

2017年03月31日

天神娱乐 (002354.SZ)

全年业绩符合预期，打造“游戏+广告+影视”泛娱乐平台

■公司3月30日公布年报：

2016年公司实现营业收入、归母净利润分别为16.75亿、5.47亿，分别同比增长78.02%、50.99%；EPS为1.87元，同比增长17.61%；利润分配预案为每10股派发现金红利4.54元（含税）、每10股转增20股。同时公司公布2017年一季度业绩预告，预计实现归母净利润1.86亿-2.40亿，同比增长71.9%-121.8%。

分业务看，公司页游、手游、互联网广告投放、应用分发收入、技术及咨询服务分别实现营业收入1.07亿、3.88亿、6.05亿、5.55亿、0.20亿，分别同比增长-51.16%、184.36%、368.38%、22.59%、471.22%。其中互联网广告投放收入大幅增长主要因为公司互联网广告业务实力强劲且Avazu Inc.及上海麦橙100%股权2015年10月底并表，2016年1-10月互联网广告收入同比大幅增加。

公司毛利率为59.28%，同比下降9.41个百分点，主要系公司互联网广告收入和申请分发收入毛利率相比游戏毛利率较低且体量较大，降低了公司的毛利率水平。公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为4.55%、20.52%、0.87%，分别上升2.97、-3.52、-4.58个百分点。

■点评：

全年业绩符合预期，打造“游戏+广告+影视”泛娱乐平台。公司深入整合游戏研发、发行、渠道产业链上下游，以游戏为核心拓展广告、影视、教育等业务。

精研页游/手游，整合发行+渠道，乘移动出海东风。公司页游起家，后切入手游研发，围绕游戏研发先后整合分发渠道及海外发行平台，提升公司游戏业务整体实力。游戏研发方面，公司推出多款精品页/手游，其中手游《苍穹变》上线以来月均流水达4500万；《坦克风云》、《超级舰队》累计用户数分别突破3500万、1700万，两款游戏累计收入达到1.62亿；《黎明之光》充值流水达1.7亿。发行方面，幻想悦游旗下优质海外发行平台绿洲游戏专注于中东、南美、欧洲等地的游戏发行，建立了完善发行渠道，预计公司将受益于移动出海大趋势。渠道方面，移动应用分发平台爱思助手渠道实力强劲，活跃用户、App分发量及营收处于国内第三方IOS分发平台前列，爱思助手App日均分发量712万，月活超过2000万，总用户数破亿。

整合在线棋牌，用户流量优势助力公司泛娱乐布局。2016年公司收购

公司快报

证券研究报告

传媒

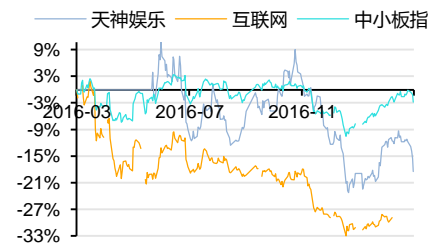
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**82.5元**
股价(2017-03-30) **64.30元**

交易数据

总市值(百万元)	18,781.16
流通市值(百万元)	9,768.40
总股本(百万股)	292.09
流通股本(百万股)	151.92
12个月价格区间	60.57/87.28元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.84	-10.19	-12.63
绝对收益	-7.68	-7.03	-15.52

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

天神娱乐：天神娱乐：以游戏为核心，持续推进泛娱乐全产业链布局 2017-03-15

一花科技，通过并购基金收购无锡新游、口袋科技 64.1%和 51%股权，一花科技、无锡新游及口袋科技主营在线棋牌类游戏研运，拓宽公司研运游戏细分类型，而且棋牌类游戏生命周期长、用户粘性高、用户基数大，为公司带来庞大用户流量，利好公司泛娱乐布局。

布局移动互联网及内容营销，与游戏形成强大协同作用。公司先后收购全球领先的移动互联网广告平台 Avazu Inc.、幻想悦游（旗下北京初聚专注于移动互联网广告的程序化、精准化投放）、国内内容整合营销龙头合润传媒。优秀营销能力提升公司业绩同时，有效助力公司精品游戏营销推广，形成强大协同作用。2016 年，Avazu Inc.付费客户超过 1800 个，移动 DSP 系统客户数量超过 900 个；北京初聚旗下互联网广告平台实现单月最高广告展示 69 亿次，单月最高点击数近 7300 万次，单月最高广告转化数超过 122 万个；合润传媒每年服务 20 余部电影、200 余部电视剧、80 集微电影。

深入挖掘 IP 价值，影游联动打开泛娱乐布局新局面。公司取得包括《琅琊榜》（影视）；《遮天》、《将夜》、《武动乾坤》（文学）；《妖神记》（动漫）等在内的优质 IP 资源，与公司页游及手游形成强大联动效应，有效提升公司品牌价值及业绩表现。

■**投资建议：**我们预计公司 17-19 年净利润分别为 11.6 亿元、13.9 亿元、15.99 亿元，对应每股收益分别为 3.97 元、4.76 元、5.47 元。参考同类可比公司给予 20X 估值，对应六个月目标价 82.5 元，给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**游戏行业竞争加剧风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	940.8	1,674.9	3,098.5	3,873.1	4,841.4
净利润	362.1	546.7	1,160.0	1,390.3	1,598.9
每股收益(元)	1.24	1.87	3.97	4.76	5.47
每股净资产(元)	17.03	19.55	19.14	23.99	29.42
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	51.9	34.4	16.2	13.5	11.7
市净率(倍)	3.8	3.3	3.4	2.7	2.2
净利润率	38.5%	32.6%	37.4%	35.9%	33.0%
净资产收益率	7.3%	9.6%	20.8%	19.8%	18.6%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.6%	0.7%	0.6%
ROIC	761.7%	14.8%	32.1%	26.2%	43.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	940.8	1,674.9	3,098.5	3,873.1	4,841.4	成长性					
减:营业成本	294.5	682.0	1,183.0	1,488.4	1,907.5	营业收入增长率	97.8%	78.0%	85.0%	25.0%	25.0%
营业税费	4.0	5.3	12.3	14.7	17.7	营业利润增长率	43.6%	53.1%	115.7%	17.8%	21.1%
销售费用	14.8	76.1	62.0	77.5	96.8	净利润增长率	56.3%	51.0%	112.2%	19.8%	15.0%
管理费用	226.3	343.8	650.1	895.9	1,099.5	EBITDA 增长率	63.6%	39.5%	116.3%	15.7%	16.6%
财务费用	51.2	14.5	46.1	31.1	-24.0	EBIT 增长率	64.7%	37.8%	118.3%	15.9%	16.9%
资产减值损失	25.4	29.7	18.8	24.6	24.4	NOPLAT 增长率	77.5%	33.9%	117.2%	17.5%	11.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6800.9%	-0.1%	44.1%	-33.7%	22.9%
投资和汇兑收益	42.3	38.4	85.8	86.5	9.0	净资产增长率	649.5%	14.9%	-2.2%	25.2%	22.6%
营业利润	366.9	561.9	1,212.1	1,427.5	1,728.5	利润率					
加:营业外净收支	-6.0	7.0	0.3	0.4	2.6	毛利率	68.7%	59.3%	61.8%	61.6%	60.6%
利润总额	360.9	568.8	1,212.4	1,427.9	1,731.1	营业利润率	39.0%	33.5%	39.1%	36.9%	35.7%
减:所得税	4.5	23.3	55.6	47.2	138.5	净利润率	38.5%	32.6%	37.4%	35.9%	33.0%
净利润	362.1	546.7	1,160.0	1,390.3	1,598.9	EBITDA/营业收入	45.0%	35.2%	41.2%	38.1%	35.5%
						EBIT/营业收入	44.4%	34.4%	40.6%	37.7%	35.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	4	3	1	0	0
货币资金	723.5	557.4	247.9	2,323.3	2,991.0	流动营业资本周转天数	13	-29	65	58	13
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	332	274	244	334	353
应收帐款	438.2	504.3	1,147.1	1,008.6	1,657.9	应收帐款周转天数	103	101	96	100	99
