

优质游戏研发商，期待新游上线表现

投资要点

- **公司是国内领先的互联网游戏公司。**公司是国内领先的具有精品游戏研发能力和优质 IP 运营能力的互联网游戏公司，公司手握大热 IP，发展前景广阔。
- **坚持精品研发，静待新游上线。**公司大力投入自主研发业务，精品游戏层出不穷。公司现有游戏发展良好，持续稳定为公司贡献流水收入，超精画质和优质游戏体验铸就深厚的竞争护城河。公司积极展开产品布局，通过产品多样化战略分散市场风险，依靠细分市场的成长为公司业绩创造新的爆点。随着公司多款大型新游陆续上线，公司有望迎来业绩收获期。
- **手游出海享受红利，先行优势打造出海领航者。**公司深耕游戏出海市场，已积累了丰富的海外发行和运营经验以及大量的海外人才储备。公司拥有成熟的海外团队，并通过本土化策略改良游戏细节，提高营销推广效率。公司已有多款游戏在海外发行，公司基于权游 IP 改编的页游产品已获得 Facebook 全球推荐，精品游戏发行有望引爆海外市场。
- **坐拥优质 IP，想象空间大。**公司积极布局泛娱乐版图，坐拥《权力的游戏》、《盗墓笔记》等大热 IP。该等 IP 自带超强粉丝基础、超高热度和超大影响力，为相关游戏作品带来天然流量加成，有望推动公司业绩登上新台阶。《权力的游戏·凛冬将至》是公司腾讯视频共同合作的产品，恰逢美剧《权力的游戏》第八季播出，百度指数创下历史最高，对公司《权游》作品形成了预热。该款游戏在 TAPTAP 平台的预约量已达到 11 万+，有望借助高热度的话题讨论和粉丝效应，实现游戏作品业绩的同步飙升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.35 元、1.69 元、1.91 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2019 年 19 倍估值，对应目标价 25.65 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新游上线或不及预期的风险。

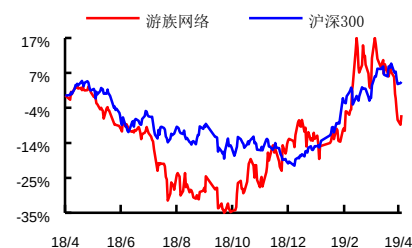
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3581.25	4446.99	5180.08	5954.50
增长率	10.68%	24.17%	16.49%	14.95%
归属母公司净利润(百万元)	1009.12	1200.58	1498.73	1700.14
增长率	53.85%	18.97%	24.83%	13.44%
每股收益 EPS(元)	1.14	1.35	1.69	1.91
净资产收益率 ROE	22.44%	21.99%	22.31%	20.94%
PE	18	15	12	11
PB	3.96	3.26	2.65	2.20

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 杭爱
 电话: 010-57758568
 邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.88
流通 A 股(亿股)	6.42
52 周内股价区间(元)	13.83-25.09
总市值(亿元)	178.67
总资产(亿元)	79.77
每股净资产(元)	5.33

相关研究

目 录

1 公司概况：精品游戏研发的领头羊	1
2 公司分析：立足精品游戏，扩大战略布局	2
2.1 精品游戏层出不穷，巩固行业领先地位	2
2.2 经验丰富战略成熟，成就出海领航者	8
2.3 自研+引进双引擎驱动，IP 矩阵不断丰富	11
3 财务分析	13
3.1 偿债能力分析	13
3.2 费用分析	13
4 盈利预测与估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司股权结构一览	1
图 2: 公司营收及增速情况	1
图 3: 公司归母净利润及增速情况	1
图 4: 2018 年公司营收占比情况	2
图 5: 2018 年公司毛利占比情况	2
图 6: 2017-2018 研发投入情况	3
图 7: 2017-2018 研发投入占比情况	3
图 8: 中国二次元移动游戏市场实际销售收入	3
图 9: 2018 年女性用户消费规模	3
图 10: 2018 年收入前 100 移动游戏玩法类型分布 (收入占比)	4
图 11: 《少年三国志》手游	4
图 12: 《狂暴之翼》游戏画面	5
图 13: 《天使纪元》游戏画面	5
图 14: 《女神联盟 2》游戏画面	6
图 15: 《三十六计》游戏画面	6
图 16: 《权力的游戏·凛冬将至》游戏画面	7
图 17: 《天使纪元》萌妹电台展示亲密社交功能	8
图 18: 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入	9
图 19: 2018 年公司业务营收情况	10
图 20: 2018 年公司海内外业务占比情况	10
图 21: 公司在科隆的展台	10
图 22: 游戏受到海外玩家欢迎	10
图 23: 《狂暴之翼》与《刺客信条》展开合作	11
图 24: 《权力的游戏》在腾讯视频的播放量	12
图 25: 《权力的游戏》百度指数变化情况	12
图 26: 公司资产负债率	13
图 27: 公司流动比率和速动比率	13
图 28: 公司总资产、营业收入和营业利润	14
图 29: 公司销售费用、管理费用和财务费用	14

表 目 录

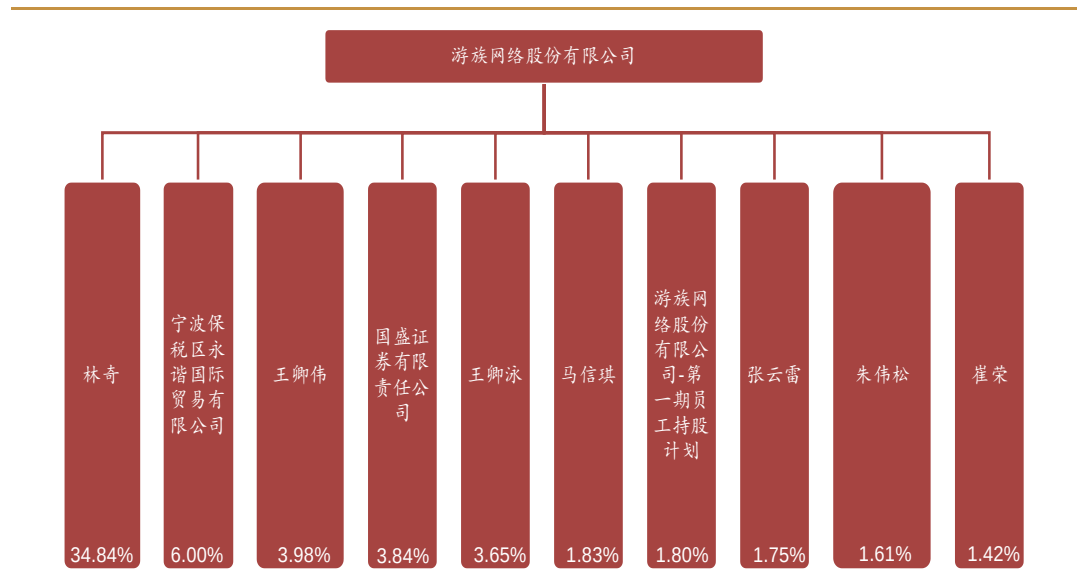
表 1：公司储备游戏一览	7
表 2：《2017 猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》	12
表 3：分业务收入及毛利率	14
表 4：可比公司相对估值	15
附表：财务预测与估值	16

1 公司概况：精品游戏研发的领头羊

游族网络股份有限公司是国内领先的游戏研运一体化企业，于 2014 年 6 月借壳“梅花伞”在 A 股主板上市。公司主营业务包括移动游戏和网页游戏的开发和运营，业务范围覆盖海内外。

公司股权结构：公司实际控制人为林奇，持股 34.8%，现担任公司董事长、总经理，宁波保税区永谐国际贸易有限公司为第二大股东，持股 6%。王卿泳持股 3.65%，为王卿伟的一致行动人，二人为兄弟关系，后者持股 3.98%。

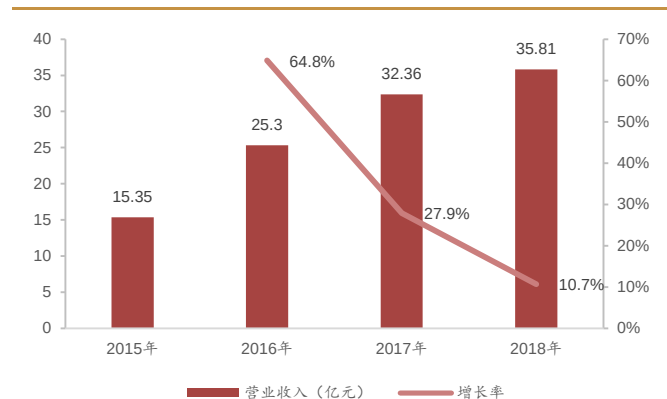
图 1：公司股权结构一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

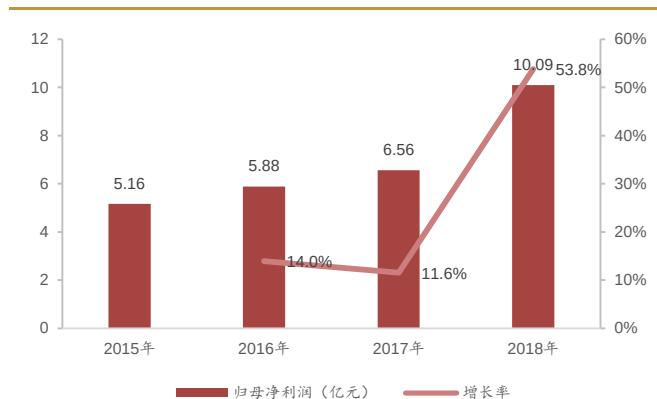
公司业绩情况：公司是一家集游戏研发能力、IP 运营能力和海外市场发展能力为一体的互联网游戏公司，主营业务为移动游戏和网页游戏，近年来保持稳定较快发展。2018 年公司实现营业收入 35.8 亿元，同比增长 10.7%，归母净利润为 10.1 亿元，同比增长 53.8%。

图 2：公司营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

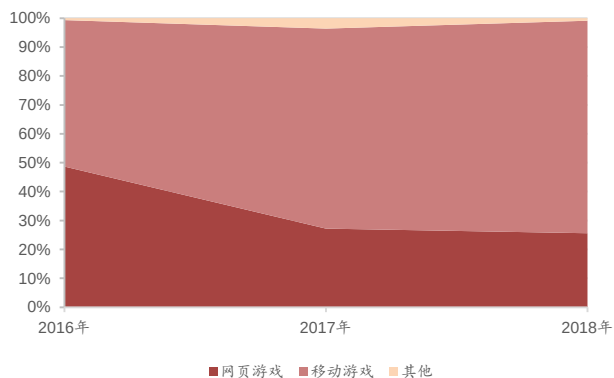
图 3：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

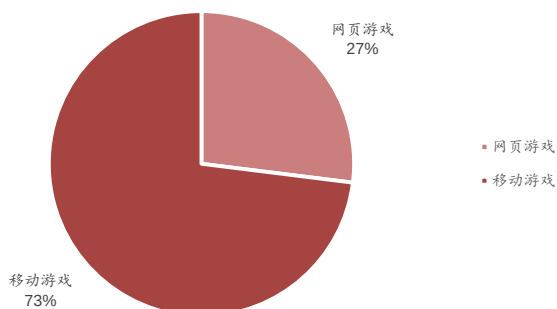
公司主营业务结构：公司主营业务为海内外移动游戏和网页游戏的开发和运营，公司以页游起家，近年来业务重心逐渐转移至移动游戏业务。2018 年，移动游戏业务实现营收 25.7 亿元，同比增长 11.6%，占营业收入比重达 71.7%，为公司最主要的收入来源。网页游戏业务实现收入 8.9 亿元，所占比持续下降。网页游戏毛利率为 59.03%，略高于移动游戏的 55.64%，创造毛利润 5.3 亿元，但移动游戏仍为公司最重要的利润来源，创造毛利 14.3 亿元，毛利占比达 73% 左右。

图 4：2018 年公司营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2018 年公司毛利占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

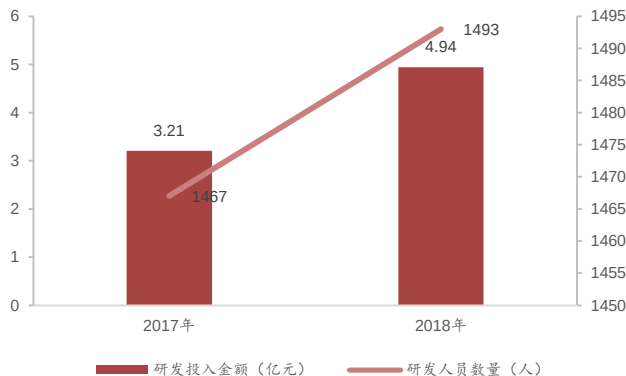
2 公司分析：立足精品游戏，扩大战略布局

2.1 精品游戏层出不穷，巩固行业领先地位

2.1.1 持续投入研发工作，研运效率提升助增发展

公司是国内领先的互动娱乐供应商，在移动游戏和网页游戏开发业务上有深厚积淀，持续为国内外游戏玩家提供极佳游戏产品及服务，并通过理念创新和技术更迭满足用户日益增长的游戏体验要求。2018 年，公司研发投入金额为 4.9 亿元，同比增长 54%，占营业收入比重达 13.8%。研发人员数量由 1467 人增长至 1493 人，所占比重上升至 76.49%。公司的立足点在于精品游戏的研发，以新品驱动增长、以质量吸引用户，研发能力是公司的核心优势。

图 6：2017-2018 研发投入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2017-2018 研发投入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

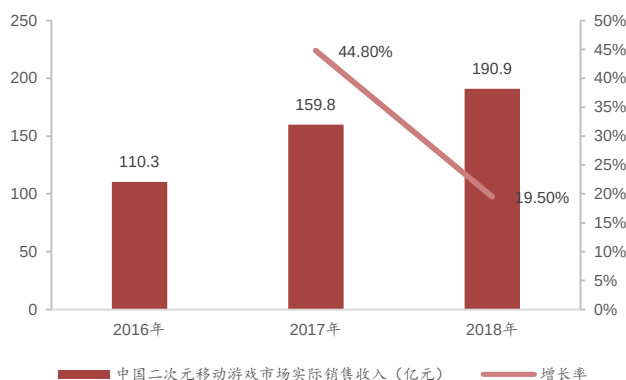
公司通过优化中台和前台业务提升研发运营效率，公司通过中台的搭建增强技术、数据、工具等资源垂直领域的专业度，对标行业标准，提升自身能力，形成模块化、组件化资源包，快速匹配前台所需资源与能力。这一研发策略有利于提升研运效率，加强品质把控。

2.1.2 已有产品表现稳定，超高质量获得市场肯定

公司成立初期推出策略类页游《三十六计》、《女神联盟》等作品；2012 年在 91 市场推出《十年一剑》、《一代宗师》手游尝试涉足移动游戏。公司跟随行业“页转手”浪潮将经典页游 IP 进行手游化，目前已完成页转手产品有《天使纪元》、《三十六计》、《大皇帝》、《女神联盟》、《军师联盟》等。

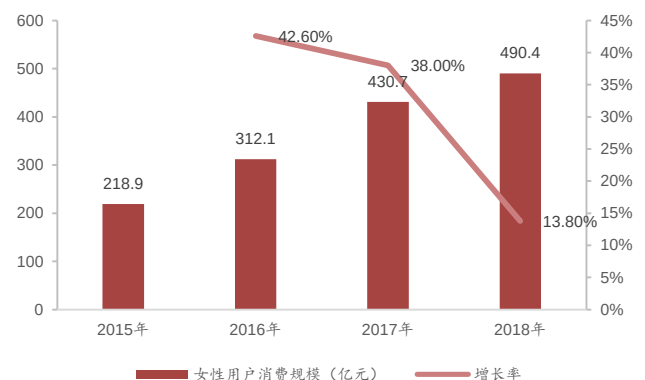
根据《2018 年中国游戏产业报告》，2018 年收入前 100 移动游戏中动作角色扮演类游戏、回合制角色扮演类游戏、卡牌游戏、策略游戏市场份额占比合计超过 60%，利于公司市场份额的进一步提升，而这也正是公司的常胜项目；2018 年中国游戏市场女性用户规模为 2.9 亿人，同比增长 11.5%，增幅明显；2018 年中国二次元移动游戏市场实际销售收入达 190.9 亿元，同比增长 19.5%，占中国移动游戏市场 14.3%。细分领域作为游戏市场新的增量，爆发出巨大能量，成为公司下一步重要的战略高地。

图 8：中国二次元移动游戏市场实际销售收入



数据来源：中国音数协游戏工委 (GPC) & CNG 中新游戏研究 (伽马数据)，西南证券整理

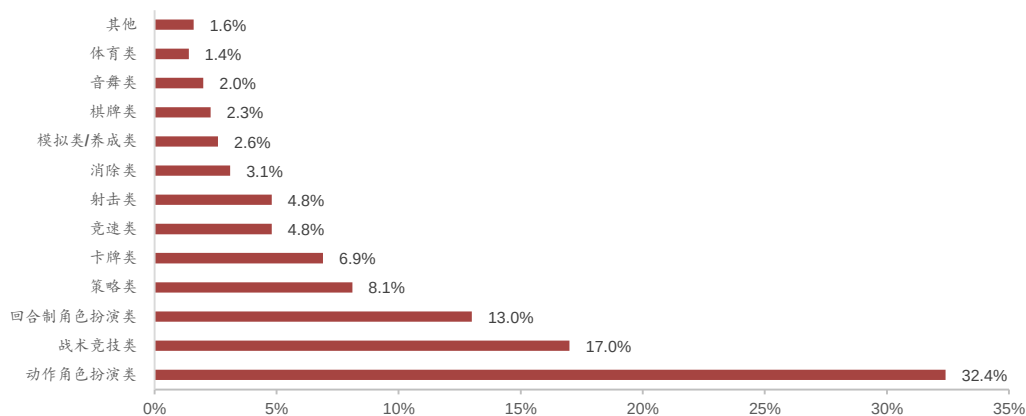
图 9：2018 年女性用户消费规模



数据来源：中国音数协游戏工委 (GPC) & CNG 中新游戏研究 (伽马数据)，西南证券整理

公司旗下拥有多款爆款游戏，逐渐形成 MMO、卡牌和 SLG 三大品类的领先优势，并通过研发积极拓展二次元、休闲、竞技等极富潜力品类游戏，在激烈的市场竞争环境下，同时满足主流玩家和细分市场玩家的需求，充分把握竞争主动权。

图 10：2018 年收入前 100 移动游戏玩法类型分布（收入占比）



数据来源：中国音数协游戏工委 (GPC) & CNG 中新游戏研究 (伽马数据)，西南证券整理

公司移动游戏业务为公司的主要收入来源，也是公司业绩增长的最大驱动因素。

- 《少年三国志》是一款三国题材的角色扮演类游戏，属于卡牌手游，为公司自有 IP。玩家将扮演一名身怀绝技的神秘少年，出手拯救年少的刘关张三兄弟，以三国英雄们的少年视角，重走三国乱世旅程，并完成一统三国的任务。游戏拥有命星系统、战宠系统、宝物系统等战斗培养元素，还引入夺粮战、跨服争霸赛、夺宝等 PVP 玩法。游戏已在日韩、东南亚及北美地区发行，通过热血的画风向全球重述三国历史，将三国故事更鲜活地呈现给全球玩家，在海内外皆创下佳绩。

游戏上线四年，凭借精致的画面和稳健的运营，持续为公司提供超高流水收入。上线已累计实现流水超过 50 亿，2018 年获得“2018 年度十大最受欢迎移动游戏”大奖。

图 11：《少年三国志》手游



数据来源：公司官网，西南证券整理

- 《狂暴之翼》是一款 3D 战斗类 ARPG 手游。该游戏由北京青果灵动研发，是国内首个全面应用苹果 Metal 技术和青果灵动自研 Fancy3D 引擎的手游，保证即便在中低端设备上也可以流畅运行。2018 年，凭借在海外市场取得的出色成绩，游戏获得“2018 十大最受海外欢迎游戏”奖项。

图 12:《狂暴之翼》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

- 《天使纪元》是一款 3D 魔幻 MMO 手游，游戏以战斗为主题，主打强社交性的竞技玩法与战斗体验，通过引擎升级优化游戏体验。公司特邀打造过多款经典作品的日韩知名美术、音效团队加盟，使得游戏品质无限接近 3A 级大作，在游戏的画面表现、动作打击感、操作的流畅度以及音效表现上都处于同类别产品前列。一经推出即收获市场及用户好评，成为年度 MMO 市场黑马。上线后获得腾讯应用宝、360 游戏平台新游下载、收入双榜首，游戏上线 3 个月注册用户人数过 1500 万，日流水峰值过千万。

图 13:《天使纪元》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

- 《女神联盟 2》为“女神联盟”IP 系列的续作，是一款角色扮演游戏，《女神联盟》系列为公司自有 IP。游戏使用行业最新“情绪动画”技术，人物情绪的喜怒哀乐清晰可辨，同时加入电竞类游戏最经典的“Ban Pick”选人模式。拥有由 GTA 研发

团队主美术卢泰佑领衔打造媲美主机的游戏画质，游戏画面精致唯美，位居业内前茅，收获了业界和玩家的好评。

图 14:《女神联盟 2》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

- 《三十六计》是一款 SLG 游戏，IP 原为公司的一款网页游戏，现推出手游版本。游戏基于三国背景，根据真实的兵法原著。延续了公司多年深耕 SLG 品类多年积累的技术和经验，得益于公司在 SLG 领域深厚的用户基础和研发发行实力沉淀，游戏具有爆款基因。游戏于 2018 年 8 月开启公测，公测期间，获得各大应用商店推荐，并在新游畅销榜上获得优异的成绩。

图 15:《三十六计》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

2.1.3 IP 助力新作品爆发，产品边界拓宽进军细分市场

公司 2018 年大力投入研发工作，开发储备了多款游戏产品，新游开发充分利用了公司的 IP 优势，包括《权力的游戏》、《盗墓笔记》等国内外大热外购 IP 以及《少年三国志》等自有 IP。

公司于 2016 年收购德国知名游戏厂商 Bigpoint，借此运作成功获得《权力的游戏》这一全球顶级 IP。2019 年 3 月 26 日，由华纳兄弟互动娱乐通过 HBO 许可下正式授权，由公

司研发、发行的即时战争策略网页游戏《Game of Thrones Winter is Coming》(《权力的游戏凛冬将至》)英文版正式启动海外公测。游戏通过对细节的打造真实还原 IP 场景，并在玩法上进行微创新，该游戏已获得 Facebook 全球推荐。

图 16:《权力的游戏·凛冬将至》游戏画面



数据来源：公司官网，西南证券整理

随着游戏市场逐渐进入繁荣期，角色扮演类、动作类、策略类游戏品类逐渐进入寡头格局，用户和流量大多集中于龙头企业的头部产品，强势产品抢占市场份额，新游戏和小游戏的进入成本逐渐升高，较难获得出头机会。公司虽然处于行业龙头地位，但不乏居安思危的战略意识，2018 年储备产品游戏品类不再囿于公司的传统优势项目，而是逐渐拓展至二次元等领域，同时瞄准细分市场和海外市场，优秀新作有望为公司带来业绩增长的新爆点。截至 2019 年 4 月底，《权力的游戏凛冬将至》由公司开发联合腾讯运营，已经获得版号，在 TAPTAP 平台的预约量达 11 万+，《山海镜花》的预约量更是突破 14 万人。鉴于腾讯目前版号紧缺，作为“珍稀动物”的《权力的游戏凛冬将至》极有可能获得平台力推。

表 1: 公司储备游戏一览

游戏名称	类别	公测计划	游戏介绍
《Game of Thrones Winter is Coming》	多人战争策略类 网页游戏	2019 年 3 月 26 日 海外公测	游戏基于权游 IP，在传统 SLG 模式中加入了领土拓张，双重战斗模式等多重玩法，增加游戏的可玩性，并获得 Facebook 全球推荐。
《权力的游戏凛冬将至》	史诗战争策略手游	2019 年	游戏亮相于 UP2019 腾讯新文创生态大会，是一款由华纳兄弟互动娱乐在 HBO 许可下授权，游族研发，腾讯独家代理的史诗战争策略手游，游戏采用 3D 次时代风格高度还原 IP 场景，并在玩法中加入了剧情关卡。
《山海镜花》	二次元	完成首轮邀请测试， 2019 启动公测	公司首款自研二次元手游，游戏以《山海经》为背景题材，特邀请中日顶级画师、明星级声优助阵。游戏将东方玄幻和二次元风格融合，以大量突破次元壁的现世交互玩法吸引了不少二次元爱好者的关注。
《少年三国志 2》	卡牌	2019 年	是一款三国题材的卡牌手游，作为《少年三国志》的正统续作，产品延续了优质的成长体验，力邀知名画师加盟，打造极致画风，更添加独创玩法，吸引更多热爱三国题材的游戏玩家。

游戏名称	类别	公测计划	游戏介绍
《盗墓笔记》	MMO	2019 年	一款 IP 改编的高品质 MMO 手游，游戏剧情高度还原原著，将东方审美的浪漫幻想元素与魔幻视觉相结合，产品目前正处于研发阶段，

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.4 引入广播电台，创新视听互动方式

自研 MMOARPG 手游《天使纪元》在游戏运营中加入“电台运营”这一全新模式，精心打造了游戏内置电台——萌妹电台。启用八位校花主播，吸引了众多专业主播常驻，提升玩家游戏的愉悦感。通过电台为用户服务，电台不仅为大家播出唱歌、互动聊天等节目，丰富玩家的游戏体验，更成为用户反馈游戏意见建议的全新渠道。研发团队通过电台节目与用户互动，建立线上用户面对面沟通的枢纽。获取用户的诉求，实现及时反馈，从而不断优化产品。同时公司举办活动，让用户通过电台走近项目组，了解游戏团队日常工作及开发中的故事，从而拉近制作团队与用户之间的距离，进一步提升用户的游戏参与感和忠诚度。

图 17:《天使纪元》萌妹电台展示亲密社交功能



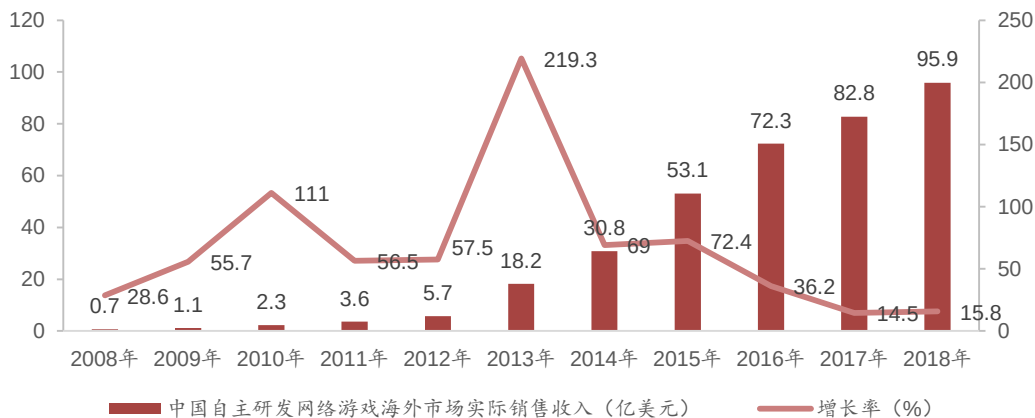
数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 经验丰富战略成熟，成就出海领航者

2.2.1 海外市场广阔，手游出海是必然趋势

随着国内游戏版号的收紧，加上国内市场出头难度逐渐增高，中国各家游戏厂商瞄准了广阔的海外手游市场。中国通过多年发展和计算机教育培养了一大批网络游戏程序员，在游戏开发和生产上具有他国难以比拟的优势，拥有持续不断推出高质量产品的能力，得以强势进军海外市场，抢夺其他本土产品的市场空间。2018 年，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达到 95.9 亿美元，同比增长 14.5%，市场增长潜力颇为可观。

图 18: 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入



数据来源: 中国音数协游戏工委 (GPC) & CNG 中新游戏研究 (伽马数据), 西南证券整理

2.2.2 启用本土化团队, 推动中华文化走出去

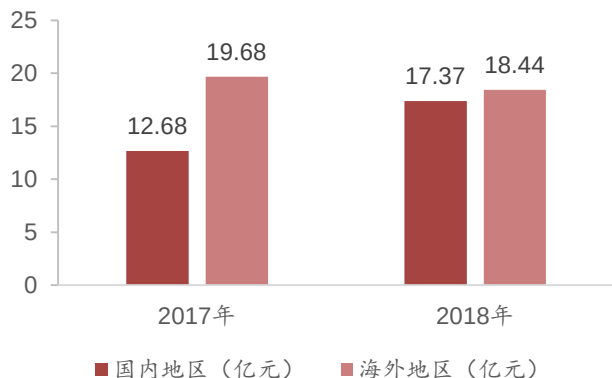
游戏包含大量的文化元素, 拥有独立的世界观, 是我国文化走出去战略的重要组成部分。公司努力提升游戏文化价值, 使游戏产品成为文化出海的新载体, 推动中国文化的全球化传播。公司已成功输出多款包含中国元素的精品游戏, 通过全球通用玩法降低文化差异的理解门槛, 通过高频交互提供沉浸式体验, 进而提升文化代入感。

公司积极展开海外市场的战略布局, 以“本地化的思维”布局“全球化市场”, 针对性发展区域市场, 公司向外输送总部人才, 和本土人才共同搭建区域化团队, 针对当地特色文化, 精细化深耕当地市场, 提升产品在该区域市场的竞争力。公司通过系统的分析, 深入了解不同区域间的文化差异, 以玩家游戏体验为本, 从玩家的习惯出发对游戏内容和发行方式进行本地化包装, 做到“对症下药”。公司已在新加坡、印度、土耳其、韩国、泰国等主要市场设立了分公司, 全面深化海外研发、发行以及业务支持等方面的能力, 进一步提升游戏在海外的发行效率, 推动游戏全球化战略稳步前进。

2.2.3 市场表现出色, 成就出海领军地位

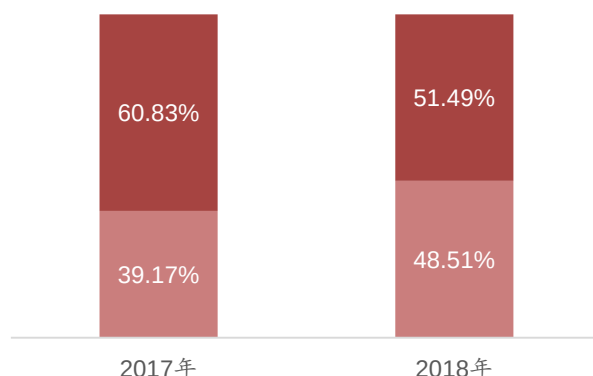
2018 年 3 月 14 日, 公司提出“1 个欧洲总部与 N 个工作室、发行团队及合作伙伴”的“1+N”欧洲战略, 游族全球化战略从“广泛布局”转向“深耕区域”阶段。2018 年, 公司海外市场实现营收 18.4 亿元, 相较上一年度略有下滑, 同比减少 6.31%, 占公司营收比重由 60.8% 降至 51.5%, 但仍贡献公司一半以上的收入。公司发行版图已拓展至全球 200 多个国家和地区, 积累包括育碧、微软、苹果在内的 1 千多个合作伙伴, 包含引进、原创到输出的完整链条, 成功实现海外业务升级, 进一步增强公司在海外市场的渗透率和区域优势。旗下经典移动游戏《Legacy of Discord - Furious Wings》(《狂暴之翼》)、《少年三国志》及网页游戏《League of Angels》(《女神联盟》)、《League of Angels II》(《女神联盟 2》) 等在海外地区运营多年维持稳定表现, 牢牢占据着 ARPG 手游、RPG 页游等细分领域中的领导地位。

图 19: 2018 年公司业务营收情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 2018 年公司海内外业务占比情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司曾建立一个面向全球的游戏品牌 GTarcade, 已有全球玩家超过 8 亿, 其中将近 2 亿都是活跃在 GTarcade 平台的注册玩家。2018 年公司的全球化战略全面更新, 将 Yoozoo Games 作为主推的品牌形象。公司携知名 IP《权力的游戏》改编网页游戏《Game of Thrones Winter is Coming》亮相德国科隆展, 为唯一一家在核心展区参展的中国游戏公司, 引得全球玩家的瞩目。

公司自研 MMO 手游《Era of Celestials》(《天使纪元》) 依托优质的产品品质和本地化的产品包装, 推出简中、繁中、英语、德语、土耳其语等 12 个语种游戏上线前已收获海外市场的极大关注, 累计预注册人数达 100 万, 正式登录 App Store 及 Google Play 后获得全球推荐, 首月 DAU 突破 50 万。2019 年, 公司将携《猎魂觉醒》、《圣斗士星矢》、《神都夜行录》等多款游戏出海继续开拓海外市场, 致力于成为一家拥有全球化格局意识和强劲国际竞争力的中国游戏企业。

图 21: 公司在科隆的展台



数据来源: Gamelook, 西南证券整理

图 22: 游戏受到海外玩家欢迎



数据来源: Gamelook, 西南证券整理

2.3 自研+引进双引擎驱动，IP 矩阵不断丰富

2.3.1 多 IP 联动运营，推动自有 IP 发展

公司拥有大量自研 IP，包括《少年三国志》、《女神联盟》等经受市场检验的优质产品，公司未来不仅可借助自有 IP，继续系列化游戏的开发和运营，还可以对游戏 IP 进行泛娱乐全方位打造，延伸至音乐、文学、影视等领域，进一步提升 IP 的市场影响力和商业价值。

2018 年，公司创新 IP 互动方式，通过多 IP 联动运营，有效提升了营销效率。公司自有 IP 与拥有大量用户基础的传统大热产品合作，《少年三国志》与热血国漫《镇魂街》打造限时联动副本，《狂暴之翼》与经典游戏《刺客信条》完成了 IP 联动与创新，多位《刺客信条》系列经典人物以特殊角色的形式出现在魔幻 ARPG 手游《狂暴之翼》中。通过 IP 联动公司可以实现品牌曝光的最大化，有效吸引新用户的加入，激发游戏活力。

图 23：《狂暴之翼》与《刺客信条》展开合作

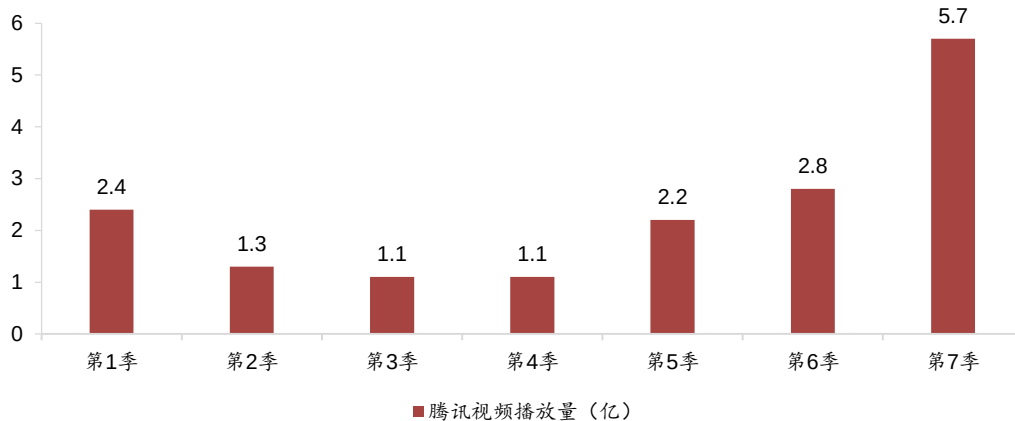


数据来源：网络资料，西南证券整理

2.3.2 引进 IP 具备超强威力，海内外市场翘首以盼

公司的 IP 版图中拥有大量 TOP 级 IP，包括在全球引发强烈关注，掀起追剧狂潮的《权力的游戏》以及在国内经久不衰，粉丝基础庞大的《盗墓笔记》。同时公司积极发掘中国传统文化的商业价值，以国学经典《山海经》为背景框架打造二次元游戏产品《山海镜花》，被市场一致期待。2019 年《权力的游戏》第八季播出，第八季为系列电视剧的最终季，百度指数显示最终季的播放导致《权力的游戏》成为人们关注的焦点，截至第八季第二集，百度指数就创下历年最高，达到 152843，远远高出历史最高值 92285。公司已计划开展《权力的游戏·凛冬将至》的公测，该款游戏在 TAPTAP 平台的预约量已达到 11 万+。公司有望乘势高热度的话题讨论和粉丝效应，利用粉丝的留恋与不舍心理，在 2019 年借助 TOP 级 IP 带动业绩迈上新台阶。

图 24:《权力的游戏》在腾讯视频的播放量



数据来源: 腾讯视频, 西南证券整理

图 25:《权力的游戏》百度指数变化情况



数据来源: 百度指数, 西南证券整理

盗墓类题材近几年在我国大受欢迎,《盗墓笔记》系列和《鬼吹灯》系列已改编出多款电影和电视剧产品,IP 已延伸至漫画、音乐、动漫等领域,讨论热度高,票房反响热烈,2018 年初,《2017 猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》发布,《盗墓笔记》位居第二,仅次于《斗破苍穹》,和 3-8 名作品拉开较大差距。

表 2:《2017 猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》

排名	IP 名称	作者	评分
1	《斗破苍穹》	天蚕土豆	298656
2	《盗墓笔记》	南派三叔	276689
3	《凡人修仙传》	忘语	246877
4	《将夜》	猫腻	191066
5	《琅琊榜》	海宴	189338
6	《后宫·甄嬛传》	流潋紫	175729
7	《神墓》	辰东	171908
8	《择天记》	猫腻	167673

排名	IP 名称	作者	评分
9	《龙蛇演义》	梦入神机	166069
10	《花千骨》	Fresh 果果	162520

数据来源：胡润研究院&猫片，西南证券整理

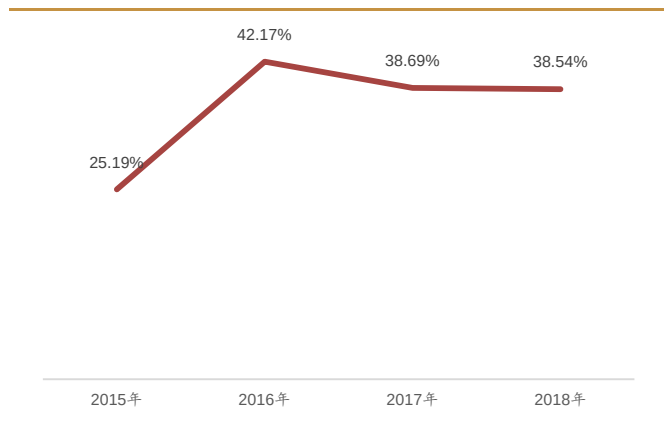
3 财务分析

3.1 偿债能力分析

长期偿债能力：2018 年，公司的资产负债率为 38.5%，处于安全范围内，公司的收入以游戏充值流水为主，多为现金资产，资产流动性良好，周转能力强。2016 年公司资产负债率出现峰值的原因是当年公司收购德国知名游戏公司 Bigpoint，这一收购如今也已被证实是公司实现战略版图的重要一步。

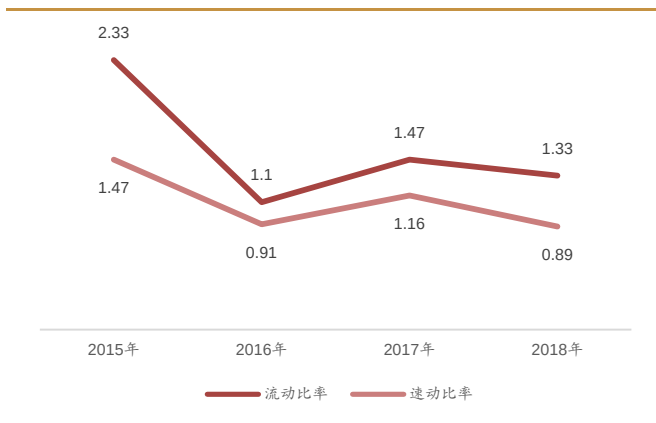
短期偿债能力：2018 年，公司流动比率为 1.33，速动比率为 0.89。公司的主营业务收入多为游戏流水现金收入，因此资产流动性强，但由于公司背负较重的短期借款，短期偿债能力受到一定限制。至 2018 年末，公司有保证借款 14.8 亿元，随着公司业务运转良好，流水收入逐渐提升，公司有望摆脱这一困境。

图 26：公司资产负债率



数据来源：Wind，西南证券

图 27：公司流动比率和速动比率

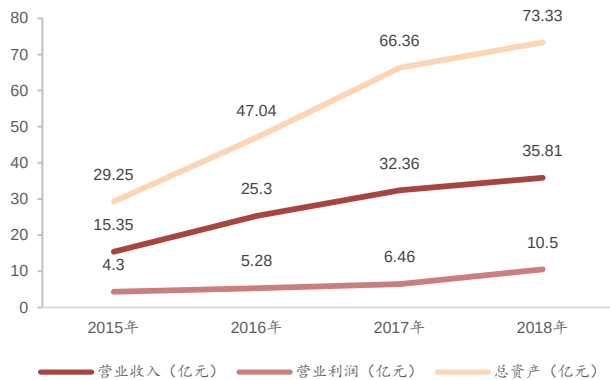


数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 费用分析

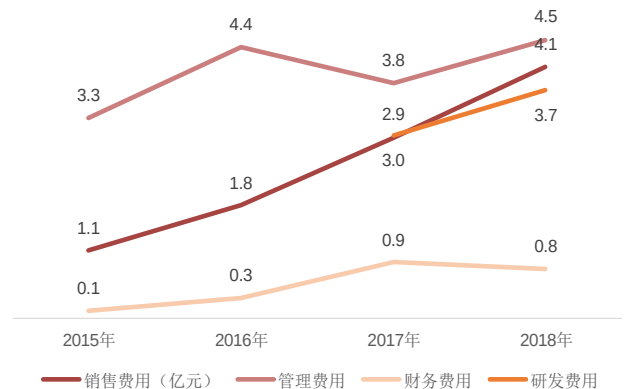
2018 年公司的销售费用为 4.1 亿元；管理费用为 4.5 亿元；财务费用为 0.8 亿元；研发费用为 3.7 亿元。公司 2018 年推出多款新游，游戏宣传推广方式增加和推广费用增长推动销售费用上涨 38.9%。管理费用较上年增长 18.3%，财务费用下降 11.9%，主要系利息收入大幅增长。

图 28：公司总资产、营业收入和营业利润



数据来源：Wind，西南证券

图 29：公司销售费用、管理费用和财务费用



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：行业政策不发生重大变化；

假设 2：公司游戏业务稳步推进，综合毛利率维持在 56% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
网页游戏	收入	894.0	965.5	1013.8	1054.3
	增速	-1.1%	8.0%	5.0%	4.0%
	毛利率	59.0%	60.0%	60.0%	60.0%
移动游戏	收入	2567.7	3338.0	4005.6	4726.6
	增速	11.6%	30.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	55.6%	55.0%	55.0%	55.0%
其他	收入	119.6	143.5	160.7	173.6
	增速	291.7%	20.0%	12.0%	8.0%
	毛利率	55.6%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	3581.3	4447.0	5180.1	5954.5
	增速	10.7%	24.2%	16.5%	14.9%
	毛利率	56.1%	56.1%	56.0%	55.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.35 元、1.69 元、1.91 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2019 年 19 倍估值，对应目标价 25.65 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002555.SZ	三七互娱	13.68	0.47	0.88	1.04	19.89	15.51	11.17
603444.SH	吉比特	227.00	10.06	11.60	13.45	14.72	19.56	16.88
002624.SZ	完美世界	28.26	1.30	1.65	1.91	21.46	17.15	14.79
002602.SZ	世纪华通	19.55	0.41	0.71	0.83	50.10	24.34	20.84
中值						18.92	18.36	15.84
均值						20.54	19.14	15.92

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2019.4.30）

5 风险提示

产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新游上线或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3581.25	4446.99	5180.08	5954.50	净利润	1011.36	1203.24	1502.06	1703.92
营业成本	1572.94	1952.87	2280.35	2626.81	折旧与摊销	151.71	52.71	52.71	52.71
营业税金及附加	24.50	29.41	34.33	39.65	财务费用	79.74	87.29	57.27	53.08
销售费用	408.08	533.64	569.81	654.99	资产减值损失	17.41	0.00	0.00	0.00
管理费用	453.43	800.46	880.61	1012.26	经营营运资本变动	-804.35	-77.01	-323.92	-299.57
财务费用	79.74	87.29	57.27	53.08	其他	-182.53	-200.00	-198.00	-201.00
资产减值损失	17.41	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	273.34	1066.24	1090.13	1309.13
投资收益	227.35	200.00	200.00	200.00	资本支出	-200.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-358.15	200.00	200.00	200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-558.62	200.00	200.00	200.00
营业利润	1050.01	1243.33	1557.71	1767.71	短期借款	615.50	-1652.94	-236.88	0.00
其他非经营损益	6.07	13.13	10.78	11.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1056.09	1256.46	1568.49	1779.27	股权融资	-87.71	0.00	0.00	0.00
所得税	44.73	53.21	66.43	75.35	支付股利	0.00	-201.82	-240.12	-299.75
净利润	1011.36	1203.24	1502.06	1703.92	其他	-989.61	-122.84	-57.27	-53.08
少数股东损益	2.24	2.67	3.33	3.78	筹资活动现金流净额	-461.82	-1977.60	-534.26	-352.82
归属母公司股东净利润	1009.12	1200.58	1498.73	1700.14	现金流量净额	-715.59	-711.36	755.86	1156.31
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1156.06	444.70	1200.56	2356.87	成长能力				
应收和预付款项	1676.42	1796.49	2144.50	2481.82	销售收入增长率	10.68%	24.17%	16.49%	14.95%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	62.47%	18.41%	25.29%	13.48%
其他流动资产	351.58	436.58	508.55	584.57	净利润增长率	52.28%	18.97%	24.83%	13.44%
长期股权投资	433.29	433.29	433.29	433.29	EBITDA 增长率	45.53%	7.95%	20.56%	12.34%
投资性房地产	98.94	98.94	98.94	98.94	获利能力				
固定资产和在建工程	714.99	682.82	650.64	618.47	毛利率	56.08%	56.09%	55.98%	55.89%
无形资产和开发支出	1338.64	1324.72	1310.79	1296.86	三费率	26.28%	31.96%	29.11%	28.89%
其他非流动资产	1562.65	1556.03	1549.42	1542.81	净利率	28.24%	27.06%	29.00%	28.62%
资产总计	7332.58	6773.57	7894.69	9412.64	ROE	22.44%	21.99%	22.31%	20.94%
短期借款	1889.82	236.88	0.00	0.00	ROA	13.79%	17.76%	19.03%	18.10%
应付和预收款项	435.14	546.72	628.57	727.31	ROIC	30.94%	31.64%	36.30%	37.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.78%	31.11%	32.19%	31.46%
其他负债	501.36	517.84	532.05	547.08	营运能力				
负债合计	2826.32	1301.44	1160.61	1274.39	总资产周转率	0.51	0.63	0.71	0.69
股本	888.47	888.47	888.47	888.47	固定资产周转率	5.07	6.36	7.77	9.38
资本公积	842.61	842.61	842.61	842.61	应收账款周转率	5.27	4.82	5.00	4.91
留存收益	3185.84	4184.60	5443.21	6843.61	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	4509.62	5472.82	6731.44	8131.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.15%	—	—	—
少数股东权益	-3.36	-0.69	2.64	6.41	资本结构				
股东权益合计	4506.26	5472.13	6734.08	8138.24	资产负债率	38.54%	19.21%	14.70%	13.54%
负债和股东权益合计	7332.58	6773.57	7894.69	9412.64	带息债务/总负债	80.98%	48.86%	34.37%	31.31%
					流动比率	1.33	3.08	5.29	6.45
					速动比率	1.33	3.08	5.30	6.45
					股利支付率	0.00%	16.81%	16.02%	17.63%
					每股指标				
					每股收益	1.14	1.35	1.69	1.91
					每股净资产	5.08	6.16	7.58	9.15
					每股经营现金	0.31	1.20	1.23	1.47
					每股股利	0.00	0.23	0.27	0.34
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1281.46	1383.33	1667.69	1873.50					
PE	17.71	14.88	11.92	10.51					
PB	3.96	3.26	2.65	2.20					
PS	4.99	4.02	3.45	3.00					
EV/EBITDA	13.43	11.76	9.16	7.53					
股息率	0.00%	1.13%	1.34%	1.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn