

手游和海外业务持续发力，顶级 IP 作品上线 18 年业绩可期

——游族网络 年报点评报告

年报点评报告

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑 (联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 事件:

游族网络 2018 年 4 月 2 日晚间公布年报: 公司 2017 年实现营业收入 32.36 亿元, 同比增长 27.89%; 归母净利润 6.56 亿元, 同比增长 11.57%; 拟每 10 股派发现金红利 0.75 元 (含税), 不以资本公积金转增股本。

公司发布未来三年 (2018 年-2020 年) 股东回报规划: 公司在有 (无) 重大资产投资计划或重大资金支出安排的情况下, 现金分红不低于该次利润分配总额的 20% (40%); 每年现金分红不低于当年实现可分配利润的 10%, 未来三年累计现金分红不低于未来三年实现的年均可分配利润的 30%。

● 全年营收表现亮眼，四季度净利环比大增:

公司全年营业收入同比增长 27.89%，增速亮眼，归母净利润同比增长 11.57% 略逊于营收增速，主要原因是: (1) 手游业务扩张较快导致毛利率略有下降，较 2016 年下滑 3.02pct; (2) 报告期内产品密集上线导致流量宣传费用、研发费用及管理费用的增加，三费合计占营收比为 32.88%，较 2016 年上升 6.91pct。

分季度来看，公司四季度实现营收 8.02 亿元，归母净利润 1.97 亿元，环比大增 63.99%，表明公司已经从产品投放阶段过渡到稳定盈利阶段，未来盈利能力有望进一步提升。

● 业务结构进一步优化，手游和海外业务成核心盈利增长点:

移动游戏方面，公司全年实现营收 23.01 亿元，同比大增 79.55%，主要得益于《狂暴之翼》、《少年三国志》、《刀剑乱舞》以及《大军师司马懿之军师联盟》等手游的强势表现。

页游方面，公司报告期内页游营收同比减少 26.56%，但毛利率大幅上升 15.87 个百分点至 58.23%，使得页游业务毛利不降反增 (同比增长 0.94%)，公司业务结构向移动游戏端倾斜优化的同时，《女神联盟》、《女神联盟 2》以及《射雕英雄传》等核心页游产品仍然表现出强大的吸金能力。

分地区来看，公司海外业务全年营收达到 19.68 亿元，同比增长 55.23%，占总营收比重进一步提升至 60.83%；国内业务业绩稳定，实现营收 12.68 亿元，同比微增 0.42%。公司坚持全球化的战略，2016 年收购欧洲知名游戏商 Bigpoint，2017 年成立印度子公司，不断扩大海外发行版图，目前一站式发行已覆盖 190 多个国家和地区，《狂野之翼》和女神系列在全球市场均获得巨大反响。

● 研发能力出众构建精品矩阵，顶级 IP 陆续上线或迎来业绩爆发:

报告期内，公司在产品研发上注重构建多品类矩阵，辅以全球化发行平台，体现出了高度研运一体化的能力。公司研发团队在原有的八大工作室的基础上，进一步引入北京、成都、广州和上海的将近 10 个成熟游戏团队，研发实力得到进一步提升。截至 2017 年末，公司研发人员数量达到 1467 人，

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.04.02
收盘价(元):	22.02
一年最低/最高(元):	18.29/33.8
总股本(亿股):	8.88
总市值(亿元):	195.64
流通股本(亿股):	5.77
流通市值(亿元):	127.04
近 3 月换手率:	89.73%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.43	0.84	-36.06
绝对	0.32	-2.44	-22.63

相关报告

《“手游+海外”助力公司业绩再上新台阶》2017-08-23

研发人员占比达到 65.61%，在二线游戏厂商中处于顶尖水平。

公司 IP 储备十分丰富，目前手握《盗墓笔记》、《三体》、《权力的游戏》及《星球大战》等顶级 IP，其中：（1）公司已与华纳兄弟达成战略合作，将与 HBO 全球授权团队共同推出《权力的游戏》手游，预计最早将于 2018 年内上线；（2）3 月 22 日外媒《金融时报》称，亚马逊影业正商谈购买《三体》版权，计划制作三季电视剧，项目总投资达 10 亿美元，规模或超过《权力的游戏》。此外，公司手游《天使纪元》已于 2018 年初公测，上线后获得大量好评并迅速升至畅销榜前列，为公司带来客观流水；后续 IP《猎龙计划》及《三十六计》也有望在 2018 年上线。我们认为公司核心产品已经进入集体放量期，2018 年业绩或将呈现爆发式增长。

● 盈利预测与评级：

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 9.23、12.72、16.64 亿元，对应 EPS 分别为 1.04、1.43 和 1.87 元。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 21、15 和 12 倍。考虑到公司研发优势明显，海外发行布局完善，IP 储备丰富，《权力的游戏》和《三体》或于 2018 年内上线，我们看好公司短期的业绩增速和未来业绩增长的可持续性，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**游戏流水不达预期，行业监管收紧，经营管理成本进一步上升。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,530	3,236	4,311	5,438	6,511
增长率(%)	64.9	27.9	33.2	26.1	19.7
净利润(百万元)	588	656	923	1,272	1,664
增长率(%)	14.0	11.6	40.6	37.8	30.9
毛利率(%)	47.6	52.2	54.2	54.4	54.7
净利率(%)	23.2	20.3	21.4	23.4	25.6
ROE(%)	21.9	16.3	18.7	21.2	22.4
EPS(摊薄/元)	0.66	0.74	1.04	1.43	1.87
P/E(倍)	33.3	29.8	21.2	15.4	11.8
P/B(倍)	7.2	4.8	3.9	3.2	2.6

券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1641	3134	3421	3953	5096
现金	650	1938	1647	2132	2727
应收账款	658	474	1035	868	1410
其他应收款	55	73	97	118	140
预付账款	175	360	353	546	531
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	103	288	288	288	288
非流动资产	3063	3502	3993	4525	4947
长期投资	310	443	556	679	812
固定资产	709	699	1094	1532	1845
无形资产	289	264	253	236	234
其他非流动资产	1755	2096	2090	2077	2056
资产总计	4704	6636	7413	8478	10044
流动负债	1492	2139	2024	2065	2226
短期借款	550	1274	1274	1274	1274
应付账款	227	176	337	309	460
其他流动负债	716	688	413	481	492
非流动负债	491	429	385	344	283
长期借款	387	398	355	313	253
其他非流动负债	104	31	31	31	31
负债合计	1983	2568	2410	2409	2509
少数股东权益	9	17	30	47	69
股本	861	888	888	888	888
资本公积	196	930	930	930	930
留存收益	1648	2243	2898	3800	4980
归属母公司股东权益	2711	4051	4974	6023	7465
负债和股东权益	4704	6636	7413	8478	10044

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	561	742	723	1494	1520
净利润	597	664	935	1288	1686
折旧摊销	103	144	127	163	202
财务费用	33	91	92	97	79
投资损失	-32	-3	-20	-35	-50
营运资金变动	-188	-255	-412	-19	-396
其他经营现金流	49	101	0	0	0
投资活动现金流	-652	-664	-598	-660	-574
资本支出	102	178	378	409	289
长期投资	-156	-431	-113	-130	-133
其他投资现金流	-705	-917	-333	-380	-418
筹资活动现金流	269	873	-416	-349	-351
短期借款	350	724	0	0	0
长期借款	81	11	-43	-42	(60)
普通股增加	574	27	0	0	0
资本公积增加	-567	735	0	0	0
其他筹资现金流	-169	-624	-372	-307	-291
现金净增加额	182	937	-291	485	595

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2530	3236	4311	5438	6511
营业成本	1325	1548	1973	2482	2952
营业税金及附加	17	20	26	33	39
营业费用	183	294	345	381	391
管理费用	441	680	862	1033	1172
财务费用	33	91	92	97	79
资产减值损失	35	70	108	152	208
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	3	20	35	50
营业利润	528	646	925	1295	1720
营业外收入	62	32	35	40	45
营业外支出	5	5	5	7	8
利润总额	585	674	954	1328	1757
所得税	-12	9	19	40	70
净利润	597	664	935	1288	1686
少数股东损益	9	8	13	17	22
归属母公司净利润	588	656	923	1272	1664
EBITDA	728	863	1117	1522	1972
EPS(元)	0.66	0.74	1.04	1.43	1.87

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	64.9	27.9	33.2	26.1	19.7
营业利润(%)	22.7	22.4	43.1	40.0	32.8
归属于母公司净利润(%)	14.0	11.6	40.6	37.8	30.9
获利能力					
毛利率(%)	47.6	52.2	54.2	54.4	54.7
净利率(%)	23.2	20.3	21.4	23.4	25.6
ROE(%)	21.9	16.3	18.7	21.2	22.4
ROIC(%)	15.2	11.6	14.5	17.1	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	42.2	38.7	32.5	28.4	25.0
净负债比率(%)	27.0	2.6	1.4	(7.3)	-14.5
流动比率	1.1	1.5	1.7	1.9	2.3
速动比率	1.1	1.5	1.7	1.9	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.9	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	9.2	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.74	1.04	1.43	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.77	0.81	1.68	1.71
每股净资产(最新摊薄)	3.05	4.56	5.60	6.78	8.40
估值比率					
P/E	33.28	29.83	21.21	15.39	11.76
P/B	7.22	4.83	3.93	3.25	2.62
EV/EBITDA	28.04	22.8	17.6	12.6	9.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>