

## 业绩符合预期，19 年多款精品大作上线，预计步入收获期

买入（维持）

2019 年 02 月 27 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

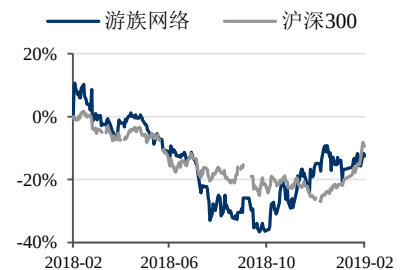
xiaowh@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 3,236 | 3,650 | 4,688 | 5,554 |
| 同比（%）      | 27.9% | 12.8% | 28.5% | 18.5% |
| 归母净利润（百万元） | 656   | 1,017 | 1,261 | 1,604 |
| 同比（%）      | 11.6% | 55.0% | 24.0% | 27.2% |
| 每股收益（元/股）  | 0.74  | 1.14  | 1.42  | 1.81  |
| P/E（倍）     | 25.87 | 16.69 | 13.46 | 10.58 |

### 投资要点

- **事件：**2 月 28 日公司发布 2018 年业绩快报，18 全年实现营收 36.5 亿，同比增长 12.8%，归母净利润 10.2 亿元，同比增长 55.1%。
- **点评：**此次业绩快报公布的财务数据较为靓丽，18 年净利润数据落入此前业绩预告偏上区间。公司业绩增长主要受益于《少年三国志》、《天使纪元》、《女神联盟 2》、《三十六计》等精品游戏的流水表现良好，同时 18 年公司海外业务继续快速增长，进一步提高了海外市场的渗透率，另外 18 年公司处置了部分股权获取了相关投资收益。
- **国内领先的研运一体化游戏供应商，实施第二轮组织架构调整，建设大中台提升效率。**公司是国内领先的页游、手游研运一体化供应商，16-17 年针对行业精品化打法，公司实施第二轮组织架构调整，抽取原工作室各通用部门建设大中台，增强垂直领域专业度，同时简化原有工作室架构，在避免资源浪费的同时提升研运效率。
- **行业精品化趋势凸显，利好头部厂商，同时买量市场集中度提升，行业格局改善；流量红利耗尽下二次元、海外等细分市场成为增长新动能。**2018 年随着政策监管趋严，行业精品化趋势进一步凸显，同时买量市场迎来洗牌，部分中小厂商退出市场，行业竞争格局改善。当前行业增速有所放缓，流量红利逐渐耗尽，在新背景下二次元、海外市场等细分方向凭借较快的增速开始成为新的发展增量，能够迅速转型的厂商将受益于细分领域的快速增长。
- **17 年起公司加大研发投入，成本已先行体现，19 年多款重磅产品上线，预计进入业绩收获期。**此前公司大 IP 打造能力已得到证明，17 年为重点项目投入期，研发投入快速增加，成本已于报表体现，预计 19 年多款新产品上线转化为收入，包括重磅 IP 手游《权力的游戏》及高增长细分领域二次元手游《山海镜花》。同时新增长阶段公司加大了代理比例，推行研发代理并行，获得头部公司多款产品的代理权，包括《猎魂觉醒》海外代理等。当前主力产品表现稳健，结合多款自研与代理 IP 精品上线，预计 2019 年进入公司业绩收获期。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2018-2020 年公司实现营业收入分别为 36.5/46.9/55.5 亿元，归母净利润分别为 10.2/12.6/16.0 亿元，EPS 分别为 1.14/1.42/1.81 元，对应当前股价 PE 分别为 17/13/11X，根据我们对公司竞争优势的分析，给予公司 19 年 18-20 倍估值，对应目标价 25.54-28.38 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策趋严；新品表现不及预期；海外游戏扩张不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 19.10       |
| 一年最低/最高价      | 13.02/24.82 |
| 市净率(倍)        | 4.11        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 12267.20    |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 4.64   |
| 资产负债率(%)    | 40.06  |
| 总股本(百万股)    | 888.47 |
| 流通 A 股(百万股) | 642.26 |

### 相关研究

- 1、《游族网络 (002174)：顶级 IP 加持，研发与代理助力，秣马厉兵步入收获期》2019-01-20
- 2、《游族网络 (002174)：引入重磅人才，推动全球化的大 IP 与大品牌战略》2018-12-19
- 3、《游族网络 (002174)：新品矩阵推动业绩稳步增长，大 IP 产品为后续重要看点》2018-10-25

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        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | <b>3,134</b> | <b>3,491</b> | <b>4,356</b> | <b>5,472</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>3,236</b> | <b>3,650</b> | <b>4,688</b> | <b>5,554</b> |
| 现金                | 1,938        | 2,085        | 2,583        | 3,585         | 减:营业成本           | 1,548        | 1,512        | 1,940        | 2,285        |
| 应收账款              | 474          | 803          | 838          | 1,106         | 营业税金及附加          | 20           | 24           | 30           | 36           |
| 存货                | 0            | 0            | 0            | 0             | 营业费用             | 294          | 533          | 633          | 722          |
| 其他流动资产            | 722          | 603          | 935          | 781           | 管理费用             | 680          | 675          | 797          | 889          |
| <b>非流动资产</b>      | <b>3,502</b> | <b>3,742</b> | <b>4,237</b> | <b>4,584</b>  | 财务费用             | 91           | 65           | 55           | 27           |
| 长期股权投资            | 443          | 567          | 680          | 798           | 资产减值损失           | 70           | 79           | 102          | 121          |
| 固定资产              | 699          | 833          | 1,245        | 1,497         | 加:投资净收益          | 3            | 242          | 129          | 135          |
| 在建工程              | 0            | 10           | 16           | 20            | 其他收益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产              | 264          | 253          | 236          | 234           | <b>营业利润</b>      | <b>646</b>   | <b>1,004</b> | <b>1,261</b> | <b>1,610</b> |
| 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           |
| <b>资产总计</b>       | <b>6,636</b> | <b>7,233</b> | <b>8,593</b> | <b>10,056</b> | <b>利润总额</b>      | <b>674</b>   | <b>1,046</b> | <b>1,296</b> | <b>1,649</b> |
| <b>流动负债</b>       | <b>2,139</b> | <b>1,842</b> | <b>2,027</b> | <b>1,992</b>  | 减:所得税费用          | 9            | 15           | 18           | 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          | 217          | 288          | 307           | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>656</b>   | <b>1,017</b> | <b>1,261</b> | <b>1,604</b> |
| 其他流动负债            | 688          | 350          | 465          | 411           | EBIT             | 719          | 1,075        | 1,313        | 1,642        |
| <b>非流动负债</b>      | <b>429</b>   | <b>360</b>   | <b>322</b>   | <b>260</b>    | EBITDA           | 863          | 1,196        | 1,462        | 1,828        |
| 长期借款              | 398          | 330          | 291          | 230           |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债           | 31           | 31           | 31           | 31            |                  |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>       | <b>2,568</b> | <b>2,202</b> | <b>2,349</b> | <b>2,253</b>  | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 少数股东权益            | 17           | 32           | 48           | 70            | 每股收益(元)          | 0.74         | 1.14         | 1.42         | 1.81         |
|                   |              |              |              |               | 每股净资产(元)         | 4.56         | 5.63         | 6.97         | 8.70         |
| 归属母公司股东权益         | 4,051        | 5,000        | 6,196        | 7,733         | 发行在外股份(百万股)      | 888          | 888          | 888          | 888          |
| <b>负债和股东权益</b>    | <b>6,636</b> | <b>7,233</b> | <b>8,593</b> | <b>10,056</b> | ROIC(%)          | 11.6%        | 15.8%        | 16.4%        | 17.3%        |
|                   |              |              |              |               | ROE(%)           | 16.3%        | 20.5%        | 20.5%        | 20.8%        |
|                   |              |              |              |               | 毛利率(%)           | 52.2%        | 58.6%        | 58.6%        | 58.9%        |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b>  | 销售净利率(%)         | 20.3%        | 27.9%        | 26.9%        | 28.9%        |
| 经营活动现金流           | 742          | 755          | 1,161        | 1,546         | 资产负债率(%)         | 38.7%        | 30.4%        | 27.3%        | 22.4%        |
| 投资活动现金流           | -664         | -119         | -515         | -397          | 收入增长率(%)         | 27.9%        | 12.8%        | 28.5%        | 18.5%        |
| 筹资活动现金流           | 873          | -489         | -147         | -147          | 净利润增长率(%)        | 11.6%        | 55.0%        | 24.0%        | 27.2%        |
| 现金净增加额            | 937          | 147          | 498          | 1,002         | P/E              | 25.87        | 16.69        | 13.46        | 10.58        |
| 折旧和摊销             | 144          | 121          | 149          | 186           | P/B              | 4.19         | 3.39         | 2.74         | 2.19         |
| 资本开支              | 178          | 116          | 383          | 229           | EV/EBITDA        | 19.84        | 13.90        | 11.02        | 8.25         |
| 营运资本变动            | -255         | -221         | -192         | -157          |                  |              |              |              |              |

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>

