

游族网络(002174)

推行“6+1”品类战略，重点项目进入收获期 买入(维持)

2018 年 4 月 2 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 2017 年报, 报告期内营收 32.36 亿元, 同比增长 27.89%, 实现归母净利润 6.56 亿元, 同比增长 11.57%, 扣非归母净利润 5.99 亿元, 同比增长 7.91%; 其中 Q4 单季度营收 8.02 亿元, 同比增长 2.82%, 环比增长 6.44%, 实现归母净利润 1.97 亿元, 同比下降 13.42%, 环比增长 63.99%。

投资要点:

■ **投资收益确认延迟, 经营处于边际改善中:** 公司 2017 年业绩低于此前预期, 主要原因为: 1、报告期内重磅产品上线延期; 2、出售子公司部分股权的投资收益确认时间延迟; 3、报告期内的汇兑损益影响。进入 2018 年 Q1, 公司重磅新品《天使纪元》1 月 11 日上线, 表现持续性超预期, 稳定在 iOS 畅销总榜前列, 目前仍处于前 20, 随着后续推广费用的收缩, 有望逐步贡献较明显业绩增量。同时《天使纪元》海外版预计将于 Q2 上线, 参考此前《狂暴之翼》的成功, 表现同样值得期待。

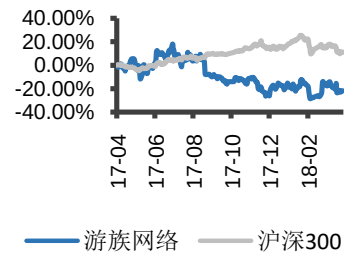
■ **推行“6+1”品类战略, 2018 年重点项目逐渐进入收获期:** 公司推行“6+1”的品类战略, 打造横向拓展的多品类游戏矩阵。2017 年为重点项目的投入期, 报告期内研发人员数量同比增长 76.75%至 1467 人, 研发投入同比增长 85.64%至 3.21 亿元, 在同级别公司中研发投入规模具有明显的领先优势。从重点项目的储备情况看, 年内预计将上线《天使纪元》海外版、《猎龙计划》、《三十六计》、大 IP 手游《权力的游戏》等产品, 2018 年预计将逐渐进入公司的收获期。

■ **手游增长引擎的切换与海外地区的推进依然是中长期的核心看点:** 公司作为国内出海领先的 A 股游戏龙头, 2017 年海外地区营收占比进一步上升至 60.83%, 在国内市场竞争环境较为激烈的情况下, 海外地区的推进有助于打开中长期的成长空间, 建议关注《天使纪元》海外版以及海外代理产品的上线。另一方面, 2017 年整体手游营收占比提升至 71.12%, 依然为增长主驱动。公司在世界级 IP 的布局上处于行业领先地位, 目前《权力的游戏》、《星球大战》等顶级 IP 产品均处于研发阶段, 后续上线将有望推动手游业务增长引擎的切换。

■ **投资建议:** 受项目推迟及汇兑损益等影响, 2017 年业绩低于此前预期。但从公司研发投入以及项目储备来看, 2018 年有望成为公司的收获期。我们维持对公司中长期发展的看好, 建议积极关注公司新品进展以及海外推进情况。考虑重点项目延期导致利润释放时点推迟, 同时考虑 2018 年投资收益确认的影响, 我们适当下调了公司的盈利预测, 预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 1.43/2.03/2.47 元, 对应当前股价 PE 为 15/11/9 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; 投资收益无法确认的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.02
一年最低/最高价	18.29/33.72
市净率(倍)	4.83
流通 A 股市值(百万元)	12,706

基础数据

每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	38.69
总股本(百万股)	888
流通 A 股(百万股)	577

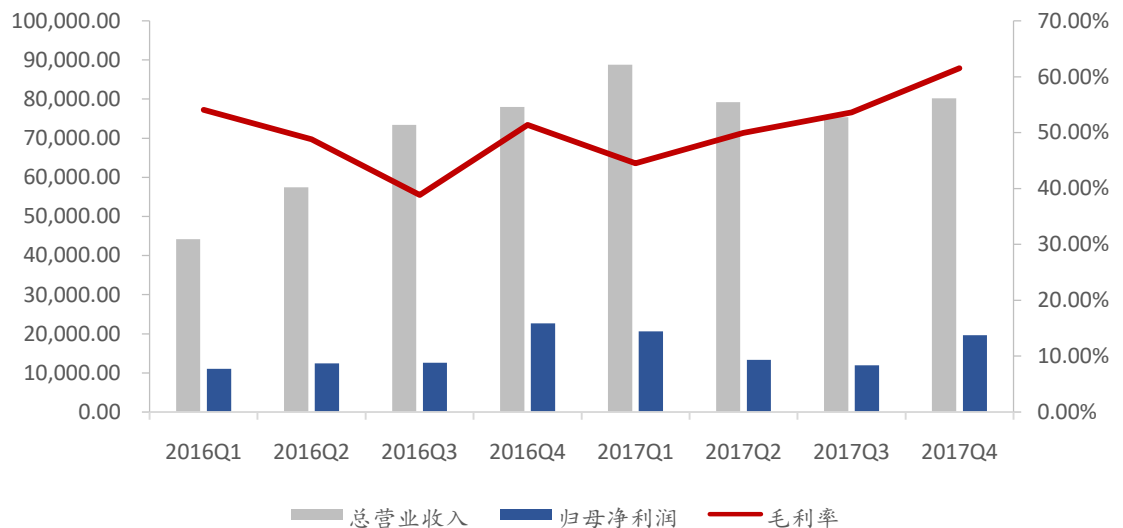
相关研究

1. 游族网络: 业绩符合预期, 关注后续重磅产品的上线 -20171030
2. 游族网络: 重核心、轻节奏, 关注中长期不变的亮点 -20170824
3. 游族网络: 催化剂已至, 纵向与横向积累下的红利收割 -20170626
4. 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
5. 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

1. 投资收益确认延迟，经营处于边际改善中

公司发布 2017 年报，报告期内营收 32.36 亿元，同比增长 27.89%，实现归母净利润 6.56 亿元，同比增长 11.57%，扣非归母净利润 5.99 亿元，同比增长 7.91%；其中 Q4 单季度营收 8.02 亿元，同比增长 2.82%，环比增长 6.44%，实现归母净利润 1.97 亿元，同比下降 13.42%，环比增长 63.99%。

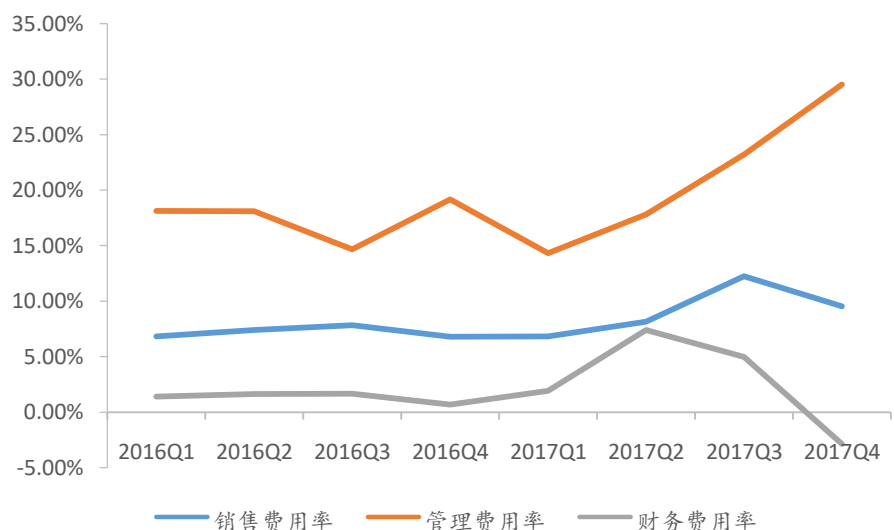
图表 1：2016Q1-2017Q4 营收与归母净利润季度变化（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

由于主力产品推广期已过，四季度营业成本环比下降，带动毛利率环比上升至 61.49%。在一季度重磅产品《天使纪元》的优异表现下，预计季度营收环比将有明显的提升。季度费用方面，管理费用四季度环比出现较为明显的上升，主要由于研发团队的搭建以及团队奖励等因素的影响。销售费用方面，由于四季度产品的营销推广节奏放缓，环比略微下降。

图表 2：2016Q1-2017Q4 季度期间费用率变化（季度营收占比）



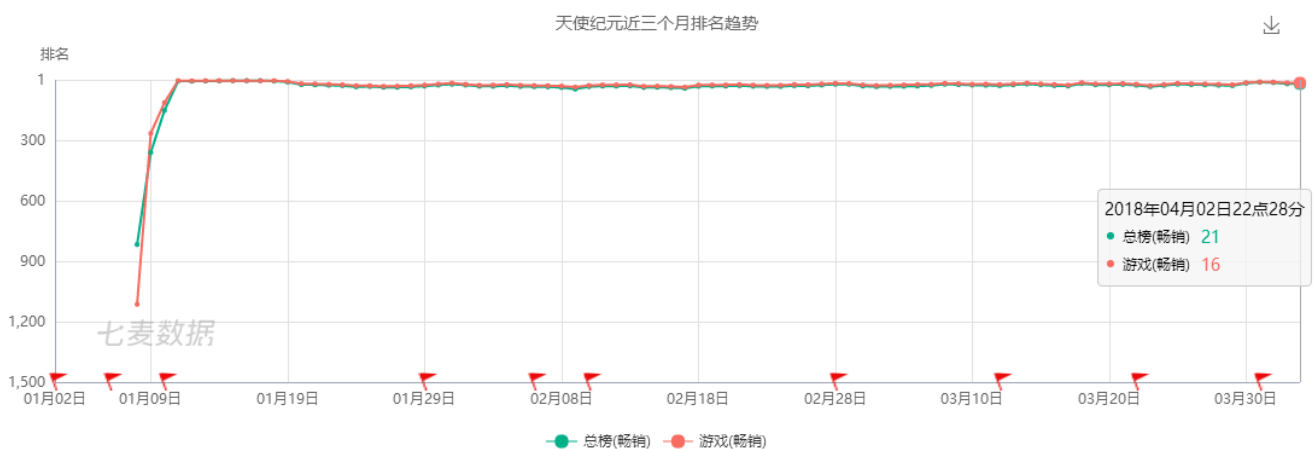
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 推行“6+1”品类战略，2018年重点项目逐渐进入收获期

公司推行“6+1”的品类战略，打造横向拓展的多品类游戏矩阵，将在 MMO、SLG、卡牌、二次元等六大网络游戏品类和一个 PC 品类上着重布局。从公司在研发团队建设以及产品储备方面看，2017 年为重点项目的投入期。报告期内研发人员数量同比增长 76.75%至 1467 人，研发投入同比增长 85.64%至 3.21 亿元，研发占营收的比重从 6.83% 提升至 9.92%，在国内同级别公司中研发投入规模具有明显的领先优势。

另外从重点项目的上线节奏看，除了 1 月份以来《天使纪元》表现超预期外，年内预计将上线《天使纪元》海外版、《猎龙计划》、《三十六计》、大 IP 手游《权力的游戏》等产品，2018 年预计将逐渐进入公司的收获期。

图表 3:《天使纪元》上线以来中国区 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，东吴证券研究所

3. 手游增长引擎的切换与海外地区的推进依然是中长期的核心看点

公司作为国内出海领先的 A 股游戏龙头，2017 年海外地区营收占比进一步上升至 60.83%，海外营收从 12.68 亿元上升至 19.68 亿元，同比增长 55.23%。在国内市场竞争环境较为激烈的情况下，海外地区的推进仍然是二线游戏厂商的重点发展方向，向海外地区推进有助于打开中长期的成长空间，建议关注《天使纪元》海外版以及海外代理产品的上线。

另一方面，2017 年整体手游营收占比提升至 71.12%，手游营收从 12.82 亿元上升至 23.01 亿元，同比增长 79.55%。页游业务则同比下滑 26.56%至 9.04 亿元。手游业务的高速增长弥补了页游行业整体下滑所带来的影响，手游业务仍为公司未来发展的主要看点。我们认为公司在世界级 IP 的布局上处于行业领先地位，目前《权力的游戏》、《星球大战》等顶级 IP 产品均处于研发阶段，将有望推动手游业务增长引擎的切换。

4. 投资建议

受项目推迟及汇兑损益等影响，2017 年业绩低于此前预期。但从公司研发投入以及项目储备来看，2018 年有望成为公司的收获期。我们维持对公司中长期发展的看好，建议积极关注公司新品进展以及海外推进情况。考虑重点项目延期导致利润释放时点推迟，同时考虑 2018 年投资收益确认的影响，我们适当下调了公司的盈利预测，预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 1.43/2.03/2.47 元，对应当前股价 PE 为 15/11/9 倍，维持“买入”评级。

图表 4：游族网络盈利预测

财务摘要（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入（百万元）	3,235.7	4,806.5	6,729.0	8,074.9
同比%	28%	49%	40%	20%
净利润（百万元）	655.9	1,273.0	1,800.7	2,198.1
同比%	12%	94%	41%	22%
每股净收益（元）	0.74	1.43	2.03	2.47
PE	29.8	15.4	10.9	8.9

资料来源：Wind，东吴证券研究所注：股价为 2018 年 4 月 2 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；

投资收益无法确认的风险；

游族网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,134.0	4,146.4	6,547.8	9,848.6	营业收入	3,235.7	4,806.5	6,729.0	8,074.9
货币资金	1,937.8	1,290.8	3,940.7	6,015.8	营业成本	1,547.6	2,547.4	3,627.1	4,352.5
应收和预付款项	907.7	2,567.1	2,318.7	3,544.3	营业税金及附加	20.2	26.1	36.5	43.8
存货	-	-	-	-	销售费用	293.7	386.1	437.4	524.9
其他流动资产	288.5	288.5	288.5	288.5	管理费用	679.7	712.5	874.8	1,049.7
非流动资产	3,502.0	3,586.1	3,691.6	4,102.5	财务费用	90.5	99.7	77.1	46.5
长期股权投资	443.2	627.5	677.5	727.5	资产减值损失	70.4	62.1	87.0	104.4
投资性房地产	101.6	101.6	101.6	101.6	投资收益	2.8	184.3	50.0	50.0
固定资产和在建工程	699.1	686.9	794.9	1,165.6	其他经营损益	110.0	153.8	215.3	258.4
无形资产和开发支出	1,245.7	1,236.0	1,226.3	1,216.6	营业利润	646.3	1,310.7	1,854.6	2,261.5
其他非流动资产	1,010.8	934.1	891.3	891.3	营业外净收支	27.2	16.0	20.2	24.2
资产总计	6,635.9	7,732.5	10,239.5	13,951.1	利润总额	673.5	1,326.7	1,874.8	2,285.7
流动负债	2,138.8	1,568.0	2,268.3	3,775.9	所得税	9.4	48.7	68.0	81.6
短期借款	1,274.3	-	-	-	净利润	664.1	1,278.0	1,806.7	2,204.1
应付和预收款项	844.2	1,568.0	2,268.3	3,775.9	少数股东损益	8.3	5.0	6.0	6.0
长期借款	-	398.2	398.2	398.2	归属母公司股东	655.9	1,273.0	1,800.7	2,198.1
					净利润				
其他负债	448.9	419.9	419.9	419.9	EBIT	633.3	1,348.8	1,838.9	2,196.6
负债合计	2,567.5	2,386.1	3,086.3	4,593.9	EBITDA	777.0	1,401.3	1,896.3	2,231.4
股本	888.5	888.5	888.5	888.5					
资本公积	930.3	881.9	881.9	881.9	重要财务与估值	2017A	2018E	2019E	2020E
					指标				
留存收益	2,243.3	3,505.3	5,306.1	7,504.1	每股收益(元)	0.74	1.43	2.03	2.47
归属母公司股东权益	4,051.2	5,324.1	7,124.9	9,322.9	每股净资产(元)	4.56	5.99	8.02	10.49
少数股东权益	17.3	22.3	28.3	34.3	发行在外股份(百万股)	888.5	888.5	888.5	888.5
股东权益合计	4,068.4	5,346.4	7,153.1	9,357.2	ROIC(%)	12.9%	40.6%	47.5%	73.2%
负债和股东权益合计	6,635.9	7,732.5	10,239.5	13,951.1	ROE(%)	16.2%	23.9%	25.3%	23.6%
					毛利率(%)	52.2%	47.0%	46.1%	46.1%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	EBITMargin(%)	23.0%	28.1%	27.3%	27.2%
经营性现金净流量	741.5	829.3	2,794.6	2,462.7	销售净利率(%)	20.5%	26.6%	26.8%	27.3%
投资性现金净流量	-663.5	-34.7	-180.6	-476.7	资产负债率(%)	38.7%	30.9%	30.1%	32.9%
筹资性现金净流量	873.1	-1,296.4	35.9	89.1	收入增长率(%)	27.9%	48.5%	40.0%	20.0%
现金流量净额	937.5	-501.8	2,649.9	2,075.1	净利润增长率(%)	11.6%	94.1%	41.5%	22.1%
					(%)				
折旧与摊销	143.8	52.5	57.5	34.7	P/E	29.8	15.4	10.9	8.9
资本支出	226.4	50.0	200.0	500.0	P/B	4.8	3.7	2.7	2.1
经营营运资本增加	328.5	401.5	-929.5	-268.5	EV/EBITDA	24.0	13.6	8.6	6.4

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>