

日期: 2017年08月28日

行业: 传媒



海外业务出色, 明年《权游》值得期待

分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理: 胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

基本数据 (截止 2017 年 8 月 25 日)

报告日股价 (元)	25.95
12mth A 股价格区间 (元)	22.58/33.80
总股本 (百万股)	861.32
无限售 A 股/总股本	63.72%
流通市值 (亿元)	142.41
每股净资产 (元)	3.52

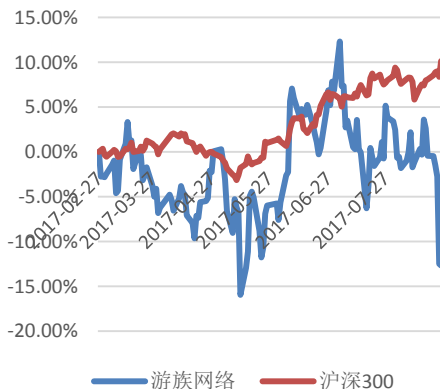
主要股东 (2017H1)

林奇	35.13%
上海一骑当先管理咨询合伙企业	8.84%
朱伟松	6.36%

收入结构 (2017H1)

移动游戏	63.93%
网页游戏	35.26%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期: 2017年3月10日

■ 公司动态事项

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%, 实现归母净利润3.39亿, 同比增长44.8%。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, 同比增长区间为5%-50%。

2、公司同时收到证监会出具的非公开发行股票的批复, 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, 发行底价25.85元。

■ 事项点评

营收大幅增长, 海外表现出色

公司上半年营收保持高速增长, 尤其是海外业务表现亮眼, 海外实现营业收入10.09亿元, 同比增长110.06%, 占公司总营业收入的60.09%。海外业务增量主要来源于手游《狂暴之翼》的良好表现, 《狂暴之翼》曾经登顶过40多个国家及地区的iOS畅销榜, 目前游戏在北美、西欧等全球手游市场收入份额较大的地区里仍然维持在畅销榜前50的位置。此外, 页游《女神联盟2》、经典卡牌手游《少年三国志》也贡献了不菲的收入。公司不断加强海外地区的布局, 目前已经覆盖了超过全球超过190个国家及地区, 是国内少有的真正具备全球化手游发行能力的公司之一。

成本及财务费用增涨共同导致净利率下滑

公司上半年净利率 20.17%, 较去年下滑约 3 个百分点。净利率下滑主要是由于营业成本与财务费用的上涨共同导致的。

毛利率: 上半年公司综合毛利率 47.07%, 较去年同期减少 4.01 个百分点。毛利率下滑主要是因为公司主推的游戏《狂暴之翼》毛利率相对较低, 而游戏的收入占比不断提高所致。《狂暴之翼》毛利率较低主要是因为游戏为代理运营, 需要向研发商支付一定比例的分成 (公司元主力手游《少年三国志》为自研游戏, 无研发分成)。另外, 《狂暴之翼》主要面向海外推广, 海外游戏分发渠道虽然渠道分成比国内更低, 但不会运用渠道资源帮助游戏推广, 造成游戏推广更为依赖买量模式, 使得游戏推广成本更高。

期间费用: 公司销售、管理费用率分别为 7.45%、15.95%, 销售费用率较去年基本持平, 管理费用率较去年有所改善。但财务费用率猛增至 4.51%, 上半年财务费用支出 0.76 亿元, 几乎是去年同期费用的 5 倍。一方面, 由于发行公司债等原因使得公司的利息支出有所增加; 另一方面, 公司确定了 3839.67 万元的汇兑损益, 主要是因为公司需要偿还收购 Bigpoint 所产生的贷款。

多重因素导致 Q3 业绩或低于预期

根据公司公布的Q3业绩预告，预计Q3单季度归母净利润区间为0.4-2.02亿元，环比变动-70.15%到+50.75%。考虑到公司Q3仍有手游《军师联盟》、页游《射雕英雄传》等较多新游戏上线，预计公司在保持营收较快增长的同时，费用开支将持续承担较大压力。另外，公司重点产品《天使纪元》的延期以及国内买量推广成本的提升对公司Q3业绩也会造成一定影响。

大 IP 游戏储备丰富，长期仍看好公司打造爆款游戏潜力

今年 Chinajoy 期间，公司宣布与华纳兄弟达成战略合作，将首次对《权利的游戏》这一全球顶级 IP 进行手游改编。预计该款游戏将于 2018 年 Q2 正式推出，超级 IP 叠加公司精品游戏研发能力与全球化发行能力，这款《权利的游戏》手游有望成为 2018 年爆款手游，推动公司业绩持续稳健增长。公司还储备有《三体》IP，作为国内顶级科幻作品 IP，《三体》的游戏化也具备广阔的想象空间。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年归属于母公司股东净利润分别为 7.66 亿元、10.29 亿元和 12.56 亿元，每股 EPS 分别为 0.89 元、1.19 元和 1.46 元，对应 PE 为 29.20、21.72、17.80 倍。考虑到公司全球化游戏运营能力强，超级 IP 储备丰富，我们对于公司长期发展保持看好。维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

游戏流水不及预期；新游戏上线时间延后；行业竞争进一步加剧；汇差损益

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2530.11	3450.45	4718.22	5791.68
年增长率	64.86%	36.38%	36.74%	22.75%
归母净利润	587.88	765.54	1176.65	1419.88
年增长率	14.03%	30.22%	53.70%	20.67%
每股收益(元)	0.68	0.89	1.37	1.65
PE	38.02	29.20	19.00	15.74

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	513.38	945.34	1,969.86	3,191.76
应收和预付款项	888.26	1,161.13	1,616.60	1,797.37
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	101.46	101.46	101.46	101.46
流动资产合计	1,503.10	2,207.94	3,687.92	5,090.59
长期股权投资	310.12	335.12	360.12	385.12
投资性房地产	97.80	87.38	76.97	66.55
固定资产和在建工程	709.16	636.36	563.56	490.75
无形资产和开发支出	1,241.71	1,147.58	1,053.44	980.07
其他非流动资产	673.75	641.50	609.24	609.24
非流动资产合计	3,032.55	2,847.94	2,663.33	2,531.74
资产总计	4,535.65	5,055.88	6,351.25	7,622.33
短期借款	550.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	297.51	260.52	464.28	418.08
长期借款	387.14	784.14	784.14	784.14
其他负债	580.55	580.55	580.55	580.55
负债合计	1,815.20	1,625.21	1,828.97	1,782.77
股本	861.32	861.32	861.32	861.32
资本公积	195.63	195.63	195.63	195.63
留存收益	1,654.54	2,352.78	3,425.99	4,721.06
少数股东权益	8.97	20.95	39.35	61.56
股东权益合计	2,720.45	3,430.67	4,522.28	5,839.56
负债和股东权益总计	4,535.65	5,055.88	6,351.25	7,622.33
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	560.42	631.54	1,078.92	1,273.38
投资活动现金流	(651.75)	52.65	61.40	60.44
融资活动现金流	268.89	(252.22)	(115.81)	(111.92)
净现金流	180.89	431.96	1,024.51	1,221.90

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,530.11	3,450.45	4,718.22	5,791.68
营业成本	1,325.28	1,820.41	2,401.80	2,963.38
营业税金及附加	16.85	22.98	31.42	38.57
营业费用	183.15	257.06	343.43	424.10
管理费用	440.92	550.69	753.03	924.35
财务费用	33.15	91.92	32.37	7.10
资产减值损失	35.13	17.52	17.52	17.52
投资收益	32.38	27.66	28.00	28.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	528.01	717.53	1,166.65	1,444.65
营业外收支净额	57.23	59.98	59.98	59.98
利润总额	585.24	777.52	1,226.63	1,504.64
所得税	(11.83)	0.00	31.58	62.54
净利润	597.08	777.52	1,195.05	1,442.09
少数股东损益	9.20	11.97	18.41	22.21
归属母公司股东净利润	587.88	765.54	1,176.65	1,419.88
财务比率分析				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	64.86%	36.38%	36.74%	22.75%
EBIT 增长率	20.79%	30.69%	53.07%	20.40%
净利润增长率	18.20%	30.22%	53.70%	20.67%
毛利率	47.62%	47.24%	49.10%	48.83%
EBIT/总收入	20.79%	30.69%	53.07%	20.40%
净利润率	18.20%	30.22%	53.70%	20.67%
资产负债率	40.02%	32.14%	28.80%	23.39%
流动比率	1.09	2.79	3.71	5.37
净资产收益率 (ROE)	21.68%	22.45%	26.25%	24.57%
总资产周转率	0.56	0.68	0.74	0.76
应收账款周转率	3.84	4.53	4.00	4.81

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。