

游族网络 (002174)

公司研究/深度报告

“大 IP+出海” 深入推进，业绩增长前景广阔

深度研究报告/传媒行业

2018 年 4 月 10 日

报告摘要：

► 游戏行业研运一体领军企业，新款手游《天使纪元》表现抢眼

游族网络秉持“全球化、精品化、大 IP”战略，是集游戏研发、渠道发行、代理运营为一体的网络游戏公司。2014 年至 2017 年营收 8.44 亿至 32.36 亿，CAGR56.58%；同期归母净利润由 4.15 亿到 6.56 亿，CAGR16.49%。2018 年主打手游《天使纪元》首日流水破千万，5 日累计流水破五千万，DAU 破百万。

► 游戏用户体量进入存量博弈阶段，手游占据 57% 市场份额成为主角

中国游戏市场持续增长，用户体量开始存量博弈。手游成为游戏行业规模增长绝对驱动力，2014-2017 年复合增长率达到 61.7%。游族网络手游业务比重由 2014 年的 11.9% 迅速增长到 2017 年的 71.1%，手游成为游族未来发展的主要推动力。

► 公司 IP 储备丰富，齐布局原创+影游+二次元 IP 战略，运营效果显著

公司 IP 游戏产品储备丰富，包括自主原创 IP（女神联盟等）、影游联动 IP（盗墓笔记等）、国外顶级 IP（权利的游戏等）以及二次元 IP（刀剑乱舞等），可为 2017 年、2018 年公司业绩增长打下坚实基础。

► 海外市场表现强劲，营收实现大幅增长

2017 年公司海外营收达 19.68 亿元，同比增长 55.21%，占总营收的 60.82%。目前全球发行版图覆盖 190 多个国家和地区，有近 1000 个海外合作伙伴和 8 亿全球用户。收购游戏公司 Bigpoint，建立 Gtarcade 发行平台，助力开拓海外市场。

► 盈利预测

我们预测公司 2018-2020 归母净利润分别为 7.92 亿元、9.73 亿元、12.01 亿元，EPS 分别为 0.89 元、1.10 元、1.35 元，对应当前股价 PE 为 24 倍、20 倍、16 倍。

► 风险提示

市场竞争加剧获客成本过高，新游流水不达预期。

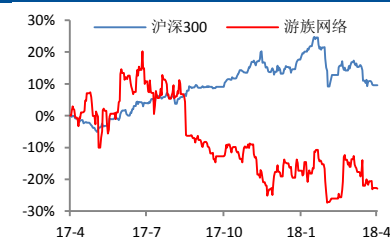
强烈推荐 首次评级

当前价格 21.35 元

交易数据 2018-04-09

近 12 个月最高/最低	33.3/20.14
总股本（百万股）	888
流通股本（百万股）	577
流通股比例%	64.93
总市值（亿元）	190
流通市值（亿元）	123

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：胡琛

执业证号：S0100513070016

电话：010-85127645

邮箱：huchen_yjs@mszq.com

分析师：吴清羽

执业证号：S0100518020002

电话：010-85127645

邮箱：wuqingyu@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,236	4,332	5,662	7,247
增长率（%）	27.9%	33.9%	30.7%	28.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	656	792	973	1,201
增长率（%）	11.6%	20.7%	22.9%	23.4%
每股收益（元）	0.76	0.89	1.10	1.35
PE（现价）	28.1	24.0	19.5	15.8
PB	4.7	3.9	3.3	2.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、页游手游齐头并进，研运一体大有可为.....	3
1.1 借壳登陆 A 股，股权较为集中	3
1.2 各项业务分布均衡，业绩再创新高	3
1.3 八大工作室分工明确，各领域细耕成果显著	4
1.4 《天使纪元》创开年佳绩.....	6
二、游戏行业进入存量市场，精品化将成为主流.....	6
2.1 用户数进入存量博弈，手游占据市场最大份额.....	6
2.2 页游行业整体下滑，同质化严重	9
2.3 手游成为游戏市场主角，未来收入增长将靠 ARPU 增长带动.....	11
三、IP 战略+游戏，运营成果显著	14
3.1 公司 IP 储备丰富，游戏重磅作品蓄势待发	14
3.2 原创+影游+二次元 IP 战略齐布局，增强 IP 影响力.....	15
3.3 拓展二次元 IP 游戏，有望获取新增长点	17
四、全球化版图扩张，海外市场表现强劲.....	18
4.1 全球游戏市场规模扩张，国内自研游戏海外表现优异	18
4.2 全球化战略持续推进，出海成果再创新高	20
4.3 “女神”系列再添新作，《狂暴之翼》《少年三国志》海外表现稳定.....	22
4.4 出海游戏实现本土化多维转变	24
4.5 收购 BIGPOINT、建立 GTARCADE 发行平台，加速全球化布局	25
五、 盈利预测	26
六、 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	30

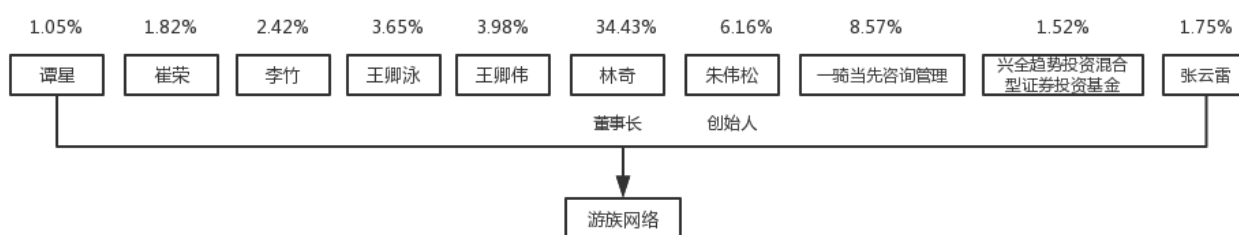
一、页游手游齐头并进，研运一体大有可为

1.1 借壳登陆 A 股，股权较为集中

成功借壳上市，迅速占据行业领先地位。游族网络成立于 2009 年，并于 2014 年 6 月借壳“梅花伞”登陆 A 股主板，是一家集游戏研发、渠道发行、代理运营为一体的网络游戏公司。公司深耕页游与手游领域，凭借着“全球化、精品化、大 IP”逐渐成长为业内领军企业之一。

公司股权集中，董事长持股占比三分之一。据 2017 年年度报告显示，游族网络第一大股东兼董事长林奇持有 34.43% 的股权并对公司有实际控制权，主要负责公司的战略定位和管理。

图 1：游族网络 2017 年十大股东明细

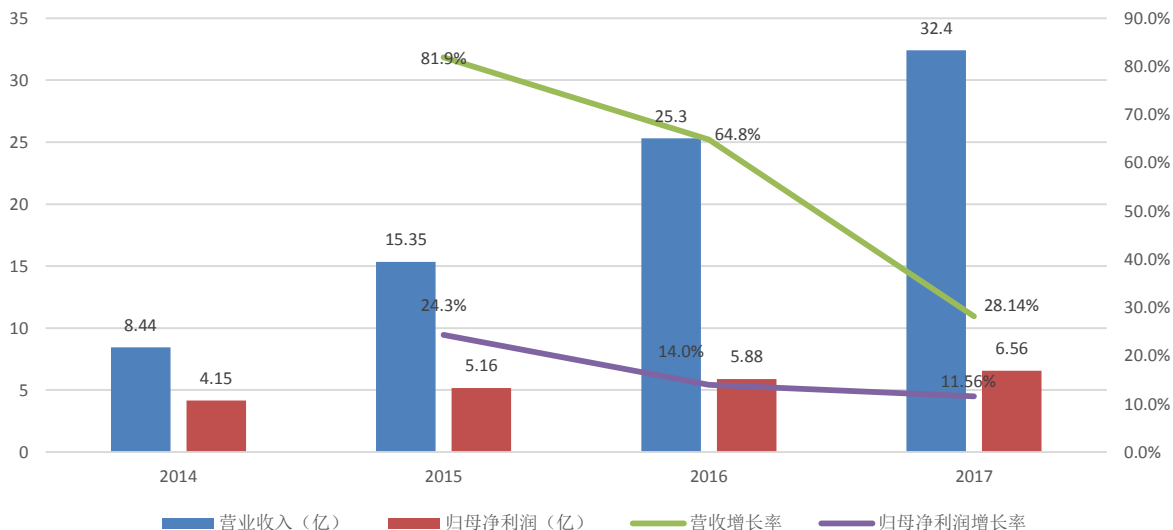


资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.2 各项业务分布均衡，业绩再创新高

营收与净利润逐年增长，业绩大幅提升。自 2014 年公司成功转型以来，盈利能力不断提升。据公司公告及 2017 年年报显示，公司营收已于 2014 年的 8.44 亿增长到 2017 年的 32.4 亿，四年复合增长率达到 56.58%，同比增长 28.14%；归母净利润由 2014 年的 4.15 亿增长到 2017 年的 6.56 亿，复合增长率为 16.49%，同比增长 11.56%。2017 年营业收入及归母净利润实现进一步增长，总体业绩显著提升。

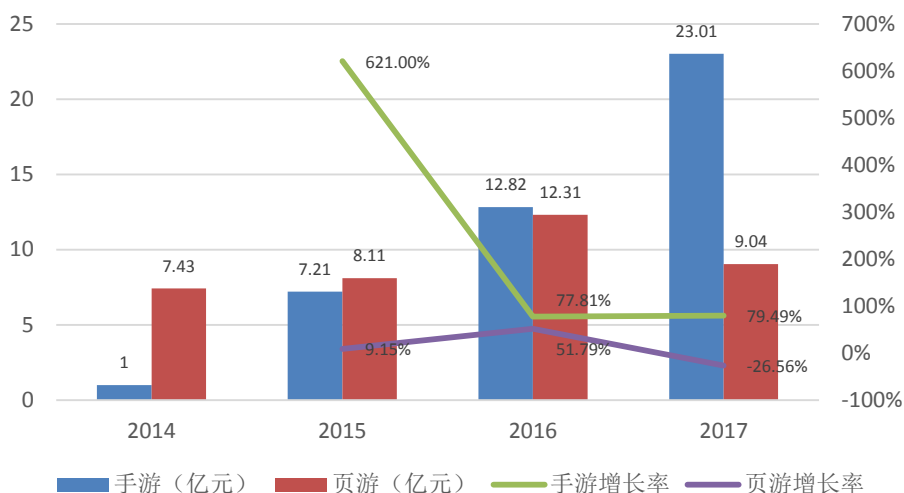
图 2：游族网络近年营业收入及归母净利润变动情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

手游稳定增长，页游同比下降。2017 年全年公司营收达到 32.4 亿元，同比增长 28.14%。其中页游收入 9.04 亿，同比下降 26.56%。受益于公司规模扩大，海外市场大幅度扩展，手游全年收入达到 23.01 亿元，同比增长 79.49%，由于手游在海外市场的优异表现，我们预计公司 2018 年手游营收呈现稳定增长趋势。

图 3：公司业务构成



资料来源：Wind，公司年报，民生证券研究院

1.3 八大工作室分工明确，各领域细耕成果显著

八大工作室各有所长，深耕各自细分领域。为提升研发及执行效率，公司于 2015 年实施工作室制度。八大工作室以 IP 类型以及细分领域为基础搭建，此种搭建方式的优势在于能够根据玩家细分群体开发针对性游戏，从而维持 IP 续作生命力，同时扁平化的管理能使得公司在信息高速流转的互联网行业提高效率。八大工作室中，大侠工作室擅长于制作“侠客类”主题页游；无限工作室以卡牌类代表作《少年三国志》出名；女神工作室是游族网络的王牌工作室，《女神联盟》系列页游的推出获得了 1.5 亿月流水的成绩；战神工作室擅长于制作策略性页游。此外，为了开拓中国的手游市场，公司还相继成立了星火、环球、新番、AH 工作室。星火工作室作为新锐擅长于制作精品休闲游戏，其代表作《爱心推手》、《Yesterday》获得了 App Store 的全球推荐；新番工作室主打二次元系列；环球工作室则注重海外发行，是公司海外业务的支柱；AH 工作室专注于研发 H5 新类型游戏，是游族网络科研创新的游戏基地。

表 1：八大工作室

类型	工作室	特点	代表作品	成绩
老牌工作室	大侠工作室	王鹏飞领衔，擅长“侠”系列影游联动	《盗墓笔记》 《大侠传》 《射雕英雄传》 《天使纪元》 代理发行《狂暴之翼》	《盗墓笔记》：于 2016 年 8 月公测，10 月份流水破亿；截止至 2016/10/30，总激活用户超 7000 万，总开服数达 4000 多组；截止至 2018/1/24，总开服数达 1708 组 《大侠传》：上线连续 3 周联运市场排名第三，月流水超 4000 万 《射雕英雄传》：上线不足一个月的新开服数攀升至市场前五。截止至 2017 年 9 月，新《射雕英雄传》页游日活跃用户数峰值达 70 万，单日流水峰值已过百万 《天使纪元》首日流水破千万，5 日累计流水破五千万，DAU 破百万
	无限工作室	程良奇带领“卡牌最强工作室”打造少年系列	《少年三国志》 《少年西游记》	《少年三国志》：发布至今总流水 41 亿，月流水峰值达 2 亿，全球用户达 1 亿 《少年西游记》：上架 7 日流水 5000 万，月流水 2 亿
	战神工作室	首席制作人崔少专业制作 SLG 页游	《三十六计》 《大皇帝》	《三十六计》截止 2013/9/30（运营四年）累计充值金额超过 7400 万元
	女神工作室	雷雨带领打造女神系列传奇	《女神联盟》 《一代宗师》 《女神联盟 2》	《女神联盟》：页游、手游系列产品同时在业界口碑与收入规模达到巅峰。页游凭借全球 2 亿用户及 1.5 亿月流水，获得海内外一致好评，蝉联国内“年度十大最受欢迎页游”外，在

				海外评为“Facebook 年年度最佳新游戏”；手游公测之后，迅速发行到台湾等地，月流水突破亿元
新锐工作室	星火工作室	专注休闲游戏的新锐手游工作室	《爱心推手》 《夜与光》	
	环球工作室	刘万芹负责全球市场发行	负责《女神联盟》《狂暴之翼》等游戏海外发行	
	新番工作室	专注二次元游戏运营，拥有《刀剑》IP	《刀剑乱舞-ONLINE》	2017 年 2 月《刀剑乱舞》手游版登陆中国 iOS 平台，据 App Annie 数据，截止 2017 年 2 月 24 日位居 RPG 游戏下载榜第一
	AI 工作室	主打 H5 类型新游戏 游戏创新研发基地	《快乐捕鱼》	2016 年 Facebook 最佳页游

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 《天使纪元》创开年佳绩

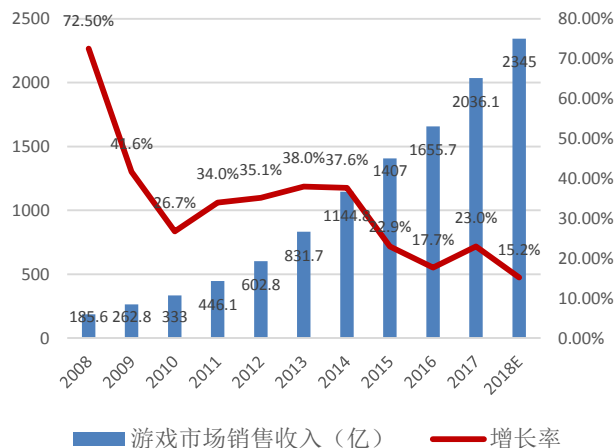
《天使纪元》是由游族网络花费两年时间倾心制作的首款主打竞技类玩法、游戏社交性和战斗体验的 MMO 魔幻题材手游，开发期间公司聘请了知名日韩动漫音效专家来提升玩家体验度，邀请刘亦菲以“天使”形象为游戏代言，并在近期热点答题平台“百万英雄”上投放广告，以增加游戏热度与话题性，为公测提前蓄势。开服首日《天使纪元》流水破千万，5 日累计流水破五千万，DAU 破百万，排名 iOS 畅销榜前五、安卓精品新游界面首位。作为 18 年开年主打手游，游族网络有望打破当前 MMO 大厂垄断的局面。

二、游戏行业进入存量市场，精品化将成为主流

2.1 用户数进入存量博弈，手游占据市场最大份额

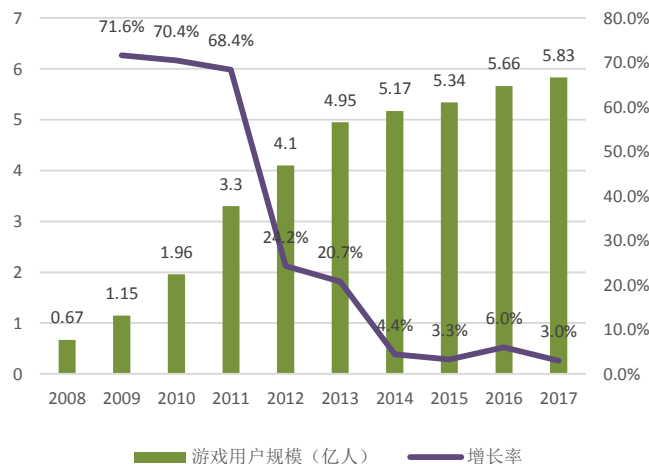
中国游戏市场持续增长，用户体量进入存量博弈。中国游戏市场规模在过去 9 年皆保持高速增长，行业销售规模突破 2000 亿元，最近 3 年复合增长率达到 21.2%。2011 年前，市场规模的扩大主要来自于用户数量的飞速增长以及页游的快速发展。而 2011 年之后，页游市场保持高增速的同时，手游市场也随着智能手机数量的提升而飞速发展，使得游戏行业规模进一步提高。2014 年，游戏市场用户总规模突破 5 亿人次，之后新增用户增速减缓至 4%，人口红利逐渐消失，用户数量进入存量市场，此后行业的增长主要得益于精细化运营与用户付费习惯的形成。

图 4：游戏市场销售收入



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

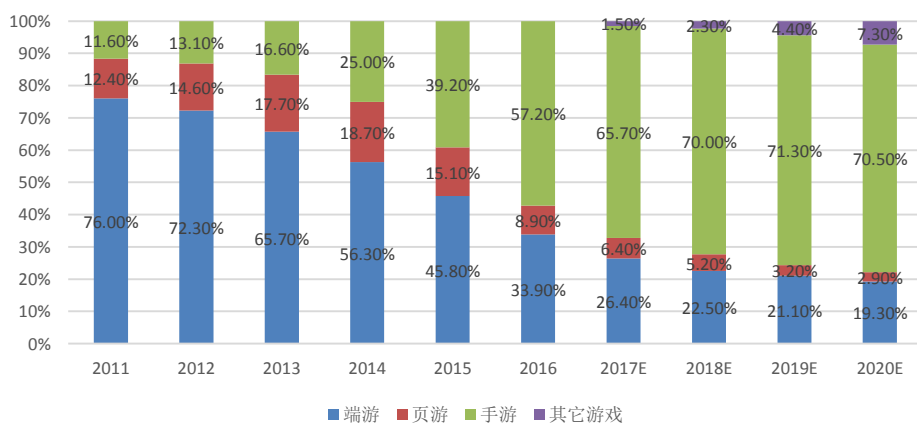
图 5：游戏市场用户规模



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

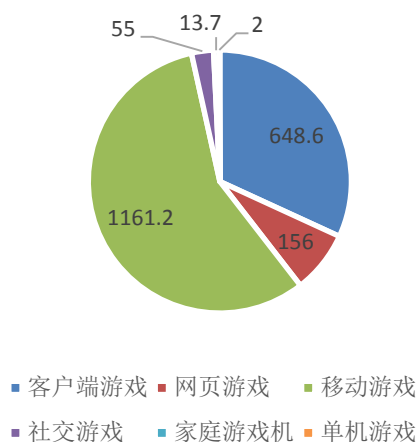
国内网络游戏以手游为主，占据了游戏市场近 60% 的市场份额。由于手游无需长时间下载且具有通过智能手机随时随地可玩的方便与便携性，其市占率从 2011 年的 11.6% 逐步增长到 2017 年预计的 65%，市场规模达到 1162 亿人民币，成为行业主导游戏品类。而端游市占率则逐步从 2011 年的 76% 的绝对主导地位预计下滑到 2017 年 26.4% 的份额。页游市场由于质量与流量的不对等以及受到的手游的影响，在 2014 年达到巅峰后份额从 2015 年的 15.1% 逐步下滑至 2017 年预计的 6.4%，并将持续滑落至 2020 年的 2.9%。

图 6：各类网络游戏销售收入市场份额变化趋势



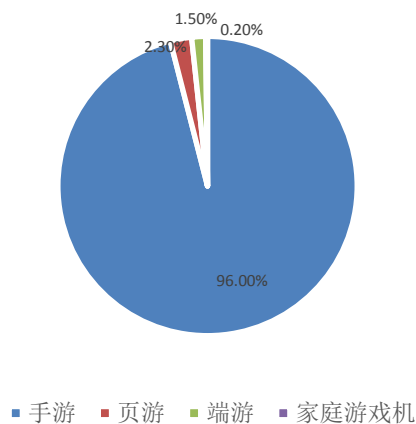
资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

图 7：2017 年各类游戏市场规模



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

图 8：2017 年广电总局批准出版各类游戏占比



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

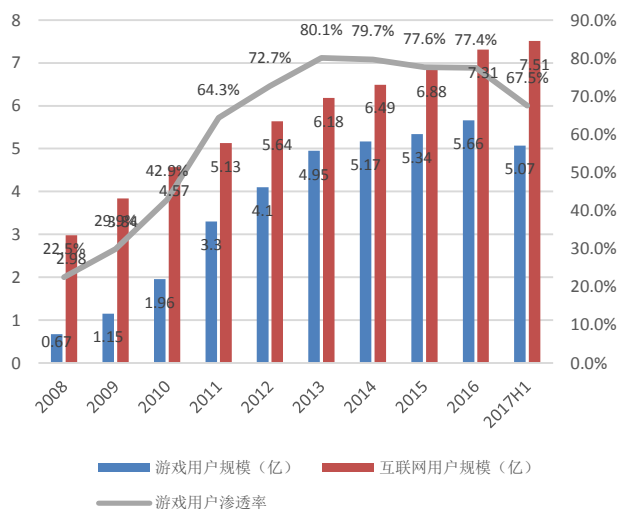
游戏用户渗透率已见顶，ARPU 增长将带动行业规模增长。根据中国产业信息网数据，我国游戏用户渗透率从 2008 年的 22.5% 达到 2017 年的 67.5%，对比同期美国 62% 的渗透率，用户规模上升空间不大，人口红利消失。相比与美国与德国 200 美元左右的 ARPU，中国游戏市场 ARPU 仅为 46 美元左右，增长空间巨大。今后游戏市场整体将由增量转变为存量市场，市场规模的扩张将主要来源于 ARPU 的增长，精细化运营以及高质量产品的推出。2008 年至 2011 年游戏市场还以端游及页游为主角，市场特点为“平价网游”即“低 ARPU 高付费转化率”，市场规模逐年增长，但 ARPU 由 2008 年的 277 元逐年递减到 2011 年 135.2 元的低点。

表 2：各国 2016 年游戏市场 ARPU 值

国家	游戏 ARPU (美元)
美国	224
德国	192
中国	46 (293 元人民币)
俄罗斯	35

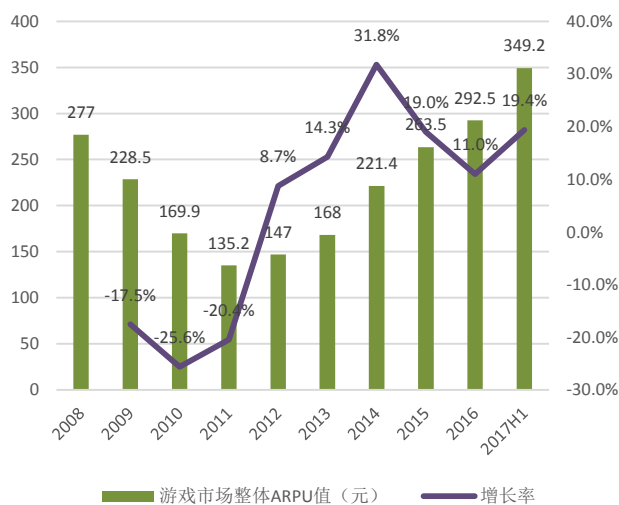
资料来源：艾维邑动，民生证券研究院

图 9：游戏市场整体用户渗透率



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

图 10：游戏市场 ARPU 值



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

2.2 页游行业整体下滑，同质化严重

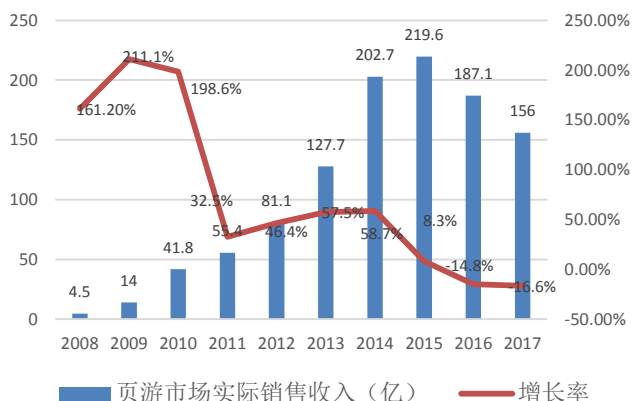
页游已进入行业规模下降阶段，销售收入与用户规模同时下跌。国内网页游戏市场诞生于 2007 年，其无需下载且轻度化的游戏体验模式在时间有限的白领及学生中迅速积聚大量人气，行业规模也从 2008 年的 4.5 亿飞速增长到 2015 年的 219 亿。在 2015 年规模达到顶峰后，页游游戏的同质化、体验度不高、研发投入不足，以及页游玩家转手游等问题凸显，导致页游游戏用户数量于 2014 年开始连续 4 年负增长且行业规模也缓慢下跌至 2017 年 156 亿的水平。

图 11：页游发展历程



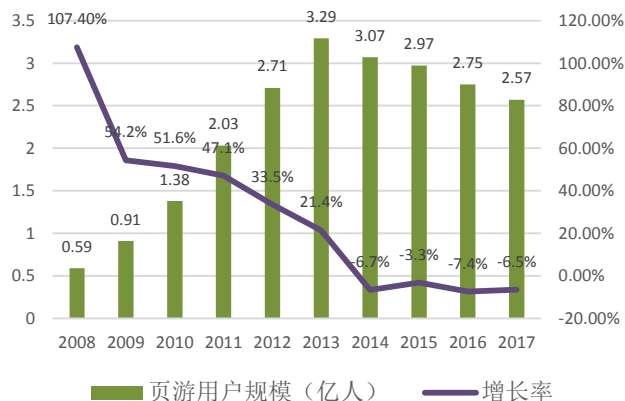
资料来源：游资网，民生证券研究院

图 12: 页游市场销售收入



资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

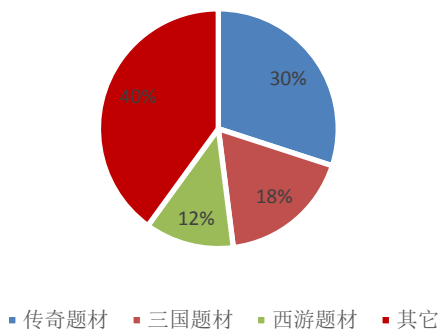
图 13: 页游市场用户规模



资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

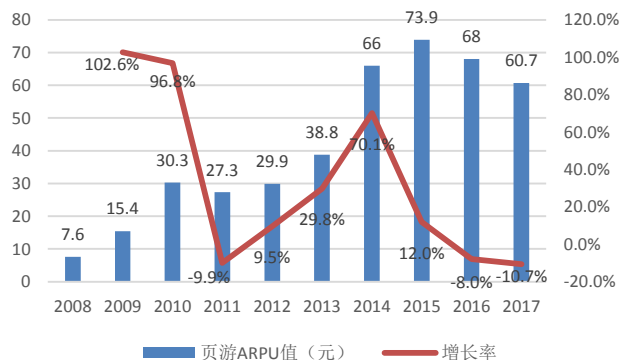
页游产品严重同质化, ARPU 两年连跌。网页游戏市场同质化及抄袭现象突出, 以“传奇”“西游”“三国”为题材类型的网页游戏占据 60% 的行业规模, 几乎没有内容上的创新。而大部分厂商“页转手”后也没有足够的研发投入来达到题材及模式的创新, 导致页游 ARPU 值在 2015 年最高点 73.9 元后连续两年下跌至 2017 年的 60.7 元。根据“9k9k”页游研发公司 2017 年度开服数量来看, 浙江盛和与三七互娱研发实力突出, 而游族网络紧随其后位列第三名。

图 14: 页游游戏主要 IP 题材类型占比



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

图 15: 页游 ARPU 值



资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

表 3: 页游研发公司 2017 年开服数量排名

排名	公司名称	服务器组数
1	浙江盛和	33,380
2	三七互娱	33,090
3	游族网络	14,203
4	北京青云互动	11,983
5	广州创思	11,954
6	北金文脉互动	11,065

7	无锡七酷	10,333
8	广州创娱	9,109
9	智远时空	7,899
10	棋曜互娱	7,441

资料来源: 9k9k, 民生证券研究院

2.3 手游成为游戏市场主角，未来收入增长将靠 ARPU 增长带动

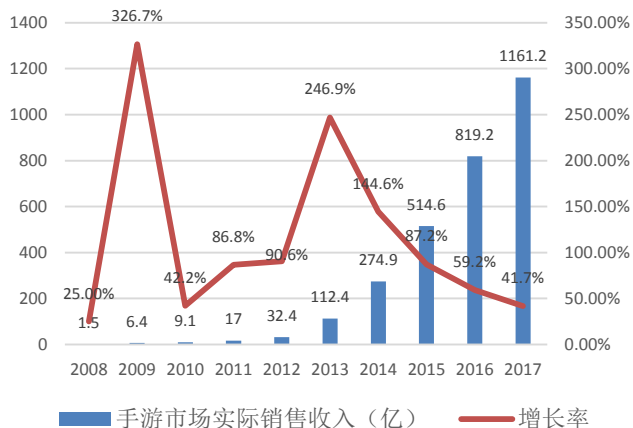
手游成过去游戏行业规模增长绝对驱动力，3 年复合增长率达到 61.7%。我国手游市场规模从 2008 年的 1.5 亿持续高速增长达到 2017 年的 1161.2 亿元，最近三年复合增长率达到 61%。2013 年我国智能手机出货量激增至 4.1 亿台，带动手游用户达到 3.1 亿，同比增长 248.3%。同年我国手游市场规模也突破百亿大关达到 112 亿，同比增长 246%。2016 年发布的《王者荣耀》继续推动手游市场的火热行情，但手游用户人数已基本饱和，2017 年手游市场销售收入增长 41.7% 达到 1161 亿元，但用户规模仅增长了 4.9% 达到 5.54 亿人。在同时剔除《王者荣耀》2016 与 2017 年的收入后，2017 年手游市场实际销售收入为 929.2 亿元，同比增长仅为 23.7%，相较于未剔除前减少 18 个百分点。

图 16: 手游发展历程



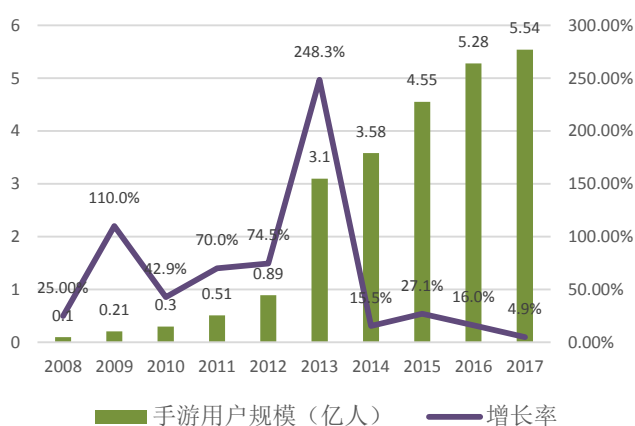
资料来源: 游资网, 民生证券研究院

图 17: 手游市场实际销售收入



资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

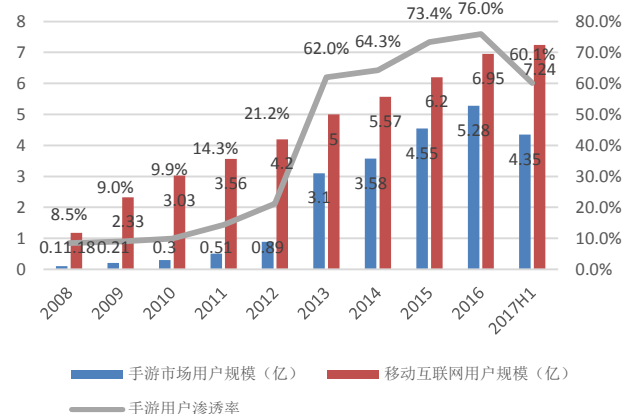
图 18: 手游市场用户数量



资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

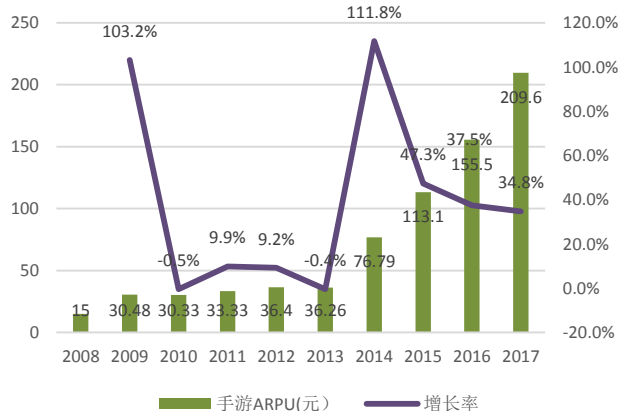
手游市场渗透率同样见顶, ARPU 稳中有升。手游市场渗透率已于 2016 年增长到 76% 的水平, 并于 2017H1 维持在了 60.1% 的高位, 市场将逐步转换成存量市场。相比于游戏整体市场以及页游的 ARPU 值, 手游 ARPU 并未出现过下滑, 最近 3 年复合增长率达到 39.75%。2013 年前手游 ARPU 基本保持稳定, 2014 年 ARPU 111.8% 的快速增长主要来自于用户付费习惯的形成以及腾讯游戏平台《天天飞车》与《雷霆战机》等手游的火热, 腾讯单平台贡献 112 亿营收占全行业营收的 40%。2017 年手游 ARPU 达到 209.6 元是页游的 3 倍以上, 增长率达到了 34.8% 的水平。

图 19: 手游用户渗透率



资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

图 20: 手游 ARPU 值

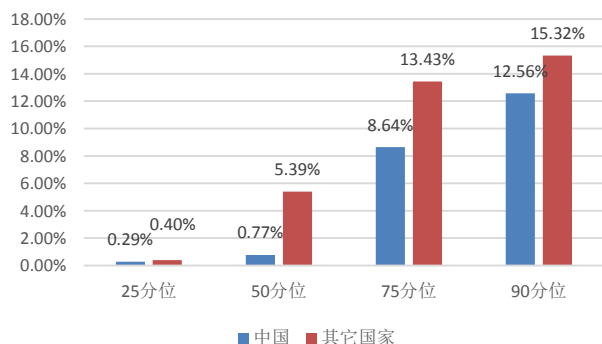


资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

中国玩家对游戏品质要求更高, 但接受后付费能力极强。根据 GameAnalytics2016 年报告显示与世界其它国家相比, 中国玩家对游戏的品质要求更高更为挑剔, 在各个付费转换率排名分位上中国玩家的付费转换率都更低, 在中位数区间差距尤为明显, 呈现出 0.77% 比 5.39% 转换率的差距。而在付费转换率最高的前 10% 游戏中, 中国玩家的付费转换率也仅达到了 12.5%

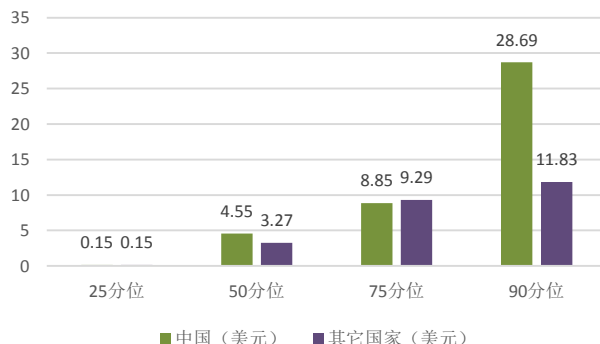
左右。但在认可游戏内容及体验后，中国玩家将更愿意付费且倾向购买最好的装备等游戏内产品。在高消费玩家群体的 90 分位上，中国玩家追求“最好”产品的特性突出，ARPPU 值达到 2 倍于其它国家的水平。未来模式创新、游戏体验度好、可玩度高的游戏会符合中国玩家的胃口，成为存量游戏市场的赢家。

图 21：2016 付费用户转换率



资料来源：GameAnalytics，民生证券研究院

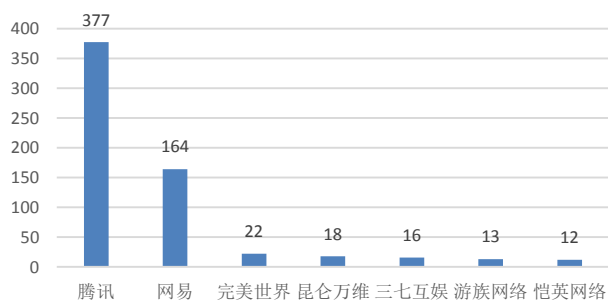
图 22：2016 付费用户 ARPU 值



资料来源：GameAnalytics，民生证券研究院

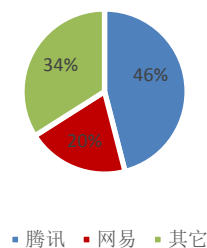
手游行业进入“2+N”时代，精品游戏将抢占更大市场份额。2017H1 腾讯手游业务收入达 148 亿元，占领行业半壁江山，市占率达到 46.7%。而网易 2017H1 手游收入 68.3 亿，市占率达到 26.3%，中国手游 CR2 合计占据行业接近 73% 市场。相比于 2016H1 数据，2017 年同期市场前十名游戏所占份额由 59.4% 提高到 75.9%，精品游戏正逐渐占据更大的市场份额。

图 23：2016 年国内主要游戏厂商手游业务收入（亿）



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 24：手游 CR2 2016 年行业市占率



资料来源：中国报告网，民生证券研究院

图 25: 国内手游 CR10 游戏市场规模 (亿)

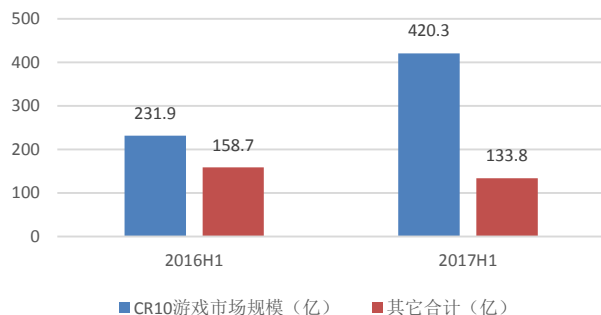
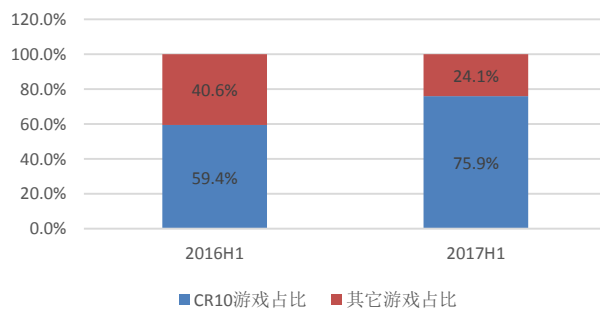


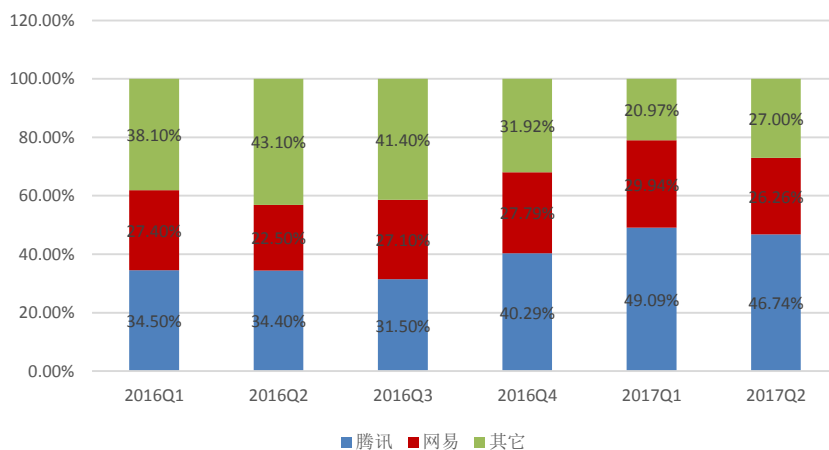
图 26: 手游 CR10 行业市占率



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

图 27: 腾讯网易市场占有率



资料来源: 易观智库, 民生证券研究院

三、IP 战略+游戏, 运营成果显著

3.1 公司 IP 储备丰富, 游戏重磅作品蓄势待发

优质 IP 能助游戏在初期迅速导入大量用户进而节省推广费用。游戏是 IP 变现的重要渠道, 随着游戏市场竞争日益激烈, 游戏 IP 的开发和长线运营已经成为大部分游戏公司的主要战略, 将已有一定粉丝基础的内容、形象作为 IP 进行全面的衍生开发是近两年经常被提及的模式。IP 培育起来的粉丝可以成为新内容的第一拨受众, IP 在短时间内积累新粉丝的同时, 还能够延长原有内容和新内容的生命周期。从 2013 年开始, 公司就将 IP 作为核心战略, 积极获取优质文学、影视、动漫等作品的游戏改编权。公司 IP 游戏产品储备丰富, 可为 2017 年、2018 年公司业绩增长打下坚实基础。

公司通过自主研发游戏和系列续作的开发创建了女神系列、少年系列、狂暴之翼等原创

IP，公司还积极储备外部大 IP，国内包括人气网络小说《雪中悍刀行》，《末法王座》，梁羽生、古龙经典著作，超级 IP《盗墓笔记》，顶级科幻 IP《三体》等；国外包括《冰与火之歌：权利的游戏》等 IP 巨作，其手游或页游有望于 2018 年上线，增厚公司业绩。

表 4：胡润 2017 年原创文学 IP 价值榜

排名	作品名	作者	类型	总分
1	《斗破苍穹》	天蚕土豆	玄幻	298656
2	《盗墓笔记》	南派三叔	悬疑、惊悚	276698
3	《凡人修仙传》	忘语	仙侠修真	246877
4	《将夜》	猫腻	玄幻	191066
5	《琅琊榜》	海宴	架空权谋	189338
6	《后宫·甄嬛传》	流潋紫	宫斗	175729
7	《神墓》	辰东	玄幻、幻想	171908
8	《择天记》	猫腻	东方玄幻	167673
9	《龙蛇演义》	梦入神机	国数无双	166069
10	《花千骨》	Fresh 果果	仙侠言情	162520

资料来源：《2017 猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》，民生证券研究院

表 5：公司引进部分 IP 储备

IP	公司所属版权	预计上线时间
《三体》	所有类型游戏的开发权	2018 年
《冰与火之歌：权利的游戏》	页游、手游	2018 年
《迪斯尼过马路》	自主研发	2017 年

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 6：游族网络主要 IP 储备

类型	IP	版权	简介
原创	《女神联盟》	全版权	公司自主 IP，在海外影响巨大
	《少年系列》	全版权	公司自主 IP
	《三十六计》	全版权	公司自主 IP，一款策略游戏
国外	《迪斯尼过马路》	国内游戏运营权	美国经典 IP 巨作
	《刀剑乱舞》	国内游戏运营权	日本高人气二次元游戏
	《权利的游戏》	页游改编权	美国 HBO 高人气电视剧，全球粉丝过亿
影视剧/小说	《盗墓笔记》	页游改编权	南派三叔代表作
	《军师联盟》	游戏改编权	由高口碑电视剧改编
	《三体》	游戏及影视剧改编权	中国长篇科幻小说，获雨果奖

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 原创+影游+二次元 IP 战略齐布局，增强 IP 影响力

在游戏市场份额逐渐集中于头部研发公司的背景下，游族占据了头部研发商的地位，打造了诸多拥有业界影响力的精品。

3.2.1 持续打造原创IP“女神系列”+“少年系列”+“三十六计”

1) 公司在发行《女神联盟》页游时即已提出了“大IP”的战略思维。女神系列已推出两款页游及两款手游，《女神联盟》系列产品共成功发行 150 多个国家与地区，全球累计收入超 30 亿元。

2) 少年系列包括《少年三国志》三大版本、《少年西游记》，均致力于构建完整世界观，增强玩家忠诚度。截至目前，《少年三国志》上线 34 个月总流水超 41 亿元，全球注册用户突破 1 亿。目前行业内很少有卡牌手游能够如《少年三国志》一般，在进入第四年时玩家的热情丝毫不减，展示出超强的生命力。

3) 公司擅长战争策略类游戏：公司此前曾开发《大皇帝》、《大将军》等战争策略类游戏，在这一领域有较丰富的研发运营经验。截至 2013 年 9 月 30 日，《三十六计》已运营四年，累计充值金额超过 7400 万元。2017 年推出的页游《三十六计》由著名文化人高晓松担任荣誉制作人，此页游推出有望增加公司 2017 年总营收。

3.2.2 影游联动，致力提高游戏热度

影游联动，借助影视剧高流量、高热度及高口碑，集结人气。

2016 年公司成功打造知名 IP《盗墓笔记》的同名页游。2016 年 8 月 5 日《盗墓笔记》电影在中国大陆上映，由游族打造的《盗墓笔记》同名页游同期上线，极大地提升和放大了 IP 的品牌价值。游戏自 2016 年 8 月公测，2016 年 10 月流水破亿。截至 10 月 30 日，总激活用户超过 7000 万，总开服数达 4000 多组，三个月以来稳居页游市场开服前三。截至 2018 年 1 月 24 日，总开服达 17083 组。

2017 年 7 月，公司在《大军师司马懿之军事联盟》电视剧热播期间上线同款 IP 页游和手游。其手游上线 20 天，下载量为 46 万。截至 2018 年 1 月 29 日，其页游开服总数为 368 组，致力于打造成年内成功的影游联动案例。

表 7：电视剧《大军师司马懿之军事联盟》播出信息

IP	播出时间	主要演员	主要出品方	总投资	主要播出平台
《大军师司马懿之军事联盟》	2017/6/1	吴秀波、李晨、刘涛等	盟将威影视、华利文化传媒、不二文化、印记娱乐传媒	4 亿	江苏卫视、安徽卫视、优酷视频

资料来源：DMG 官网，民生证券研究院

表 8：2017 年影游联动案例

IP	公测/上线时间	类型	手游下载量	手游评分 (iOS)	页游开服总数
《大军师司马懿之军事联盟》	7/6	页游+手游	46 万 (上线 20 天)	4.6	368 (截止 2018/1/29)
《择天记》	4/17	手游	—	4.7	—
《特工皇妃楚乔传》	6/22	手游	264 万 (上线 1 个月)	4.1	—

资料来源：iOS app store，民生证券研究院

《权利的游戏》是美国 HBO 高人气系列电视剧，一共 7 季，全球粉丝数过亿。2016 年 3 月游族全资子公司 YOUSU GmbH 收购德国游戏研发商 Bigpoint100% 股权，Bigpoint 将打造基于《权利的游戏》页游，有望 2018 年上线，此外游族网络还获得了《权利的游戏》手游改编权，改编手游有望于 2018 年推出。

《三体》作为国产第一科幻 IP，作者刘慈欣借此荣获雨果奖，荣登亚洲科幻文学第一宝座，有望在 2018 年推出电影(与光线传媒合作)、电视剧(与慈文传媒、企鹅影业合作)等。

表 9: 《三体》IP 预计改编详情

IP《三体》 改编类型	出品方	合作方	导演	主创演员	预计上线时间
电影	游族影业	光线传媒	张番番	冯绍峰、张静初、吴刚、唐嫣等	2018 年
电视剧	上海游族文化传媒有限公司	慈文传媒、企鹅影业	杨文军	待定	2018 年

资料来源：游族影业官网，民生证券研究院

3.3 拓展二次元 IP 游戏，有望获取新增长点

公司较早布局二次元游戏市场，有望受益于日益火热的二次元游戏市场。2018 年 1 月，中国音数协游戏工委(GPC)、伽马数据(CNG)、国际数据公司(IDC)联合发布了《2017 年中国游戏产业报告》，2017 年二次元移动游戏市场规模达 159.8 亿元的规模，对比 2016 年的 110.3 亿元，增幅达 45%。目前国内有二次元产品向布局的厂商超百家，其中上市游戏企业占到了 16.1%，截至 2017 年 9 月份，审批的二次元移动游戏已经超过 100 款。

公司获得了日本超人气二次元 IP《刀剑乱舞-ONLINE-》代理权，成为大热动漫游戏《妖精的尾巴》内容提供商。2015 年 1 月，日本知名游戏开发及运营商 DMM 以日本历史著名刀剑为主题，推出页游《刀剑乱舞》，迅速成为 DMM 人气榜单 Top1，并在日本掀起了刀剑文化风潮，2017 年 2 月《刀剑乱舞》手游版登陆中国 iOS 平台。我们认为，公司较早布局二次元游戏，有望驱动游戏业务增长。

图 28: 中国二次元移动市场游戏规模 (亿元)

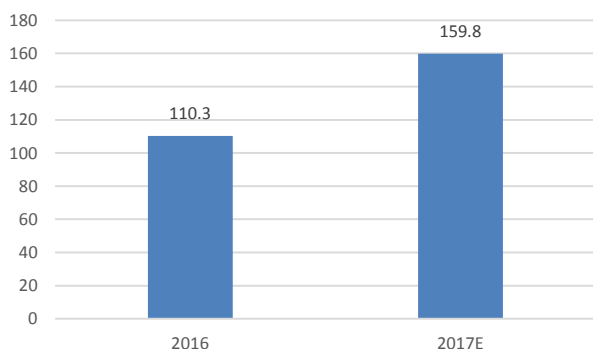
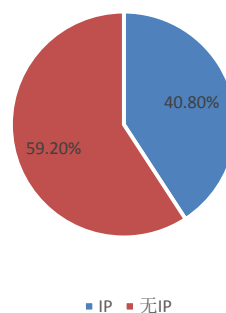


图 29: 2017 年二次元移动游戏 IP 情况



资料来源：伽马数据，民生证券研究院

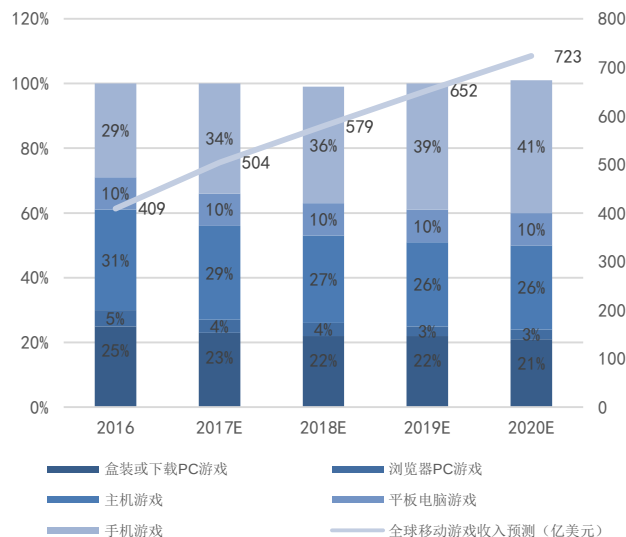
资料来源：伽马数据，民生证券研究院

四、全球化版图扩张，海外市场表现强劲

4.1 全球游戏市场规模扩张，国内自研游戏海外表现优异

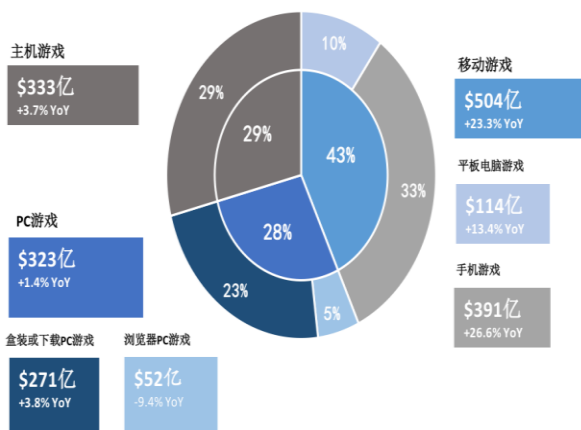
全球游戏市场规模稳健增长，移动游戏成发展主力军。根据 Newzoo 的《全球游戏市场报告》，2017 年全球游戏市场达到 1089 亿美元游戏软件收入，同比增长 7.8%，预计 2016 年至 2020 年复合增长率将达到 8.2%，至 2020 年总收入将达到 1435 亿美元。其中，2017 年全球移动游戏（平板电脑游戏、手机游戏）市场占比为 42%，达 461 亿美元，进一步挤占 PC 游戏和主机游戏的市场份额。移动游戏将成为推动全球游戏市场发展的主力军，并预计到 2020 年全球超过一半的游戏收入来自移动市场。

图 30：2016-2020 年全球游戏市场各细分市场收入预测



资料来源：Newzoo, 民生证券研究院

图 31：2017 年全球游戏市场各设备及细分市场收入预测



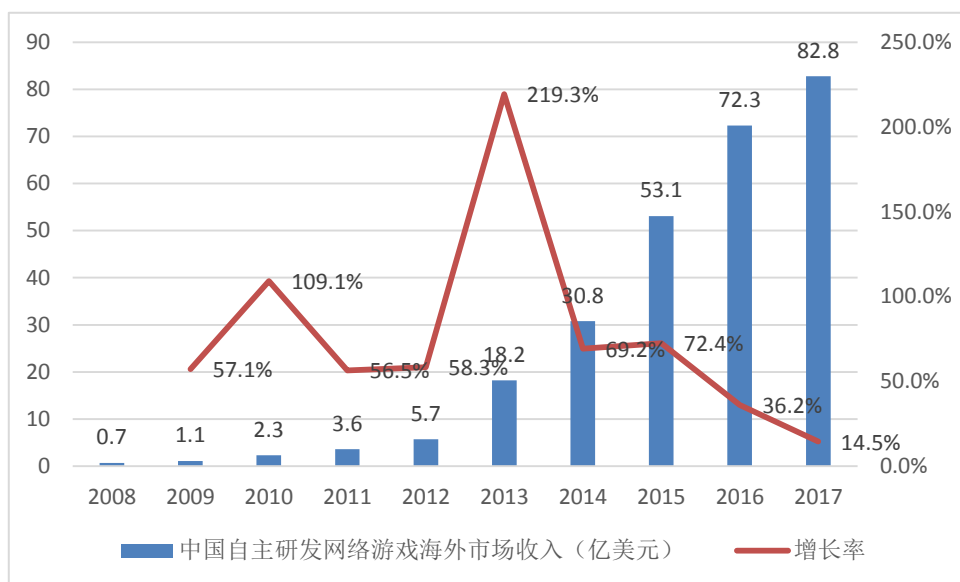
资料来源：Newzoo, 民生证券研究院

国内自主研发游戏出海成果显著。2017 年，由中国自主研发的网络游戏在海外市场销售收入总额为 82.8 亿美元，同比增长 14.5%，与全球市场趋势相同，中国自主研发的移动游戏成为扩张海外市场的主要推动力。2016 年国内自研游戏海外实际销售收入为 72.3 亿美元，同比增长 36.2%。其中，几款出海成功的自研游戏惹人关注：Elex（智明星通）的《列王的纷争》2016 年营收高达 4.138 亿美元；IGG《王国纪元》、《城堡争霸》2016 年营收 1.24 亿美元，乐元素《偶像梦幻祭》、龙创悦动《丧尸之战》、昆仑万维《神魔圣域》、Efun（易幻）《六龙御天》、龙腾中东《苏丹的复仇》等在游戏收入及玩家总数上均表现抢眼。Baijing Apps 数据显示，美国、俄罗斯、印度、印尼四国 2016 年手游市场 TOP100 游戏产品中，中国研发的游戏占据了 6、8、11、12 个席位。从数据可见中国游戏在全球市场受欢迎程度极高，一股中国风从欧美市场吹至新兴市场，未来出海前景较好。

我们认为中国自主研发游戏出海成功原因有两个方面：其一，中国游戏企业在以往游戏研

发及运营过程中积累了丰富的经验,有助于快速扩张海外市场;其二,部分海外地区游戏市场起步较晚,尚未发展成熟,为中国企业的海外扩张提供了良好契机。

图 32: 中国自主研发网络游戏海外市场收入



资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

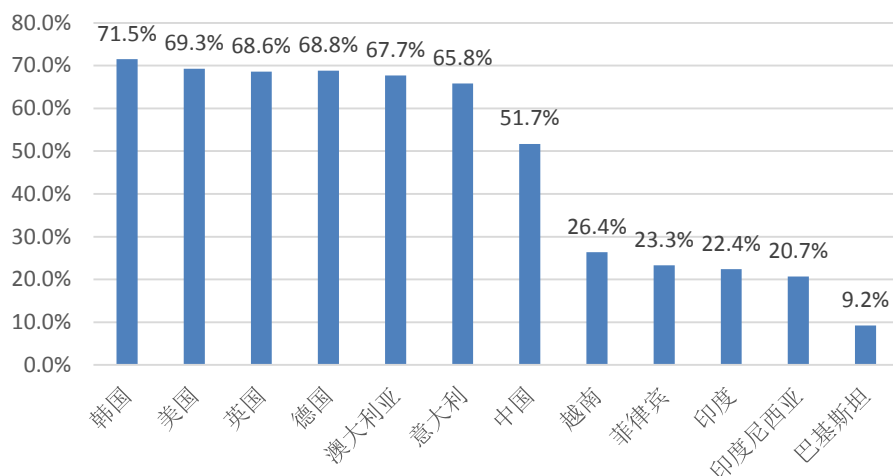
表 10: 2016 年部分自研游戏出海营收情况

开发商	自研游戏	总营收 (亿元)
Elex (智明星通)	《列王的纷争》	4.138 亿美元
IGG	《王国纪元》	8.53
IGG	《城堡争霸》	9.29
乐元素	《偶像梦幻祭》	3.1

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

欧美市场成出海聚集地, 新兴市场潜力巨大。从国内厂商在海外营收和中国游戏海外活跃渗透率来看, 出海的主要地区分布在美国、日韩、俄罗斯、欧洲、巴西、印度、印尼、越南等地。其中, 美国在全球游戏市场中能占据约 30% 的份额, 贡献了最多的游戏下载量和头部收入。日本市场虽然闭塞, 也占据了出海份额 10% 以上。东南亚等新兴市场比例不低, 维持在 5% 左右, 而英、德、法、韩和台湾等成熟市场也占据 1% 的市场收入。相比于体系成熟的欧美市场, 印度、印尼、越南等新兴国家由于人口红利的显现及智能手机普及率尚低, 加之游戏市场尚处于快速成长期, 市场空间巨大, 或将成为未来国内游戏企业出海必争之地。

图 33：2017 年 Q1 全球部分国家智能手机普及率



资料来源：Pew Search Center，民生证券研究院

图 34：2017 年中国游戏出海热力图



资料来源：猎豹全球智库，民生证券研究院

图 35：2017 年 1-6 月中国发行商全球游戏收入分布



资料来源：Dogame，民生证券研究院

4.2 全球化战略持续推进，出海成果再创新高

发行版图快速扩张，深化与权威平台持续合作。游族出海始于 2010 年，负责出海的团队组建从开始的二三十人到如今百人左右。2014 年 3 月，游族网络启动“U+计划”，筹备 20 亿专项基金在全球范围内投资优秀团队、代理精品游戏，全面提速全球发行业务。先是统筹各部门资源联合出海，随后从产品立项、研发、运营等方面进行全球化布局，全球发行版图覆盖 190 多个国家和地区，积累了包括平台、媒体、运营等近 1000 个海外合作伙伴和 8 亿全球用户，建立及持续深化与 Google、Facebook、Apple 等权威平台的合作。2017 年上半年，公司完成印度子公司的设立并运营，正式进军潜力巨大的印度市场，进一步扩大游族海外战略布局版图，

同时入选全球最大广告传播集团 WPP 和凯度华通明略联手 Google 发布的《BrandZ™ 中国出海品牌 30 强》。

海外业务全面开花，营收实现大幅增长。据 2017 年年报显示，公司 2017 年海外地区营业收入达到 19.68 亿人民币，较 2016 年同期增长 55.21%，占总营业收入的 60.82%，海外业务体量显著超越国内业务。此外，依据公司海外业务表现，在 2017 年 1-6 月 APP Store 和 Google Play 综合榜单下载量及收入排行中，游族网络分别位居第 9 和第 6 名，较 2016 年下半年排名均有较大提升，主要归功于 ARPG 手游《狂暴之翼》、卡牌类手游《少年三国志》以及页游《女神联盟 2》三款游戏的强势表现。

图 36：游族网络海外业务营收

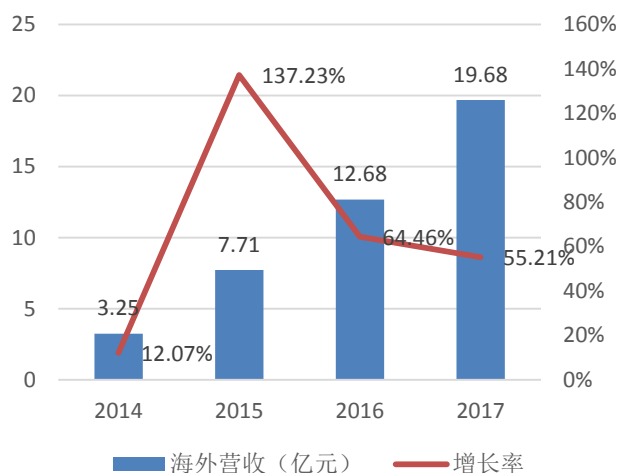
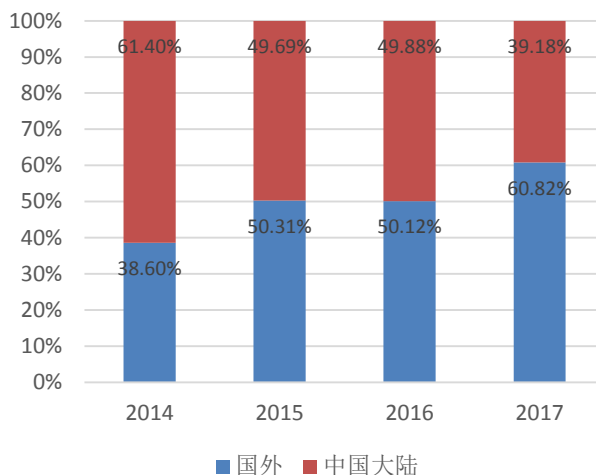


图 37：游族网络海外业务收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 38：2017 年 1-6 月 APP Store 和 Google play 热门中国发行商（按海外表现排名）

2017 年 1-6 月下载量排行榜			2017 年 1-6 月收入排行榜		
排名	公司	对比 2016 年 7-12 月的变化	排名	公司	对比 2016 年 7-12 月的变化
1	腾讯	-	1	腾讯	-
2	涂鸦移动	-	2	智明星通	-
3	猎豹移动	-	3	巨人网络	▲ 1
4	Fun Games For Free	-	4	IGG	▼ 1
5	BabyBus	-	5	FunPlus	▲ 6
6	IGG	▲ 1	6	游族网络	▲ 9
7	Libii	▼ 1	7	龙创悦动	▼ 2
8	RAY3D	▲ 14	8	龙腾简合	▼ 1
9	游族网络	▲ 22	9	网易	▲ 7
10	创智优品	▲ 1	10	乐元素	▼ 4
11	智明星通	▼ 1	11	昆仑游戏	▼ 3
12	3DGames	▲ 3	12	掌趣科技	▲ 1
13	FT Games	▼ 4	13	Tap4Fun	▼ 3
14	巨人网络	▲ 15	14	神州泰岳	▼ 2
15	Tap4Fun	▲ 3	15	EFUN	▼ 6
16	龙创悦动	▼ 8	16	奇酷工场	▼ 2
17	Appgo	▼ 1	17	Fun Games For Free	▲ 5
18	MCPE Master	▼ 6	18	晶涛科技	▲ 3
19	FunPlus	-	19	37 游戏	▲ 11

资料来源：APP Annie，民生证券研究院

4.3 “女神”系列再添新作，《狂暴之翼》《少年三国志》海外表现稳定

4.3.1 “女神”系列持续创新

伴随着将主打产品《女神联盟》页游 2013 年底推向海外，游族打响出海重要一枪。《女神联盟》海外单月流水峰值达到 1500 万美金，用户量达到 2 亿人，发行覆盖了全球 150 多个国家和地区，仅凭此单项收入超过游族 2011-2012 年所有产品海外营收总和。《女神联盟 2》是以内容输出海外转变为全球发行 2.0 模式后的首款新品，页游延续女神 IP 经典魔幻题材，集合热门端游和手游经典玩法，在人物塑造、画面特效方面精益求精，进一步提升女神 IP 影响力。

2017 年女神系列新作《女神联盟：天堂岛》由好莱坞巨星盖尔·加朵代言，游戏品质向 3A 级大作靠拢，深化连接全球社交体验的同时，突破 RPG 手游的固定玩法模式，成功获得 Google Play 全球推荐。

图 39：女神系列战绩显著



资料来源：Gamelook，DoNews，民生证券研究院

4.3.2 《狂暴之翼》掀起狂暴热潮

由青果灵动研发、游族网络发行的 ARPG 魔幻手游《狂暴之翼》，根据西方玩家的游戏习惯淡化了 VIP 概念，将玩家分类再聚合，提供匹配玩家特质的游戏内容和活动。《狂暴之翼》目前累计获得上千次 Apple Store 及 Google Play 官方推荐，先后登顶 53 个国家及地区游

戏畅销榜，进入英国、法国、俄罗斯等 124 个国家及地区游戏畅销榜 TOP15，在 2017 年一季度已经成为全球海外市场收入第一的 APRG 手游，被评为“2017 年度十大最受欢迎海外游戏”之一。

图 40: 《狂暴之翼》游戏界面



图 41: 《狂暴之翼》海外发行成绩显著



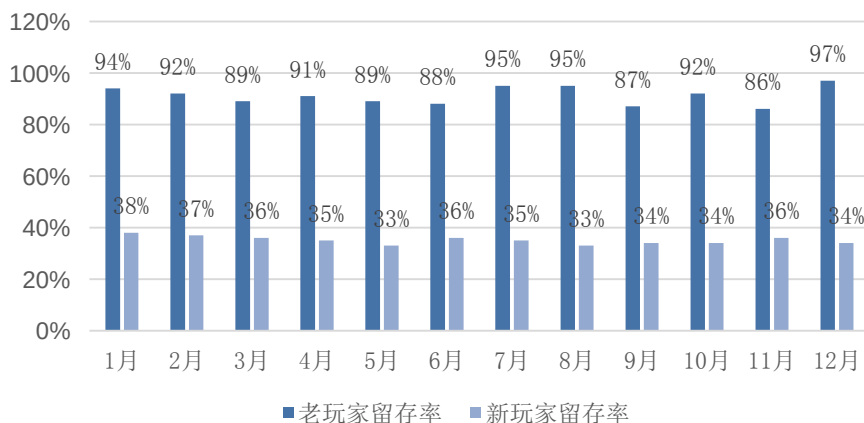
资料来源：公司官网，民生证券研究院

资料来源：DoNews，民生证券研究院

4.3.3 《少年三国志》国内长期稳定，海外表现强劲

截止 2018 年 1 月，少年三国志上线 34 个月总流水超 41 亿元，连续第三年实现年流水 12 亿以上的目标。全球注册用户突破 1 亿，老用户在 2017 年暑假留存率达到 95%，稳居东南亚 App Store 及 Google Play 畅销榜前列。

图 42: 少年三国志 2017 新老玩家留存率



资料来源：游戏葡萄，民生证券研究院

图 43: 手游《少年三国志》海外评级



资料来源: APP Annie, 民生证券研究院

4.4 出海游戏实现本土化多维转变

从玩家特征、团队运营模式、题材偏好等方面深度挖掘国内外市场特点, 打造本土化游戏。与国内游戏市场不同, 国外游戏多以魔幻、神话为主, 玩家更注重游戏公平性, 抵制 Pay-to-Win 模式, 因此海外市场游戏设计时更注重将 PK 弱化, 减慢付费节奏, 同时向海外市场偏好的题材靠拢。

表 11: 国内外游戏市场对比

	国内市场	国外市场
玩家特征	更爱 PK; 更重视游戏中的地位; 偏好 Pay-to-Win	更爱探索; 更重视社会关系积累; 强调公平性
运营模式	团队规模较大, 提供各种日活动、周活动等以提升收入	基本没有运营团队, 仅在有必要的时候提供活动
题材偏好	武侠、三国	魔幻、神话、小说电影衍生题材
对应策略	强化 PK; 强化竞技模块; 付费节奏加快	弱化 PK; 增设副本; 付费节奏减慢

资料来源: 游戏葡萄, 民生证券研究院

注重深刻理解当地文化, 定制个性化 UI 界面。通过在市场调研中积累诸多经验和数据模型, 筛选较好的用户模型进行深入研究, 通过寻找与本土文化的切合点, 确定最适合当地文化并具特色的最佳版本。例如, 游族在《女神联盟》国内版为偏韩式画风, 北美市场本人物设计进行了调整, 线条硬朗, 色彩浓重, 更符合北美市场的玩法和受众的审美取向; 又如《狂暴之翼》, 目前已经推出 14 个语言版本, 在全球范围内推广。从国内和海外版本中可以发现 icon

的制作不同，国内是精致的美女 3D，国外版本则是一个男性。此外，针对中东地区的特有文化，研发团队对《狂暴之翼》的角色服饰、坐骑、武器等方面进行了“本土化”修改，使得游戏场景更加贴合玩家生活环境与当地特色，有利于提升游戏亲和力，增加玩家忠诚度。

4.5 收购 Bigpoint、建立 Gtarcade 发行平台，加速全球化布局

Bigpoint 游戏发行覆盖面积广，海外市场渗透率高。2016 年 3 月，公司以 8000 万欧元收购德国知名游戏研发商 Bigpoint 100% 的股权，也是游族首次全资收购海外游戏公司。Bigpoint 是立足德国、欧洲领先的电脑网络游戏和手机游戏的开发商、内容提供商和运营商。目前旗下游戏发行已覆盖 200 多个国家，提供 25 种语言版本，连接 1500 个国际性社交平台，在捷克、法国、德国、匈牙利、意大利、波兰、土耳其等国家拥有很高的市场渗透率。

注册用户量庞大，强化公司海外影响力。截至 2015 年末，Bigpoint 的自有游戏中运营的有 15 款，其中有 13 款均为自主开发。旗下页游《黑暗轨迹》（DarkOrbit）注册用户达 8255 万，《海战英豪》（Seafight）注册用户达 4255 万，《龙歌 OL》（Drakensang Online）注册用户达 3277 万。庞大的用户资源可为公司提供强大的用户量支撑，进一步提升公司进军海外实力及影响力。

收购 Bigpoint 对公司海外扩张大有裨益。Bigpoint 对公司的影响包含两个方面：一方面，Bigpoint 可为公司提供精益的游戏研发能力和丰富的 IP 资源，如具有全球影响力的大 IP《权利的游戏》，这将进一步帮助游族深耕国外市场，增加优质 IP 储备，同时强化研发运营能力；另一方面，这有助于帮助公司进一步扩展国际市场，尤其是欧洲市场，获得更完备的海外发行平台，加速全球化战略布局。

图 44：游族网络收购德国公司 Bigpoint



资料来源：Gamelook，Donews，民生证券研究院

图 45：公司打造海外游戏发行平台 Gtarcade



资料来源：Gamelook，Donews，民生证券研究院

自建 Gtarcade 平台表现抢眼，助力公司海外发行。收购 Bigpoint，加深与 Facebook、Google 等合作的同时，公司自建的发行平台 Gtarcade 表现优异。自平台注册开始，活跃用户超过 1300 万，累积注册用户逾 1.55 亿，用户及访问量主要来自欧美地区，该平台于 2015 年获得 Google Play 的“Top Developer”认证。

图 46: Gtarcade 近期搜索流量占比



资料来源: Alexa, 民生证券研究院

通过收购研发平台、自建发行平台, 游族网络实现了出海产业链的全面整合, 全球化布局基本构建完成, 海外营收比例逐年增长, 出海游戏成果显著, 因此我们持续看好游族网络海外市场表现, 出海前景广阔。

五、盈利预测

收入预测主要假设条件:

1. 公司手游业务在 2018 和 2019 年分别为 50%和 40%。
2. 公司页游流水稳定降低。
3. 大数据的发展使得买量准确度提高, 抵消买量成本上升的影响, 手游毛利率缓慢降低。
4. 页游毛利率保持稳定。

表 12: 2017-2019 公司营业收入拆分预测 (单位: 亿元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
移动游戏				
营业收入	12.82	23.01	34.52	48.32
增长率	78%	79.5%	50%	40%
毛利率	53%	49.7%	48%	46%
毛利润	6.76	11.44	16.57	22.23
网页游戏				
营业收入	12.32	9.04	8.5	8.0
增长率	51.7%	-26.6%	-6%	-6%
毛利率	42.6%	58.2%	55%	55%
毛利润	5.22	5.26	4.68	4.4
其他主营业务				
营业收入	0.17	0.3	0.3	0.3
增长率	900%	76.5%	0	0
毛利率	42.4%	57.8%	57.8%	57.8%

毛利润	0.07	0.18	0.18	0.18
营业总收入	25.30	32.36	43.32	56.62
总毛利	12.05	16.88	21.43	26.81
总毛利率	47.6%	52.2%	49.5%	47.4%

资料来源：民生证券研究院整理

我们预测公司 2018-2020 归母净利润分别为 7.92 亿元、9.73 亿元、12.01 亿元，EPS 分别为 0.89 元、1.10 元、1.35 元，对应当前股价 PE 为 24 倍、20 倍、16 倍。

表 13：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002555.SZ	三七互娱	16.15	1.00	1.22	--	16	13	--
002624.SZ	完美世界	33.02	1.45	1.79	2.16	23	18	15
002517.SZ	恺英网络	15.93	1.32	1.46	--	12	11	--
603444.SH	吉比特	158.38	9.87	11.33	12.64	16	14	13

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

六、风险提示

市场竞争加剧获客成本过高，新游流水不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,530	3,242	4,075	5,086
营业成本	1,325	1,686	2,148	2,758
营业税金及附加	17	32	41	51
销售费用	183	195	245	305
管理费用	441	528	652	814
EBIT	564	801	990	1,158
财务费用	33	0	0	0
资产减值损失	35	0	0	0
投资收益	32	0	0	0
营业利润	528	801	990	1,158
营业外收支	57	0	0	0
利润总额	585	801	990	1,158
所得税	(12)	(16)	(20)	(23)
净利润	597	818	1,010	1,182
归属于母公司净利润	588	805	995	1,164
EBITDA	667	912	1,118	1,301

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	650	1650	2496	3500
应收账款及票据	658	667	838	1047
预付款项	175	223	284	365
存货	0	0	0	0
其他流动资产	103	103	103	103
流动资产合计	1641	2697	3789	5099
长期股权投资	310	323	335	348
固定资产	709	675	640	606
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	3063	2280	2309	2323
资产合计	4704	4977	6098	7423
短期借款	550	0	0	0
应付账款及票据	227	182	232	298
其他流动负债	85	85	85	85
流动负债合计	1492	948	1059	1202
长期借款	387	387	387	387
其他长期负债	104	104	104	104
非流动负债合计	491	491	491	491
负债合计	1983	1439	1550	1693
股本	861	861	861	861
少数股东权益	9	21	37	54
股东权益合计	2720	3538	4548	5729
负债和股东权益合计	4704	4977	6098	7423

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	64.9%	28.1%	25.7%	24.8%
EBIT 增长率	26.4%	42.1%	23.5%	17.0%
净利润增长率	14.0%	37.0%	23.5%	17.0%
盈利能力				
毛利率	47.6%	48.0%	47.3%	45.8%
净利润率	23.2%	24.8%	24.4%	22.9%
总资产收益率 ROA	12.5%	16.2%	16.3%	15.7%
净资产收益率 ROE	21.7%	22.9%	22.0%	20.5%
偿债能力				
流动比率	1.1	2.8	3.6	4.2
速动比率	1.1	2.8	3.6	4.2
现金比率	0.4	1.7	2.4	2.9
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	75.1	75.1	75.1	75.1
存货周转天数	—	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.9	1.2	1.4
每股净资产	3.1	4.1	5.2	6.6
每股经营现金流	0.7	1.0	1.2	1.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	32.9	24.0	19.4	16.6
PB	7.1	5.5	4.3	3.4
EV/EBITDA	30.9	20.9	16.3	13.2
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	597	818	1,010	1,182
折旧和摊销	138	110	128	143
营运资金变动	(188)	(51)	(135)	(163)
经营活动现金流	561	877	1,003	1,162
资本开支	102	(685)	145	145
投资	(509)	(13)	(13)	(13)
投资活动现金流	(652)	673	(157)	(157)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	851	0	0	0
筹资活动现金流	269	(550)	0	0
现金净流量	179	1,000	845	1,004

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 游族网络 2017 年十大股东明细	3
图 2: 游族网络近年营业收入及归母净利润变动情况	4
图 3: 公司业务构成	4
图 4: 游戏市场销售收入	7
图 5: 游戏市场用户规模	7
图 6: 各类网络游戏销售收入市场份额变化趋势	7
图 7: 2017 年各类游戏市场规模	8
图 8: 2017 年广电总局批准出版各类游戏占比	8
图 9: 游戏市场整体用户渗透率	9
图 10: 游戏市场 ARPU 值	9
图 11: 页游发展历程	9
图 12: 页游市场销售收入	10
图 13: 页游市场用户规模	10
图 14: 页游游戏主要 IP 题材类型占比	10
图 15: 页游 ARPU 值	10
图 16: 手游发展历程	11
图 17: 手游市场实际销售收入	12
图 18: 手游市场用户数量	12
图 19: 手游用户渗透率	12
图 20: 手游 ARPU 值	12
图 21: 2016 付费用户转换率	13
图 22: 2016 付费用户 ARPU 值	13
图 23: 2016 年国内主要游戏厂商手游业务收入 (亿)	13
图 24: 手游 CR2 2016 年行业市占率	13
图 25: 国内手游 CR10 游戏市场规模 (亿)	14
图 26: 手游 CR10 行业市占率	14
图 27: 腾讯网易市场占有率	14
图 28: 中国二次元移动市场游戏规模 (亿元)	17
图 29: 2017 年二次元移动游戏 IP 情况	17
图 30: 2016-2020 年全球游戏市场各细分市场收入预测	18
图 31: 2017 年全球游戏市场各设备及细分市场收入预测	18
图 32: 中国自主研发网络游戏海外市场收入	19
图 33: 2017 年 Q1 全球部分国家智能手机普及率	20
图 34: 2017 年中国游戏出海热力图	20
图 35: 2017 年 1-6 月中国发行商全球游戏收入分布	20
图 36: 游族网络海外业务营收	21
图 37: 游族网络海外业务收入占比	21
图 38: 2017 年 1-6 月 APP Store 和 Google play 热门中国发行商 (按海外表现排名)	21
图 39: 女神系列战绩显著	22
图 40: 《狂暴之翼》游戏界面	23
图 41: 《狂暴之翼》海外发行成绩显著	23
图 42: 少年三国志 2017 新老玩家留存率	23
图 43: 手游《少年三国志》海外评级	24
图 44: 游族网络收购德国公司 Bigpoint	25
图 45: 公司打造海外游戏发行平台 Gtarcade	25
图 46: Gtarcade 近期搜索流量占比	26

表格目录

表 1: 八大工作室.....	5
表 2: 各国 2016 年游戏市场 ARPU 值.....	8
表 3: 页游研发公司 2017 年开服数量排名.....	10
表 4: 胡润 2017 年原创文学 IP 价值榜.....	15
表 5: 公司引进部分 IP 储备.....	15
表 6: 游族网络主要 IP 储备.....	15
表 7: 电视剧《大军师司马懿之军师联盟》播出信息.....	16
表 8: 2017 年影游联动案例.....	16
表 9: 《三体》IP 预计改编详情.....	17
表 10: 2016 年部分自研游戏出海营收情况.....	19
表 11: 国内外游戏市场对比.....	24
表 12: 2017-2019 公司营业收入拆分预测 (单位: 亿元).....	26
表 13: 可比公司估值情况.....	27

分析师简介

胡琛，传媒互联网组长，对外经济与贸易大学金融学硕士，2011年7月加入民生证券至今，具有多年传媒互联网行业研究经验。

吴清羽，布里斯托大学经济学硕士，加州州立大学企业金融学士，2015年6月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。