

推广成本增加、汇兑损失导致业绩承压，期待新游戏上线

评级：买入(维持)

市场价格：29.27

目标价格：33.60

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：朱骥楠

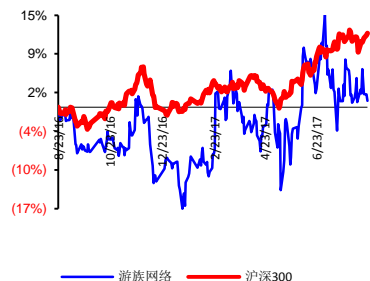
电话：

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	861
流通股本(百万股)	855
市价(元)	29.27
市值(百万元)	25,211
流通市值(百万元)	25,036

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【中泰传媒】游族网络(002174)一季报点评：营收翻倍增长，期待二季度重磅新游戏上线
- 2 游族网络(002174)2016 年报点评：全年营收大幅增长，新品带动Q4 业绩提升明显
- 3 【中泰传媒】游族网络(002174)跟踪点评：一季度预告符合预期，期待后续重磅新品上线

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,534.69	2,530.11	3,342.36	3,984.68	4,520.53
增长率 yoy%	81.94%	64.86%	32.10%	19.22%	13.45%
净利润	515.57	587.88	826.61	1,016.70	1,191.38
增长率 yoy%	24.35%	14.03%	40.61%	23.00%	17.18%
每股收益(元)	1.80	0.68	0.96	1.18	1.38
每股现金流量	1.14	0.65	0.96	1.11	1.36
净资产收益率	23.51%	21.32%	23.46%	22.39%	20.78%
P/E	49.86	38.75	30.50	24.80	21.16
PEG	2.05	2.76	0.75	1.08	1.23
P/B	11.72	8.26	7.15	5.55	4.40

备注：

投资要点

- **事件 1:** 游族网络发布 2017 半年报，报告期内实现营收 16.8 亿，同比增长 65.34%，归母净利润 3.39 亿，同比增长 44.8%，扣非后归母净利润 3.26 亿，同比增长 40.08%。Q2 单季度，实现营收 7.92 亿，同比增长 37.9%，环比下滑 10.81%，归母净利润 1.34 亿，同比增长 7.59%，环比下滑 34.95%。公司预计 2017 年 1-9 月实现归母净利润区间为 (3.79 亿-5.41 亿)，同比增长区间 (5%，50%)，Q3 单季度归母净利润区间为 (0.4 亿-2.02 亿)，同比增长区间 (-68%，60%)。
- **事件 2:** 公司收到中国证监会出具的《关于核准游族网络股份有限公司非公开发行股票批复》，核准公司非公开发行不超过 48,433,268 股新股，募集资金 12.52 亿元。
- **点评：**
- **游戏收入大幅增长，海外拓展卓有成效。**
- 公司游戏业务收入主要包括页游和移动游戏两部分。其中移动游戏方面，收入达到 10.74 亿，同比大幅增长 106.78%，但推广成本较高，导致毛利率同比下滑 28.81%，收入主要是由《狂暴之翼》、《少年三国志》、《女神联盟：天堂岛》、《刀剑乱舞 online》等手游贡献收入，其中《狂暴之翼》手游的海外版本《Legacy of Discord-Furious Wings》登顶 40 多个国家及地区畅销榜，《少年三国志》上线运营两年半仍有不错流水，《刀剑乱舞 online》下载量突破 800 万大关。页游方面，收入达到 5.92 亿，同比增长 22.31%，同时由于宣传开支下降，毛利率同比提升了 36.79%，受到国内页游市场整体下滑影响，《盗墓笔记》开服量及流水有所下滑，页游海外表现较为稳定，《女神联盟 2》、《大皇帝》等页游仍贡献稳定收入。
- 公司上半年海外收入达到 10.09 亿，占比营收为 60%，同比增长 110.06%，但由于成本的同步快速提升，毛利率同比下滑 1.94%。海外收入来源主要包括《狂暴之翼》、《少年三国志》、《女神联盟：天堂岛》手游以及《女神联盟 2》、《大皇帝》等传统页游贡献，其中《女神联盟：天堂岛》报告期内在海外全面发行，获得 Google Play 全球推荐。目前公司已在全球发行版图覆盖 190 多个国家和地区，1000 多个合作伙伴的优质资源补充以及 8 亿全球用户的深厚积淀。
- **成本以及财务费用支出增加导致净利率下滑。**
- **营业成本方面**，报告期内达到 8.89 亿，同比增长了 78.9%，主要是由于公司上半年游戏项目数量总体较去年同期增多，多个新游戏处于推广阶段，

宣传成本较大。

- **三费方面**，销售费用为 1.25 亿，同比增长 72.23%，其中职工薪酬项及宣传费项目同比增长较多，但从销售费用率角度看基本与去年同期持平；管理费用达到 2.68 亿，同比增长 45.65%，其中职工薪酬与研发费用投入较去年同期有所增长，但对比管理费用率，上半年为 15.95%，同比去年下降了 2 个百分点；财务费用由于受到发债、短期借款以及汇兑损失（3839.67 万）影响，本期为 7574.66 万元，同比增长 385.56%。
- **净利率方面**，报告期内公司净利率为 20.17%，相较去年同期下滑接近 3 个百分点。
- **盈利预测与估值**：Q3 为公司新游戏推广阶段，因此费用开支环比或继续承压，期待后续包括《军师联盟》手游以及《射雕英雄传》页游逐步放量，新游戏《战神三十六计》手游、《妖精的尾巴》手游、《天使纪元》手游以及大 IP 游戏《三体》、《权力的游戏》等逐步上线。同时公司非公开发行获批，有效补充游戏研发和大数据项目资金，我们预计公司 2017 年、2018 年实现总收入 33.42 亿元、39.85 亿元，同比增长 32.1%、19.2%。实现归属母公司的净利润分别为 8.27 亿和 10.17 亿元，分别同比增长 40.61%、23%。2017 年 EPS 为 0.96 元（暂不考虑定增），基于公司现有手游、页游以及计划上线的游戏，目标价 33.6 元，“买入”评级。
- **风险提示**：1) 游戏上线进度不达预期；2) 新上线游戏流水情况不及预期。

图表 1：游族网络财务报告及预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	844	1,535	2,530	3,342	3,985	4,521	货币资金	156	201	650	1,055	1,836	2,975
增长率	27.20%	81.9%	64.9%	32.1%	19.2%	13.4%	应收款项	163	414	713	705	856	966
营业成本	-256	-644	-1,325	-1,770	-2,092	-2,349	存货	0	0	0	6	3	3
% 销售收入	30.4%	42.0%	52.4%	53.0%	52.5%	52.0%	其他流动资产	84	364	278	350	390	427
毛利	587	890	1,205	1,572	1,893	2,171	流动资产	404	979	1,641	2,116	3,085	4,371
% 销售收入	69.6%	58.0%	47.6%	47.0%	47.5%	48.0%	% 总资产	29.3%	33.5%	34.9%	42.2%	50.9%	59.7%
营业税金及附加	-16	-10	-17	-21	-26	-30	长期投资	225	540	967	967	967	967
% 销售收入	1.9%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	固定资产	697	744	709	660	601	547
营业费用	-56	-110	-183	-237	-285	-322	% 总资产	50.7%	25.4%	15.1%	13.1%	9.9%	7.5%
% 销售收入	6.7%	7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%	无形资产	22	586	1,306	1,195	1,327	1,362
管理费用	-174	-325	-441	-572	-686	-776	非流动资产	972	1,945	3,063	2,902	2,976	2,956
% 销售收入	20.6%	21.2%	17.4%	17.1%	17.2%	17.2%	% 总资产	70.7%	66.5%	65.1%	57.8%	49.1%	40.3%
息税前利润 (EBIT)	341	446	564	742	896	1,043	资产总计	1,375	2,925	4,704	5,018	6,061	7,328
% 销售收入	40.4%	29.1%	22.3%	22.2%	22.5%	23.1%	短期借款	0	200	997	447	447	447
财务费用	6	-12	-33	-1	24	48	应付款项	412	89	298	254	313	348
% 销售收入	-0.8%	0.8%	1.3%	0.0%	-0.6%	-1.1%	其他流动负债	66	132	197	336	295	329
资产减值损失	-4	-14	-35	-13	-3	-2	流动负债	479	420	1,492	1,037	1,056	1,124
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	306	387	387	387	387
投资收益	-3	10	32	25	27	27	其他长期负债	0	6	58	58	58	58
% 税前利润	—	2.0%	5.5%	3.1%	2.7%	2.3%	负债	479	732	1,938	1,483	1,501	1,570
营业利润	341	430	528	753	945	1,115	普通股股东权益	904	2,193	2,758	3,524	4,541	5,732
营业利润率	40.4%	28.0%	20.9%	22.5%	23.7%	24.7%	少数股东权益	-8	0	9	12	19	26
营业外收支	58	64	57	59	59	59	负债股东权益合计	1,375	2,925	4,704	5,018	6,061	7,328
税前利润	399	494	585	812	1,003	1,174	比率分析						
利润率	47.3%	32.2%	23.1%	24.3%	25.2%	26.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	9	11	12	17	21	24	每股指标						
所得税率	-2.3%	-2.2%	-2.0%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	每股收益(元)	1.504	1.796	0.683	0.960	1.180	1.383
净利润	408	505	597	829	1,024	1,198	每股净资产(元)	3.281	7.639	3.202	4.091	5.272	6.655
少数股东损益	-7	-10	9	3	7	7	每股经营现金净流(元)	0.884	1.144	0.652	0.960	1.106	1.356
归属于母公司的净利润	415	516	588	827	1,017	1,191	每股股利(元)	0.000	0.000	0.070	0.070	0.000	0.000
净利率	49.1%	33.6%	23.2%	24.7%	25.5%	26.4%	回报率						
							净资产收益率	45.84%	23.51%	21.32%	23.46%	22.39%	20.78%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	30.16%	17.63%	12.50%	16.47%	16.77%	16.26%
净利润	408	505	597	829	1,024	1,198	投入资本收益率	67.80%	23.26%	22.64%	32.15%	35.19%	40.05%
少数股东损益	0	0	0	3	7	7	增长率						
非现金支出	28	63	138	108	114	123	营业总收入增长率	27.20%	81.94%	64.86%	32.10%	19.22%	13.45%
非经营收益	-15	-13	14	-62	-74	-73	EBIT增长率	9.34%	30.73%	26.44%	31.60%	20.78%	16.35%
营运资金变动	-177	-227	-188	-48	-112	-80	净利润增长率	40.29%	24.35%	14.03%	40.61%	23.00%	17.18%
经营活动现金净流	244	328	561	830	960	1,175	总资产增长率	264.95%	112.80%	60.82%	6.68%	20.78%	20.91%
资本开支	438	437	102	-125	126	43	资产管理能力						
投资	-127	-807	-509	0	0	0	应收账款周转天数	48.6	63.6	75.1	71.3	72.6	72.1
其他	0	-12	-41	25	27	27	存货周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-565	-1,255	-652	150	-99	-16	应付账款周转天数	40.3	26.2	39.5	35.0	36.5	36.0
股权募资	0	513	0	0	0	0	固定资产周转天数	160.5	171.3	104.8	74.7	57.8	46.4
债权募资	0	506	851	-550	0	0	偿债能力						
其他	237	-48	-579	-22	-73	-12	净负债/股东权益	-17.45%	13.89%	26.54%	-6.23%	-21.95%	-37.18%
筹资活动现金净流	237	972	272	-572	-73	-12	EBIT利息保障倍数	-53.7	37.1	17.0	764.4	-37.8	-21.8
现金净流量	-85	45	182	407	788	1,147	资产负债率	34.81%	25.03%	41.19%	29.55%	24.77%	21.42%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。