

恺英网络 (002517.SZ) 游戏行业

评级：买入 维持评级

公司点评

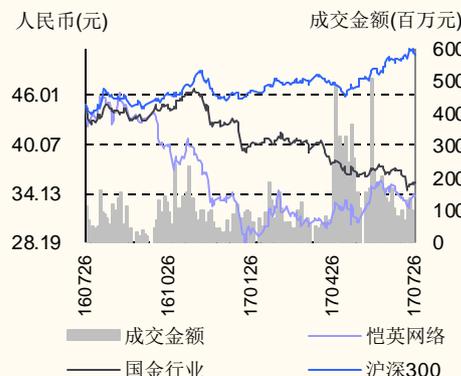
市场价格 (人民币): 33.71 元

收购浙江盛和，增强研发实力

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)	250.62
总市值 (百万元)	24,187.12
年内股价最高最低 (元)	46.35/28.19
沪深 300 指数	3705.39
深证成指	10297.34



相关报告

1. 《精品页游持续给力，手游新品蓄势待发-恺英网络首次覆盖报告》，2017.6.5

姜姝

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

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

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	27.57	22.96	20.50
行业优化市盈率 (倍)	33.85	33.85	33.85	33.85	33.85
净利润增长率 (%)	1313.2%	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

业绩简评

■ 公司拟以 16.06 亿元取得浙江盛和网络科技有限公司 51% 股权，若此次收购完成，公司将持有浙江盛和 71% 股权（2016 年 6 月已获得浙江盛和 20% 股权）。浙江盛和业绩承诺 2017-2019 年净利润分别为 2.5 亿元、3.1 亿元、3.8 亿元。

经营分析

- **增强研发实力，拓展利润空间：**浙江盛和是一家以网页游戏研发为核心，集技术研发、产品开发、游戏推广和运营维护于一体的网络游戏开服商。16 年实现营收 12.12 亿，净利润 8.99 亿，17 年前 4 个月实现 0.84 亿营收和 0.67 亿净利润。其主要产品《蓝月传奇》自 2016 年 8 月份开始，连续 11 个月占据月度开服数量第一名至今，2016 年全年流水已经突破人民币 11 亿元，表明其在页游游戏研发强大的实力。此外，公司还在手游研发上有所突破，目前推出的一款热血 PK 类手游最高月流水已达 1 亿元。此次收购公司股权，将吸收公司优秀的研发团队，增加公司研发实力，储备更多更好的游戏项目，为未来增厚业绩打下基础。
- **公司业绩节节攀升：**公司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%。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%；17 年公司一季度营收同比增长 5.70%，扣非归母净利润同比增长 102.02%。17 年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%。
- **精品页游运营优势凸显，手游新品值得期待：**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。公司与万代南梦宫将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》，公司还将推出《少年锦衣卫》同名 RPG 类移动游戏，两款新品值得关注。

盈利预测及投资建议

- 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%，维持“买入”评级。

风险提示

- 游戏上线流水可能不及预期，“传奇”版权纠纷。
- 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		-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	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-05	买入	33.01	38.95~38.95

来源：国金证券研究所



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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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