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	67	76	31
预付帐款	81.0	23.4	446.4	207.8	319.5	总资产周转天数	1,540	1,579	931	859	783
存货	-	-	1,145.6	480.4	340.5	投资资本周转天数	726	804	530	416	296
其他流动资产	158.6	58.9	72.6	96.7	76.1	投资回报率					
可供出售金融资产	739.1	1,463.2	850.3	1,017.5	1,110.3	ROE	7.3%	9.6%	20.8%	19.8%	18.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	7.4%	13.4%	14.0%	14.2%
长期股权投资	1,395.2	67.7	67.7	67.7	67.7	ROIC	761.7%	14.8%	32.1%	26.2%	43.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	11.5	11.8	7.5	3.1	0.3	销售费用率	1.6%	4.5%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	24.0%	20.5%	21.0%	23.1%	22.7%
无形资产	15.2	41.3	27.8	14.3	0.9	财务费用率	5.4%	0.9%	1.5%	0.8%	-0.5%
其他非流动资产	3,743.4	4,662.4	4,624.5	4,634.1	4,636.3	三费/营业收入	31.1%	25.9%	24.5%	25.9%	24.2%
资产总额	7,305.8	7,390.3	8,637.3	9,853.5	11,200.5	偿债能力					
短期债务	317.8	61.0	972.5	-	-	资产负债率	32.0%	22.8%	35.3%	29.0%	23.5%
应付帐款	563.9	805.0	1,281.8	1,875.0	1,742.3	负债权益比	47.0%	29.5%	54.7%	40.9%	30.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.44	1.23	1.29	2.10	2.86
其他流动负债	92.6	63.4	117.6	86.3	141.7	速动比率	1.44	1.23	0.81	1.85	2.68
长期借款	-	99.9	-	-	-	利息保障倍数	8.16	39.77	27.29	46.94	-71.09
其他非流动负债	1,362.6	652.0	680.5	898.3	743.6	分红指标					
负债总额	2,336.8	1,681.3	3,052.4	2,859.7	2,627.7	DPS(元)	0.25	-	0.40	0.48	0.37
少数股东权益	-4.5	-1.2	-4.2	-13.7	-19.8	分红比率	20.0%	0.0%	10.0%	10.0%	6.7%
股本	292.1	292.1	292.1	292.1	292.1	股息收益率	0.4%	0.0%	0.6%	0.7%	0.6%
留存收益	4,466.3	4,865.9	5,297.0	6,715.4	8,300.5						
股东权益	4,969.0	5,709.0	5,584.9	6,993.9	8,572.8						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	356.4	545.6	1,160.0	1,390.3	1,598.9	EPS(元)	1.24	1.87	3.97	4.76	5.47
加:折旧和摊销	6.8	17.8	17.8	17.8	16.3	BVPS(元)	17.03	19.55	19.14	23.99	29.42
资产减值准备	25.4	29.7	-	-	-	PE(X)	51.9	34.4	16.2	13.5	11.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.3	3.4	2.7	2.2
财务费用	50.8	21.0	46.1	31.1	-24.0	P/FCF	-6.2	47.8	57.9	8.4	24.0
投资损失	-42.3	-38.4	-85.8	-86.5	-9.0	P/S	20.0	11.2	6.1	4.8	3.9
少数股东损益	-5.7	-1.2	-3.2	-9.6	-6.3	EV/EBITDA	63.4	30.9	14.6	10.4	8.5
营运资金的变动	1,100.1	-766.6	-1,627.4	1,788.9	-835.2	CAGR(%)	57.1%	42.9%	70.3%	57.1%	42.9%
经营活动产生现金流量	319.8	502.2	-492.5	3,132.0	740.7	PEG	0.9	0.8	0.2	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-2,467.2	927.9	698.4	-81.3	-83.3	ROIC/WACC	73.3	1.4	3.1	2.5	4.2
融资活动产生现金流量	2,638.3	-1,613.3	-515.5	-975.3	10.3	REP	0.1	3.4	1.1	1.7	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034