

强烈推荐-A (维持)

恺英网络 002517.SZ

目标估值: 27.00-30.00 元

当前股价: 26.39 元

2017年12月11日

《敢达争锋对决》iOS首发, 签订奇迹MU二次授权协议, 助推明年业绩高速增长

基础数据

上证综指	3322
总股本(万股)	143501
已上市流通股(万股)	58298
总市值(亿元)	379
流通市值(亿元)	154
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	30.7
资产负债率	16.5%
主要股东	王悦
主要股东持股比例	21.44%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	57	46
相对表现	12	45	31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《恺英网络(002517)——四季度指引大超预期, 浙江盛和并表及新游上线将持续带来高成长》2017-11-05
- 2、《恺英网络(002517)——《王者传奇》表现亮眼, 期待敢达手游上线表现》2017-10-22
- 3、《恺英网络(002517)——三季报指引超预期, 游戏长周期运营助力强劲增长》2017-08-28

林起贤

linqixian@cmschina.com.cn
S1090517070012

方光照

fanguangzhao@cmschina.com.cn
S1090515090002

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

点评:

1、《敢达争锋对决》iOS首发, 有望再次验证公司打造爆款的能力。

该手游于12月11日iOS首发上线, 并已于9月底开启安卓第二轮测试。这款获得日本国民IP改编的3D对战动作手游, 由熟悉敢达系列作品的万代南梦宫(上海)、熟悉中国手游市场的恺英网络联合开发发行。该游戏同时拥有PVP和PVE玩法, 全系列机体和3D真实比例模型等特点。游戏有望对明年业绩形成积极影响; 并再一次验证恺英网络的研运能力。

2、与韩国网禅、天马时空签订奇迹MU二次授权协议, 有助于延续游戏业绩贡献。

恺英网络运营的手游《全民奇迹》运营超过两年半, 跻身10亿美金流水手游俱乐部, 成为长周期手游经典之作。此次授权许可二次续签, 合作延续一年, 分成比例维持不变, 有助于维持该项目对公司盈利贡献的稳定性。

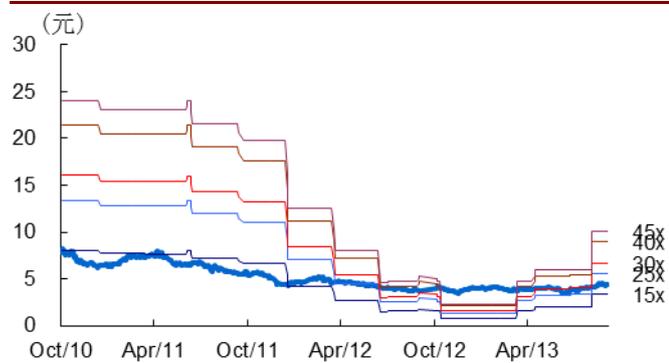
3、四季度扣非后净利润环比接近翻倍, 业绩迎来拐点, 预计18年业绩亮眼增长。

根据公司业绩预告, 17Q4净利润为5.50-8.00亿元(非经常性损益约为500万元), 经营性利润环比至少翻倍。除浙江盛和Q4并表外, 主要是新作发力贡献: 如《王者传奇》8月流水破亿; 持续占领华为应用商店游戏畅销榜第一名, 《阿拉德之怒》iOS畅销排名20左右, 随着推广加大预计将有进一步爬升。考虑到(1)浙江盛和18年全年并表、(2)17年新上线的《王者传奇》、《阿拉德之怒》、《敢达争锋对决》等明年持续贡献流水; (3)多款IP新作正在授权自主或合作研发中; 我们判断18年有望维持四季度业绩的高景气。

维持强烈推荐。预计17年归属于母公司的净利润为16.86亿(包含非经常性损益), 18-19年扣除非经常性损益后的净利润预计为19.84/21.59亿, 当前股价对应的18-19年PE为19.1/17.5倍。短期来看, 新作有望贡献业绩弹性, 17Q4与18年有望高成长; 中长期来看, 公司具备丰富IP储备, 收购浙江盛和补强游戏研发实力, 有望持续打造爆款; 另外公司平台、互联网金融、VR等新业务稳步推进, 或在未来形成新的增长点。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 新游戏上线进度及表现低于预期风险, 市场竞争进一步加剧。

图 1：恺英网络历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：恺英网络历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1096	3288	5292	7281	9080
现金	194	2177	3510	4992	6599
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	373	527	834	1076	1166
其它应收款	29	122	201	259	281
存货	0	0	0	0	0
其他	498	461	748	954	1034
非流动资产	259	771	761	753	746
长期股权投资	79	343	343	343	343
固定资产	19	18	22	26	28
无形资产	31	10	9	8	8
其他	129	400	387	376	368
资产总计	1355	4059	6053	8034	9827
流动负债	587	671	937	1078	1156
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	316	378	562	659	713
预收账款	1	9	13	16	17
其他	270	284	362	404	427
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	587	671	937	1078	1156
股本	39	80	718	1436	1436
资本公积金	681	3264	2626	1908	1908
留存收益	48	48	1731	3463	5027
少数股东权益	(0)	(4)	41	150	300
归属于母公司所有者权益	768	3392	5075	6806	8371
负债及权益合计	1355	4059	6053	8034	9827

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	643	508	926	1721	2176
净利润	655	682	1686	1984	2159
折旧摊销	29	60	23	23	22
财务费用	11	(4)	(23)	(34)	(46)
投资收益	(65)	(80)	(406)	0	0
营运资金变动	6	(157)	(409)	(375)	(117)
其它	7	8	55	124	158
投资活动现金流	(525)	(413)	(20)	(20)	(20)
资本支出	(69)	(70)	(20)	(20)	(20)
其他投资	(455)	(343)	0	0	0
筹资活动现金流	27	1892	426	(219)	(549)
借款变动	(82)	(811)	0	0	0
普通股增加	(137)	41	637	718	0
资本公积增加	300	2583	(637)	(718)	0
股利分配	(88)	(20)	(2)	(253)	(595)
其他	35	99	429	34	46
现金净增加额	146	1988	1333	1482	1607

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2339	2720	4464	5759	6243
营业成本	908	993	1473	1728	1870
营业税金及附加	77	81	133	171	185
营业费用	515	799	1116	1267	1345
管理费用	255	284	438	518	562
财务费用	(2)	(19)	(23)	(34)	(46)
资产减值损失	5	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	65	80	406	0	0
营业利润	646	660	1734	2109	2327
营业外收入	13	28	20	20	20
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	658	686	1754	2129	2347
所得税	5	10	23	36	38
净利润	653	676	1731	2093	2309
少数股东损益	(2)	(6)	45	109	150
归属于母公司净利润	655	682	1686	1984	2159
EPS (元)	0.46	0.47	1.17	1.38	1.50

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	598%	16%	64%	29%	8%
营业利润	-1491%	2%	163%	22%	10%
净利润	-1341%	4%	147%	18%	9%
获利能力					
毛利率	61.2%	63.5%	67.0%	70.0%	70.1%
净利率	28.0%	25.1%	37.8%	34.5%	34.6%
ROE	2.3%	1.1%	16.6%	29.1%	25.8%
ROIC	83.1%	18.6%	32.9%	29.3%	25.9%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	16.5%	15.5%	13.4%	11.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	4.9	5.6	6.8	7.9
速动比率	1.9	4.9	5.6	6.8	7.9
营运能力					
资产周转率	1.7	0.7	0.7	0.7	0.6
存货周转率	15.3				
应收账款周转率	9.3	6.0	6.6	6.0	5.6
应付账款周转率	4.6	2.9	3.1	2.8	2.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.46	0.47	1.17	1.38	1.50
每股经营现金	16.29	6.34	1.29	1.20	1.52
每股净资产	19.46	42.30	7.07	4.74	5.83
每股股利	0.50	0.03	0.35	0.41	0.45
估值比率					
PE	57.9	55.6	22.5	19.1	17.5
PB	1.4	.6	3.7	5.6	4.5
EV/EBITDA	61.2	61.3	23.0	19.0	17.3

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

林起贤，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2015年加入中投证券担任传媒行业分析师，2017年加入招商证券。

方光照，招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015年加入招商证券，2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。