

游族网络(002174)

业绩符合预期，关注后续重磅产品的上线 买入(维持)

2017 年 10 月 30 日

证券分析师 张良卫

执业证书编号: S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 肖文瀚

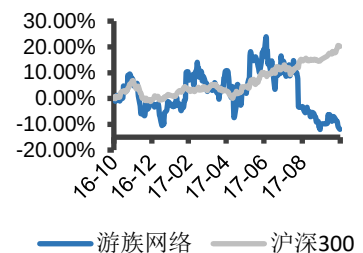
xiaowh@dwzq.com.cn

事件: 公司发布三季报, 2017 年 1-9 月实现营业收入 24.33 亿元, 同比增长 39.06%, 实现归母净利润 4.59 亿元, 同比增长 27.29%, 处于此前预告范围的中段 (3.79-5.41 亿元)。其中 Q3 单季度实现营收 7.54 亿元, 同比增长 2.70%, 实现归母净利润 1.20 亿元, 同比减少 5.18%, 扣非归母净利润 1.13 亿元, 同比增长 3.66%。同时公司发布全年业绩预告, 预计全年归母净利润范围为 7.05-8.82 亿元, 同比增长范围为 20%-50%。

投资要点:

- **业绩符合预期, 新老产品表现稳定:** 三季度业绩符合预期, 公司新老产品流水表现稳定, Q3 单季度实现收入 7.54 亿元, 环比下降 4.82%, 归母净利润 1.20 亿元, 环比下降 10.26%。公司本期新增游戏项目导致游戏推广费和研发投入增加, Q3 销售费用率和管理费用率皆有所上升, 同时 Q3 财务费用仍受汇兑损益影响, 因此整体费用率处于较高水平, 业绩受到一定影响。同时公司预告 2017 年全年归母净利润范围为 7.05-8.82 亿元, 同比增长范围 20%-50%, 预告中值为 7.94 亿元, 考虑 Q4 投资收益可能的影响, Q4 业绩预告仍然处于环比高增长的区间。
- **重磅产品上线在即, 叠加现有新品有望带动业绩反弹:** 公司后续催化剂十足, 重点产品《天使纪元》、《猎龙计划》、《战神三十六计 2 手游》等将陆续上线。近期上线产品《西游女儿国》、《战神三十六计 2 页游》、《女神联盟: 天堂岛》表现优秀。公司在卡牌、SLG、回合制 RPG、ARPG 等多个品类形成积淀, 近期上线的新品正处于流水上升周期, 有望带动收入进一步上升。考虑后续新品的预期, 我们认为公司四季度业绩有望呈现回升的态势。
- **关注中长期不变的亮点, 重磅新品及大 IP 手游助业绩于明年集中释放:** 公司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。公司的重磅新品《天使纪元》将于国内海外多地区上线, 有望成为继《狂暴之翼》后的又一款全球范围的头部产品。同时大 IP 手游《权力的游戏》预计于明年下半年上线, 通过大 IP+SLG+面向全球的打法, 预期将为公司明年业绩带来显著增量。
- **投资建议:** 我们坚定看好公司中长期发展, 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, 公司重磅产品上线在即, 建议积极布局。我们预计公司 2017/2018/2019 年摊薄 EPS 分别为 0.89/1.53/2.01 元, 对应当前股价 PE 为 27/16/12 倍, 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



市场数据

收盘价 (元)	23.65
一年最低/最高价	22.53/33.72
市净率 (倍)	6.43
流通 A 股市值 (百万元)	12,979

基础数据

每股净资产 (元)	3.68
资本负债率 (%)	47.75
总股本 (百万股)	861
流通 A 股 (百万股)	549

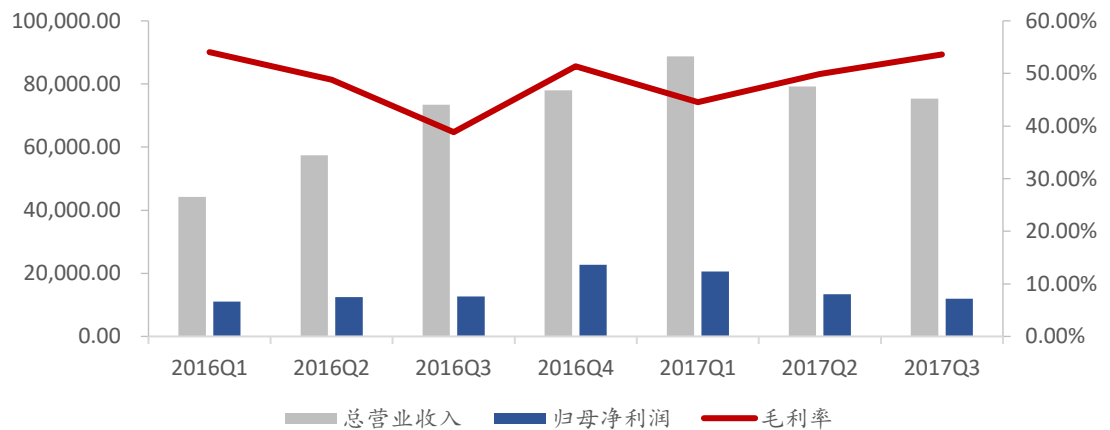
相关研究

1. 游族网络: 重核心、轻节奏, 关注中长期不变的亮点 -20170824
2. 游族网络: 催化剂已至, 纵向与横向积累下的红利收割 -20170626
3. 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
4. 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
5. 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. 业绩符合预期，新老产品表现稳定

三季度业绩符合预期,公司新老产品流水表现稳定,Q3单季度实现收入7.54亿元,环比下降4.82%,归母净利润1.20亿元,环比下降10.26%。同时公司预告2017年全年归母净利润范围为7.05-8.82亿元,同比增长范围20%-50%,预告中值为7.94亿元,考虑Q4投资收益可能的影响,Q4业绩预告仍然处于环比高增长的区间。

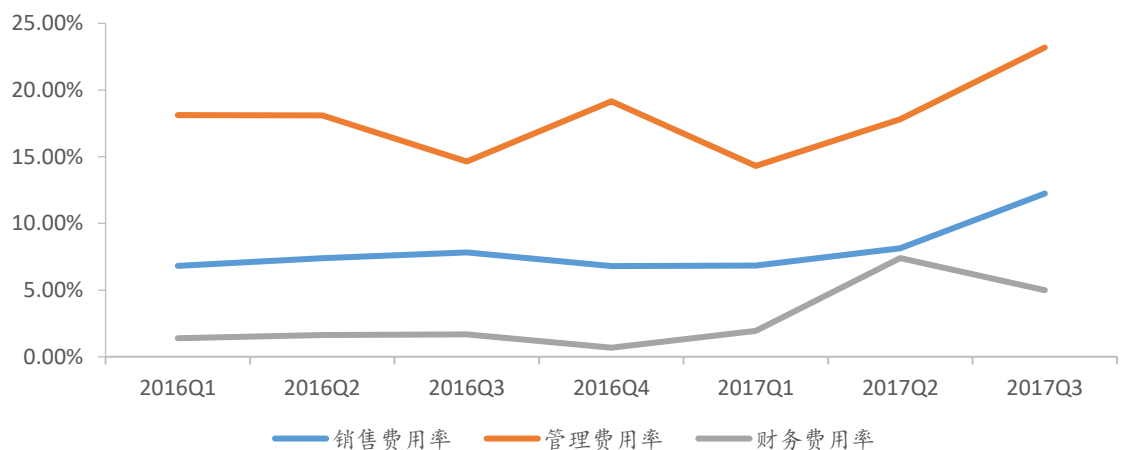
图表 1：2016Q1-2017Q3 营收与归母净利润季度变化（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司本期新增游戏项目导致游戏推广费和研发投入增加, Q3 销售费用率和管理费用率皆有所上升,同时 Q3 财务费用仍受汇兑损益影响,因此整体费用率处于较高水平,业绩受到一定影响。

图表 2：2016Q1-2017Q3 季度毛利率与期间费用率变化（季度营收占比）

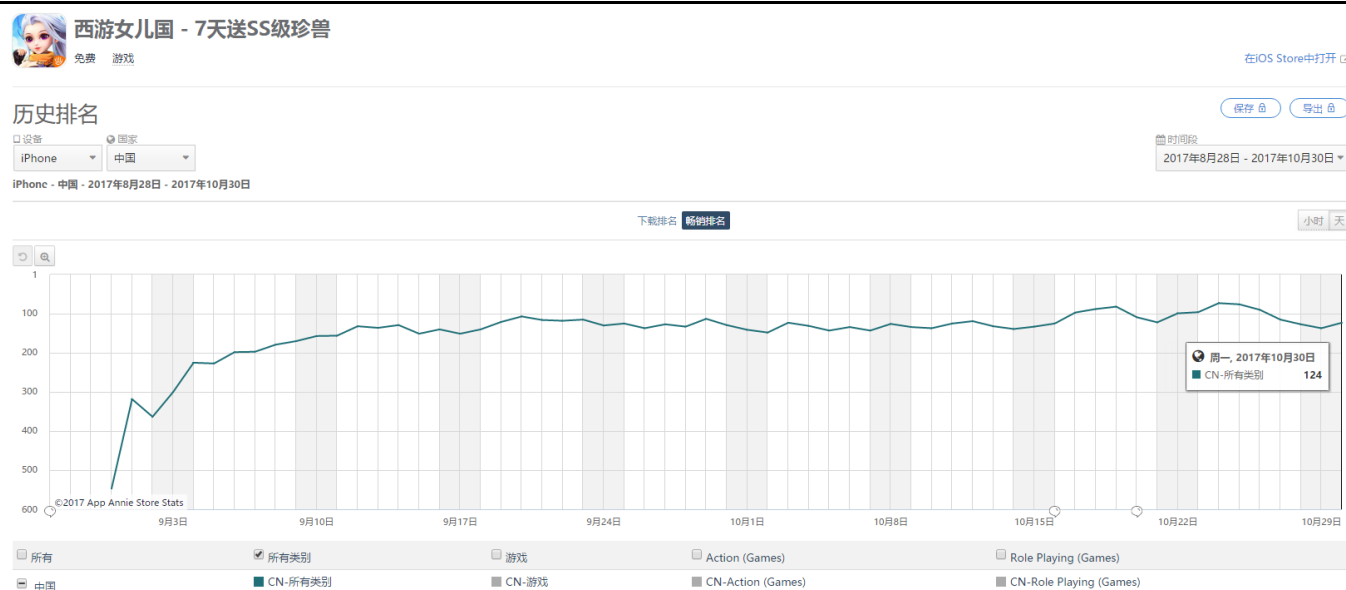


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 重磅产品上线在即，叠加现有新品有望带动业绩反弹

公司后续催化剂十足，重点产品《天使纪元》、《猎龙计划》、《战神三十六计 2 手游》等将陆续上线。近期上线产品《西游女儿国》、《战神三十六计 2 页游》、《女神联盟：天堂岛》表现优秀。公司在卡牌、SLG、回合制 RPG、ARPG 等多个品类形成积淀，近期上线的新品正处于流水上升周期，有望带动收入进一步上升。考虑后续新品的预期，我们认为公司四季度业绩有望呈现回升的态势。

图表 3：《西游女儿国》上线以来中国区 iOS 畅销榜排名



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

图表 4：《女神联盟：天堂岛》上线以来美国与俄罗斯地区 iOS 畅销榜排名



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

3. 关注中长期不变的亮点，重磅新品及大 IP 手游助业绩于明年集中释放

公司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。公司的重磅新品《天使纪元》将于国内海外多地区上线，有望成为继《狂暴之翼》后的又一款全球范围的头部产品。同时大 IP 手游《权力的游戏》预计于明年下半年上线，通过大 IP+SLG+面向全球打法，预期将为公司明年业绩带来显著增量。

4. 投资建议

我们坚定看好公司中长期发展，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，公司重磅产品上线在即，建议积极布局。我们预计公司 2017/2018/2019 年摊薄 EPS 分别为 0.89/1.53/2.01 元，对应当前股价 PE 为 27/16/12 倍，维持“买入”评级。

图表 5：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	806.2	1,389.9	1,825.2
同比%	14%	37%	72%	31%
每股净收益（元）	0.68	0.89	1.53	2.01
PE	34.7	26.7	15.5	11.8

资料来源：Wind，东吴证券研究所 注：股价为 2017 年 10 月 30 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	1,641.3	2,763.2	4,451.2	7,443.7	营业收入	2,530.1	3,814.7	5,340.5	6,729.0
货币资金	650.5	1,061.3	2,511.8	4,835.3	营业成本	1,325.3	2,179.1	2,830.5	3,627.1
应收和预付款项	889.3	1,600.4	1,838.0	2,506.9	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	3,062.6	2,956.5	2,959.8	3,257.4	财务费用	33.1	139.2	46.1	52.6
长期股权投资	310.1	394.4	444.4	494.4	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	50.0	50.0
固定资产和在建工程	709.2	638.5	681.5	986.6	其他经营损益	57.2	126.7	170.9	215.3
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	819.9	1,432.9	1,879.0
其他非流动资产	702.3	641.5	609.2	609.2	营业外净收支	57.2	7.1	16.0	20.2
资产总计	4,703.9	5,719.6	7,411.0	10,701.0	利润总额	585.2	827.0	1,448.9	1,899.2
流动负债	1,492.2	1,292.1	1,710.8	3,330.1	所得税	-11.8	16.8	54.0	68.0
短期借款	550.0	-	-	-	净利润	597.1	810.2	1,394.9	1,831.2
应付和预收款项	412.1	1,292.1	1,710.8	3,330.1	少数股东损益	9.2	4.0	5.0	6.0
长期借款	387.1	387.1	387.1	387.1	归属母公司股 东净利润	587.9	806.2	1,389.9	1,825.2
其他负债	634.2	580.5	580.5	580.5	EBIT	619.4	846.2	1,431.0	1,838.9
负债合计	1,983.4	2,259.8	2,678.5	4,297.8	EBITDA	722.3	1,018.9	1,608.7	2,004.3
股本	861.3	909.7	909.7	909.7					
资本公积	195.6	147.2	147.2	147.2	重要财务与估 值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	1,647.7	2,389.9	3,657.6	5,322.3	每股收益(元)	0.68	0.89	1.53	2.01
归属母公司股东权益	2,711.5	3,446.8	4,714.5	6,379.2	每股净资产(元)	3.15	3.79	5.18	7.01
少数股东权益	9.0	13.0	18.0	24.0	发行在外股份 (百万股)	861.3	909.7	909.7	909.7
股东权益合计	2,720.4	3,459.8	4,732.5	6,403.2	ROIC(%)	25.0%	31.5%	60.1%	83.4%
负债和股东权益合计	4,703.9	5,719.6	7,411.0	10,701.0	ROE(%)	21.7%	23.4%	29.5%	28.6%
					毛利率(%)	47.6%	42.9%	47.0%	46.1%
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITMargin(%)	24.5%	22.2%	26.8%	27.3%
经营性现金净流量	561.4	1,231.0	1,739.3	2,904.1	销售净利率(%)	23.6%	21.2%	26.1%	27.2%
投资性现金净流量	-651.7	-43.0	-184.6	-480.6	资产负债率(%)	42.2%	39.5%	36.1%	40.2%
筹资性现金净流量	268.9	-640.1	-104.3	-100.1	收入增长率(%)	64.9%	50.8%	40.0%	26.0%
现金流量净额	181.9	548.0	1,450.5	2,323.5	净利润增长率 (%)	14.0%	37.1%	72.4%	31.3%
					P/E	34.7	26.7	15.5	11.8
折旧与摊销	102.9	172.7	177.7	165.4	P/B	7.5	6.2	4.6	3.4
资本支出	55.9	50.0	200.0	500.0	EV/EBITDA	28.1	20.0	11.8	8.3
经营营运资本增加	-511.3	-269.7	-165.8	-936.5					

数据来源：Wind 资讯，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>

