

游族网络（002174）

催化剂已至，纵向与横向积累下的红利收割

2017 年 6 月 26 日

买入（维持）

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

联系电话：021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

事件：电视剧《军师联盟》6 月 22 日上线，口碑与播放量俱佳，目前豆瓣评分 8.2。公司影游联动新品《军师联盟》手游将于 7 月 6 日上线公测。

投资要点：

■ **《军师联盟》全网热播，影游联动再次打响：**6 月 22 日《军师联盟》（当代东方子公司盟将威影视、印纪传媒、不二文化联合出品）电视剧首播，截止 6 月 26 日，优酷播放量近 2 亿次，豆瓣评分高达 8.2 份，实现热度与口碑双丰收。同时，公司的重磅影游联动产品《军师联盟》手游将在 7 月 6 日率先公测，产品由青果研发，游族发行，作为首款三国 MMOARPG，结合影视剧的高口碑效应，有望成为公司继 16 年《盗墓笔记》后，又一款影游联动范例。

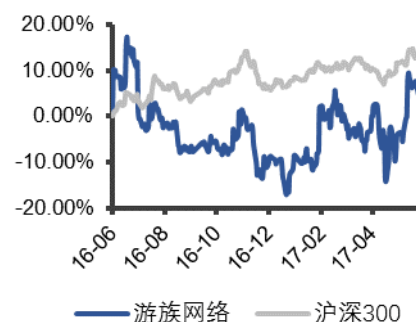
■ **催化剂已至，密集新品推动业绩再上台阶：**从 6 月份《女神联盟：天堂岛》开始，公司将于三季度陆续发布《军师联盟》、《战神三十六计》、《射雕英雄传》、《永恒王座》等多款重磅新品。新品发布之密集创下公司历史之最。这些产品分别来自于公司几大王牌工作室：女神工作室、战神工作室和大侠工作室。过去均已在相应品类多次证明实力，形成了多款产品下来的积淀，因此产品的品质具有保障。我们认为多款重磅新品的密集发布将推动公司业绩再上一个台阶。

■ **后 IP 时代的领跑者，纵向与横向积累下的红利收割：**我们认为手游行业经历了人口红利与端转手红利两波浪潮，随着端转手红利褪去，行业进入后 IP 时代。公司作为页游时代的巨头，实现了纵向品类的深耕与横向品类的拓展，目前已经形成多品类矩阵，下半年多品类新品的集中上线可看作公司在纵向与横向积累下的红利收割。公司在后 IP 时代的竞争实力将愈发突显，同时海外多区域的打通将实现主打产品的乘法变现。

■ **投资建议：**我们坚定看好公司的中长期发展，公司在多品类上完成了长时间积淀，下半年新品的集中释放推动公司进入红利收割期，同时海外多区域打通达到乘法变现的效果，业绩有望再上一台阶。我们预计公司 2017-2019 年净利润为 9.89、14.69、19.71 亿元，不包含增发情况下 EPS 为 1.15、1.71、2.29 元，对应 PE 为 27、18、14 倍。考虑公司定增已过会，对应 17 年摊薄 EPS 为 1.09 元，给予公司 2017 年 35-38 倍估值，对应目标价 38-41 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新产品推广不及预期；现有主要产品的经营数据下滑；海外业务进展不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	31.07
一年最低价/最高价	22.58/35.05
市净率（LF）	9.15
流通 A 股市值（亿元）	268

基础数据

每股净资产（元）	3.39
资产负债率（%）	46.04
总股本（百万股）	861.32
流通 A 股（百万股）	575.92

相关研究

公司深度报告：《游族网络：业绩迎来拐点，厚积薄发，打造全球轻娱乐供应商》 20161209

公司点评报告：《年报业绩符合预期，看好内生延续及携大 IP 的全球化进展》 20170409

公司点评报告：《一季报符合预期，看好推广期后业绩的快速释放》 20170424

1. 《军师联盟》全网热播，影游联动再次打响

1.1. “良心”剧场引爆暑期档

《军师联盟》电视剧全称《大军师司马懿之军师联盟》，是由导演张永新执导，吴秀波、李晨、刘涛、张钧甯、唐艺昕等主演的三国历史题材古装剧。此剧另辟蹊径地从曹魏的视角切入，描述了魏国大军师司马懿的传奇一生。

播放量与口碑双丰收：《军师联盟》电视剧自 6 月 22 日登陆优酷视频，截止 6 月 26 日，总播放量近 2 亿次。同时在豆瓣上，《军师联盟》电视剧得到好评一片，评分 8.2 分，43.7% 的用户给予 5 星好评，优酷评分更高达 9.5 分。

图表 1：《军师联盟》电视剧优酷网站播放量与评分



资料来源：优酷视频，东吴证券研究所

图表 2：《军师联盟》电视剧豆瓣评分



资料来源：豆瓣，东吴证券研究所

热度与话题量持续飙升：《军师联盟》电视剧无论是从剧集本身的质量、投资规模、阵容、题材影响力乃至宣发的力度来说，都是重量级制作，上映后的短短几日，微博上已产生 3.9 亿阅读和 49.6 万讨论。除了吴秀波、刘涛、李晨等明星的吸粉效应外，热度的增加还依赖于话题的产生，比如于和伟刚刚在《新三国》中饰演完刘备转而在本剧饰演曹操，引发互联网热议，“刘皇叔叛变了”，“先帝创业未半而中道投魏”这类让

人忍俊不止的段子无形中也为本剧增加不少话题量和关注度。

图表 3：《军师联盟》微博话题页面



资料来源：新浪微博，东吴证券研究所

1.2. 《军师联盟》手游公测在即，影游联动再次打响

《军师联盟》手游和页游是公司 2017 年三季度推出的重磅产品。这款基于后三国英雄时代的 MMOARPG 是由青果灵动研发，公司发行运营，其中公司的大侠工作室参与修改。

影游联动再次打响：2016 年公司推出《盗墓笔记》页游，与《盗墓笔记》电影实现影游联动，月流水一度突破 1 亿元以上，至今每月仍贡献数千万的流水，是为数不多的影游联动的成功范例。此次《军师联盟》的影游联动相比 16 年的《盗墓笔记》，将在手游与页游双平台上线，同时与《军师联盟》电视剧的上映时间紧密结合，将有助于 IP 热度的放大。

图表 4：《军师联盟》游戏官方截图 1



资料来源：游戏官网，东吴证券研究所

影游 IP 深度捆绑，为宣传推广助力：公司 6 月 8 日在北京举办《军师联盟》影游发布会，主演吴秀波与公司大侠工作室总经理王鹏飞同时出席，为电视剧与游戏宣传助力，实现影视与游戏 IP 的深度捆绑。随着电视剧的口碑持续发酵与热度激增，有望带动《军师联盟》手游的流水表现。

图表 5：《军师联盟》游戏官方截图 2



资料来源：游戏官网，东吴证券研究所

2. 催化剂已至，密集新品推动业绩再上台阶

公司今年除了 6 月份率先在欧美上线的《女神联盟：天堂岛》外，主要的重磅产品基本集中在三季度释放，其中包括 SLG 产品《战神三十六计》手游和页游、MMOARPG 产品《军师联盟》手游和页游、ARPG 产品《永恒王座》（神迹大陆）手游、ARPG 产品《射雕英雄传》页游等。

三季度新品发布之密集创下公司历史之最。这些产品分别来自于公司几大王牌工作室：女神工作室（开发《女神联盟》系列）、战神工作室（开发《大皇帝》、《三十六计》）和大侠工作室（开发《盗墓笔记》、参与《狂暴之翼》研发）。这三个工作室过去均已在相应品类上多次证明实力，形成了多款产品下来的积淀，产品品质具有保障。我们认为多款重磅新品的密集发布不但将成为今年的重要催化剂，同时将推动公司业绩再上一个台阶，奠定明年的业绩基石。

