

并表带来业绩高速增长

投资要点

- **事件:** 公司3月30日晚发布一系列公告: 1) 2016年, 实现营业收入16.7亿元, 同比增长78.0%; 实现归母净利润5.5亿元, 同比增长60.0%; 实现扣非归母净利润5.0亿元, 同比增长36.2%。2) 利润分配预案是拟每10股向全体股东派发现金红利4.54元(含税), 同时以资本公积金向全体股东每10股转增20股。3) 预计2017年第一季度实现归母净利润1.86亿元-2.4亿元, 同比增长71.9%-121.8%。4) 副总尹春芬、董秘张执交、财务总监孙军拟在未来9个月内增持公司股份, 合计不低于6350万元; 控股股东将7237.7万股限售股的锁定期届满日由2017年9月17日延长至2018年9月17日。
- **点评: 并表带来业绩大幅增长, 但减值风险仍需关注。** 1) 对比2015年, 2016年新增了为爱普3-10月业绩, 妙趣横生、雷尚科技、Avazu Inc、麦橙网络1-10月业绩以及一花科技业绩。2) 对比2016年一季度, 2017年一季度并表范围增加了幻想悦游(2017年2月并表), 合润传媒、嘉兴乐玩(2017年3月并表)。通过数次外延, 公司主营业务已从单一的游戏研发与发行拓展为游戏研发与发行、互联网应用分发和互联网广告相结合的多元化模式, 业绩亦得到显著增厚, 但是标的业绩承诺带来的资产减值风险需要警惕。2016年Avazu和麦橙网络业绩不达标承诺, 导致计提1365万元资产减值准备, 好在对利润影响尚有限。
- **游戏多维度并举: 重度+大棋牌, 研发+发行+分发平台。** 1) 手游方面, 公司推出的优秀产品包括《黎明之光》、《封神英雄榜》、《帝国OL》、《超级舰队》等。天神互动的《苍穹变》手游自上线以来月均流水达4500万元, 雷尚科技的《坦克风云》和《超级舰队》2016年收入共计1.62亿元, 妙趣横生的《黎明之光》、《封神英雄榜》、《十万个冷笑话》充值流水分别达到1.7亿元、8500万元、1.1亿元。2) 公司2016年起布局收益丰厚稳定、生命周期长的棋牌领域, 分别收购一花科技、乐玩网络100%和42%股权, 并通过成立并购基金分别收购无锡新游、口袋科技64.1%和51%的股权; 其中一花科技2016年实现净利润6488万元。3) 收购优质海外发行平台幻想悦游, 在中东、南美、欧洲地区建立自己的发行渠道, 4) 移动互联网分发平台爱思助手数据良好, 日均分发量稳定在712万, 月活跃超过2000万, 且产品海外布局显见成效。

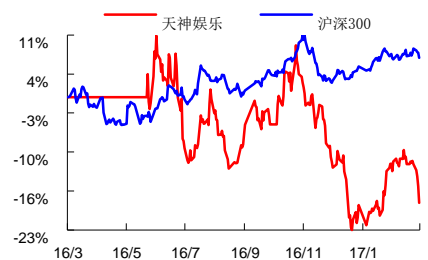
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1674.86	3812.88	4779.48	5721.67
增长率	78.02%	127.65%	25.35%	19.71%
归属母公司净利润(百万元)	546.73	1190.85	1465.10	1737.08
增长率	50.99%	117.81%	23.03%	18.56%
每股收益EPS(元)	1.55	3.37	4.14	4.91
净资产收益率ROE	9.56%	11.71%	12.60%	12.99%
PE	42	19	16	13
PB	3.98	2.24	1.96	1.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.92
流通A股(亿股)	1.52
52周内股价区间(元)	60.57-87.28
总市值(亿元)	187.81
总资产(亿元)	60.92
每股净资产(元)	17.72

相关研究

1. 天神娱乐 (002354): 外延增厚业绩, 关注并购进度 (2016-11-02)
2. 天神娱乐 (002354): 游戏上线时点影响业绩, 下半年有望好转 (2016-09-01)
3. 天神娱乐 (002354): 转售儒意影业、投资新美互通 (2016-07-08)
4. 天神娱乐 (002354): 加码游戏与内容营销, 完善传媒版图 (2016-06-26)



- **Avazu Inc.+北京初聚+合润传媒，互联网广告平台资源在积极整合之中。** Avazu Inc.广告平台在移动互联网广告领域处于全球领先水平；幻想悦游旗下的初聚科技掌握拥有先进算法、具备优秀的互联网精准营销能力；合润传媒则专注内容营销，客户资源丰富。其中 Avazu Inc.和北京初聚强大的数字化营销能力能够在游戏发行推广、渠道平台推广业务上同公司其他业务板块形成联动，协同效应或较明显。
- **手握优质 IP，游戏影视两手抓。** 公司不断储备优质 IP，游戏方面目前已取得了《琅琊榜》、《遮天》、《将夜》、《武动乾坤》、《妖神记》等多个 IP 的游戏改编权；影视方面参投网剧《余罪》在爱奇艺累计播放超过 20 亿次；同时公司通过并购基金投资了工夫影业，其将与华谊兄弟和网易影业携手打造《阴阳师》电影。
- **盈利预测与投资建议：** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 3.37 元、4.14 元、4.91 元（考虑定增带来的股本变化但暂不考虑利润分配带来的股本影响，与上次预测差异主要因为新增大棋牌布局，仅一花科技 2017 年业绩承诺就有 7800 万元，加上其他几家标的将增厚公司业绩），维持“买入”评级。
- **风险提示：** 游戏行业发展环境和国家政策缩紧的风险；并购公司业绩承诺未能兑现的风险；游戏上线时间或不及预期；移动互联网分发平台行业政策或发生大幅变动。

表 1: 标的业绩对赌完成情况 (单位: 万元)

公司名称		2014	2015	2016	2017	2018
天神互动	承诺	18610	24320	30300		
	实际	19101	29089	29579		
妙趣横生	承诺	4150	5475	6769		
	实际	4151	5787	6524		
雷尚科技	承诺		6300	7875	9844	
	实际		7678	8748		
麦橙网络	承诺		101	105	110	
	实际		137	-255		
Avazu Inc.	承诺		12899	17575	23316	
	实际		12906	13732		
一花科技	承诺			6000	7800	10140
	实际			6488		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2: 天神娱乐主营业务分产品情况 (单位: 亿元)

产品名称	营业收入	营业利润	毛利率	营业收入同比增长	营业利润同比增长	毛利率同比增长
网页游戏	1.07	0.9	84.26%	-50.37%	-50.65%	1.69%
移动游戏	3.88	3.59	92.50%	186.88%	182.65%	-1.60%
移动端收入	6.05	1.86	30.68%	368.38%	251.88%	-10.15%
IOS App	5.55	3.58	64.60%	22.59%	24.68%	1.09%
技术及咨询服务	0.20	0.002	0.78%	1.22%	2.97%	无

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1674.86	3812.88	4779.48	5721.67	净利润	545.58	1188.33	1462.00	1733.41
营业成本	681.95	1601.35	2039.89	2464.76	折旧与摊销	17.84	6.14	6.14	6.14
营业税金及附加	5.33	13.46	16.33	19.76	财务费用	14.49	-1.42	-1.94	-2.29
销售费用	76.14	161.13	203.12	240.99	资产减值损失	29.69	25.00	25.00	25.00
管理费用	343.75	782.56	980.95	1174.33	经营营运资本变动	295.92	-48.70	237.98	230.91
财务费用	14.49	-1.42	-1.94	-2.29	其他	-401.37	-25.00	-25.00	-25.00
资产减值损失	29.69	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	502.16	1144.35	1704.19	1968.17
投资收益	38.38	0.00	0.00	0.00	资本支出	-900.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1828.09	1.70	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	927.95	1.70	0.00	0.00
营业利润	561.87	1230.79	1516.14	1799.12	短期借款	-256.80	-61.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.97	8.20	8.20	8.20	长期借款	99.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	568.84	1239.00	1524.34	1807.32	股权融资	-74.74	3955.09	0.00	0.00
所得税	23.26	50.67	62.34	73.91	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	545.58	1188.33	1462.00	1733.41	其他	-1381.70	-705.60	1.94	2.29
少数股东损益	-1.16	-2.52	-3.10	-3.67	筹资活动现金流净额	-1613.32	3188.50	1.94	2.29
归属母公司股东净利润	546.73	1190.85	1465.10	1737.08	现金流量净额	-166.16	4334.55	1706.13	1970.46
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	557.39	4891.94	6598.07	8568.53	成长能力				
应收和预付款项	527.71	1290.70	1644.61	1988.98	销售收入增长率	78.02%	127.65%	25.35%	19.71%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	53.13%	119.05%	23.18%	18.66%
其他流动资产	58.93	219.35	296.69	370.77	净利润增长率	53.07%	117.81%	23.03%	18.56%
长期股权投资	67.65	67.65	67.65	67.65	EBITDA 增长率	39.84%	107.93%	23.05%	18.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11.80	10.68	9.56	8.43	毛利率	59.28%	58.00%	57.32%	56.92%
无形资产和开发支出	4594.03	4589.90	4585.78	4581.65	三费率	25.94%	24.71%	24.73%	24.70%
其他非流动资产	1572.76	1571.86	1570.96	1570.06	净利率	32.57%	31.17%	30.59%	30.30%
资产总计	7390.26	12642.08	14773.31	17156.08	ROE	9.56%	11.71%	12.60%	12.99%
短期借款	61.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.38%	9.40%	9.90%	10.10%
应付和预收款项	149.51	430.02	572.69	700.44	ROIC	17.57%	29.66%	36.03%	44.34%
长期借款	99.92	99.92	99.92	99.92	EBITDA/销售收入	35.48%	32.40%	31.81%	31.51%
其他负债	1370.87	1966.78	2493.34	3014.95	营运能力				
负债合计	1681.31	2496.73	3165.95	3815.32	总资产周转率	0.23	0.38	0.35	0.36
股本	292.09	353.60	353.60	353.60	固定资产周转率	143.84	339.33	472.47	636.08
资本公积	3557.24	7450.82	7450.82	7450.82	应收账款周转率	4.06	5.02	3.80	3.70
留存收益	1308.64	2499.48	3964.58	5701.67	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	5710.19	10149.11	11614.21	13351.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.18%	—	—	—
少数股东权益	-1.24	-3.75	-6.85	-10.53	资本结构				
股东权益合计	5708.95	10145.36	11607.36	13340.77	资产负债率	22.75%	19.75%	21.43%	22.24%
负债和股东权益合计	7390.26	12642.08	14773.31	17156.08	带息债务/总负债	9.57%	4.00%	3.16%	2.62%
					流动比率	1.23	3.67	3.54	3.57
					速动比率	1.23	3.67	3.54	3.57
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.55	3.37	4.14	4.91
					每股净资产	16.15	28.69	32.83	37.73
					每股经营现金	1.42	3.24	4.82	5.57
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	594.21	1235.52	1520.34	1802.97					
PE	41.59	19.09	15.52	13.09					
PB	3.98	2.24	1.96	1.70					
PS	13.58	5.96	4.76	3.97					
EV/EBITDA	28.31	13.26	9.65	7.05					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn