

恺英网络 (002517.SZ) 服装行业

评级：买入维持评级

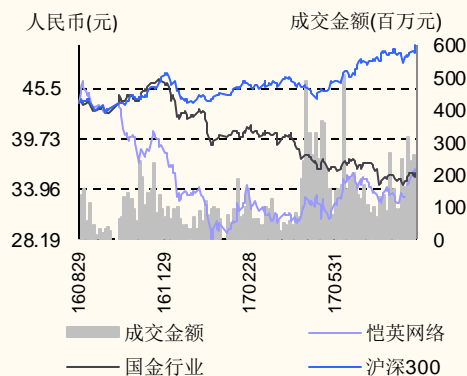
公司点评

市场价格 (人民币)：36.20 元

长期竞争力评级：高于行业均值高于行业均值

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)	25,973.71
年内股价最高最低 (元)	46.35/28.19
沪深 300 指数	3795.75
深证成指	10659.01



相关报告

- 《收购浙江盛和，增强研发实力-恺英网络公司点评》，2017.7.27
- 《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

Q3 业绩预告大幅超预期，手游新品值得期待

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	1.671	1.744	1.824
每股净资产 (元)	19.46	42.30	60.00	75.60	91.92
每股经营性现金流 (元)	15.83	5.73	11.80	13.52	16.17
市盈率 (倍)	62.57	35.32	21.66	20.76	19.85
行业优化市盈率 (倍)	17.74	17.74	17.74	17.74	17.74
净利润增长率 (%)	-	4.11%	75.86%	4.35%	4.60%
净资产收益率 (%)	85.24%	20.10%	24.92%	20.64%	17.75%
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

- 恺英网络 2017 年上半年实现收入 12.99 亿元，同比增长 0.72%，归母净利润 4.14 亿元，同比增长 68.77%，符合之前的业绩预期，扣非后归母净利润 3.80 亿元，同比增长 72.34%。2017 年前三季度业绩预增 111.62%-157.93%，归母净利润 9.14 亿-11.14 亿，大幅超出市场预期。此外，公司拟每 10 股派 1 元 (含税) 转增 10 股。

经营分析

- 成本费用下降，《蓝月传奇》持续霸榜：公司上半年归母净利润增幅较大主要是由于成本以及费用的减少，毛利率 64.48%，同比增加 4.46pct，销售费率 28.69%，同比减少 2.43pct，管理费率 9.26%，同比减少 1.94pct。Q2 单季度收入环比下滑 2.7%，归母净利润环比增长 0.1%。报告期内，公司游戏产品收获颇丰，总游戏产品收入达 10.1 亿，同比小幅下滑 5.61%，占比达 78%，其中手游下滑 30.7%，页游上涨 31.82%。公司主力页游《蓝月传奇》已持续一周年以上占据开服数榜首，月流水最高突破 2 亿人民币，公司主力手游《全民奇迹》延续良好表现，上线已超两年，累计流水收入超过 70 亿人民币。
- 平台收入大幅增长：公司移动互联网收入达 2.92 亿，同比大幅增长 31.1%，其中游戏分发收入增长 20%，其他应用产品分发收入增长 49%。公司旗下 XY.COM 网页游戏平台运营的多款游戏在各大网页游戏排行榜中名列前茅，截至报告期末，平台累计活跃用户数已近 1.1 亿人次，累计充值额突破 17 亿元。XY 苹果助手作为移动互联网流量入口，在苹果助手类产品市场中排行前列，截止报告期末累计活跃用户数接近 2 亿人次，累计充值额突破 10 亿元。
- Q3 业绩预告大幅超出市场预期，多款手游值得期待：公司 Q3 业绩预告超出市场预期。一方面是由于公司新产品数据表现强劲，其中与万代南梦宫联合发行的正版敢达动作对战手游《敢达争锋对决》已完成首轮封测，玩家反响强烈，具备庞大的用户潜力，国漫 IP《少年锦衣卫》等游戏也同样值得期待；另一方面公司拟以 16.06 亿元取得浙江盛和 51% 股权，若此次收购完成，公司将持有浙江盛和 71% 股权，预计在 Q3 进行并表。其推出的手游《王者传奇》，目前最高月流水已达 1 亿人民币，表明其在手游研发领域已取得显著成果。此次收购将大大提升公司的研发实力，带来新的利润增长

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

点。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。

盈利预测及投资建议

- 考虑到公司 Q3 季度业绩大超预期，我们调高了 2017-2019 年的预测，调整后归母净利润分别为 11.99、12.51 和 13.09 亿元，对应 EPS 分别为 1.67、1.74 和 1.82 元，对应 PE 分别为 21.7、20.8、19.9 倍。
- 考虑到公司游戏业务持续表现良好，前三季度归母净利润预增在 9.1-11.1 亿元，同比增幅 111.6%~157.9%，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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	335	2,339	2,720	3,806	4,002	4,201
增长率		598.5%	16.3%	39.9%	5.2%	5.0%
主营业务成本	-284	-908	-993	-1,257	-1,471	-1,691
%销售收入	84.8%	38.8%	36.5%	33.0%	36.7%	40.3%
毛利	51	1,431	1,728	2,549	2,532	2,509
%销售收入	15.2%	61.2%	63.5%	67.0%	63.3%	59.7%
营业税金及附加	-2	-77	-81	-126	-132	-139
%销售收入	0.5%	3.3%	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-30	-515	-799	-951	-880	-798
%销售收入	9.0%	22.0%	29.4%	25.0%	22.0%	19.0%
管理费用	-52	-255	-284	-350	-340	-357
%销售收入	15.5%	10.9%	10.4%	9.2%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	-33	584	565	1,122	1,179	1,216
%销售收入	n.a	25.0%	20.8%	29.5%	29.5%	28.9%
财务费用	-4	2	19	58	84	111
%销售收入	1.3%	-0.1%	-0.7%	-1.5%	-2.1%	-2.6%
资产减值损失	-9	-5	-4	-6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	65	80	140	100	100
%税前利润	0.0%	9.8%	11.7%	10.5%	7.2%	6.9%
营业利润	-46	646	660	1,314	1,363	1,427
营业利润率	n.a	27.6%	24.3%	34.5%	34.0%	34.0%
营业外收支	-2	12	26	18	25	25
税前利润	-48	658	686	1,332	1,388	1,452
利润率	n.a	28.1%	25.2%	35.0%	34.7%	34.6%
所得税	-5	-5	-10	-115	-111	-116
所得税率	n.a	0.8%	1.5%	8.6%	8.0%	8.0%
净利润	-53	653	676	1,217	1,277	1,335
少数股东损益	0	-2	-6	18	26	27
归属于母公司的净利润	-53	655	682	1,199	1,251	1,309
净利率	n.a	28.0%	25.1%	31.5%	31.3%	31.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-53	653	676	1,217	1,277	1,335
非现金支出	34	15	16	10	5	6
非经营收益	10	-45	-84	-148	-125	-125
营运资金变动	-1	1	-148	-133	-73	80
经营活动现金净流	-10	625	460	946	1,084	1,297
资本开支	-37	-69	-69	21	27	23
投资	0	-484	-389	-12	0	0
其他	0	29	46	140	100	100
投资活动现金净流	-37	-525	-413	149	127	123
股权募资	0	111	1,887	0	0	0
债权募资	29	-278	0	0	0	1
其他	2	193	10	181	0	0
筹资活动现金净流	31	26	1,897	181	0	1
现金净流量	-16	126	1,944	1,276	1,211	1,421

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	45	194	2,177	3,453	4,664	6,085
应收款项	145	404	650	724	772	822
存货	119	0	0	0	0	0
其他流动资产	23	498	461	524	478	489
流动资产	332	1,096	3,288	4,701	5,913	7,395
%总资产	40.0%	80.9%	81.0%	86.0%	88.6%	90.7%
长期投资	1	145	664	676	675	675
固定资产	398	19	18	19	18	16
%总资产	48.0%	1.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
无形资产	95	84	79	71	67	63
非流动资产	497	259	771	766	759	755
%总资产	60.0%	19.1%	19.0%	14.0%	11.4%	9.3%
资产总计	828	1,355	4,059	5,467	6,672	8,150
短期借款	78	0	0	0	0	0
应付款项	104	358	407	474	478	547
其他流动负债	14	228	264	168	93	166
流动负债	196	587	671	642	571	712
长期借款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	32	0	0	0	0	0
负债	228	587	671	642	571	713
普通股股东权益	600	768	3,392	4,811	6,062	7,370
少数股东权益	0	0	-4	14	40	66
负债股东权益合计	828	1,355	4,059	5,467	6,672	8,150

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	-0.299	0.967	0.950	1.671	1.744	1.824
每股净资产	3.394	19.458	42.301	59.996	75.598	91.918
每股经营现金净流	-0.057	15.825	5.734	11.802	13.521	16.174
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-8.80%	85.24%	20.10%	24.92%	20.64%	17.75%
总资产收益率	-6.37%	48.33%	16.80%	21.93%	18.75%	16.06%
投入资本收益率	-5.33%	75.48%	16.42%	21.25%	17.78%	15.04%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.87%	598.50%	16.29%	39.89%	5.17%	4.96%
EBIT增长率	N/A	1876.59%	-3.34%	98.60%	5.11%	3.12%
净利润增长率	1252.87%	1340.56%	4.11%	75.86%	4.35%	4.60%
总资产增长率	-1.97%	63.55%	199.60%	34.67%	22.06%	22.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	141.8	39.3	60.4	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	150.8	23.9	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	110.8	78.9	127.7	127.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	364.6	3.0	2.4	1.6	1.4	1.2
偿债能力						
净负债/股东权益	5.53%	-25.23%	-64.26%	-71.57%	-76.44%	-81.81%
EBIT利息保障倍数	-7.7	-290.8	-29.9	-19.2	-14.0	-10.9
资产负债率	27.56%	43.31%	16.54%	11.74%	8.56%	8.75%

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	3	3	3
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.60	1.60	1.60

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。

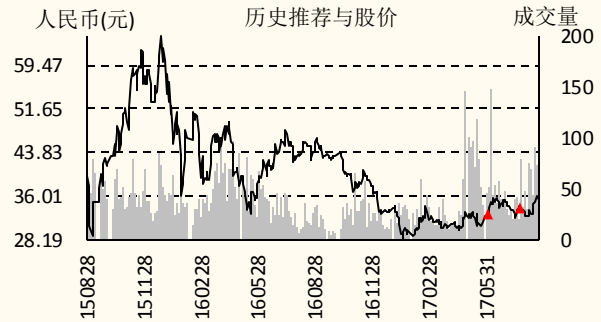
最终评分与平均投资建议对照：

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
2	2017-07-27	买入	33.71	N/A

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