



Research and  
Development Center

# 精品化运营叠加顶级 IP，细分增量领域突破可期

—— 游族网络（002174.SZ）深度报告

2020 年 1 月 3 日

王建会 传媒行业分析师

## 证券研究报告

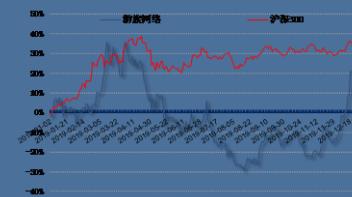
## 公司研究——深度研究

## 游族网络 (002174.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

## 游族网络相对沪深 300 表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 公司主要数据 (2020.1.2)

收盘价 (元)	25.01
52 周内股价 波动区间(元)	12.79-26.68
最近一月涨跌幅(%)	55.73
总股本(亿股)	8.88
流通 A 股比例(%)	72.64
总市值(亿元)	222

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编: 100031

## 精品化运营叠加顶级 IP, 细分增量领域突破可期

2020 年 1 月 3 日

## 本期内容提要:

- ◆ **2019 年业绩承压, 后续产品储备丰富, 2020 有望迎来产品大年。**公司 2019 前三季度营收和归母净利润分别为 26.4/7.1 亿元, 同比增长 0.73%/3.3%, 由于《权力的游戏》手游表现略低预期, 全年业绩增速预计承压。近期公司上线《少年三国志 2》截止目前流水表现超市场预期, 我们预计首月流水有望达 2 亿以上, 另外叠加公司新游如《少年三国志零》、《山海镜花》、《盗墓笔记》、《星球大战》等产品陆续上线, 我们认为游戏的陆续上线有望持续的验证公司的精品研发能力, 流水表现有望超出市场预期, 2020 年公司收入和利润增速有望迎来高速增长。
- ◆ **已上线产品长线运营得到市场认可, 有望持续贡献稳定业绩。**凭借出色的 IP 营销和运营能力, 公司旗下拳头产品《少年三国志》、《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, 经典卡牌手游《少年三国志》上线四年累计流水超 50 亿元。另外 2019 年 12 月 11 日《少年三国志 2》全平台上线迅速得到市场的积极反馈, 参考公司的《少年三国志》的流水表现, 我们认为该爆款卡牌手游有望保持较长的生命周期, 持续稳定贡献业绩。
- ◆ **《山海镜花》为国风二次元新赛道和潜力较大的女性向增量领域探路。**近几年国内二次元市场高速增长, 用户忠诚度高、消费意愿强, 有望持续拉动 ARPU 值的提升, 2018 年我国二次元游戏市场规模高达 190.9 亿元, 增速 19.5%, 高于整体移动游戏市场 4.1pct, 目前已经具备较大的市场规模。公司储备新游《山海镜花》作为首款二次元自研产品, 将致力于通过优质 IP 维护运营和游戏内容的精良制作, 有望赢得二次元和女性用户的青睐, 打造一款长线运营产品, 截至 2019 年 12 月 25 日, 该游戏全网预约人数已经突破 295 万人。
- ◆ **出海是游戏企业必然趋势, 公司 SLG、MMO 等多品类均有突破, 有望打开增长空间。**2018 年我国自研手游销售收入在全球游戏市场上的占比提高 3pct, 达到 26.9%, 随着国产游戏品质受到认可, 出海是必然趋势, 且有较大的潜力可挖掘。公司自研 MMO 手游《天使纪元》正式登录 App Store 及 Google Play 后获得全球推荐, 首月 DAU 突破 50 万, 《权力的游戏 凛冬将至》获得 Facebook 全球推荐, App Annie 评出的 2018 年国内游戏商出海收入 30 强中, 公司位列第 11 位, 另外 2019 年公司携《圣斗士星矢》、《神都夜行录》等多款游戏出海持续开拓海外市场。
- ◆ **5G 助推云游戏再次站上风口, 公司与华为云签订云游戏合作协议, 优质内容厂商的价值有望重估。**云游戏作为 5G 时代最先应用的场景之一, 将重塑游戏产业链, 优质内容厂商价值有望重估, 公司自研能力较强, IP 矩阵多元, 产品储备丰富, 云游戏时代有望获得溢价。国内布局云游戏的大厂中, 华为同时拥有应用商店+云平台, 在今后游戏平台与应用商店的联动和转化中, 具备先发优势, 公司于 2019 年 12 月与华为云签订云游戏合作协议, 将获得包括在虚拟化

技术、云端渲染、音视频技术、优质网络在内的核心技术加持，有望提高研发能力，提供更多高品质、体验好的精品游戏。

- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 37.6、48.88、56.22 亿元，同比增长 5%、30%、15%，归属母公司股东的净利润分别为 10.7、14.23、16.51 亿元，同比增长 6.05%、32.97%、15.99%，2019-2021 年摊薄 EPS 分别达到 1.20 元、1.60 元和 1.86 元，对应 2020 年 1 月 2 日收盘价(25.01 元/股)的动态 PE 分别为 21 倍、16 倍和 13 倍。按照游戏行业 2020 年 1 月 2 日收盘价计算，2020 年行业平均估值为 24.72X。我们认为公司为 A 股游戏行业研运一体化稀缺标的，看好公司在二次元、女性向新领域的布局及 5G 时代下内容商价值重估，给予公司 25X 估值，对应目标市值 356 亿元，对应目标价格 40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 版号数量严监管得到缓解，公司新产品流水带来增量业绩，5G 商用化进程加快，云游戏风口下，公司作为内容研发商估值有望得到提升。
- ◆ **风险因素:** 已有产品流水下滑较快的风险；已上线产品流水不达预期的风险；公司版号获得延期的风险；5G 商用化不达预期的风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,235.68	3,581.25	3,760.32	4,888.41	5,621.67
增长率 YoY %	27.89%	10.68%	5.00%	30.00%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	655.89	1,009.12	1,070.16	1,422.98	1,650.57
增长率 YoY%	11.57%	53.85%	6.05%	32.97%	15.99%
毛利率%	52.17%	56.08%	56.50%	57.00%	57.00%
净资产收益率 ROE%	19.40%	23.58%	21.21%	22.62%	21.09%
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.14	1.20	1.60	1.86
市盈率 P/E(倍)	34	22	21	16	13
市净率 P/B(倍)	5.48	4.93	3.98	3.17	2.57

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 1 月 2 日收盘价

## 目 录

公司历史沿革和财务状况 .....	1
1、公司历史沿革 .....	1
2、公司财务状况 .....	1
长线运营贡献稳健流水,《山海镜花》开启二次元新品类 .....	5
1、游戏市场竞争激烈,产品精品化趋势成为行业共识 .....	5
2、已有产品长线运营得到市场肯定,稳定流水提供业绩保障 .....	7
3、《山海镜花》为公司发展二次元和女性向增量领域探路 .....	10
把握出海红利,拓宽业绩空间 .....	14
1、国产游戏品质受认可,游戏公司出海成必然趋势 .....	14
2、公司出海业绩靓丽,多款产品居于前列 .....	16
与华为合作布局云游戏,5G风口下估值有望提升 .....	18
1、5G助推云游戏再次站上风口,与华为战略合作布局云游戏 .....	18
2、内容商价值有望重估,公司作为研发商有望受益 .....	21
盈利预测、估值与投资评级 .....	24
1、公司收入预测 .....	24
2、其他假设条件 .....	24
3、公司估值及评级 .....	25
风险因素 .....	25

## 表 目 录

表 1 游族网络海外发行产品及新游储备 .....	16
表 2 3G-5G 技术参数变化 .....	18
表 3 游族网络代表产品发行后 iOS 榜单表现 .....	22
表 4 游族网络拥有丰富游戏内容资源 .....	23
表 5 页游和移动游戏收入预测 .....	24
表 6 盈利预测各项费用率假设 .....	24
表 7 游族网络可比公司估值情况 .....	25

## 图 目 录

图 1 游族网络历史沿革 .....	1
图 2 2014-2019Q1-3 营业收入 (亿元) 及增速 .....	2
图 3 2014-2019Q1-3 归母净利润 (亿元) 及增速 .....	2
图 4 2014-2019H1 不同产品收入情况 (亿元) .....	2
图 5 2014-2019H1 不同地区收入情况 (亿元) .....	2
图 6 2014-2019Q1-3 毛利率和净利率情况 .....	3
图 7 2014-2019H1 不同产品毛利率情况 .....	3
图 8 2014-2019H1 不同地区毛利率情况 .....	3
图 9 2014-2019Q1-3 期间费用率情况 .....	4
图 10 2014-2018 研发投入及占收入比重 .....	4
图 11 2018 年以来中国移动互联网月活跃用户规模 .....	5
图 12 2010-2019H1 中国移动游戏市场实际销售收入 .....	5
图 13 2013-2019 年游戏版号发放数量 (2019 年数据截至 2019.12.20) .....	6
图 14 流水 TOP250 中国产移动游戏各上线时间游戏流水占比 .....	6
图 15 6 家游戏公司 2018 年研发投入情况 .....	6
图 16 游族网络已上线产品自研/代理比例测算 .....	6
图 17 伽马数据官网对移动游戏创新力构造的模型 .....	7
图 18 伽马数据根据创新力模型得到的中国游戏企业创新力 15 强 .....	7
图 19 游族网络各游戏业务占比 .....	8
图 20 2018 年收入 TOP100 移动游戏玩法类型分布 .....	8
图 21 游族网络官网游戏列表 .....	8
图 22 近一年少年三国志 1 排名趋势 .....	9
图 23 少年三国志 2 近 1 个月排名趋势 .....	9
图 24 游族网络官网《少年三国志 2》宣传页面 .....	10
图 25 中国二次元移动游戏市场规模及增长率 .....	10
图 26 中国二次元用户规模 .....	10
图 27 2018 年收入 TOP20 二次元移动游戏中各类型游戏分布 (按收入) .....	11
图 28 2018 年收入 TOP20 二次元移动游戏中各类型游戏分布 (按数量) .....	11
图 29 游族网络官网山海镜花预约界面 .....	12
图 30 中国自主研发网络游戏体量占全球市场实际销售收入比重 .....	14
图 31 中国自主研发游戏国内外市场对比 .....	14
图 32 2019H1 我国自研网游海外销售收入及增速 .....	14
图 33 2019 上半年中国自主研发移动游戏各市场出海收入规模 (亿美元) .....	15
图 34 2019H1 中国移动游戏出海美国 top20 类型占比 .....	15
图 35 2015-2019H1 游族网络海外业务和国内业务营收占比 .....	16
图 36 2018 年中国发行商出海收入排行榜 (iOS&Google Play 综合) .....	16
图 37 游族网络海外平台三款受 Facebook 推荐的游戏 .....	17
图 38 5G 时代十大应用场景 .....	18
图 39 全球云游戏市场规模 (百万美元) .....	18
图 40 云游戏发展历程 .....	19
图 41 游族网络与华为云的鲲鹏云游戏合作协议签约仪式 .....	20

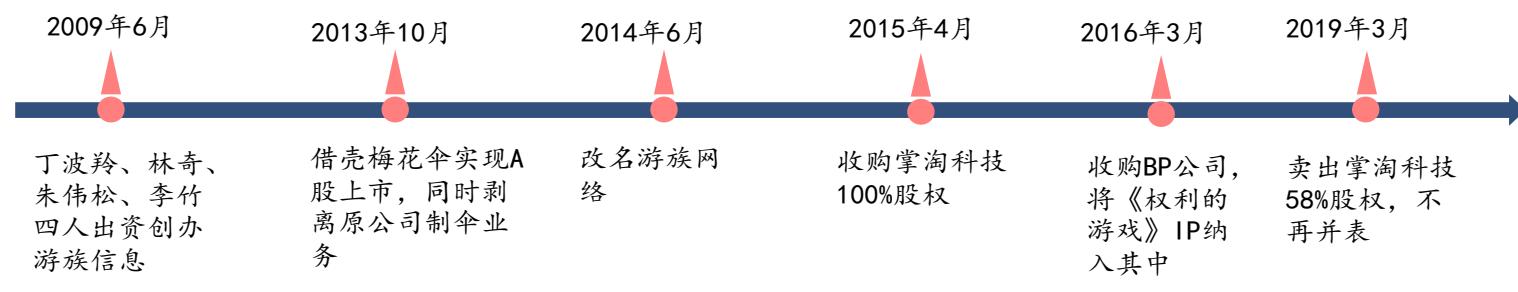
图 42 传统游戏行业产业链.....	21
图 43 云游戏时代游戏行业产业链.....	21

## 公司历史沿革和财务状况

### 1、公司历史沿革

公司成立于 2009 年 6 月，前身游族信息由丁波羚、林奇、朱伟松、李竹出资创办，经过多次股东的引入和退出之后，于 2013 年 10 月 24 日借壳梅花伞实现 A 股上市，上市公司将原有制伞业务剥离，控股股东改为林奇，2014 年 6 月改名游族网络，2015 年收购 SDK 和大数据服务商掌淘科技，但于 2019 年 3 月卖出其 58% 股权不再并表，2016 年收购海外游戏公司 BP100% 股权，BP 拥有《权力的游戏》等著名 IP 资源。目前公司实际控制人仍为林奇，持股比例为 32.15%，公司控制权稳定。

图 1 游族网络历史沿革



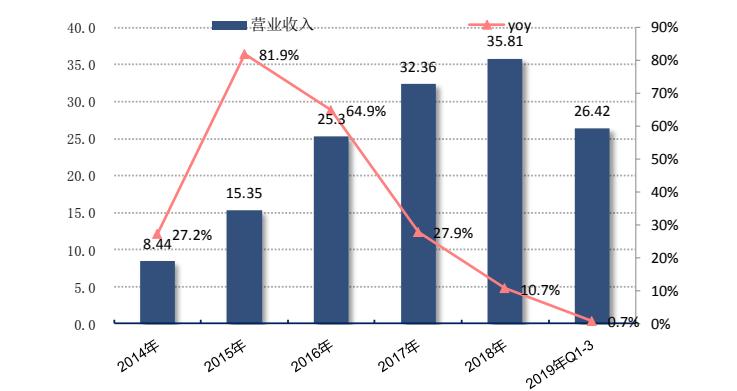
资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司从事移动游戏和网页游戏的研发、运营和发行业务，移动端游戏主要产品有《少年三国志》《狂暴之翼》《三十六计手游》《天使纪元》《刀剑乱舞 ONLINE》等，网页游戏主要产品有《三十六计》《女神联盟 2》《大皇帝》《射雕英雄传》等，游戏类型主要为卡牌、即时策略、角色扮演类游戏，公司游戏运营模式包括自有平台运营和联运两种模式，自主运营保证公司品牌能力，联运模式可借助渠道最大化的扩展用户规模。

### 2、公司财务状况

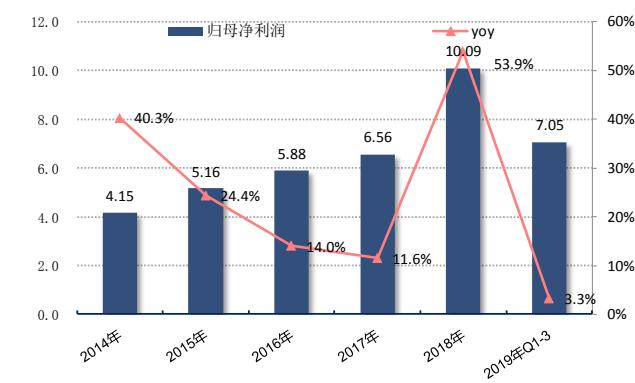
2019 年由于《权力的游戏》手游表现及其他新品游戏上线进度略低预期，业绩增速承压，2020 年有望重回高速增长赛道。受益于我国游戏行业市场规模的扩大和公司研发运营游戏数量的增加，公司从 2013 年到 2018 年，营业收入逐年增加，2018 年公司共实现营业收入 35.81 亿元，归母净利润 10.09 亿元，但受《权力的游戏》上线流水表现略低预期及版号因素导致部分精品游戏上线进度延期等，致公司整体业绩表现较为平淡，2019Q1-3 收入增速为同比增加 0.7%，利润增速为同比增加 3.3%，增速下降明显，但近期公司上线《少年三国志 2》截止目前流水表现超市场预期，我们预计首月流水有望达 2 亿以上，另外叠加公司新游如《少年三国志零》、《山海镜花》、《盗墓笔记》、《星球大战》等产品陆续上线，我们认为游戏的陆续上线有望持续的验证公司的精品研发能力，流水表现有望超出市场预期，2020 年公司收入和利润增速有望重回高成长赛道。

图 2 2014-2019Q1-3 营业收入 (亿元) 及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

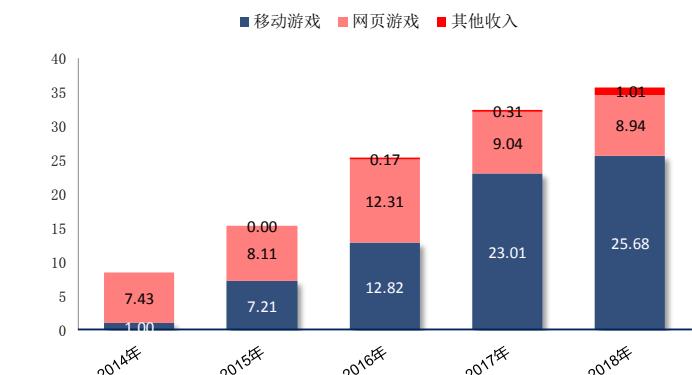
图 3 2014-2019Q1-3 归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

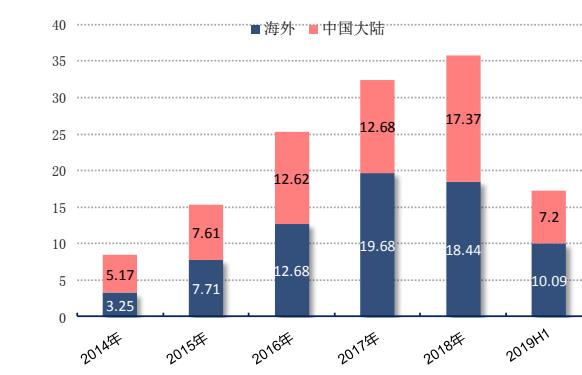
从业务结构看，手游贡献大部分利润，海外业务愈加重要。2019H1 移动游戏收入占比 71.2%，贡献大部分利润，网页游戏占比 24.2%，其他收入占比 4.6%，手游占比逐年增加，主要由于行业内手游市场快速扩张以及公司手游产品具有较强竞争力。另外随着我国游戏公司出海逐渐成熟，公司海外收入占比逐渐提高，2019H1 海外收入占比 58.3%，比 2018 年占比提高 6.8 个百分点。

图 4 2014-2019H1 不同产品收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

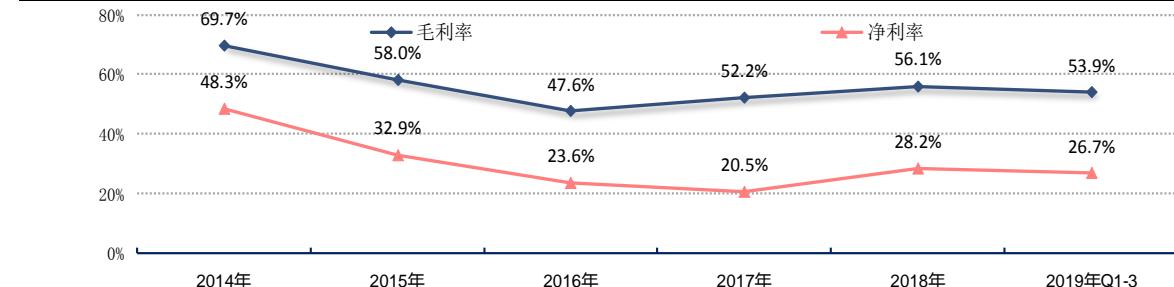
图 5 2014-2019H1 不同地区收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

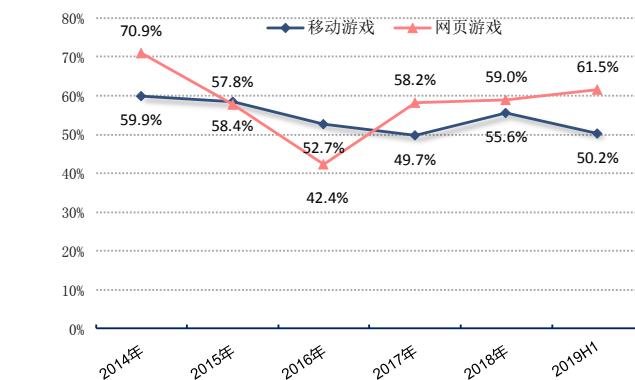
公司毛利率基本稳定在 50%以上，国内毛利率高于出海毛利率。2019Q1-3 公司毛利率小幅下跌，主要由于收入放缓的原因，公司成本包括职工薪酬、运营成本和买量广告费用，具有一定的成本刚性。产品上页游毛利率较高，主要由于页游的研发成本低于移动游戏的研发成本，另外页游市场竞争较手游小，买量支出较小，地域上海外毛利率低于国内毛利率，主要因海外为新市场，买量支出高的缘故。趋势上受移动流量红利趋尽的缘故手游毛利率有所下滑，而页游毛利率小幅上升，主要由于竞争减弱。

图 6 2014-2019Q1-3 毛利率和净利率情况



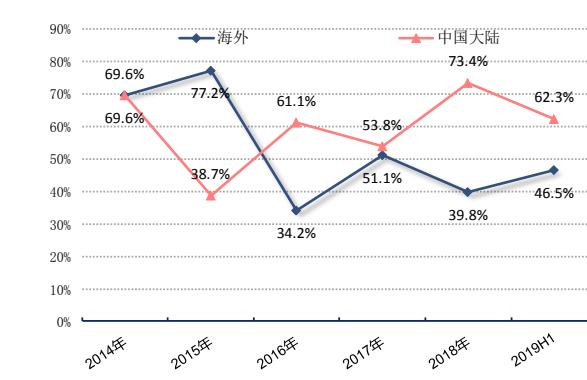
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7 2014-2019H1 不同产品毛利率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8 2014-2019H1 不同地区毛利率情况

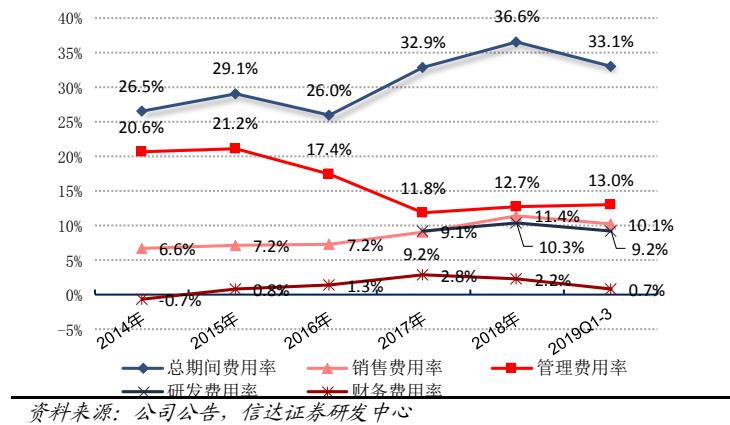


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

研发投入和买量成本增加推动公司费用率呈现上升趋势。其中 2018 年销售费用率同比提高 5.7 个百分点，主要由于游戏宣传推广增加所致，财务费用率有所下降，主要由于利息收入提高，说明公司现金流较为充裕。2018 年研发支出有所增加，主要系整体研发投入增加带动研发费用增加，总体研发投入在 2018 年同比增加 53.99%，占营业收入比重同比增加 3.88 个百分点，2018 年公司共有 5 款项目在研，包括《权力的游戏凛冬将至》、《山海镜花》、《少年三国志 2》、《盗墓笔记》等，并且项目研

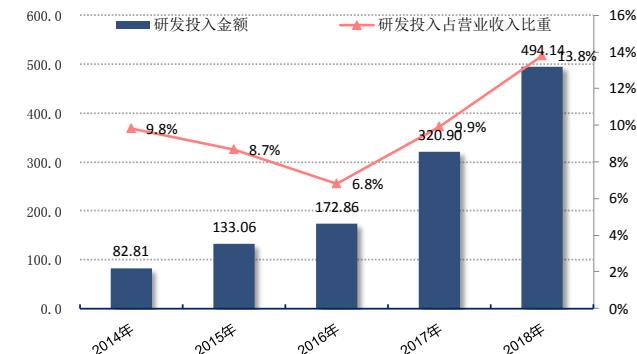
发顺利，计入资本化比例提高，费用率同比仅增加 1.1 个百分点。

图 9 2014-2019Q1-3 期间费用率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10 2014-2018 研发投入（百万元）及占比收入比重



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 长线运营贡献稳健流水，《山海镜花》开启二次元新品类

### 1、游戏市场存量竞争激烈，产品精品化趋势成为行业共识

移动互联网流量红利见顶，游戏版号供给压缩，游戏市场存量竞争激烈，头部产品呈现精品化趋势。根据中国互联网络信息中心的统计数据，2018年以来，我国移动互联网月活跃用户规模增长速度开始放缓，由2017年末6.2%的同比增长下降到2019年6月份的2.8%，由此可见4G时代带来的移动互联网流量红利逐渐见顶。另一方面，2018年游戏版号发放的调整使得2018-2019年游戏版号发放数量急剧减少，根据广电总局相关数据，2017年全年我国总共发放9368个游戏版号，到了2018和2019年（截至2019.12.20），分别仅发放2064个和1468个游戏版号，无论是游戏版号发放数量的控制还是各类游戏品质的要求可以看出游戏行业正进行一场供给侧改革。综合来看，国内移动游戏市场已经进入存量竞争时代，2018年移动游戏市场实际销售收入1339.6亿元，同比增长15.4%，2019H1同比增速18.8%，受到版号恢复发放的积极影响增速有所上升，但相比以前的高速增长，我国的移动游戏市场已经进入增长平缓的存量竞争时代。

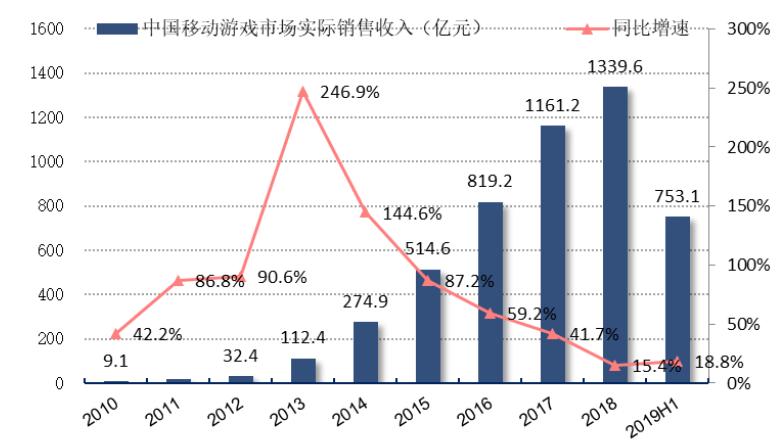
图 11 2018年以来中国移动互联网月活跃用户规模



资料来源：CNNIC，信达证券研发中心

随着游戏行业供给侧改革持续推进，行业进入门槛变高，行业集中度有所提升，头部产品呈现精品化趋势。游戏市场供给压缩下，内容精品化趋势成为行业共识，倒逼游戏行业通过不断创新以提高核心竞争力。从近两年上线的游戏来看，新发行游戏的画面越来越精美，玩法不但创新多元，IP题材的打磨越发精细。根据伽马数据，每年流水TOP250的产品中，新产品的流水占比均在25%左右，2015年以前上线的产品流水占比虽有明显缩减，到2019年仍占有30%左右的比重，由此可见游戏企业在发行运营游戏时，一方面注重新游戏的研发创新，包括玩法创新、题材创新和画面制作创新，另一方面重视在老游戏

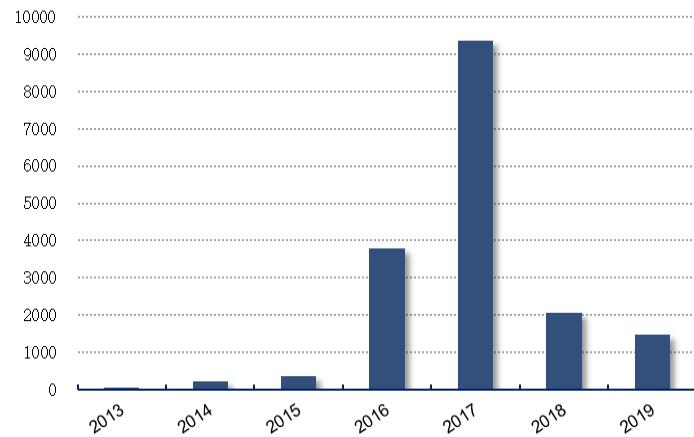
图 12 2010-2019H1 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

营销维护方面的创新，形成新老游戏的良性迭代，达到长线运营效果。

图 13 2013-2019 年游戏版号发放数量（2019 年数据截至 2019.12.20）

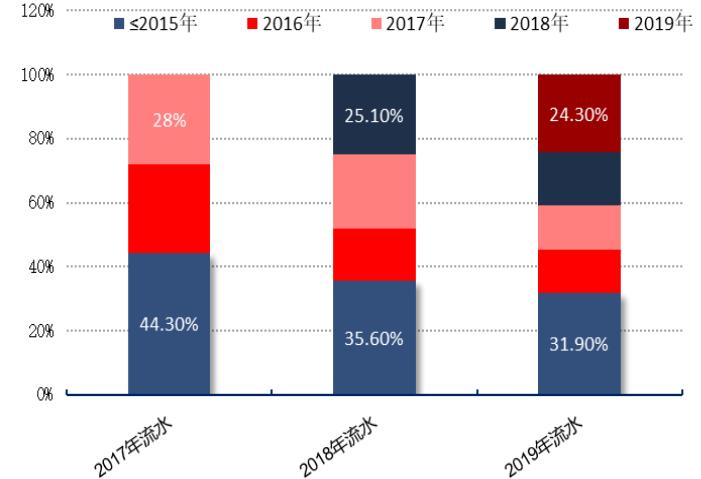


资料来源：广电总局官网，信达证券研发中心

公司研发能力居前，被评为中国游戏企业创新能力 15 强，持续提供优质游戏产品及服务。公司持续贯彻“精实增长”战略，坚持“自研+代理”并行发展，目前已上线产品中，自研产品所占比例高达 77% 左右，经过多年游戏研发经验，已形成 MMO、卡牌、SLG 三大品类，未来将继续拓展二次元等新品类游戏。2019 年伽马数据通过对游戏企业创新能力模型的构造，得出我国游戏企业创新能力 15 强，公司以运营和营销创新能力成为 15 强企业的一员，通过运营和营销方面的创新能力，产品同源 IP 续作成为公司的特殊手段，自研产品《少年三国志》、《女神联盟》均推出续作，长线运营能力得到市场肯定。

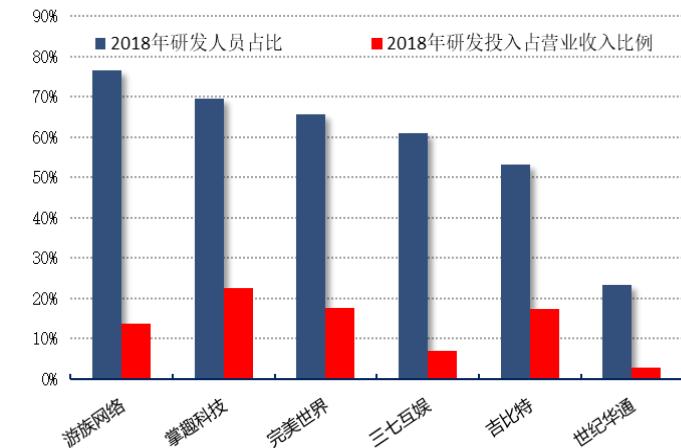
图 15 6 家游戏公司 2018 年研发投入情况

图 14 流水 TOP250 中国产移动游戏各上线时间游戏流水占比



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图 16 游族网络已上线产品自研/代理比例测算

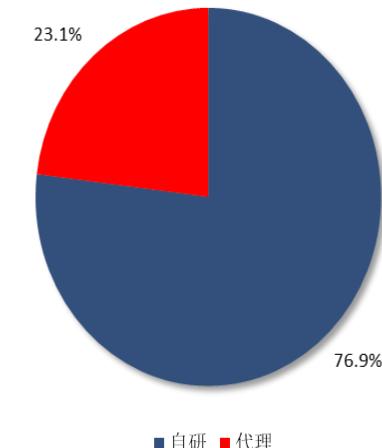


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 17 伽马数据官网对移动游戏创新力构造的模型

移动游戏创新力模型		
研发层面	玩法设计	移动端新玩法 此项评分从两个维度衡量，主要体现产品玩法在市场中的新颖程度：一、在产品上线时，产品玩法是移动游戏中首次出现于流水TOP250的新玩法评分取满分；二、根据玩法流水规模评估玩法市场成熟度，冷门玩法评分更高，成熟玩法下新产品不计分
	研发技术突破	此项主要衡量产品在技术与功能上的局部创新与突破，产品中的专利权为重要加分项。
	玩法融合	此项主要衡量产品中的玩法融合程度，融合了创新、冷门玩法评分更高。
发行、运营层面	美术创新	此项根据调查用户的创新体验程进行评分。
	剧情题材创新	此项根据调查用户的创新体验程进行评分。
	营销、运营创新	此项主要衡量企业在产品发行、运营中的差异化创新程度，包括游戏内运营活动与游戏外推广宣传活动，创新性操作量越多，效果越佳评分越高。
	投入产出	此项主要通过产品的流水产出与研发和销售成本评估的比例关系来衡量企业在产品经营方面的优化程度。
	平台创新	主要指游戏在发行平台上的创新，如多端口互通、H5、云游戏等多平台发行情况。
其他	未公布的创新项目	.....

资料来源：伽马数据，信达证券研发中心



资料来源：游族网络公告，信达证券研发中心

图 18 伽马数据根据创新力模型得到的中国游戏企业创新力 15 强

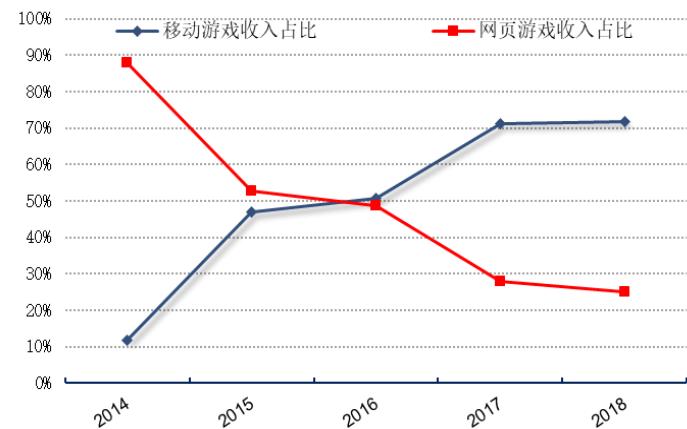


资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

## 2、已有产品长线运营得到市场肯定，稳定流水提供业绩保障

公司凭借多年页游研发经验成功完成“页转手”，自研与代理并行下逐渐形成 **MMO**、**卡牌**、**SLG** 三大品类。公司以页游起家，成立初期推出《女神联盟》、《大皇帝》、《三十六计》等页游作品，《女神联盟》由于出色的表现一度被 Facebook 评为年度最佳页游和年度新游。随后移动网络时代，手游市场迅速兴起，公司紧跟“页转手”潮流，成功将页游研发经验复制到移动端，将页游 IP 手游化，推出《天使纪元》、《大皇帝》、《女神联盟》、《三十六计》等手游作品。2018 年公司移动游戏业务占比远超页游占比，高达 71.7%，页游占比由 2014 年的 88.1% 迅速下降到 2018 年的 25%，多款精品游戏的沉淀积累下，公司在手游研发上逐渐形成 **MMO**、**卡牌** 和 **SLG** 三大品类的领先优势，根据伽马数据统计，2018 年我国收入 TOP100 的移动游戏中，角色扮演类、卡牌类和策略类总计占比超过 80%，在三大品类的深耕有望持续增加公司市场份额。

图 19 游族网络各游戏业务占比

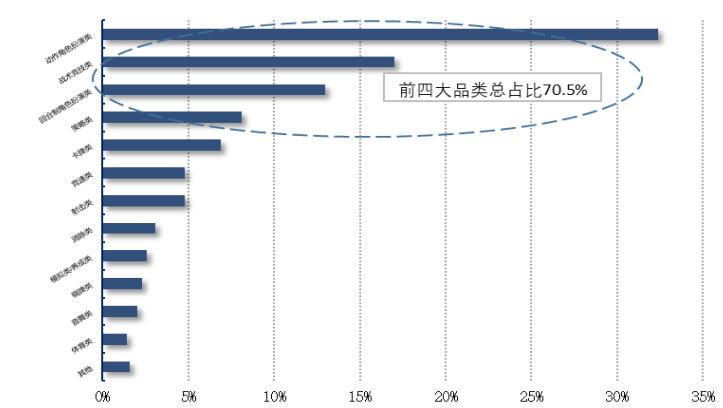


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**IP 储备和 IP 打造能力成为公司核心竞争力。**公司持续推出《天使纪元》、《三十六计》、《权力的游戏》、《少年三国志》、《女神联盟 2》等多款精品游戏，持续开拓保有优势的 **MMO**、**卡牌**、**SLG** 三大品类，对产品做深度差异化打造，持续提升产品品质和 IP 生命力；同时寻求核心品类突破，布局二次元、休闲游戏、H5 等新品类。2019 年 7 月 10 日腾讯代理作品《权力的游戏 凛冬将至》上线，《权力的游戏》是由 HBO 出品的一部中世纪史诗奇幻题材的电视剧，改编自奇幻小说《冰与火之歌》系列。该 IP 拥有庞大的用户基础和良好的口碑，2019 年 12 月 11 日《少年三国志 2》全平台上线，迅速获得较高的市场反馈。公司 2020 年一季度将上线二次元重磅产品《山海镜花》，以国学经典《山海经》为背景框架的产品《山海镜花》，从爆款周边“肉螈包”到同名漫画发布，成功迈出了自研 IP 周边产品开发运营的第一步，其他自研产品如《盗墓笔记》等正在积极研发中。

图 21 游族网络官网游戏列表

图 20 2018 年收入 TOP100 移动游戏玩法类型分布



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

游戏列表		最热游戏	最新游戏
<b>网页游戏</b>	<b>手机游戏</b>		
三十六计	少年三国志2	狂暴之翼	
大皇帝	少年三国志：零	三十六计手游	
女神联盟2	一直奔向月	刀剑乱舞-ONLINE-	●
射雕英雄传	荒野乱斗	大皇帝OL	
盗墓笔记	山海镜花	女神联盟手游	
刀剑乱舞-ONLINE-	女神联盟2手游	军师联盟手游	
御龙在天美人版	天使纪元	权力的游戏 凛冬将至	●
大将军	少年三国志	西游女儿国	●
	少年西游记	少年西游记	

资料来源：游族网络官网，信达证券研发中心

《少年三国志》系列等老产品长线运营持续带来稳定流水，提供业绩保障。凭借出色的IP营销和运营能力，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。截至2018年底，经典卡牌手游《少年三国志》凭借出色的游戏品质和多年的稳健经营，上线四年累计流水超50亿元，我们预计2019年《少年三国志》将持续为公司贡献稳定流水和盈利。2019年12月11日，《少年三国志2》全平台上线，凭借《少年三国志1》长线运营下积累的用户基础，《少年三国志2》一上线迅速得到市场的积极反馈，12月4日上线iOS以来，《少年三国志2》在卡牌类游戏畅销榜中居于前列，参考《少年三国志1》，我们认为该爆款卡牌手游有望保持较长的生命周期，持续稳定贡献业绩。

图 22 近一年少年三国志 1 排名趋势

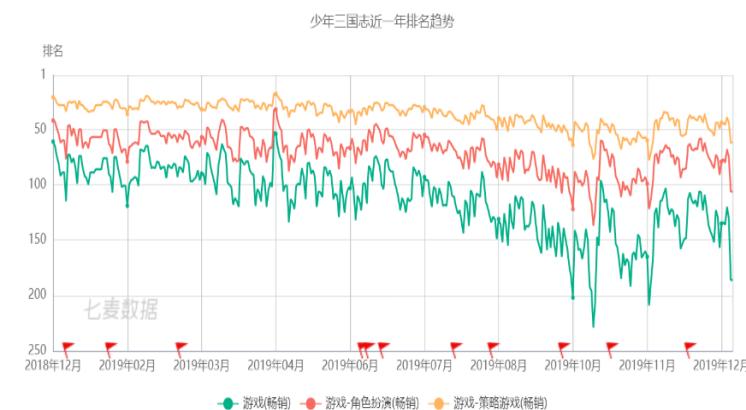
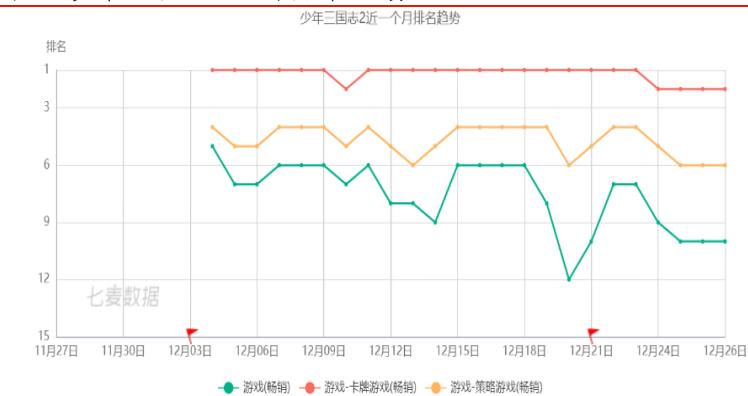


图 23 少年三国志 2 近 1 个月排名趋势



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

图 24 游族网络官网《少年三国志 2》宣传页面



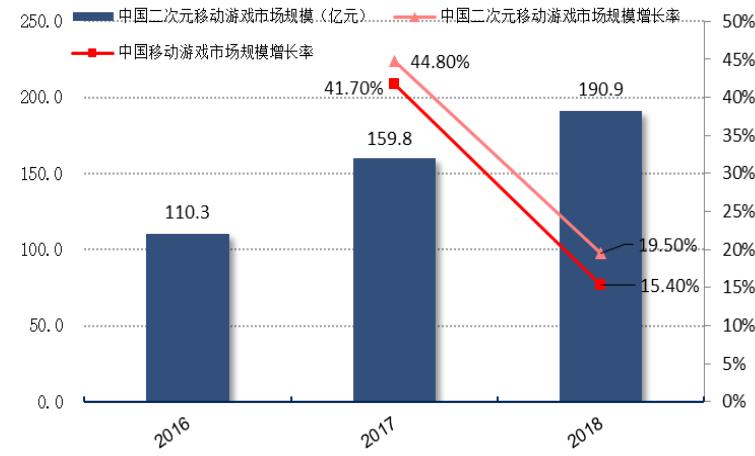
资料来源：游族网络官网，信达证券研发中心

### 3、《山海镜花》为公司发展二次元和女性向增量领域探路

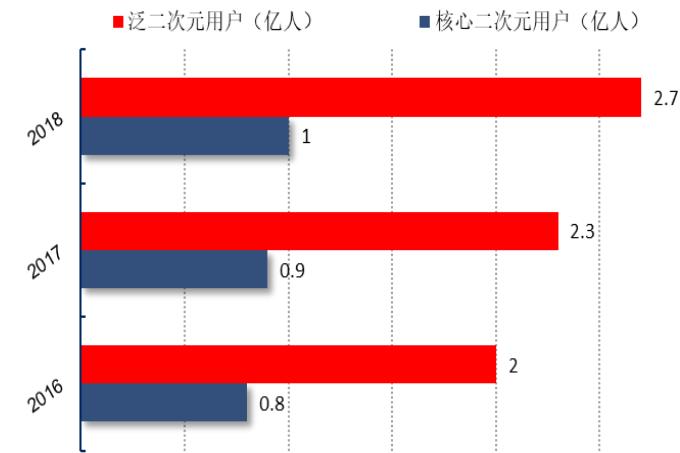
我国二次元移动游戏市场规模增长速度高于整体移动游戏市场规模增长速度，成为众多游戏企业争相进入的又一增量领域。近两年我国二次元游戏市场一直保持高速增长。2018年我国二次元移动游戏市场规模达到190.9亿元，同比增速为19.5%，高于整体移动游戏市场(15.4%)，二次元是指由动画、漫画、游戏、小说组成的文化圈，但不限于此，还包括手办、COSPLAY等衍生产品。据伽马数据推算，2018年我国核心二次元用户达到1亿人，泛二次元用户达到2.7亿人，国内二次元产业的快速发展为二次元游戏市场规模的高速增长奠定了基础，二次元用户具有忠诚度高、消费潜力大的特征，我们预计随着二次元游戏市场的高速增长，越来越多的游戏企业将涌入这一新兴增量领域。

图 25 中国二次元移动游戏市场规模及增长率

图 26 中国二次元用户规模



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

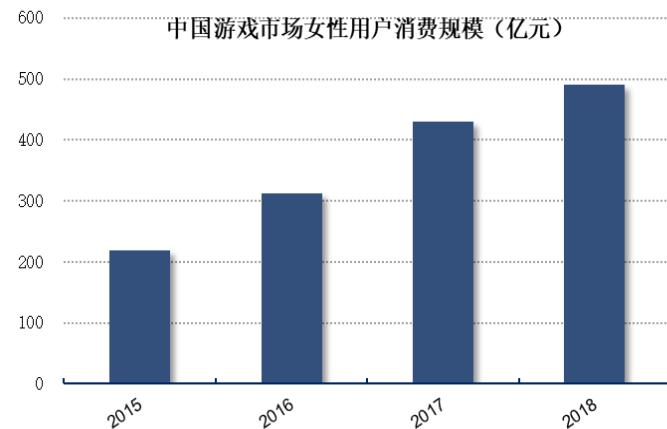


资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

女性用户是二次元游戏的潜在用户，二次元游戏中应该重视女性游戏市场空间。2018 年中国游戏市场中，女性用户消费规模达到 490 亿元，但是迎合女性用户需求的游戏种类和数量较少。二次元游戏人物风格比较贴合女性用户的审美，诸如《偶像梦幻祭》、《刀剑乱舞》、《梦间集》等二次元游戏，女性用户占比较高，分别达到 80%/73%/72%。目前国内，腾讯、网易、中手游等游戏公司均率先在二次元游戏进行布局，腾讯主要借助外来 IP 发展二次元游戏市场，如受众广泛的“火影忍者”、“圣斗士星矢”等；网易游戏最为知名的泛二次元 IP “阴阳师”使其在二次元游戏运营领域积累了丰富经验；中手游在二次元游戏领域具有先发优势，依靠优质 IP 深耕二次元细分领域，目前拥有的二次元游戏品种包括《航海王强者之路》、《火影忍者-忍者大师》等。

图 27 2015-2018 年中国游戏市场女性用户规模 (亿元)

图 28 几款二次元游戏中女性用户占比较高



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

公司储备新游中《山海镜花》将为公司发展二次元和女性向游戏市场探路。2017年，公司通过《刀剑乱舞-ONLINE》试水二次元市场，市场表现超预期，《山海镜花》是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关注。《山海镜花》人设精美，迎合女性用户和二次元用户审美，目前已完成首轮邀请测试，截止到2019年12月25日，山海镜花全网预约人数已经突破295万人，《山海镜花》属于轻付费产品，我们预计公司有望通过优质IP维护运营和游戏内容的精良制作，赢得二次元和女性用户的青睐，打造一款长线运营产品。

图 29 游族网络官网山海镜花预约界面



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心



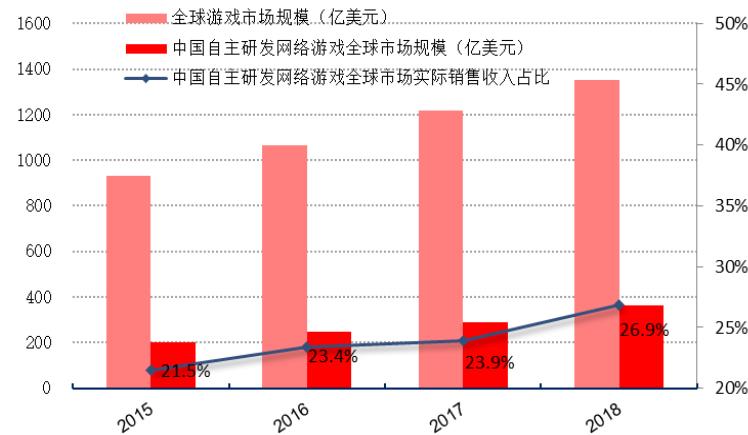
资料来源：游族网络官网，信达证券研发中心

## 把握出海红利，拓宽业绩空间

### 1、国产游戏品质受认可，游戏公司出海成必然趋势

出海是未来游戏厂商必然趋势，首先是市场空间问题，随着国内游戏用户和时长红利的减弱，国内市场游戏收入增长率逐年放缓，发展新的市场是游戏厂商的必然选择，海外是重要发展空间，2019年我国手游的海外收入增速已超过国内收入增速，其次国内手游经过多年发展重度化趋势明显，自研能力显著提高，比如暴雪和网易联合开发《暗黑破坏神：不朽》手游版，我国手游的国际竞争力逐渐提高，另外国内版号发送的收紧也对开拓海外市场起到一定倒逼作用，2018年我国自研手游销售收入在全球游戏市场上的占比提高3个百分点，达到26.9%。

图 30 中国自主研发网络游戏体量占全球市场实际销售收入比重

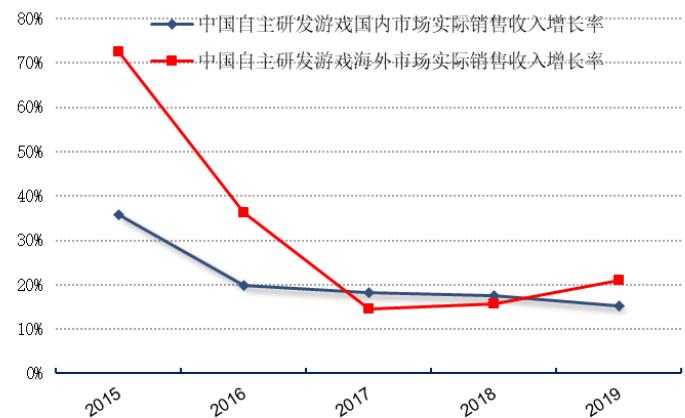


资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

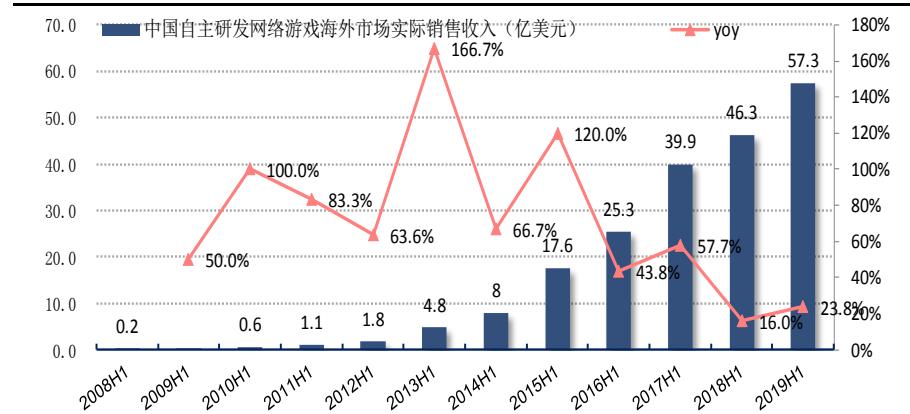
游戏出海规模持续扩大，出海配套设施逐渐完善。根据伽马数据2019H1游戏出海增速回升，增速达23.8%，提高7.8个百分点，上半年总收入为57.3亿美元，市场快速增长。随着出海厂商数量的增多，出海服务也逐渐成熟，由于游戏轻资产的特点，不需公司本身走出去，出海模式较为简单，国外有专门从事游戏营销的一站式服务，国内营销公司比如蓝色光标在全球布局的同时也积极助力游戏行业出海。

图 32 2019H1 我国自研网游海外销售收入及增速

图 31 中国自主研发游戏国内与海外市场对比



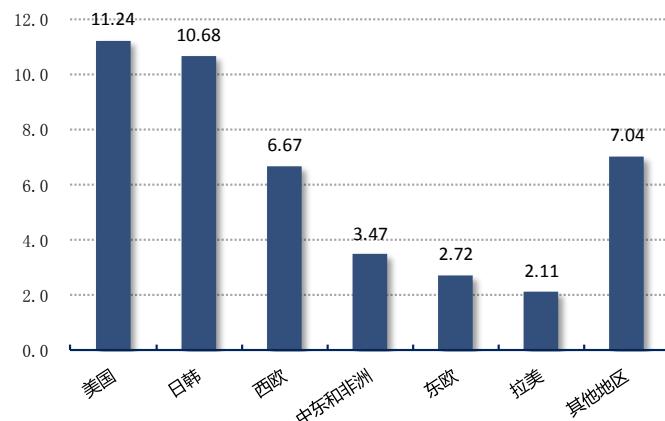
资料来源：GPC&IDC，信达证券研发中心



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

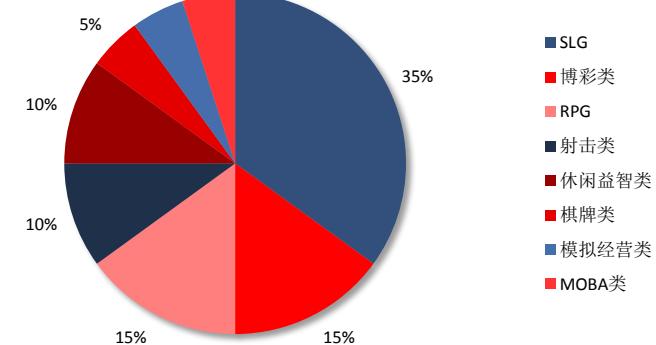
策略类、竞技类是出海的重要品类。SLG 是出海的强势品类，与我国厂商在该品类自研能力突出和东道国市场情况有关，根据伽马数据，北美、日韩和西欧为我国主要游戏出海地区，北美主流游戏品类以博彩、消除、休闲类游戏为主，且游戏社交并不如国内发达，日韩主流游戏品类 RPG 和卡牌游戏并不是国内厂商擅长领域，难以撼动本地厂商地位，因此目前出海品类较为单一。我们预测未来随着产业配套设施和国内游戏研发创新度提升，游戏出海市场会进一步扩大。

图 33 2019 上半年中国自研移动游戏各市场出海收入规模 (亿美元)



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图 34 2019H1 中国移动游戏出海美国 top20 类型占比

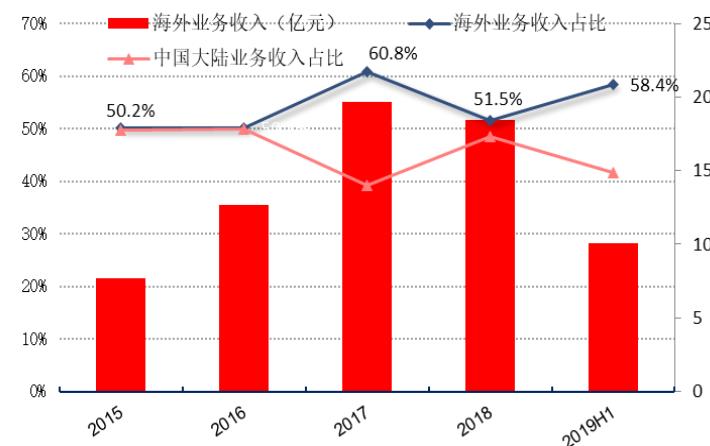


资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

## 2、公司出海业绩靓丽，多款产品居于前列

公司以本地化思维布局全球市场，2018年在发行商出海收入排名中位列第十一。公司2012年提出国内外业务1:1战略，在保持国内市场优势的同时，以“本地化的思维”布局“全球化市场”。2015年底，公司旗下海外平台GTarcade获得Google Play顶级开发者认证，2016年公司以不超过8000万欧元的价格收购德国知名游戏研发商Bigpoint的100%股权，凭借数年的海外发行经验积累，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1000多个合作伙伴，实现了从引进、原创到输出的升级。2019年上半年公司海外业务实现营业收入10亿元，海外业务营收占比58.4%，超过国内业务营收占比16.7pct，在App Annie公布的2018年出海游戏企业30强中，游族网络排名第11位。

图 35 2015-2019H1 游族网络海外业务和国内业务营收占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司旗下经典移动游戏《狂暴之翼》、《少年三国志》及网页游戏《女神联盟》、《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ARPG手游、RPG页游等细分领域的领导地位。公司自研MMO手游《天使纪元》依托优质的产品品质和本地化的产品包装，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，成为公司海外市场又一全新的发力点。2018年，公司携知名IP《权力的游戏》改编页游《Game of Thrones Winter is Coming》亮相德国科隆展，该游戏已于2019年3月26日启动海外公测，游戏在传统SLG模式中加入了领土拓张，双重战斗模式等多重玩法，获得Facebook全球推荐，2019年公司携《猎魂觉醒》、《圣斗士星矢》、《神都夜行录》等多款游戏出海持续开拓海外市场。

表 1 游族网络海外发行产品及新游储备

图 36 2018年中国发行商出海收入排行榜 (iOS&Google Play 综合)

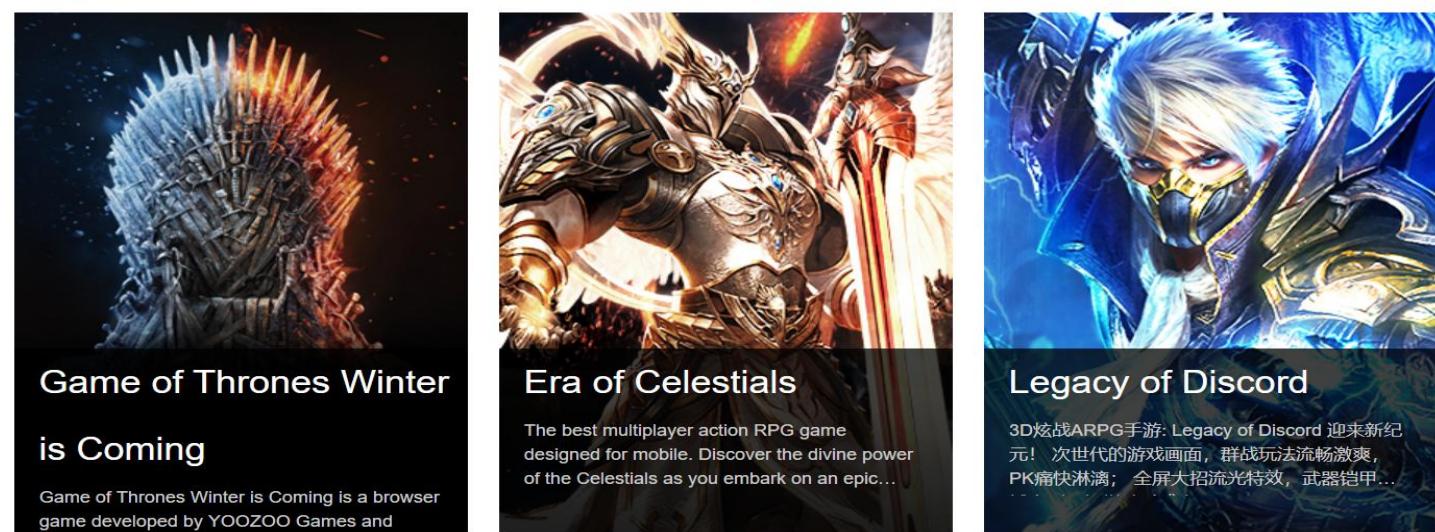
排名	公司	排名	公司
1	FunPlus	16	三七互娱
2	IGG	17	神州泰岳
3	网易	18	米哈游
4	智明星通	19	猎豹移动
5	腾讯	20	莉莉丝游戏
6	龙创悦动	21	乐元素
7	友塔游戏	22	心动网络
8	龙腾简合	23	掌趣
9	易幻网络	24	绝地科技
10	卓杭网络	25	原力棱镜
11	游族	26	百度
12	Tap4Fun	27	英雄互娱
13	昆仑游戏	28	奇酷工场
14	沐瞳科技	29	盖娅互娱
15	创酷互动	30	创智优品 GameLook

资料来源：App Annie，信达证券研发中心

	游戏名称	海外发行地区
已发产品	圣斗士星矢：觉醒	东南亚、欧美、韩国
	权力的游戏：凛冬将至	欧美
	天使纪元	韩国、欧美
	三十六计	东南亚、日本、韩国
	圣斗士星矢	港澳台、东南亚、欧美
新游储备	猎魂觉醒	-
	神都夜行录	东南亚
	塞尔之光	东南亚、日本
	狂暴之翼 2	东南亚、欧美
	权力的游戏手游	欧美

资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图 37 游族网络海外平台三款受 Facebook 推荐的游戏



资料来源：游族网络官网，信达证券研发中心

## 与华为合作布局云游戏，5G 风口下估值有望提升

### 1、5G 助推云游戏再次站上风口，与华为战略合作布局云游戏

**5G 商用化进程加快，云游戏成为最有潜力应用场景之一。**2019 年 6 月，中国移动、联通、电信、广电分别获得 5G 商用牌照，标志我国已经具备 5G 商用条件。11 月中国电信、中国移动、中国联通正式启动 5G 商用套餐，三大运营商分别在 50 个城市率先开通 5G 业务。云游戏是 5G 商用化后潜力最大的应用场景之一，网络速度和稳定性对于游戏体验相当重要，国内 5G 商用化进程加速，有望有效降低时延，5G 更丰富的频谱以及大规模天线技术（MIMO）能够加速网络质量的提升，为云游戏的成长提供了大带宽、低延迟、低丢包的网络环境，此外，5G 的发展促使交换节点下沉到二、三线城市，缩短了整体网络路由，在 5G 基站附近部署云游戏服务器，能够减少玩家与游戏服务器的距离，降低时延。根据 Statista 预测，全球云游戏市场规模已从 2017 年约 4500 万美元上升至 2018 年的 6600 万美元。到了 2023 年，这一数字预计将猛增至 4.5 亿美元。

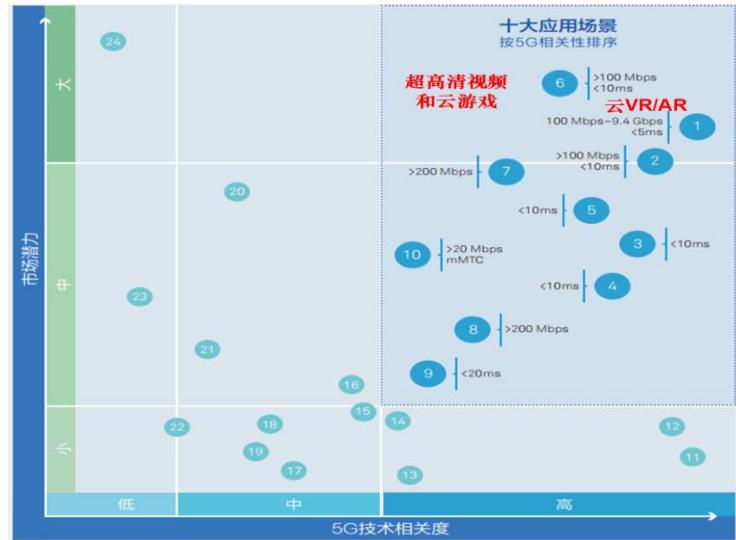
表 2 3G-5G 技术参数变化

	3G	4G	5G
理论下载速度(峰值)	21Mbit/s	1Gbit/s	10Gbit/s
无线网络往返延迟	200ms	10ms	<1ms
单用户体验速率	440kbit/s	10Mbit/s	100Mbit/s
标准	WCDMA/CDMA2000/TD-SCDMA	LTE-FDD/LTE-TDD/WiMAX	5G NR (未定)
支持服务	高质量数字通信(音频、短信、网络数据)	高速数字通信( voLTE、高速网络数据)	eMBB、mMtc、URLLC
单载波带宽	5MHz	20MHz	根据场景可变 (10MHz-200MHz)

资料来源：CSDN，信达证券研发中心

图 38 5G 时代十大应用场景

图 39 全球云游戏市场规模 (百万美元)



资料来源: 华为, 信达证券研发中心

**2019 年 GDC 大会谷歌发布 Stadia 云游戏平台, 再次将云游戏推向风口。**2009 年, OnLive 第一次推出了真正意义上的云游戏平台。继 Onlive 尝试云游戏后, 索尼、英伟达、微软、谷歌等头部大厂纷纷探索云游戏服务。国内布局云游戏始于 2018 年阿里云推出游戏云 3.0, 后 2019 年腾讯与 Intel 合作推出“腾讯即玩”, 适用于 PC 和智能手机, 近又开启“START”云游戏平台预约内测。另外, 网易云游戏平台 Beta 版上线, 提供《王者荣耀》、《阴阳师》、《炉石传说》等 40 多款游戏, 用户无需下载任何软件, 可以在 PC 和手机网页端游戏, 目前免费。2019 年 6 月, 顺网科技发布顺网云电脑, 并将边缘计算及云服务技术应用于网吧管理并探索多场景落地顺网云游戏。

图 40 云游戏发展历程



资料来源: Statista, 信达证券研发中心



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

公司与华为云签订云游戏合作协议，在竞合关系中共同探索云游戏新模式。2019年12月4日，在上海华为云互联网高峰论坛上，公司与华为云签订鲲鹏云游戏合作协议，借助华为云平台布局云游戏服务，致力于不断进行发展和探索，为广大玩家带来全新的游戏体验。活动现场，公司CTO伍涛为现场嘉宾演示了《少年三国志2》720P/30FPS以及《天使纪元》1080P/60FPS这两款高清云游戏产品，在会场现有网络上，这两款云游戏产品运行顺畅、画面清晰，得到在场嘉宾的一致好评。目前有望布局云游戏的大厂中，腾讯前端有集聚的流量用户优势，后端有游戏内容和算力技术的支撑，华为的优势在于其拥有应用商店+云平台，在今后游戏平台与应用商店的联动和转化中，华为具备先发优势，公司选择与华为合作，将获得包括在虚拟化技术、云端渲染、音视频技术、优质网络在内的核心技术加持。根据协议，公司与华为公司还将在5G+云计算+游戏等创新领域打造更好的用户体验，两家公司将在竞合关系中不断探索游戏行业发展新模式。

图 41 游族网络与华为云的鲲鹏云游戏合作协议签约仪式



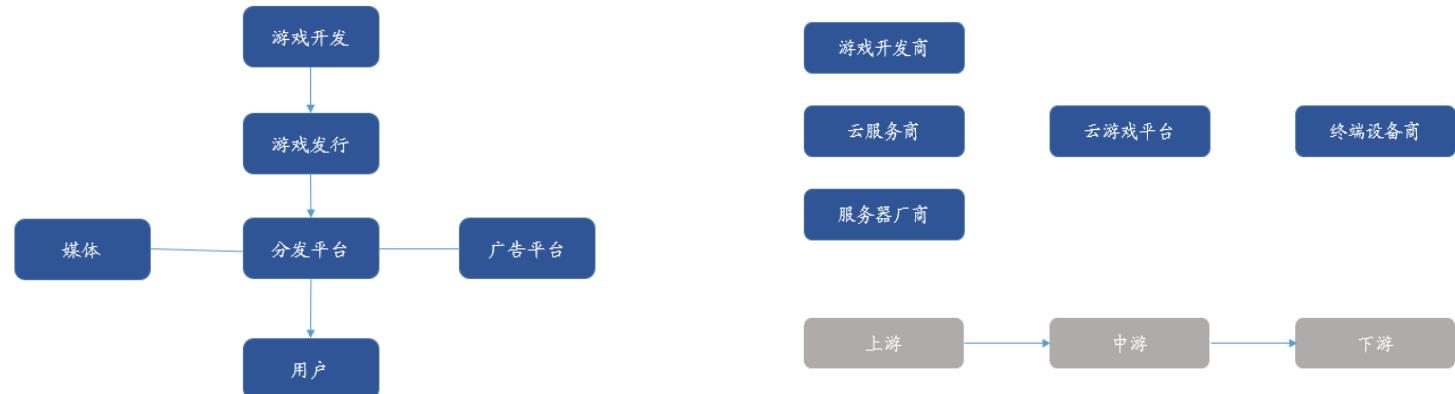
资料来源：游族网络官网，信达证券研发中心

## 2、内容商价值有望重估，公司作为研发商有望受益

云游戏时代，渠道商、下游硬件厂商议价能力将被削弱，游戏开发商尤其是研发能力较强的研发商在产业链中的议价能力有望提升。云游戏解放了玩家对硬件设备的配置需求，故游戏行业下游硬件厂商未来的议价能力将被逐步削弱。云平台下，游戏不再需要下载更新，且试玩广告等创新玩法将改变游戏推广模式，故像应用商店、App Store 及其他分发渠道商的产业地位将大大降低。云游戏时代，游戏研发商尤其是研发能力较强的产业链地位将趋于上升，一方面，从研发商的成本端考虑，由于云游戏时代不需要再考虑终端设备匹配的问题，研发成本将被降低，加上渠道推广成本的节约，游戏研发商可以将大量成本转移到对游戏内容的研发中；另一方面云游戏时代降低了硬件设备门槛后，用户面对更多精品游戏的选择，对游戏内容质量的要求会越来越高，促使研发商提高研发能力，提供更多高品质游戏。

图 42 传统游戏行业产业链

图 43 云游戏时代游戏行业产业链



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

**公司研发能力较强，IP 矩阵多元，产品储备丰富，云游戏时代有望获得溢价。**在产品方面，游族网络坚持自研和代理两条发展线，并在品类上加以拓展，目前覆盖有卡牌、SLG、ARPG 和 MMORPG，储备新品中又拓展了 MOBA、二次元等品类和领域的产品。此外，产品同源 IP 续作成为游族网络的特殊手段，自研产品《少年三国志》《女神联盟》均推出续作，续作产品拥有前作的用户基础往往影响力更强，如《少年三国志 2》上线即迅速获得较高的市场反馈。在海外市场拓展方面，游族网络拥有多年海外发行经验，多个海外市场产品收入表现稳定，在此基础上，2019 年其发行的《圣斗士星矢：觉醒》先后登顶全球 20 个国家和地区 iOS RPG 类游戏畅销榜。财报显示，游族网络在 2019 年上半年实现海外地区营业收入达到 10.09 亿元，占总营业收入的 58.36%，海外市场已经成为游族网络收入的中坚力量。

表 3 游族网络代表产品发行后 iOS 榜单表现

游戏名称	上榜后 iOS 免费榜峰值	上榜后 iOS 畅销榜峰值
少年三国志	1	3
刀剑乱舞	7	54
天使纪元	13	5
女神联盟 2	10	45
三十六计	13	41
西游女儿国	13	31

资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

表 4 游族网络拥有丰富游戏内容资源

代表游戏举例	《少年三国志》	卡牌	自研
	《少年三国志 2》		
	《三十六计》	SLG	自研
	《刀剑乱舞》	角色扮演	代理
	《天使纪元》	MMORPG	自研
	《权力的游戏 凛冬将至》	SLG	自研, 腾讯代理
	《圣斗士星矢》	卡牌	代理
	《女神联盟》	角色扮演	自研
新游储备	《荒野乱斗》	MOBA	自研
	《少年三国志: 零》	卡牌	自研
	《山海镜花》	二次元卡牌	自研
	《狂暴之翼 2》	ARPG	自研

资料来源: 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 1、公司收入预测

公司收入主要包括网页游戏和移动游戏两部分。公司 2020 年将上线产品比较多，我们预计公司上半年将上线《山海镜花》、《权力的游戏》海外版、《少年三国志 零》，下半年有望上线《盗墓笔记》、《狂暴之翼 2》（海外）、《星球大战》，公司 2020 年产品上线较为密集，预计将为公司带来快速业绩增长，根据我们对于公司新产品质量以及老产品历史产品流水表现的跟踪，预计 2019-2021 年网页游戏收入增速为-15%、-10%、-10%，移动游戏收入增速为 15%、40%、20%。

表 5 页游和移动游戏收入预测

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
网页游戏收入	904.07	893.95	759.86	683.87	615.48
YOY	-26.56%	-1.12%	-15%	-10%	-10%
移动游戏收入	2301.06	2567.70	2952.86	4134	4960.80
YOY	79.55%	11.59%	15%	40%	20%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

### 2、其他假设条件

(1) 假设毛利率略有提升。

(2) 由于公司 2019 年加大买量成本支出，故假设 2019 年销售费用率略有提高 0.6pct 至 12%，之后两年回归至之前水平。假设 2019 年管理费用率保持不变，之后在公司管理效率提升下管理费用率略有下降。由于 5G 应用下对内容商精品化的要求提高，我们假设研发费用率将小幅提升。

表 6 盈利预测各项费用率假设

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业成本率	43.92%	43.50%	43.00%	43.00%
营业税金及附加率	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
销售费用率	11.40%	12.00%	11.00%	10.00%
管理费用率	12.66%	12.66%	11.50%	11.00%
研发费用率	10.32%	10.32%	10.50%	11.00%

资料来源：游族网络公告，信达证券研发中心测算

根据以上假设条件，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 37.6、48.88、56.22 亿元，同比增长 5%、30%、15%，归属母公司股东的净利润分别为 10.7、14.23、16.51 亿元，同比增长 6.05%、32.97%、15.99%，2019-2021 年摊薄 EPS 分

别达到 1.20 元、1.60 元和 1.86 元，对应 2020 年 1 月 2 日收盘价（25.01 元/股）的动态 PE 分别为 21 倍、16 倍和 13 倍。

### 3、公司估值及评级

按照游戏行业 2020 年 1 月 2 日收盘价计算，2020 年行业平均估值为 24.72X。我们认为公司为 A 股游戏行业研运一体化稀缺标的，看好公司在二次元、女性向新领域的布局及 5G 时代下内容商价值重估，给予 25X 估值，对应目标市值 356 亿元，对应目标价格 40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7 游族网络可比公司估值情况

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002624.SZ	完美世界	48.55	1.30	1.64	1.90	2.17	21.46	29.67	25.57	22.36
002555.SZ	三七互娱	29.10	0.47	0.98	1.16	1.31	19.89	29.66	25.14	22.14
002602.SZ	世纪华通	12.18	0.41	0.49	0.65	0.75	50.10	24.80	18.79	16.29
300315.SZ	掌趣科技	6.63	-1.14	0.17	0.33	0.40	-3.09	39.15	19.91	16.43
300113.SZ	顺网科技	28.26	0.46	0.65	0.76	0.90	27.44	43.26	37.30	31.55
603444.SH	吉比特	313.34	10.06	12.44	14.49	16.69	14.72	25.18	21.63	18.77
平均								31.95	24.72	21.26

资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 风险因素

- 1、已有产品流水下滑较快的风险；
- 2、已上线产品流水不达预期的风险；
- 3、公司版号获得延期的风险；
- 4、5G 商用化不达预期的风险。

资产负债表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,133.99	3,184.06	4,247.16	5,752.08	7,440.02
货币资金	1,937.77	1,156.06	2,146.97	3,165.79	4,532.34
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	474.20	886.05	930.35	1,209.45	1,390.87
预付账款	360.06	698.29	726.16	933.16	1,073.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	361.96	443.67	443.67	443.67	443.67
<b>非流动资产</b>	3,501.96	4,148.51	4,174.00	4,204.28	4,242.84
长期股权投资	443.17	433.29	433.29	433.29	433.29
固定资产(合计)	699.06	714.99	734.32	786.89	845.66
无形资产	166.77	146.61	126.91	107.22	87.53
其他	2,192.95	2,853.63	2,879.48	2,876.89	2,876.37
<b>资产总计</b>	6,635.95	7,332.58	8,421.16	9,956.36	11,682.86
<b>流动负债</b>	2,138.77	2,393.20	2,409.25	2,518.31	2,590.57
短期借款	1,274.32	1,889.82	1,889.82	1,889.82	1,889.82
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	176.46	177.43	184.51	237.10	272.67
其他	687.99	325.96	334.92	391.38	428.08
<b>非流动负债</b>	428.74	433.12	433.12	433.12	433.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	428.74	433.12	433.12	433.12	433.12
<b>负债合计</b>	2,567.51	2,826.32	2,842.37	2,951.42	3,023.69
少数股东权益	17.27	-3.36	-0.98	2.18	5.85
归属母公司股东权益	4,051.16	4,509.62	5,579.78	7,002.76	8,653.33
<b>负债和股东权益</b>	6,635.95	7,332.58	8,421.16	9,956.36	11,682.86

单位:百万元

重要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,235.68	3,581.25	3,760.32	4,888.41	5,621.67
同比 (%)	27.89%	10.68%	5.00%	30.00%	15.00%
归属母公司净利润	655.89	1,009.12	1,070.16	1,422.98	1,650.57
同比 (%)	11.57%	53.85%	6.05%	32.97%	15.99%
毛利率 (%)	52.17%	56.08%	56.50%	57.00%	57.00%
ROE%	19.40%	23.58%	21.21%	22.62%	21.09%
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.14	1.20	1.60	1.86
P/E	34	22	21	16	13
P/B	5.48	4.93	3.98	3.17	2.57
EV/EBITDA	26.76	18.68	18.63	14.44	12.59

单位:百万元

利润表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3,235.68	3,581.25	3,760.32	4,888.41	5,621.67
营业成本	1,547.56	1,572.94	1,635.74	2,102.02	2,417.32
营业税金及附加	20.21	24.50	25.72	33.24	38.23
销售费用	293.71	408.08	451.24	537.73	562.17
管理费用	679.70	453.43	476.10	562.17	618.38
研发费用	0.00	369.53	388.06	513.28	618.38
财务费用	90.52	79.74	89.21	77.24	67.18
减值损失合计	70.42	17.41	-1.14	-1.48	-1.71
投资净收益	2.78	227.35	227.35	227.35	227.35
其他	109.95	167.04	167.05	167.05	167.05
<b>营业利润</b>	646.27	1,050.01	1,089.79	1,458.62	1,696.12
营业外收支	27.23	6.07	30.18	30.59	31.27
<b>利润总额</b>	673.51	1,056.09	1,119.97	1,489.21	1,727.39
所得税	9.36	44.73	47.43	63.07	73.16
<b>净利润</b>	664.15	1,011.36	1,072.54	1,426.15	1,654.24
少数股东损益	8.26	2.24	2.38	3.16	3.67
<b>归属母公司净利润</b>	655.89	1,009.12	1,070.16	1,422.98	1,650.57
EBITDA	906.66	1,311.96	1,315.60	1,697.66	1,946.83
EPS(当年)(元)	0.74	1.14	1.20	1.60	1.86

单位:百万元

现金流量表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	741.51	273.34	984.73	1,030.26	1,397.27
净利润	664.15	1,011.36	1,072.54	1,426.15	1,654.24
折旧摊销	143.78	151.71	104.54	113.39	124.75
财务费用	89.38	104.17	91.09	95.06	94.70
投资损失	-2.78	-227.35	-227.35	-227.35	-227.35
营运资金变动	-255.26	-843.27	-54.99	-375.56	-247.42
其它	102.25	76.72	-1.09	-1.42	-1.63
<b>投资活动现金流</b>	-663.53	-558.62	97.27	83.62	63.97
资本支出	-177.44	-332.53	-130.08	-143.73	-163.38
长期投资	39.85	198.37	227.35	227.35	227.35
其他	-525.94	-424.47	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	873.10	-461.82	-88.97	-88.97	-88.97
吸收投资	696.24	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	250.26	225.05	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	116.87	156.42	88.97	88.97	88.97
现金流净增加额	937.50	-715.59	990.91	1,018.82	1,366.55

单位:百万元

## 研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。