

自研大作交由腾讯独代，业务发展再上一台阶

买入（维持）

2018 年 07 月 02 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 肖文瀚

xiaowh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,236	3,976	4,890	5,568
同比（%）	27.9%	22.9%	23.0%	13.9%
净利润（百万元）	656	1,012	1,301	1,669
同比（%）	11.6%	54.2%	28.6%	28.3%
每股收益（元/股）	0.74	1.14	1.46	1.88
P/E（倍）	26.35	17.08	13.28	10.35

事件：公司公告全资子公司游族信息与腾讯于近日在深圳签署了《<权力的游戏：凛冬将至>移动游戏腾讯独家代理协议》，腾讯将获得《权力的游戏：凛冬将至》的独家代理权及相关权限，双方将按约定比例对在腾讯发行平台上发行的该游戏的商业化收入进行分成。

投资要点

■ **大 IP 手游交由腾讯独代，强强联手，业绩弹性与确定性有望加强：**《权力的游戏：凛冬将至》作为公司储备的重磅 SLG 产品，拥有全球顶级 IP，预计将成为公司下半年与明年业绩的重要看点。腾讯作为网游行业的绝对龙头，拥有多个品类的覆盖，SLG 是腾讯近年的重点发展品类，此前腾讯发行的《乱世王者》取得优异表现。公司顶级 IP 大作交由腾讯独代，将有望取得更高的流水表现与更强的确定性。我们认为与腾讯的合作对公司而言是一大利好，期待产品上线后的表现。

■ **延续以产品研发为核心，激励核心骨干员工：**公司近期发布第一期员工持股计划的草案，将通过二级市场购买、公司回购股份以零价格转让让员工持股计划等方式取得公司股份并持有，其中员工自筹资金不超过 3000 万元，公司则以不低于 3 亿元的自有资金用于回购股份。按照员工持股计划中的业绩考核标准，2018-2020 年归母净利润将分别不低于 10、13、16 亿元（不包含本员工持股计划产生的股份支付费用）。我们认为员工持股计划一方面延续了以研发为核心，捆绑核心骨干；另一方面体现了公司对未来业绩发展的信心，业绩考核将有效提升员工积极性。

■ **海外发行仍然为公司一大看点，《天使纪元》与代理产品将陆续上线：**公司作为国内出海领先的 A 股游戏龙头，此前《狂暴之翼》刷新了 ARPG 在海外地区的记录。《天使纪元》海外版近期在台湾上线，预计 7 月将在欧美与东南亚上线，有望带来新一轮的流水增长。同时，公司此前布局优质代理产品，预计 Q3 将陆续上线，海外地区的收入占比有望在下半年持续提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为公司自研大作《权力的游戏》手游交由腾讯合作将是双赢，有望为公司业绩带来更强的弹性与确定性。公司推出第一期员工持股计划预计将有效提升员工积极性，3 年的业绩考核充分证明了公司对未来发展的信心，短期业绩将受益于海外发行的推进。考虑产品的整体推出节奏低于此前预期，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 1.14/1.46/1.88 元，对应当前股价 PE 为 17/13/10 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.45
一年最低/最高价	18.29/33.72
市净率(倍)	4.17
流通 A 股市值(百万元)	11221.18

基础数据

每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	40.17
总股本(百万股)	888.47
流通 A 股(百万股)	576.92

相关研究

- 1、《游族网络：爆品《天使纪元》夯实业绩，关注新品上线与推广节奏》2018-04-25
- 2、《游族网络：推行“6+1”品类战略，重点项目进入收获期》2018-04-03
- 3、《游族网络：业绩符合预期，关注后续重磅产品的上线》2017-10-31

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	3,484	4,330	5,666	营业收入	3,236	3,976	4,890	5,568
现金	1,938	1,897	2,626	3,702	减:营业成本	1,548	1,801	2,234	2,544
应收账款	474	917	794	1,155	营业税金及附加	20	26	31	36
存货	0	0	0	0	营业费用	294	338	342	362
其他流动资产	722	670	910	809	管理费用	680	716	831	835
非流动资产	3,502	3,871	4,307	4,583	财务费用	91	55	68	34
长期股权投资	443	567	680	798	资产减值损失	70	87	106	121
固定资产	699	961	1,314	1,496	加:投资净收益	3	26	14	20
在建工程	0	10	16	20	其他收益	0	0	0	0
无形资产	264	253	236	234	营业利润	646	980	1,291	1,656
其他非流动资产	2,096	2,080	2,061	2,036	加:营业外净收支	27	42	35	38
资产总计	6,636	7,356	8,637	10,249	利润总额	674	1,023	1,326	1,694
流动负债	2,139	1,955	2,030	2,089	减:所得税费用	9	-3	7	2
短期借款	1,274	1,274	1,274	1,274	少数股东损益	8	14	17	23
应付账款	176	293	289	373	归属母公司净利润	656	1,012	1,301	1,669
其他流动负债	688	388	467	441	EBIT	719	1,055	1,346	1,685
非流动负债	429	373	324	251	EBITDA	863	1,179	1,500	1,873
长期借款	398	342	294	221					
其他非流动负债	31	31	31	31					
负债合计	2,568	2,328	2,355	2,340	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	17	32	49	72	每股收益(元)	0.74	1.14	1.46	1.88
					每股净资产(元)	4.56	5.62	7.02	8.82
归属母公司股东权益	4,051	4,996	6,233	7,837	发行在外股份(百万股)	888	888	888	888
负债和股东权益	6,636	7,356	8,637	10,249	ROIC(%)	11.6%	15.7%	16.9%	17.8%
					ROE(%)	16.3%	20.4%	21.0%	21.4%
					毛利率(%)	52.2%	54.7%	54.3%	54.3%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	20.3%	25.4%	26.6%	30.0%
经营活动现金流	742	887	1,476	1,687	资产负债率(%)	38.7%	31.6%	27.3%	22.8%
投资活动现金流	-664	-467	-575	-444	收入增长率(%)	27.9%	22.9%	23.0%	13.9%
筹资活动现金流	873	-461	-171	-167	净利润增长率(%)	11.6%	54.2%	28.6%	28.3%
现金净增加额	937	-41	729	1,076	P/E	26.35	17.08	13.28	10.35
折旧和摊销	144	124	154	188	P/B	4.27	3.46	2.77	2.21
资本开支	178	245	323	158	EV/EBITDA	20.20	14.54	10.93	8.15
营运资本变动	-255	-291	-51	-207					

数据来源: 贝格数据, 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>