

传媒/网络游戏

报告原因：2017 中报绩发布

游族网络（002174）

维持

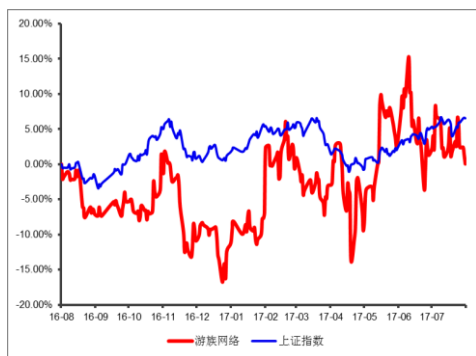
手游、海外业务发展迅猛，期待后续游戏表现

买入

2016 年 8 月 24 日

公司研究/事件点评

近一年市场表现



市场数据：2017 年 8 月 24 日

收盘价(元)：	26.01
年内最高/最低(元)：	33.80/22.58
流通 A 股/总股本(亿)：	5.48/8.61
流通 A 股市值(亿)：	142.74
总市值(亿)：	224.03

基础数据：2017 年 6 月 30 日

基本每股收益：	0.39
摊薄每股收益：	0.39
每股净资产(元)：	3.52
净资产收益率：	11.19%

分析师：徐雪洁

执业证书编号：S0760516010001

电话：0351-8686801

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

联系人：徐雪洁

地址：山西省太原市府西街 69 号国贸中心 A 座

事件描述

1) 游族网络于 8 月 24 日公布 2017 年中报，报告期内公司实现营业收入 167,969.03 万元，较上年同期增长 65.34%，实现归属母公司所有者净利润 33,949.23 万元，较上年同期增长 44.80%。2) 公司同日公告称已于 8 月 23 日收到证监会出具的关于公司非公开发行的批复，此次非公开发行不超过 48,433,268 股。

事件点评

手游业务发展迅猛，游戏出海已显成效。 1) 报告期内，公司手游业务持续发力，带动业绩增长。上半年手游实现收入 107,377.36 万元，同比增长 106.78%，收入占比提升 12.81 个百分点至 63.93%。页游业务增长稳定，实现收入 59,222.82 万元，同比增长 22.31%。2) 报告期内公司海外业务同样亮眼，实现营业收入 100,928.33 万元，同比增长 110.06%，收入占比提升至 60%。通过公司对海外市场的前瞻性布局，以页游出海为突破，以手游逐步试水，成效显著。目前公司游戏发行已完成全球 190 多个国家及地区、8 亿用户的覆盖；在保持东南亚、北美、欧洲发行优势下，着力开拓俄罗斯、南美、中东等市场，并在印度完成了子公司的设立和运营，进一步扩大公司海外战略版图。

新老游戏同发力，不断完善产品品类。 1) 报告期内，公司多款新游曝光上线，包括公司独代的日本二次元游戏《刀剑乱舞-ONLINE》下载量突破 800 万；自研页游《战神三十六计》开放测试、手游预期年内上线；原创 IP 手游《女神联盟：天堂岛》在海外全面发行；IP 授权游戏《捕鱼大本营》、《奔跑吧兄弟-扑倒大作战》；此外 7 月影游联动手游《大军师司马懿之军师联盟》也已上线；页游《射雕英雄传》8 月公测上线，手游《天使纪元》预约公测。2) 2017H1 公司原有精品游戏依旧延续实力，《狂暴之翼》海外版在 Q1 成为全球海外市场收入第一 ARPG 手游，并登顶 40 多个国家及地区畅销榜；《少年三国志》、《女神联盟》系列及《盗墓笔记》等流水稳定。3) 依托自身研运一体化及不断外扩的能力，公司目前在轻中重度游戏上均有布局，类型上涵盖 ARPG、SLG、MMOARPG、休闲游戏等，题材上由武侠、魔幻、西游、三

国扩充至二次元新领域，打造了原创 IP “少年” 系列和 “女神” 系列，引进日本二次元 IP、获得美国《权力的游戏》手游 IP 授权，以及影视综艺 IP 包括 “快乐大本营”、“盗墓笔记”、“奔跑吧兄弟”、“军师联盟” 等，丰富了公司产品线，实现影游联动，利于公司拓展受众领域。

产品推广成本增加，财务费用支出增长。 1) 2017H1 公司毛利率为 47.07%，较去年同期下降 4 个百分点，其中手游业务毛利率 43.43%，海外业务毛利率 41.44%，报告期内公司多个游戏项目处于推广阶段，且海外发行支出较高，导致毛利下降。2) 2017H1 公司销售、管理、财务费用率分别为 7.45%、15.96%、4.51%，同比变动+0.30、-2.14、+2.97，其中财务费用主要包含利息支出及汇兑损益 3274.40 万、3839.67 万，去年同期为 1420.38 万和 68.04 万。此外，研发费用 11,571.08 万，同比增长 46.31%。

盈利预测与估值

公司研运一体化实力强劲，非公开发行获准有望为游戏研发运营、大数据分析运营项目补充资金。暂不考虑定增影响，预计 2017-19 年公司 EPS 为 0.92、1.44、1.85，对应 8 月 24 日收盘价 26.01 元 PE 为 28X、18X、14X，维持 “买入” 评级。

存在风险

游戏产品表现不及预期，游戏项目进程不及预期；海外业务运营不确定。

表 1：完美世界 2017H1 盈利能力变化（单位：万元）

	2017H1	2016H1	同比增长率
营业收入	167,969.03	101,592.52	65.34%
毛利率	47.07%	51.08%	-7.86%
销售费用	12,509.72	7,263.32	72.23%
管理费用	26,813.14	18,389.45	45.81%
财务费用	7,574.66	1,560.01	385.55%
投资净收益	1,173.68	1,227.74	-4.40%
营业利润	-1,569.97	-305.60	4.14
加：营业外收入	34,135.42	22,953.74	48.71%
减：营业外支出	530.57	641.65	-17.31%
利润总额	27.18	249.70	-89.11%
减：所得税	34,638.82	23,345.69	48.37%
净利润	768.88	-53.14	--
减：少数股东损益	33,869.94	23,398.83	44.75%
归属于母公司所有者的净利润	-79.29	-47.51	66.89%

资料来源：公司数据，山西证券研究所

表 2：游族网络 2017Q2 年盈利能力变（单位：万元）

	2017Q2	2017Q1	环比增长率
营业收入	79,190.78	88,778.25	-10.80%
毛利率	49.92%	44.52%	12.14%
销售费用	6,448.30	6,061.42	6.38%
管理费用	14,104.69	12,708.45	10.99%
财务费用	5,856.76	1,717.90	240.93%
投资净收益	-137.86	1,311.54	--
营业利润	-1,722.83	152.86	--
加：营业外收入	16,794.77	17,340.65	-3.15%
减：营业外支出	-2,470.39	3,000.97	--
利润总额	4.36	22.82	-80.89%
减：所得税	14,320.01	20,318.80	-29.52%
净利润	937.11	-168.23	--
减：少数股东损益	13,382.90	20,487.03	-34.68%
归属于母公司所有者的净利润	27.36	-106.66	--

资料来源：公司数据，山西证券研究所

表 3：游族网络 2017H1 主营业务收入（单位：万元）

分产品	营业收入	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
移动游戏	107,377.36	106.78%	43.43	-17.58	63.93%	12.81
网页游戏	59,222.82	22.31%	55.52	14.93	35.26%	-12.40
其他主营业务	1,368.86	10.15%			0.81%	-0.41
分地区	营业收入	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
海外	100,928.33	110.06%	41.44	-0.82	60.09%	12.79
中国大陆	67,040.70	25.21%	55.54	-3.45	39.91%	-12.79
合计	167,969.03	65.34%	47.07	-4.01	100.00%	

资料来源：公司数据，山西证券研究所

表 4：游族网络费用率变化

	2017H1	2016H1	YOY
销售费用率	7.45%	7.15%	0.30
管理费用率	15.96%	18.10%	-2.14
财务费用率	4.51%	1.54%	2.97

资料来源：公司数据，山西证券研究所

附表：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1535	2530	3795	5313	6907	货币资金	108	513	846	1597	2597
减：营业成本	644	1325	2049	2869	3799	应收和预付款项	514	888	1166	1710	2045
营业税金及附加	10	17	25	35	45	存货	0	0	0	0	0
营业费用	110	183	273	345	414	其他流动资产	263	101	0	0	0
管理费用	325	441	661	824	1036	长期股权投资	186	310	361	414	486
财务费用	12	33	68	74	87	投资性房地产	70	98	87	77	67
资产减值损失	14	35	70	74	100	固定资产和在建工程	744	709	556	399	216
加：投资收益	10	32	51	53	71	无形资产和开发支出	543	1242	1195	1148	1101
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	其他非流动资产	363	674	641	609	609
其他经营损益	0	0	0	0	0	资产总计	2791	4536	4852	5954	7120
营业利润	430	528	698	1146	1497	短期借款	200	550	578	228	0
加：其他非经营损益	64	57	88	89	93	应付和预收款项	89	298	176	468	367
利润总额	494	585	786	1235	1590	长期借款	306	387	387	387	387
减：所得税	-11	-12	-16	-25	-32	其他负债	9	581	581	581	581
净利润	505	597	802	1260	1622	负债合计	603	1815	1722	1663	1335
减：少数股东损益	-10	9	12	19	24	股本	287	861	861	861	861
归属母公司股东净利润	516	588	790	1241	1597	资本公积	763	196	196	196	196
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	留存收益	1138	1655	2381	3523	4992
经营性现金净流量	322	560	536	1125	1240	归属母公司股东权益	2188	2711	3438	4580	6049
投资性现金净流量	-1255	-652	91	92	96	少数股东权益	0	9	21	40	65
筹资性现金净流量	965	269	-294	-465	-336	股东权益合计	2188	2720	3459	4620	6114
现金流量净额	39	181	332	752	999	负债和股东权益合计	2791	4536	5181	6283	7449

资料来源：wind，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。