

## 凛冬已至，等下一个春天

2018年12月17日

## 【投资要点】

- ◆ **版号已成为行业最大的风险点和催化剂。**由于国家机构改革，游戏版号自2018年3月以来的暂停审批显著影响今年行业表现，凛冬已至。未来，版号复批及具体监管的落地会成为行业最大催化剂。
- ◆ **存量游戏贡献稳定，19年巨作云集。**游族网络旗下《狂暴之翼》、《少年三国志》上线超过两年，仍有稳定且不俗的流水贡献，而今年上线的《天使纪元》出海表现优异，FY18Q4仍可快速增长。此外公司游戏储备丰富，包括《权力的游戏》、《盗墓笔记》等IP改编的游戏或在2019年陆续上线，或可推动业绩爆发增长。
- ◆ **股权清晰，激励有效。**集团目前由游族信息创始人林奇掌舵，股权结构清晰；今年，控股股东完成增持，平均持股成本17元。此外，公司向核心员工发布持股计划，解锁需考核FY19/FY20/FY21净利润，可有效激励中期业绩增长。

## 【投资建议】

- ◆ 我们看好公司长期发展，经过深入研究，我们具体拆分《权力的游戏：凛冬将至》可能营收好于早前预期，故而上调FY19/FY20盈利预测；预期FY18/FY19/FY20归母净利润9.86/11.84/14.91亿元，EPS为1.11/1.33/1.68元。考虑公司目前估值水平，我们上调游族网络至“买入”评级，12个月目标价26.6元，对应FY19年20倍PE。

## 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3235.68	3549.67	4477.71	5390.10
增长率 (%)	27.89	9.70	26.14	20.38
EBITDA (百万元)	907.80	1168.60	1400.76	1717.36
归母净利润 (百万元)	655.89	986.88	1184.36	1491.50
增长率 (%)	11.57	50.46	20.01	25.93
EPS (元/股)	0.74	1.11	1.33	1.68
市盈率 (P/E)	24.03	15.97	13.31	10.57
市净率 (P/B)	3.89	3.13	2.53	2.04
EV/EBITDA	17.48	13.81	10.88	8.16

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 版号恢复批复时间不及预期，核心游戏无法取得版号
- ◆ 项目上线进度不及预期，流水不及预期
- ◆ 业绩未能达到员工持股解锁要求

## 买入 (上调)

目标价: 26.6元

## 东方财富证券研究所

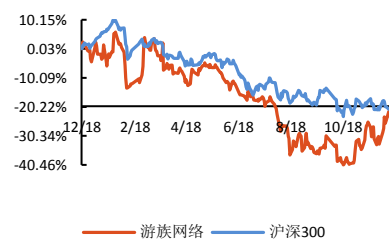
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 宋璿

电话: 021-23586480

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万元)	15761.42
流通市值 (百万元)	10928.02
52周最高/最低 (元)	25.80/13.02
52周最高/最低 (PE)	32.00/14.06
52周最高/最低 (PB)	7.83/3.03
52周涨幅 (%)	-23.64
52周换手率 (%)	207.10

## 相关研究

《游戏品类储备丰富，全年业绩预告高速增长》

2018.10.31

《定向增发补充现金流，推进游戏研运一体化》

2017.12.18

## 正文目录

1. 公司介绍 .....	4
2. 大陆凛冬已至，出海寻找新动力 .....	4
1.1. 游戏行业进入下半场，厂商出海成为大势 .....	4
1.2. 版号：最大的风险点和催化剂 .....	7
3. 游族业务 .....	7
3.1. 移动游戏发力，海外占据半壁江山 .....	7
3.2. 重点游戏接连 carry，产品线不断丰富 .....	9
3.3. 八年出海，稳居中国 APP 出海发行商收入前 20 .....	11
3.4. IP 储备丰富，腾讯独家代理 GoT 国内手游 .....	14
4. 持股计划绑定核心员工，管理层对未来充满信心 .....	16
4.1. 股权结构清晰 .....	16
4.2. 员工持股计划须考核 FY19 净利润 13 亿 .....	16
4.3. 公司持续回购，大股东增持平均成本 17 元 .....	17
5. 盈利预测 .....	17
6. 估值与投资建议 .....	18
6.1. 绝对估值 .....	18
6.2. 相对估值 .....	19
6.3. 投资建议 .....	20
7. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 中国游戏市场规模 (亿元)	4
图表 2: 中国游戏市场增速	5
图表 3: 中国游戏市场用户规模 (万人)	5
图表 4: 中国移动游戏市场规模及增速 (亿元)	5
图表 5: 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入 (百万美元) 及增速	6
图表 6: FY18H1 总部在中国公司的游戏用户支出最高的市场 (亿元)	6
图表 7: 游戏版号相关政策信息	7
图表 8: 游族网络发展历程	7
图表 9: 游族网络各业务收入 (亿元)	8
图表 10: 游族网络各业务收入占比	8
图表 11: 游族网络分区域收入 (亿元)	8
图表 12: 游族网络分区域收入占比	8
图表 13: 游族网络分业务毛利率	9
图表 14: 游族网络分季度毛利率	9
图表 15: 游族网络页游收入 (百万元) 及增速	9
图表 16: 游族网络手游收入 (百万元) 及增速	9
图表 17: 游族网络上线的网页游戏	10
图表 18: 游族网络上线的移动游戏	10
图表 19: 游族网络各产品 iOS 游戏畅销榜表现	10
图表 20: 游族网络各产品 iOS 游戏免费榜表现	11
图表 21: 《少年三国志》iOS 游戏排名	11
图表 22: 游族网络海外收入 (亿元) 及增速	12
图表 23: 游族网络发行版图,《狂暴之翼》全球畅销总榜分布	12
图表 24: 中国 APP 发行商出海收入排行榜 (综合 iOS 及 Google Play)	13
图表 25: 2017 年各市场中国畅销手游 TOP 10	13
图表 26: 2018 年下半年中国手游海外 App Store + Google Play 收入前 30	14
图表 27: 《权力的游戏: 凛冬将至》定期于 2019 年春	15
图表 28: 游族网络储备 IP 情况	15
图表 29: 游族网络股权分布 (2018 年三季报)	16
图表 30: 游族网络员工持股计划	16
图表 31: 游族网络回购详情	17
图表 32: 游族网络盈利预测	18
图表 33: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设	18
图表 34: 可比公司估值 (截至 2018/12/7)	19
图表 35: 历史 PE (TTM) 区间	19
图表 36: 历史 PB 区间	19

## 1. 公司介绍

游族网络主要从事网页及手机端游戏的研发、发行、代理和运营，业务布局至海内外 230 个国家及地区；同时通过掌淘数据布局游戏大数据领域。

## 2. 大陆凛冬已至，出海寻找新动力

### 1.1. 游戏行业进入下半场，厂商出海成为大势

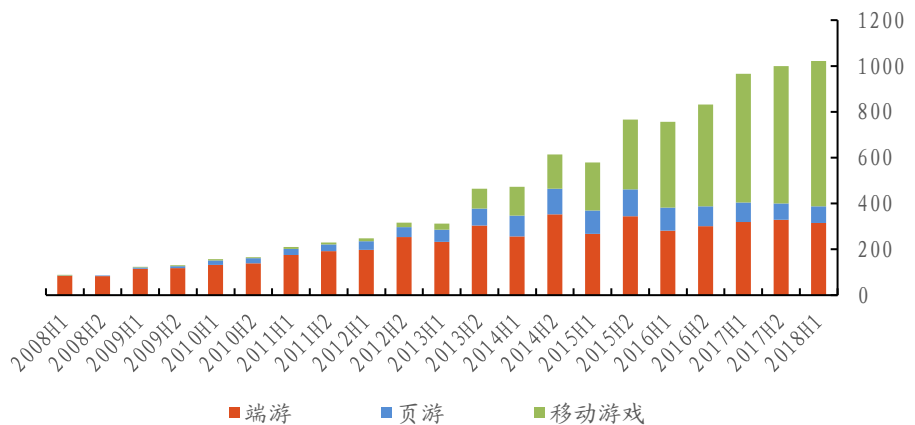
受益于互联网的普及，我国游戏产业迅速发展，在 2008 年到 2017 年的十年间，行业规模从百余亿增加到两千亿元，CAGR 超过 30%，但各细分赛道表现不一。

端游是我国游戏最早发展的赛道，2010 年以前其增速在中双位数，目前市场规模较为稳定。端游用户一般追求更好的品质和游戏体验，愿意投入整块时间在游戏内，ARPU 通常更高。

自 2007 年页游面世后，中国页游步入高速发展阶段，直至 2010 年，其市场规模每年均实现了三位数的增长。

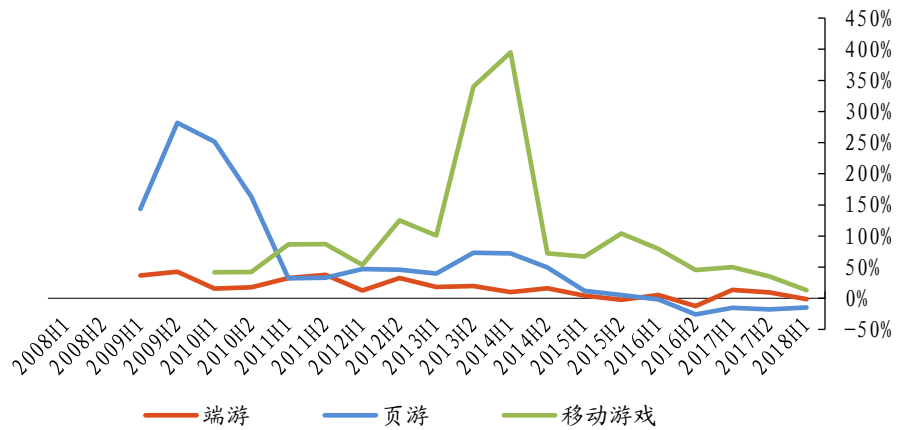
而伴随着智能机的普及和网络优化，移动游戏迎来它的黄金期，其市场规模在 2013 年突破百亿，在 2017 年突破千亿。移动游戏的爆发较大程度上冲击到页游市场，后者的规模在 2015 年见顶。

图表 1：中国游戏市场规模（亿元）



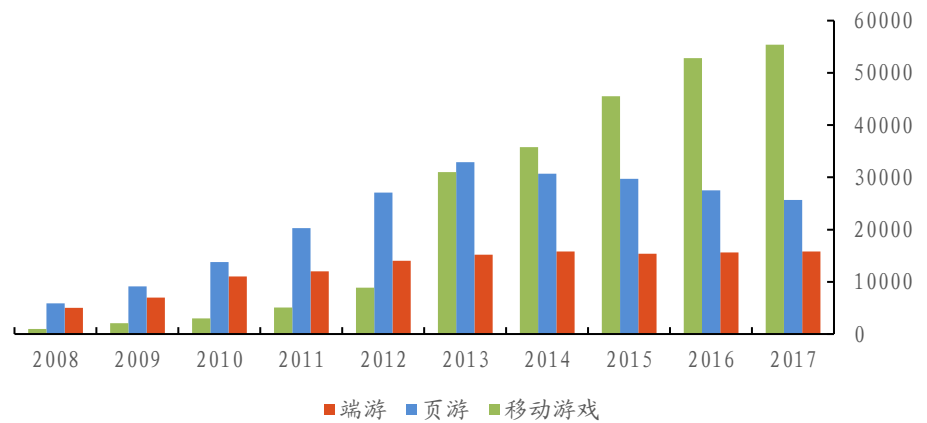
资料来源：游戏产业报告，东方财富证券研究所

图表 2: 中国游戏市场增速



资料来源: 游戏产业报告, 东方财富证券研究所

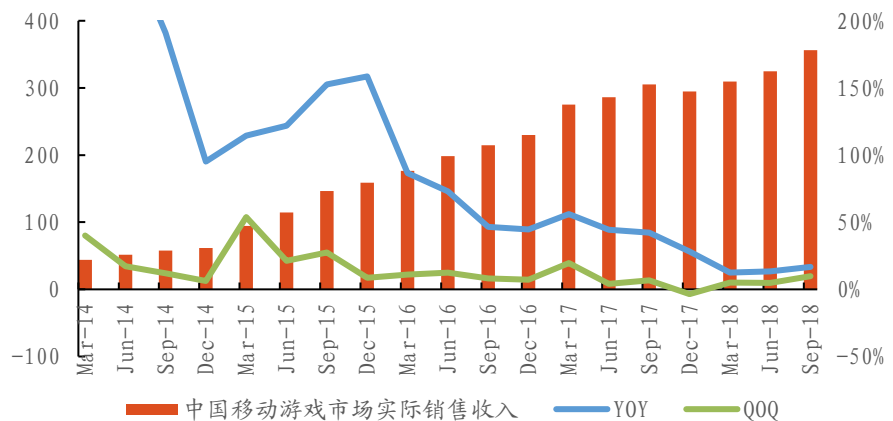
图表 3: 中国游戏市场用户规模 (万人)



资料来源: 游戏产业报告, 东方财富证券研究所

自 2014 年以来, 我国移动游戏市场规模的增长放缓, 但行业整体仍有上升态势, 人口红利的驱动力减弱, 未来增长或主要来自 ARPU 的提升。

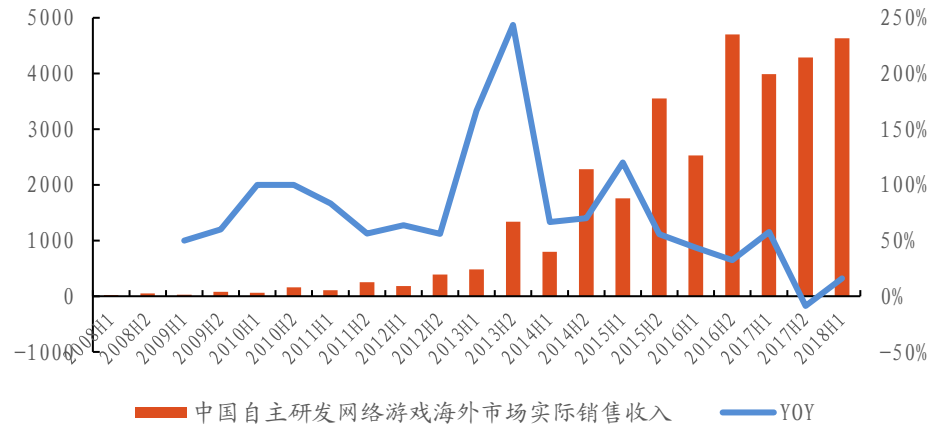
图表 4: 中国移动游戏市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 游戏工委, 东方财富证券研究所

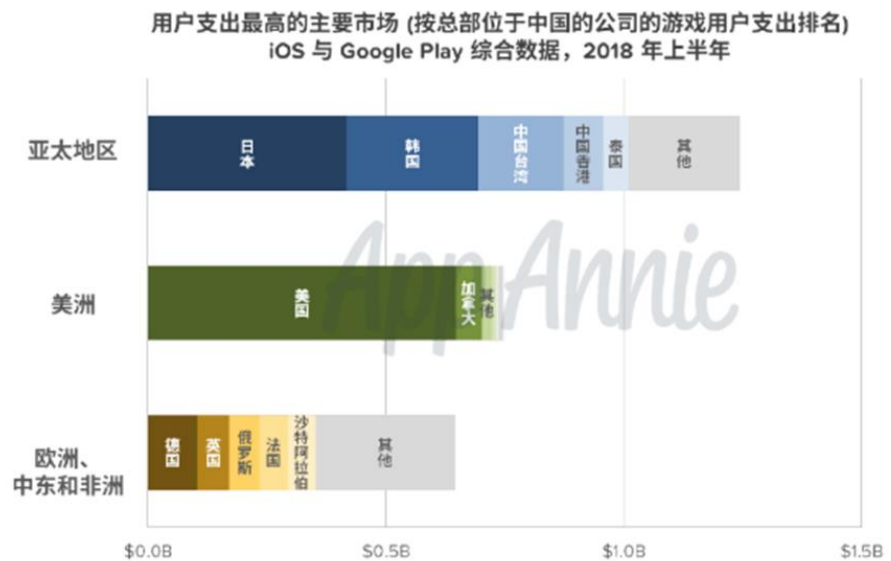
对于中国的游戏厂商，行业天花板不局限在大陆市场，更多企业选择出海拓展。根据游戏产业报告，2017年，我国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入超过82亿美元；FY18H1，该收入YOY+16%达到46.3亿美元，增速环比改善。根据App Annie数据，FY18H1中国游戏出海主要在美国、日本、韩国等游戏产业相对发达的地区。

图表 5：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（百万美元）及增速



资料来源：游戏产业报告，东方财富证券研究所

图表 6：FY18H1 总部在中国公司的游戏用户支出最高的市场（亿元）



资料来源：App Annie，东方财富证券研究所

## 1.2. 版号：最大的风险点和催化剂

游戏版号是国家新闻出版总署同意游戏上线出版的批准文件。

2018年3月，广电总局**由于机构改革，暂停发放游戏版号**。而根据中共中央印发的《深化党和国家机构改革方案》，游戏版号审批等职能被转移到中宣部。《方案》同时指出，“中央和国家机构改革将在2018年年底前落实到位，省级党政机构在2018年年底前调整基本到位，所有地方机构改革任务在2019年3月底前基本完成”。2018年11月16日，在上海市机构改革方案获批后，全国31省方案全部出炉，地方改革进入落地实施阶段，整体改革如期推进。

自FY18Q2以来，游戏版号的暂停审批一定程度上挤压行业规模增长。目前，相对较大的游戏厂商仍有余粮，但若版号复批的时间过晚，行业或受较大负面影响。对于游戏厂商，**版号已成为最大的风险点和催化剂**。

图表 7：游戏版号相关政策信息

时间	文件	印发单位	内容
2016年2月	《网络出版服务管理规定》	广电总局、工信部	网络游戏出版前，需要向省级主管部门申请，经审核同意后，报广电总局审批。
2016年6月	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	广电总局	移动游戏需要获得出版物号才可上网出版运营
2018年3月21日	《深化党和国家机构改革方案》	中共中央	游戏版号业务划归中宣部。中央和国家机关机构改革要在2018年年底前落实到位。省级党政机构改革方案要在2018年9月底前报党中央审批，在2018年年底前机构调整基本到位。
2018年3月29日	《游戏申报审批重要事项通知》	广电总局	由于机构改革，暂停发放游戏版号

资料来源：政府网站，网络资料，东方财富证券研究所

## 3. 游族业务

### 3.1. 移动游戏发力，海外占据半壁江山

游族网络成立于2009年6月，同年即开启游戏出海。2014年2月公司借壳登陆A股，2015年4月通过收购掌淘科技涉足大数据领域。

图表 8：游族网络发展历程

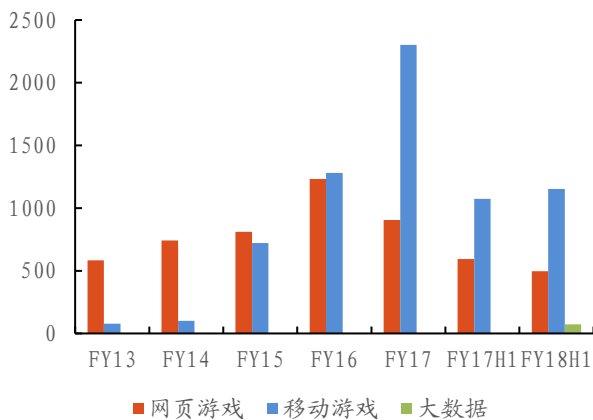
时间	大事件
2009/9	页游《三十六计》上线
2010/6	《三十六计》出海至港澳台、新马菲等地区
2012/1	首创双模式页游《一代宗师》封测
2013/3	手游《一代宗师》登顶台湾收费榜
2013/7	页游《女神联盟》公测
2014/6	借壳登陆A股
2014/9	手游《女神联盟》首度开测

2015/3	手游《少年三国志》20天破亿
2015/11	定增收购掌淘科技涉足大数据领域
2016/3	收购 BigPoint, 拓展全球化布局
2016/7	同阿里云战略合作, 深耕游戏大数据
2017/3	入选中国出海品牌 30 强
2017/12	定增募集近 7 亿元投入网络游戏研发发行运营建设、偿还银行贷款
2018/8	预案发行可转换公司债券, 募集不超过 12.4 亿元, 用以网络游戏开发及运营建设、网络游戏运营平台升级建设和补充流动资金

资料来源: 公司网站, 东方财富证券研究所

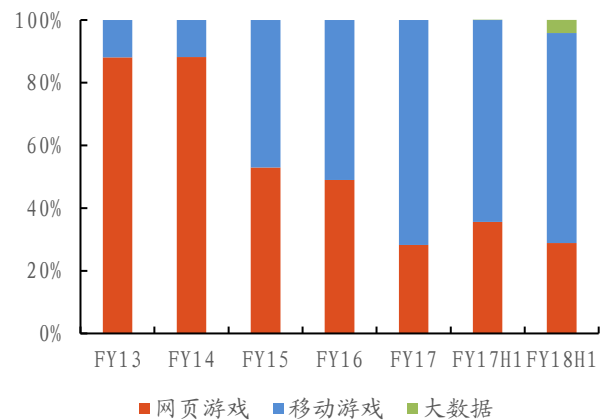
**移动游戏占比增加, 海外收入占据半壁江山。**从财务数据来看, 公司顺行业变迁而发展。2009 年以页游起家, 到 2015 年网页游戏占比明显下降, 移动游戏的贡献不断提升, 而 2018 年开始大数据业务开始有所贡献。凭借《女神联盟》等产品的优异表现, 2014 年公司海外收入贡献显著提升, FY16 以后贡献收入 50%左右。

图表 9: 游族网络各业务收入 (亿元)



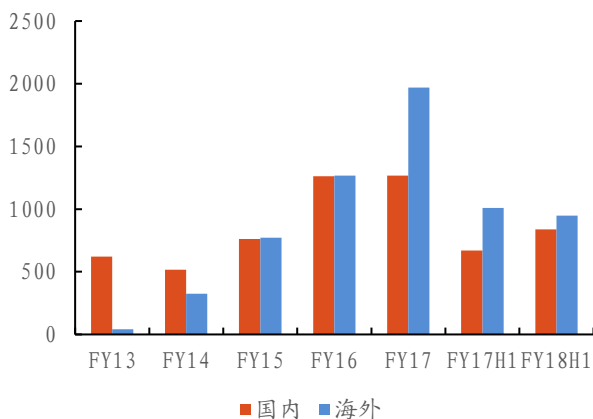
注: FY13为游族信息而非上市公司业绩。  
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 10: 游族网络各业务收入占比



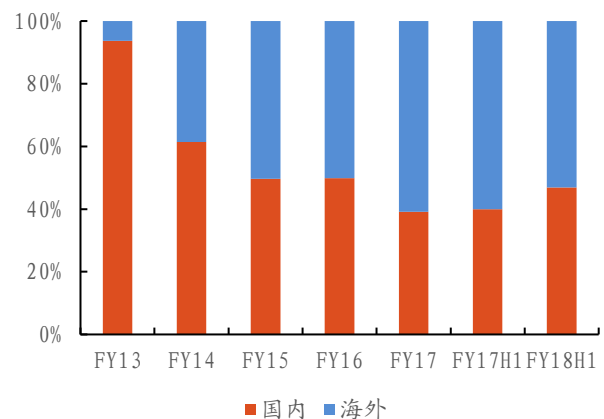
注: FY13为游族信息而非上市公司业绩。  
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 11: 游族网络分区域收入 (亿元)



注: FY13为游族信息而非上市公司业绩。  
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 12: 游族网络分区域收入占比

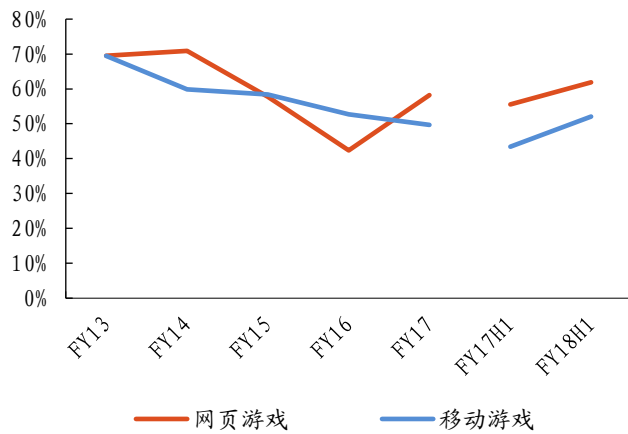


注: FY13为游族信息而非上市公司业绩。  
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所



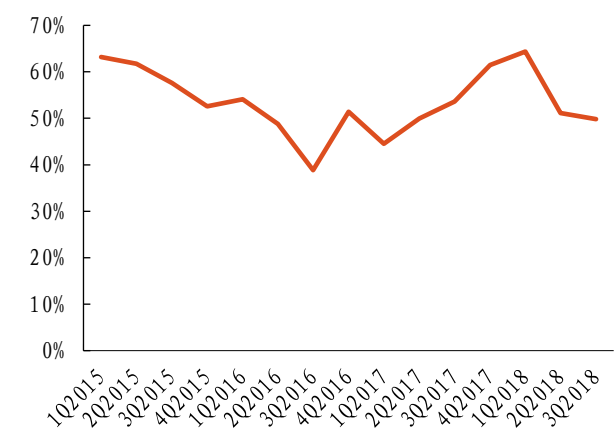
移动游戏毛利率多和重点项目上线有关，游戏上线初期由于推广费用而毛利通常较低，随着游戏成熟业绩释放毛利率有所提升。过去几年，游族网络的移动游戏毛利率呈现下滑趋势，主要由于新游推广及代理业务占比提升；到2018年季报，由于产品的业绩释放，毛利率略有提升。

图表 13: 游族网络分业务毛利率



注：FY13为游族信息而非上市公司业绩。  
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 14: 游族网络分季度毛利率



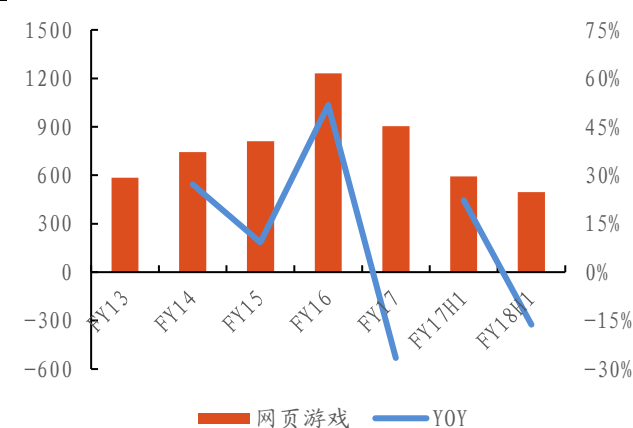
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 3.2. 重点游戏接连 carry，产品线不断丰富

游族网络以网页游戏起家，做出了包括《大皇帝》、《大侠传》、《女神联盟》在内的优秀产品。2016年开始网页游戏市场下滑，公司凭借《女神联盟2》等作品全球发行实现网页游戏部分收入50%以上的增长。

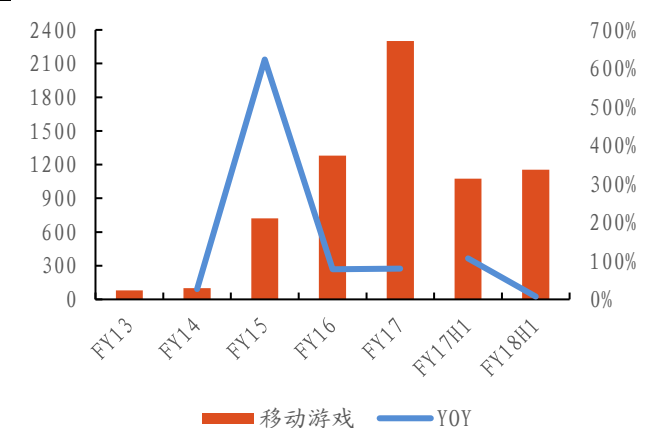
游族网络最早于2012年推出移动游戏，而后公司顺应行业趋势加大对移动网络游戏研发的投入。受益于《少年三国志》的表现（上线20天流水破亿，单月营收高达1.6亿，单月流水长期在亿元左右），游族网络移动游戏部分FY15实现收入600%以上的增长。而后，公司陆续有《狂暴之翼》、《天使纪元》等大作上线，支撑公司业绩稳健增长。

图表 15: 游族网络页游收入 (百万元) 及增速



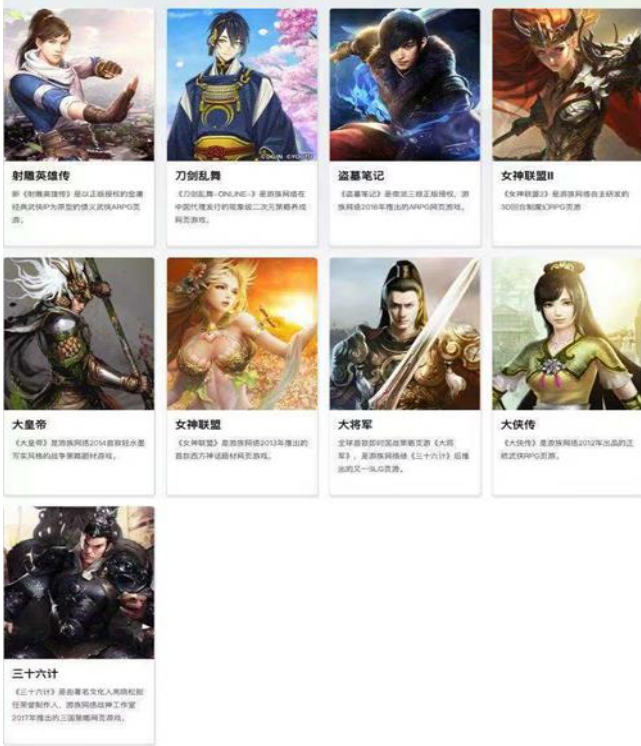
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 16: 游族网络手游收入 (百万元) 及增速



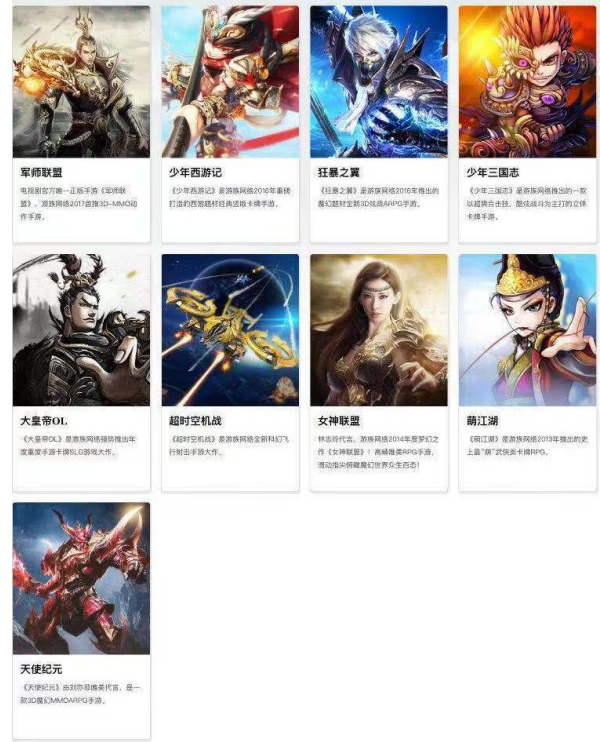
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 17: 游族网络上线的网页游戏



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

图表 18: 游族网络上线的移动游戏

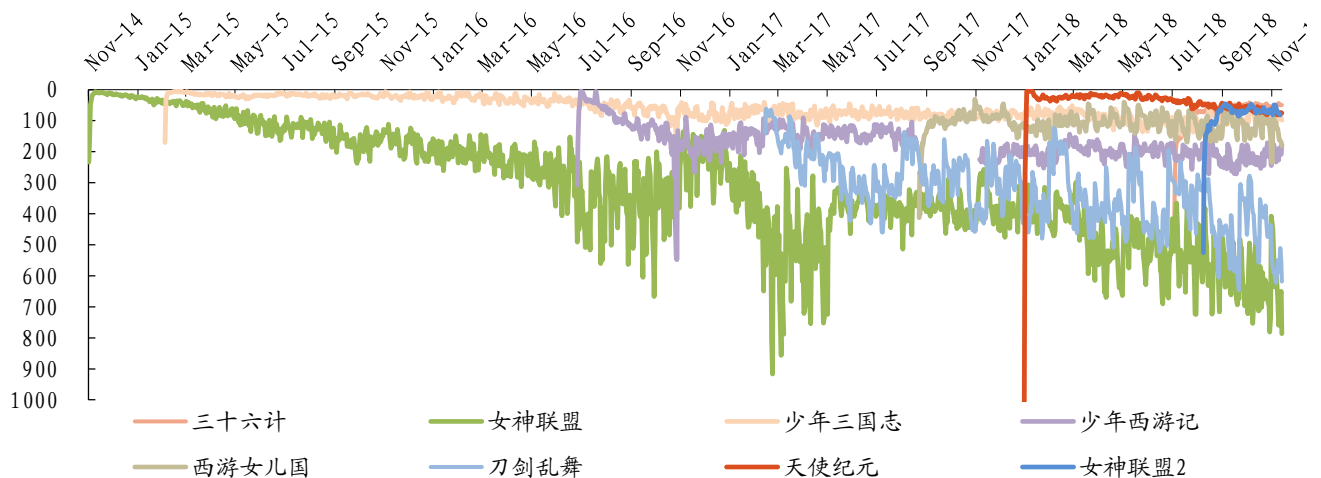


资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

根据七麦数据的 iOS 统计 (缺《狂暴之翼》), 游族旗下的手游一般能在早期爆发而迅速上榜, 进入成熟期后依靠游戏质量维系核心用户、稳住排名并贡献一定流水, 例如《少年三国志》2015 年上线, 目前仍在游戏畅销榜百名左右。而根据 Sensor Tower 的 11 月数据, 过去一个月《三十六计》流水仍在 200 万美元左右。

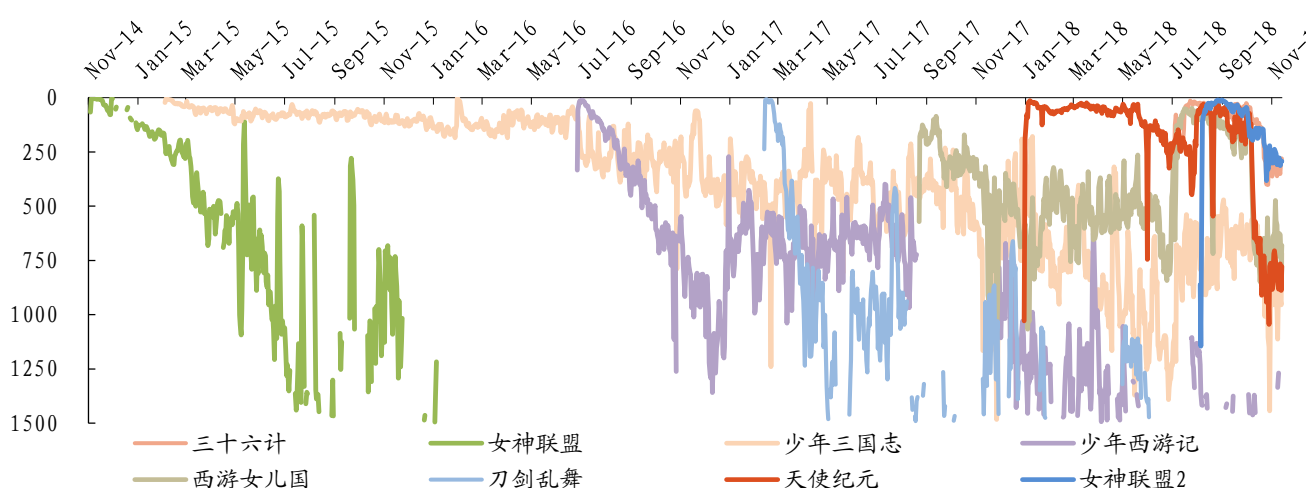
同时, 相较于 2014 年、2015 年的单一布局, 2016 年后公司加快游戏上线的步伐, 目前游族网络在多品类、多题材布局, 以获取不同细分领域的用户。

图表 19: 游族网络各产品 iOS 游戏畅销榜表现



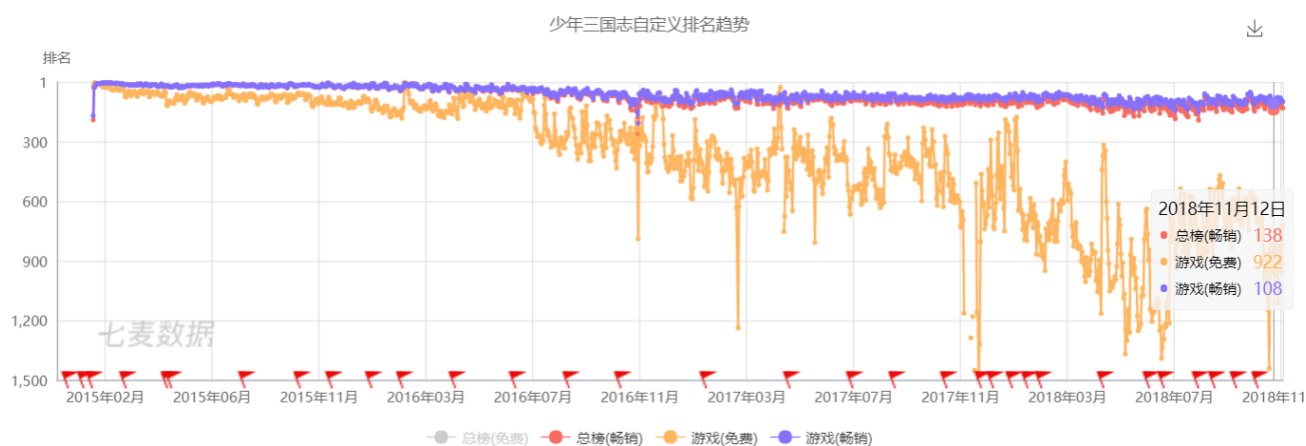
资料来源: 七麦数据, 东方财富证券研究所

图表 20: 游族网络各产品 iOS 游戏免费榜表现



资料来源: 七麦数据, 东方财富证券研究所

图表 21: 《少年三国志》iOS 游戏排名

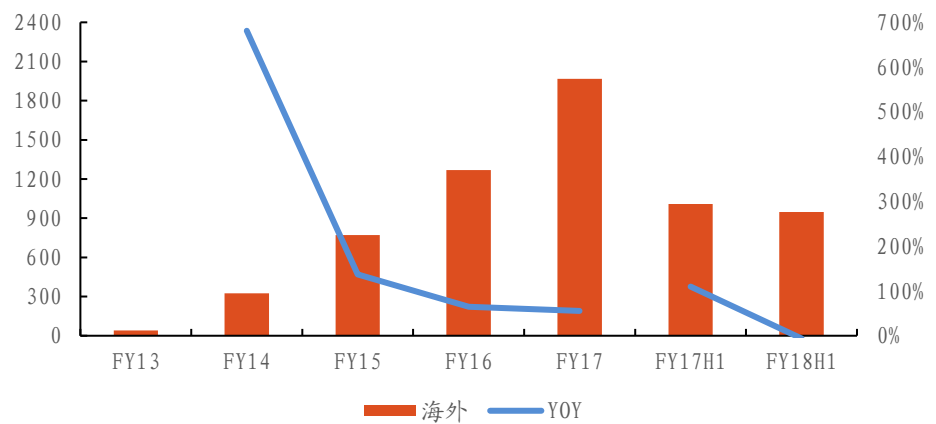


资料来源: 七麦数据, 东方财富证券研究所

### 3.3. 八年出海, 稳居中国 APP 出海发行商收入前 20

游族网络自第一款页游《三十六计》就有出海, 2013 年的《女神联盟》单月流水峰值突破 1.5 亿元, 目前公司已在该领域积累近十年经验。FY18H1, 游族网络海外收入 9.47 亿, 出海收入占比超过 50%。

图表 22: 游族网络海外收入（亿元）及增速



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

目前游族网络在香港、新加坡、英国伦敦、德国汉堡等地设立分支机构, 组建了一个分层次的全球发行网络: 上海总部提供标准、流程和工具, 海外子公司则根据习俗深耕本地市场; 公司的发行版图已经覆盖全球 230 多个国家和地区。2018 年, 在 App Annie 发布的各月中国 APP 发行商出海收入排行榜上, 公司稳居前 20, 海外发行能力可见一斑。

图表 23: 游族网络发行版图,《狂暴之翼》全球畅销总榜分布



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

图表 24: 中国 APP 发行商出海收入排行榜 (综合 iOS 及 Google Play)

排名	2018年4月	排名变化	2018年5月	排名变化	2018年6月	排名变化	2018年7月	排名变化	2018年8月	排名变化	2018年9月	排名变化
1	FunPlus	1	FunPlus	0	FunPlus	0	FunPlus	0	网易	1	FunPlus	1
2	IGG	-1	IGG	0	IGG	0	网易	1	FunPlus	-1	网易	-1
3	网易	1	网易	0	网易	0	IGG	-1	IGG	0	IGG	0
4	智明星通	-1	智明星通	0	智明星通	0	智明星通	0	智明星通	0	智明星通	0
5	龙腾简合	0	易幻网络	1	易幻网络	0	腾讯	1	腾讯	0	Game168	2
6	易幻网络	5	龙腾简合	-1	腾讯	1	龙创悦动	2	龙创悦动	0	腾讯	-1
7	游族	6	腾讯	3	卓杭网络	4	易幻网络	-2	Game168	1	龙创悦动	-1
8	Tap4Fun	0	昆仑	3	龙创悦动	2	Game168	3	龙腾简合	1	创酷互动	1
9	龙创悦动	-2	乐元素	7	昆仑	-1	龙腾简合	3	创酷互动	5	龙腾简合	-1
10	腾讯	12	龙创悦动	-1	Tap4Fun	2	Tap4Fun	0	散爆网络	上期未上榜	游族	5
11	昆仑	5	卓杭网络	2	Game168	3	卓杭网络	-4	Tap4Fun	-1	卓杭网络	1
12	37互娱	8	Tap4Fun	-4	龙腾简合	-6	昆仑	-3	卓杭网络	-1	米哈游	10
13	卓杭网络	-7	37互娱	-1	沐瞳科技	3	37互娱	1	百度	上期未上榜	沐瞳科技	5
14	沐瞳科技	-5	Game168	3	37互娱	-1	创酷互动	5	心动网络	12	百度	-1
15	神州泰岳	-3	心动网络	6	游族	4	沐瞳科技	-2	游族	4	猎豹移动	4
16	乐元素	-1	沐瞳科技	-2	乐元素	-7	盖娅互娱	10	易幻网络	-9	散爆网络	-6
17	Game168	1	米哈游	2	神州泰岳	1	神州泰岳	0	昆仑	-5	神州泰岳	3
18	掌趣	-1	神州泰岳	-3	米哈游	-1	米哈游	0	沐瞳科技	-3	Tap4Fun	-7
19	米哈游	-9	游族	-12	创酷互动	6	游族	-4	猎豹移动	1	易幻网络	-3
20	猎豹移动	上期未上榜	掌趣	-2	猎豹移动	1	猎豹移动	0	神州泰岳	-3	昆仑	-3
21	心动网络	-2	猎豹移动	-1	心动网络	-6	掌趣	1	37互娱	-8	37互娱	0
22	绝地科技	-8	绝地科技	0	掌趣	-2	乐元素	-6	米哈游	-4	莉莉丝游戏	5
23	天象互动	上期未上榜	盖娅互娱	上期未上榜	绝地科技	-1	绝地科技	0	掌趣	-2	英雄互娱	上期未上榜
24	阿里巴巴	上期未上榜	天象互动	-1	天象互动	0	莉莉丝游戏	上期未上榜	绝地科技	-1	心动网络	-10
25	创酷互动	-2	创酷互动	0	绿洲游戏	上期未上榜	天象互动	-1	乐元素	-3	原力核镜科技	上期未上榜
26	奇酷工场	-5	奇酷工场	0	盖娅互娱	-3	心动网络	-5	盖娅互娱	-10	绝地科技	-2
27	百度	上期未上榜	Word Find	2	奇酷工场	-1	绿洲游戏	-2	莉莉丝游戏	-3	掌趣	-4
28	英雄互娱	2	英雄互娱	0	Word Find	-1	奇酷工场	-1	玩友时代	上期未上榜	乐元素	-3
29	Word Find	上期未上榜	狂热网络	上期未上榜	狂热网络	0	Word Find	-1	奇酷工场	-1	创智优品	上期未上榜
30	Black Beard	-4	蓝港	上期未上榜	Black Beard	上期未上榜	狂热网络	-1	Word Find	-1	奇酷工场	-1

资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

具体游戏层面, 游族网络自 2016 年代理上线的《狂暴之翼》表现斐然, 持续贡献稳定收入:《Furious Wings》先后获得“MMOsite 2016 年度最佳动作手游”、“2017 年度十大最受海外欢迎游戏”等荣誉, 在美国、俄罗斯、印度等市场进入中国畅销手游排名的前五。2018 年 1 月, 公司自研的《天使纪元》正式公测, 而到了 9 月该游戏已进入中国手游海外 App Store + Google Play 收入前 30。

未来, 包括《权力的游戏》在内的各产品亦将全球发行, 增长有弹性, 而现有产品相对成熟, 或可贡献稳定的流水。

图表 25: 2017 年各市场中国畅销手游 TOP 10

美国			日本			俄罗斯			印度			
1	烈王的纷争	智明星通	策略	拳皇98	腾讯	角色扮演	烈王的纷争	智明星通	策略	烈王的纷争	智明星通	策略
2	阿瓦隆之王	Funplus	策略	偶像梦幻祭	乐元素	养成	狂暴之翼	游族	角色扮演	丧尸之战	龙创悦动	策略
3	王国纪元	IGG	策略	烈王的纷争	智明星通	策略	丧尸之战	龙创悦动	策略	狂暴之翼	游族	角色扮演
4	狂暴之翼	游族	角色扮演	战舰帝国	华清飞扬	动作	阿瓦隆之王	Funplus	策略	狙击3D刺客	Fun For Free	射击
5	战火与秩序	壳木游戏	策略	碧蓝航线	Yostar	动作	王国纪元	IGG	策略	僵尸前线3	FT Games	射击
6	城堡争霸	IGG	策略	阴阳师	网易	角色扮演	城堡争霸	IGG	策略	王国纪元	IGG	策略
7	丧尸之战	龙创悦动	策略	君临天下	悠久	策略	神魔圣域	昆仑游戏	角色扮演	烈王的纷争	智明星通	策略
8	战地风暴	Tap4Fun	策略	崩坏3	米哈游	动作	银河传说	Tap4Fun	角色扮演	女王的纷争	智明星通	策略
9	苏丹的复仇	龙腾中东	策略	女王的纷争	智明星通	策略	魔法英雄	智明星通	角色扮演	战地风暴	Tap4Fun	策略
10	神魔圣域	昆仑游戏	角色扮演	阿瓦隆之王	Funplus	策略	战火与秩序	壳木游戏	策略	DH Texas Pok	DroidHen	博彩

资料来源: Teebik, 东方财富证券研究所

图表 26: 2018 年下半年中国手游海外 App Store + Google Play 收入前 30

	2018年7月		2018年8月		2018年9月		2018年10月	
1	王国纪元	IGG	荒野行动	网易	荒野行动	网易	荒野行动	网易
2	荒野行动	网易	王国纪元	IGG	王国纪元	IGG	王国纪元	IGG
3	火枪纪元	FunPlus	火枪纪元	FunPlus	火枪纪元	FunPlus	火枪纪元	FunPlus
4	PUBG	腾讯	PUBG	腾讯	PUBG	腾讯	PUBG	腾讯
5	阿瓦隆之王	FunPlus	列王的纷争	智明星通	阿瓦隆之王	FunPlus	黑道风云	友塔网络
6	无尽对决	沐瞳科技	阿瓦隆之王	FunPlus	列王的纷争	智明星通	阿瓦隆之王	FunPlus
7	放置奇兵	卓杭网络	无尽对决	沐瞳科技	无尽对决	沐瞳科技	列王的纷争	智明星通
8	城堡争霸	IGG	放置奇兵	卓杭网络	碧蓝航线	Yostar	文明觉醒	莉莉丝
9	苏丹的复仇	ONEMT	城堡争霸	IGG	放置奇兵	卓杭网络	无尽对决	沐瞳科技
10	奇迹暖暖	Nikki, 智明星通	苏丹的复仇	ONEMT	崩坏3	米哈游	放置奇兵	卓杭网络
11	拳皇98	掌趣	奇迹暖暖	Nikki, 智明星通	城堡争霸	IGG	末日孤城	龙创悦动
12	战火与秩序	壳木软件	末日孤城	龙创悦动	末日孤城	龙创悦动	少女前线	XD Sunborn
13	王者荣耀	腾讯	战火与秩序	壳木软件	王者荣耀	腾讯	王者荣耀	腾讯
14	崩坏3	米哈游	王者荣耀	腾讯	奇迹暖暖	Nikki, 智明星通	城堡争霸	IGG
15	碧蓝航线	Yostar	拳皇98	掌趣	战火与秩序	壳木软件	碧蓝航线	Yostar
16	末日争霸: 丧尸之战	龙创悦动	末日争霸: 丧尸之战	龙创悦动	苏丹的复仇	ONEMT	梦幻模拟战	GameBeans
17	Modern Empire	Tap4Fun	兵人大战	原力棱镜	极品芝麻官 (韩语)	创酷互动	Game of Sultans	梦加网络
18	末日孤城	龙创悦动	碧蓝航线	Yostar	兵人大战	原力棱镜	新三国志	英雄互娱
19	Rules of Survival	网易	三国志M	易幻网络	拳皇98	掌趣	战火与秩序	壳木软件
20	狂暴之翼	游族	崩坏3	米哈游	末日争霸: 丧尸之战	龙创悦动	奇迹暖暖	Nikki, 智明星通
21	剑与家园	莉莉丝游戏	第五人格	网易	文明觉醒	莉莉丝	天使纪元	游族
22	正统三国	绝地科技	狂暴之翼	游族	偶像梦幻祭 (日语)	乐元素	苏丹的复仇	ONEMT
23	野蛮时代	Tap4Fun	Rules of Survival	网易	海战游戏	Special Game	崩坏3	米哈游
24	偶像梦幻祭 (日语)	乐元素	野蛮时代	Tap4Fun	朕的江山	绝地科技	兵人大战	原力棱镜
25	Word Crossy	Gu Yunhe	正统三国	绝地科技	天使纪元	游族	极品芝麻官 (韩语)	创酷互动
26	神魔之塔	Mad Head Gam	战舰帝国	奇酷工厂	神魔之塔	Mad Head	叫我官老爷	创酷互动
27	龙之谷	腾讯	偶像梦幻祭 (日语)	乐元素	叫我官老爷	创酷互动	拳皇98	掌趣
28	永恒纪元	三七互娱	战地风暴	Tap4Fun	战地风暴	Tap4Fun	末日争霸: 丧尸之战	龙创悦动
29	国王的崛起	ONEMT	Word Crossy	Gu Yunhe	野蛮时代	Tap4Fun	海战游戏	Special Gam
30	大三国志	Winking Ente	龙之谷	腾讯	第五人格	网易	神魔之塔	Mad Head

资料来源: Sensor Tower, 东方财富证券研究所

### 3.4. IP 储备丰富, 腾讯独家代理 GoT 国内手游

游族网络努力持续打造精品大 IP, 曾借 IP 效应推出网页游戏《射雕英雄传》和移动游戏《大军师司马懿之军师联盟》, 影游互动。今年 2 月同育碧 (Ubisoft) 达成合作, 其代理的 ARPG 游戏《狂暴之翼》与 Ubisoft 的《刺客信条》展开 6 个月联动,《刺客信条》中多个经典角色加入了《狂暴之翼》, IP 成功联动。

而公司后续储备了包括《权力的游戏》、《盗墓笔记》、《三体》在内的重磅 IP, 部分游戏已进入测试阶段, 或在 FY19 陆续上线。其中《权力的游戏》移动游戏将由腾讯独家代理国内市场, 腾讯的流量优势或助力其表现。而根据公司海外平台,《权力的游戏: 凛冬将至》页游将在 2019 年春上线。

图表 27: 《权力的游戏: 凛冬将至》定期于 2019 年春

Yoozoo Games, a leading Chinese game developer and publisher, announced today that **Game of Thrones Winter is Coming**, a browser game officially licensed by Warner Bros. Interactive Entertainment under license from HBO®, is set to launch in spring 2019. HBO®, Warner Bros. Interactive Entertainment, and Yoozoo are all working together to create a game that allows players to be immersed in the world of Game of Thrones.



资料来源: Gtarcade, 东方财富证券研究所

图表 28: 游族网络储备 IP 情况

	题材/IP	类型	作品/IP 成绩	其他
《权力的游戏: 凛冬将至》	《权力的游戏》	手游、页游	第 70 届艾美奖最佳剧集奖 2019 年完结	移动游戏国内由 腾讯独家代理
《盗墓笔记》	《盗墓笔记》	手游	电影票房超过 10 亿 页游流水破亿	
《三体》	《三体》		2014 年星云奖提名, 第七十三届雨果奖最佳长篇	
《山海镜花》	《山海经》		志怪古籍	
《少年三国志 2》	《三国》	手游	《少年三国志》上线 20 天流水 破亿, 单月营收最高达到 1.6 亿	

资料来源: 公司公告, 网络资料, 东方财富证券研究所

## 4. 持股计划绑定核心员工，管理层对未来充满信心

### 4.1. 股权结构清晰

游族网络大股东及实际控制人为公司董事长兼总经理林奇，亦为游族信息技术有限公司创始人，其持股比例 34.76%，拥有控股权。

图表 29：游族网络股权分布

名称	性质	持股比例	限售比例	累计质押占 持股比例
林奇	个人，董事长、总经理	34.84%	25.98%	97.83%
宁波保税区永谐国际贸易 有限公司	境内非国有法人	6.00%	-	-
王卿伟	个人，梅花伞实际控制人之子	3.98%	-	19.93%
王卿泳	个人，梅花伞实际控制人之子	3.65%	-	11.87%
朱伟松	个人，公司原监事长	3.58%	-	81.75%
国盛证券有限责任公司	境内非国有法人，非公开发行认 购	3.50%	0.87%	-

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 4.2. 员工持股计划须考核 FY19 净利润 13 亿

2018 年 6 月 29 日，公司公告第一期员工持股计划，其资金以公司核心员工自筹及回购股票金额 1: 10 的比例配比。至 2018 年 11 月 9 日，公司公告完成股票过户，将回购的 1411 万股过户至资管计划。这一员工持股激励计划分三期解锁，具体信息如下：

图表 30：游族网络员工持股计划

批次	解锁时点	解锁比例	业绩考核
第一批	2019 年 11 月 9 日	30%	FY18 净利润不低于 10 亿元（不包括股权激励费用）
第二批	2020 年 11 月 9 日	30%	FY19 净利润不低于 13 亿元（不包括股权激励费用）
第三批	2021 年 11 月 9 日	40%	FY20 净利润不低于 16 亿元（不包括股权激励费用）

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

员工持股计划的业绩考核扣除股权激励费用后的净利润，可较好激励公司管理层。按照 2018 年 11 月 7 日收盘价测算，我们估算 FY18/FY19/FY20/FY21 每年摊销费用在 0.2/1.2/0.6/0.2 亿元左右，即预期 FY18/FY19/FY20 的报表利润应在 9.8/11.8/15.4 亿左右。



### 4.3. 公司持续回购，大股东增持平均成本 17 元

2017 年 12 月，游族网络股东大会审议通过回购股份议案，拟以不低于 3 亿元，不超过 5 亿元的自由资金回购公司股份，有效期为股东大会审议之日 12 个月内。2018 年 12 月 5 日，公司公告完成回购累计 2263 万股，占公司总股本 2.55%，回购均价在 20.00 元。

图表 31: 游族网络回购详情

时间	回购股份 (万股)	回购比例	股价范围 (元)	支付金额 (万元)
2018/1	21.00	0.02%	23.68-23.84	498.72
2018/2	373.37	0.42%	20.98-24.12	9260.58
2018/3	189.88	0.21%	22.67-23.83	4384.85
2018/4	100.14	0.11%	21.00-22.00	2166.33
2018/5	210.20	0.24%	20.37-21.95	4462.52
2018/6	496.76	0.56%	19.10-20.93	9848.01
2018/7	236.37	0.27%	18.47-19.38	4460.03
2018/8	312.14	0.35%	14.93-18.25	5328.36
2018/9	237.72	0.27%	14.50-15.84	3594.56
2018/10	85.63	0.10%	14.29-15.55	1270.77

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2017 年 11 月 21 日，公司公告控股股东林奇先生拟在未来 12 个月，计划累计增持公司股份不少于 500 万股。2018 年 11 月 21 日公司公告实际控制人林奇先生合计增持 500.09 万股，占总股本 0.56%，平均持仓成本为 17.01 元。

## 5. 盈利预测

关键假设：

- (1) 《权力的游戏：凛冬将至》页游全球发布，FY19 公司网页游戏收入止住下滑趋势，而由于新游戏的投放，网页游戏利润率下滑至 58%。
- (2) 《天使纪元》持续海外推广，FY19/FY20 持续贡献稳定流水。
- (3) 《权力的游戏：凛冬将至》于 2019 年下半年上线，半年流水 15 亿，贡献收入 4.5 亿。而由于《权力的游戏：凛冬将至》由腾讯代理，移动游戏部分毛利率提升至 55%。
- (4) 销售管理费用率维持现有水平。

图表 32: 游族网络盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3235.68	3549.67	4477.71	5390.10
增长率 (%)	27.89	9.70	26.14	20.38
EBITDA (百万元)	907.80	1168.60	1400.76	1717.36
归母净利润 (百万元)	655.89	986.88	1184.36	1491.50
增长率 (%)	11.57	50.46	20.01	25.93
EPS (元/股)	0.74	1.11	1.33	1.68
市盈率 (P/E)	24.03	15.97	13.31	10.57
市净率 (P/B)	3.89	3.13	2.53	2.04
EV/EBITDA	17.48	13.81	10.88	8.16

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

经过深入研究,我们具体拆分《权力的游戏:凛冬将至》可能营收好于早前预期,故而公司 FY19/FY20 的盈利预测,我们预期游族网络于 FY18/FY19/FY20 营收达到 35.49/44.77/53.90 亿元,归母净利润 9.87/11.84/14.91 亿元, EPS 为 1.11/1.33/1.68 元,对应当前股价 15.97/13.31/10.57 倍 PE。

## 6. 估值与投资建议

### 6.1. 绝对估值

图表 33: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
无风险利率 Rf	3.40%	股票 Beta	0.94
市场收益 Rm	9.29%	TV 增长率	3.50%
风险溢价	5.89%	实际税率	5.00%
资产贴现率 Ka	8.94%	WACC	8.56%
债务利率 Kd	5.50%	股票价值	239.58 亿元
每股价值	26.97 元		

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

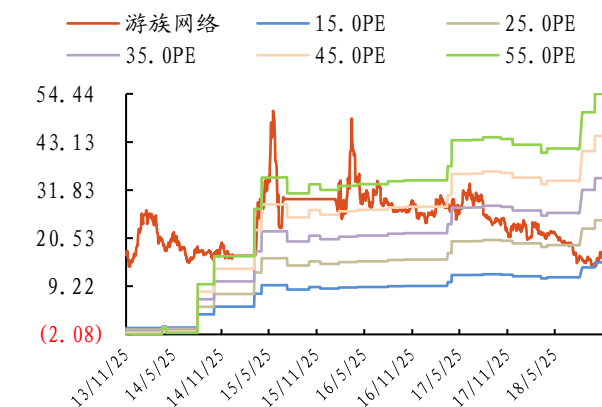
## 6.2. 相对估值

图表 34: 可比公司估值(截至 2018/12/14)

代码	简称	总市值(亿元)	一致预期 PE(倍)		
			TTM	2018E	2019E
300315.SZ	掌趣科技	102.30	44.74	13.88	11.41
002558.SZ	巨人网络	383.62	31.64		
300418.SZ	昆仑万维	151.60	12.80	10.93	8.75
300113.SZ	顺网科技	96.51	17.53	15.10	12.94
002555.SZ	三七互娱	255.20	22.26	15.27	12.62
002624.SZ	完美世界	353.81	23.58	19.32	15.71
603444.SH	吉比特	110.12	18.46	16.30	14.14
600633.SH	浙数文化	109.62	57.51	18.92	15.75
002602.SZ	世纪华通	476.99	61.64	44.64	33.01
300031.SZ	宝通科技	53.37	19.25	18.68	15.49
002354.SZ	天神娱乐	52.65	24.35		
002517.SZ	恺英网络	84.16	8.81	11.13	10.09
300459.SZ	金科文化	145.87	17.68	13.33	10.48
300043.SZ	星辉娱乐	42.80	25.90	12.37	10.34
002425.SZ	凯撒文化	45.98	17.65	14.40	7.95
002247.SZ	聚力文化	42.29	8.38	5.85	4.77
平均			25.76	16.44	13.10
002174.SZ	游族网络	157.61	22.03	16.39	13.14

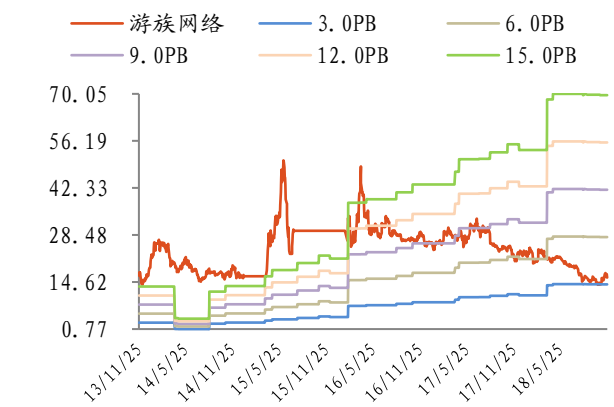
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 35: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 36: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 6.3. 投资建议

考虑行业历史和当前估值水平，及公司历史估值水平，我们认为公司业绩具备成长性，我们上调公司评级至“买入”，十二个月目标价 26.6 元，相当于 2019 年 EPS 的 20 倍。

## 7. 风险提示

版号恢复批复时间不及预期  
项目上限进度不及预期，流水不及预期  
业绩未能达到员工持股解锁要求

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>3133.99</b>	<b>4248.91</b>	<b>5595.97</b>	<b>7247.65</b>
货币资金	1937.77	1841.38	2747.62	3969.65
应收及预付	907.74	2016.30	2457.13	2886.78
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	288.48	391.22	391.22	391.22
<b>非流动资产</b>	<b>3501.96</b>	<b>3832.07</b>	<b>3834.93</b>	<b>3835.42</b>
长期股权投资	443.17	474.20	474.20	474.20
固定资产	699.06	746.34	786.58	819.79
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1233.99	1097.02	1059.64	1026.93
其他长期资产	1125.74	1514.50	1514.50	1514.50
<b>资产总计</b>	<b>6635.95</b>	<b>8080.98</b>	<b>9430.90</b>	<b>11083.07</b>
<b>流动负债</b>	<b>2138.77</b>	<b>2595.73</b>	<b>2761.29</b>	<b>2921.97</b>
短期借款	1274.32	1824.32	1824.32	1824.32
应付及预收	425.66	749.32	914.88	1075.56
其他流动负债	438.79	22.09	22.09	22.09
<b>非流动负债</b>	<b>428.74</b>	<b>428.74</b>	<b>428.74</b>	<b>428.74</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	398.16	398.16	398.16	398.16
其他非流动负债	30.58	30.58	30.58	30.58
<b>负债合计</b>	<b>2567.51</b>	<b>3024.47</b>	<b>3190.03</b>	<b>3350.71</b>
股本	888.47	888.47	888.47	888.47
资本公积	930.32	930.32	930.32	930.32
留存收益	2243.27	3230.15	4414.52	5906.01
归属母公司股东权益	4051.16	5038.04	6222.41	7713.90
少数股东权益	17.27	18.46	18.46	18.46
<b>负债和股东权益</b>	<b>6635.95</b>	<b>8080.98</b>	<b>9430.90</b>	<b>11083.07</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>3235.68</b>	<b>3549.67</b>	<b>4477.71</b>	<b>5390.10</b>
营业成本	1547.56	1534.59	1817.14	2089.75
营业税金及附加	20.21	24.14	30.45	36.65
销售费用	293.71	461.46	582.10	700.71
管理费用	679.70	745.43	985.10	1185.82
财务费用	90.52	58.09	81.92	72.86
资产减值损失	70.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	-1.33	0.00	0.00
投资净收益	2.78	150.00	150.00	150.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	109.95	150.00	100.00	100.00
<b>营业利润</b>	<b>646.27</b>	<b>1024.63</b>	<b>1231.00</b>	<b>1554.29</b>
营业外收入	32.40	15.74	16.00	16.00
营业外支出	5.17	0.30	0.30	0.30
<b>利润总额</b>	<b>673.51</b>	<b>1040.07</b>	<b>1246.70</b>	<b>1569.99</b>
所得税	9.36	52.00	62.33	78.50
<b>净利润</b>	<b>664.15</b>	<b>988.07</b>	<b>1184.36</b>	<b>1491.50</b>
少数股东损益	8.26	1.19	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>655.89</b>	<b>986.88</b>	<b>1184.36</b>	<b>1491.50</b>
EBITDA	907.80	1168.60	1400.76	1717.36

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>741.51</b>	<b>36.62</b>	<b>915.87</b>	<b>1231.67</b>
净利润	664.15	988.07	1184.36	1491.50
折旧摊销	143.78	70.44	72.14	74.50
营运资金变动	-219.82	-935.24	-275.27	-268.97
其它	153.41	-86.64	-65.36	-65.36
<b>投资活动现金流</b>	<b>-663.53</b>	<b>-236.44</b>	<b>90.70</b>	<b>90.70</b>
资本支出	-177.44	-82.57	-59.30	-59.30
投资变动	-486.09	-153.87	150.00	150.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>873.10</b>	<b>103.43</b>	<b>-100.34</b>	<b>-100.34</b>
银行借款	1408.73	0.00	0.00	0.00
债券融资	1158.48	0.00	0.00	0.00
股权融资	696.24	0.00	0.00	0.00
其他	-2390.35	103.43	-100.34	-100.34
<b>现金净增加额</b>	<b>951.08</b>	<b>-96.38</b>	<b>906.23</b>	<b>1222.03</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>650.48</b>	<b>1937.77</b>	<b>1841.38</b>	<b>2747.62</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1587.98</b>	<b>1841.38</b>	<b>2747.62</b>	<b>3969.65</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	27.89	9.70	26.14	20.38
营业利润增长	22.40	58.54	20.14	26.26
归属母公司净利润增长	11.57	50.46	20.01	25.93
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	52.17	56.77	59.42	61.23
净利率	20.27	27.80	26.45	27.67
ROE	16.19	19.59	19.03	19.34
ROIC	12.02	13.85	14.00	15.04
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	38.69	37.43	33.83	30.23
净负债比率	0.03	0.08	-0.08	-0.23
流动比率	1.47	1.64	2.03	2.48
速动比率	1.47	1.64	2.03	2.48
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.48	0.51	0.53
应收账款周转率	5.71	4.53	4.53	4.53
存货周转率	—	—	—	—
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.74	1.11	1.33	1.68
每股经营现金流	0.83	0.04	1.03	1.39
每股净资产	4.56	5.67	7.00	8.68
<b>估值比率</b>				
P/E	24.03	15.97	13.31	10.57
P/B	3.89	3.13	2.53	2.04
EV/EBITDA	17.48	13.81	10.88	8.16

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。