

恺英网络 (002517.SZ)

“平台+内容+VR”三大战略，构建互联网娱乐平台型企业

 评级：**增持**

前次：

目标价（元）：

46.92

分析师

联系人

康雅雯

朱骏楠

S0740515080001

021-20315097

021-20315157

kangyw@r.qlzq.com.cn

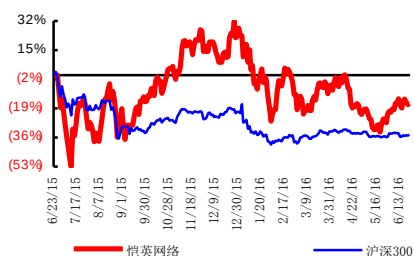
zhuqn@r.qlzq.com.cn

2016年06月22日

基本状况

总股本(百万股)	677
流通股本(百万股)	176
市价(元)	41.11
市值(百万元)	27,823
流通市值(百万元)	7,250

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	727.80	2,339.30	2,610.63	3,011.13	3,371.77
营业收入增速	108.90%	221.42%	11.60%	15.34%	11.98%
净利润增长率	1266.02	946.99%	5.22%	31.18%	16.44%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.97	1.02	1.34	1.55
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	40.74	62.57	36.03	27.47	23.59
PEG	0.03	0.07	6.91	0.88	1.44
每股净资产(元)	3.39	1.14	2.15	3.49	5.04
每股现金流量	0.46	0.95	0.91	1.36	1.52
净资产收益率	10.42%	85.24%	47.28%	38.28%	30.83%
市净率	4.25	53.34	17.04	10.51	7.27
总股本(百万股)	176.80	676.80	676.80	676.80	676.80

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **借壳泰亚股份，登录资本市场。**恺英网络成立于 2008 年，逐步由一家游戏内容研发商转型升级为集移动互联网流量入口、平台运营和产品研发为一体的互联网企业，同时与腾讯、Facebook、百度、小米等其他大型平台运营商建立了良好的合作关系。
- **拥有多款业内领先的互联网平台型产品，布局完善。**公司拥有移动应用分发平台 XY 苹果助手、网页网络游戏运营平台 XY.COM 以及 Kingnet、O2O 平台 HI 维修、多屏电竞平台啪啪游戏厅、VR 直播平台板栗娱乐等多个互联网平台，形成了多平台、多用户、多内容、高粘度的互联网生态圈。截至 2015 年底 XY 苹果助手的总装机量已突破 1 亿，月流水突破 6121 万，XY.COM 推出产品总数已超过 70 款，2015 全年月均开服量超过 1000 组，用户超过 4600 万。HI 维修已覆盖 18 个城市，啪啪游戏厅装机量快速提升，板栗直播上线测试效果良好。
- **凭借平台优势，自研、代理游戏同步推进。****移动游戏方面：**恺英网络与天马时空共同开发的大型 MMORPG 移动网络游戏《全民奇迹 mu》上线以来一直保持各项数据均为 S 级，截至 2015 年底该款游戏注册用户已超 7000 万，活跃用户量已超 7000 万，全年营收突破 33 亿人民币。2016 年公司预计还将推出《雷霆海战》、《魔神坛斗士》、《贱熊快跑》、《少年锦衣卫》、《蜀山传奇》移动版等。**网页游戏方面：**公司自主研发了《蜀山传奇》、《捕鱼大亨》、《三国战将》等多款网页游戏，通过 XY.COM 独家代理的《传奇盛世》、《蓝月传奇》也表现良好。
- **战略布局 VR，涵盖内容、硬件两端。**2015 年至今，公司投资了乐相科技、乐滨文化、Lytro Inc. 及 Sphericam Inc.，VR 生态圈已经初步构建完成。通过对 Lytro Inc. 及 Sphericam Inc. 的投资完整公司在 VR 领域输入设备的布局，投资乐滨文化丰富了公司的 VR 内容，通过投资乐相科技完整了公司在 VR 输出技术上的布

局。公司未来还将在 VR 直播、VR 影视、VR 游戏、VR 自制综艺内容等领域持续拓展，丰富公司的 VR 产业链。

- **“平台+内容+VR/AR”三大战略，打造“流量获取-经营-变现”闭环生态。**公司始终坚持“平台+内容+VR\AR”的三大战略，在游戏市场规模持续增长的趋势下，不断强化自有移动分发平台，同时加快丰富泛娱乐内容，逐步涉足综艺、移动直播等领域，实现多元化内容与 VR 软硬件及内容产业的相互推动，打造“流量获取-经营-变现”闭环生态。
- 预计公司 2016-2018 年实现的收入分别为 26.11 亿元、30.11 亿元和 33.72 亿元，分别同比增长 11.6%、15.34%和 12%；实现归属母公司的净利润分别为 6.89 亿元、9.04 亿元和 10.54 亿元，分别同比增长 5.22%、31.18%和 16.44%。对应 EPS 分别为 1.02 元、1.34 元和 1.55 元，我们给予行业平均估值，对应目标价 **46.92 元**，首次覆盖，“增持”评级。
- **风险提示：**1)《全民奇迹 mu》流水下滑，新游戏上线进度低于预期；2)人才流失风险；3)市场整体风险偏好下移风险。

内容目录

借壳泰亚股份，从内容供应商向平台服务商切换.....	- 5 -
借壳泰亚股份，登录 A 股市场	- 5 -
搭建游戏运营平台，把握流量入口，提升用户粘性	- 6 -
2015 年业绩大幅超越对赌，大股东增持彰显信心	- 7 -
“平台+内容+VR/AR”三大战略，打造“流量获取-经营-变现”闭环生态	- 8 -
拥有多款业内领先的互联网平台型产品，布局完善	- 8 -
凭借平台优势，自研、代理游戏同步推进	- 14 -
战略布局 VR，涵盖内容、硬件两端	- 15 -
盈利预测与估值.....	- 16 -
核心假设	- 16 -
盈利预测结果	- 16 -
首次覆盖，目标价 46.92 元，予以增持评级	- 17 -
风险提示.....	- 17 -

图表目录

图表 1：恺英网络股权结构变化.....	- 5 -
图表 2：恺英网络股权结构及子公司列示	- 6 -
图表 3：本次募集资金用途	- 6 -
图表 4：恺英网络发展史	- 7 -
图表 5：公司 2012-15 年营业收入及增长率（亿元）	- 8 -
图表 6：2012-15 年公司各项业务增长情况（亿元）	- 8 -
图表 7：公司 2012-15 年整体毛利变化情况	- 8 -
图表 8：2015 年公司各项业务毛利情况（亿）	- 8 -
图表 9：2014 年中国垂直型苹果第三方应用商店营收 TOP5	- 9 -
图表 10：2014 年中国垂直苹果第三方应用分发渠道平均月度覆盖人数 TOP5	- 9 -
图表 11：XY 苹果助手桌面端截图	- 9 -
图表 12：XY 苹果助手移动端截图	- 9 -
图表 13：XY 苹果助手的经营模式	- 10 -
图表 14：2015 年我国手机上网操作系统分布	- 10 -
图表 15：2015 我国手机使用量排名前十的品牌	- 10 -
图表 16：XY.COM 正在运营的主要游戏产品	- 11 -
图表 17：2014 年中国网页游戏运营平台竞争格局	- 11 -
图表 18：2012-2018 年中国页游市场规模及增速	- 11 -
图表 19：HI 维修已经开通 18 座城市	- 12 -
图表 20：HI 维修拥有百位优秀工程师	- 12 -
图表 21：啪啪游戏大厅截图	- 13 -

图表 22: 2015-2017 直播行业规模预计 (亿元)	- 13 -
图表 23: 板栗直播软件界面展示.....	- 14 -
图表 24: 《全民奇迹 mu》IOS 畅销榜排名稳中微幅下滑	- 14 -
图表 25: 恺英网络重点运营游戏的基本情况.....	- 15 -
图表 26: 公司投资相关 VR 标的基本情况介绍	- 16 -
图表 27: 细化分拆营业收入情况.....	- 17 -
图表 28: 可比公司估值比较 (截止到 2016 年 6 月 22 日收盘价)	- 17 -
图表 29: 恺英网络三张报表	- 18 -

借壳泰亚股份，从内容供应商向平台服务商切换

借壳泰亚股份，登录 A 股市场

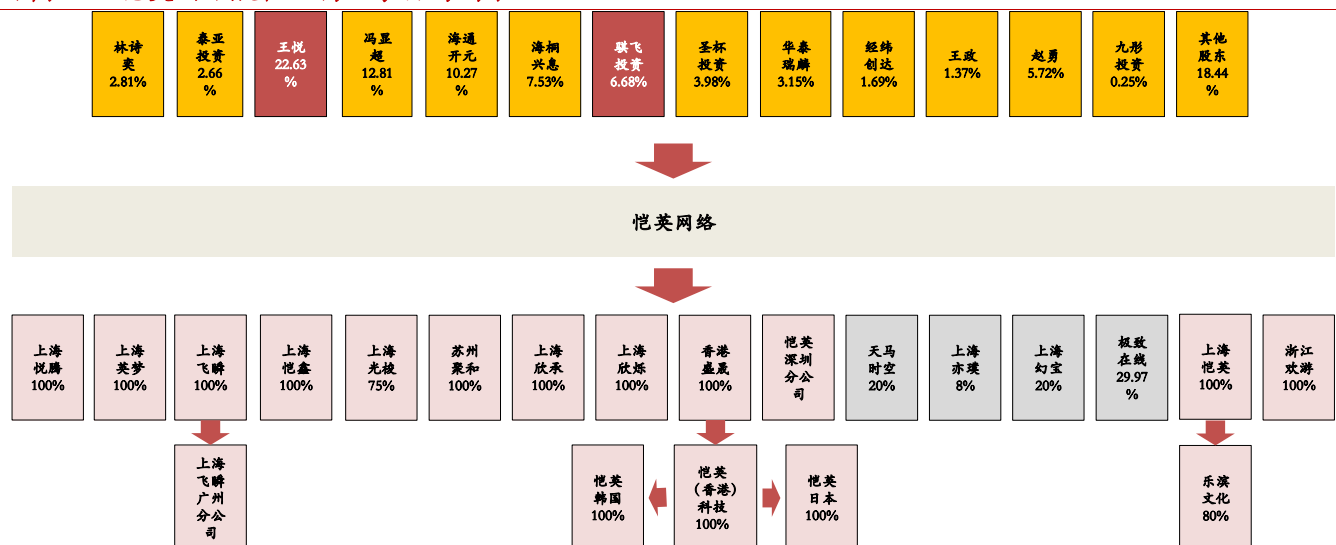
- 2015 年 4 月 17 日，泰亚股份披露重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易的预案：
 - **重大资产置换**：泰亚股份将全部资产与负债作为置出资产，与王悦等 11 名交易对方持有的恺英网络 100% 股权中的等值部分进行资产置换，置出资产作价 6.7 亿元，置入资产作价 63 亿元。
 - **发行股份购买资产**：置入资产超过置出资产价值的差额部分 56.3 亿元，由泰亚股份向恺英网络全体股东发行股份购买，发股价格为 11.26 元/股，发行股份的数量合计 499,999,996 股。
 - **募集配套资金**：拟采用询价发行方式向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 31.7 亿元，不低于 46.75 元/股，发行股份数量不超过 6782 万股。

图表 1：恺英网络股权结构变化

股东名称	本次交易之前		本次发行股份数	股份转让数量	本次交易之后	
	持股数量（股）	持股比例			持股数量（股）	持股比例
林诗奕	34000000	19.23%	—	-15000000	19000000	2.81%
泰亚投资	18000000	10.18%	—	—	18000000	2.66%
王悦	—	—	148696816	4460905	153157721	22.63%
冯显超	—	—	84201200	2526036	86727236	12.81%
海通开元	—	—	67499983	2024999	69524982	10.27%
海桐兴息	—	—	49500000	1485000	50985000	7.53%
骐飞投资	—	—	43876916	1316308	45193224	6.68%
赵勇	—	—	37600200	1128006	38728206	5.72%
圣杯投资	—	—	26123083	783693	26906776	3.98%
王政	—	—	20724016	621720	21345736	3.15%
华泰瑞麟	—	—	11111116	333333	11444449	1.69%
经纬创达	—	—	9000000	270000	9270000	1.37%
九彤投资	—	—	1666666	50000	1716666	0.25%
其他股东	124800000	70.59%	—	—	124800000	18.44%
股份合计	176800000	100%	499999996	—	676799996	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所（不考虑配套融资）

- 2015 年 12 月 16 日泰亚股份公告重大置换及发行股份购买资产 499999996 股正式上市，2016 年 2 月 3 日变更公司名称为恺英网络，王悦直接持有恺英网络 22.63% 的股权，且通过担任骐飞投资的执行事务合伙人控制恺英网络 6.68% 的股权，为公司实际控制人。

图表 2：恺英网络股权结构及子公司列示


来源：公司公告，中泰证券研究所（不考虑配套融资）

- 募集的配套资金将使用于 XY 苹果助手国际版、啪啪多屏竞技平台的研发、O2O 生活助手生态搭建以及大数据中心的建设，同时补充流动资金。

图表 3：本次募集资金用途

序号	项目名称	投入金额(万元)	简要说明
1	XY 苹果助手国际版	97120.06	基于 XY 苹果助手在国内运营的优异表现，由恺英网络通过自主运营的模式，将 XY 苹果助手本地化为英语、西班牙语、泰语、俄罗斯语等多种语言版本，将其推广覆盖到全球市场，争夺国际市场 iOS 设备移动互联网入口
2	啪啪多屏竞技平台	105199.8	以手机终端（Android、iOS）+家庭电视（Android）网络竞技平台为主体，打造体验良好、内容丰富的竞技主题娱乐平台，持续稳定的获得大量优质用户，争夺移动游戏分发入口，并为恺英网络在娱乐市场布局提供强大的大数据分析能力
3	O2O 生活助手	30000.01	横跨 iOS、Android 等不同终端的移动应用分发、内容资源提供、连接线下服务的平台型产品，为用户提供连接线下的一站式服务，是恺英网络构建 O2O 生态链的首要环节
4	大数据中心	34740.58	把握互联网用户的行为趋势，通过大数据的收集及分析提升运营效率，将平台效应最大化
5	补充流动资金	50000	为公司发展提供流动资金
合计		317060.45	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 对赌协议：恺英网络承诺在 2015 年度、2016 年度、2017 年度预测实现的合并报表范围归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 46192.60 万元、57107.77 万元、70178.77 万元。

搭建游戏运营平台，把握流量入口，提升用户粘性

- 恺英网络成立于 2008 年，最初主营业务为游戏内容的研发，后随着 XY 苹果助手、XY.COM、Kingnet、啪啪以及板栗直播等自有渠道的上线，逐步转型为一家拥有移动互联网流量入口、集平台运营和产品研发为一体的互联网企业，并与腾讯、Facebook、百度、小米等其他大型平台运营商建立了良好的合作关系。
- 恺英网络成功实现了四大转型：

- 1) 业务模式转型，由内容向平台突破。恺英网络成功实现了由单一互联网游戏内容研发商向互联网多平台运营商的转型。
- 2) 业务跨度转型，重心逐渐偏向移动端。恺英网络成功实现了从PC端向移动端的业务转型；2012年恺英网络收入主要来自于PC端，2015年依靠XY苹果助手的优秀表现以及联合开发及全球独家代理的移动网络游戏《全民奇迹mu》的成功推出，移动网络游戏收入超过总收入的50%，移动游戏分发收入占比也在迅速提升。
- 3) 用户流量转型，以平台汇聚流量。恺英网络在用户积累上实现了从缺乏自有用户群到拥有海量自有用户的转变。公司早期作为研发商，单一游戏产品的生命周期越来越短，用户随着游戏生命周期的进程不断流失，转型平台运营商后恺英网络能以平台为依托长期积累沉淀自有用户，并形成良好口碑留住用户。
- 4) 盈利模式转型，从研发利润向渠道利润和运营利润的转型。业绩不再受制于单一产品，而是依靠大量产品线的组合和更替，以及精细、高效的运营服务，大大降低业绩波动的风险，整体盈利模式更加稳健持久。

图表 4：恺英网络发展史



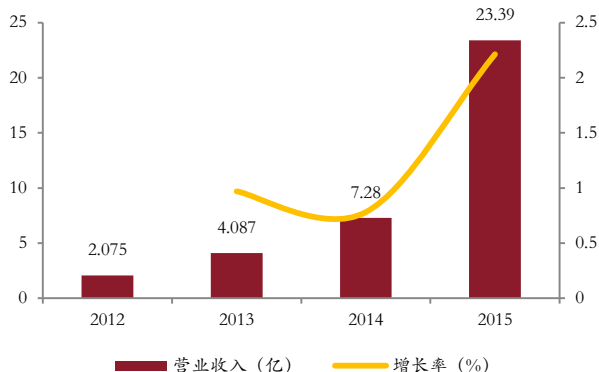
来源：公司官网，中泰证券研究所

2015 年业绩大幅超越对赌，大股东增持彰显信心

- 恺英网络 2015 年实现营业收入 23.39 亿元，同比增长 221.42%。扣非后归属母公司净利润 6.42 亿元，同比增长 1312.2%，大幅超越赌徒协议的 4.62 亿元。
- 良好业绩源于移动端游戏及分发平台的优异表现。公司与天马时空联合开发的大型精品 MMORPG 移动网络游戏《全民奇迹》上线以来一直保持各项数据均为 S 级产品的优异成绩，截至 2015 年底该款游戏注册用户已超 7000 万，活跃用户量已超 7000 万，2015 全年营收突破 33 亿人民币，连续蝉联 Apple Store 排行榜前三达 15 天，也是第一款代表中国手游杀入韩国市场 Google play 畅销榜前五的产品。同时公司自主研发的 XY 苹果助手也呈现迅速发展态势，随着上架的应用产品不断丰富，XY 苹果助手的总装机量已突破 1 亿，月流水突破 6121 万。
- 公司 2016 年 6 月 15 日公告实际控制人王悦及其一致行动人、董事、常务副总经理冯显超通过二级市场以竞价交易的方式增持本公司股份

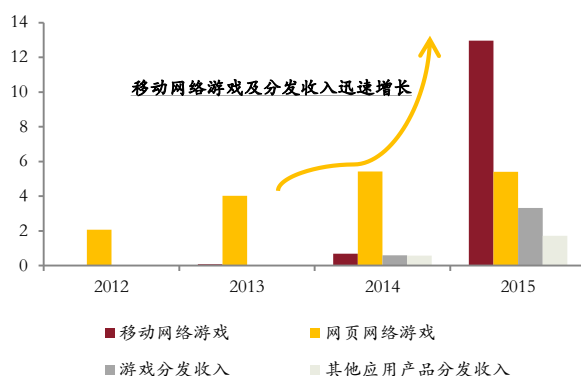
25.3267 万股，增持金额 1033 万元，增持均价为 40.8 元，彰显了对于公司未来发展的信心。

图表 5：公司 2012-15 年营业收入及增长率（亿元）



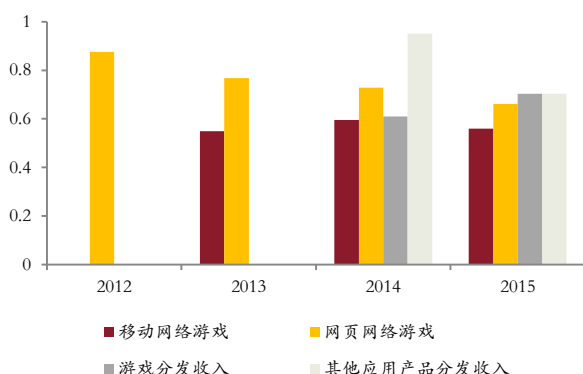
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：2012-15 年公司各项业务增长情况（亿元）



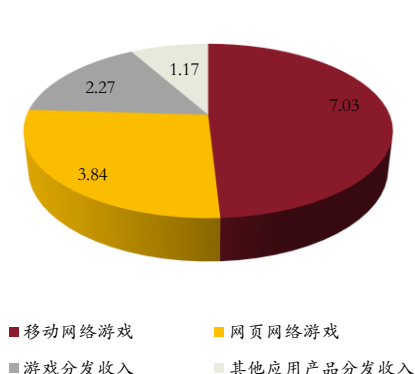
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：公司 2012-15 年整体毛利变化情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：2015 年公司各项业务毛利情况（亿）



来源：Wind，中泰证券研究所

“平台+内容+VR/AR”三大战略，打造“流量获取-经营-变现”

闭环生态

拥有多款业内领先的互联网平台型产品，布局完善

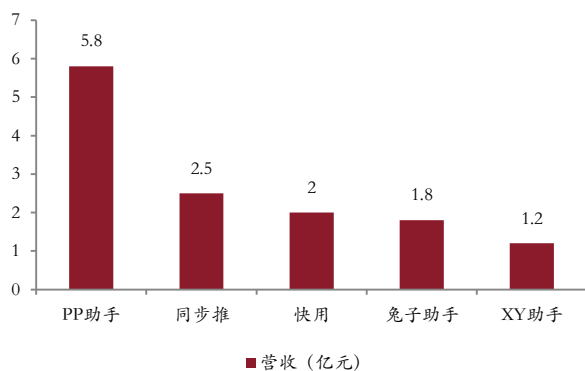
- 公司拥有移动应用分发平台 XY 苹果助手、网页网络游戏运营平台 XY.COM 以及 Kingnet、020 平台 HI 维修、多屏电竞平台啪啪游戏厅、VR 直播平台板栗娱乐等多个互联网平台。通过积累大量用户下载和消费等行为数据，充分了解市场需求，以自主研发、合作研发、独家代理、联运代理、参股投资等多种方式有针对性的为用户提供大量的互联网综合型内容，为各种类型的互联网用户提供各种满足其需求的互联网内容和产品，形成了多平台、多用户、多内容、高粘度的互联网生态圈

- 1) XY 苹果助手：移动端流量重要入口。XY 苹果助手是一款集手机瘦身、

游戏和应用下载、最新苹果资讯发布等核心功能于一体的苹果设备移动分发平台和苹果用户的交互平台，XY 苹果助手程序主要包括苹果应用安装、苹果游戏安装、壁纸下载、系统加速、工具箱等。

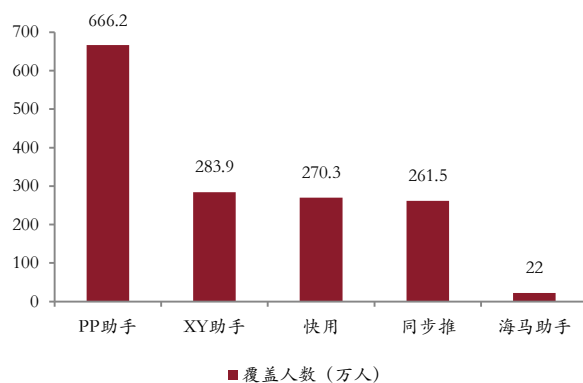
- 截至 2015 年末,XY 苹果助手累计用户数已突破 1 亿,而这一数据在 2015 年 6 月时为 8700 万,2015 年 3 月末时为 6600 余万,仅三个季度时间用户增长超过 50%。XY 苹果助手现在主要以广告和游戏来变现用户价值,未来将拓展为互联网金融、电子商务、网络文学、互联网便民服务等垂直领域提供流量入口,增加用户变现的渠道和方式。根据艾瑞咨询数据产品的监测,2014 年下半年在中国垂直型苹果第三方应用分发渠道中,按照平均月度覆盖人数排名,XY 苹果助手排名第二,仅次于 PP 助手。

图表 9: 2014 年中国垂直型苹果第三方应用商店营收 TOP5



来源: 艾瑞, 中泰证券研究所

图表 10: 2014 年中国垂直苹果第三方应用分发渠道平均月度覆盖人数 TOP5

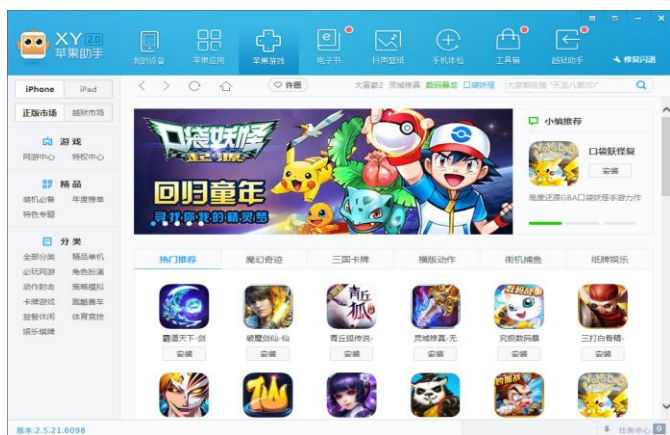


来源: 艾瑞, 中泰证券研究所

- XY 苹果助手产品包括 PC 端和移动端两类:

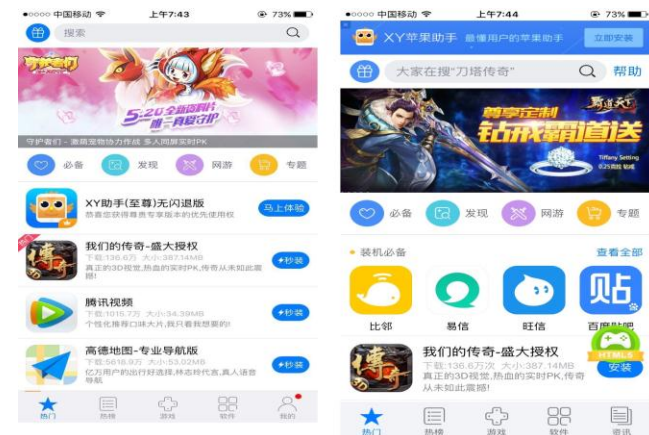
- PC 端: XY 苹果助手 PC 端有大量的正版 APP 库, 为 iPhone/iPad 用户提供崭新的正版应用, 不用越狱不用注册 Appstore 账号, 也无需跳转 iTunes 即可实现一键快速下载正版资源。
- 移动端 (iPhone/iPad): XY 苹果助手移动客户端界面设计简洁, 在操作上能够让用户一键完成其使用需求。此外, 移动客户端还拥有专为用户设计的修复闪退等多个实用功能, 大大提升用户使用体验, 增强用户粘性。

图表 11: XY 苹果助手桌面端截图



来源: XY 桌面软件, 中泰证券研究所

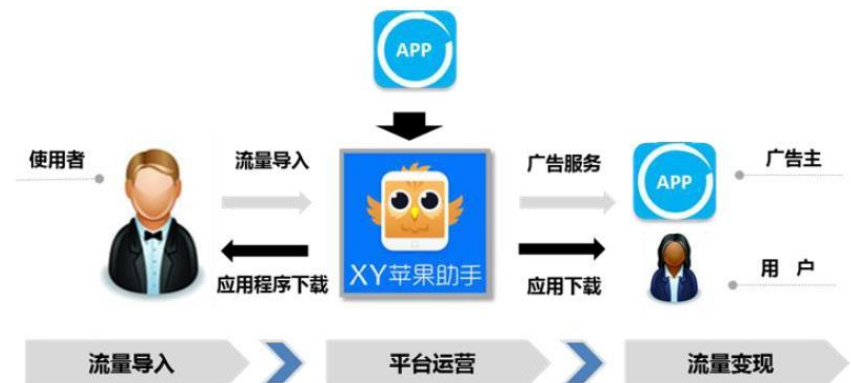
图表 12: XY 苹果助手移动端截图



来源: XY 移动软件, 中泰证券研究所

- XY 苹果助手通过向个人免费开放移动网络游戏和应用软件的下载和使用，不断积累用户，并通过市场广告接入和游戏联运接入的方式实现盈利：
 - 游戏联运接入的盈利模式：恺英网络将移动网络游戏接入 XY 苹果助手 SDK 支付系统，游戏玩家通过对游戏充值获得游戏内的虚拟货币后，使用虚拟货币进行游戏道具的购买，恺英网络在游戏玩家实际使用虚拟货币购买虚拟道具时确认营业收入。
 - 市场广告接入的主要盈利模式包括 CPA、CPT 和 CPS 三种方式。

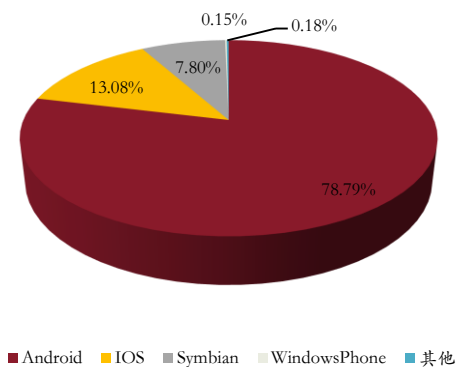
图表 13：XY 苹果助手的经营模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

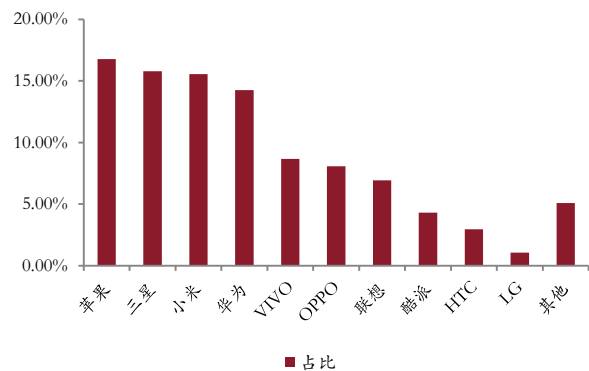
- 根据中国互联网协会、国家互联网应急中心最新发布《中国移动互联网发展状况及其安全报告（2016）》数据显示，2015 年中国境内活跃的手机网民数量达 7.8 亿，其中活跃的智能机终端达 11.3 亿部，九成以上运行 Android 和 iOS 操作系统，运行 iOS 操作系统比例为 13.08%，达到 1.5 亿部。我们认为根据当前的 IOS 系统终端数量，XY 苹果助手仍具有较大上升空间，同时伴随着 XY 助手应用的不断丰富，用户体验不断提升，市场占有率预计将进一步提高。

图表 14：2015 年我国手机上网操作系统分布



来源：《中国移动互联网发展状况及其安全报告》，中泰证券研究所

图表 15：2015 我国手机使用量排名前十的品牌



来源：《中国移动互联网发展状况及其安全报告》，中泰证券研究所

- 2) XY.COM 页游运营平台：XY.com 已经成长为国内领先的独立页游联运平台。公司推出的产品总数已超过 70 款，2015 全年月均开服量超过 1000

组，平台注册用户超过 4600 万。未来 XY.com, 还将逐步实现三个多元化战略：

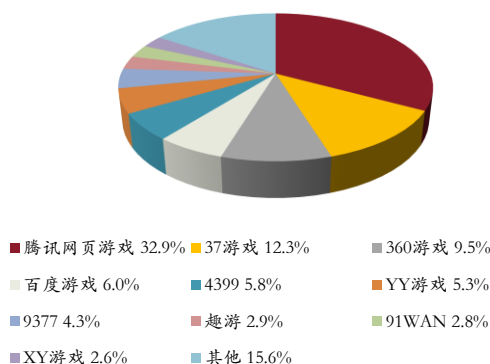
- **1) 游戏产品多元化：**不仅有及时战斗类 RPG 游戏，还会逐步发展策略类、回合制战斗、休闲竞技等游戏类型，为平台用户提供更多元化的游戏产品；产品多元化将通过独家代理、首发、联运、自研、投资等多种方式实现。
- **2) 平台用户多元化：**这个主要是针对多元化的产品，把对应的精准用户集中到 XY.com 上，这样平台的用户类型会更丰富，稳定性会更强；
- **3) 推广模式多元化：**不仅保持现有的页游传统推广模式，还会增加客户端游戏的品牌营销推广模式，以及其他多种多样的新推广模式。

图表 16：XY.COM 正在运营的主要游戏产品

游戏名称	游戏来源	运营方式	主要运营平台
斩龙传奇	独家代理	自主运营和第三方平台联合运营	XY.COM 及第三方联运平台
烈焰	代理	自主运营	XY.COM
武易	代理	自主运营	XY.COM
赤月传说	代理	自主运营	XY.COM
屠龙传说	代理	自主运营	XY.COM
武尊	代理	自主运营	XY.COM
蓝月传奇	独家代理	自主运营	XY.COM
传奇盛世	独家代理	自主运营	XY.COM

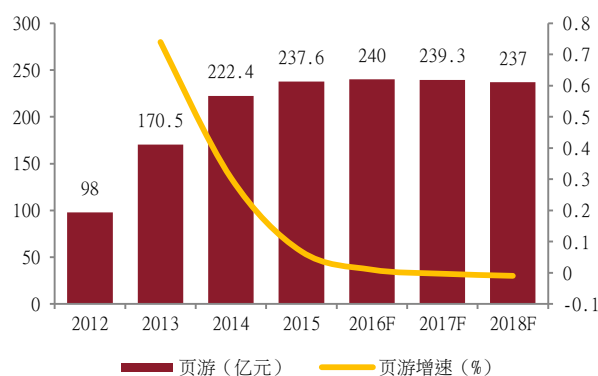
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：2014 年中国网页游戏运营平台竞争格局



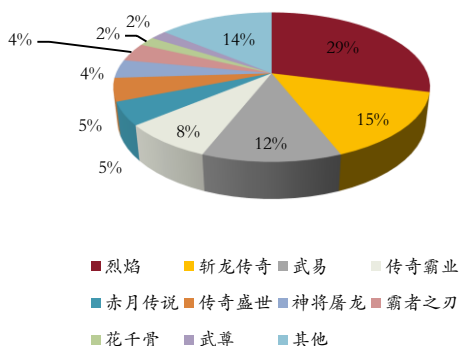
来源：易观智库，中泰证券研究所

图表 18：2012-2018 年中国页游市场规模及增速



来源：易观智库，中泰证券研究所

图表 19：2015 年 XY 游戏开服游戏 TOP10



来源：艾瑞，中泰证券研究所

图表 20：2015 网页游戏运营商开服数 TOP10



来源：艾瑞，中泰证券研究所

- 3) 020 平台 HI 维修：HI 维修 2015 年 3 月正式上线开始，已覆盖上海、北京、南京、杭州、深圳、合肥、广州等 18 个地区，今年将覆盖三十个 21 以上大型城市，构建超级维修平台。HI 维修采用 uber 模式，直面线下用户，提供优质的上门手机维修服务为切入点，迅速扩大市场，是公司连接线下用户的平台布局，是公司互联网生态圈闭环系统不可或缺的一环。

图表 22：HI 维修已经开通 18 座城市



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 23：HI 维修拥有百位优秀工程师

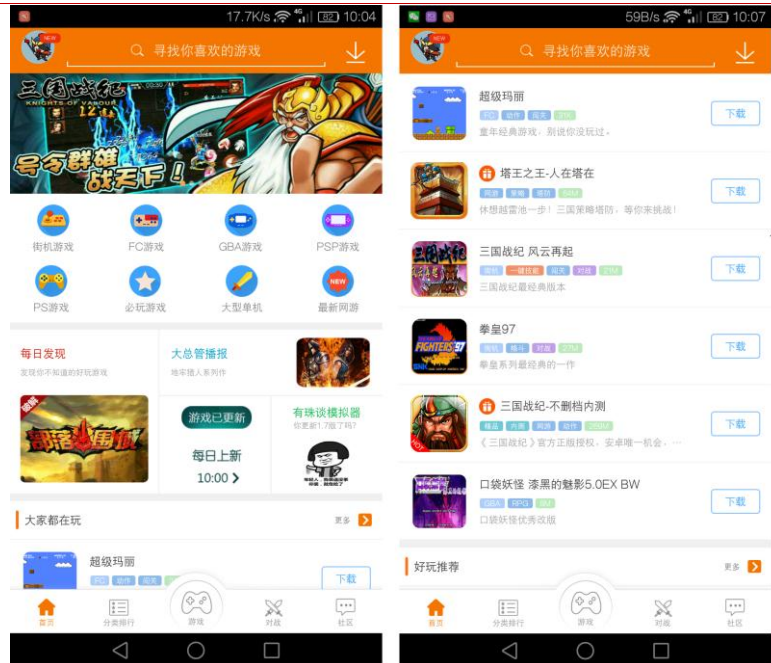


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 4) 多屏电竞平台啪啪游戏厅：移动游戏分发入口又一战略要地。目前啪啪游戏厅安卓版+iOS 版均已上线，安卓端已初步实现商业化，已有 2000-3000 款游戏，收入不断攀升。啪啪游戏厅以手机终端（Android、iOS）+家庭电视（Android）网络竞技平台为主体，打造体验良好、内容

丰富的竞技主题娱乐平台，持续稳定的获得大量优质用户，争夺移动游戏分发入口，并为公司电竞娱乐市场布局提供强大的大数据分析能力。

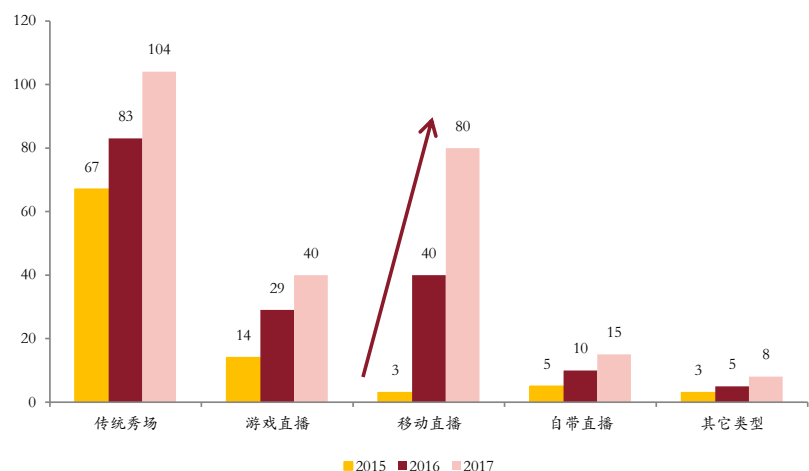
图表 24：啪啪游戏大厅截图



来源：啪啪游戏，中泰证券研究所

- 5) 板栗直播：采用 PUGC 模式，结合公司游戏以及 VR 布局，未来将成为公司泛娱乐环节中重要的流量入口。2016 公司推出的板栗娱乐是一个集合了自制节目直播、视频直播、赛事直播、演唱会直播等全方位综合性 VR 娱乐平台，公司通过建立直播生态底层基础，利用内部其他各平台的粉丝转换，建设生态模板，联合乐滨文化，打通电台卫视通道，打造属于公司的文化娱乐平台品牌。

图表 25：2015-2017 直播行业规模预计（亿元）



来源：上市公司报告（YY，9158，宋城演艺，游久），Iresearch，蓝莲花，中泰证券研究所

图表 26：板栗直播软件界面展示

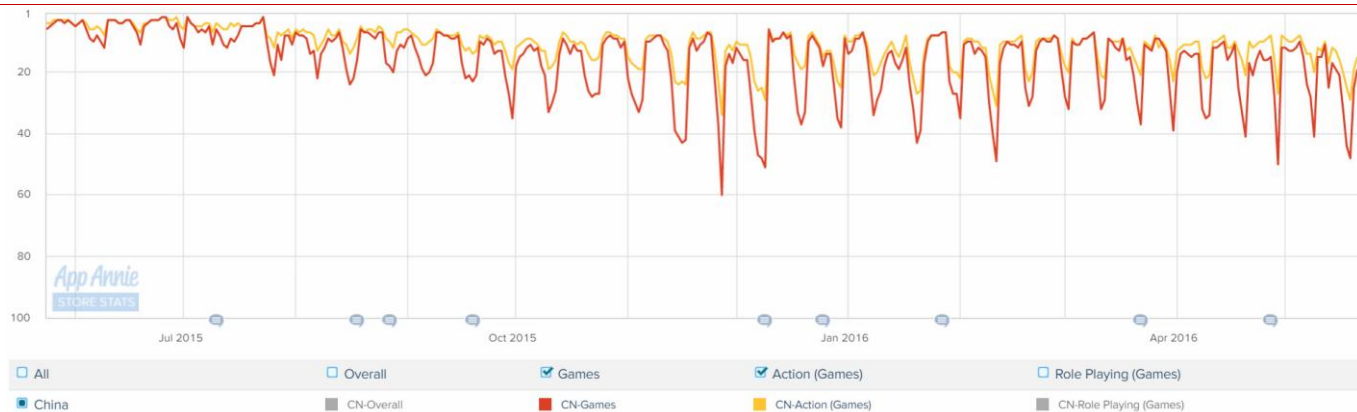


来源：板栗软件，中泰证券研究所

凭借平台优势，自研、代理游戏同步推进

- **移动游戏方面：研发能力保障，打造精品内容。**公司通过 8 年的技术沉淀，在研发能力上毋庸置疑，同时《全民奇迹》的成功，也是公司研发能力的最有力佐证。公司下一阶段计划加大全球优质 IP 的获取与自研产品比重，继续对移动网游进行全面的 product 延展与扩充，打造系列化、多类型化、跨终端的丰富的游戏产品。
- **2016 年公司预计推出的游戏有《雷霆海战》、《魔神坛斗士》、《贱熊快跑》、《少年锦衣卫》、《蜀山传奇》移动版等。**

图表 27：《全民奇迹 mu》IOS 畅销榜排名稳中微幅下滑



来源：App Annie，中泰证券研究所

- **页游方面：**公司自主研发了《蜀山传奇》等多款网页游戏精品大作，游戏题材涵盖武侠等多个主流题材。同时，除了运营自主研发产品外，公

司还代理运营多款其他公司开发的网页游戏，其中包括《传奇盛世》、《斩龙传奇》、《传奇霸业》、《三国乱世》、《烈焰》等。

图表 28：恺英网络重点运营游戏的基本情况

游戏名称	总用户数 (人)	月活跃用户 (人)	月付费用户 (人)	月人均 ARPU(元)	月人均 ARPPU(元)	运营平台
蜀山传奇	918766	3130	248	69.99	883.4	自主运营平台
蜀山传奇	47298108	245629	9166	32.99	884.08	第三方联运平台
捕鱼大亨	88434252	159507	5071	0.28	8.95	全渠道
炎黄传奇	7119189	11695	879	4.11	54.67	全渠道
三国战将	1909003	7679	117	4.71	309.26	全渠道 (5 月数据)
热血海盗王	8550972	8722	—	—	—	全渠道 (5 月数据)
斩龙传奇	4160783	198934	7008	18.73	531.56	自主运营平台
斩龙传奇	18322851	703420	56547	13.65	169.74	第三方联运平台
烈焰	12257368	68417	5272	48.7	631.95	全渠道
烈火屠龙	13134473	263235	12873	25.21	515.49	全渠道
武易	2656131	8246	436	48.94	925.62	全渠道
三国乱世	18171195	2333487	35268	12.46	824.37	全渠道
斗战西游	6539302	6966	159	3.48	152.5	全渠道
赤月传说	898853	5521	639	58.54	505.76	全渠道
屠龙传说	752173	3865	145	10.83	288.58	全渠道
武尊	1158715	2046	150	28.71	391.65	全渠道

来源：公司公告，中泰证券研究所（截至 2015 年 7 月）

战略布局 VR，涵盖内容、硬件两端

- 公司已覆盖“输入+内容+输出”的全方位、全产业链的 VR 生态圈：2015 年至今，公司投资了乐相科技、乐滨文化、Lytro Inc. 及 Sphericam Inc.，VR 生态圈已经初步构建完成。通过对 Lytro Inc. 及 Sphericam Inc. 的投资完整公司在 VR 领域输入设备的布局，投资乐滨文化丰富了公司的 VR 内容，通过投资乐相科技完整了公司在 VR 输出技术上的布局。未来将通过涵盖户外直播、秀场直播、演唱会直播及赛事直播的 VR 直播体系；涵盖电影点播、电视剧点播的 VR 影视体系；涵盖 VR 游戏研发、VR 游戏发行的 VR 游戏体；涵盖定制化独占节目及自有 IP 产出的 VR 自制内容来丰富公司的 VR 产业布局，公司还将邀请顶尖制作团队，实现运营+策划+制作紧密联手，直播、VR、视频将达到国内独有的平台新高度。

图表 29：公司投资相关 VR 标的基本情况介绍

时间	标的	投资额度	股权占比	对公司的意义	主要产品及特点
2016年1月12日	上海乐相	5342.65 万元	7.50%	作为未来最重要的战略方向，公司通过投资上海乐相，以切入 VR 领域。结合公司热门游戏产品的 VR 版，届时用户将最先体验到 VR 游戏，获得崭新的用户体验；通过本次投资，公司在 VR 软硬件、虚拟现实内容、虚拟现实场景等进行全产业链的布局，以完善公司的产品业务链；有利于公司向影游联动领域发力，发挥公司长期积累的 IP 优势，符合公司向大 IP、泛娱乐、泛互联网方向进军的方向，进一步加强公司品牌影响力和核心竞争力。	乐相主要产品有硬件和软件两大品类。硬件产品有：Deepoon大朋虚拟现实头盔，是中国首款完全自主研发的沉浸式虚拟现实游戏头盔；Deepoon大朋魔镜V2，是一款用于体验 VR影视及游戏的初级入门产品。软件产品有：大朋助手，为用户游戏体验必备软件及内容平台；DeePoonSDK，为VR游戏开发者开发游戏使用；3D播播：为3D及VR内容聚合平台。
2016年2月18日	美国Lytro	400万美元	1.27%	Lytro开发出的光场照相技术，是不可多得的照相机革命：即从银版、胶卷、彩色、数字再到光场相机，其专利技术还可以应用在电影、电视、安防监控、科研、虚拟现实、人机交互等方向，发展潜力大。公司投资Lytro有利于拓展公司业务，提高公司综合竞争力，完整公司的战略布局。	2012年，Lytro公司发布了世界上第一个消费级光场相机。2014年，公司发布了Lytro ILLUM，Lytro桌面，Lytro iOS移动应用程序和Lytro开发工具包。2015年，Lytro公司宣布其光场技术扩张到摄影、虚拟现实、科学和工业应用，未来Lytro公司将把光场技术广泛运用于摄影、虚拟现实等领域。
2016年2月18日	乐滨文化	0元	13.33%	乐滨文化是一家拥有丰富内容制作能力的广播电视制作公司，公司对其控股后有利于拓展公司业务，提高公司综合竞争力，完整公司产业布局，公司将借助自身现有的平台用户资源，利用乐滨文化打造的综艺节目内容，结合公司布局的VR技术，为公司三大战略的实施助力。	公司主营业务为广播电视节目制作、发行。公司长期和各大电视台合作，参与过《超级女声》、《加油！好男儿》、《绝对唱响》、《中国达人秀》等创作；参与编导电影《功夫》、《如果。爱》、大型歌舞剧《紫禁城》、《中国印象》等艺术含量很高的作品。曾经为江苏卫视成功打造的连续四年《绝对唱响》、《名师高徒》选秀节目同时段全国收视率第一，2010、2011年参与策划创作的《江苏卫视跨年音乐会》同时段全国收视率第一，2010年至2011年导演的《中国达人秀》同时段全国收视率第一。2012年参与制作的《中国好声音》再创收视第一，公司策划制作的各类综艺节目深受电视台及观众喜爱。
2016年4月2日	美国Sphericam	500万美元	25.00%	Sphericam 的产品将被广泛运用于拍摄及各项应用，有利于公司打造 VR 内容运营平台，各类拍摄内容更能促进公司 VR 内容的展示与运营；同时公司会帮助 Sphericam更好的打入中国市场，帮助其产品在中国的推广与销售；有利于帮助公司在 VR 方面更深层次的战略布局，提高公司综合竞争力。	正在研发的Sphericam 2拥有4K的分辨率，一次输出成像，只有网球大小，可实现同时无缝拍摄。相机具备WiFi和直播功能，用户可实现随时随地进行VR直播。用户体验最佳，并具备全景照片制版、传感器和镜头校准、FPGA 和GPU-based实时图像处理等先进技术。产品定位大众消费市场、专业级消费市场、户外（非摄影棚）拍摄。

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

■ 盈利预测假设：

- **假设一：移动游戏方面：**《全民奇迹 mu》流水平稳下滑，后续的《雷霆海战》、《魔神坛斗士》、《贱熊快跑》、《少年锦衣卫》、《蜀山传奇》移动版如期上线接档《全民奇迹 mu》。
- **假设二：网页游戏方面**保持稳定小幅增长。
- **假设三：平台战略持续推进，XY 苹果助手、啪啪多屏电竞平台收入快速增长，XY.COM 游戏运营平台稳步增长，移动直播平台板栗在线人次以及内容数量、质量不断提升。**
- **假设四：VR 在内容端继续深入布局，HI 维修不断拓展覆盖面。**

盈利预测结果

- 依据以上假设，我们预计恺英网络移动端业务（包括 XY 苹果助手和移动游戏业务）2016、2017、2018 年实现营业收入 19.63 亿元、22.98 亿元、26.34 元，同比增长 9%、17%、14%。网页游戏端业务（包括 XY.COM、腾讯联运等）营业收入 6.47 亿元、7.12 亿元、7.5 亿元，同比增长 20.0%、10.0%、5.0%。
- 预计公司 2016-2018 年实现的收入分别为 26.11 亿元、30.11 亿元和 33.72 亿元，分别同比增长 11.6%、15.34%和 12%；实现归属母公司的

净利润分别为 6.89 亿元、9.04 亿元和 10.54 亿元,分别同比增长 5.22%、31.18%和 16.44%。对应 EPS 分别为 1.02 元、1.34 元和 1.55 元。

图表 30：细化分拆营业收入情况

分拆预测	营业收入 (亿元)		
	2016E	2017E	2018E
移动游戏、分发业务	19.63	22.98	26.34
网页游戏分发、运营业务	6.47	7.12	7.5

来源：中泰证券研究所

首次覆盖，目标价 46.92 元，予以增持评级

- 根据公司当前股价，对应 2016-2017 年 PE 分别为 40 倍和 31 倍。我们选取涉足 A 股市场涉足游戏的相关公司与恺英网络进行估值比较。根据 Wind 一致预期，游戏相关个股 2016-2017 年对应平均估值分别为 50 倍和 39 倍 PE。

图表 31：可比公司估值比较（截止到 2016 年 6 月 22 日收盘价）

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
002354.SZ	天神娱乐	2.92	228.38	78.1900	2.05	2.64	3.80	38.14	29.56	20.59
002174.SZ	游族网络	8.61	242.46	28.1500	0.79	0.95	1.11	35.69	29.69	25.28
002555.SZ	三七互娱	20.85	377.35	18.1000	0.47	0.58	0.71	38.35	31.47	25.47
300113.SZ	顺网科技	6.81	250.30	36.7300	0.66	0.87	1.08	55.64	42.31	34.16
300315.SZ	掌趣科技	27.74	281.27	10.1400	0.32	0.44	0.56	31.99	23.26	18.05
300418.SZ	昆仑万维	11.27	306.47	27.1900	0.49	0.62	0.62	55.28	44.16	43.69
002624.sz	完美环球	13.15	479.83	36.5000	0.82	1.05	1.31	44.51	34.76	27.91
300494.SZ	盛天网络	2.40	105.74	44.0600	0.41	0.50	0.67	108.36	88.39	65.68
300031.sz	宝通科技	3.97	91.69	23.1100	0.52	0.79	1.04	44.27	29.25	22.16
平均 PE								50.25	39.20	31.44
002517.SZ	恺英网络	6.77	278.23	41.1100	1.02	1.34	1.55	40.30	30.68	26.52

来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司始终坚持“平台+内容+VR/AR”的三大战略。在游戏市场规模持续增长的趋势下，不断强化自有移动分发平台，同时加快丰富泛娱乐内容，逐步涉足综艺、移动直播等领域，实现多元化内容与 VR 软硬件及内容产业的相互推动，打造“流量获取-经营-变现”闭环生态。我们给予公司行业平均估值，对应目标价 46.92 元，首次覆盖，“增持”评级。

风险提示

- 1)《全民奇迹 mu》流水下滑，新游戏上线进度低于预期。《全民奇迹 mu》作为公司移动游戏业务的重要收入点，若出现较为明显的下滑将对公司业绩造成较大影响。
- 2) 人才流失风险。公司涉及业务，人才是核心的资源，是保持和提升公司竞争力的关键要素。因此相关人员的稳定性，将直接影响公司的发展和业绩。若不能很好地控制人才流失的风险，则会对上市公司的经营

和业务发展造成不利影响。

- **3) 市场整体风险偏好下移风险。**现阶段, A 股市场震荡加剧, 分歧较大, 风险偏好有不断下降的可能, 会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 32：恺英网络三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	348	728	2,339	2,611	3,011	3,372
增长率	2.68%	108.9%	221.4%	11.6%	15.3%	12.0%
营业成本	-270	-201	-908	-1,029	-1,210	-1,379
% 销售收入	77.5%	27.6%	38.8%	39.4%	40.2%	40.9%
毛利	79	527	1,431	1,581	1,802	1,993
% 销售收入	22.5%	72.4%	61.2%	60.6%	59.8%	59.1%
营业税金及附加	-2	-22	-77	-84	-99	-110
% 销售收入	0.7%	3.0%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%
营业费用	-26	-321	-515	-561	-599	-641
% 销售收入	7.6%	44.1%	22.0%	21.5%	19.9%	19.0%
管理费用	-43	-128	-255	-287	-268	-303
% 销售收入	12.3%	17.5%	10.9%	11.0%	8.9%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	7	57	584	649	835	939
% 销售收入	1.9%	7.8%	25.0%	24.9%	27.7%	27.8%
财务费用	0	1	2	21	52	89
% 销售收入	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.8%	-1.7%	-2.6%
资产减值损失	-1	0	-5	-4	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	65	15	12	22
% 税前利润	0.0%	5.7%	9.8%	2.2%	1.4%	2.1%
营业利润	6	62	646	681	896	1,046
营业利润率	1.6%	8.5%	27.6%	26.1%	29.8%	31.0%
营业外收支	3	6	12	10	11	11
税前利润	8	68	658	691	907	1,056
利润率	2.4%	9.3%	28.1%	26.5%	30.1%	31.3%
所得税	-4	-6	-5	-5	-7	-8
所得税率	44.3%	8.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
净利润	5	62	653	686	900	1,048
少数股东损益	0	0	-2	-3	-3	-4
归属于母公司的净利润	5	63	655	689	904	1,052
净利率	1.3%	8.6%	28.0%	26.4%	30.0%	31.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	5	62	653	686	900	1,048
少数股东损益	0	0	0	-3	-3	-4
非现金支出	18	12	34	16	14	15
非经营收益	-3	-13	-45	-26	-23	-33
营运资金变动	-7	21	1	-58	27	-4
经营活动现金净流	13	82	643	616	914	1,023
资本开支	146	44	69	4	-92	-42
投资	0	41	-484	0	0	0
其他	0	4	29	15	12	22
投资活动现金净流	-146	1	-525	12	104	64
股权募资	0	280	111	0	0	0
债权募资	49	278	-278	196	0	0
其他	-12	-757	193	-39	0	0
筹资活动现金净流	38	-199	26	157	0	0
现金净流量	-96	-115	145	784	1,018	1,086

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	61	45	194	981	2,003	3,093
应收款项	154	145	404	376	410	468
存货	116	119	0	23	21	22
其他流动资产	28	24	498	501	505	508
流动资产	359	333	1,096	1,880	2,938	4,091
% 总资产	42.5%	40.2%	80.9%	88.0%	94.8%	97.2%
长期投资	0	0	145	145	145	145
固定资产	381	398	19	25	-75	-137
% 总资产	45.1%	48.0%	1.4%	1.2%	-2.4%	-3.2%
无形资产	98	95	84	76	81	97
非流动资产	486	495	259	257	162	116
% 总资产	57.5%	59.8%	19.1%	12.0%	5.2%	2.8%
资产总计	845	828	1,355	2,137	3,100	4,208
短期借款	49	78	0	196	196	196
应付款项	126	104	358	291	340	387
其他流动负债	4	14	228	197	210	222
流动负债	179	196	587	683	746	805
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	32	0	0	0	0
负债	192	228	587	683	746	805
普通股股东权益	653	600	768	1,457	2,361	3,413
少数股东权益	0	0	0	-3	-6	-11
负债股东权益合计	845	828	1,355	2,137	3,100	4,208

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.026	0.354	0.967	1.018	1.335	1.555
每股净资产 (元)	3.693	3.394	1.135	2.153	3.488	5.043
每股经营现金净流 (元)	0.074	0.465	0.950	0.914	1.356	1.517
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.70%	10.42%	85.24%	47.28%	38.28%	30.83%
总资产收益率	0.54%	7.55%	48.33%	32.23%	29.15%	25.01%
投入资本收益率	0.58%	8.15%	135.13%	122.94%	205.81%	258.53%
增长率						
营业总收入增长率	2.68%	108.90%	221.42%	11.60%	15.34%	11.98%
EBIT 增长率	-77.99%	751.84%	929.57%	11.12%	28.60%	12.40%
净利润增长率	-93.04%	1266.02%	946.99%	5.22%	31.18%	16.44%
总资产增长率	22.16%	-1.97%	63.55%	57.76%	45.05%	35.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	124.9	65.2	39.3	48.0	45.1	46.1
存货周转天数	146.5	213.4	0.0	95.5	83.3	73.5
应付账款周转天数	76.7	156.8	78.9	86.0	86.0	86.0
固定资产周转天数	172.9	150.4	27.6	3.1	-3.0	-11.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.86%	5.53%	-25.23%	-53.97%	-76.73%	-85.15%
EBIT 利息保障倍数	16.0	-56.1	-290.8	-31.6	-16.0	-10.5
资产负债率	22.74%	27.56%	43.31%	31.97%	24.05%	19.13%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。