

2020年08月26日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

## 营收创新高, 构建品类护城河, 持续发力全球化

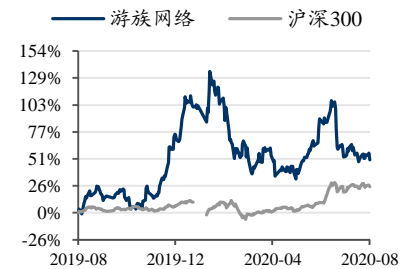
买入 (维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,221	4,804	6,138	7,497
同比 (%)	-10.1%	49.2%	27.8%	22.1%
归母净利润 (百万元)	257	1,040	1,333	1,657
同比 (%)	-74.6%	305.3%	28.2%	24.4%
每股收益 (元/股)	0.28	1.14	1.46	1.81
P/E (倍)	73.33	18.09	14.12	11.35

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 20 年半年报, H1 营收 25.17 亿元 (yoy+45.49%), 归母净利润 4.95 亿元 (yoy+21.5%), 落入此前业绩预告区间, 扣非归母净利润 3.51 亿元 (yoy+10.89%)。Q2 营收 13.05 亿元 (yoy+45.53%), 归母净利润 1.32 亿 (yoy-43.79%), 扣非归母净利 0.68 亿元 (yoy-52.87%)。
- **点评: 营收创新高, 新品类+全球化做大增量。** 20H1 国内市场营收 12.88 亿元 (yoy+78.75%), 占比 51.16% (yoy+9.52pct)。增长主要系 1) 自研卡牌手游《少年三国志 2》流水强劲。20 年 H1 公司卡牌赛道流水合计超过 20 亿元, 占总流水比近 50%。2) 自研二次元手游《山海镜花》IP 运营实力较强, 首月依托前期粉丝运营下载量超 800 万次 3) 公司代理 Supercell 的实时竞技手游《荒野乱斗》广受玩家好评, 但该产品涉及分成、多方运营等模式, 毛利水平较低。《山海镜花》及《荒野乱斗》为公司带来千万级的新增用户, 打开公司新品类游戏入口。**海外市场**营收 12.29 亿元 (yoy+21.76%), 占比 48.84% (yoy-9.52pct), 增长系欧美《权游》、日本《华武战国》等旧游维稳, 同时《少三 2》等新游在日韩重点市场上线。根据 Sensor Tower, 《少三 2》7 月在中国手游产品海外市场收入榜单排名提升至第 18 位, 预计下半年利润将逐步释放。
- **Q2 多款产品海外上线, 广告营销费用前置及游戏分成款增加影响利润水平。** Q2 公司毛利率 31.89% (yoy-19.78pct), H1 整体毛利率 38.77% (yoy-14.29pct), 主要系 1) 20H1 游戏推广成本同增 100% 以上, 《少年三国志 2》在国内及海外市场前期推广成本较高 (4 月登陆港澳台、日本, 6 月中旬登陆韩国); 2) 20H1 《圣斗士星矢》等代理游戏以及 IP 产品《权游》流水表现较好, 致游戏分成款项超 2 亿元, 同增 200% 以上。费用方面, 20H1 研发费用率 5.59% (yoy-3.63pct), 销售费用率 6.51% (yoy-4.55pct), 管理费用率 9.07% (yoy-4.63pct)。Q2 实现归母净利润 1.32 亿 (yoy-43.79%), H1 归母净利润 4.95 亿 (yoy+21.5%), H1 净利率 19.71% (yoy-3.82pct)。20H1 经营性现金流净额 5.47 亿元 (yoy+751.97%), 现金流持续改善。
- **聚焦优势赛道、稳步推进全球化与 IP 化运营三大方向, 产品管线丰富支撑全年流水可持续性。** **优势卡牌赛道:** 少三系列卡牌新作《少年三国志: 零》预计 20 年内上线, 夯实品类护城河; **全球化:** 二次元卡牌《兽娘》7 月上线日本取得畅销榜第 12 的成绩; 《权力的游戏》亚太手游版 7 月 21 日同步上线港澳台、日本、东南亚; 《圣斗士星矢》将上线东南亚和韩国, 有望复制在原有市场的良好流水表现; 另外公司计划于年内推出针对欧美市场的 SLG 手游《Infinity Kingdom》。**IP 化:** 基于热门文学 IP 改编的 MMO《盗墓笔记》已获版号, 预计下半年上线; 同时公司已签下顶级科幻 IP《三体》的游戏版权, 后续产品管线丰富。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 2020-2022 年公司实现营收 48.04/61.38/74.97 亿, 归母净利 10.40/13.33/16.57 亿元, EPS 为 1.14/1.46/1.81 元, PE 分别为 18/14/11X, 公司夯实卡牌品类护城河, 继续拓展全球化布局, 同时深挖 IP 运营, 三大战略指引下未来产品管线丰富, 当前估值具备吸引力, 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)	20.54
一年最低/最高价	13.31/32.17
市净率(倍)	3.31
流通 A 股市值(百万元)	14165.79

### 基础数据

每股净资产(元)	6.20
资产负债率(%)	39.51
总股本(百万股)	915.81
流通 A 股(百万股)	689.67

### 相关研究

- 1、《游族网络 (002174) : 2020 年进入新一轮产品周期, 一季度业绩高增长》2020-03-01
- 2、《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
- 3、《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

## 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3,400</b>	<b>5,571</b>	<b>5,991</b>	<b>7,592</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,221</b>	<b>4,804</b>	<b>6,138</b>	<b>7,497</b>
现金	1,579	2,793	2,939	3,738	减:营业成本	2,227	2,831	3,552	4,268
应收账款	773	974	1,481	1,518	营业税金及附加	19	31	39	48
存货	0	0	0	0	营业费用	337	384	497	652
其他流动资产	1,048	1,803	1,572	2,336	管理费用	428	697	896	1,110
<b>非流动资产</b>	<b>5,526</b>	<b>6,191</b>	<b>6,696</b>	<b>7,157</b>	财务费用	86	99	86	26
长期股权投资	733	1,021	1,301	1,585	资产减值损失	-12	0	0	0
固定资产	699	1,085	1,324	1,538	加:投资净收益	137	186	152	169
在建工程	0	0	0	0	其他收益	257	64	80	100
无形资产	733	743	754	721	<b>营业利润</b>	<b>166</b>	<b>1,092</b>	<b>1,390</b>	<b>1,733</b>
其他非流动资产	3,361	3,342	3,317	3,313	加:营业外净收支	-1	-1	8	3
<b>资产总计</b>	<b>8,926</b>	<b>11,762</b>	<b>12,688</b>	<b>14,749</b>	<b>利润总额</b>	<b>165</b>	<b>1,091</b>	<b>1,398</b>	<b>1,736</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,952</b>	<b>3,771</b>	<b>3,578</b>	<b>4,210</b>	减:所得税费用	-91	46	59	74
短期借款	2,247	2,247	2,247	2,247	少数股东损益	-0	5	6	5
应付账款	268	963	581	1,274	<b>归属母公司净利润</b>	<b>257</b>	<b>1,040</b>	<b>1,333</b>	<b>1,657</b>
其他流动负债	437	560	749	688	EBIT	315	1,209	1,510	1,828
<b>非流动负债</b>	<b>1,028</b>	<b>2,051</b>	<b>1,884</b>	<b>1,702</b>	EBITDA	537	1,430	1,784	2,120
长期借款	927	1,950	1,784	1,602					
其他非流动负债	101	101	101	101	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,980</b>	<b>5,822</b>	<b>5,462</b>	<b>5,912</b>	每股收益(元)	0.28	1.14	1.46	1.81
少数股东权益	-3	2	9	14	每股净资产(元)	5.23	6.31	7.70	9.46
					发行在外股份(百万股)	888	916	916	916
归属母公司股东权益	4,949	5,938	7,217	8,823	ROIC(%)	6.0%	11.2%	12.6%	13.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,926</b>	<b>11,762</b>	<b>12,688</b>	<b>14,749</b>	ROE(%)	5.2%	17.6%	18.5%	18.8%
					毛利率(%)	30.9%	41.1%	42.1%	43.1%
					销售净利率(%)	8.0%	21.6%	21.7%	22.1%
					资产负债率(%)	44.6%	49.5%	43.1%	40.1%
					收入增长率(%)	-10.1%	49.2%	27.8%	22.1%
					净利润增长率(%)	-74.6%	305.3%	28.2%	24.4%
					P/E	73.33	18.09	14.12	11.35
					P/B	3.93	3.26	2.67	2.17
					EV/EBITDA	37.86	14.22	11.24	8.99

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>

