



谨慎  
买入

18%↑

目标价格：人民币 31.00

002517.CH

价格：人民币 26.93

目标价格基础：25倍18年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60.2	16.1	43.5	65.9
相对深证成指	52.0	20.2	43.2	57.3

发行股数(百万)	1,435
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	15,700
3个月日均交易额(人民币 百万)	350
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
王悦	21

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2017年12月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

## 恺英网络

### 把握经典IP，页、手游皆出爆款

恺英网络成立于2008年，是国内领先的在线社交游戏研发商；2011年，公司开始拓展页游布局，推出蜀山传奇等精品网页游戏，并推出自有页游平台XY游戏进入页游运营领域；2014年公司转向手游研发，推出包括《全民奇迹》等热门手游；2015年公司借壳泰亚股份上市(代码：002517.CH)。目标价31元，建议谨慎买入。

#### 支撑评级的要点

- **精品游戏频出彰显公司强大研运能力。**公司拥有成熟的产品数据推算模型和对市场的预判能力，善于通过精细化运营进行长周期精品产品打造。网页游戏方面，公司独家代理的《蓝月传奇》已持续一年以上占据开服数榜首，月流水最高突破2亿元人民币，是最成功的网页游戏产品之一；移动游戏方面，公司主力手游《全民奇迹》表现持续良好，上线至今累计流水收入超过70亿元人民币，是全球为数不多的10亿美金手游之一。
- **公司拥有大量经典游戏IP改编授权。**成熟端游IP及热门动漫IP的手游及页游端改编始终是移动游戏研发的主流趋势，IP改编相对原创游戏拥有先天优势，成为爆款可能性更强。公司拥有多个经典游戏IP，包括“奇迹MU”、“传奇世界”、“热血系列”、“战舰世界”等，同时多款新兴力作正在火热开发中。
- **精品内容代理帮助公司游戏平台持续扩张。**公司XY网游游戏平台自上线以来已推出近百款精品网页游戏，公司独家代理的《蓝月传奇》、《传奇盛世》等多款精品网页游戏在公司页游平台发行后，反响热烈，为公司平台持续导流，平台累计活跃人数超过1亿人次，累计充值额超17亿元；公司XY苹果助手作为移动游戏应用分发平台，累计活跃用户数接近2亿人次，累计充值额突破10亿元。
- **外延扩展构建科技金融平台。**公司自2017年开始，先后投资上海暖水、上海合励车融资产，并投资设立恺英互联网小额贷款公司，逐步搭建出拥有“获取流量+增加账户数量+累积场景相关数据”三大核心资产体系的科技金融平台。

#### 评级面临的主要风险

- 并购标的业绩不及预期，游戏产业政策发生重大变更。

#### 估值

- 预计公司2017-2019年实现每股收益1.23、1.26和1.57元，对应当前市盈率约为22、21和17倍，给予公司谨慎买入评级，目标价格31元。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,339	2,720	4,403	5,387	6,629
变动(%)	598	16	62	22	23
净利润(人民币 百万)	655	682	1,761	1,811	2,252
全面摊薄每股收益(人民币)	0.456	0.475	1.227	1.262	1.570
变动(%)	-	4.17	158	2.8	24.4
全面摊薄市盈率(倍)	59.1	56.7	21.9	21.3	17.2
价格/每股现金流量(倍)	3.44	8.83	39.9	19.2	21.3
每股现金流量(人民币)	7.68	2.99	0.68	1.40	1.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.2	63.6	27.6	18.7	14.6
每股股息(人民币)	0.000	0.422	0.123	0.126	0.157
股息率(%)	0.	1.6	0.5	0.5	0.6

资料来源：公司数据及中银证券预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	2,339	2,720	4,403	5,387	6,629
销售成本	(985)	(1,073)	(1,655)	(1,930)	(2,358)
经营费用	(765)	(1,074)	(1,416)	(1,595)	(2,000)
息税折旧前利润	590	573	1,333	1,861	2,271
折旧及摊销	(10)	(12)	(10)	(11)	(5)
经营利润(息税前利润)	579	561	1,323	1,851	2,265
净利息收入/(费用)	2	19	7	17	57
其他收益/(损失)	77	106	492	0	0
税前利润	658	686	1,821	1,867	2,322
所得税	(5)	(10)	(60)	(56)	(70)
少数股东权益	2	6	0	0	0
净利润	655	682	1,761	1,811	2,252
核心净利润	655	682	1,761	1,811	2,252
每股收益(人民币)	0.456	0.475	1.227	1.262	1.570
核心每股收益(人民币)	0.456	0.475	1.227	1.262	1.570
每股股息(人民币)	0.000	0.422	0.123	0.126	0.157
收入增长(%)	598	16	62	22	23
息税前利润增长(%)	(1,474)	(3)	136	40	22
息税折旧前利润增长(%)	(3,402)	(3)	133	40	22
每股收益增长(%)	-	4.2	158	3	24
核心每股收益增长(%)	-	4.2	158	3	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	658	686	1,821	1,867	2,322
折旧与摊销	10	12	10	11	5
净利息费用	(2)	(19)	(7)	(17)	(57)
运营资本变动	1	(148)	(454)	154	(478)
税金	(7)	(16)	(60)	(56)	(70)
其他经营现金流	(17)	(7)	(342)	53	90
经营活动产生的现金流	643	508	970	2,013	1,813
购买固定资产净值	(61)	(21)	3	3	3
投资减少/增加	(15)	(186)	(1,398)	0	0
其他投资现金流	(449)	(207)	(256)	(6)	(6)
投资活动产生的现金流	(525)	(413)	(1,651)	(3)	(3)
净增权益	0	(72)	(176)	(181)	(225)
净增债务	(78)	0	723	(723)	0
支付股息	0	72	176	181	225
其他融资现金流	105	1,892	424	(165)	(168)
融资活动产生的现金流	27	1,892	1,146	(887)	(168)
现金变动	146	1,988	465	1,123	1,641
期初现金	45	194	2,177	2,642	3,765
公司自由现金流	119	95	(681)	2,010	1,810
权益自由现金流	39	77	35	1,271	1,753

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	672	2,580	2,992	4,115	5,756
应收帐款	404	650	1,454	1,120	2,048
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	20	59	68	79	101
流动资产总计	1,096	3,288	4,514	5,313	7,905
固定资产	19	18	10	2	0
无形资产	31	10	11	11	11
其他长期资产	90	353	174	174	174
长期资产总计	140	381	195	188	185
总资产	1,355	4,059	7,366	8,153	10,742
应付帐款	338	378	713	555	993
短期债务	0	0	723	0	0
其他流动负债	249	293	378	416	539
流动负债总计	587	671	1,813	971	1,532
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	39	80	1,435	1,435	1,435
储备	737	3,265	4,122	5,752	7,779
股东权益	777	3,345	5,557	7,187	9,214
少数股东权益	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
总负债及权益	1,355	4,059	7,366	8,153	10,742
每股帐面价值(人民币)	19.67	41.72	3.87	5.01	6.42
每股有形资产(人民币)	18.89	41.59	3.86	5.00	6.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.91)	(27.15)	(1.34)	(2.62)	(3.77)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	25.2	21.1	30.3	34.6	34.3
息税前利润率(%)	24.8	20.6	30.0	34.4	34.2
税前利润率(%)	28.1	25.2	41.4	34.7	35.0
净利率(%)	28.0	25.1	40.0	33.6	34.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.9	4.9	2.5	5.5	5.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	4.9	2.5	5.5	5.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	59.1	56.7	21.9	21.3	17.2
核心业务市盈率(倍)	59.1	56.7	21.9	21.3	17.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	67.9	65.3	25.3	24.6	19.7
市净率(倍)	1.4	0.6	7.0	5.4	4.2
价格/现金流(倍)	3.44	8.83	39.9	19.2	21.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.2	63.6	27.6	18.7	14.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	22.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	42.8	70.7	87.2	87.2	87.2
应付帐款周转天数	34.4	48.1	45.2	42.9	42.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	10.5	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	95.1	33.1	39.6	28.4	27.5
资产收益率(%)	52.7	20.4	22.4	23.1	23.3
已运用资本收益率(%)	22.5	8.3	9.2	6.7	6.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测