

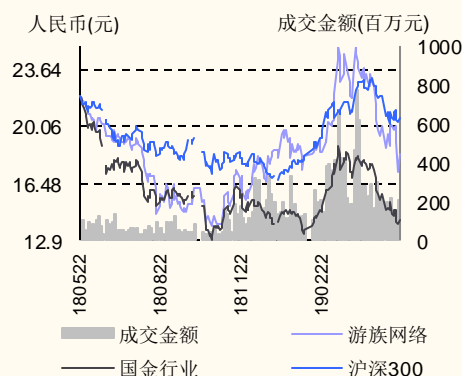
## 游族网络 (002174.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 18.39 元  
 目标价格 (人民币): 28.56-28.56 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	642.26
总市值 (百万元)	16,338.92
年内股价最高最低 (元)	25.09/13.83
沪深 300 指数	3666.78
中小板综	8825.00



## 《权力的游戏》手游无惧剧集延播，游族网络 2019 年业绩可期。

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.738	1.136	1.357	1.615	1.910
每股净资产 (元)	4.56	5.08	6.43	8.05	9.96
每股经营性现金流 (元)	0.83	0.31	1.51	1.52	1.70
市盈率 (倍)	30.21	16.37	12.65	10.63	8.99
净利润增长率 (%)	11.57%	53.85%	19.49%	19.01%	18.25%
净资产收益率 (%)	16.19%	22.38%	21.10%	20.07%	19.18%
总股本 (百万股)	888.47	888.47	888.47	888.47	888.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 5月20日，腾讯视频官方微博宣布《权力的游戏》第八季第六集因介质传输问题将延期上线，具体播出时间另行通知。尽管腾讯视频已注明原因，但市场仍持有疑虑，担心剧集延期将对《权力的游戏》手游造成不利影响。
- 监管政策是造成市场疑虑的主要原因，不过目前《权力的游戏》剧集资源仍可在腾讯找到，因内容不符合监管要求而被下架的可能性很小。更重要的是，对《权力的游戏》手游而言，剧集延期播出所造成的影响极其有限。
- 首先，《权力的游戏》手游完成度很高，产品品质出众，据我们了解，上一轮测试数据极佳，领先于同类竞品，各方面表现已达到上线标准。5月23日，《权力的游戏》即将开始上线前的终极测试，从进度来看，该旗舰产品几乎不存在延期可能，预计6月底能如期公测。
- 其次，从以往经验来看，游戏和影视同期上线的主要作用在于初期导量和话题营销，这对MMO品类作用更大，但《权力的游戏》是一款SLG产品，相较于初期导量更注重核心用户的长期留存。即便从联动角度来看，目前手游还未上线，《权力的游戏》剧集延期至少不会对手游造成负面影响。
- 很多人担心，《权力的游戏》于6月底上线，从档期上看，与同为腾讯独代的《剑网3：指尖江湖》《龙族幻想》相距太近，会导致宣发运营资源以及用户分流，我们认为，这三款游戏在档期上留足了时间区间，且《权力的游戏》并非MMO品类，受众群体有较大差异，几乎不存在用户分流效应。
- 综上所述，我们认为《权力的游戏》手游可以如期上线，结合国内SLG市场和同类竞品状况，我们预计《权力的游戏》峰值月流水将达到5亿左右。加上《山海镜花》《少年三国志2》等即将在今年晚些时候发布的产品，我们坚定看好游族网络2019年的业绩表现。

## 投资建议

- 根据公司2018年财报数据及近期新产品状况，我们调整盈利预测为2019/2020/2021年归母净利润分别为12.06亿/14.35亿/16.97亿（调整幅度为-1.79%、-4.01%，2021年为新增预测），2019年目标价为28.56元，对应21倍P/E和1.36元EPS。

## 风险提示

- 新产品延期风险，获取版号时间推迟风险，监管政策风险。

## 相关报告

- 《页游手游全球布局，IP赋能研运一体，产品大年游族网络前景可期...》，2019.4.11

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002  
 peipei@gzq.com.cn

- 《权力的游戏》不论从播放量还是从观众口碑上看，都是国内当之无愧的第一美剧。腾讯不仅享有《权力的游戏》剧集独播权，还是《权力的游戏》手游的独代方。纵观 2019 年全年手游大作排期，《权力的游戏》是唯一一款由重磅 IP 改编成的顶级 SLG 产品，在国内 SLG 手游细分市场头部空间依然较大的情况下，腾讯必将投入顶级资源。
- 目前，腾讯正在不遗余力地为《权力的游戏》手游导量，QQ 游戏中心预约量 54 万，微信游戏中心预约量 46 万，与《龙族幻想》不相上下，这样的预约量级，对于小众玩法的 SLG 来说堪称顶级。除此之外，《权力的游戏》剧集片尾处，还植入了手游广告和预约二维码，这能最大限度地将 IP 的核心粉丝转化为游戏玩家。

图表 1:《权力的游戏》片尾手游广告



来源：腾讯视频，国金证券研究所

- 3 月底在海外公测的《权力的游戏》页游表现稳定，剧集播出后，搜索量和各项数据都有稳步上升，将为页游收入带来不小的增量。目前国内 SLG 手游大多没有 IP 背书，《权力的游戏》携重磅 IP 入场，凭借顶级产品品质和腾讯赋能，势必成为爆款。加上《山海镜花》《少年三国志 2》等将于下半年上线的产品，游族网络 2019 年的业绩值得期待。

### 风险提示

- 新产品延期风险：目前游族网络部分产品还处于开发阶段，因开发进度、测试表现等原因，存在延期上线可能。
- 获取版号时间推迟风险：《山海镜花》《少年三国志 2》等游戏暂未获得版号，目前尚无法确定获得版号的时间。
- 监管政策风险：国家监管部门对文化创意产业的监管越来越规范和严格，可能产生一些难以预料的影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,530	3,236	3,581	4,626	5,403	6,181	货币资金	650	1,938	1,156	1,438	1,763	1,993
增长率		27.9%	10.7%	29.2%	16.8%	14.4%	应收账款	713	548	978	971	1,132	1,295
主营业务成本	-1,325	-1,548	-1,573	-2,035	-2,323	-2,658	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	52.4%	47.8%	43.9%	44.0%	43.0%	43.0%	其他流动资产	278	649	1,050	1,133	1,200	1,374
毛利	1,205	1,688	2,008	2,590	3,080	3,523	流动资产	1,641	3,134	3,184	3,542	4,095	4,661
%销售收入	47.6%	52.2%	56.1%	56.0%	57.0%	57.0%	%总资产	34.9%	47.2%	43.4%	42.8%	45.3%	46.0%
营业税金及附加	-17	-20	-24	-30	-35	-40	长期投资	967	1,362	1,679	2,029	2,029	2,029
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	709	699	715	928	1,006	1,325
营业费用	-183	-294	-408	-648	-702	-773	%总资产	15.1%	10.5%	9.8%	11.2%	11.1%	13.1%
%销售收入	7.2%	9.1%	11.4%	14.0%	13.0%	12.5%	无形资产	1,306	1,331	1,405	1,419	1,566	1,770
管理费用	-441	-680	-823	-925	-1,189	-1,335	非流动资产	3,063	3,502	4,149	4,727	4,951	5,474
%销售收入	17.4%	21.0%	23.0%	20.0%	22.0%	21.6%	%总资产	65.1%	52.8%	56.6%	57.2%	54.7%	54.0%
息税前利润 (EBIT)	564	694	753	988	1,154	1,375	<b>资产总计</b>	<b>4,704</b>	<b>6,636</b>	<b>7,333</b>	<b>8,269</b>	<b>9,046</b>	<b>10,135</b>
%销售收入	22.3%	21.5%	21.0%	21.4%	21.4%	22.3%	短期借款	997	1,643	1,890	1,490	726	0
财务费用	-33	-91	-80	-108	-64	-9	应付账款	298	294	303	389	447	515
%销售收入	1.3%	2.8%	2.2%	2.3%	1.2%	0.1%	其他流动负债	197	201	201	275	319	366
资产减值损失	-35	-70	-17	-7	-1	-1	流动负债	1,492	2,139	2,393	2,153	1,492	881
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	387	0	0	0	0	0
投资收益	32	3	227	130	138	132	其他长期负债	104	429	433	401	401	401
%税前利润	5.5%	0.4%	21.5%	10.3%	9.2%	7.4%	<b>负债</b>	<b>1,983</b>	<b>2,568</b>	<b>2,826</b>	<b>2,554</b>	<b>1,893</b>	<b>1,282</b>
营业利润	528	646	1,050	1,233	1,472	1,744	普通股股东权益	2,711	4,051	4,510	5,715	7,150	8,847
营业利润率	20.9%	20.0%	29.3%	26.7%	27.2%	28.2%	少数股东权益	9	17	-3	-1	2	7
营业外收支	57	27	6	25	26	28	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,704</b>	<b>6,636</b>	<b>7,333</b>	<b>8,269</b>	<b>9,046</b>	<b>10,135</b>
税前利润	585	674	1,056	1,258	1,498	1,772	<b>比率分析</b>						
利润率	23.1%	20.8%	29.5%	27.2%	27.7%	28.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	12	-9	-45	-50	-60	-71	<b>每股指标</b>						
所得税率	-2.0%	1.4%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	每股收益	0.683	0.738	1.136	1.357	1.615	1.910
净利润	597	664	1,011	1,208	1,438	1,701	每股净资产	3.148	4.560	5.076	6.433	8.048	9.958
少数股东损益	9	8	2	2	3	5	每股经营现金净流	0.652	0.835	0.308	1.514	1.520	1.699
归属于母公司的净利润	588	656	1,009	1,206	1,435	1,697	每股股利	0.070	0.075	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	23.2%	20.3%	28.2%	26.1%	26.6%	27.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.68%	16.19%	22.38%	21.10%	20.07%	19.18%
净利润	597	664	1,011	1,208	1,438	1,701	总资产收益率	12.50%	9.88%	13.76%	14.58%	15.86%	16.74%
少数股东损益	9	8	2	2	3	5	投入资本收益率	13.99%	11.19%	10.59%	12.47%	13.38%	14.27%
非现金支出	138	214	169	100	113	150	<b>增长率</b>						
非经营收益	14	83	-120	-39	-74	-118	主营业务收入增长率	64.86%	27.89%	10.68%	29.16%	16.81%	14.39%
营运资金变动	-188	-220	-787	75	-126	-223	EBIT增长率	26.44%	23.15%	8.39%	31.19%	16.81%	19.21%
经营活动现金净流	561	742	273	1,345	1,351	1,509	净利润增长率	14.03%	11.57%	53.85%	19.49%	19.01%	18.25%
资本开支	-102	-177	-333	-297	-310	-643	总资产增长率	60.83%	41.07%	10.50%	12.77%	9.40%	12.05%
投资	-509	-431	-254	-350	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	-41	-55	28	130	138	132	应收账款周转天数	75.1	63.9	69.3	69.0	69.0	69.0
投资活动现金净流	-652	-664	-559	-517	-511	-511	存货周转天数	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
股权募资	0	696	0	0	0	0	应付账款周转天数	39.5	47.5	41.1	40.0	39.0	37.0
债权募资	851	648	225	-417	-764	-726	固定资产周转天数	102.3	78.9	72.9	60.1	56.7	68.4
其他	-579	-485	-655	-129	-91	-42	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	272	860	-430	-546	-854	-768	净负债/股东权益	26.99%	2.55%	25.14%	7.90%	-8.91%	-18.00%
现金净流量	182	937	-716	282	325	230	EBIT利息保障倍数	17.0	7.7	9.4	9.1	18.0	148.4
							资产负债率	42.17%	38.69%	38.54%	30.89%	20.93%	12.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	13	17	25
增持	0	6	7	10	17
中性	0	1	1	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.47	1.43	1.58	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-11	买入	23.67	28.98~28.98

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH