

泰亚股份

蛟龙奏恺平台起，英领未来版图兴

首次覆盖

投资亮点

恺英网络成功借壳泰亚股份登陆资本市场，是 A 股中稀缺的拥有移动互联网入口、集平台运营与产品研发于一体的互联网平台型企业。

内生业务强劲，“三大平台+手游自研”构筑全版图。公司起家于页游研发，发展至今形成了“三大平台+手游研发”的综合一体化布局。其中，XY 苹果助手、XY.COM、腾讯开放平台的三大平台产品居行业领先。移动入口产品 XY 苹果助手截至 8 月总装机量突破 9500 万，7~8 月平台月流水稳定超过 6000 万。公司通过平台业务获取了庞大用户基数，变现能力不断提升。同时，公司游戏研发业务成功实现移动化转型，年内推出爆款手游《全民奇迹 MU》，预期未来精品大作将不断，成为利润增长支柱。

“新三大平台+大数据战略”箭在弦上，加码新流量入口。公司拟通过定增募集资金进一步布局 XY 苹果助手国际版、啪啪多屏竞技平台和手机维修 O2O 服务的新三大平台建设，同时推进实施大数据战略，以丰富的流量产品矩阵扩大用户来源，夯实入口地位。

外延拓展可期，发展潜力无限。依靠资本优势开展并购投资、跨界合作与泛娱乐布局已经成为诸多上市游戏公司快速成长的必由之路。公司投资虚拟现实公司乐相科技，外延布局小试牛刀。未来有望加快扩张步伐，实现业务跨越式发展。

财务预测

公司 2015~17 年承诺利润 4.6 亿/5.7 亿/7.0 亿元，2015 年上半年完成业绩 3.8 亿元。我们预计公司 2015~17 年营业收入分别为 23.36 亿/29.84 亿/36.28 亿元，净利润分别为 7.25 亿/9.57 亿/11.82 亿元，复合增长率达 27.7%。

估值与建议

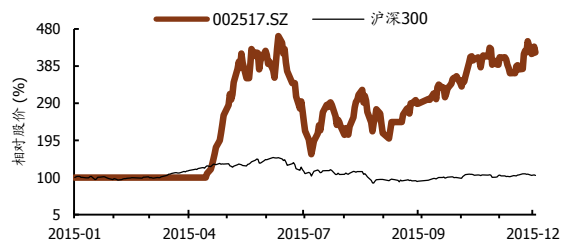
恺英网络是 A 股游戏娱乐板块最具平台属性的公司。基于其稀缺的流量入口价值、出色的业务创新能力以及产业链持续拓展预期，给予公司 600 亿目标市值，对应 2015~17 年 P/E 为 82.8x/62.7x/50.8x。首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 81 元/股。

风险

市场竞争加剧，游戏自研业务波动，第三方应用分发行业政策法规变动，行业估值水平下行的风险。

首次覆盖推荐

股票代码	002517.SZ
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 60.54
目标价	人民币 81.00
52 周最高价/最低价	人民币 70.01~14.41
总市值(亿)	人民币 410
30 日日均成交额(百万)	人民币 211.32
发行股数(百万)	677
其中：自由流通股(%)	26
30 日日均成交量(百万股)	3.56
主营行业	互联网



(人民币 百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	728	2,336	2,984	3,628
增速	78.1%	221.0%	27.8%	21.6%
归属母公司净利润	62	725	957	1,182
增速	80.6%	N.M.	32.0%	23.5%
每股净利润	4.47	1.07	1.41	1.75
每股净资产	3.07	0.99	2.08	3.40
每股股利	0.15	0.32	0.42	0.52
每股经营现金流	5.92	1.63	1.18	1.85
市盈率	13.5	56.5	42.8	34.7
市净率	19.7	61.4	29.1	17.8
EV/EBITDA	15.3	53.0	39.7	31.0
股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%
平均总资产收益率	13.0%	55.8%	40.1%	35.0%
平均净资产收益率	105.3%	204.1%	92.2%	63.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

孟玮

分析员
wei.meng@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515080003

陈昊飞

分析员
haofei.chen@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511030015
SFC CE Ref: AJD676

崔碧玮

联系人
biwei.cui@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080115080031



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	728	2,336	2,984	3,628	营业收入	78.1%	221.0%	27.8%	21.6%
营业成本	201	889	974	1,282	营业利润	92.8%	N.M.	35.0%	26.9%
营业税金及附加	22	35	45	54	EBITDA	83.9%	971.2%	31.2%	24.5%
营业费用	321	467	746	798	净利润	80.6%	N.M.	32.0%	23.5%
管理费用	128	199	239	272	盈利能力				
财务费用	-1	-8	-38	-70	毛利率	72.4%	62.0%	67.4%	64.7%
其他	0	0	0	0	营业利润率	7.9%	32.3%	34.1%	35.6%
营业利润	57	754	1,018	1,292	EBITDA 利润率	9.7%	32.4%	33.3%	34.1%
营业外收支	10	1	0	0	净利润率	8.5%	31.0%	32.1%	32.6%
利润总额	67	755	1,018	1,292	偿债能力				
所得税	6	30	61	110	流动比率	0.82	1.39	1.92	2.29
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	0.82	1.39	1.92	2.29
归属母公司净利润	62	725	957	1,182	现金比率	0.07	0.87	1.34	1.75
EBITDA	71	757	994	1,237	资产负债率	92.8%	66.6%	49.2%	42.1%
资产负债表					净债务资本比率	558.1%	净现金	净现金	净现金
货币资金	40	1,153	1,832	2,928	回报率分析				
应收账款及票据	95	306	391	475	总资产收益率	13.0%	55.8%	40.1%	35.0%
预付款项	22	96	105	138	净资产收益率	105.3%	204.1%	92.2%	63.7%
存货	0	0	0	0	每股指标				
其他流动资产	299	299	299	299	每股净利润 (元)	4.47	1.07	1.41	1.75
流动资产合计	456	1,853	2,626	3,839	每股净资产 (元)	3.07	0.99	2.08	3.40
固定资产及在建工程	14	13	13	13	每股股利 (元)	7.22	0.32	0.42	0.52
无形资产及其他长期资产	38	42	42	35	每股经营现金流 (元)	5.92	1.63	1.18	1.85
非流动资产合计	142	146	146	138	估值分析				
资产合计	598	2,000	2,772	3,978	市盈率	13.5	56.5	42.8	34.7
短期借款	278	278	278	278	市净率	19.7	61.4	29.1	17.8
应付账款及票据	228	782	906	1,168	EV/EBITDA	15.3	53.0	39.7	31.0
其他流动负债	49	272	181	229	股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%
流动负债合计	555	1,332	1,365	1,675					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	555	1,332	1,365	1,675					
股东权益合计	43	668	1,407	2,302					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	598	2,000	2,772	3,978					
现金流量表									
净利润	62	725	957	1,182					
折旧和摊销	4	10	13	16					
营运资本变动	-160	375	-131	126					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	82	1,101	802	1,253					
投资活动现金流入	2,282	1	0	0					
投资活动现金流出	-2,280	-14	-13	-8					
投资活动现金流	1	-13	-13	-8					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-199	25	-110	-149					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-115	1,113	678	1,096					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

泰亚股份经恺英网络借壳上市后，已成为 A 股中稀缺的拥有移动互联网入口、集平台运营与产品研发于一体的互联网平台型企业。恺英网络成立于 2008 年 8 月，由社交、网页游戏研发起家，而后进军页游联运和移动互联网平台业务，发展至今已经形成了三大平台加移动游戏研发的业务格局。其中，三大平台包括 XY 苹果助手、XY.COM 和腾讯开放平台，均处行业领先地位；游戏研发业务移动化转型成功，2014 年 12 月手游研发产品《全民奇迹》创行业之最。恺英网络于 2015 年 11 月成功借壳泰亚股份上市，未来将进一步布局以 XY 苹果助手国际版、啪啪多屏竞技平台和手机维修 O2O 服务为核心的“新三大平台”建设，同时推进实施大数据战略，打造移动互联网龙头标杆。



目录

1. 借壳泰亚股份，平台新星闪亮登场	5
1.1 从游戏研发商到流量平台的华丽转身	5
1.2 游戏绽放靓丽业绩，平台主导未来成长	7
1.3 借壳登陆资本市场，配套定增增厚实力	9
2. 内生业务强劲，三大平台+手游自研构筑全版图	14
2.1 XY 苹果手机助手：跻身行业龙头，畅享用户红利	14
2.2 XY.COM：卡位页游入口，多元化运营创收	20
2.3 腾讯开放平台业务：长期合作奠定一线伙伴地位	22
2.4 游戏自研：手游自研成功转型，大 IP 精品导向佳作迭出	23
3. 定增+外延助力，长线成长空间广阔	29
3.1 “新三大平台+大数据战略”箭在弦上	29
3.2 外延扩张有望进一步打开成长空间	31
4. 盈利预测及估值建议	32
5. 投资风险	38
5.1 市场竞争加剧的风险	38
5.2 公司业绩过度依赖游戏研发的风险	38
5.3 XY 苹果助手的运营风险	38
5.4 行业估值水平下行的风险	38

图表

图表 1：恺英网络发展历程	5
图表 2：恺英网络业务版图	6
图表 3：同行业公司业务布局对比	7
图表 4：恺英网络 2012~2015.6 营业收入及增速	8
图表 5：恺英网络 2012~2015.6 净利润及增速	8
图表 6：恺英网络 2012~2015.6 营业收入（按业务类型分）	8
图表 7：恺英网络毛利润（按业务类型分）	9
图表 8：恺英网络毛利率（按业务类型分）	9
图表 9：发行股份购买资产的股份分配	9
图表 10：股份转让的股份分配	10
图表 11：发行股份购买资产新增股份及转让股份的锁定期安排	10
图表 12：募集配套资金投向	11
图表 13：交易前泰亚股份股权结构图	11
图表 14：交易后泰亚股份股权结构图（不考虑配套融资因素）	12
图表 15：交易后泰亚股份股权结构图（考虑配套融资因素）	13
图表 16：我国智能手机销量放缓	14
图表 17：iPhone 占智能手机保有量大盘比例迅速拉升	14
图表 18：全球智能终端设备中 iOS/Mac OS 系统占有率基本保持稳定	14
图表 19：我国苹果用于应用下载的三个途径	15
图表 20：中国苹果系统第三方应用商店月度覆盖人数	15
图表 21：国内苹果第三方应用商店市场品牌繁多、竞争激烈	16
图表 22：2014 年中国垂直型苹果第三方应用分发渠道平均月度覆盖人数 Top 5（万人）	16



图表 23: 2014 年中国垂直型苹果第三方应用商店营收 Top 5 (亿元)	16
图表 24: PC 端 XY 苹果助手	17
图表 25: 移动端 XY 苹果助手	17
图表 26: XY 苹果助手盈利与结算模式	18
图表 27: XY 苹果助手经营模式	18
图表 28: 我国页游市场规模增速趋缓	20
图表 29: 我国页游市场逐步成熟并出现“精品化”趋势	20
图表 30: 我国页游研发商格局“碎片化”明显 (2014)	21
图表 31: 我国页游运营平台格局趋于集中 (2014)	21
图表 32: 恺英网络游戏自有平台运营模式	21
图表 33: XY.COM 界面	22
图表 34: 恺英网络游戏联运平台运营模式	23
图表 35: 恺英网络在腾讯开放平台运营游戏	23
图表 36: 我国网络游戏市场规模发展迅速 (亿元)	24
图表 37: 我国网络游戏细分市场中手游增速最快	24
图表 38: 我国网络游戏市场结构“移动化”趋势明晰	24
图表 39: 我国移动游戏市场规模增长较快	24
图表 40: 我国移动游戏用户规模稳步增长	25
图表 41: 2014 年第四季度手游行情大幅拉升	25
图表 42: 游戏公司端游 IP 改编手游产品汇总	26
图表 43: 恺英网络自研及代理的主要游戏运营情况 (截至 2015 年 2 月)	27
图表 44: 恺英网络目前主要游戏产品及指标 (2015 年 7 月)	27
图表 45: 《全民奇迹 MU》中国地区游戏下载量排名 (Download Ranks, 2014.12~2015.11)	28
图表 46: 《全民奇迹 MU》中国地区游戏畅销榜排名 (Grossing Ranks, 2014.12~2015.11)	28
图表 47: XY 苹果助手国际版	29
图表 48: 啪啪多屏竞技平台	30
图表 49: 嗨维修 O2O 项目	31
图表 50: 收入分类预测表	33
图表 51: A 股可比公司平均估值	33
图表 52: P/E Band	34
图表 53: P/B Band	34
图表 54: 公司财务预测详表	35



1. 借壳泰亚股份，平台新星闪亮登场

1.1 从游戏研发商到流量平台的华丽转身

恺英网络由社交、网页游戏研发起家，而后进军页游联运和移动互联网平台业务，发展至今已经拥有 XY 苹果助手、XY.com、腾讯开放平台等多个平台型业务和以《全民奇迹》为代表的精品移动游戏研发业务，是 A 股中稀缺的拥有移动互联网流量入口、集游戏产品研发和流量平台运营于一体的互联网平台型企业。恺英网络成立于 2008 年 8 月，早期为社交游戏与网页游戏 CP 研发商，2013 年成功创建 XY.com 页游联运平台，2014 年成功创建移动应用分发平台 XY 苹果助手，2014 年 12 月手游研发产品《全民奇迹》创行业之最。2015 年，恺英网络 A 股借壳上市，进一步布局大平台建设。

图表 1：恺英网络发展历程

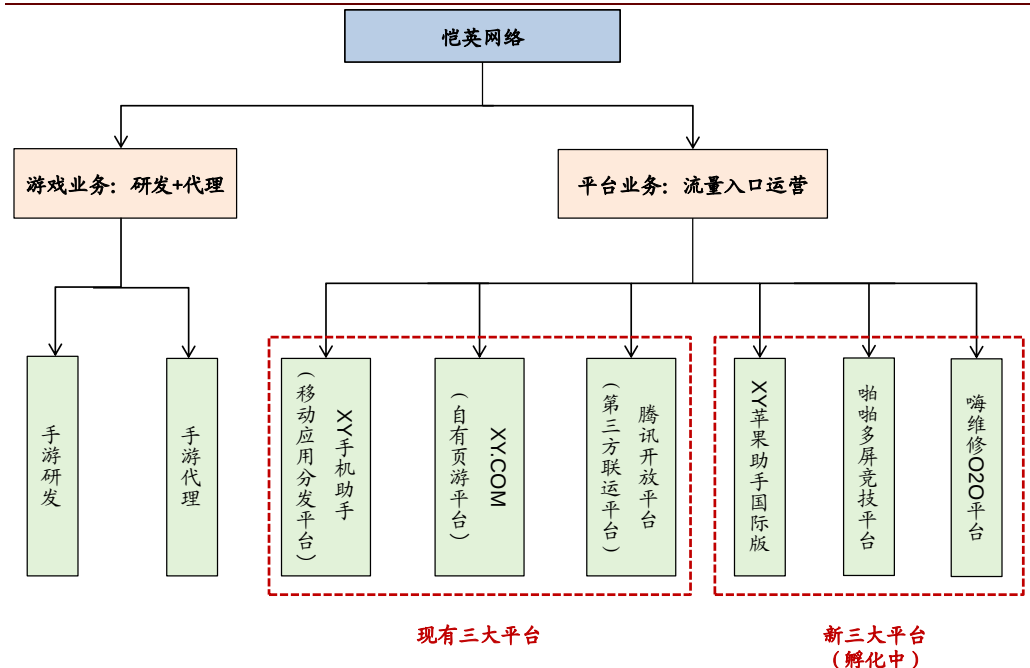


资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

恺英网络目前已经形成了互联网游戏“三大平台+自研”的核心业务版图，即移动应用分发平台 XY 苹果助手、自有页游运营平台 XY.COM、腾讯开放平台以及互联网游戏自研业务。恺英网络目前已自主研发多款网络游戏，涉及大型网页游戏、社交游戏、移动游戏等多个品类，并同时代理其他公司的网络游戏产品。公司目前拥有 XY.COM 和 Kingnet.COM 两个自有网游运营平台，并与腾讯、Facebook、百度、小米等其他大型平台运营商建立了良好联系。



图表 2：恺英网络业务版图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

经过多年发展，公司已实现了在业务模式、业务跨度、用户流量及盈利模式上的四大转型，体现了公司强大自我驱动及行业趋势捕捉能力。公司自成立以来，已由单一互联网游戏内容研发商转型为互联网多平台运营商，并随行业趋势发展切入移动研发领域，进行移动流量入口建设。这种能够持续精准地把握行业变化、捕捉行业新增长点并实现转型的能力是公司重要的核心竞争力。具体来看：

1) 业务模式：单一互联网游戏内容研发商 ⇨ 互联网多平台运营商

- 拥有并运营多个自有平台，包括网络游戏平台 XY.COM，Kingnet.COM 和移动互联网应用平台 XY 苹果助手；
- 在第三方平台腾讯开放平台和 Facebook 上运营多款自主研发和代理的游戏；
- 与百度、360、小米等大型平台运营商建立了紧密、良好的合作关系。

2) 业务跨度：PC 端 ⇨ 移动端

- 2015 年 1~2 月依靠 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》的成功推出，移动端收入占恺英网络营业收入超过 75%。

3) 用户流量：缺乏自有用户群 ⇨ 拥有海量自有用户

- 早期作为研发商，单一游戏产品周期缩短导致用户不断流失。转型平台运营商后，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：研发利润 ⇨ 渠道利润和运营利润

- 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，业绩波动大大降低，整体盈利模式更加稳健持久。

公司的核心能力在于经营用户和流量变现。未来，公司将通过打造多个互联网平台型产品并积极开拓海外市场来快速获取流量，并以用户需求为导向、通过向用户提供包括自主研发在内的丰富的互联网产品内容和精细、高效的互联网运营服务来经营流量，最终实现流量的变现。



图表 3：同行业公司业务布局对比

上市公司	网络游戏研发/发行	平台	营销	影游联动/泛娱乐	硬件
天神娱乐	自主研发、发行并代理发行和运营页游、手游	- 第三方联运平台：腾讯开放平台、百度、360、乐逗等； - 自有应用分发平台：爱思助手（PC端、移动端和支付平台）。	2015年收购Avazu Inc.（100%）和上 - 司儒意影业（49%） - 海麦橙（100%）	2015年通过参与设立的文创基金收购影视剧公 - 司儒意影业（49%）	-
掌趣科技	自主研发、发行并代理发行和运营页游、手游	自有平台：欢畅游戏社区（页游平台）	2012年收购纳奇 - 营销广告联盟运营平台（100%）	2014年投资参股瑞世纪影视传媒（4.67%）	-
顺荣三七	自主研发、发行并代理发行和运营页游、手游	- 自有游戏平台：37.COM、6711.COM和37GAMES（海外）； - 代理运营平台：金山猎豹游戏中心、2345游戏中心、易乐玩等	-	2015年引入芒果传媒、奥飞动漫战略投资，并与芒果传媒、奥飞动漫、星皓影业、顺网科技达成战略合作关系； 2015年投资国漫产业公司上海厉艳（国漫）； 2015年投资游戏视频及直播公司听听网络（40%）	-
昆仑万维	自主研发、发行并代理发行和运营页游、端游、手游	- 自有软件商店：1）全球第四大综合下载平台Brothersoft.COM以及包括Web站、无线站和1MobileMarket软件商店三条业务线在内的1Mobile； - P2P平台：拟通过定增搭建海淘金P2P平台、海外互联网金融P2P平台及游戏互动P2P平台；	-	-	拟搭建1Mobile线下手机分发渠道建设项目
游族网络	自主研发、发行并代理发行和运营页游、手游	- 自有运营平台：Youzu.COM（自运营为主）、9787.COM（联运为主）、GTArcade（海外市场为主）； - 第三方联运平台：360、37游戏、腾讯、百度等	-	“+U计划”投资优秀产品、CP团队和IP，围绕优质IP高效整合影视、游戏等多方资源	-
富春通信	自主研发、发行和代理发行和运营社交游戏、页游、手游	- 自有页游平台：好好玩； - 第三方联运平台：腾讯、360、37wan等； - 福州畅读平台“安卓读书”（参股福州畅读23%）	-	2015年拟收购影视剧投资、制作及发行为一体影视公司春秋时代（80%）； 2015年投资视频制作和传播以及女性社区App开发运营公司上海兰渡（20%）； 2015年投资移动端阅读平台App开发运营商福州畅读（23%） 2015年投资动漫IP游戏授权代理服务及线上漫画“清漫画”App平台开发运营商上海渔阳（24.24%）	-
恺英网络	自主研发、发行和代理发行和运营社交游戏、页游、手游	- 自有页游台：XY.COM、Kingnet.COM； - 第三方联运平台：腾讯、360、Facebook、百度、小米等； - 自有移动应用分发平台：XY苹果助手（并拟开拓海外版）； - 自有电竞平台：拟搭建啪啪多屏竞技平台（手机终端+家庭电视平台）	-	-	嗨维修O2O生活助手（线下手机维修）

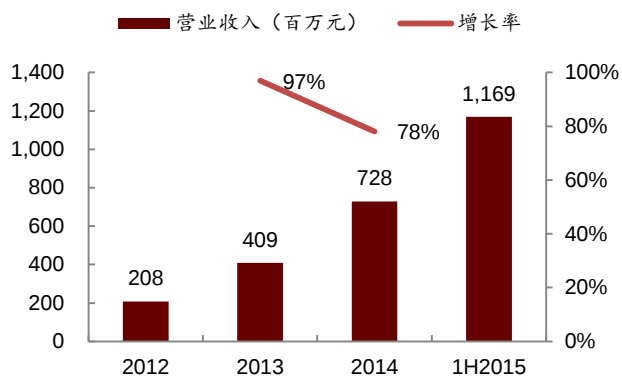
资料来源：公司公告，中金公司研究部

1.2 游戏绽放靓丽业绩，平台主导未来成长

恺英网络主营业务分为游戏研发运营和移动互联网平台两部分，公司营业收入及净利润增长稳健。公司 2012~2014 年实现营业收入和扣非净利润分别为 2.08 亿元、4.09 亿元、7.28 亿元和 0.25 亿元、0.34 亿元、0.64 亿元。营业收入和净利润 2014 年较 2013 年同比增速分别为 97%/78%和 35%/84%。2015 年上半年，恺英网络营业收入和扣非后净利润分别为 1.17 亿元和 3.85 亿元，同比大幅增加，主要是公司在此期间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以及由 PC 端向移动端的双重转型。

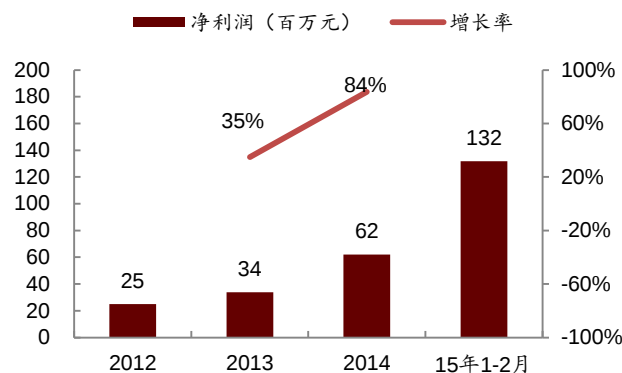


图表 4：恺英网络 2012~2015.6 营业收入及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

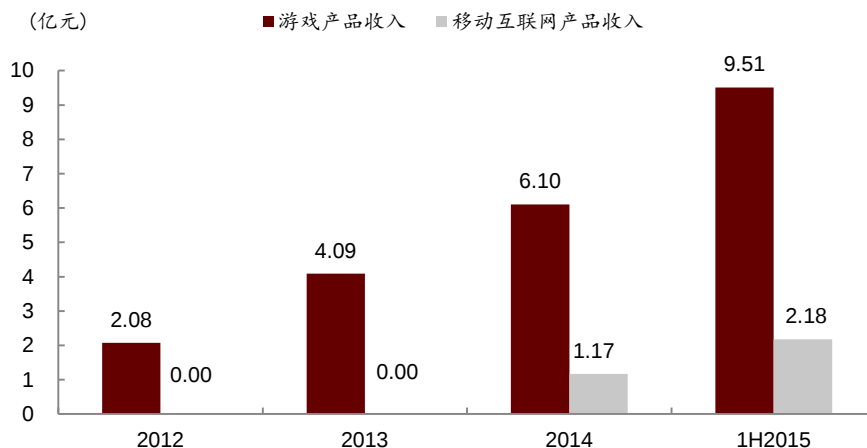
图表 5：恺英网络 2012~2015.6 净利润及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

大 IP 手游《全民奇迹》爆款助业绩井喷，XY 苹果助手成为新亮点。在公司游戏业务上，由韩国端游《奇迹 MU》改编的《全民奇迹》手游产品自 2014 年 8 月起由恺英网络全球独家代理，12 月上线安卓平台和 App Store 并实现当月流水超 2 亿元，2015 年 1~2 月为公司实现收入约 2.17 亿元。爆款游戏的诞生为公司业绩增添了闪亮一笔。此外，在移动互联网平台业务上，2014 年 4 月，针对 iOS 系统的应用分发产品 XY 苹果助手正式投入商业化运营，为公司带来新的业绩增长点。公司 2014 年和 2015 年上半年分别实现移动互联网产品收入 1.17 亿元和 2.18 亿元，占当期营业收入比例分别为 16%和 19%。

图表 6：恺英网络 2012~2015.6 营业收入（按业务类型分）

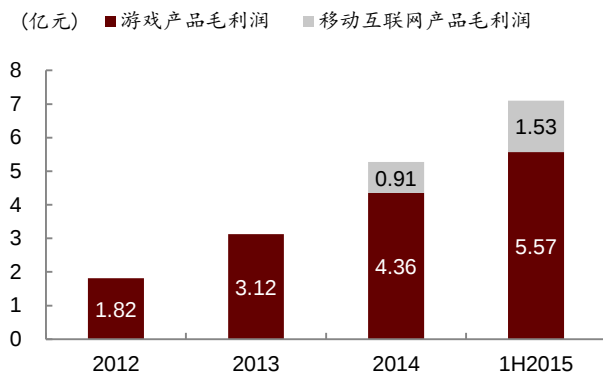


资料来源：公司公告，中金公司研究部

成功转型互联网多平台运营，代理游戏增多导致毛利率逐年下降。近年来，随着恺英网络从单一互联网游戏内容研发向互联网多平台运营商成功转型，公司代理游戏数量增加，因而导致向游戏开发商分成成本增加。公司 2012~14 年毛利率依次为 87.52%、76.43%和 72.41%。2015 上半年，由于《全民奇迹》毛利率较低，公司综合毛利率进一步下降到 60.78%。

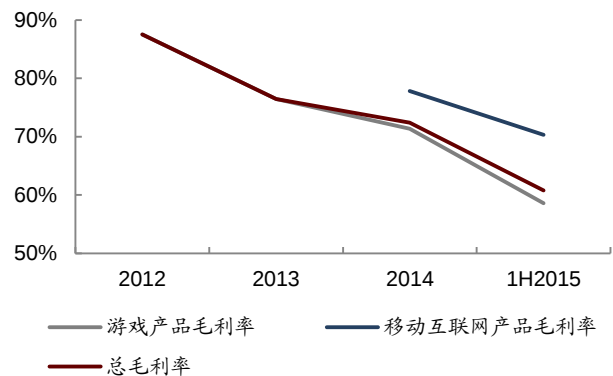


图表 7：恺英网络毛利润（按业务类型分）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 8：恺英网络毛利率（按业务类型分）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

1.3 借壳登陆资本市场，配套定增增厚实力

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预案。2015 年 11 月 9 日，重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金事项获证监会核准。2015 年 12 月 1 日，公司公告恺英网络资产置入已完成过户并成为上市公司的全资子公司。2015 年 12 月 18 日，公司本次重大资产置换中发行股份购买资产的 499,999,996 股有限售条件流通股正式上市，上市后公司总股本数变更为 676,799,996 股。本次重大资产置换、发行股份购买资产及股份转让并募集配套资金的交易方案要点具体如下：

- 重大资产置换、发行股份购买资产及股份转让：**上市公司拟将置出资产与恺英网络 100% 股权中的等值部分进行资产置换，其中置出资产作价 6.7 亿元，置入资产作价 63 亿元；二者差额部分约 56.3 亿元，由泰亚股份向恺英网络全体股东按照交易对方各自持有恺英网络的股权比例发行股份购买，发股价格为 11.26 元/股，发行数量合计 499,999,996 股。上市公司控股股东林诗奕向恺英网络全体股东按其持有恺英网络的股权比例合计转让 1,500 万股上市公司股票。恺英网络全体股东同意将与上市公司进行资产置换取得的置出资产由林诗奕或者其指定的第三方承接，作为其受让股份的对价。

图表 9：发行股份购买资产的股份分配

序号	股东名称	发行股份（股）	占交易后总股本比例 （包括配套融资）
1	王悦	148,696,816	19.97%
2	冯显超	84,201,200	11.31%
3	海通开元	67,499,983	9.07%
4	海桐兴息	49,500,000	6.65%
5	骐飞投资	43,876,916	5.89%
6	赵勇	37,600,200	5.05%
7	圣杯投资	26,123,083	3.51%
8	王政	20,724,016	2.78%
9	华泰瑞麟	11,111,116	1.49%
10	经纬创达	9,000,000	1.21%
11	九彤投资	1,666,666	0.22%
合计		499,999,996	67.15%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 10：股份转让的股份分配

序号	股东名称	受让股份数量 (股)	占交易后总股本比例 (包括配套融资)
1	王悦	4,460,905	0.60%
2	冯显超	2,526,036	0.34%
3	海通开元	2,024,999	0.27%
4	海桐兴息	1,485,000	0.20%
5	骐飞投资	1,316,308	0.18%
6	赵勇	1,128,006	0.15%
7	圣杯投资	783,693	0.11%
8	王政	621,720	0.08%
9	华泰瑞麟	333,333	0.04%
10	经纬创达	270,000	0.04%
11	九彤投资	50,000	0.01%
合计		15,000,000	2.01%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 11：发行股份购买资产新增股份及转让股份的锁定期安排

交易对方	锁定期	股份锁定的说明
王悦	自新增股份上市之日起 36 个月不转让	交易完成后，成为上市公司的控股股东、实际控制人
冯显超、骐飞投资、 圣杯投资	自新增股份上市之日起 36 个月不转让	王悦的一致行动人，自愿锁定 36 个月
赵勇、王政	自新增股份上市之日起 12 个月不转让，之后在 2015 年承诺扣非净利润实现后可解禁所获股份的 33%，2016 年承诺扣非净利润实现后可再解禁所获股份的 33%，2017 年承诺扣非净利润实现后可再解禁所获股份的 34%	持有恺英网络股权满 12 个月，为了盈利预测业绩对赌的可实现性，自愿分批解锁所持的股份
海通开元、经纬创达	自新增股份上市之日起 12 个月不转让，之后在 2015 年承诺扣非净利润实现后可解禁所获股份的 33%，2016 年承诺扣非净利润实现后可再解禁所获股份的 33%，2017 年承诺扣非净利润实现后可再解禁所获股份的 34%	于 2014 年 9 月 19 日实际取得恺英网络股权，其取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满 12 个月，为了盈利预测承诺的可实现性，自愿分批解锁所持的股份
海桐兴息	自新增股份上市之日起 36 个月不转让	于 2014 年 12 月 24 日实际取得恺英网络股权，其取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不满 12 个月
华泰瑞麟、九彤投资	自新增股份上市之日起 36 个月不转让	于 2015 年 2 月 16 日实际取得恺英网络股权，其取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不满 12 个月

资料来源：公司公告，中金公司研究部

- ▶ **发行股份募集配套资金：**同时，上市公司拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 317,060.45 万元，发行价格不低于 46.75 元/股，发行股份数量不超过 6,782 万股；募集资金将主要用于开发和全球推广 XY 苹果助手的国际化版本，开展啪啪多屏竞技平台项目，实施 O2O 生活助手项目，建设大数据中心以及补充流动资金。
- ▶ **业绩对赌：**业绩承诺人承诺恺英网络在 2015 年度、2016 年度、2017 年度的归母扣非后净利润分别不低于 46,192.60 万元、57,107.77 万元、70,178.77 万元；若本次重组无法在 2015 年度内完成，则延长利润补偿期至 2018 年，2018 年度承诺扣非净利润不低于 83,047.03 万元。

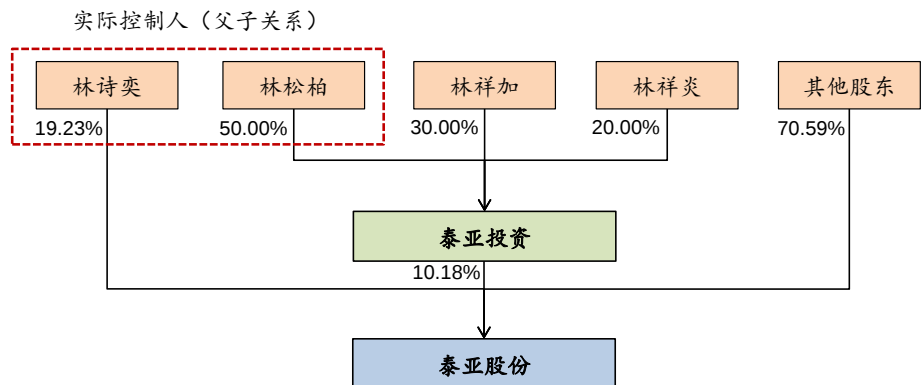


图表 12：募集配套资金投向

序号	募投项目	投入金额（万元）	项目说明
1	XY 苹果助手国际版	97,120.06	XY 苹果助手是一款 iOS 设备管理工具，为用户提供手机瘦身、iPhone/iPad 游戏和应用下载、最新苹果资讯发布等内容。基于其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	105,199.80	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、内容丰富的竞技主体娱乐平台，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	30,000.01	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	34,740.58	把握互联网用户的行为趋势，通过大数据的提升运营效率，将平台效应最大化。
5	补充流动资金	50,000.00	为公司发展提供流动资金。
合计		317,060.45	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

截至 2015 年 5 月，恺英网络董事长王悦直接持有恺英网络 29.74%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 8.78%的股权，并直接持有圣杯投资 13.73%的出资额（王悦非圣杯投资执行事务合伙人），为恺英网络的实际控制人。考虑配套融资因素，交易完成后，王悦及其承担执行事务合伙人的骐飞投资将控制上市公司总股本的 26.64%。恺英网络董事长王悦为上市公司控股股东及实际控制人。

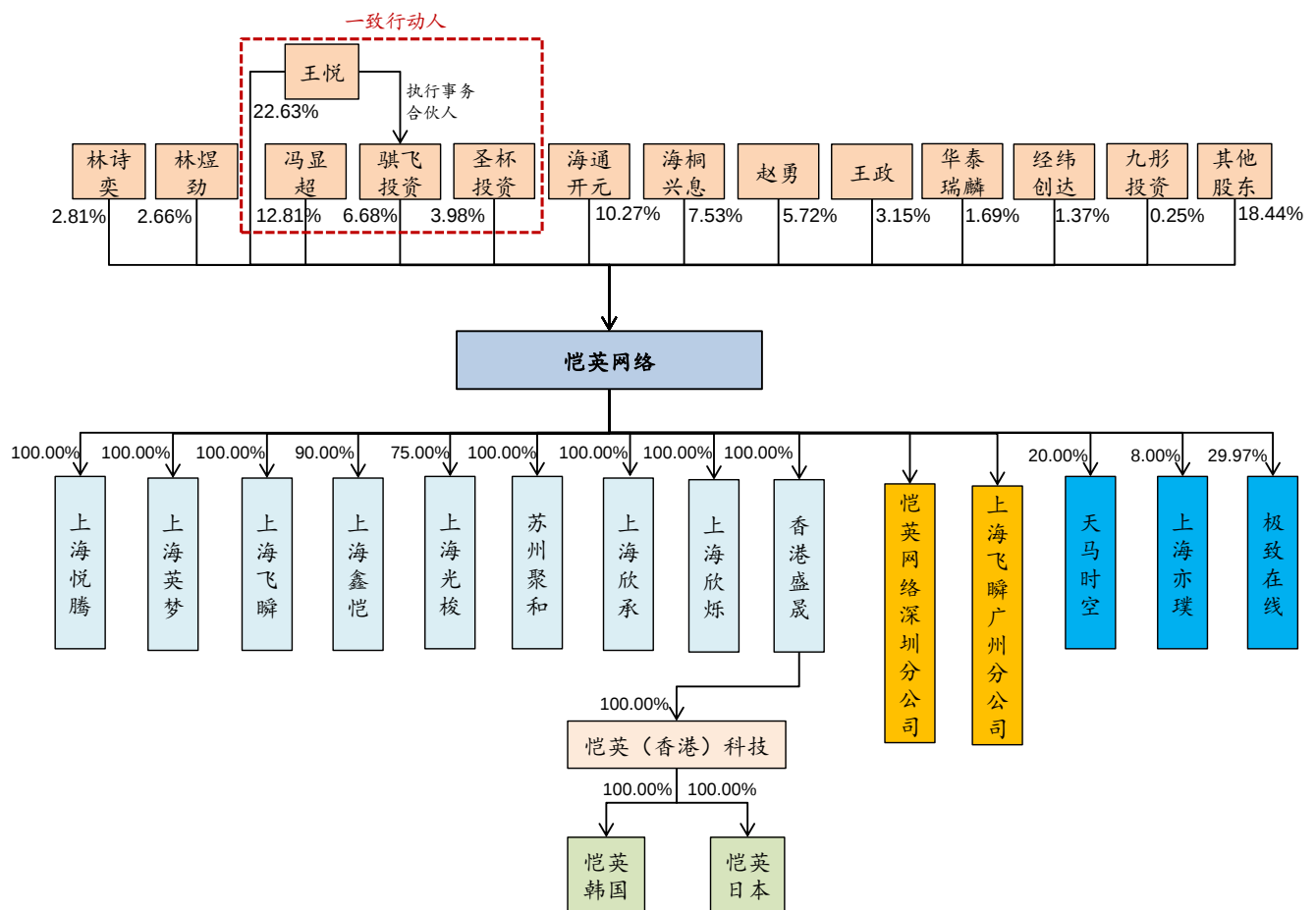
图表 13：交易前泰亚股份股权结构图


注：2015 年 11 月 11 日，泰亚投资通过协议转让方式将其持有的 1800 万股无限售流通股股票（占总股本 10.18%）转让给林煜勋先生，2015 年 11 月 24 日完成过户登记。

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 14：交易后泰亚股份股权结构图（不考虑配套融资因素）

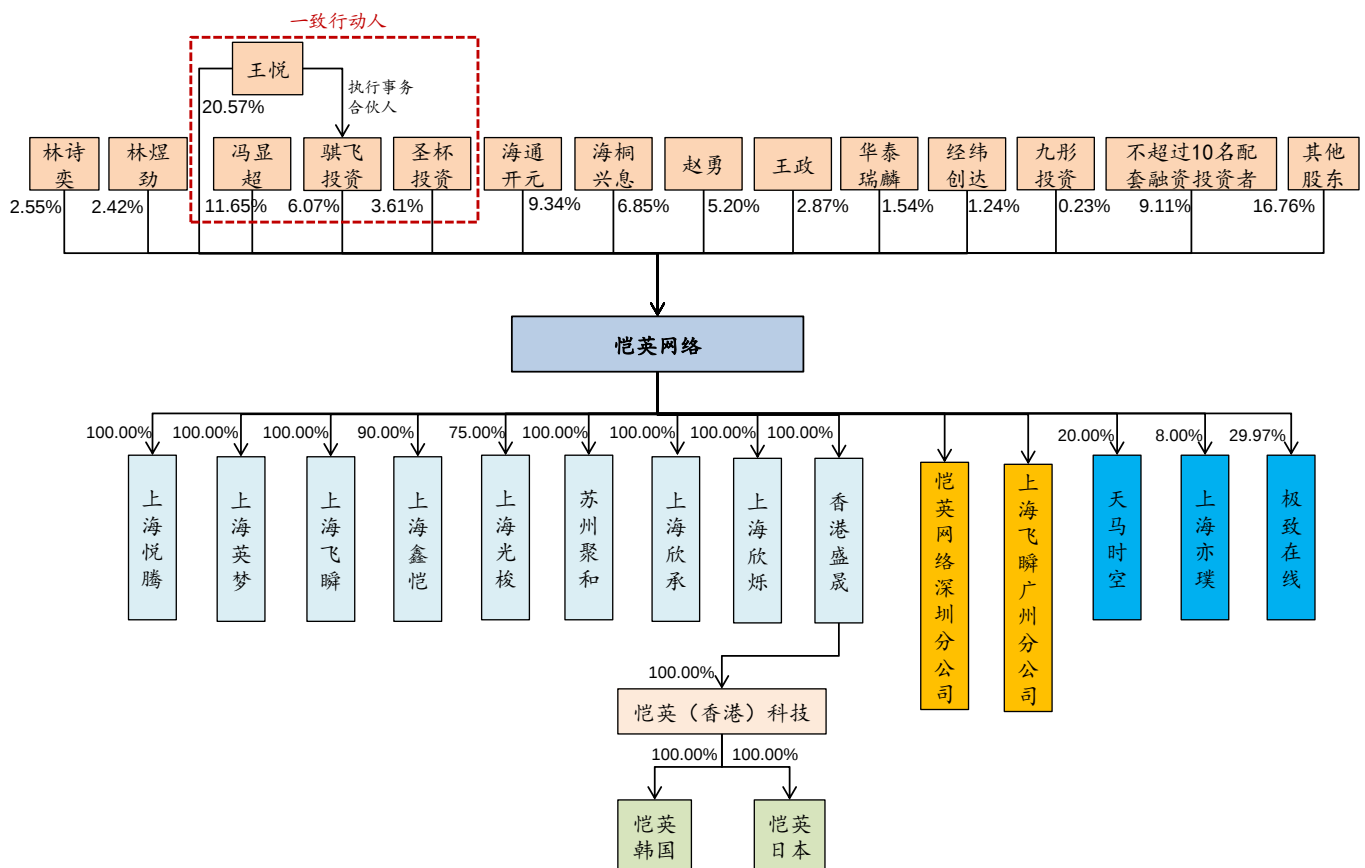


注：王悦、冯显超和圣杯投资已签署《一致行动协议》，各方同意在上市公司生产经营及公司治理过程中保持一致行动（协议中还规定在各方意见无法达成一致时，以王悦的意见为准），且王悦为骐飞投资执行事务合伙人，因此王悦与冯显超、圣杯投资及骐飞投资构成一致行动关系。

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 15：交易后泰亚股份股权结构图（考虑配套融资因素）



注：王悦、冯显超和圣杯投资已签署《一致行动协议》，各方同意在上市公司生产经营及公司治理过程中保持一致行动（协议中还规定在各方意见无法达成一致时，以王悦的意见为准），且王悦为骐飞投资执行事务合伙人，因此王悦与冯显超、圣杯投资及骐飞投资构成一致行动关系。

资料来源：公司公告，中金公司研究部



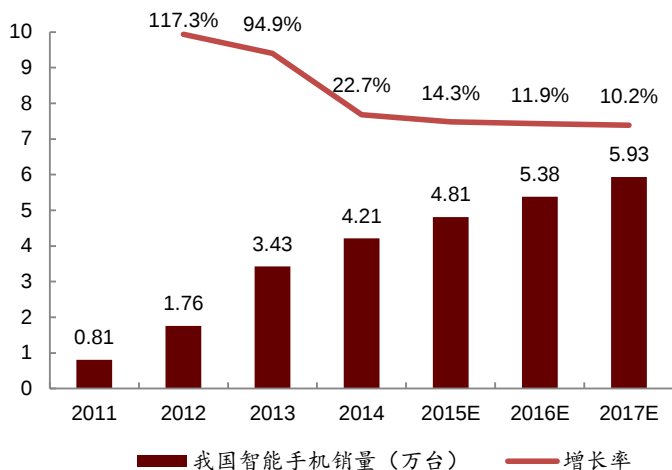
2. 内生业务强劲，三大平台+手游自研构筑全版图

2.1 XY 苹果手机助手：跻身行业龙头，畅享用户红利

2.1.1 移动化浪潮助推应用分发兴起，iOS 第三方平台竞争激烈

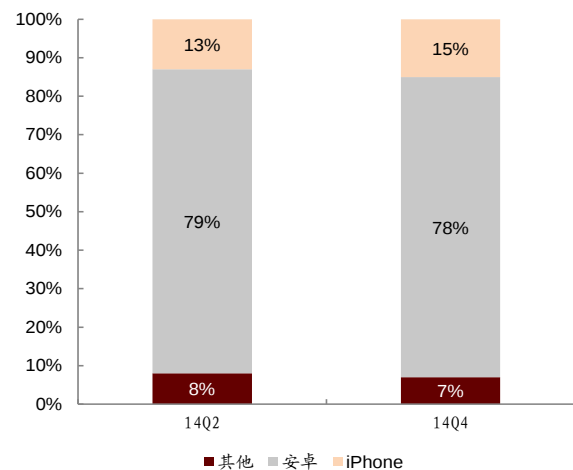
随着移动互联网技术与服务水平的不断提升以及人们消费模式的不断升级，以苹果品牌为代表的移动智能终端销量在国内增长较快。全球市场中，包括手机、平板电脑和 PC 在内的智能终端设备市场中，Mac OS 和 iOS 系统占有率基本保持稳定。从我国的智能手机的整体销量来看，2014 年增速已经明显放缓，人口红利基本已经终结，未来增速仅为 10% 左右。然而苹果智能机在国内的销量却依然强劲，随着大屏 iPhone 6 在 2014 年第三季度的上市，苹果手机市场份额迅速拉升，2014 年第四季度，苹果公司首次成为中国市场上销量排名第一的手机生产商，占智能手机保有量大盘比例达 15%。此外，根据 Gartner 预测，全球市场中 iOS 系统的占有率在 2015~2016 年将稳定维持在 11~12%。

图表 16：我国智能手机销量放缓



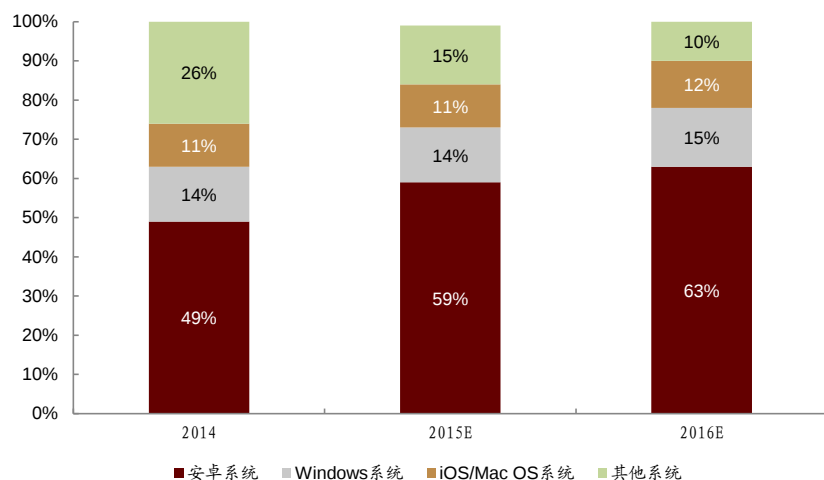
资料来源：易观智库，中金公司研究部

图表 17：iPhone 占智能手机保有量大盘比例迅速拉升



资料来源：《百度移动趋势报告 2015》，中金公司研究部

图表 18：全球智能终端设备中 iOS/Mac OS 系统占有率基本保持稳定



资料来源：Gartner，中金公司研究部



iOS 封闭系统下，第三方应用分发需求催生行业机遇。与安卓系统的开放性不同，苹果 iOS 系统为封闭系统，应用下载主要通过官方 App Store 进行，用户对第三方应用分发软件的使用也相对较少。目前中国用户获取苹果应用下载主要通过官方 App Store、第三方应用推荐和第三方分发平台三个途径。

图表 19：我国苹果用于应用下载的三个途径

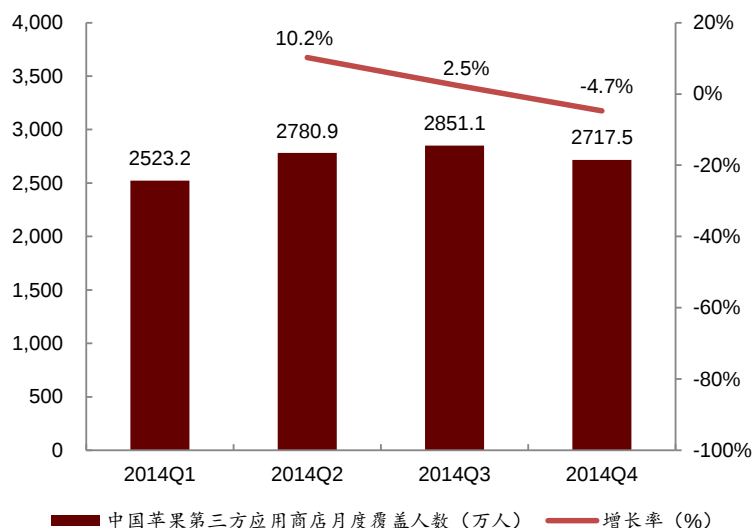
途径	介绍
官方 App Store 商店	苹果官方推出的 App Store 商店，主要提供应用下载、推荐、搜索等功能，是苹果用户使用最多的应用商店，但功能相对单薄。
第三方 App 推荐	在以微信为代表的部分社交类 App 和以网易新闻为代表的部分内容类 App 中会以专栏（非广告链接）的形式提供其他应用的下载推荐，多为推广旗下游戏或者合作应用，但这种推荐的下载链接最终仍会跳转到官方的 App Store，第三方的 App 仅起到推广和入口作用。
第三方手机助手	这类手机助手不仅提供应用下载，更增加了壁纸、铃声下载；移动端与 PC 端联结管理文件等差异化功能，同时对于搜索、推荐、下载管理等基础功能进行了更符合中国用户习惯的优化，因而手机助手也是用户下载应用的重要渠道之一。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

由于苹果官方 App Store 一直存在的应用审查冗长导致上架时间滞后、用户支付存在障碍且消费流程较长等问题，使得苹果用户对第三方应用分发市场的需求一直存在。移动应用开发市场的同质化竞争加剧也使得渠道在整个产业链中的重要性凸显。伴随苹果智能手机等终端设备数量的不断增长，iOS 系统下的第三方应用分发行业在我国也得以快速发展。

根据艾瑞咨询数据显示，我国苹果系统的第三方应用商店覆盖人数在 2014 年 Q1、Q2 保持稳定增长，2014 年 Q3 受到苹果系统更新升级的影响，用户数量微微下滑，在 2014 年第四季度达到 2717.47 万人。预计随着大部分第三方应用商店开始兼容新的苹果系统，用户数量将会有所回升并继续增长。

图表 20：中国苹果系统第三方应用商店月度覆盖人数



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

iOS 系统第三方应用商店市场品类繁多，竞争激烈。在众多品牌的 iOS 系统第三方应用商店中，2011 年 10 月上线的 PP 助手、iTools 以及 91 苹果助手属于较为老牌的三款。而随着该市场的不断发展，更是有越来越多的新进品牌出现在用户视野中，其中崛起较快的几个品牌包括快用苹果助手、海马苹果助手、爱思助手和 XY 苹果助手等。根据艾瑞咨询对 2014 年中国垂直型苹果第三方应用商店的统计来看，资历较老的 PP 助手依然在渠道覆盖人数和营收上保持着领先的地位，包括 XY 助手、快用、同步推等在内的新进品牌也表现不俗。

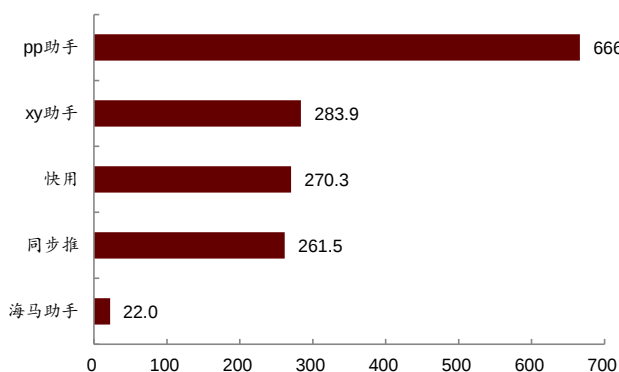


图表 21：国内苹果第三方应用商店市场品牌繁多、竞争激烈



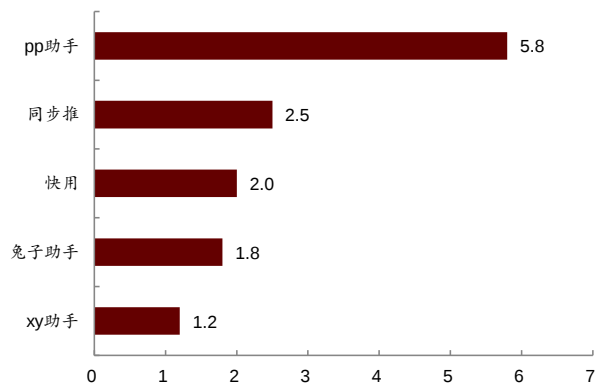
资料来源：网络公开资料，中金公司研究部

图表 22：2014 年中国垂直型苹果第三方应用分发渠道平均月度覆盖人数 Top 5（万人）



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 23：2014 年中国垂直型苹果第三方应用商店营收 Top 5（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

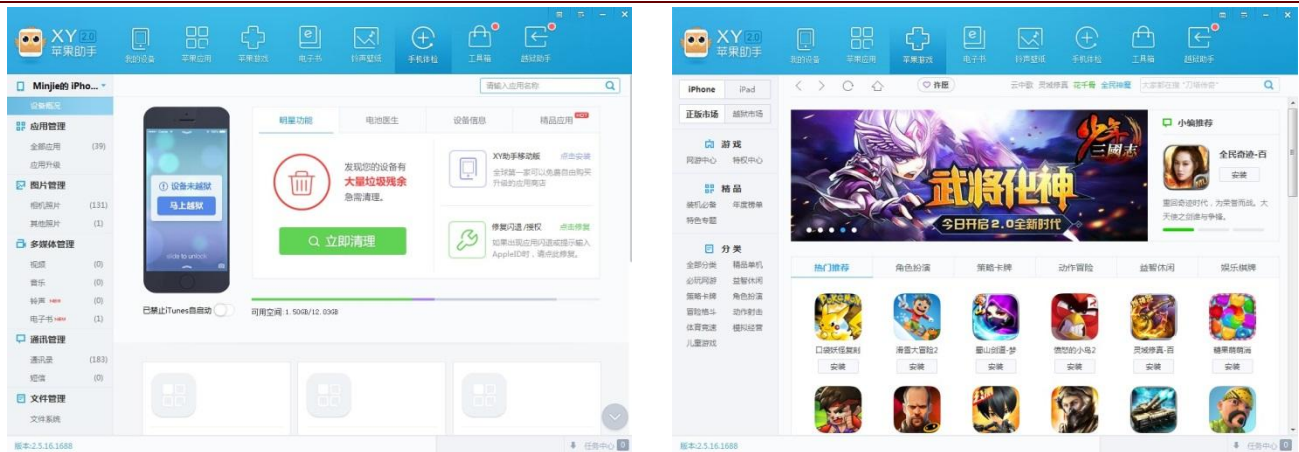
2.1.2 XY 苹果助手：打造 iOS 第三方应用平台翘楚

恺英网络自 2013 年开始研发 XY 苹果助手，并于 2014 年 4 月正式将产品投入商业化运营，估计目前安装量已过亿。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 苹果助手的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，产品包括 PC 端产品和移动端产品两类：

- ▶ **PC 端 XY 苹果助手：**拥有大量正版 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 XY 苹果助手：**移动客户端界面设计简洁，轻巧精致，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贴心设计的修复闪退等多个实用功能，专为果粉用户量身打造，大大提升果粉用户使用体验。

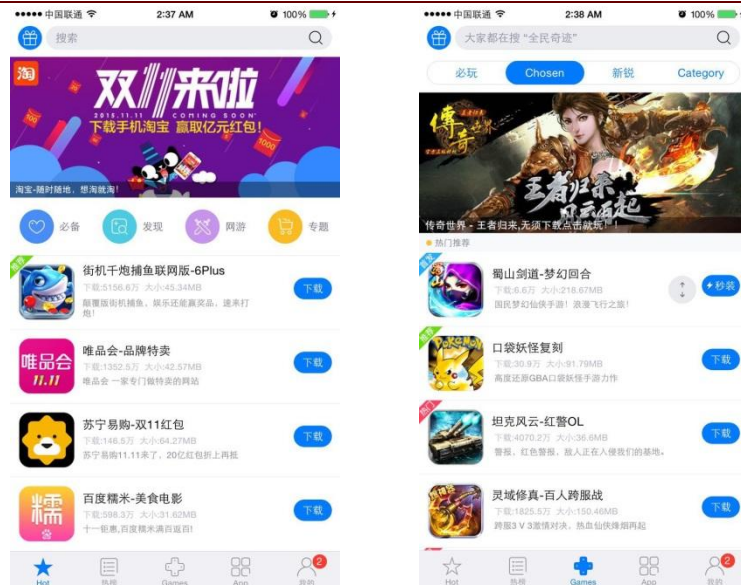


图表 24: PC 端 XY 苹果助手



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 25: 移动端 XY 苹果助手



资料来源：公司公告，中金公司研究部

XY 苹果助手的运营主要包括内容运营、社区运营及用户维护三个方面：

- ▶ **内容运营**是维持 XY 苹果助手高分发量、高用户活跃度的重要运营手段之一。一方面，XY 苹果助手能够快速收录新上架热门 APP，使用户在使用产品时获得更好的体验；另一方面，XY 苹果助手会将热门 APP 放在最优位置，展现给用户并提供下载，从而产生最大价值。对此，恺英网络已建立一套健全的推荐制度，能够有效让用户在使用产品时获得更好的体验。
- ▶ **社区运营**主要通过 XY 苹果助手论坛进行，为的是方便苹果用户沟通交流、了解最新最热的苹果资讯以及提供苹果设备日常使用问题解决方案的理念。恺英网络 XY 苹果助手论坛创立于 2014 年 3 月，得到了广大苹果用户的肯定，独立访客数量由 2014 年 3 月的 10 万增长到 2015 年 3 月的 70 万，极大地提高了用户粘度和 XY 苹果助手在线下的口碑传播。
- ▶ **用户维护**主要包括 XY 苹果助手日常使用疑问解答、优化建议反馈以及联运移动网络游戏玩家的问题咨询和反馈三个方面，保证用户在使用助手以及助手附带服务时，能够得到最优体验，进而提高 XY 苹果助手在苹果用户中的受欢迎程度和用户粘性。



XY 苹果助手的盈利模式包括 CPA（Cost Per Action）、CPT（Cost Per Time）、CPS（Cost Per Sales）三种，结算模式则与盈利模式相对应。盈利模式上，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。结算模式上，XY 苹果助手凭借自身积累的用户与众多开发者或授权商进行业务合作，并通过提供推广服务或进行移动游戏分发取得收入。

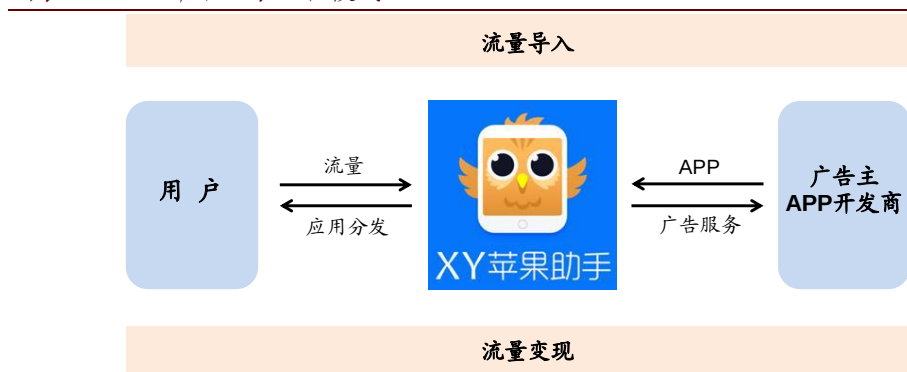
图表 26: XY 苹果助手盈利与结算模式

分类	盈利模式	结算模式
CPA(Cost Per Action)	每次行动成本：用户通过XY苹果助手下载应用程序，并有效激活后，恺英网络按有效激活量向应用开发商或发行商收取市场推广服务费用	恺英网络与应用开发者或授权商对用户转换情况进行实时监控，每期结算费用=单个应用级或结算价x当期实际有效激活应用数量
CPT(Cost Per Time)	按时间单位收费：应用开发商或发行商根据XY苹果助手提供的应用排行榜、APP推荐等方式向用户展示内容。恺英网络根据其所提供展位位置、展位时间等方式向应用开发商或发行商收取市场推广服务费用	恺英网络与应用开发者或授权商共同对应应用产品的实际投放量进行实时监控，根据XY苹果助手每月的排期表实际投放天数结算收费
CPS(Cost Per Sales)	按实际销售产品数量收费：用户下载应用程序后，恺英网络按照用户在该应用中的充值流水按一定的比例与应用产品的开发商或授权商进行分成	恺英网络与XY苹果助手手中的移动网络游戏或其他移动应用产品接入SDK支付系统，游戏玩家或应用产品用户充值所产生的收益由双方按照约定比例分成

资料来源：公司公告，中金公司研究部

XY 苹果助手的经营包括产品研发、产品采购和推广及产品运营。在产品研发上，为了保证研发的高效、稳定，恺英网络建立了一套高效的、高频迭代的、敏捷的研发流程，包括产品设计和需求分析、用户体验设计（UED）、架构设计、研发和测试以及发布、维运和运营。产品的采购主要包括日常运营所需要的机器设备、软件、服务器、带宽及宣传推广 XY 苹果助手的推广服务费用。产品的推广一方面靠不断优化产品体验、增加用户数量进行口碑宣传，另一方面靠在百度、360、搜狗、必应等搜索平台投放广告进行网络推广，同时依托百度、谷歌庞大的用户行为数据库、精准受众定向技术以及网盟展示广告的精准确曝光实现 XY 苹果助手用户流量的导入，提升产品知名度。

图表 27: XY 苹果助手经营模式



资料来源：公司公告，中金公司研究部

依托丰富、实用的产品功能设计以及较为完善、成熟的经营体系，XY 苹果助手实现了在移动流量入口处的精确卡位，从而使公司在移动应用分发行业蓬勃发展的过程中能够充分享受行业增长的红利。



2.1.3 四大核心竞争力突出，“渠道拓展+生态建设”蕴含无限活力

XY 苹果助手自产品推出至今虽然仅有不到两年的时间，但是却取得了极为快速的发展，在竞争激烈的苹果第三方应用商店市场中迅速崛起，这与 XY 苹果助手在技术水平、渠道运营、流量变现和信息积累方面的较强竞争力有着密切的关系。

1) 技术团队业内领先，产品功能及迭代能力强大。恺英网络自 2013 年开始研发 XY 苹果助手至今已积累有近三年的实战经验，公司同时还与外部优秀技术团队开展合作，技术在业内领先，从而保证 XY 苹果助手能够在 iOS 系统更新时快速响应，造就了强大的产品迭代能力和较高的行业壁垒。公司在技术上的长期投入也使 XY 苹果助手形成了更加完善的产品功能和更加细致的用户体验，使用上较官方 App Store 更加快捷方便。XY 苹果助手所提供的一些功能独特的 App，如微信双开等，对用户也有着较强的吸引力。

2) 渠道推广经营能力与用户获取能力突出。自 XY 苹果助手 2014 年 4 月正式进行商业化运营以来，其下载量和用户数量呈爆发式增长，第一个月便积累用户 217.96 万。根据艾瑞咨询监测数据显示，2014 年下半年，XY 苹果助手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为第二，平均月度覆盖 238.9 万人，仅次于 PP 助手；在 2014 年中国垂直型苹果第三方应用商店营收排名中，XY 苹果助手以 1.2 亿元营收排名第五。截至 2015 年 8 月 31 日，XY 苹果助手总装机量已经突破 9500 万，月新增用户安装量超过 400 万，估算当前安装量已经过亿。历史用户积累量和积累速度证明了公司优异的渠道推广经营能力和低成本快速获取用户的能力。

3) 内容运营和流量变现能力强大。XY 苹果助手的运营主要包括内容运营、社区运营及用户维护三个方面。出色的内容运营能力使 XY 苹果助手能够维持其高分发量、高用户活跃度；高效的社区运营和用户维护则提高了用户体验及用户粘性，促进了 XY 苹果助手线下的口碑传播。XY 苹果助手积累的大规模的用户量为其收入利润井喷提供了坚实的基础，目前 XY 苹果助手安装量已过亿，月活数达到 1100 万台，**2015 年 7 月和 8 月的平台流水收入已经稳定在月 6000 万元以上，基本超越 PP 助手成为行业第一。**

4) 平台化运营积累用户数据优势。作为拥有过亿安装量和过千万月活的移动应用分发平台产品，XY 苹果助手具备优越的数据获取能力，不断积累的用户数据优势使公司能够更好地进行业务拓展，帮助广告主与应用开发商实现更加精确高质的推广效果。例如，公司可以对 XY 苹果助手平台上移动应用的下载和使用情况进行数据分析，捕捉和预判行业趋势，先于市场提前进行产品布局与推广，并利用自有用户迅速做大目标业务。XY 苹果助手已经成为了有效连接用户和移动开发者、广告商的纽带，可以使广告、应用迅速到达用户，提升了信息传播的效率。XY 苹果助手在为新业务的开拓提供更高保障的同时，也使得平台流量变现能力得以提升。

除此以外，XY 苹果助手未来还将向垂直领域的变现渠道进行拓展，同时进行苹果越狱生态系统建设，深度开发未来空间。在现有的广告和游戏变现渠道基础上，XY 苹果助手未来还将积极的向互联网金融、电子商务、网络文学、互联网便民服务等垂直领域进行拓展，从而在提供流量入口的同时进一步增加用户变现的渠道和方式。此外，作为卡位精确的移动流量入口和用户聚集平台，XY 苹果助手还有望通过对苹果越狱生态系统的建设来实现对自身亿级用户进行更为细致的群体划分，并与同各类 O2O 产业进行更为深度的合作，未来发展空间十分广阔。

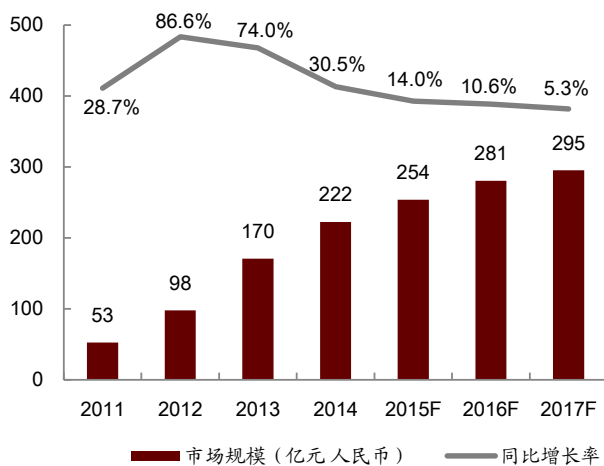


2.2 XY.COM: 卡位页游入口，多元化运营创收

2.2.1 页游行业增速趋缓，运营平台格局集中

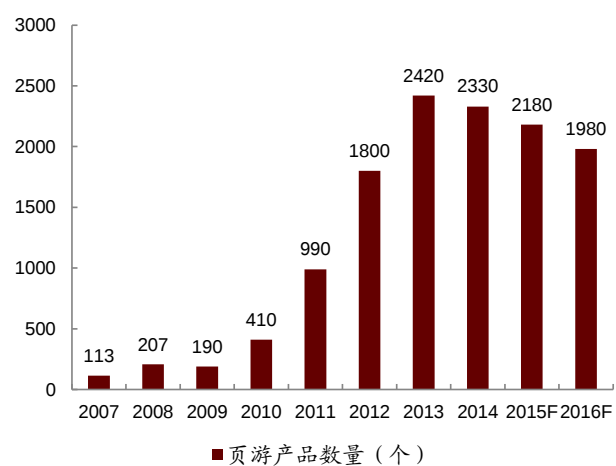
页游增速趋缓，产品精品化、运营深度化是关键。随着互联网行业技术和服务的快速发展以及网民对碎片化时间娱乐需求的逐步增长，页游凭借其无需下载、无需安装、打开浏览器即可进行游戏的便捷性特征得以迅速发展，尤其在2012和2013年市场规模增速高达86.6%和74.0%，预计2015年市场规模将达253.56亿元。页游投入小、研发周期短、上线速度快、网络入口多等特征也使其产品数量得以在2011~2014年出现猛增。大量的页游产品进入多个平台同时运营，产品的同质化问题使得运营商承压，因而对于运营商而言，更加重要的是如何将流量导入到变现最快的精品页游上。随着页游行业发展逐渐趋于成熟，加之来自移动端市场快速发展的压力，页游市场规模和产品数量增长趋势均已逐步放缓。开发商与运营商也更加理性，页游市场每年生产的产品数量逐渐趋于平稳，页游运营平台们也纷纷推进“深度化”运营策略，在满足客户需求、加强精品产品推广、汇聚流量等方面不断努力。总的来看，产品精品化与运营深度化已成为页游行业未来发展的关键。

图表 28：我国页游市场规模增速趋缓



资料来源：易观智库，中金公司研究部

图表 29：我国页游市场逐步成熟并出现“精品化”趋势



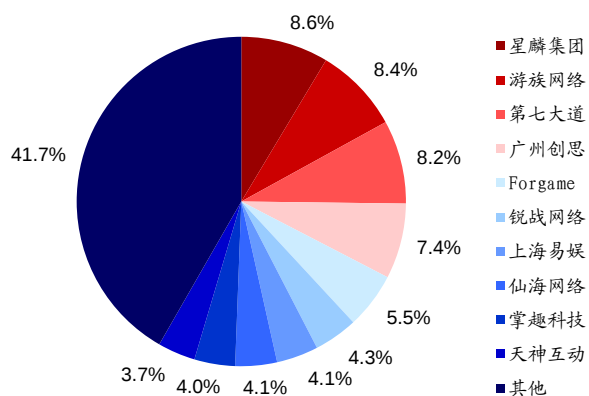
资料来源：易观智库，中金公司研究部

页游平台占据产业链话语权，自有页游平台利润率更高。从产业链上来看，页游运营商把控着开发商到用户之间产品及现金流的关键环节，也是导入用户的关键环节，所处位置极为关键。页游运营商采取的运营方式分为自主运营和联合运营两类。联合运营的页游平台数目较多，按流量来源又可分为自有流量和非自有流量运营平台两类，其中腾讯开放平台相对其他联运平台而言自成体系，主要通过腾讯系社交网络导入用户，在运营规则、分成比例和营销方式上均与普通联运平台不同。在自主运营模式下，自主运营平台独立完成游戏的运营推广，分得的利润和附加值也相应更高。

目前，我国的页游运营平台竞争格局较为稳定，与页游研发市场“碎片化”的格局相反，页游运营平台格局呈现了较高的集中度。从易观智库提供的2014年页游市场数据来看，腾讯凭借常年积累的用户群占据了三分之一的市场份额；37游戏依靠强大的产品运营能力，占据了12.3%的市场份额；360游戏则凭借庞大的自有流量和用户基础，竞争优势也较为明显。页游运营市场前三甲格局及市场占有率也一直较为稳定。

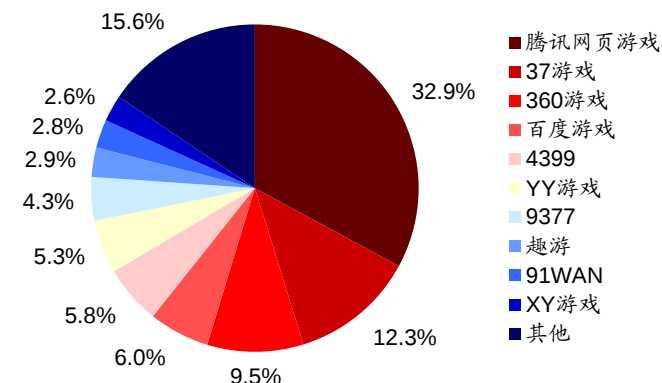


图表 30：我国页游研发商格局“碎片化”明显（2014）



资料来源：易观智库，中金公司研究部

图表 31：我国页游运营平台格局趋于集中（2014）



资料来源：易观智库，中金公司研究部

2.2.2 XY.COM：精品导向，国内领先

XY.COM 是恺英网络旗下的精品网页游戏运营平台，主要覆盖国内网页游戏市场中除腾讯网页游戏市场以外的网页游戏联运市场。恺英网络在 XY.COM 上有丰富的代理产品，且代理运营的游戏数量不断增加。2012~2014 年 XY.COM 上产品数量分别为 4 个、22 个和 39 个，截至 2015 年 2 月 28 日达到 45 个。代理游戏包括大型网页游戏《烈焰》《烈火屠龙》《武易》《三国乱世》《赤月传说》等，游戏类型包括即时战斗类及回合式，游戏题材涵盖武侠、魔幻、三国等多种元素，内容不断丰富，且更加注重对精品游戏资源的竞争与发掘，向精品化发展。

图表 32：恺英网络游戏自有平台运营模式

运营模式	主要平台	运营内容	盈利模式
自有平台运营	XY.COM Kingnet.COM	恺英网络负责游戏的运营、推广和维护，提供平台游戏上线的广告投放、在线客服及充值收款统一管理。	游戏玩家直接在游戏平台注册进入游戏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，恺英网络代理游戏根据游戏玩家的充值额与游戏开发商进行分成，自研游戏直接通过玩家的充值额获得收入。 自主运营模式下，恺英网络一般于每月初与网络游戏的研发商或授权商进行对账结算，确认上月的网络游戏分成款，双方确认无误后恺英网络向网络游戏的研发商或授权商开具发票并办理款项结算。

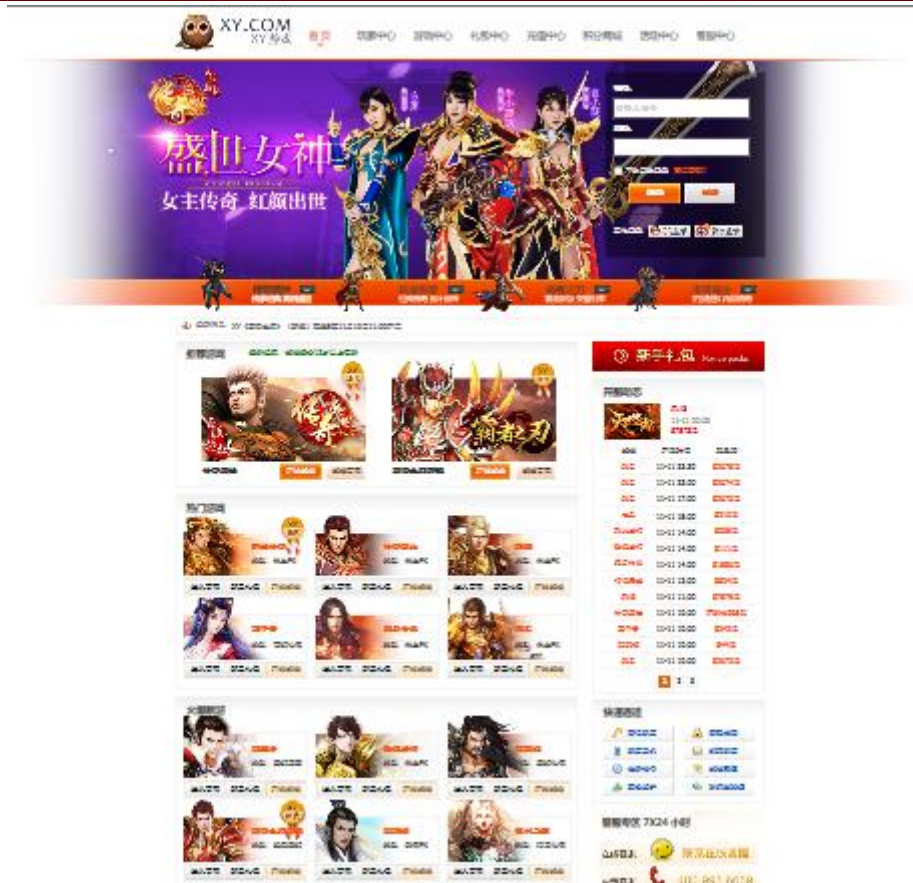
资料来源：公司公告，中金公司研究部

产品引入机制及用户获取能力突出，平台运营坚持精品化策略。XY.COM 作为业内领先的独立页游运营平台，已经建立有产品接触、产品筛选与评估、沟通洽谈、合同审批和签署、产品上架等专业高效的产品挖掘、测评及引入机制，并与众多优秀游戏研发商建立了紧密的代理运营战略合作关系。同时，XY 页游运营团队拥有着业内领先的游戏评估、游戏运营和用户获取能力，并且拥有较为成熟的大数据实时投放回本系统数据测算技术。恺英网络在对自有页游平台的运营过程中，坚持精品化的运营策略，不断提高对代理运营游戏的判读能力、不断积累游戏运营维护经验、不断优化玩家体验，从而实现了自有精品页游平台网络游戏运营收入的持续增加。

如今，**XY.COM** 已经成长为国内领先的独立页游联运平台，月流水在 **3000 万以上**，位于行业第四。截至 2015 年 2 月 28 日，XY.COM 平台累计注册用户数为 4,008 万，月均活跃用户超过 100 万。公司预计 2015 年第四季度将在《传奇盛世》和《霸者之刃》上取得较大收入增长。



图表 33: XY.COM 界面



资料来源: XY.COM 官网, 中金公司研究部

未来, XY.COM 平台将逐步实行多元化战略, 进一步做大平台业务规模:

- ▶ 游戏产品多元化上, 除即时战斗类 RPG 游戏外, 还会逐步发展策略类、回合制的战斗、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, 并通过独家代理、首发、联运、自研、投资等多种方式向用户呈现;
- ▶ 平台用户多元化上, 针对多元化产品, 将对应精准用户向 XY.COM 集中, 使平台用户类型会更加丰富、稳定性更强;
- ▶ 推广模式多元化上, 不仅保持现有页游传统推广模式, 还将增加客户端游戏的品牌营销及其他多种多样的新型推广模式。

2.3 腾讯开放平台业务: 长期合作奠定一线伙伴地位

除自主平台运营以外, 恺英网络自主研发及部分代理的网页游戏主要通过腾讯开放平台运营。公司自 2009 年开始在腾讯开放平台运营众多自研社区游戏、网页游戏和移动游戏, 自 2013 年第三季度开始在腾讯开放平台发行和代理第三方页游和移动游戏。



图表 34：恺英网络游戏联运平台运营模式

运营模式	主要平台	运营内容	盈利模式
第三方平台联合运营	腾讯开放平台、Facebook、百度、小米等	第三方平台公司各自负责游戏的推广和充值服务； 恺英网络与第三方平台联合运营，工作包括对第三方平台进行调研和选择、开展商务谈判及签订合同、产品上架、数据日常监控、核对及开票结算、产品下架等。	游戏玩家需要注册成为上述游戏平台公司的用户，在平台公司的充值系统中进行充值购买虚拟货币，再在游戏中购买虚拟道具。该种运营模式下，第三方平台公司各自负责游戏的推广和充值服务。恺英网络按照第三方游戏平台公司合作协议约定的分成比例进行业务结算。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

腾讯开放平台上的长期经营为公司积累了成熟的市场经验。由于腾讯用户的需求更具多样性，因此腾讯的一部分用户的内在需求或者细分市场往往并不能完全被腾讯自研团队所满足。恺英网络在与腾讯开放平台的长期合作中，逐渐形成了对用户行为更深层次的理解，并积累了对用户行为数据分析的更为丰富的经验。因此，恺英网络也就更加善于捕捉和发现新趋势下用户尚未被满足的市场需求，并且在把握用户需求趋势、精准定位细分市场、寻找合适产品以及将产品打磨得更适合目标用户需求等方面更具竞争优势。

根据艾瑞咨询发布的行业研究报告，2015 年第一季度腾讯页游平台按游戏产品充值流水统计的第三方企业流水中，恺英网络排名第一。

图表 35：恺英网络在腾讯开放平台运营游戏



资料来源：网络公开资料，中金公司研究部

对于腾讯开放平台，公司将在 PC 端与移动端共同发力，促进营收增长。在 PC 端页游市场，公司将发力一些生命周期更长的游戏类别，类似已经被腾讯独代的《坦克大战》。同时，公司也将继续寻找一些新兴细分市场领域的优秀产品。而在移动端市场，公司则争取通过联合研发、独代等方式在腾讯移动端有所突破。

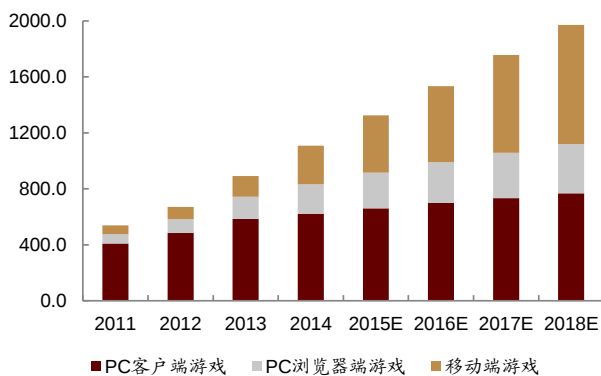
2.4 游戏自研：手游自研成功转型，大 IP 精品导向佳作迭出

2.4.1 手游市场景气，大 IP 作品引领行业潮流

网游市场规模超千亿，行业整体发展较快。我国网络游戏市场经过十余年的发展，目前市场规模已超千亿元。根据艾瑞咨询的预测，2015 年我国网络游戏市场规模有望超过 1300 亿元人民币。其中，手游、页游、端游市场规模均不断增长，2015 年市场规模预计将分别达到 408 亿元、255 亿元和 661 亿元。目前，网络游戏已经成为我国互联网行业中利润最为可观的市场之一。

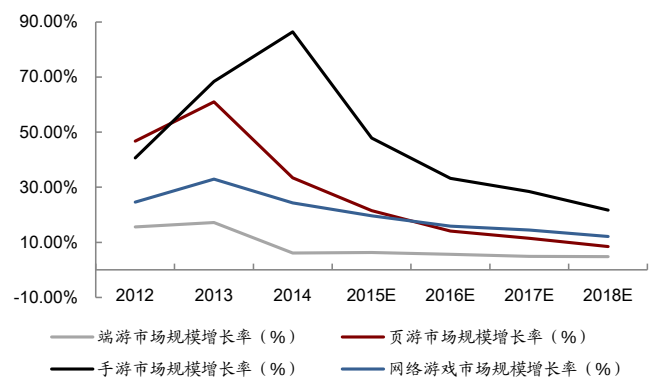


图表 36：我国网络游戏市场规模发展迅速（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 37：我国网络游戏细分市场中手游增速最快

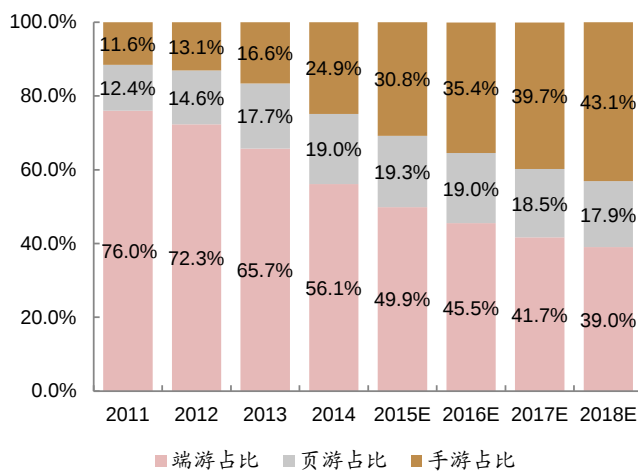


资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

网游行业移动化趋势凸显，市场竞争加剧带动手游行业向精品化路线靠拢。移动游戏的发展较页游与端游更为迅速，估计 2011~2015 年 CAGR 可达 25% 以上，未来三年年均增速也将达到约 14%。移动网络游戏市场占总体网游市场的比例已由 2011 年的 11.6% 提升至 2014 年的 24.9%，市占率在 2014 年首次超越页游。根据艾瑞咨询预测，整个网络游戏市场的结构将在 2018 年出现拐点，手游将超越端游成为最大的网游细分市场。预计 2015 年手游市场规模将达到 412.5 亿元人民币，同比增长 40.5%；手游用户人数将达到 5.6 亿人，同比增长 17.0%。

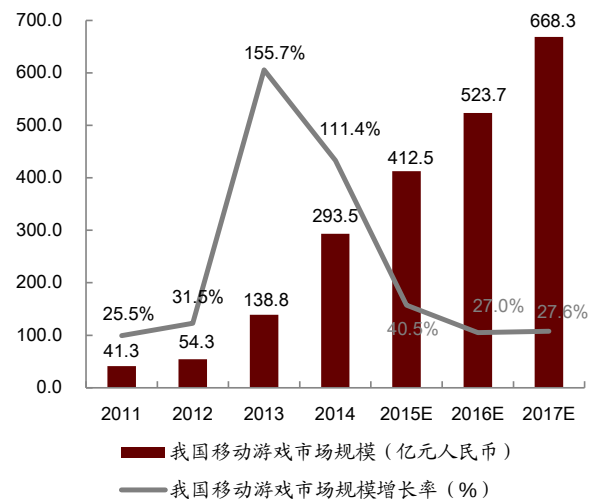
在此趋势下，原先的主要页游研发商纷纷逐步向移动游戏领域转型，恺英网络即为其中之一。2014 年第四季度主流厂商集中上线主流产品大幅拉升市场行情，市场竞争加剧使得手游产品的研发、发行和运营逐步向精品化路线靠拢，行业增长驱动由人口红利向精品化推动转变。

图表 38：我国网络游戏市场结构“移动化”趋势明晰



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

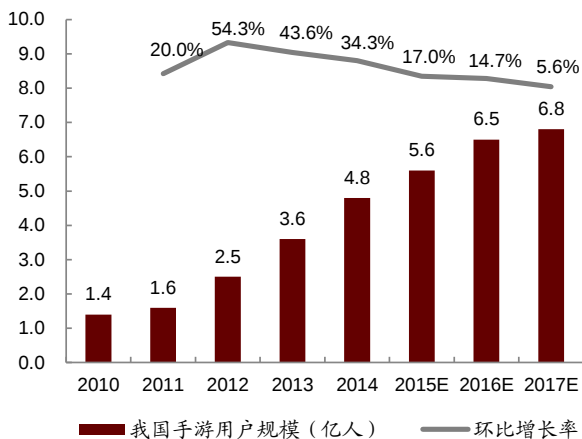
图表 39：我国移动游戏市场规模增长较快



资料来源：易观智库，中金公司研究部

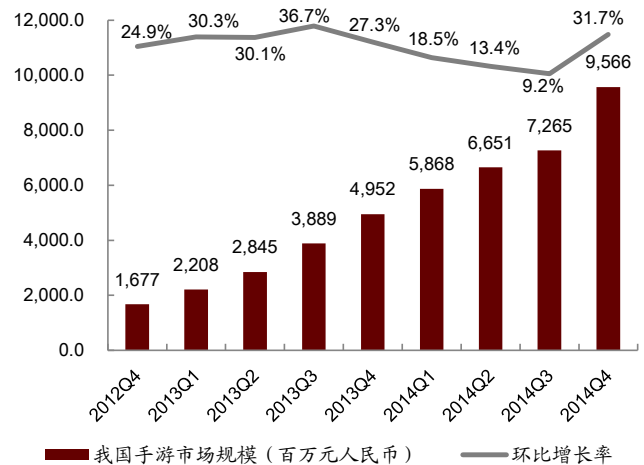


图表 40：我国移动游戏用户规模稳步增长



资料来源：易观智库，中金公司研究部

图表 41：2014 年第四季度手游行情大幅拉升



资料来源：易观智库，中金公司研究部

端游 IP 改编手游成为热门，多平台联动效应更受关注。随着手游市场的持续火爆，各大网络公司为在市场中占据一席之地，纷纷采取了端游改编同名手游的策略，凭借经典端游积累的大量忠实玩家实现改编手游产品流水值的大幅提升。2014 年的最畅销手游《刀塔传奇》即由端游 IP 改编，上线半年单日流水就突破了 2000 万元，上线一周年之际累计注册用户月 7000 万人，日活 385 万人，月流水高达 2.7 亿元（除海外），2014 年全年流水 21.6 亿元，2015 年第一季度流水 7.88 亿元。

进入 2015 年，这一趋势更是全面爆发，流水排名位列前茅的手游产品多由知名端游 IP 改编而来。2014 年 12 月公测的《全民奇迹 MU》即改编自韩国端游《奇迹 MU》，其首月流水高达 2.42 亿元，之后的月流水更是一度达到约 3 亿元。同样的，改编自网易著名端游《梦幻西游》的手游产品自登陆 iOS 平台以来，仅用三天时间就一举夺得最具含金量的 iOS iPhone&iPad 畅销榜榜首之位，业内推测其在今年的流水甚至高达 10 亿元，一举打破了此前畅销榜第一产品月流水一亿元左右的惯例。除此外，2015 年流水过千万的游戏中，《三国杀传奇》《炉石传说》《暴风英雄》《新仙剑奇侠传》《魔域口袋版》《热血传奇手机版》《拳皇 98 终极之战 OL》《九阴真经》《跑跑卡丁车》等 11 款游戏也都拥有端游 IP 基因。



图表 42：游戏公司端游 IP 改编手游产品汇总

公司	端游（括号内标注为端游运营商）	上线时间	用户量	手游	状态	成绩	备注
腾讯	《穿越火线》	2007年	PCU超过500万	《穿越火线：枪战王者》	测试		
	《地下城与勇士》	2005年	PCU突破300万	《地下城与勇士》	研发中		
	《斗战神》	2010年	PCU突破60万	《全民斗战神》	上线		
	《QQ飞车》	2008年	PCU突破300万	《天天飞车》	上线	畅销榜前10	
	《QQ炫舞》	2008年	PCU超过260万		上线		永航科技开发，腾讯代理
	《勇者大冒险》	2015年		《勇者大冒险》	上线	畅销榜前50	
	《剑灵》	2013年	PCU超过200万	《战斗吧剑灵》	测试		
网易	《御龙在天》	2012年	PCU超过80万	《九龙战》	上线	畅销榜前10	三国题材，同一团队开发
	《梦幻西游》	2003年	PCU超过271万	《梦幻西游》	上线	畅销榜第1	原版回合制
				《梦幻西游无双》	研发中		ARPG
	《大话西游2》	2002年	PCU超过126万	《大话西游》	上线	畅销榜第2	
	《大话西游3》	2007年		《西游-神魔决》	上线	畅销榜前30	
	《天下3》	2011年		《天下HD》	上线	畅销榜前10	原版ARPG
				《天下X天下》	研发中		动作格斗
畅游	《倩女幽魂》	2011年	PCU超过40万	《新倩女幽魂》	研发中		
	《大唐无双零》	2011年		《大唐无双零》	研发中		
	《斩魂》	2011年		《斩魂HD》	研发中		
	《天龙八部》	2007年	PCU超过93.6万	《天龙八部移动版》	下架		卡牌手游，已下架
				《天龙八部3D》	上线	畅销榜前10	佟庆领制作
				“新天龙八部手游”	研发中		韦青领制作
	《鹿鼎记》	2011年		《鹿鼎记》	测试		卡牌手游
盛大游戏	《轩辕剑七》	未上线		《轩辕剑online》	研发中		
				《轩辕剑格斗版》	测试		
	《热血传奇》	2001年	PCU超过70万	《热血传奇》	上线	畅销榜第1	
	《龙之谷》	2009年	PCU超过70万	《破晓之光》	测试		
	《地城之光》	2014年		《超级地城之光》	上线		
	《神雕侠侣》	2012年		《神雕侠侣》	上线	畅销榜前5	
	《魔力宝贝》	2002年		《魔力宝贝》	上线	畅销榜第2	手游版由SE授权
完美世界	《诛仙》	2007年		4款手游	研发中		
	《梦幻诛仙》	2009年					祖龙娱乐开发
	《神魔大陆》	2013年		《神魔大陆3D》	上线	畅销榜前20	
	《神鬼传奇》	2009年		《神魔幻想》	上线	畅销榜前30	
	《笑傲江湖》	2013年		《笑傲江湖3D》	上线	畅销榜前30	
	《射雕英雄传OL》	2015年		《东方不败》	测试		祖龙娱乐开发
	《射雕英雄传3D》			《射雕英雄传3D》	测试		
巨人网络	《圣斗士星矢OL》	2013年		《圣斗士星矢》	上线	畅销榜前20	卡牌手游
	《征途》	2006年	PCU突破210万	《新征途》	上线	畅销榜前10	
	3D征途	未上线		《3D征途》	研发中		
	《仙侠世界》	2013年		《仙侠世界》	研发中		
	《剑侠情缘》系列网游	2002年	总在线人数超70万	《剑侠情缘移动版》	测试		王屹领制作
				3DMMORPG“剑侠情缘”	研发中		邹涛领制作
	《剑侠情缘3》	2009年		格斗版“剑网3”手游	研发中		郭炜炜领制作
蜗牛	《剑网3爱萝莉》			《剑网3爱萝莉》	上线		跑酷手游，试水之作
	《九阴真经》	2012年		《九阴》	上线	畅销榜前20	
	《天子》	2008年		《天子》	上线	畅销榜前20	
	《神武》	2010年		《神武2》	上线	畅销榜第1	
	《梦想世界》	2007年		《梦想世界》	上线		
	《劲乐团》	2005年	PCU突破65万	《劲乐团》触控版	上线		触控代理
	《劲乐团3》	2015年		《劲乐团3》	测试		久游网与涛瑞天堂联运，手游与端游同步上线
网龙	《跑跑卡丁车》	2006年	PCU突破80万	《跑跑卡丁车》	上线	免费榜第1	
	《魔域》	2006年	PCU突破57万	《口袋魔域》	上线		
	《奇迹MU》（龙族）	2002年		《全民奇迹》	上线	畅销榜第1	端游久游城发行，手游天马时空研发，恺英发行
	《问道》	2006年	PCU突破100万	《问道》	测试		
	《梦三国》	2009年	PCU突破50万	《梦三国传奇》	上线		
	《坦克世界》	2011年	国服PCU突破25万	《坦克世界：将军》	上线		端游为TPS，手游为卡牌游戏
	《热血传奇》（盛大）	2001年		《决战沙城》	上线		盛大正版授权《传奇》类手游
昆仑万维	《露娜》（天游）	2009年		《露娜战纪》	测试		端游为天游代理
	《艾尔之光》（巨人）	2011年		《艾尔战纪》	研发中		端游国服由巨人网络代理
	《梦幻龙族》（冰冻娱乐）	2009年		《梦幻龙族》	上线		端游国服由冰冻娱乐代理，现已停运
	《仙境传说》	2003年		《仙境传说：守护永恒的爱》	研发中		《仙境传说》历经智冠游戏新干线、盛大、昆仑万维运营，《仙境传说》2款手游及页游均由骏梦游戏研发，同时骏梦游戏将代理端游《仙境传说2》
				卡牌类RO手游	研发中		
	《热血江湖》（17GAME）	2005年		“热血江湖”手游	研发中		中清龙图CEO杨圣辉内部邮件内容中首次传出消息

资料来源：游戏茶馆，游戏日报，网络公开资料，中金公司研究部



同时我们也看到，各家游戏厂商对于游戏产品的多平台联动效应更加的重视，不少端游及其同名手游的发布时间相隔仅一年或更短，也有一些游戏厂家在游戏开发之初就表示要开发全平台的游戏产品。

2.4.2 公司立足精品，佳作迭出

恺英网络自主研发及代理网络游戏涉及大型网页游戏、社交网页游戏、移动网络游戏等多个游戏品类，游戏题材丰富，精品频出。大型网页游戏是恺英网络核心产品之一，公司自主研发了《蜀山传奇》《炎黄传奇》等多款网页游戏精品大作，涵盖武侠、三国等多个主流题材。恺英网络还自主研发了社交网页游戏《捕鱼大亨》《热血海盜王》以及移动游戏《蜀山传奇手机版》，并与天马时空联合开发了《全民奇迹》等精品游戏。此外，恺英网络还代理运营了多款其他公司开发的网络游戏，其中包括移动网络游戏《保卫萝卜2》《时空猎人》《我叫MT》《天龙八部 3D》《刀塔传奇》等，大型网页游戏《烈焰》《烈火屠龙》《武易》《三国乱世》《赤月传说》等。

图表 43：恺英网络自研及代理的主要游戏运营情况（截至 2015 年 2 月）

游戏名称	来源	运营方式	主要运营平台
蜀山传奇	自主研发	自主平台运营、第三方平台联合运营	Kingnet.COM、Facebook、腾讯开放凭条
全民奇迹	联合开发及全球独代	自主平台运营、第三方平台联合运营	XY 苹果助手、百度、小米等第三方联运平台
斩龙传奇	独代	自主平台运营、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
烈火屠龙	代理	第三方平台联合运营	腾讯开放平台
武易	代理	自主运营	XY.COM

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 44：恺英网络目前主要游戏产品及指标（2015 年 7 月）

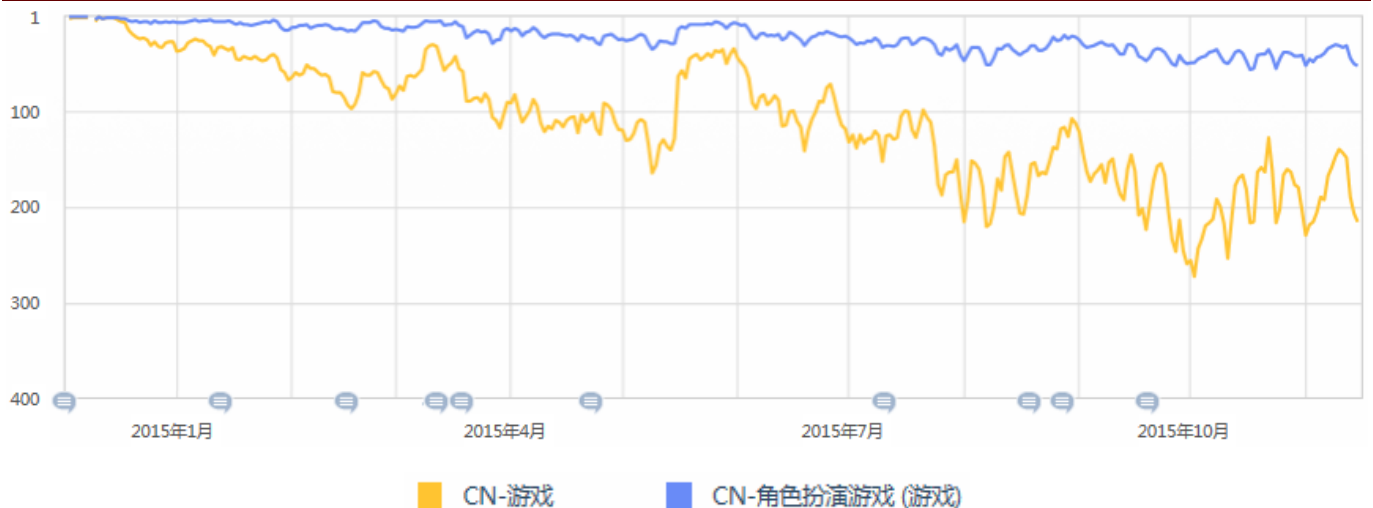
游戏名称	用户总数 (人)	月活用户 (人)	月付费用户 (人)	月人均 ARPU (元)	月人均 ARPPU (元)	充值消费比	注
蜀山传奇	918,766	3,130	248	69.99	883.40	99.30%	自主运营平台
	47,298,108	245,629	9,166	32.99	884.08	99.24%	第三方联运平台
捕鱼大亨	88,434,252	159,507	5,071	0.28	8.95	100%	全渠道
炎黄传奇	7,119,189	11,695	879	4.11	54.67	99.16%	全渠道
三国战将	1,909,003	7,679	117	4.71	309.26	100%	全渠道（2015 年 5 月数据）
全民奇迹	35,352,278	11,775,251	399,057	27.45	810.04	92.82%	全渠道
斩龙传奇	4,160,783	198,934	7,008	18.73	531.56	99%	自主运营平台
	18,322,851	703,420	56,547	13.65	169.74	100%	第三方联运平台
烈焰	12,257,368	68,417	5,272	48.70	631.95	97.30%	全渠道
烈火屠龙	13,134,473	263,235	12,873	25.21	515.49	99.15%	全渠道
武易	2,656,131	8,246	436	48.94	925.62	99.59%	全渠道
三国乱世	18,171,195	2,333,487	35,268	12.46	824.37	98.87%	全渠道
斗战西游	6,539,302	6,966	159	3.48	152.50	100%	全渠道
赤月传说	898,853	5,521	639	58.54	505.76	99.91%	全渠道
屠龙传说	752,173	3,865	145	10.83	288.58	100.00%	全渠道
武尊	1,158,715	2,046	150	28.71	391.65	99.47%	全渠道

资料来源：公司公告，中金公司研究部

全球独代手游《全民奇迹》，流水冲天创“奇迹”。2014 年 8 月，恺英网络全球独代《全民奇迹》，游戏一经推便迅速收到市场推崇。2014 年 12 月 10 日，《全民奇迹 MU》产品全渠道上线，首日充值突破 2,600 万元，打破单品手游历史记录，并连续 100 天在安卓平台和 App Store 双榜排名前十。《全民奇迹 MU》自上线以来持续占据榜单前列，单月流水最高达到约 3 亿元。预计该款游戏明年国内流水会逐步下降，但公司将在海外市场进行大力推广，预计整体流水仍将维持在高位。

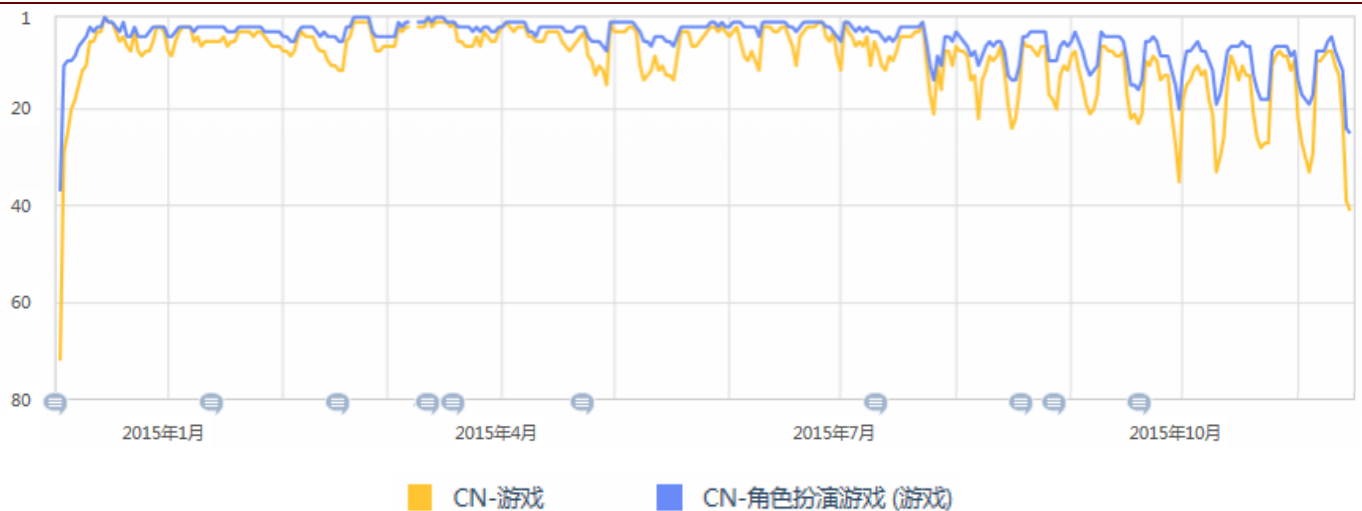


图表 45: 《全民奇迹 MU》中国地区游戏下载量排名 (Download Ranks, 2014.12~2015.11)



资料来源: App Annie, 中金公司研究部

图表 46: 《全民奇迹 MU》中国地区游戏畅销榜排名 (Grossing Ranks, 2014.12~2015.11)



资料来源: App Annie, 中金公司研究部

未来,公司将专注移动游戏精品化研发,利用平台优势开展大数据战略。在移动互联网迅速崛起的大背景下,公司明确了未来业务发展方向主要在移动端。对于手游产品研发,公司将坚持走精品化研发路线,并充分利用平台优势,更专注于移动游戏产品的用户趋势分析、产品定位,以及 IP 的储备和运营,站在平台的高度精准定位和布局研发新产品,依托大 IP 战略、大数据战略以及大作经验积累来实现更高的产品成功率。



3. 定增+外延助力，长线成长空间广阔

3.1 “新三大平台+大数据战略”箭在弦上

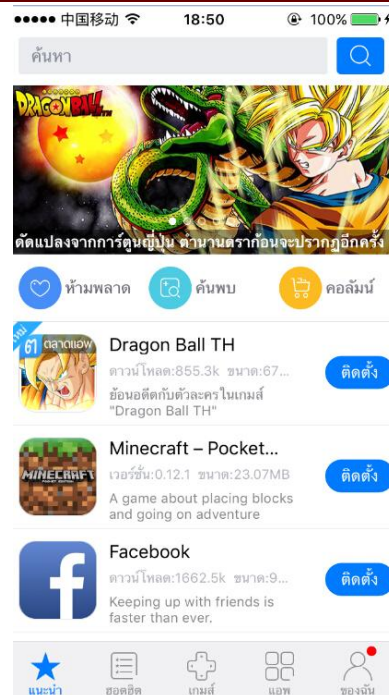
公司精准把握行业发展趋势，积极进行前瞻性布局，定增一旦落地将为公司带来长期、持续增长动力。目前，公司在本次交易中募集配套资金的定增方案已经通过证监会审批，方案有望近期落地。公司本次拟向不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 6,782 万股股份募集配套资金不超过 317,060.45 万元（发行价格不低于 46.75 元/股），募集金额将用于开发和全球推广 XY 苹果助手的国际化版本，开展喵喵多屏竞技平台项目，实施 O2O 生活助手项目，建设大数据中心以及补充流动资金。公司站在大平台商的行业高度进行前瞻性布局，未来有望通过新三大平台项目及大数据战略实现流量入口优势和信息优势的持续积累与突破，从而保障公司的长期、持续增长动力。

► XY 苹果助手国际版

XY 苹果助手出海，打造国际性品牌。XY 苹果助手国际版项目将建设成为一个全球 iOS 设备持有用户的互联网入口，通过入驻 PC 端和移动端为苹果用户提供设备个性化、娱乐多元化的服务。该项目将集成移动产品分发、社区交互、服务、资讯等功能，打造具有丰富的可扩展性和交互性的应用商店。

海外需求旺盛，变现价值巨大。iOS 国际市场中，几乎没有与 XY 苹果助手类似的其他竞品。而大量中等收入国家的用户行为与国人相似，XY 苹果助手产品在海外有着广泛的用户需求，潜在可触逾十亿具有较高付费能力的苹果设备用户，从而为公司带来良好的经济效益。此外，国内目前 App 对出海渠道的需求持续升高，也为产品带来了巨大的变现价值。

图表 47: XY 苹果助手国际版



资料来源：公司资料，中金公司研究部



▶ 啪啪多屏竞技平台

“手机+电视”多屏融合，探索云技术电竞平台。啪啪多屏竞技平台将建成一个以手机终端（安卓及 iOS）+家庭电视（安卓）网络竞技平台为主题，通过自主研发的模拟器技术将街机、FC、GBA、SFC、PSP、PS、MD 等数万款经典游戏的操作及功能进行批量自定义定制化后，移植到手机及电视平台中，并通过时空联网技术（针对即时竞技游戏）以及非时空联网技术（针对排名竞技游戏）两种联机模式，全面支持网络竞技游戏在自主研发的网络云技术平台中运营。

电竞引领网游潮流。目前，电子竞技类游戏正在崛起，并培育了大量用户需求，是网络游戏各细分行业中前景最为广阔的类型之一。基于海量、高质、高粘性的游戏用户，啪啪多屏竞技平台将具有强大的变现实力。未来，公司还可借此平台切入硬件市场和家庭娱乐市场，帮助娱乐硬件合作伙伴进入互联网云服务领域，提高公司的社会品牌价值与影响力，在移动与电视领域为公司提高行业综合竞争力。

图表 48：啪啪多屏竞技平台



资料来源：公司资料，中金公司研究部

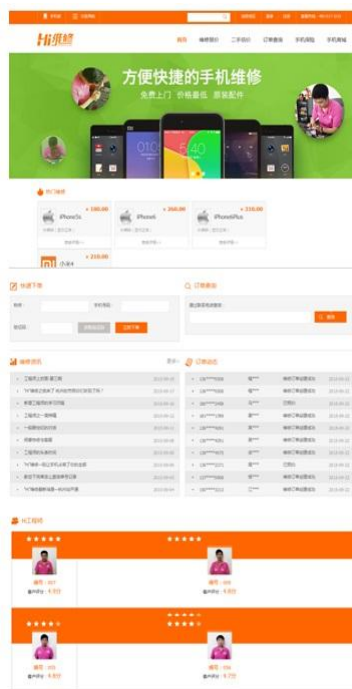
▶ 嗨维修 O2O 项目

线下手机维修一站式服务，携手 XY 苹果助手打造 O2O 生态链。嗨维修 O2O 项目是基于 XY 苹果助手的“分发功能+内容提供+帮助用户连接手机和线下服务”的一站式服务工具，也是公司构建 O2O 生态链的首要环节。O2O 生活助手可以为用户提供连接线下的一站式服务，比如，当用户在 O2O 生活助手里搜索一部电影相关的关键字时，O2O 生活助手可以根据关键字结合大数据分析功能，给用户直接提供观看电影 App（即 App 分发）、提供该部电影的观看视频给用户直接观看（即内容提供）以及让用户直接购买相关剧场的电影票（即 O2O 服务）。

解决用户痛点，创造业务协同。目前手机维修市场鱼龙混杂，人们到店维修所需的时间成本也越来越高，作为刚性需求的手机维修便成了人们生活中的一大痛点，手机售后服务市场巨大。嗨维修打造的手机维修线下一站式服务模式把握住了用户的核心需求，并能够提供更加优越的用户体验，让用户需求一触即达。同时，嗨维修 O2O 项目还极易与公司自有的 XY 苹果助手等平台相结合，从而进一步提高用户粘性、扩大用户基础、延长产品生命周期，并助力公司拓展盈利模式、提高盈利能力。



图表 49：嗨维修 O2O 项目



资料来源：公司资料，中金公司研究部

► 大数据战略

积极推进大数据战略，全面提升运营效率。经过多年的发展，公司积累了海量的游戏注册用户数据，并拥有庞大的用户游戏行为数据、各类移动互联网产品历史运营数据和实时市场表现数据。通过实施大数据战略，公司能够有效的利用自身数据资源优势，提升运营效率及产品研发成功率，提高数据可靠性、稳定性和安全性，给公司游戏及互联网产品研发、运营及互联网平台运营提供及时准确的数据支持。

项目建设完成后，恺英网络的运营、研发实力和核心竞争力将得以提高，可有效提升恺英网络经营管理能力、游戏及互联网产品研发效率和精准度，有效提升游戏及互联网产品运营能力，从而间接为恺英网络带来巨大的经济效益。

3.2 外延扩张有望进一步打开成长空间

投资乐相科技进军虚拟现实，外延布局小试牛刀。2015 年 12 月 25 日，恺英网络和迅雷、上海乐相科技有限公司（大朋 VR）达成战略合作，大朋 VR 获得迅雷领投、恺英网络跟投的 3000 万美元 B 轮投资。公司此次通过对外投资强势切入 VR 内容开发领域，目前已经与大朋 VR 合作进行《全民奇迹》的 VR 版本化开发，未来相关投入力度有望得以继续加强。公司自身业务在互联网平台及游戏研发方面优势巨大，通过与合作方的深度合作，各方将形成市场优势资源的良好互补。

外延拓展步伐坚定，跨越式发展有望进一步打开成长空间。从众多上市游戏公司的发展路径来看，依靠资本优势开展外延投资和收购并进行实力扩充、跨界合作与泛娱乐布局已经成为了诸多上市游戏公司快速成长的重要途径和必由之路。一方面，上市游戏公司可以通过资本运作继续在游戏产业上下游进行布局，包括 IP 内容、游戏引擎、大数据服务、游戏产品研发、发行推广到运营等全产业链环节，开启平台化战略；另一方面，也可以向产业外进行拓展，如向应用分发、互联网与移动营销、影视动漫、硬件、互联网金融等行业渗透，通过跨界布局与融合实现业务协同，提升营收与业绩水平。恺英网络借壳泰亚股份登陆 A 股后，来自资本市场的支持将为公司带来更加广阔的发展机遇与成长空间。未来，公司有望通过外延并购实现进一步的跨越式发展。



4. 盈利预测及估值建议

我们对公司 2015~2017 年盈利预测做出如下假设：

- 1) 预测公司 2015~2017 年营业收入依次为 **23.36 亿元、29.84 亿元和 36.28 亿元**，同比增长率依次为 **221.0%、27.8%和 21.6%**。公司的主营业务分为游戏产品与移动互联网产品两类。在游戏产品方面，公司未来计划重点布局移动端精品游戏产品的研发，并积极推进自有平台运营以及在将主要移动网络游戏研发以合作平台上的游戏代理业务。由于《全民奇迹 MU》对公司 2015 及 2016 年游戏产品收入的影响较大，预计随版权到期将对公司游戏产品营业收入造成一定影响，预测游戏产品营业收入 2015~2017 年增长率为 214.7%、19.5%和 20.4%。在移动互联网产品方面，随着 XY 苹果助手的用户基础不断积累、接入移动游戏数量不断增加、应用产品种类不断丰富以及对移动端推广的持续投入，移动游戏分发以及其他应用分发的收入将呈现较快的增长趋势。预测公司移动互联网产品收入 2015~2017 年增长率为 253.4%、66.2%和 25.6%。
- 2) 预测公司 2015~2017 年游戏产品业务毛利率为 **59.8%、65.5%和 61.6%**，移动互联网产品业务毛利率为 **72.0%、73.5%和 74.5%**。公司 2014 年开拓了新的移动互联网产品业务，主要是 XY 苹果助手平台上的游戏分发和其他应用分发，其中游戏分发按一定比例进行分成，其他应用分发主要为移动应用推广。2014 年和 2015 年上半年，公司移动互联网产品业务毛利率分别为 77.81%和 70.29%。由于 XY 苹果助手仍处于推广阶段，因此对外部合作商的分成比例较高。在游戏产品业务上，随着公司不断推进大平台化战略，公司代理运营的游戏逐渐增多，并需要对第三方研发商进行分成。此外，对公司收入影响较大的《全民奇迹》上，上海悦腾按约定需要向版权所有者韩国网禅按每月运营收入支付使用费，并向联合研发商天马时空按月流水支付分成分。以上因素均导致公司游戏产品业务的分成占比升高，毛利率下降，2012~2014 年游戏产品毛利率分别为 87.52%、76.44%和 71.37%。未来，随着公司平台化战略和大数据战略的不断推进，毛利率水平将有所改善。预测公司 2015~2017 年综合毛利率依次为 62.0%、67.4%和 64.7%。
- 3) 预计公司 2015~2017 年销售费用率为 **20.0%、25.0%和 22.0%**，管理费率为 **8.5%、8.0%和 7.5%**。公司 2012 至 2014 年以及 2015 年上半年销售费率为 9.6%、35.3%、44.1%和 19.7%。随着公司运营的游戏产品不断丰富、数量不断增加，市场推广费用逐年增加，销售费用也逐年上升。销售费用率在 2015 年大幅下降，主要因为《全民奇迹》的运营收入实现了快速增长，而相关的市场推广费用已在前期投入。公司 2016 年将加大对 XY 苹果助手等产品的推广力度，市场推广费用预计将有较大幅度的增长。我们预计未来销售费用总额将随营业收入增长而逐渐上升。公司 2012 年至 2014 年以及 2015 年上半年管理费率为 61.5%、33.4%、17.5%和 8.5%。公司管理费用主要包括研发费用以及职工薪酬等。随着公司由单一互联网游戏内容研发商向互联网多平台运营商的成功转型，公司主要通过代理游戏开展平台运营，研发费用支出有所减少，预计未来管理费率将进一步改善。
- 4) 预测公司 2015~2017 年所得税有效税率分别为 **4.0%、6.0%和 8.5%**。对于公司整体，按照高新技术企业进行预测，适用所得税费率为 15%。此外，恺英网络享受软件企业所得税两免三减半的优惠政策，免税期限为 2011 年 1 月至 2012 年 12 月，减半期限为 2013 年 1 月至 2015 年 12 月；上海悦腾享受软件企业所得税两免三减半的优惠政策；免税期限为 2015 年 1 月至 2016 年 12 月，减半期限为 2017 年 1 月至 2019 年 12 月。上海悦腾主要承担《全民奇迹》的第三方联合运营，《全民奇迹》收入预测期间为 2015~2016 年，在此期间内上海悦腾享受免税优惠政策。



图表 50：收入分类预测表

(单位：百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
游戏产品					
营业收入	408.69	610.39	1,921.00	2,294.90	2,762.35
增长率	96.9%	49.4%	214.7%	19.5%	20.4%
毛利率	76.4%	71.4%	59.8%	65.5%	61.6%
移动互联网产品					
营业收入	-	117.41	414.90	689.38	865.81
增长率	-	-	253.4%	66.2%	25.6%
毛利率	-	77.8%	72.0%	73.5%	74.5%
主营业务收入					
营业收入合计	408.69	727.80	2,335.90	2,984.28	3,628.17
营业收入增长率	96.9%	78.1%	221.0%	27.8%	21.6%
综合毛利率	76.4%	72.4%	62.0%	67.4%	64.7%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

预测公司 2015~2017 年归属母公司净利润为 7.25 亿元、9.57 亿元和 11.82 亿元，对应当前总股本数 676,799,996 股的 EPS 为 1.07 元、1.41 元和 1.75 元；估算完成定增募集配套资金后总股数将变为 744,619,996 股，对应 EPS 依次为 0.97 元、1.29 元和 1.59 元。

恺英网络是一家拥有移动互联网流量入口、集平台运营与产品研发于一体的互联网平台型企业。公司在行业的快速发展和转型中，成功实现了由单一产品研发商向平台化运营的转型，并向移动研发切入和建设流量入口，体现了及时、快速捕捉行业新增长点的强大能力。大平台化的业务体系与战略方向使公司处于产业价值链的高端，将充分享受行业增长红利，同时降低对单一产品与业务的依赖，未来业绩具有更强的稳定性与抗风险能力。公司目前仍处于移动互联网时代大平台建设阶段的初期，未来公司基于移动互联网的平台建设和拓展将使公司处于快速发展阶段，并保持 A 股龙头企业的地位。

我们采用相对估值法，综合选取游戏研发及运营的公司作为可比标的。考虑到恺英网络是 A 股市场唯一跨 PC 端和移动端，跨境内和境外，跨线上和线下全方位布局的平台型互联网企业，我们给予其高于行业平均水平的估值。公司当前总市值 409.73 亿元（按 2015 年 12 月 31 日收盘价 60.54 元/股计算），若考虑定增配套募资因素，31.7 亿元定增完成后公司总市值 441.43 亿元。我们对公司给予公司 600 亿元目标市值，对应 2015/16/17 年 P/E 为 82.8x/62.97x/50.8x。首次覆盖给予“推荐”评级。

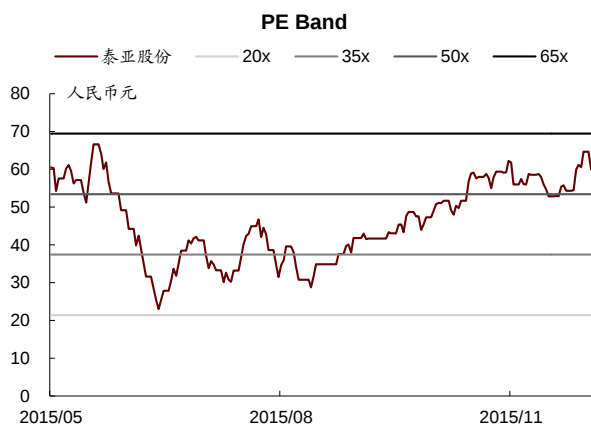
图表 51：A 股可比公司平均估值

可比公司	股票代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率 (倍)				
		2015-12-31	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
顺荣三七	002555.SZ	48.86	0.03	0.25	0.56	0.82	1.04	1629	195	87	59	47
游族网络	002174.SZ	89.53	-0.25	1.67	1.91	2.67	3.08	N.A.	54	47	34	29
掌趣科技	300315.SZ	14.00	0.23	0.27	0.18	0.25	0.32	61	52	79	57	43
游久游戏	600652.SH	21.82	0.01	-0.23	N.A.	N.A.	N.A.	2182	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
天神娱乐	002354.SZ	95.98	0.12	1.52	1.80	2.49	3.21	800	63	53	39	30
泰亚股份	002517.SZ	60.54	3.44	4.47	1.07	1.41	1.75	18	14	57	43	35
可比公司平均值								830	91	66	47	37

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

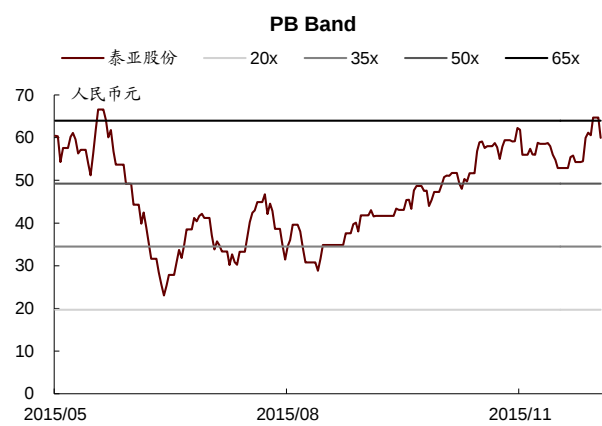


图表 52: P/E Band



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 53: P/B Band



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 54：公司财务预测详表

单位 (人民币百万)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表						
主营业务收入净额	208	409	728	2,336	2,984	3,628
(+/-%)	0.0%	96.9%	78.1%	221.0%	27.8%	21.6%
主营业务成本	-26	-96	-201	-889	-974	-1,282
主营业务税金及附加	-1	-2	-22	-35	-45	-54
主营业务利润	180	311	505	1,412	1,965	2,292
(+/-%)		72.2%	62.6%	179.5%	39.2%	16.6%
(Margin)	87.0%	76.0%	69.4%	60.5%	65.9%	63.2%
其他业务利润		0	0	0	0	0
营业费用	-20	-144	-321	-467	-746	-798
(+/-%)		626.3%	122.7%	45.6%	59.7%	7.0%
营业费用率	9.6%	35.3%	44.1%	20.0%	25.0%	22.0%
管理费用	-128	-137	-128	-199	-239	-272
(+/-%)		7.0%	-6.5%	55.6%	20.2%	14.0%
管理费用率	61.5%	33.4%	17.5%	8.5%	8.0%	7.5%
财务费用	0	0	1	8	38	70
(+/-%)		65.4%	1004.7%	0.0%	0.0%	0.0%
利息收入	3	3	4	22	55	88
利息支出	-3	-3	-2	-14	-17	-17
汇兑损益	0	0	0	0	0	0
银行手续费和其它	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	0	0
占收入	5.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	22	30	57	754	1,018	1,292
利润率	10.5%	7.3%	7.9%	32.3%	34.1%	35.6%
(+/-%)		36.0%	92.8%	1217.2%	35.0%	26.9%
投资收益	1	3	4	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
营业外收入	1	6	6	0	0	0
营业外支出	0	-5	0	0	0	0
税前利润	23	34	67	755	1,018	1,292
(+/-%)		50.9%	96.6%	1022.7%	34.8%	26.9%
所得税	2	0	-6	-30	-61	-110
有效税率	-10.6%	-0.2%	8.4%	4.0%	6.0%	8.5%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	25	34	62	725	957	1,182
(+/-%)		37.1%	80.6%	1067.8%	32.0%	23.5%
总股本 (百万股)	10	10	14	677	677	677
每股收益 (人民币元)	2.51	3.44	4.47	1.07	1.41	1.75
(+/-%)		37.1%	30.0%	-76.0%	32.0%	23.5%
股利	0	0	-100	-217	-287	-355
现金分红比例	0.0%	0.0%	161.1%	30.0%	30.0%	30.0%
每股现金分红 (人民币元)	0.000	0.000	7.200	0.321	0.424	0.524
EBIT	23	34	67	748	980	1,222
(+/-%)		49.7%	93.6%	1020.9%	31.1%	24.6%
利润率	11.1%	8.4%	9.2%	32.0%	32.9%	33.7%
D&A	4	4	4	10	13	16
EBITDA	27	38	71	757	994	1,237
(+/-%)		42.3%	83.9%	971.2%	31.2%	24.5%
利润率	13.0%	9.4%	9.7%	32.4%	33.3%	34.1%



单位 (人民币百万)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金流量表						
经营活动现金流:						
净利润	25	34	62	724	954	1,179
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
(-)投资收益	-1	-3	-4	-1	0	0
(-)财务费用	0	0	-1	-6	-35	-67
折旧和摊销	4	4	4	10	13	16
营运资本的增加	213	6	-160	371	-129	123
其它	-186	-5	-291	0	0	0
	56	74	82	1,097	803	1,251
投资活动现金流:						
固定资产投资				-1	-1	-1
长期投资和其它				-85	-12	-7
	-81	-65	1	-86	-13	-8
融资活动前现金流	-25	9	83	1,011	790	1,243
融资活动现金流:						
股权融资	0	0	280	0	0	0
少数股东投资	0	0	0	0	0	0
借款增加	0	0	278	0	0	0
发行债券	152	0	0	0	0	0
净利息支出	0	0	0	6	35	67
股利支出	0	0	-1	17	-148	-219
其他融资	-2	-23	-756	0	0	0
	150	-22	-199	23	-113	-151
汇率变动对现金的影响	0	-6	0	0	0	0
合并范围变动对现金的影响额						
货币资金增加额	125	-19	-115	1,034	677	1,091
货币资金期初余额	50	175	155	40	1,074	1,751
货币资金期末余额	175	155	40	1,074	1,751	2,842



单位 (人民币百万)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
资产负债表						
流动资产:						
货币资金	175	155	40	1,074	1,751	2,842
其他货币资金	0	0	0	0	0	0
交易性金融资产	0	5	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0	0
应收账款	6	24	70	224	286	348
预付账款	5	12	22	113	124	163
其他应收款	17	23	26	69	89	108
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	3	3	299	299	299	299
	206	222	456	1,779	2,548	3,760
可供出售金融资产						
长期投资	59	107	73	72	72	72
	0	3	3	4	4	4
固定资产						
固定资产净值	7	8	14	13	12	11
工程物资	0	0	0	0	0	0
在建工程	1	1	1	2	2	2
	7	8	14	14	14	14
无形资产和其他资产						
无形资产	6	3	8	9	8	4
长期待摊费用	4	2	25	27	28	25
其他长期资产	0	0	6	79	79	79
	70	112	111	115	115	108
递延税项借项						
	0	8	14	14	14	14
非流动资产合计						
	77	132	142	219	219	211
总资产						
	283	354	598	1,998	2,767	3,971
流动负债:						
短期借款	0	0	278	278	278	278
应付票据	0	0	0	0	0	0
应付账款	6	50	111	493	540	711
预收账款	0	1	7	21	27	33
应付工资	15	18	14	62	68	89
应付股利	0	0	100	217	286	354
应交税金	2	12	28	122	134	176
其他应付款	212	184	2	10	11	14
一年内到期的长期负债	0	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	13	15	129	20	20
	241	278	555	1,332	1,364	1,675
长期负债:						
长期借款	0	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0
递延税项贷项						
	1	0	0	0	0	0
总负债						
	242	278	555	1,332	1,364	1,675
少数股东权益						
	0	0	0	0	0	0
股东权益						
股本	10	10	14	14	14	14
储备和未分配利润	31	65	29	652	1,390	2,283
	41	75	43	666	1,403	2,297
负债和权益						
	283	354	598	1,998	2,767	3,971

资料来源：公司公告，中金公司研究部



5. 投资风险

5.1 市场竞争加剧的风险

目前，页游、手游以及移动应用分发市场消费需求持续增长，市场规模迅速扩张，盈利空间较为良好。恺英网络作为市场中的领先者，已具备一定的竞争优势与品牌影响力，但未来仍可能面临市场竞争加剧、发展空间受挤压的风险。

5.2 公司业绩过度依赖游戏研发的风险

随着公司游戏研发业务的不断发展，公司精品游戏频出，其所带来的业绩所占比重也明显增长。然而，游戏产品存在一定的生命周期，因此对公司经营形成一定风险。虽然公司目前已经逐步实现从单一的互联网游戏内容研发商向多平台运营商的成功转型，不存在依赖单一产品的风险，但来自游戏研发带来的收入目前占营业收入比重较大，对恺英网络预测期及预测期之后的营业收入仍有一定程度的影响，公司存在业绩过度依赖游戏研发的风险。

5.3 XY 苹果助手的运营风险

作为 iOS 系统下的第三方移动应用分发平台，XY 苹果助手面临一定的政策和法律风险。从美国监管部门最新的政策法规变化来看，美国《数字千年版权法案》（Digital Millennium Copyright Act, 简称 DMCA）在 2015 年 10 月出台了每三年更新一次的修正条款。此前，该法案的豁免条例中已明确说明智能手机越狱行为并不违法，今年则首次将豁免条款的豁免对象扩展至包括智能手机、平板电脑等在内的所有“便携式多功能移动计算装置（portable all-purpose mobile computing devices）”¹。因此，在该修正条款下，iOS 用户在其所使用的 iPhone 和 iPad 等设备上选择越狱或从第三方应用分发平台下载并使用应用软件不算违法，这就为 XY 苹果助手暂时扫清了相关的政策及法律风险。然而，由于以上修正条款每三年更新一次，XY 苹果助手仍面临一定的政策法规变动风险。

此外，在 XY 苹果助手的运营过程中，公司在苹果公司对 iOS 系统进行升级后，也需要及时对自身软件进行升级，从而保证用户对 XY 苹果助手的正常使用。虽然公司已经拥有的业内领先的技术团队并有多年运营经验的积累，但 XY 苹果助手仍在一定程度上面临因 iOS 系统升级带来的短期内的运营风险。

5.4 行业估值水平下行的风险

当前 A 股市场上互联网公司估值水平高于美股和港股同类可比公司。未来随着注册制的实施、战略新兴版开放以及中概股回归潮到来，更多优质互联网公司登陆，可能对当前 A 股相关公司的整体估值水平造成冲击。同时，恺英网络的游戏研发+用户平台的业务模式，与腾讯、奇虎 360 等存在类似之处，若这些互联网巨头回归 A 股，将削弱恺英网络在 A 股的稀缺性，以及由此带来的估值溢价。

¹ 参考资料：<https://www.eff.org/deeplinks/2015/10/victory-users-librarian-congress-renews-and-expands-protections-fair-uses>



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

