

# 冰川网络：三年打磨《远征》手游，今日把示君

## ——冰川网络（300533）深度报告

2018年06月04日

强烈推荐/首次

冰川网络 深度报告

### 报告摘要：

公司处于端游转手游关键发展阶段。截至2018年，公司成立已有十年，期间公司专注端游研发，以三年磨一剑的精品定位成功研发《远征》《龙武》《不败传说》三款端游产品。2016年公司开启手游项目，目前公司正处于端转手关键发展阶段，首款手游《远征》于2018年6月7日正式公测，同时公司储备3款端游以及2款手游处于研发测试阶段。

**端游研运一体化能力向手游研运无缝转化。**公司以自主运营模式为核心，运营旗下《远征》《龙武》和《不败传说》三款精品端游，并建立以数据为依托、以用户行为为导向的精细化运营体系。精细化运营体系将为公司首款手游研运一体化保驾护航，既有利于提升产品成功率，又能增强公司盈利能力，凸显公司竞争优势。

**擅长研发国战品类游戏，IP加持，看好《远征》手游上线后表现。**公司较为擅长研发国战品类游戏，《远征》《不败传说》等均是公司研发的国战品类优秀作品；《远征》IP也是目前市场稀缺的MMO端游IP，截至2017年底，端游《远征》注册账户超过3300万。同时公司花费约三年打磨《远征》手游，我们看好这款作品上线后表现。

**投资建议：**从投资角度，我们认为公司具备较强的精品游戏持续研发实力以及看好首款手游上线表现，我们预计2018-2020年公司净利润分别为1.68亿元、2.05亿元、2.49亿元，对应PE分别为25X、20X、17X。基于公司目前市值41亿元，且正处于快速成长阶段，以及公司现金和理财产品超过16亿元，因此我们给予公司2018年30X PE估值，对应目标价50.40元（目标价对应市值减去现金储备后对应2018年PE为20倍），给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**手游行业竞争过于激烈、端转手不及预期等风险。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	380.68	296.26	596.24	780.58	977.79
增长率（%）	2.92%	-22.18%	101.26%	30.92%	25.26%
净利润（百万元）	157.78	90.74	168.24	205.49	248.89
增长率（%）	-10.28%	-42.49%	85.41%	22.14%	21.12%
净资产收益率（%）	10.44%	6.40%	10.19%	11.32%	12.36%
每股收益（元）	1.87	0.97	1.68	2.05	2.49
PE	22.50	43.37	25.01	20.47	16.90
PB	2.82	2.78	2.55	2.32	2.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 研究助理

### 石伟晶

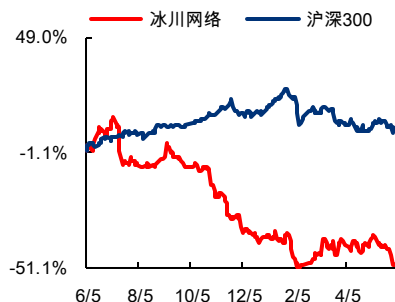
010-66554067

shi\_wj@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	41.19-80.81
总市值（亿元）	41.19
流通市值（亿元）	14.77
总股本/流通A股（万股）	10000/3587
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.34

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 坚守端游市场十年，上市开启新征程 .....	4
1.1 创业十年，成功研运三款精品端游 .....	4
1.2 股权结构稳健，高管游戏背景深厚 .....	4
1.3 端游业务相对稳定，加大新品研发投入 .....	5
2. 端游研运一体化能力向手游研运无缝转化 .....	7
2.1 坚持研发精品战略 .....	7
2.2 拥有精细化运营体系 .....	9
3. 用户为王，公司旗下两款端游累计注册账户 5000 万+ .....	11
3.1 《远征》《龙武》庞大用户群构成公司发展护城河 .....	11
3.2 对标《诛仙》，《远征》《龙武》端转手潜力很大 .....	12
4. 擅于打造国战品类游戏，三年研发高品质《远征》手游 .....	14
4.1 国战题材是重要端游细分品类 .....	14
4.2 精雕细琢手游《远征》 .....	15
5. 盈利预测与估值 .....	16
5.1 盈利预测 .....	16
5.2 估值 .....	17
6. 风险提示 .....	17

## 表格目录

表 1：公司高管介绍 .....	5
表 2：公司首次授予及预留授予的股权激励行权条件 .....	5
表 3：公司旗下《远征》《龙武》端游经营数据 .....	13
表 4：2016-2020E 公司分业务营收预测 .....	16
表 5：2016-2020E 公司营收及净利润预测 .....	17
表 6：公司盈利预测表 .....	18

## 插图目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构 .....	4
图 3：2013-2017 年公司收入及成本 .....	6
图 4：2013-2017 年公司净利润及净利润率 .....	6
图 5：2013-2017 年公司三费率情况 .....	6
图 6：2013-2017 年公司各款游戏产品收入 .....	7
图 7：端游《远征 OL》游戏画面 .....	8
图 8：端游《远征 OL》研发运营时间表 .....	8
图 9：端游《龙武》游戏画面 .....	8

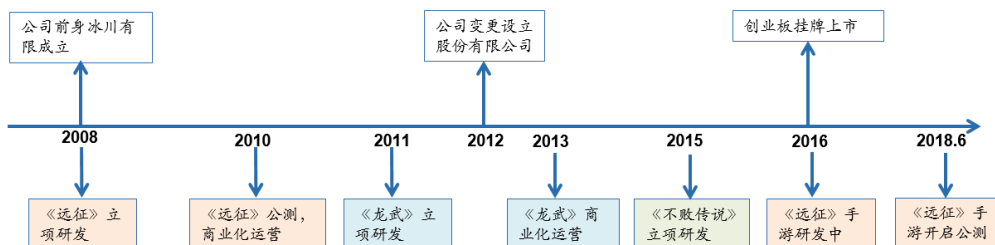
图 10：端游《龙武》研发运营时间表 .....	8
图 11：端游《不败传说》游戏画面 .....	9
图 12：自主运营模式流程图 .....	9
图 13：2013-2015 年公司运营模式（百万元） .....	10
图 14：2013-2015 年公司运营模式毛利率 .....	10
图 15：公司游戏广告投放流程 .....	11
图 16：公司拥有成熟客服体系 .....	11
图 17：端游《远征》累计注册用户数 .....	12
图 18：端游《龙武》累计注册用户数 .....	12
图 19：《远征》与《诛仙》游戏角色原画对比 .....	12
图 20：端游细分品类按游戏特征划分 .....	14
图 21：国战题材是端游重要细分品类 .....	14
图 22：《远征》端游万人国战画面 .....	14
图 23：《远征》手游三大职业 .....	15
图 24：《远征》手游世外桃源新手村精美画面 .....	15
图 25：《远征》手游坐骑和翅膀系统 .....	15
图 26：《远征》手游结婚社交系统 .....	15
图 27：公司在研游戏产品线 .....	16

## 1. 坚守端游市场十年，上市开启新征程

### 1.1 创业十年，成功研运三款精品端游

公司成立于2008年，2012年完成股份制变更，2016年成功登陆创业板实现挂牌上市。截至2018年，公司成立已有十年，期间专注端游研发，以三年磨一剑的精品定位成功研发《远征》《龙武》《不败传说》三款精品端游产品。2016年公司开启手游项目，首款手游《远征》于2018年6月正式公测，意味着公司正式进军手游市场，开启新的发展征程。

图 1：公司发展历程

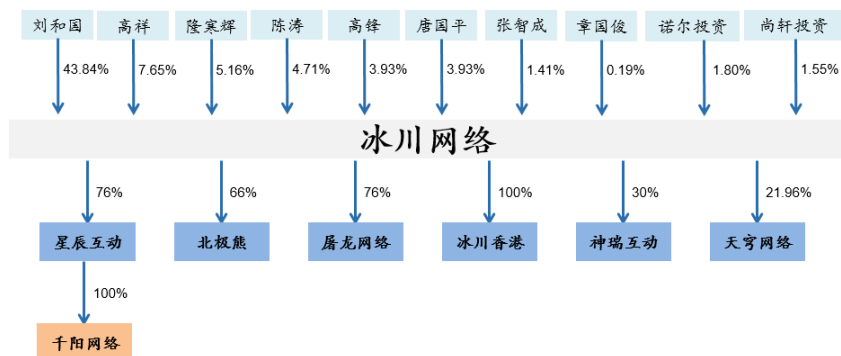


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.2 股权结构稳健，高管游戏背景深厚

公司高管与员工核心骨干合计持股占比较高，实现员工与公司深度绑定。公司控股股东为刘和国先生，持有上市公司4.38亿股，控股43.84%，现担任公司董事长，为公司实际控制人。公司股东高祥、隆寒辉、陈涛、高峰、唐国平、张智成、章国俊等均为公司高管，诺尔投资与尚轩投资股东均为公司各部门负责人及岗位核心员工。根据公司2017年年报，公司高管及员工合计持股74.83%，公司股权结构较为集中稳健，其中公司限售股份占公司总股本的64.13%。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司高管层年富力强，同时游戏行业经验丰富。公司董事长及董事均拥有较深游戏行业积累，董事长拥有十八年网络游戏行业从业经验，高祥、陈涛、唐国平等董事均有超过十年网络行业从业经验，均为国内游戏产业界前辈。董秘及财务总监章国俊先生财务专业能力突出，在其努力下，冰川网络是最近五年内首家在境内 IPO 的研运一体化客户端网络游戏企业，是境内 IPO 适用新收入确认政策的示范性企业。

**表 1：公司高管介绍**

姓名	出生年份	职位	工作经历
刘和国	1973	董事长	十八年网络游戏行业从业经验。曾先后就职于深圳利得尔电子实业有限公司、深圳京凌实业有限公司、深圳市网域计算机网络有限公司。
高祥	1979	公司董事、总经理	十五年网络游戏行业从业经验。曾先后就职于深圳市光美软件技术开发有限公司、深圳华强智能技术有限公司、深圳市网域计算机网络有限公司、深圳市未名网络技术有限公司。
陈涛	1981	公司董事、副总经理	十四年网络游戏行业从业经验。曾先后就职于深圳市网域计算机网络有限公司、深圳市迅雷网络技术有限公司。
唐国平	1980	公司董事	十三年网络游戏行业从业经验。曾先后就职于深圳市网域计算机网络有限公司、深圳市未名网络技术有限公司。
章国俊	1973	副总经理、董事会秘书、财务总监	曾先后就职于安徽清合会计师事务所、广东智合会计师事务所。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

拟推出限制性股票激励计划，让中层及骨干员工分享公司发展成果。公司激励计划拟授予的限制性股票 184.125 万股，其中首次授予 147.3 万股，预留 36.825 万股。激励对象为中层管理人员、核心业务（技术）骨干及董事会认为应当激励的其他核心人员（93 人）；首次授予部分限制性股票的授予价格为每股 24.99 元。

**表 2：公司首次授予及预留授予的股权激励行权条件**

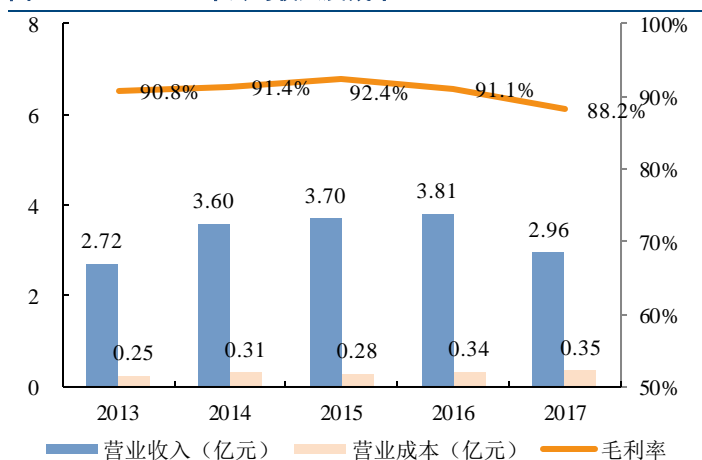
解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2017 年营业收入为基数，2018 年公司营业收入增长不低于 15%；
第二个解除限售期	以 2017 年营业收入为基数，2019 年公司营业收入增长不低于 30%；
第三个解除限售期	以 2017 年营业收入为基数，2020 年公司营业收入增长不低于 45%；

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.3 端游业务相对稳定，加大新品研发投入

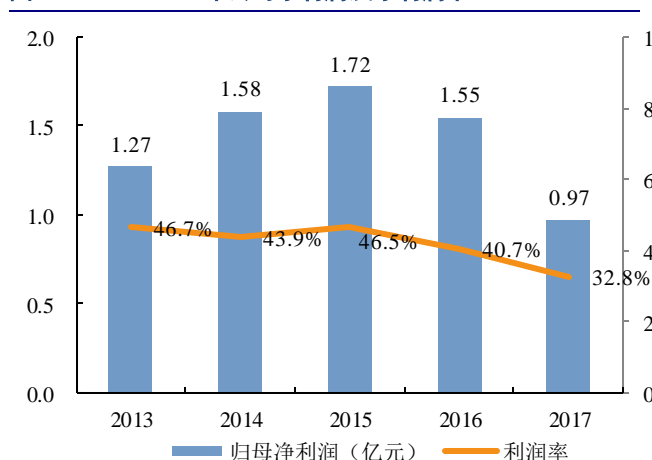
作为端游厂商，公司业务具有高毛利率、高利润率特征。2017 年，公司实现营业收入 2.96 亿元，毛利率 88.2%，净利润 0.97 亿元，净利润率 32.8%。2017 年，公司收入及净利润下滑主要源于新品手游尚未上线，收入主要来自三款端游产品。

图 3：2013-2017 年公司收入及成本



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

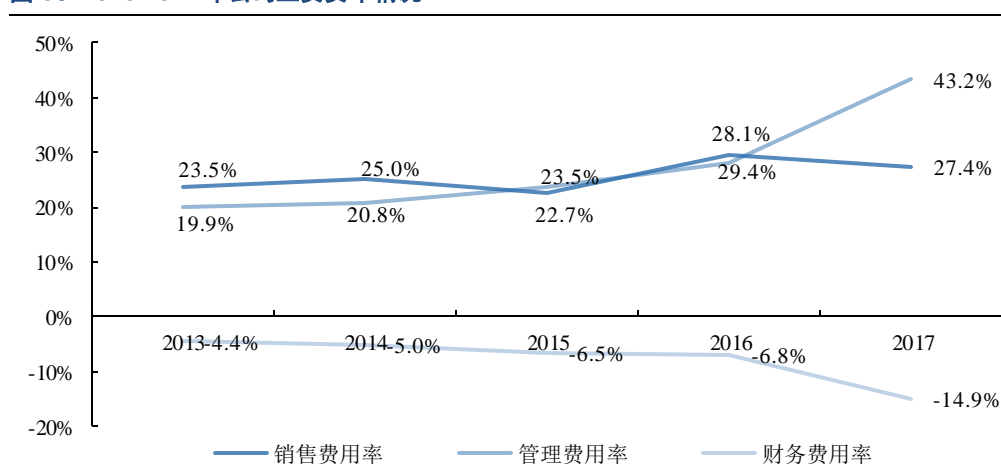
图 4：2013-2017 年公司净利润及净利润率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

销售费用率相对稳定，管理费用率稳定提升，财务费用率持续为负。公司销售费用主要由广告服务费构成，2013-2017 年公司销售费用率略有提升，主要源于新产品《不败传说》于 2016 年开启内测，广告服务费同比增加；公司管理费用主要由研发费用、职工薪酬等构成，由于公司不断加大研发投入及人员投入，因此管理费用率较快提升；公司财务费用管控良好，2013-2017 年财务费用率连续为负，主要源于公司上市募集配套资金较多。

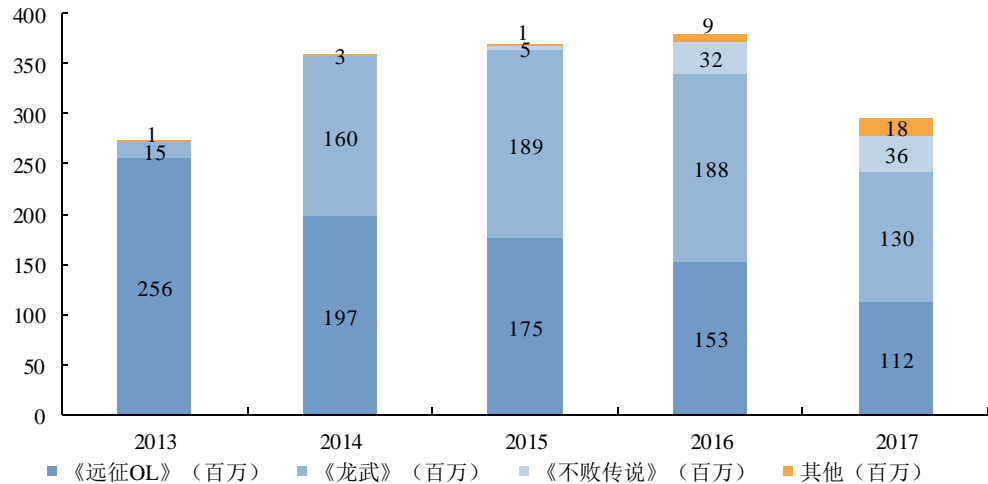
图 5：2013-2017 年公司三费率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司收入主要来自《远征》《龙武》《不败传说》3款端游产品。2017年，《远征》《龙武》《不败传说》分别实现营收1.12亿元、1.30亿元、0.36亿元。

图6：2013-2017年公司各款游戏产品收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 端游研运一体化能力向手游研运无缝转化

### 2.1 坚持研发精品战略

公司成功研发《远征OL》《龙武》《不败传说》三款精品端游，显示公司研发底蕴。其中《远征OL》2008年1月立项，2010年4月开始商业化运营，研发周期为2年2个月；《龙武》2011年8月立项开发，2013年11月开始商业化运营，研发周期为2年2个月；《不败传说》是公司计划自主运营的第三款客户端网络游戏，2015年重点研发游戏产品，2016年7月产品开启大规模内测。

《远征OL》是一款国战类2D MMOARPG端游，产品以远古神话为背景，以大型国战为核心。玩家在游戏中被分在不同的国家，通过升级、打造装备等多种方式提升游戏角色的战斗能力，并在国家间的攻防战中与他国玩家进行战斗。《远征OL》多次荣获重要奖项，在2010年度中国游戏产业年会上被评为“十大最受欢迎的民族网络游戏”。



图 7：端游《远征 OL》游戏画面



资料来源：招股书，东兴证券研究所

图 8：端游《远征 OL》研发运营时间表

研发期		
2008年	2009年	2010年
1月立项	1月，第一次技术测试 7月，第二次技术测试 9月，第三次技术测试	4月，商业化运营
持续运营期		
2010年	2011年	2012年
6月，资料片“诸城之战” 9月，资料片“猛龙过江” 9月，公测开始	1月，资料片“决战紫禁之巅” 7月，资料片“疯狂的翅膀”	6月，推出梦想版 12月，资料片“夺宝奇兵”
2013年	2014年	2015年
3月，资料片“王者逆袭” 9月，推出“铁骑来袭”玩法	4月，产品升级，引入新职业 9月，推出“辟海开疆”玩法	11月，资料片“捉神记”

资料来源：招股书，东兴证券研究所

《龙武》是一款武侠动作题材 2.5D MMORPG 游戏，产品以隋末唐初为历史背景，以休闲、交友、团队合作为文化核心。在游戏中，玩家通过师徒、帮会、阵营等多种方式结交朋友，并与朋友一同组队，通过相互配合的战斗方式完成游戏中的任务，从而获取相关奖励。

图 9：端游《龙武》游戏画面



资料来源：招股书，东兴证券研究所

图 10：端游《龙武》研发运营时间表

研发期		
2011年	2012年	2013年
8月，《九州online》立项 11月，第一次封测	3月，第二次封测 8月，第三次封测	4月，改名为《龙武》，第一次封测 7月，第二次封测 9月，第三次封测 11月，商业化运营
持续运营期		
2014年	2015年	
4月，资料片“美若天仙” 6月，资料片“灵魂疆域” 8月，越南版公开测试 10月，台湾版公开测试 11月，资料片“萌剑诀”	3月，推出“上班族”版 5月，资料片“国色天香” 8月，资料片“血战地心一万里” 11月，资料片“古墓传奇”	

资料来源：招股书，东兴证券研究所



《不败传说》是一款 2.5D 国战类 MMORPG 端游，以战国时期为历史背景，画面为写实的中国风。游戏采用无经验升级模式，打一怪升一级，在关卡中战胜 BOSS 来升级。游戏的社会系统采用橄榄型社会结构设计，同时拥有动态国家联盟系统，加强游戏中国家和层级之间的平衡性。

图 11：端游《不败传说》游戏画面



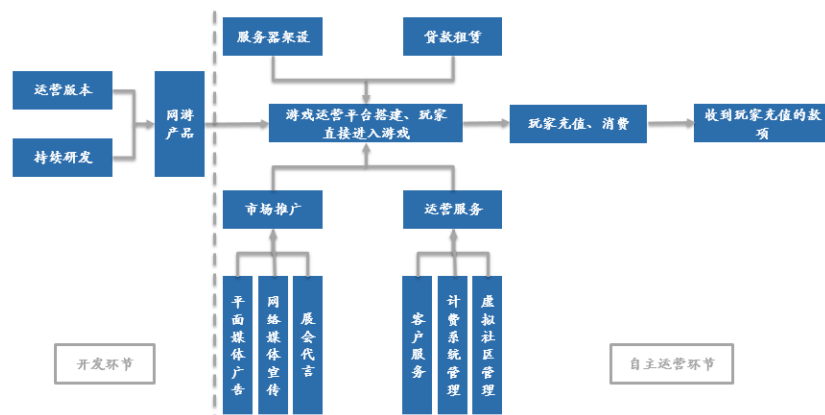
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.2 拥有精细化运营体系

自主运营是指公司不依赖于其他游戏运营企业，独立运营自主研发产品的一种经营模式；联合运营是指公司与其他游戏运营企业共同运营公司游戏的一种模式；授权运营是指公司授权其他游戏运营企业在一定区域范围内运营本公司游戏的一种模式。

相比联合运营与授权运营模式，自主运营主要优点包括：强化开发与运营环节密切配合；强化产品黏性和品牌忠诚度；客服团队能快速高效地为玩家常规问题提供解决方案；研发团队及时根据客服团队收集的反馈意见改进游戏产品，保证玩家游戏体验。

图 12：自主运营模式流程图

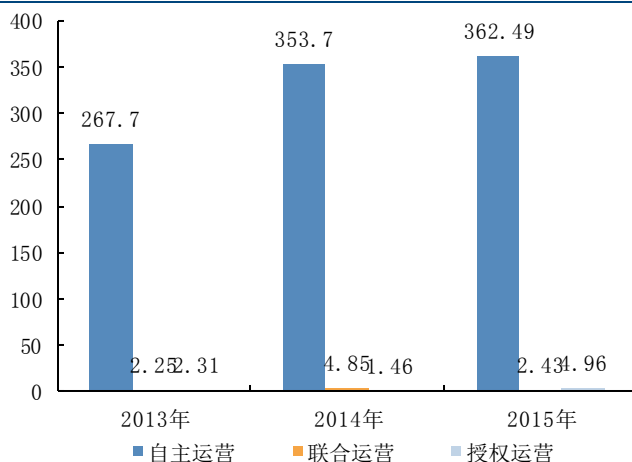


资料来源：招股书，东兴证券研究所

公司采取自主运营为主，授权运营与联合运营相结合方式，运营公司自主开发游戏产品。其中，《远征》采用自主运营、授权运营相结合运营模式，《龙武》采用自主运营、联合运营、授权运营相结合运营模式；《不败传说》采用自主运营模式。

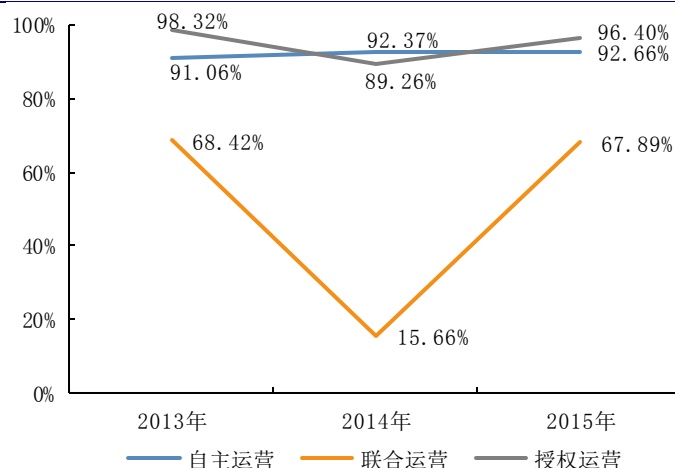
2013-2015 年，自主运营收入占总收入比重分别为 98.33%、98.25%、98.00%。自主运营与授权运营模式毛利率较高，联合运营模式相比其他两种模式，毛利率相对较低。在联合运营模式下，公司借用联合运营商的客户资源，因此联合运营商获得游戏充值金额较大分成比例，比例约为 40%-70%，同时公司负责版本更新、带宽和服务器购买或租赁、客服服务建设等工作，因此毛利率较低。

图 13：2013-2015 年公司运营模式（百万元）



资料来源：招股书，东兴证券研究所

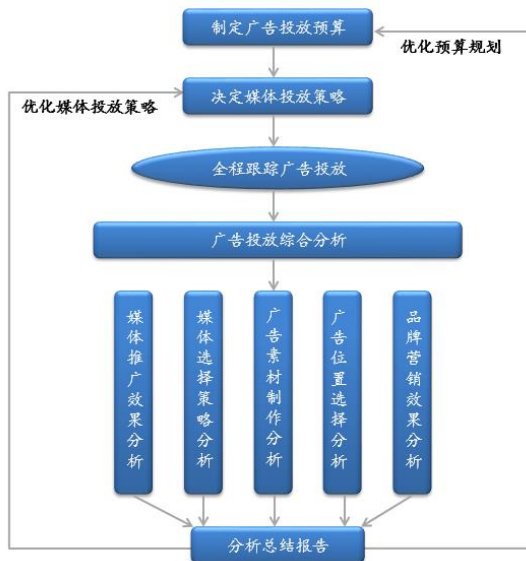
图 14：2013-2015 年公司运营模式毛利率



资料来源：招股书，东兴证券研究所

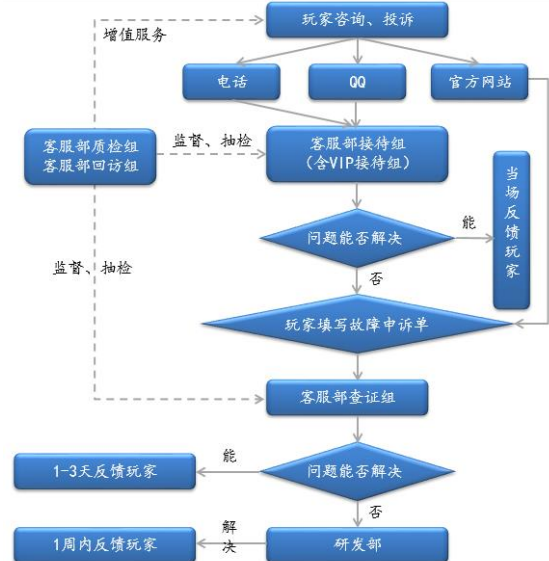
**拥有成熟精细化运营体系，无缝向手游研运转化。**公司在产品运营中，建立了以数据为依托、以用户行为为导向的精细化运营体系，公司通过及时的数据分析和产品分析，形成以数据结论为主要参考标准的科学化产品运营决策和运营策略，最大程度上发挥数据支持运营效率。同时，公司在端游自主运营过程中，已经建立成熟的游戏推广流程以及客服体系。

图 15：公司游戏广告投放流程



资料来源：招股书，东兴证券研究所

图 16：公司拥有成熟客服体系



资料来源：招股书，东兴证券研究所

### 3. 用户为王，公司旗下两款端游累计注册账户 5000 万+

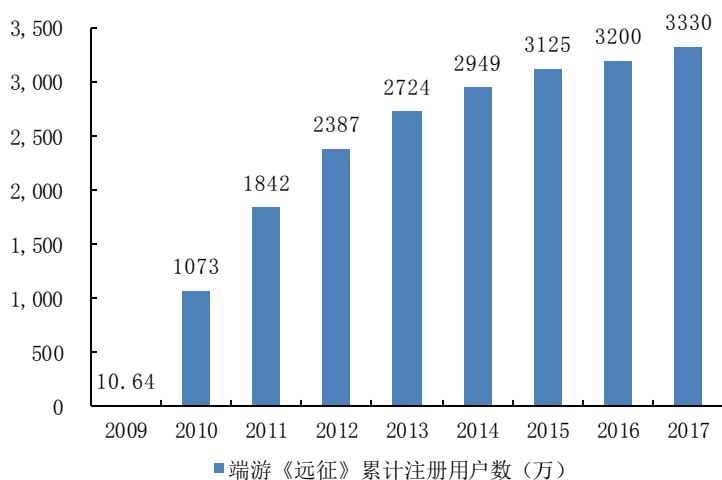
国内手游行业 2013 年开始爆发，市场规模由 2013 年 112 亿元增长至 2017 年 1161 亿元，发展过程中行业一直在讨论“王”的问题：IP、产品、发行、渠道，究竟谁为王？它们都曾作为投资游戏股的核心逻辑。我们认为，无论是 IP、产品、发行、渠道，最终目的是获取用户，得用户者得天下。

#### 3.1 《远征》《龙武》庞大用户群构成公司发展护城河

《远征》是一款大型热血国战类的 2D MMORPG 端游产品，凭借优秀品质获得众多玩家认可，该游戏于 2010 年 4 月商业化运营，截至 2017 年底，注册用户超过 3300 万，累计充值超过 15.4 亿元；

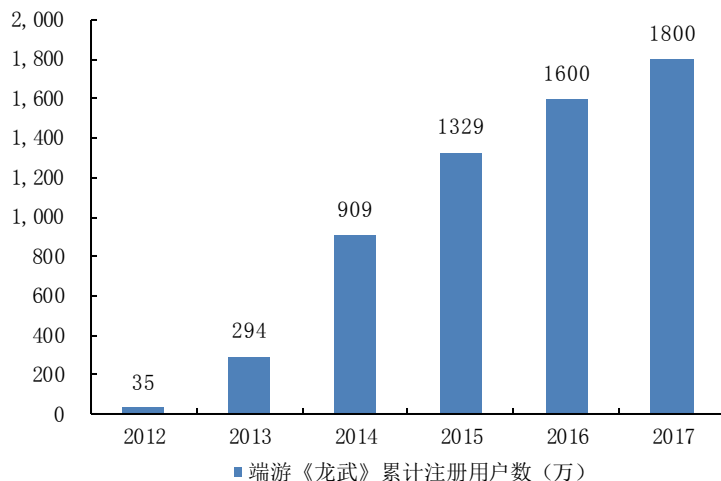
《龙武》为公司继《远征》研发的第二款端游产品，是一款武侠动作题材的 2.5D MMORPG 游戏，该游戏于 2014 年 6 月公测，截至 2017 年底，注册账户超过 1800 万，累计充值超过 7.6 亿元。

图 17：端游《远征》累计注册用户数



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 18：端游《龙武》累计注册用户数



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 对标《诛仙》，《远征》《龙武》端转手潜力很大

《远征》端游品质备受市场认可，荣获行业大奖。《远征》产品以远古神话为背景、以大型国战为核心。玩家在游戏中被分在不同的国家，通过升级、打造装备等多种方式提升游戏角色战斗能力，并在国家间的攻防战中与外国玩家进行战斗。游戏帮助玩家在虚拟世界中实现齐家、治国、平天下的理想。2010 年，《远征》端游获得“十大最受欢迎的民族网络游戏”重要荣誉，其余获奖作品包括《天龙八部》《梦幻西游》《诛仙》《传奇世界》《问道》《QQ 飞车》等。基于其他获奖作品均已实现“端转手”，并均取得很大成功，我们认为公司旗下《远征》《龙武》等端游产品均已经获得用户认可，端游转手游成功率高。

图 19：《远征》与《诛仙》游戏角色原画对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 2：2010 年度十大最受欢迎的民族网络游戏（排名不分先后）**

序号	游戏名称	游戏企业
1	天龙八部 2	畅游
2	梦幻西游	网易
3	诛仙 2	完美世界
4	传奇世界	盛大
5	问道	光宇在线
6	远征 OL	冰川网络
7	蜀门	绿岸网络
8	魔界 2	鸿利数码
9	QQ 飞车	腾讯
10	神话	武神世纪

资料来源：中国游戏产业年会，东兴证券研究所

对标完美世界旗下《诛仙》端游产品，《远征》《龙武》端转手作品值得期待。《诛仙》端游 2013 年充值流水 6.93 亿元，《远征》、《龙武》年充值金额最高分别为 2.56 亿元、1.89 亿元；《诛仙》最高月活 241 万，《远征》《龙武》年最高月活分别为 79 万、60 万。基于《诛仙》手游最高流水超过 2 亿元，我们认为《远征》《龙武》端转手作品将能取得优异流水成绩。

**表 2：完美世界旗下《诛仙》端游经营数据**

《诛仙》端游	2013	2014	2015.1-9
充值流水（万元）	69312	54926	36340
平均月活跃用户数（万）	241	167	152
当期累计付费用户数（万）	174	105	68

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 3：公司旗下《远征》《龙武》端游经营数据**

项目	2011	2012	2013	2014	2015
《远征 OL》	充值流水（万元）	21841	25043	25564	19732
	平均月活跃用户数（万）	79	69	46	32
	期末累计付费用户数（万）	71	92	118	138
《龙武》	充值流水（万元）	-	187	1542	16003
	平均月活跃用户数（万）	-	3.4	21	60
	期末累计付费用户数（万）	-	1.4	21	69

资料来源：招股书，东兴证券研究所



## 4. 擅于打造国战品类游戏，三年研发高品质《远征》手游

### 4.1 国战题材是重要端游细分品类

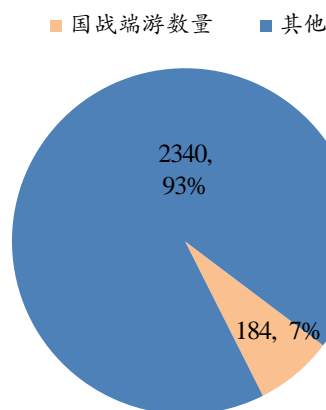
国战题材是重要端游细分品类。按照游戏方式分类，端游可以分为角色扮演、战争策略、模拟经营、MOBA、社区养成、在线棋牌、音乐舞蹈、赛车竞速、FPS 射击等；其中，国战题材是角色扮演端游中重要细分品类，截至 2017 年底，根据 17173 网站，其端游数据库共有 2524 款端游，其中国战类作品 184 款，占比总数量的 7.3%，其中《征途》《御龙在天》《成吉思汗》《远征》等均为较为知名国战品类作品。

图 20：端游细分品类按游戏特征划分

特征	不限	PK	副本	<b>国战</b>	女生
	交友	动作	萌系Q版	穿越	横版
	开房间	解谜	经营	DIY	恐怖
	暗黑风	恶搞	虚幻引擎	CE引擎	
	unity3D	文字	飞行	冒险	卡牌
	益智	赛车	跑酷	18X	军事
	小说改编	换装	FPS	TPS	仙侠
	机甲	养成	休闲	竞技	射击
	Havok引擎	沙盒	战棋	舞蹈	
	足球	漫画改编	卡通	像素	
	VR虚拟现实	二次元	挂机	冷兵器	

资料来源：17173，东兴证券研究所

图 21：国战题材是端游重要细分品类



资料来源：17173，东兴证券研究所

国战题材玩法独特，满足玩家大规模战斗模式（PK）情感需求，具有“千人/万人同服”、“深度社交”等特点，以《远征》端游为例，其同时在线人数最高时曾达到 20 万人。

图 22：《远征》端游万人国战画面



资料来源：17173，东兴证券研究所



## 4.2 精雕细琢手游《远征》

《远征手游》由端游 IP 改编而言，历时 3 年精雕细琢研发，传承经典端游玩法以及升级美术画质及视觉效果，手游产品值得期待。《远征》手游还原端游武圣、天师、鬼谷及飞羽四大职业，复制拉火、砸车、偷 BOSS、押粮、运草、清红点经典玩法，并加入机械攻城、策略指挥等创新玩法；同时美术画质及视觉效果得到升级，超清画质+3D 立体打造仙侠新世界；坐骑和翅膀系统均在手游中全新设计；社交系统方面，手游采用在次世代立体捏脸技术以及独创天空巡游婚礼玩法。

图 23：《远征》手游三大职业



资料来源：17173，东兴证券研究所

图 24：《远征》手游世外桃源新手村精美画面



资料来源：17173，东兴证券研究所

图 25：《远征》手游坐骑和翅膀系统



资料来源：17173，东兴证券研究所

图 26：《远征》手游结婚社交系统



资料来源：17173，东兴证券研究所

在研产品储备丰富，开启发展新征程。根据公司 2017 年年报显示，公司已成立多个项目团队从事新游戏产品开发，目前在研产品包括 3 款端游、3 款手游。

图 27：公司在研游戏产品线

项目名称	项目类型	项目介绍	所处阶段
 《鬼谷无双》	端游	新生代角色扮演网游	不删档测试
 《影武者》	端游	锁视角 3D 超级动作网游	内测
 《泰坦》	端游	多人在线实时竞技	内测
 《远征手游》	手游	3D 仙侠国战手游	技术测试
 《王者对决》	手游	3V3 竞技团战手游	技术测试
《龙武手游》	手游	2.5D 仙侠动作手游	已立项

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

核心假设：

- 1) 《远征》《龙武》等手游作品如期上线，并取得较好流水成绩；
- 2) 《远征》《龙武》等端游产品由于进入成熟期流水逐年下滑。

表 4：2016-2020E 公司分业务营收预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	381	296	596	781	978
yoy			101%	31%	25%
端游收入	381	296	236	157	116
手游收入			360	623	862

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据以上假设，我们预计 2018-2020 年公司营收分别为 5.96 亿元、7.81 亿元、9.78 亿元，净利润分别为 1.68 亿元、2.05 亿元、2.49 亿元，同比增长 85.4%、22.1%、21.1%，对应 EPS 分别为 1.68 元、2.05 元、2.49 元。

**表 5：2016-2020E 公司营收及净利润预测**

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	381	296	596	781	978
增长率（%）			101%	31%	25%
净利润	155	97	168	204	249
增长率（%）			85%	22%	21%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5.2 估值

从投资角度，我们认为公司具备较强的精品游戏持续研发实力以及看好首款手游上线表现，我们预计 2018-2020 年公司净利润分别为 1.68 亿元、2.05 亿元、2.49 亿元，对应 PE 分别为 25X、20X、17X。基于公司目前市值 41 亿元，且正处于快速增长阶段，以及公司现金和理财产品超过 16 亿元，因此我们给予公司 2018 年 30X PE 估值，对应目标价 50.40 元（目标价对应市值减去现金储备后对应 2018 年 PE 为 20 倍），给予“强烈推荐”评级。

**表 6：游戏行业上市公司 PE 比较**

公司	市值(亿元)	营收（亿元）			净利润（亿元）			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
冰川网络	42	5.96	7.81	9.78	1.68	2.05	2.49	25	20	17
吉比特	103	16.67	19.87	23.24	6.91	8.16	9.49	14	12	10
游族网络	183	43.91	56.94	70.76	10.83	14.02	17.30	17	13	11
完美世界	427	96.45	116.16	135.75	19.09	23.55	27.82	22	18	15

资料来源：Wind，东兴证券研究所，20180605

## 6. 风险提示

手游行业竞争过于激烈、端转手不及预期等风险。

表 7：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	1717	1695	1940	2674	3348	<b>营业收入</b>	381	296	596	781	978
货币资金	931	939	1890	2474	3100	<b>营业成本</b>	34	35	168	265	352
应收账款	2	4	8	150	188	营业税金及附加	2	2	3	4	5
其他应收款	3	5	10	13	16	营业费用	112	81	152	190	225
预付款项	3	1	4	10	17	管理费用	107	128	140	150	178
存货	0	0	0	0	0	财务费用	-26	-44	-40	-40	-40
其他流动资产	772	736	28	28	28	资产减值损失	0.28	0.38	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	22	35	20	17	13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	9	9	9	9	投资净收益	-0.37	0.12	0.00	0.00	0.00
固定资产	8	6	6	19	49	<b>营业利润</b>	150	103	174	212	257
无形资产	1	2	2	1	1	营业外收入	14.01	0.20	3.50	4.40	4.60
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.13	3.48	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1739	1730	1960	2692	3361	<b>利润总额</b>	164	100	177	216	262
<b>流动负债合计</b>	242	218	302	870	1340	所得税	6	9	9	11	13
短期借款	0	0	187	728	1174	<b>净利润</b>	158	91	168	205	249
应付账款	0	0	46	73	97	少数股东损益	2	-6	0	0	0
预收款项	36	31	31	31	31	归属母公司净利润	155	97	168	205	249
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	129	65	134	174	222
<b>非流动负债合计</b>	0	0	56	56	56	<b>EPS（元）</b>	1.87	0.97	1.68	2.05	2.49
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	242	218	359	926	1396	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	8	-3	-3	-3	-3	营业收入增长	2.92%	-22.18%	101.26%	30.92%	25.26%
实收资本（或股	100	100	100	100	100	营业利润增长	-21.97%	-30.91%	67.76%	22.07%	21.47%
资本公积	880	880	880	880	880	归属于母公司净利	-9.38%	-37.59%	73.41%	22.14%	21.12%
未分配利润	459	486	587	710	860	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1489	1516	1651	1815	2014	毛利率（%）	90.97%	88.22%	71.89%	66.04%	63.96%
<b>负债和所有者权</b>	1739	1730	2006	2738	3407	净利率（%）	41.45%	30.63%	28.22%	26.33%	25.45%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润（%）	8.94%	5.61%	8.58%	7.63%	7.41%
单位：百万元						ROE（%）	10.44%	6.40%	10.19%	11.32%	12.36%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	109	22	722	45	189	资产负债率（%）	14%	13%	18%	34%	41%
净利润	158	91	168	205	249	流动比率	7.09	7.78	6.42	3.07	2.50
折旧摊销	5	5	0	2	4	速动比率	7.09	7.78	6.42	3.07	2.50
财务费用	-26	-44	-40	-40	-40	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	-4	-142	-38	总资产周转率	0.30	0.17	0.32	0.33	0.32
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	194	102	100	10	6
<b>投资活动现金流</b>	-674	194	25	0	0	应付账款周转率	2793.67	940.66	25.73	13.17	11.56
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
长期股权投资减	0	0	15	0	0	每股收益（最新摊	1.87	0.97	1.68	2.05	2.49
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流（最新	3.00	1.41	9.51	5.84	6.25
<b>筹资活动现金流</b>	866	-75	204	540	436	每股净资产（最新摊	14.89	15.16	16.51	18.15	20.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	22.50	43.37	25.01	20.47	16.90
普通股增加	25	0	0	0	0	P/B	2.82	2.78	2.55	2.32	2.09
资本公积增加	836	0	0	0	0	EV/EBITDA	25.36	50.49	18.66	14.12	10.28
<b>现金净增加额</b>	300	141	951	584	625						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018 年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。