高几率迎来大增幅涨。

大数据业务: 服务于游戏主业, 优化市场推广效率

公司拥有全球最大的移动开发者服务平台 mob, 有能力针对游戏用户行为开展精准分析。通过大数据, 预计游戏推广费用将降低约 20%, 同时也将提升用户体验, 增加用户粘性。

期间费用率小幅下降

公司期间费用率为 25.98%, 较上一年度减少 3.11 个百分点。其中, 销售、管理、财务费用率分别为 7.24%、17.43%和 1.31%, 较去年同比分别增加 0.09、-3.73、0.53 个百分点。其中销售费用 1.83 亿元(+66.98%), 主要系员工薪酬与广告等宣传费用增加; 管理费用 4.41 亿元(+35.75%), 主要系研发投入增加; 财务费用 3314.89 万(+175.77%), 主要系银行贷款增加。

定增过会+公司债发行, 现金流充裕

公司定增计划过会, 拟募集资金规模不超过 12.52 亿, 发行价格不低于 25.85 元。公司目前股价 27.61 元, 具有一定的安全边界。定增募集资金将用于游戏研发与运营, 大数据分析运营建设, 以及偿还银行贷款。公司高管参与定增资金的认购, 认购额合计 1 亿元, 充分彰显公司高管层对公司未来发展的信心。此外, 公司拟发行公司债共计 8 亿元, 其中第一期 4 亿元已完成发行, 票面利率 5.5%。完成发行后, 公司财务费用将得到一定改善, 充足的现金流也为公司今后开拓新业务留下了广阔的空间。

2017Q1 业绩高增长

公司发布 2017Q1 业绩预告, 预计实现归母净利 1.7-2.2 亿元, 同比增 54.09%-99.41%。我们认为业绩增速较快主要是因为: 1、《少年三国志》等老游戏流水继续维持稳定; 2、2016 年下半年新上线游戏处于业绩上升/稳定期,《狂暴之翼》海外收入大增, 使得公司收入与利润相应增

加。

■ 盈利预测与估值

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2017、2018年实现营业收入分别为37.30亿、50.91亿，同比增长47.43%、36.49%，归母净利润分别为9.12亿、12.60亿，同比增长55.94%、38.05%。对应EPS分别为1.06元、1.46元。目前公司股价27.61元，对应2017、2018年PE分别为26.05倍、18.91倍，低于行业可比公司平均水平，具有一定的上升空间。维持“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)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	1,534.69	2,530.11	3,730.06	5,091.28
年增长率	81.94%	64.86%	47.43%	36.49%
归属于母公司的净利润	515.57	587.88	912.42	1,259.60
年增长率	23.45%	14.03%	55.20%	38.05%
每股收益 (元)	1.86	0.68	1.06	1.46

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：损益简表及预测 (单位：万元)

指标名称	2014A	2015A	2016A	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	203,448.22	287,438.78	387,958.14
营业成本	25,620.72	64,431.34	132,528.11	185,219.27	249,530.01
营业税金及附加	1,563.16	988.67	1,684.89	2,238.03	3,054.77
销售费用	5,638.21	10,968.66	18,315.32	29,840.45	40,730.26
管理费用	17,415.48	32,480.81	44,091.69	63,410.96	86,551.81
财务费用	-635.09	1,202.03	3,314.88	3,730.06	5,091.28
资产减值损失	387.69	1,354.97	3,513.32	3,000.00	3,000.00
其他经营收益	-268.76	984.66	3,237.83	3,000.00	3,000.00
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	3,237.83	3,000.00	3,000.00
营业利润	34,094.63	43,026.93	52,801.05	88,566.88	124,170.17
加：营业外收入	6,012.16	6,953.79	6,201.35	5,000.00	5,000.00
减：营业外支出	243.20	552.78	478.26	0.00	0.00
利润总额	39,863.59	49,427.93	58,524.15	93,566.88	129,170.17
减：所得税	-906.68	-1,085.00	-1,183.41	1,403.50	1,937.55
净利润	40,770.27	50,512.94	59,707.55	92,163.37	127,232.61
减：少数股东损益	-689.07	-1,043.72	919.56	921.63	1,272.33
归属于母公司所有者的净利润	41,459.34	51,556.66	58,787.99	91,241.74	125,960.29
同比增长率	40.29%	23.45%	14.03%	55.20%	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

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。

免责条款

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，任何机构和个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条款具有修改权和最终解释权。