

# 恺英网络 (002517.SZ)

## 流量运营能力突出，手游页游齐头并进

### 核心观点:

- **公司流量运营能力强，拥有内容、平台、互联网高科技三大业务矩阵**  
公司以平台运营与游戏产品研发为起点，目前业务已形成内容（页游、手游 IP 打造）、平台（页游平台、移动生活平台、生活服务平台）、互联网+高科技（科技金融、VR/AR、大数据）等三大矩阵。公司流量运营能力能力较强，对于头部产品《全民奇迹》、《蓝月传奇》的运营均十分成功。

- **公司团队年轻优势明显，管理层游戏业经验丰富**

公司高管团队以 80 后为主，年轻化优势明显，主管各个条线的副总裁均在游戏业沉浸数年，从业经历涵盖研发、运营、平台等各个行业链条，团队经验丰富，年轻的团队和深厚的技术储备保证了公司在行业强大的竞争力。

- **游戏并购盛和后补充研发实力，精品游戏内容有望在下半年不断推出**

公司并购盛和（占股 71%）后有望补充研发实力，在优秀产品上形成深度协同。盛和预估 3 年扣非净利润总和为 9.4 亿，将增厚公司业绩。公司出色的平台运营能力将保证在页游市场中有一席之地；而公司手游 IP 储备丰富，《全民奇迹》上的运营经验有望延续，当前部分产品已在 ARPG 细分领域取得了领头优势，下半年公司预计将持续推出长周期精品游戏。

- **投资建议:**

公司具有较强的流量运营能力和市场预判能力，拳头产品生命周期长。目前公司游戏 IP 储备丰富，强大的运营能力将保证新品成绩，另外公司也积极布局互金等高科技业务。我们假设公司收购浙江盛和于 9 月份并表，一方面带来相应业绩贡献和原有部分股权的增值收益，一方面补充公司研发能力。预计公司 17-19 年净利润分别为 12.3、12.8、14.0 亿元，当前价格对应 PE 分别为 22.3x、21.3x、19.5x，我们看好公司短期在头部作品加持下业绩稳步发展，中长期保持流量运营优势，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示:**

单款游戏流水下滑风险、作品延期风险、IP 授权风险、监管过严风险等。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,339.30	2,720.48	3,887.35	4,654.92	5,402.84
增长率(%)	598.50%	16.29%	42.89%	19.75%	16.07%
EBITDA(百万元)	613.26	625.27	805.14	1,135.20	1,298.60
净利润(百万元)	654.80	681.74	1,227.14	1,284.17	1,402.39
增长率(%)	1,340.56%	4.11%	80.00%	4.65%	9.21%
EPS(元/股)	16.586	0.950	1.710	1.790	1.955
市盈率(P/E)	3.65	35.32	22.29	21.30	19.50
市净率(P/B)	3.13	7.10	5.92	4.63	3.74
EV/EBITDA	3.58	35.03	33.45	23.21	19.14

### 公司评级

买入

当前价格

38.12 元

报告日期

2017-09-12

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	718/251
流通 A 股市值(百万元)	26,569
每股净资产(元)	4.73
资产负债率(%)	16.54
一年内最高/最低(元)	44.90/28.19

### 相对市场表现



分析师: 旷实 S0260517030002

010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

分析师: 杨琳琳 S0260514050004

0755-23480370

yll@gf.com.cn

### 相关研究:

联系人: 朱可夫 0755-23942152

zhukefu@gf.com.cn

## 目录索引

一、公司概况：游戏、平台、互联网+高科技等板块并进 .....	5
1、公司发展历史和股东基本情况简介 .....	5
2、公司团队年轻化优势明显，高管均在游戏业经验卓著 .....	6
3、公司主要包括内容、平台、互联网+高科技三大类业务 .....	7
4、费用成本指标保持稳定，公司整体运营稳健 .....	8
二、行业分析：手游增速较快，页游整体竞争格局稳定 .....	9
1、国内页游行业 17H1 下滑 13%，大公司竞争格局逐渐固化 .....	9
2、国内手游行业 17H1 同增 56%，头部企业占优，流量成本越来越贵 .....	10
三、页游平台+精品游戏实力突出，收入逆势上扬 .....	12
1、顶尖页游产品和平台助力收入逆势上扬 .....	12
2、公司倚靠大数据，运营经验丰富，有效延长了页游的生命周期 .....	14
3、并购浙江盛和实现研运一体，陆续打造头部产品 .....	15
四、公司手游流量运营能力强大，储备项目丰富 .....	17
1、公司手游业务持续发展，IP 储备丰富 .....	17
2、打造顶尖拳头产品《全民奇迹》，运营能力突出 .....	17
3、公司秉承大 IP 战略打造精品手游，流量运营能力保证头部产品输出 .....	20
五、公司其他业务：寻找流量入口和新的业务增长点 .....	21
1、互联网平台：移动应用分发发展迅速 .....	21
2、互联网金融业务：完成初步布局，期待后续发力 .....	23
3、紧跟 VR 风口，布局娱乐业务 .....	24
投资建议 .....	26
风险提示 .....	27

## 图表索引

图 1: 公司 2008 年-2015 年 11 月的主要发展大事历程.....	5
图 2: 公司三大业务主要是内容、平台、互联网高科技业务.....	7
图 3: 2014-2016 公司营收和净利润增长情况 .....	8
图 4: 按产品各项营业收入占比情况 .....	8
图 5: 2016 年公司境内营收占比为 85%.....	8
图 6: 净利率&毛利率从 2015 年以来基本保持稳定.....	9
图 7: 管理费率及销售费率近两年基本保持稳定.....	9
图 8: 国内页游市场用户在 2016 年滑落至 2.8 亿人.....	9
图 9: 国内页游市场规模 17H1 同降 14%左右 .....	9
图 10: 页游市场的前几大平台已经较为稳定 .....	10
图 11: 2008-2017H1 国内移动游戏市场规模及增长率.....	11
图 12: 中国移动游戏 CP 规模及增长率.....	11
图 13: 2016 年国内移动游戏营收规模集中度情况.....	11
图 14: 手游市场的用户流量获取成本正在迅速升高.....	12
图 15: 恺英网络页游业务收入及占比.....	13
图 16: XY.com 当月开服数 (单位: 个) .....	13
图 17: 2016 页游平台开服排行榜.....	14
图 18: 2017Q2 恺英网络有 3 款游戏进入页游开服数前十.....	14
图 19: 《蓝月传奇》开服推移情况.....	15
图 20: 《蓝月传奇》月活和流水的推移情况.....	15
图 21: 2016 年度页游开发商开服排行种盛和排名第三.....	16
图 22: 2016 年度页游开服排行中《蓝月传奇》排名第三.....	16
图 23: 恺英网络手游业务收入及占比.....	17
图 24: 全民奇迹上线以来流水情况.....	18
图 25: 全民奇迹上线以来用户数量 (万人) .....	18
图 26: 恺英网络销售费用及费用率推移 .....	19
图 27: 《全民奇迹》流水推移.....	19
图 28: 《全民奇迹》2014 年底上线以来在畅销榜上一直保持较高的排名 .....	19
图 29: 热血系列 IP.....	20
图 30: 魔神英雄传 IP .....	20
图 31: XY 苹果助手八大功能板块 .....	22
图 32: XY 苹果助手运营模式.....	22
图 33: XY 苹果助手上线以来累计用户数 .....	23
图 34: 公司游戏及其他应用产品分发收入.....	23
图 35: 公司布局 VR/AR 业务, 构建 VR 生态圈.....	25
图 36: 中国 VR 市场规模及增速.....	25
图 37: 中国 VR 头戴设备市场规模及增速 .....	25
图 38: 2017 年 Q2 国内 VR 头戴设备市场份额分布 .....	26

表 1: 公司截至 2017 年 8 月 21 日的基本股东情况.....	6
表 2: 公司高管年轻优势明显、游戏业经历丰富.....	6
表 3: 《全民奇迹》2016 年运营情况.....	18
表 4: 优酷视频 2016 年上线国产动漫前十名一览.....	21
表 5: 公司运营的热血 PK 类游戏 2017 年 7 月在应用宝取得第 9 名的成绩.....	21
表 6: 公司投资互联网金融平台标的一览.....	24
表 7: 截至 2017 年 9 月 11 日游戏公司估值情况.....	27

## 一、公司概况：游戏、平台、互联网+高科技等板块并进

### 1、公司发展历史和股东基本情况简介

上海恺英网络成立于2008年8月，是一家拥有移动互联网流量入口、集平台运营与产品研发为一体的互联网平台型企业。2015年11月借壳泰亚股份成功上市，经过多年发展已经形成社交游戏、网页游戏、手机游戏、游戏发行、XY游戏平台、VR/AR领域等几大产业链。游戏主业方面，公司开发并运营了《摩天大楼》、《蜀山传奇》、《全民奇迹》、《蓝月传奇》等多款热门游戏，同时借助自有流量平台成功打造了“流量获取-流量经营-流量变现”的闭环互联网生态系统。

图1：公司2008年-2015年11月的主要发展大事历程



资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司目前大股东和实际控制人为王悦，直接持有公司1.54亿股，占公司总股本为21%。同时王悦、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，总计控股公司股权53%左右。之前市场较为担心公司的小非减持问题，而根据8月21日的公告，海通开元经过减持后的持股比例已经低于5%，3月15日以来通过大宗和集合竞价等方式减持约3365万股。公告显示其持股绝对数为3588万股，占公司总股本约为4.99%。

**表 1: 公司截至 2017 年 8 月 21 日的基本股东情况**

股东名称	持股数量(百万股)	占总股本比例(%)
王悦	153.9	21%
冯显超	86.8	12%
上海海桐开元兴息股权投资合伙企业(有限合伙)	51.0	7%
上海骐飞投资管理合伙企业(有限合伙)	45.2	6%
上海圣杯投资管理合伙企业(有限合伙)	26.9	4%
部分合计	336.9	51%
<b>公司总股本</b>	<b>717.6</b>	<b>100%</b>

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 2、公司团队年轻化优势明显, 高管均在游戏业经验卓著

公司高管团队以80后为主, 年轻化优势明显, 主管各个条线的副总裁均在游戏业沉浸数年, 行业经验丰富, 如公司几位副总裁的经验涵盖研发、运营、平台等各个行业链条, 团队专业化优势明显。而根据2016年年报, 公司的员工总计达到878人, 本科以上学历达到54%, 技术人员占比达到43%, 年轻的团队和深厚的技术储备保证了公司在行业的竞争力。

