

帝龙文化(002247)

边际改变增强业务协同，低估值的优质游戏标的

买入(维持)

2017年08月30日

证券分析师 张良卫

执业证书编号: S0600516070001

021-60199740

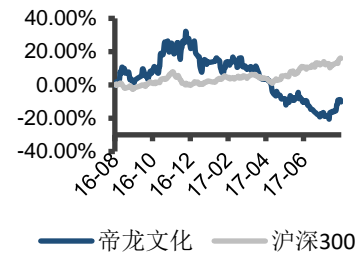
zhanglw@dwzq.com.cn

事件: 公司公布了 2017 年半年报, 中报业绩此前已通过快报披露, 上半年实现收入 11.78 亿元, 同比增长 95.13%, 实现归母净利润 2.04 亿元, 同比增长 88.49%; 公司预计 2017 年前三季度实现归母净利润为 3.09-4.38 亿元, Q3 单季度归母净利润范围为 1.05-2.34 亿元, 三季度业绩预告符合预期。

投资要点:

- 三季度业绩预告符合预期, 环比业绩有望再创新高:** 公司公布了 2017 年半年报, 三季度业绩预告符合预期, 预计 2017 年前三季度实现归母净利润为 3.09-4.38 亿元, Q3 单季度归母净利润范围为 1.05-2.34 亿元。上半年游戏业务方面, 子公司美生元实现收入 6.86 亿元, 净利润 1.62 亿元, 二季度收入与利润环比分别增长 38.07% 和 57.64%。游戏业务带动公司二季度利润率回升的同时收入创下新高。我们认为随着新上线产品运营逐步稳定, 新品陆续上线, 三季度业绩有望再创新高, 环比继续保持较高的增长。
- 单机业务尝试新变现, 网游业务从纯联运切入研发与发行:** 公司过去在单机游戏上以运营商的前向付费业务为主, 16 年年底尝试广告变现模式, 通过后向广告实现流量留存。从上半年的营收结构看, 公司单机游戏业务与广告推广业务分别贡献收入 2.86 亿元与 3.50 亿元, 仍为游戏业务的主要贡献来源。在网游业务上, 公司从去年年底开始, 从纯网游联运切入到网游的研发与发行, 目前储备有卡牌类、MMO、SLG 等品类, 下半年预计将发布两款重磅网游产品, 网游研运业务的拓展有望进一步增厚业绩。
- 边际改变增强业务协同, 提前布局 IP 打造“新影游联动”:** 美生元在休闲单机板块进行前端的流量留存, 中端切入网游研发与发行, 后端通过移动广告板块发展代投业务, 储备网游买量团队, 边际上的改变增强了三大板块间的协同效应。另外从长远看, 公司从 IP 孵化端入手, 提前规划 18 个月以上的影游联动项目, 追求在影游联动项目上实现更早期、更深入的协作, 以达到 IP 的放大效果。我们认为公司几大板块业务间协同, 对业务良性发展将产生正面的促进作用。同时公司在 IP 与项目储备上的前瞻性布局, 为长远发展带来更强的确定性。
- 投资建议:** 公司三季报业绩预告符合预期, 在新业态上, 休闲单机、网游研运、移动广告三大业务并行发展, 边际朝着正面变化, 下半年重磅网游产品的上线预计将进一步夯实业绩, 长远发展关注影游联动项目的稳步推进。我们预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.62/0.76/0.98 元, 对应当前股价 PE 为 21/17/14 倍, 维持“买入”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.14
一年最低/最高价	11.39/19.63
市净率(倍)	2.38
流通 A 股市值(百万元)	7,135

基础数据

每股净资产(元)	5.52
资本负债率(%)	10.32
总股本(百万股)	852
流通 A 股(百万股)	522

相关研究

1. 美生元并表, 三季报业绩亮眼 -20161030
2. 设立投资基金, 转型文化产业 -20161008

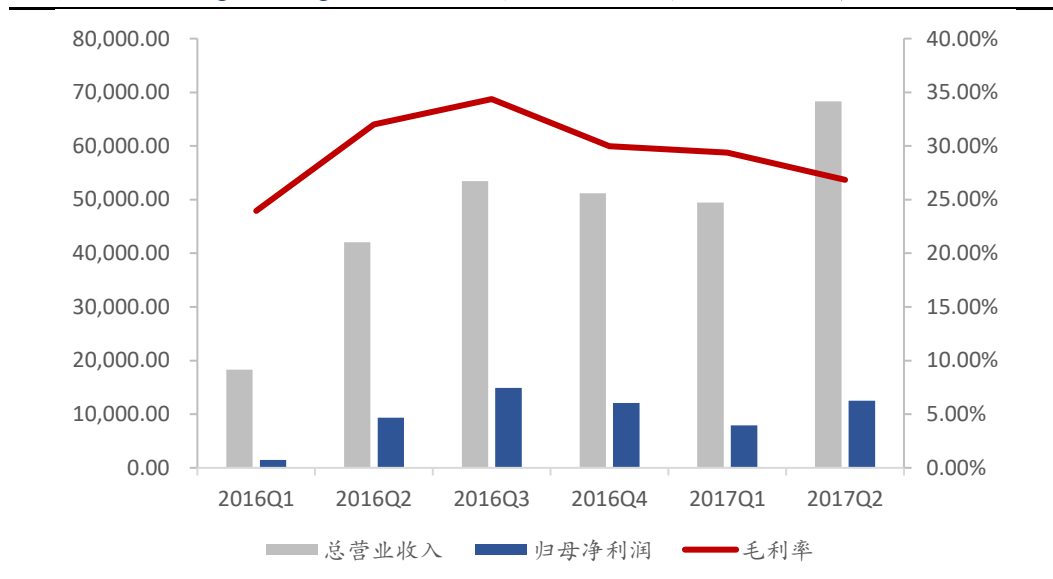
风险提示: 现有产品运营数据下滑过快, 新产品上线表现不及预期, 传统业务出现明显下滑。

1. 三季度业绩预告符合预期，环比业绩有望再创新高

公司公布了 2017 年半年报，中报业绩此前已通过快报披露，上半年实现收入 11.78 亿元，同比增长 95.13%；实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 88.49%，同比高增长主要受到 2016 年 5 月美生元并表，统计口径不一所致；公司三季度业绩预告符合预期，预计 2017 年前三季度实现归母净利润为 3.09-4.38 亿元，Q3 单季度归母净利润范围为 1.05-2.34 亿元。

上半年游戏业务方面，子公司美生元实现收入 6.86 亿元，净利润 1.62 亿元，二季度收入与利润环比分别增长 38.07% 和 57.64%。游戏业务带动公司二季度利润率回升的同时收入创下新高。我们认为随着新上线产品运营逐步稳定，新品陆续上线，三季度业绩有望再创新高，环比继续保持较高的增长。

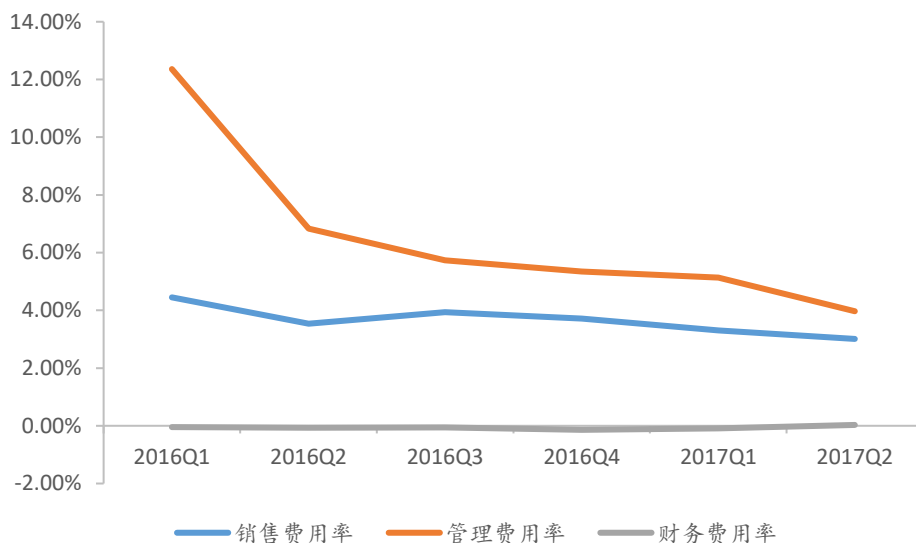
图表 1：2016Q1-2017Q2 营收、归母净利润与毛利率季度变化（单位：万元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司的期间费用率稳中有降，子公司美生元自 2016 年 5 月并表，因此 2016Q2 毛利率与期间费用率出现较大变化。随后期间费用率维持稳定，季度环比呈现稳中有降的态势，我们认为一定程度上得益于二季度收入端创下新高，同时期间费用管控良好所致。

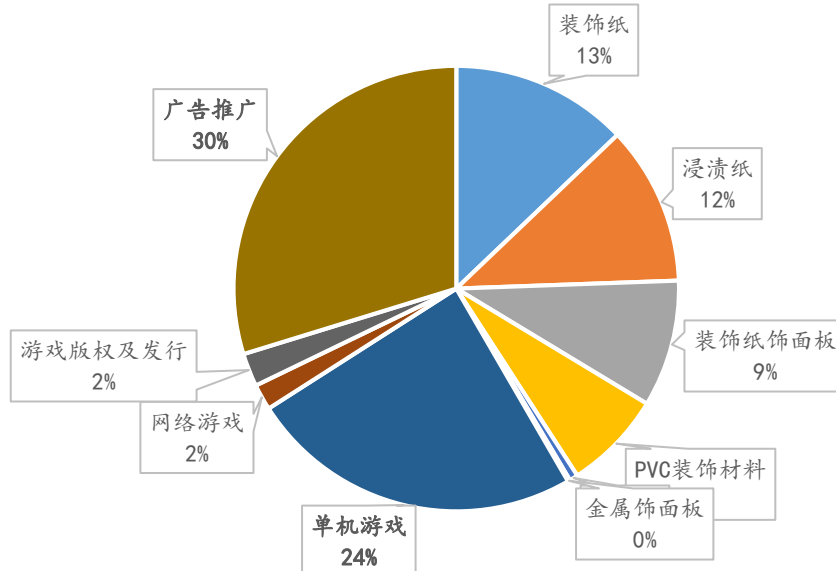
图表 2：2016Q1-2017Q2 季度期间费用率变化（季度营收占比）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

分产品来看，公司上半年营收占比最高的仍为新业态下的广告推广以及单机游戏业务。由于美生元的并表，传统业务营收占比下降，但绝对值仍然维持稳定。公司目前重心正逐步向网络游戏转移，预计下半年网络游戏业务的占比将得到提升。

图表 3：2017H1 公司产品营收占比



资料来源：Wind，东吴证券研究所

2. 单机业务尝试新变现，网游业务从纯联运切入研发与发行

公司过去在单机游戏上以运营商的前向付费业务为主，16年年底尝试广告变现模式，通过后向广告实现流量留存，未来对于产品测试以及用户的调研上都具有非常高的价值。从上半年的营收结构看，公司单机游戏业务与广告推广业务分别贡献收入 2.86 亿元与 3.50 亿元，为游戏业务的主要贡献来源。

其中移动单机游戏业务，公司主要与咪咕互娱合作，并且通过获取优质 IP 打造后续可持续开发产品。以《二十四小时》为例，公司去年 5 月拿到《二十四小时》综艺节目的 IP，从 7 月份内部立项，9 月份开发完成后，和咪咕游戏签署独代协议。在 2017 年 3 月份正式上线，目前处在发行过程中。在持续研发上，未来还将用《二十四小时》的 IP 开发跑酷等类型手游。

图表 4：综艺联动竞速手游《二十四小时》宣传图



资料来源：91 手游网，东吴证券研究所

在网游业务上，公司过去纯做网游联运，目前已经切入到了网游的研发与发行，在产品储备上主要包括卡牌类、MMO、SLG 几大品类，下半年预计将发布两款重磅网游产品，网游研运业务的拓展有望进一步增厚业绩。

3. 边际改变增强业务协同，提前布局 IP 打造“新影游联动”

前文中提到，美生元在休闲单机板块尝试新的变现模式，通过后向广告进行前端的流量留存，中端切入网游研发与发行业务，后端通过移动广告板块发展代投业务，同时实现网游买量团队的储备，为随后网游的发行积累经验与资源。公司三大板块间通过边际上的改变，实现更强的协同效应。

另外公司从 IP 孵化端入手，提前规划 18 个月以上的影游项目，追求在影游联动项目上实现更早期、更深入的协作，实现 IP 的放大效果，以 IP 培育取代过去单纯的 IP 消耗，目前已有部分项目正在积极筹备中。我们认为公司几大板块业务间协同，对业务良性发展将产生正面的促进作用。同时公司在 IP 与项目储备上的前瞻性布局，为长远发展带来更强的确定性。

4. 投资建议

公司三季报业绩预告符合预期，在新业态上，休闲单机、网游研运、移动广告三大业务并行发展，边际朝着正面变化，下半年重磅网游产品的上线预计将进一步夯实业绩，长远发展关注影游联动项目的稳步推进。我们预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.62/0.76/0.98 元，对应当前股价 PE 为 21/17/14 倍，维持“买入”评级。

图表 5：帝龙文化盈利预测

财务摘要（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	1,650.1	2,755.9	3,269.3	3,773.2
同比%	84%	67%	19%	15%
净利润（百万元）	378.7	530.2	648.7	831.9
同比%	341%	40%	22%	28%
每股净收益（元）	0.44	0.62	0.76	0.98

资料来源：Wind，东吴证券研究所 注：股价为 2017 年 8 月 29 日收盘价

5. 风险提示

现有产品运营数据下滑过快；

新产品上线表现不及预期；

传统业务出现明显下滑。

帝龙文化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,374.1	2,120.0	2,666.9	3,612.8	营业收入	1,650.1	2,755.9	3,269.3	3,773.2
货币资金	254.7	733.0	1,227.1	1,926.7	营业成本	1,134.4	1,922.2	2,298.5	2,600.2
应收和预付款项	609.7	719.5	858.0	960.7	营业税金及附加	12.7	15.5	16.9	19.0
存货	105.4	263.2	177.5	321.1	销售费用	63.1	96.3	113.9	116.9
其他流动资产	404.3	404.3	404.3	404.3	管理费用	109.4	115.7	131.8	140.7
非流动资产	3,545.4	3,478.0	3,432.4	3,393.3	财务费用	-1.4	8.9	67.9	-5.5
长期股权投资	2.0	49.5	112.9	188.9	资产减值损失	14.7	45.0	39.0	45.6
投资性房地产	6.0	5.3	4.6	3.9	投资收益	11.1	47.5	63.4	76.1
固定资产和在建工程	344.0	248.1	158.1	61.4	其他经营损益	65.9	11.1	95.1	11.4
无形资产和开发支出	3,184.6	3,166.7	3,148.9	3,131.0	营业利润	328.3	599.9	664.7	932.3
其他非流动资产	8.8	8.4	8.0	8.0	营业外净收支	65.9	11.1	95.1	11.4
资产总计	4,919.5	5,598.1	6,099.4	7,006.1	利润总额	394.3	611.0	759.7	943.7
流动负债	318.4	540.8	484.0	675.1	所得税	14.4	80.8	111.1	111.8
短期借款	-	-	-	-	净利润	379.9	530.2	648.7	831.9
应付和预收款项	318.4	540.8	484.0	675.1	少数股东损益	1.2	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	归属母公司股	378.7	530.2	648.7	831.9
其他负债	16.5	16.5	16.5	16.5	东净利润				
负债合计	334.9	557.3	500.5	691.6	EBIT	393.5	599.9	737.7	908.2
股本	851.6	851.6	851.6	851.6	EBITDA	439.2	669.8	807.6	977.7
资本公积	3,018.4	3,018.4	3,018.4	3,018.4					
留存收益	714.7	1,170.8	1,728.8	2,444.5	重要财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	4,584.6	5,040.8	5,598.8	6,314.5	每股收益(元)	0.44	0.62	0.76	0.98
少数股东权益	-	-	-	-	每股净资产	5.38	5.92	6.57	7.41
股东权益合计	4,584.6	5,040.8	5,598.8	6,314.5	(元)				
负债和股东权益合计	4,919.5	5,598.1	6,099.4	7,006.1	发行在外股份	851.6	851.6	851.6	851.6
					(百万股)				
					ROIC(%)	30.9%	11.8%	12.7%	18.0%
					ROE(%)	8.3%	10.5%	11.6%	13.2%
					毛利率(%)	31.3%	30.3%	29.7%	31.1%
					EBITMargin(%)	23.8%	21.8%	22.6%	24.1%
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率(%)	23.0%	19.2%	19.8%	22.0%
经营性现金净流量	305.4	531.8	482.7	770.4	资产负债率(%)	6.8%	10.0%	8.2%	9.9%
投资性现金净流量	-310.4	9.5	79.9	9.9	收入增长率(%)	84.3%	67.0%	18.6%	15.4%
筹资性现金净流量	203.1	-62.9	-68.6	-80.7	净利润增长率	339.6%	39.6%	22.3%	28.2%
现金流量净额	199.3	478.3	494.1	699.6	(%)				
折旧与摊销	0.5	0.7	0.7	0.7	P/E	29.6	21.1	17.3	13.5
资本支出	1.2	-	-	-	P/B	2.4	2.2	2.0	1.8
经营营运资本增加	1.8	0.6	1.1	0.6	EV/EBITDA	24.9	15.7	12.4	9.5

数据来源: Wind, 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>

