



2020年3月17日

## 游族网络 (002174): 全球领先游戏发行商

互联网

当前股价: 21.45 元

推荐 (首次)

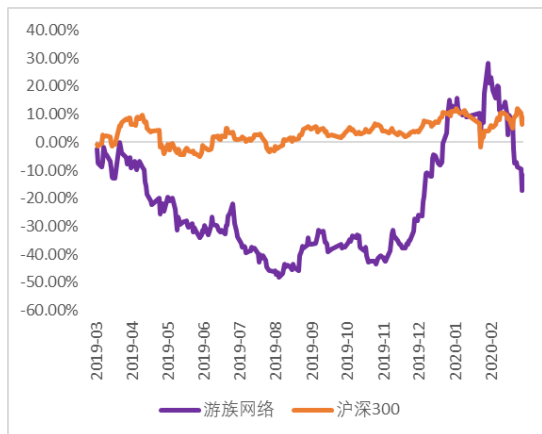
### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,581	3,516	5,390	7,030
(+/-)	10.68%	-1.82%	53.30%	30.43%
营业利润	1,020	539.11	1493.65	2058.85
(+/-)	35.9%	-47.16%	176.99%	37.84%
归属母公	856.23	540.66	1120.05	1542.85
司净利润				
(+/-)	55.96%	-36.90%	107.40%	37.68%
EPS (元)	1.15	0.609	1.261	1.737
市盈率	22.93	35.36	17.07	12.39

### 公司基本情况 (最新)

总股本/流通股 (亿股)	8.88/6.45
流通市值 (亿元)	141
每股净资产 (元)	5.97
资产负债率 (%)	38.5

### 股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰  
 执业证书编号: S1050520020002  
 邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
 邮编: 200030  
 电话: (86 21) 64339000  
 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **公司立足全球化游戏研发与发行**, 知名 IP 管理, 大数据与智能化, 泛娱乐产业投资四大业务板块全面发展, 在海外积累 1000 多个合作伙伴, 发行版图遍及欧美、中东、亚洲及南美等 200 多个国家及地区, 全球累计近 10 亿用户。

● **新手游上线量走低, 游戏出海大势所趋**。2019 年我国移动游戏市场实际销售收入达到 1513.7 亿元, 较 2018 年同比增长 13.0%。自 2013 年来国内移动市场销售收入增速处于下行通道, 叠加诸多政策影响, 新游上线量明显走低, 为了寻找更多机会, 开发商选择拓展海外市场也是大势所趋。

● **中国开发商积极改变, 海外市场空间仍然很大**。随着国内游戏研发技术的不断提升, 2019 年我们看到动作类和冒险类游戏的占比有较为显著的提升, 这种变化也能反映出中国开发商的研发实力正在不断提升。印度、美国、英国和德国市场, 休闲类游戏的占比高, 而这块领域中国厂商涉足较少。加强休闲游戏在海外的发行, 可以进一步提升中国游戏开发商未来的发展空间

● **研发代理双管齐下, 优秀作品蓄势待发**。新游《少年三国志 2》表现稳定, 上线后三个月依然保持较高的收入水平。储备游戏《山海镜花》获得版号, 并开启删档测试, 预约人数超 120 万, 潜力巨大。同时今年 3 月公司将代理发行《荒野乱斗》, 有望进一步增厚业绩。

● **盈利预测**: 我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 35.16 亿元、53.9 亿元和 70.3 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 5.4 亿元、11.2 亿元和 15.43 亿元。按照公司 3 月 15 日收盘价测算, 对应的市盈率分别为 35.36 倍、17.07 倍和 12.39 倍。公司移动游戏业务今年发展加速, 确定性强, 且游戏储备丰厚, 能够在国内外市场共同发力, 我们预计 2020 年公司业绩有望超越市场预期。当前股价对应 2020 年市盈率将低于可比公司均值, 估值上升空间大, 投资价值凸显。首次覆盖, 给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示**: 游戏发行进度不及预期、国内游戏政策变化、市场系统性风险。

## 正文目录

<b>1. 全球领先互动娱乐企业</b> .....	<b>4</b>
1.1 打造优质内容，塑造全球经典.....	4
1.2 国内外市场齐头并进，多维度强化产品优势.....	5
1.3 多 IP 联动，丰富营销手段.....	6
1.4 盈利能力稳定增长.....	7
<b>2. 移动游戏：海外发展正当时</b> .....	<b>8</b>
2.1 新手游上线量走低，游戏出海大势所趋.....	8
2.2 国内发行商影响力增加，新兴市场优势明显.....	10
2.3 海外成熟市场用户支出高，新兴市场下载量高.....	10
2.4 中国开发商积极改变，海外市场空间仍然很大.....	11
<b>3. 研发代理双管齐下，优秀作品蓄势待发</b> .....	<b>12</b>
3.1 国内市场收入企稳，《少年三国志 2》表现超预期.....	12
3.2 国内游戏储备丰富，海外发行网络逐渐完善.....	13
3.3 海外成功游戏在国内发行有望提升公司业绩.....	14
<b>4. 公司盈利预测与估值</b> .....	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

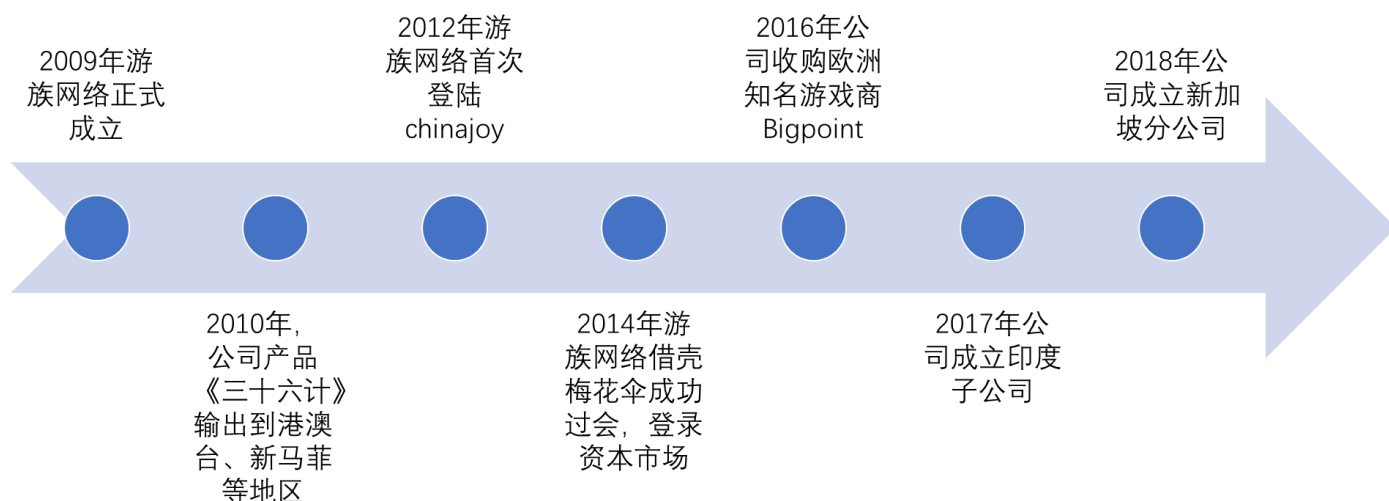
图表 1 公司发展历程.....	4
图表 2 公司主要产品.....	5
图表 3 公司股权结构图.....	5
图表 4 公司国内外收入齐头并进.....	6
图表 5 公司营业收入及增速.....	7
图表 6 公司归母净利润及增速.....	7
图表 7 公司国内业务毛利率稳步提升.....	7
图表 8 公司销售净利率和净资产收益率.....	7
图表 9 2008-2019 年中国移动游戏市场实际销售收入统计及增长情况 .....	8
图表 10 新手游上线量持续走低.....	9
图表 11 中国移动游戏海外用户支出占海外移动游戏市场的份额.....	9
图表 12 2019 年上半年成熟市场 top20 手游发行商分布 .....	10
图表 13 2019 年上半年新兴市场 top20 手游发行商分布 .....	10
图表 14 2019 年上半年主要市场游戏用户支出和下载量 .....	11
图表 15 策略游戏占比降低，动作、冒险类游戏占比提升.....	11
图表 16 印度市场动作类游戏占比高.....	12
图表 17 游族主要手游 IOS 收入估算(美元).....	12
图表 18 《少年三国志 2》上线一个月内榜单排名变化 .....	13
图表 19 《山海镜花》缘合测试画面精美.....	14
图表 20 《荒野乱斗》近一年 IOS 榜单排名 .....	14
图表 21 公司营业收入假设.....	15
图表 22 可比上市公司.....	16
图表 23 公司相对估值.....	16
图表 24 公司盈利预测（百万元） .....	17

## 1. 全球领先互动娱乐企业

### 1.1 打造优质内容，塑造全球经典

以“创造全球娱乐经典”为愿景，游族网络立足全球化游戏研发与发行，知名 IP 管理，大数据与智能化，泛娱乐产业投资四大业务板块全面发展。成功推出了《少年三国志》、《狂暴之翼》、《盗墓笔记》、《天使纪元》、《女神联盟》系列等多款知名游戏产品，在海外积累 1000 多个合作伙伴，发行版图遍及欧美、中东、亚洲及南美等 200 多个国家及地区，全球累计近 10 亿用户。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司两大核心业务是移动游戏和网页游戏。2015 年前，公司主营收入以网页游戏为主，占公司营业收入的 88%，移动游戏业务占公司营业收入的 11%。随着智能手机蓬勃发展，公司逐渐转移业务重心，逐步将前期优秀自研页游 IP 和外部引进的知名 IP 打造为优秀的移动游戏。截止到 2018 年年报，公司移动游戏业务占比为 71.7%，网页游戏业务占比 25%。

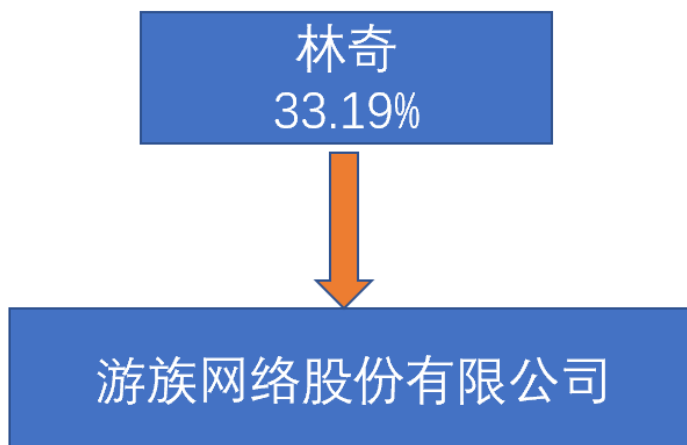
图表 2 公司主要产品

游戏名	概述
《少年三国志2》	《少年三国志2》是由上海游族信息技术有限公司旗下的一款三国题材的横版卡牌手游，是《少年三国志》的正统续作。玩家在游戏内扮演一名在时空局实习的少年，因为三国时代的突发混乱而进入三国世界，却意外与同伴走散。此时的少年，为了回到现代世界，不得已在这个三国世界闯荡，并遭遇了一系列的神秘事件，而三国历史的命运，此刻正把握在这名少年的手中。
《权力的游戏 凛冬将至》	《权力的游戏 凛冬将至》是以巨制美剧《权力的游戏》（Game of Thrones）为蓝本开发的新一代3D策略游戏。游戏由华纳兄弟互动娱乐在HBO许可下正式授权，游族网络研发、腾讯独家代理的正版手游。游戏秉承HBO式写实风格，重现维斯特洛历史风貌，经典P元素还原，极游戏游戏画面，开设创新策略玩法。
《天使纪元》	《天使纪元》是上海游族信息技术有限公司旗下的大侠工作室打造的一款3D魔幻MMOARPG战斗手游，该作于2018年1月11日正式公测。讲述了魔族觉醒并入侵人间的故事，玩家可以扮演狂战士、魔法师、圣射手等职业，与人类一起对抗魔族。游戏拥有精灵、坐骑、翅膀等战斗培养元素，还引入竞技场、血色争霸等PVP玩法
《三十六计》	《三十六计》是由上海游族信息技术有限公司研发的一款战争策略类网页游戏，该作于2017年4月27日正式公测。《三十六计》以中国古代十二国诸侯争霸为背景，玩家可扮演主公的角色，建造城池、招兵买马、征战天下，来实现统一各诸侯国的梦想。游戏拥有爵位系统、英雄系统、政务系统等战斗培养元素，还引入比武大会、国战等PVP玩法
《女神联盟2》	《女神联盟2》手游是由上海游族信息技术有限公司制作的一款卡牌RPG手游，该作于2018年9月7日正式公测。游戏讲述了以冥王为首的亡灵军团入侵圣芙艾尔的故事，玩家可以扮演银月之羽、雪之誓言、小女巫等英雄，与女神们一起对付亡灵军团。游戏拥图鉴、英雄、魔石、宝物有战斗培养元素，还引入竞技场、跨服争霸等PVP玩法

资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司控股股东、实际控制人为林奇，持有公司 33.19% 的股份。目前公司拥有境内公司 4 家，聚焦于网络游戏和手机游戏两大领域。2018 年公司获得 2018 年度品牌价值传播奖、2018 年度中国十大游戏出版运营企业。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

## 1.2 国内外市场齐头并进，多维度强化产品优势

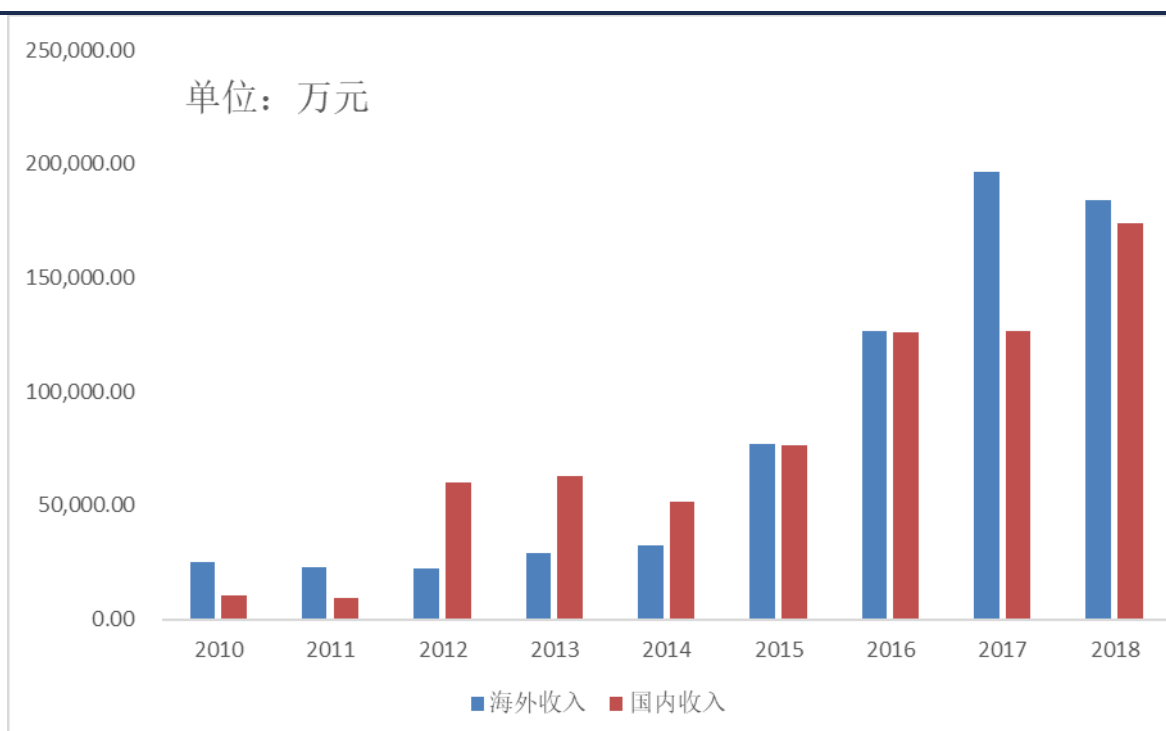
近年来，面对持续细分化的市场，公司从“广度”和“深度”强化自身产品。广度方面，在全球更多地区深入本地化，针对当地市场持续跟踪、蓄积资源、建立深度扎根且各区域优势联动的全球发行网络。深度方面，深耕优势品类，强化 SLG、卡牌、MMO 及二次元品类竞争优势，提升单产品竞争力和品类份额。

海外市场方面，公司通过自研与代理，将全球顶级 IP 与中国工匠精神结合打造优

质游戏，以全球化视野打造经典、重现经典，提升用户体验。公司凭借多年出海经验积累打造了完善的运营体系，构建了一个可以辐射全球的发行网络。目前，公司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发行和运营团队，多款产品在海外市场获得优异的成绩和良好的口碑。

国内市场方面，公司在长线运营《少年三国志》手游、《少年三国志 2》手游、《三十六计》手游、《权力的游戏 凛冬将至》手游、《女神联盟》页游等经典产品的基础上，强化精品研发储备。公司还参与 Supercell 旗下重磅大作《荒野乱斗》的国内发行业务，此次联手 Supercell 为公司多品类发展向电竞领域迈出新的一步。

图表 4 公司国内外收入齐头并进



资料来源：wind，华鑫证券研发部

### 1.3 多 IP 联动，丰富营销手段

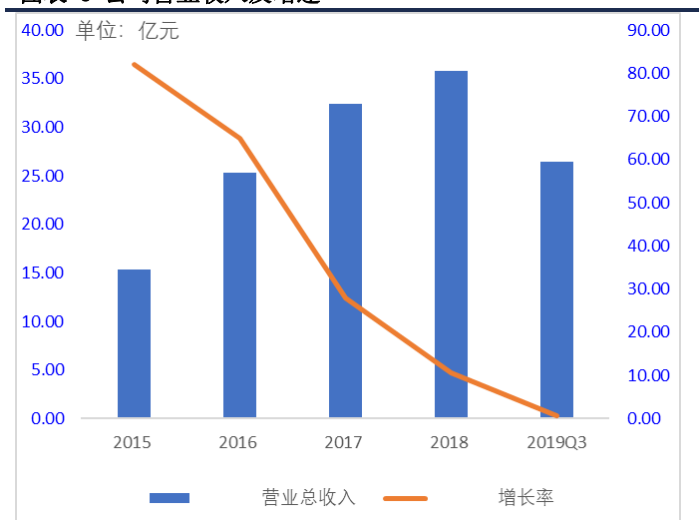
公司针对以游戏 IP 为主导的核心 IP 和以影视和娱乐为主的非核心泛 IP 采取不同的营销手段，公司自有经典 IP 产品《少年三国志》通过举办“616 少年节”，首次携手四川省川剧院，开启了文创合作项目“国风少年守护计划”，也开启了公司旗下自研 IP 与传统文化跨界联动的新篇章。

而对于泛 IP 改编的游戏产品，除了极致还原 IP 元素之外，还需要依托 IP 资源精准触达 IP 的核心粉丝，通过多维度的线下营销手段，引爆传播话题，向外延伸泛玩家，重塑 IP 的用户体验。

## 1.4 盈利能力稳定增长

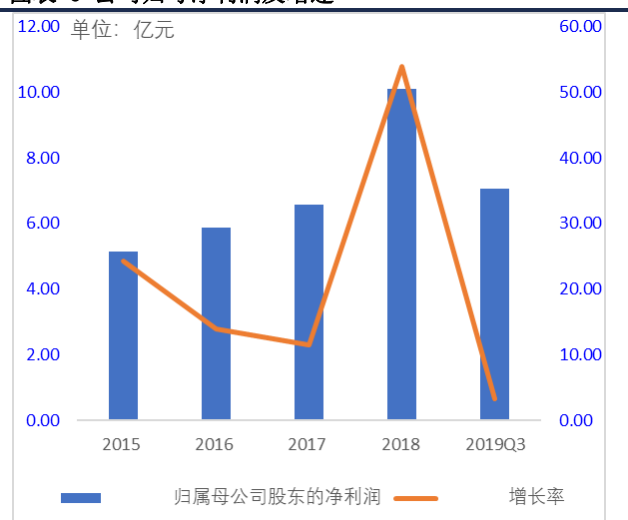
近两年公司在自研及代理两条线分别进行了积极布局，储备多款高品质产品，营业收入和归母净利润保持较快增长。2014-2018年期间，公司营业收入从8.44亿元增长至35.81亿元，年均复合增长率高达43.5%。2019年前三季度，公司由于同时开拓海内外市场，营销成本大幅提升，同时《权力的游戏》表现低于市场预期，使得公司2019年业绩承压。2014-2018年期间，公司归母净利润从4.15亿元上升至10.09亿元，年均复合增速为24.87%，保持稳定增长。2019年前三季度，公司归母净利润为5.5亿元，同比下滑45.47%。

图表 5 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

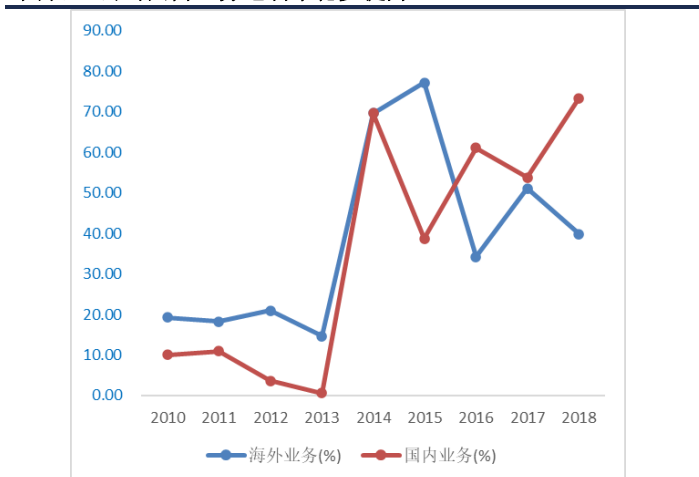
图表 6 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

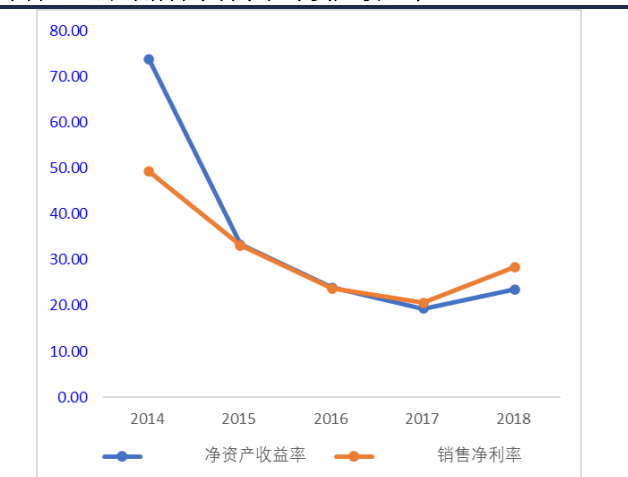
2013年以来，公司海内外产品销售毛利率保持稳定增长；2019年三季度报显示，公司销售毛利率表现稳定，而销售净利率增长了3.16个百分点，达到26.69%。净资产收益率方面，2019年三季度由于公司货币资金、交易性金融资产和预付款项大幅增加，导致总资产周转率下降，公司净资产收益率呈小幅下降趋势。预计后续随着公司投资项目陆续落地，预付款项逐渐交付，净资产收益率将企稳回升。

图表 7 公司国内业务毛利率稳步提升



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 8 公司销售净利率和净资产收益率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 2. 移动游戏：海外发展正当时

### 2.1 新手游上线量走低，游戏出海大势所趋

根据伽马数据研究显示，2019年我国移动游戏市场实际销售收入达到1513.7亿元，较2018年同比增长13.0%。自2013年来国内移动市场销售收入增速处于下行通道，中国移动游戏市场进入稳定增长阶段。

图表 92008-2019 年中国移动游戏市场实际销售收入统计及增长情况



资料来源：伽马数据，前瞻产业研究院

此外，自2016年6月国家新闻出版广电总局下发《关于移动游戏出版服务管理的通知》，规定手游上线前需要经过前置审批取得版号以来，游戏行业相关政策趋紧，不管是2018年12月7日网络游戏道德委员会的成立，还是2018年8月教育部等八大部门印发的《综合防控儿童青少年近视实施方案》，或是2017年12月中宣部等部委印发的《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》，都对游戏行业提出了严格的要求。为了寻找更多机会，开发商选择拓展海外市场是大势所趋。



图表 10 新手游上线量持续走低



资料来源：七麦数据

根据 Newzoo 统计数据，2015-2018 全球移动游戏市场规模逐年增长。2018 年全球移动游戏市场规模达到 621.5 亿美元，2019 年全球移动游戏市场规模预计达到 681.6 亿美元，其中中国内地移动游戏市场规模达到 215.7 亿美元，占比为 31.6%。与此同时，中国移动游戏在海外的游戏市场份额也在不断攀升，根据 AppAnnie 的研究数据显示，中国移动游戏海外用户支出占海外移动游戏市场份额从 2017 年上半年的 10% 上升到 2019 年上半年的 16%。随着 5G 时代的到来，会有更多的开发商加入出海的行列，我们预计这个数字未来还会不断上升。

图表 11 中国移动游戏海外用户支出占海外移动游戏市场的份额



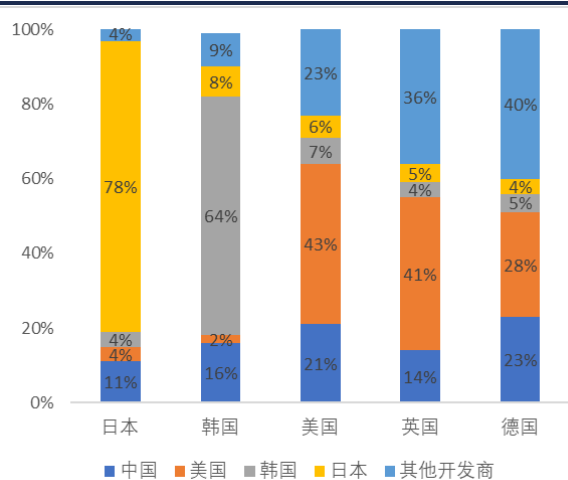
资料来源：AppAnnie

## 2.2 国内发行商影响力增加，新兴市场优势明显

据 AppAnnie 的数据统计，全球 top1000 移动游戏发行商有 79% 来自日本、美国、中国和韩国，其中中国占比 16%，占比最高的日本为 30%。国内发行商已经在逐渐追上国外竞争对手。

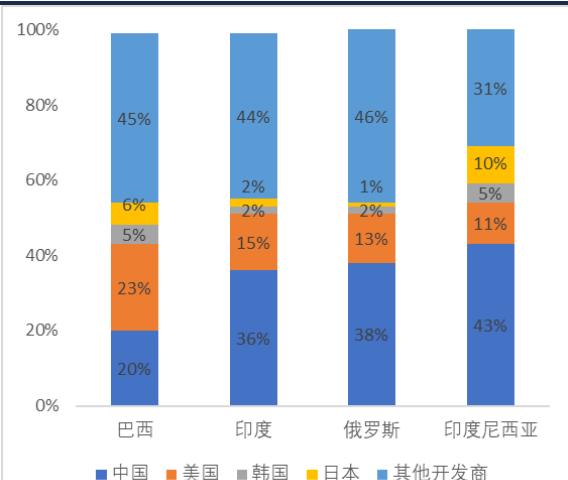
分市场来看，成熟市场如日本、韩国、美国，高人气手游发行商多为本土发行商，而在英国和德国，我国手游发行商仍与美国发行商有一定差距。在新兴市场如印度、俄罗斯、印度尼西亚，中国发行商占据了 top20 游戏较多的份额，仅在巴西市场还未能超过美国发行商。可见中国发行商在全球范围已经逐渐显现影响力，尤其是新兴市场，中国发行商有着举足轻重的市场地位。

图表 12 2019 年上半年成熟市场 top20 手游发行商分布



资料来源：App Annie，华鑫证券研发部

图表 13 2019 年上半年新兴市场 top20 手游发行商分布



资料来源：App Annie，华鑫证券研发部

成熟市场的移动游戏用户支出中，中国发行商所占份额较低，但增长率较高。2019 年上半年中国游戏发行商平均所占市场份额不到 20%，但用户支出年平均增长 51%；在新兴市场，中国移动游戏发行商的市场占有率处于相对领先，但是在巴西和印尼，中国移动游戏发行商的用户支出增速不及日本移动游戏发行商。

## 2.3 海外成熟市场用户支出高，新兴市场下载量高

根据 AppAnnie 数据显示，2019 年上半年海外成熟市场用户支出除了日本地区外，增速基本在 20% 左右。美国、韩国地区不仅增速较高，且用户支出处于领先地位。日本虽然用户支出增速低，但仍有很高的用户支出水平。海外新兴市场目前用户支出还无法与成熟市场相比，但海外新兴市场下载量远高于大多数成熟市场。

我们认为现阶段在成熟市场布局较多的公司会面对较大的竞争压力，成熟地区本土开发商更了解本国玩家的痛点，从而能够获得较高的回报。而在新兴市场布局较多的公司，能够在与海外开发商的竞争中占到优势，从而获得大量的游戏下载，且目前新兴市场用户支出的上升空间巨大，这些公司长期会获得较高的回报。

图表 14 2019 年上半年主要市场游戏用户支出和下载量

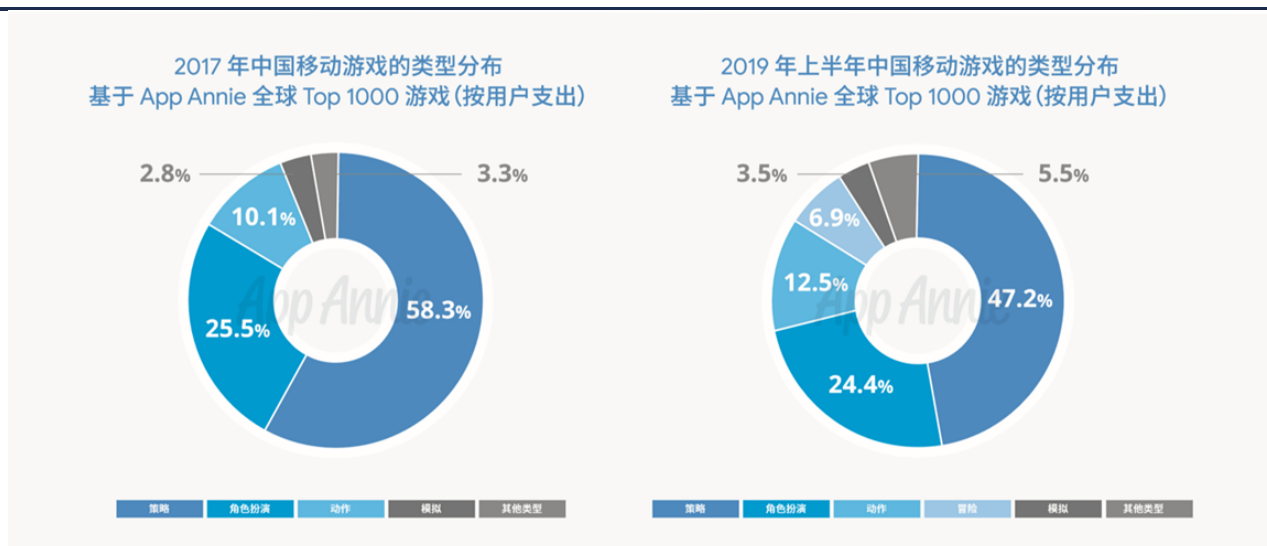
主要市场游戏用户支出排名					主要市场游戏下载量排名			
排名	市场	用户支出 (十亿美元)	同比增长	排名	市场	下载量 (十亿次)	同比增长	
1	美国	8.29	24%	1	印度	2.71	1%	
2	日本	7.01	7%	2	美国	2.32	2%	
3	韩国	2.16	18%	3	巴西	1.52	4%	
4	台湾地区	0.93	22%	4	俄罗斯	1.17	9%	
5	德国	0.86	23%	5	印度尼西亚	1.04	9%	
6	英国	0.74	18%	6	墨西哥	0.71	6%	
7	法国	0.54	21%	7	越南	0.69	-7%	
8	加拿大	0.53	17%	8	土耳其	0.65	-1%	
9	澳大利亚	0.46	12%	9	泰国	0.45	-2%	
10	中国香港	0.34	19%	10	英国	0.41	3%	

资料来源: App Annie, 华鑫证券研发部

## 2.4 中国开发商积极改变，海外市场空间仍然很大

目前，中国游戏开发商的优秀游戏作品仍以策略类游戏为主，2017 年 App Annie 全球 top1000 游戏中，策略类型占到了中国移动游戏的 58%，而排在第二的角色扮演只有 25.5%。随着国内游戏研发技术的不断提升，2019 年我们看到动作类和冒险类游戏的占比有较为显著的提升，尽管差距依旧很大，这种变化也能反映出中国开发商的研发实力正在不断提升。

图表 15 策略游戏占比降低，动作、冒险类游戏占比提升



资料来源: App Annie

以下载量较高的印度市场为例，动作类游戏用户支出占比超过了 30%，独占鳌头，其中中国开发商的游戏贡献了一半。而且 2018 年动作类游戏用户支出年增长率高达 116%，同样是中国厂商占比较高的策略类游戏，只有-5%的年增长率。这意味着海外发

行动作类游戏在现阶段更有优势。

另一方面，我们也能看出中国厂商在休闲类游戏上投入不多，无法与其他类型相比，但是休闲类游戏依然是游戏市场中较为重要的组成部分，尤其是印度、美国、英国和德国市场，休闲类游戏的占比都是排名前三，而这块巨大的蛋糕中国厂商分到得少之又少。因此，加强休闲游戏在海外的发行，可以进一步提升中国游戏开发商未来的发展空间。

图表 16 印度市场动作类游戏占比高



### 3. 研发代理双管齐下，优秀作品蓄势待发

#### 3.1 国内市场收入企稳，《少年三国志 2》表现超预期

公司 2019 年 12 月 3 日上线的新游《少年三国志 2》表现稳定，上线后三个月依然保持较高的收入水平，2 月 15 日版本更新也让游戏收入有所回升，这也体现了该游戏的用户粘性高，变现能力也较强。除此之外，其他长期运营游戏也保持着稳定的月流水。《权力的游戏》手游月流水有所下滑，但占比不高，对整体影响较小。

图表 17 游族主要手游 10S 收入估算(美元)

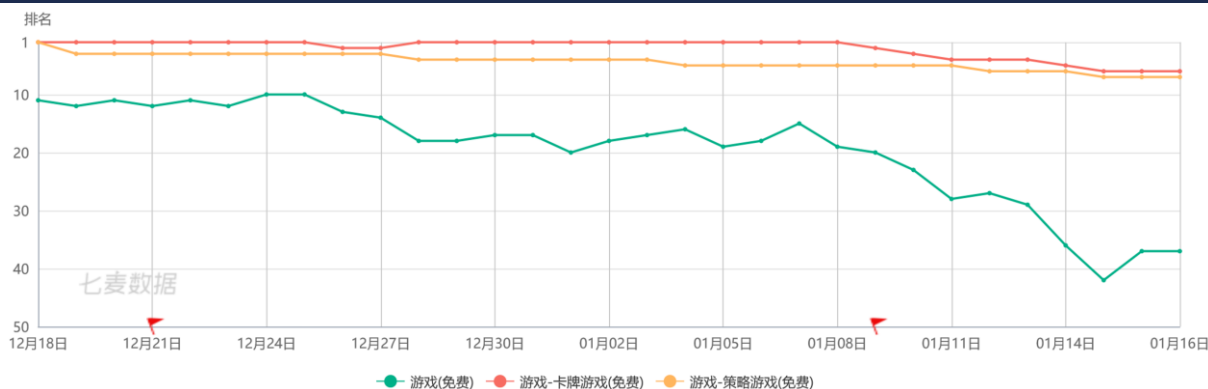
	2019 年 12 月	2020 年 1 月	2020 年 2 月
少年三国志 2	16,000,000	10,000,000	11,000,000
少年西游记	300,000	200,000	300,000
女神联盟 2	80,000	90,000	80,000
三十六计	400,000	400,000	400,000
权力的游戏：凛冬将至	3,000,000	2,000,000	1,000,000
天使纪元	700,000	600,000	700,000

资料来源: SensorTower, 华鑫证券研发部

根据七麦数据统计显示，《少年三国志 2》上线后一个月内一直维持在卡牌游戏和

策略游戏免费榜前 10，下载量在当前维持在 1.5 万次/日至 2 万次/日。自 12 月 3 日上线以来共经历 4 次版本更新，不断增添新玩法如“攻城略地”、“神兽秘境”等，使得游戏下载量在春节后不降反升，2 月 15 日版本更新，下载量更是达到了 2.4 万次/日。我们认为后续游戏有望维持较高的人气，从而为公司带来长期稳定的收益。

图表 18 《少年三国志 2》上线一个月内榜单排名变化



资料来源：七麦数据

### 3.2 国内游戏储备丰富，海外发行网络逐渐完善

公司目前储备游戏中有两款游戏获得了版号，目前正处于测试阶段。其中新番工作室所发行的《山海镜花》在预约阶段已经累积了超过 120 万人次的预约量，其中官网有超过 86 万人次，TapTap 有超过 35 万人次预约。《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，融合东方玄幻和二次元风格，将传统东方美韵与现代审美潮流进行了有机结合，更合不同文化圈以及不同年龄群体的喜好。

我们认为《山海镜花》游戏类型和玩法与网易的《阴阳师》、腾讯的《圣斗士星矢》类似。《山海镜花》的优势有两点，一是《山海镜花》以中国古代神话为背景，不同于后两者，因此《山海镜花》在国内市场的潜在用户人群年龄范围更广。二是《山海镜花》于 2019 年 7 月开启了缘起测试，并于 2020 年 3 月 6 日开启了源合测试，两次测试均为删档测试，能在一定程度上结合用户的反馈对游戏改进，进而获得比同类游戏更好的游戏体验。

图表 19 《山海镜花》缘合测试画面精美



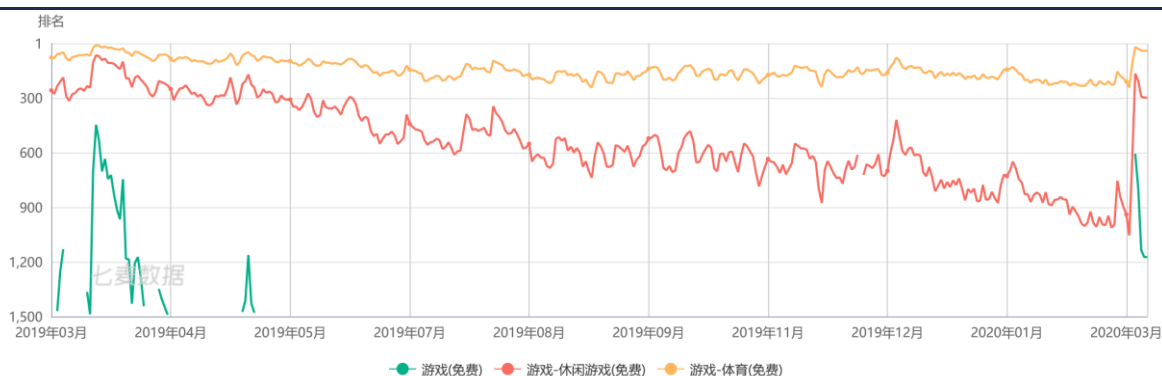
资料来源：TapTap

海外市场方面，公司通过自研与代理并进，将全球顶级 IP 与中国工匠精神的工艺结合打造优质游戏，并且凭借多年出海经验积累打造了完善的运营体系，构建了一个可以辐射全球的发行网络。2019 年公司在中国港澳台和东南亚市场推出圣斗士 IP 改编手游《圣斗士星矢：觉醒》，上线后游戏先后取得区域畅销榜前列的好成绩。公司还储备了《圣斗士星矢：觉醒》的欧美、韩国版，《神都夜行录》东南亚版等精品代理手游。

### 3.3 海外成功游戏在国内发行有望提升公司业绩

2018 年 12 月 Supercell 旗下重磅大作《荒野乱斗》在全球 70 多个国家和地区正式上线，不到一天的时间里，《荒野乱斗》跻身 30 个国家的 App store 免费榜前十，并一举拿下当月全球手游综合下载榜第一。游族网络与 Supercell 合作，参与《荒野乱斗》在国内的发行业务。

图表 20 《荒野乱斗》近一年 IOS 榜单排名



资料来源：七麦数据

目前，国内动作类移动游戏市场大，优秀的作品数量相对策略和角色扮演类游戏更少。实际上，玩家对于动作类游戏的喜爱并不亚于其他类型的游戏，比如腾讯的《和平精英》上线后常年占据游戏下载榜单前五，游戏月流水最高突破 10 亿元大关。我们

认为公司在国内对于《荒野乱斗》的代理发行有望使该游戏成为国内高人气作品，有望提升公司今年的业绩。

## 4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

(1) 公司 2019 年公司移动游戏业务收入和成本变化不大，2020 年移动游戏业务每月平均新增流水 1.68 亿，2021 年移动游戏月流水下降为上一年 90%左右；移动游戏业务成本每年上升 35%左右。

(2) 公司 2019 年至 2021 年网页游戏业务不会有更大的投入，成本方面每年小幅下滑，收入方面维持现有的水平；

(3) 公司销售费用率和管理费用率保持小幅下降，整体相对稳定；

(4) 公司其他收入保持相对稳定；

(5) 公司总股本按照当前股本 8.88 亿股计算。

图表 21 公司营业收入假设

营业收入（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
移动游戏	23.01	25.68	25.56	44.5	61.2
YOY	79.48%	11.60%	-0.47%	74.10%	37.53%
网页游戏	9.04	8.94	8.6	8.4	8.1
YOY	-26.56%	-1.11%	-3.80%	-2.33%	-3.57%
其他业务	0.31	1.2	1	1	1
合计：	32.36	35.82	35.16	53.9	70.3
营业成本（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
移动游戏	11.57	11.39	15.50	20.93	28.25
YOY	90.92%	-1.56%	36.08%	35.00%	35.00%
网页游戏	3.78	3.66	3.54	3.43	3.32
YOY	-46.76	-3.17%	-3.20%	-3.20%	-3.20%
其他业务	0.13	0.67	0.5	0.5	0.5
合计：	11.57	11.39	19.54	24.85	32.07
毛利（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
移动游戏	11.44	14.29	10.06	23.58	32.95
网页游戏	5.26	5.28	5.06	4.97	4.78
其他业务	0.18	0.53	0.50	0.50	0.50
合计：	16.88	20.1	15.62	29.05	38.23

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 22 可比上市公司

代码	简称	PE(TTM)	2019E	2020E	2021E
均值		27.22	32.12	23.69	20.13
002354	天神娱乐	-2.06	无预测	无预测	无预测
002425	凯撒文化	21.98	无预测	无预测	无预测
002447	晨鑫科技	-5.34	无预测	无预测	无预测
002517	恺英网络	-3.26	无预测	无预测	无预测
002555	三七互娱	32.57	无预测	27.62	23.76
002558	巨人网络	44.60	无预测	33.71	25.09
002619	艾格拉斯	-1.99	无预测	无预测	无预测
002624	完美世界	39.02	无预测	24.08	20.99
300031	宝通科技	25.67	无预测	21.01	17.08
300052	中青宝	88.01	无预测	无预测	无预测
300315	掌趣科技	46.82	无预测	18.84	15.50
300418	昆仑万维	20.32	无预测	12.95	14.51
603258	电魂网络	42.02	无预测	无预测	无预测
603444	吉比特	32.63	32.12	27.62	23.99

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 23 公司相对估值

	当前	2019E	2020E	2021E
公司 EPS	0.96	0.61	1.26	1.74
行业均值 P/E	27.22	32.12	23.69	20.13
每股价值(元)	26.23	19.01	29.20	34.15

资料来源: 华鑫证券研发部

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 35.16 亿元、53.9 亿元和 70.3 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 5.4 亿元、11.2 亿元和 15.43 亿元。按照公司 3 月 15 日收盘价测算, 对应的市盈率分别为 35.36 倍、17.07 倍和 12.39 倍。公司移动游戏业务今年发展加速, 确定性强, 且游戏储备丰厚, 能够在国内外市场共同发力, 我们预计 2020 年公司业绩有望超越市场预期。当前股价对应 2020 年市盈率将低于可比公司均值, 估值上升空间大, 投资价值凸显。首次覆盖, 给予“推荐”的投资评级。

## 5. 风险提示

### (1) 游戏发行进度不及预期

我们认为国内游戏发行存在一定不确定性, 游戏测试阶段反响会影响后续公测时间。若游戏发行进度不及预期, 则公司收入会受到影响。

### (2) 国内游戏政策变化:

国内游戏政策趋紧是大势所趋, 尤其是未成年人游戏时长和未成年人消费的监管, 未来都会做更为严格的规范。我们认为部分政策会影响游戏的收入。

### (3) 市场系统性风险。

国内经济形势变化带来的证券市场波动等。





图表 24 公司盈利预测 (百万元)

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>营业收入</b>	<b>3,581</b>	<b>3,516</b>	<b>5,390</b>	<b>7,030</b>
货币资金	987	1,094	326	3,276	营业成本	1,573	1,954	2,485	3,207
应收款	1,676	456	2,646	1,388	营业税金及附加	24	24	37	48
存货	0	0	0	0	销售费用	408	329	498	649
待摊费用和其他流动资产	345	345	345	345	管理费用	453	451	682	890
流动资产合计	3,008	1,894	3,317	5,009	财务费用	80	62	21	-4
<b>非流动资产:</b>					费用合计	941	842	1,202	1,535
可供出售金融资产	532	521	510	499	资产减值损失	17	41	41	41
固定资产+在建工程	715	581	447	313	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	1,339	1,269	1,199	1,129	投资收益	227	0	0	0
其他非流动资产	1,526	1,493	1,460	1,460	<b>营业利润</b>	<b>883</b>	<b>539</b>	<b>1,494</b>	<b>2,059</b>
非流动资产合计	4,112	3,864	3,616	3,401	加: 营业外收入	6	180	0	0
资产总计	7,120	5,875	7,445	9,181	减: 营业外支出	0	0	0	0
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>889</b>	<b>719</b>	<b>1,493</b>	<b>2,059</b>
短期借款	1,890	0	0	0	所得税费用	31	177	371	512
应付账款、票据	303	240	501	431	<b>净利润</b>	<b>858</b>	<b>542</b>	<b>1,123</b>	<b>1,547</b>
其他流动负债	0	0	0	0	少数股东损益	2	1	3	4
流动负债合计	2,193	240	501	431	<b>归母净利润</b>	<b>856</b>	<b>541</b>	<b>1,120</b>	<b>1,543</b>
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>				
长期借款	399	399	399	399		<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他非流动负债	20	20	20	20	<b>成长性</b>				
非流动负债合计	419	419	419	419	营业收入增长率	10.7%	-1.8%	53.3%	30.4%
负债合计	2,612	659	920	849	营业利润增长率	19.3%	-35.6%	177.1%	37.8%
<b>所有者权益</b>					归母净利润增长率	54.1%	-36.9%	107.2%	37.7%
股本	888	888	888	888	总资产增长率	10.3%	-19.1%	20.4%	21.3%
资本公积金	400	400	400	400	<b>盈利能力</b>				
未分配利润	3,221	3,926	5,233	7,033	毛利率	56.1%	44.4%	53.9%	54.4%
少数股东权益	-3	-1	2	8	营业利润率	24.7%	15.4%	20.8%	22.0%
所有者权益合计	4,506	5,213	6,524	8,329	三项费用/营收	26.3%	23.7%	22.5%	22.1%
负债和所有者权益	7,118	5,872	7,443	9,179	EBIT/销售收入	26.6%	21.9%	27.8%	29.0%
<b>现金流量表(百万元)</b>					净利润率	24.0%	15.4%	20.8%	22.0%
净利润	784	404	1120	1544	ROE	19.0%	10.8%	18.6%	20.8%
折旧与摊销	152	207	207	174	<b>营运能力</b>				
财务费用	104	47	-1	-34	总资产周转率	50.3%	60.6%	72.4%	76.6%
存货的减少	0	0	0	0	<b>资产结构</b>				
营运资本变化	843	-1279	2046	-1354	资产负债率	36.7%	13.1%	13.2%	11.7%
其他非现金部分	59	0	0	0	<b>现金流质量</b>				
经营活动现金净流量	289	1958	-661	3071	经营净现金流/净利润	0.37	4.84	-0.59	1.99
投资活动现金净流量	-559	138	3	3	<b>每股数据(元/股)</b>				
筹资活动现金净流量	-462	-1989	-110	-124	每股收益	0.96	0.61	1.26	1.74
现金流量净额	-700	107	-768	2,950	每股净资产	5.07	5.63	6.77	8.35

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>