

游族网络 (002174)

证券研究报告

2023年04月24日

股权转让完成、资产负债表出清带来新转折，产品研发渐入佳境

公司股权转让完成，新股东或将带来新驱动。2023年3月15日，公司的第一大股东变更为上海加游企业管理合伙企业（有限合伙），后者持有11.72%公司股份。目前公司新董事长是上海加游的实际控制人宛正。我们认为随着新股东的进驻，其带来的资源协同或将带来业务新的驱动力。

两年内资产负债表出清，商誉降至2亿元以下。公司资产负债率从20Q4的高峰41.12%降至22Q3的23.46%；短期负债从20Q2超20亿元减至22Q3不足2亿元。近两年，货币资金维持在15亿元左右波动，目前现有资金储备充裕，22Q3达14.35亿元左右，杠杆大幅下降。经过数笔大额摊销，公司22Q3无形资产降至3亿元以内，主要为游戏项目计提。另外，公司对海外Bigpoint资产计提商誉减值准备，公司商誉账面净值下降至2亿元以下。

内部调整强化研发，推动公司研发能力提升。2021年公司进行内部组织结构调整：（1）内部资源向研发倾斜，五大研发工作室升级为一级部门，加大研发投入的同时获得更多独立运营及决策权；（2）公司新成立的创新院主要负责技术突破与创新品类延展，每年将投入不低于10%的毛利于于次世代技术产品、创新类项目和产品的研发与投资；（3）公司成立全球化发行事业部，聚焦主营业务和全球化视野，强化出海优势，进一步提升全球研发一体化的能力。此外，公司坚持研发投入，自2016年至2021年，研发投入持续呈现上升趋势，2021年研发投入同比大幅增加9.29%至6.22亿元，且占总营收的比重达19.41%；同时，公司研发人员数量占比从2016年的43%提升至2021年的70%。

全球化战略布局，在研产品管线储备丰富。根据data.ai公布的2023年2月中国游戏厂商出海收入排行榜，公司位列第26位，排名上升1位。公司稳步推进“全球化卡牌+”战略，成功推出自研卡牌《少年三国志》系列、《女神联盟》系列、《盗墓笔记》系列、自研SLG《权力的游戏：凛冬将至》、《圣斗士星矢：觉醒》等多款知名游戏产品。2022年上半年公司海外业务营业收入达6.15亿元，占比高达60.1%。公司未来将有一系列符合“全球化卡牌+”战略的自研游戏储备上线，其中包括创新卡牌游戏《代号行者》、卡牌+SLG游戏《代号G》、射击类游戏《代号曙光》、ACT卡牌游戏《代号U》等多款自研产品，同时公司正在进行的《三体》系列IP游戏开发，预计将于未来3-5年陆续推向市场。

投资建议：我们认为公司前期上线的新产品预计将在2023年逐渐释放利润，且后续储备产品丰富，新股东协作或会带来新的资源和发展机遇，因此我们预计22-24年公司营收分别为20.87/26.89/34.51亿元，同比变动-34.87%/+28.86%/+28.31%；归母净利润分别为-4.07/3.82/5.28亿元，同比变动-342.39%/扭亏为盈/+38.40%。对应4月24日收盘价，23E-24E年PE分别为47/34倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险；行业监管风险；产品表现不及预期风险；游戏海外拓展和营销不及预期风险等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,703.14	3,204.38	2,086.97	2,689.27	3,450.57
增长率(%)	46.04	(31.87)	(34.87)	28.86	28.31
EBITDA(百万元)	943.15	1,471.26	750.78	732.55	833.62
归属母公司净利润(百万元)	(187.72)	167.87	(406.91)	381.75	528.33
增长率(%)	(173.17)	(189.43)	(342.39)	(193.81)	38.40
EPS(元/股)	(0.20)	0.18	(0.44)	0.42	0.58
市盈率(P/E)	(94.75)	105.95	(43.71)	46.59	33.67
市净率(P/B)	3.51	3.46	3.69	3.44	3.13
市销率(P/S)	3.78	5.55	8.52	6.61	5.15
EV/EBITDA	11.57	7.56	21.02	20.58	17.58

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/游戏 II
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	19.42元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	915.87
流通A股股本(百万股)	913.81
A股总市值(百万元)	17,786.22
流通A股市值(百万元)	17,746.18
每股净资产(元)	5.54
资产负债率(%)	23.46
一年内最高/最低(元)	19.42/7.15

作者

孔蓉 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

朱骏楠 分析师
SAC执业证书编号：S1110523010002
zhuqinnan@tfzq.com

金沐阳 联系人
jinmuyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《游族网络-公司点评：一季度预告高增长，19年包袱放下轻装上阵》2020-03-10
- 《游族网络-季报点评：Q3内生显著改善，明年分红比例有望提升，低估值品种》2019-11-09
- 《游族网络-半年报点评：《权游》上线驱动三季度高增长，关注估值修复》2019-09-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,604.77	1,427.74	398.90	1,016.63	1,336.28
应收票据及应收账款	701.82	406.08	335.66	692.76	512.41
预付账款	137.37	53.71	260.09	98.11	260.99
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,777.38	529.07	828.62	799.22	1,187.58
流动资产合计	4,221.35	2,416.60	1,823.27	2,606.72	3,297.26
长期股权投资	764.36	765.70	765.70	765.70	765.70
固定资产	719.44	665.81	606.99	548.18	489.36
在建工程	11.01	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	632.32	610.21	393.71	177.21	0.00
其他	2,244.23	2,483.88	2,485.73	2,508.82	2,553.66
非流动资产合计	4,371.37	4,525.60	4,252.13	3,999.91	3,808.73
资产总计	8,592.71	6,942.20	6,075.40	6,606.64	7,105.98
短期借款	1,766.25	260.81	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	616.95	349.27	140.80	276.75	304.79
其他	241.46	266.17	290.60	392.88	394.59
流动负债合计	2,624.66	876.25	431.40	669.63	699.38
长期借款	14.37	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	571.59	596.99	656.68	591.02	531.91
其他	120.20	163.84	172.03	180.63	189.66
非流动负债合计	706.16	760.82	828.71	771.65	721.58
负债合计	3,533.09	1,811.29	1,260.11	1,441.28	1,420.96
少数股东权益	(3.32)	(4.89)	(5.29)	(4.91)	(4.38)
股本	915.82	915.86	915.86	915.86	915.86
资本公积	1,198.43	1,190.59	1,190.59	1,190.59	1,190.59
留存收益	3,194.68	3,362.55	2,955.64	3,337.38	3,865.71
其他	(245.99)	(333.20)	(241.50)	(273.57)	(282.76)
股东权益合计	5,059.62	5,130.91	4,815.29	5,165.35	5,685.02
负债和股东权益总计	8,592.71	6,942.20	6,075.40	6,606.64	7,105.98

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(186.94)	165.46	(406.91)	381.75	528.33
折旧摊销	268.25	325.39	275.31	275.31	236.03
财务费用	70.34	53.39	(4.23)	(8.74)	(14.52)
投资损失	(30.54)	(153.09)	(61.24)	(121.85)	(100.74)
营运资金变动	1,493.28	(627.02)	(792.28)	56.25	(378.81)
其它	(781.80)	562.39	(303.58)	0.38	0.53
经营活动现金流	832.59	326.52	(1,292.93)	583.11	270.81
资本支出	173.30	(126.11)	(8.19)	(8.60)	(9.03)
长期投资	31.11	1.34	0.00	0.00	0.00
其他	(586.08)	962.90	375.77	130.45	109.78
投资活动现金流	(381.67)	838.13	367.58	121.85	100.74
债权融资	(909.15)	(1,500.46)	(195.19)	(55.16)	(42.72)
股权融资	381.57	(95.02)	91.70	(32.07)	(9.19)
其他	168.60	543.20	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(358.98)	(1,052.29)	(103.49)	(87.23)	(51.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	91.95	112.36	(1,028.84)	617.73	319.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,703.14	3,204.38	2,086.97	2,689.27	3,450.57
营业成本	3,233.58	1,946.66	1,040.33	1,346.30	1,722.10
营业税金及附加	14.44	10.84	7.06	9.10	11.67
销售费用	403.71	368.13	229.57	322.71	379.56
管理费用	449.15	402.48	271.31	336.16	414.07
研发费用	442.78	408.85	271.31	349.61	431.32
财务费用	101.56	14.91	(4.23)	(8.74)	(14.52)
资产/信用减值损失	(261.49)	(340.89)	(470.00)	(25.00)	(12.50)
公允价值变动收益	70.28	269.30	(303.17)	0.00	0.00
投资净收益	30.54	153.09	61.24	121.85	100.74
其他	236.54	(218.22)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(17.95)	189.24	(440.30)	430.98	594.61
营业外收入	0.65	5.25	6.30	7.56	9.07
营业外支出	6.78	12.23	14.68	17.61	21.13
利润总额	(24.08)	182.25	(448.68)	420.93	582.55
所得税	162.86	16.80	(41.36)	38.80	53.69
净利润	(186.94)	165.46	(407.32)	382.13	528.86
少数股东损益	0.78	(2.42)	(0.41)	0.38	0.53
归属于母公司净利润	(187.72)	167.87	(406.91)	381.75	528.33
每股收益(元)	(0.20)	0.18	(0.44)	0.42	0.58

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	46.04%	-31.87%	-34.87%	28.86%	28.31%
营业利润	-110.81%	-1154.28%	-332.67%	-197.88%	37.97%
归属于母公司净利润	-173.17%	-189.43%	-342.39%	-193.81%	38.40%
获利能力					
毛利率	31.25%	39.25%	50.15%	49.94%	50.09%
净利率	-3.99%	5.24%	-19.50%	14.20%	15.31%
ROE	-3.71%	3.27%	-8.44%	7.38%	9.29%
ROIC	18.33%	4.73%	-17.53%	13.60%	21.38%
偿债能力					
资产负债率	41.12%	26.09%	20.74%	21.82%	20.00%
净负债率	15.26%	-10.45%	6.09%	-7.52%	-13.46%
流动比率	1.49	2.30	4.23	3.89	4.71
速动比率	1.49	2.30	4.23	3.89	4.71
营运能力					
应收账款周转率	6.38	5.78	5.63	5.23	5.73
存货周转率	-	-	-	-	-
总资产周转率	0.54	0.41	0.32	0.42	0.50
每股指标(元)					
每股收益	-0.20	0.18	-0.44	0.42	0.58
每股经营现金流	0.91	0.36	-1.41	0.64	0.30
每股净资产	5.53	5.61	5.26	5.65	6.21
估值比率					
市盈率	-94.75	105.95	-43.71	46.59	33.67
市净率	3.51	3.46	3.69	3.44	3.13
EV/EBITDA	11.57	7.56	21.02	20.58	17.58
EV/EBIT	14.87	9.35	33.19	32.98	24.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com