

日期: 2017年08月30日

行业: 传媒



并购大幅增厚 Q3 业绩，期待新游上线

分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理: 胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

基本数据 (截止 2017 年 8 月 29 日)

报告日股价 (元)	38.25
12mth A 股价格区间 (元)	27.18/46.50
总股本 (百万股)	717.51
无限售 A 股/总股本	34.93%
流通市值 (亿元)	97.49
每股净资产 (元)	5.17

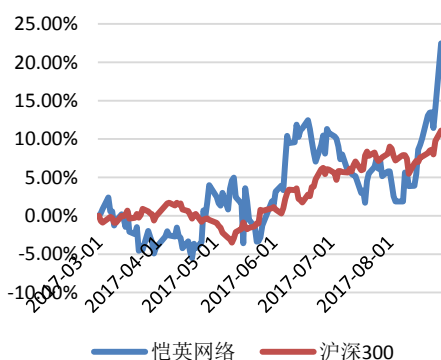
主要股东 (2017H1)

王悦	21.44%
冯显超	12.10%
上海海桐开元兴息股权投资合伙企业(有限合伙)	7.11%
上海骐飞投资管理合伙企业(有限合伙)	6.30%

收入结构 (2017H1)

网页网络游戏	43.45%
移动网络游戏	34.09%
游戏分发收入	12.70%
其他应用产品分发收入	9.76%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期: 2017年8月30日

■ 公司动态事项

1、恺英网络发布2017年半年报，实现营收12.99亿，同比增长0.72%，实现归母净利润4.14亿，同比增长68.77%。公司预计2017年1-9月份实现归母净利润9.14亿-11.14亿，同比增长111.62%-157.93%。同时，公司公布2017半年度利润分配方案：拟每10股转增10股并派发现金红利1元。

2、公司于8月11日召开的2017年第四次临时股东大会上审议通过了《关于公司对外投资的议案》，同意公司以160,650.00万元人民币受让浙江盛和股东金丹良 51%的股权，受让后公司合计持有浙江盛和71%的股权。浙江盛和已于近日完成了股权转让的工商变更登记手续。

■ 事项点评

净利润大幅增长，净利率显著提升

公司上半年净利润同比大幅增长68.77%，净利率上升至31.85%，较去年同期提升了12.84个百分点。公司毛利率及期间费用率均有明显改善。

毛利率：上半年公司综合毛利率 64.48%，较去年增加了 4.46 个百分点。其中，占总收入 34.09%的手游业务毛利率提升超过 5 个百分点；合计占总收入 22.46%的游戏及其他应用分发业务毛利率提升超过 10 个百分点；此外，毛利率最高的页游业务虽然毛利率小幅下滑 1.66 个百分点，仍维持 69.12%的较高水平，且页游收入占比提升到总收入的 43.35%，较去年同期提升约 10%。

期间费用率：公司销售、管理、财务费用率分别为 28.69%、9.26%、-0.86%，分别较去年同期减少了 2.43、1.76、0.52 个百分点。公司经营效率提升，费用控制良好。

页游：独家代理多款头部页游，具有平台优势

公司独家代理的页游产品包括《蓝月传奇》、《传奇盛世》、《梁山传奇》等头部游戏。根据页游开服数据中心9k9k.com7月份的数据显示，《蓝月传奇》稳居月开服数第一，《传奇盛世》列开服榜第五，《梁山传奇》列开服榜第十四。其中，《蓝月传奇》已经连续一年以上位居月开服数榜首，根据公司公告，截止2017年6月，游戏月流水仍高达约1.3亿元。公司旗下页游平台XY游戏是国内规模较大的页游平台之一，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。公司在页游行业具备较高的品牌知名度。

手游：老产品流水稳健，新产品蓄势待发

公司手游业务收入主要源于独家代理的《全民奇迹》，游戏至今已运营超过 2 年。2017 年 6 月，游戏月流水维持在 1.1 亿元附近，是国内极为少见的长寿爆款手游。公司新游《敢达争锋对决》即将于下半年上线，游戏是一款 3D 动作手游，是诞生至今超过 15 年的系列游戏 IP 《敢达 VS》系列首次进行手游化改编。游戏已完成首轮封测，玩家反响强烈，预计将为公司提供可观收入增量。

并表浙江盛和，三季度业绩预告大幅超过市场预期

公司预计 2017 年 1-9 月份实现归母净利润 9.14 亿-11.14 亿，同比增长 111.62%-157.93%。业绩大幅增长主要源于并表浙江盛和带来的业绩增量以及公司原先持有的浙江盛和 20% 股份增值带来的投资收益。不考虑税费影响，此次浙江盛和股份增值带来的投资收益约 3.95 亿元。并表浙江盛和后，将增强公司游戏研发实力，提升公司页游业务毛利率。2017-2019 年，浙江盛和承诺净利润分别为 2.5 亿、3.1 亿和 3.8 亿。

■ 盈利预测与估值

暂不考虑中报 10 转 10 及股权激励对股本的摊薄，我们预计公司 2017-2019 年归属于母公司股东净利润分别为 12.31 亿元、12.08 亿元和 13.35 亿元，每股 EPS 分别为 1.72 元、1.68 元和 1.86 元，对应 PE 为 22.29、22.71、20.56 倍。考虑到公司新游收入预期较高，同时并表浙江盛和将弥补公司研发上的短板，给予公司“增持”评级。

■ 风险提示

新游戏流水不及预期；行业竞争进一步加剧；限售股解禁风险；收购标的业绩不及预期

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2720.48	3038.54	4019.47	4484.23
年增长率	16.29%	11.69%	32.28%	11.56%
归母净利润	681.74	1231.03	1208.25	1334.65
年增长率	4.11%	80.57%	-1.85%	10.46%
每股收益(元)	0.95	1.72	1.68	1.86
PE	40.26	22.29	22.71	20.56

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,099.14	1,847.80	2,938.64	4,559.23
应收和预付款项	708.25	528.43	1,103.99	717.72
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	387.54	387.54	387.54	387.54
流动资产合计	3,194.93	2,763.78	4,430.17	5,664.49
长期股权投资	342.54	442.54	442.54	442.54
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	18.03	5.54	(6.95)	(19.44)
无形资产和开发支出	13.19	1,506.33	1,502.73	1,502.73
其他非流动资产	387.53	354.45	321.38	321.38
非流动资产合计	761.29	2,308.86	2,259.69	2,247.20
资产总计	3,956.22	5,072.64	6,689.86	7,911.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	407.10	252.49	571.46	348.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	161.42	161.42	161.42	161.42
负债合计	568.52	413.91	732.88	510.06
股本	80.19	80.19	80.19	80.19
资本公积	2,175.59	2,175.59	2,175.59	2,175.59
留存收益	1,136.15	2,367.19	3,575.44	4,910.09
少数股东权益	(4.23)	35.77	125.77	235.77
股东权益合计	3,387.70	4,658.73	5,956.98	7,401.63
负债和股东权益总计	3,956.22	5,072.64	6,689.86	7,911.69

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	504.10	873.01	991.51	1,506.02
投资活动现金流	(412.77)	(1,146.55)	72.40	72.40
融资活动现金流	1,892.38	22.20	26.92	42.18
净现金流	1,983.71	(251.34)	1,090.84	1,620.59

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,720.48	3,038.54	4,019.47	4,484.23
营业成本	992.51	967.18	1,223.08	1,373.07
营业税金及附加	80.78	90.23	119.36	133.16
营业费用	798.57	881.84	1,077.10	1,201.64
管理费用	283.82	281.37	372.20	415.24
财务费用	(18.88)	(22.20)	(26.92)	(42.18)
资产减值损失	3.80	10.00	10.00	10.00
投资收益	80.44	500.45	60.00	60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	660.32	1,330.57	1,304.65	1,453.29
营业外收支净额	25.90	12.59	12.59	12.59
利润总额	686.21	1,343.16	1,317.24	1,465.88
所得税	10.37	72.12	18.98	21.23
净利润	675.85	1,271.03	1,298.25	1,444.65
少数股东损益	(5.90)	40.00	90.00	110.00
归属母公司股东净利润	681.74	1,231.03	1,208.25	1,334.65

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	16.29%	11.69%	32.28%	11.56%
EBIT 增长率	2.54%	96.72%	-2.32%	10.34%
净利润增长率	3.50%	88.07%	2.14%	11.28%
毛利率	63.52%	68.17%	69.57%	69.38%
EBIT/总收入	2.54%	96.72%	-2.32%	10.34%
净利润率	3.50%	88.07%	2.14%	11.28%
资产负债率	14.37%	8.16%	10.96%	6.45%
流动比率	5.62	6.68	6.04	11.11
净资产收益率 (ROE)	20.10%	26.63%	20.72%	18.63%
总资产周转率	0.69	0.60	0.60	0.57
应收账款周转率	5.16	6.33	4.72	7.07

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。