



军师联盟上线，暑期档影游联动迎来爆发

2017.07.09

强烈推荐

(首次覆盖)

	李亚军(分析师)	肖明亮(研究助理)
电话:	020-88863187	020-88832290
邮箱:	liyj@gzgzhs.com.cn	xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310516060001	A1310115100005

现价:	30.76
目标价:	36.64
股价空间:	19%

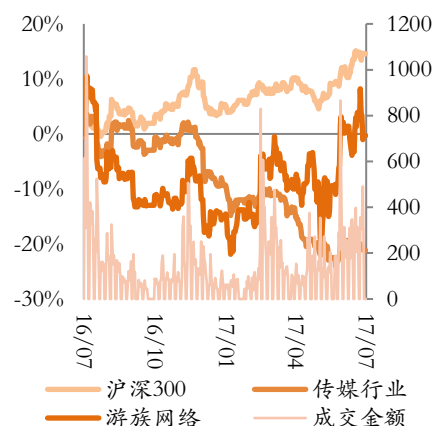
事件: 游族网络自研自发的《军师联盟》MMO 手游于 7 月 6 日上线，三日内在 IOS 畅销榜排名第九。同时，《大军师司马懿之军师联盟》电视剧自 6 月 22 日优酷上线起，单平台播放量迅速上涨至 40 亿。

点评:

- **《军师联盟》影游联动，有望成为暑期档手游爆款:**《军师联盟》手游按预期上线，同名电视剧口碑正在不断发酵，“军师联盟”的百度七天搜索指数高达 27 万，同比增长 1000%。主要观影人群是 30-39 岁(占比 47%)，其次是 20-29 岁(占比 26%)，以男性为主。由于主要观影人群具有较强的消费能力，同时也是页游的鼎盛时期和 MMO 游戏类型的主要消费群体。我们认为，此款手游凭借着与剧情很好的契合度，和精美的画面给玩家带来很好的沉浸感体验，吸引来这部分电视剧的主力消费群体。同时，通过电视剧+游戏双重口碑继续发酵，有望在暑期档带来一波新的主力玩家，为游戏带来可观的流水。同时，公司 7 月将迎来多款产品的上线，下半年将会有《战神三十六计》、《权力的游戏》、《妖精的尾巴》等 5 款产品将上线。公司有望凭借下半年上线的多类型产品迅速抢占手游市场份额。
- **率先与多个地区 IP 方合作，低成本导入用户:**公司拥有小说 IP《三体》、《盗墓笔记》、美国电视剧 IP《权力的游戏》、日本二次元游戏《刀剑乱舞》等游戏改编权。其中《盗墓笔记》和《三体》位列中国最具价值 IP 前 10。我们认为，公司通过海外市场的知名度迅速打开海外 IP 合作的大门，未来有望获得更多高品质的全球化 IP，形成从 IP 获取、多维度开发、多市场发行的业务流水线。
- **业内领先的海外发行团队，海外产品不断验证实力** 公司海外发行团队拥有 4 年的海外发行经验，覆盖欧美、东南亚等地区。通过买量加渠道渗透的方式双管齐下，把《狂暴之翼》发行做到同品类的全球第一。《狂暴之翼》是由女神工作室研发的一款 ARPG 手游，是全球海外市场收入最高的 ARPG 手游，全球流水破 2 亿。我们认为，国内手游市场开始步入成熟期，二线厂商均受到腾讯网易两大龙头的挤压，游戏出海成为未来主要的发展路径。16 年全球手游市场规模高达 369 亿美元，同比增长 21%。主要增长贡献是以巴西、俄罗斯为代表的新兴市场。公司在布局新兴市场上具有先发优势，在优异的海外发行能力和强大的产品研发实力的加持下，公司具有持续推出海外爆款的实力，迅速抢占海外市场份额。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
游族网络	5.9	9.4	17.1
传媒行业	1.3	-8.9	-13.0
沪深 300	4.7	4.0	9.2

基本资料

总市值(亿元)	264.9
总股本(亿股)	8.61
流通股比例	66.9%
资产负债率	46.0%
大股东	林奇
大股东持股比例	35%

9.86/12.91/17.07 亿元, 对应 EPS 分别为 1.54/2.01/2.66 元/股, 对应当前股价 26.8/20.5/15.5 倍 PE, 给予公司 2017 年 32 倍 PE, 目标价 36.64 元/股。首次覆盖, 给予强烈评级。

- **风险提示:** 游戏业务推进缓慢, 海外业务不达预期。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2530.11	3934.04	4952.22	6290.89
同比(%)	64.86%	55.49%	25.88%	27.03%
归属母公司净利润	587.88	986.97	1291.05	1707.92
同比(%)	14.03%	67.89%	30.81%	32.29%
毛利率(%)	47.62%	49.57%	50.27%	50.92%
ROE(%)	23.95%	35.79%	35.71%	33.89%
每股收益(元)	0.92	1.54	2.01	2.66
P/E	45.07	26.84	20.52	15.51
P/B	9.80	0.07	6.01	4.73
EV/EBITDA	18.36	24.04	18.12	13.42

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1641	1853	3399	4703	营业收入	2530	3934	4952	6291
现金	650	1181	2586	3877	营业成本	1325	1984	2463	3087
应收账款	658	398	480	512	营业税金及附加	17	14	14	15
其它应收款	55	32	39	42	营业费用	183	238	274	315
预付账款	175	120	132	142	管理费用	441	705	917	1192
存货	0	0	0	0	财务费用	33	54	41	32
其他	103	122	163	129	资产减值损失	35	0	0	0
非流动资产	3063	2293	2679	2884	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	310	185	227	241	投资净收益	32	13	18	21
固定资产	709	841	857	875	营业利润	528	951	1263	1671
无形资产	192	212	269	343	营业外收入	62	28	15	15
其他	1851	1054	1325	1425	营业外支出	5	4	5	5
资产总计	4704	4146	6078	7587	利润总额	585	975	1273	1682
流动负债	1492	797	903	1064	所得税	-12	-21	-27	-35
短期借款	550	250	333	378	净利润	597	996	1300	1717
应付账款	227	106	131	155	少数股东损益	9	9	9	9
其他	716	441	439	532	归属母公司净利润	588	987	1291	1708
非流动负债	491	555	739	880	EBITDA	730	1093	1389	1799
长期借款	387	516	688	816	EPS (摊薄)	0.92	1.54	2.01	2.66
其他	104	39	51	65					
负债合计	1983	1352	1642	1944	主要财务比率				
少数股东权益	9	18	27	36	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	861	6	861	861	成长能力				
资本公积	196	196	-232	-660	营业收入增长率	64.9%	55.5%	25.9%	27.0%
留存收益	1648	2574	3780	5405	营业利润增长率	22.7%	80.1%	32.8%	32.3%
归属母公司股东权益	2705	2776	4409	5606	归属于母公司净利润增长率	14.0%	67.9%	30.8%	32.3%
负债和股东权益	4704	4146	6078	7587	获利能力				
					毛利率	47.6%	49.6%	50.3%	50.9%
					净利率	23.6%	25.3%	26.3%	27.3%
					ROE	24.0%	35.8%	35.7%	33.9%
					ROIC	15.5%	28.3%	23.7%	24.7%
					偿债能力				
					资产负债率	42.2%	32.6%	27.0%	25.6%
					净负债比率	69.81%	67.72%	74.31%	75.02%
					流动比率	1.10	2.33	3.76	4.42
					速动比率	1.10	2.33	3.76	4.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.89	0.97	0.92
					应收账款周转率	4.86	7.45	11.29	12.69
					应付账款周转率	9.25	11.92	20.76	21.62
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.92	1.54	2.01	2.66
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.63	196.15	1.42	2.16
					每股净资产 (最新摊薄)	3.14	432.46	5.12	6.51
					估值比率				
					P/E	45.07	26.84	20.52	15.51
					P/B	9.80	0.07	6.01	4.73
					EV/EBITDA	18.36	24.04	18.12	13.42



机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张 岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚 颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王 静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴 昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚 澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。