

游族网络(002174)

半年报点评：毛利率提升明显，《权利的游戏》成后
续增长最重要看点

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 16.39 元

事件：

游族网络 8 月 28 日公布 2018 年半年度报告

点评要点：

1、毛利率提升明显。2018 年上半年公司实现营业收入 17.87 亿元，同比增长 6.38%，增速下滑。实现归属母公司净利润 4.93 亿，同比增长 45.21%，非经常性损益 1.13 亿元，扣非后归母净利润 3.79 亿元，同比增 16.24%，利润增速高于收入增速，主要是由于毛利率持续提升所致。公司游戏业务进入老产品业绩释放期，毛利率和净利润持续提升上（公司手游、页游的营业成本主要为广告费和分成成本，其中广告费受报告期内新产品上线数量和老产品所处生命周期影响），2018 上半年公司毛利率较去年同期提升 10.5Pct 至 57.57%。拆分来看，页游和手游毛利率均提升较大，其中手游毛利率同比提升 8.67%至 52.10%，页游毛利率同比提升 6.34Pct 至 61.86%。收入结构上，手游上半年实现收入 11.54 亿元，同比增长 7.46%，页游业务继续收缩，上半年实现收入 4.96 亿元，同比下降 16.23%。按地区看，海外收入出现下滑，同比下滑 6.08%至 9.48 亿元，国内收入增长相对强劲，同比增长 25.12%至 8.39 亿元。

2、《天使纪元》上半年表现不俗，《权利的游戏》将成为后续公司增长的最重要看点。今年 1 月上线的《天使纪元》表现抢眼贡献增量，《狂暴之翼》、《少年三国志》《女神联盟》表现稳定。而今年、明年看点主要集中于新的大作《权力的游戏：凛冬将至》，该作有旗下擅长 SLG 的战神团队打造，手游由腾讯独家代理，页游将在 19 年春季发行。

3、精品化、全球化和大 IP 三大发展战略稳步推进。研发上，公司不断加强研发投入，产品矩阵丰富，在 SLG、重度 MMO、休闲类、二次元均有所布局，并已逐渐开花结果，旗下八大工作室各有侧重，齐头并进，自研产品能力持续提升。运营方面，不断加强精准、长线化运营，同时在海外发行上公司继续保持领先地位。IP 方面，公司储备了包括《权利的游戏》《三体》《盗墓笔记》《女神联盟》等优质 IP 资源，为后续游戏业务增长的确定性保驾护航。我们预计公司 2018/2019 实现净利润 10.92 亿元、13.57 亿元，PE 分别为 13 倍/11 倍，给予“增持”评级。

4、风险提示：新产品进展不及预期，新产品流水不及预期，政策监管风险，老产品流水下滑过快

发布时间：2018 年 08 月 28 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	26.02 / 14.69
上证指数/深圳成指	2777.98/8733.75
50 日均成交额(百万元)	52.28
市净率(倍)	3.51
股息率	0.47%

基础数据

流通股(百万股)	576.92
总股本(百万股)	888.47
流通市值(百万元)	9455.79
总市值(百万元)	14561.99
每股净资产(元)	4.67
资产负债率	40.17%

股东信息

大股东名称	林奇
持股比例	34.43%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《公司点评：游族网络（002174）2018 年大作可期，预期业绩增长强劲》2018-4-10
《国元证券公司研究-公司点评：游族网络（002174）：业绩快报符合预期，低点持续推荐》2018-3-1
《国元证券公司研究-公司深度：游族网络（002174）A 股游戏龙头，回购+增持+股权激励实施显发展信心》2018-2-1

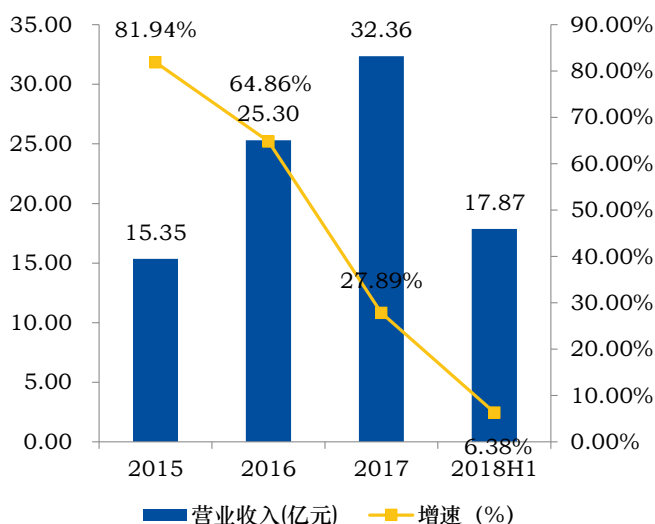
联系方式

研究员：李典
执业证书编号：S0020516080001
电话：021-51097188-1866
电邮：lidian@gyzq.com.cn
地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号
安徽国际金融中心 A 座国元证券
(230000)

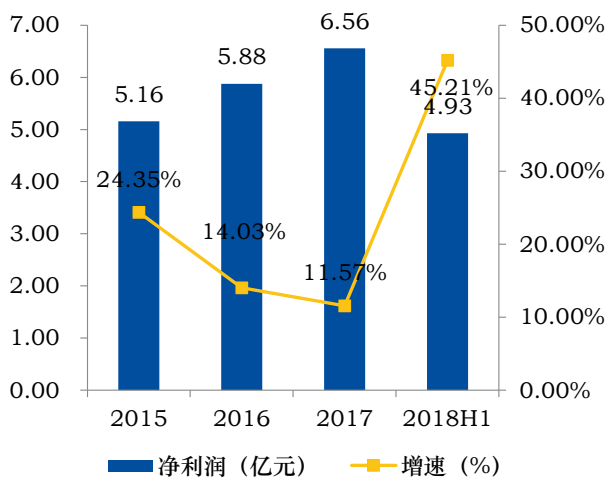
正文:

1、2018 年上半年公司实现营业收入 17.87 亿元，同比增长 6.38%，增速下滑。实现归属母公司净利润 4.93 亿，同比增长 45.21%，非经常性损益 1.13 亿元，扣非后归母净利润 3.79 亿元，同比增 16.24%，利润增速高于收入增速，主要是由于毛利率持续提升所致。公司游戏业务进入老产品业绩释放期，毛利率和净利润持续提升上（公司手游、页游的营业成本主要为广告费和分成成本，其中广告费受报告期内新产品上线数量和老产品所处生命周期影响明显），2018 上半年公司毛利率较去年同期提升 10.5Pct 至 57.57%。拆分来看，页游和手游毛利率均提升明显，其中手游毛利率同比提升 8.67% 至 52.10%，页游毛利率同比提升 6.34Pct 至 61.86%。

图表 1：营业收入及增速



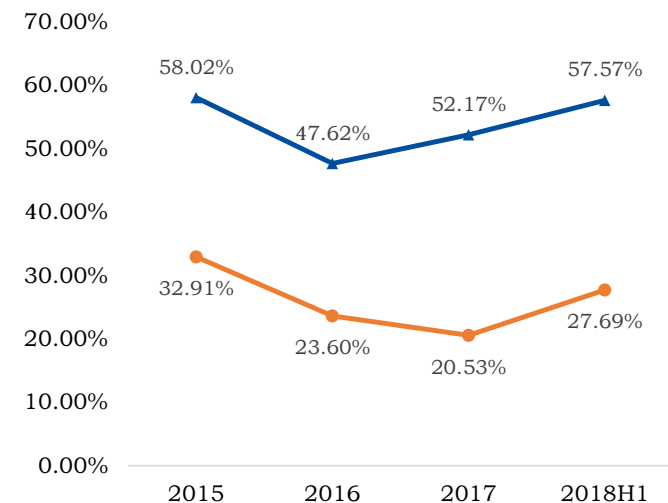
图表 2：归母净利润及增速



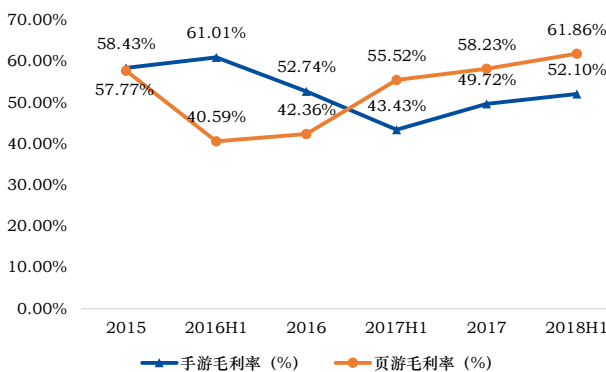
资料来源：WIND, 国元证券研究中心

资料来源：WIND, 国元证券研究中心

图表 3：公司毛利率和净利润率变动情况



图表 4：手游及页游毛利率变动情况

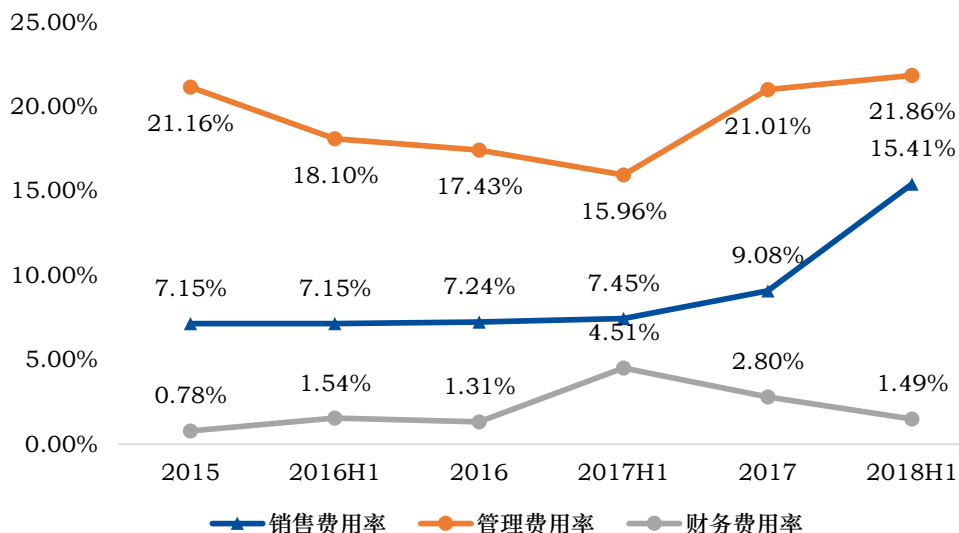


资料来源：WIND, 国元证券研究中心

资料来源：WIND, 国元证券研究中心

期间费用来看，公司持续加大研发投入，加强产品能力，管理费用同比增长 45.66%，管理费用率同比提升 5.9Pct 至 21.86%。销售费用同比大幅增加 120.06%，销售费用率提升至 15.41%，主要是由于新游戏宣传费用的大幅增长所致。

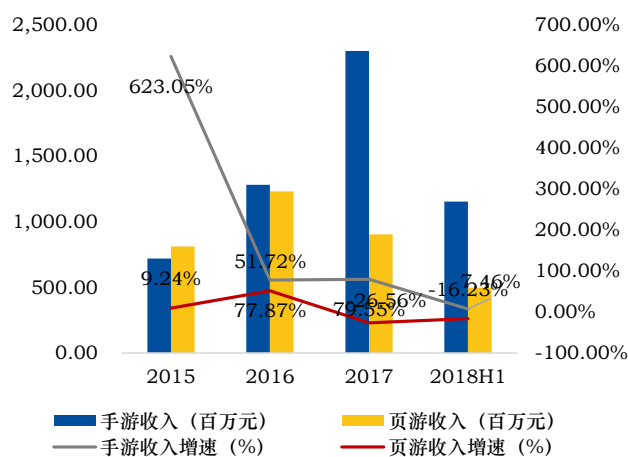
图表 5：管理费用率、财务费用率、销售费用率变动情况



资料来源：WIND, 国元证券研究中心

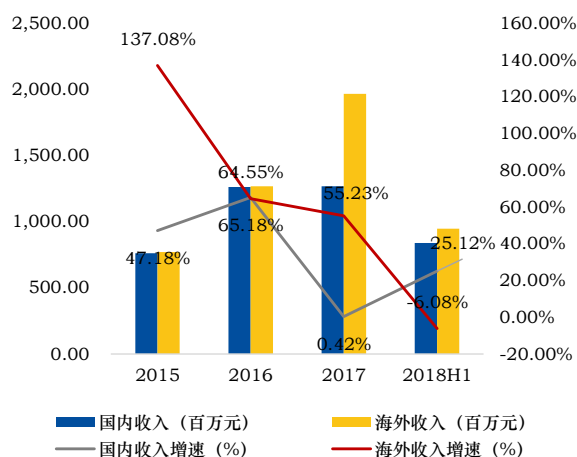
2、收入结构上，手游上半年实现收入 11.54 亿元，同比增长 7.46%，页游业务继续收缩，上半年实现收入 4.96 亿元，同比下降 16.23%。按地区看，海外收入出现下滑，同比下滑 6.08%至 9.48 亿元，国内收入增长相对强劲，同比增长 25.12%至 8.39 亿元。

图表 6：手游和页游收入情况及增速



资料来源：WIND, 国元证券研究中心

图表 7：海外及国内收入情况及增速

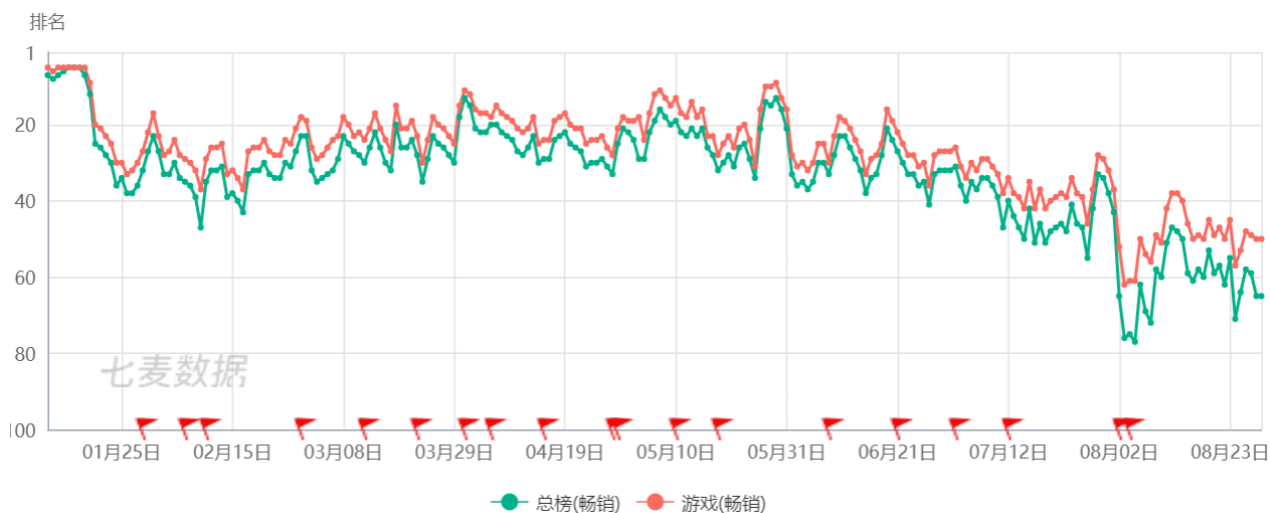


资料来源：WIND, 国元证券研究中心

3、今年 1 月上线的《天使纪元》表现抢眼，上线首日《天使纪元》流水破千万，5 日累计流水破五千万，DAU 破百万，接连霸占腾讯应用宝、360 游戏平台新游下载、收入榜双榜首；在华为、vivo、oppo 等各大主流游戏平台均名列网游畅销榜前 10，目前数据表现依然较好。海外方面《Legacy of Discord - Furious Wings》、《少年三国志》及网页游戏《League of Angels》《League of Angels II》表现稳定。而今年、明年看点主要集中于新的大作《权力的游戏：凛冬将至》。公司与华纳、HBO 合作，拿下《权

力的游戏》手游和页游改编权，手游由腾讯独家代理，分享腾讯庞大流量体系，页游将在 19 年春季发行。

图表 8:《天使纪元》IOS 畅销榜排名变动情况



资料来源: 七麦数据, 国元证券研究中心

图表 9: 2018 年 H1 公司游戏出海收入排行



资料来源: APP Annie, 国元证券研究中心

图表 10: 项目储备

名称	类型
《权力的游戏 凛冬将至》	SLG
《山海镜花》	回合制RPG
《啪战纪》	休闲挂机类
《女神联盟2》	卡牌RPG

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4、精品化、全球化和大 IP 三大发展战略稳步推进。研发上，公司不断加强研发投入，产品矩阵丰富，在 SLG、重度 MMO、休闲类、二次元均有所布局，并已逐渐开花结果，旗下八大工作室各有侧重，齐头并进，自研产品能力持续提升。运营方面，不断加强精准、长线化运营，同时在海外发行上公司继续保持领先地位。IP 方面，公司储备了包括《权力的游戏》《三体》《盗墓笔记》《女神联盟》等优质 IP 资源，为后续游戏业务增长的确性保驾护航。我们预计公司 2018/2019 实现净利润 10.92 亿元、13.57 亿元，PE 分别为 13 倍/11 倍，给予“增持”评级。

5、风险提示：新产品进展不及预期，新产品流水不及预期，政策监管风险，老产品流水下滑过快

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn