

游族网络 (002174)

A 股游戏龙头, 回购+增持+股权激励实施显发展信心

投资评级 买入 评级调整 评级不变 收盘价 24.00 元

投资要点:

1、产品方面: 老产品《少年三国志》、《狂暴之翼》等能够继续为公司提供稳定的流水,《少年三国志》尽管已经运营三年,但是产品流水依然较平稳,未出现断崖式下滑现象;《狂暴之翼》的表现是全球性的,构成了公司主要的海外流水收入,上线时间仅一年多,现处于产品生命周期的中期。1 月份新上线的《天使纪元》表现良好,邀请刘亦菲代言,目前处于畅销榜 30 名左右,流水值得期待。

2、新产品期待: 2018 年新产品方面主要是《权力的游戏》、《星球大战》、《女神联盟 3》等大 IP 产品,全球化的 IP 加上公司重点研发投入以及上线后的全球化运营,《权力的游戏》手游值得重点期待。公司目前研发人员 830 人,与一线厂商的研发团队人数差距较大,后续扩充研发团队的需求较强,为未来新产品研发做补足。

3、股票回购+大股东增持+股权激励+定增倒挂彰显公司发展信心: 公司此次股票回购计划金额高达 3 亿-5 亿,回购价格不超过 30 元/股;大股东增持不低于 500 万股,已增持 132 万股;股权激励覆盖了公司 180 名核心管理层及技术(业务)人员,行权价 29.25 元;完成约 7 亿元的定增,林奇等大股东、高管认购 1 亿元,定增价格 25.78 元/股。公司一系列的动作都显示管理层及核心人员对公司长期发展的信心,稳定的管理层和研发运营团队是公司宝贵的财富,是新产品的背书,也是公司中长期的价值所在。

投资建议: 公司产品新老交替有序,产品丰富,《少年三国志》、《狂暴之翼》等产品持续为公司带来稳定的流水,2018 年开年大作《天使纪元》开了一个好头,后续大作关注《权力的游戏》等产品。公司 2017 年 12 月公布 3 亿-5 亿的股票回购计划,叠加大股东增持计划、股权激励计划实施及定增倒挂等重大利好,目前股价未完全反应公司实际价值,公司未来发展值得期待。我们预测公司 2017 年、2018 年、2019 年的营收为 36.09 亿、50.57 亿、67.87 亿,净利润为 8.08 亿、10.67 亿、14.30 亿,EPS 为 0.90 元、1.18 元、1.58 元,对应 PE 分别为 25 倍、19 倍、14 倍,给予“买入”评级

风险提示:

产品计划不及预期、股权质押风险、行业增速下滑等风险

发布时间: 2018 年 1 月 29 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	33.38/20.75
上证指数/深圳成指	3558.13/11557.82
50 日均成交额(百万元)	173.94
市净率(倍)	7.86
股息率	0.29%

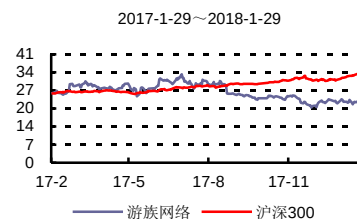
基础数据

流通股(百万股)	576.92
总股本(百万股)	888.47
流通市值(百万元)	13846.19
总市值(百万元)	21323.23
每股净资产(元)	3.05
净资产负债率	73.15%

股东信息

大股东名称	林奇
持股比例	35.13%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-游族网络 (002174):《天使纪元》表现良好,继续爆款手游之路》, 2018-1-19

《国元证券公司研究-公司点评:游族网络 (002174) 最新跟踪:实际控制人增持现信心,《权力的游戏》等大 IP 产品将陆续上线》, 2017-11-22

《国元证券公司研究-公司点评:游族网络 (002174) 坚定推进三大战略,定增获批增强资本.doc》, 2017-8-28

联系方式

研究员:	李典
执业证书编号:	S0020516080001
电 话:	021-51097118-1866
电 邮:	lidian@gzyq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

目录

1 公司介绍：借壳转型网游，业绩承诺完成后主营延续良好增长势头.....	3
1.1 借壳转型网游.....	3
1.2 股权：创始人团队持股比例大，无重大解禁风险.....	3
1.3 公司业务：手页游成业务主体，大数据业务做辅助.....	4
1.4 财务分析：业绩保持良好增长势头，无对赌压力.....	6
2 游戏市场空间足够大、内容为王，海外掘金大有可为.....	8
2.1 市场：国内游戏市场空间足够大，腾讯网易之外仍有空间.....	8
2.2 产品：游戏行业产品为王，细分赛道出爆款.....	9
2.3 寻找那片海：游戏出海大有可为.....	12
3 新老产品交替有序，爆款不断.....	15
3.1 产品现状：手页游产品丰富，《天使纪元》开启爆款新征程.....	15
3.2 产品规划：加大研发，大 IP 产品值得期待.....	17
4、回购+增持+股权激励+定增，构建公司股价安全边际.....	18
4.1 回购计划：3 亿-5 亿元股票回购计划彰显经营信心.....	18
4.2 大股东增持：大股东增持彰显未来发展信心.....	18
4.3 股权激励：核心员工与公司深度绑定.....	18
4.4 2017 年定增发行完成： 募集资金 7 亿元，股价暂倒挂.....	19
盈利预测及估值.....	20

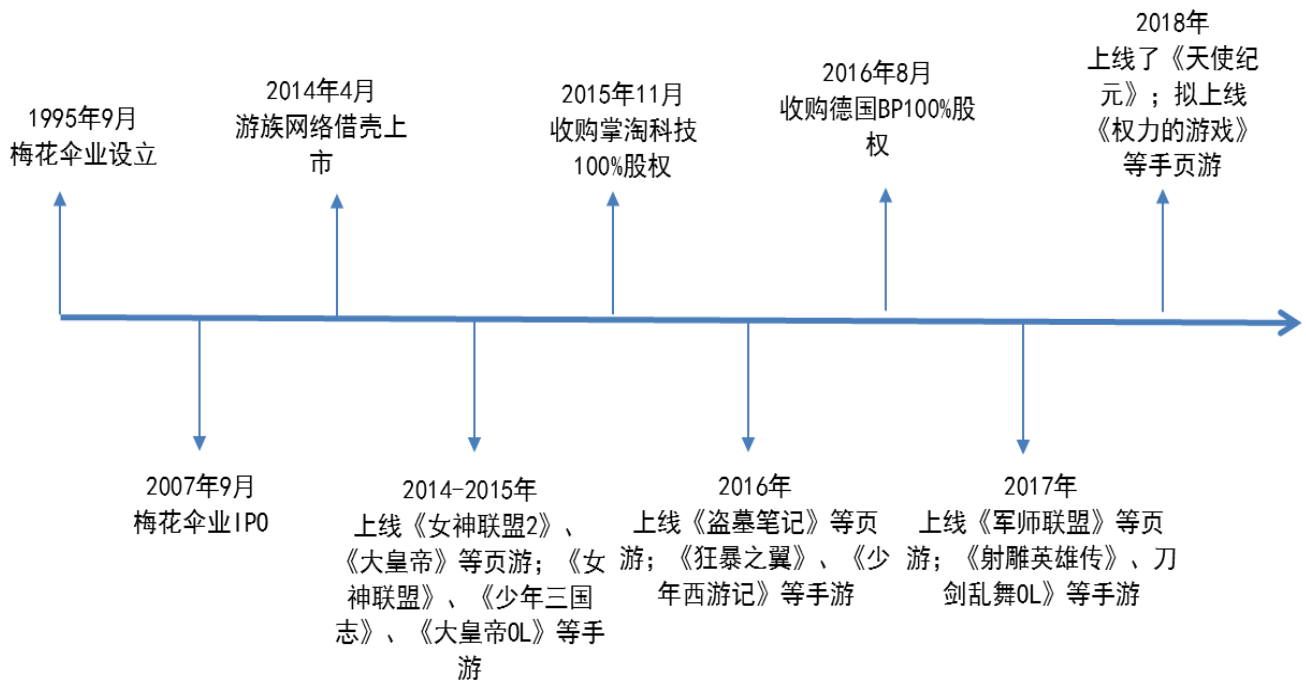
1 公司介绍：借壳转型网游，业绩承诺完成后主营延续良好增长势头

1.1 借壳转型网游

游族网络是 2009 年成立的网游公司，最开始做页游，2009 年发行了首款页游《三十六计》，2012 年开始从页游向手游并发，业绩实现飞速发展。2014 年 4 月借壳梅花伞业成功上市。

游族网络上市之后通过内生外延的方式持续做大主业，首先是内生方面，页游产品持续更新迭代，2016 年上线了《盗墓笔记》等爆款页游大作，手游方面重力打造了《狂暴之翼》、《少年三国志》等重磅产品，包括 2018 年 1 月 11 日公测的《天使纪元》，未来还有《权力的游戏》等大 IP 作品；外延方面，公司重点做了两部署，一是收购德国 BP，海外市场持续渗透，二是注重大数据，将掌淘科技收入上市公司体内，为公司游戏业务做“辅助”。

图 1 公司历史沿革

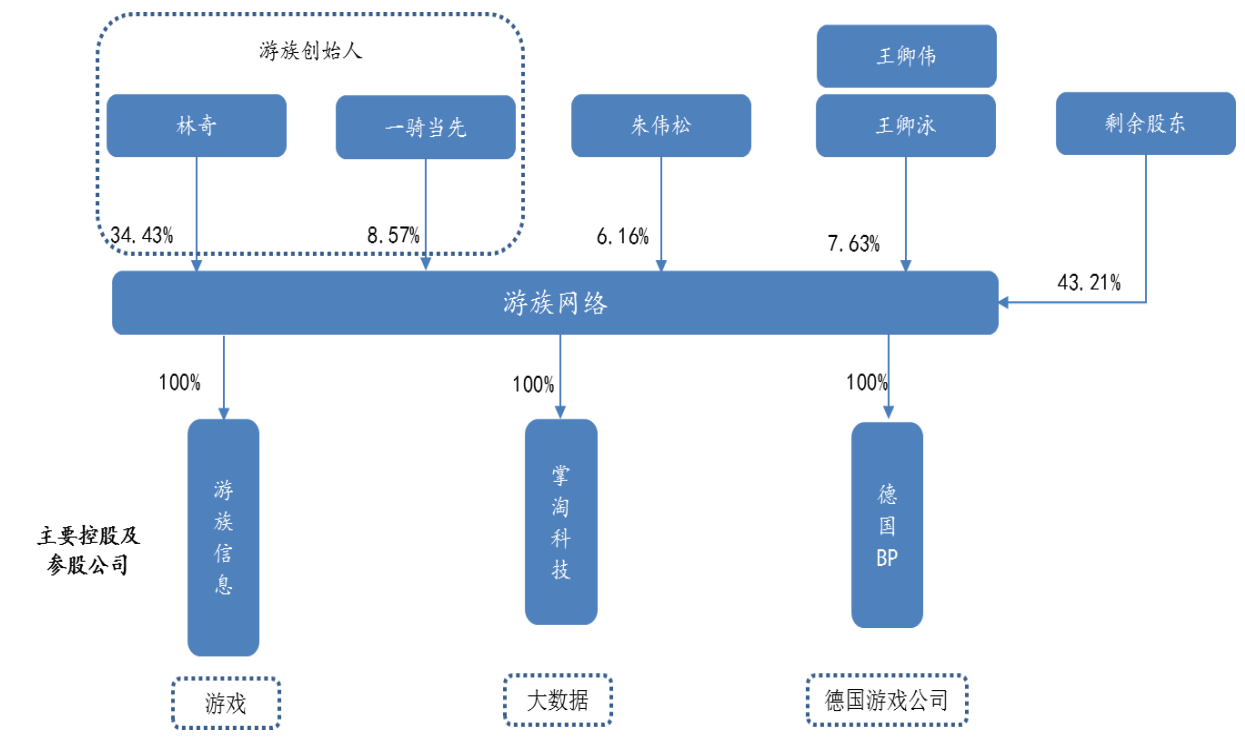


资料来源：公司公告、国元证券研究中心

1.2 股权：创始人团队持股比例大，无重大解禁风险

2014 年借壳完成之后，上市公司将体内原有业务剥离，专注网游业务，游族创始人团队成为公司的控股方和管理层。根据最新的股东持股数据，林奇作为实际控人持有公司 34.43%的股权，创始人之一的陈礼标通过一骑当先持有公司 8.57%的股权，另一创始人朱伟松持有公司 6.16%的股权，三位创始人共计持有公司 49.16%的股权，林奇及陈礼标对公司业务做直接管理。

图 2 公司股权结构和重要子公司及参股公司



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

限售解禁方面，公司收购掌淘科技时形成的限售未解禁股还有约 300 万股，占总股本的比例仅为 0.34%，2018 年 12 月解禁，影响较小。2017 年 12 月公司完成新一轮定增，此次定增解禁分为两期，第一期为 2018 年 12 月，解禁 2300 万股左右，2020 年 12 月解禁 380 万股左右，横跨时间较长，短期内影响有限。

表 1 限售解禁情况汇总

解禁时间	解禁股数（万股）	成本（前复权，元/股）	占总股本比例	备注
2018.12.29	297.79	16.37	0.34%	收购掌淘时对应价股
2018.12.18	2327.39	25.78	2.62%	2017 年定增
2020.12.18	387.90	25.78	0.44%	2017 年定增

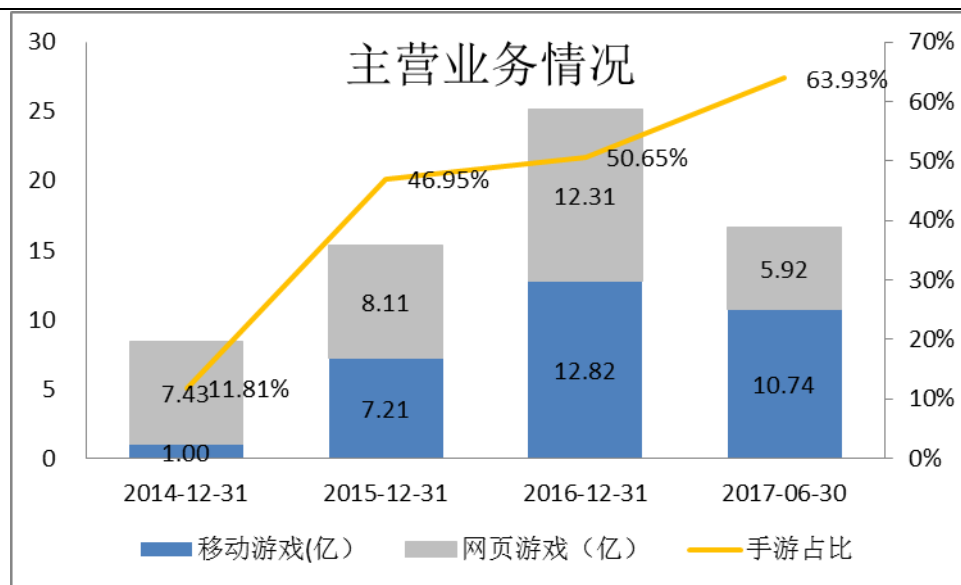
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

1.3 公司业务：手页游成业务主体，大数据业务做辅助

公司最早以页游起家，自研自发的能力突出，开发运营了《三十六计》、《女神联盟》等众多经典页游产品，伴随移动时代的到来，公司将业务向手游拓展，《狂暴之翼》、《少年三国志》等产品构筑了公司的手游矩阵。

2017 中报数据显示，公司手游收入为 10.74 亿元占总收入的 63.93%，比例持续上升；页游收入为 5.92 亿元，占营收的比例为 35.26%。公司作为页游大厂，2015 年之前的页游收入占公司营收的比重较大，2016 年之后被手游超越，现阶段营收主力来自于手游。

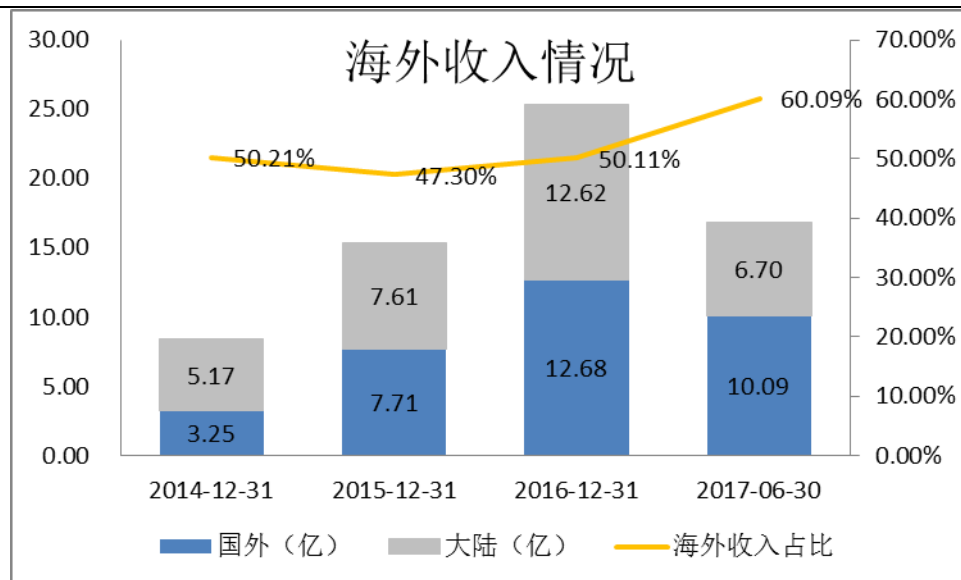
图 3 公司各业务收入情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

公司游戏产品的海外收入占比超过国内，2017 年中报数据显示，海外收入为 10.09 亿元，占总收入的 60.09%。《女神联盟》页游、《少年三国志》手游、《狂暴之翼》海外版手游均取得了巨大成功，是游戏出海收入公司 TOP10 之一。相对于国内渠道分成高达 50% 以上的比例，海外的渠道分成一般在 30% 左右，成熟市场付费意愿较强，新市场则空间较大，公司已经占据出海的重要“制高点”。

图 4 公司海外收入情况

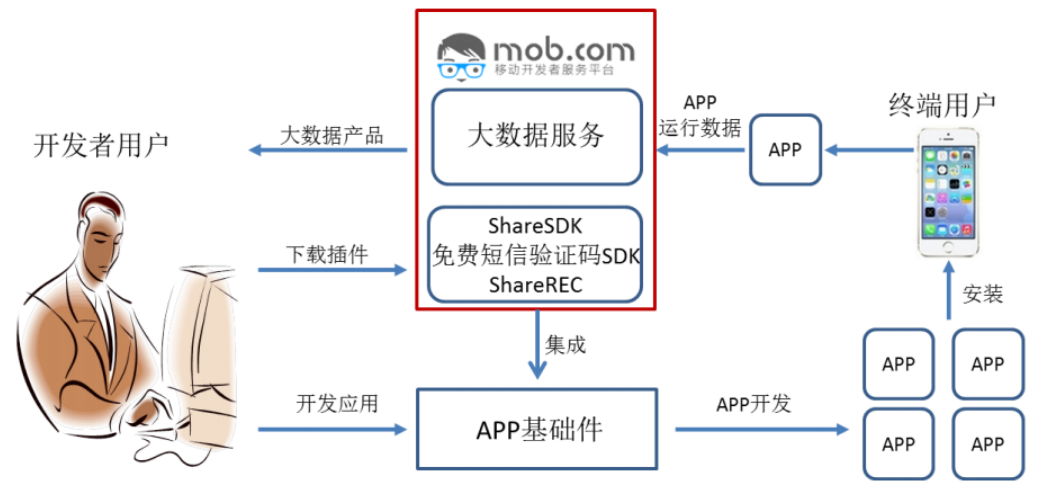


资料来源：公司公告、国元证券研究中心

大数据业务方面，公司 2015 年 11 月通过收购掌淘科技实现部署，掌淘科技是全球最大的移动开发者服务平台，为移动开发者提供免费的插件产品，以方便移动开发者用户将插件产品集成到自身的 APP 产品中，掌淘科技对 APP 反馈的相关数据进行存储、清洗及分析，并向移动开发者用户提供大数据产品。掌淘的大数据业务与游族的游戏业务有着良好的协同关系，大数据分析运用对于降低广告推广成本、提高游戏运营效率有着重大的意义。

MOB 平台产品覆盖全球 67 亿部移动设备，国内移动设备的渗透率接近 100%，社会化分享 SDK 占有率高达 90%，平均日活跃用户 2 亿，月活跃用户超过 8 亿，每日新增数据量达到 TB 级，囊括了目前全球最大的移动数据库。

图 5 掌淘科技的业务模式



资料来源：掌淘科技官网、国元证券研究中心

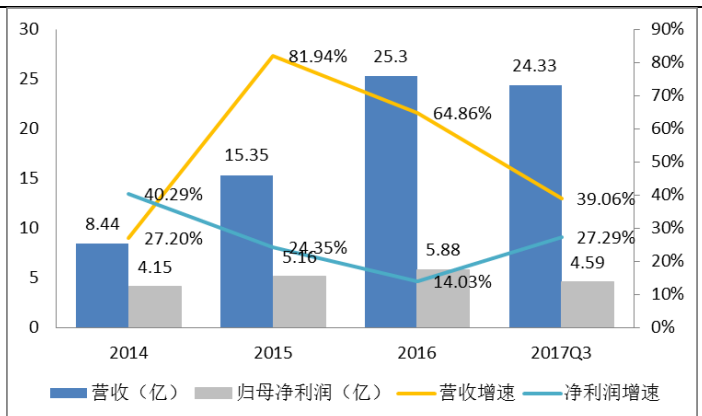
1.4 财务分析：业绩保持良好增长势头，无对赌压力

公司业绩保持较高的增速，2017 年前三季度营收 24.33 亿元，同比增长了 39%，完成 2016 年全年营收的 96%；前三季度的归母净利润为 4.59 亿元，同比增长 27.29%，非经常性损益前三季度仅有 1983 万元，主要是政府补助项目，业绩增长全靠内生增长。

根据公司公布的 2017 的全年业绩预告，2017 年全年归母净利润区间为 7.05 亿至 8.82 亿，同比增长区间为 20%至 50%。

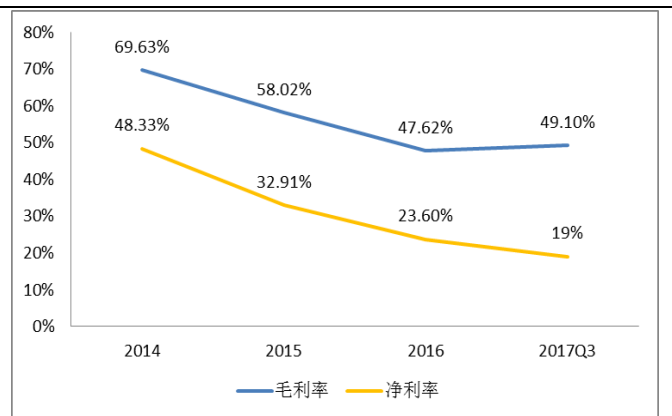
毛利率和净利率方面，由于公司近年来不断加大新产品的研发和推广，导致毛利率和净利率有所下降，毛利率的下降反映的是公司流水分成的提升，主要是代理产品《狂暴之翼》流水分成成本，说明公司游戏流水的不断增长，净利率的下降主要来自于研发费用的不断加大和借款财务费用的上升，毛利率的下降趋势一定程度上反应公司产品流水上升、是积极信号。

图 6 营收和净利润情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

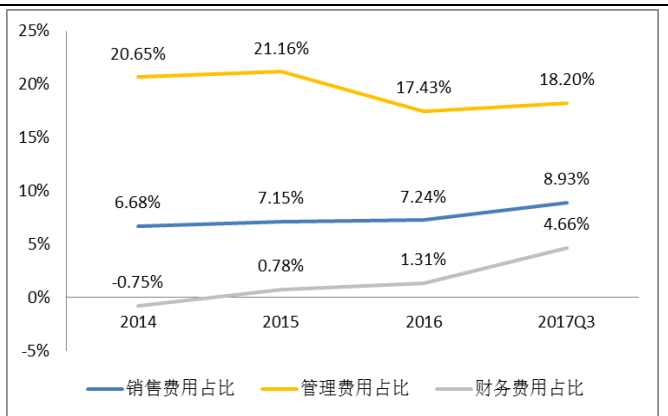
图 7 毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

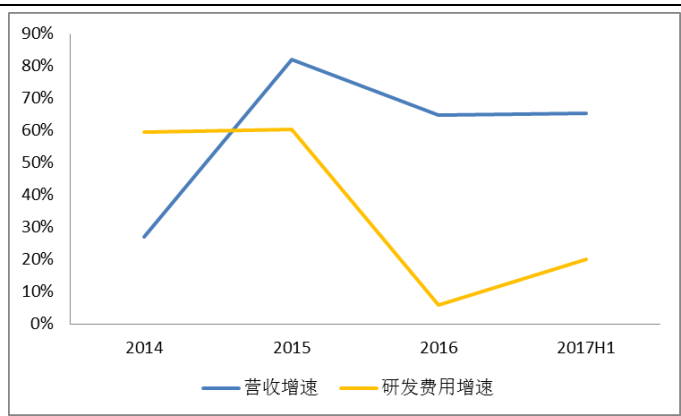
期间费用方面，销售费和管理费占营收的比例相对比较稳定，财务费用的增长主要来自于银行借款的增加和公司债发行之后带来的财务费用提升。**重点关注影响公司营收的研发费用**，研发支出直接关系到公司新产品的产出，根据公司的财报数据，公司研发费用2014年、2015年的增速维持在60%左右，公司营收2015年上涨81%，2016年研发费用增速有所放缓，营收增速也出现一定的下滑，从营收增和研发投入的增速来看，关联性非常高。

图 8 三费占比情况



资料来源：wind、国元证券研究中心

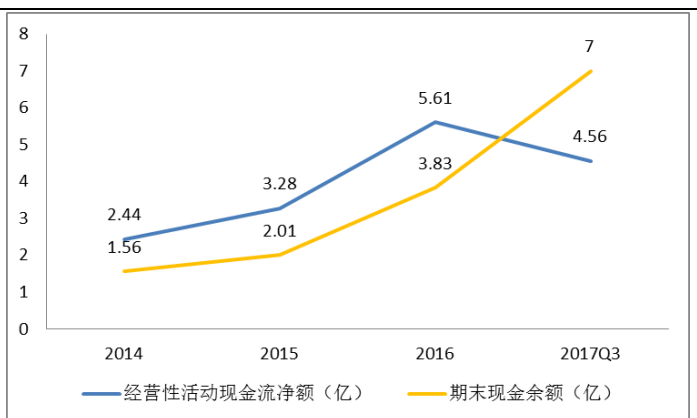
图 9 研发、推广的增长与营收增长对比



资料来源：wind、国元证券研究中心

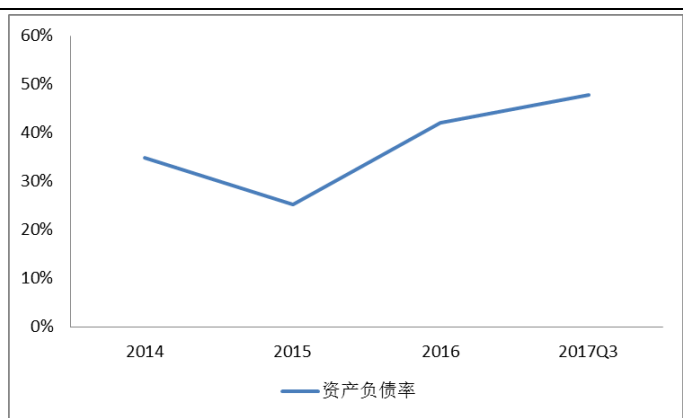
公司现金流充足、资产负债率正常，游戏公司现金流方面具有一定的优势，游戏产品直接面对消费群体，充值流水每月与支付渠道进行结算，较短的期限内就会形成现金流，然后在对外确认成本支付渠道费用等。公司最新的财报数据显示，2017年前三季度公司经营现金流净额为4.56亿元，期末现金及等价物余额达7亿元，加上公司12月份定增完成的近7亿元，公司现金流十分充足。公司最新资产负债率为47.75%，主要是短期借款和发行公司债增加了负债金额，在行业中属于正常水平。

图 10 经营性活动净现金流和期末现金流



资料来源：wind、国元证券研究中心

图 11 资产负债率情况



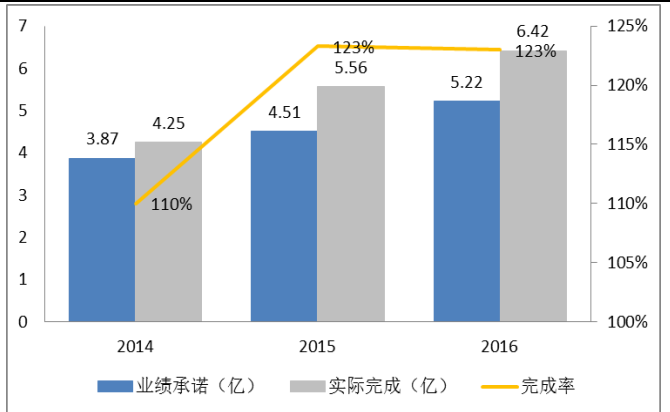
资料来源：wind、国元证券研究中心

业绩对赌问题，游族2014年借壳上市时有三年的业绩承诺，2014年-2016年归母净利润分别不得低于3.87亿、4.51亿、5.22亿，实际完成率分别为110%、123%和123%。除此之外，公司没有其他业绩承诺问题。

商誉问题，公司商誉主要由公司收购掌淘科技和德国BP时形成，形成商誉分别为5.3

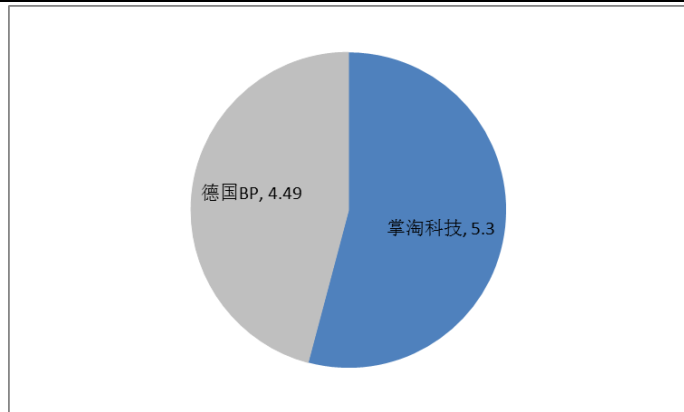
亿和 4.49 亿。掌淘科技在收购时并未产生实质性的收入，公司将其收购的原因主要是看重其强大的移动终端覆盖和背后的数据库，为公司游戏推广减少成本、提高效率，随着数据的不断扩充，商业化的价值也越来越大，未来商誉减值的可能性较小。德国 BP 公司为欧洲老牌游戏厂商，德国游戏市场稳定，游族海外业务开展顺利，海外收入占公司营收的大头，BP 作为游族在欧洲的重要据点，其商业价值具有较大的优势，未来商誉减值的风险也较小。

图 12 游族业绩承诺及完成情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 13 商誉组成



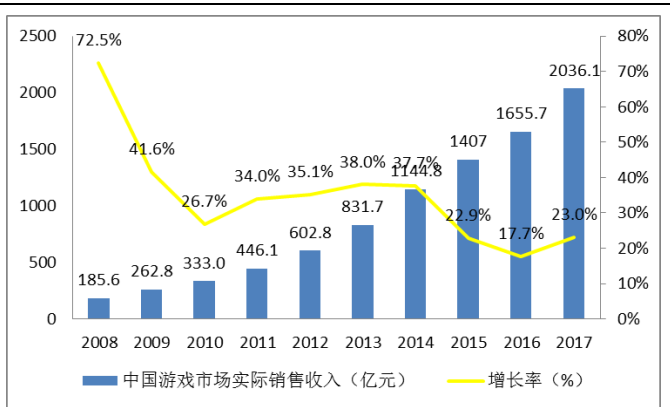
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2 游戏市场空间足够大、内容为王，海外掘金大有可为

2.1 市场：国内游戏市场空间足够大，腾讯网易之外仍有空间

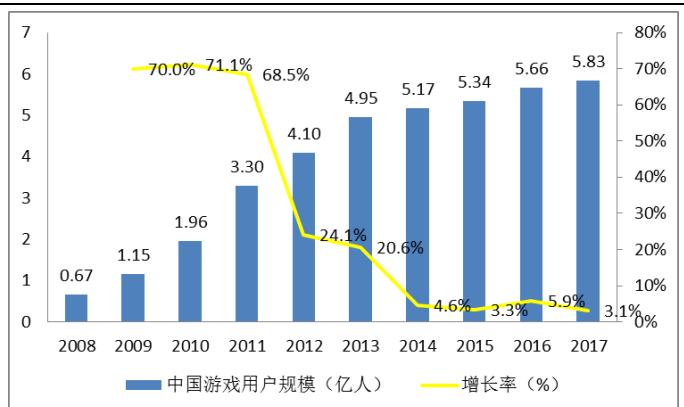
根据伽马数据最新的统计数据，2017 年国内游戏市场增长了 23%，市场规模突破 2000 亿元，达到 2036.1 亿元。国家第三方数据统计公司 Newzoo 的最新数据则显示 2017 年全球游戏市场规模为 1160 美元，中国的市场规模为 323 亿美金，几乎为全球市场规模的 1/3，是全球最大游戏市场。如此巨大的市场能够容纳的游戏厂商够多，国内游戏用户规模增速从 2014 年开始就回落至个位数，但是存量市场中的用户规模也达到了 5.83 亿元，用户喜好不一，给游戏厂商的发挥空间足够大。

图 14 国内游戏市场规模超 2000 亿



资料来源：GPC、CNG、IDC、国元证券研究中心

图 15 游戏用户规模达 5.83 亿

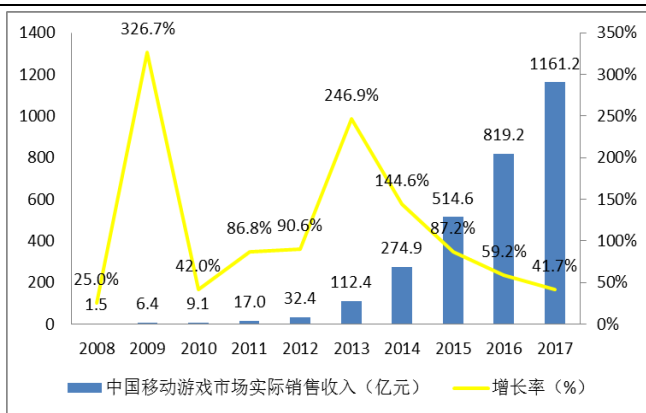


资料来源：GPC、CNG、IDC、国元证券研究中心

2017 年国内移动游戏市场持续高速增长，增速达到 41.7%，规模为 1161.2 亿元。如此高的增速说明国内移动游戏市场的空间依然存在，待挖掘的市场主要存在于各垂直细分

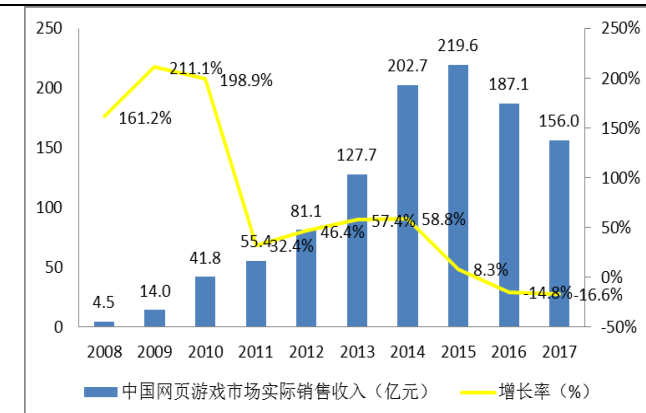
领域。尽管页游市场 2017 年的市场规模已经下降至 156 亿元，回落了 14.8%，但是页游市场的竞争相对较小，成本较低，游族网络在页游市场有较多的研发和运营经验，产出比相对较高。

图 16 国内移动游戏市场规模达 1161 亿



资料来源：GPC、CNG、IDC、国元证券研究中心

图 17 国内页游市场回落至 156 亿



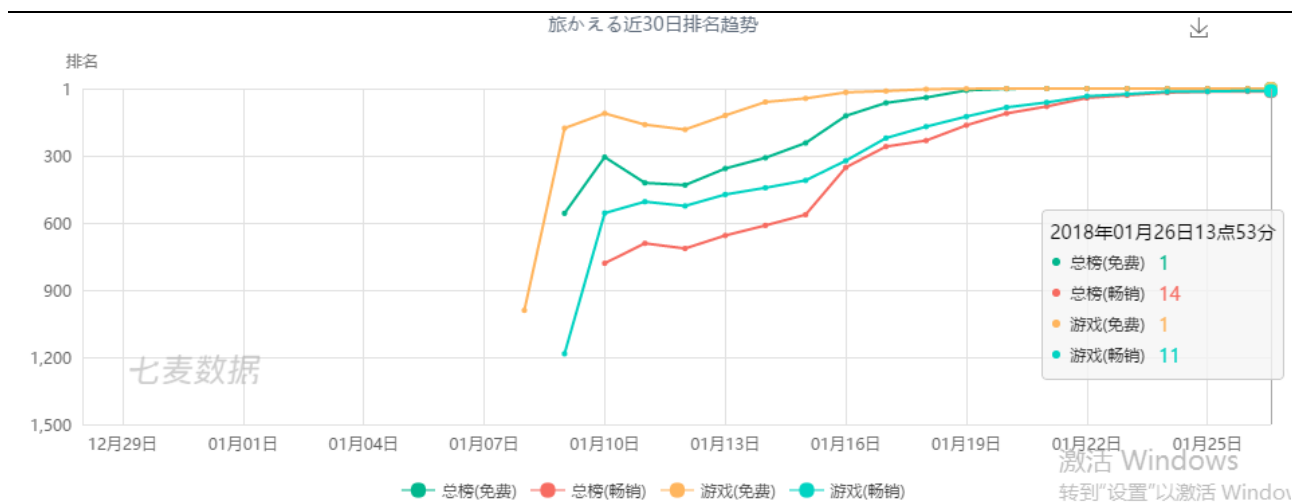
资料来源：GPC、CNG、IDC、国元证券研究中心

国内游戏市场竞争激烈，腾讯和网易的游戏份额最大，约占整个市场的 70-80%，尽管如此，剩余的市场空间依然有数百亿，游族网络近年来的营收增长均超过 30%，同行业的三七互娱、完美世界等竞争者均取得了较高的营收增长，市场新参与者米哈游等也获得了较高的营收，单款产品的成功有时能够支持一家公司的 IPO。游族网络作为国内游戏市场的二线龙头，游戏产品丰富，上市后运用资本的力量扩大研发团队，市场规模有望继续扩大。

2.2 产品：游戏行业产品为王，细分赛道出爆款

1 月 8 日上线的日本放置类游戏《旅行青蛙》代替此前的乙女向游戏《恋与制作人》爆红于网络，已经连续一周霸占 IOS 免费榜，畅销榜目前位列第十一，日均流水 300 万左右。有别于传统 MMO、MOBA 等游戏类型，《旅行青蛙》、《恋与制作人》、《荒野行动》等多样化游戏的畅销证明游戏行业的多变性，产品为王的行业难以形成绝对垄断。

图 18 《旅行青蛙》的 IOS 排名



资料来源：七麦数据、国元证券研究中心

纵观今年你来国内游戏收入榜,2015 年和 2016 年的收入第一是网易的《梦幻西游》,2017 年由腾讯的《王者荣耀》摘得,2013 年和 2014 年的第一其实是卓越游戏的《我叫 MT》和龙图的《刀塔传奇》,游戏作为一种娱乐消费形式,属于内容创意行业,产品随着技术的进步和用户的喜好变迁而不同,端游时代的盛大依靠“传奇”等产品而一骑绝尘,页游时代下腾讯、三七互娱、游族网络等公司迅速崛起,手游时代腾讯和网易现占据主导地位,产品为王的行业充满希望。

表 2 2013-2017 IOS 畅销榜第一

年份	游戏	研发商
2013 年	我叫 MT	卓越游戏
2014 年	刀塔传奇	龙图游戏
2015 年	梦幻西游	网易
2016 年	梦幻西游	网易
2017 年	王者荣耀	腾讯

资料来源: AppAnnie、国元证券研究中心

根据 AppAnnie 的统计数据,12 月 IOS 免费榜中有三个非腾讯网易产品,分别是乐元素的《开心笑消消乐》、Playdead 的《INSIDE》和叠纸网络的《恋与制作人》,而在 11 月份“吃鸡”游戏盛行的时候小米的《小米枪战》成为国内第一款该品类游戏,B 占代理发行的 FGO 依托其二次元垂直用户而大获成功。

表 3 10-12 月免费榜 TOP10 中非腾讯网易作品

10 月	11 月	12 月
仙剑奇侠传 5 (金刚游戏)	小米枪战 (小米)	开心消消乐 (乐元素)
九州天空城 3D (祖龙游戏)	开心消消乐 (乐元素)	INSIDE (Playdead)
FGO (B 站)	消消乐海滨假日 (乐元素)	恋与制作人 (叠纸)

资料来源: AppAnnie、国元证券研究中心

《旅行青蛙》爆红之前杭州叠纸网络的乙女向游戏《恋与制作人》圈走大量女性游戏玩家,上线不足一个月,安装量就破 700 万,DAU 超 200 万,游戏主要面向国内女性玩家,定位清晰,产品为王的时代下,打破腾讯、网易产品的霸榜也并非不可能。

图 19 爆款手游《旅行青蛙》



资料来源：TapTap、国元证券研究中心

图 20 爆款手游《恋与制作人》



资料来源：TapTap、国元证券研究中心

图 21 《恋与制作人》安装量



资料来源：极光大数据、国元证券研究中心

图 22 《恋与制作人》DAU



资料来源：极光大数据、国元证券研究中心

游戏细分市场中中小厂商“船小好调头”，腾讯、网易覆盖品类不足以将市场通吃，在二次元游戏领域，B 站、米哈游的厂商优势明显，米哈游凭借“崩坏”系列作品而正在 IPO，B 站的二次元用户聚集，流量优势明显。在消除类游戏中，乐元素的《开心消消乐》经常霸榜，还有 IGG 和智明星通的策略类游戏，这些细分领域内中小厂商都有较大的优势。游族网络畜类在传统的 ARPG 领域具有优势之外，其布局休闲类游戏的能力也开始显现，《迪士尼过马路》、《僵尸别动队》等休闲类产品获得了较高的 DAU。

表 4 细分市场腾讯、网易与其他厂商的游戏对比

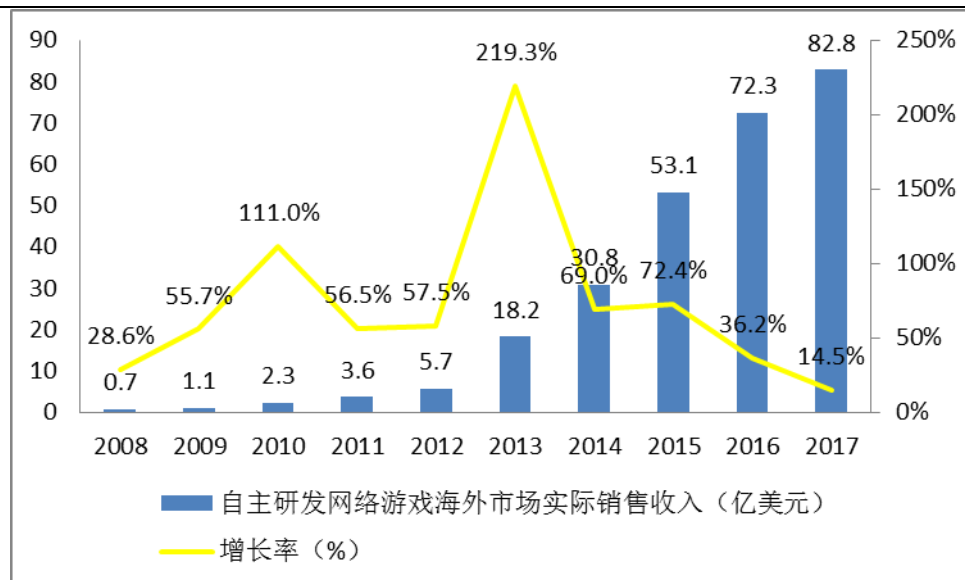
细分领域	腾讯网易	其他厂商
二次元	网易《阴阳师》已过峰值	B 占的《FGO》、《碧蓝航线》，米哈游的《崩坏 3》等产品依然畅销
乙女向	暂无优势产品	叠纸网络的《恋与制作人》
益智解谜	仅有腾讯的《天天消消乐》尚可	乐元素的《开心笑消消乐》、《海滨消消乐》长期进入畅销榜 TOP10，
模拟游戏	暂无优势产品	爆款游戏《旅行青蛙》等

资料来源：国元证券研究中心整理

2.3 寻找那片海：游戏出海大有可为

国产游戏海外市场规模持续增长：根据伽马的数据，2017 年国产网游出海销售收入达 82.8 亿美元，约合人民币 530 亿元，市场规模相当于 2017 年国内电影票房收入的规模，约为 2017 年国内游戏市场规模的 1/4。国产网游出海的主体并非腾讯和网易，主要为中小厂商，如智明星通、IGG、游族等。欧美等游戏成熟市场游戏付费稳定，拉美、东南亚、中东等地区的市场处于开发阶段，国产游戏经过前期的铺垫之后规模有望持续扩大。

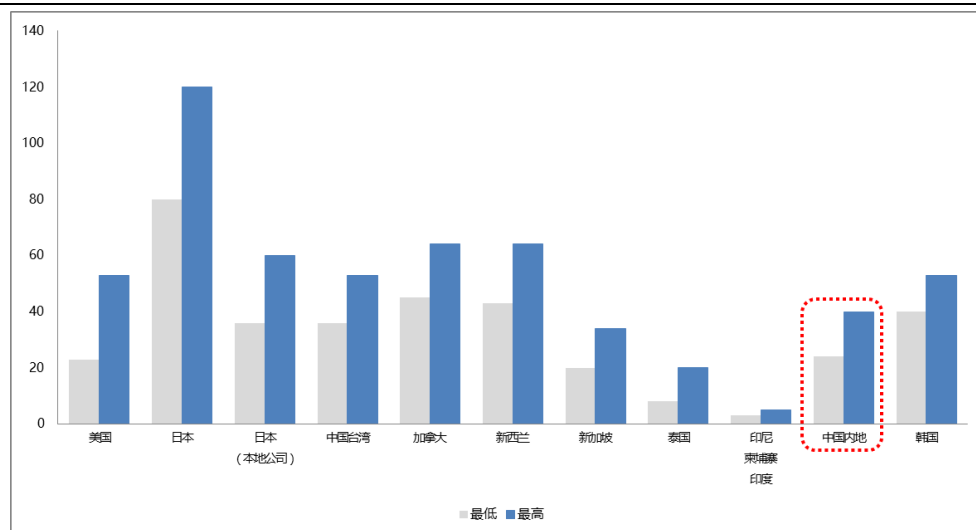
图 23 国产网游海外市场收入情况



资料来源：GPC、CNG、IDC、国元证券研究中心

出海成本优势：国内游戏市场规模庞大、用户多，但是竞争激烈，特别是在渠道和买量成本偏高。1) 渠道成本方面，海外渠道比较集中，IOS 端就是 App Store，安卓端主要是 Google Play 等几个渠道，渠道成本通常为净流水的 30%。而国内渠道分散，渠道成本为 50%+；2) 获客成本方面，国内激烈的“买量运动”带动了游戏的获客成本，从最初的几元到现在最高上百元，中小厂商的获客环节消耗较大，产品风险较高，海外综合获客成本较低，东南亚等发展中的市场成本优势明显。

图 24 国产网游海外市场收入情况



资料来源：掌淘科技官网、国元证券研究中心

出海十强有游族：根据 Sensor Tower 发布的出海报告，2017 年游戏出海收入十大厂商中游族网络排名第四，旗下《狂暴之翼》、《女神联盟》为公司贡献了大部分的海外收入。同时注意到，前十大出海收入厂商中并没有腾讯和网易，海外市场规模主要由中小厂商组成。国产游戏在美国的收入较高，收入前四的厂商主要收入都是来时美国，在港澳台、东南亚、欧洲、中东等地区，国产游戏的收入排名均靠前，实现了真正的国产游戏出海。

图 25 2017 年出海发行收入 TOP10



资料来源：Sensor Tower、国元证券研究中心，数据排名综合了 App Store 及 Google Play

表 5 国产游戏在海外市场的收入排名情况

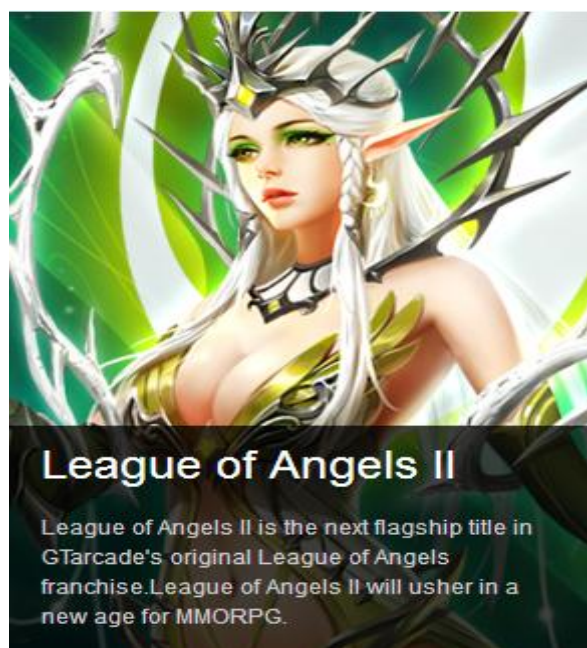
台湾市场	泰国市场	越南市场	美国市场	法国市场	德国市场	中东(沙特)市场	巴西市场
王者荣耀 (当地收入第 3)	王者荣耀 (当地收入第 1)	王国纪元 (当地收入第 1)	阿瓦隆之王 (当地收入第 20)	王国纪元 (当地收入第 10)	列王的纷争 (当地收入第 9)	苏丹的复仇 (当地收入第 1)	列王的纷争 (当地收入第 1)
永恒纪元 (当地收入第 5)	永恒纪元 (当地收入第 43)	王者荣耀 (当地收入第 2)	列王的纷争 (当地收入第 21)	城堡争霸 (当地收入第 13)	城堡争霸 (当地收入第 13)	列王的纷争 (当地收入第 2)	狂暴之翼 (当地收入第 7)
王国纪元 (当地收入第 6)	王国纪元 (当地收入第 4)	Rise of Kings(当地收入第 3)	王国纪元 (当地收入第 25)	列王的纷争 (当地收入第 16)	王国纪元 (当地收入第 15)	战地风暴 (当地收入第 4)	女神圣域 (当地收入第 15)
阴阳师(当地收入第 7)	全民奇迹 (当地收入第 6)	狂暴之翼 (当地收入第 4)	狂暴之翼 (当地收入第 56)	阿瓦隆之王 (当地收入第 18)	阿瓦隆之王 (当地收入第 23)	末日争霸:丧尸之战 (当地收入第 5)	无尽对决 (当地收入第 19)
列王的纷争 (当地收入第 8)	列王的纷争 (当地收入第 7)	列王的纷争 (当地收入第 6)	战火与秩序 (当地收入第 71)	狂暴之翼 (当地收入第 27)	战舰指挥官 (当地收入第 26)	王国纪元 (当地收入第 10)	魔法英雄 (当地收入第 22)

RO 仙境传说 (当地收入第 10)	狂暴之翼 (当地收入第 8)	全民奇迹 MU (当地收入第 8)	城堡争霸 (当地收入第 72)	末日争霸: 丧尸之战 (当地收入第 29)	末日争霸: 丧尸之战 (当地收入第 30)	Invader (当地收入第 12)	末日争霸: 丧尸之战 (当地收入第 23)
狂暴之翼 (当地收入第 12)	末日争霸: 丧尸之战 (当地收入第 11)	城堡争霸 (当地收入第 12)	苏丹的复仇 (当地收入第 85)	女神圣域 (当地收入第 51)	狂暴之翼 (当地收入第 32)	Rise of Kings(当地收入第 14)	王国纪元 (当地收入第 25)
诛仙 (当地收入第 14)	全民枪战 (当地收入第 12)	末日争霸: 丧尸之战 (当地收入第 14)	末日争霸: 丧尸之战 (当地收入第 86)	放置奇兵 (当地收入第 52)	放置奇兵 (当地收入第 44)	城堡争霸 (当地收入第 16)	弹弹堂 S (当地收入第 30)
阿瓦隆之王 (当地收入第 15)	无尽对决 (当地收入第 15)	战火与秩序 (当地收入第 17)	战地风暴 (当地收入第 91)	战火与秩序 (当地收入第 62)	女神圣域 (当地收入第 52)	野蛮时代 (当地收入第 19)	城堡争霸 (当地收入第 31)
紫青双剑 (当地收入第 16)	剑侠情缘 (当地收入第 18)	放置奇兵 (当地收入第 19)	放置奇兵 (当地收入第 94)	无尽对决 (当地收入第 74)	战火与秩序 (当地收入第 54)	狂暴之翼 (当地收入第 20)	阿瓦隆之王 (当地收入第 33)

资料来源: Sensor Tower、国元证券研究中心, 数据排名综合了 App Store 及 Google Play

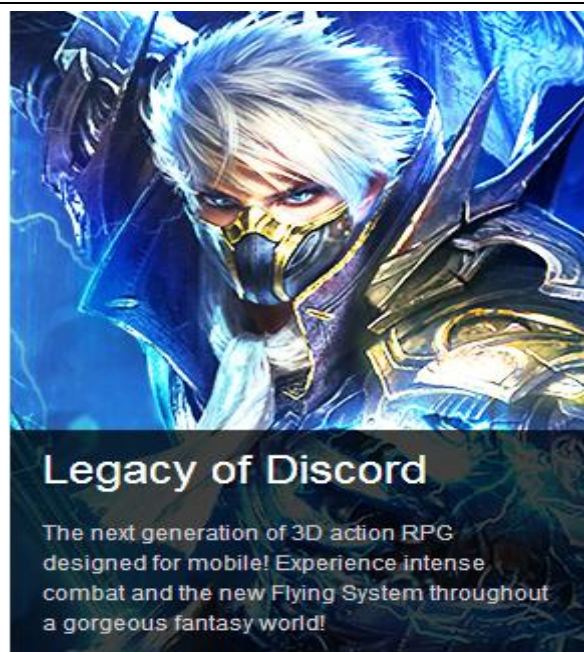
游族出海的实力: 1) 产品优势, 公司是最早出海的公司之一, 第一个页游产品《三十六计》2010 年出口港澳台及东南亚, 自研页游《女神联盟 1/2》在全球发行, 都荣获 Facebook “最佳网页游戏”。ARPG 手游《狂暴之翼》不仅先后获得苹果、Google 多次全球推荐, 更是被评为“MMOSite 2016 年度最佳动作手游”。《狂暴之翼》在 34 个国家获得了畅销榜第一的成绩; 2) 运营优势, 公司收购德国老牌游戏运营厂商 BP, 利于在欧洲地区的产品运营, 邀请“神奇女侠”加尔盖朵代言《天堂岛》对产品做全球化营销, 设立印度等海外分公司立足本地化。

图 26 游族出海代表作《女神联盟 2》



资料来源: 公司官网、国元证券研究中心

图 27 游族出海代表作《狂暴之翼》



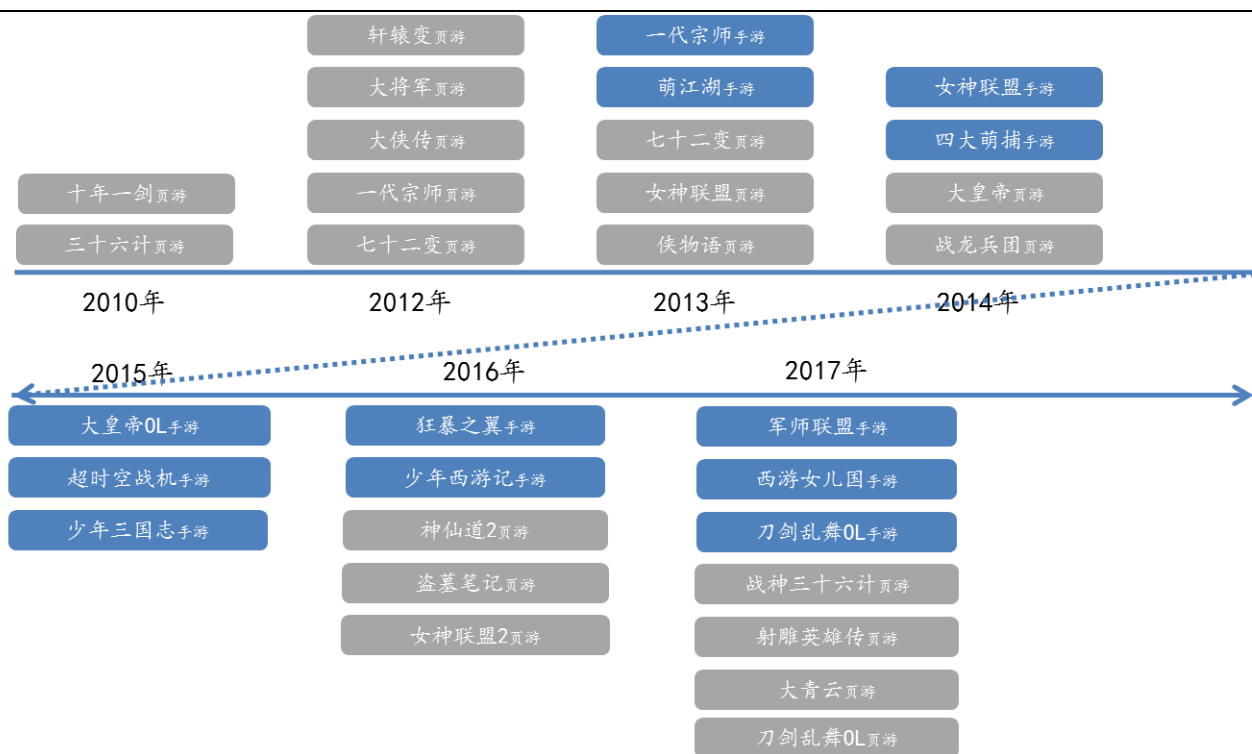
资料来源: 公司官网、国元证券研究中心

3 新老产品交替有序，爆款不断

3.1 产品现状：手页游产品丰富，《天使纪元》开启爆款新征程

产品方面，公司早期阶段以页游为主，2010 年的《十年一剑》、《三十六计》，2012 年的《大将军》、《一代宗师》等页游支撑了公司早期的流水，2012 年开始公司手页游并举，2012 年开发了《一代宗师》手游、《萌江湖》手游，同期开发了《女神联盟》页游，开启“女神”IP 系列。2015 年开发的《少年三国志》是公司近三年的“现金牛”，上线三年累计流水 41 亿元，月均流水过亿。2016 年继续爆款之路，《狂暴之翼》流水峰值近 3 亿元，曾经是 34 个国家畅销榜第一。2016 年公司还上线了爆款页游《盗墓笔记》、《女神联盟 2》页游、《少年西游记》手游等。2017 年公司抓 IP，上线了《刀剑乱舞 Online》、《射雕英雄传》页游，影游联动的《军师联盟》等大作。

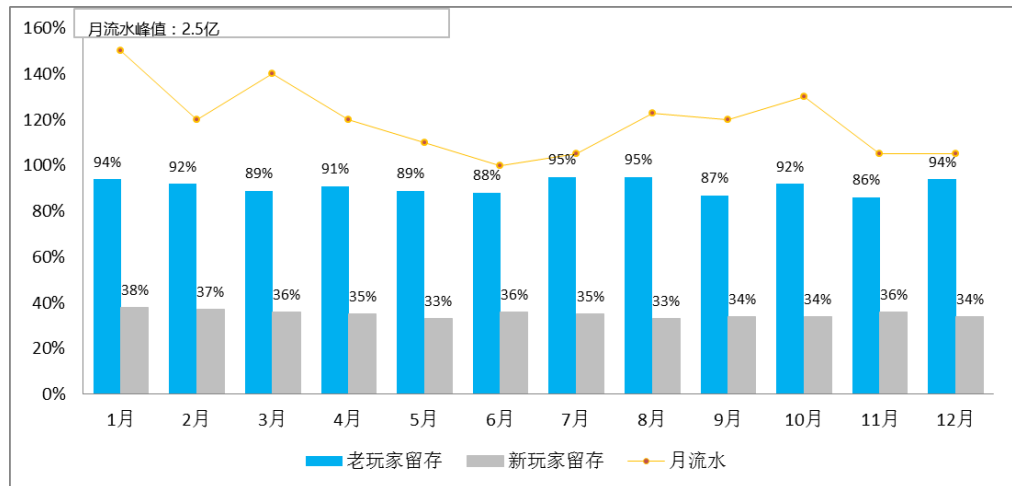
图 28 公司历史产品矩阵



资料来源：国元证券研究中心整理

现阶段流水的主要贡献产品是《少年三国志》和《狂暴之翼》，2015 年 2 月上线的《少年三国志》是一款卡牌类游戏，三年月均流水过亿，总流水 41 亿，注册用户 1 亿，DAU 至今仍有 60 万，后续衍生出了《少年西游记》，产品流水累计近 10 亿，《少年三国志 2》正在开发阶段，后续也将推出。

图 29 《三年三国志》2017 年运营情况

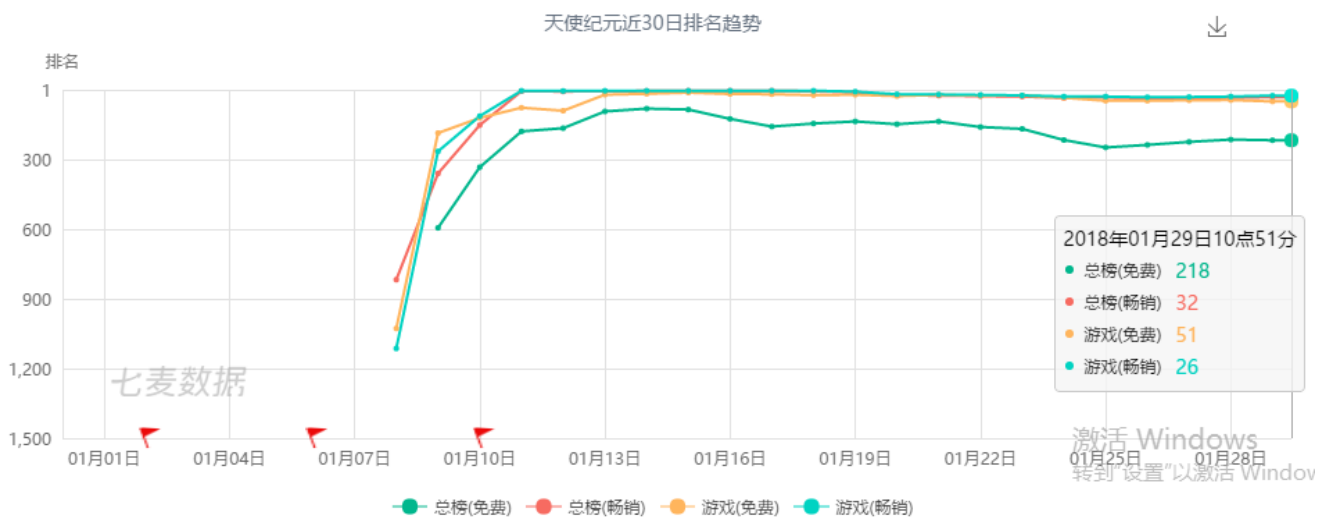


资料来源：游戏葡萄、国元证券研究中心

2016 年 6 月上线的《狂暴之翼》是一款全球性的 ARPG 产品，全球流水峰值 3 亿元，DAU150 万，曾是海外收入最高的 ARPG 产品，真正意义上的“游戏出海”，在 ARPG 游戏出海方面游族取得了较大的优势。

《天使纪元》开启 2018 年爆款之路：公司 2018 年 1 月 11 日正式公测了《天使纪元》，作为 2018 年公司的开年大作，上线首日即进入 IOS 畅销榜第七名，游戏上线首日流水破千万，五日流水过五千万，DAU 破百万，目前畅销榜保持在 30 名左右。

图 30 《天使纪元》上线表现情况



资料来源：七麦数据、国元证券研究中心

《天使纪元》是公司酝酿了 2 年的 MMO 大作，属于公司传统擅长游戏品类。游戏邀请刘亦菲代言，公测前后取得了良好的宣传效果，游戏公测预约人数高达 650 万。在产品运营方面，公司还到深入全国十五个地区的美女校园直播活动，在公测期间，游族携手骚男、童话等六大虎牙人气主播开展名为“拯救”刘亦菲的营销综艺，以大逃杀游戏直播、投屏再现刘亦菲“天使降临”等方式迅速聚拢粉丝，彰显公司在游戏运营上的实力。

图 31 《天使纪元》刘亦菲代言



资料来源：游戏官网、国元证券研究中心

图 32 《天使纪元》六大主播参与线下综艺节目



资料来源：游戏官网、国元证券研究中心

3.2 产品规划：加大研发，大 IP 产品值得期待

公司产品的未来规划方面主要有两点：

一是研发团队的扩充，根据公司 2016 年的年报数据，公司现有技术人员 830 人，而同行业的三七互娱 2016 年的技术人员已经达到了 1004 人，跟腾讯、网易数千人的研发团队相比差距更大。网游行业的推陈出新能力决定了其应对市场变化的实力，网易能够在二次元、“吃鸡”这些新兴领域开发出爆款产品的能力就是其背后强大的研发团队，游族在未来的发展道路上扩充游戏品类、适应市场的快速都需要扩充研发人员的数量及质量。

二是大 IP+全球化产品，公司目前已经拿到了《权力的游戏》的游戏开发权，产品将于 2018 年公测上线，《权力的游戏》是 HBO 旗下最火爆的全球性电视剧，游族网络拿到了其中国唯一手游改编权。另外一款全球 IP 游戏《星球大战》也已经立项，预计 2018 年上线。公司现阶段打造的产品以大 IP 为主，加上自己全球化的运营实力，力求产品收入全球化。

图 33 全球性 IP “权力的游戏”



资料来源：权力的游戏凛冬将至公众号、国元证券研究中心

2018 年 1 月 11 日公司上线了《天使纪元》，开启公司新年新作之路，未来公司预计将上映《权力的游戏》、《星球大战》等全球大 IP 游戏之外，还有国内科幻经典 IP《三体》的

手游，以及历史爆款系列作品《狂暴之翼 2》和《少年三国志 2》，公司未来大作可期。

4、回购+增持+股权激励+定增，构建公司股价安全边际

4.1 回购计划：3 亿-5 亿元股票回购计划彰显经营信心

2017 年 12 月 25 日公司股东大会审议通过了股票回购计划，预计在未来 12 个月内回购公司股票，回购金额不低于 3 亿元，不超过 5 亿元，股票回购价格不高于 30 元/股，所用资金来源均为公司自营现金。公司公告中明确表示目前股价未能正确反映公司价值，未能合理体现公司的实际经营现状。采用 3-5 亿自有现金进行股票回购需要公司保有充足的现金流，明确回购价格不高于 30 元/股具有一定的公司价值指导意义，如此大规模现金回购计划突出了公司充足的现金流及经营信心。

表 6 股票回购计划

回购规模 (亿)	回购价格 (元/股)	回购方式	回购周期	目前股价 (元/股, 时间 1 月 29 日)
3 亿-5 亿	不高于 30 元	竞价等	未来 12 个月, 预计截止到 2018 年 12 月	24.3 元

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4.2 大股东增持：大股东增持彰显未来发展信心

2017 年 11 月公司发布大股东、实际控制人林奇的增持计划，拟在未来 12 个月增持公司股票不少于 500 万股，截止到 1 月 29 日，实际增持 132.62 万股，增持均价 22.83 元/股。根据增持计划，大股东还需增持至少 368 万股左右，大股东用自有资金增持股票，彰显大股东对公司未来发展的信心。另外，2016 年 6 月份公司高管及核心员工通过“游族网络增持 1 号集合计划”增持公司股份累计 357.29 万股，占公司股份总数 0.41%，合计增持总金额 1 亿元，增持均价 28 元/股，参考目前股价已倒挂 14% 左右。

表 7 近 2 年高管增持情况

拟增持 (万股)	增持人	实际已增持 (万股)	增持均价 (元/股)	尚需增持 (万股)	目前股价 (元/股)
不少于 500 万股	实际控制人林奇	132.62	22.83	不少于 367.38	24.3
-	高管李坦隐	0.02	23.43	-	24.3
-	游族网络增持 1 号集合	357.29	28	-	24.3

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4.3 股权激励：核心员工与公司深度绑定

2017 年 7 月，公司公布股权激励计划，拟向公司 187 名激励对象授予 5000 万份股票期权，行权价格 29.25 元，行权对象 187 名，包括公司高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员，其中董秘刘楠分配期权数量为 50 万份，占此次期权总数的 1%。此次股权激励实际认购人数 180 人，覆盖了公司核心管理及技术人员，覆盖面广，员工与公司未来发展绑定较深，行权价格超过目前股价 5 块左右，空间较大。

表 8 期权激励计划

期权激励形式	行权价格	期权数量（万份）	激励人数（名）
股票期权	29.25 元	4996.4 万份	180
激励计划分配			
对象	期权数量（万份）	占比（%）	占总股本比例（%）
刘楠	50	1%	0.06%
核心管理团队及技 术（业务）人员	4946.4	99%	5.75%
合计（180 人）	4996.4	100%	5.81%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

表 9 行权业绩考核目标及行权时间安排

行权期	业绩考核目标	行权时间	行权比例
第一个行权期	相比 2016 年,2017 年度营业收入增长率不低于 30%	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日 起 24 个月内的最后一个交易日当日止	20%
第二个行权期	相比 2016 年,2018 年度营业收入增长率不低于 50%	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日 起 36 个月内的最后一个交易日当日止	20%
第三个行权期	相比 2016 年,2019 年度营业收入增长率不低于 70%	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日 起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第四个行权期	相比 2016 年,2020 年度营业收入增长率不低于 90%	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日 起 60 个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4.4 2017 年定增发行完成：募集资金 7 亿元，股价暂倒挂

2017 年 12 月公司完成了最新的定增，向林奇等五名投资人发行 2715.28 万股，募集近 7 亿元，此次募集资金主要投向游戏产品、大数据研发及偿还银行贷款。此次定增认购方中林奇为公司实际控制人、陈礼标为公司高管及大股东，高管崔荣通过广发的资产管理计划参与，此次公司大股东、管理层共认购 387.9 万股，共计约 1 亿元。此次定增股价为 25.78 元/股，与现价倒挂 1.78 元左右。定增中大股东、高管高度参与彰显公司长期发展信心，股价暂倒挂留安全边际。

表 10 2017 年定增认购情况

认购对象	认购价格（元/股）	认购股数（万股）	认购金额（万元）
林奇	25.78	193.95	5000
陈礼标		77.58	2000
广发资管		116.37	3000
国盛证券		775.80	20000
张云雷		1551.59	40000
合计		2715.28	70000

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

盈利预测及估值

公司产品新老交替有序，产品丰富，《少年三国志》、《狂暴之翼》等产品持续为公司带来稳定的流水，2018 年开年大作《天使纪元》开了一个好头，后续大作关注《权力的游戏》等产品。公司 2017 年 12 月公布 3 亿-5 亿的股票回购计划，叠加大股东增持计划、股权激励计划实施及定增倒挂等重大利好，目前股价未完全反应公司实际价值，公司未来发展值得期待。我们预测公司 2017 年、2018 年、2019 年的营收为 36.09 亿、50.57 亿、67.87 亿，净利润为 8.08 亿、10.67 亿、14.30 亿，EPS 为 0.90 元、1.18 元、1.58 元，对应 PE 分别为 25 倍、19 倍、14 倍，给予“买入”评级

风险提示

产品计划不及预期、股权质押风险、行业增速下滑等风险

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn