

游族网络(002174)

重核心、轻节奏，关注中长期不变的亮点 买入(维持)

2017 年 08 月 24 日

证券分析师 张良卫

执业证书编号: S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

事件: 公司公布了 2017 年半年报, 业绩略低于预期。2017 年上半年, 实现收入 16.80 亿元, 归母净利润 3.39 亿元, 处于此前预告范围的中间偏下限 (3.28-4.22 亿元); 公司预告 2017 年 1-9 月归母净利润范围为 3.79-5.41 亿元, 同比增长范围为 5%-50%; 同时公司于 2017 年 8 月 23 日收到了中国证监会出具的定增批文。

投资要点:

■ **受汇兑损益及产品推迟影响, 中报业绩略低于预期:** 公司中报业绩略低于预期, 上半年实现收入 16.80 亿元, 归母净利润 3.39 亿元, 主要由于二季度财务费用中一次性计提了 3840 万元的汇兑损益。同时公司预告 2017 年 1-9 月归母净利润范围为 3.79-5.41 亿元, 同比增长范围 5%-50%, 预告中值为 4.6 亿元, 主要受重磅产品推迟及个别产品流水低于预期影响, 第三季度的业绩预告中值低于我们此前的预期。

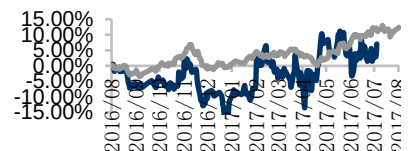
■ **重核心竞争优势, 轻短期上线节奏, 关注中长期不变的亮点:** 短期产品上线节奏一定程度影响公司报表业绩, 但营收增长与构成的长期趋势依旧是不变的亮点。分业务来看, 公司 2017 上半年页游收入 5.92 亿元, 同比增长 22.31%, 手游收入 10.74 亿元, 同比增长 106.78%; 分地区来看, 国内地区收入 6.70 亿元, 同比增长 25.21%, 海外地区收入 10.09 亿元, 同比增长 110.06%。从中长期的趋势看, 公司手游收入与海外收入同比增长均超过 100%, 其中海外收入与国内收入的比值达到 1.5:1, 作为国内出海领先的 A 股游戏龙头, 打通海外运营所带来的产品乘法式变现仍然是公司亮点与潜力所在。

■ **股权激励捆绑员工利益, 重磅新品及大 IP 手游助业绩于明年集中释放:** 从激励角度看, 公司 7 月 18 日发布股权激励草案, 涉及核心员工共 187 名, 行权价格为 29.25 元。激励方案能有效地激发核心团队的积极性, 公司将核心员工利益与股价直接挂钩, 以高于现价做期权, 有利于捆绑优秀员工, 对股东和员工均为有利方案; 从产品角度看, 今年上线的新品《战神三十六计》与《女神联盟: 天堂岛》均在调优的过程中, 而公司的重磅新品《天使纪元》在持续打磨与重新包装, 预计在 9 月上线, 新产品的利润贡献将集中于今年 Q4 与明年 Q1 释放, 同时大 IP 手游《权力的游戏》等产品预计于明年年中上线, 公司明年业绩的预期与确定性均得到了加强, 利润有望集中释放。

■ **投资建议:** 我们坚定看好公司中长期发展, 我们认为短期产品上线的周期与节奏对业绩虽然有一定影响, 但是公司核心竞争力所展现出的中长期趋势与亮点仍然是关注的核心, 考虑公司重磅产品的推迟以及汇兑损益等影响。我们下调了公司的盈利预测, 预计公司 2017/2018/2019 年摊薄 EPS 分别为 0.91/1.52/1.99 元, 对应当前股价 PE 为 32/19/15 倍, 我们给予公司 18 年 30 倍估值, 12 个月目标价 46 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新产品延期上线风险, 新产品上线表现不及预期, 现有产品流水下滑过快。

股价走势



游族网络 沪深300

市场数据

收盘价(元)	28.90
一年最低/最高价	22.53/33.72
市净率(倍)	8.21
流通 A 股市值(百万元)	16,644

基础数据

每股净资产(元)	3.52
资本负债率(%)	48.12
总股本(百万股)	861
流通 A 股(百万股)	576

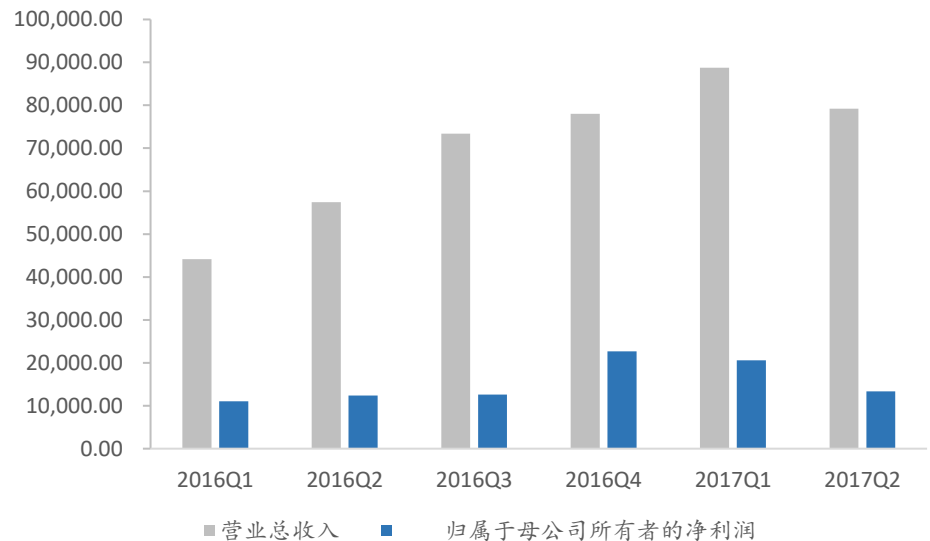
相关研究

1. 游族网络: 催化剂已至, 纵向与横向积累下的红利收割 -20170626
2. 游族网络: 一季报符合预期, 看好推广期后业绩的快速释放 -20170424
3. 游族网络: 年报业绩符合预期, 看好内生延续及携大 IP 的全球化进展 -20170410
4. 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

1. 受汇兑损益及产品推迟影响，中报业绩略低于预期

公司中报业绩略低于预期，上半年实现收入 16.80 亿元，归母净利润 3.39 亿元。从季度数据来看，2017Q2 营收 7.92 亿元，同比增长 37.90%，环比下降 10.80%。我们认为公司二季度游戏收入主要依靠《少年三国志》、《少年西游记》、《狂暴之翼》、《盗墓笔记》、《女神联盟》等旧产品的贡献。其中《狂暴之翼》、《盗墓笔记》等产品从去年下半年上线，因此同比增长明显，而环比流水出现自然下滑现象。

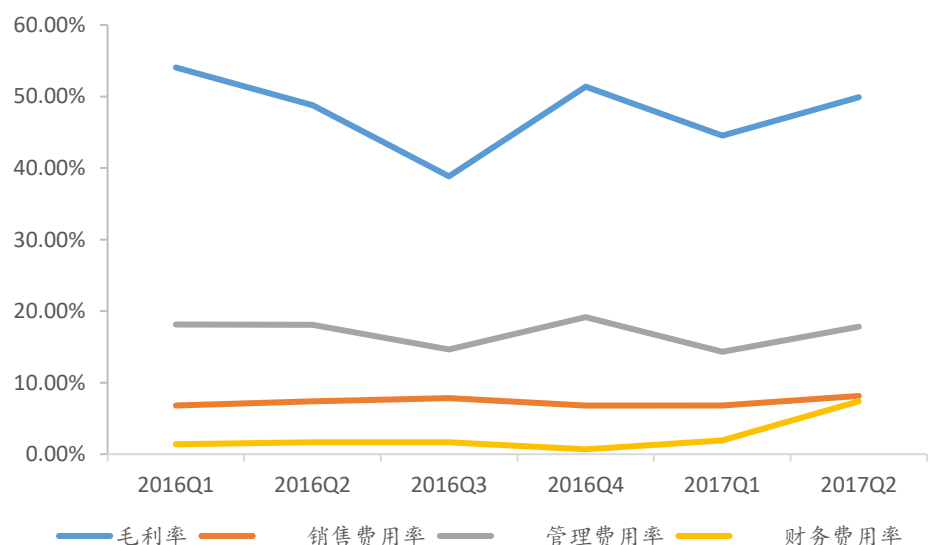
图表 1：2016Q1-2017Q2 营收与归母净利润季度变化（单位：万元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

2017Q2 归母净利润 1.34 亿元，环比下降 35%，其中期间费用率较为稳定，主要由于二季度财务费用中一次性计提了 3840 万元的汇兑损益，影响二季度的利润情况。

图表 2：2016Q1-2017Q2 季度毛利率与期间费用率变化（季度营收占比）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

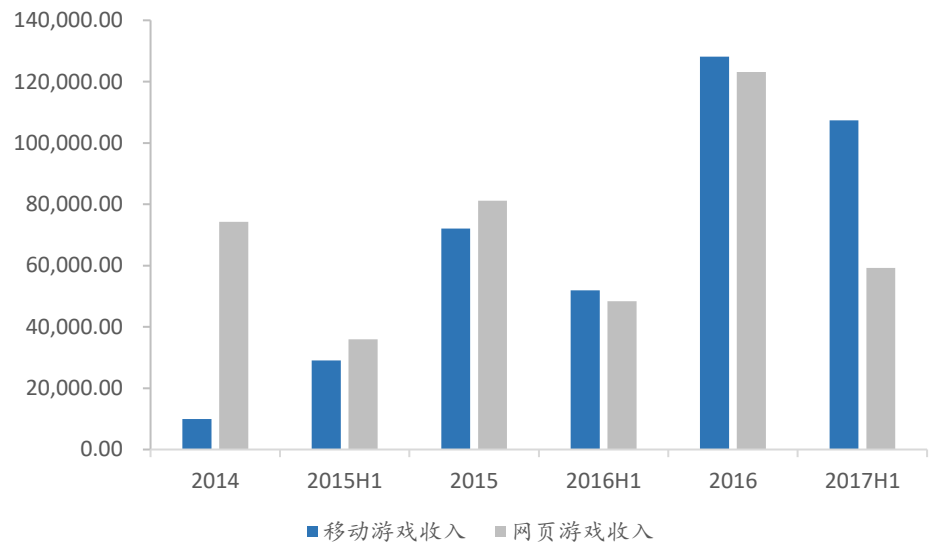
同时公司预告 2017 年 1-9 月归母净利润范围为 3.79-5.41 亿元，同比增长范围为 5%-50%，预告中值为 4.6 亿元，主要受重磅手游《天使纪元》等产品的推迟及个别产品流水低于预期影响，三季度的业绩预告中值低于我们此前的预期。

2. 重核心竞争优势，轻短期上线节奏，关注中长期不变的亮点

短期产品上线节奏一定程度影响公司报表业绩，但营收增长与构成的长期趋势依旧是不变的亮点。

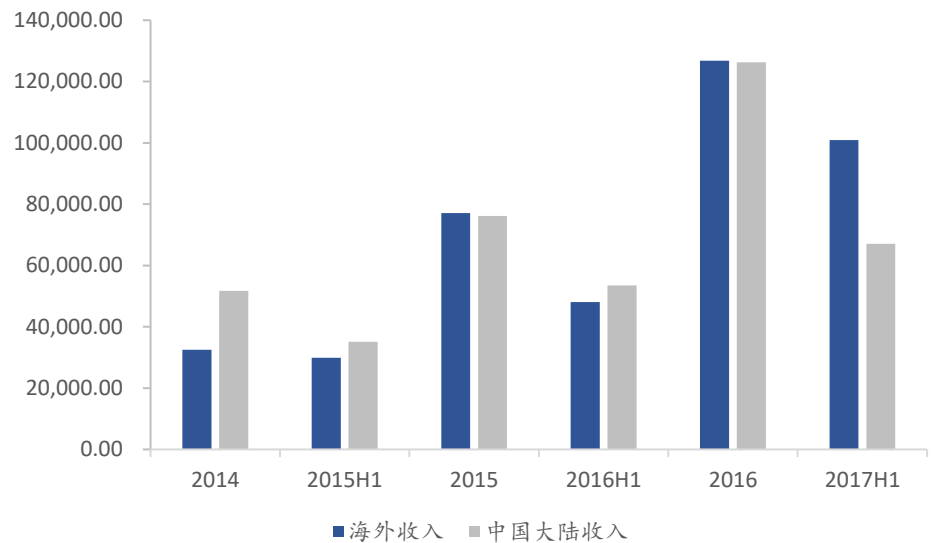
分业务来看，公司 2017 上半年页游收入 5.92 亿元，同比增长 22.31%，手游收入 10.74 亿元，同比增长 106.78%；分地区来看，国内地区收入 6.70 亿元，同比增长 25.21%，海外地区收入 10.09 亿元，同比增长 110.06%。

图表 3：2014-2017H1 半年度与年度收入构成（按业务分，单位：万元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：2014-2017H1 半年度与年度收入构成（按地区分，单位：万元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

从中长期的趋势看，公司手游收入与海外收入同比增长均超过 100%，首次实现手游收入与海外收入分别大幅超过页游收入与国内收入。

其中海外收入与国内收入的比值达到 1.5:1，我们在游戏深度思考 4 中强调出海领先的厂商所带来的营收乘法效应——即当国内主打产品具备全球竞争力，同时公司在海外运营打通的前提下，海外的收入有望实现国内收入的 2 倍以上。公司目前在出海的道路上正取得显著成效，作为国内出海领先的 A 股游戏龙头，利用手游出海与打通海外运营所带来的产品乘法式变现仍然是公司亮点与潜力所在。

3. 股权激励捆绑员工利益，重磅新品及大 IP 手游助业绩于明年集中释放

从激励角度看，公司 7 月 18 日发布股权激励草案，涉及核心员工共 187 名，行权价格为 29.25 元。激励方案能有效地激发核心团队的积极性，公司将核心员工利益与股价直接挂钩，以高于现价做期权，有利于捆绑优秀员工，对股东和员工均为有利方案。

从产品角度看，今年上线的新品《战神三十六计》与《女神联盟：天堂岛》均在调优的过程中，而公司的重磅新品《天使纪元》在持续打磨与重新包装，预计在 9 月上线，新产品的利润贡献将集中于今年 Q4 与明年 Q1 释放。

公司“全球化+大 IP”的战略依旧清晰，《权力的游戏》、《三体》等全球吸量 IP 的 SLG 改编有望成为公司切入全球化 SLG 市场的关键。在 7 月 29 日，公司与华纳兄弟召开发布会，宣布签下热播美剧《权力的游戏》IP，将推出首款《权力的游戏》正版授权的手机游戏，为 SLG 策略类型，由战神工作室负责研发，公司首席创意官崔荣作为负责人。大 IP 手游《权力的游戏》等产品预计于明年年中上线，利润有望集中在明年释放。

图表 5：游族与华纳游戏战略合作发布会图



资料来源：17173.com，东吴证券研究所

4. 投资建议

我们坚定看好公司的中长期发展，我们认为短期产品上线的周期与节奏对业绩虽然有一定影响，但是公司核心竞争力所展现出的中长期趋势与亮点仍然是关注的核心，考虑公司重磅产品的推迟以及汇兑损益等影响。我们下调了公司 2017 年的盈利预测，预计公司 2017/2018/2019 年摊薄 EPS 分别为 0.91/1.52/1.99 元，对应当前股价 PE 为 32/19/15 倍，我们给予公司 18 年 30 倍估值，12 个月目标价 46 元，维持“买入”评级。

图表 6：游族网络盈利预测

财务摘要（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	2,530.1	3,814.7	5,340.5	6,729.0
同比%	65%	51%	40%	26%
净利润（百万元）	587.9	826.1	1,381.0	1,808.7
同比%	14%	41%	67%	31%
每股净收益（元）	0.68	0.91	1.52	1.99

资料来源：Wind，东吴证券研究所 注：股价为 2017 年 8 月 23 日收盘价

5. 风险提示

新产品延期上线风险；

新产品上线表现不及预期；

现有产品流水下滑过快。

游族网络三大财务预测表（注：2017-2019 年使用摊薄股本计算）

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	1,459.1	2,306.3	3,252.3	营业收入	2,530.1	3,814.7	5,340.5	6,729.0
货币资金	513.4	94.8	501.9	1,104.3	营业成本	1,325.3	2,179.1	2,830.5	3,627.1
应收和预付款项	888.3	1,262.9	1,703.0	2,046.6	营业税金及附加	16.8	21.5	29.0	36.5
存货	-	-	-	-	销售费用	183.2	275.1	395.6	437.4
其他流动资产	101.5	101.5	101.5	101.5	管理费用	440.9	553.1	758.4	874.8
非流动资产	3,032.6	2,906.5	2,734.8	2,587.4	财务费用	33.1	130.1	89.9	117.2
长期股权投资	310.1	394.4	464.4	544.4	资产减值损失	35.1	37.7	69.0	87.0
投资性房地产	97.8	87.4	77.0	66.5	投资收益	32.4	84.3	70.0	80.0
固定资产和在建工程	709.2	588.5	436.5	266.6	其他经营损益	57.2	7.1	16.0	20.2
无形资产和开发支出	1,241.7	1,194.6	1,147.6	1,100.5	营业利润	528.0	829.0	1,409.1	1,844.4
其他非流动资产	673.8	641.5	609.2	609.2	营业外净收支	57.2	7.1	16.0	20.2
资产总计	4,535.7	4,365.5	5,041.1	5,839.7	利润总额	585.2	836.1	1,425.1	1,864.6
流动负债	847.5	353.7	486.8	574.0	所得税	-11.8	16.8	54.0	68.1
短期借款	550.0	-	-	-	净利润	597.1	819.3	1,371.0	1,796.6
应付和预收款项	297.5	353.7	486.8	574.0	少数股东损益	9.2	-6.7	-10.0	-12.1
长期借款	387.1	387.1	387.1	387.1	归属母公司股东	587.9	826.1	1,381.0	1,808.7
其他负债	580.5	580.5	580.5	580.5	净利润				
负债合计	1,815.2	1,321.4	1,454.5	1,541.7	EBIT	619.4	866.2	1,440.7	1,868.9
股本	861.3	909.7	909.7	909.7	EBITDA	722.3	1,038.9	1,613.3	2,009.3
资本公积	195.6	147.2	147.2	147.2					
留存收益	1,654.5	1,985.0	2,537.4	3,260.8	重要财务与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	2,711.5	3,041.9	3,594.3	4,317.8	指标				
少数股东权益	9.0	2.2	-7.7	-19.8	每股收益(元)	0.68	0.91	1.52	1.99
股东权益合计	2,720.4	3,044.2	3,586.6	4,298.0	每股净资产(元)	3.15	3.34	3.95	4.75
负债和股东权益合计	4,535.7	4,365.5	5,041.1	5,839.7	发行在外股份(百万股)	861.3	909.7	909.7	909.7
					ROIC (%)	25.0%	32.2%	48.7%	60.0%
					ROE (%)	21.7%	27.2%	38.4%	41.9%
					毛利率 (%)	47.6%	42.9%	47.0%	46.1%
					EBITMargin (%)	24.5%	22.7%	27.0%	27.8%
					销售净利率 (%)	23.6%	21.5%	25.7%	26.7%
					资产负债率 (%)	40.0%	30.3%	28.9%	26.4%
					收入增长率 (%)	64.9%	50.8%	40.0%	26.0%
					净利润增长率 (%)	18.2%	37.2%	67.3%	31.0%
					P/E	42.3	31.8	19.0	14.5
					P/B	9.2	8.6	7.3	6.1
					EV/EBITDA	34.3	25.1	15.9	12.5
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E					
经营性现金净流量	560.4	650.1	1,236.0	1,672.4					
投资性现金净流量	-651.7	7.0	15.4	19.4					
筹资性现金净流量	268.9	-1,075.7	-844.2	-1,089.4					
现金流量净额	180.9	-418.6	407.2	602.4					
折旧与摊销	1.0	1.7	1.7	1.4					
资本支出	0.6	-	-	-					
经营营运资本增加	-5.1	3.3	3.2	2.7					

数据来源：东吴证券研究所

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：

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。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

