

恺英网络 (002517.SZ) 游戏行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

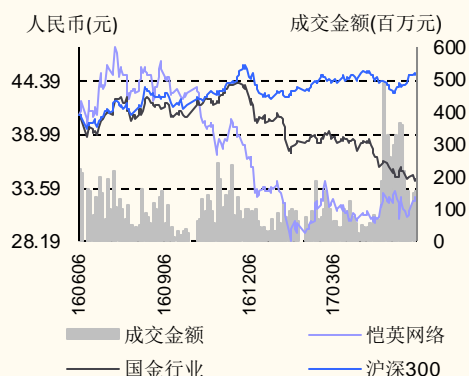
市场价格 (人民币): 32.76 元

精品页游持续给力，手游新品蓄势待发

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	176.89
总市值 (百万元)	23,505.49
年内股价最高最低 (元)	47.82/28.19
沪深 300 指数	3486.51
深证成指	9794.89



公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.967	0.950	1.223	1.469	1.644
每股净资产 (元)	19.46	42.30	55.99	69.13	83.84
每股经营性现金流 (元)	15.83	5.73	9.73	10.66	14.33
市盈率 (倍)	62.57	35.32	26.79	22.31	19.92
行业优化市盈率 (倍)	33.85	33.85	33.85	33.85	33.85
净利润增长率 (%)	946.99%	4.11%	28.69%	20.10%	11.96%
净资产收益率 (%)	85.24%	20.10%	19.54%	19.01%	17.55%
总股本 (百万股)	676.80	717.51	717.51	717.51	717.51

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕游戏行业，业绩节节攀升：**公司是一家拥有移动互联网流量入口、集平台运营和产品研发为一体的互联网企业。业务主要分为游戏业务、平台业务和娱乐业务三部分，游戏收入占比超过 80%。15 年手游爆发，带动公司收入增长 221.42%，净利润增长 946.99%；16 年页游收入翻倍带动公司营业收入和净利润分别同比增长 16.29% 和 4.11%。
- **优选大 IP，手游新品蓄势待发：**公司与万代南梦宫强强联合，即将正式推出首款拥有全系列机体 3D 真实比例敢达手游《敢达争锋对决》，敢达 IP 拥有庞大的粉丝群体，是万代旗下最受欢迎的 IP。公司获得热播动漫《少年锦衣卫》授权，近期同名 RPG 类手机游戏已进行测试，产品即将正式上线，动漫和游戏形成联动。此外公司还拿到“魔神英雄传”、“热血”、“传奇”等多个优质游戏 IP 授权，未来将陆续上线，有力支持公司业绩高速增长。
- **公司页游逆势大涨，精品页游运营优势凸显：**2016 年在整体行业环境下降的情况下，公司页游业绩却同比增长了 99.62%，而且页游毛利率水平行业排名第二，主要得益于 XY 游戏代理运营的《蓝月传奇》、《传奇盛世》等精品页游业绩的亮眼表现。根据 9k9k 的数据显示，2016 年度《蓝月传奇》和《传奇盛世》的开服数量分布排名第三和第四位。《蓝月传奇》自 2016 年 8 月份开始，连续 10 个月占据月度开服数量第一名至今。
- **内生增长稳健，外延并购可期：**公司近期业绩完全来自于内生增长。自 16 年底完成非公开发行以后，公司 17 年 Q1 报表持有货币资金 22.91 亿元，充裕的现金为公司拓展外延并购，进行产业链整合提供了稳健的保障。

投资建议及估值

- 我们预测 2017-2019 年归母净利润分别为 8.87、10.54 和 11.80 亿元，对应 EPS 分别为 1.22、1.47 和 1.64 元，对应 PE 分别为 26.8、22.3、19.9 倍。
- 考虑到公司游戏业务持续表现良好，上半年归母净利润预增在 3.7-4.7 亿元，同比增幅 50.89%~91.67%，我们按照 18 年的 EPS 给予 26.5XPE 估值，对应 17 年 38.95 元目标价，首次覆盖评级为“买入”。

姜姝

联系人
(8621)60935531
jiangshu@gjzq.com.cn

常兆亮

分析师 SAC 执业编号：S1130517010002
(8621)60935529
changzhaoliang@gjzq.com.cn

风险提示

- 游戏上线流水可能不及预期，“传奇”版权纠纷。
- 过去三个月的限售股解禁：2017年3月31日解禁 1240.81 万股，占总股本 1.73%。2017年5月5日解禁 297 万股，占总股本 0.41%，2017年5月17日解禁 2227.50 万股，占总股本 3.10%。
- 未来半年的限售股解禁：2017年11月3日，公司将有 4070.59 万股解禁，占总股本的 5.67%。

内容目录

1. 深耕游戏行业，业绩节节攀升.....	5
1.1 公司概况.....	5
1.2 财务分析.....	6
1.2.1 游戏业务支撑公司高速增长.....	6
1.2.2 现金充裕，外延可期.....	6
1.2.3 一季度利润翻番，全年有望超额完成业绩对赌.....	6
2. 优选大 IP，手游新品蓄势待发.....	7
2.1 手游市场一枝独秀，持续高增长.....	7
2.2 主力手游《全民奇迹》延续良好表现.....	8
2.3 多款大 IP 手游将陆续上线，有望推动业绩持续高增.....	9
3. 公司页游逆势大涨，精品页游运营优势凸显.....	11
4. 多平台流量入口，打造多层次互联网生态圈.....	13
盈利预测与估值.....	15
风险提示.....	15

图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	5
图表 2：公司三大业务.....	5
图表 3：公司营业收入和净利润及同比.....	6
图表 4：2015 年和 2016 年分产品收入同比情况.....	6
图表 5：2016 年公司分行业、分产品和分地区收入和毛利率.....	6
图表 6：公司单季度收入、净利润及同比增速.....	7
图表 7：公司利润承诺（单位：亿元）.....	7
图表 8：2011-2016 年中国游戏市场收入.....	7
图表 9：2012-2016 年中国游戏市场格局.....	7
图表 10：2011-2016 年中国手游市场规模.....	8
图表 11：2011-2016 年中国手游用户规模.....	8
图表 12：《全民奇迹》苹果端畅销排名.....	8
图表 13：《全民奇迹》更新日历.....	9
图表 14：万代《机动战士高达》系列玩具销售收入.....	10
图表 15：万代旗下主要 IP 2016 财年收入（亿日元）.....	10
图表 16：《敢达争锋对决》游戏操作简化而不简单.....	10
图表 17：《敢达争锋对决》机体画面细腻.....	10
图表 18：《少年锦衣卫》画面.....	11
图表 19：《少年锦衣卫》手游画面.....	11
图表 20：B 站国产番剧追番人数排名.....	11
图表 21：中国网页游戏市场规模.....	12

图表 22: 中国网页游戏用户规模.....	12
图表 23: 2016 年开服排行榜和全部时间开服排行榜.....	12
图表 24: 行业内公司 2016 年页游业务毛利率对比.....	12
图表 25: 《蓝月传奇》开服数量连续霸榜 10 个月至今.....	13
图表 26: 2017Q1 页游开服排行.....	13
图表 27: 2017Q1 开服前十游戏收入.....	13
图表 28: 2016 年平台开服前十.....	14
图表 29: 2016 年流水前十平台.....	14
图表 30: XY 苹果助手客户端.....	14
图表 31: A 股主要游戏公司估值比较.....	15

1. 深耕游戏行业，业绩节节攀升

1.1 公司概况

- **发展历史：**公司成立于 2008 年，总部设在上海，是一家拥有移动互联网流量入口、集平台运营和产品研发为一体的互联网企业。经过多年的发展，公司已经实现了向互联网多平台运营商以及由 PC 端到移动端的转型，并成功打造了“流量获取-流量经营-流量变现”的闭环互联网生态系统。2015 年末，公司成功借壳上市，登陆资本市场。16 年提出“平台+内容+VR/AR”三大战略。

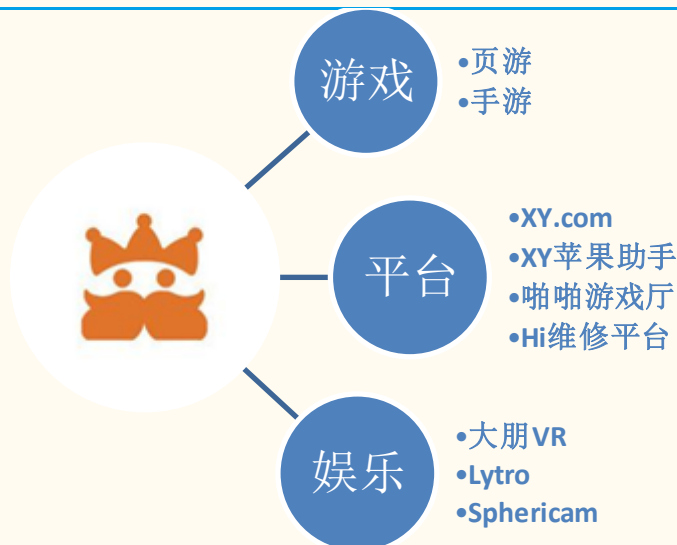
图表 1：公司历史沿革



来源：公司官网，国金证券研究所

- **业务介绍：**公司业务主要分为游戏业务、平台业务和娱乐业务三部分。主要的游戏包括独代页游《蓝月传奇》、《传奇盛世》、《梁山传奇》和手游《全民奇迹》、《雷霆海战》等。公司旗下平台包括 XY 苹果助手、XY 游戏平台、啪啪游戏厅和 Hi 维修平台等多个流量入口。娱乐业务主要是公司投资多家 VR 软硬件厂商乐相科技、乐滨文化、Lytro 和 sphericam，布局 VR 娱乐内容。

图表 2：公司三大业务



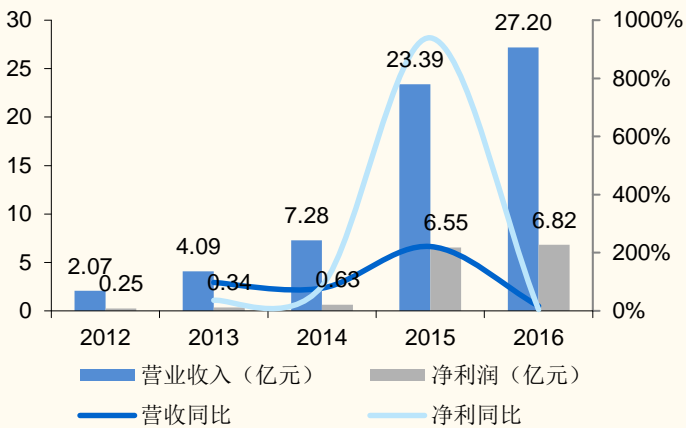
来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 财务分析

1.2.1 游戏业务支撑公司高速增长

- 公司 2015 年实现营收 23.39 亿元，同比增长 221.42%，归母净利润 6.55 亿元（当年承诺净利润 4.62 亿元），同比增长了 946.99%，超额完成业绩承诺。主要原因是手游业务和游戏分发的强势爆发（分布同比增长接近 18 倍和 4.6 倍）。2016 年公司实现营业收入 27.20 亿元，同比增长 16.29%；归母净利润 6.82 亿元（当年承诺净利润 5.71 亿元），同比增长 4.11%。在手游和游戏分发业务出现下滑的情况下主要得益于页游的出色表现，同比增长近一倍，支撑公司利润增长。

图表 3：公司营业收入和净利润及同比



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2015 年和 2016 年分产品收入同比情况

	营业收入 (亿元)		同比增长	
	2015	2016	2015	2016
手游	12.9	11.7	1796.64%	-9.23%
页游	5.4	10.7	-0.45%	99.62%
游戏分发	3.3	2.7	458.41%	-19.27%
其他应用产品分发	1.7	1.9	196.61%	15.90%

来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2016 年公司分行业、分产品和分地区收入和毛利率

分行业	营业收入 (万元)	收入占比	毛利率	收入同比	毛利率增减
移动互联网收入	46,735	17.18%	46.96%	-7.30%	-21.26%
游戏产品收入	225,314	82.82%	66.95%	22.78%	7.70%
分产品					
其他应用产品分发	19,895	7.31%	46.96%	15.90%	-21.26%
游戏分发	26,839	9.87%	46.96%	-19.27%	-21.26%
页游	107,724	39.60%	73.66%	99.62%	2.43%
手游	117,589	43.22%	60.81%	-9.23%	6.55%
分地区					
境内	230,871	84.86%	64.58%	8.86%	1.79%
境外	41,177	15.14%	57.55%	11.45%	6.44%

来源：公司年报，国金证券研究所

1.2.2 现金充裕，外延可期

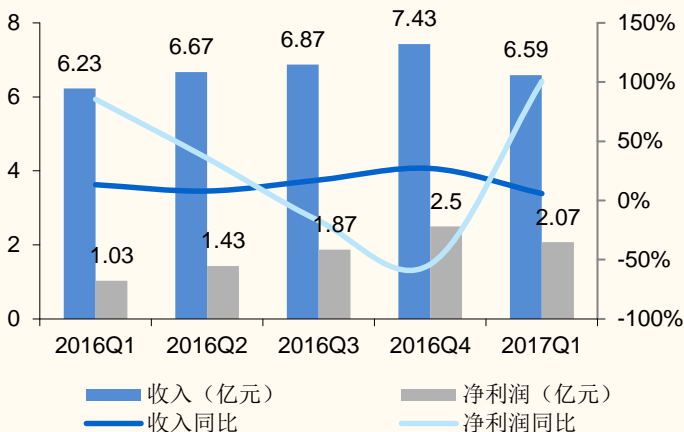
- 截止 2017 年一季度，公司货币现金余额为 22.91 亿元，外延拓展上资金充足，如果成功完成外延并购，将有效增厚公司利润。

1.2.3 一季度利润翻番，全年有望超额完成业绩对赌

- 2017 年一季度公司实现营收 6.59 亿，净利润 2.07 亿，分别同比增长 5.70% 和 100.55%。一季度净利率 31.28%，比去年同期增长了 14.94pct，较去年全年 24.84% 的净利率也有较大幅度提升。销售费用和管理费用同比分别

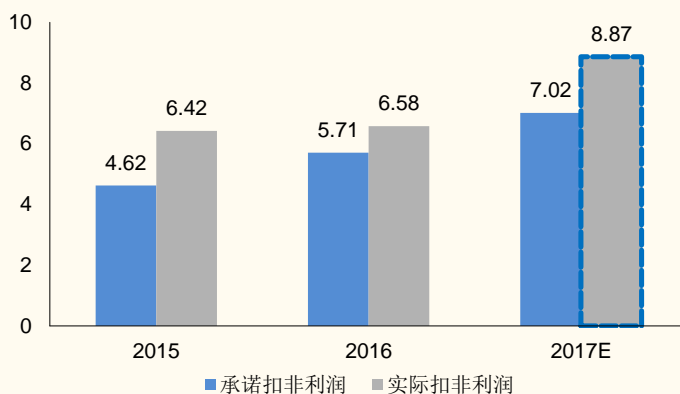
减少 10.1%和 19.1%，表明公司良好的管理运营能力。同时，公司还预告了上半年的业绩，净利润 3.7~4.7 亿元，预增 50.89%~91.67%，超市场预期。现有主力手游《全民奇迹》和页游《蓝月传奇》、《传奇盛世》表现依旧良好，今年公司预计会上线 7-8 款游戏，再加上外延并购的预期，我们预计全年净利润有望达到 8.87 亿元，大概率超额完成业绩承诺（2017 年承诺净利润 7.02 亿元）。

图表 6：公司单季度收入、净利润及同比增速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：公司利润承诺 (单位：亿元)



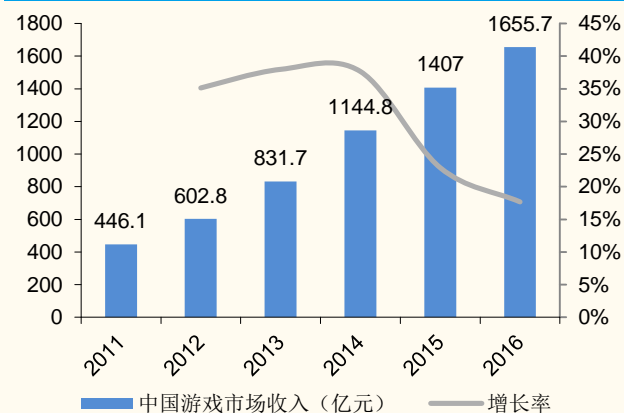
来源：公司年报，国金证券研究所，备注 2017 年实际扣非利润为预测值。

2. 优选大 IP，手游新品蓄势待发

2.1 手游市场一枝独秀，持续高增长

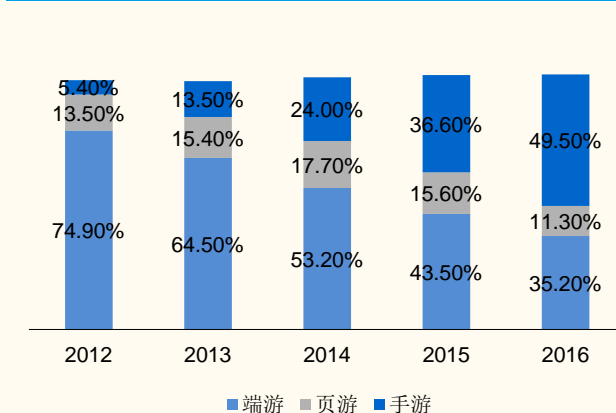
- 2016 年中国游戏市场 1655.7 亿，同比增长 17.7%，中国游戏市场首次超过美国（235 亿美元），约占全球市场的 24.5%。同时，中国游戏市场的格局也越来越分化，手游市场份额不断提升，端游，页游则出现不同程度的下滑。16 年手游用户规模 5.28 亿，同比增长 16%，市场规模达到 819.2 亿，同比增长 59.2%，占游戏总收入比重接近 50%。我们预计，未来两年手游市场依然会保持 30%左右的增速。

图表 8：2011-2016 年中国游戏市场收入



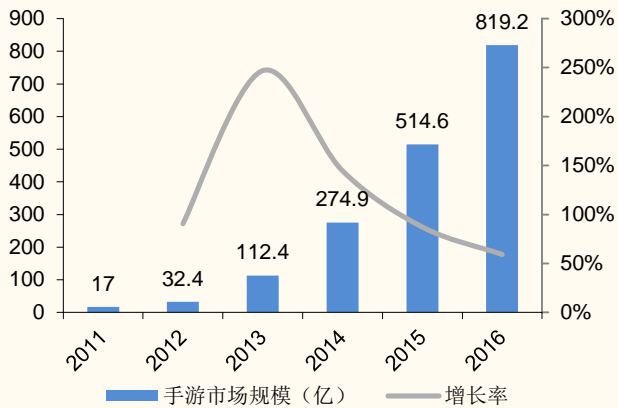
来源：GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

图表 9：2012-2016 年中国游戏市场格局



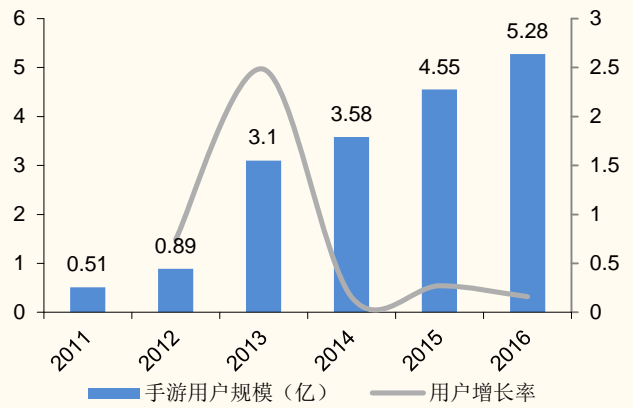
来源：GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

图表 10: 2011-2016 年中国手游市场规模



来源: GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

图表 11: 2011-2016 年中国手游用户规模



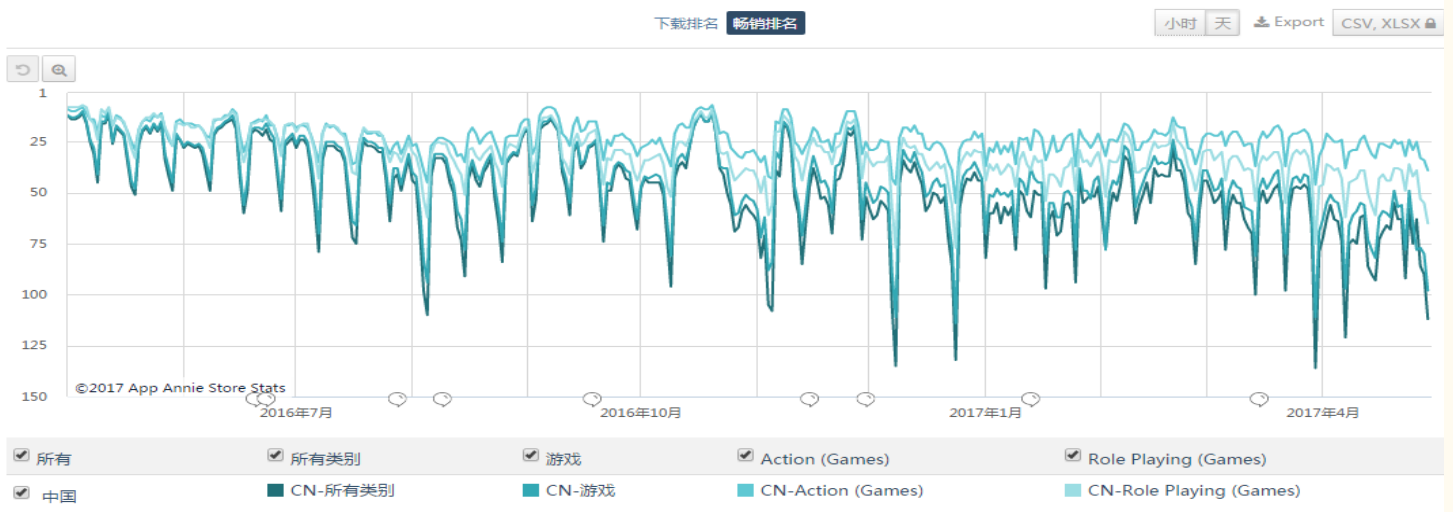
来源: GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

2.2 主力手游《全民奇迹》延续良好表现

- **端改手游标杆, 依然保持高流水。**《全民奇迹》是一款获得韩国优质 IP 网游《奇迹 MU》正版授权的 3D 动作类 RPG 多人在线手游, 由北京天马时空与恺英网络联合开发, 恺英网络独家代理发行。《全民奇迹》2013 年 10 月份开始研发, 2014 年 12 月 10 日在 Android 和 IOS 同时上线, 上线 13 个小时流水突破 2600 万, 打破手游历史记录。与此同时, 该手游在海外也有不俗业绩, 欧美, 韩国和东南亚都有发行, 目前海外流水占比已将近一半。截止 16 年末, 游戏运行已超过两年, 累计注册用户已超过 1.8 亿人次, 累计流水收入突破 62 亿元。2017 年预计仍将保持较高流水。

图表 12: 《全民奇迹》苹果端畅销排名

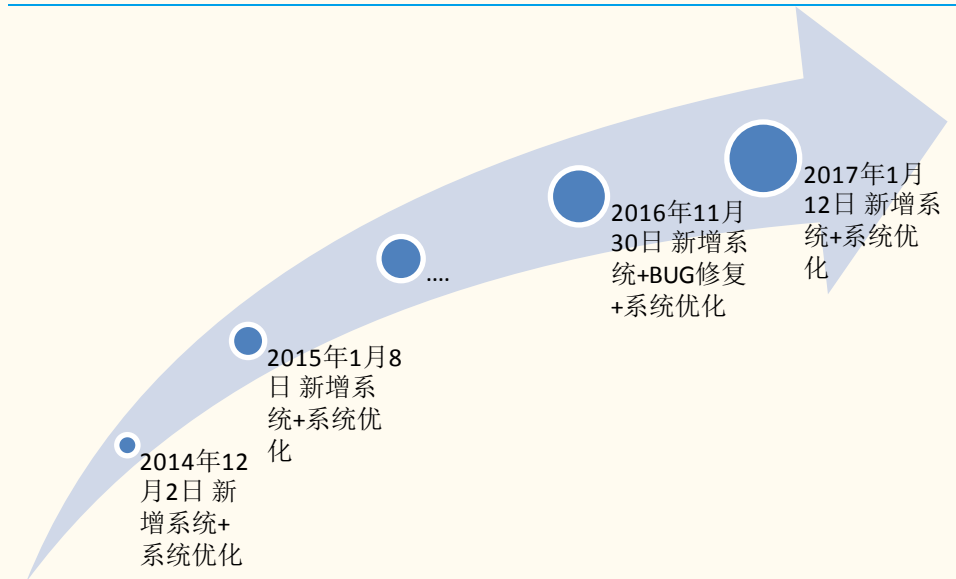
iPhone - 中国 - 2016年5月1日 - 2017年4月30日



来源: App Annie, 国金证券研究所

- **高流水的背后: 打造高质量长周期精品游戏。**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, 致力于将游戏打造成成长周期、高质量的精品手机游戏。手机游戏的生命周期和内容的补充速度具有一定关系, 《全民奇迹》运营超过两年依然能够保持好的收入, 与其不断更新进行内容补充密不可分: 上线以来一共进行了 23 次更新, 几乎每次都会增加新的系统内容, 不断对游戏内容进行补充。

图表 13:《全民奇迹》更新日历



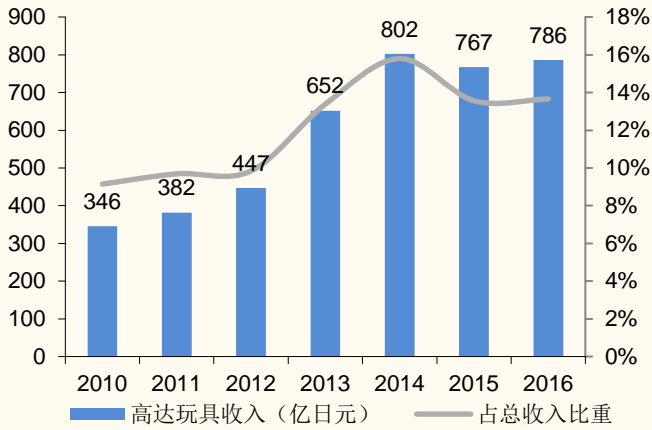
来源: App Annie, 国金证券研究所

2.3 多款大 IP 手游将陆续上线, 有望推动业绩持续高增

■ 公司与万代南梦宫强强联合, 将推出首款 3D 真实比例敢达手游

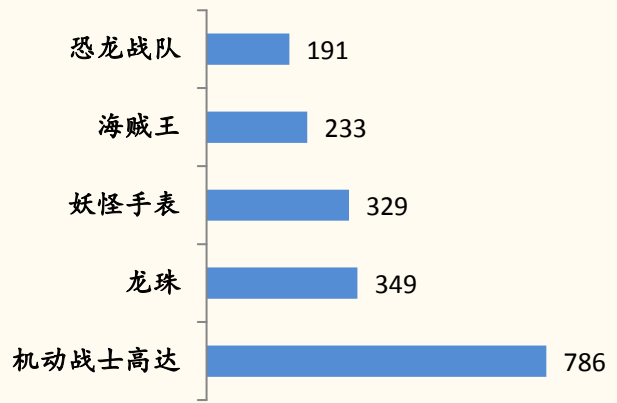
- 全系列机体手游, 同时拥有 PVP 和 PVE 玩法。2017 年 4 月 19 日, 万代南梦宫上海正式公布了与恺英网络联合推出的《敢达》题材手游《敢达争锋对决》(因高达进中国地区时“高达”已被注册, 所以改名“敢达”, 台湾地区改名“钢弹”)。《敢达争锋对决》是一款 3D 真实比例敢达手游, 也是首款拥有全系列机体的敢达手游, 且拥有剧情模式, 实时对战和挑战等多种对战系统。玩家可以通过机体和机师的收集、养成, 在游戏中一手打造自己的无敌军团, 在对战模式和竞技场中一展身手。
- 敢达拥有庞大粉丝群体, 不断拓展增加 IP 价值。《机动战士高达》从 1979 年在电视上播出已经有 38 年的历史, 代表动画包括《机动战士高达 0079》、《机动战士 Z 高达》和《机动战士高达 SEED》等, 已成为日本动画作品中最著名、最经久不衰、最庞大、也是盈利最高的系列。从万代南梦宫的财报报表来看, 高达系列玩具销售收入不断提高, 近两年稳定在 800 亿日元左右 (人民币约 49 亿元), 2016 年占到总收入的 13.66%。截止到 2016 年 3 月, 万代已经累计销售了 4.594 亿个高达模型, 2016 财年一共销售 1440 万个, 是万代旗下主要 IP 中最受欢迎的一个。其中海外市场也不断增长, 占比已接近 30%。敢达 IP 之所以能够这么长时间经久不衰, 与公司对 IP 的不断更新拓展密不可分, 万代每年都会推出新动画剧集或者电影作品, 满足老粉丝的期望和拓展新的粉丝, 不断增加 IP 价值。

图表 14: 万代《机动战士高达》系列玩具销售收入



来源: 万代公司年报, 国金证券研究所注: 财年截止于每年3月31日

图表 15: 万代旗下主要 IP 2016 财年收入 (亿日元)



来源: 万代公司年报, 国金证券研究所注: 财年截止于每年3月31日

- **操作简化而不简单, 画面音效俱佳, 首款 3D 动作对战手游值得期待。**自《机动战士高达》诞生至今, 相关衍生游戏已经近百款, 以主机游戏和街机游戏类型居多。而其中 3D 格斗游戏《敢达 VS》属于最为成功的系列之一, 目前这个系列的街机在日本的耗币率依然居高不下。而《敢达争锋对决》作为一款主打 PVP 的 3D 格斗游戏, 战斗系统可以视作是《敢达 VS》系列的简化版。由于没有实体键, 操作不可避免做了简化, 但是依然具有易上手难精通的特点。此外, 游戏的画面和音效也上佳, 从机体质感和喷口细节处理细腻, 作为移动端游戏很难得。所以, 优质的制作水平, 再加上庞大的粉丝群体, 未来成绩值得期待。

图表 16: 《敢达争锋对决》游戏操作简化而不简单



来源: 《敢达争锋对决》, 国金证券研究所

图表 17: 《敢达争锋对决》机体画面细腻



来源: 《敢达争锋对决》, 国金证券研究所

- **漫游联动, 深度挖掘市场热点和用户需求。**《少年锦衣卫》是由柏言映画、优酷、凯撒文化联合出品的总共 52 集 3D 武侠动画系列剧。2017 年 2 月 9 日起开始播映第一季, 共 13 集。该动漫 3D 画面制作精良, 各种细节处理上也很讲究, 目前该动漫口碑非常好, 在国产番剧中排行前列。《少年锦衣卫》背后汇集了业内顶级的 3D 动画制作团队, 总导演陈柏言被誉为“国内唯美插画第一人”。目前《少年锦衣卫》第一季已完美收官, 其平台播放量破亿, 全网播放量已超过 6 亿。公司已提前获得动漫《少年锦衣卫》授权, 今年即将推出同名 RPG 类移动游戏。随着动漫的持续热播, 相关周边也会持续受到关注, 动漫和游戏形成联动, 深度开发 IP 的市场价值。

图表 18:《少年锦衣卫》画面



来源: 知乎, 国金证券研究所

图表 19:《少年锦衣卫》手游画面



来源:《少年锦衣卫》手游官网, 国金证券研究所

图表 20: B 站国产番剧追番人数排名

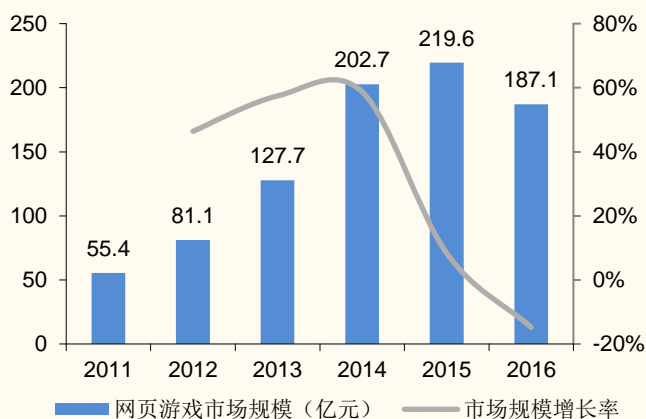
排名	番剧	追番人数 (万)	总播放 (万)
1	全职高手	301.5	3909.4
2	狐妖小红娘	213.5	11965.4
3	镇魂街	120.9	5936.2
4	斗破苍穹	89.8	2050.7
5	一人之下	78.9	1990.9
6	从前有座灵剑山第二季	73.4	1389.9
7	少年锦衣卫	68.2	1128

来源: Bilibili, 国金证券研究所注: 截止到 2017 年 06 月 04 日数据

3. 公司页游逆势大涨, 精品页游运营优势凸显

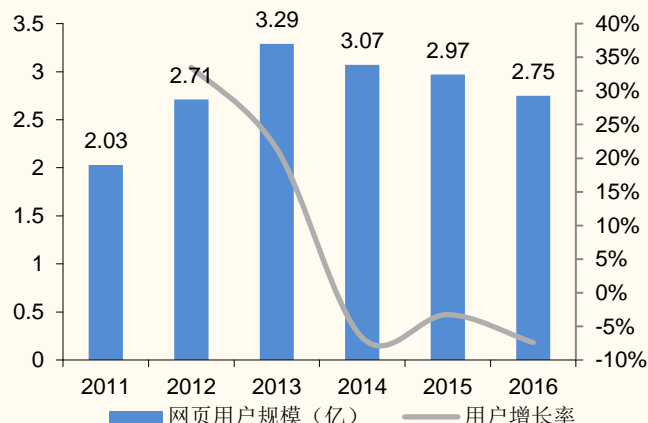
- **页游市场规模和用户规模双双下滑。**页游市场 2016 年实际销售收入为 187.1 亿元, 同比下降 14.8%, 首次出现负增长。而用户规模从 2013 年开始不断下滑, 2016 年页游用户规模下降到 2.75 亿, 同比下降 7.5%。页游市场的规模缩减, 主要是由于网页游戏经营创新程度不高、同质化比较明显, 导致新品市场效果逐渐减弱, 只有高品质, 高质量的游戏才能给用户带来更好的体验, 才能立足于市场。

图表 21: 中国网页游戏市场规模



来源: GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

图表 22: 中国网页游戏用户规模



来源: GPC, IDC, CNG, 国金证券研究所

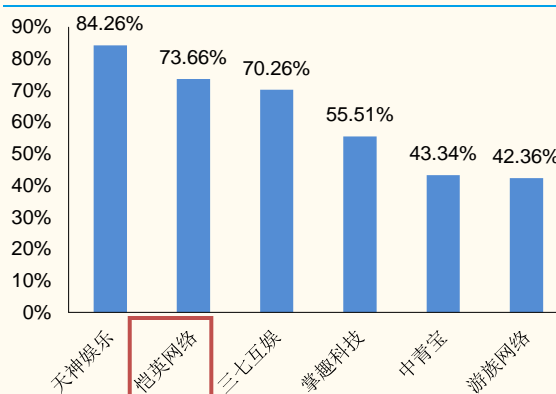
- **公司页游业务逆势大增, 品质突显。**在整体行业环境下降的情况下, 公司页游业绩 2016 年却同比增长了 99.62%, 而且页游毛利率水平行业排名第二, 主要得益于《蓝月传奇》、《传奇盛世》等精品页游业绩的亮眼表现。根据 9k9k 的数据显示, 2016 年度《蓝月传奇》和《传奇盛世》的开服数量分布排名第三和第四位, 而截至目前《蓝月传奇》在全部时间开服总榜已排名第二, 《传奇盛世》排名第四, 值得一提的是《蓝月传奇》去年下半年才正式上线, 足见其火爆程度。另外, 公司 17 年新上线页游《梁山传奇》, 3 月开服数量已排名第九, 上升速度较快, 将有力增厚公司业绩, 丰富页游产品线。

图表 23: 2016 年开服排行榜和全部时间开服排行榜



来源: 9k9k, 国金证券研究所

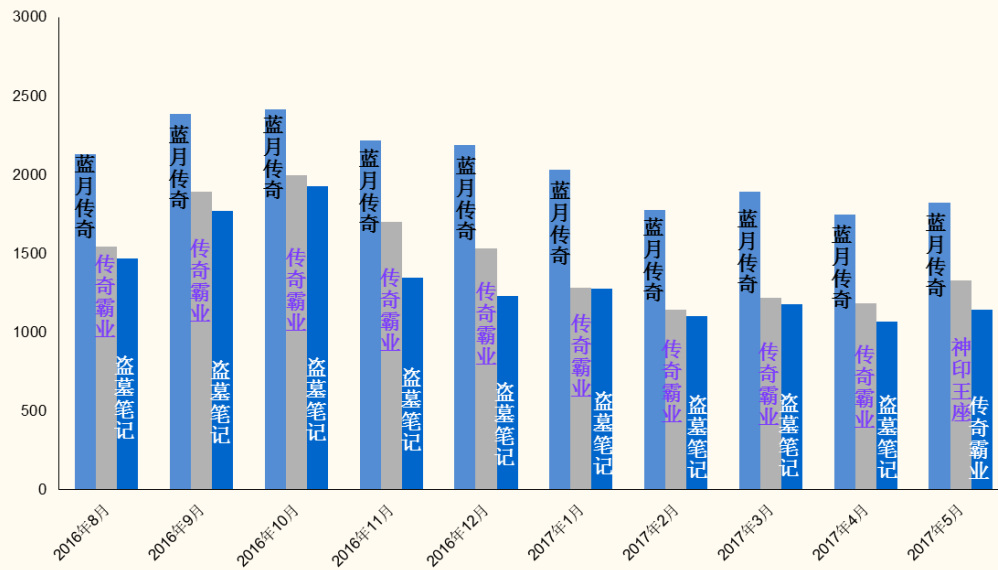
图表 24: 行业内公司 2016 年页游业务毛利率对比



来源: wind, 国金证券研究所

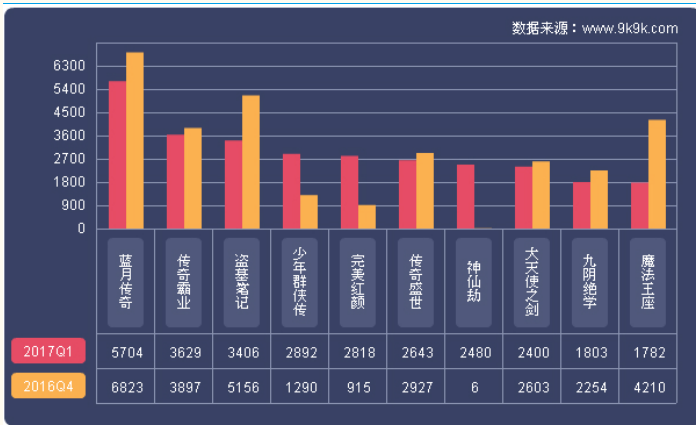
- **《蓝月传奇》、《传奇盛世》业绩良好势头不减。**《蓝月传奇》自 2016 年 6 月测试阶段流水已经突破 6,000 万元, 7 月份正式上线, 全年流水突破 11 亿元。自 2016 年 8 月份开始, 连续 10 个月占据月度开服数量第一名至今。流水方面, 根据 9k9k 网显示, 《蓝月传奇》2017 年第一季度流水 2.5+亿元, 仅次于《传奇霸业》。而《传奇盛世》自上线以来, 月平均流水近 5,500 万元, 月最高流水近 1 亿元, 在业内还首创并开启了页游电竞新模式, 一季度开服排名第六, 流水超过 1 亿元, 保持稳定。

图表 25:《蓝月传奇》开服数量连续霸榜 10 个月至今



来源: 9k9k, 国金证券研究所

图表 26: 2017Q1 页游开服排行



来源: 9k9k, 国金证券研究所

图表 27: 2017Q1 开服前十游戏收入

游戏名称	开服数量	流水(亿)	开服前三平台
蓝月传奇	5704	2.5+	贪玩游戏 XY游戏 37游戏
传奇霸业	3629	2.6+	37游戏 快玩游戏 顺网游戏
盗墓笔记	3406	1.5+	游游网 360游戏 顺网游戏
少年群侠传	2892	1.7+	37游戏 搜狗游戏 顺网游戏
完美红颜	2818	1.9+	西游网 360游戏 飞火游戏
传奇盛世	2643	1.0+	XY游戏 贪玩游戏 2144
神仙劫	2480	0.8+	360游戏 YY游戏 37游戏
大天使之剑	2400	1.5+	37游戏 360游戏 迅雷牛X页游
九阴绝学	1803	0.7+	顺网游戏 哥们网 PPTV
魔法王座	1782	2.0+	顺网游戏 飞火游戏 西游网

来源: 9k9k, 国金证券研究所

4. 多平台流量入口, 打造多层次互联网生态圈

- XY.COM 页游运营平台:** XY 游戏 (www.xy.com) 是国内知名的精品网页游戏运营平台, 涵盖经典 IP 改编、影视 IP 联动、魔幻三国、传统武侠、玄幻仙侠、休闲竞技、模拟经营、热血等不同题材的游戏类型。自 XY.com 游戏平台上线运营以来, 累计推出了近 100 款精品网页游戏, 平台累计注册人数已经突破 8,500 万人, 累计充值额突破 14 亿元。凭借多款精品游戏平台, 收入和市场份额迅速增长, 2016 年平台开服数量和流水收入均排名第五, 在网页游戏行业的地位和品牌知名度稳步提升。

图表 28：2016 年平台开服前十



来源：9k9k, 国金证券研究所

图表 29：2016 年流水前十平台

运营平台	流水 (亿)	开服数量	开服前三游戏
37游戏	23.0+	26825	传奇霸业 大天使之剑 武神赵子龙
西游网	8.0+	9446	魔法王座 决战武林 完美红颜
4399	8.0+	12966	七杀 战天 热血三国3
360游戏	7.0+	23269	大天使之剑 盗墓笔记 九阴绝学
XY游戏	6.0+	14202	烈焰 传奇盛世 蓝月传奇
9377	6.0+	12875	雷霆之怒 赤月传说2 赤月传说
YY游戏	6.0+	13999	剑雨江湖 传奇霸业 大天使之剑
哥们网	5.0+	11381	九阴绝学 范伟打天下 天书世界
贪玩游戏	4.5+	8439	蓝月传奇 传奇盛世 雷霆之怒
爱奇艺游戏	4.5+	7655	九阴绝学 铁血皇城 传奇盛世

来源：9k9k, 国金证券研究所

- XY 苹果助手：**XY 苹果助手是一款集手机瘦身、游戏和应用下载等核心功能于一体的苹果设备移动分发平台和苹果用户的交互平台，分为 PC 端和移动端两类。截止 2016 年末，累计活跃用户数接近 1.8 亿人次，累计充值额突破 9 亿元。同时 XY 苹果助手还为公司提供大量数据，协助公司进行市场预判和进行 APP 开发。

图表 30：XY 苹果助手客户端



来源：XY 苹果助手，国金证券研究所

- 啪啪游戏厅：**啪啪游戏厅是一款经典的游戏对战平台，拥有自主研发的 GBA、FC、街机、PSP 等模拟器，在模拟器行业排名第一。公司已经开发出啪啪游戏厅安卓版和 IOS 版，安卓版已初步实现商业化，收入不断攀升，争取扩大用户群体，为公司在电竞娱乐市场 布局提供强大的大数据分析能力。

盈利预测与估值

- 我们预测 2017-2019 年，公司预计总营业收入分别为 30.47 亿元、36.62 亿元和 41.20 亿元，预计归母净利润分别为 8.87 亿元、10.54 亿元和 11.80 亿元；按照最新摊薄后股本计算，2017-2019 年对应 EPS 分别为 1.22 元、1.47 元和 1.64 元。
- 我们选取 A 股游戏上市公司按照 Wind 一致盈利预期对 2017 年的 PE 进行了比较，恺英网络的估值相对比较低。考虑到公司游戏业务持续表现良好，上半年利润预增在 50.89%~91.67%，我们按照 18 年的 EPS 给予 26.5XPE 估值，对应 17 年 38.95 元目标价，首次覆盖评级为“买入”。

图表 31：A 股主要游戏公司估值比较

证券代码	证券简称	市盈率 PE	
		TTM	2017E
300315.SZ	掌趣科技	54.54	30.55
300418.SZ	昆仑万维	40.26	25.49
002555.SZ	三七互娱	36.95	27.92
002174.SZ	游族网络	35.33	26.62
300113.SZ	顺网科技	31.96	26.23
002354.SZ	天神娱乐	25.54	15.00
002517.SZ	恺英网络	29.91	25.18
002624.SZ	完美世界	28.43	28.32

来源：wind, 国金证券研究所注：PE (TTM) 以 2017 年 6 月 2 日收盘价计算，2017 年 PE 来自 wind 一致预测

风险提示

- 游戏上线流水可能不及预期，“传奇”版权纠纷。
- 过去三个月的限售股解禁：2017 年 3 月 31 日解禁 1240.81 万股，占总股本 1.73%。2017 年 5 月 5 日解禁 297 万股，占总股本 0.41%，2017 年 5 月 17 日解禁 2227.50 万股，占总股本 3.10%。
- 未来半年的限售股解禁：2017 年 11 月 3 日，公司将有 4070.59 万股解禁，占总股本的 5.67%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	335	2,339	2,720	3,047	3,662	4,120	货币资金	45	194	2,177	3,163	4,080	5,272
增长率		598.5%	16.3%	12.0%	20.2%	12.5%	应收账款	145	404	650	579	706	806
主营业务成本	-284	-908	-993	-1,036	-1,243	-1,392	存货	119	0	0	0	0	0
%销售收入	84.8%	38.8%	36.5%	34.0%	33.9%	33.8%	其他流动资产	23	498	461	511	466	474
毛利	51	1,431	1,728	2,011	2,419	2,728	流动资产	332	1,096	3,288	4,253	5,252	6,552
%销售收入	15.2%	61.2%	63.5%	66.0%	66.1%	66.2%	%总资产	40.0%	80.9%	81.0%	84.7%	87.4%	89.7%
营业税金及附加	-2	-77	-81	-101	-121	-136	长期投资	1	145	664	676	675	675
%销售收入	0.5%	3.3%	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%	固定资产	398	19	18	19	18	16
营业费用	-30	-515	-799	-807	-1,007	-1,133	%总资产	48.0%	1.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
%销售收入	9.0%	22.0%	29.4%	26.5%	27.5%	27.5%	无形资产	95	84	79	71	67	63
管理费用	-52	-255	-284	-305	-366	-412	非流动资产	497	259	771	766	759	755
%销售收入	15.5%	10.9%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	60.0%	19.1%	19.0%	15.3%	12.6%	10.3%
息税前利润 (EBIT)	-33	584	565	798	925	1,047	资产总计	828	1,355	4,059	5,019	6,012	7,306
%销售收入	n.a	25.0%	20.8%	26.2%	25.3%	25.4%	短期借款	78	0	0	0	0	0
财务费用	-4	2	19	55	75	97	应付款项	104	358	407	391	408	457
%销售收入	1.3%	-0.1%	-0.7%	-1.8%	-2.0%	-2.3%	其他流动负债	14	228	264	151	82	158
资产减值损失	-9	-5	-4	-5	-1	-1	流动负债	196	587	671	542	490	615
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	65	80	31	58	41	其他长期负债	32	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	9.8%	11.7%	3.5%	5.5%	3.5%	负债	228	587	671	542	490	616
营业利润	-46	646	660	880	1,057	1,184	普通股股东权益	600	768	3,392	4,489	5,543	6,723
营业利润率	n.a	27.6%	24.3%	28.9%	28.9%	28.7%	少数股东权益	0	0	-4	-12	-22	-33
营业外收支	-2	12	26	3	3	3	负债股东权益合计	828	1,355	4,059	5,019	6,012	7,306
税前利润	-48	658	686	883	1,060	1,187							
利润率	n.a	28.1%	25.2%	29.0%	28.9%	28.8%	比率分析						
所得税	-5	-5	-10	-13	-16	-18		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	n.a	0.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	每股指标						
净利润	-53	653	676	869	1,044	1,169	每股收益	-0.299	0.967	0.950	1.223	1.469	1.644
少数股东损益	0	-2	-6	-8	-10	-11	每股净资产	3.394	19.458	42.301	55.986	69.126	83.838
归属于母公司的净利润	-53	655	682	877	1,054	1,180	每股经营现金净流	-0.057	15.825	5.734	9.726	10.660	14.326
净利率	n.a	28.0%	25.1%	28.8%	28.8%	28.6%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-8.80%	85.24%	20.10%	19.54%	19.01%	17.55%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	-6.37%	48.33%	16.80%	17.48%	17.53%	16.15%
净利润	-53	653	676	869	1,044	1,169	投入资本收益率	-5.33%	75.48%	16.42%	17.56%	16.50%	15.41%
非现金支出	34	15	16	9	6	7	增长率						
非经营收益	10	-45	-84	-24	-61	-44	主营业务收入增长率	-3.87%	598.50%	16.29%	12.00%	20.20%	12.50%
营运资金变动	-1	1	-148	-74	-134	17	EBIT增长率	N/A	-1876.59%	-3.34%	41.34%	15.87%	13.16%
经营活动现金净流	-10	625	460	780	855	1,149	净利润增长率	1252.87%	-1340.56%	4.11%	28.69%	20.10%	11.96%
资本开支	-37	-69	-69	6	5	1	总资产增长率	-1.97%	63.55%	199.60%	23.64%	19.78%	21.54%
投资	0	-484	-389	-12	0	0	资产管理能力						
其他	0	29	46	31	58	41	应收账款周转天数	141.8	39.3	60.4	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-37	-525	-413	25	63	42	存货周转天数	150.8	23.9	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
股权募资	0	111	1,887	0	0	0	应付账款周转天数	110.8	78.9	127.7	127.0	110.0	110.0
债权募资	29	-278	0	0	0	1	固定资产周转天数	364.6	3.0	2.4	2.0	1.5	1.3
其他	2	193	10	181	0	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	31	26	1,897	181	0	1	净负债/股东权益	5.53%	-25.23%	-64.26%	-70.64%	-73.90%	-78.79%
现金净流量	-16	126	1,944	986	917	1,192	EBIT利息保障倍数	-7.7	-290.8	-29.9	-14.4	-12.3	-10.8
							资产负债率	27.56%	43.31%	16.54%	10.79%	8.16%	8.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD