

## 游族网络 (002174)

公司研究/简评报告

# 研运一体提质增效，精品 IP 大作进入收获期

## ——2018 年报及 2019 一季报点评

简评报告/传媒互联网行业

2019 年 4 月 30 日

### 一、事件概述

2018 年游族网络实现营收 35.81 亿元，同比+10.68%；归母净利润 10.09 亿元，同比+53.85%；基本每股收益 1.15 元。公司 18 年以回购股份的方式共分配利润 4.43 亿，不派发现金红利。

2019 年一季度游族网络实现营收 8.33 亿元，同比-4.03%；归母净利润 1.73 亿元，同比-22.20%，经营活动现金净流入 6859.70 万元，同比+36.89%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 18 年营收同增 10.68%，精品游戏助力业绩稳增

公司以互联网游戏研发和运营业务为主营业务，国内与国际市场并重。18 年公司手游业务营收 25.68 亿 (YOY +11.59%)，占全年总营收 71.70%，主要得益于多款精品游戏《天使纪元》《三十六计》《女神联盟 2》等贡献稳定流水和收益；页游营收 8.94 亿 (同比微降 1.12%)，占全年总营收比重下降 2.98pct，页转手模式成效显著。18 年公司海外业务营收 18.44 亿 (YOY -6.31%)，占总营收 51.49%，(YOY -9.34pct)；国内业务营收 17.37 亿 (YOY +37.07%)。

19 年 Q1 公司归母净利润 1.73 亿元 (YOY -22.20%)，主要系新游暂未上线、旧有游戏进入正常下降周期，预期《权力的游戏》手游将会较大幅度拉升公司业绩。

#### ➤ 研运一体化高效运转，中台提升研运效率

公司自 2013 年以来一直致力于“研运一体”模式，不断优化研发发行机制，致力于搭建可靠的中台和精悍的前台。公司将职能集中到中台，提升研运效率、避免资源浪费，同时加强对研发品质的把控、增强垂直领域专业度。

#### ➤ 经典 IP 深度挖掘，精品大作助力业绩稳增

2019 年度，公司重点推出自研 IP 手游《权力的游戏：凛冬将至》，由腾讯代理。该游已于 4 月取得进口游戏版号，预计于 19 年 Q2 上线，而美剧《权力的游戏》最终季第八季的最后一集将于 5 月播出，在“影游联动”效应的催化下该游有望再创辉煌。公司 19 年还储备有《山海镜花》《少年三国志 2》《盗墓笔记》等精品 IP 游戏，为公司业绩增长提供持续动力。

#### ➤ 剑指海外，加速全球化布局

2018 年公司新建新加坡研发中心，并在印度、土耳其、韩国、泰国均设立了分公司，通过“本地化思维”针对性挖掘区域市场、提高渗透率。在长线运营《狂暴之翼》等移动游戏及《女神联盟 2》等网页游戏的基础上，公司还推出《天使纪元》《女神联盟 3》等新作，通过与其他手游和页游大厂在品类上的差异化竞争占领市场。

### 三、投资建议

我们预计 19、20、21 年 EPS 分别为 1.41、1.73、2.06 元，PE 分别为 14X、11X、9X。公司目前 PE(TTM) 为 17，借壳上市以来 PE(TTM) 区间为 16-100，安全边际较高，我们看好公司出色的游戏研发与发行能力，维持“推荐”评级。

### 推荐

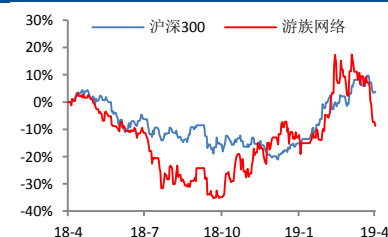
维持评级

当前价格 19.51 元

#### 交易数据 2019-04-29

|              |             |
|--------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低 | 25.09/13.83 |
| 总股本 (百万股)    | 888         |
| 流通股本 (百万股)   | 642         |
| 流通股比例 %      | 72.29       |
| 总市值 (亿元)     | 173         |
| 流通市值 (亿元)    | 125         |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

#### 分析师: 刘欣

执业证号: S0100519030001

电话: 010-85127513

邮箱: liuxin@mszq.com

#### 研究助理: 武子皓

执业证号: S0100118010057

电话: 021-60876736

邮箱: wuzihao@mszq.com

#### 分析师: 钟奇

执业证号: S0100518110001

电话: 010-85127513

邮箱: zhongqi@mszq.com

#### 相关研究

1. 游族网络(002174): “大 IP+出海”深入推进, 业绩增长前景广阔, 20180410

2. 游族网络(002174) 2018 年三季报点评: 业绩基本符合预期, 海外发行持续推进, 20181026

#### 四、风险提示

新游未如期上线；现有产品流水下降过快；新游戏流水不及预期。

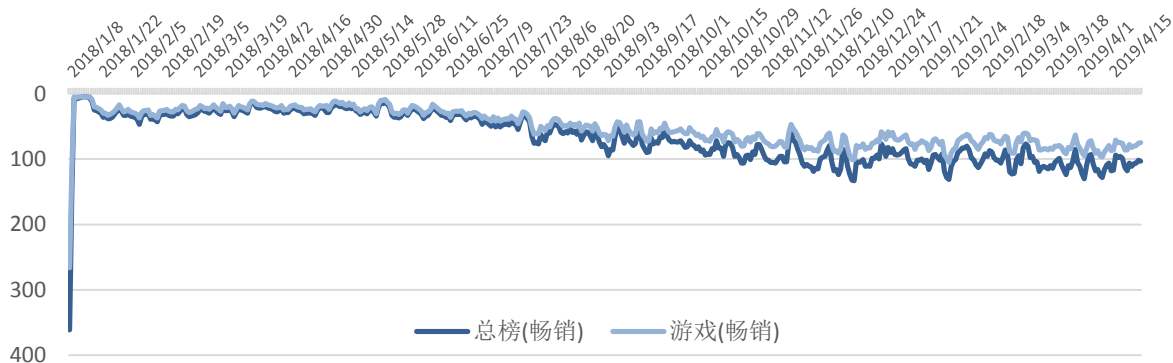
#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）       | 3,581 | 4,657 | 5,592 | 6,600 |
| 增长率（%）          | 10.7% | 30.0% | 20.1% | 18.0% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 1,009 | 1,254 | 1,537 | 1,830 |
| 增长率（%）          | 53.9% | 24.2% | 22.6% | 19.0% |
| 每股收益（元）         | 1.14  | 1.41  | 1.73  | 2.06  |
| PE（现价）          | 16.37 | 13.83 | 11.28 | 9.47  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

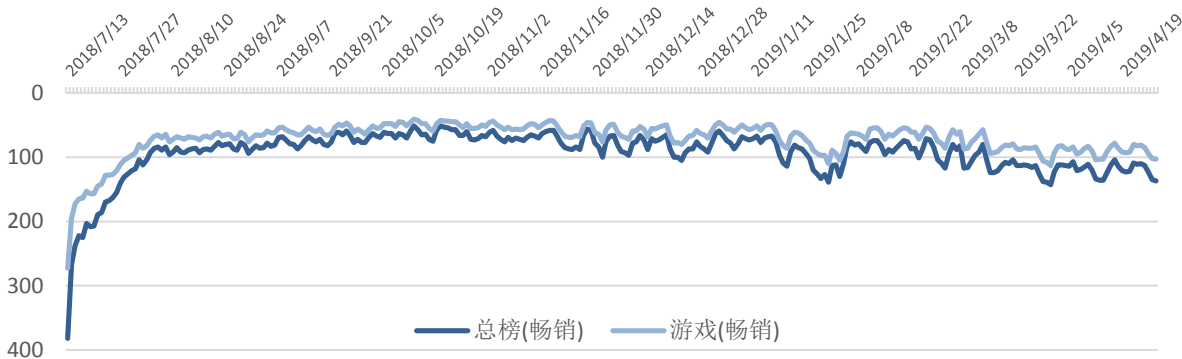
#### 参考图表：

图 1：2018 年上线以来《天使纪元》iOS 排名



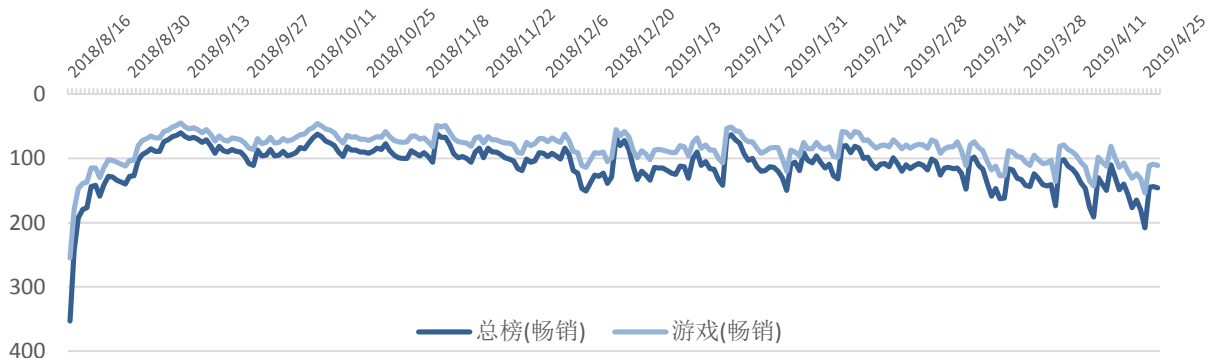
数据来源：七麦数据，民生证券研究院整理

图 2：2018 年上线以来《三十六计》iOS 排名



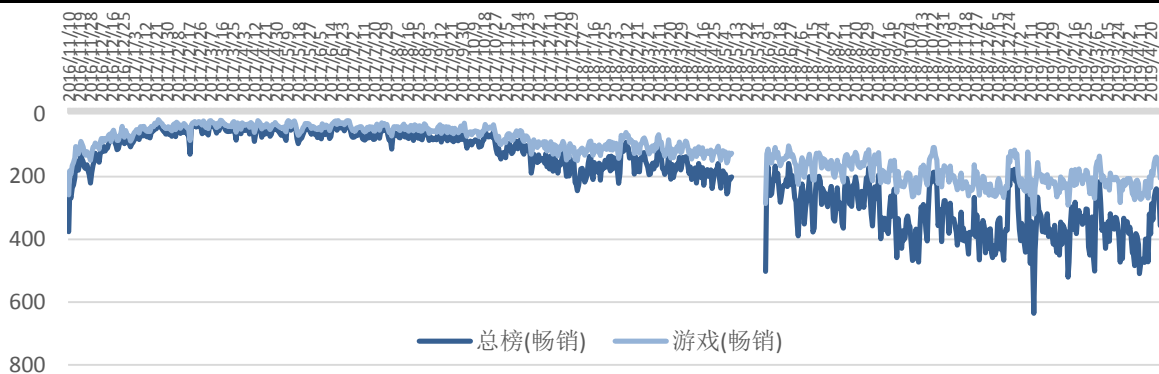
数据来源：七麦数据，民生证券研究院整理

图 3: 2018 年上线以来《女神联盟 2》iOS 排名



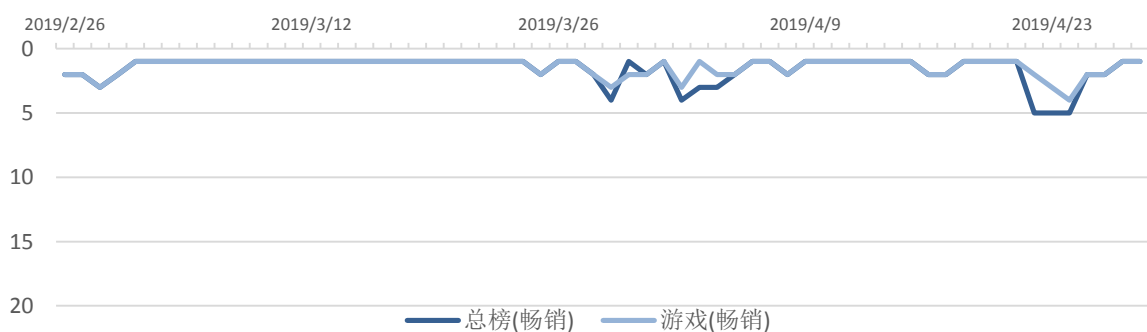
数据来源: 七麦数据, 民生证券研究院整理

图 4: 2016 年上线以来《Legacy of Discord》美国 iOS 排名



数据来源: 七麦数据, 民生证券研究院整理

图 5: 2019 年上线以来《聖鬥士星矢》香港 iOS 排名



数据来源: 七麦数据, 民生证券研究院整理

## 图表目录

|                                                  |   |
|--------------------------------------------------|---|
| 图 1: 2018 年上线以来《天使纪元》iOS 排名.....                 | 2 |
| 图 2: 2018 年上线以来《三十六计》iOS 排名.....                 | 2 |
| 图 3: 2018 年上线以来《女神联盟 2》iOS 排名.....               | 3 |
| 图 4: 2016 年上线以来《Legacy of Discord》美国 iOS 排名..... | 3 |
| 图 5: 2019 年上线以来《聖鬥士星矢》香港 iOS 排名.....             | 3 |

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 3,581 | 4,657 | 5,592 | 6,600 |
| 营业成本      | 1,573 | 1,960 | 2,280 | 2,650 |
| 营业税金及附加   | 24    | 32    | 38    | 45    |
| 销售费用      | 408   | 531   | 637   | 752   |
| 管理费用      | 453   | 590   | 708   | 836   |
| EBIT      | 753   | 1,172 | 1,492 | 1,802 |
| 财务费用      | 80    | 0     | 0     | 0     |
| 资产减值损失    | 17    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 227   | 120   | 100   | 100   |
| 营业利润      | 1,050 | 1,292 | 1,592 | 1,902 |
| 营业外收支     | 6     | 35    | 35    | 35    |
| 利润总额      | 1,056 | 1,327 | 1,627 | 1,937 |
| 所得税       | 45    | 56    | 69    | 82    |
| 净利润       | 1,011 | 1,271 | 1,558 | 1,855 |
| 归属于母公司净利润 | 1,009 | 1,254 | 1,537 | 1,830 |
| EBITDA    | 904   | 1,172 | 1,492 | 1,802 |

| 资产负债表 (百万元) | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金        | 1,156 | 256   | 1,581 | 3,178  |
| 应收账款及票据     | 886   | 884   | 1,062 | 1,253  |
| 预付款项        | 698   | 870   | 1,012 | 1,176  |
| 存货          | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 其他流动资产      | 444   | 457   | 479   | 504    |
| 流动资产合计      | 3,184 | 2,467 | 4,134 | 6,112  |
| 长期股权投资      | 433   | 433   | 433   | 433    |
| 固定资产        | 715   | 715   | 715   | 715    |
| 无形资产        | 147   | 147   | 147   | 147    |
| 非流动资产合计     | 4,149 | 3,941 | 3,941 | 3,941  |
| 资产合计        | 7,333 | 6,408 | 8,075 | 10,053 |
| 短期借款        | 1,890 | 0     | 0     | 0      |
| 应付账款及票据     | 177   | 220   | 256   | 298    |
| 其他流动负债      | 326   | 411   | 484   | 565    |
| 流动负债合计      | 2,393 | 632   | 741   | 863    |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 其他长期负债      | 433   | 34    | 34    | 34     |
| 非流动负债合计     | 433   | 34    | 34    | 34     |
| 负债合计        | 2,826 | 666   | 775   | 897    |
| 股本          | 888   | 888   | 888   | 888    |
| 少数股东权益      | -3    | 14    | 35    | 60     |
| 股东权益合计      | 4,506 | 5,742 | 7,300 | 9,156  |
| 负债和股东权益合计   | 7333  | 6408  | 8075  | 10053  |

| 主要财务指标          | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 10.7% | 30.0% | 20.1% | 18.0% |
| EBIT 增长率        | 8.4%  | 55.7% | 27.3% | 20.8% |
| 净利润增长率          | 53.9% | 24.2% | 22.6% | 19.0% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 56.1% | 57.9% | 59.2% | 59.8% |
| 净利率             | 28.2% | 27.3% | 27.9% | 28.1% |
| 总资产收益率 ROA      | 13.8% | 19.6% | 19.0% | 18.2% |
| 净资产收益率 ROE      | 22.4% | 21.9% | 21.2% | 20.1% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.33  | 3.90  | 5.58  | 7.08  |
| 速动比率            | 1.04  | 2.53  | 4.21  | 5.72  |
| 现金比率            | 0.48  | 0.40  | 2.13  | 3.68  |
| 资产负债率           | 38.5% | 10.4% | 9.6%  | 8.9%  |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 69.32 | 69.32 | 69.32 | 69.32 |
| 存货周转天数          | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 总资产周转率          | 0.51  | 0.68  | 0.77  | 0.73  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.14  | 1.41  | 1.73  | 2.06  |
| 每股净资产           | 5.08  | 6.45  | 8.18  | 10.24 |
| 每股经营现金流         | 0.31  | 1.19  | 1.34  | 1.65  |
| 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 16.37 | 13.83 | 11.28 | 9.47  |
| PB              | 3.66  | 3.03  | 2.39  | 1.91  |
| EV/EBITDA       | 19.51 | 14.57 | 10.56 | 7.85  |
| 股息收益率           | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2018E | 2019E  | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|
| 净利润         | 1,011 | 1,271  | 1,558 | 1,855 |
| 折旧和摊销       | 152   | 0      | 0     | 0     |
| 营运资金变动      | -787  | -55    | -233  | -258  |
| 经营活动现金流     | 273   | 1,061  | 1,190 | 1,463 |
| 资本开支        | -333  | 243    | 35    | 35    |
| 投资          | -254  | 0      | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -559  | 363    | 135   | 135   |
| 股权募资        | 0     | -0     | -0    | -0    |
| 债务募资        | 225   | -1,890 | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -462  | -2,324 | -0    | -0    |
| 现金净流量       | -747  | -900   | 1,325 | 1,598 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**分析师与研究助理简介**

**刘欣**，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

**钟奇**，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

**武子皓**，金融硕士，2017年11月加入民生证券，从事传媒互联网行业研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。