

2020 年进入新一轮产品周期，一季度业绩高速增长

买入 (维持)

2020 年 03 月 01 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	3,516	5,811	7,400
同比 (%)	10.7%	-1.8%	65.3%	27.4%
归母净利润 (百万元)	1,009	550	1,301	1,627
同比 (%)	53.9%	-45.5%	136.7%	25.1%
每股收益 (元/股)	1.14	0.62	1.46	1.83
P/E (倍)	23.78	43.66	18.45	14.75

投资要点

■ **事件:** 2020 年 2 月 28 日, 公司发布 2019 年业绩快报及 2020 年一季度业绩预告: 2019 年公司实现营收 35.2 亿元, 同比下滑 1.82%, 实现归母净利润 5.5 亿, 同比下滑 45.47%; 公司预计 2020 年一季度实现归母净利润 3.11-3.46 亿元, 同比增长 80%-100%。

■ **点评:** 2019 年业绩下滑主要系公司为保障国内和海外市场持续稳定发展, 扩大市场份额, 本期在广告宣传及人力成本方面投入较大, 同时由于代理游戏产品数量的增加使得分成成本也相应增加, 此外 2019 年公司投资收益约为 1 亿元, 上年同期投资收益为 2.3 亿元, 同比下降 55.60%。2020 年一季度业绩增长超预期, 因报告期内老游戏运营平稳, 由公司自研自发的经典卡牌手游《少年三国志》的续作《少年三国志 2》于 2019 年 12 月 11 日全平台上线, 流水表现超预期; 此外, 2020 年一季度非经常性损益约 5000 万元, 上年同期非经常性损益金额为 107.30 万元。

■ **2020 年公司进入新一轮产品周期, 后续自研产品丰富支撑流水可持续性。**存量游戏《少年三国 1》等表现稳定, 新作《少年三国志 2》由原团队操刀, 依托三国 IP、前作粉丝基础及精准营销, 12 月 4 日上线后位列国内 IOS 免费游戏榜第二, 目前在卡牌及 SLG 两个细分品类中基本保持前十排名, 流水表现超预期预计持续贡献相对稳定的收入。后续自研产品丰富: 同系列手游《少年三国志零》在还原原作情节的基础上创新玩法, 目前已获得版号开启测试; MMO 手游《盗墓笔记》, 原著 IP 粉丝基数大且忠诚度较高, 以男性及一二线城市受众为主, 目前 TapTap 评分达 9.2 分; 此外 PRG 手游《山海镜花》已完成多轮测试持续改进, 有望 Q2 上线。

■ **自研代理并举, 出海战略持续发力。**公司手握《权力的游戏》《圣斗士星矢》等具有全球粉丝基础的 IP 产品, 经过市场调研确定游戏发行地区, 结合区域用户特征定制推广策略和用户数据标签, 精准投入资源, 优化运营效率, 提高出海成功率。例如基于 IP 认知度, 《圣斗士星矢》在欧洲选择法国为优先发行市场, 上线首月顺利登顶法国畅销榜单, 并针对欧美用户进程相对国内较慢, 注重游戏剧情体验等特点, 欧美版本抽卡采用了强弱交替更新的概念。市场开拓及精细化运营有效放大 IP 价值, 游戏生命周期。未来公司持续深耕海外市场, 自研产品方面, 《ioe 无尽帝国》预计将于海外发行, 同时《权力的游戏》继续开拓东南亚、欧美等海外市场, 有望成为重要增量; 此外还将代理《狂暴之翼 2》、《塞尔之光》、《王者围城》等新产品, 也将陆续发行海外。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 19-21 年实现营收 35.2/58.1/74.0 亿元, 归母净利润 5.5/13.0/16.3 亿元, EPS 分别为 0.62/1.46/1.83 元, 给予 20 年 25-28 倍估值, 目标价 36.6-41.0 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)	27.01
一年最低/最高价	12.79/32.30
市净率(倍)	4.39
流通 A 股市值(百万元)	17418.39

基础数据

每股净资产(元)	6.15
资产负债率(%)	42.03
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): 权游上线带动 Q3 业绩高增, 展望 Q4 产品储备矩阵丰富》

2019-10-23

2、《游族网络 (002174): 产品周期致上半年业绩承压, 新游带动 Q3 业绩预告高增》

2019-09-01

3、《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

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
流动资产	3,184	5,021	5,963	7,103	营业收入	3,581	3,516	5,811	7,400
现金	1,156	3,715	2,338	4,691	减:营业成本	1,573	1,688	2,792	3,580
应收账款	886	449	1,758	1,053	营业税金及附加	24	23	38	48
存货	0	0	0	0	营业费用	408	527	755	814
其他流动资产	1,142	857	1,867	1,359	管理费用	453	879	1,220	1,517
非流动资产	4,149	4,069	4,750	5,111	财务费用	80	94	96	94
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	661	1,351	1,743	加:投资净收益	227	101	226	146
在建工程	0	25	58	85	其他收益	0	0	0	0
无形资产	354	335	330	323	营业利润	1,050	575	1,315	1,672
其他非流动资产	2,646	2,636	2,621	2,601	加:营业外净收支	6	-2	22	14
资产总计	7,333	9,090	10,713	12,214	利润总额	1,056	574	1,337	1,686
流动负债	2,393	2,537	2,896	2,860	减:所得税费用	45	21	24	47
短期借款	1,890	1,890	1,890	1,890	少数股东损益	2	3	12	12
应付账款	177	202	426	380	归属母公司净利润	1,009	550	1,301	1,627
其他流动负债	326	445	581	591	EBIT	1,162	646	1,409	1,743
非流动负债	433	1,494	1,518	1,467	EBITDA	1,314	774	1,572	1,954
长期借款	399	1,460	1,484	1,433					
其他非流动负债	34	34	34	34	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,826	4,032	4,414	4,327	每股收益(元)	1.14	0.62	1.46	1.83
少数股东权益	-3	-1	11	23	每股净资产(元)	5.08	5.69	7.08	8.85
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	4,510	5,059	6,288	7,864	股)	888	888	888	888
负债和股东权益	7,333	9,090	10,713	12,214	ROIC(%)	16.3%	7.3%	14.1%	15.0%
					ROE(%)	22.4%	10.9%	20.8%	20.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	56.1%	52.0%	51.9%	51.6%
经营活动现金流	273	1,460	-640	2,961	销售净利率(%)	28.2%	15.6%	22.4%	22.0%
投资活动现金流	-559	52	-618	-426	资产负债率(%)	38.5%	44.4%	41.2%	35.4%
筹资活动现金流	-462	1,047	-119	-182	收入增长率(%)	10.7%	-1.8%	65.3%	27.4%
现金净增加额	-716	2,559	-1,377	2,353	净利润增长率(%)	53.9%	-45.5%	136.7%	25.1%
折旧和摊销	152	128	163	211	P/E	23.78	43.66	18.45	14.75
资本开支	333	-59	704	391	P/B	5.32	4.74	3.82	3.05
营运资本变动	-843	786	-1,986	1,163	EV/EBITDA	19.14	30.67	16.01	11.66

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>

