



## 游戏表现超预期, 业绩有望上新台阶

### 投资要点

- **事件:** 近期, 恺英网络两款手游《王者传奇》和《阿拉德之怒》在华为应用中心排行榜表现优异, 分别排在畅销榜第一和第五名位置, 预期流水表现不错。
- **业绩逐步改善, 年度业绩暴涨。** 自下半年以来公司基本面持续改善, 10月29日晚, 公司发布三季报: 1) 2017年Q1~Q3实现营收21.0亿元, 同比增长6.0%; 实现归母净利润10.6亿元, 同比增长144.8%; 实现扣非归母净利润6.4亿元, 同比增长56.4%。2) Q3单季度实现营收8.0亿元, 同比增长15.8%; 实现归母净利润6.4亿元, 同比增长244.8%。其中, 投资净收益4.2亿元, 里面有3.8亿是由于分步收购浙江盛和股权带来的投资收益。此外, 浙江盛和还承诺2017~2019年扣非归母净利润分别为2.5亿元、3.1亿元、3.8亿元。全年业绩指引归母净利润区间为16.1~18.6亿元, 同比增长135.8%~172.4%, 即Q4单季度归母净利润5.5~8.0亿元, 同比增长120.1%~220.1%。对比Q3, Q4增量更多源于经营层面。根据三季报指引, 业绩放量主要原因是游戏表现强劲, 同时与浙江盛和的整合也提升了公司研发实力。
- **新老游戏产品持续输出, 部分产品大超预期。** 1) 存量游戏流水较为稳健, 截止2017H1公司与天马行空联合开发的手游《全民奇迹》累计活跃用户数已超过1.9亿人次, 累计流水收入突破70亿; 独代页游《蓝月传奇》自2016年7月正式上线以来稳居畅销榜前列, 至2016年10月单月流水突破2亿元, 截止2017H1累计流水收入突破20亿, 并长期处于周开服排行榜首位。2) 今年上线的几款手游新作《王者传奇》、《阿拉德之怒》、《敢达争锋对决》均超预期, 《王者传奇》自2017年6月上线, 最高单日流水突破千万, 近月在华为应用游戏畅销榜中稳居第一名; 《敢达争锋对决》2017年9月末第二次删档内测, 玩家反响良好, 在核心玩家聚集的taptap论坛上, 评分高达8.8。此外值得注意的是自1979年首部《高达》(也即是《敢达》)登场以来, 《高达》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, 与《宇宙战舰大和号》、《EVA》并称为日本科幻动画的3大里程碑。在1979年至今的近40年里, 高达系列TV动画共有20部, OVA动画17部, 剧场版动画18部, 同时还拥有大量的衍生产品, 诸如游戏、模型等等。预计背靠深厚的玩家人群、完整的背景世界观, 该游戏极有希望成为公司下一个爆款。
- **浙江盛和助力公司页游持续向好。** 公司以16.1亿现金收购金丹良持有的浙江盛和51%股权, 收购完成后持股比例由20%变为71%, 并于8月末完成非同一控制并表。同时, 金丹良承诺将在2017年12月31日之前以7.5亿元购买上市公司非限制流通股并分三年解锁, 股价存在一定安全边际。完成此次并购后, 凭借浙江盛和在页游市场上的领先地位, 公司页游板块业务预计会有显著的增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017~2019年EPS分别为1.20元、1.29元、1.54元, 归母净利润分别为17.2亿、18.5亿、22.0亿。可比标的方面, 公司属于拥有较强研发与发行能力的国内二线游戏公司, 因此选取游族网络、三七互娱以及完美世界作为可比公司, 其PE均值为26.19倍, 因此给予公司2017年26倍估值, 对应目标价31.20元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 股市系统性风险、游戏上线进度或流水表现不达预期的风险、核心人才流失的风险、IP授权或出现纠纷、并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2720.48	4266.10	5945.37	7082.11
增长率	16.29%	56.81%	39.36%	19.12%
归属母公司净利润(百万元)	681.74	1717.99	1848.60	2204.54
增长率	4.11%	152.00%	7.60%	19.25%
每股收益EPS(元)	0.48	1.20	1.29	1.54
净资产收益率ROE	19.95%	30.76%	26.07%	24.71%
PE	47	19	17	14
PB	9.39	5.73	4.51	3.58

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

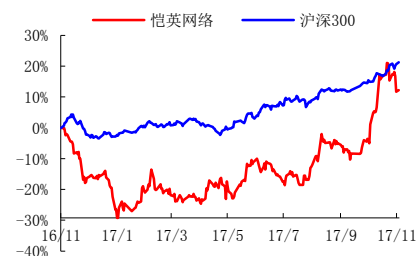
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚琨

电话: 0755-88604093

邮箱: lyk@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

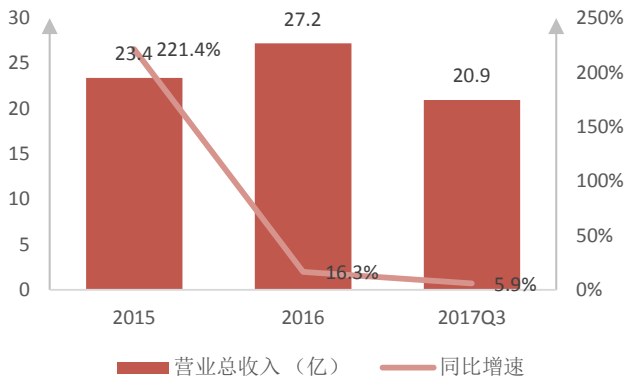
总股本(亿股)	14.35
流通A股(亿股)	5.83
52周内股价区间(元)	17.75-40.11
总市值(亿元)	317.14
总资产(亿元)	53.30
每股净资产(元)	2.97

### 相关研究

### 公司财务简介:

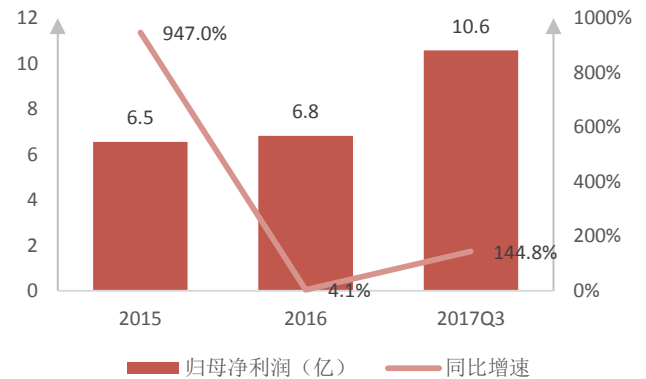
公司于 2015 年末以置换资产加募集配套的方式借壳上市。2015-2017Q3 分别实现营业收入 23.4/27.2/20.9 亿元，同比增速分别为 221.4%/16.3%/5.9%。分别实现归母净利润 6.5/6.8/10.6 亿元，增速分别为 947.0%/4.1%/144.8%。

**图 1: 2015-2017Q3 营业收入情况**



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

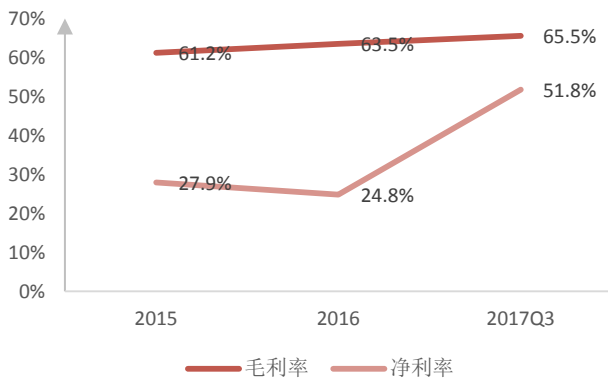
**图 2: 2015-2017Q3 归母净利润情况**



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

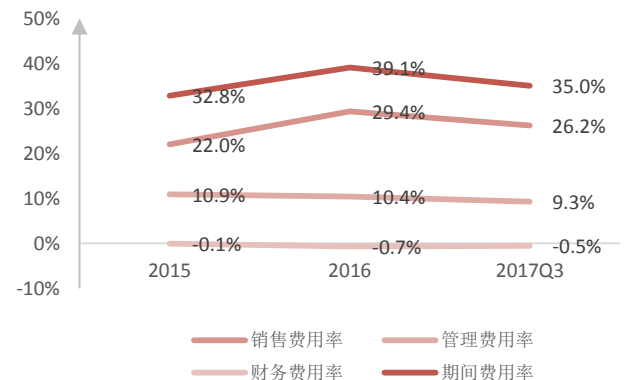
在毛利率与净利率方面, 公司毛利率一直维持在 60% 以上, 稳中有升, 但 2017Q3 由于公司收购浙江盛和 51% 股权后浙江盛和将并入公司报表, 原有的 20% 股权从长期股权投资中转出时产生了大量的投资收益, 因此净利率有较大幅度的上升。在期间费用方面, 公司期间费用率维持在 35% 左右, 较为稳定。

**图 3: 2015-2017Q3 毛利率&净利率**



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 4: 2015-2017Q3 期间费用**



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 关键假设:

假设 1: 2017 上半年, 网页游戏市场规模同比下降 15.4%, 但预计公司页游增速将显著优于行业。

假设 2: 手游方面, 2017 前三季度手游市场规模同比上升 47.1%, 但公司旗下多款手游均超预期, 因此预计公司手游板块增速将高于行业平均。

假设 3: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
网页游戏	收入	1077.2	1508.1	1960.5	2352.6
	增速	99.6%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	73.7%	75.0%	75.0%	75.0%
移动游戏	收入	1175.9	2116.6	3174.9	3809.9
	增速	-9.2%	80.0%	50.0%	20.0%
	毛利率	60.8%	65.0%	65.0%	65.0%
游戏分发收入	收入	268.4	402.6	523.4	575.7
	增速	99.3%	50.0%	30.0%	10.0%
	毛利率	46.9%	45.0%	45.0%	45.0%
其他	收入	199.0	238.8	286.6	343.9
	增速	15.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	47.0%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	2720.5	4266.1	5945.4	7082.1
	增速	72.7%	56.8%	39.4%	19.1%
	毛利率	63.5%	65.5%	65.6%	65.7%

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 公司估值:

预计 2017~2019 年 EPS 分别为 1.20 元、1.29 元、1.54 元, 归母净利润分别为 17.2 亿、18.5 亿、22.0 亿。可比标的方面, 公司属于拥有较强研发与发行能力的国内二线游戏公司, 因此选取游族网络、三七互娱以及完美世界作为可比公司, 其 PE 均值为 26.19 倍, 因此给予公司 2017 年 26 倍估值, 对应目标价 31.20 元, 给予“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值情况**

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002174.SZ	游族网络	25.19	0.94	1.30	1.61	23.64	17.16	13.82
002555.SZ	三七互娱	21.67	0.79	0.98	1.18	26.60	21.40	17.83
002624.SZ	完美世界	33.65	1.13	1.41	1.71	28.32	22.66	18.63
均值						26.19	20.41	16.76

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2720.48	4266.10	5945.37	7082.11	净利润	675.85	1706.47	1835.01	2188.81
营业成本	992.51	1470.61	2046.82	2427.40	折旧与摊销	60.47	13.24	13.24	13.24
营业税金及附加	80.78	131.26	180.80	216.21	财务费用	-18.88	-63.41	-84.36	-115.35
销售费用	798.57	1109.19	1426.89	1699.71	资产减值损失	3.80	17.10	17.10	17.10
管理费用	283.82	451.73	626.45	747.45	经营营运资本变动	-137.62	-277.16	-293.58	-195.31
财务费用	-18.88	-63.41	-84.36	-115.35	其他	-75.36	-567.10	-117.10	-117.10
资产减值损失	3.80	17.10	17.10	17.10	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>508.26</b>	<b>829.14</b>	<b>1370.31</b>	<b>1791.39</b>
投资收益	80.44	550.00	100.00	100.00	资本支出	48.26	-160.60	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-461.03	301.38	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-412.77</b>	<b>140.78</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>660.32</b>	<b>1699.63</b>	<b>1831.67</b>	<b>2189.59</b>	短期借款	0.00	219.50	0.00	0.00
其他非经营损益	25.90	28.70	28.38	28.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>686.21</b>	<b>1728.33</b>	<b>1860.06</b>	<b>2218.08</b>	股权融资	2524.29	0.00	0.00	0.00
所得税	10.37	21.86	25.05	29.26	支付股利	0.00	-136.35	-343.60	-369.72
净利润	675.85	1706.47	1835.01	2188.81	其他	-631.91	654.17	84.36	115.35
少数股东损益	-5.90	-11.51	-13.59	-15.73	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1892.38</b>	<b>737.32</b>	<b>-259.24</b>	<b>-254.37</b>
归属母公司股东净利润	681.74	1717.99	1848.60	2204.54	<b>现金流量净额</b>	<b>1992.18</b>	<b>1707.24</b>	<b>1211.06</b>	<b>1637.02</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2176.95	3884.19	5095.26	6732.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	708.25	993.43	1436.43	1689.86	销售收入增长率	16.29%	56.81%	39.36%	19.12%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	2.24%	157.40%	7.77%	19.54%
其他流动资产	402.69	709.54	952.58	1149.11	净利润增长率	3.50%	152.49%	7.53%	19.28%
长期股权投资	342.54	342.54	342.54	342.54	EBITDA 增长率	4.33%	135.00%	6.74%	18.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	18.03	14.67	11.30	7.94	毛利率	63.52%	65.53%	65.57%	65.72%
无形资产和开发支出	13.19	170.53	167.27	164.01	三费率	39.09%	35.10%	33.12%	32.93%
其他非流动资产	397.55	639.55	632.94	626.32	净利率	24.84%	40.00%	30.86%	30.91%
<b>资产总计</b>	<b>4059.19</b>	<b>6754.45</b>	<b>8638.31</b>	<b>10712.05</b>	ROE	19.95%	30.76%	26.07%	24.71%
短期借款	0.00	219.50	219.50	219.50	ROA	16.65%	25.26%	21.24%	20.43%
应付和预收款项	451.11	675.10	938.51	1114.08	ROIC	86.48%	146.64%	106.27%	102.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.80%	38.66%	29.61%	29.48%
其他负债	220.39	311.26	440.31	519.38	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>671.50</b>	<b>1205.86</b>	<b>1598.32</b>	<b>1852.96</b>	总资产周转率	1.00	0.79	0.77	0.73
股本	717.51	1435.02	1435.02	1435.02	固定资产周转率	145.98	260.89	457.78	735.98
资本公积	2175.59	1458.08	1458.08	1458.08	应收账款周转率	6.04	6.54	6.31	5.86
留存收益	1089.59	2671.23	4176.23	6011.06	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	3391.93	5564.33	7069.33	8904.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.20%	—	—	—
少数股东权益	-4.23	-15.74	-29.33	-45.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3387.70</b>	<b>5548.58</b>	<b>7039.99</b>	<b>8859.09</b>	资产负债率	16.54%	17.85%	18.50%	17.30%
负债和股东权益合计	4059.19	6754.45	8638.31	10712.05	带息债务/总负债	0.00%	18.20%	13.73%	11.85%
					流动比率	4.90	4.63	4.68	5.17
					速动比率	4.90	4.63	4.68	5.17
					股利支付率	0.00%	7.94%	18.59%	16.77%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.48	1.20	1.29	1.54
					每股净资产	2.36	3.88	4.93	6.20
					每股经营现金	0.35	0.58	0.95	1.25
					每股股利	0.00	0.10	0.24	0.26
业绩和估值指标									
EBITDA	701.91	1649.46	1760.55	2087.48					
PE	46.73	18.54	17.23	14.45					
PB	9.39	5.73	4.51	3.58					
PS	11.71	7.47	5.36	4.50					
EV/EBITDA	19.12	16.74	15.00	11.86					
股息率	0.00%	0.43%	1.08%	1.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn