

业绩符合预期，海内外布局持续推进 买入（维持）

2018 年 08 月 28 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%
归母净利润（百万元）	656	1,008	1,307	1,583
同比（%）	11.6%	53.7%	29.6%	21.1%
每股收益（元/股）	0.74	1.13	1.47	1.78
P/E（倍）	22.20	14.44	11.14	9.20

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 17.87 亿元，同比增长 6.38%，归母净利润 4.93 亿元，同比增长 45.21%，扣非归母净利润 3.79 亿元，同比增长 16.24%；同时公司预计 2018 年前三季度实现归母净利润 6.5 亿-7.5 亿，同比增长 41.51%-63.28%。

投资要点

■ **业绩表现符合预期，《天使纪元》成主力贡献点：**公司上半年归母净利润 4.93 亿，同比增长 45.21%，高于公司此前业绩预期中位数（4.8 亿）。分业务来看，移动游戏营收为 11.54 亿，同比增长 7.46%，占比 65%，主要是由于自研 MMO 手游《天使纪元》在报告期内表现优异，稳居 iOS 游戏畅销榜 TOP30，成为业绩增长的主力贡献；网页游戏营收 4.96 亿，同比下降 16.23%，占比 27.8%。分地区来看，上半年公司夯实国内市场现有发展基础，实现营收 8.39 亿，占比 47%，同比增长 25.12%；海外地区营收 9.48 亿，占比 53.05%，近期《天使纪元》海外版上线，预计将带动海外收入增长。

■ **毛利率有所下降，销售费用率受推广活动影响呈上升趋势：**公司二季度毛利率为 51.16%，季度环比下降 13.2pcpts；销售费用 2.75 亿，同比增长 120%，主要是由于《天使纪元》等游戏项目增加导致公司推广宣传费用支出增加；管理费用 3.91 亿，同比增长 45.66%，主要是由于游戏项目增加导致研发投入以及经营管理支出增加；财务费用 0.27 亿，同比下降 65%，主要是由于上年同期受汇率波动影响，有一定的汇兑损失（3840 万）。上半年整体毛利率较去年同期有所下降，营销费用率与管理费用率具有一定上升，体现为研发与新品推广支出的加大。

■ **海外布局持续推进，精品 IP 与新品储备为重要看点：**公司作为中国游戏企业出海的领跑者，致力于从研发、代理、发行三个层次实施海外市场布局，近期海外上线《天使纪元》海外版预计将带来增量。国内方面，近期上线新品包括《三十六计》、《女神联盟 2》、《女神联盟 3 页游》，储备有《崩战纪》、《权力的游戏》手游与页游，其中《权力的游戏》手游将交由腾讯独代，预计将为后续业绩带来较大的弹性。

■ **盈利预测与投资评级：**公司上半年业绩符合预期，《天使纪元》国内市场表现优异，近期海外版的上线预计将推动海外收入上涨。国内近期多款新品上线，储备产品包括《权力的游戏》等大 IP 作品，与腾讯的合作有望带来较大的业绩弹性。我们预计 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 1.13/1.47/1.78 元，对应当前股价 PE 为 14/11/9 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**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，汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.39
一年最低/最高价	14.39/26.13
市净率(倍)	3.52
流通 A 股市值(百万元)	10141.57

基础数据

每股净资产(元)	4.65
资产负债率(%)	39.27
总股本(百万股)	888.47
流通 A 股(百万股)	618.77

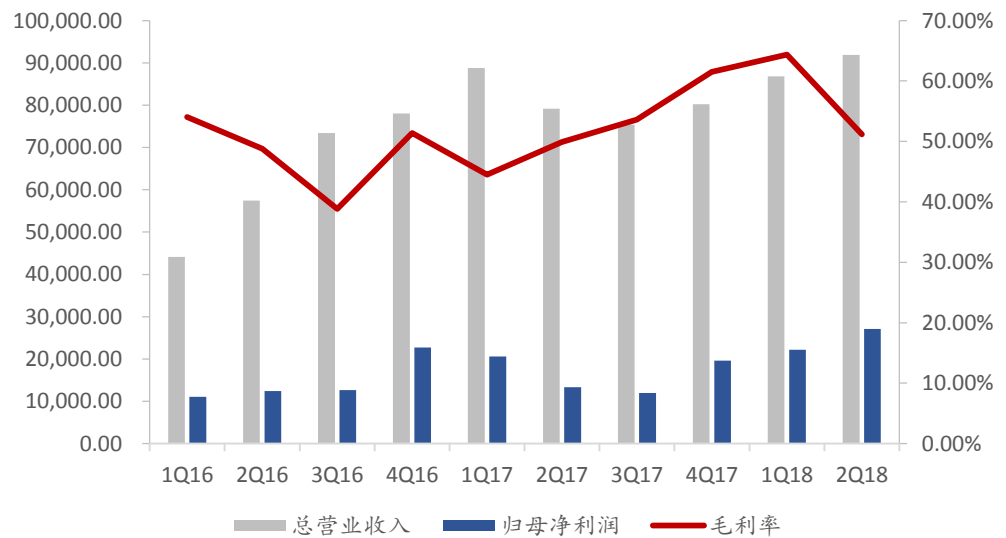
相关研究

- 1、《游族网络 (002174)：自研大作交由腾讯独代，业务发展再上一台阶》2018-07-03
- 2、《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
- 3、《游族网络：推行“6+1”品类战略，重点项目进入收获期》2018-04-03

1. 业绩表现符合预期,《天使纪元》成主力贡献点

公司上半年实现营收 17.87 亿,同比增长 6.38%,归母净利润 4.93 亿,同比增长 45.21%,高于公司此前业绩预期中位数(4.8 亿),扣非归母净利润 3.79 亿元,同比增长 16.24%。其中 2018 年二季度营收 9.19 亿,同比增长 16%,环比增长 5.9%;归母净利润 2.71 亿,同比增长 103%,环比增长 22%。

图 1: 2016Q1-2018Q2 营收与归母净利润季度变化(单位:万元)

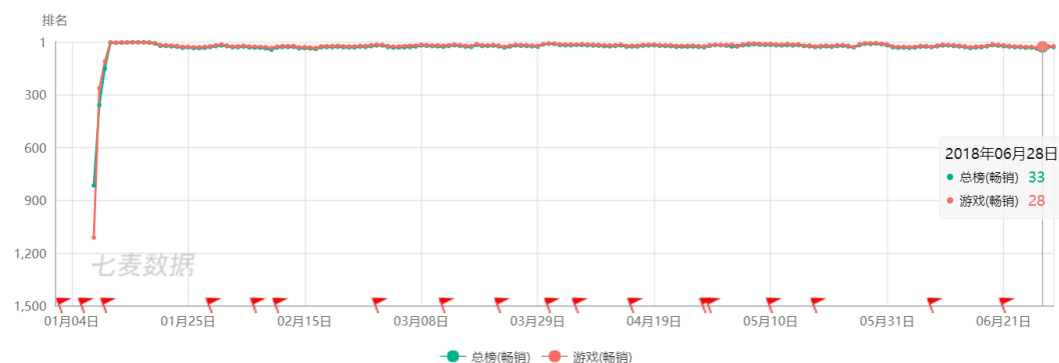


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

分业务来看,移动游戏营收为 11.54 亿,同比增长 7.46%,占比 65%,主要是由于自研 MMO 手游《天使纪元》自 2018 年 1 月上线,在华为、vivo、oppo 等各大游戏平台名列畅销榜 top 10;报告期内稳居 iOS 游戏畅销榜 TOP30,成为公司手游新主力产品,贡献较高的流水;网页游戏受页游市场下滑的影响,上半年营收 4.96 亿,同比下降 16.23%,占比 27.8%。

分地区来看,上半年公司注重夯实国内市场现有发展基础,实现营收 8.39 亿,占比 47%,同比增长 25.12%;海外地区营收 9.48 亿,占比 53.05%,在 App Annie 公布的 2018 年上半年海外游戏用户支出最高的中国公司榜单中,游族网络位居第 13 名。

图 2：《天使纪元》2018 上半年中国区 iOS 畅销榜排名



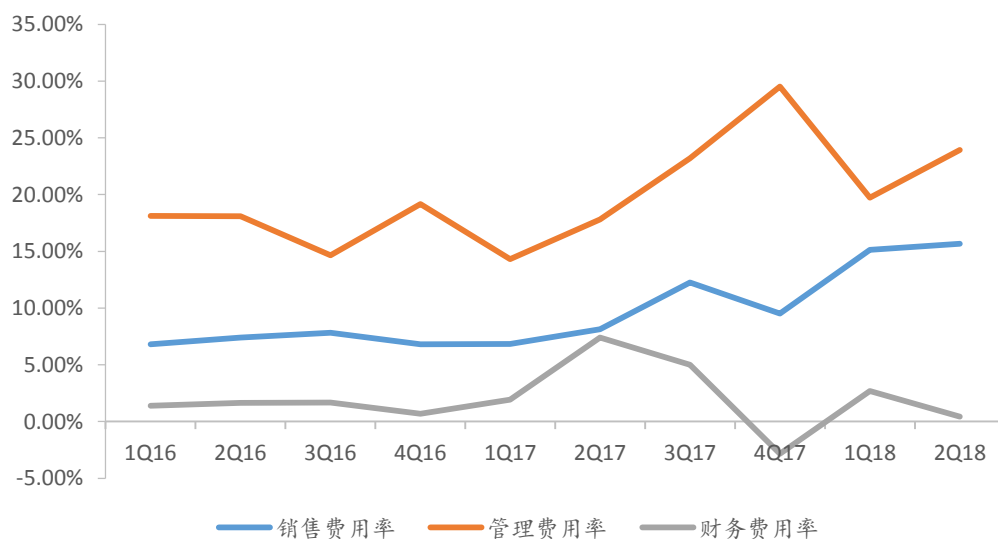
数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

2. 毛利率有所下降，销售费用率受推广活动扩张影响呈上升趋势

公司二季度毛利率为 51.16%，季度环比下降 13.2pcpts；销售费用 2.75 亿，同比增长 120%，主要是由于《天使纪元》等游戏项目增加导致公司推广宣传费用支出增加；管理费用 3.91 亿，同比增长 45.66%，主要是由于游戏项目增加导致研发投入以及经营管理支出增加；财务费用 0.27 亿，同比下降 65%，主要是由于上年同期受汇率波动影响，有一定的汇兑损失（3840 万）。

上半年整体毛利率较去年同期有所下降，营销费用率与管理费用率具有一定上升，体现为研发与新品推广支出的加大。

图 3：2016Q1-2018Q2 季度期间费用率变化（季度营收占比）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3. 海外布局持续推进，精品 IP 与新品储备为重要看点

相比竞争激烈、增速放缓的国内游戏市场，海外市场规模以及用户规模潜力更加广阔，公司作为中国游戏企业出海的领跑者，目前致力于从研发、代理、发行三个层次实施海外市场布局。前期《女神联盟》系列、《少年三国志》、《狂暴之翼》等产品出海成果亮眼、近期页游《女神联盟 3》海外上线市场反响强烈也体现了公司强劲的海外布局能力，全球化分区域的深耕自研和代理游戏有望驱动公司海外地区业务收入持续增长，近期海外上线《天使纪元》海外版预计将带来增量。

国内方面，近期上线新品包括《三十六计》、《女神联盟 2》、《女神联盟 3 页游》，储备有《崩战纪》、《权力的游戏》手游与页游，其中《权力的游戏》手游将交由腾讯独代，预计将为后续业绩带来较大的弹性。

4. 投资建议

公司上半年业绩符合预期，《天使纪元》国内市场表现优异，近期海外版的上线预计将推动海外收入上涨。国内近期多款新品上线，储备产品包括《权力的游戏》等大 IP 作品，与腾讯的合作有望带来较大的业绩弹性。我们预计 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 1.13/1.47/1.78 元，对应当前股价 PE 为 14/11/9 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

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；

汇率波动风险。

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	3,417	4,317	5,509	营业收入	3,236	3,976	4,890	5,568
现金	1,938	1,829	2,614	3,546	减:营业成本	1,548	1,632	2,026	2,320
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	596	636	696
其他流动资产	722	670	910	809	管理费用	680	716	782	835
非流动资产	3,502	3,871	4,307	4,583	财务费用	91	56	69	37
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	131	69	65
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	995	1,308	1,589
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	7,288	8,624	10,093	利润总额	674	1,037	1,343	1,627
流动负债	2,139	1,891	2,015	2,018	减:所得税费用	9	14	19	23
短期借款	1,274	1,274	1,274	1,274	少数股东损益	8	14	17	22
应付账款	176	249	279	325	归属母公司净利润	656	1,008	1,307	1,583
其他流动负债	688	368	462	418	EBIT	719	1,070	1,364	1,621
非流动负债	429	373	324	251	EBITDA	863	1,194	1,518	1,809
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	2,263	2,340	2,269	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	17	32	49	71	每股收益(元)	0.74	1.13	1.47	1.78
					每股净资产(元)	4.56	5.62	7.02	8.73
归属母公司股东权益	4,051	4,993	6,235	7,753	发行在外股份(百万股)	888	888	888	888
负债和股东权益	6,636	7,288	8,624	10,093	ROIC(%)	11.6%	15.7%	17.0%	17.1%
					ROE(%)	16.3%	20.4%	21.1%	20.5%
					毛利率(%)	52.2%	58.9%	58.6%	58.3%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	20.3%	25.4%	26.7%	28.4%
经营活动现金流	742	715	1,477	1,501	资产负债率(%)	38.7%	31.1%	27.1%	22.5%
投资活动现金流	-664	-362	-520	-399	收入增长率(%)	27.9%	22.9%	23.0%	13.9%
筹资活动现金流	873	-462	-173	-170	净利润增长率(%)	11.6%	53.7%	29.6%	21.1%
现金净增加额	937	-109	784	932	P/E	22.20	14.44	11.14	9.20
折旧和摊销	144	124	154	188	P/B	3.59	2.92	2.34	1.88
资本开支	178	245	323	158	EV/EBITDA	17.05	12.13	9.01	7.02
营运资本变动	-255	-356	-1	-263					

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>