

证券研究报告

公司研究——事项点评

游族网络 (002174.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2020.1.3

王建会 传媒行业分析师

执业编号: S1500519120001

联系电话: (010) 83326755

邮箱: wangjianhui@cindasc.com

相关研究

《游族网络深度报告: 精品化运营叠加顶级 IP, 细分增量领域突破可期》2020.1

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

2019 年业绩承压, 丰富产品储备助力 2020 业绩高增长

2020 年 02 月 29 日

事件: 公司发布 2019 年年报业绩快报, 预计 2019 年实现营收 35.16 亿元, 同比下降 1.82%, 实现归母净利润 5.5 亿元, 同比下滑 45.47%, EPS 为 0.64 元/股, 同比下降 44.35%。同时, 公司发布 2020 年一季度业绩预告, 预计实现归母净利润 3.11-3.46 亿元, 同比预增 80%-100%。

点评:

- **主营业务稳步发展, 为扩大市场份额增加营销和人力成本投入, 利润有所下降。** 由于《权力的游戏》手游表现略低预期, 公司 2019 年整体主营业务保持稳步发展, 营业收入较同期基本持平。2019 年归母净利润同比下滑 45.47%, 一方面由于公司继续开拓国内市场的同时, 加大出海力度, 营销成本和人力成本大幅提升; 另一方面代理游戏产品数量的增加使得分成成本显著提升从而削弱利润率。我们预计, 随着前期营销和人力成本的投入, 2020 年公司在国内外市场开拓方面将会见到成效。另外随着 2020 年《山海镜花》、《少年三国志 零》等自研产品上线, 公司业绩有望得到快速提升。
- **春节期间《少三 2》一季度流水表现亮眼, 2020Q1 业绩有望快速增长。** 公司发布一季度业绩预告, 2020 年 1-3 月业绩同比大幅增长 80%-100%。一方面因为老游戏运营平稳, 另一方面由公司自研自发的经典卡牌手游《少年三国志 2》于 2019 年 12 月 11 日全平台上线上线后获得游戏玩家的广泛好评, 对营收及利润有积极影响。受疫情和春节双重影响, 《少年三国志 2》1 月份流水表现优异, 2 月份的流水有望维持 1 月份的流水表现。随着买量费用的下降, 游戏开始步入盈利期。
- **2020 年为公司游戏产品大年, 长线运营能力和研发能力有望持续得到验证。** 出色的 IP 营销和运营能力, 公司旗下拳头产品《少年三国志》、《女神联盟》、《三十六计》等游戏保持长期稳健的流水及盈利能力, 如经典卡牌手游《少年三国志》上线四年累计流水超 50 亿元。2020 年是公司游戏产品大年, 公司新游如《少年三国志 零》、《山海镜花》、《盗墓笔记》、《星球大战》等产品将陆续上线, 有望持续验证公司的精品研发能力, 2020 年公司收入和利润增速有望迎来高速增长。
- **行业层面来看, 由于商业模式优势和 5G 应用持续推进, 游戏内容商公司有望得到价值重估。** 云游戏作为 5G 时代最先应用的场景之一, 将重塑游戏产业链, 优质内容厂商价值有望重估, 公司自研能力较强, IP 矩阵多元, 产品储备丰富, 云游戏时代有望获得溢价。国内布局云游戏的大厂中, 华为同时拥有应用商店+云平台, 在今后游戏平台与应用商店的联动和转化中, 具备先发优势。公司于 2019 年 12 月与华为云签订云游戏合作协议, 将获得包括在虚拟化技术、云端渲染、音视频技术、优质网络在内的核心技术加持, 有望提高研发能力, 提供更多高品质、体验好的精品游戏。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 0.67、1.61 元、1.87 元。公司 2020 年是游戏产

品大年，随着前期营销和市拓成果显现，游戏产品持续稳定的流水表现将为公司带来稳定的营收和利润。2020年5G应用的推进和云游戏的逐渐落地将利好头部游戏研发商，看好公司2020年研运能力的提升和5G云游戏带来的估值提升，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：** 游戏上线不及预期的风险；游戏流水不及预期的风险；云游戏进展不及预期的风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	3,235.68	3,581.25	3,527.54	4,938.55	5,679.33
增长率 YoY %	27.89%	10.68%	-1.50%	40.00%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	655.89	1,009.12	591.00	1,428.30	1,658.62
增长率 YoY%	11.57%	53.85%	-41.43%	141.68%	16.13%
毛利率%	52.17%	56.08%	50.00%	57.00%	57.00%
净资产收益率 ROE%	19.40%	23.58%	12.30%	24.56%	22.54%
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.14	0.67	1.61	1.87
市盈率 P/E(倍)	37	24	41	17	14
市净率 P/B(倍)	5.92	5.32	4.70	3.68	2.93

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年2月28日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,133.99	3,184.06	3,769.72	5,282.12	6,978.88
货币资金	1,937.77	1,156.06	1,670.29	2,673.86	4,045.93
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	474.20	886.05	872.76	1,221.86	1,405.14
预付账款	360.06	698.29	783.00	942.73	1,084.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	361.86	443.67	443.67	443.67	443.67
非流动资产	3,501.96	4,148.51	4,174.01	4,204.28	4,242.84
长期股权投资	443.17	433.29	433.29	433.29	433.29
固定资产(合计)	699.06	714.99	734.32	786.89	845.66
无形资产	166.77	146.61	126.91	107.22	87.53
其他	2,192.95	2,853.63	2,879.49	2,876.89	2,876.37
资产总计	6,635.95	7,332.58	7,943.72	9,486.41	11,221.72
流动负债	2,138.77	2,393.20	2,412.04	2,523.25	2,596.25
短期借款	1,274.32	1,889.82	1,889.82	1,889.82	1,889.82
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	176.46	177.43	198.95	239.54	275.47
其他	687.99	325.96	323.27	393.89	430.97
非流动负债	428.74	433.12	433.12	433.12	433.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	428.74	433.12	433.12	433.12	433.12
负债合计	2,567.51	2,826.32	2,845.16	2,956.36	3,029.37
少数股东权益	17.27	-3.36	-2.05	1.13	4.81
归属母公司股东权益	4,051.16	4,509.62	5,100.62	6,528.92	8,187.54
负债和股东权益	6,635.95	7,332.58	7,943.72	9,486.41	11,221.72

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,235.68	3,581.25	3,527.54	4,938.55	5,679.33
同比(%)	27.89%	10.68%	-1.50%	40.00%	15.00%
归属母公司净利润	655.89	1,009.12	591.00	1,428.30	1,658.62
同比(%)	11.57%	53.85%	-41.43%	141.68%	16.13%
毛利率(%)	52.17%	56.08%	50.00%	57.00%	57.00%
ROE%	19.40%	23.58%	12.30%	24.56%	22.54%
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.14	0.67	1.61	1.87
P/E	37	24	41	17	14
P/B	5.92	5.32	4.70	3.68	2.93
EV/EBITDA	28.72	20.04	32.29	15.43	13.44

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,235.68	3,581.25	3,527.54	4,938.55	5,679.33
营业成本	1,547.56	1,572.94	1,763.77	2,123.58	2,442.11
营业税金及附加	20.21	24.50	24.13	33.58	38.62
销售费用	293.71	408.08	458.58	543.24	567.93
管理费用	679.70	453.43	634.96	567.93	624.73
研发费用	0.00	369.53	364.04	518.55	624.73
财务费用	90.52	79.74	89.21	83.39	72.79
减值损失合计	70.42	17.41	-1.07	-1.50	-1.72
投资净收益	2.78	227.35	227.35	227.35	227.35
其他	109.95	167.04	167.05	167.05	167.05
营业利润	646.27	1,050.01	588.33	1,464.19	1,704.55
营业外收支	27.23	6.07	30.18	30.59	31.27
利润总额	673.51	1,056.09	618.51	1,494.78	1,735.82
所得税	9.36	44.73	26.19	63.30	73.51
净利润	664.15	1,011.36	592.31	1,431.48	1,662.31
少数股东损益	8.26	2.24	1.31	3.17	3.69
归属母公司净利润	655.89	1,009.12	591.00	1,428.30	1,658.62
EBITDA	906.66	1,311.96	814.13	1,703.23	1,955.27
EPS(当年)(元)	0.74	1.14	0.67	1.61	1.87

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	741.51	273.34	508.04	1,015.01	1,402.79
净利润	664.15	1,011.36	592.31	1,431.48	1,662.31
折旧摊销	143.78	151.71	104.54	113.39	124.75
财务费用	89.38	104.17	91.09	95.06	94.70
投资损失	-2.78	-227.35	-227.35	-227.35	-227.35
营运资金变动	-255.26	-843.27	-51.52	-396.13	-249.96
其它	102.25	76.72	-1.03	-1.44	-1.65
投资活动现金流	-663.53	-558.62	97.27	83.62	63.97
资本支出	-177.44	-332.53	-130.08	-143.73	-163.38
长期投资	39.85	198.37	227.35	227.35	227.35
其他	-525.94	-424.47	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	873.10	-461.82	-88.97	-88.97	-88.97
吸收投资	696.24	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	250.26	225.05	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	116.87	156.42	88.97	88.97	88.97
现金流净增加额	937.50	-715.59	514.23	1,003.57	1,372.07

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。