

天神娱乐 (002354.SZ)

娱乐行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

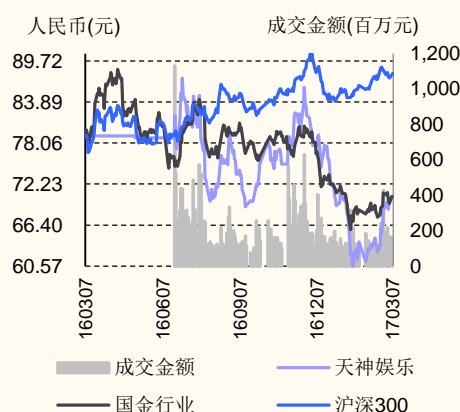
市场价格(人民币): 69.80元

目标价格(人民币): 84.73元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	148.81
总市值(百万元)	20,387.64
年内股价最高最低(元)	87.28/60.57
沪深300指数	3453.96
深证成指	10552.14



## 低估值蓄势待发, 看好棋牌前瞻布局

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.040	1.263	1.645	3.259	4.261
每股净资产(元)	2.97	17.03	19.02	22.96	28.12
每股经营性现金流(元)	0.58	1.09	1.89	3.58	4.36
市盈率(倍)	55.31	75.96	42.05	21.20	16.21
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	1992.38%	56.25%	60.60%	98.14%	30.76%
净资产收益率(%)	35.00%	7.28%	10.47%	17.18%	18.34%
总股本(百万股)	286.59	292.09	353.59	353.59	353.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

注: 2016年12月, 公司经证监会核准批复, 拟通过询价方式非公开发行股份募集资产收购配套资金, 发行底价为65.38元/股, 发行股份合计不超过3193.64万股, 募集资金总额为20.88亿元, 目前该事项正在进行中。

## 投资逻辑

- **泛娱乐业务持续扩张, 驱动近年业绩放量式增长:** 通过网页游戏起家, 在当前页游增速减缓, 手游稳步高速增长的背景下, 公司积极转型, 以增加手游产品规模和资本运作实现业务多元化布局。公司2016年实现营业收入17.42亿元和归母净利润5.82亿元, 较上一年同期增幅分别为85.15%和60.73%, 主要系合并范围增加所致。
- **“一花+乐玩+新游+口袋”, 地方棋牌游戏前瞻性布局:** 2016年国内棋牌游戏市场规模为58.6亿元, 地方性棋牌占比接近50%, 近两年复合增速达43.92%。通过全资子公司天神互动收购一花科技100%股权, 并以4.69亿元完成收购乐玩网络42%股权, 以投资产业基金收购新游网络64.1%股权, 公司实现在线棋牌游戏市场初步布局。
- **广告营销业务再获补强, 推进游戏海外发行进程:** 作为海外营销平台优质服务商, 公司全资子公司Avazu Inc.在Android流量综合排名长年领先; 幻想悦游全资子公司初聚科技为北美地区提供游戏类移动互联网营销服务, 预计将与Avazu协同发展, 加速公司游戏产品走向海外市场。
- **游戏业务实现全产业链层层渗透:** 公司全资子公司天神互动旗下游戏运营稳健, 并于2015年先后收购移动应用分发平台为爱普、卡牌类手游研发商妙趣横生和军事类手游领先研发公司雷尚科技, 形成各主题页游、手游综合发展的良好局面; 公司于2017年2月完成对幻想悦游93.54%股权的收购, 正式进军国产游戏海外发行市场。
- **积极加码影视IP投资, “影游联动”或可期:** 除了参投爱奇艺热播网剧《余罪》之外, 公司还储备《琅琊榜》、《遮天》、《妖神记》等网文、影视热门IP, 并已获得游戏IP改编权, 预计将形成显著的影游联动效应。

## 投资建议与估值

- 我们预测2016-2018年公司归母净利润分别为5.82亿元、11.52亿元和15.07亿元; 按照增发后预期股本计算, 2016-2018年对应EPS分别为1.645元、3.259元和4.261元。根据申万行业划分, 网络游戏类公司2017E PE中位值为28倍。由于公司游戏业务布局较为全面, 目前拥有棋牌游戏、手游和页游IP等多种资源, 我们给予公司整体26X17PE, 对应17年目标价84.73元, 首次覆盖评级为“买入”。

姜姝

联系人  
(8621)60935531  
jiangshu@gjzq.com.cn

潘文韬

联系人  
(021)61038319  
panwentao@gjzq.com.cn

常兆亮

分析师 SAC 执业编号:  
S1130517010002  
(8621)60935529  
changzhaoliang@gjzq.com.cn

### 风险

- 手游市场竞争加剧；棋牌类游戏政策性风险。
- 公司自 2016 年 12 月至今，累计解禁 3295 万股，主要为定增配售股份解禁以及并购公司部分股权解禁。

## 内容目录

泛娱乐布局加快，营业收入大幅增长 .....	5
加速泛娱乐布局，各个板块齐协同发展 .....	5
海外市场积极布局，整体营收大幅增加 .....	6
低估值蓄势待发，看好棋牌游戏前瞻性布局 .....	8
移动游戏领域，棋牌游戏在移动端迎来“春天” .....	8
收购一花科技、嘉兴乐玩，产业基金投资新游网络和口袋科技，抢占棋牌市场先机 .....	9
收购乐玩网络，进一步夯实棋牌类游戏市场竞争力 .....	11
借助资本力量拓展游戏板块，深耕海外市场 .....	12
中国移动游戏市场高速增长，超越客户端游戏成为第一大细分市场 .....	12
移动游戏种类不断丰富，研发实力不断增强 .....	12
海外发行能力不断夯实，各业务板块齐发力 .....	14
收购幻想悦游，进一步增强自身海外发行能力 .....	15
互联网广告移动端市场发展迅速，Avazu 与初聚科技协同发展 .....	19
全球 APP 广告市场收入稳步增长，移动互联网广告成为新的机遇 .....	19
Avazu 深耕移动互联网广告市场，在海外地区拥有领先优势 .....	20
初聚科技与 Avazu 协同发展，助力天神娱乐游戏出海 .....	22
影视多元化投资，实现全产业链渗透 .....	22
投资微影时代，为影视下游产业布局 .....	22
投资工夫影业，加强对产业上游优质 IP 的掌控能力 .....	23
收购合润传媒，触及品牌内容整合营销和影视剧投资 .....	24
盈利预测与估值 .....	27

## 图表目录

图表 1：天神娱乐重要事件 .....	5
图表 2：天神娱乐重大收购情况 .....	5
图表 3：天神娱乐游戏分产品营业收入（百万元） .....	6
图表 4：公司营业收入分市场构成 .....	7
图表 5：天神娱乐营业总收入和归属于母公司净利润情况 .....	7
图表 6：天神娱乐营业收入分行业情况（百万） .....	8
图表 7：天神娱乐 2016 年 H1 分产品营收比例（百万） .....	8
图表 8：中国棋牌游戏用户规模 .....	8
图表 9：中国棋牌类游戏收入情况 .....	8
图表 10：2016 年 Android 游戏用户 7 日留存率 .....	9
图表 11：2016 年 IOS 游戏用户 7 日留存率 .....	9
图表 12：中国棋牌类移动游戏用户薪资分布 .....	9
图表 13：中国棋牌类移动游戏用户学历分布 .....	9

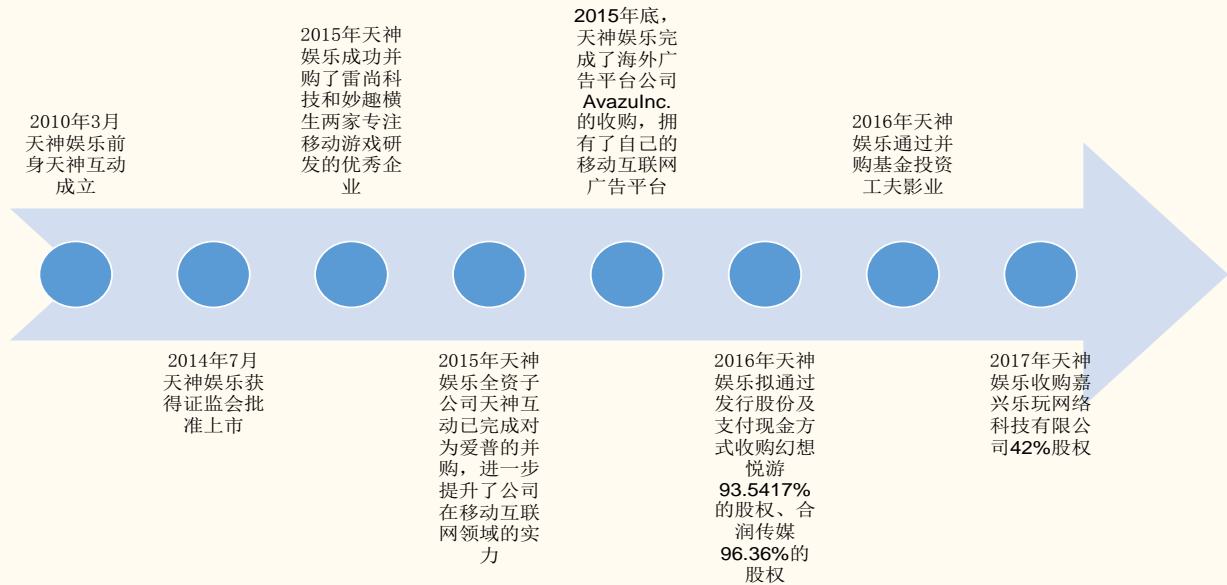
图表 14: 一花科技、口袋科技收购情况 .....	10
图表 15: 一花科技、口袋科技业绩承诺情况 .....	10
图表 16: 一花科技营业总收入与营业利润情况 .....	10
图表 17: 口袋科技营业总收入与营业利润情况 .....	10
图表 18: 乐玩网络核心游戏产品运营数据 .....	11
图表 20: 中国各细分游戏市场实际销售收入 (亿元) .....	12
图表 21: 妙趣横生 MMORPG 主要产品情况 .....	13
图表 22: 雷尚科技明星游戏《坦克风云》 .....	14
图表 23: 公司研发费用变化情况 .....	14
图表 24: 爱思助手 .....	15
图表 25: 幻想悦游营业收入情况 .....	16
图表 26: 幻想悦游自主研发的 OAS 游戏发行平台 .....	17
图表 27: 幻想悦游经营状况 .....	17
图表 28: 《神曲》运营概况 .....	18
图表 30: 《神曲经典版》运营流水与 ARPPU 值 .....	19
图表 31: 《神曲》运营流水与 ARPPU 值 .....	19
图表 32: 幻想悦游已签约并拟于 2016 年上线运营的重点游戏项目情况 (截止 2016 年 06 月 30 日) .....	19
图表 33: 全球 APP 广告收入 (亿/美金) .....	20
图表 34: Avazu 业务流程图 .....	21
图表 35: Avazu 移动端和 PC 端互联网广告业务收入结构 .....	21
图表 36: 初聚科技全球化的高品质流量交易平台 .....	22
图表 37: 2016Q1 中国在线电影平台出票量在整体出票量中占比分布 .....	23
图表 38: 2015 年主要票务平台参与发行影片数 .....	23
图表 40: 合润传媒业务形态 .....	25
图表 41: 合润传媒近两年部分案例 .....	25
图表 42: 合润传媒影视行业资源 .....	26
图表 43: 合润传媒投资与制作的电视剧作品取得的相关许可情况 .....	26
图表 44: 合润传媒投资及制作的电影作品情况 .....	26
图表 45: 同行业公司估值比较 .....	27

## 泛娱乐布局加快，营业收入大幅增长

### 加速泛娱乐布局，各个板块齐协同发展

- 公司前身是北京天神互动科技有限公司，天神互动成立于 2010 年 3 月，2014 年 7 月借壳科冕木业上市。天神娱乐是一家专注于页游、手游研发和发行的公司，上市后借助资本市场的力量，通过业务整合和拓展，已从单一的游戏公司向泛娱乐化集团公司转型。

图表 1：天神娱乐重要事件



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：天神娱乐重大收购情况

时间	收购标的	股权	交易对价 (亿元)	对价详细		公司主营业务	承诺净利润	交易进展
				现金	股份			
2015.1	为爱普	100%	6	100%	—	移动应用分发平台	14-16 年累计承诺净利润金额 15250 万元。	已完成
2015.3	妙趣横生	95%	5.89	5.94%	94.06%	游戏研发	14-16 年的净利润分别为 4150、5475、6769 万元。	已完成
2015.3	雷尚科技	100%	8.8	25%	75%	军事游戏研发	15-17 年的净利润分别为 6300、7875、9844 万元。	已完成
2015.3	Avazu	100%	20.7	25.41%	74.59%	海外营销平台	15-17 年的净利润分别为 12899、17574、23315 万元。	已完成
2015.6	上海麦橙	100%	0.1	100%	—	广告投放技术支持	15-17 年的净利润分别为 101、105、110 万元。	已完成
2016.9	一花科技	100%	9.86	100%	—	德州扑克为主的休闲棋牌手游	16-19 年的净利润分别为 6000、7800、10140、12675 万元。	已完成
2016.6	幻想悦游	93.54%	34.17	50.09%	49.91%	海外游戏发行、移动精准营销	16-18 年的净利润分别为 25000、32500、40625 元。	已完成
2016.6	合润传媒	96.36%	7.42	48.35%	51.65%	品牌内容整合营销	16-18 年的净利润分别为 5500、6875、8594 万元。	已完成
2017.1	乐玩网络	42.00%	4.68825	100.00%	—	地方特色休闲竞技游戏研发与运营	—	已完成

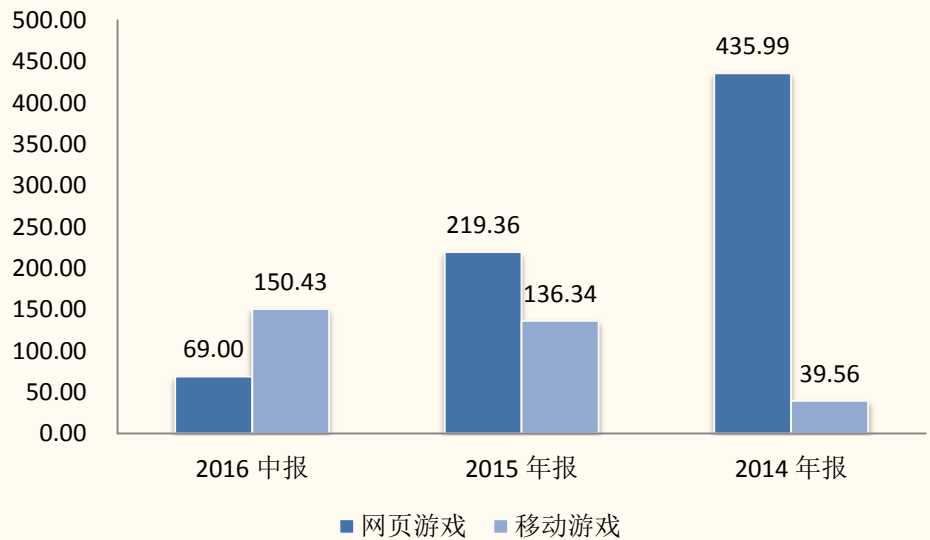
来源：公司公告，国金证券研究所

- 游戏业务手游比例大幅增加，资本并购获得更强研发能力。天神娱乐通过网页游戏起家，在当下页游增速减缓，手游高速增长的背景下，天神娱乐



积极转型，进一步增加手游产品规模，并且通过资本运作，于 2015 年收购了两家专注于移动游戏研发的游戏公司，雷尚科技和妙趣横生。此外，2016 年天神娱乐发出收购幻想悦游的报告书，2017 年初发布收购乐玩网络 42% 股权的公告，天神娱乐在不断地通过收购和投资拓展自身的游戏研发实力，丰富自身产品种类。根据天神娱乐的公司公告，天神娱乐的网页游戏收入从 2014 年的 4.36 亿元降至了 2015 年的 2.19 亿元，相反移动游戏收入逐步稳定增长，2016 年半年营业收入就达到了 1.50 亿元，通过收购实现了页游向手游的成功转型。

图表 3：天神娱乐游戏分产品营业收入（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

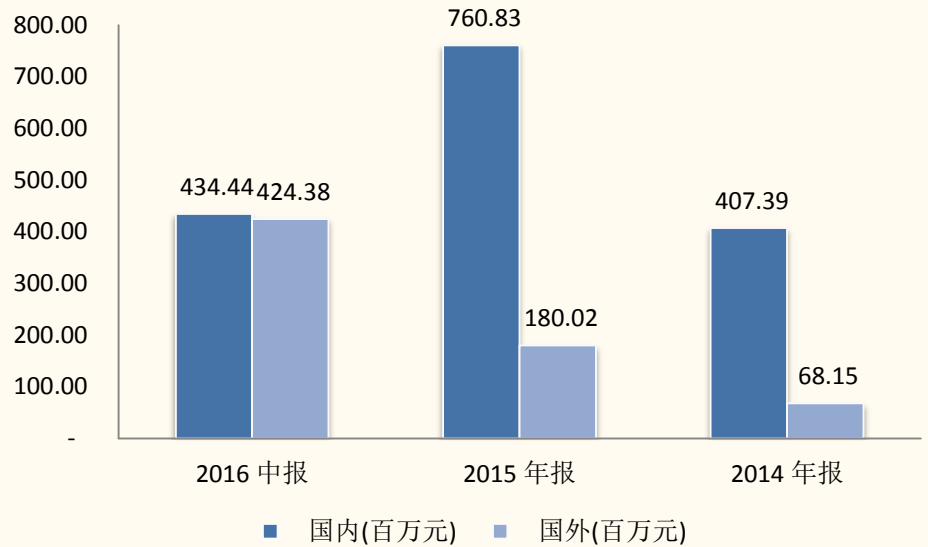
- **互联网平台爱思助手打通产业链，助力游戏分发。**2015 年天神娱乐通过自己的全资子公司天神互动收购为爱普 100% 股权，为爱普的明星产品是爱思助手，爱思助手是一款是专注于苹果机型的苹果助手软件，也是天神娱乐的移动互联网分发平台。爱思助手作为国内优秀的第三方 iOS 分发平台，在活跃用户数、APP 分发量以及营收等指标上稳居前列。2015 年爱思助手的平台月活跃用户数已经突破 1600 万，日新增用户数保持稳定，全年游戏和应用分发量 15 亿次之多，日分发可大 400 万以上，在移动互联网行业取得了举足轻重的位置，影响力也与日俱增。天神娱乐通过爱思助手可以更好地帮助自己游戏进行分发、导流。
- **互联网广告业务与游戏业务互补，形成协同效应。**2015 年天神娱乐收购了海外广告平台公司 Avazu Inc. 和上海麦橙，拥有了自己的移动互联网广告平台。Avazu Inc. 和上海麦橙能够在游戏发行推广、渠道平台推广业务上同集团其他公司形成联动，由于 Avazu Inc. 其主营市场在海外，也能够加速公司整体向海外市场延伸的速度
- **公司积极投资、布局 VR、影视等多板块。**在影视业务方面，天神娱乐收购合润传媒 96.36% 的股权，通过并购基金参与投资工夫影业。天神娱乐将通过并购和投资不断加强公司对产业上游内容和 IP 产出的控制和渗透。在投资和并购之后，天神娱乐旗下游戏 IP 将从以前单一的网络小说，向多层次的电影、电视、网剧等转变，产生真正的影游联动、IP 多元化。此外，在 VR 领域，天神娱乐并购的幻想悦游是索尼 PSVR 游戏的重要发行商，帮助多款国产 VR 游戏发行至海外。

#### 海外市场积极布局，整体营收大幅增加

- **公司加快海外布局，海外互联网业务、游戏发行能力都不断增强。**国内网页游戏与移动游戏的人口红利优势正在逐步削减，很多游戏企业都在寻求游戏出海，天神娱乐早在 2015 年就开始布局海外市场，2015 年天神娱乐收购的雷尚科技就是一家深耕于移动游戏出海的企业，其多款游戏在海外

都大受好评。天神娱乐收购的互联网分发平台爱思助手也于 2015 年开始逐步推出自己的海外版本，帮助出海游戏导流、分发。此外，2015 年天神娱乐收购了海外互联网广告行业翘楚 Avazu Inc.，帮助天神娱乐不断巩固和完善海外市场。因此在 2016 年年中，天神娱乐的海内、外营业收入几乎并驾齐驱，也为 2016 年营业收入大幅增长埋下了伏笔。在国外收入方面，仅 2016 年上半年营业收入就已经达到了 4.24 亿元，与国内收入相差无几，并且远超 2015 年全年国外收入。由此可见，在海外市场方面，天神乐具有非常强的先发优势。

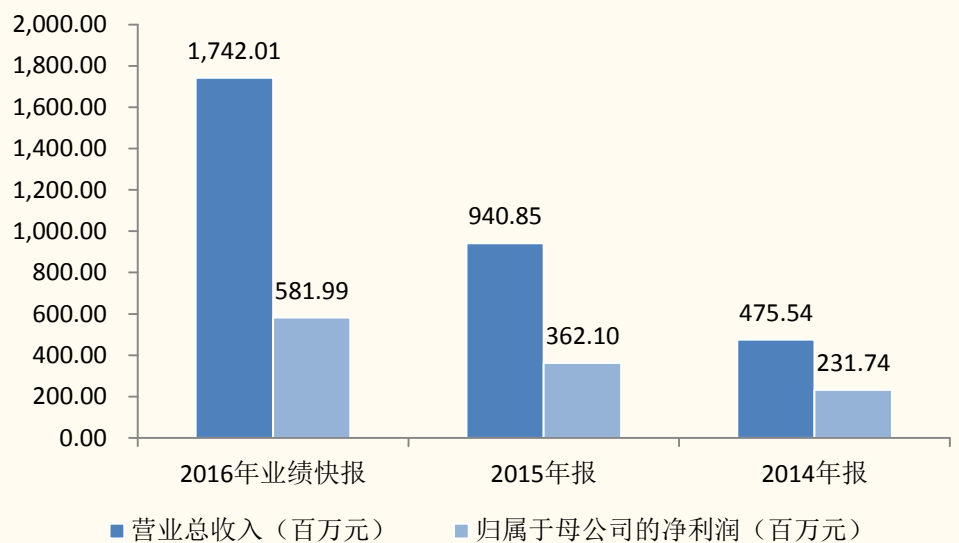
图表 4：公司营业收入分市场构成



来源：公司公告，国金证券研究所

- 得益于泛娱乐布局和战略转型，标的并表帮助天神娱乐保持了极高的营业收入增长速度。根据公司年报，天神娱乐在 2015 年实现营业收入 9.41 亿元，较 2014 年的 4.75 亿元同比增长 98%，2016 年营业收入就已经高达 17.42 亿元，同比增长 85.15%；在营业收入大幅增长的同时，归属于母公司的净利润也保持着良好的增长速度，2016 年已经达到 5.82 亿元。

图表 5：天神娱乐营业总收入和归属于母公司净利润情况

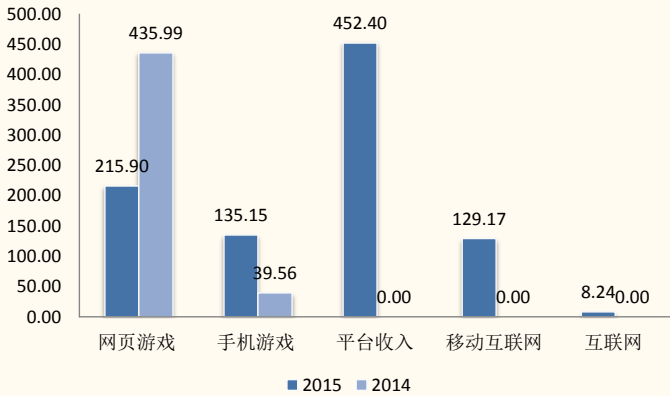


来源：公司公告，国金证券研究所

- 各个业务板块营收大幅增加，协同发展。天神娱乐在 2015 年通过并购投资获得了许多新的标的并表，因此营业收入涉及的行业也相应增多。根据

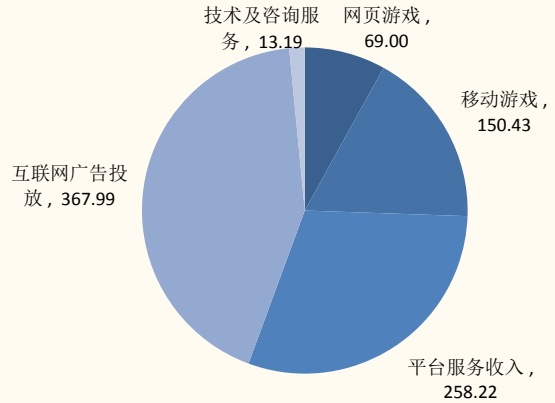
天神娱乐 2015 年年报，天神娱乐营业收入在 2014 年网页游戏和手机游戏的基础上新增了平台收入、移动互联网收入和互联网收入，新增的行业收入主要来自于收购 Avazu Inc.带来的互联网广告业务，爱思助手带来的平台业务和其他投资并购的互联网娱乐业务。随着天神娱乐格局逐步增大，天神的业务收入并不主要来自于游戏业务，根据 2016 年半年度财报，天神娱乐近一半的业务收入来自于互联网广告投放，游戏业务比例仅占 1/4，尽管游戏业务收入比例相应下降，但从收入总量上来看，特别是在移动游戏块，天神娱乐仍然是保持了超高速增长。

图表 6：天神娱乐营业收入分行业情况（百万）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：天神娱乐 2016 年 H1 分产品营收比例（百万）



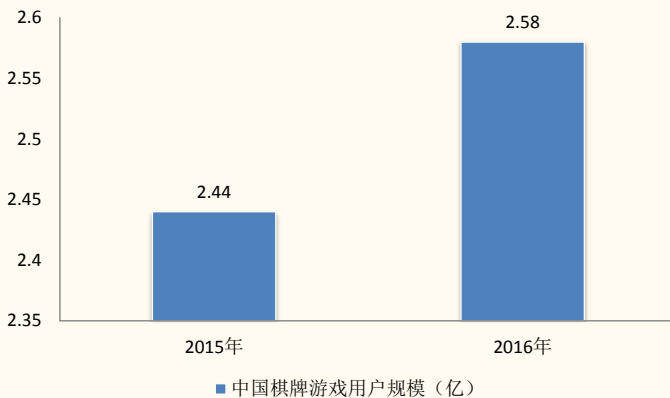
来源：公司公告，国金证券研究所

## 低估值蓄势待发，看好棋牌游戏前瞻性布局

### 移动游戏领域，棋牌游戏在移动端迎来“春天”

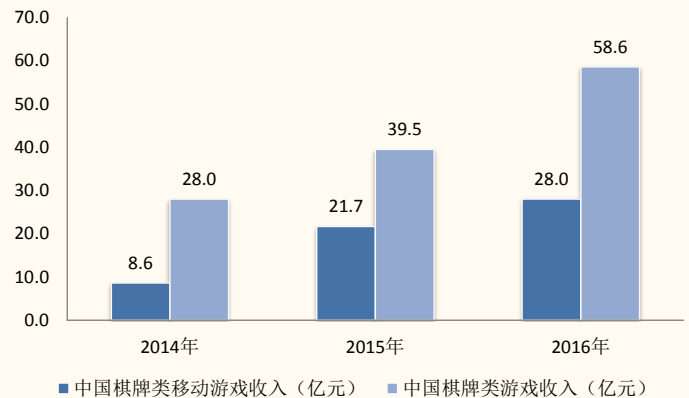
- 棋牌类游戏在移动端迎来了发展良机，棋牌游戏市场规模将达 58.6 亿元。2016 年，棋牌类游戏用户规模将达到 2.58 亿，同比增长达 5.9%，即平均每 5 个中国用户就有一个棋牌类游戏用户。其中移动端是棋牌类游戏用户数量增长的主要来源。根据 CNG 的数据，中国棋牌类游戏收入高速增长，16 年收入达到 58.6 亿元，移动端几近占据了半壁江山，达到 28 亿元。

图表 8：中国棋牌游戏用户规模



来源：CNG，国金证券研究所

图表 9：中国棋牌类游戏收入情况

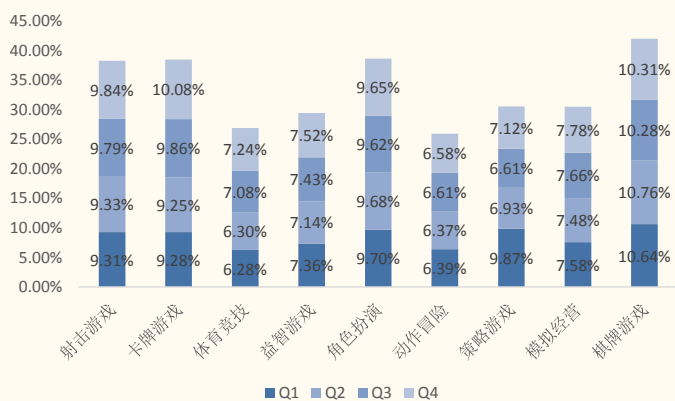


来源：CNG，国金证券研究所

- 棋牌游戏的用户留存率高，对游戏更加忠诚。根据 DataEye 的数据显示，2016 年，Android 和 IOS 的游戏用户 7 日留存率榜位居榜首的游戏类型都是棋牌类，并且无论是 Android 还是 IOS，棋牌类游戏的 7 日留存率均超过了 10%，由此可见棋牌类游戏的用户普遍粘性较大，生命周期长。

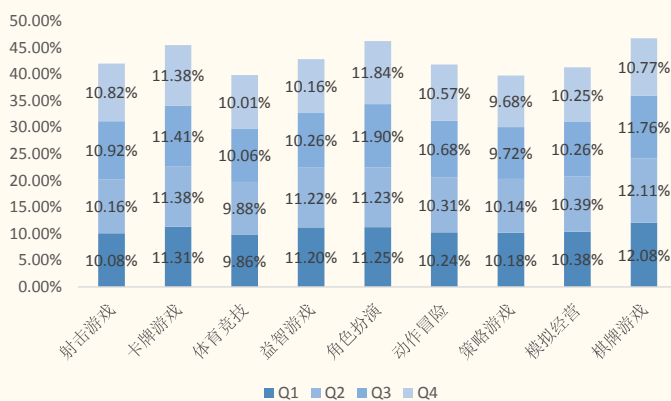


图表 10: 2016 年 Android 游戏用户 7 日留存率



来源: DataEye, 国金证券研究所

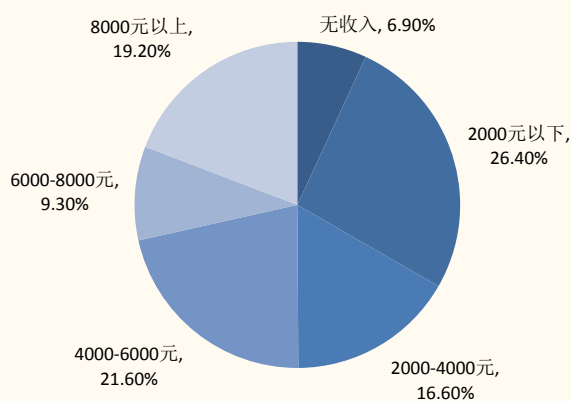
图表 11: 2016 年 IOS 游戏用户 7 日留存率



来源: DataEye, 国金证券研究所

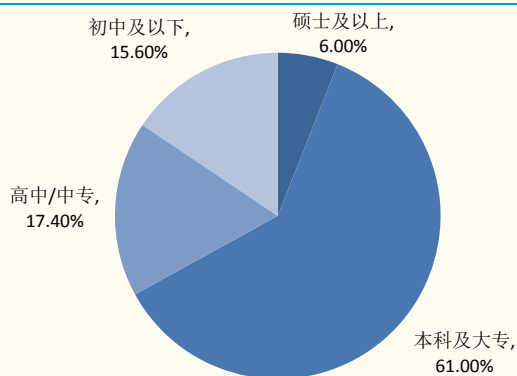
- **棋牌类移动游戏的用户拥有良好的教育背景和消费能力。**棋牌类游戏因为拥有广泛的群众基础,拥有背景多元的用户,不论是高中毕业还是研究生博士皆有涉及。并且棋牌类游戏的用户并不是像很多人臆测的那样只有低水平低收入的人群,相反根据 GPC 和 CNG 的数据显示,棋牌类移动游戏的用户大多拥有良好的经济能力和教育背景。据统计,中国棋牌类移动游戏用户中收入在 4000 元以上的人群比例超过 50%,67%的用户是大学本科/大专及以上学历。由此可见,棋牌类移动游戏用户的付费能力是很强的。

图表 12: 中国棋牌类移动游戏用户薪资分布



来源: GPC and CNG, 国金证券研究所

图表 13: 中国棋牌类移动游戏用户学历分布



来源: GPC and CNG, 国金证券研究所

**收购一花科技、嘉兴乐玩, 产业基金投资新游网络和口袋科技, 抢占棋牌市场先机**

- 天神娱乐收购的一花科技于 2016 年四季度并表 (100%控股孙公司), 嘉兴乐玩将于 2017 年 3 月起并表 (持有 42%股权)。公司通过产业基金投资了新游网络和口袋科技, 在棋牌游戏市场做出深度布局。
- **新游网络专注以在线棋牌类游戏为主的互联网游戏研发以及平台运营。**公司通过与和壹资本共同投资设立的上海凯裔投资中心 (有限合伙), 以 9 亿元收购新游网络 64.1%股权。新游网络的游戏平台主要是 PC 端的汉游天下和悠洋棋牌, 其中汉游天下为自主平台, 悠洋棋牌是与百度合作第三方联运平台。全平台目前提供二十余款在线网络游戏。截至目前运营的游戏主要有《疯狂斗地主》、《疯狂跑得快》、《疯狂斗牛》、《德州扑克》、《三张牌》、《大众麻将》、《推倒胡》、《疯狂麻将》、《金蟾捕鱼》、《时来运转》、《伯乐相马》、《城市车行》、《五子棋》、《台球》等。
- **一花科技专注于德州扑克玩法的休闲游戏。**2016 年 9 月天神娱乐通过旗下子公司以自有资金 9.86 亿收购一花科技 100%的股权。一花科技

的核心业务为设计、开发和运营以德州扑克网络游戏为主的休闲棋牌网络游戏，公司在发展过程中，积累了众多网络游戏产业资源。一花科技的主要产品有一花德州扑克、一花斗牛、一花赢三张、Teenpatti等，在德州扑克网络游戏行业已具有一定知名度。一花科技的运营模式分为合营模式和自营模式，合营模式下，公司与如腾讯、百度、爱思助手、APPLE STORE 等各大平台商建立了良好的联合运营关系；自营模式下，公司建设了产品页面及运营平台，运营自有开发游戏产品。

- 口袋科技致力于移动互联网领域在线棋牌休闲游戏研发、运营。**2016年12月天神娱乐通过并购基金以现金出资的方式收购口袋科技51%的股权，口袋科技的收购对价为10.67亿元。口袋科技在移动互联网领域在线棋牌休闲游戏领域钻研多年，坚持“以用户体验为核心”研发理念，全球注册用户超过2000万，主打产品有《口袋德州扑克》、《口袋斗地主》。

图表 14：一花科技、口袋科技收购情况

被收购公司	收购时间	持有方式	收购对价 (亿元)	收购股份	出资方式
新游网络	2016/6/18	通过并购基金间接持有	9.00	64.1%	现金
一花科技	2016/9/23	孙公司	9.86	100%	自有资金
口袋科技	2016/12/15	通过并购基金间接持有	10.67	51%	现金

来源：公司公告，国金证券研究所

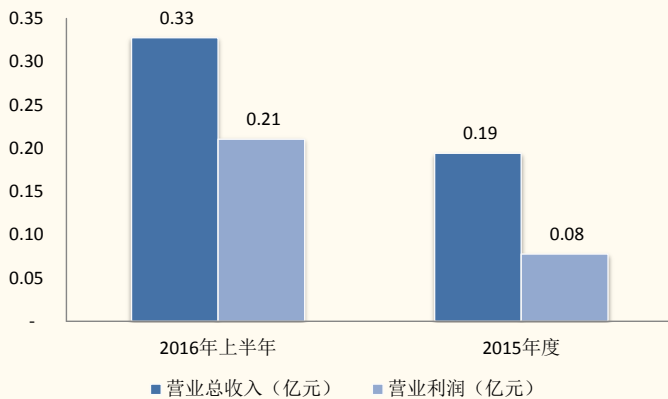
图表 15：一花科技、口袋科技业绩承诺情况

被收购公司	2016	2017	2018	2019	合计
业绩承诺	不低于	不低于	不低于	不低于	不低于
标的公司	1.55 亿元	1.94 亿元	2.42 亿元	3.03 亿元	8.94 亿元
净利润	不低于	不低于	不低于	不低于	不低于
一花科技	6,000 万元	7,800 万元	10,140 万元	12,675 万元	3.6615 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

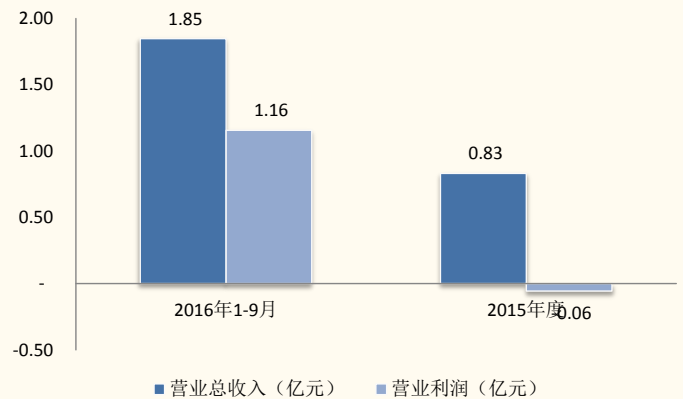
- 移动棋牌游戏发力，一花、口袋 2016 年盈利大幅增长。**一花科技与口袋科技在棋牌游戏领域拥有良好的口碑和忠实的用户群体，主打休闲棋牌产品，随着 2016 年棋牌游戏不断发力，“房卡”、“约局”模式大获成功，一花与口袋的营业收入得到大幅增长。2016 年上半年一花科技实现营业总收入 0.33 亿元，营业利润 0.21 亿元，超过 2015 年全年。口袋科技 2016 年前三季度营业收入高达 1.85 亿元，超过 2015 年全年，2016 年前三季度盈利 1.16 亿元。

图表 16：一花科技营业总收入与营业利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：口袋科技营业总收入与营业利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

**收购乐玩网络，进一步夯实棋牌类游戏市场竞争力**

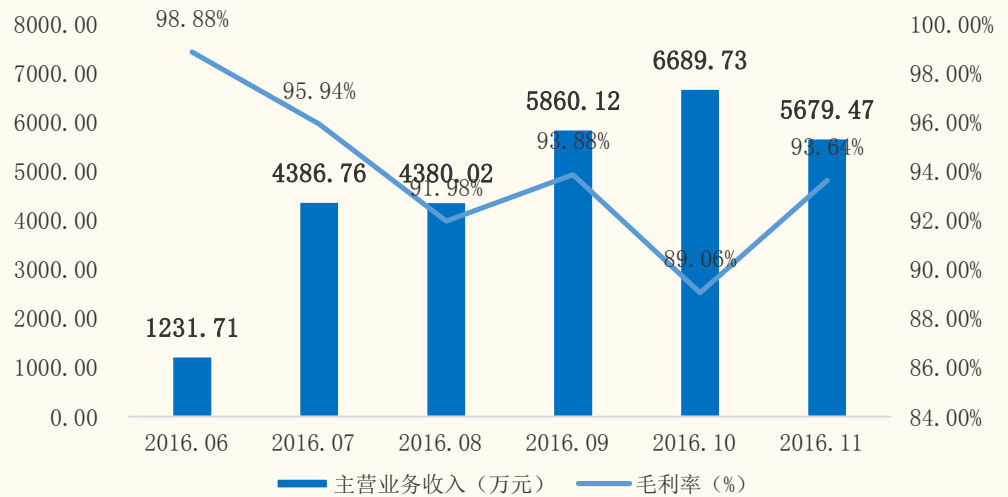
- 以 4.7 亿元收购乐玩网络 42% 股权，切入棋牌类游戏市场。2017 年 1 月，公司拟以自有或自筹资金 46,882.5 万元人民币收购嘉兴乐玩网络科技有限公司 42% 股权，2 月 28 日已完成收购。作为一家以研发和运营地方特色休闲竞技游戏为主的公司，乐玩网络成立于 2016 年 3 月，致力于为用户创造符合当地特色玩法的休闲竞技游戏平台，满足地方区域休闲娱乐的需求。乐玩网络已经上线运营二十多款具有地方特色休闲竞技游戏，主要服务的细分区域有湖南、贵州和四川等省份。
- 依托 4 款核心类棋牌游戏，乐玩网络短期实现快速盈利。乐玩网络的营业收入和活跃用户规模较大的主要游戏包括《皮皮四川麻将》、《湖南跑胡子》、《弈乐贵州麻将》和《皮皮斗地主》，自上线以来月流水保持在 1000 万元、500 万元、1000 万元和 4000 万元左右的水平。嘉兴乐玩 2016 年 6-11 月实现收入 2.8228 亿元，实现净利润 1.793 亿元，净利润率高达 63.52%。

**图表 18：乐玩网络核心游戏产品运营数据**

游戏产品	主要运营指标	2016.09	2016.10	2016.11
皮皮四川麻将 5 月上线	总注册用户数	7,590,729	8,527,985	9,035,921
	月活跃用户数	1,739,383	1,928,769	1,906,327
	付费代理商数	16,399	13,742	10,875
	付费代理商月均付费 ARPU 值	993	1,002	913
	月活跃用户月均付费 ARPU 值	9.37	7.14	5.21
	月充值流水（元）	16,294,100	13,771,717	9,936,350
湖南跑胡子 6 月上线	总注册用户数	1,244,514	1,621,560	1,951,614
	月活跃用户数	628,453	678,578	727,421
	付费代理商数	11,411	12,803	12,940
	付费代理商月均付费 ARPU 值	2,422	2,287	2,049
	月活跃用户月均付费 ARPU 值	43.99	43.15	36.46
	月充值流水（元）	27,643,900	29,281,208	26,524,400
弈乐贵州麻将 6 月上线	总注册用户数	3,003,828	3,646,589	4,037,241
	月活跃用户数	1,223,785	1,343,479	1,427,703
	付费代理商数	30,760	20,628	15,877
	付费代理商月均付费 ARPU 值	867	964	800
	月活跃用户月均付费 ARPU 值	21.80	14.81	8.90
	月充值流水（元）	26,677,067	19,900,013	12,707,182
皮皮斗地主 6 月上线	总注册用户数	2,625,015	3,292,280	3,705,37
	月活跃用户数	776,946	806,847	868,984
	付费代理商数	5,652	5,670	5,454
	付费代理商月均付费 ARPU 值	697	769	756
	月活跃用户月均付费 ARPU 值	.08	5.40	4.75
	月充值流水（元）	3,943,150	4,360,452	4,127,208

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19: 乐玩网络运营情况



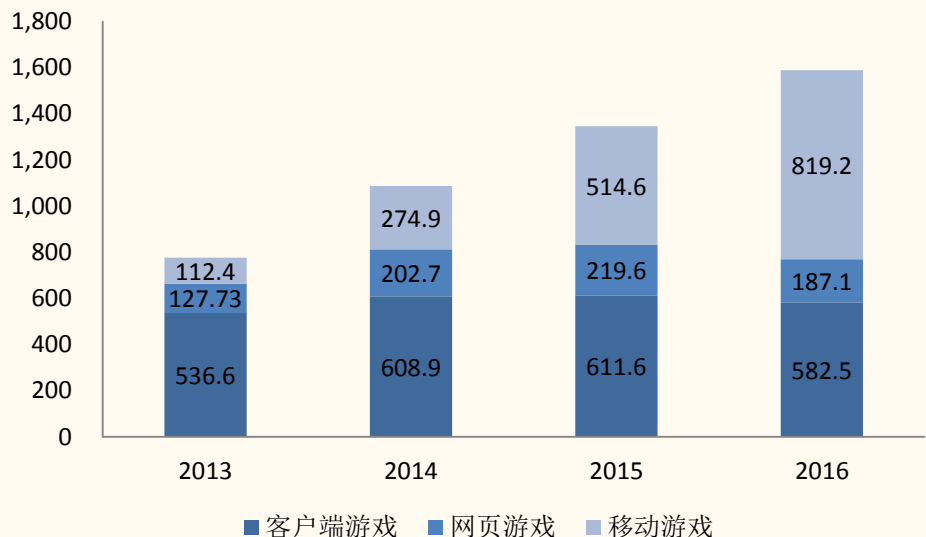
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 借助资本力量拓展游戏板块, 深耕海外市场

#### 中国移动游戏市场高速增长, 超越客户端游戏成为第一大细分市场

- 2016 年中国移动游戏市场收入大幅增长, 超越客户端游戏, 成为游戏市场的第一大支柱产业。根据 DataEye 的数据, 2016 年中国移动游戏市场销售收入达到 819.2 亿元, 超过客户端游戏 582.5 亿元收入, 成为细分游戏中的收入第一。与此同时, 2016 年客户端游戏和网页游戏的收入发生负增长, 较 2015 年有明显的下降, 由此可见, 在当下的游戏细分领域中, 移游戏是最具有发展潜力的。

图表 19: 中国各细分游戏市场实际销售收入 (亿元)



来源: DataEye, 国金证券研究所

#### 移动游戏种类不断丰富, 研发实力不断增强

- 公司通过并购投资不断扩展游戏业务规模, 从 2015 年起并购投资不断。针对移动游戏高速增长的大趋势, 天神娱乐不断通过投资并购拓展自身的游戏版图。从 2015 年开始, 天神娱乐并购了两家游戏研发公司, 妙趣横生和雷尚科技, 与此同时收购了互联网分发平台爱思助手。2016 年收购了

一花科技，收购深耕海外发行的幻想悦游。2017 年收购了专注于休闲娱乐的乐玩网络。

- **公司成功从页游转型手游，与平台、运营商合作紧密，收益丰厚。**公司研发的《傲剑 2》、《苍穹变》页游及手游、《全民破坏神》等产品在网页游戏和移动游戏领域先后发力，其中，公司的明星级产品《苍穹变》页游成为腾讯开放平台 3D 微端网页游戏的标杆，《苍穹变》手游自上线以来也一直保持各项数据均为 S 级产品的优异成绩。此外，天神互动针对海外市场的两款游戏项目均已立项开始研发工作，实现引擎在卡牌回合制及 SLG 游戏的开发；细分领域二战军事类题材手游也已着手孵化。天神互动已有 10 余款网页网游产品与趣游、腾讯、百度等平台建立合作，获得运营商大量资源的倾斜支持，收益丰厚。
- **妙趣横生专注重度移动游戏开发，MMORPG 产品成绩优异。**妙趣横生自 2013 年以来专注于移动网络游戏的研发，拥有一支研发实力卓越且富有创造力的研发团队，善于把握市场机会，产品定位精准，是目前国内为数不多的能够引领网络游戏技术发展方向的游戏研发商之一。妙趣横生一直专注重度移动游戏产品研发，其产品《黎明之光》、《神之刃》、《十万个冷笑话》都是 3D MMORPG 手游类产品的精品之作，2015 年 3 月，其精心打造的《十万个冷笑话》移动网络游戏正式上线，并取得 AppStore 双榜前十的优异成绩，实现国内营收 2.4 亿元。
- **3D 魔幻 RPG 手游《黎明之光》已于 2016 年 9 月上线，该款游戏由妙趣横生负责内容制作，并由蓝港互动独家发行。**作为中国古代神话故事为游戏背景的大型 3D 卡牌手游，妙趣横生新 IP 作品《封神英雄榜》不删档测试已于 2016 年 10 月 26 日正式开启，并在腾讯平台进行了第三轮测试，取得了优秀的的成绩。

图表 20: 妙趣横生 MMORPG 主要产品情况

序号	游戏名称	游戏类型	上线时间	研发、发行及运营方
1	《黎明之光》（页游）	3D 动作类客户端+网页网游	2012 年 8 月	自主研发并授权蓝港互动独家发行及运营，在蓝港互动、360、金山等平台运营
2	《神之刃》	3D 动作卡牌移动网游	2013 年 12 月	自主研发并授权蓝港互动独家发行，在腾讯、苹果 APP Store、UC、小米、91 等平台运营
3	《十万个冷笑话》	3D 动作卡牌手游	2015 年 3 月上线	自主研发并授权蓝港互动独家发行，在腾讯等平台运营
4	《黎明之光》（手游）	3D 魔幻 RPG 手游	2016 年 9 月上线	自主研发并授权蓝港互动独家发行
5	《封神英雄榜》	3D 卡牌手游	2016 年 10 月 26 日起不删档测试	自主研发，已在腾讯平台进行第三轮测试

来源：公司公告，国金证券研究所

- **雷尚科技专注军事 SLG 策略类游戏开发，产品流水稳定，表现不俗。**雷尚科技专注军事 SLG 策略类游戏的开发。截至 2016 年 6 月，其标志性产品《坦克风云》已运营三年，总流水过 10 亿，至今单月流水仍维持在 3000 万人民币，新产品《超级舰队》自上线至今近一年，月均流水近 4000 万，并持续创下新高。2016 年新推产品《帝国争霸》，于 016 年 5 月上线且表现不俗。近年来雷尚科技已登陆大陆及港台、东南亚、韩国、日本、北美、南美、欧洲、俄罗斯及其他俄语区等地区，拥有超过 5000 万用户，海外市场占比 40%。其未来会致力于跨平台、多终端的游戏研发运营。



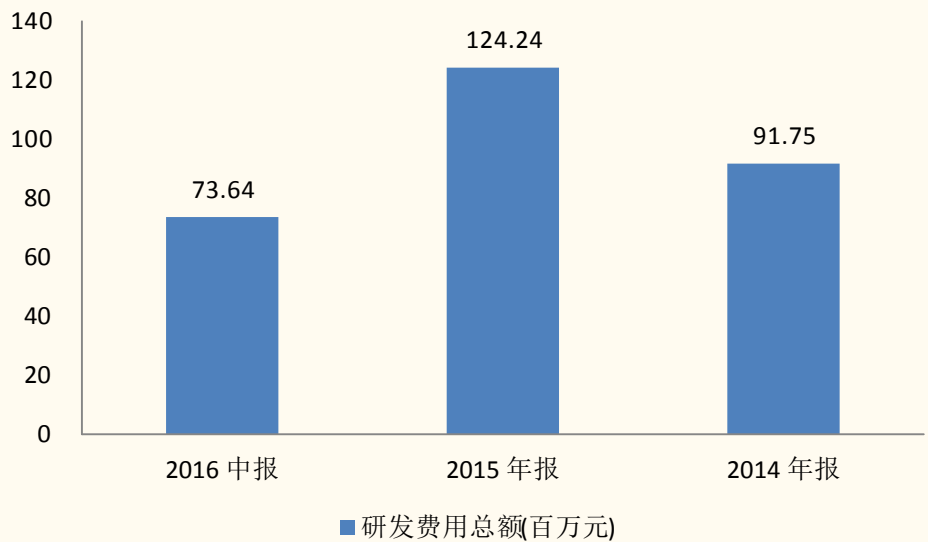
图表 21: 雷尚科技明星游戏《坦克风云》



来源: 国金证券研究所

- 公司通过投资并购不断完善自身的游戏产品种类, 与此同时, 天神娱乐也获得了更多优秀的游戏研发团队。从研发费用来看, 天神娱乐研发投入是快速增加的, 2014 年研发费用仅为 9000 多万, 2015 年则上升到 1.2 个亿, 2016 年上半年研发费用就已经达到了 7364 万, 由此推算, 2016 全年天神娱乐的研发费用将再创新高。由此可见, 天神娱乐在研发方面天神娱乐也仍然持续不断地提高投入, 重研发投入也正是游戏能否成为精品的先决条件。

图表 22: 公司研发费用变化情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 海外发行能力不断夯实, 各业务板块齐发力

- 在海外市场, 公司从 2015 年就开始布局。2015 年天神娱乐收购的妙趣横生和雷尚科技就已经拥有了非常深厚的海外发行经验。
- 妙趣横生早在 2014 年就已经进军海外市场, 在港台地区和东南亚地区具有深厚的忠实游戏用户。凭借自身深厚的研发实力, 妙趣横生的主营业务是游戏研发。2012 年妙趣横生抓住当时国内市场 3D 动作类页游稀缺的机遇, 及时推出 3D 动作类网络游戏《黎明之光》, 深受玩家好评。《黎明之光》在国内运营获得成功的基础上迅速走向海外市场, 在越南、台湾、新加坡、马来西亚、泰国、巴西、韩国等国家和地区进行运营。截至 2014 年 12 月 31 日, 《黎明之光》的累计流水超过 9,500 万元, 累计注册用户数接近 600 万人。手游方面, 早在 2014 年妙趣横生旗下手游《神之刃》就已在香港、澳门、台湾、新加坡、马来西亚、韩国、俄罗斯等国家和地区进行运营并取得良好的收入。截

- 至 2014 年 12 月 31 日,《神之刃》的累计流水约 2.5 亿元,累计注册用户数超过 1,683 万人。
- **雷尚科技深耕军事类游戏研发和发行,旗下游戏产品在韩国、港台和阿拉伯地区都备受推崇。**雷尚科技的主营业务为移动网游和网页网游的研发和发行。雷尚科技的游戏产品主要集中于军事类 SLG 策略游戏。雷尚科技于 2013 年 4 月和 12 月分别推出了《火力全开 HD》和《坦克风云》两款移动网络游戏,均取得了不俗的业绩表现。《坦克风云》上线后,曾多次进入苹果 Appstore 港台 iPhone、iPad 畅销榜前 5 名、免费榜第 1 名,安卓 360 平台精品榜前 10 名。截至 2016 年上半年,《坦克风云》总流水过 10 亿,单月流水仍维持在 3000 万人民币左右。《火力全开 HD》曾多次进入 iOS 平台 Appstore 阿拉伯 iPhone、iPad 畅销榜前 3 名、韩国 Google Play 免费榜前 30,韩国多家安卓平台排名前 10 名。自 2013 年 4 月上线以来,《火力全开 HD》月新增注册用户平均数 14.24 万人,累计注册用户达 271.06 万人,日活跃用户数保持在 5 万人以上。游戏单月充值额最高达到 308.70 万元,累计充值额达到 3147.44 万元,月付费用户最高达到 8811 人。
  - **互联网分发平台爱思助手和互联网广告平台助力移动游戏海外发行。**2016 年上半年,爱思助手平台的月活跃用户量已突破 2000 万,日分发量达到 500 万以上,在国内第三方 iOS 分发平台中稳居前列。在中国区 IOS 下载量快速增长且超越美国地区的趋势下,爱思助手保持在 IOS 分发领域的领先地位,持续进行技术更新,继续扩大市场份额,并且与此同时加快开发海外版本,拓展海外市场,助力游戏产品海外发行。此外,互联网广告行业翘楚 Avazu Inc.在面向全球市场做海外市场的移动广告投放和推广的同时,协同海外发行商幻想悦游,夯实公司游戏出海营运体系,使公司在移动互联网领域中的竞争优势日趋突显。

图表 23: 爱思助手



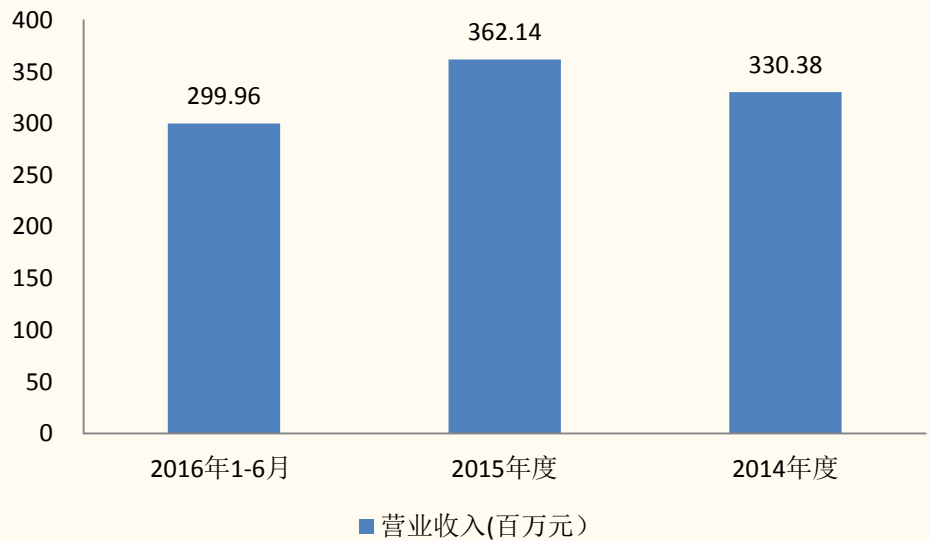
来源: 互联网公开资料, 国金证券研究所

**收购幻想悦游, 进一步增强自身海外发行能力**

- **2016 年天神娱乐拟通过发行股份及支付现金方式收购幻想悦游 93.5417% 的股权。**幻想悦游是国内领先的国产游戏海外发行和运营商及移动精准广告服务商, 旗下两大品牌, 分别是绿洲游戏和初聚科技。绿洲游戏主打游戏发行, 初聚科技主攻广告业务。
- **幻想悦游代理游戏发行成绩斐然, 营业收入稳步增加。**在游戏发行和运营领域, 幻想悦游与多家国内知名游戏研发商建立了合作关系, 截至 2016 年 6 月 30 日已代理了总计 45 款网页游戏及移动网络游戏, 将其本地化为多种语言版本并面向全球 40 多个国家和地区提供运营服务。公司具备将多元化、全题材的网络游戏产品迅速推向海外市场的能力, 并已经在土耳其、拉美、中东等多个细分地域已经取得优势地位。幻想悦游代理并且上线运

营的游戏产品游戏总注册用户超过 9000 万人，报告期内月均活跃用户数超过 390 万人，月均付费用户数超过 8.8 万人，报告期内游戏产品的累计流水超过 1.62 亿美元。根据公司公告，幻想悦游的营业总收入呈现增长趋势，2014 年和 2015 年营业收入均在 3 亿以上，而 2016 年上半年就已经到了 2.9 亿，由此估计 2016 年幻想悦游营业收入将大幅增长。

图表 24：幻想悦游营业收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 幻想悦游通过自主运营模式和联合运营模式发行游戏，与多家海外支付渠道和游戏发行平台建立了紧密的合作关系。公司主要通过 Facebook 及自营官网 [www.oasgames.com](http://www.oasgames.com) 获取用户并运营其代理的网页游戏。从 2014 年开始，幻想悦游利用其在游戏发行行业积累运营和推广经验，逐步将业务拓展到移动网络游戏领域，积极布局全球移动端游戏市场，在 App Store 及 Google Play 两大应用市场推出了多款移动网络游戏。幻想悦游通过自主研发的 OAS 游戏发行平台，在全球范围内搭建了强大的发行渠道。公司的运营平台接入了 Paypal、Skrill、Boacompra、Dotpay 等合计 30 余家面向全球或深植本地的支付渠道，为公司代理的游戏提供了坚实的运营基础以及顺畅的支付体验。公司在进行全球化开拓的进程中，积累了一整套完整的用户行为分析方法与模型，建立了完善的搜索引擎优化 (SEO)、平台榜单优化以及广告投放效果优化的跟踪方法。公司与 Facebook、AppStore、GooglePlay 等海外重要游戏发行平台及广告投放渠道建立了紧密的合作关系。公司于 2014 年成为 Facebook 亚太地区前十名合作伙伴。



图表 25: 幻想悦游自主研发的 OAS 游戏发行平台



来源: 互联网公开资料, 国金证券研究所

图表 26: 幻想悦游经营状况

运营模式	二级渠道	运营流水 (万美元)			收入 (万美元)		
		2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度	2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度
自主运营模式	官网	1,679.60	4,271.94	3,823.75	1,715.53	4,250.14	3,816.55
	Facebook	257.11	1,283.20	2,073.72	159.41	778.1	1,428.42
联合运营模式	Android 平台	1,032.01	382.05	51.00	700.37	267.6	35.48
	IOS 平台	394.3	91.4	75.64	236	59.62	53.89
	其他渠道	91.58	111.65	164.07	56.03	37.22	74.6
	总计	3,454.60	6,140.23	6,188.19	2,867.34	5,392.67	5,408.94

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 幻想悦游积累了大量优质海外玩家, 在多个细分市场具有领先优势。幻想悦游依靠自主运营的官方网站 [www.oasgames.com](http://www.oasgames.com) 建立了面向世界范围的游戏运营平台, 积累了海量的优质海外玩家, 在拉丁美洲、欧洲、中东、美国等细分市场均取得了较为领先的市场地位及良好的品牌影响力, 构建竞争壁垒和经营优势。
- 幻想悦游依靠页游业务起家, 与游戏产品研发商合作紧密。截止到 2016 年 6 月 30 日, 公司与 56 家知名游戏开发商形成了紧密的合作关系, 代理推广并运营多款知名国产游戏产品, 主要包括网页游戏《神曲》、《女神联盟》、《生死狙击》、《傲剑》、《怒火燎原》、《亚瑟王》、《神曲经典》、《战舰帝国》等, 取得了良好的市场表现。2011 年上线的《神曲》是幻想悦游发行及运营的旗舰产品。《神曲》已经上线阿拉伯语、波兰语、德语、俄语、荷兰语、葡萄牙语、瑞典语、土耳其语、西班牙语等 9 个语言版本, 在土耳其、巴西、西班牙、波兰、荷兰、瑞典、德国、阿拉伯地区等国家和地区运营并取得良好的收入。截至 2016 年 6 月 30 日, 幻想悦游自主运营的各语言版本《神曲》累计注册用户超过 7200 万人, 月均活跃用户数超过 270 万人, 月均付费用户数超过 6.8 万人, 累计流水超过 1.33 亿美元。
- 幻想悦游页游玩家 ARPU 值高, 付费意愿强。以旗舰产品《神曲》为例, 2014 年、2015 年及 2016 年 1-6 月, 《神曲》收入占幻想悦游收入的比例分别为 95.65%、90.05% 和 57.24%, 收入比例下降主要是因为移动游戏高速增长分流了部分页游玩家。尽管 2016 年月均付费用户

人数逐渐下降，但是神曲的游戏玩家仍然保持了非常高的 ARPU 值和充值比例，并且 ARPU 值仍然保持着增长的态势，从营收总量来看仍然是非常可观的。

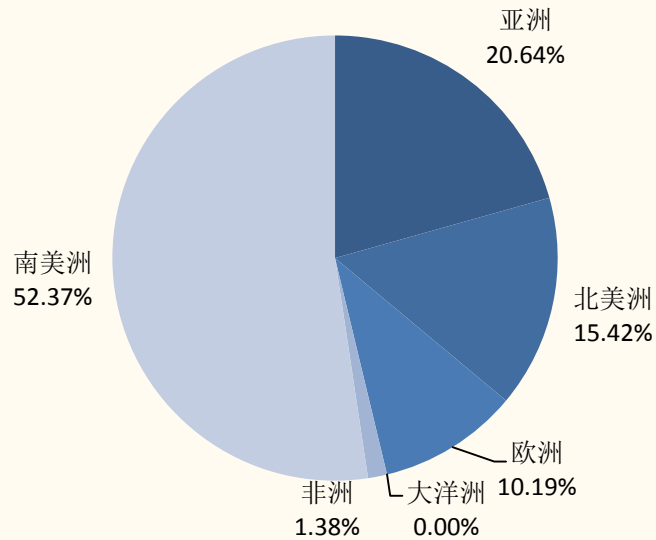
图表 27: 《神曲》运营概况

指标	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
当期流水合计 (万美元)	1,696.84	5,392.27	5,890.14
期末累计注册用户数 (人)	72,079,722	69,101,858	49,529,164
当期月均付费用户数 (人)	37,737	66,071	87,715
当期月均活跃用户数 (人)	1,330,410	2,678,389	3,434,482
付费玩家月均消费值 ARPPU (美元)	75.05	67.93	56.26
玩家充值消费比	98.58%	98.18%	98.45%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 幻想悦游页游玩家分布广泛，在发达市场用户比例可观。仍以《神曲》为例，《神曲》游戏用户从地域上来看，在南美洲、亚洲、欧洲、和北美洲都有涉及，其中南美洲用户比例最高，此外，在游戏市场非常发达的北美和欧洲地区的用户比例分别达到了 15.42%和 10.19%。

图表 29: 《神曲》用户分布情况

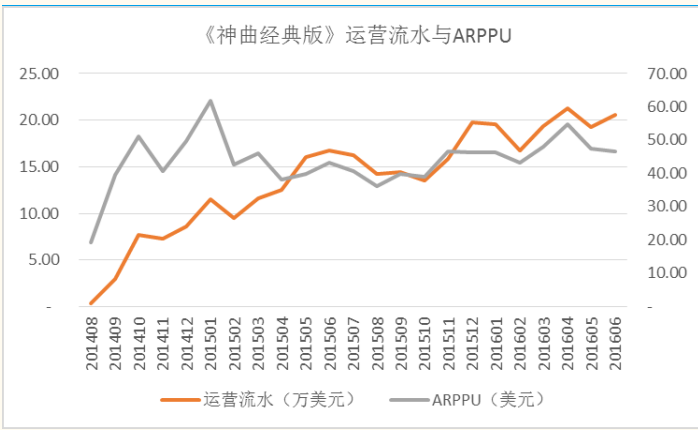


来源：公司公告，国金证券研究所

- 幻想悦游借助页游发行基础，进军移动游戏发行市场。基于页游的强大发行及成功运营经验，幻想悦游 2013 年开始设立移动网络游戏部门，进入移动网络游戏发行运营领域，并于成功发行了移动网络游戏《神曲经典版》以及 SLG 策略类游戏《战舰帝国》等多款移动网络游戏。
- 幻想悦游旗下移动游戏月流水和用户 ARPU 值呈现初期快速增长，中期逐步稳定的发展趋势。相比于网页游戏，移动游戏的月流水更加稳定，将页游明星产品《神曲》和移动游戏《神曲经典版》对比，两款游戏的上线时间都在 2014 年，页游《神曲》的月流水先快速增长，后呈现下降趋势，而移动游戏的流水则在增长后维持稳定。由此可见，在移动游戏高速发展的大背景下，移动游戏将为企业带来更加稳定的入。

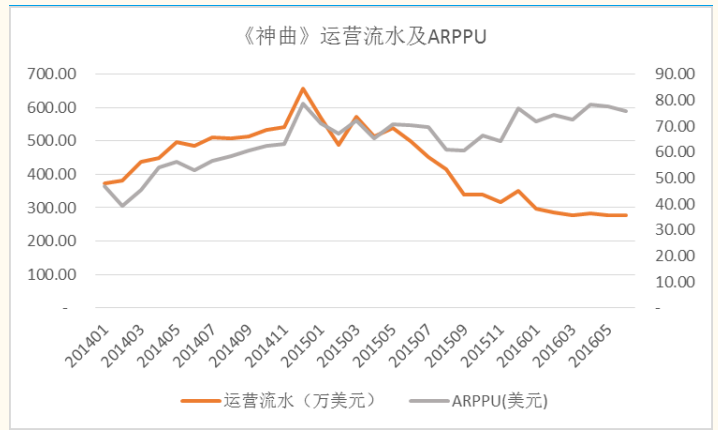


图表 28:《神曲经典版》运营流水与 ARPPU 值



来源: 国金证券研究所

图表 29:《神曲》运营流水与 ARPPU 值



来源: 国金证券研究所

- 幻想悦游的产品阵列将进一步丰富。2016 年幻想悦游还将继续与多家游戏研发商合作, 推出诸多重点游戏项目, 例如腾讯旗下魔方工作室出品的《火影忍者》页游、广州御和信息出品的《众神之神》、雷尚科技出品的《超级舰队》、《开炮吧坦克》等。

图表 30: 幻想悦游已签约并拟于 2016 年上线运营的重点游戏项目情况 (截止 2016 年 06 月 30 日)

序号	游戏类型	游戏名称	授权范围	研发公司名称	已上线语言版本	拟上线语言版本
1	页游	众神之神	在除亚洲以外的全球范围内以独家代理的方式运营	广州御和信息科技有限公司	西班牙语、波兰语	土耳其语、意大利语、俄语、英语
2	页游	火影忍者	德国、法国、葡萄牙、英语	腾讯计算机软件信息技术有限公司	德语、葡语	英语、法语
3	页游	剑刃风暴	在全球除中国大陆地区以外的国家和地区独家代理	广州高大尚网络科技有限公司	德语	俄语
4	页游	诸神黄昏	土耳其、阿塞拜疆、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、鞑靼斯坦、北塞浦路斯土耳其共和国	上海灵耀网络科技有限公司	暂未上线	葡萄牙语
5	手游	战舰帝国	德语、俄语、葡萄牙语、土耳其语、法语、意大利语、英语	北京华清飞扬通信技术有限公司	德语、法语、俄语	英语、意大利语、葡萄牙语、土耳其语
6	手游	开炮吧坦克	英语、土耳其语、葡萄牙语、西班牙语、法语、意大利语、俄语	RayJoy Holdings Limited	英语、俄语	法语

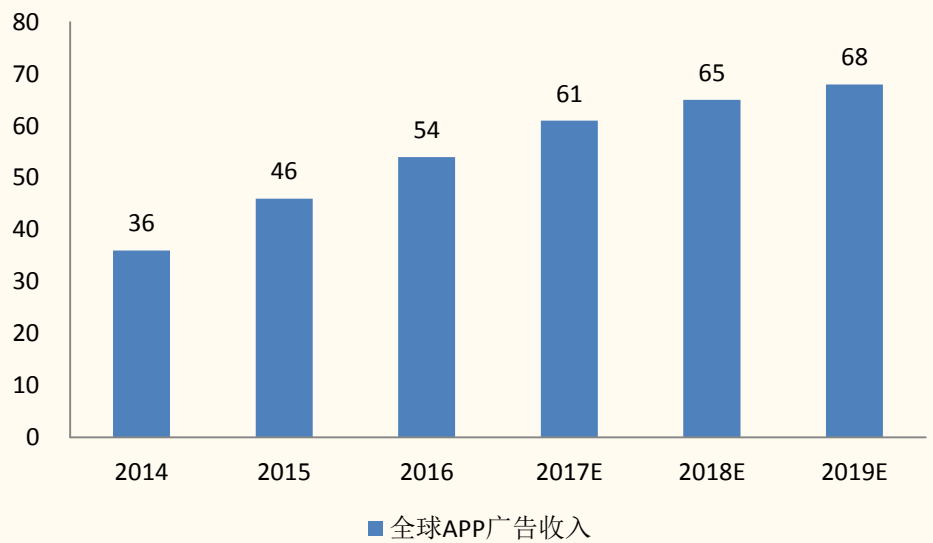
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 互联网广告移动端市场发展迅速, Avazu 与初聚科技协同发展

### 全球 APP 广告市场收入稳步增长, 移动互联网广告成为新的机遇

- 互联网广告在移动端迎来新高潮, 移动互联网广告潜力巨大。尽管从广告行业整体来看, 移动互联网广告并没有占据互联网广告行业的绝大部分, 但是随着移动设备的普及和人们对移动设备的粘性不断增强, 移动广告在市场的占比也在稳步增加。以 APP 广告为例, 据预计, 2017 年全球 APP 广告收入规模仍将快速增加, 达到 61 亿美元。未来, 在移动互联网重要性不断增强的情况下, 广告主将逐渐开始尝试除搜索、图片素材外的视频及 5 富媒体等多维度互联网广告投放。互联网广告消费将迅猛增长。

图表 31：全球 APP 广告收入（亿/美金）

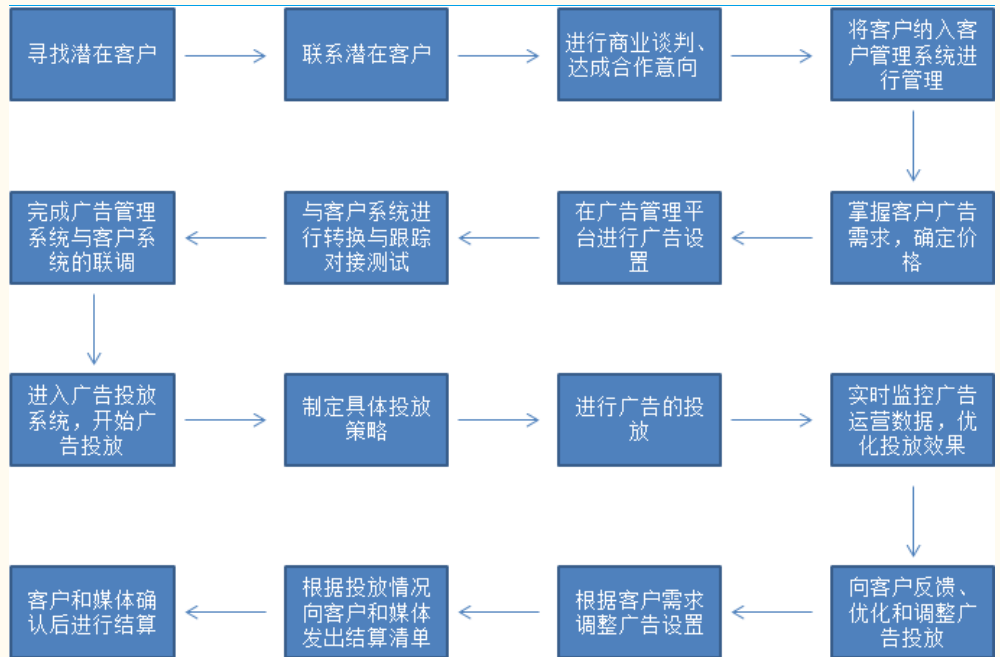


来源：互联网公开资料，国金证券研究所

### Avazu 深耕移动互联网广告市场，在海外地区拥有领先优势

- **Avazu 在国际上享有良好声誉，拥有深厚的媒体资源。**在互联网广告业务方面，全球排名第一的移动广告效果监测和分析平台 AppsFlyer 发布的报告显示，公司旗下海外广告平台公司 Avazu Inc.在安卓流量综合排名中位居全球非游戏类“Power Ranking”TOP 3，拥有仅次于 Facebook 和 Google Adwords 的全球移动广告媒体资源实力，同时卫冕了全球“PowerRanking”亚洲公司TOP1。
- **Avazu 的广告网络平台 and DSP 平台搭建起整体的业务结构。**Avazu 专注于互联网广告的精准化、程序化投放，通过其自有的互联网广告平台为广告主提供覆盖全球主要互联网媒体资源的广告投放服务，Avazu 的互联网广告平台包括广告网络平台和 DSP 平台（Demand Side Platform，需求方平台）。Avazu 的广告网络平台在广告主提出广告投放需求后，一方面整合和对接互联网媒体资源，另一方面将相关投放效果数据反馈给广告主，并进行优化，帮助广告主实现更高效、精准、便捷的规模化广告投放。
- **Avazu 帮助客户进行精准的广告投放，提供多种多样的个性化服务。**Avazu 的具体服务内容包括广告策略制定、广告投放、广告效果监测及优化等。Avazu 主要通过数据挖掘和分析，帮助客户寻找广告信息传播的目标受众群，通过其所拥有的程序化广告平台，将客户的广告高效、精准的投放给各类媒体，在互联网媒体相关广告位进行展示，并跟踪记录、监控播放效果和实施进一步的优化。

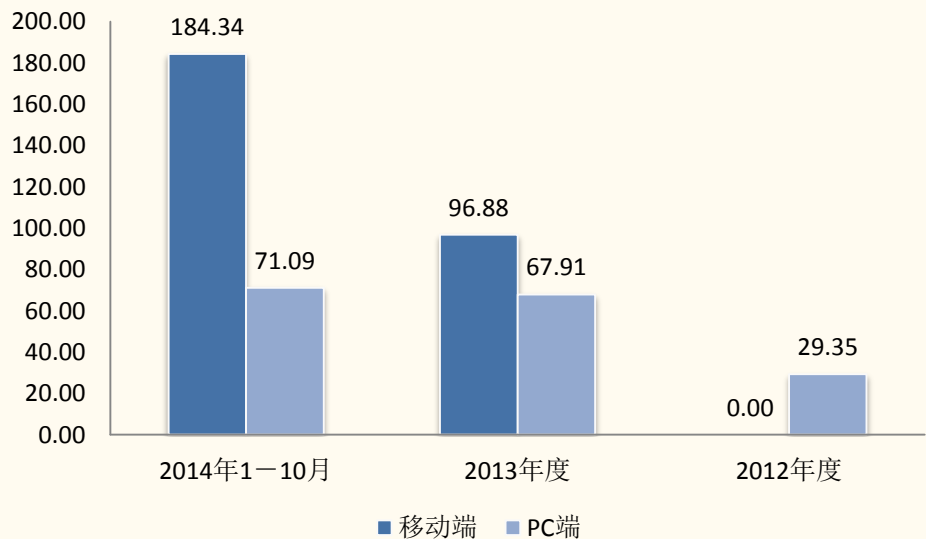
图表 32: Avazu 业务流程图



来源：国金证券研究所

- **Avazu 深耕海外市场，是国际领先的互联网广告企业。** Avazu 在海外地区拥有大量客户及覆盖海外 130 多个国家和地区的媒体资源。同时，随着近年来国内互联网和移动互联网企业向海外推广的内在需求不断增长，Avazu 发展了以百度（香港）、畅游为代表的国内优质互联网客户，这不仅提升了 Avazu 的营收规模，也建立了良好的业内口碑和企业形象。随着业务的逐步积累和沉淀，Avazu 已经成为优秀的国际化平台型互联网广告企业之一。
- **Avazu 在移动互联网行业快速发展的背景下，积极转型，专注于移动端互联网广告业务。** Avazu 创立之初即专注于互联网广告的投放和推广业务，在移动互联网行业快速发展的大背景下，Avazu 迅速向移动互联网广告领域发展，并相应建立了适合移动互联网广告投放的业务平台，目前，vazu 的收入主要来自移动端。

图表 33: Avazu 移动端和 PC 端互联网广告业务收入结构

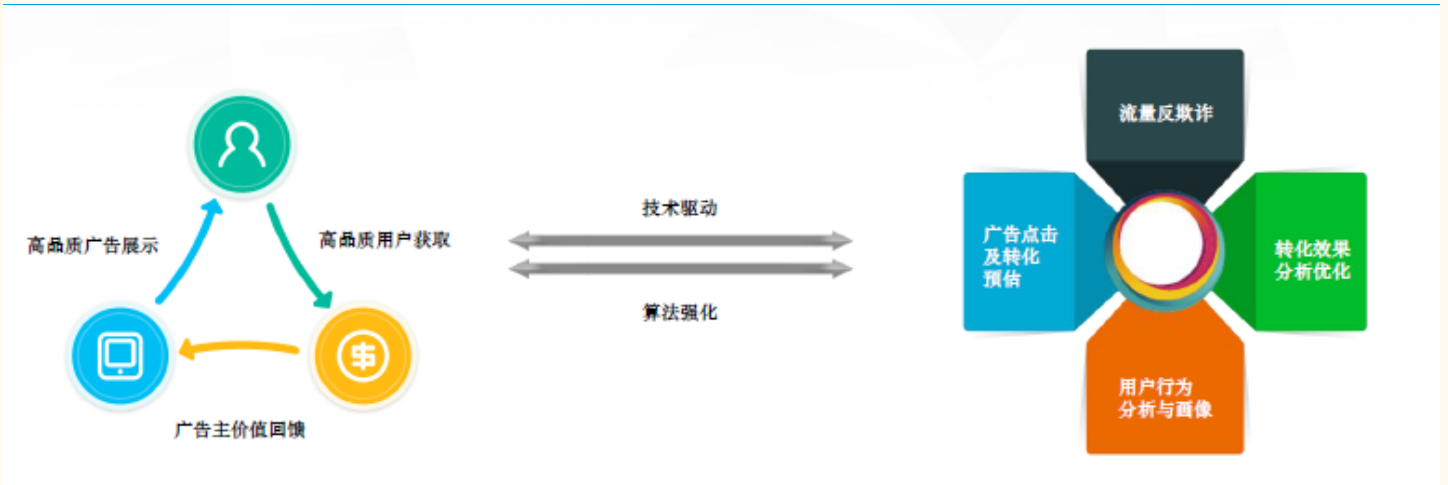


来源：公司公告，国金证券研究所

### 初聚科技与 Avazu 协同发展，助力天神娱乐游戏出海

- 初聚科技是幻想悦游的精准化移动互联网广告业务的品牌公司，市场涉及海内外多个地区，广告点击、转化量高。初聚科技主营业务为移动互联网广告业务，面向海外市场，主要包括美国、香港、台湾、新加坡等国家和地区。截至 2016 年 6 月 30 日，初聚科技的互联网广告平台实现单月最高广告展示 69.95 亿次，月均广告展示 54.76 亿次；单月最高点击数近 7274.20 万次，月均点击数 5812.09 万次；单月最高广告转化数超过 122.66 万个，月均广告转化数 103.72 万个。
- 初聚科技利用技术驱动、算法强化和独特的创意实现移动互联网广告精准投放，未来将与 Avazu 协同并进。初聚科技拥有者全球化的高品质流量平台，利用技术驱动、算法强化以及独特的创意实现移动互联网广告精准投放。因此在未来，初聚科技与 Avazu 可以通过资源互补，相互学习，形成效应，促进两者在移动互联网广告业务上齐头并进。

图表 34：初聚科技全球化的高品质流量交易平台



来源：国金证券研究所

- 初聚科技积极开拓海外市场，主要客户为游戏研发商和发行商，将助力天神娱乐游戏海外发行。初聚科技正在快速拓展海外市场，合作关系已包括北美、亚太的众多知名广告公司、游戏客户和应用开发客户。客户包含 Lyft、Twitter、Yelp 等知名 APP。游戏开发者和发行商是初聚科技的重要客户来源。

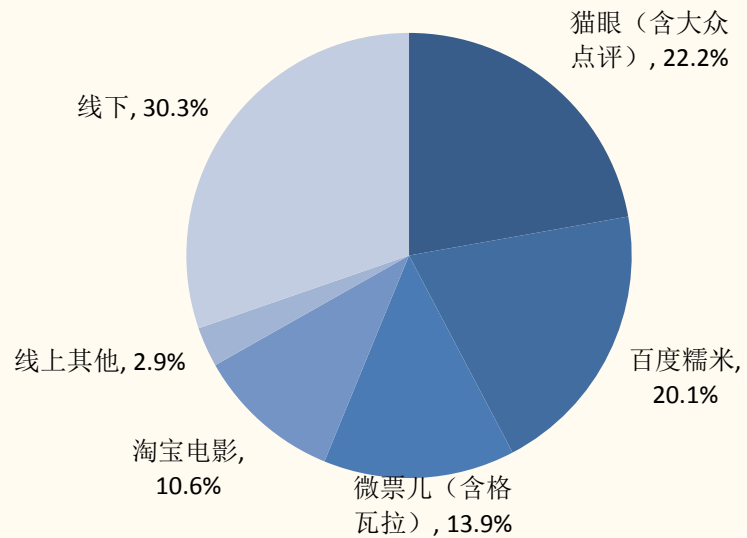
### 影视多元化投资，实现全产业链渗透

#### 投资微影时代，为影视下游产业布局

- 公司通过并购基金投资微影时代。2016 年 4 月天神娱乐通过旗下的并购基金天神中慧以现金增资方式投资北京微影时代科技有限公司，投资金额为人民币 4 亿元，投资完成后天神中慧将持有微影时代 3.43% 的股权。
- 微影时代与格瓦拉合并后，形成优势互补，用户覆盖面大幅增加。微影时代以微信钱包、QQ 电影票及自有 APP “微票儿” 为入口，覆盖用户超过 10 亿。消费者可直接通过微信支付购买电影票，还可在已覆盖影院直接在线选座，主打便捷和优惠两大特点。微影时代于 2013 年 12 月 12 日上线，在 2015 年 12 月与格瓦拉合并，两者优势互补，成为线上四大在线票务之一，截止至 2016 年 2 月，服务影院数已经高达 2000 多家。根据艾媒咨询

的调查结果，2016 年第一季度，微票儿（含格瓦拉）以 13.9% 的占有率成在线票务市场占有率的第三名。

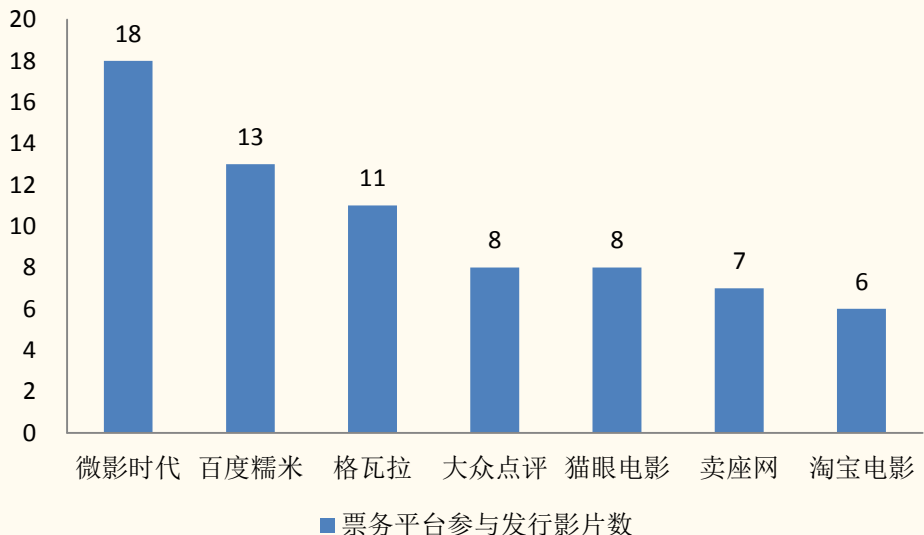
图表 35：2016Q1 中国在线电影平台出票量在整体出票量中占比分布



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

- 高票房电影大多有在线票务平台参与发行，产业上下游合作成为大趋势。2015 年国产电影票房前 10 的影片中，在线票务平台参与发行的影片占 9 部，唯一例外的《狼图腾》也通过格瓦拉进行预售和精准营销。2015 年，在线购票平台参与发行的影片中，微影、百度糯米、格瓦拉发行数量位居前三，分别为 18 部，13 部和 11 部。微影和格瓦拉参与发行的影片数量加总占据半壁江山。由此看来，打通影视业的下游票务产业有利于影视产业发展，天神娱乐提早布局微影时代的确是明智之举。

图表 36：2015 年主要票务平台参与发行影片数



来源：艺恩咨询，国金证券研究所

### 投资工夫影业，加强对产业上游优质 IP 的掌控能力

- 2016 年 12 月天神娱乐通过并购基金投资工夫影业。工夫影业成立于 2012 年，以陈国富导演为核心，集结业内优秀编导、制片人以及各部门主创，提供影视项目投资、策划开发、制作拍摄和营销宣传等全方位服务；核心团队以创作人为主导，参与策划、制作和监制的作品包括《风声》、《天下



无贼》、《狄仁杰》系列、《画皮》等。工夫影业自成立以来，参与投资或制作的影视项目有：《寻龙诀》、《少年班》、《火锅英雄》、《北上广不相信眼泪》等。工夫影业通过对影视制作每个环节的专业掌控、制作出品质卓越、风独特、引领潮流的影视作品。

图表 39：电影《寻龙诀》海报



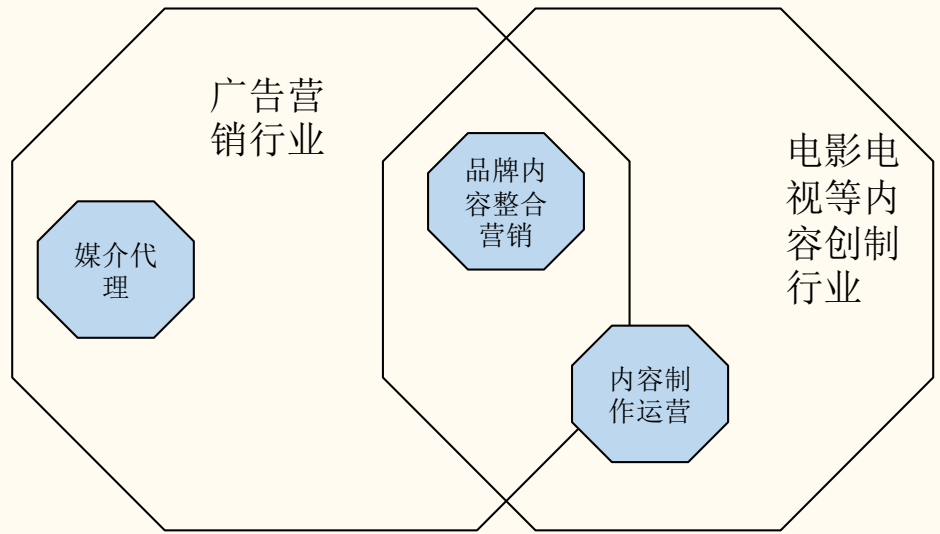
来源：互联网公开资料，国金证券研究所

- 公司通过工夫影业将有更多的机会接触优质 IP。在当下 IP 为王的时代，好的 IP 无论是在影游联动中，还是在泛娱乐的某个板块，都将衍生出大放异彩的产品。例如当下红极一时的手游《阴阳师》，就将在工夫影业、华谊兄弟等多家影视公司的合作下进行电影改编，受到众多游戏玩家的热切期待。由此可见，只有积极布局影视内容生产，才有机会接触到精品 IP，也才能更好地实现影游联动，产生泛娱乐联动效应。

#### 收购合润传媒，触及品牌内容整合营销和影视剧投资

- 合润传媒主营业务为品牌内容整合营销业务，是广告营销与影视剧产业的交叉细分产业。2016 年天神娱乐收购合润传媒 96.36% 的股权。合润传媒的主营业务为品牌内容整合营销，始于植入广告模式，并逐步发展到提供通过多元化的内容整合手段进行品牌营销及宣传的服务。合润传媒从事的核心业务为品牌内容整合营销业务，广义上属于创意产业，狭义上是由广告行业的细分行业衍生而出。综合来说，品牌内容整合营销业务是一种将广告产业与电影电视等内容制作行业进行融合而产生的新型业务形态，既带有广告行业的营销推广属性，也带有电影电视行业的内容创制属性，属交叉型细分行业，公司的业务也对两个领域均有覆盖。

图表 37：合润传媒业务形态



来源：公司公告，国金证券研究所

- **合润传媒在内容整合营销领域处在行业前列。**在自 2007 年成立以来，合润传媒依托于好莱坞和国内影视剧、互联网视听内容等影视文化作品，构建了国内品牌内容创制（即品牌与内容融合的创意及制作）服务大平台，是国内品牌内容整合营销行业综合实力最强的公司之一。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，并保证每年 20 余部电影、200 余部电视剧、80 集微电影/BC 剧、2 部自制剧为品牌定制或融入品牌内容娱乐营销元素。

图表 38：合润传媒近两年部分案例

类别	案例名称	合作品牌	合作方式	植入次数或时长
电视剧	天猫《何以笙箫默》T20 案例	天猫	植入及线上推广	500 秒
	R10 鸡尾酒《何以笙箫默》案例	R10	植入	6 个情节展现以及不低于 15 场道具或场景植入
	汉酱酒、仁酒《湄公河大案》品牌内容营销案例	汉酱酒、任酒	植入	1172 秒
	东阿阿胶《红高粱》案例	东阿阿胶	植入	409 秒
	红牛《杉杉来了》案例	红牛	植入	500 秒
	蒙牛谷粒早餐《里约大冒险 2》整合营销	蒙牛谷粒早餐	联合推广	海报、剧照形象等授权
电影	京东《小时代 3》整合营销	京东商城	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
	OPPO《窃听风云 3》整合营销	OPPO	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
	苏宁易购《致青春》整合营销	苏宁易购	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
	蓝月亮《蓝精灵》整合营销	蓝月亮	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
网络剧	东风日产奇骏《心理罪》案例	东风日产	植入	400 秒
韩剧	京东韩剧《对我而言可爱的她》案例	京东	植入	500 秒
电视栏目	红牛《两天一夜》案例	红牛	冠名及植入	总冠军

来源：公司公告，国金证券研究所

- **合润传媒与影视行业多家巨头关系紧密，拥有丰富的影视资源。**合润传媒为华谊兄弟、华策影视、克顿传媒、中视影视、爱奇艺、湖南卫视等六大国内顶尖内容供应方担任重要代理，同时与国内多数顶级片方建立了战略合作关系，覆盖了业内大量优质影视资源，在资源获取方面居于行业领先地位。此外，合润传媒也与多家优秀的视频网站、电商平台及 IT 巨头达成合作，不断开拓品牌植入业务。合润传媒还与好莱坞多家大厂全面合作，较于行业其他企业拥有了独特的竞争优势。

图表 39：合润传媒影视行业资源



来源：公司公告，国金证券研究所

- 合润传媒逐步开始涉足影视剧投资与制作。合润传媒基于品牌内容整合营销业务带来的对内容行业的充分接触与理解，在内容领域积极延伸，涉足影视剧投资制作业务。合润传媒计划在未来逐步扩大对内容制作业务的资源投入规模，着力于“周播剧”等国内影视剧市场新制作模式下的影视剧制作与投资。借助合润传媒在影视行业的资源和天神娱乐的资本布局，未来合润传媒影视行业的发展值得期待。

图表 40：合润传媒投资与制作的电视剧作品取得的相关许可情况

序号	电视剧作品	电视剧制作许可证	电视剧发行许可证
1	《田教授和贤教授》	《电视剧制作许可证（乙种）》 （乙第 2015009 号）	《国产电视剧发行许可证》（陕）剧审字（2016）第 006 号
2	《太太万岁》	《电视剧制作许可证（乙种）》 （乙第 01876 号）	《国产电视剧发行许可证》（京）剧审字（2016）第 017 号
3	《向太太致敬》	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：合润传媒投资及制作的电影作品情况

序号	电影项目	摄制电影片许可证	电影片公映许可证
1	《闯入者》	京影单证字[2013]第 109 号 （影剧备字[2013]第 472 号）	《电影片公映许可证》（电审故字[2014]第 340 号）
2	《麦兜·我和我妈妈》	《中外合作摄制电影片许可证》（影合证字（2013）第 30 号）	《电影片公映许可证》（电审动字[2014]第 026 号）
3	《江湖论剑实录》	《摄制电影许可证》（单片） （京影单证字[2013]第 523 号；京剧备字[2013]第 078 号）	《电影片公映许可证》（电审故字[2014]第 373 号）

来源：公司公告，国金证券研究所

### 盈利预测与估值

- 按照公司旗下核心子公司、孙公司的收入进行分项预测，目前公司的营收和净利润渠道主要为天神互动（100%股权）、为爱普（100%股权）、雷尚科技（100%股权）、AVAZU Inc.（100%股权）、麦橙科技（100%股权）、一花科技（100%股权）、合润传媒（96.36%股权）、幻想悦游（93.54%股权）、妙趣横生（100%股权）和嘉兴乐玩（42%股权）。
- 我们预测 2016-2018 年，公司预计总营业收入分别为 17.42 亿元、35.16 亿元和 41.47 亿元，预计归母净利润分别为 5.82 亿元、11.52 亿元和 15.07 亿元；按照最新摊薄后股本计算，2016-2018 年对应 EPS 分别为 1.645 元、3.258 元和 4.261 元。
- 据申万行业划分，网络游戏类公司 2017E PE 中位值为 28.33 倍。由于公司游戏业务布局全面，目前拥有棋牌游戏、手游和页游 IP 等多种资源，我们给予公司整体 26X17PE，目标市值 299.6 亿，对应 17 年目标价 84.73，首次覆盖评级为“买入”。

图表 42：同行业公司估值比较

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	2016E	2017E
	最高值	61.16	57.98	53.41
	中位值	45.01	40.32	28.33
002555.SZ	三七互娱	40.37	40.32	28.33
300418.SZ	昆仑万维	47.06	40.56	41.80
002174.SZ	游族网络	42.54	42.15	27.56
300315.SZ	掌趣科技	47.17	30.55	22.39
002517.SZ	恺英网络	33.76	33.88	24.57
603444.SH	吉比特	42.95	38.53	31.45
603258.SH	电魂网络	53.41	57.98	53.41
002619.SZ	巨龙管业	57.58	--	--
002261.SZ	拓维信息	61.16	49.24	40.10
002555.SZ	三七互娱	40.37	40.32	28.33

来源：国金证券研究所



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>405</b>	<b>476</b>	<b>941</b>	<b>1,742</b>	<b>3,516</b>	<b>4,147</b>	货币资金	42	228	724	1,100	1,245	1,748
增长率		17.5%	97.8%	85.1%	101.9%	17.9%	应收款项	118	102	438	859	1,936	2,522
<b>主营业务成本</b>	<b>-332</b>	<b>-84</b>	<b>-295</b>	<b>-679</b>	<b>-1,354</b>	<b>-1,576</b>	存货	244	0	0	0	0	0
%销售收入	<b>81.9%</b>	<b>17.7%</b>	<b>31.3%</b>	<b>39.0%</b>	<b>38.5%</b>	<b>38.0%</b>	其他流动资产	65	4	240	95	203	252
<b>毛利</b>	<b>73</b>	<b>391</b>	<b>646</b>	<b>1,063</b>	<b>2,163</b>	<b>2,571</b>	流动资产	469	334	1,401	2,054	3,384	4,522
%销售收入	<b>18.1%</b>	<b>82.3%</b>	<b>68.7%</b>	<b>61.0%</b>	<b>61.5%</b>	<b>62.0%</b>	%总资产	<b>48.4%</b>	<b>44.9%</b>	<b>19.2%</b>	<b>17.8%</b>	<b>26.3%</b>	<b>32.3%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-18</b>	<b>-21</b>	长期投资	0	365	2,134	2,134	2,134	2,134
%销售收入	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	固定资产	402	9	11	6	1	-4
<b>营业费用</b>	<b>-13</b>	<b>-39</b>	<b>-15</b>	<b>-45</b>	<b>-88</b>	<b>-100</b>	%总资产	<b>41.4%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
%销售收入	<b>3.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	无形资产	98	6	3,684	7,351	7,357	7,361
<b>管理费用</b>	<b>-27</b>	<b>-140</b>	<b>-226</b>	<b>-348</b>	<b>-738</b>	<b>-788</b>	非流动资产	500	410	5,905	9,491	9,492	9,491
%销售收入	<b>6.7%</b>	<b>29.4%</b>	<b>24.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>21.0%</b>	<b>19.0%</b>	%总资产	<b>51.6%</b>	<b>55.1%</b>	<b>80.8%</b>	<b>82.2%</b>	<b>73.7%</b>	<b>67.7%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>32</b>	<b>210</b>	<b>401</b>	<b>660</b>	<b>1,319</b>	<b>1,663</b>	<b>资产总计</b>	<b>970</b>	<b>744</b>	<b>7,306</b>	<b>11,546</b>	<b>12,876</b>	<b>14,014</b>
%销售收入	<b>7.9%</b>	<b>44.2%</b>	<b>42.6%</b>	<b>37.9%</b>	<b>37.5%</b>	<b>40.1%</b>	短期借款	416	0	318	5,070	4,302	3,637
<b>财务费用</b>	<b>-32</b>	<b>2</b>	<b>-51</b>	<b>-62</b>	<b>-116</b>	<b>-88</b>	应付款项	103	21	587	775	1,574	1,805
%销售收入	<b>7.9%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>5.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.1%</b>	其他流动负债	-17	33	69	134	268	313
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	501	54	974	5,979	6,144	5,756
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	其他长期负债	0	27	1,356	7	6	7
%税前利润	<b>0.0%</b>	<b>17.6%</b>	<b>11.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>负债</b>	<b>501</b>	<b>81</b>	<b>2,331</b>	<b>5,986</b>	<b>6,150</b>	<b>5,764</b>
<b>营业利润</b>	<b>-1</b>	<b>256</b>	<b>367</b>	<b>606</b>	<b>1,211</b>	<b>1,585</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>468</b>	<b>662</b>	<b>4,974</b>	<b>5,555</b>	<b>6,708</b>	<b>8,214</b>
营业利润率	<b>n.a</b>	<b>53.7%</b>	<b>39.0%</b>	<b>34.8%</b>	<b>34.4%</b>	<b>38.2%</b>	少数股东权益	0	1	-5	5	18	36
<b>营业外收支</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>970</b>	<b>744</b>	<b>7,300</b>	<b>11,546</b>	<b>12,876</b>	<b>14,014</b>
<b>税前利润</b>	<b>15</b>	<b>256</b>	<b>361</b>	<b>616</b>	<b>1,220</b>	<b>1,597</b>							
利润率	<b>3.8%</b>	<b>53.7%</b>	<b>38.4%</b>	<b>35.4%</b>	<b>34.7%</b>	<b>38.5%</b>	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-4</b>	<b>-21</b>	<b>-5</b>	<b>-25</b>	<b>-55</b>	<b>-72</b>		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	<b>27.1%</b>	<b>8.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>11</b>	<b>234</b>	<b>356</b>	<b>592</b>	<b>1,165</b>	<b>1,525</b>	每股收益	0.118	1.040	1.263	1.645	3.259	4.261
少数股东损益	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-6</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	每股净资产	5.006	2.970	17.028	19.019	22.964	28.123
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>11</b>	<b>232</b>	<b>362</b>	<b>582</b>	<b>1,152</b>	<b>1,507</b>	每股经营现金净流	0.362	0.584	1.095	1.893	3.579	4.363
净利率	<b>2.7%</b>	<b>48.7%</b>	<b>38.5%</b>	<b>33.4%</b>	<b>32.8%</b>	<b>36.3%</b>	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.37%	35.00%	7.28%	10.47%	17.18%	18.34%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.14%	31.14%	4.96%	5.04%	8.95%	10.75%
<b>净利润</b>	<b>11</b>	<b>234</b>	<b>356</b>	<b>592</b>	<b>1,165</b>	<b>1,525</b>	投入资本收益率	2.65%	27.91%	7.35%	5.96%	11.42%	13.36%
少数股东损益	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>26</b>	<b>6</b>	<b>32</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	主营业务收入增长率	9.72%	17.46%	97.85%	85.15%	101.86%	17.93%
<b>非经营收益</b>	<b>28</b>	<b>-45</b>	<b>4</b>	<b>-24</b>	<b>123</b>	<b>97</b>	EBIT 增长率	-15.44%	555.42%	90.86%	64.53%	99.73%	26.11%
<b>营运资金变动</b>	<b>-32</b>	<b>-65</b>	<b>-73</b>	<b>-24</b>	<b>-252</b>	<b>-358</b>	净利润增长率	-48.38%	1992.38%	56.25%	60.62%	98.14%	30.76%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>34</b>	<b>130</b>	<b>320</b>	<b>552</b>	<b>1,045</b>	<b>1,274</b>	%						
<b>资本开支</b>	<b>-73</b>	<b>-7</b>	<b>-19</b>	<b>-3,606</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	总资产增长率	6.52%	-23.24%	881.75%	58.03%	11.53%	8.83%
<b>投资</b>	<b>-5</b>	<b>-23</b>	<b>-2,454</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	应收账款周转天数	95.8	77.5	97.5	160.0	180.0	200.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-77</b>	<b>-18</b>	<b>-2,467</b>	<b>-3,598</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	存货周转天数	247.7	530.2	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,157</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	93.2	207.1	61.5	100.0	102.0	104.0
<b>债权募资</b>	<b>65</b>	<b>0</b>	<b>318</b>	<b>3,503</b>	<b>-769</b>	<b>-664</b>	固定资产周转天数	318.7	6.8	4.5	1.3	0.1	-0.4
<b>其他</b>	<b>-6</b>	<b>-27</b>	<b>1,167</b>	<b>-81</b>	<b>-141</b>	<b>-119</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>59</b>	<b>-27</b>	<b>2,643</b>	<b>3,423</b>	<b>-909</b>	<b>-783</b>	净负债/股东权益	79.75%	-34.44%	-8.17%	71.40%	45.45%	22.91%
<b>现金净流量</b>	<b>16</b>	<b>85</b>	<b>495</b>	<b>376</b>	<b>145</b>	<b>503</b>	EBIT 利息保障倍数	1.0	-133.3	7.8	10.6	11.3	18.8
							资产负债率	51.73%	10.90%	31.99%	51.84%	47.76%	41.12%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	4	18
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.05

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 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%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD