

业绩略低于预期，爆款推动手游收入激增

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报: 1) 上半年实现营收 16.8 亿元, 同比增长 65.3%; 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 44.8%。增长的原因主要是《狂暴之翼》、《盗墓笔记》、《少年三国志》等游戏表现优异。2) 三季度业绩指引: 1-9 月归母净利润预计范围为 3.8-5.4 亿元, 同比增长 5%-50%。3) 12.5 亿定增获得证监会核准批文。
- **受汇兑损失影响, 上半年实际业绩偏业绩预告下限 (预告中归母净利润区间为 3.3-4.2 亿元, 实际 3.4 亿), 略低于预期。** 1) 从营收看, 上半年营收增速突出, 主要靠手游与海外贡献: 手游收入 10.7 亿, 占营收比例由 2016 年的 50.7% 上升到 63.9%, 同比增长 106.8%; 海外收入 10.1 亿, 同比增长 110.1%。2) 从毛利率看, 整体毛利率保持在 47% 左右, 但拆分看页游毛利率上升, 手游毛利率有所下降, 后者主要是由于海外推广成本高, 而海外收入增速明显高于国内。3) 汇兑损失拖累业绩。上半年财务费用 7575 万元, 同比增长 385.6%, 主要原因是其中有 3840 万的汇兑损失 (欧元升值导致收购 BP 的欧元贷款费用上升), 排除这一影响业绩应该处在预告中间。4) 三季报业绩指引区间较大, 同样略微低于预期, 主要影响因素有三: A、主推产品《天使纪元》(原名《奇迹 MU》) 受限韩令影响上线时间推迟, 由原计划的 7 月推迟至 9 月; B、《军师联盟》推广费用较高, 但月流水收入 3000 万, 略低于预期; C、三季度或还有汇兑损失。
- **新老结合, 手游营收同比翻倍。** 从具体产品来看,《狂暴之翼》是增长的支柱, 目前国内月流水 6000 万, 海外 1500 万美金。爆款的出现大幅的推动了手游的收入。在其他游戏方面, 公司独家代理《刀剑乱舞 ONLINE》中文版下载量突破 800 万大关;《女神联盟: 天堂岛》获得 Google Play 全球推荐; 人气综艺《快乐大本营》及《奔跑吧》IP 授权游戏《捕鱼大本营》和《奔跑吧兄弟-扑倒大作战》已面世;《少年三国志》上线运营至今依然有稳定的流水表现。
- **非公开发行拿到批文, 研发、大数据板块受益。** 本次定增公司计划发行股票数量不超过 4843.3 万股, 发行价格不低于 25.85 元/股, 募集资金不超过 12.5 亿元。其中 3.5 亿用于偿还贷款降低公司财务成本; 3.6 亿用于补足营运资金, 强化游戏研发实力; 5.4 亿用于大数据平台建设。目前, 公司大数据业务初步展开, 尚属投入期, 东链博上半年亏损 305.8 万元。针对大数据平台的投资有助于提升公司大数据板块盈利能力, 又可以为游戏营运提供支持, 形成良性互动。

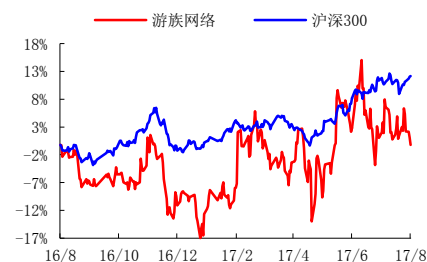
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2530.11	3418.87	4241.36	4843.77
增长率	64.86%	35.13%	24.06%	14.20%
归属母公司净利润 (百万元)	587.88	790.40	1048.84	1128.47
增长率	14.03%	34.45%	32.70%	7.59%
每股收益 EPS (元)	0.68	0.92	1.22	1.31
净资产收益率 ROE	21.95%	22.90%	23.91%	21.07%
PE	38	28	21	20
PB	8.26	6.52	5.11	4.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 罗亚琨
 电话: 0755-88604093
 邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.61
流通 A 股(亿股)	5.76
52 周内股价区间(元)	24.1-33.38
总市值(亿元)	248.92
总资产(亿元)	58.62
每股净资产(元)	3.52

相关研究

1. 游族网络(002174): 国内海外双管齐下, 助力公司长线发展 (2017-08-21)

- **全球化思维带动海外收入增长。**期内海外业务实现营收 10.1 亿元，同比增长 110.1%，并完成了印度子公司的设立，正式进军印度游戏市场。目前公司已在全球发行版图覆盖 190 多个国家和地区。《狂暴之翼》、《少年三国志》以及《女神联盟 2》页游海外市场表现优秀。公司将在保持东南亚、北美、欧洲的发行优势的前提下，着力开拓俄罗斯、南美、印度、中东等新兴市场，坚定不移的将全球化作为公司的发展战略。同时，公司将借助研发中心 Big point 进一步拓展欧美市场，深耕国内市场。
- **研发功底深厚，产品储备丰富，股权激励上线，长线依然值得关注。**公司具有深厚的研运功底，期内公司研发投入约 1.2 亿元，相比去年同期的 7908 万元，同比增长 46.3%。在产品储备方面，公司 9 月将上线《天使纪元》手游，明年还将《权力的游戏》、《三体》等优质产品。8 月 17 日公司股权激励计划正式上线，涉及核心员工共 187 名，将核心员工利益与公司直接挂钩。目标业绩为相比 2016 年，2017-2020 年的营业收入增长率不低于 30%/50%/70%/90%，同时行权价格为 29.25 元，高于现价，充分彰显了公司对未来业绩的信心，因此从中长期来看，公司依然值得关注。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到半年报增速略低于预期，1-9 月预告区间增长不明显，我们下调盈利预测，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.92 元、1.22 元、1.31 元，归母净利润分别为 7.90 亿元、10.49 亿元、11.28 亿元，但鉴于重磅游戏推迟上线，峰值流水延后到来，明年业绩增速或将上升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**游戏上线时间推迟风险；页游市场竞争加剧风险；流水不达预期风险；汇率风险；海外政治环境及政策变化风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2530.11	3418.87	4241.36	4843.77	净利润	597.08	788.82	1049.56	1131.00
营业成本	1325.28	1805.56	2157.61	2503.13	折旧与摊销	102.93	78.26	78.26	78.26
营业税金及附加	16.85	22.52	28.04	31.98	财务费用	33.15	54.21	54.86	58.54
销售费用	183.15	240.12	302.68	345.50	资产减值损失	35.13	11.00	11.00	11.00
管理费用	440.92	638.39	774.36	891.05	经营营运资本变动	39.56	70.73	-387.85	-12.68
财务费用	33.15	54.21	54.86	58.54	其他	-246.47	-76.00	-66.00	-56.00
资产减值损失	35.13	11.00	11.00	11.00	经营活动现金流净额	561.39	927.02	739.83	1210.12
投资收益	32.38	65.00	55.00	45.00	资本支出	-494.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-157.71	247.05	14.19	35.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-651.75	247.05	14.19	35.06
营业利润	528.01	712.07	967.80	1047.56	短期借款	350.00	-150.00	0.00	0.00
其他非经营损益	57.23	60.36	60.16	60.24	长期借款	81.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	585.24	772.43	1027.97	1107.80	股权融资	7.12	0.00	0.00	0.00
所得税	-11.83	-16.39	-21.60	-23.20	支付股利	-51.68	-58.37	-104.64	-150.92
净利润	597.08	788.82	1049.56	1131.00	其他	-117.69	-508.54	-54.86	-58.54
少数股东损益	9.20	-1.58	0.72	2.54	筹资活动现金流净额	268.89	-716.91	-159.50	-209.46
归属母公司股东净利润	587.88	790.40	1048.84	1128.47	现金流量净额	181.86	457.15	594.52	1035.72
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	650.48	1107.63	1702.16	2737.88	成长能力				
应收和预付款项	888.26	1210.79	1483.75	1701.61	销售收入增长率	64.86%	35.13%	24.06%	14.20%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	22.72%	34.86%	35.91%	8.24%
其他流动资产	102.53	265.49	343.69	354.34	净利润增长率	18.20%	32.11%	33.06%	7.76%
长期股权投资	310.12	310.12	310.12	310.12	EBITDA 增长率	34.92%	27.17%	30.36%	7.58%
投资性房地产	97.80	88.97	88.82	90.37	获利能力				
固定资产和在建工程	709.16	671.85	634.53	597.22	毛利率	47.62%	47.19%	49.13%	48.32%
无形资产和开发支出	1241.71	1207.23	1172.74	1138.25	三费率	25.98%	27.28%	26.69%	26.74%
其他非流动资产	703.79	524.13	558.63	560.57	净利率	23.60%	23.07%	24.75%	23.35%
资产总计	4703.86	5386.20	6294.44	7490.36	ROE	21.95%	22.90%	23.91%	21.07%
短期借款	550.00	400.00	400.00	400.00	ROA	12.69%	14.65%	16.67%	15.10%
应付和预收款项	385.93	507.07	615.86	713.40	ROIC	24.41%	29.71%	37.21%	37.57%
长期借款	387.14	387.14	387.14	387.14	EBITDA/销售收入	26.25%	24.70%	25.96%	24.45%
其他负债	660.35	647.96	502.47	620.77	营运能力				
负债合计	1983.41	1942.17	1905.48	2121.31	总资产周转率	0.66	0.68	0.73	0.70
股本	861.32	861.32	861.32	861.32	固定资产周转率	3.48	4.95	6.49	7.86
资本公积	195.63	195.63	195.63	195.63	应收账款周转率	4.86	4.59	4.48	4.27
留存收益	1647.67	2379.70	3323.91	4301.45	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	2711.48	3436.64	4380.85	5358.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.50%	—	—	—
少数股东权益	8.97	7.39	8.11	10.65	资本结构				
股东权益合计	2720.45	3444.03	4388.96	5369.04	资产负债率	42.17%	36.06%	30.27%	28.32%
负债和股东权益合计	4703.86	5386.20	6294.44	7490.36	带息债务/总负债	47.25%	40.53%	41.31%	37.11%
					流动比率	1.10	1.78	2.50	2.94
					速动比率	1.10	1.78	2.50	2.94
					股利支付率	8.79%	7.38%	9.98%	13.37%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.92	1.22	1.31
					每股净资产	3.15	3.99	5.09	6.22
					每股经营现金	0.65	1.08	0.86	1.40
					每股股利	0.06	0.07	0.12	0.18
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	664.09	844.54	1100.92	1184.35					
PE	38.11	28.34	21.36	19.85					
PB	8.26	6.52	5.11	4.18					
PS	8.85	6.55	5.28	4.63					
EV/EBITDA	33.44	25.28	18.82	16.60					
股息率	0.23%	0.26%	0.47%	0.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn