



分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120025

研究助理：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116120003

基本数据（截止 2018 年 8 月 29 日）

报告日股价（元）	16.39
12mth A 股价格区间（元）	14.46/26.26
总股本（百万股）	888.47
无限售 A 股/总股本	69.65%
流通市值（亿元）	101.42
每股净资产（元）	4.65

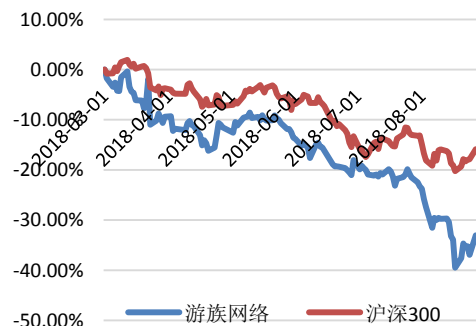
主要股东（2018H1）

林奇	34.43%
上海一骑当先管理咨询合伙企业	7.99%
朱伟松	4.12%

收入结构（2018H1）

移动游戏	64.58%
网页游戏	27.76%
大数据	3.99%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期：2017 年 3 月 10 日

业绩符合预期，静候《权游》上线

■ 公司动态事项

- 1、游族网络发布了2018年半年报，报告期内公司实现营收17.87亿元，同比增长 6.38%；实现归母净利润4.93亿元，同比增长45.21%；实现扣非后归母净利润3.79亿元，同比增长16.24%。
- 2、公司发布2018年1-9月经营业绩预告，预计1-9月公司净利润6.5-7.5亿，同比增长41.51%-63.28%。

■ 事项点评

手游业务小幅增长，新游《天使纪元》发力国内市场

公司上半年手游业务实现收入11.54亿元，同比增长7.46%，占公司整体收入的64.58%。手游收入增长主要是公司1月份推出的首款自研MMO手游《天使纪元》表现出色，上线后接连霸占腾讯应用宝、360游戏平台新游下载、收入榜双榜榜首，在华为等硬核联盟成员的游戏分发平台上也名列畅销榜Top10；游戏在iOS畅销榜一度排名Top5，且上半年长期稳定在Top20-30区间，表现出了较强的持续盈利能力。值得一提的是，围绕《天使纪元》开展的一系列创意营销在游戏圈内引起了广泛反响，帮助游戏实现下载、收入双丰收，再一次证明了公司具备强大的游戏运营推广能力。公司上半年国内收入同比增长25.12%，我们认为，《天使纪元》以及大数据平台Mobdata是国内业绩增长的主要推动力。

推广开支维持在较高水平，财务费用大幅下滑

考虑到与去年同期相比，公司部分游戏推广成本的发生方式有所变动，财务核算上从营业成本调至销售费用。因此，我们采用扣除销售费用的毛利率作为衡量公司游戏业务运营成本的主要指标。报告期内，公司扣除销售费用的毛利率为 42.16%，较去年同期增长了 2.54 个百分点，较去年下半年下滑了约 10 个百分点。公司扣除销售费用的毛利率维持在较低水平主要是上半年新游戏较多导致游戏宣传费等支出增加，而去年下半年新游相对较少。考虑到游戏行业用户获取成本在一年来出现了很大程度的提高，公司毛利率较去年同期有小幅回暖充分证明了公司成本管控到位，流量运营能力较强的特点。公司上半年财务费用同比大幅减少 64.86%，主要是去年同期确认了大额汇兑损失。

新品储备丰富，《权利的游戏》为最大看点

在近期结束的科隆游戏展上，公司宣布新游《权利的游戏：凛冬将至》

的页游版将于2019年春正式上线。先前，公司也公告过该作手游版将由腾讯负责国内的代理发行，预计将于2018年底开启不删档测试。《权力的游戏：凛冬将至》是一款在全球范围内接受度较高的SLG玩法游戏，公司还在游戏中添加了部分RPG玩法使得用户能够体验到IP本身的经典剧情，游戏的市场预期较高。此外，公司还储备有国风RPG《山海镜花》、二次元挂机游戏《崩战纪》等新产品。《天使纪元》海外版也有望于下半年推出，考虑到公司有着在海外市场成功发行《女神联盟》、《狂暴之翼》等游戏的实绩，且《天使纪元》游戏质量较高，预计该游戏海外版也有望为公司提供可观的业绩增量。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2018-2020 年归属于母公司股东净利润分别为 10.07 亿元、13.89 亿元和 16.04 亿元，每股 EPS 分别为 1.13 元、1.56 元和 1.81 元，对应 PE 为 14.46、10.49、9.08 倍。公司游戏长周期运营能力强，全球化发行布局完善，且《权力的游戏》为公司未来的业绩增长提供了较为可靠的保障，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

游戏流水不及预期；新游戏上线时间延后；游戏生命周期缩短；流量获取成本上升；行业政策趋紧

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3235.68	3802.02	4566.21	5112.61
年增长率	27.89%	17.50%	20.10%	11.97%
归母净利润	655.89	1007.23	1388.79	1604.35
年增长率	11.59%	53.57%	37.88%	15.52%
每股收益(元)	0.76	1.13	1.56	1.81
PE	28.87	14.46	10.49	9.08

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,792.56	2,281.21	2,739.73	4,035.81
应收和预付款项	907.74	1,016.75	1,230.83	1,276.69
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	288.48	288.48	288.48	288.48
流动资产合计	2,988.77	3,586.44	4,259.03	5,600.98
长期股权投资	443.17	443.17	443.17	443.17
投资性房地产	101.61	96.06	90.52	84.97
固定资产和在建工程	699.06	648.57	594.74	537.58
无形资产和开发支出	1,245.71	1,218.56	1,191.39	1,164.24
其他非流动资产	976.86	934.10	891.34	891.34
非流动资产合计	3,466.40	3,340.46	3,211.16	3,121.30
资产总计	6,455.18	6,926.89	7,470.19	8,722.28
短期借款	1,274.32	1,341.01	464.10	380.00
应付和预收款项	294.39	167.65	330.70	214.60
长期借款	398.16	398.16	398.16	398.16
其他负债	419.87	39.87	39.87	39.87
负债合计	2,386.75	1,946.69	1,232.84	1,032.64
股本	888.47	888.47	888.47	888.47
资本公积	930.32	930.32	930.32	930.32
留存收益	2,232.37	3,128.98	4,365.26	5,793.41
少数股东权益	17.27	32.42	53.31	77.43
股东权益合计	4,068.44	4,980.20	6,237.36	7,689.64
负债和股东权益总计	6,455.18	6,926.89	7,470.19	8,722.28

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	762.31	829.73	1,432.84	1,486.02
投资活动现金流	(663.53)	119.30	49.30	19.30
融资活动现金流	873.10	(460.38)	(1,023.62)	(209.23)
净现金流	958.30	488.65	458.52	1,296.09

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,235.68	3,802.02	4,566.21	5,112.61
营业成本	1,547.56	1,654.17	1,748.74	1,924.37
营业税金及附加	20.21	23.75	28.53	31.94
营业费用	293.71	475.25	547.95	587.95
管理费用	679.70	798.67	959.20	1,073.98
财务费用	90.52	76.45	34.20	(11.06)
资产减值损失	70.42	39.70	39.70	39.70
投资收益	2.78	150.00	80.00	50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	646.27	1,034.02	1,437.91	1,665.72
营业外收支净额	27.23	20.00	20.00	20.00
利润总额	673.51	1,054.02	1,457.91	1,685.72
所得税	9.36	31.64	48.23	57.25
净利润	664.15	1,022.38	1,409.68	1,628.47
少数股东损益	8.26	15.15	20.89	24.13
归属母公司股东净利润	655.89	1,007.23	1,388.79	1,604.35

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	27.89%	17.50%	20.10%	11.97%
EBIT 增长率	2.25%	72.20%	33.16%	12.57%
净利润增长率	11.59%	55.30%	37.88%	15.52%
毛利率	52.17%	56.49%	61.70%	62.36%
EBIT/总收入	2.25%	72.20%	33.16%	12.57%
净利润率	20.27%	26.49%	37.88%	15.52%
资产负债率	36.97%	28.10%	16.50%	11.84%
流动比率	1.50	2.32	5.11	8.85
净资产收益率 (ROE)	13.55%	20.36%	22.46%	21.08%
总资产周转率	0.50	0.55	0.61	0.59
应收账款周转率	6.82	4.44	6.16	4.88

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。