

# 产品周期致上半年业绩承压，新游带动 Q3 业绩预告高增

买入 (维持)

2019 年 08 月 30 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,581	4,338	5,217	6,233
同比 (%)	10.7%	21.1%	20.3%	19.5%
归母净利润 (百万元)	1,009	1,210	1,444	1,712
同比 (%)	53.9%	19.9%	19.4%	18.5%
每股收益 (元/股)	1.14	1.36	1.63	1.93
P/E (倍)	11.94	9.96	8.34	7.04

## 投资要点

- **事件:** 8月30日公司公布2019年中报, 19H1实现营业收入17.30亿元, 同比减少3.19%。归母净利润4.07亿元, 同比减少17.43%, 扣非归母净利润3.17亿元, 同比减少16.60%, 其中Q2营业收入8.97亿元, 同比下降2.39%, 环比增长7.71%, 归母净利润2.34亿元, 同比下降13.52%, 环比增长35.60%。同时公布前三季度业绩指引, 预计Q1-Q3实现归母净利润7-8亿元, 同比增长2.52%-17.16%, 其中Q3预计实现归母净利润2.9-3.9亿元, 预计增长54.33%-107.01%。
- **产品周期致上半年业绩承压, 新游带动 Q3 业绩预告高增。** 上半年公司业绩有所承压, 主要系产品周期影响, IP作品《权力的游戏》手游推迟至7月上线致业绩承压, 但产品自7月10日不删档测试以来, 连续获得3次苹果App Store官方推荐, 最高排名至iOS游戏畅销榜第6名, 近期稳定在20-30名区间, 带动Q3流水高增。
- **19H1 整体毛利率 53.06% (同比-4.51pct), 主要系手游收入占比提升;** 期间费用率有所下降 (同比-2.58pct), 其中销售费用率 11.06%, 同比减少 4.34pct, 主要系宣传费支出和销售员工资薪酬同比减少; 管理费用率 13.70%, 同比增加 1.73pct; 研发费用率 9.23%, 同比减少 0.66pct; 财务费用率 2.17%, 同比增加 0.68pct; 净利率 23.53%, 同比下降 4.16pct。
- **自研代理并举, 储备新游突破新品类, 逐渐进入流水收获期。** 代理: 将参与 Supercell 旗下重磅大作《荒野乱斗》在国内的发行 (TapTap 上获得超 45.5 万人关注及 8.9 分高分); 自研: 将有多款高品质作品陆续上线, 包括《少年三国志 2》、《山海镜花》(3D 回合制 RPG 手游, 于 7 月开启缘起测试, TapTap 上获得 8.6 分高分评价)、《狂暴之翼 2》、《少年三国志零》(融合策略卡牌与实时竞技的“少年三国”系列力作)等, 其中《少三 2》、《山海镜花》已进行多轮测试, 反馈效果良好; 其他自研产品《盗墓笔记》等也在积极研发中。后续产品类型不仅局限于已有优势品类, 更涵盖 MOBA、二次元、ARPG 等新品类突破。
- **持续开拓海外市场, 加大海外代理力度。** 手游: 上半年在港澳台及东南亚市场推出圣斗士 IP 改编手游《圣斗士星矢: 觉醒》, 上线后先后取得区域畅销榜前列, 还储备有《圣斗士星矢》欧美、韩国版, 《神都夜行录》东南亚版等多款精品代理手游; 页游: 推出国际版《权力的游戏》, 并上线英德法葡等 14 种语言, 四次获 Facebook 全球推荐; 《女神联盟》系列等持续保持出色表现, 稳居 Facebook RPG 类页游畅销排行第一。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑产品周期因素, 上半年业绩有所承压, 下半年《权力的游戏》等陆续上线, 预计带动 H2 流水高增, 适当调整盈利预测, 预计 19-21 年实现营收 43.4/52.2/62.3 亿元, 归母净利 12.1/14.4/17.1 亿元, EPS 分别为 1.36/1.63/1.93 元, 对应当前股价 PE 分别为 10/8/7X, 给予 19 年 15 倍估值, 目标价 20.4 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; 海外市场扩张不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	13.56
一年最低/最高价	12.79/26.68
市净率(倍)	2.40
流通 A 股市值(百万元)	8744.66

## 基础数据

每股净资产(元)	5.65
资产负债率(%)	38.47
总股本(百万股)	888.47
流通 A 股(百万股)	644.89

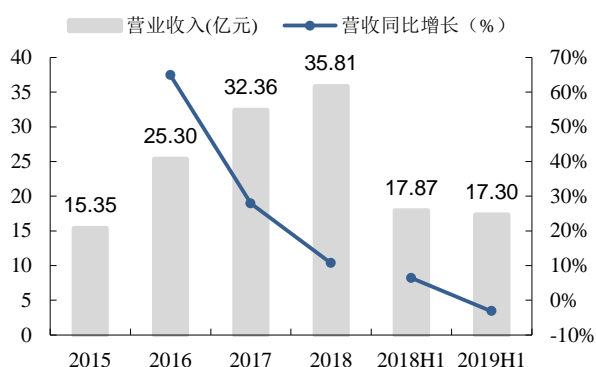
## 相关研究

- 1、《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》2019-04-30
- 2、《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
- 3、《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

## 1. 产品周期致上半年业绩承压，新游带动 Q3 业绩预告高增

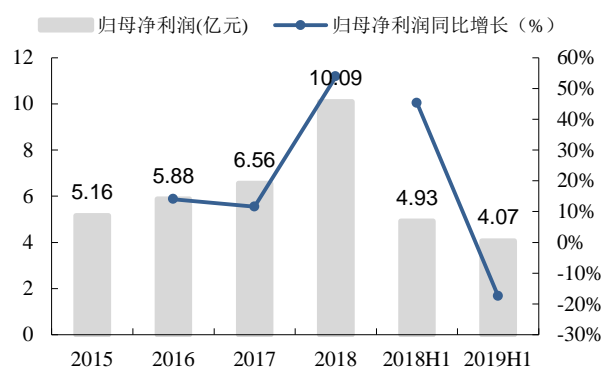
事件：8月30日公司公布2019年中报，19H1实现营业收入17.30亿元，同比减少3.19%。归母净利润4.07亿元，同比减少17.43%，扣非归母净利润3.17亿元，同比减少16.60%，其中Q2营业收入8.97亿元，同比下降2.39%，环比增长7.71%，归母净利润2.34亿元，同比下降13.52%，环比增长35.60%。同时公布前三季度业绩指引，预计Q1-Q3实现归母净利润7-8亿元，同比增长2.52%-17.16%，其中Q3预计实现归母净利润2.9元-3.9亿元，预计增长54.33%-107.01%。

图 1：公司近年营业收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

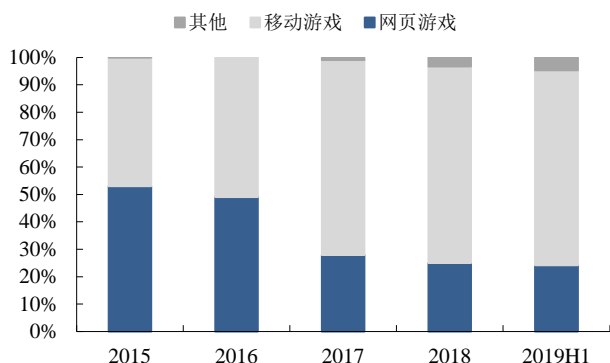
图 2：公司近年归母净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

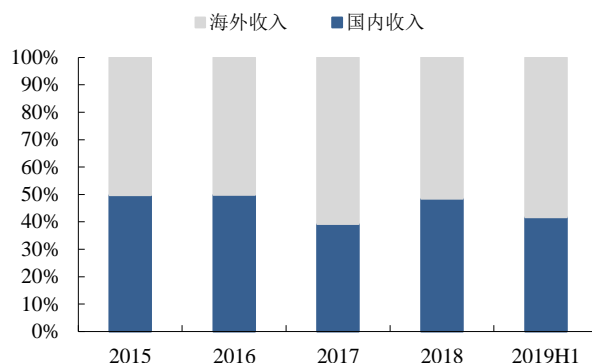
分业务来看，19H1 手游实现营收 12.31 亿元，同比增长 6.71%，占比 71.18%，同比+6.6pct，毛利率为 50.22%，同比-1.88pct；页游实现营收 4.18 亿元，同比减少 15.66%，占比 24.19%，同比-3.57pct，毛利率为 61.49%，同比-0.37pct；分地区来看，海外收入 10.09 亿元，同比增长 6.49%，营收占比 58.36%，同比+5.31pct，毛利率 46.49%，同比+1.45pct；国内收入 7.2 亿元，同比减少 14.12%，营收占比 41.64%，同比-5.31pct，毛利率 62.28%，同比-9.64pct。

图 3：公司分业务收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

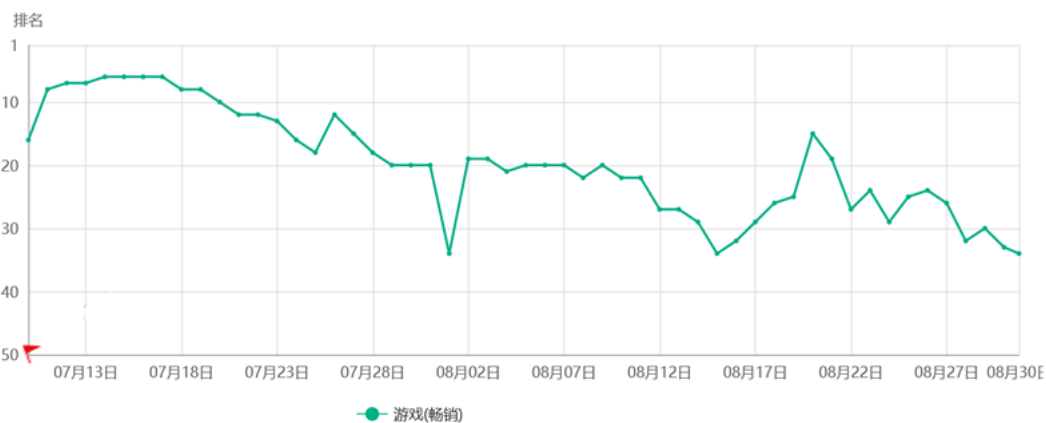
图 4：公司分地区收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品周期致上半年业绩承压，新游带动 Q3 业绩预告高增。上半年公司业绩有所承压，主要系产品周期影响，IP 作品《权力的游戏》手游推迟至 7 月上线致业绩承压，但产品自 7 月 10 日不删档测试以来，连续获得 3 次苹果 App Store 官方推荐，最高排名至 iOS 游戏畅销榜第 6 名，近期稳定在 20-30 名区间，带动 Q3 流水高增。

图 5:《权力的游戏 凛冬将至》2019 年 iOS 游戏畅销榜排名

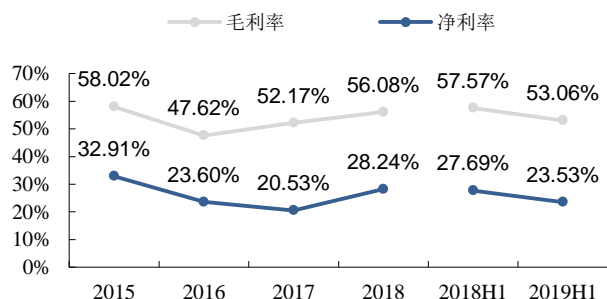


数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

19H1 公司经营活动产生的现金流量净额 0.64 亿元，同比增加 367.82%，主要系报告期内加快回款所致；截至 19H1 商誉资产 4.52 亿元（18 年底为 9.84 亿元），主要系报告期内转让全资子公司广州掌淘网络科技有限公司 58% 的股权后丧失控制权所致。

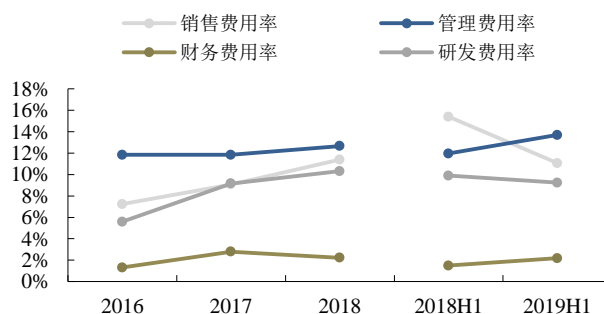
19H1 整体毛利率 53.06%（同比-4.51pct），主要系手游收入占比提升；期间费用率有所下降（同比-2.58pct），其中销售费用率 11.06%，同比减少 4.34pct，主要系宣传费支出和销售员工资薪酬同比减少；管理费用率 13.70%，同比增加 1.73pct；研发费用率 9.23%，同比减少 0.66pct；财务费用率 2.17%，同比增加 0.68pct，主要系利息支出同比增加；净利率 23.53%，同比下降 4.16pct。

图 6: 公司毛利率净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7: 公司期间费用率情况

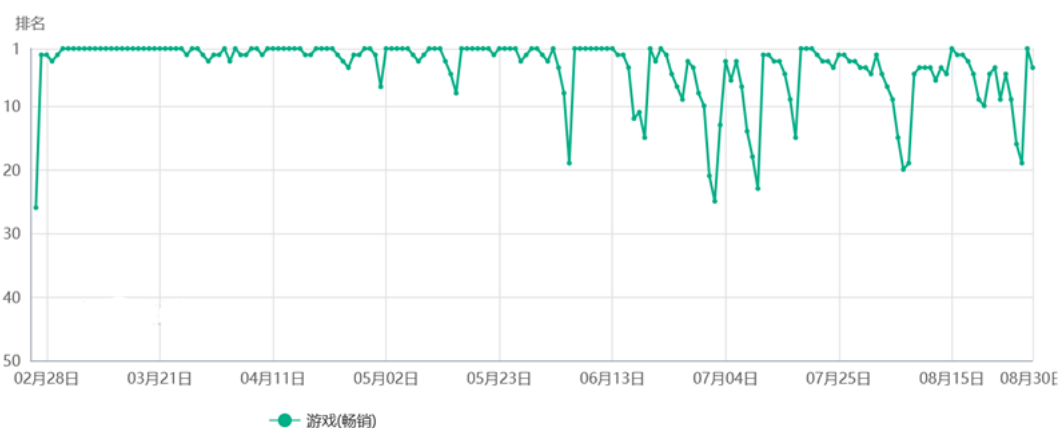


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**自研代理并举，储备新游突破新品类，逐渐进入流水收获期。**受益于精细化运营策略，公司旗下拳头产品《少年三国志》、《少年西游记》、《女神联盟》、《三十六计》等游戏保持长期稳健的流水及盈利能力，同时未来将陆续推出多款自研及代理精品产品。**代理方面**，公司将参与 Supercell 旗下重磅大作《荒野乱斗》在国内的发行业务，《荒野乱斗》在 TapTap 上获得超 45.5 万人次的关注以及 8.9 分的高分，公司拿下《荒野乱斗》的国内代理也将有利于加强和顶级大厂的合作学习；**自研方面**，将有多款高品质作品在未来陆续上线，包括《少年三国志 2》（现象级手游《少年三国志》正统续作）、《山海镜花》（以《山海经》和《镜花缘》为背景框架的次世代 3D 回合制 RPG 手游，于 7 月开启缘起测试，在 TapTap 上获得 8.6 分的高分评价）、《狂暴之翼 2》（《狂暴之翼》续作）、《少年三国志零》（融合策略卡牌与实时竞技的“少年三国”系列全新力作）等，其中《少年三国志 2》与《山海镜花》已进行了多轮测试，反馈效果良好；其他自研产品《盗墓笔记》等也在积极研发中。公司后续产品类型不仅局限于已有优势品类，更涵盖 MOBA、二次元、ARPG 等新品类突破，预计逐渐进入流水收获期。

**持续开拓海外市场，加大海外代理力度。**公司发行网络已覆盖全球超 200 多个国家和地区，海外用户覆盖超过 8 亿，占到公司全部用户三分之二以上，海外收入占比达 58.36%。目前公司已在全球已经成立了九个地区发行和运营中心，在海外多地区拥有成熟的当地发行和运营团队，通过自研与代理并行，全面升级发行产品线，从 RPG 品类拓展至卡牌、模拟经营、二次元等品类。**手游方面**，上半年在港澳台及东南亚市场推出圣斗士 IP 改编手游《圣斗士星矢：觉醒》，上线后在中国香港、台湾等地区的游戏畅销榜长期保持第一、二名的头部位置，在东南亚地区上线初期即登顶泰国、印度尼西亚及新加坡等东南亚国家的 RPG 游戏免费榜第一，并且多次登顶东南亚国家 RPG 游戏畅销榜，公司还储备了《圣斗士星矢：觉醒》欧美、韩国版，《神都夜行录》东南亚版等多款精品代理手游，未来将陆续上线；**页游方面**，保持海外市场领先地位，推出国际版页游《权力的游戏 凛冬将至》，并上线英德法葡等 14 种语言，上线后四次获得 Facebook 全球推荐；长生命周期产品《女神联盟》系列等继续保持出色的长线运营表现，至今稳居 Facebook 平台 RPG 类网页游戏畅销排行第一。

图 8：《圣斗士星矢：觉醒》2019 年 iOS 游戏畅销榜（香港地区）排名



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

## 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：**公司未来将有多款新游陆续上线，若新品市场表现不及预期，将影响公司的流水情况。

**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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3,184</b>	<b>4,364</b>	<b>5,476</b>	<b>7,092</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,581</b>	<b>4,338</b>	<b>5,217</b>	<b>6,233</b>
现金	1,156	2,485	2,836	4,507	减:营业成本	1,573	1,939	2,279	2,675
应收账款	886	762	1,220	1,147	营业税金及附加	24	28	34	41
存货	0	0	0	0	营业费用	408	521	595	698
其他流动资产	1,142	1,116	1,420	1,437	管理费用	453	933	1,096	1,278
<b>非流动资产</b>	<b>4,149</b>	<b>4,374</b>	<b>4,565</b>	<b>4,735</b>	财务费用	80	98	71	44
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	981	1,208	1,433	加:投资净收益	227	189	117	50
在建工程	0	10	16	20	其他收益	0	0	0	0
无形资产	354	335	330	323	<b>营业利润</b>	<b>1,050</b>	<b>1,178</b>	<b>1,439</b>	<b>1,727</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>7,333</b>	<b>8,737</b>	<b>10,041</b>	<b>11,827</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,056</b>	<b>1,217</b>	<b>1,471</b>	<b>1,753</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,393</b>	<b>2,635</b>	<b>2,611</b>	<b>2,792</b>	减:所得税费用	45	4	15	31
短期借款	1,890	1,890	1,890	1,890	少数股东损益	2	3	12	11
应付账款	177	259	254	348	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,009</b>	<b>1,210</b>	<b>1,444</b>	<b>1,712</b>
其他流动负债	326	486	467	555	EBIT	1,162	1,289	1,516	1,766
<b>非流动负债</b>	<b>433</b>	<b>383</b>	<b>328</b>	<b>261</b>	EBITDA	1,314	1,425	1,683	1,966
长期借款	399	349	293	226					
其他非流动负债	34	34	34	34	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,826</b>	<b>3,018</b>	<b>2,938</b>	<b>3,053</b>	每股收益(元)	1.14	1.36	1.63	1.93
少数股东权益	-3	-1	11	22	每股净资产(元)	5.08	6.44	7.98	9.85
					发行在外股份(百万股)	888	888	888	888
归属母公司股东权益	4,510	5,720	7,091	8,752	ROIC(%)	16.3%	15.9%	16.0%	15.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,333</b>	<b>8,737</b>	<b>10,041</b>	<b>11,827</b>	ROE(%)	22.4%	21.2%	20.5%	19.6%
					毛利率(%)	56.1%	55.3%	56.3%	57.1%
					销售净利率(%)	28.2%	27.9%	27.7%	27.5%
					资产负债率(%)	38.5%	34.5%	29.3%	25.8%
					收入增长率(%)	10.7%	21.1%	20.3%	19.5%
					净利润增长率(%)	53.9%	19.9%	19.4%	18.5%
					P/E	11.94	9.96	8.34	7.04
					P/B	2.67	2.11	1.70	1.38
					EV/EBITDA	10.04	8.36	6.85	4.99

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>