图表 6：《战神三十六计》官网截图



资料来源：游戏官网，东吴证券研究所

图表 7：《军师联盟》官网截图



资料来源：游戏官网，东吴证券研究所

图表 8：《射雕英雄传》官网截图



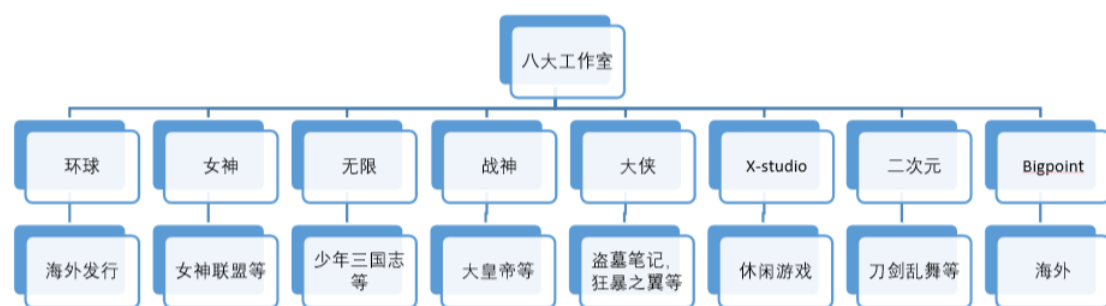
资料来源：游戏官网，东吴证券研究所

3. 后 IP 时代的领跑者，纵向与横向积累下的红利收割

两波红利先后驱动：我们认为手游行业经历了人口红利与端转手红利两波浪潮。第一波浪潮以 2013 年智能手机渗透率达到 70%为参照，手游行业乘着人口红利实现爆发式增长。第二波浪潮出现在过去几年，端游巨头利用雄厚积累实现手游转型。

随着端转手红利褪去，行业进入后 IP 时代：公司作为页游时代的巨头，在端转手时代实现了纵向品类的深耕与横向品类的拓展。旗下八大工作室在多个品类上完成积淀，形成了多品类矩阵。下半年多品类新品的集中上线可看作公司在纵向与横向积累下的红利收割。公司在后 IP 时代的竞争实力将愈发突显，同时海外多区域的打通将实现主打产品的乘法变现。

图表 9：游族网络八大工作室概况



资料来源：东吴证券研究所整理

4. 投资建议

我们坚定看好公司的中长期发展，公司在多品类上完成了长时间积淀，下半年新品的集中释放推动公司进入红利收割期，同时海外多区域打通达到乘法变现的效果，业绩有望再上一台阶。我们预计公司 2017-2019 年净利润为 9.89、14.69、19.71 亿元，不包含增发情况下 EPS 为 1.15、1.71、2.29 元，对应 PE 为 27、18、14 倍。考虑公司定增已过会，对应 17 年摊薄 EPS 为 1.09 元，给予公司 2017 年 35-38 倍估值，对应目标价 38-41 元，维持“买入”评级。

图表 10：公司盈利预测

财务摘要（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	2,530.1	4,300.0	6,100.0	7,930.0
同比%	64.86%	69.95%	41.86%	30.01%
净利润（百万元）	587.9	988.8	1,469.4	1,971.0
同比%	14.03%	68.19%	48.60%	34.14%
每股净收益（元）	0.68	1.15	1.71	2.29

资料来源：Wind，东吴证券研究所 注：股价为 2017 年 6 月 26 日收盘价

5. 风险提示

新产品推广不及预期；

现有主要产品的经营数据下滑；

海外业务进展不达预期。

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,503.1	1,805.5	2,871.7	3,825.8	营业收入	2,530.1	4,300.0	6,100.0	7,930.0
货币资金	513.4	477.2	996.6	1,619.7	营业成本	1,325.3	2,107.0	2,989.0	3,806.4
应收和预付款项	888.3	1,226.9	1,773.7	2,104.7	营业税金及附加	16.8	45.3	64.3	83.6
存货	-	-	-	-	销售费用	183.2	344.0	488.0	713.7
其他流动资产	101.5	101.5	101.5	101.5	管理费用	440.9	756.8	1,024.8	1,268.8
非流动资产	3,032.6	2,942.9	2,841.0	2,751.4	财务费用	33.1	60.2	54.5	56.3
长期股权投资	310.1	310.1	310.1	310.1	资产减值损失	35.1	47.8	60.0	80.0
投资性房地产	97.8	97.8	97.8	97.8	投资收益	32.4	-	-	-
固定资产和在建工程	709.2	661.4	601.4	521.4	其他经营损益	57.2	70.0	80.0	90.0
无形资产和开发支出	1,241.7	1,232.1	1,222.5	1,212.9	营业利润	528.0	938.9	1,419.4	1,921.2
其他非流动资产	673.8	641.5	609.2	609.2	营业外净收支	57.2	70.0	80.0	90.0
资产总计	4,535.7	4,748.4	5,712.8	6,577.3	利润总额	585.2	1,008.9	1,499.4	2,011.2
流动负债	847.5	348.0	547.6	583.5	所得税	-11.8	-	-	-
短期借款	550.0	-	-	-	净利润	597.1	1,008.9	1,499.4	2,011.2
应付和预收款项	297.5	348.0	547.6	583.5	少数股东损益	9.2	20.2	30.0	40.2
长期借款	387.1	387.1	387.1	387.1	归属母公司股东净 利润	587.9	988.8	1,469.4	1,971.0
其他负债	580.5	580.5	580.5	580.5	EBIT	619.4	1,034.7	1,505.1	2,004.0
负债合计	1,815.2	1,315.7	1,515.3	1,551.2	EBITDA	722.3	1,076.6	1,547.0	2,013.7
股本	861.3	861.3	861.3	861.3					
资本公积	195.6	195.6	195.6	195.6	重要财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	1,654.5	2,346.7	3,081.4	3,869.7	每股收益 (元)	0.68	1.15	1.71	2.29
归属母公司股东权益	2,711.5	3,403.6	4,138.3	4,926.7	每股净资产 (元)	3.15	3.95	4.80	5.72
少数股东权益	9.0	29.1	59.1	99.4					
股东权益合计	2,720.4	3,432.8	4,197.4	5,026.0	ROIC (%)	24.8%	36.9%	50.4%	61.9%
负债和股东权益合计	4,535.7	4,748.4	5,712.8	6,577.3	ROE (%)	21.7%	29.1%	35.5%	40.0%
现金流量表 (百万元)					毛利率 (%)	47.6%	51.0%	51.0%	52.0%
					EBITMargin (%)	24.5%	24.1%	24.7%	25.3%
经营性现金净流量	560.4	778.2	1,195.8	1,724.6	销售净利率 (%)	23.6%	23.5%	24.6%	25.4%
投资性现金净流量	-651.7	58.0	64.0	74.0	资产负债率 (%)	40.0%	27.7%	26.5%	23.6%
筹资性现金净流量	268.9	-872.4	-740.4	-1,175.4	收入增长率 (%)	64.9%	70.0%	41.9%	30.0%
现金流量净额	180.9	-36.2	519.4	623.1	净利润增长率 (%)	18.2%	69.0%	48.6%	34.1%
折旧与摊销	1.0	0.4	0.4	0.1	P/E	45.7	27.0	18.2	13.6
资本支出	0.6	-	-	-	P/B	9.9	7.9	6.5	5.4

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 股价为 2017 年 6 月 26 日收盘价

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

