天风证券 TF SECURITIES

游族网络（002174）

证券研究报告
2020 年 03 月 10 日

一季度预告高增长，19 年包袱放下轻装上阵

事件：公司于 28 日晚公布 19 年业绩快报及 20Q1 业绩预告。

公司 2020Q1 业绩预告增长亮眼：一季度归母净利 3.1~3.4 亿元，同比增长 80%~100%，其中非经常性损益约为 5000 万元（主要为出售掌淘贡献），扣非净利润 2.6~2.9 亿元，同比增长 52~72%。内生方面，《少年三国志 2》国内 12 月份上线后表现突出，国内畅销榜排名较高，预计收入增量主要表现在 20Q1，利润增量主要表现在 20 年上半年。非经方面，除掌淘外，公司预告中未考虑对 Ucloud 及心动等的公允价值变动收益，需待 Q1 结束后看投资公司的市值进行计算。

公司 2019 年全年业绩快报低于市场预期，主要受 Q4 新老游戏广告投放大幅增长，代理游戏产品数量的增加使分成成本相应增加，以及年终奖、股权激励费用计提等影响。营业收入 35.16 亿元，同比降低 1.82%；营业利润 5.75 亿元，同比降低 45.20%；利润总额 5.74 亿元，同比降低 45.68%；归母净利 5.5 亿元，同比降低 45.47%；其中投资收益 1 亿，同比降低 55.60%。

经拆分，公司 19Q4：营业收入 8.74 亿元，同比降低 8.8%，主要系 18Q4 去年同期《三十六计》、《女神 2》刚上线基数较高。归母净利-1.55 亿元，主要系《少年三国志 2》和《权力的游戏》、《少年三国志 1》等新老游戏的广告投放有所增加。

公司 20 年游戏储备丰富，除了现有的《少年三国志 2》，还包括《山海镜花》、《少年三国志零》和《狂暴之翼 2》，未来将重点发展卡牌类游戏，《新盗墓笔记》手游也已经开启预约，合作代理产品 Supercell《荒野乱斗》国内上线待版号落地。目前海外市场已上线产品，除原来的《圣斗士星矢》、《天使纪元》、《狂暴之翼》及《权游页游》等，海外代理的有《神都夜行录》（已上东南亚），《塞尔之光》（已上东南亚），《天空之剑页游》（已上欧美），《神魔大陆》（已上韩国，目前畅销榜排名 20 名左右）。自研的《权力的游戏》、《少年三国志 2》、《少年三国志零》和《山海镜花》20 年出海可期。

投资观点：综上，公司一季度预告表现强劲，预计受国内《少年三国志 2》以及大批游戏出海的影响，二季度公司业绩有望持续增长，19 年业绩包袱放下后有望 20 年轻装上阵，前期市场担忧的应收、质押等压力也将陆续缓解。我们根据快报调整下调公司盈利预测，我们预计 19-21 年净利分别为 5.5/12/15 亿元（前期盈利预测为 11/14/17 亿元，主要由于《权力的游戏》上线表现低于预期且部分投资收益未兑现，所以对业绩整体下调），对应估值 34x/15x/12x，低估值品种。

风险提示：游戏上线时间或表现不及预期风险、税收政策变化等政策趋严风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,235.68	3,581.25	3,516.08	4,424.63	5,327.70
增长率(%)	27.89	10.68	(1.82)	25.84	20.41
EBITDA(百万元)	736.94	1,450.59	681.91	1,400.08	1,687.62
净利润(百万元)	655.89	1,009.12	550.13	1,200.71	1,497.68
增长率(%)	11.57	53.85	(45.48)	118.26	24.73
EPS(元/股)	0.74	1.14	0.62	1.35	1.69
市盈率(P/E)	28.15	18.30	33.56	15.38	12.33
市净率(P/B)	4.56	4.09	4.44	3.69	3.05
市销率(P/S)	5.71	5.16	5.25	4.17	3.47
EV/EBITDA	25.54	11.02	26.76	13.02	10.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.78 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	888.47
流通 A 股股本(百万股)	644.89
A 股总市值(百万元)	18,462.36
流通 A 股市值(百万元)	13,400.74
每股净资产(元)	5.97
资产负债率(%)	42.03
一年内最高/最低(元)	32.30/12.79

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com
冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《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
2 《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
3 《游族网络-年报点评报告:18 年研发投入增长显著，静待《权游》上线业绩增长》 2019-05-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,937.77	1,156.06	1,758.04	3,097.24	3,729.39
应收票据及应收账款	474.20	886.05	1,082.17	1,394.64	1,587.69
预付账款	360.06	698.29	346.68	944.19	588.64
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	361.96	443.67	1,750.34	1,822.56	1,793.80
流动资产合计	**3,133.99**	**3,184.06**	**4,937.24**	**7,258.63**	**7,699.51**
长期股权投资	443.17	433.29	433.29	433.29	433.29
固定资产	699.06	714.99	702.84	710.77	717.74
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	264.03	354.34	281.65	208.96	136.27
其他	2,095.70	2,645.89	1,351.63	1,382.36	1,344.52
非流动资产合计	**3,501.96**	**4,148.51**	**2,805.40**	**2,804.98**	**2,703.58**
资产总计	**6,635.95**	**7,332.58**	**7,742.64**	**10,063.61**	**10,403.09**
短期借款	1,274.32	1,889.82	2,433.88	3,878.21	3,088.67
应付票据及应付账款	176.46	177.43	225.25	272.18	318.48
其他	687.99	325.96	499.44	487.55	522.44
流动负债合计	**2,138.77**	**2,393.20**	**3,158.57**	**4,637.95**	**3,929.60**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	398.16	398.95	398.56	398.75	398.66
其他	30.58	34.17	32.37	33.27	32.82
非流动负债合计	**428.74**	**433.12**	**430.93**	**432.02**	**431.48**
负债合计	**2,567.51**	**2,826.32**	**3,589.50**	**5,069.97**	**4,361.08**
少数股东权益	17.27	(3.36)	(3.36)	(3.36)	(3.36)
股本	888.47	888.47	888.47	888.47	888.47
资本公积	930.32	842.61	(302.90)	(302.90)	(302.90)
留存收益	3,173.59	4,028.46	3,268.03	4,108.53	5,156.91
其他	(941.22)	(1,249.92)	302.90	302.90	302.90
股东权益合计	**4,068.44**	**4,506.26**	**4,153.14**	**4,993.63**	**6,042.01**
负债和股东权益总	**6,635.95**	**7,332.58**	**7,742.64**	**10,063.61**	**10,403.09**

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	664.15	1,011.36	550.13	1,200.71	1,497.68
折旧摊销	143.78	151.71	108.84	111.16	113.55
财务费用	89.38	104.17	35.24	80.39	59.37
投资损失	(2.78)	(227.35)	(100.00)	(165.00)	(150.00)
营运资金变动	(560.22)	(1,134.12)	132.52	(884.71)	263.72
其它	407.22	367.57	80.00	80.00	80.00
经营活动现金流	**741.51**	**273.34**	**806.73**	**422.55**	**1,864.33**
资本支出	310.53	213.73	61.79	79.10	50.45
长期投资	133.05	(9.89)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,107.10)	(762.47)	(56.28)	(74.10)	(30.45)
投资活动现金流	**(663.53)**	**(558.62)**	**5.51**	**5.00**	**20.00**
债权融资	2,041.58	2,288.77	3,016.99	4,369.24	3,625.74
股权融资	658.37	(559.05)	(768.64)	(75.58)	(54.57)
其他	(1,826.86)	(2,191.54)	(2,458.61)	(3,382.00)	(4,823.35)
筹资活动现金流	**873.10**	**(461.82)**	**(210.26)**	**911.65**	**(1,252.18)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	951.08	(747.11)	601.98	1,339.20	632.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3,235.68**	**3,581.25**	**3,516.08**	**4,424.63**	**5,327.70**
营业成本	1,547.56	1,572.94	1,553.05	1,918.52	2,278.12
营业税金及附加	20.21	24.50	21.97	27.64	33.28
营业费用	293.71	408.08	621.64	537.68	633.32
管理费用	383.17	453.43	457.09	522.11	623.34
研发费用	296.53	369.53	319.26	374.77	415.56
财务费用	90.52	79.74	35.24	80.39	59.37
资产减值损失	70.42	17.41	150.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	80.00	80.00	80.00
投资净收益	2.78	227.35	100.00	165.00	150.00
其他	(115.51)	(621.74)	(360.00)	(490.00)	(460.00)
营业利润	**646.27**	**1,050.01**	**537.83**	**1,208.53**	**1,514.69**
营业外收入	32.40	6.76	30.00	30.00	30.00
营业外支出	5.17	0.69	0.69	0.69	0.69
利润总额	**673.51**	**1,056.09**	**567.14**	**1,237.84**	**1,544.00**
所得税	9.36	44.73	17.01	37.14	46.32
净利润	**664.15**	**1,011.36**	**550.13**	**1,200.71**	**1,497.68**
少数股东损益	8.26	2.24	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**655.89**	**1,009.12**	**550.13**	**1,200.71**	**1,497.68**
每股收益（元）	0.74	1.14	0.62	1.35	1.69

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.89%	10.68%	-1.82%	25.84%	20.41%
营业利润	22.40%	62.47%	-48.78%	124.71%	25.33%
归属于母公司净利润	11.57%	53.85%	-45.48%	118.26%	24.73%
获利能力					
毛利率	52.17%	56.08%	55.83%	56.64%	57.24%
净利率	20.27%	28.18%	15.65%	27.14%	28.11%
ROE	16.19%	22.38%	13.24%	24.03%	24.77%
ROIC	27.39%	35.38%	13.98%	31.69%	32.03%
偿债能力					
资产负债率	38.69%	38.54%	46.36%	50.38%	41.92%
净负债率	2.55%	25.14%	30.31%	25.47%	-1.72%
流动比率	1.47	1.33	1.56	1.57	1.96
速动比率	1.47	1.33	1.56	1.57	1.96
营运能力					
应收账款周转率	5.71	5.27	3.57	3.57	3.57
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.57	0.51	0.47	0.50	0.52
每股指标（元）					
每股收益	0.74	1.14	0.62	1.35	1.69
每股经营现金流	0.83	0.31	0.91	0.48	2.10
每股净资产	4.56	5.08	4.68	5.62	6.80
估值比率					
市盈率	28.15	18.30	33.56	15.38	12.33
市净率	4.56	4.09	4.44	3.69	3.05
EV/EBITDA	25.54	11.02	26.76	13.02	10.01
EV/EBIT	30.02	12.00	31.85	14.15	10.73

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com