

# 天神娱乐 (002354.SZ) 娱乐行业

评级：买入维持评级

公司点评

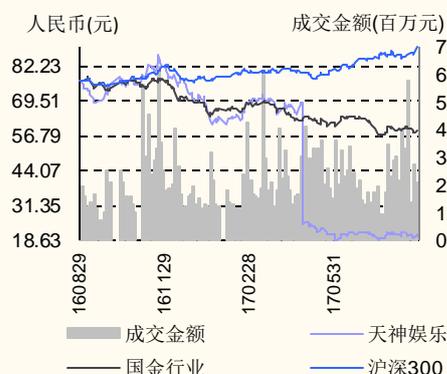
市场价格 (人民币)：20.99 元

## 业绩高速增长，各业务协同并进

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)	424.21
总市值(百万元)	18,863.24
年内股价最高最低(元)	85.97/18.63
沪深 300 指数	3834.54
深证成指	10762.37



### 相关报告

1. 《Avazu 股权作价 22 亿元投资移动出海-天神娱乐公司点评》，2017.6.13
2. 《一季报业绩近预告上限，超市场预期-天神娱乐一季报点评》，2017.4.24
3. 《一季度利润大幅增长，看好棋牌游戏布局-天神娱乐 2016 年报点...》，2017.4.5
4. 《低估值蓄势待发，看好棋牌前瞻布局-天神娱乐公司深度研究》，2017.3.8

姜姝

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

裴培

分析师 SAC 执业编号：S1130517060002  
peipei@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.264	1.872	1.060	1.330	1.591
每股净资产(元)	17.03	19.55	23.90	28.41	33.81
每股经营性现金流(元)	1.09	1.70	2.74	4.66	6.03
市盈率(倍)	75.96	36.95	19.79	15.79	13.19
行业优化市盈率(倍)	33.85	33.85	33.85	33.85	33.85
净利润增长率(%)	56.25%	50.99%	92.13%	25.40%	19.69%
净资产收益率(%)	7.28%	9.57%	15.05%	15.87%	15.97%
总股本(百万股)	286.59	292.09	990.60	990.60	990.60

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 23.21 元/股，发行股份合计不超过 8996.12 万股，募集资金总额为 20.88 亿元，目前该事项正在进行中。

### 业绩简评

- 天神娱乐 2017 年上半年实现收入 15.89 亿元，同比增长 85.04%，归母净利润 5.05 亿元，同比增长 150.14%，符合之前的业绩预期，扣非后归母净利润 4.65 亿元，同比增长 128.27%。预计 2017 年前三季度的归母净利润为 7.2-8.8 亿元，同比增长 112.68%-159.94%。

### 经营分析

- **业绩高速增长，多元业务齐头并进：**报告期内公司业绩大涨，收入增长 85%，净利润增长 150%，主要由于内生增长以及幻想悦游、合润传媒、嘉兴乐玩新增并表。其中游戏业务表现不俗，营收 7.41 亿，同比增长 237.81%，占比 46.64%，比例提升约 21pct，公司报告期内收购的嘉兴乐玩（42%股权）专注地方棋牌市场，游戏产品《皮皮湖南跑胡子》在报告期内营业收入突破 1.7 亿元，《苍穹变》、《黎明之光》、《坦克风云》等其他优秀产品也在稳定经营当中；在平台方面，营收 4.39 亿，同比增长 70.07%，占比 27.64%，公司旗下爱思助手平台积极拓展海外市场，目前总的游戏分发量达 45 亿次，平台日分发量 900 万，DAU 已经超过 300 万，MAU 已经突破 2200 万；互联网广告业务，营收 3.22 亿，同比下滑 15.38%。
- **公司主要子公司业绩表现不俗：**报告期内公司各子公司业绩表现不俗，为公司贡献了大量利润。其中天神互动实现净利润 1.69 亿元，幻想悦游（2 月并表控股 94%）净利润 1.14 亿元，嘉兴乐玩（3 月并表控股 42%）净利润 1.74 亿元，合润传媒（3 月并表控股 96%）净利润 0.22 亿元，雷尚（控股 100%）净利润 0.47 亿元，妙趣横生（控股 100%）净利润 0.28 亿元，Avazu（控股 100%，7 月底完成剥离）净利润 0.60 亿元。
- **盈利能力大幅提升：**2017 年上半年毛利率达到 60.68%，同比提升 7.22 pct，净利率 38.54%，同比大幅提升 15.17pct。我们认为优质公司纳入合并范围，有效提升了公司的盈利能力。
- **公司 IP 储备丰富：**公司不断挖掘和储备文学、影视、动漫等方面的优质 IP，目前已取得了著名影视作品《琅琊榜》、文学作品《遮天》、《将夜》、《武动乾坤》、动漫作品《妖神记》等多个 IP。在影视方面，公司拟参与筹拍著名作家《择天记》作者猫腻的作品《将夜》。
- **新游上线值得期待：**在游戏方面，公司将陆续推出《琅琊榜》、《十万个冷笑

话番剧版》、《上吧 MT》、《坦克风云 2》等拥有优质 IP 改编的精品游戏，不断稳固公司在网络游戏研发的行业领先地位，其中《十万个冷笑话番剧版》上线测试后，近期在 ios 畅销榜排名第 6。

### 盈利调整

- 考虑到公司今年有多款重磅游戏即将上线以及明年优质的影视项目，我们上调了公司的盈利预测，2017-2019 年预计归母净利润分别为 10.5、13.2 和 15.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.1、1.3 和 1.6 元。

### 投资建议

- 按照增发后最新的股本摊薄后 2017-2019 年 PE 为 20X/16X/13X，估值低有安全边际，前三季度利润大幅增长，维持“买入”评级。

### 风险提示

棋牌游戏有一定的政策性风险，商誉可能有减值风险。

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>476</b>	<b>941</b>	<b>1,675</b>	<b>3,184</b>	<b>3,867</b>	<b>4,589</b>	货币资金	228	724	557	2,500	3,300	6,000
增长率		97.8%	78.0%	90.1%	21.5%	18.7%	应收账款	102	438	504	960	1,165	1,383
主营业务成本	-84	-295	-682	-1,280	-1,520	-1,810	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	17.7%	31.3%	40.7%	40.2%	39.3%	39.5%	其他流动资产	4	240	82	97	63	81
毛利	391	646	993	1,903	2,347	2,778	流动资产	334	1,401	1,144	3,557	4,528	7,464
%销售收入	82.3%	68.7%	59.3%	59.8%	60.7%	60.5%	%总资产	44.9%	19.2%	15.5%	36.3%	42.0%	54.4%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-13	-15	-18	长期投资	365	2,134	1,531	1,543	1,542	1,542
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	9	11	12	9	9	8
营业费用	-39	-15	-76	-143	-174	-206	%总资产	1.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
%销售收入	8.2%	1.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	6	3,684	4,603	4,604	4,605	4,605
管理费用	-140	-226	-344	-637	-773	-918	非流动资产	410	5,905	6,246	6,253	6,253	6,252
%销售收入	29.4%	24.0%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%	%总资产	55.1%	80.8%	84.5%	63.7%	58.0%	45.6%
息税前利润 (EBIT)	210	401	568	1,111	1,384	1,636	<b>资产总计</b>	<b>744</b>	<b>7,306</b>	<b>7,390</b>	<b>9,810</b>	<b>10,781</b>	<b>13,716</b>
%销售收入	44.2%	42.6%	33.9%	34.9%	35.8%	35.6%	短期借款	0	318	61	1,549	1,070	2,101
财务费用	2	-51	-14	-28	-33	-15	应付款项	21	587	820	1,024	1,226	1,458
%销售收入	-0.3%	5.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.3%	其他流动负债	33	69	49	156	92	187
资产减值损失	-1	-25	-30	0	0	0	流动负债	54	974	929	2,729	2,388	3,746
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	100	100	100	101
投资收益	45	42	38	12	21	26	其他长期负债	27	1,363	652	0	0	0
%税前利润	17.6%	11.7%	6.7%	1.1%	1.5%	1.6%	<b>负债</b>	<b>81</b>	<b>2,337</b>	<b>1,681</b>	<b>2,829</b>	<b>2,487</b>	<b>3,847</b>
营业利润	256	367	562	1,095	1,372	1,647	<b>普通股股东权益</b>	<b>662</b>	<b>4,974</b>	<b>5,710</b>	<b>6,981</b>	<b>8,298</b>	<b>9,874</b>
营业利润率	53.7%	39.0%	33.5%	34.4%	35.5%	35.9%	少数股东权益	1	-5	-1	0	-4	-5
营业外收支	0	-6	7	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>744</b>	<b>7,306</b>	<b>7,390</b>	<b>9,810</b>	<b>10,781</b>	<b>13,716</b>
税前利润	256	361	569	1,098	1,375	1,650							
利润率	53.7%	38.4%	34.0%	34.5%	35.6%	36.0%	<b>比率分析</b>						
所得税	-21	-5	-23	-46	-62	-74		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	8.4%	1.3%	4.1%	4.2%	4.5%	4.5%	<b>每股指标</b>						
净利润	234	356	546	1,051	1,313	1,576	每股收益	1.040	1.264	1.872	1.060	1.330	1.591
少数股东损益	2	-6	-1	1	-4	-1	每股净资产	2.970	17.028	19.550	23.899	28.409	33.806
归属于母公司的净利润	<b>232</b>	<b>362</b>	<b>547</b>	<b>1,050</b>	<b>1,317</b>	<b>1,577</b>	每股经营现金净流	0.583	1.088	1.705	2.744	4.659	6.034
净利率	48.7%	38.5%	32.6%	33.0%	34.1%	34.4%	每股股利	4.374	4.374	6.171	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	35.00%	7.28%	9.57%	15.05%	15.87%	15.97%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	31.14%	4.96%	7.40%	10.71%	12.22%	11.49%
净利润	234	356	546	1,051	1,313	1,576	投入资本收益率	27.91%	7.35%	9.04%	12.33%	13.97%	12.94%
非现金支出	6	30	43	12	13	13	<b>增长率</b>						
非经营收益	-45	4	16	-104	69	82	主营业务收入增长率	17.46%	97.85%	78.02%	90.10%	21.47%	18.65%
营运资金变动	-65	-73	-107	-157	-34	91	EBIT增长率	555.42%	90.86%	41.47%	95.66%	24.61%	18.18%
经营活动现金净流	130	318	498	802	1,361	1,763	净利润增长率	1992.38%	56.25%	50.99%	92.13%	25.40%	19.69%
资本开支	-7	-19	-10	-8	-10	-10	总资产增长率	-23.24%	881.75%	1.16%	32.74%	9.90%	27.23%
投资	-23	-2,454	923	-12	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	12	5	15	12	21	26	应收账款周转天数	77.5	97.5	89.8	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-18	-2,467	928	-8	11	16	存货周转天数	530.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股权募资	0	1,157	0	0	0	0	应付账款周转天数	207.1	61.5	48.2	48.0	48.0	48.0
债权募资	0	318	-157	989	-479	1,032	固定资产周转天数	6.8	4.5	2.6	0.9	0.4	0.0
其他	-27	1,167	-1,439	160	-93	-111	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	-27	2,643	-1,596	1,149	-572	921	净负债/股东权益	-34.44%	-8.17%	-6.94%	-12.19%	-25.68%	-38.48%
<b>现金净流量</b>	<b>85</b>	<b>493</b>	<b>-170</b>	<b>1,943</b>	<b>800</b>	<b>2,700</b>	EBIT利息保障倍数	-133.3	7.8	39.2	39.4	42.0	109.9
							资产负债率	10.90%	31.99%	22.75%	28.84%	23.07%	28.05%

来源：公司公告，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	1	2	2	3
增持	1	1	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	1	1	1	1	1
评分	2.33	2.33	2.00	2.00	1.83

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-08	买入	69.80	84.73~84.73
2	2017-04-05	买入	65.18	N/A
3	2017-04-24	买入	67.99	N/A
4	2017-06-13	买入	21.16	N/A

来源：国金证券研究所



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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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