**表 2: 公司高管年轻优势明显、游戏业经历丰富**

姓名	职务	出生年份	任职日期	游戏业经历
王悦	总经理	1983	2016/1/10	恺英网络创始人
陈永聪	副总经理	1983	2016/1/10	曾任千钧网络产品经理、四三九九市场部经理, 后担任恺英国内平台事业部负责人, 2013年8月起担任公司副总裁
何鑫	副总经理	1983	2016/1/10	曾任成都华欣游戏客户端主管、成都思而科项目经理、上海少思网络游戏客户端主管等职位, 2011年3月起担任恺英网页游戏事业部的负责人
宁炳杨	副总经理	1985	2016/1/10	曾任广州我乐产品部游戏视频频道负责人、广州酷狗页游平台部运营经理、广州创思页游平台部运营总监, 2013年6月起担任恺英XY苹果助手事业部负责人, 后担任公司副总裁
盛李原	副总经理	1981	2016/2/17	曾任巨人网络会计部经理、好耶信息财务总监, 任公司财务总监、副总裁、董事
冯显超	常务副总经理	1982	2016/2/17	恺英网络董事、上海圣杯投资管理合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 3、公司主要包括内容、平台、互联网+高科技三大类业务

目前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，主要业务包括内容业务，平台业务和互联网高科技业务三大部分。其中目前占比比较大的游戏业务方面，公司已经搭建了超千人的团队，页游的开发运营代表作包括《蓝月传奇》、《传奇盛世》、《梁山传奇》等，手游的开发代表作包括《全民奇迹》等。平台业务方面，公司旗下有业内领先的多款互联网平台型产品，例如网页游戏平台XY游戏、应用分发平台XY苹果助手、手机游戏平台啪啪游戏厅等。在其他的娱乐等领域，公司投资多家 VR 软硬件厂商如乐相科技、乐滨文化、Lytro 和 sphericam，布局VR 娱乐内容。另外，在互联网金融方面，公司也通过投资有所布局。

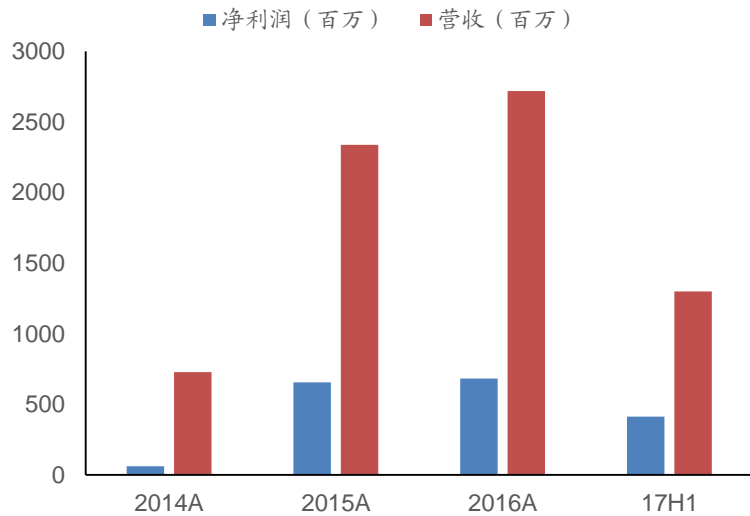
图2：公司三大业务主要是内容、平台、互联网高科技业务



资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司营收和利润在2015年出现大幅度增长，并延续至2016年，主要原因系公司全球独家代理的《全民奇迹》在第三方游戏平台联运收入实现了快速的增长。而随着公司多样化游戏产品的推出，相应增长态势延续至2016年。公司2016年年度营业收入27.2亿元，比上年同期增长了16.29%；归属上市公司股东净利润6.81亿元，比上年同期增长4.11%；利润总额为6.86亿元，比上年同期上升了4.28%。公司17H1中报显示其营收同增0.7%至12.99亿元，净利润同增68.8%至4.13亿元，而Q1-Q3净利润同增111.62%-157.93%至9.14亿-11.14亿元，整体增长强劲。

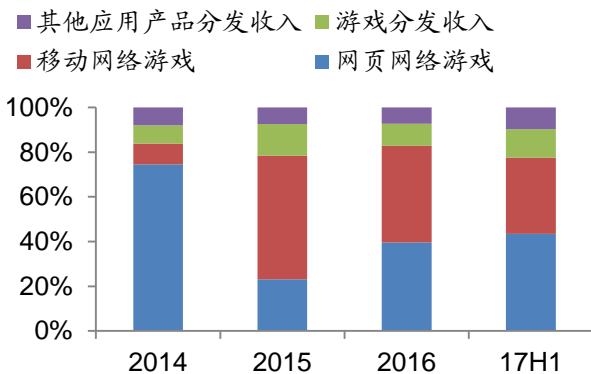
图3: 2014-2016公司营收和净利润增长情况



资料来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

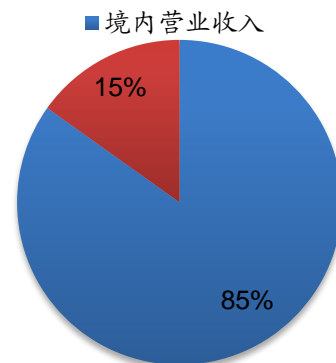
从收入的分类来说, 公司游戏产品的收入占据80%以上, 2016年公司页游收入占比为40%, 手游收入占比为43%, 游戏收入合计占比达到83%, 而另外主要为游戏分发收入(占比10%)和应用产品分发收入(7%)。2014年以来公司收入占比提升最快的为手游收入, 2014年占比仅为9%, 而2016年已经占比达到43%以上。2017年上半年手游占比略降至34%, 其他收入类型相应略有上浮, 我们预计随着公司手游新品的推出, 全年占比将与去年相比保持稳定。另外, 在业务区域上, 公司主要以国内为主。2016年境内外营业收入分别占比85%和15%。

图4: 按产品各项营业收入占比情况



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 2016年公司境内营收占比为85%



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

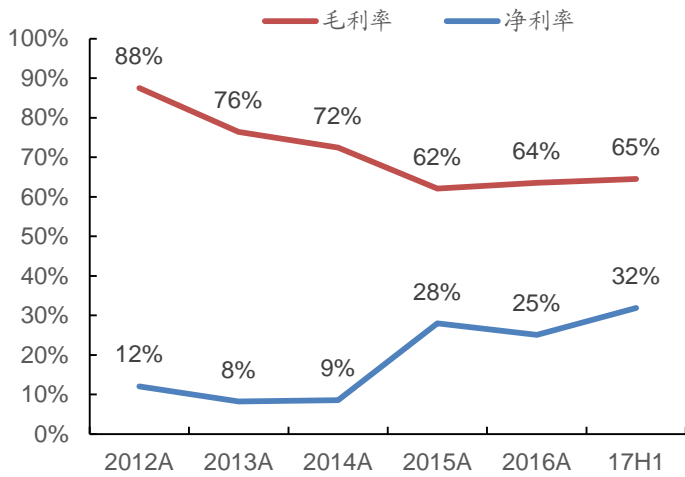
#### 4、费用成本指标保持稳定, 公司整体运营稳健

从2015年以来, 公司各项运营指标费率保持稳定。2014年-2016年公司净利率分别为8.53%、27.99%、25.06%, 毛利率分别为15.18%、62.07%和63.52%。公司2016年的毛利率比上年同期增长2.33pct; 净利率下降约3pct至25%, 都基本与行业平均水平持平。在费用率上, 受到新品上线节奏和推广节奏的影响, 2016年公司销售费用有一定增长, 2016年公司推广费用同增55%至8亿元左右, 销售费用率同比上升



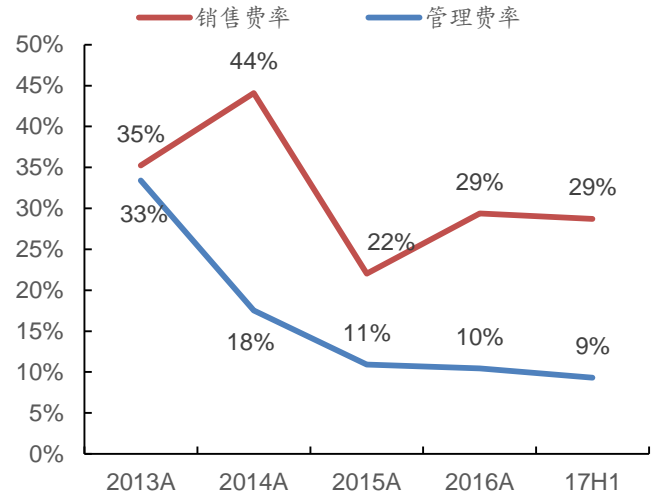
7pct至29%。而相应公司的研发团队保持稳定，管理费用率基本保持稳定，管理费用同增11%至2.84亿元，费用率同比下降1pct至10%左右。

图6：净利率&毛利率从2015年以来基本保持稳定



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：管理费率和销售费率近两年基本保持稳定



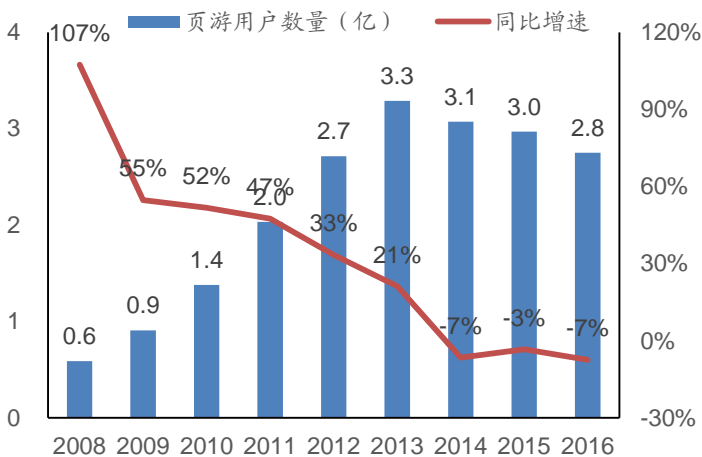
资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 二、行业分析：手游增速较快，页游整体竞争格局稳定

### 1、国内页游行业 17H1 下滑 13%，大公司竞争格局逐渐固化

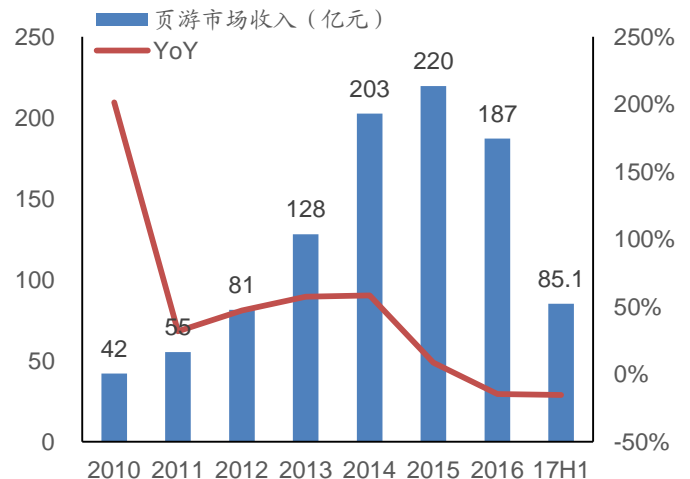
国内页游市场仍处于下滑通道当中，17H1同比下降15%至于85.1亿左右，下降的趋势仍未未变，主要原因包括：1) 网页游戏的同质化、创新不足等问题依然没有得到解决；2) 网页游戏企业新网页游戏推出数量减少，推广力度减弱。3) 手游开始挤占用户时间，使得总体的PC上游戏使用率在下降。这也反映到了页游的玩家规模上，页游玩家从2013年后用户规模就在逐渐回落，2016年玩家已经低于3亿人，17H1网页游戏用户规模2.47亿人，同比下降11.4%，连续两年下滑。

图8：国内页游市场用户在2016年滑落至2.8亿人



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

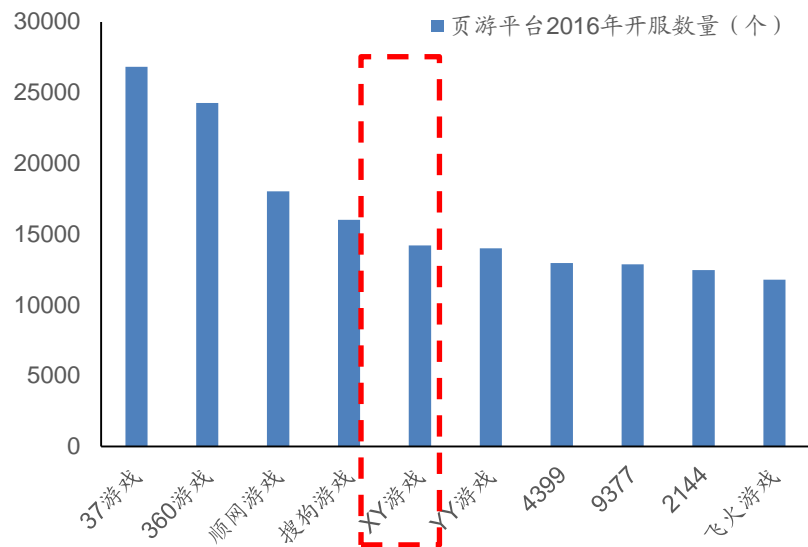
图9：国内页游市场规模17H1同降14%左右



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

而从竞争格局上来说，页游市场的竞争格局已经比较稳定。从运营平台的角度来看，目前的竞争格局已基本成型。一方面，背靠大流量入口进行页游变现是渠道商重要竞争优势，如360游戏、顺网游戏、搜狗游戏等；另外，善于流量经营的平台也已经逐渐完成了前期布局占据了一定的份额，如三七游戏、XY游戏（恺英网络）。如果我们计算腾讯在内，则前10大平台的市占率可以达到约80%以上，市场格局已经比较稳定，头部的厂商瓜分了页游市场的大部分流水和利润。目前恺英网络旗下的XY平台在页游市场中名列第一阵营，我们预计之后的营收规模将保持稳定，在优秀精品游戏的加持下有望逆势上扬。

图10: 页游市场的前几大平台已经较为稳定

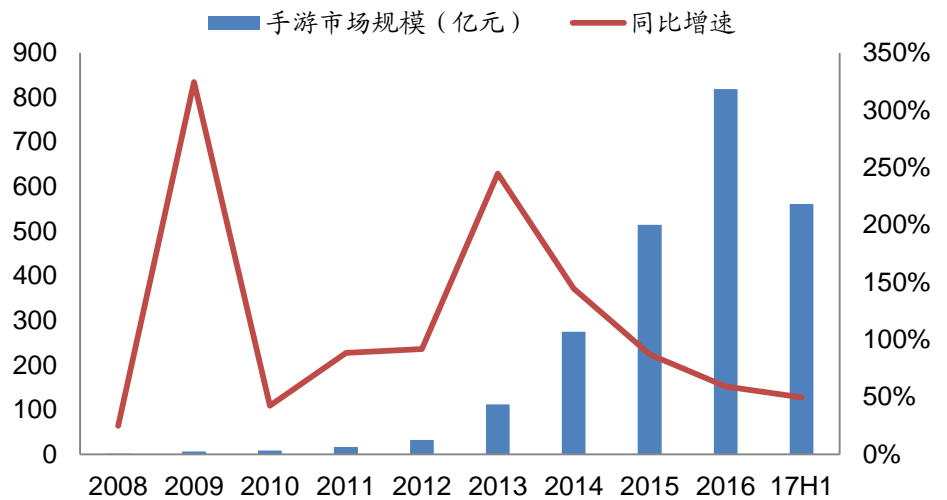


资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 2、国内手游行业 17H1 同增 56%，头部企业占优，流量成本越来越贵

整体来看，手游是众多厂商首先争取发展的一大赛道。2017H1，我国整体手游实际销售收入同增49.8%达到561.4亿元，仍处于高速增长区间，我们预计全年手游市场规模有望突破1100亿，同比增幅在40%以上，主要原因系移动游戏大作的不断涌现和移动网络升级，整体付费率不断提升。从用户数量的角度来看，手游用户规模同增7.5%至4.35亿人，增速继续下滑，主要原因系当前用户规模基数已经较大、存量用户被同质化产品反复“清洗”获取难度增加、增量用户来源入口分散等。

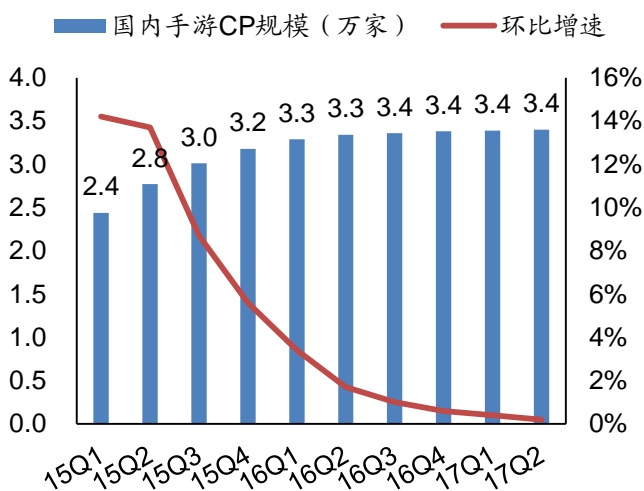
图11: 2008-2017H1国内移动游戏市场规模及增长率



资料来源: GPC、IDC、CNG, 广发证券发展研究中心

竞争格局上, 手游市场同样也在向头部企业倾斜。国内手游CP规模增速逐渐放缓, 至17年Q2, 我国手游CP达3.4万家, 增速降低至0.2%。艾瑞咨询统计显示, 2016年腾讯、网易两大头部企业共占据手游市场55.5%的份额, 3-10位游企占比12%, 其他小企业共占32.1%。目前来看, 小企业、小型研发团队、独立工作室等受到挤压, 部分正在退出市场, 随着市场马太效应加剧, 包括淘汰产品对应的玩家需求承接和厂商优秀人才流出的承接等方面, 头部企业和二线龙头厂商正取得一定竞争优势。我们预计手游市场最终或演变为多寡头竞争格局。恺英网络于2015年借壳上市, 上市之后产品迭出, 已经在经营和资金优势上面占得一定先机。

图12: 中国移动游戏CP规模及增长率



资料来源: Talking Data, 广发证券发展研究中心

图13: 2016年国内移动游戏营收规模集中度情况

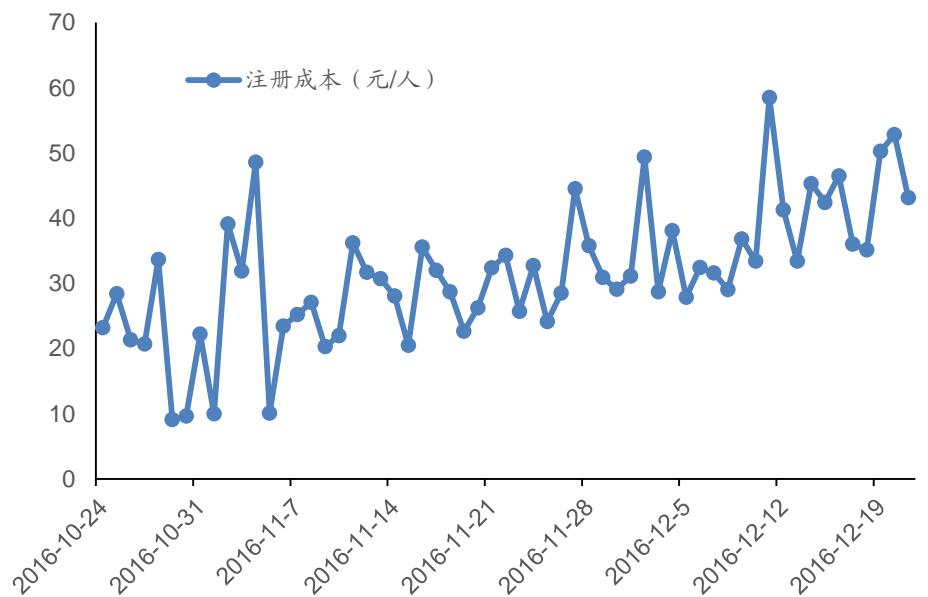


资料来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

另外, 用户获取成本的升高利好流量运营能力较优秀的企业。用户导入的途径主要

有三种：1) 渠道买量（渠道推荐位、排行榜、联运等）；2) 广告买量（信息流、CPC、CPA等投放效果广告）；3) 品牌推广（跨界合作的推广）等。而在众多厂商冲入买量市场后，单个用户的注册成本在迅速升高，根据Dataeyes的数据，单个安卓手游用户的注册成本从2016年10月的20元左右上升至2016年12月的40元左右。这种情况下更加考验厂商产品的品质和精细化买量的能力。相对来说，恺英网络本身是页游起家，页游相比端游更考验流量的运营能力，而公司本身拥有XY手机助手等自有流量平台，精品游戏的品质过硬，因此在流量的精细化运营上具有一定的优势。

图14：手游市场的用户流量获取成本正在迅速升高



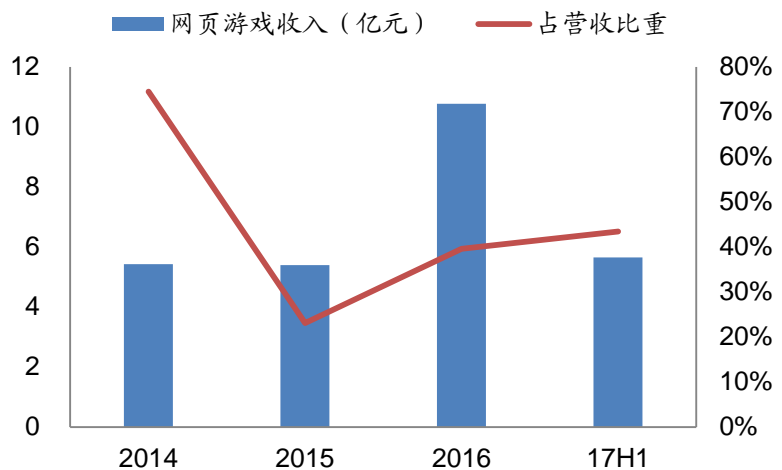
资料来源：Dataeye，广发证券发展研究中心

### 三、页游平台+精品游戏实力突出，收入逆势上扬

#### 1、顶尖页游产品和平台助力收入逆势上扬

2016年在整体行业下行的情况下，公司页游收入逆势大涨，页游实现营收10.77亿元，同比增加99.62%，得益于公司精品页游和平台的突出表现。而17H1公司页游收入同增32%至5.65亿元，毛利率略降1.7pct至69%，代理的精品头部产品《蓝月传奇》、《梁山传奇》等上半年表现出色，公司页游占比提升至43%左右，成为公司营收结构中的重要支撑动力。

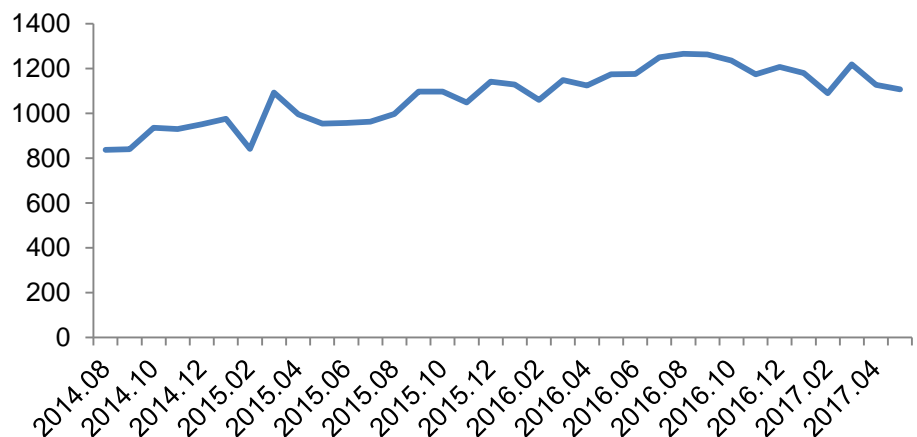
图15: 恺英网络页游业务收入及占比



资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司的页游业务包括平台和内容两方面。从平台方来说, 公司旗下“XY游戏”是国内领先的独立页游联运平台, 2016年推出的产品总数已超过70款, 全年月均开服量超过1000组, 平台注册用户超过4600万。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8500万人, 累计充值额突破14亿元。根据9k9k的统计, 2016年网页游戏平台开服排行榜和年流水排行榜“XY游戏”均排在第五位, 开服总数多达1.4万组, 流水超过6亿元。而依托于平台, 公司还推出了多样化的运营活动, 如《传奇盛世》首创电竞比赛, 吸引了超过2048支队伍10万余名玩家同时参赛, 在业界广受好评。

图16: XY.com当月开服数 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图17: 2016页游平台开服排行榜

运营平台	开服数量	流水(亿)	开服前三游戏
37游戏	26825	23.0+	传奇霸业   大天使之剑   武神赵子龙
360游戏	23269	8.0+	大天使之剑   盗墓笔记   九阴绝学
顺网游戏	18025	3.5+	九阴绝学   传奇霸业   武神赵子龙
搜狗游戏	16004	3.5+	传奇盛世   传奇霸业   铁血皇城
XY游戏	14202	6.0+	烈焰   传奇盛世   蓝月传奇
YY游戏	13999	6.0+	剑雨江湖   传奇霸业   大天使之剑
4399	12966	8.0+	七杀   战天   热血三国3
9377	12875	6.0+	雷霆之怒   赤月传说2   赤月传说
2144	12460	2.0+	传奇霸业   传奇盛世   蓝月传奇
飞火游戏	11779	1.2+	蓝月传奇   九阴绝学   魔法王座

资料来源: 9K9K, 广发证券发展研究中心

从内容方面来说,公司目前在页游上已推出运营过多款头部的页游作品。17Q2有包括《蓝月传奇》、《传奇盛世》、《梁山传奇》等在XY平台上主运营的游戏进入页游排名前十,已经初步形成了自己的头部游戏矩阵。具体来看,公司独家代理的游戏《蓝月传奇》自2016年6月测试阶段流水已经突破6000万元,自2016年7月正式上线以来稳居畅销榜前列,至2016年10月单月流水已经突破2亿元,2016年全年流水已经突破11亿元,到17H1累计流水超过20亿元,持续一周年位居开服榜榜首,是公司多人ARPG精品页游代表作。而另外公司XY游戏平台另一款主打游戏《传奇盛世》自2016年上线以来,月均流水近5,500万元,月最高流水近1亿元。《梁山传奇》在2017Q2开服数突破1500个,4月份排名第9,单季度排名第十。

图18: 2017Q2恺英网络有3款游戏进入页游开服数前十

游戏名称	排名	当季开服数	预计流水	研发商
蓝月传奇	1	5307	2.3+	盛和(恺英)
传奇霸业	2	3357	2.0+	37
神印王座	3	3029	0.8+	西游网
神仙劫	4	2921	1.1+	37游戏
传奇盛世	5	2546	0.5+	盛峰(恺英运营)
盗墓笔记	6	2377	0.7+	游族网络
屠龙战记	7	2270	1.2+	2144
乾坤战纪	8	2187	0.5+	哥们网
大天使之剑	9	2119	1.2+	37游戏
梁山传奇	10	1706	0.2+	盛和(恺英)

资料来源: 9K9K, 广发证券发展研究中心

## 2、公司倚靠大数据,运营经验丰富,有效延长了页游的生命周期

公司的页游业务已经跻身国内一线龙头厂商行列,经过过去几年的基础,公司拥有成熟的产品数据推算模型和对市场的预判能力,在秉持“专注品质、用心服务”的价值观下,坚持对网页游戏产品精益求精的态度,让用户有更佳的网页游戏体验。公司

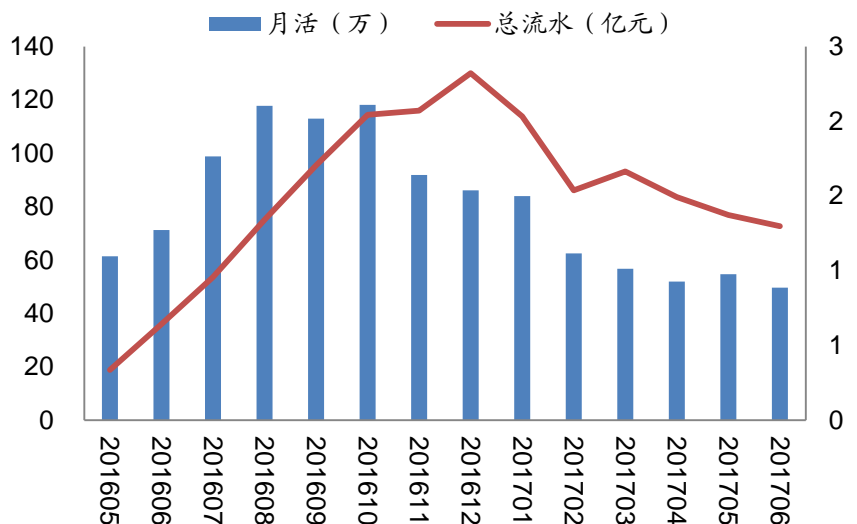
目前已经搭建了大数据处理平台，对平台运营、广告推广、用户行为等各个阶段的海量数据进行分析，通过后续对产品投放和产品调试的调整，持续推出具有创新玩法和舒适游戏体验的产品，实现个性化的用户推荐捕捉新的用户需求以及商机。大数据平台的数据积累和挖掘保证了公司的运营能力，公司的头部游戏的生命周期被显著拉长，如《蓝月传奇》在上线超过一年之后，流水充值额每月仍能保持在1亿元以上，而月活基本上仍能维持在XY平台上维持40万人以上，而根据9K9K，《蓝月传奇》的每天开服数还能维持在40个以上，在整个17H1都排名第一，公司已经将《蓝月传奇》打造为典型的长线页游。

图19: 《蓝月传奇》开服推移情况



资料来源: 9K9K, 广发证券发展研究中心

图20: 《蓝月传奇》月活和流水的推移情况



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

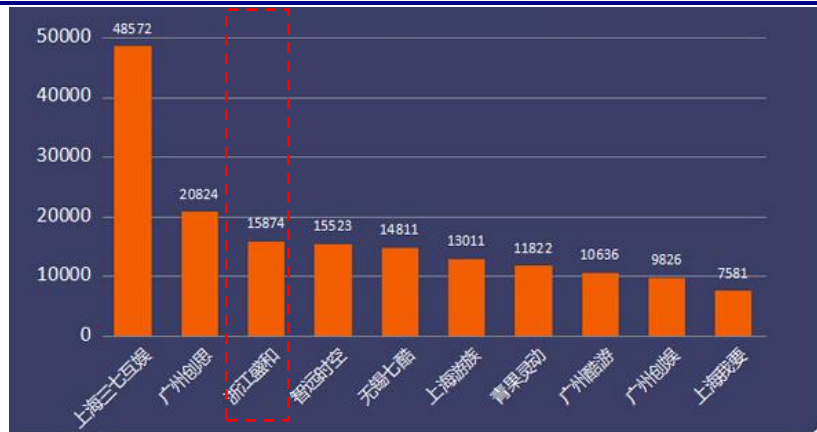
### 3、并购浙江盛和实现研运一体，陆续打造头部产品

公司拟用16.06亿元取得浙江盛和网络科技有限公司51%的股权，之前2016年6月公

公司已取得标的公司20%股权，收购完成之后公司将共持有浙江盛和71%的股权，盛和承诺2017年（2.5亿）、2018年（3.1亿）、2019年（3.8亿）三年预估扣非净利润总和为9.4亿，同时双方协定盛和将以其中7.5亿元，于年底前购买公司上市非限售流通股。收购完成后，双方将形成更加深度的协同合作。

浙江盛和成立于2011年，由一个初创型的团队成长为一家以网页游戏为核心，集创意策划、美术设计、技术研发、产品开发、游戏推广、运营维护于一体的网页游戏开发商、运营商。2016年浙江盛和实现营业收入1.21亿元，净利润8997万元。而实现根据17H1的报表来看，盛和上半年实现了1.3亿净利润（权益法下给恺英带来2581万元收益），超过去年全年净利润，增幅惊人，全年完成计划的2.5亿元业绩目标压力不大。恺英收购完成后，将直接获得浙江盛和的优秀制作团队和研发团队的优质资源，进一步向产业链纵深发展，增强核心竞争力，提升盈利能力。

图21：2016年度页游开发商开服排行种盛和排名第三



资料来源：9K9K，广发证券发展研究中心

图22：2016年度页游开服排行中《蓝月传奇》排名第三

游戏名称	开服总数	研发商	年度入驻	上线时间
传奇霸业	18587	上海三七互娱	1	2014年12月
九阴绝学	15523	智远时空	29	2016年1月
蓝月传奇	15332	浙江盛和	33	2016年4月
传奇盛世	12979	无锡七酷	1	2015年9月
大天使之剑	10316	上海三七互娱	1	2014年6月
剑雨江湖	8631	广州创娱	31	2015年12月
盗墓笔记	8580	上海游族	33	2016年7月
决战武林	8508	上海三七互娱	23	2016年4月
武神赵子龙	7839	上海三七互娱	29	2016年4月
魔法王座	7540	青果灵动	17	2016年7月

资料来源：9K9K，广发证券发展研究中心



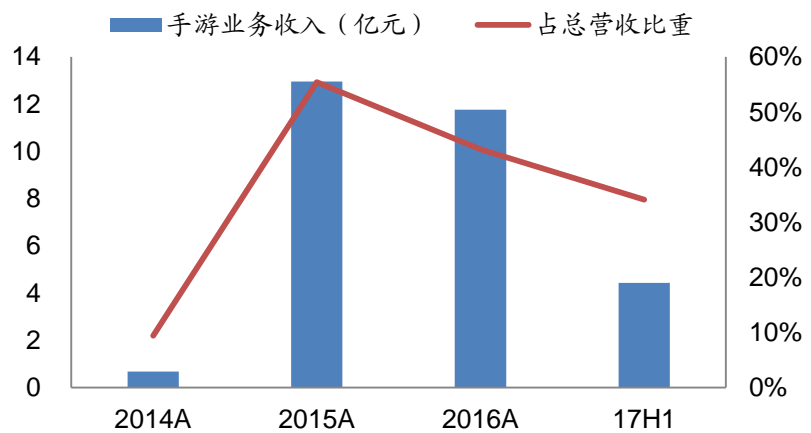
## 四、公司手游流量运营能力强大，储备项目丰富

### 1、公司手游业务持续发展，IP 储备丰富

公司以PC端业务起家，2012年公司营业收入主要来自PC端，后逐渐发展手游，2014年公司手游业务收入0.68亿元，占总营收比重不足10%。2014年8月起，公司独家代理大型精品MMORPG手游《全民奇迹》，10月登陆XY苹果助手，并于12月正式登陆安卓平台与App Store。《全民奇迹》上线后，当月流水便突破2亿元，15年在自营及联运平台收入又进一步增长，充分拉动公司手游业务。15年公司手游业务收入翻了17倍，达12.68亿元，占总营收比重提升至55%，16年手游收入稍有回落，但仍保持43%的比重。17H1公司手游收入同降31%至4.43亿元，主要因为公司的主要大作都在17H2下半年。

公司凭借《全民奇迹》布局手游业务并大获成功，随后陆续推出《蜀山传奇》移动版与《雷霆海战》稳固手游业务地位，我们预计公司未来手游业务比重或进一步增加。除《全民奇迹》之外，公司目前还有多部IP储备，包括“奇迹Mu”、“传奇世界”、“热血系列”、“魔神英雄传”、“少年锦衣卫”、“机动战士敢达系列”、“战舰世界”等，后续都有望推出产品续作。

图23：恺英网络手游业务收入及占比

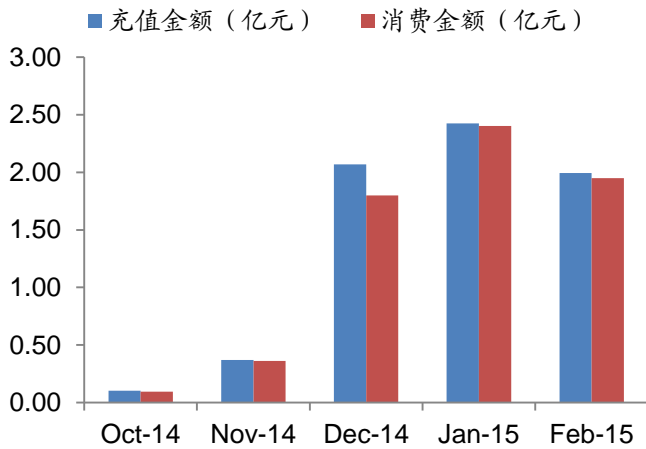


资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### 2、打造顶尖拳头产品《全民奇迹》，运营能力突出

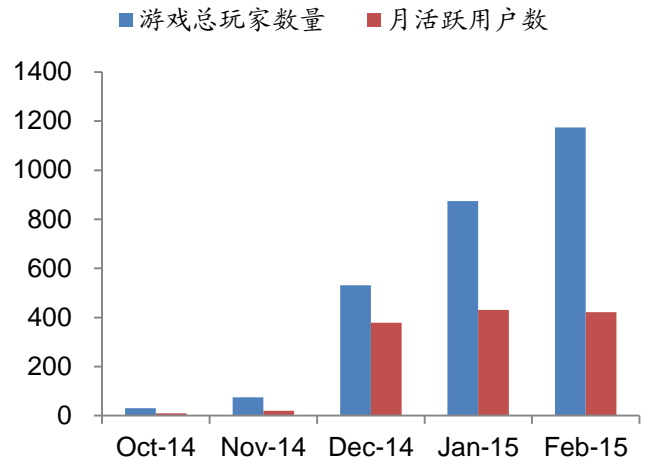
《全民奇迹》是公司首款顶尖产品，自上线以来一直保持各项数据均为S级产品标准，取得了优异成绩。根据公司公告，其上线首日充值达2600万元，当月注册用户超过500万，流水突破两亿元。15年年报显示，当年游戏注册用户及活跃用户均超过7000万，全年营收突破330亿元，成为首款进入韩国市场Googleplay畅销榜前5的中国手游。而16年上半年，累计注册用户超1.3亿人次，累计流水突破50亿元；截至2016年末，累计注册用户已超1.8亿人次，累计流水收入突破62亿元。

图24: 全民奇迹上线以来流水情况



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图25: 全民奇迹上线以来用户数量 (万人)



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

《全民奇迹》是市场上最具盛名的长线ARPG游戏之一。2016年《全民奇迹》的累计活跃用户数量仍从1亿增长至近2亿,分季度来看,前三季度活跃用户数均在3700万左右,四季度减少至1300万。用户付费方面,2016年《全民奇迹》付费用户数量在最后一个季度仍能达到54万,ARPU值总体来看有所上升,从916提升至1072,在生命周期逐渐向后延展的过程中,流水从单季度7.8亿减少至5.8亿元,整体创收的放缓速度在手游市场中仍是顶级长线精品产品的水平。

表 3: 《全民奇迹》2016 年运营情况

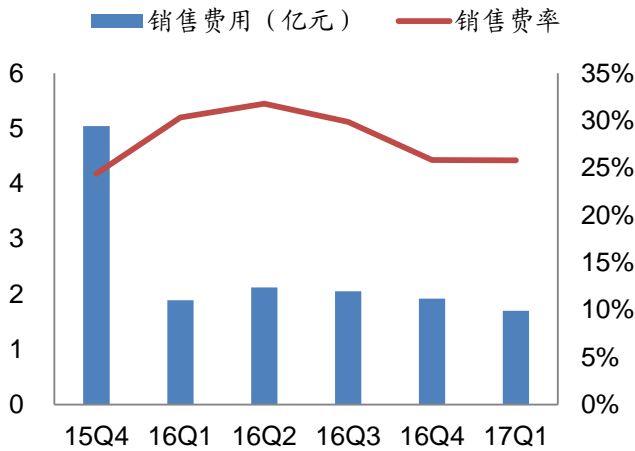
时间	累计活跃用户 (百万)	活跃用户数 (百万)	付费用户 (百万)	ARPU 值 (元)	充值流水 (百万)
2016Q1	104.21	36.61	0.85	916	780.05
2016Q2	139.09	37.17	0.72	918	658.65
2016Q3	174.1	37.06	0.67	877	585.09
2016Q4	184.54	12.65	0.54	1072	582.28

数据来源: 公司公告, 广发证券研究与发展中心

《全民奇迹》的成功要归功于公司强大的流量运营能力。《全民奇迹》的运营与推广主要通过自主运营平台及XY苹果助手、小米、百度等第三方联合运营平台来进行,2014年上线以来一直在畅销榜上保持较高的排名。公司报告书数据显示,15年二季度游戏总玩家1000多万人,其中月活跃用户数400多万人,与一季度相比,总注册用户数增加了300多万。同期2015年公司销售费用5.15亿元,其中市场推广成本4.93亿元,同比增长64%,占总销售费用比重高达96%。分季度来看,公司于15年下半年加大市场推广,15年四季度公司销售费用率24%,16年Q1销售费率提升6个百分点至30%,此后两个季度保持在30%左右。而在公司市场投入加大的情况下,截至15年末,公司《全民奇迹》活跃用户突破1200万人,15H2注册用户增加约6000万人。15年之后,公司销售费率保持在30%左右,游戏用户数与流水也连创新高。可

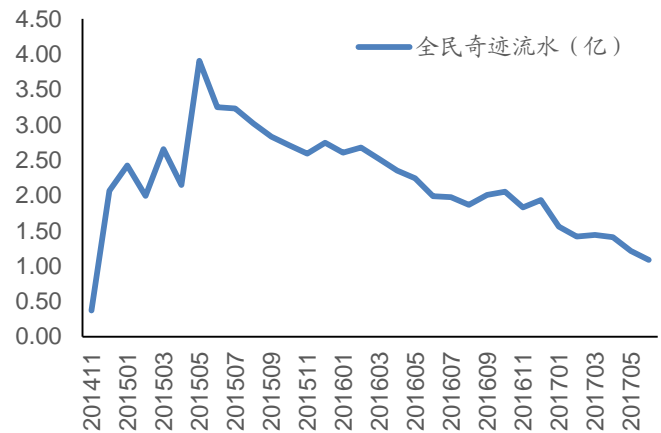
以看出，公司的市场推广费用形成了较好的买量和市场效应，流量运营成绩亮眼。

图26: 恺英网络销售费用及费用率推移



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

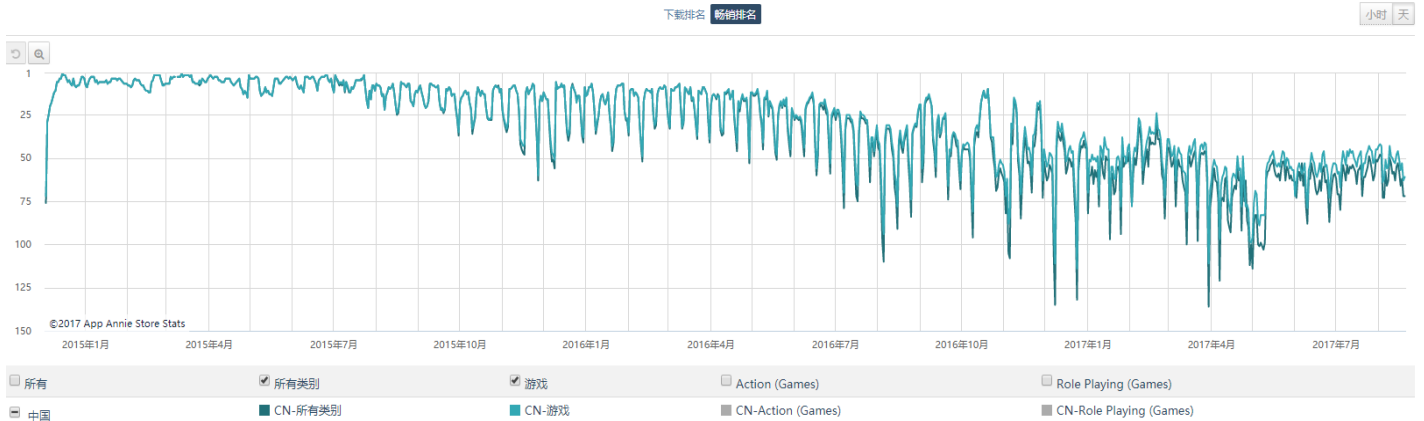
图27: 《全民奇迹》流水推移



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2016年12月,公司已经与韩国网禅公司签订了《全民奇迹》游戏授权许可续展合同,延长期限为一年,预计17年《全民奇迹》注册用户能够突破两亿人,而根据公司17H1中报,《全民奇迹》的累计流水已超过70亿,正式成为全球为数不多的10亿美金手游俱乐部的一员。此外,16年10月公司与韩国 Wemade公司签订授权许可合同,获得了《传奇》页游与手游三年的开发与商业运营权。《传奇》作为与《奇迹MU》类似的IP,已经拥有稳定的受众群体,游戏后续运营有所保障。

图28: 《全民奇迹》2014年底上线以来在畅销榜上一直保持较高的排名



资料来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

### 3、公司秉承大 IP 战略打造精品手游，流量运营能力保证头部产品输出

公司秉承“大 IP+大数据+大作经验积累=更高产品成功率”的产品研发战略，结合自身游戏业务上的优势，持续挖掘优质 IP 以打造精品游戏。公司目前已获得优质 IP 包括“全民奇迹”、“传奇世界”、“热血系列”、“魔神英雄传”以及“少年锦衣卫”等。

公司当前储备的游戏 IP 中，“热血系列”是日本经典红白机游戏 IP，游戏主线讲述“热血高校”学生国夫被称为“正义的不良”，而不良的他一直在帮助热血高校的同学们，系列包括“热血高校”、“热血物语”、“热血硬派”等多个分支游戏，游戏题材以运动与动作为主。“魔神英雄传”是日本 SUNRISE 公司旗下的系列动画片，包括《魔神英雄传》、《魔神英雄传 2》及《超魔神英雄传》共三部，1993 年在中国大陆首播并在青少年中大受欢迎。二者均在 90 年代风靡一时，是众多 80 末 90 初童年的回忆，由此 IP 改编的手游或将吸引 85-95 后玩家。

图29：热血系列IP



资料来源：公司官网简介，广发证券发展研究中心

图30：魔神英雄传IP



资料来源：公司官网简介，广发证券发展研究中心

而《少年锦衣卫》是由优酷、柏言映画、凯撒文化联合出品的 3D 动漫网剧，凭借 CG 技术的成熟运用、高颜值二次元画风、独特的锦衣卫文化载体以及鲜明的人物性格，16 年 12 月先导预告播出后便引起了观众的广泛关注，二次元群体附加高期待值。作品于 2017 年 2 月上线，12 小时优酷播放量达 300 万，获得 5000 多个赞，在豆瓣上的评分高达 8.3 分（6000+人评价）。截至目前优酷客户端显示的累计播放量已达 1.3 亿次，在优酷 2016 年国产动漫中排名第三位。下一部预计将于 2017 年 9 月推出，作品 IP 影响力或能进一步扩大。

**表 4: 优酷视频 2016 年上线国产动漫前十名一览**

排名	动漫名称	累计播放量 (亿次)	IP 原著
1	镇魂街	3.70	同名网络漫画
2	画江湖之不良人 第二季	1.80	-
<b>3</b>	<b>少年锦衣卫 第一季</b>	<b>1.30</b>	-
4	侍灵演武: 将星乱	0.84	网络漫画《侍灵演武》
5	画江湖之杯莫停	0.69	-
6	小破孩贺卡系列	0.64	-
7	小破孩有内涵	0.57	-
8	黑甲 第一季	0.42	萨拉雷(刘怀)原创
9	段子狗日记	0.38	-
10	太乙仙魔录之灵飞纪 第一季	0.36	创世中文网连载小说

数据来源: 优酷网, 广发证券研究与发展中心

2017 年以来, 由公司的预计收购标的盛和网络研发、公司代理运营的热血 PK 类手游取得了良好的玩家反馈和流水数据。2017 年 7 月在公司进行深度流量运营的情况下, 该游戏目前最高月流水已达 1 亿元以上, 未来有望继续深度发展, 体现了公司连续打造流水过亿手游的强大基因和在 PK 类 ARPG 细分领域的独特优势, 后续这一优势有望持续延展, 助力公司拳头产品获取更好的成绩。

**表 5: 公司运营的热血 PK 类游戏 2017 年 7 月在应用宝取得第 9 名的成绩**

排名	游戏名称	发行商	研发商
1	永恒纪元: 戒	37 手游	37 手游
2	胡莱三国 2	互爱互动(北京)	互爱互动(北京)
3	问道	靠谱助手	厦门雷霆
4	时空猎人-高清版	广州银汉	广州银汉
5	封神召唤师	紫舜	奇迹时代
6	诛仙	靠谱助手	完美世界
7	崩坏 3	米哈游科技	米哈游科技
8	倩女幽魂	广州银汉	网易
9	王者传奇	上海欣烁/上海恺英	浙江盛和
10	少年三国志	游族网络	游族网络

数据来源: 应用宝, 广发证券研究与发展中心

## 五、公司其他业务: 寻找流量入口和新的业务增长点

### 1、互联网平台: 移动应用分发发展迅速

公司旗下拥有移动应用分发平台 XY 苹果助手, 平台支持 iOS 与 MacOS 操作系统, 有八个功能板块: 应用游戏、文件管理、铃声管理、垃圾管理、修复闪退、备份恢复、刷机越狱及高清壁纸。其中主打功能为海量应用与资源的下载, 以及一键瘦身

功能：找出少用、没用的大文件，清理垃圾，为智能终端设备腾出更多空间。XY 苹果助手于 2014 年上线，运营三年以来进行多次版本更新迭代，外观上采取扁平化设计、简化界面，技术上对功能进行了重新开发、减少 bug，以不断优化的用户体验吸引了一大批忠实“果粉”。截至 17H1，累计活跃用户数接近 2 亿人次，累计充值额突破 10 亿元，目前在苹果助手类产品市场中排行前列，相较于 16 年年底仍有可观增长。

图31: XY苹果助手八大功能板块



资料来源：XY 苹果助手官网，广发证券发展研究中心

XY 苹果助手的运作包括三大部分：流量导入、平台运营及流量变现。流量导入主要通过网络推广进行：在百度、360、搜狗、必应等搜索引擎上投放宣传广告，有效覆盖有精准搜索需求的用户，依托百度、谷歌庞大的用户行为数据库、精准受众定向技术以及网盟展示广告的精准曝光，提升平台知名度。此外，平台不断优化产品体验，通过用户传播口碑，也吸引了大批粉丝。

图32: XY苹果助手运营模式



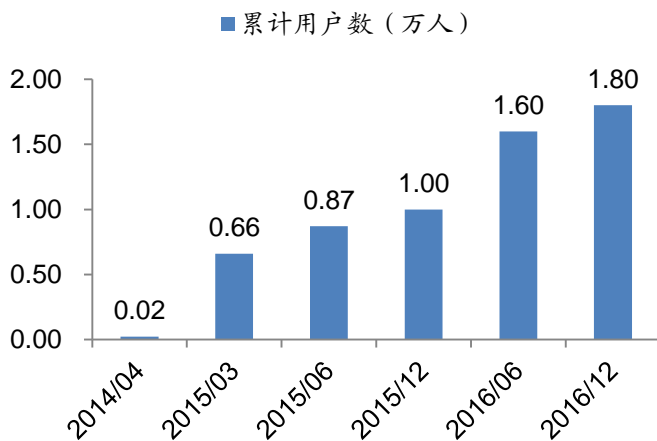
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

平台运营包括内容运营、社区运营及用户维护三个方面。内容运营包括收录最新上架及热门 APP、发布热门应用与游戏测评、报道苹果热点资讯、提供苹果系统教程与实用技巧，向用户提供全方位“苹果使用指南”。社区运营方面，平台下设 XY 论坛，按照智能设备不同，分出了 iphone（4/5/6/6s）、ipad 与 apple watch 板块，还设

有娱乐专区等板块，方便用户沟通交流，增强用户粘性。论坛于14年3月上线，首月积累10万独立访客，一年内独立访客增加至70万，也加强了平台的口碑传播。变现方面，平台各项功能向用户免费开放，通过市场广告接入、游戏联运接入分成及其他应用接入分成实现流量变现。

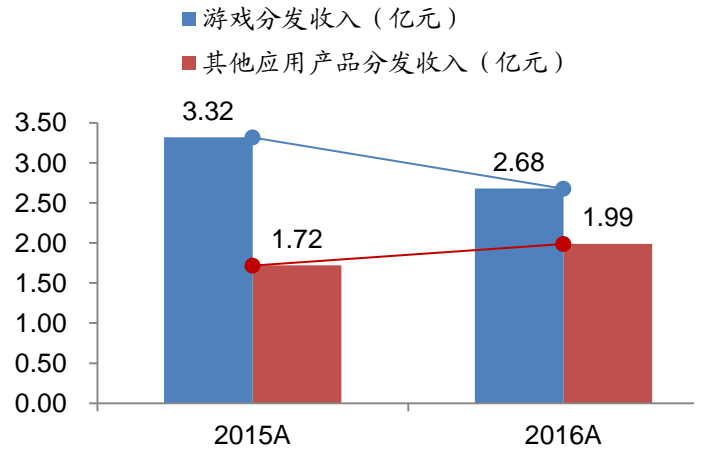
而从财务表现来看，2017年上半年同比上升49%达到1.27亿元。应用产品分发增速依旧保持较高水平，毛利率也提升12.7pct至59%的水平，后续未来平台有望成长为全方位的苹果用户移动生活服务平台，进一步提升用户体验和变现水平。

图33: XY苹果助手上线以来累计用户数



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图34: 公司游戏及其他应用产品分发收入



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 2、互联网金融业务: 完成初步布局, 期待后续发力

当前公司的业务架构中, 公司制定了“平台+内容+互联网/高科技”的三大战略方向, 大手笔布局互联网金融则是对“互联网+高科技”战略方向的积极实践。17年6月, 公司通过全资子公司上海恺英, 斥资1.45亿同时投资五家互联网金融标: 上海翰惠、上海暖水、合勋车融、上海翰迪以及上海翰鑫, 在各个互联网金融标的的持股比例从2%-35%不等, 业务覆盖支付交易、场景搭建、信贷服务、汽车金融等。公司逐步搭建出拥有“获取流量+增加账户数量+积累场景相关数据”三大核心资产体系的科技金融平台, 在科技金融领域的支付服务、账户体系、基础设施平台、最终消费场景及信贷产品全产业链完成布局。

表 6: 公司投资互联网金融平台标的一览

投资标的	投资金额	持股比例	投资标的主要业务
上海翰惠信息科技有限公司	3500 万	35%	建设综合电子账户，实现在线多平台无障碍交易，打通线上消费通道；提供综合金融超市服务，支持余额理财及红包积分等；联合构建信贷平台，协助解决资金问题，构建风控模型和催收体系；打造低费率支付通道，协助客户快速介入支付通道
上海暖水信息技术有 限公司	1500 万	25%	连接用户和信用机构场景平台，为用户积累及管理信用评分，同时从多种模式及场景中多方面了解用户，为用户定制相应的场景金融产品及信用产品
上海合励车融资产管 理有限公司	4000 万	30%	为金融机构提供信贷抵押资产全生命周期管理服务，为信贷客户提供量身定制的差异化金融增值服务和汽车全价值链增值业务服务，业务包括汽融产品设计、汽融产品投放、客户数据管理、资产安全管理、问题资产转化、不良资产处置等
上海翰迪数据服务有 限公司	3450 万	30%	为信贷平台提供数据资源及服务，包括数据查询、对相关数据进行认证及优化与简化平台流程；提供卓越的风控管理技术，包括提供反欺诈侦查方案、提供大数据风控模型、为客户进行信用评分及全面评价；为客户提供消费金融、现金贷款系统平台的开发
上海翰鑫信息科技有 限公司	2000 万	2%	移动支付业务：依托中国银联等国内金融网络，为不同行业的企业和商户提供满足其行业特色的移动支付整体解决方案；云金融服务平台：以支付为核心，为客户提供多种形式的增值服务平台；互联网信贷业务：为中小银行与消费金融公司提供基于 IPC 和信贷工厂技术的包括信贷系统建设、风控、催收、运营、获客在内的整体解决方案；互联网大数据分析和个人征信业务：为银行等金融机构提供大数据分析、建模、反欺诈、信贷决策等风控建模服务

数据来源：公司公告，广发证券研究与发展中心

公司随后通过又上海恺英出资 1.95 亿元，联合上海大智慧信息科技有限公司及中颐财务咨询集团股份有限公司共同设立宁波恺英互联网小额贷款有限公司，注册资本 3 亿元，上海恺英出资占比 65%。公司积极布局的互联网金融，有望与游戏业务及已有平台业务产生协同效应，依托现有稳定流量，搭建内生互联网金融体系。我们预计公司未来互金业务或与游戏业务与齐头并进，逐渐成长为强大的互联网服务提供商，盈利性进一步增强。

### 3、紧跟 VR 风口，布局娱乐业务

16 年公司明确了以 VR/AR 作为公司继“平台战略”和“内容战略”后新的战略发展方向，陆续投资上海乐相、Lytro Inc.、Sphericam Inc.以及乐滨文化，分别持有股权 12.619%、1.27%、25%及 80%，目前已初步构建了从“VR 输入设备--VR 内容制作/内容平台--VR 输出设备”的 VR 生态圈。



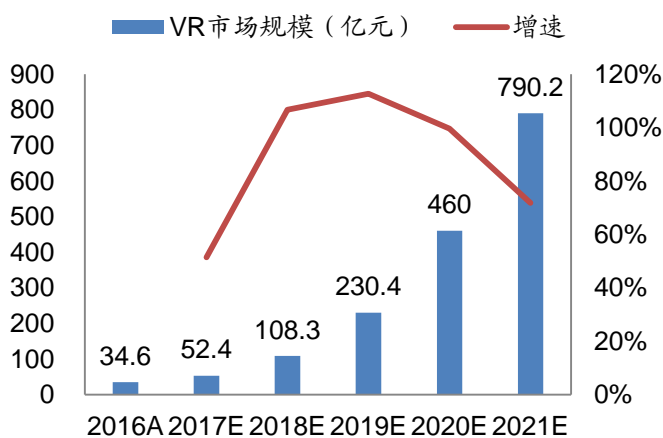
图35: 公司布局VR/AR业务, 构建VR生态圈



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

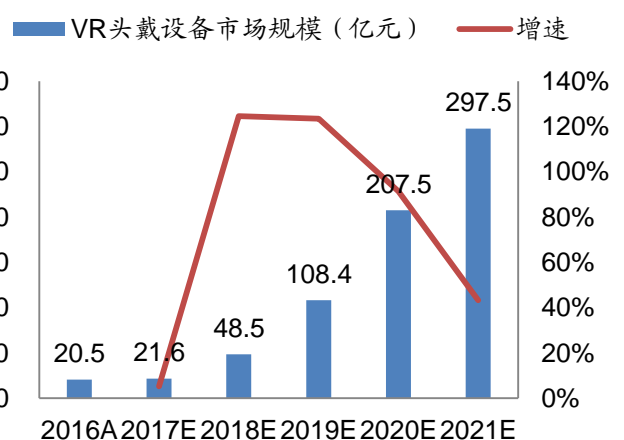
VR 技术是 2016 年资本市场最热的风口之一。根据第三方数据显示, 16 年我国 VR 市场规模 34.6 亿元, 目前来看规模仍较小, 但是市场成长性较好。根据艾瑞咨询预测, 未来五年我国 VR 市场复合增速将超过 80%, 预计年中国会成为全球最大的 VR 市场, 行业整体规模将达 790.2 亿元。从细分行业来看, VR 头戴设备目前市场规模 20.5 亿元, 到 2021 年将会达到 297.5 亿元; 消费级 VR 内容市场处于起步阶段, 2021 年市场规模将达 278.9 亿元, 其中 VR 游戏占比近 35%, 是前景最好的细分领域。公司布局 VR 业务能够与游戏业务产生协同效应, 有利于相互促进、共同发展。

图36: 中国VR市场规模及增速



资料来源: IDC, 广发证券发展研究中心

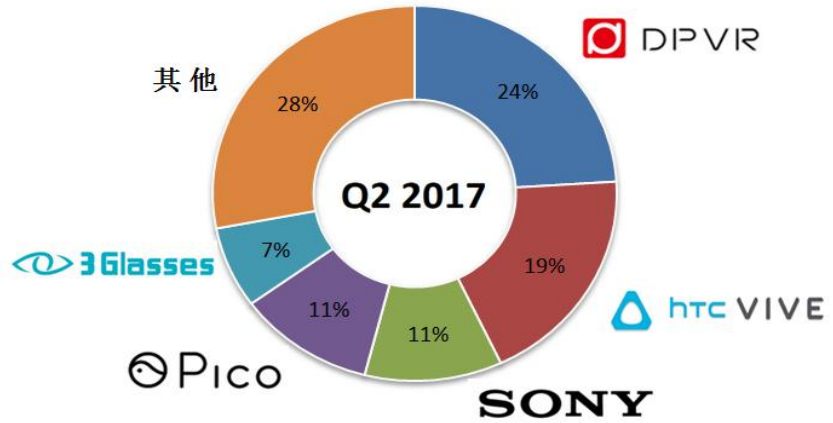
图37: 中国VR头戴设备市场规模及增速



资料来源: IDC, 广发证券发展研究中心

公司投资的大朋 VR 是目前行业内领军企业。Canalys 报告显示，2016 年大朋 VR 以 16.8% 的市场份额列 VR 头戴设备行业第二位，2017 年 Q2，大朋 VR 市场份额增加至 24%，超越 HTC 位居国内行业首位。

图38: 2017年Q2国内VR头戴设备市场份额分布



资料来源: Canalys, 广发证券发展研究中心

大朋的管理层公开演讲表示，目前大朋 VR 收入中 80% 来自于硬件产品，20% 来自内容与服务，未来公司的发展重点将逐步向 VR 内容集中。我们认为公司通过投资与大朋 VR 在用户、平台建设、游戏开发等方面展开深度合作: 公司为 VR 游戏接入提供技术与资源，帮助大朋在 VR 游戏的细分领域占领先机; 大朋 VR 以其用户基础与市场领先地位，或成为公司新的流量入口，从而实现共赢的局面。

## 投资建议

- 1) 移动网络游戏业务方面，我们预计 2017-2019 年公司将实现 25% 的 CAGR，2017 上半年公司手游业务受《全民奇迹》下滑影响下降 31% 至 4.43 亿元，我们预计下半年随着盛和的并表和公司新品的推出，有望重新回到高增长轨道。同时随着自研游戏的比重上升和 CP 分成的减少，毛利率回到正常水平。
- 2) 页游业务方面，公司今年上半年增速达到 32%，主要系头部游戏《蓝月传奇》于 2016 年 4 月推出之后一直保持较好成绩，我们预计随着下半年盛和的并表以及页游的高流水的维持，17-19 年页游增速有望达到 58%、15% 和 10%。在毛利率上保持 70% 左右不变。
- 3) 游戏分发业务方面，2017 年上半年同增 20% 达到 1.65 亿元，我们预计随着页游市场趋稳，这部分收入将保持稳中有升，我们假设未来 3 年保持 15%-20% 的增速。毛利率相对保持稳定。
- 4) 其他应用助手业务方面，2017 年上半年同增 49% 至 1.27 亿元，我们预计随着市场逐渐饱和和公司的业务重心转向重点游戏的运营，这部分业务将保持稳定增长，假设未来 3 年保持 15% 左右的 CAGR。毛利率相对保持稳定。
- 5) 其他业务方面，我们假设未来公司的参股公司未来会逐渐进入变现期，2017-2019 年每年为公司提供一定的投资收益。

6) 在费用率上, 随着公司今年开始陆续推出新品, 我们预计下半年公司的推广费用将有所增加, 随着游戏逐渐进入高流水成熟期, 我们预计公司推广费用率在 18、19 年会保持稳定。而管理费用率基本保持稳定。

7) 假设公司现金收购浙江盛和 51% 股权将于 9 月份完成股权交割并合并报表, 这笔股权收购带来的业绩增量及原 20% 占股股权的增值投资收益预计将计入 17H2。

基于以上假设, 我们预测 2017~2019 年公司净利润分别为 12.3、12.8、14.0 亿元, 按 9 月 11 日最新收盘价计算对应的 PE 分别为 22.3x、21.3x、19.5x。我们看好公司短期在头部作品加持下业绩稳步发展, 中长期有望保证自己的流量运营优势, 实现可持续增长, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 截至 2017 年 9 月 11 日游戏公司估值情况

代码	公司	股价 (元)	备考净利润 (亿元)			P/E 倍数		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002624.SZ	完美世界	32.75	11.7	14.8	18.5	37	29	23
002174.SZ	游族网络	25.46	5.9	7.9	11.0	37	28	20
300418.SZ	昆仑万维	26.14	5.3	9.0	12.0	57	34	25
300031.SZ	宝通科技	17.65	1.4	3.4	4.1	50	21	17
002425.SZ	凯撒文化	9.90	1.5	3.4	3.9	53	24	21
603444.SH	吉比特	223.61	5.9	7.1	8.3	27	23	19
300113.SZ	顺网科技	20.37	5.2	6.4	7.7	27	22	18
300299.SZ	富春股份	13.16	1.1	3.7	4.4	68	21	17
603258.SH	电魂网络	40.75	2.6	2.7	2.8	38	37	34
300533.SZ	冰川网络	81.86	1.6	1.6	1.7	53	50	48
300315.SZ	掌趣科技	8.14	5.1	5.8	6.7	44	38	33
002247.SZ	帝龙文化	13.37	3.8	5.3	6.7	30	22	17

资料来源: Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

- 1) 公司单款游戏流水比重占比较大, 后续游戏产品流水下滑或有一定风险。以及公司产品序列延期风险。
- 2) 根据公司 17H1 中报, 公司当前在 IP 授权上仍有一定诉讼案件在列, 对于公司后续的游戏开发或有一定影响。
- 3) 游戏市场逐渐饱和, 用户增长缓慢导致游戏业务面临减速的风险。
- 4) 公司投资的互联网金融等其他业务可能受到的监管风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1093	3288	1962	3387	4888
货币资金	194	2177	919	1506	2998
应收及预付	424	708	790	969	1111
存货	0	0	12	14	16
其他流动资产	475	403	241	898	764
<b>非流动资产</b>	259	771	3963	3960	3951
长期股权投资	79	343	343	343	343
固定资产	19	18	18	15	12
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	84	79	3070	3069	3067
其他长期资产	77	331	533	533	530
<b>资产总计</b>	1351	4059	5925	7347	8839
<b>流动负债</b>	587	671	791	908	977
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	472	510	637	744	867
其他流动负债	115	161	155	164	110
<b>非流动负债</b>	0	0	500	501	501
长期借款	0	0	500	500	500
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	1	1
<b>负债合计</b>	587	671	1291	1409	1477
股本	39	718	718	718	718
资本公积	326	1538	1538	1538	1538
留存收益	408	1090	2317	3601	5003
归属母公司股东权	765	3392	4619	5903	7306
少数股东权益	0	-4	15	35	57
<b>负债和股东权益</b>	1351	4059	5925	7347	8839

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	643	508	1065	439	1380
净利润	653	676	1246	1304	1424
折旧摊销	29	60	8	11	11
营运资金变动	1	-148	227	-721	59
其它	-40	-80	-416	-156	-114
<b>投资活动现金流</b>	-525	-413	-2766	182	147
资本支出	-69	-69	-3166	32	47
投资变动	-467	-343	400	150	100
其他	11	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	26	1897	443	-34	-35
银行借款	0	0	500	0	0
债券融资	-278	0	0	1	0
股权融资	111	1887	0	0	0
其他	193	10	-57	-35	-35
<b>现金净增加额</b>	145	1992	-1258	586	1492
<b>期初现金余额</b>	45	194	2177	919	1506
<b>期末现金余额</b>	189	2186	919	1506	2998

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	598.5	16.3	42.9	19.7	16.1
营业利润增长	1,490.7	2.2	87.1	4.2	8.6
归属母公司净利润增长	1,340.6	4.1	80.0	4.6	9.2
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	61.2	63.5	63.2	64.0	63.9
净利率	27.9	24.8	32.1	28.0	26.4
ROE	85.6	20.1	26.6	21.8	19.2
ROIC	136.2	101.7	22.0	25.8	30.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.4	16.5	21.8	19.2	16.7
净负债比率	-0.3	-0.6	-0.1	-0.2	-0.3
流动比率	1.86	4.90	2.48	3.73	5.00
速动比率	1.83	4.81	2.36	3.61	4.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.15	1.01	0.78	0.70	0.67
应收账款周转率	9.28	6.04	6.08	6.08	6.08
存货周转率	15.30		121.67	121.67	121.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	16.59	0.95	1.71	1.79	1.95
每股经营现金流	16.29	0.71	1.48	0.61	1.92
每股净资产	19.37	4.73	6.44	8.23	10.18
<b>估值比率</b>					
P/E	3.7	35.3	22.3	21.3	19.5
P/B	3.1	7.1	5.9	4.6	3.7
EV/EBITDA	3.6	35.0	33.5	23.2	19.1

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2339	2720	3887	4655	5403
营业成本	908	993	1432	1675	1948
营业税金及附加	77	81	123	134	162
销售费用	515	799	1108	1257	1464
管理费用	255	284	428	465	540
财务费用	-2	-19	-42	-17	-13
资产减值损失	5	4	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	65	80	400	150	100
<b>营业利润</b>	646	660	1235	1287	1397
营业外收入	13	28	39	47	59
营业外支出	0	2	3	3	4
<b>利润总额</b>	658	686	1272	1331	1453
所得税	5	10	25	27	29
<b>净利润</b>	653	676	1246	1304	1424
少数股东损益	-2	-6	19	20	22
<b>归属母公司净利润</b>	655	682	1227	1284	1402
EBITDA	613	625	805	1135	1299
EPS(元)	16.59	0.95	1.71	1.79	1.95

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。