

消费升级与娱乐研究中心

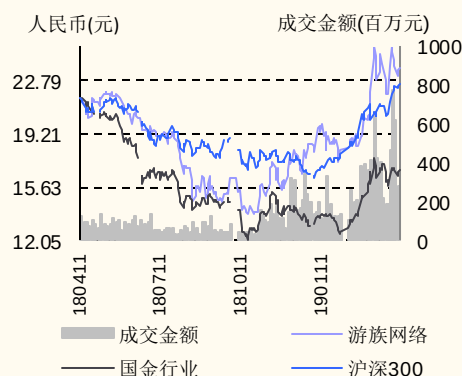
游族网络 (002174.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 23.67 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	642.26
总市值(百万元)	20,559.15
年内股价最高最低(元)	25.09/13.83
沪深 300 指数	4057.23
中小板综	10252.94



页游手游全球布局, IP 赋能研运一体, 产品大年游族网络前景可期

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.683	0.738	1.145	1.382	1.683
每股净资产(元)	3.15	4.56	5.22	6.61	8.29
每股经营性现金流(元)	0.65	0.83	0.31	1.41	1.65
市盈率(倍)	38.75	30.21	16.23	13.45	11.05
净利润增长率(%)	14.03%	11.57%	55.12%	20.67%	21.78%
净资产收益率(%)	21.68%	16.19%	21.92%	20.92%	20.30%
总股本(百万股)	861.32	888.47	888.47	888.47	888.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **游戏行业增速下滑, 但游族网络无惧逆水行舟:** 2018 年中国游戏行业整体增速仅 5.3%, 手游行业增速为 15.4%, 显著下滑。根本原因是 IP 浪潮接近尾声, 创新乏力。但短期之内, IP 改编手游仍是市场核心逻辑, 加之不少厂商已在二次元、女性向等新赛道取得阶段性成果, 因此行业仍存机遇。游族网络横跨页游和手游时代, 成功的战略布局, 使其稳居头部厂商位置。
- **2019 年是游族网络产品大年, 兼顾 IP 和新赛道:** 2019 年游族网络将上线《权力的游戏》《山海镜花》《少年三国志 2》和《盗墓笔记》, 兼顾 IP 和国风二次元新赛道, 更有标杆手游的正统续作, 其中《权力的游戏》将由腾讯代理发行, 该产品目前已获得版号, 在市场大作数量减少的情况下, 腾讯将倾注顶级资源, 《权力的游戏》有望成为新的 SLG 爆款。
- **游族网络具备三大核心竞争力:** 首先, 游族网络最早提出“研运一体”并贯彻执行, 既有出众的研发能力, 又能通过买量和精细化运营深挖用户价值; 其次, 出海页游已进入存量市场阶段, 中国已成为全球最大的页游产品输出国, 而游族网络是出海页游龙头厂商; 最后, 游族网络凭借 MMO 品类致胜欧美, 剑走偏锋, 避开了同区域市场竞争惨烈的 SLG 品类, 具备差异化竞争优势。

投资建议

- 2018 年, 游族网络营收 36.5 亿, 同比增长 12.8%, 归母净利润 10.17 亿, 同比增 55.12%, 归母净利率为 27.9%, 较 2017 年有较大幅度提升, 主要源于股权投资收益。
- 2019 年, 得益于数款重磅产品的上线以及海外布局的深化, 游族网络将迎来 28.7% 的营收增速, 高于行业整体水平。

估值

- 我们给予公司 2019 年 28.98 元的目标价, 对应 21X 的 2019 年 PE 和 1.38 元 EPS。首次评级为“买入”。

风险

- 获取版号时间推迟风险, 新产品延期风险, 新产品表现不达预期风险, 海外市场扩张不达预期风险。

裴培

 分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
 peipei@gjzq.com.cn

内容目录

行业增速下滑，游族不惧逆水行舟.....	4
十年游族稳中求变，战略转型成效显著.....	4
游戏行业进入瓶颈期，但机遇犹存.....	5
2019 产品大年，游族兼顾 IP 与新赛道.....	7
国内 SLG 市场规模百亿，但爆款寥寥.....	7
为什么《权力的游戏》有望成为新爆款？.....	8
二次元赛道群雄混战，国风整装待发.....	10
三大核心竞争力，打造游族龙头地位.....	12
研运一体，产品用户两相宜.....	12
出海页游萎缩，制霸存量市场.....	16
剑走偏锋，MMO 致胜海外.....	20
估值.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图表 1：2009-2014 游族网络重要页游清单.....	4
图表 2：游族网络手游和页游收入占比.....	5
图表 3：游族网络国内和海外收入占比.....	5
图表 4：游族网络提出的主要战略.....	5
图表 5：中国整体游戏市场体量.....	6
图表 6：中国手游市场体量.....	6
图表 7：2018 年收入前 100 移动游戏中各类型游戏收入占比.....	6
图表 8：2019 年游族重点产品排期表.....	7
图表 9：2018 年中国收入 TOP100 手游各类型收入占比.....	8
图表 10：腾讯视频最热美剧.....	9
图表 11：腾讯代理的部分重磅产品清单.....	9
图表 12：中国二次元手游市场规模.....	10
图表 13：2018 年中国收入 TOP10 二次元手游.....	11
图表 14：《神都夜行录》App Store 畅销榜走势.....	11
图表 15：TAPTAP《山海镜花》详情页.....	12
图表 16：游族网络已上线产品类型分布.....	13
图表 17：A 股主要游戏公司研发人员占比.....	13
图表 18：A 股主要游戏公司研发投入占营收比例.....	14
图表 19：游族网络已上线产品自研/代理比例.....	14
图表 20：游族网络主要代理游戏清单.....	15
图表 21：2018 年买量游戏厂商 TOP10.....	16
图表 22：中国页游市场规模.....	17

图表 23: 2018 年全球游戏市场份额.....	17
图表 24: 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入.....	18
图表 25: 2014 年中国网络游戏出口产品类型分布.....	19
图表 26: BigPoint 官网	19
图表 27: 2017 年国内出海页游厂商市场份额.....	20
图表 28: 2018 年中国出海游戏厂商收入排行.....	21
图表 29: 出海地区和品类矩阵.....	21
图表 30: 游族网络海外 平台 GTarcade.....	22
图表 31: 2014 年-2018 年游族网络主要财务数据.....	22
图表 32: A 股主要游戏公司 P/E.....	23
图表 33: 游族网络业绩预测.....	23

行业增速下滑，游族无惧逆水行舟

- 在经历端游、页游、手游轮番推动之后，中国的游戏产业正在进入发展的瓶颈期。2018 年，国内游戏行业和手游市场体量同比增速大幅下滑，页游和端游市场持续负增长。存量市场的激烈竞争，将会成为令所有厂商头疼的问题。不过，行业增速的放缓，并不意味着丧失所有局部爆点和惊喜，游族网络凭借研运一体的战略、在出海页游领域以及出海 MMO 品类的霸主地位，有望在 2019 年这个产品大年迎来业绩丰收。

十年游族稳中求变，战略转型成效显著

- 游族网络成立于 2009 年，成立当年便发布了第一款 SLG 页游《三十六计》，在页游市场一炮而红。此后，游族又推出了 SLG 页游《大将军》和《大侠传》《十年一剑》《一骑当先》《七十二变》等 RPG 页游，这些产品帮助初创的游族迅速在页游市场站稳脚跟。
- 2009 年-2014 年是中国页游市场持续增长的阶段，也是游族发布页游最为频繁的时期，从清单可以发现，游族自研页游主打 RPG 和 SLG 两大品类，且有部分产品如大红大紫的《女神联盟》还兼有卡牌元素。正因为如此，游族网络积累了丰富的 RPG、SLG 和卡牌的游戏研发和运营经验，为其日后在手游市场大展拳脚埋下了伏笔。

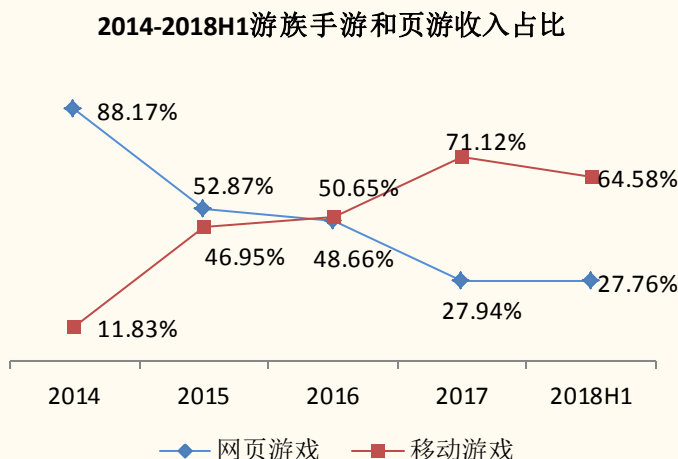
图表 1：2009-2014 游族网络重要页游清单

时间	游戏名称	代理/自研	玩法类型
2009 年 9 月	三十六计	自研	SLG
2010 年 9 月	十年一剑	自研	RPG
2011 年 9 月	一骑当先	自研	RPG
2012 年 2 月	七十二变	自研	RPG
2012 年 7 月	大侠传	自研	RPG
2012 年 9 月	大将军	自研	SLG
2012 年 12 月	侠物语	自研	RPG
2013 年 1 月	轩辕变	自研	RPG
2013 年 6 月	一代宗师	自研	RPG
2013 年 7 月	女神联盟	自研	RPG
2014 年 5 月	战龙兵团	自研	SLG
2014 年 10 月	绝世唐门	自研	RPG
2014 年 11 月	神权	自研	RPG
2014 年 11 月	大皇帝	自研	SLG

来源：公开资料，国金证券研究所

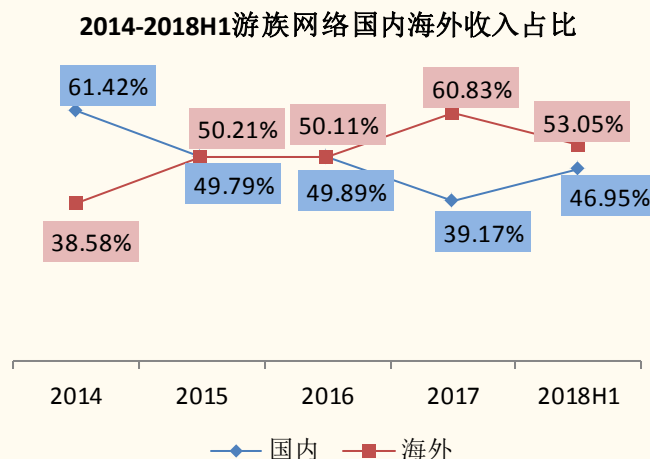
- 当国内页游市场竞争还如火如荼的时候，游族就未雨绸缪，先行一步瞄准了海外市场。2013 年，游族将《女神联盟》推向欧美，取得了月流水峰值 1.5 亿元的成绩。2014 年，游族网络借壳梅花伞登录 A 股。2015 年，陈礼标提出轻游戏全球发行 2.0 理念和“3 个 1:1”的发展目标，从财报来看，2015 年游族网络手游收入占比 46.95%，页游收入占比 52.87%，国内收入占比 49.79%，海外收入占比 50.21%，产品方面，《少年三国志》《魔法天堂》《无限火力》《大皇帝 OL》为自研，《征服之剑》《猎龙之刃》《超时空战机》为代理，3 个“1:1”目标当年即告实现。同时，游族网络进行了第一轮组织架构调整，打造 8 大工作室。

图表 2：游族网络手游和页游收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：游族网络国内和海外收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年，游族网络提出“3 个 1+1”发展战略，2017 年，提出“乘数效应”概念，以“精品化、全球化、大 IP”为导向，2018 年，“乘数效应”进一步细化为“6+1”和“3+X”战略，同年，游族网络进行了第二轮组织架构调整，搭建大中台以提高整个公司的研发和运营效率。

图表 4：游族网络提出的主要战略

时间	战略	内涵
2013 年	研运一体	兼顾研发与运营
2015 年	全球发行 2.0	全球化玩法，全球化立项
2015 年	3 个 1:1	页游手游 1:1，国内海外 1:1，代理自研 1:1
2016 年	3 个 1+1	A+S 级产品，大数据+大 IP，IP+顶级宣发资源
2017 年	乘数效应	精品化、全球化、大 IP
2018 年	6+1 和 3+X	MMO、SLG、卡牌+其他品类

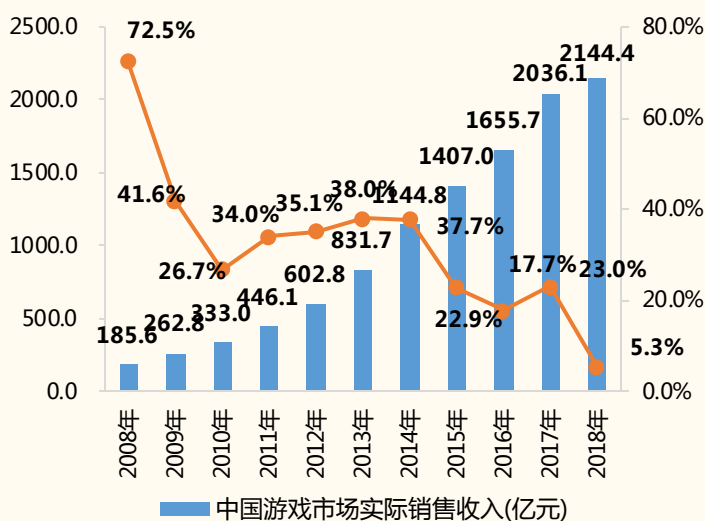
来源：公开资料，国金证券研究所

- 从 2009 年到 2019 年，游族网络完整地经历了中国游戏产业的页游时代和手游时代。纵观其十年发展史，可以发现它提出的诸多发展战略不仅契合游戏市场的发展节奏，还充分考量了自身的优势与劣势。迄今为止，游族网络稳中求变，所提出的各大战略都取得了亮眼的阶段性成果，同时也建立了一些独有的核心竞争力。

游戏行业进入瓶颈期，但机遇犹存

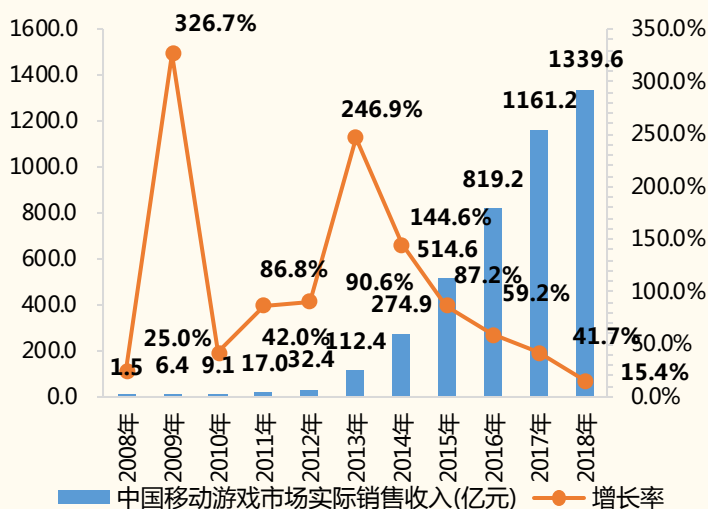
- 2018 年，中国游戏市场收入规模为 2144.4 亿元，同比增速从 2017 年的 23%下滑到 5.3%，手游市场收入规模为 1339.6 亿元，同比增速从 2017 年的 41.7%下滑到 15.4%，同期，端游和页游市场营收持续负增长，整个国内游戏行业疲态尽显。

图表 5：中国整体游戏市场体量



来源：伽马数据，国金证券研究所

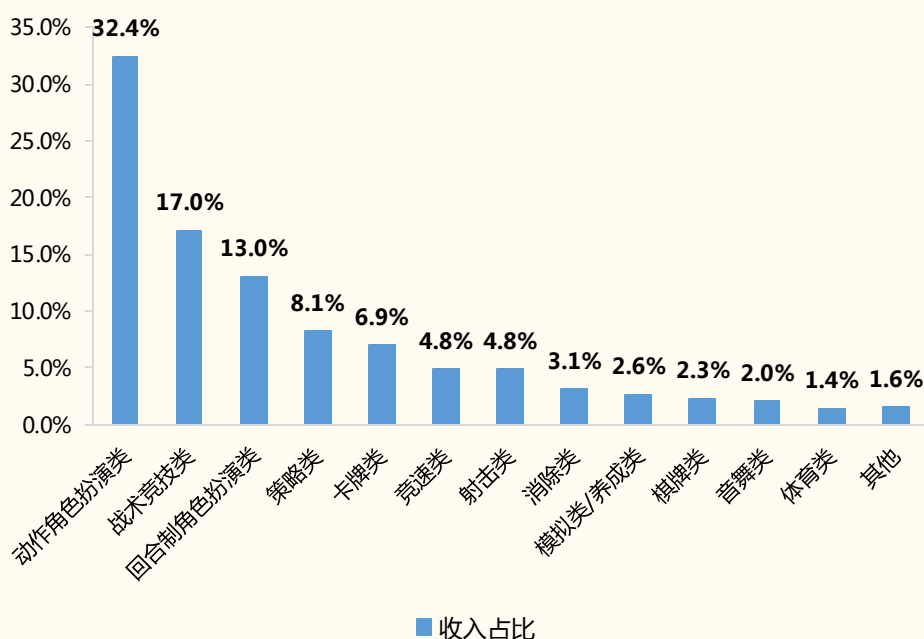
图表 6：中国手游市场体量



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 很多人将行业增速的下滑归咎于监管，尤其是 2018 年长达 9 个月的游戏版号审批暂停事件。不得不承认，游戏版号暂停发放，对那些没有版号储备的中小厂商而言确实是灭顶之灾。但是，整个游戏行业的二八格局早已确立，除腾讯和网易拿走约 70% 的份额外，剩下的部分，还有不少第二梯队的厂商来瓜分，留给中小厂商的市场份额小之又小，相应地，游戏版号暂停发放对行业造成的影响极为有限。所以，游戏版号暂停发放不过是行业增长乏力的一块遮羞布，真正的原因，在于创新乏力，大作匮乏。
- 2013 年-2015 年，手游行业维持着高增长态势，其最大驱动力是人口红利。自 2015 年网易推出《梦幻西游》，盛大游戏推出《热血传奇》开始，IP 尤其是端游 IP，成为手游行业新的增长引擎。此后，《王者荣耀》《刺激战场》《荒野行动》等游戏的火爆，标志着竞技化成为手游行业的新热点。不过，竞技游戏虽然诞生了数款头部产品，但从整个品类的收入体量上看，仍远不及 RPG。

图表 7：2018 年收入前 100 移动游戏中各类型游戏收入占比



来源：伽马数据，国金证券研究所

- **RPG 不仅是收入占比最高的类型，还是端转手的核心品类。**近几年来，经典端游 IP 被不断消耗，新产品上线频率明显放缓，用户审美水平显著提高，端转手边际效用递减，这直接导致 RPG 手游收入增速放缓，进而影响整个行业体量。不过，即便端转手浪潮已然接近尾声，它仍是手游行业经过市场验证的最具性价比的业务模式。不仅如此，正是因为绝大部分端游 IP 已被消耗，剩下的那些顶级 IP 反而有了更宽松的市场环境。因此，现阶段谁手中还有顶级 IP 改编手游，谁就能在竞争中占据先机，3 月 6 日公测后占据 App Store 畅销榜榜首半个多月的《完美世界》就是最典型的案例。
- 此外，IP 改编手游是短期内的市场主流逻辑，但从长远来看，手游行业要突破营收的天花板，势必需要寻找新的增长引擎。目前，不少厂商已开始布局二次元、女性向、Rougelike、开放世界等新赛道，并推出了一些爆款产品。虽然与 RPG、FPS、MOBA 等成熟品类相比，所有新赛道品类都还处于起步阶段，但它们代表了市场的新风向，是手游行业未来持续增长的希望。

2019 产品大年，游族兼顾 IP 与新赛道

- 2019 年是游族网络的产品大年，将有《权力的游戏》页游和手游、《山海镜花》《少年三国志 2》以及《盗墓笔记》等重磅产品上线。从类型上看，上述产品涵盖了 SLG、RPG 和卡牌，都是游族网络最为擅长的品类，从题材上看，上述产品兼顾了国风二次元、西方魔幻与东方魔幻。《权力的游戏》《盗墓笔记》有顶级 IP 背书，《少年三国志 2》是成功产品的正统续作，《山海镜花》则主打国风二次元新赛道。

图表 8：2019 年游族重点产品排期表

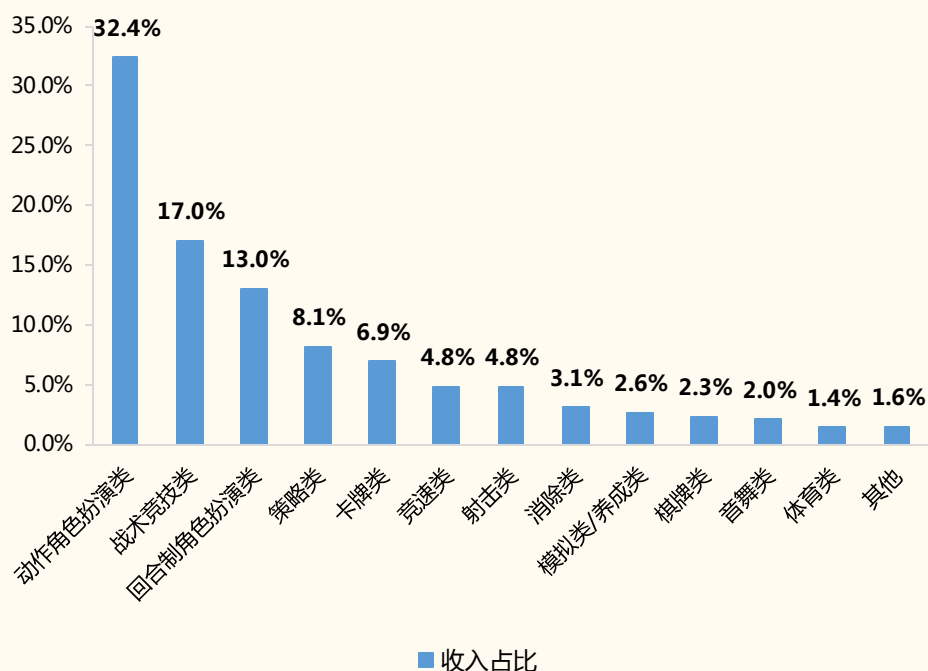
游戏名称	平台	玩法	预计上线时间
权力的游戏	页游	SLG	2019Q1
权力的游戏	手游	SLG	2019Q2
山海镜花	手游	回合制 RPG	2019Q3
少年三国志 2	手游	卡牌	2019 年中
盗墓笔记	手游	ARPG	2019 年底

来源：公司公告，国金证券研究所

国内 SLG 市场规模百亿，但爆款寥寥

- 在中重度手游领域，MMO、ARPG、FPS 和 MOBA 一直是最为主流的类型，与之相比，SLG 在很长一段时间里都缺乏足够的存在感。但随着用户需求的细分，SLG 的重要性日益得以凸显。同时，IGG、点点互动、智明星通等厂商在海外以 SLG 打开局面，网易《率土之滨》在国内市场大获成功，这进一步促使国内游戏厂商聚焦 SLG。
- 目前国内 SLG 手游市场份额有多大呢？很遗憾没有现成的统计数据，但我们可进行大致估算。首先，2018 年国内手游市场规模为 1339.6 亿；其次，在收入 TOP100 手游中，SLG 品类收入占比 8.1%。国内手游市场头部产品集中度高是众所周知的常识，2016 年，我国 TOP10 手游收入 357.6 亿元，占国内手游市场体量的 43.7%。如今，由于 2018 年版号暂停发放、市场竞争加剧、玩家品位提升、总量调控等因素的影响，国内手游市场集中度较之 2016 年有过之而无不及。保守估计，TOP100 产品收入至少占整个市场体量的 80%，那么 SLG 手游在 2018 年的收入规模约为 90 亿。

图表 9：2018 年中国收入 TOP100 手游各类型收入占比



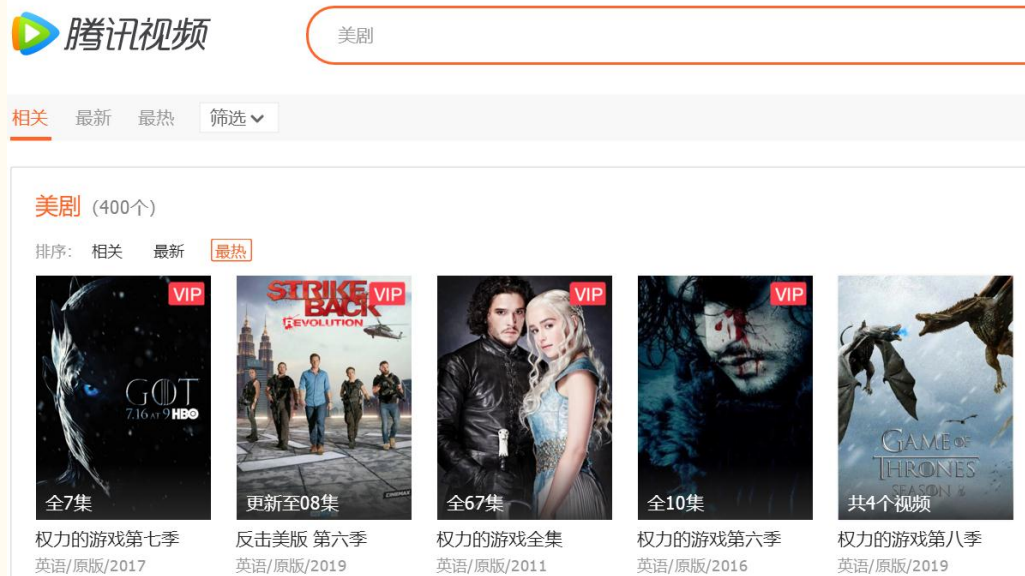
来源：伽马数据，国金证券研究所

- 问题是，90 亿的国内 SLG 手游市场有多少空间留给游族网络和《权力的游戏》？目前，国内手游市场上真正称得上爆款的 SLG 产品仅 3 款，分别是 2015 年上线的《率土之滨》、2017 年上线的《乱世王者》和 2018 年上线的《红警 OL》，根据这三款产品在 2018 年的榜单排名，我们大致估算它们 2018 年的流水分别是 10 亿、20 亿和 5 亿，加起来一共才 35 亿，剩下的 55 亿，由《银河战舰》《战火与秩序》《王国纪元》《剑与家园》《汉王纷争》等第二梯队产品和更多长尾游戏瓜分。由此可见，国内 SLG 市场给新的头部产品留足了发展空间，游族网络的《权力的游戏》最有可能成为下一个爆款。

为什么《权力的游戏》有望成为新爆款？

- 《权力的游戏》是一部 HBO 电视网推出的史诗级中世纪魔幻大片，改编自乔治·R·R·马丁的著名小说《冰与火之歌》，由戴维·贝尼奥夫、D·B·威斯、艾伦·泰勒等人执导，自 2011 年播出后迅速风靡全球。2015 年，《权力的游戏》在第 67 届艾美奖中包揽了最佳剧情、导演、编剧、男配等 12 项大奖。2016 年，该剧被选为 2016 年美国电影学会十佳剧集。2018 年，获得第 70 届艾美奖最佳剧集奖。目前，《权力的游戏》在腾讯视频“电视剧”类别热搜榜上是排名最高的非国产剧，在美剧热度榜 TOP5 上，《权力的游戏》独占四席，完全可以称得上是“国内最热美剧”，这个 IP 有着广泛的受众群体和良好口碑。

图表 10：腾讯视频最热美剧



来源：腾讯视频官网，国金证券研究所

- 影视 IP 热度高就意味着改编的手游能成爆款吗？当然不！在我们看来，电视剧的火爆是手游成功的必要条件而非充分条件。自影游联动概念诞生以来，真正成功的仅有《花千骨》一款而已，折戟沉沙者不计其数。究其原因，主要在于影视和游戏是两种大相径庭的世界观呈现方式，在改编过程中极易导致用户流失。
- 不过，《权力的游戏》与其他影视 IP 改编手游有所不同。首先，《权力的游戏》剧集以架空的中世纪为时代背景，以魔幻为题材，这两点都是手游领域中受众群体极为广泛的流行元素，《火枪纪元》《阿瓦隆之王》《王国纪元》等在欧美市场大获成功的 SLG 产品基本都结合了这两大元素。其次，《权力的游戏》名副其实，讲述了王国、君臣以及不同势力之间尔虞我诈的故事，非常适合改编成满足玩家纵横捭阖欲望的 SLG。
- IP 的量级与属性保证了产品本身的质量，而在产品的宣发和运营环节，《权力的游戏》将由腾讯独家代理，获得其全面赋能。从 2015 年代理盛大游戏的《热血传奇》手游开始，腾讯便开始频繁代理外部厂商的顶级产品，除少数几款外，这些被腾讯代理的手游绝大部分都成了业界标杆。

图表 11：腾讯代理的部分重磅产品清单

厂商	产品	类型	成绩
盛大	热血传奇	MMORPG	最高月流水 7 亿，最高日流水 4600 万 上线首月 IOS 全球 下载榜第 2，收入榜 第 3，流水 9.7 亿， 上线前 4 个月流水 20 亿人民币
盛大	龙之谷	MMORPG	IOS 免费榜和畅销榜 第一
畅游	天龙八部	MMORPG	IOS 免费榜第一，畅 销榜第三
西山居	剑侠情缘	MMORPG	10 小时登顶 iOS 免 费榜，78 小时登顶 iOS 畅销榜
掌趣	奇迹 MU：觉醒	MMORPG	2018 上半年流水 15 亿
乐动卓越	我叫 MT4	MMORPG	伽马数据估算首月流 水 10 亿

厂商	产品	类型	成绩
完美世界	完美世界	MMORPG	首月在 App Store 畅销榜霸榜超半个月

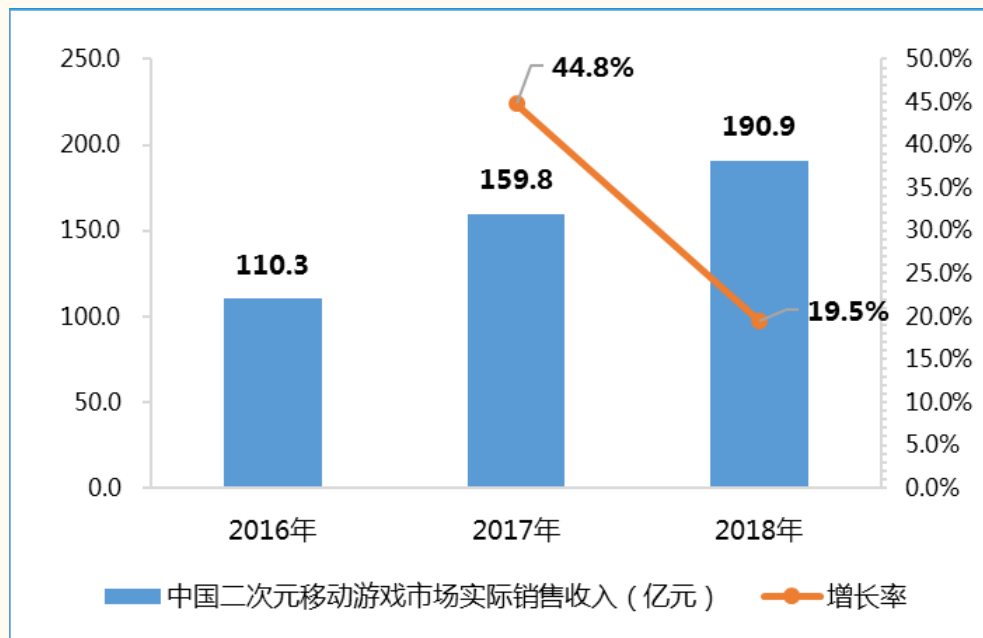
来源：公开资料，国金证券研究所

- 近期总有人宣称：腾讯的导量能力大不如前，交给腾讯代理的产品生命周期会缩短。我们推测，这个判断，是他们在对比了腾讯不同时期发行的同类同级别产品并发现今不如昔的情况下作出的。确实，总的来看，如今腾讯代理的手游不论是流水和生命周期，都逊于两三年前，甚至还有《择天记》《传奇霸业》等不算成功的案例。但我们认为此判断有失偏颇。首先，同类产品市场表现今不如昔是行业现象，而非腾讯所独有，以此来下定论极不符合逻辑，我们应该对比的是同期厂商自发产品和腾讯代理产品的市场表现；其次，部分产品市场表现不佳，并非腾讯宣发和运营之过，而是因为产品质量欠佳，且这部分产品占比并不高。
- 所以，我们认为，至少在当前的游戏市场格局之下，将大 IP、大 DAU 产品交给腾讯代理发行，仍是最佳选择。而且如上所述，整个行业的顶级 IP 不断消耗，所有厂商都在有意放慢大 IP 产品的上线节奏，导致重磅产品青黄不接，在这种情况下，腾讯将向每一款独代发行的顶级游戏倾注更多的资源。对于已拿到版号的《权力的游戏》来说，投入腾讯的怀抱，一定可以旗开得胜。

二次元赛道群雄混战，国风整装待发

- 早在 2015 年，国内手游行业对二次元游戏的探讨就屡见不鲜，2016 年，网易《阴阳师》的成功彻底引爆了二次元手游话题，但那个时候真正着手布局的厂商并不多。近两年，随着手游行业增速的放缓，二次元新赛道上的玩家越来越多。2018 年，国内二次元手游市场规模 190.9 亿，同比增长 19.5%，高于手游市场整体增速。

图表 12：中国二次元手游市场规模



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 与 SLG 市场不同，二次元这个垂直领域并不缺爆款。但有意思的是，在这个接近 200 亿规模的细分市场中，和风二次元或日漫二次元产品一统天下，在 2018 年中国收入 TOP10 的二次元手游中，国风二次元产品仅《神都夜行录》一款。

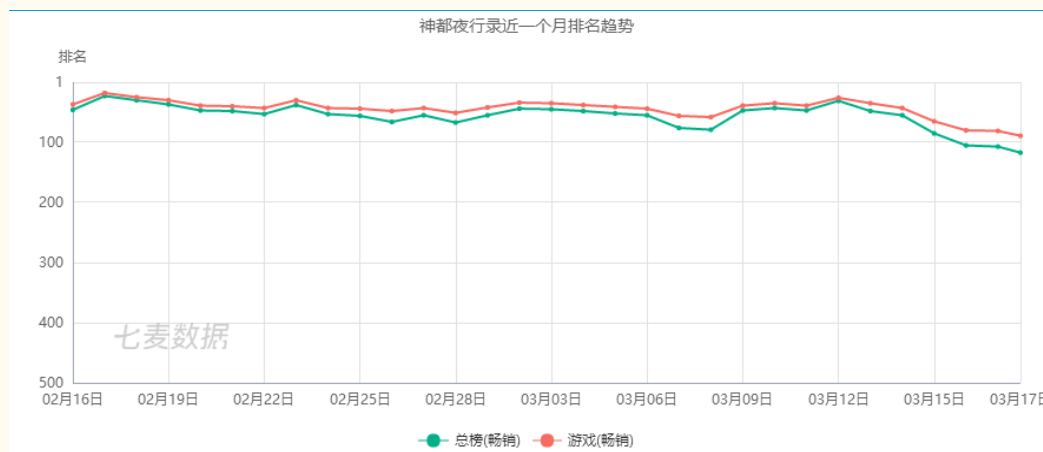
图表 13：2018 年中国收入 TOP10 二次元手游

排名	游戏名称	研发商	游戏类型
1	阴阳师	网易	卡牌
2	F/GO	DELIGHTWORKS	卡牌
3	崩坏 3	米哈游	ARPG
4	梦幻模拟战	Masaya 工作室	战棋
5	圣斗士星矢	腾讯	卡牌
6	火影忍者	腾讯	ARPG
7	魔力宝贝	SE	回合制 RPG
8	风之大陆	简悦科技	ARPG
9	神都夜行录	网易	卡牌
10	航海王：燃烧意志	万代南梦宫	回合制 RPG

来源：伽马数据，国金证券研究所

- 这种情况并不令人感到意外，“二次元”本就是舶来品，日本是二次元文化的发源地和大本营，日漫二次元在中国经过多年的孕育和发展，目前已相对成熟，顶级 IP 储备丰富，玩家对日漫 IP 认知度极高。所以日漫二次元手游一家独大是必然结果。
- 与之相比，国风二次元则稍显稚嫩，是近年来才开始兴起并流行的文化现象，受众群体、文化内涵丰富程度、IP 数量和 IP 影响力都远远不够，在相对薄弱的文化基础之上改编手游，显然会面临很多问题。所以我们很容易发现，目前市面上已经上线或即将上线的国风二次元手游数量极少，且大多市场表现欠佳。《梦间集》《轮回诀》上线后很快跌出头部榜单；《云裳羽衣》被戏称为“奇迹暖暖 3D 古装版”，缺乏创新；《云梦四时歌》被吐槽“像极了《阴阳师》”“模仿痕迹明显”，表现最好的《神都夜行录》，上线半年跌到了 App Store 畅销榜 50 名开外。

图表 14：《神都夜行录》App Store 畅销榜走势



来源：七麦数据，国金证券研究所

- 不过，我们需要明确的一点是：国风二次元手游目前市场表现欠佳，主要原因是这个品类还处于起步阶段。对所有参与者来说，国风二次元这个细分市场是个巨大的挑战，但同时也是难逢的机会。游族网络的《山海镜花》是一款以《山海经》为背景的标准国风二次元产品，目前仅发布了宣传视频，产品细节还有待考证，但这款游戏在 TAPTAP 上评分高达 8.7 分，预约量接近 10 万，可见玩家关注度和期望值极高。

图表 15: TAPTAP 《山海镜花》详情页



来源: TAPTAP, 国金证券研究所

- 除《权力的游戏》《山海镜花》外，《少年三国志 2》同样值得期待，其前作《少年三国志》上线于 2015 年 2 月，上线 18 天便流水破亿，2017 年暑期老用户平均留存率超过 95%。目前《少年三国志》全球用户数破亿，上线 34 个月累计流水突破 41 亿元人民币，连续三年流水超过 12 亿元，到 2017 年年底，这款老产品月流水仍接近 1 亿，是当之无愧的卡牌手游标杆。《少年三国志 2》作为续作，不仅可以继承前作的忠实粉丝，还可以借鉴前作的成功经验。《盗墓笔记》的 IP 辨识度极高，受众群体庞大，但曝光的产品细节不多，且已改编过两款手游，市场表现还需时间检验。

三大核心竞争力，打造游族龙头地位

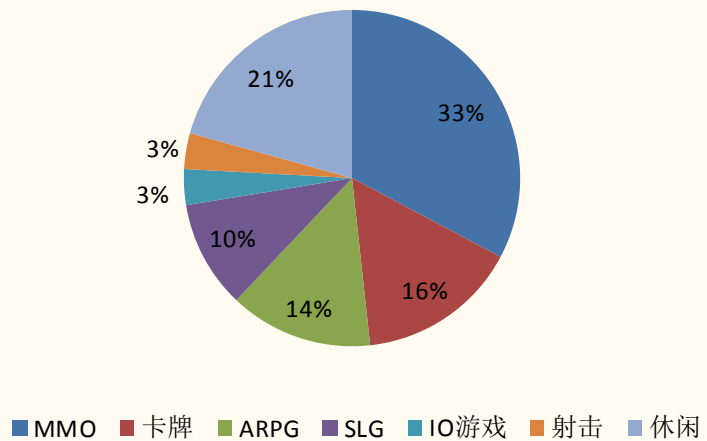
研运一体，产品用户两相宜

- 像“泛娱乐”一样，“研运一体”如今也已是游戏行业里人人耳熟能详的基本概念，但很多人并不知道，它真正被奉为圭臬并广泛推行，是 2015 年以后的事情。从 2015 年年底开始，手游行业进入第一轮“寒冬”，大量中小团队倒闭，发行不愿意拿 A 级以下的产品，CP 产品积压叫苦不迭。2016 年，手游市场的 IP 化浪潮汹涌澎湃，在腾讯网易的威压之下，二三梯队的厂商们有感于 CP 和发行泾渭分明的格局使得产品与市场严重脱节，开始真正重视研发和运营环节的互动。大部分有实力的发行商纷纷出手收编研发厂商或者研发团队，壮大自研实力，CP 也越来越频繁地和发行沟通，或者通过游戏社区直接和玩家无缝对接。
- 然而，“研运一体”概念被游族网络首次提出的时候还是 2013 年。彼时，页游市场欣欣向荣，处于快速增长阶段，买量、滚服等最为常见的打法仍能为页游厂商们带来丰厚的利润。而手游市场尚在爆发前夜，产业链刚刚成型，CP、发行、渠道各司其职，人口红利源源不断，用户是给什么就玩什么，轻度游戏大行其道，互联网巨头尚未入局，别说“研运一体”，连 IP 都还是一个极度稚嫩的面孔。数年时间过去了，当整个手游行业开始践行“研运一体”战略的时候，游族网络早已深谙此道。
- 在“研”方面，从页游时代开始，游族的自研产品就以 RPG、SLG 和卡牌为主，经过数年的耕耘和试错，到了手游时代，游族在 MMO、SLG 和卡牌三大品类上已积累了丰富的研发和运营经验。根据我们的不完全统计，截止目前，游族已上线游戏中，MMO、卡牌、ARPG 和 SLG 分别占比

33%、16%、14%和 10%。这样的产品类型分布印证了游族“3+X”产品战略所取得的显著的成效与合理性。

图表 16：游族网络已上线产品类型分布

游族网络已上线游戏类型分布

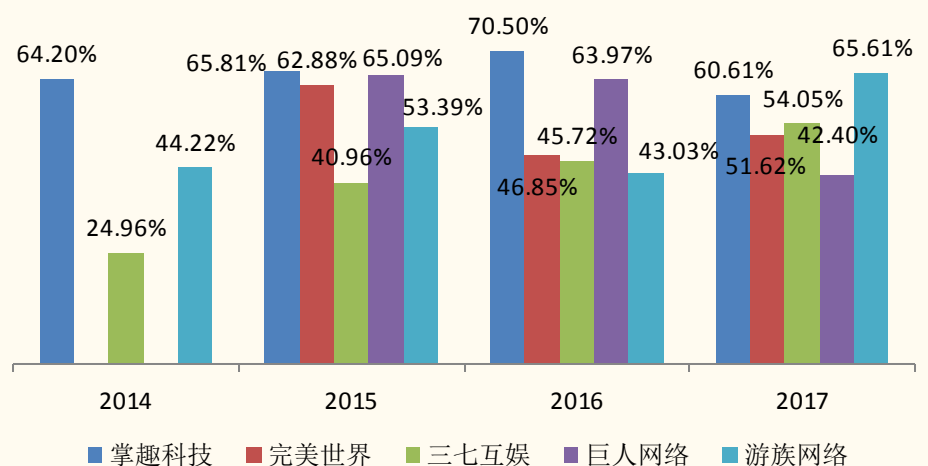


来源：公开资料，国金证券研究所整理

- 游戏产业属技术密集型，研发投入和研发人员的多寡，在很大程度上决定了企业研发实力的强弱以及产品的优劣。我们对 A 股主要游戏公司近年来的研发人员占比和研发投入占比进行了简单盘点。2014 年，借壳上市之初的游族网络研发人员占比 44.22%，此后迎来显著提升，到 2017 年，游族网络研发人员占比达到 65.61%，超过三七互娱、完美世界、掌趣科技、巨人网络等头部企业。

图表 17：A 股主要游戏公司研发人员占比

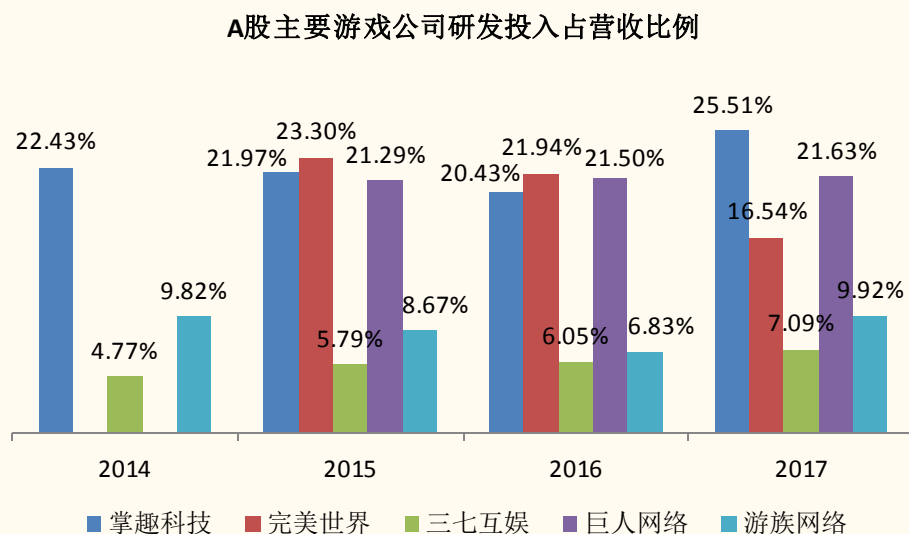
A股主要游戏公司研发人员占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在研发投入方面，游族网络略强于三七互娱，2017 年占总营收比例为 9.92%，但低于掌趣科技、完美世界、巨人网络等公司。我们推测主要原因在于：游族网络和三七互娱同为页游时代崛起的头部厂商，大量支出用于买量等市场推广，这是与其余 A 股游戏公司差别最大之处。

图表 18：A 股主要游戏公司研发投入占营收比例

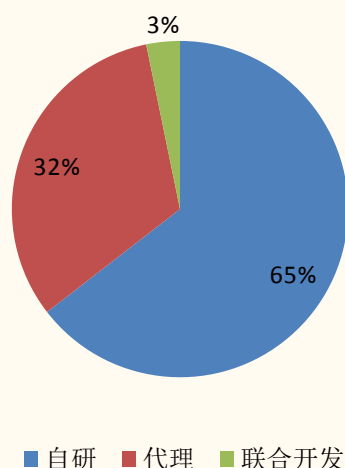


来源：公司公告，国金证券研究所

- 长期以来，很多人对游戏行业抱有一种想当然的误解，认为任何互联网厂商，只要有量有资金，就能依靠简单粗暴的导量和砸钱，在任何细分市场分得一杯羹。若真是如此，腾讯也不必与盛大游戏、巨人网络、畅游、西山居等厂商合作代理 MMO 了，阿里游戏也早已登上行业 TOP3 宝座。所以，有量有钱就行的逻辑是不成立的，对游戏公司来说，多年深耕于某些品类所积累的经验基因非常重要。
- 除自研外，游族网络同样在寻求代理，布局更多品类。在游族截止目前已上线运营的游戏，自研产品占比 65%，代理产品占比 32%，还有极少数产品属于联合开发，由此可见，自研仍是游族战略的绝对核心，据我们了解，游族的思路是：整体以自研为主，适当扩大代理比例，相较于国内，海外市场代理产品会多一些。

图表 19：游族网络已上线产品自研/代理比例

游族网络已上线游戏自研/代理比例



来源：公开资料，国金证券研究所整理

- 下表清单是我们根据公开资料统计的游族网络代理的一些主要产品，其中休闲游戏占比过半。2016 年，游族网络成立了星火工作室，专注于休闲游戏、独立游戏的研发和发行，下表清单中的大部分休闲产品，都出自星火工作室之手。除休闲游戏外，ARPG 也占据了一定比例，2019 年 1 月 15

日，由游族代理的网易《猎魂觉醒》在欧美地区上线。值得一提的是，这些代理产品中还有二次元游戏的身影，分别是 DDM 的《刀剑乱舞 ONLINE》和怪力猫的《崩战纪》。

图表 20：游族网络主要代理游戏清单

时间	游戏名称	平台类型	玩法类型
2013 年 12 月	妖精去哪儿	手游	回合制 RPG
2014 年 4 月	马上踢足球	手游	卡牌
2015 年 6 月	征服之剑	手游	ARPG
2015 年 6 月	猎龙之刃	手游	ARPG
2015 年 10 月	超时空战机	手游	飞行射击
2016 年 6 月	狂暴之翼	手游	ARPG
2016 年 10 月	爱心推手 2	手游	休闲
2017 年 2 月	昔：yesterday	手游	休闲
2017 年 2 月	刀剑乱舞 ONLINE	手游、页游	卡牌
2017 年 7 月	军师联盟	手游	MMORPG
2017 年 9 月	布林机	端游	休闲
2017 年 9 月	飞吧史莱姆	手游	休闲
2017 年 10 月	迪士尼过马路	手游	休闲
2018 年 5 月	布布合丁丁	手游	消除
2018 年 7 月	猎龙计划	手游	ARPG
2018 年 9 月	崩战纪	手游	休闲
2019 年 1 月	猎魂觉醒	手游	ARPG

来源：公开资料，国金证券研究所整理

在“运”方面，游族网络既能熟练运用买量来精准获取目标用户，又能通过精细化运营深挖用户价值。据 AppGrowing 统计，在 2018 年买量游戏厂商 TOP10 榜单上，游族网络排在第二位，仅次于紫龙游戏，超过网易雷火。重点投放的产品是 SLG《战国三十六计》、MMOARPG《天使纪元》和卡牌 RPG《女神联盟 2》。

图表 21：2018 年买量游戏厂商 TOP10
2018买量游戏厂商Top 10排行榜

序号	开发商名称	2018年 累计投 放广告 数	2018年投放广 告的游戏数	重点投放的游戏		
1	北京紫御科技有限公司	12884	4	梦幻模拟战	风之大陆	封神召唤师
2	上海游族信息技术有限公司	10189	10	三十六计	天使纪元	女神联盟2
3	杭州网易雷火科技有限公司	7647	62	热血永恒	灵谕	清廷晋升级
4	广州网易计算机系统有限公司	5293	30	率土之滨	神都夜行录	楚留香
5	江苏三九互娱网络科技有限公司	5017	4	复古传奇	龙城霸业	凤凰无双
6	深圳市拇指游玩科技有限公司	4971	21	暗黑地下城	影之召唤师	我的荣耀
7	上海恺英网络科技有限公司	4674	16	魔域来了	社会一刀	蓝月霸业
8	北京百度网讯科技有限公司	4562	29	奇迹幻境	新版单机西游 2018经典回合贺 岁版	美女如云
9	海南尤达科技有限公司	4347	3	银河战舰	金币大富翁	幸存者之战
10	广州爱九游信息技术有限公司	3993	9	武动乾坤	航海王：燃烧意 志	烈火如歌

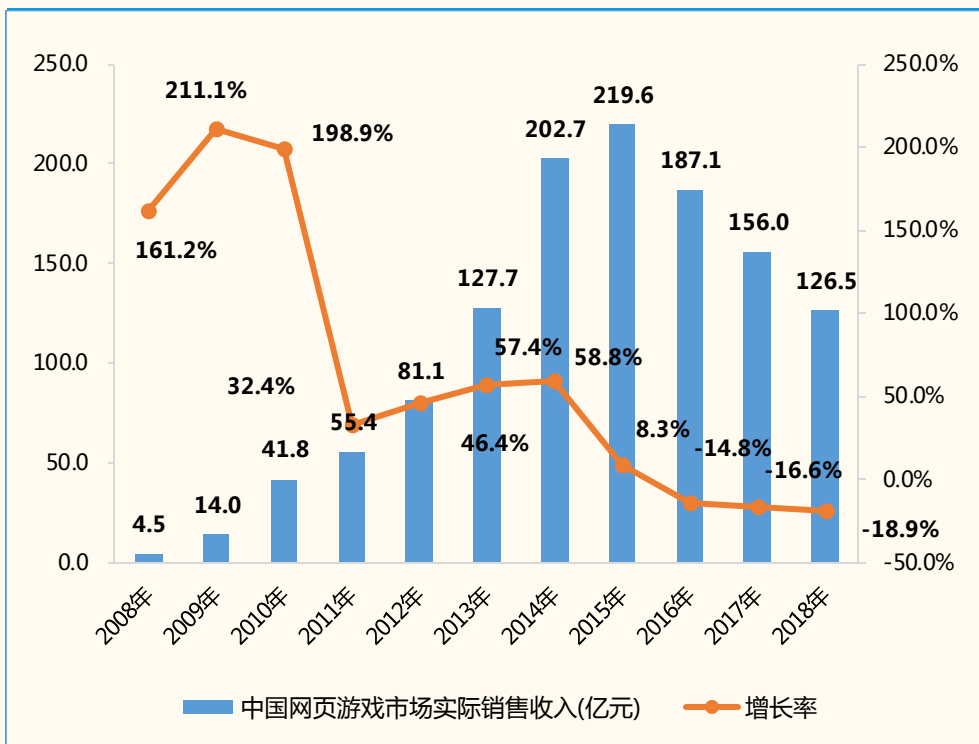
来源：AppGrowing，国金证券研究所

- 买量说到底是一种导量手段，是游戏上线后的第一道工序，在目标用户进入游戏后，更关键的问题出现了：如何留住用户进而挖掘用户价值？所有为了达到这一目的而采取的行动，都是运营的应有之义。在很多人看来，页游厂商大都擅长买量不擅运营，基本都采用的是买量导流——大水漫灌——滚服掘金的短期获利套路，但游族却有所不同，不仅继承了自家在页游时代积累的买量经验，还在游戏的精细化运营方面颇有建树。
- 以《少年三国志》为例，这款知名的卡牌游戏上线于 2015 年 2 月，上线 18 天便流水破亿，2017 年暑期老用户平均留存率超过 95%，令人咋舌。目前《少年三国志》全球用户数破亿，上线 34 个月累计流水突破 41 亿元人民币，连续三年年流水超过 12 亿元，到 2017 年年底，这款老产品月流水仍接近 1 亿。这样的成绩，即便放眼整个手游行业，也足以称得上明星产品。《少年三国志》制作人表示，这款产品的成功得益于团队兼顾新老用户体验，做差异化的内容定制。2017 年《少年三国志》推出了 12 个大型玩法资料片，平均每月一次，2 次大规模美术迭代，一定程度上满足老玩家的内容消耗，另外游戏还针对新用户定期重做新手引导流程，优化剧情展示及情景表达等等，使其更符合主流玩家的口味。毫不夸张地说，游族对《少年三国志》的运营堪称教科书级，在 2016 年和 2017 年，这款产品的运营案例几乎成了游戏行业大大小小运营沙龙的必备讨论项目。
- 综上，在研发环节，游族对 MMO、SLG 和卡牌有着独到的理解，且获得了《权力的游戏》《盗墓笔记》等顶级 IP 授权。在运营环节，游族兼具页游厂商丰富的买量经验和手游精细化运营能力。更为关键的是，研运两个环节同属游族支配可以无缝对接，这便构成了其研运一体的核心优势。

出海页游萎缩，制霸存量市场

- 2018 年，我国页游市场规模为 126.5 亿，同比下降 18.9%，连续三年迎来同比下滑。在整个国内游戏市场大盘中，页游这个细分领域体量占比仅 5.9%。那页游在海外游戏市场处于什么阶段呢？

图表 22：中国页游市场规模



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 根据 Newzoo 最新发布的报告，2018 年全球游戏市场整体营收为 1379 亿美元，其中页游为 43 亿美元，占比低至 3%，较 2017 年同比下降 13.9%。

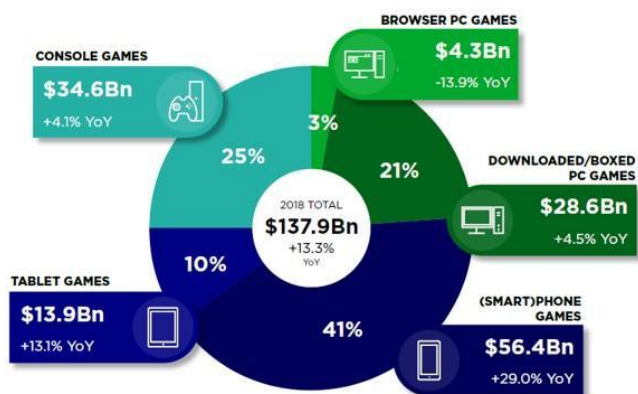
图表 23：2018 年全球游戏市场份额

GLOBAL GAMES MARKET 2018

PER SEGMENT

THE GLOBAL GAMES MARKET

PER SEGMENT



SEGMENT BREAKDOWN OF GLOBAL GAMES REVENUES

TOWARD 2021

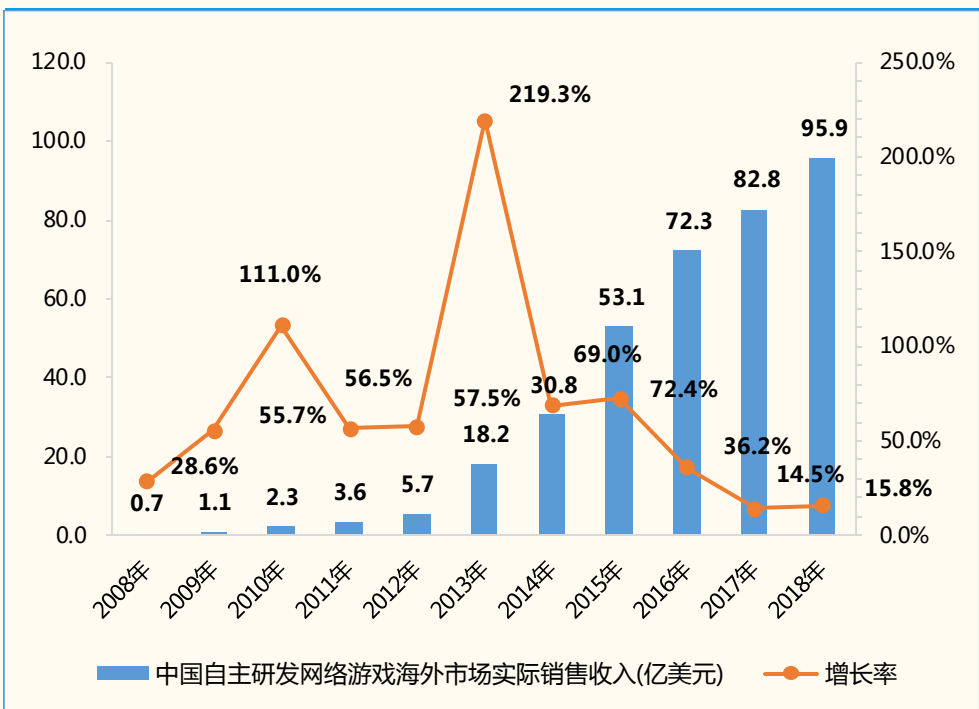


来源：Newzoo，国金证券研究所

- 伽马数据和 Newzoo 是两家不同的数据研究机构，统计口径存在差异，但由于没有海外页游市场规模的现成数据，我们不妨用两家的数据做一个不太严密的估算。43 亿美元大致相当于 288 亿人民币，减去 126.5 亿人民币的中国页游市场规模，可得出海外页游市场规模约为 162 亿人民币。
- 接下来，根据伽马数据的报告，2018 年我国出海游戏整体收入规模为 95.9 亿美元，大致相当于 642 亿人民币，其中手游出海规模为 69.2 亿美元，占

比高达 72.2%。剩下的 27.8%为端游、页游和主机游戏，它们又分别占比多少呢？

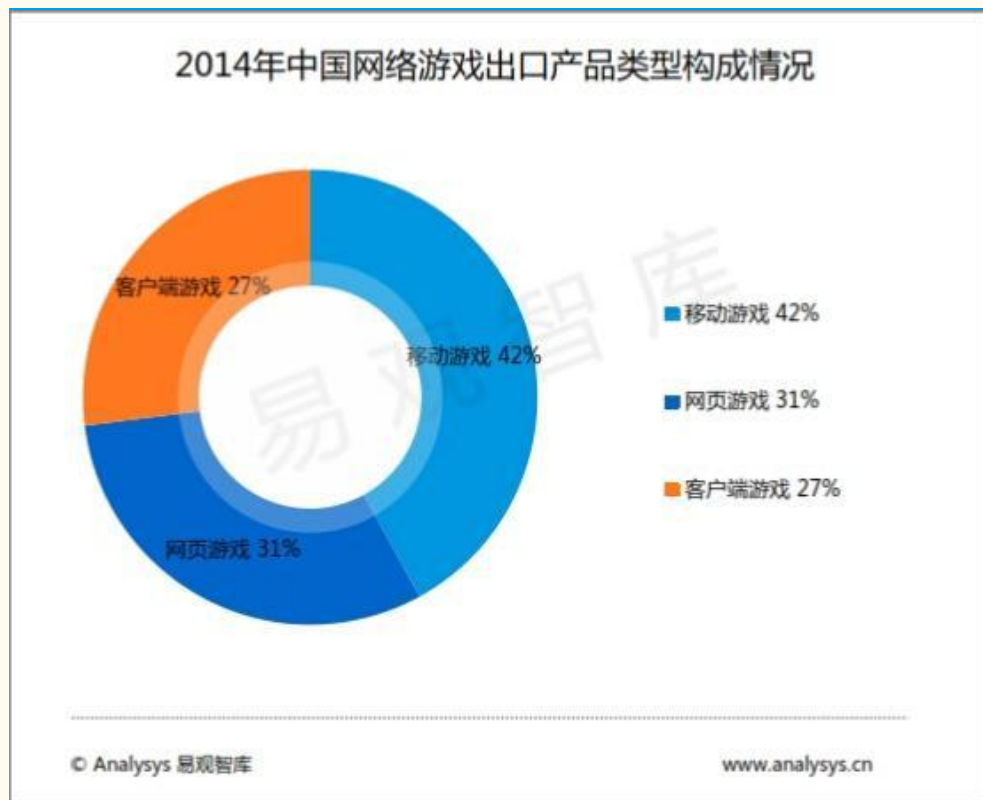
图表 24：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 易观智库发布过一组数据，2014 年中国出口游戏中，手游占比 42%，页游占比 31%，端游占比 27%。4 年过去了，手游在出海游戏中占比飙升至 70%，这非常符合手游爆发的主旋律以及市场共识。国产主机游戏体量微乎其微，在此我们不予考虑。在端游领域，我国一直是进口大国，国产游戏出海在类型上以 MMO 为主，在区域上主要是日韩和东南亚，体量并不大。因此我们认为，目前国产游戏出海比例大致是手游 72.2%、页游 15%-20%、端游 7.8%-12.8%，由此得出 2018 年国产页游出海规模约为 96 亿-128 亿人民币，几乎与国内市场体量持平，占海外页游市场体量的 59%-79%，说中国是目前世界上最大的页游产品输出国一点都不夸张。而游族网络，又是中国出海页游厂商中的霸主。

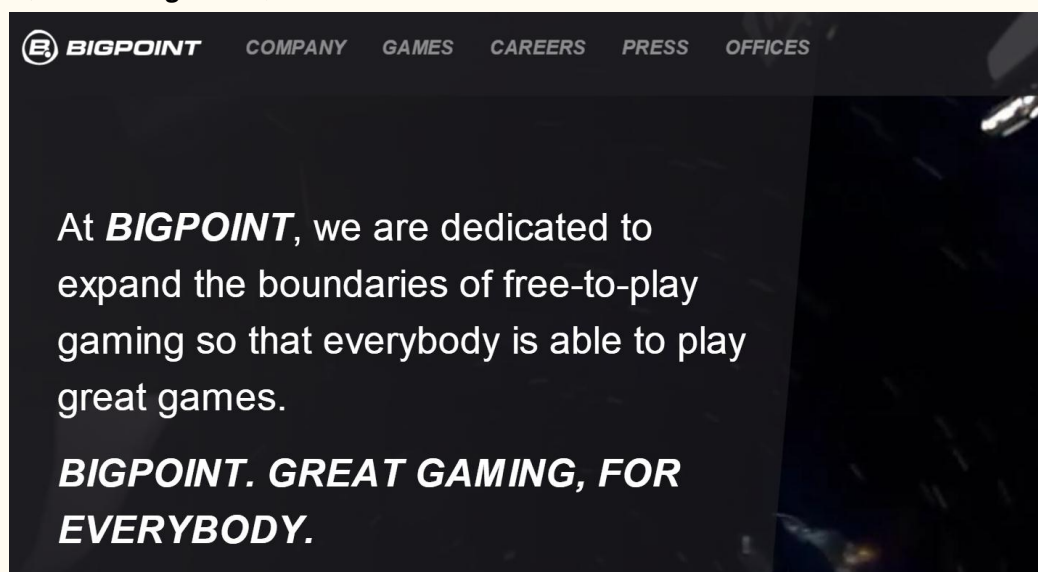
图表 25：2014 年中国网络游戏出口产品类型分布



来源：易观智库，国金证券研究所

- 2013 年，游族将旗下页游《女神联盟》投放到海外，2015 年，游族网络提出“海外发行 2.0”战略，2016 年和 2018 年，《女神联盟 2》《女神联盟 3》两款页游续作在海外市场上线，公测后表现强势，2016 年，游族网络以 8000 万欧元收购德国游戏厂商 BigPoint 100% 的股权，后者尤以页游研运见长。并表之前，BigPoint 产生收入的游戏共有约 60 款，超过 90% 的收入由 Farmerama、DarkOrbit、Drakensang Online 和 Sealight 四款页游创造。收购 BigPoint 对游族的海外页游布局有着非常显著的增益：1、BigPoint 的现有游戏，能丰富游族网络的页游产品库；2、充实人才库，增强页游自研实力；3、BigPoint 常驻德国，能省去不少产品本地化改造和运营成本；4、BigPoint 拥有《权力的游戏》全球页游授权。

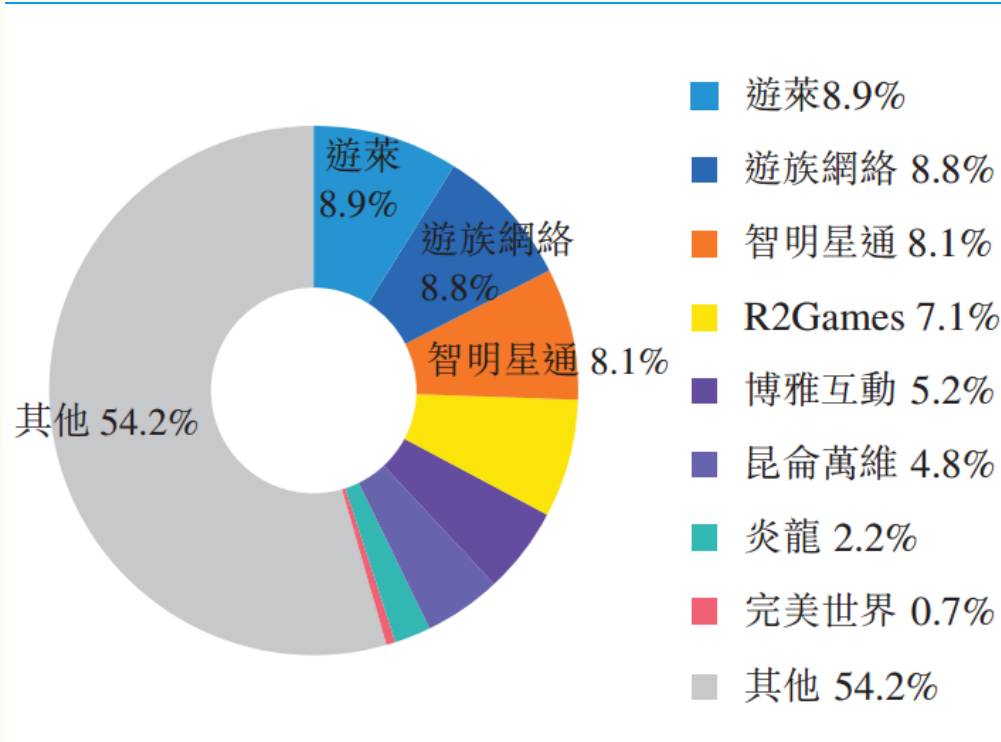
图表 26：BigPoint 官网



来源：公司官网，国金证券研究所

- 经过数年的勉力经营，游族网络在海外页游市场牢牢掌握住了主动权，游族互动招股书显示，2017 年中国出海页游厂商中，游族网络占据 8.8% 的市场份额，是当之无愧的出海页游龙头。目前，《女神联盟》系列页游还持续稳定地在欧美市场创造收入，2019 年，游族网络还将推出《权力的游戏》页游，相信其页游市场份额还将继续提升。

图表 27：2017 年国内出海页游厂商市场份额



来源：游族互动招股书，国金证券研究所

- 很多人不理解，在全球页游市场持续萎缩的情况下，游族网络为什么还如此重视页游业务。确实，与深耕存量市场相比，布局蓝海、追热点和模仿成功者是风险最低且回报率极高的通行做法。但是别忘了，任何细分领域最终都将进入存量阶段，页游的市场份额受到挤压，并不等于用户对页游的需求完全消失。与增量市场相比，能在竞争激烈的存量市场中脱颖而出，才是厂商实力的真正体现，这是一个大浪淘沙的过程，最终获胜者的地位远比增量市场的龙头稳固。

剑走偏锋，MMO 致胜海外

- SensorTower 发布的报告显示，2018 年中国游戏厂商出海收入排行中游族网络位居第 11，TOP10 厂商中除腾讯和网易外，FunPlus、IGG、智明星通、龙创悦动、龙腾简合都是首批出海 SLG 厂商。

图表 28：2018 年中国出海游戏厂商收入排行

中国发行商*出海**收入排行榜			
iOS & Google Play 综合，2018 年全年			
排名	公司	排名	公司
1	FunPlus	16	三七互娱
2	IGG	17	神州泰岳
3	网易	18	米哈游
4	智明星通	19	猎豹移动
5	腾讯	20	莉莉丝游戏
6	龙创悦动	21	乐元素
7	友塔游戏	22	心动网络
8	龙腾简合	23	掌趣
9	易幻网络	24	绝地科技
10	卓杭网络	25	原力棱镜
11	游族	26	百度
12	Tap4Fun	27	英雄互娱
13	昆仑游戏	28	奇酷工场
14	沐瞳科技	29	盖娅互娱
15	创酷互动	30	创智优品

来源：SensorTower，国金证券研究所

- 众所周知，从品类上说，SLG 是最吸金的出海游戏类型，RPG 次之，益智休闲是最吸量的游戏类型。而从区域上看，欧美市场 ARPU 值最高，玩家青睐 SLG 和益智休闲游戏，RPG 的营收主要由东南亚玩家创造。在各区域用户喜好大相径庭以及出海格局日渐固化的情况下，游族网络的核心优势在哪？
- 截止目前，游族网络已在海外发行的产品如下：页游有《女神联盟 1》《女神联盟 2》《女神联盟 3》，手游有《女神联盟 1》《女神联盟 2：天堂岛》《少年三国志》《狂暴之翼》《大皇帝 OL》和《天使纪元》，很显然以 MMO 为主。根据一般认知，国内厂商的 MMO、ARPG 和卡牌游戏，绝大部分都投放在东南亚市场。但游族不是，游族出海游戏收入中 50%以上来自欧美市场。而这，便是游族在海外市场的差异化优势。
- 纵观上述四类出海游戏厂商，如果以出海地区和出海类型为变量做一个 2*2 矩阵，在（欧美，MMO、ARPG）这个位置，纵观国内出海厂商，游族网络唯我独尊。

图表 29：出海地区和品类矩阵

	SLG、益智休闲	MMO、ARPG
欧美	1、2	游族
东南亚	1、2	4

来源：国金证券研究所

- 当海外市场还有巨大增量的时候，出海厂商们即便有一定程度的同质化现象，也能相安无事。但是当海外市场随着时间的推移竞争全面白热化之后，只有差异化才能让一家厂商不可取代。这种差异化，可以是本地化策略、推广成本，比如 SLG 品类的壁垒，也可以是玩法创意、成熟的买量打法，比如那些超休闲游戏，更可以是游族这样剑走偏锋，以非主流品类打开特定市场确立的前期优势和积累的经验。
- 除游戏产品外，游族在海外搭建的游戏平台也取得了亮眼的成绩，官方数据显示，截止 2018 年，游族网络全球玩家数量超过 8 亿，其中将近 2 亿都是活跃在 GTarcade 平台的注册玩家。2015 年底，游族网络旗下海外平台 GTarcade 获得 Google Play 顶级开发者认证。

图表 30：游族网络海外平台 GTarcade



来源：GTarcade 官网，国金证券研究所

- 2016 年初，游族网络完成对德国游戏厂商 Bigpoint 的并购，它为游族带来了汉堡、柏林和法国的里昂三个海外工作室，2016 年底，游族又在印度建立了分公司，而在此之前，游族已在香港和新加坡设立了分支机构，下一步考虑建立一个海外研发中心。从这一系列动作中，我们可以窥见游族彻底贯彻海外发行 2.0+研运一体战略的野望。

估值

- 2014 年至 2017 年，游族网络营业收入复合增长率为 56.6%，净利润复合增长率为 17.66%。2018 年 Q3，游族网络实现营收 26.23 亿人民币，整体毛利率为 55.11%，净利润 6.84 亿元，已超过 2017 年全年净利水平。业绩快报显示，2018 年游族网络营收 36.5 亿，同比增长 12.8%，归母净利润 10.17 亿，同比增长 55.12%。净利润增速大幅超过营收增速的原因是：1、2018 年老产品表现稳定，上线新品较 2017 年少，营销费用有所下降；2、处置部分股权，获得投资收益。

图表 31：2014 年-2018 年游族网络主要财务数据

RMB, 元	2014	2015	2016	2017	2018
收入	843535682.27	1534687492.10	2530114414.00	3235675454.52	3649825291.49
YOY		81.94%	64.86%	27.89%	12.80%
营业成本	256207194.64	642406129.34	1322034510.86	1541733228.64	
毛利率	69.63%	58.14%	47.75%	52.35%	
归母净利润	414593358.26	515566574.58	587879910.68	655890460.38	1017395088.05

RMB, 元	2014	2015	2016	2017	2018
YOY		24.35%	14.03%	11.57%	55.12%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2018 年底，游戏版号恢复发放，引起行业恐慌的外部不利因素得以排除，市场竞争的焦点重新被拉回产品本身，考虑到游族网络的三点核心优势以及即将在 2019 年发布的数款重磅产品，我们给予公司 2019 年 21 倍 PE 估值。

图表 32：A 股主要游戏公司 P/E

名称	2017A P/E	2018A P/E	2019E P/E	2020E P/E
三七互娱	27.23	19.14	16.83	14.65
完美世界	29.23	21.51	20.68	17.6
昆仑万维	23.73	14.81	13.28	11.62
吉比特	21.64	20.2	17.7	15.41
浙数文化	11.94	22.78	19.08	15.8
平均	22.75	19.69	17.51	15.02

来源：WIND 一致预期，国金证券研究所

- 从产品上看，2015 年游族网络完成页游收入：手游收入=1:1 的战略目标，2017 年，游族网络手游收入：页游收入约为 7:3，全面完成手游化转型。目前，《女神联盟》系列仍能稳定贡献收入，游族网络也将继续推出新的页游产品，我们预计未来两年游族网络页游营收会保持个位数增长，营收占比下降到 20%-25%。手游业务是游族网络的战略重点，我们预计《权力的游戏》巅峰流水将达到 5 亿左右，加上《山海镜花》《少年三国志 2》和《盗墓笔记》等产品的助攻，游族网络 2019 年手游营收增速将达到 30%，占总营收比例约为 65%。其余 10%-15% 的营收由大数据和其他业务创造。
- 从区域上看，2015 年游族网络海外收入：国内收入约为 1:1，2017 年海外收入：国内收入约为 6:4。目前，游族网络代理的《猎魂觉醒》以及由 Bigpoint 研发的《权力的游戏》页游已在海外上线，将显著提高其海外收入。不过，考虑到《权力的游戏》手游暂无全球服授权，我们预计游族网络 2019 年海外收入增速将低于国内市场，营收占比则接近 1:1，海外略高于国内。
- 基于以上分析，我们预测游族网络 2018 年、2019 年和 2020 年营收为 36.5 亿、46.99 亿和 54.82 亿，增速分别为 12.8%、28.75%和 16.66%，对应 EPS 为 1.15、1.38 和 1.68，得出 2019 年目标价为 28.98 元，给予“买入”评级。

图表 33：游族网络业绩预测

RMB, 元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	1534687492.10	2530114414.00	3235675454.52	3649825291.49	4699069161.19	5482018993.61
YOY	81.94%	64.86%	27.89%	12.8%	28.75%	16.66%
营业成本	644313422.73	1325281122.78	1547560960.24	1642421381.17	2185067159.95	2384678262.22
毛利率	58.02%	47.62%	52.17%	55.00%	53.50%	56.50%
归母净利润	515566574.58	587879910.68	655890460.38	1017395088.05	1227794799.31	1495244589.15
EPS	1.86	0.68	0.74	1.15	1.38	1.68

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 获取版号时间推迟风险：2018 年底版号审核刚刚恢复，《少年三国志 2》《山海镜花》等产品目前都未获得版号，如果版号获得时间推迟，会影响产品排期。

- 新产品延期风险：在精品化趋势之下，重磅产品跳票现象屡见不鲜，游族网络有跳票先例，不排除新产品因为测试和调优延期上线的可能。
- 新产品表现不达预期风险：与以前相比，玩家对游戏产品更为挑剔，且整个市场都存在新游流水、用户量、生命周期不如以往同类产品的现象，所以游族的新产品可能因为玩家审美疲劳而表现不达预期。
- 海外市场扩张不达预期风险：不同区域的海外市场有完全不同的产业生态，出海厂商数量的增多加剧了海外市场竞争，游族网络的海外扩张存在不达预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,535	2,530	3,236	3,650	4,699	5,482
增长率		64.9%	27.9%	12.8%	28.7%	16.7%
主营业务成本	-644	-1,325	-1,548	-1,642	-2,185	-2,385
%销售收入	42.0%	52.4%	47.8%	45.0%	46.5%	43.5%
毛利	890	1,205	1,688	2,007	2,514	3,097
%销售收入	58.0%	47.6%	52.2%	55.0%	53.5%	56.5%
营业税金及附加	-10	-17	-20	-24	-28	-33
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
营业费用	-110	-183	-294	-522	-470	-630
%销售收入	7.1%	7.2%	9.1%	14.3%	10.0%	11.5%
管理费用	-325	-441	-680	-766	-785	-915
%销售收入	21.2%	17.4%	21.0%	21.0%	16.7%	16.7%
息税前利润 (EBIT)	446	564	694	695	1,231	1,519
%销售收入	29.1%	22.3%	21.5%	19.1%	26.2%	27.7%
财务费用	-12	-33	-91	-83	-82	-37
%销售收入	0.8%	1.3%	2.8%	2.3%	1.7%	0.7%
资产减值损失	-14	-35	-70	-7	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	32	3	256	30	37
%税前利润	2.0%	5.5%	0.4%	24.2%	2.4%	2.4%
营业利润	430	528	646	1,039	1,247	1,527
营业利润率	28.0%	20.9%	20.0%	28.5%	26.5%	27.8%
营业外收支	64	57	27	17	26	27
税前利润	494	585	674	1,056	1,274	1,554
利润率	32.2%	23.1%	20.8%	28.9%	27.1%	28.3%
所得税	11	12	-9	-28	-34	-41
所得税率	-2.2%	-2.0%	1.4%	2.7%	2.7%	2.6%
净利润	505	597	664	1,028	1,240	1,513
少数股东损益	-10	9	8	11	12	17
归属于母公司的净利润	516	588	656	1,017	1,228	1,495
净利率	33.6%	23.2%	20.3%	27.9%	26.1%	27.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	505	597	664	1,028	1,240	1,513
少数股东损益	-10	9	8	11	12	17
非现金支出	63	138	214	106	118	153
非经营收益	-13	14	83	-166	54	7
营运资金变动	-227	-188	-220	-692	-158	-210
经营活动现金净流	328	561	742	276	1,255	1,463
资本开支	-437	-102	-177	-348	-310	-645
投资	-807	-509	-431	-350	0	0
其他	-12	-41	-55	256	30	37
投资活动现金净流	-1,255	-652	-664	-442	-280	-608
股权募资	513	0	696	-427	0	0
债权募资	506	851	648	70	-639	-574
其他	-48	-579	-485	-117	-111	-71
筹资活动现金净流	972	272	860	-474	-749	-645
现金净流量	45	182	937	-640	226	210

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	201	650	1,938	1,298	1,524	1,734
应收账款	414	713	548	969	1,245	1,452
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	364	278	649	991	1,011	1,121
流动资产	979	1,641	3,134	3,258	3,780	4,307
%总资产	33.5%	34.9%	47.2%	44.2%	46.6%	47.0%
长期投资	540	967	1,362	1,712	1,712	1,712
固定资产	744	709	699	747	826	1,146
%总资产	25.4%	15.1%	10.5%	10.1%	10.2%	12.5%
无形资产	586	1,306	1,331	1,450	1,591	1,791
非流动资产	1,945	3,063	3,502	4,119	4,339	4,859
%总资产	66.5%	65.1%	52.8%	55.8%	53.4%	53.0%
资产总计	2,925	4,704	6,636	7,377	8,119	9,167
短期借款	200	997	1,643	1,733	1,094	520
应付款项	89	298	294	311	404	456
其他流动负债	132	197	201	263	311	367
流动负债	420	1,492	2,139	2,308	1,809	1,344
长期贷款	306	387	0	0	0	0
其他长期负债	11	104	429	400	400	400
负债	737	1,983	2,568	2,708	2,209	1,745
普通股股东权益	2,188	2,711	4,051	4,641	5,869	7,364
少数股东权益	0	9	17	28	40	58
负债股东权益合计	2,925	4,704	6,636	7,377	8,119	9,167

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.796	0.683	0.738	1.145	1.382	1.683
每股净资产	7.622	3.148	4.560	5.224	6.606	8.289
每股经营现金净流	1.144	0.652	0.835	0.311	1.412	1.646
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.56%	21.68%	16.19%	21.92%	20.92%	20.30%
总资产收益率	17.63%	12.50%	9.88%	13.79%	15.12%	16.31%
投入资本收益率	16.90%	13.99%	11.19%	9.95%	16.19%	17.72%
增长率						
主营业务收入增长率	81.94%	64.86%	27.89%	12.80%	28.75%	16.66%
EBIT增长率	30.73%	26.44%	23.15%	0.12%	77.07%	23.34%
净利润增长率	24.35%	14.03%	11.57%	55.12%	20.67%	21.78%
总资产增长率	112.63%	60.83%	41.07%	11.17%	10.05%	12.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.6	75.1	63.9	89.4	89.4	89.4
存货周转天数	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
应付账款周转天数	26.2	39.5	47.5	40.0	39.0	37.0
固定资产周转天数	176.9	102.3	78.9	74.7	64.1	76.3
偿债能力						
净负债/股东权益	13.92%	26.99%	2.55%	17.86%	-0.52%	-10.98%
EBIT利息保障倍数	37.1	17.0	7.7	8.4	15.1	40.7
资产负债率	25.19%	42.17%	38.69%	36.71%	27.21%	19.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	8	11	20
增持	0	1	4	4	15
中性	0	1	3	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.75	1.67	1.63	1.63

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH