

公司研究/中报点评

2017年08月24日

传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 26.01
合理价格区间(元): 29.10~33.95

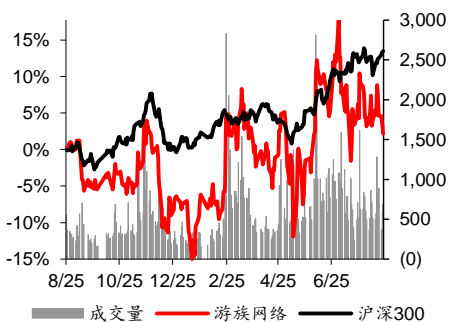
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

张亚楠 021-28972036
联系人 zhangyanan@htsc.com

相关研究

- 1 《游族网络(002174,买入): 业绩符合预期, 17Q1 有望持续高增长》2017.02
- 2 《游族网络(002174): 静待估值修复和优秀游戏厂商溢价共振》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

业绩有望在四季度及明年明显改善

游族网络(002174)

净利增长不及营收增长, 四季度有望改善

公司发布 2017 年中报: 营收同比增长 65.34%至 16.80 亿元, 归母净利润同比增长 44.80%至 3.39 亿元, 接近中报预告的下限。主要由于二季度产生 3840 万元的汇兑损失。为此公司近期审议通过为期 3 年的外汇套期保值业务。公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润同比增长 5%~50%至 3.79~5.41 亿元, 主要受重点产品上线推迟及海外业务毛利率低的影响。四季度随着新游大作的上线和汇兑损失的控制, 有望迎来业绩放量。

老游持续发力, 海外增势迅猛, 公司保持龙头厂商地位

1) 手游: 营收同比增长 106.78%至 10.74 亿元, 系《狂暴之翼》《少年三国志》《女神联盟》等老游持续发力; 毛利率同比减少 17.58pct, 系《军师联盟》《三十六计》等新游带来的推广成本的上升。2) 页游: 营收同比增长 22.31%至 5.92 亿元, 《盗墓笔记》《女神联盟 2》《大皇帝》仍为流水主力; 毛利率同比上升 14.93pct, 系推广成本下降所致。3) 海外: 营收同比增长 110.6%至 10.09 亿。凭借《狂暴之翼》(海外版月流水高达 1600 万美元)、《女神联盟: 天堂岛》(Google Play 全球推荐) 的优秀表现, 公司上半年在国内发行商中海外收入排名第六, 环比上升 9 位 (APP Annie)。

新游大作流水爬坡, 重磅产品储备, 期待四季度及明年游戏表现

1) 多个新游大作处于流水爬坡期: 《战神三十六计》(页游 5 月上线, 手游即将上线) 属 SLG 产品, 需要长期推广; 《女神联盟: 天堂岛》(5 月上线) 预计经过约 3 个月的调优期迎来流水爆发; 《军师联盟》(手游 7 月上线, 页游即将上线) 未来将在同名影视续集上线时进行再次推广。2) 重磅产品即将推出: 《天使纪元》目前在测试阶段, 预计 9 月上线, 是公司今年的拳头作品; IP 大作《权力的游戏》《三体》预计明年上线, 流水可期。

股权激励价格 29.25 元, 激发核心团队动力

公司 7 月 18 日发布股权激励草案, 涉及包括副总经理及管理人员和技术人员在内的核心员工共 187 名, 行权价格为 29.25 元/股, 行权期为自相应授予日起 12 个月。本次股权激励行权价格高于现价, 有望调动核心团队的积极性, 助力新游的开发、调试与推广。

公司二线龙头和出海标杆的主逻辑不变, 业绩有望在四季度及明年体现

随着重磅作品在 4 季度及明年上线, 业绩有望明显改善。且 1) 公司投资的初见科技已被天舟文化收购 73% 的股权, 预计为公司带来 4928 万元投资收益; 公司还储备笑果文化、淘梦等股权, 有望贡献业绩弹性。2) 证监会核准定增, 利于游戏的研发发行。不考虑定增, 预计公司 17-19 年 EPS 为 1.02, 1.35, 1.61; 若考虑定增, 预计公司 17-19 年 EPS 为 0.97, 1.28, 1.52。由于上半年业绩波动主要系产品上线推迟, 汇兑损失等短期原因所致, 不改动公司作为二线龙头和出海标杆的逻辑, 给予 2017 年摊薄后估值在 30X-35X 之间, 合理价格区间 29.10-33.95 元/股, 维持买入评级。

风险提示: 新游上线市场表现不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	861.32
流通 A 股 (百万股)	548.79
52 周内股价区间 (元)	24.10-33.38
总市值 (百万元)	22,403
总资产 (百万元)	5,862
每股净资产 (元)	3.52

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

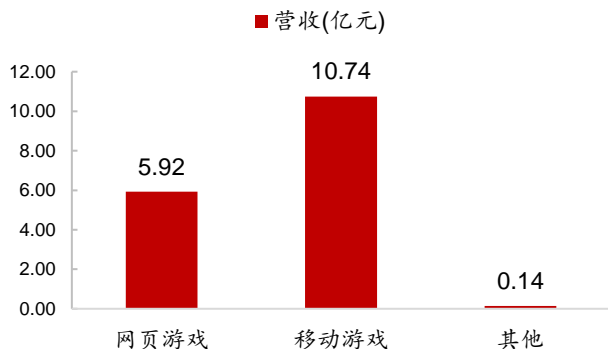
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,535	2,530	3,492	4,298	4,940
+/-%	81.94	64.86	38.00	23.10	14.94
归属母公司净利润 (百万元)	515.57	587.88	881.53	1,167	1,386
+/-%	24.35	14.03	49.95	32.33	18.85
EPS (元, 最新摊薄)	0.57	0.65	0.97	1.28	1.52
PE (倍)	45.90	40.25	26.84	20.28	17.07

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

附录

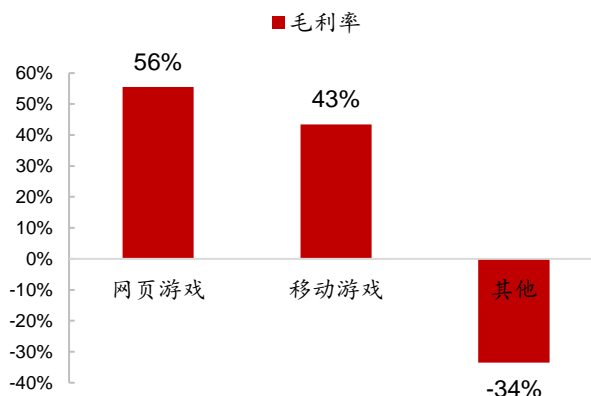
各业务上半年表现：手游营收增长显著

图表1：2017H1 各业务营收情况



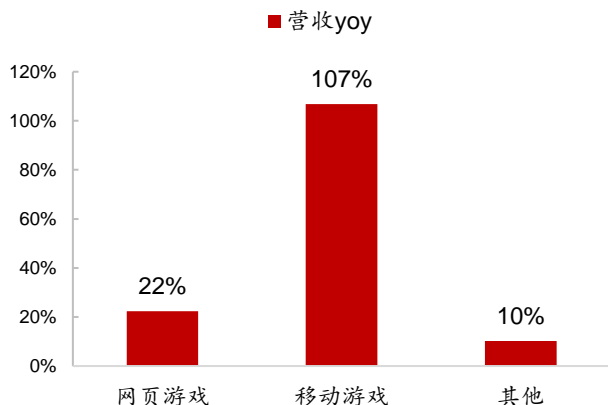
资料来源：公司中报，华泰证券研究所

图表2：2017H1 各业务毛利率情况



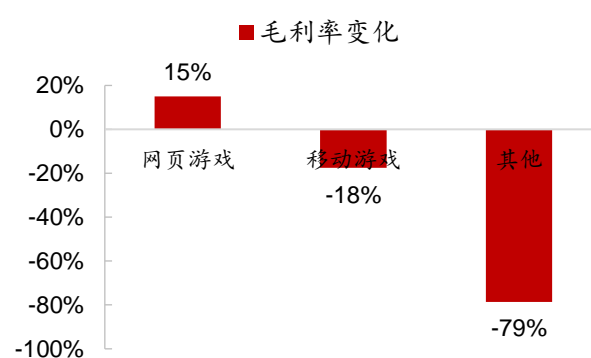
资料来源：公司中报，华泰证券研究所

图表3：2017H1 各业务营收增长情况



资料来源：公司中报，华泰证券研究所

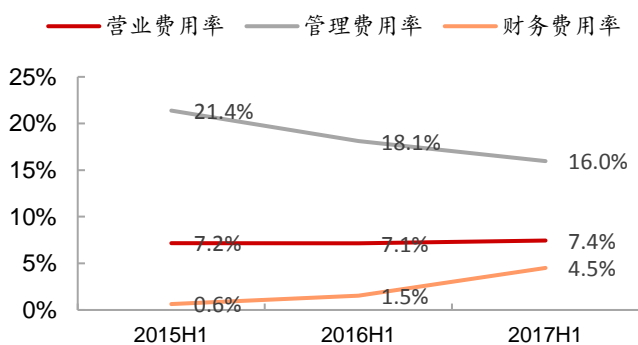
图表4：2017H1 各业务毛利率与上年差值



资料来源：公司中报，华泰证券研究所

财报分析：管理费率稍降，财务费率上升

图表5：2017年上半年管理费率稍降，财务费率稍升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2017年上半年投资收益显著上升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

页游：《盗墓笔记》表现强势，IP大作储备

图表7：公司主要页游市场表现估计和储备情况

游戏名称	公司角色	上线时间	市场表现估计
女神联盟	自研/联运	2013.7.11	2014年全球2亿用户及1.5亿月流水；目前，女神联盟页游1+2合计流水约2000万
大皇帝	自研/联运	2014.11.20	2016年月流水峰值超过8000万；目前，月流水约2000-3000万
女神联盟2	自研/联运	2016.1.15	2017年上半年月流水约3000-4000万；目前，女神联盟页游1+2合计流水约2000万
大青云	联运	2016.12.16	-
盗墓笔记	自研/联运	2016.8.5	2016年10-12月达到峰值流水破1亿；目前，月流水约4000万。
刀剑乱舞-ONLINE	代理	2017.2.27	目前，游戏下载量已突破800万大关
战神三十六计	自研/联运	2017.5.1	目前，月流水2000万左右，流水、开服数都在上涨
射雕英雄传	自研/联运	2017.8.16	公测阶段，目前表现优于《盗墓笔记》在初始推广期的表现
军事联盟	代理	预计2017Q3	-
三体	自研/联运	预计2018	-
权力的游戏	自研/联运	预计2018	预期月流水破亿

资料来源：公司公告，游戏官网，华泰证券研究所估计

手游：老游热度不减，新游大作储备丰富

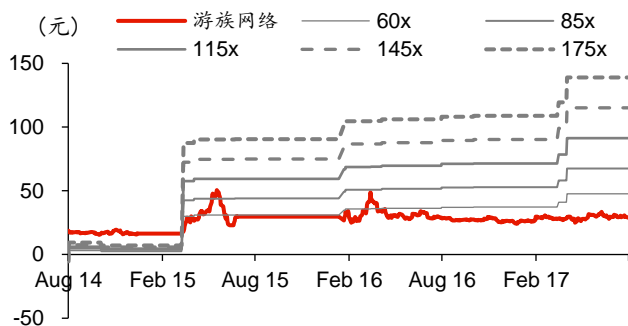
图表8：公司主要手游市场表现估计和储备情况

游戏名称	公司角色	上线时间	市场表现估计
女神联盟	自研自发	2014.11.13	2016年11月月流水达到峰值1亿+
少年三国志	自研自发	2015.2.12	上线两年保持月流水过亿，注册玩家总数突破8000万；目前，月流水约1亿元
大皇帝OL	自研自发	2015.9.28	-
少年西游记	自研自发	2016.7.7	目前，月流水约2000-3000万元
狂暴之翼(海外版: Legacy of Furious Wings)	代理	2016.9.20	海外版登顶40多个国家及地区畅销榜，在2017年一季度已经成为全球海外市场收入第一的ARPG手游；目前国内月流水6000万-7000万之间，国外月流水1600万左右。
刀剑乱舞-ONLINE-	代理	2017.2.27	中文版下载量已突破800万，流水约1000万
女神联盟：天堂岛	自研，海外	2017.5	获得Google Play全球推荐，目前200万美元月流水，处于爬坡期
军事联盟	代理	2017.7.6	目前，月流水约为3000万
西游女儿国	自研自发	预计2017Q3	-
战神三十六计	自研自发	2017H2	预计月流水几千万级别
天使纪元	联运	预约阶段	预计月流水破亿
三体	自研自发	预计2018	-
权力的游戏	自研自发	预计2018	预计月流水破亿

资料来源：公司公告，游戏官网，华泰证券研究所估计

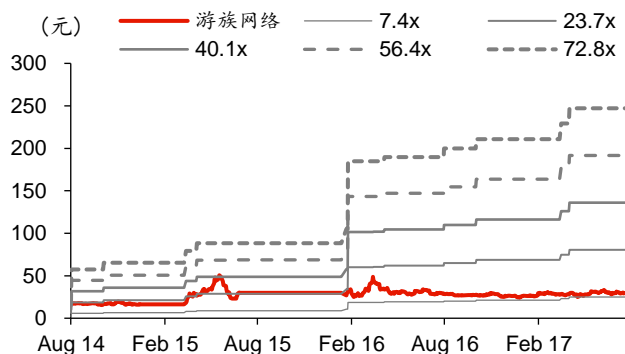
PE/PB - Bands

图表9：游族网络历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：游族网络历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	979.20	1,641	2,336	3,081	4,326
现金	201.40	650.48	897.68	1,340	2,342
应收账款	382.93	658.27	975.94	1,201	1,381
其他应收账款	30.61	54.77	97.15	119.59	137.46
预付账款	100.02	175.22	262.77	317.13	363.60
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	264.24	102.53	102.53	102.53	102.53
非流动资产	1,945	3,063	3,533	3,638	3,744
长期投资	186.16	310.12	378.00	378.00	378.00
固定投资	743.67	709.16	671.01	632.85	594.70
无形资产	12.99	192.48	337.16	481.83	626.51
其他非流动资产	1,003	1,851	2,146	2,146	2,145
资产总计	2,925	4,704	5,869	6,719	8,070
流动负债	420.15	1,492	1,435	1,205	1,283
短期借款	200.00	550.00	324.60	0.00	0.00
应付账款	60.02	226.54	299.44	361.38	414.34
其他流动负债	160.13	715.69	811.13	843.39	869.07
非流动负债	316.55	491.19	843.87	849.27	855.24
长期借款	306.00	387.14	387.14	387.14	387.14
其他非流动负债	10.55	104.05	456.73	462.13	468.10
负债合计	736.70	1,983	2,279	2,054	2,139
少数股东权益	(0.22)	8.97	8.53	7.94	7.25
股本	287.11	861.32	909.75	909.75	909.75
资本公积	762.72	195.63	195.63	195.63	195.63
留存公积	1,111	1,648	2,476	3,552	4,819
归属母公司股	2,188	2,711	3,581	4,657	5,924
负债和股东权益	2,925	4,704	5,869	6,719	8,070

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	328.47	561.39	660.11	1,041	1,262
净利润	505.13	597.08	881.09	1,166	1,386
折旧摊销	49.92	102.93	95.89	95.89	95.89
财务费用	12.02	33.15	65.97	31.15	(10.87)
投资损失	(9.85)	(32.38)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(227.17)	(188.06)	(314.33)	(225.43)	(178.87)
其他经营现金	(1.59)	48.67	(18.51)	23.67	20.53
投资活动现金	(1,255)	(651.75)	(516.81)	(152.41)	(152.41)
资本支出	437.06	102.49	0.00	0.00	0.00
长期投资	563.17	156.23	309.99	0.00	0.00
其他投资现金	(255.00)	(393.02)	(206.83)	(152.41)	(152.41)
筹资活动现金	965.03	268.89	103.90	(446.16)	(108.77)
短期借款	200.00	350.00	(225.40)	(324.60)	0.00
长期借款	306.00	81.14	0.00	0.00	0.00
普通股增加	11.40	574.21	48.43	0.00	0.00
资本公积增加	770.83	(567.09)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(323.20)	(169.37)	280.86	(121.56)	(108.77)
现金净增加额	45.00	181.86	247.19	442.65	1,001

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,535	2,530	3,492	4,298	4,940
营业成本	644.31	1,325	1,752	2,114	2,424
营业税金及附加	9.89	16.85	23.25	28.62	32.90
营业费用	109.69	183.15	252.75	311.14	357.62
管理费用	324.81	440.92	558.66	687.70	790.44
财务费用	12.02	33.15	65.97	31.15	(10.87)
资产减值损失	13.55	35.13	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.85	32.38	50.00	50.00	50.00
营业利润	430.27	528.01	884.16	1,170	1,391
营业外收入	69.54	62.01	1.00	1.00	1.00
营业外支出	5.53	4.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	494.28	585.24	885.16	1,171	1,392
所得税	(10.85)	(11.83)	4.07	5.39	6.40
净利润	505.13	597.08	881.09	1,166	1,386
少数股东损益	(10.44)	9.20	(0.44)	(0.59)	(0.70)
归属母公司净利润	515.57	587.88	881.53	1,167	1,386
EBITDA	492.21	664.09	1,046	1,297	1,476
EPS (元)	1.80	0.68	0.97	1.28	1.52

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	81.94	64.86	38.00	23.10	14.94
营业利润	26.20	22.72	67.45	32.37	18.87
归属母公司净利润	24.35	14.03	49.95	32.33	18.85
获利能力 (%)					
毛利率	58.02	47.62	49.83	50.81	50.93
净利率	33.59	23.24	25.25	27.14	28.06
ROE	23.56	21.68	24.62	25.05	23.40
ROIC	23.37	22.20	31.25	35.82	38.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.19	42.17	38.83	30.57	26.50
净负债比率 (%)	68.68	69.81	51.27	41.09	39.46
流动比率	2.33	1.10	1.63	2.56	3.37
速动比率	2.33	1.10	1.63	2.56	3.37
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.66	0.66	0.68	0.67
应收账款周转率	5.42	4.55	3.98	3.68	3.57
应付账款周转率	13.94	9.25	6.66	6.40	6.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.65	0.97	1.28	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.62	0.73	1.14	1.39
每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.98	3.94	5.12	6.51
估值比率					
PE (倍)	45.90	40.25	26.84	20.28	17.07
PB (倍)	10.81	8.73	6.61	5.08	3.99
EV_EBITDA (倍)	44.96	33.32	21.16	17.06	14.99

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com