

游族网络 (002174)

持续推进 3+X 品类战略，静待新游落地催化流水

买入（维持）

2019 年 04 月 29 日

证券分析师张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,581	4,688	5,554	6,774
同比（%）	10.7%	30.9%	18.5%	22.0%
归母净利润（百万元）	1,009	1,261	1,604	1,912
同比（%）	53.9%	25.0%	27.2%	19.2%
每股收益（元/股）	1.14	1.42	1.81	2.15
P/E（倍）	17.18	13.74	10.81	9.07

投资要点

- **事件：**游族网络发布 2018 年及 2019Q1 财报，公司 2018 年实现营收 35.81 亿元，同比增长 10.68%，实现归母净利润 10.09 亿元，同比增长 53.85%，2019Q1 实现营收 8.33 亿元，同比减少 4.03%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比减少 22.20%，年报和一季报业绩基本符合市场预期。
- **持续巩固 MMO、卡牌、SLG 优势品类，挖掘二次元等细分潜力市场。**2018 年营收增长主要受益于当年手游新品《天使纪元》《三十六计》等的良好表现，手游毛利率上行，带动公司整体盈利能力增强（18 年毛利率 56.08%，同比提升 3.9pct），其中 MMO 新游《天使纪元》上线 3 个月注册用户数超 1500 万，日流水峰值过千万；SLG 新游《三十六计》公测期间获各大商店推荐，在新游畅销榜中表现良好；老产品方面，经典卡牌手游《少年三国志》（上线四年）累积流水过 50 亿。在巩固原有优势品类以外，公司积极拓展二次元、休闲游戏、H5 等细分潜力市场，持续推进 3+X 品类战略，丰富产品矩阵。Q1 净利润增速低于收入增速，营业成本有一定幅度提升，源于代理产品分成，海外相关产品广告投放加大等因素，以及股权激励相关费用的影响。
- **加大海外代理力度，持续开拓海外市场。**公司在 App Annie 发布的 2018 年中国发行商出海收入榜中位列第 11 位，并连续两年入围年度全球收入“52 强发行商”榜单。在新增长阶段，公司加大海外代理力度，于 19 年初陆续在海外推出《猎魂觉醒》、《圣斗士星矢》等大厂产品，同时 19 年 3 月开启《权力的游戏凛冬将至》（页游版）海外公测，获 Facebook 推荐，受益新品投放海外流水有望快速增长，经典手游《狂暴之翼》、《少年三国志》等亦在海外表现稳定，在 ARPG 细分领域中保持领先地位。报告期公司不断加速海外布局，新建了新加坡研发中心，并在印度、土耳其、韩国、泰国均设立分公司，增强产品本土化能力。
- **新游储备充足，静待新品落地催化流水。**公司 19 年新品储备包括大 IP 作品《权力的游戏》，目前已拿到版号（腾讯国内独家代理，流量加持，权游终季上映催化粉丝情绪）、细分高增长市场二次元产品《山海镜花》（邀请日本顶级画师助阵）、经典游戏续作《少年三国志 2》（流水表现有望优于前作），此外经典 IP 作品《盗墓笔记》等预计于年底上线（《盗墓笔记》页游版本流水超 1 亿），另外 19 年公司还将代理 Supercell《荒野乱斗》在国内安卓端的发行，新品储备丰富，预计 19 年将步入收获期。
- **盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年公司分别实现营收 46.9/55.5/67.7 亿元，归母净利 12.6/16.0/19.1 亿元，EPS 分别为 1.42/1.81/2.15 元，对应当前股价 PE 分别为 14/11/9X，根据我们对公司竞争优势的分析，给予公司 19 年 20 倍估值，对应目标价 28.40 元，给予“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)	19.51
一年最低/最高价	13.02/26.68
市净率(倍)	3.66
流通 A 股市值(百万元)	12530.52

基础数据

每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	40.65
总股本(百万股)	888.47
流通 A 股(百万股)	642.26

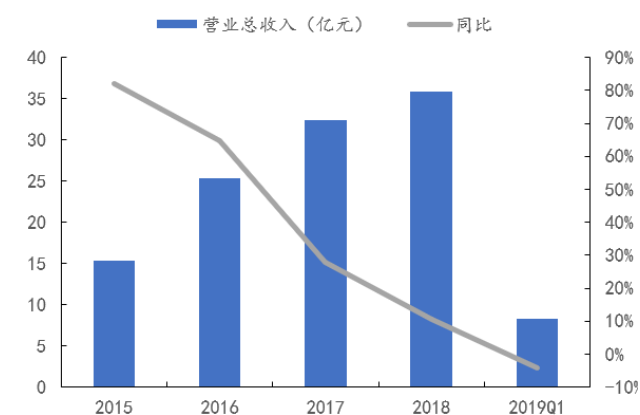
相关研究

- 1、《游族网络 (002174)：业绩符合预期，19 年多款精品大作上线，预计步入收获期》2019-02-28
- 2、《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
- 3、《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

1. 持续推进 3+X 品类战略，静待新游落地催化流水

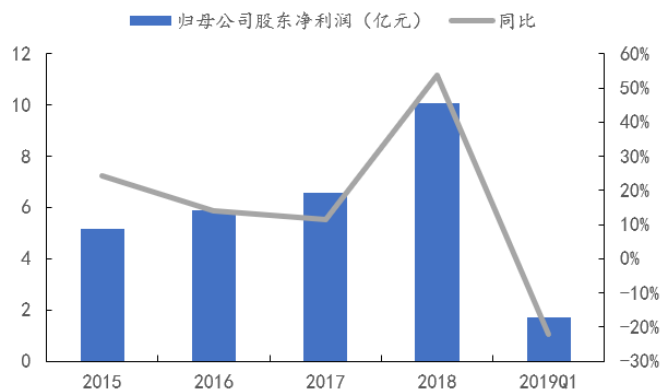
事件：游族网络发布 2018 年及 2019Q1 财报，公司 2018 实现营业收入 35.81 亿元，同比增长 10.68%，归属于上市公司股东的净利润 10.09 亿元，同比增长 53.85%；2019Q1 实现营收 8.33 亿元，同比减少 4.03%；归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元，同比减少 22.20%。

图 1：公司近年营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：公司近年归母净利润情况



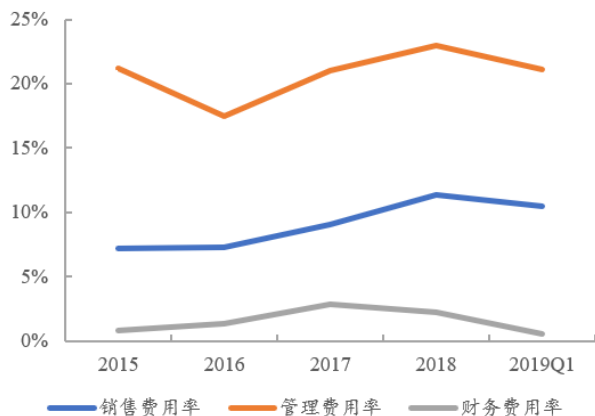
数据来源：Wind，东吴证券研究所

18 年业绩符合预期，毛利率提升显著。2018 年营收增长主要受益于当年手游新品《天使纪元》《三十六计》等的良好表现，手游毛利率上行，带动公司整体盈利能力增强（2018 年整体毛利率 56.08%，同比提升 3.9pct），期间费用率方面有所增长（36.60%，yoy +3.7pct），主要受游戏宣发推广费用增加带来的销售费用率增长（11.39%，yoy +2.3pct），此外由于股权处置等产生投资收益 2.27 亿元，净利率大幅提升（28.2%，yoy +7.7%）。

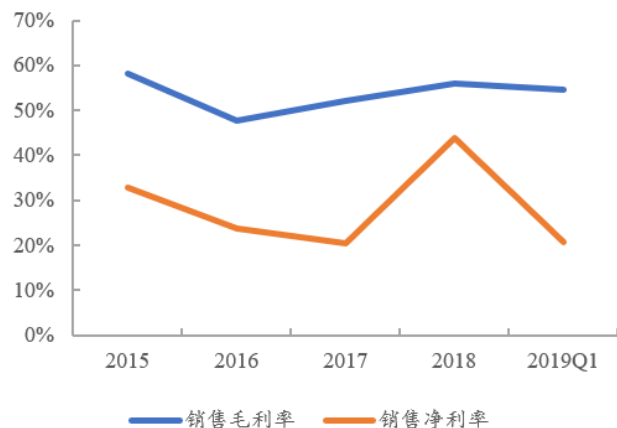
19 年一季度受新品上线节奏影响，流水有所下滑。Q1 净利润增速低于收入增速，营业成本有一定幅度提升（营业成本率 45.4%，yoy +9.8pct），源于代理产品分成，海外相关产品广告投放加大等因素，以及股权激励相关费用（含研发管理费用率 21.1%，yoy+1.3pct）的影响。

图 3：公司近年费用率情况

图 4：公司近年利润率情况



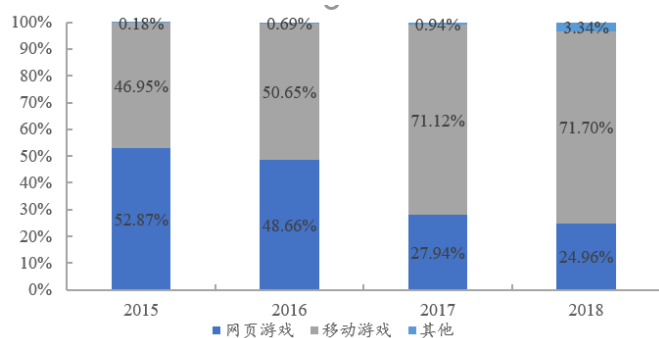
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

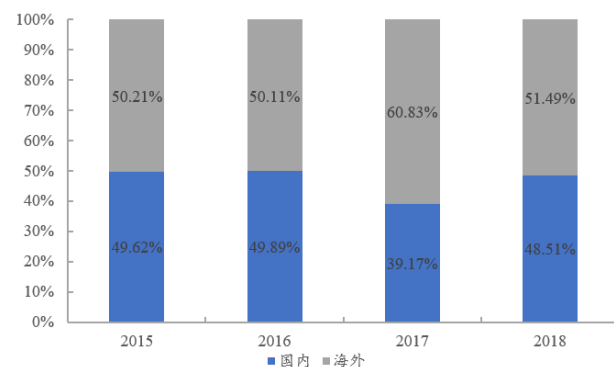
收入结构方面，移动游戏占比持续攀升，2018 年实现收入 25.68 亿元，占营业收入 71.7%，同比增长 11.59%；网页游戏实现收入 8.94 亿元，占比 24.96%，同比减少 1.12%。国内游戏收入增长较快，2018 年实现收入 17.37 亿元，同比增长 37.07%，占比 48.51%；海外收入略有下滑，实现收入 18.44 亿元，同比下降 6.31%，占比 51.49%。

图 5：收入构成（按产品）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：收入构成（按地区）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

持续巩固 MMO、卡牌、SLG 优势品类，挖掘二次元等细分潜力市场。18 年 MMO 新游《天使纪元》上线 3 个月注册用户数超 1500 万，日流水峰值过千万；SLG 新游《三十六计》公测期间获各大商店推荐，在新游畅销榜中表现良好；老产品方面，经典卡牌手游《少年三国志》（上线四年）累积流水过 50 亿。在巩固原有优势品类以外，公司积极拓展二次元、休闲游戏、H5 等细分潜力市场，持续推进 3+X 品类战略，丰富产品矩阵。

加大海外代理力度，持续开拓海外市场。公司在 App Annie 发布的 2018 年中国发行商出海收入榜中位列第 11 位，并连续两年入围年度全球收入“52 强发行商”榜单。

在新增长阶段，公司加大海外代理力度，于 19 年初陆续在海外推出《猎魂觉醒》、《圣斗士星矢》等大厂产品，同时 19 年 3 月开启《权力的游戏凛冬将至》（页游版）海外公测，获 Facebook 推荐，受益新品投放海外流水有望快速增长，经典手游《狂暴之翼》、《少年三国志》等亦在海外表现稳定，在 ARPG 细分领域中保持领先地位。报告期公司不断加速海外布局，新建了新加坡研发中心，并在印度、土耳其、韩国、泰国均设立分公司，增强产品本土化能力。

新游储备充足，静待新品落地催化流水。公司 19 年新品储备包括大 IP 作品《权力的游戏》，目前已拿到版号（腾讯国内独家代理，流量加持，权游终季上映有望催化粉丝情绪）、细分高增长市场二次元产品《山海镜花》（邀请日本顶级画师助阵）、经典游戏续作《少年三国志 2》（流水表现有望优于前作），此外经典 IP 作品《盗墓笔记》等预计于年底上线（《盗墓笔记》页游版本流水超 1 亿），另外 19 年公司还将代理 Supercell《荒野乱斗》在国内安卓端的发行，新品储备丰富，预计 19 年将步入收获期。

2. 风险提示

行业政策趋严：游戏行业受政策影响较大，若行业监管持续加严或版号发放仍然受限，将对公司业绩产生一定影响。

新品表现不及预期：公司预测期内有多款新品手游推出，其中不乏顶级 IP 或大投入作品，若新品的市场表现不及预期，将影响产品流水情况。

海外市场扩张不及预期：海外游戏市场正逐渐成为公司的重要收入来源，若公司在海外市场表现或扩张不及预期，将一定程度影响公司的业绩情况。

游族网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,184	4,353	5,547	7,489	营业收入	3,581	4,688	5,554	6,774
现金	1,156	2,231	2,917	4,519	减:营业成本	1,573	2,090	2,348	2,984
应收账款	886	895	1,215	1,358	营业税金及附加	24	31	37	44
存货	0	0	0	0	营业费用	408	628	733	874
其他流动资产	1,142	1,227	1,415	1,613	管理费用	453	675	783	914
非流动资产	4,149	4,511	4,692	4,913	财务费用	80	115	89	55
长期股权投资	433	413	389	359	资产减值损失	17	0	0	0
固定资产	715	1,118	1,335	1,609	加:投资净收益	227	80	37	31
在建工程	0	10	17	21	其他收益	0	0	0	0
无形资产	354	335	330	323	营业利润	1,050	1,230	1,601	1,932
其他非流动资产	2,646	2,636	2,621	2,601	加:营业外净收支	6	39	32	26
资产总计	7,333	8,864	10,239	12,402	利润总额	1,056	1,269	1,633	1,958
流动负债	2,393	2,693	2,585	2,939	减:所得税费用	45	4	16	34
短期借款	1,890	1,890	1,890	1,890	少数股东损益	2	3	13	12
应付账款	177	293	236	436	归属母公司净利润	1,009	1,261	1,604	1,912
其他流动负债	326	511	460	613	EBIT	1,162	1,345	1,682	1,970
非流动负债	433	400	339	275	EBITDA	1,314	1,484	1,855	2,178
长期借款	399	366	305	241					
其他非流动负债	34	34	34	34					
负债合计	2,826	3,093	2,924	3,213	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	-3	-0	13	25	每股收益(元)	1.14	1.42	1.81	2.15
					每股净资产(元)	5.08	6.50	8.22	10.31
归属母公司股东权益	4,510	5,771	7,302	9,164	发行在外股份(百万股)	888	888	888	888
负债和股东权益	7,333	8,864	10,239	12,402	ROIC(%)	16.3%	16.5%	17.3%	16.9%
					ROE(%)	22.4%	21.9%	22.1%	20.9%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	56.1%	55.4%	57.7%	55.9%
经营活动现金流	273	1,552	1,219	2,161	销售净利率(%)	28.2%	26.9%	28.9%	28.2%
投资活动现金流	-559	-421	-318	-398	资产负债率(%)	38.5%	34.9%	28.6%	25.9%
筹资活动现金流	-462	-56	-216	-161	收入增长率(%)	10.7%	30.9%	18.5%	22.0%
现金净增加额	-716	1,075	686	1,602	净利润增长率(%)	53.9%	25.0%	27.2%	19.2%
折旧和摊销	152	139	173	208	P/E	17.18	13.74	10.81	9.07
资本开支	333	383	204	251	P/B	3.84	3.00	2.37	1.89
营运资本变动	-843	115	-624	4	EV/EBITDA	14.07	11.77	9.03	6.93

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>

