

传媒

2017年08月24日

游族网络 (002174)

——汇兑损失影响下2017H1 归母净利润同比增长44%低于预期，长期看好公司综合研运实力全面提升

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2017年08月23日

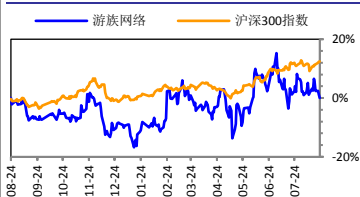
收盘价(元)	28.9
一年内最高/最低(元)	33.8/22.58
市净率	8.2
息率(分红/股价)	0.24
流通A股市值(百万元)	15860
上证指数/深证成指	3287.71 / 10619.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	3.52
资产负债率%	48.12
总股本/流通A股(百万)	861/549
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《游族网络(002174)点评：推出股票期权激励计划，绑定核心高管和技术人员为公司发展提供人才保障》 2017/07/19

《游族网络(002174)深度：“新传媒，新平台”系列之五：精品游戏研发+业务全球化布局构建公司极高护城河》 2017/06/29

证券分析师

顾晟 A0230517080004
gusheng@swsresearch.com
周建华 A0230517010001
zhoujh@swsresearch.com

研究支持

顾晟 A0230517080004
gusheng@swsresearch.com

联系人

顾晟
(8621)23297818x7412
arch.com



申万宏源研究微信服务号

● **事件：**1) 公司公布2017半年报，实现收入16.8亿元，同比增长65.34%，实现归母净利润3.39亿元，同比增长44.8%，位于半年报业绩预告下限，公司毛利率47.07%。其中Q2单季实现收入7.9亿元，同比增长37.9%，环比下滑10.8%，实现归母净利润1.34亿元，同比增长7.59%，环比下滑35.1%，毛利率49.92%，环比一季度提升5.4个百分点；2) 公司董事会同意公司开展不超过本金1亿美元的外汇套期保值业务；3) 公司非公开发行获得中国证监会批文。

● **主力游戏流水下滑导致增长放缓，3840万汇兑损失直接影响归母净利润，开展套保业务尽量减少汇波动对公司业绩影响。**公司二季度收入增速放缓主要受包括《盗墓笔记》、《狂暴之翼》等主力游戏流水相比巅峰值出现下滑影响，该现象符合行业规律。净利润方面，公司因为收购Bigpoint产生8000万欧的欧元债，由于报告期欧元兑人民币出现较大幅度升值(从1月1号的7.3028上升至6月30日的7.7479)，公司产生3839.7万元汇兑损失，若加上该部分财务费用，公司实际上半年净利润3.77亿元，位于业绩预告区间中值以上(中报业绩预告中值3.75亿)，符合预期。公司董事会批准开展本金不超过1亿美金的套保业务，希望尽可能减少对公司全年业绩影响，但考虑到截止董事会审议通过欧元兑人民币仍处于升值通道，预计汇兑损失规模有进一步扩大可能。

● **页游毛利率回升明显，手游受推广费用和《狂暴之翼》收入占比提升影响毛利下滑明显。**公司上半年页游毛利率55.52%，同比增长36.79%，主要是上半年页游推广费控制较好影响；而手游毛利率同比下滑28.81%至43.43%，我们认为受两方面影响，一是公司在二季度计提部分三季度新上线游戏的前期推广费用，二是公司上半年贡献收入最大的游戏《狂暴之翼》做为公司代理发行产品，在成本端需要确认给予研发商的版权金和流水分成从而导致成本上升。我们认为在公司加强对推广费用的控制后公司手游业务毛利率有较大改善空间。

● **三季报业绩预告同比增长5%-50%，低于预期。**公司同时披露三季报业绩预告，预计1-9月实现归母净利润3.8-5.4亿元，同比增长5%-50%，其中Q3单季预计归母净利润0.39-2.02亿元，同比增长-69.05%-60.32%。我们认为公司三季报指引低于预期主要受三方面因素影响，一是公司Q3游戏上线进度不达预期(多款产品上线时推迟到9月底乃至Q4)导致贡献收入时间减少，同时新游戏流水也低于预期(《军师联盟》月流水目前3000万左右)，二是汇兑损失在Q3仍有产生，将对三季报业绩继续压制，三是部分游戏推广费用将三季度计提。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,530	1,680	3,306	4,559	6,317
同比增长率(%)	64.86	65.34	30.60	37.90	38.60
净利润(百万元)	588	339	801	1,158	1,544
同比增长率(%)	14.03	44.80	36.30	44.60	33.30
每股收益(元/股)	0.68	0.39	0.93	1.35	1.79
毛利率(%)	47.6	47.1	54.7	55.8	55.4
ROE(%)	21.7	11.2	23.3	25.2	25.1
市盈率	42		31	21	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

长期看，汇兑损失和上线延迟仅影响公司短期利润，不改长期公司研发实力提升的基本面趋势。我们认为汇兑损失和上线延迟等因素都是对公司基本面和业绩的短期影响，不改公司中长期基本面发展趋势。从长期来看，我们坚定看好游戏网络在游戏研发上能力的显著提升。横向覆盖上公司游戏类型已经拓展至 MMORPG 和休闲类游戏，推出了《军师联盟》、《奔跑吧兄弟-奔跑大作战》、《捕鱼大本营》等有 IP 加持的游戏，并推出了人气二次元游戏《刀剑乱舞》，下载量突破 800 万；在纵向玩法创新上，公司“女神”系列最新力作《天堂岛》在玩法上融入 Roguelike 自由探索、双怒气大招等创新玩法，深化连接全球社交体验的同时，突破 RPG 手游的固定玩法模式。我们认为公司在研运能力上的不断提升是公司未来的核心竞争力，也是我们长期看好公司的核心逻辑。

后续大作产品储备丰富，《权力的游戏》手游研发正式开启。公司下半年还将有《天使纪元》等大作上线，预计月流水 1 亿，对今年下半年业绩增厚起到帮助。同时在 CJ 期间公司还宣布和华纳联合开启《权力的游戏》手游研发，该款游戏将由公司首席创意官崔荣领衔制作，并向全社会招聘优质的人员，我们认为在大 IP+强制作+档期配合（配合权游最终季上线）的催化下，《权力的游戏》手游将对明年公司业绩提供支持。

海外业务同比增长 110.06%，业务占比达 60%，享受中国游戏出海红利。2017 年上半年国内游戏海外实现销售收入 40 亿美元，同比增长 50%，行业继续保持高速增长。作为国内海外发行的领军企业，报告期内公司海外游戏业务实现收入 10.09 亿元，同比增长 110.06%，在公司业务中占比达 60.09%，这主要受益于《狂暴之翼》在海外的突出流水表现（预计《狂暴之翼》目前海外月流水在 1500 万美金）。同时公司加紧海外发行区域拓展，报告期内正式设立印度子公司，覆盖高增长的印度游戏市场。目前公司全球发行版图覆盖 190 多个国家和地区以及 8 亿用户积淀，在保持东南亚、北美、欧洲的发行优势的前提下，着力开拓俄罗斯、南美、印度、中东等新兴市场。我们认为结合公司在海外游戏发行上丰富的产品经验（“女神”系类 IP 海外认可度高，收购 BP 增强海外游戏研发能力）和庞大的发行体系，公司海外业务将在出海红利的影响下继续保持高速增长。

定增批文获得，为公司产品研发和游戏运营提供丰富资金支持。公司今日同时公告公司定增正式获得证监会批文，该定增总规模不超过 12.52 亿元，其中游戏研发及发行运营项目投资 3.59 亿元，大数据分析及运营项目投资 5.43 亿元。董事长林奇、首席运营官陈礼标和广发恒定 23 号游族网络定向增发集合资产管理计划分别现金认购 5000 万、2000 万和 3000 万元，其余部分采用市场询价方式，非公开发行价格不低于 25.85 元/股。我们认为定增批文获得并完成定增后，将为公司在游戏研发和运营上提供充足的资金支持并缓解公司财务压力，为公司实现游戏流水的提升、降低财务费用并实现利润增长提供有力支持，在游戏精品化大趋势下为公司提升产品核心竞争力提供充足资金保证。

下调 17-19 年盈利预测，维持“买入”评级，长期依然看好公司发展。我们认为公司中报和三季度指引的短期低迷表现不改公司长期投资逻辑，随着定增批文获得，公司将在游戏的研发、运营和海外业务拓展上获得充足资金支持，将能够为玩家提供更多类型、更好玩法的精品游戏。同时公司定增底价 25.85 元/股和公司股票期权行权价格 29.25 元/份因为公司股价提供安全边际。考虑到今年的汇兑损益和产品上线情况，我们下调公司 17-19

年的盈利预测至 8.01/11.58/15.44 亿元，对应 EPS 为 0.93/1.35/1.79 元（原预测 17-19 年 EPS 为 1.07/1.53/1.97 元），对应 PE 为 31/21/16X，若考虑增发，对应 PE 为 33/23/17x，维持“买入”评级。

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	844	1,535	2,530	3,306	4,559	6,317
营业收入同比增长率 (yoy)	-8.29%	81.94%	64.86%	30.60%	37.90%	38.60%
减: 营业成本	256	644	1,325	1,496	2,017	2,819
毛利率 (%)	69.63%	58.02%	47.62%	54.70%	55.80%	55.40%
减: 营业税金及附加	16	10	17	22	30	42
主营业务利润	572	880	1,188	1,788	2,512	3,456
主营业务利润率 (%)	67.77%	57.37%	46.95%	54.08%	55.10%	54.71%
减: 销售费用	56	110	183	261	360	499
减: 管理费用	174	325	441	701	966	1,390
减: 财务费用	-6	12	33	30	34	33
经营性利润	348	434	531	796	1,152	1,534
经营性利润同比增长率 (yoy)	-1377.06%	24.88%	22.30%	49.97%	44.72%	33.16%
经营性利润率 (%)	41.20%	28.28%	20.98%	24.08%	25.27%	24.28%
减: 资产减值损失	4	14	35	0	0	0
加: 投资收益及其他	-3	10	32	1	1	1
营业利润	341	430	528	797	1,152	1,535
加: 营业外净收入	58	64	57	0	0	0
利润总额	399	494	585	797	1,152	1,535
减: 所得税	-9	-11	-12	-17	-25	-33
净利润	408	505	597	814	1,177	1,568
少数股东损益	-7	-10	9	13	18	24
归属于母公司所有者的净利润	415	516	588	801	1,158	1,544
净利润同比增长率 (yoy)	-2126.35%	24.35%	14.03%	36.30%	44.60%	33.30%
全面摊薄总股本	276	287	861	861	861	861
每股收益 (元)	1.67	1.86	0.68	0.93	1.35	1.79
归属母公司所有者净利润率 (%)	49.15%	33.59%	23.24%	31.70%	-	-
ROE	45.84%	23.56%	21.68%	23.30%	25.20%	25.10%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。