

# 恺英网络：手游页游双管齐下，助力“平台+内容+VR/AR”三大战略

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**41.58元**  
 股价(2017-05-24) **30.61元**

交易数据

总市值(百万元)	22,034.61
流通市值(百万元)	7,272.60
总股本(百万股)	717.51
流通股本(百万股)	236.82
12个月价格区间	28.19/47.82元

■坚定执行“平台+内容+VR/AR”三大战略，致力于成为互联网平台型企业。公司自成立以来，逐步开拓进入社交游戏、页游、手游、游戏发行、VR/AR领域。目前公司打造精品化游戏为研发路线，完善XY手机助手、啪啪游戏厅、HI维修、板栗娱乐大数据平台，构建“VR输入设备-VR内容制作/内容平台-VR输出设备”VR生态圈，致力于成为平台级互联网企业。

■精品IP游戏导向，手游页游双管齐下。公司旗下精品游戏迭出，《全民奇迹》手游累计流水收入突破62亿元（截止2016年底），《蓝月传奇》页游最高月流水突破2亿，《传奇盛世》页游最高月流水突破1亿。同时，公司知名IP储备丰富，已获得“全民奇迹”、“传奇世界”、“热血系列”、“魔神英雄传”、动漫“少年锦衣卫”等精品IP授权。2016年年报显示，公司多款产品正在授权研发，预计2017年将有多款新兴力作推出，实现游戏业务持续快速增长。

■国内VR稀缺标的，全产业链布局构建VR生态圈。自确定VR/AR战略以来，公司执行力迅速，成功投资乐相科技、乐滨文化、Lytro Inc.及Sphericam Inc.，并自建公司VR内容运营团队，已经初步完成“VR输入设备-VR内容制作/内容平台-VR输出设备”的VR生态圈构建，实现公司在VR领域保持突出的先发优势。

■投资建议：我们预计公司17-19年净利润分别为8.53亿元、10.67亿元、12.68亿元，对应每股收益分别为1.19元、1.49元、1.77元。参考同类可比公司给予2017年35X估值，对应6个月目标价41.58元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：游戏内容监管风险，新手游上线表现不及预期等风险。

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.47	-8.12	-16.95
绝对收益	0.16	-10.75	-16.33

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001  
 jiaojuan@essence.com.cn  
 021-35082012

王中骁 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002  
 wangzx2@essence.com.cn

相关报告

恺英网络：恺英网络：全年业绩略超预期，关注公司泛娱乐持续布局/焦娟 2017-03-21

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,339.3	2,720.5	3,598.4	4,249.3	4,886.7
净利润	654.8	681.7	852.8	1,066.6	1,268.0
每股收益(元)	0.91	0.95	1.19	1.49	1.77
每股净资产(元)	1.07	4.73	6.24	7.49	8.95

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	33.5	32.2	25.7	20.6	17.3
市净率(倍)	28.6	6.5	4.9	4.1	3.4
净利润率	28.0%	25.1%	23.7%	25.1%	25.9%
净资产收益率	85.2%	20.1%	19.1%	19.9%	19.8%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.8%	1.0%	1.2%
ROIC	101.9%	142.0%	110.0%	69.4%	168.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 三大战略协同发展，打造互联网平台企业</b>	<b>4</b>
1.1. 精品游戏导向，战略布局“平台+内容+VR/AR”	4
1.2. 公司股权集中，一致行动人合计持股 43.59%	4
1.3. 手游页游表现突出，助力营收稳定增长	5
<b>2. 巩固游戏研运实力，积极探索影游联动</b>	<b>6</b>
2.1. 国内手游市场高速增长，挤占端游、页游市场份额	6
2.2. 页游研运一体，精品策略奏效	7
2.3. 收购浙江盛和 20%股权，强化优质研发商战略合作关系	9
2.4. 精品 IP 手游导向，2017 或推出战略级大作	10
2.5. 积极探索影游联动，打造“影视+游戏”IP 生态圈	11
<b>3. 打造多平台、多用户、多内容、高粘度互联网生态圈</b>	<b>11</b>
3.1. XY 苹果助手发展良好，形成移动端流量入口	12
3.2. 开发啪啪游戏厅网络竞技平台，争夺移动游戏分发入口	12
3.3. 布局用户手机维修与回收，O2O 模式 Hi 维修全国布局	13
3.4. 以直播为基础，板栗娱乐目标为全方位综合性 VR 娱乐平台	13
<b>4. 投资 VR 全产业链，构建 VR 生态圈</b>	<b>14</b>
4.1. 投资 Lytro Inc.和 Sphericam Inc.，布局 VR 内容生产设备	14
4.2. 投资乐滨文化，布局 VR 内容提供商	16
4.3. 投资乐相科技，布局 VR 内容输出设备	16
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>17</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司业务架构	4
图 3: 公司股权结构	5
图 4: 2012-2016 公司收入及归母净利润 (亿元)	5
图 5: 2014-2016 公司管理费用率和销售费用率	5
图 6: 2014-2016 公司收入构成	6
图 7: 2014-2016 公司分业务毛利率	6
图 8: 中国游戏市场规模 (亿元)	6
图 9: 中国游戏市场构成	6
图 10: 2016 年国内主要游戏厂商手游业务收入 (亿元)	7
图 11: 2016 年网页游戏研发商开服排行	7
图 12: 2016 年网页游戏平台开服排行	7
图 13: 2015 年 XY 平台开服游戏产品 TOP10	8
图 14: 页游《蓝月传奇》宣传海报	8
图 15: 页游《蓝月传奇》上线以来开服数量	8
图 16: 页游《传奇盛世》宣传海报	9
图 17: 页游《传奇盛世》上线以来开服数量	9
图 18: 浙江盛和旗下主要产品	9
图 19: 公司旗下主要手游产品	10
图 20: 手游《全民奇迹》APP STORE 畅销榜排名	11

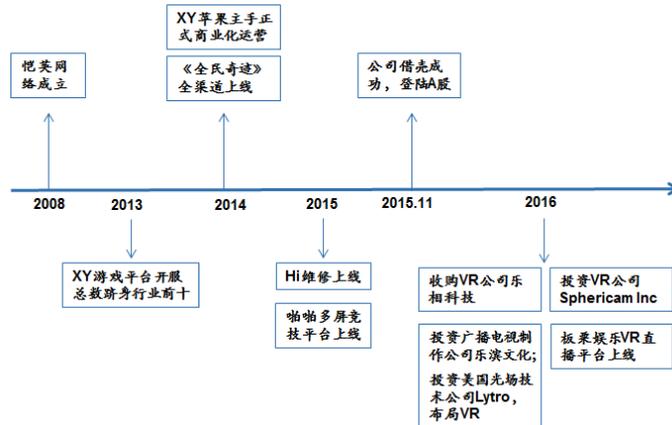
图 21: 手游《全民奇迹》注册用户及总流水.....	11
图 22: 公司 2016 年积极探索影游联动 .....	11
图 23: XY 苹果助手经营模式 .....	12
图 24: XY 苹果助手发展历程 .....	12
图 25: 平台发展路线图.....	13
图 26: Hi 维修全国分布及产品介绍.....	13
图 27: 板栗娱乐宣传照.....	14
图 28: VR 产业链 .....	14
图 29: Lytro Inc.公司产品发展历程 .....	15
图 30: SpheroCam2 产品样式 .....	16
图 31: 乐相科技发展历程.....	17
表 1: 浙江盛和财务摘要.....	9
表 2: 股权转让完成后, 浙江盛和股权结构.....	10
表 3: Lytro 核心人员信息 .....	15
表 4: 乐滨文化核心人员信息.....	16

## 1. 三大战略协同发展，打造互联网平台企业

### 1.1. 精品游戏导向，战略布局“平台+内容+VR/AR”

公司自成立以来，紧跟游戏行业发展趋势，凭借精品手游产品，公司成功从页游转型手游。在平台化战略指引下，公司多点布局互联网平台型产品。在前瞻布局方面，公司通过投资构建VR生态圈。目前，公司已经成为一家移动互联网流量入口、集平台运营与产品研发于一体的互联网平台型企业。

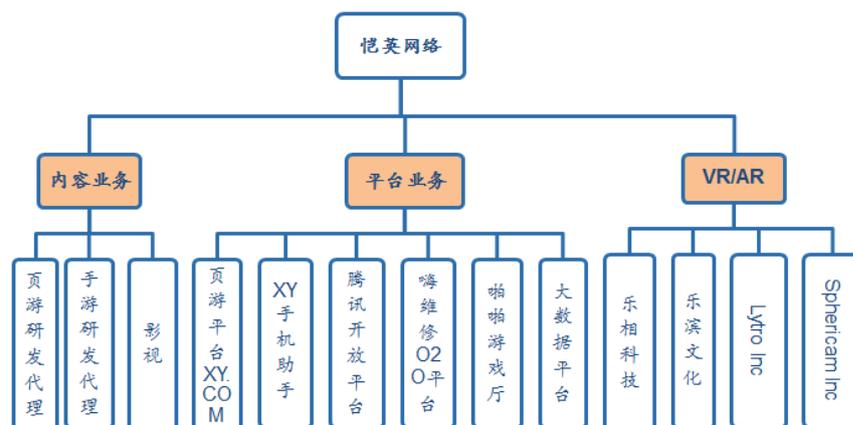
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司制定“平台+内容+VR/AR”三大战略，以精品化游戏为研发路线，以平台大数据为基础，实现公司业务持续发展。在内容方面，公司以页游、手游研发运营为基础，目前也在积极拓展文化娱乐，加强游戏与影视等跨界合作；在平台板块，公司拥有网络游戏平台 XY.com、移动互联网应用分发平台 XY 苹果助手、线上电竞平台啪啪游戏厅以及 O2O 平台“嗨维修”等；在 VR/AR 领域，公司投资乐相科技、乐滨文化、Lytro Inc.及 Sphericam Inc.，初步完成“VR 输入设备——VR 内容制作/内容平台——VR 输出设备”的 VR 生态圈构建。

图 2：公司业务架构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

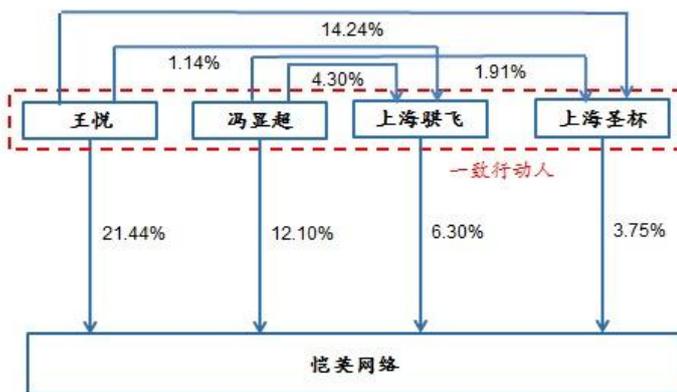
### 1.2. 公司股权集中，一致行动人合计持股 43.59%

公司控股股东及实际控制人为王悦，其通过直接和间接持股上市公司 22.05%股份。目前实际控制人王悦在上市公司担任董事长兼总经理职务。王悦、冯显超、上海骐飞投资管理合伙

企业（有限合伙）、上海圣杯投资管理合伙企业（有限合伙）为一致行动人，一致行动人合计持股 43.59%。

2016 年 9 月，公司以 46.75 元每股价格向金元顺安基金、北信瑞丰发行四千万股，共募集资金 19.03 亿元，本次发行募集资金主要用于开发和全球推广 XY 苹果助手的国际化版本、啪啪多屏竞技平台项目、实施能够为用户提供连接线下的一站式服务 O2O 生活助手项目、建设大数据中心。

图 3：公司股权结构

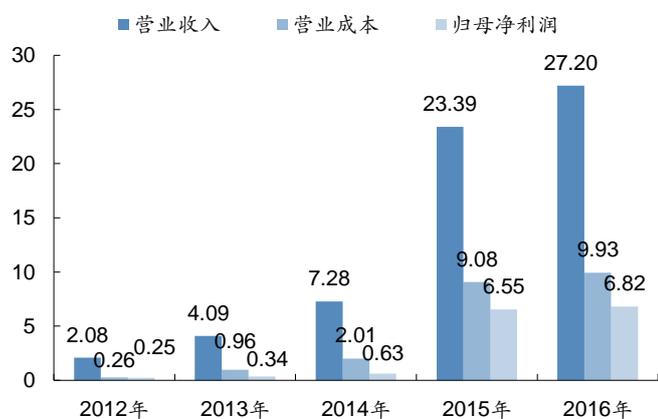


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 手游页游表现突出，助力营收稳定增长

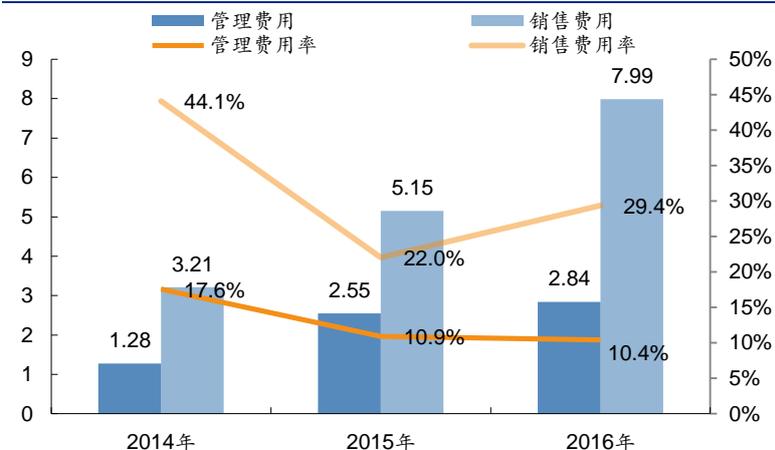
公司 2015 年营业收入实现大幅增长，主要源于子公司上海恺英与天马时空联合开发的大型精品 MMORPG 移动网络游戏《全民奇迹》上线，财报显示 2015 年该款手游全年月流水达到 37 亿元。2016 年公司页游业务表现突出，财报显示《蓝月传奇》月流水突破 2 亿，《传奇盛世》最高月流水接近 1 亿元，使得公司在 2015 年基础上实现稳定增长。2015-2016 年，公司管理费用率保持稳定，可以看出公司重金投入产品研发，未来游戏产品值得期待；公司销售费用率持续增加，主要由于公司游戏产品市场推广成本增加。

图 4：2012-2016 公司收入及归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2014-2016 公司管理费用率和销售费用率

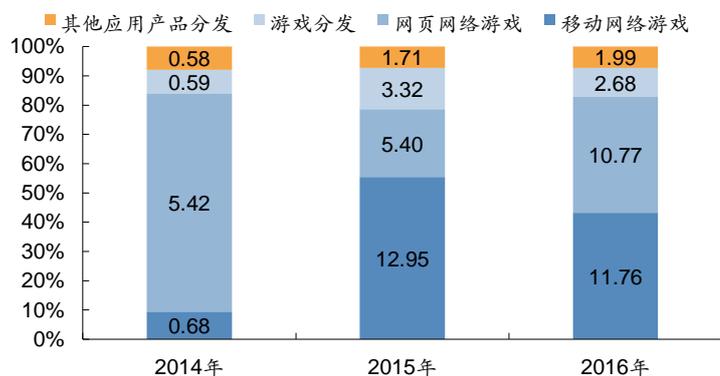


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司主要收入来自移动游戏、网页游戏、游戏分发以及其他应用产品分发四部分。2016 年，公司移动游戏和网页游戏业务毛利率稳定，收入分别占比总收入 43%、40%。游戏分发以及其他应用产品分发收入主要来源于公司 XY 手机助手。2016 年，公司游戏分发以及其他应用

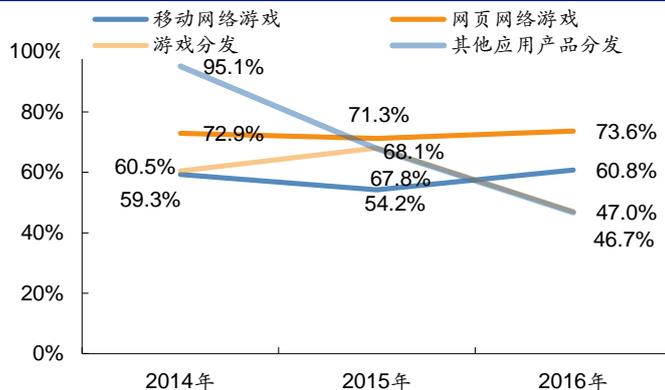
产品分发业务毛利率下滑显著。

图 6：2014-2016 公司收入构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：2014-2016 公司分业务毛利率



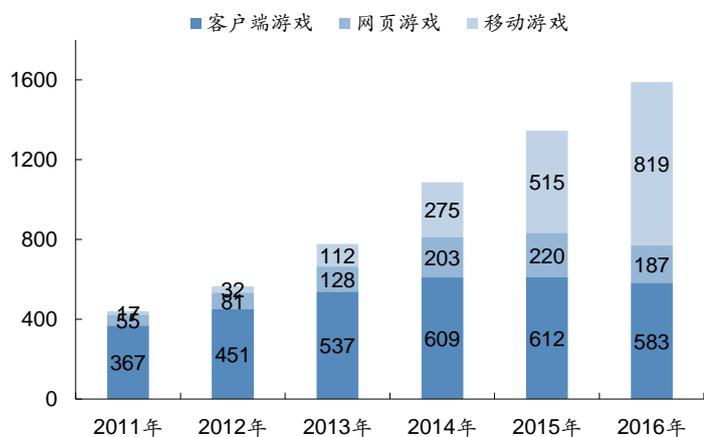
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 巩固游戏研运实力，积极探索影游联动

### 2.1. 国内手游市场高速增长，挤占端游、页游市场份额

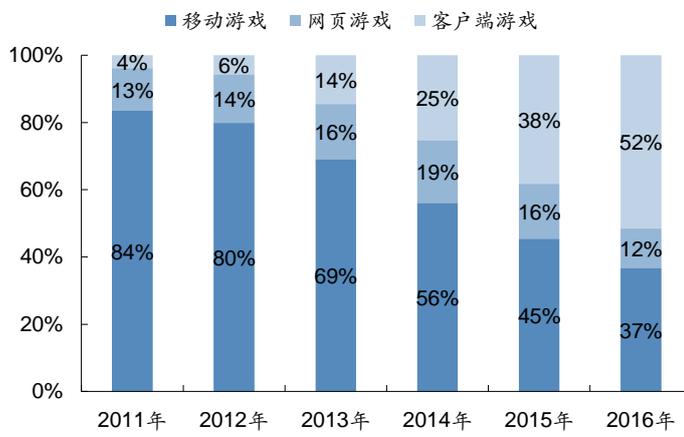
国内手游行业发展迅猛，2016 年手游市场规模 819 亿元，已经超过端游成为国内第一大游戏细分市场。2016 年国内端游、页游、手游市场份额分别为 37%、12%、52%。可以预计，未来手游将进一步挤占端游、页游市场份额。

图 8：中国游戏市场规模（亿元）



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

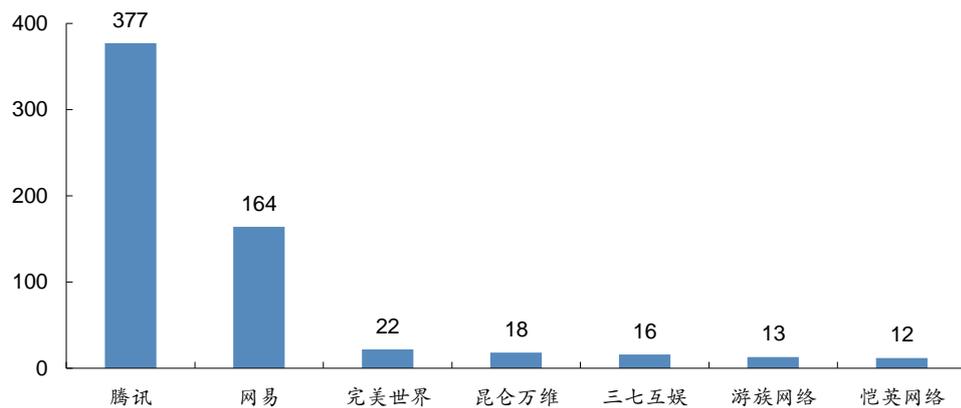
图 9：中国游戏市场构成



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

国内手游市场竞争激烈，公司打造精品 IP 手游寻求突破。根据游戏工委报告，2016 年腾讯、网易手游收入合计占比移动游戏市场约 66%，17 年市场集中度有望进一步提高。在此趋势下，恺英网络积极打造精品 IP 手游，除了爆款手游《全民奇迹》外，目前公司已经获取知名 IP “全民奇迹”、“传奇世界”、“热血系列”、“魔神英雄传”、国内知名 3D 动漫“少年锦衣卫”等各类精品 IP 授权，2017 年陆续推出多款精品 IP 手游，，开辟公司手游和页游新篇章。

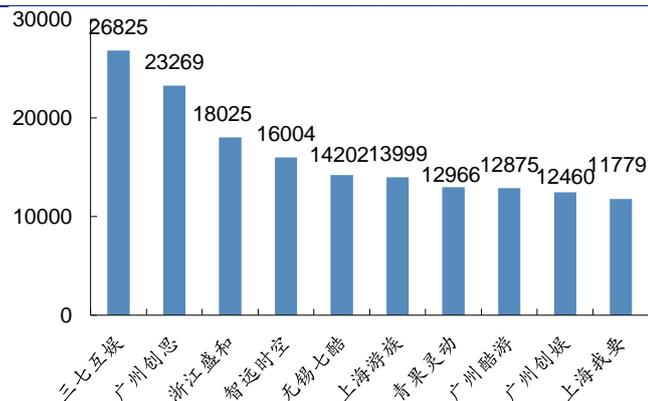
图 10: 2016 年国内主要游戏厂商手游业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

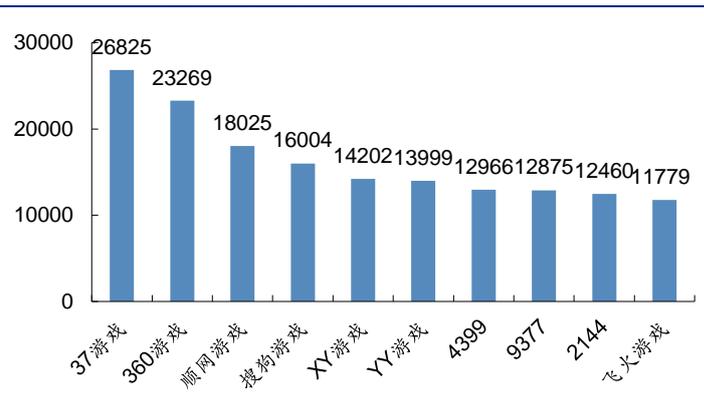
公司旗下页游平台 XY 游戏跻身行业前五, 页游运营实力突出。据 9K9K 数据网站统计, XY 游戏平台在 2016 年网页游戏平台开服排行榜排在榜单第五, 开服总数多达 14000 组, 旗下主打游戏《蓝月传奇》、《传奇盛世》表现突出, 2016 年度 XY 游戏平台总流水突破 6 亿。同时, 公司旗下子公司浙江盛和位列 2016 年网页游戏研发商开服榜第三名, 强化公司页游研发实力。

图 11: 2016 年网页游戏研发商开服排行



资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

图 12: 2016 年网页游戏平台开服排行

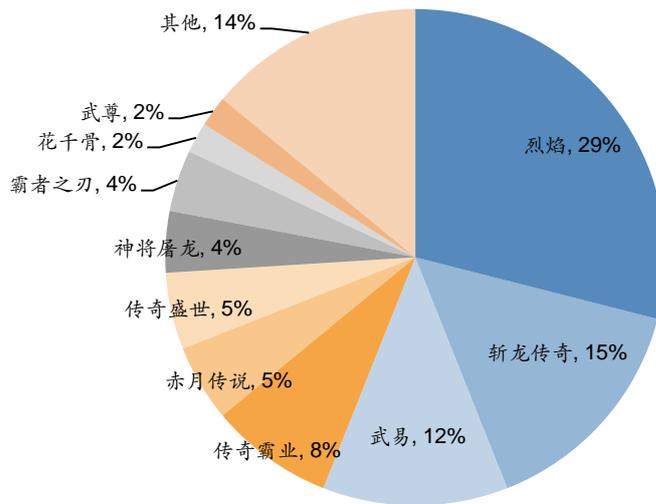


资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

## 2.2. 页游研运一体, 精品策略奏效

**集中平台资源, 致力精品页游运营。**XY 游戏平台作为一家非自有流量的页游联运平台, 鉴于平台上游戏曝光位及流量导入的数量限制, XY 平台集中有限资源投入给平台上表现更好的游戏。根据艾瑞报告, 公司 2015 年 XY 平台头部作品开服集中度较高, 开服 Top10 游戏占总开服数的 86%。

图 13: 2015 年 XY 平台开服游戏产品 TOP10



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

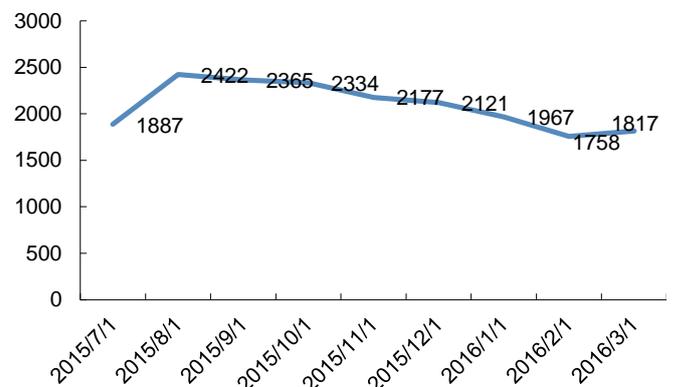
公司精品页游研运模式奏效。公司旗下独家代理的游戏《蓝月传奇》自 2016 年 6 月测试阶段流水已经突破 6,000 万元, 10 月单月流水已经突破 2 亿元, 2016 年全年流水已经突破人民币 11 亿元。

图 14: 页游《蓝月传奇》宣传海报



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 15: 页游《蓝月传奇》上线以来开服数量



资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

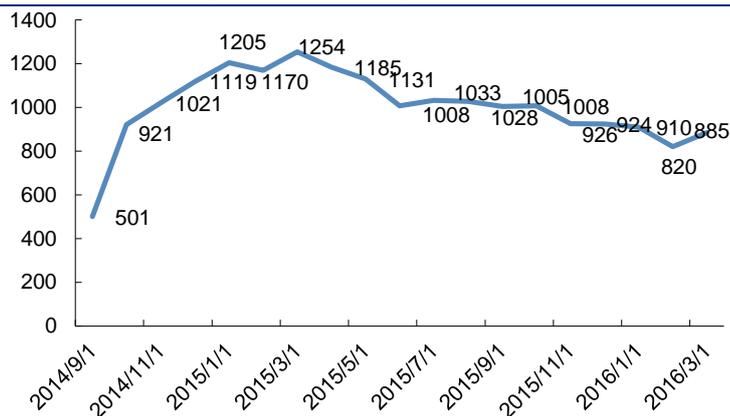
公司 XY 游戏平台另外一款主打游戏《传奇盛世》自上线以来, 月平均流水近 5,500 万元, 月最高流水近 1 亿元。《传奇盛世》在业内首创并开启了页游电竞新模式, 为网页游戏市场提供新思路。

图 16: 页游《传奇盛世》宣传海报



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 17: 页游《传奇盛世》上线以来开服数量



资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

### 2.3. 收购浙江盛和 20%股权, 强化优质研发商战略合作关系

盛和网络成立于 2011 年 3 月, 注册资金 1000 万元, 是一家以网页游戏为核心, 集研发、运营、发行为一体的综合性轻娱乐互动娱乐公司。2016 年公司主力研发的页游《蓝月传奇》月流水超过 2 亿。同时, 公司积极开辟新的业务, 布局手游, 着重对手游研发进行投入。

表 1: 浙江盛和财务摘要

指标 (百万元)	2016.5.31	2015.12.31	2014.12.31
总资产	44.3	4.8	4.5
总负债	3.3	8	4.5
净资产	40.9	-3.2	0
营业收入	46.5	9.6	2.4
净利润	44.1	-3.2	-3.3

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司游戏开发能力突出, 擅长打造高品质 APRG 网页游戏。旗下页游《蓝月传奇》凸显公司游戏制作能力, 该款产品采用全 2.5D 图像技术, 通过即时的光影成像技术, 营造亦真亦幻的游戏世界。通过简化操作、自动释放技能和创新的合击技玩法让玩家体验到高质量的游戏体验。根据公司财报, 目前该款游戏单月流水已经突破 2 亿元, 2016 年全年流水已经突破人民币 11 亿元。

图 18: 浙江盛和旗下主要产品



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

收购浙江盛和 20%股权，强化优质研发商战略合作关系。2016 年，公司以 2 亿元收购浙江盛和原股东金丹良、陈忠良共计 20%的股权，并订下协议，如果浙江盛和 2016 年扣非净利润达到 0.8 亿元，恺英将收购其剩余 80%股权，原股东承诺该公司 2017、2018、2019 年净利润总和为 9.4 亿元（其中 2017 年 2.5 亿元、2018 年 3.1 亿元、2019 年 3.8 亿元）。

表 2：股权转让完成后，浙江盛和股权结构

股东	持股比例
金丹良及陈忠良	80%
恺英网络	20%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.4. 精品 IP 手游导向，2017 或推出战略级大作

公司积极推进“大 IP+大数据+大作经验积累=更高产品成功率”手游研发战略。公司加大全球优质 IP 的获取能力，已经获得知名 IP “全民奇迹”、“传奇世界”、“热血系列”、“魔神英雄传”、国内知名 3D 动漫“少年锦衣卫”等各类精品的授权。2016 年年报显示，目前公司多款新兴力作正在授权研发过程中，预计将在 2017 年陆续推出。

公司精品手游研发运营经验丰富。在研发方面，公司自主研发手游《蜀山传奇手机版》，并与天马时空联合开发了《全民奇迹》等精品游戏。在代理运营方面，公司代理运营手游《保卫萝卜 2》、《时空猎人》、《我叫 MT》、《天龙八部 3D》、《刀塔传奇》等。

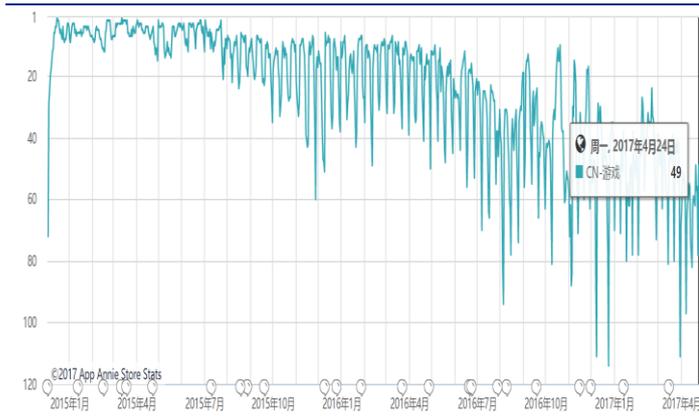
图 19：公司旗下主要手游产品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

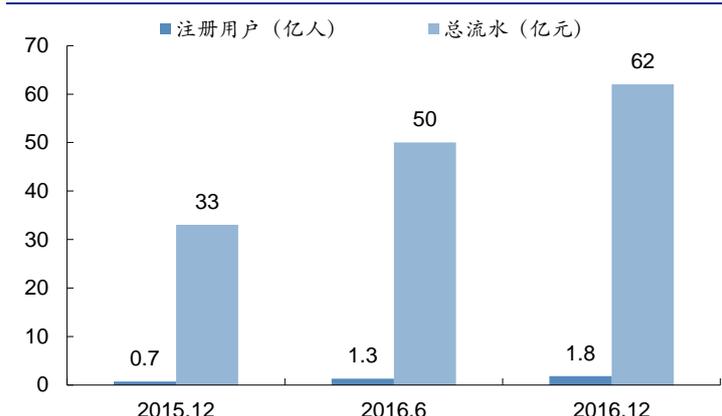
爆款《全民奇迹》业绩稳定，公司致力将其打造成成长周期、高质量手游。截止 2016 年底，《全民奇迹》累计注册用户已超 1.8 亿人次，累计流水收入突破 62 亿元。同时，公司已经同韩国网禅签订了《全民奇迹》游戏授权许可续展合同，未来公司将致力于将《全民奇迹》打造成成长周期、高质量的精品手机游戏。

图 20: 手游《全民奇迹》APP STORE 畅销榜排名



资料来源: app annie, 安信证券研究中心

图 21: 手游《全民奇迹》注册用户及总流水



资料来源: 9k9k, 安信证券研究中心

## 2.5. 积极探索影游联动，打造“影视+游戏”IP 生态圈

积极探索影游联动，扩大 IP 影响力。公司精品 IP 储备丰富，在泛娱乐的趋势下，影视与游戏具有强大的协同效应，放大 IP 影响力，目前公司业务版图正积极尝试突破，产业链从游戏行业拓宽至影视板块。

公司 2016 年开启“综艺+手游”跨界联合手游发行，与芒果互娱达成战略合作关系，联袂打造大型休闲竞技跑酷类手游《全员加速中》；2016 年 10 月，公司旗下页游《蓝月传奇》牵手电影《惊天破》，实现电影与网络游戏的完美结合，促成深度影游联动；与此同时，公司旗下明星级移动游戏《全民奇迹》也与电影《王牌逗王牌》展开深度合作；公司获得精品 3D 动漫《少年锦衣卫》授权，研发运营 RPG 类移动游戏。2016 年 12 月，公司启动影视剧项目，宣布启动红白游戏机经典《热血高校》影视剧项目。

图 22: 公司 2016 年积极探索影游联动



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

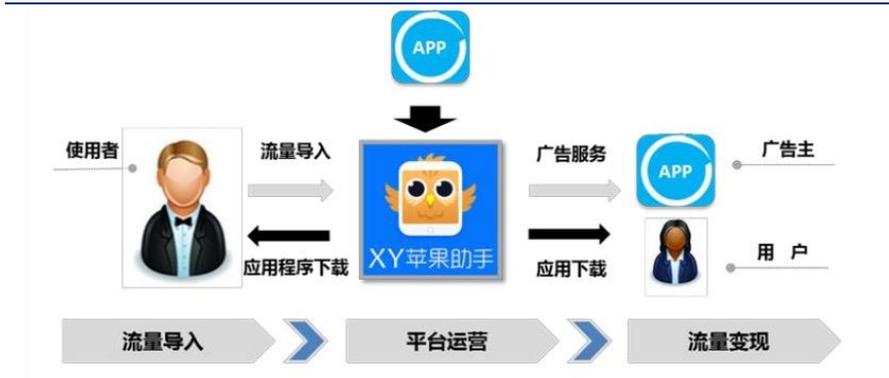
## 3. 打造多平台、多用户、多内容、高粘度互联网生态圈

坚持“用户至上、流量为王”经营策略。在此策略指引下，公司打造多个互联网平台型产品，主要包括页游运营平台 XY.COM、XY 苹果助手、HI 维修 O2O 平台、多屏电竞平台啪啪游戏厅、VR 直播平台板栗娱乐和大数据平台。通过平台积累大量用户消费等行为数据，形成了多平台、多用户、多内容、高粘度的互联网生态圈。

### 3.1. XY 苹果助手发展良好，形成移动端流量入口

XY 苹果助手是公司为在 iOS 系统中开展移动互联网平台业务研发的移动应用分发平台，为苹果智能终端设备 (iPhone、iPad、iTouch) 提供清理垃圾瘦身服务，同时还提供游戏、应用软件、刷机越狱、修复闪退、电子书、视频及图片等下载。其盈利模式是用户免费下载 XY 苹果助手，在积累用户的基础上通过广告和游戏接入实现盈利。产品包括 PC 端和移动端两类，PC 端拥有大量正版 APP 库，在下载使用时不用越狱不用注册 App store 账号，也无需跳转 iTunes；移动客户端界面设计简洁，轻巧精致，在操作上能够让用户一键完成其使用需求。

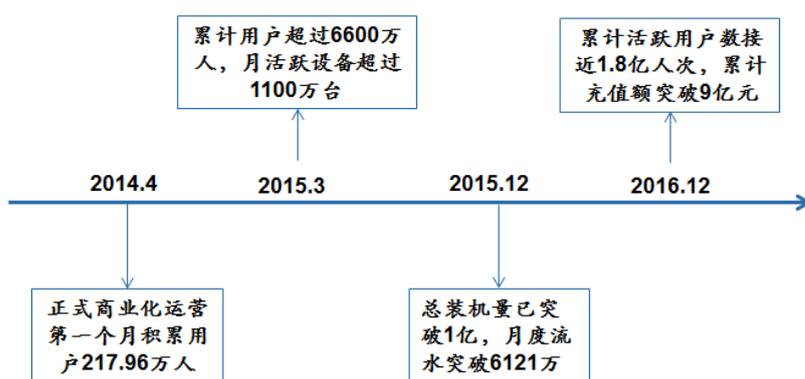
图 23: XY 苹果助手经营模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

XY 苹果助手累计用户数量庞大，已形成移动端流量入口。XY 苹果助手成立于 2014 年 4 月，第一个月积累用户 217.96 万，2015 年 XY 苹果助手的总装机量已突破 1 亿，月流水突破 6121 万，2016 年累计活跃用户数接近 1.8 亿人次，累计充值额突破 9 亿元。未来将拓展互联网金融、电子商务、网络文学、互联网便民服务垂直领域，凭借流量入口优势增加变现模式和渠道。

图 24: XY 苹果助手发展历程



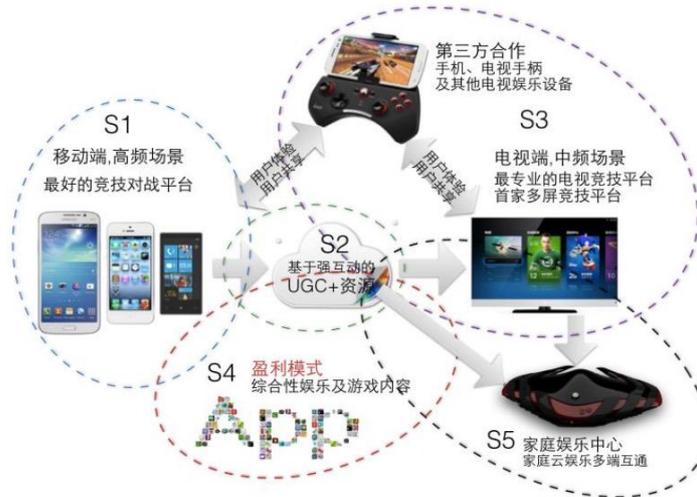
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.2. 开发啪啪游戏厅网络竞技平台，争夺移动游戏分发入口

啪啪多屏竞技平台包括手机终端 (Android、iOS) 和家庭电视 (Android) 网络竞技平台。产品通过自主研发的模拟器技术将街机、FC、GBA、SFC、PSP、PS、MD 等数万款经典游戏的操作及功能进行批量自定义定制化后，移植到手机及电视平台中。啪啪游戏厅可以争夺移动游戏分发入口，建立家庭电视娱乐平台，搜集数据利用大数据分析用户行为，丰富公

司平台产品、完善公司生态圈。

图 25：平台发展路线图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3. 布局用户手机维修与回收，O2O 模式 Hi 维修全国布局

Hi 维修采用 O2O 模式，提供优质、安全可靠的手机维修与回收上门服务。Hi 维修自 2015 年 3 月 6 日成立，经过两年的发展，已经在全国十多个大城市建立网店，全部是垂直管控模式，目前平台拥有合格工程师超过 600 人，覆盖手机类型有苹果、华为、OPPO、Vivo、金立及魅族。用户通过网络或电话预约，随时随地可以享受专业工程师的上门服务；针对符合一定人数规模的企业，公司为这些企业合作，为企业员工提供手机免费上门服务。

图 26：Hi 维修全国分布及产品介绍

<p><b>已开通十二座城市</b> Hi 维修已开通涵盖上海、北京、杭州、南京、广州、深圳等十二座城市</p>	<p><b>拥有百位优秀的工程师</b> Hi 维修拥有百位优秀的工程师，我们有着 12 年的手机维修经验</p>	<p><b>Hi 维修免费上门</b> 免费上门，1 小时解决您的手机故障，无需客户到处奔波，排队修理</p>	<p><b>维修全程录像</b> 采取全程录像，使用专业的维修设备，给客户一个全新、透明、安全的维修体验</p>

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 3.4. 以直播为基础，板栗娱乐目标为全方位综合性 VR 娱乐平台

板栗娱乐成立于 2016 年，是一个集自制节目直播、游戏直播、视频直播、赛事直播、演唱会直播等全方位综合性 VR 娱乐平台。公司通过建立直播生态底层基础，联合公司旗下乐滨文化，打通电台卫视通道，打造文化娱乐平台。

在打造全方位综合性娱乐平台方面，板栗娱乐借助公司旗下影视内容，搭建“选角+拍摄+播出”的完整直播流程，将影视作品从规划到产出每一个环节真实的展示给用户。板栗娱乐还取得了由林书豪、周杰伦各自投资的 DOTA2、LOL 等明星战队的赛事、娱乐播出权利。

图 27: 板栗娱乐宣传照

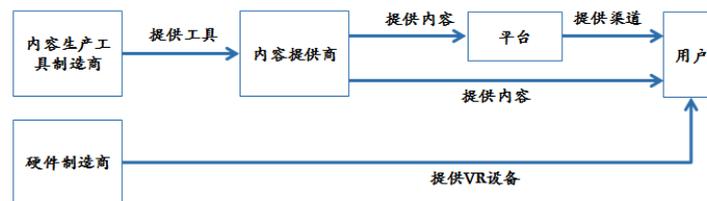


资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

#### 4. 投资 VR 全产业链，构建 VR 生态圈

VR/AR 成为公司继“平台战略”和“内容战略”后新战略方向。目前公司通过投资四家 VR 产业链公司，实现 VR 全产业链布局，包括 VR 内容生产工具制造商、VR 内容提供商、VR 硬件制造商。

图 28: VR 产业链

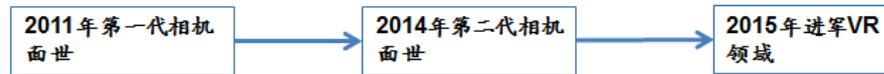


资料来源: 安信证券研究中心

##### 4.1. 投资 Lytro Inc.和 Sphericam Inc., 布局 VR 内容生产设备

投资美国光场技术公司 Lytro Inc. 1.27% 股权。Lytro 成立于 2006 年，其主要业务是生产光场相机，2015 年 Lytro 宣布将光场技术扩张到摄影、虚拟现实等领域。公司通过投资 Lytro，未来可将 Lytro 产品应用于 VR、影视、游戏等方面，实现公司在 VR 内容生产工具环节前瞻布局。

图 29: Lytro Inc.公司产品发展历程



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

**Lytro 公司高管团队实力雄厚。**首席执行官 Jason Rosenthal 曾任网景产品总监、Opsware 高级副总裁、Ning 的首席执行官和顶级 PE 银湖资本的运营总管, 目前主要负责 Lytro 公司运营和战略。

表 3: Lytro 核心人员信息

核心人员	目前职务	经历与职责
Jason Rosenthal	首席执行官	负责公司运营和战略。曾任网景产品总监、Opsware 高级副总裁、Ning 的首席执行官和顶级 PE 银湖资本的运营总管, 有丰富的公司运营和资本运作经验。
Kurt Akeley	首席技术官	主要负责研发计算机科学与光学推进光场渲染技术。曾经担任微软研究院首席研究员。
Ariel Braunstein	首席产品官	负责管理 Lytro 产品市场发展方向。
Omer Cohen	首席运营官	负责管理 Lytro 市场营销、客户业务、信息技术等。
Jim Migdal	业务发展副总裁	曾任 Facebook 业务发展总监。

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**公司投资 Sphericam Inc.公司 25%股权。**Sphericam 成立于 2014 年 10 月, 主营数码相机及摄像头 Sphericam 的研发和销售, 以及打造 360° VR 视频拍摄摄像头及内容分发。公司核心人员实力雄厚, 创始人 Jeffrey Martin 是专业的十亿像素级摄影师和创业家, 联合创始人 Servaes Joordens 拥有丰富的机械和光学知识和经验。

Sphericam2 产品优势突出, 能够实现将所拍的 VR 视频在相机内实时处理并自动拼接, 一次输出成像, 而且设备体积小, 重量轻, 是业界最值得期待的 VR 全景相机。目前针对的市场有大众消费市场、专业级消费市场和户外(非摄影棚)拍摄。Sphericam 产品能够覆盖从普通消费者到专业级消费者的各层次用户, 对公司布局 VR 生态圈有积极影响。

图 30: Sphericam2 产品样式



资料来源: YOKA, 安信证券研究中心

#### 4.2. 投资乐滨文化，布局 VR 内容提供商

**投资乐滨文化 80%股权。**乐滨文化成立于 2010 年 9 月，是一家拥有丰富内容制作能力的广播电视制作公司，曾参与打造《中国好声音》、《最强大脑》、《中国梦之声》、《超级女声》、《中国达人秀》等高收视率的综艺作品，公司拥有强大的核心人员，长期从事节目制作设计策划和导演。公司控股该公司，有助于 VR 产业的布局，利用乐滨文化的资源优势，丰富 VR 内容端。

表 4: 乐滨文化核心人员信息

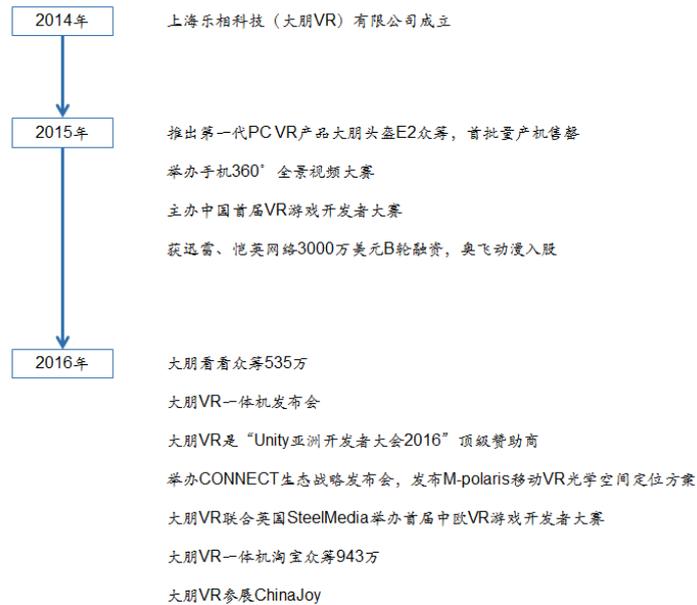
人员	经历	参与作品
徐滨	毕业于上海戏剧学院，从事节目制作设计策划及导演，有十五年电视制作人经验，并长期和中国各大电视台合作。	《中国好声音》、《最强大脑》、《中国梦之声》、《超级女声》、《加油！好男儿》、《绝对唱响》、《中国达人秀》等
罗一鸣	毕业于中国台湾世新大学电影电视制作编导科系，曾任台湾电视公司总导演，2002 年开始在内地制作编导电视栏目。	《中国好声音》、《中国梦之声》、《最强大脑》、《妈妈咪呀》、《JBD 劲爆点》、《刘谦梦开始的地方亚洲巡演》、《全能星战》等

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4.3. 投资乐相科技，布局 VR 内容输出设备

**投资乐相科技 7.5%股权。**乐相科技（大朋 VR）成立于 2014 年，主要从事移动端和 PC 端虚拟现实头戴产品以及 VR 内容聚合平台 3D 播播，截至 2016 年 11 月，平台激活用户达 1000 万人。公司对乐相科技投资，能够获得乐相科技在虚拟现实领域的技术优势，以及在 VR 内容聚合平台的优势，完善 VR 生态圈布局。

图 31：乐相科技发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 5. 盈利预测与估值

我们预计公司 17-19 年净利润分别为 8.53 亿元、10.67 亿元、12.68 亿元，对应每股收益分别为 1.19 元、1.49 元、1.77 元。参考同类可比公司给予 2017 年 35X 估值，对应 6 个月目标价 41.58 元，给予“买入-A”评级。

## 6. 风险提示

游戏内容监管风险，新手游上线表现不及预期等风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2,339.3	2,720.5	3,598.4	4,249.3	4,886.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	908.0	992.5	1,337.5	1,523.4	1,710.4	营业收入增长率	598.5%	16.3%	32.3%	18.1%	15.0%
营业税费	77.0	80.8	108.0	127.5	146.6	营业利润增长率	-1490.7	2.2%	41.5%	24.9%	19.0%
销售费用	515.0	798.6	899.6	1,062.3	1,221.7	净利润增长率	-1340.6	4.1%	25.1%	25.1%	18.9%
管理费用	255.0	283.8	359.8	424.9	488.7	EBITDA 增长率	-3762.9	-0.1%	39.8%	23.8%	18.0%
财务费用	-2.0	-18.9	-31.0	-45.9	-59.8	EBIT 增长率	-1626.9	-0.4%	40.9%	24.1%	18.6%
资产减值损失	5.0	3.8	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	-1476.1	-1.1%	41.6%	24.1%	18.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-29.0%	82.8%	96.6%	-51.0%	88.6%
投资和汇兑收益	64.5	80.4	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	28.0%	341.1%	34.4%	22.0%	21.2%
<b>营业利润</b>	645.8	660.3	934.4	1,167.1	1,389.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	12.2	25.9	12.2	16.8	18.3	毛利率	61.2%	63.5%	62.8%	64.2%	65.0%
<b>利润总额</b>	658.1	686.2	946.6	1,183.9	1,407.5	营业利润率	27.6%	24.3%	26.0%	27.5%	28.4%
减:所得税	5.1	10.4	9.5	11.8	14.1	净利润率	28.0%	25.1%	23.7%	25.1%	25.9%
<b>净利润</b>	654.8	681.7	852.8	1,066.6	1,268.0	EBITDA/营业收入	28.0%	24.0%	25.4%	26.6%	27.3%
						EBIT/营业收入	27.5%	23.6%	25.1%	26.4%	27.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	27	2	1	0	0
货币资金	193.8	2,177.0	2,804.6	4,589.8	5,037.0	流动营业资本周转天数	37	50	84	71	58
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	110	290	402	447	473
应收账款	402.7	649.6	1,030.6	502.5	1,475.9	应收账款周转天数	41	70	84	65	73
应收票据	1.2	-	136.1	31.4	55.0	存货周转天数	9	-	21	28	10
预付账款	20.1	58.6	54.4	46.6	84.6	总资产周转天数	168	358	466	491	514
存货	-	-	426.7	228.4	39.0	投资资本周转天数	82	83	121	101	83
其他流动资产	478.1	402.7	297.5	392.8	364.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	65.9	321.4	129.1	172.1	207.5	ROE	85.2%	20.1%	19.1%	19.9%	19.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	48.2%	16.6%	17.8%	18.5%	18.3%
长期股权投资	79.3	342.5	342.5	342.5	342.5	ROIC	101.9%	142.0%	110.0%	69.4%	168.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	19.2	18.0	9.9	1.8	-1.2	销售费用率	22.0%	29.4%	25.0%	25.0%	25.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	10.9%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
无形资产	31.0	10.5	8.4	6.3	4.2	财务费用率	-0.1%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.2%
其他非流动资产	63.5	78.9	22.6	12.3	11.8	三费/营业收入	32.8%	39.1%	34.1%	33.9%	33.8%
<b>资产总额</b>	1,354.9	4,059.2	5,262.3	6,326.4	7,620.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	43.3%	16.5%	13.5%	12.2%	11.7%
应付账款	335.8	398.1	410.6	502.5	605.6	负债权益比	76.4%	19.8%	15.6%	13.9%	13.2%
应付票据	21.8	-	112.4	40.5	50.3	流动比率	1.87	4.90	6.79	7.53	7.96
其他流动负债	229.1	273.3	176.2	225.8	230.7	速动比率	1.87	4.90	6.18	7.24	7.91
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-320.47	-33.97	-29.19	-24.40	-22.23
其他非流动负债	-	-	10.7	3.6	4.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	586.8	671.5	710.0	772.3	891.3	DPS(元)	-	0.10	0.24	0.30	0.35
少数股东权益	-0.1	-4.2	80.1	185.6	311.0	分红比率	0.0%	10.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	39.5	80.2	717.0	717.0	717.0	股息收益率	0.0%	0.3%	0.8%	1.0%	1.2%
留存收益	737.2	3,265.2	3,755.2	4,651.5	5,701.3						
<b>股东权益</b>	768.1	3,387.7	4,552.3	5,554.1	6,729.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	653.0	675.8	852.8	1,066.6	1,268.0	EPS(元)	0.91	0.95	1.19	1.49	1.77
加:折旧和摊销	29.0	60.5	10.2	10.2	5.1	BVPS(元)	1.07	4.73	6.24	7.49	8.95
资产减值准备	5.0	3.8	-	-	-	PE(X)	33.5	32.2	25.7	20.6	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	28.6	6.5	4.9	4.1	3.4
财务费用	10.6	-4.3	-31.0	-45.9	-59.8	P/FCF	29.0	70.1	325.8	11.7	38.2
投资损失	-64.5	-80.4	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	9.4	8.1	6.1	5.2	4.5
少数股东损益	-1.8	-5.9	84.3	105.5	125.4	EV/EBITDA	3.2	0.2	20.9	15.3	12.7
营运资金的变动	-330.9	-36.0	-726.3	807.6	-696.3	CAGR(%)	21.5%	27.3%	-360.9%	21.5%	27.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	643.3	508.3	175.1	1,928.9	627.4	PEG	1.6	1.2	-0.1	1.0	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-524.7	-412.8	207.3	-28.0	-20.4	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	27.1	1,892.4	245.3	-115.6	-159.8	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034