

强烈推荐-A

天神娱乐 002354.SZ

当前股价：68.66 元
2017 年 02 月 26 日

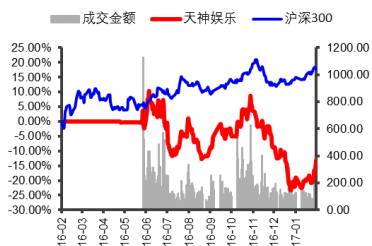
加速布局，加速打造“影视+游戏+广告”泛娱乐行业聚合平台

基础数据

上证综指	3253
总股本（万股）	29209
已上市流通股（万股）	15108
总市值（亿元）	201
流通市值（亿元）	104
每股净资产（MRQ）	17.7
ROE（TTM）	8.8
资产负债率	15.0%
主要股东	朱晔
主要股东持股比例	15.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-8	-13
相对表现	6	-13	-25



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天神娱乐（002354）—外延布局助力成长，娱乐帝国顺势崛起》2015-10-21
- 2、《天神娱乐（002354）—实现华丽转身，加快布局移动互联网和娱乐产业》2015-04-23

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

王光兵

wanguangbing@cmschina.com.cn
S1090516080004

1、重大资产重组事项获得证监会审核通过，加速打造“影视+游戏+广告”泛娱乐行业聚合平台

公司发行股份及支付现金购买资产并配套募集资金事项获得证监会无条件通过，再次证明公司优秀的管理及执行力。公司通过投资、并购等系列资本运作加速打造“影视+游戏+广告”的泛娱乐行业聚合平台，旗下拥有了天神互动（游戏）、妙趣横生（游戏）、雷尚科技（游戏）、幻想悦游（游戏+移动营销）、Avazu（营销）、合润传媒（内容营销），一花科技（游戏），并通过产业基金投资微影时代（在线票务）、口袋科技（游戏）等。未来实现公司内部资源协同发展，形成游戏内容与影视内容互为转化，品牌内容整合营销与数字营销渠道多维度推广，内容生产与改编能力、媒体植入能力、互联网技术能力同步增强的具备完整产业生态的平台型娱乐集团。

2、幻想悦游提供网游海外发行运营及互联网营销推广能力，实现上市公司游戏产品“走出去”战略

幻想悦游主营网游海外发行及移动精准营销服务，截止 2015 年 12 月 31 日，幻想悦游代理了 35 款国产网游在全球 40 多个国家和地区发行，网游产品包括《神曲》、《女神联盟》、《傲剑》等，在拉丁美洲、欧洲、中东等细分市场具有领先的市场地位。标的子公司北京初聚为北美客户提供移动互联网 RTB 和 PMP 业务，客户包含了 Lyft、Twitter、Yelp 等知名 App，其中游戏行业客户是北京初聚重要客户来源，收入占比超过了 35%。上市公司及其子公司妙趣横生、雷尚科技具有很好的游戏研发能力，加上幻想悦游提供强大的网游海外发行运营及互联网营销推广能力，助力上市公司旗下游戏产品更好的实现“走出去”战略。

3、合润传媒是国内内容整合营销领先企业，助力上市公司影视内容板块做强做大

合润传媒在品牌植入市场内容资源覆盖方面居于行业领先地位，服务超过 200 个客户，每年在 20 余部电影、200 余部电视剧、80 集微电影及（品牌内容剧）、2 部自制剧中为品牌定制或融入品牌内容娱乐营销元素。上市公司通过新丽传媒等合作切入影视内容产业，结合合润传媒的内容整合营销能力，为现有的影视剧资源提供新的变现方式，也有助于上市公司未来切入更多的优质影视内容，实现上市公司影视内容板块做强做大。

表 1：公司历年资本运作事项

公司名称	业务性质	关联性质	持股比例	主营业务
天神互动	游戏	全资子公司	100%	游戏制作、发行
爱思助手	互联网工具	全资孙公司	100%	苹果助手软件
雷尚科技	游戏	全资子公司	100%	游戏制作
Avazu	广告	全资子公司	100%	互联网广告
妙趣横生	游戏	全资子公司	100%	游戏制作
幻想悦游	游戏+广告	子公司	93.54%	游戏代理发行；互联网广告
合润传媒	广告	子公司	96.36%	内容营销
一花科技	游戏	全资孙公司	100%	游戏开发及运营

资料来源：公司公告，招商证券

表 2：公司并购标的业绩承诺（单位：亿元）

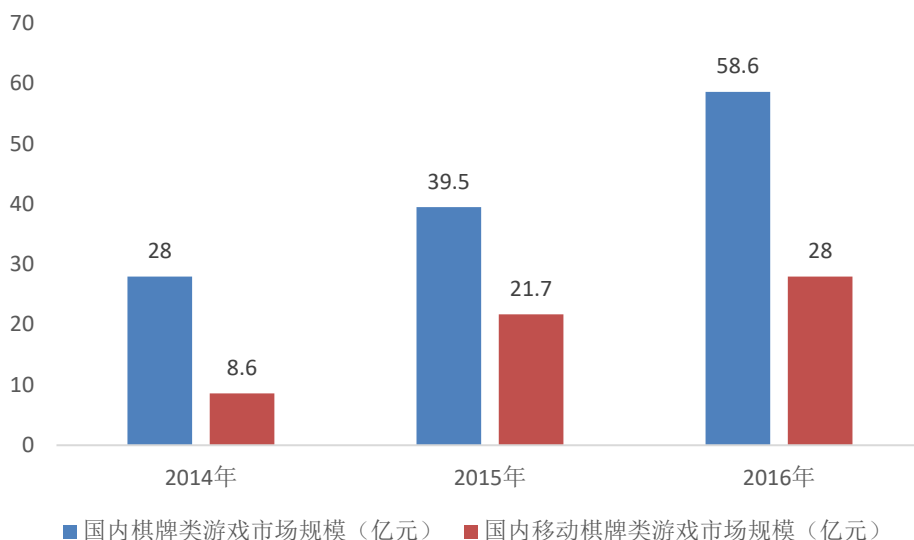
公司名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
天神互动	1.86	2.43	3.03		
爱思助手		合计 1.53			
雷尚科技		0.63	0.79	0.98	
Avazu		1.29	1.76	2.33	
妙趣横生		0.42	0.55	0.68	
幻想悦游			2.68	3.5	4.37
合润传媒			0.55	0.69	0.86
一花科技			0.6	0.78	1.01

资料来源：公司公告，招商证券

4、持续布局棋牌类游戏，不断提高游戏业务盈利稳定性和用户粘性

2016 年国内棋牌类游戏用户规模达到 2.58 亿人，同比增长 5.9%，成为国内最大的游戏用户规模的细分领域。根据伽马数据显示，2016 年国内棋牌类游戏市场规模为 58.6 亿元，其中移动棋牌类游戏市场规模为 28 亿元。公司通过持续布局棋牌类游戏，不断提高游戏业务盈利的稳定性和用户粘性。目前公司通过子公司收购了一花科技 100% 股权，乐玩网络 42% 股权；还通过产业基金形式先后布局了棋牌游戏新游网络 64.1% 股权，口袋科技 51% 股权；其中，一花科技主要运营德州扑克为主的棋牌游戏，主要产品为《一花德州扑克》。

图 1：国内棋牌类游戏市场规模（亿元）



资料来源：招商证券

表 3：公司棋牌类游戏布局

公司名称	业务性质	关联性质	持股比例	主营业务
一花科技	休闲游戏	全资孙公司	100%	德州扑克游戏
新游网络	休闲游戏	产业基金	64.1%	棋牌类游戏
口袋科技	休闲游戏	产业基金	51%	棋牌类游戏
乐玩网络	休闲游戏	子公司	42%	棋牌类游戏

资料来源：公司公告，招商证券

5、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2017/18 年 EPS(2017 年股本按照本次募集配套资金发行底价测算)分别为 3.23/3.93 元。2017/2018 年 PE 分别为 21.3/17.4 倍，公司股价具有较高的安全边际，且看好公司打造的”影视+游戏+广告“的泛娱乐行业聚合平台以及管理层优秀的执行力，维持强烈推荐。

风险提示：收购标的业绩不达预期，商誉减值风险

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	334	1401	1334	2789	3096
现金	228	724	105	198	220
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	86	416	732	1509	1675
其它应收款	15	22	41	83	93
存货	0	0	0	0	0
其他	4	240	456	999	1109
非流动资产	410	5905	6481	7078	7573
长期股权投资	17	1395	1395	1395	1395
固定资产	9	11	590	1189	1686
无形资产	4	15	14	12	11
其他	380	4483	4482	4481	4481
资产总计	744	7306	7815	9867	10669
流动负债	54	974	834	1680	1146
短期借款	0	318	52	765	163
应付账款	9	90	182	440	489
预收账款	1	24	47	114	127
其他	44	543	554	361	367
长期负债	27	1363	1363	1363	1363
长期借款	0	0	0	0	0
其他	27	1363	1363	1363	1363
负债合计	81	2337	2197	3043	2508
股本	223	292	292	354	354
资本公积金	(56)	3847	3847	3847	3847
留存收益	495	834	1484	2595	3931
少数股东权益	1	(5)	(5)	(5)	(5)
归属于母公司所有者权益	662	4974	5623	6829	8165
负债及权益合计	744	7306	7815	9867	10669

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	130	320	234	(23)	1166
净利润	232	362	649	1144	1393
折旧摊销	5	7	3	53	105
财务费用	0	51	6	14	14
投资收益	(45)	(42)	0	(6)	(128)
营运资金变动	(92)	197	(441)	(1269)	(227)
其它	30	(254)	16	40	9
投资活动现金流	(18)	(2467)	(580)	(650)	(600)
资本支出	(7)	(19)	(580)	(650)	(600)
其他投资	(11)	(2448)	(0)	0	0
筹资活动现金流	(27)	2638	(272)	767	(545)
借款变动	2199	(2540)	(266)	713	(601)
普通股增加	(1177)	69	0	62	0
资本公积增加	(656)	3903	0	0	0
股利分配	(93)	(45)	0	0	(57)
其他	(300)	1250	(6)	(8)	114
现金净增加额	85	491	(618)	93	22

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	476	941	1741	3586	3980
营业成本	84	295	592	1434	1592
营业税金及附加	2	4	7	15	17
营业费用	39	15	28	57	64
管理费用	140	226	418	861	955
财务费用	(2)	51	6	14	14
资产减值损失	1	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	45	42	0	6	128
营业利润	256	367	690	1210	1466
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	7	7	7	7
利润总额	256	361	683	1204	1460
所得税	21	5	34	60	67
净利润	234	356	649	1144	1393
少数股东损益	2	(6)	0	0	0
归属于母公司净利润	232	362	649	1144	1393
EPS (元)	1.04	1.24	1.83	3.23	3.93

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	97%	98%	85%	106%	11%
营业利润	35%	44%	88%	75%	21%
净利润	52%	56%	79%	76%	22%
获利能力					
毛利率	82.3%	68.7%	66.0%	60.0%	60.0%
净利率	48.7%	38.5%	37.3%	31.9%	35.0%
ROE	35.0%	7.3%	11.5%	16.8%	17.1%
ROIC	34.4%	7.8%	12.1%	15.9%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	10.9%	32.0%	28.1%	30.8%	23.5%
净负债比率	0.0%	4.3%	0.7%	7.7%	1.5%
流动比率	6.2	1.4	1.6	1.7	2.7
速动比率	6.2	1.4	1.6	1.7	2.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.1	0.2	0.4	0.4
存货周转率	0.2				
应收帐款周转率	0.8	3.7	3.0	3.2	2.5
应付帐款周转率	0.1	5.9	4.3	4.6	3.4
每股资料 (元)					
每股收益	1.04	1.24	1.83	3.23	3.93
每股经营现金	0.58	1.09	0.80	-0.07	3.29
每股净资产	2.97	17.03	19.25	19.29	23.06
每股股利	0.20	0.00	0.11	0.16	0.20
估值比率					
PE	66.1	55.4	37.5	21.3	17.4
PB	23.1	4.0	3.6	3.6	3.0
EV/EBITDA	26.7	21.3	17.6	12.0	10.3

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。

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。

王光兵，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2016 年加入招商证券。

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。