

立足顶尖研发商 向互联网集团进军

■精品页游盈利能力超强，持续打造品牌影响力。天神是国内顶尖网游研发商，经典作品《傲剑》13年营收5.27亿，《飞升》13年营收3.2亿。14年天神略超承诺实现扣非净利润1.91亿元，同比增长41.85%。14年天神成为腾讯平台页游研发商开服数第二名，自研《梦幻Q仙》、《飞升》、《天神传奇》均进入前10。《傲剑2》累计开服已赶超《傲剑》；首款登陆腾讯3D微端页游《苍穹变》流水稳定在3000万以上，并作为唯一国产自研页游游戏入选首届WCA正式比赛项目。

■积极布局手游市场，外延强化移动网游实力与出海能力。14年底上线首款移动网游《全民破坏神》，累计收入达千万级别。公司收购精品移动网游研发商妙趣横生剩余95%的股权（5.89亿）、军事类SLG策略游戏研发商雷尚科技100%的股权（8.8亿）。妙趣横生在运营代表作《黎明之光》、《神之刃》累计流水超3亿，15年3月推出第二款3D动作卡牌移动游戏《十万个冷笑话》。雷尚科技代表作《坦克风云》、《火力全开HD》累计充值近2亿，在港台、韩国、阿拉伯等地区的Appstore、Google Play以及其他安卓平台排名优势显著。

■布局全球化跨屏互联网广告平台Avazu Inc.，切入互联网广告，有助于提升海外发行能力。Avazu Inc.专注于互联网精准广告投放，拥有大量海外客户并覆盖海外130多个国家和地区的媒体资源。截至2014年10月31日，Avazu互联网广告平台推广的广告数超过4000个，其中移动端广告数占比超过70%；单月最高广告点击数近10亿次，其中移动端单月最高广告点击数超过8亿次。

■投资建议：公司明确提出通过并购向一流的互联网企业集团的目标迈进，而不局限于游戏公司。考虑前期公司收购深圳为爱普和本次收购的业绩增厚，15年公司业绩备考6亿。考虑到公司的整体布局、游戏市场情绪景气以及公司具有超强盈利能力的游戏龙头地位，给予买入-A评级，目标市值400亿，对应目标价136.05元。

■风险提示：游戏行业增速放缓、市场竞争加剧、人才流失风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	404.9	475.5	1,393.3	1,861.6	2,415.9
净利润	11.1	231.7	598.9	776.2	981.4
每股收益(元)	0.05	1.04	2.04	2.64	3.34
每股净资产(元)	2.10	2.97	15.66	18.26	21.68

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	1,940.1	92.7	47.3	36.5	28.9
市净率(倍)	45.9	32.5	6.2	5.3	4.4
净利润率	2.7%	48.7%	43.0%	41.7%	40.6%
净资产收益率	2.4%	35.0%	13.0%	14.5%	15.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	3.0%	27.7%	1,086.4%	16.7%	23.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

136.05元

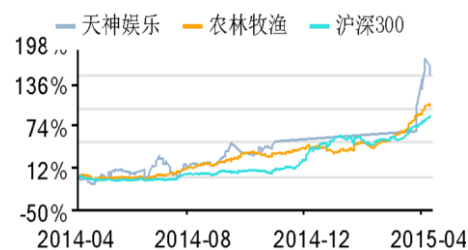
股价(2015-04-21)

93.50元

交易数据

总市值(百万元)	21,488.10
流通市值(百万元)	5,833.52
总股本(百万股)	222.93
流通股本(百万股)	60.52
12个月价格区间	33.60/103.91元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益		47.15	47.46	68.51
绝对收益		67.63	67.63	158.90

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060001
wenhao@essence.com.cn
010-66581627

许彬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070001
xubin3@essence.com.cn

报告联系人

杨文硕

010-66581842

yangws@essence.com.cn

王晓岩

010-66581748

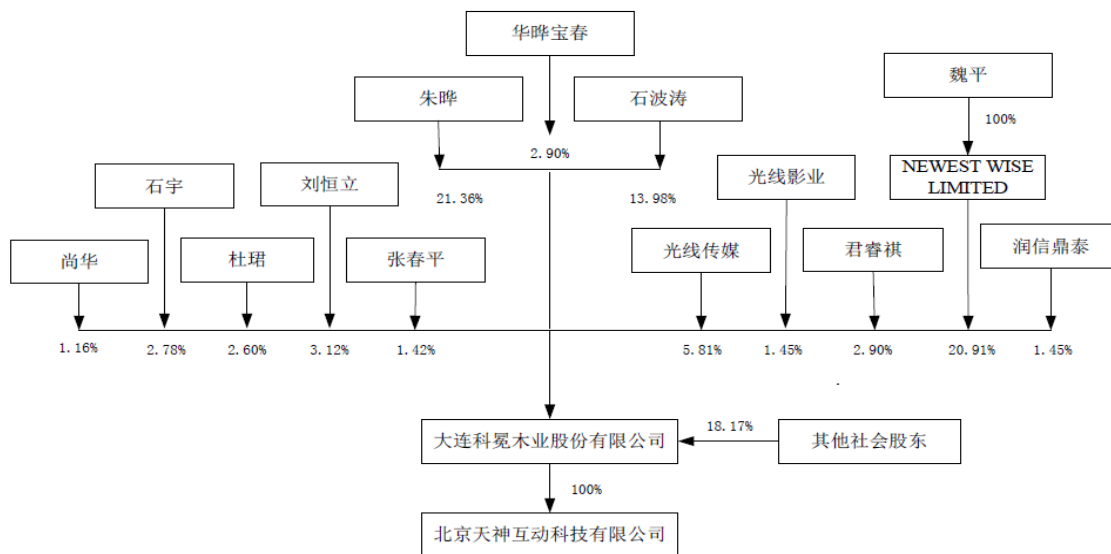
wangxy2@essence.com.cn

相关报告

1. 国内顶尖网游研发商天神互动借壳上市

2014年1月，科冕木业发布重组方案，拟收购天神互动100%股权，交易价格为24.50亿元，拟将其拥有的全部资产和负债作为置出资产与朱晔、石波涛等12名交易对方拥有的天神互动100%股权的等值部分进行置换，对置入置出资产差额19.32亿元由科冕木业以非公开发行股份的方式进行购买，发行股份共计1.29亿股，每股价格不低于14.94元。天神互动承诺2014年-2016年度扣非净利润将分别为1.86亿元、2.43亿元和3.03亿元，增速分别达到37%、31%、25%，对应PE分别为13.16、10.07、8.09。2014年06月17日，科冕木业重大资产重组事项获批，本次重组导致上市公司实际控制权变更，重组后朱晔、石波涛持有总股本的38.24%，成为控股股东和实际控制人，资产过户已于2014年8月22日完成，新增股份于2014年9月16日上市。

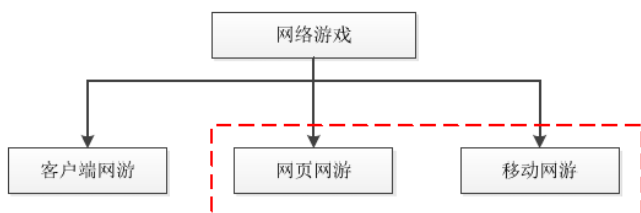
图1：重组后上市公司的股权结构图



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

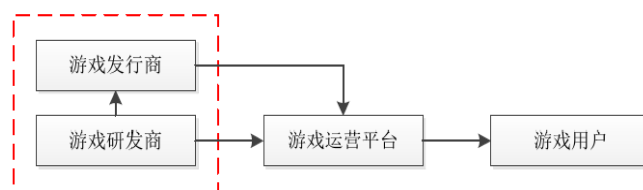
北京天神互动科技有限公司成立于2010年3月，主要从事网页游戏和移动网游这两类网络游戏的研究与发行，是中国最具实力的网络游戏研发商之一。自成立以来，在自主研发方面，天神互动出品了《傲剑》、《飞升》、《天神传奇》、《苍穹变》、《梦幻Q仙》和《傲剑2》等多款热门网页游戏产品，深受玩家好评。在发行方面，凭借多年来在自研网页游戏的发行和运作方面积累的丰富经验，深刻理解各运营平台的特点，准确把握玩家的消费习惯，与腾讯、百度、趣游、360游戏、37wan等网络游戏运营平台保持紧密合作关系，并在台湾、越南、印尼、马来西亚等海外地区发行游戏。

图2：天神互动业务在网络游戏行业中的分类情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图3：天神互动所处产业链情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

天神互动经历了产品初期培育后,于2012年实现营收与净利润的近翻倍增长。2014年《梦幻Q仙》开服数901组,成为腾讯页游开服数第四名的游戏,《飞升》和《天神传奇》以591组和583组服务器数量占据腾讯页游开服榜八、九名。2014腾讯平台的统计中,天神互动占据页游研发商开服数第二名,年开服1963组,占比腾讯平台4.49%。

图 4: 2014 年腾讯页游开服前十名

游戏名称	开服数	游戏类型	游戏题材	战斗方式	研发商
六界仙尊	1402	角色扮演	神话题材	即时制	明朝网络
烈火屠龙	1375	角色扮演	奇幻题材	即时制	恺英网络
焚天之怒	1035	角色扮演	仙侠题材	即时制	互爱互动
梦幻Q仙	901	角色扮演	仙侠题材	即时制	水工日辰
战龙三国	849	角色扮演	历史题材	即时制	墨麟集团
三国乱世	806	战争策略	历史题材	回合制	上海锐战
群雄志	763	角色扮演	三国题材	即时制	珠海仟游
飞升	591	角色扮演	仙侠题材	即时制	天神互动
天神传奇	583	角色扮演	神话题材	即时制	天神互动
龙骑士传	546	角色扮演	魔幻题材	回合制	天拓游戏

数据来源: 9K9K、安信证券研究中心

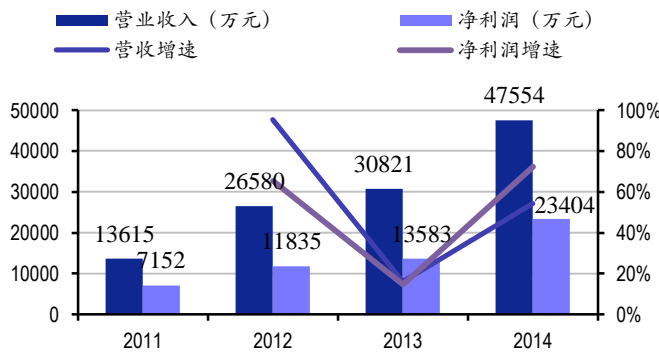
图 5: 2014 年腾讯页游研发商前十名

研发名称	游戏数	开服数	腾讯平台占比
互爱互动	13	2068	4.72%
天神互动	14	1963	4.49%
恺英网络	8	1834	4.19%
天拓游戏	9	1729	3.95%
明朝网络	1	1402	3.20%
悦腾网络	15	1398	3.19%
腾讯游戏	13	1217	2.78%
墨麟集团	3	1067	2.44%
动网先锋	20	1022	2.34%
北京漫游谷	9	906	2.07%

数据来源: 9K9K、安信证券研究中心

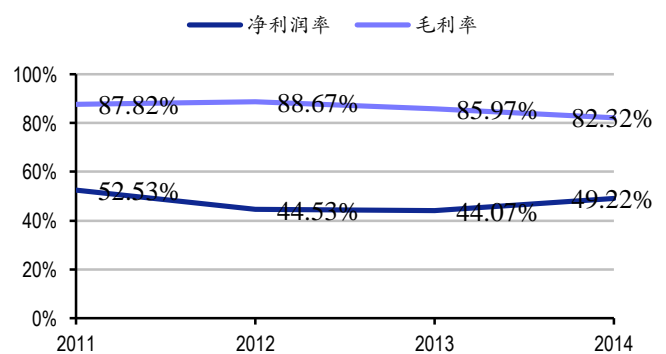
2014年天神互动共实现营收4.76亿元,同比增长54.29%,其中移动终端游戏收入3,955.57万元;页游收入4.36亿元;实现净利润2.34亿,同比增长72.30%。营业收入增加是由于2014年《苍穹变》、《天神传奇》、《梦幻Q仙》等游戏进入高峰期。

图 6: 天神互动营收与净利润变化 (万元)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

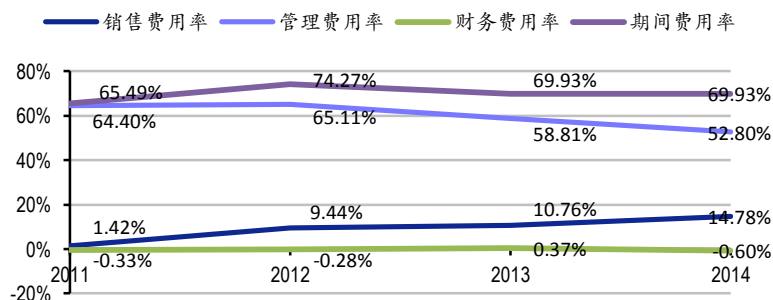
图 7: 天神互动净利润率与毛利率变化



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

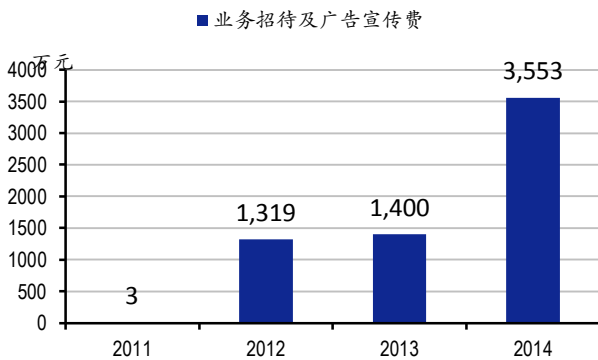
天神互动毛利率相对稳定且维持在80%以上的较高水平。2013年以来天神互动规模扩大,游戏业务增加,广告宣传费等大幅增加导致销售费用大幅上升,同时员工增加、新游戏研发增多等导致的人工费用、研究与开发费用等管理费用大幅增多。

图 8: 天神互动近三年费用率变化情况



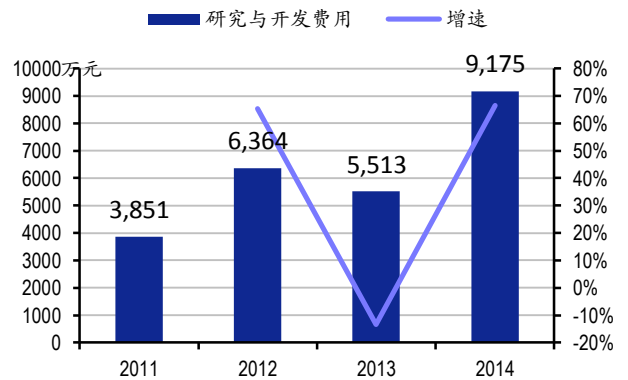
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 9：销售费用中业务招待及广告宣传费变化



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 10：管理费用中研究与开发费用变化情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

从销售净利率来看，天神互动 2014 年的毛利率达到 82.32%，高于行业平均 68.84% 的毛利率水平，天神互动 2014 年净利率为 49.22%，高于行业中大部分页游公司净利率，体现了天神互动游戏产品的强大盈利能力。

表 1：2014 年度同行业主要财务指标对比

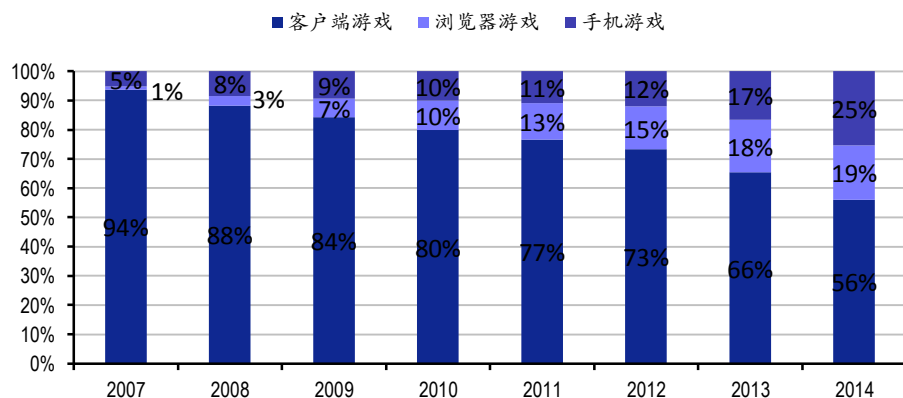
	毛利率	净利率
顺荣三七	42.61%	9.80%
博瑞传播	76.69%	25.96%
游族网络	70.89%	48.33%
云游控股	66.08%	-5.99%
飞鱼科技	87.53%	41.99%
网龙	89.32%	-18.35%
平均	68.84%	17.78%
天神互动	82.32%	49.22%

数据来源：Wind，安信证券研究中心（注：博瑞传播仅游戏行业业务数据）

2. 行业分析：手游浪潮全面启动，页游跨平台持续走热

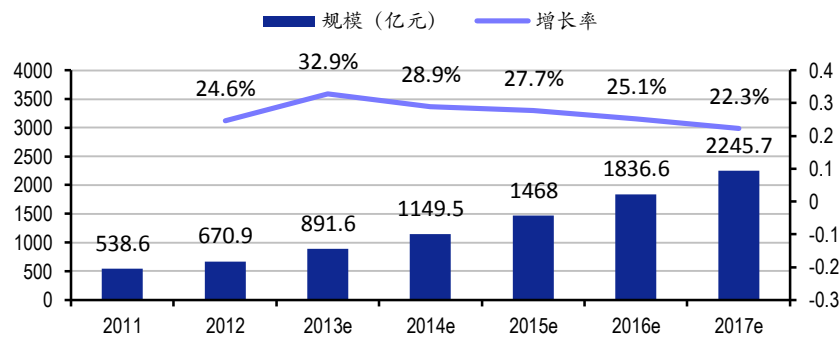
2009 年以来，客户端游戏仍然是网络游戏中的重要组成部分，但增长明显放缓，行业门槛已经很高，预计到 2017 年其在网络游戏市场中的占比会减小到 50.5% 左右；移动游戏在 2013 和 2014 年迎来爆发式的增长，提供轻度游戏用户更多选择并吸引非游戏用户进入网络游戏，整体规模逐渐扩大，2014 年占比约为 20.6%，首次超过网页游戏，预计未来三年持续增长，2017 年占比达到 31.4%；网页游戏逐步进入成熟阶段，零和效应显现，产品出现精细化运营趋势，预计未来三年稳定增长，市场规模占比保持 18.1% 左右。

图 11：我国网络游戏细分市场规模



数据来源：Enfodesk, 199IT，安信证券研究中心

图 12: 2011-2017E 中国网络游戏市场规模

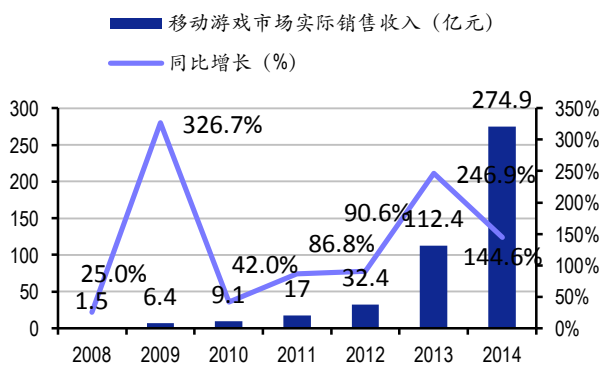


数据来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心 (注: 网络游戏市场规模包含中国大陆地区网络游戏用户消费总金额, 以及中国网络游戏企业在海外网络游戏市场获得的总营收)

2.1. 移动游戏市场 2017 年将超 700 亿 未来三年 CAGR 达 37%

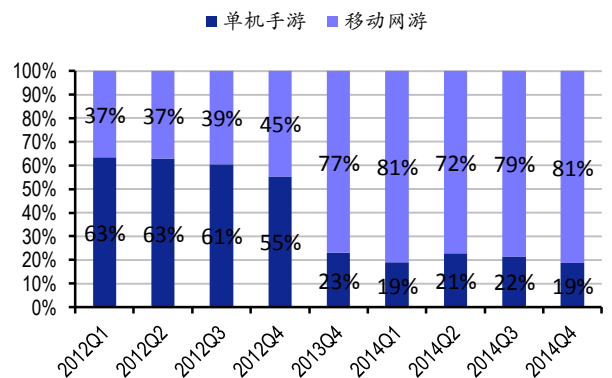
2014 年中国移动游戏用户数量已达 3.58 亿人, 同比增长 15.1%, 移动游戏游戏市场规模达到 275 亿元, 同比增速达到 145%, 首次超过页游, 占比总体游戏市场的 24%。智能手机渗透率攀升带动移动网游发展, 自从 2013 年移动网游市场首次超过单机手游, 移动网络游戏/移动单机游戏有逐渐上升的趋势。截止到 2014 年第四季度, 移动网游占比已经达到整体手游市场的 80%。根据艾瑞咨询预测, 我国移动游戏 2017 年市场规模将达到 705 亿, 2015-2017 年三年 CAGR 达到 37%。

图 13: 我国移动游戏行业市场规模



数据来源: GPC IDC and CNG, 安信证券研究中心

图 14: 2012Q1-2014Q4 我国移动游戏市场构成



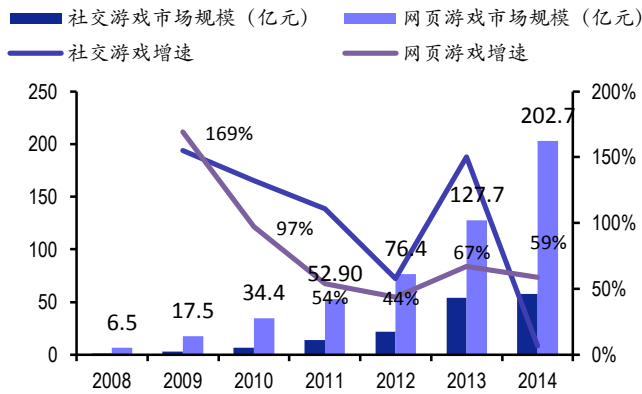
数据来源: GPC IDC and CNG, 安信证券研究中心

从产业链上看, 手机游戏产业链主要包括产品开发、产品运营、产品推广和产品支付四个环节。游戏内容开发是移动游戏产业链的价值源头, 而消费者娱乐消费口味的不断变化和娱乐疲劳的频现紧逼开发商不断提高创新能力和技术水准。**精品内容是手游开发商在分散化市场中胜出关键。**对比我国 2013 年 4 月手机游戏收入流水榜单, 单月收入在千万级以上的手机游戏共 18 款, 其中前十名收入在 1500 万以上。

2.2. 页游跨平台特性启动新增长点 优质产品受平台热捧

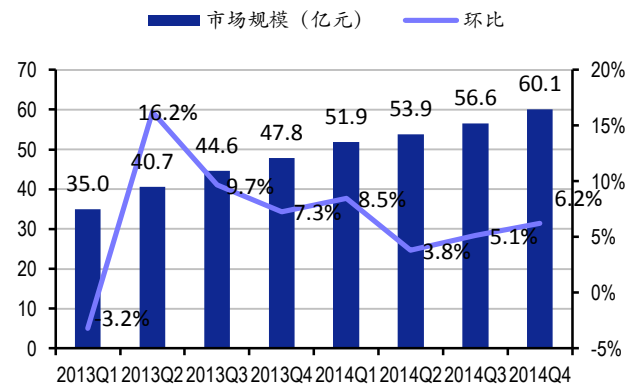
在 2013、2014 两年中, 我国网页游戏市场实现了稳定增长, 同比增速均保持在 50% 以上, 市场整体仍处于高速发展时期。2014 年我国页游市场规模达到 202.7 亿元, 同比增长 60%, 占比总游戏市场的 17.7%。2014 年, 中国网页游戏研发商市场集中度依然不高, 目前尚未有一家厂商的市场份额超过 10%。受移动游戏大潮的影响, 部分页游研发商转向手游红海, 2014 年页游产品出现供不应求的现象。优质产品的稀缺也促使多款精品游戏在平台的助推下, 取得月流水过亿的出色成绩。

图 15: 我国浏览器游戏市场规模



数据来源: GPC IDC and CNG, 安信证券研究中心

图 16: 2013Q1-2014Q4 我国网页游戏市场规模

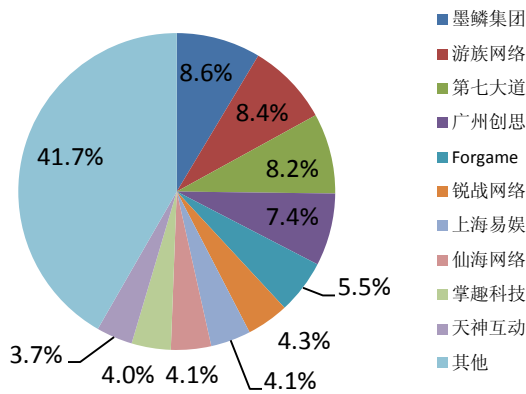


数据来源: 易观国际, 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

2014 年, 中国网页游戏运营平台竞争格局较为稳定, 流量逐渐向互联网巨头的页游平台聚集, 市场集中度进一步提高。其中, 腾讯凭借长年累积的用户群占据约三分之一的市场份额;37 游戏依靠强大的产品运营能力, 市场份额稳中有增;360 游戏和百度游戏则凭借庞大的自有流量和用户基础, 竞争优势日益明显。

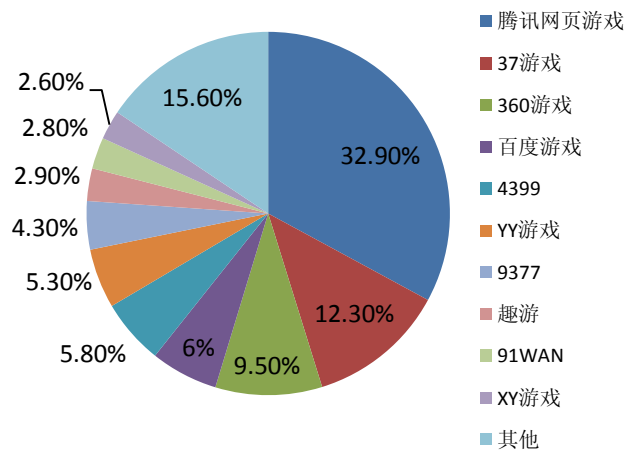
2014 年, 网页游戏运营平台加大了对精品游戏的推广力度, 虽然页游产品数量有所下滑, 但平台开服量保持增长态势。未来随着精细化运营和数据挖掘技术的进一步提升, 页游运营平台在整体页游市场中的分成比例将继续提升, 各大平台对用户和产品的竞争也将愈加激烈。

图 17: 2014 年中国网页游戏研发商竞争格局



数据来源: EnfoDesk, 安信证券研究中心

图 18: 2014 年中国网页游戏运营平台竞争格局



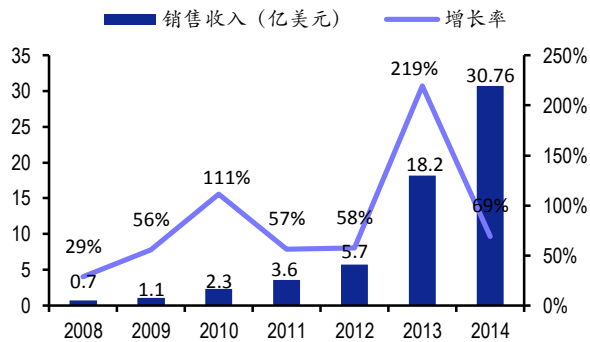
数据来源: EnfoDesk, 安信证券研究中心

中国网页游戏行业未来的发展趋势将表现为: 游戏类型和玩法在从同一化向差异化发展, 注重创新, 细分领域逐渐成长起来; 网页游戏海外市场已经打开成为网页游戏新的爆发点; 微端与 HTML5 技术逐渐成熟, 网页游戏的形势正在多元化; 资本市场认可网页游戏, 市场并购将持续发生。

2.3. 我国游戏国际化潜力巨大 游戏出海进程加速

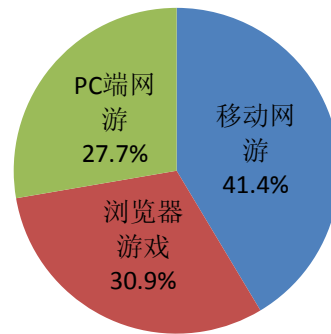
2014 年中国自主研发网络游戏海外市场销售收入达到 30.67 亿美元, 比 2013 年增长 69.02%。出口产品中, PC 端类游戏数量占总出口网络游戏数量的 27.7%; 浏览器类游戏数量占总出口网络游戏数量的 30.9%; 移动类游戏数量占总出口网络游戏数量的 41.1%。

图 19: 2014 年中国自主研发网游海外销售收入



数据来源: GPC IDC and CNC, 安信证券研究中心

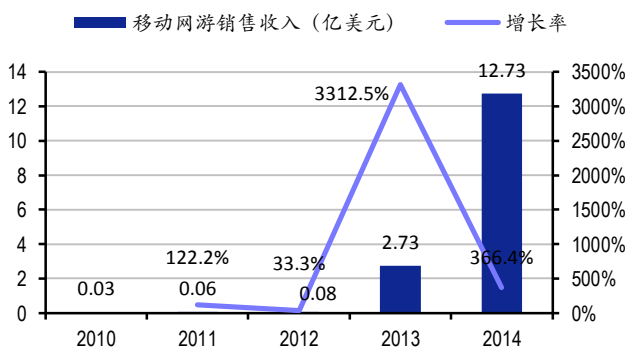
图 20: 2014 年自主研发网游出口产品类型构成比例



数据来源: GPC IDC and CNC, 安信证券研究中心

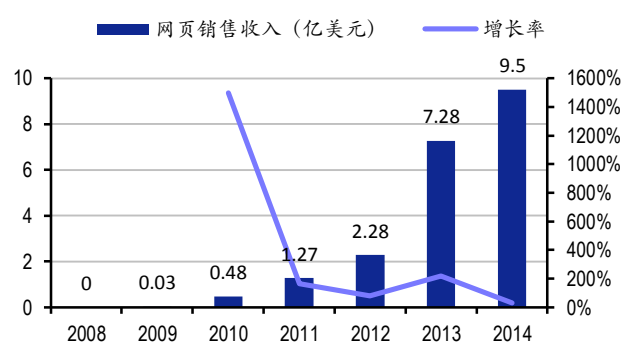
总体来看,我国网络游戏出口由最初的单一 PC 端,2009 年后加入了页游,变为现在的 PC+页游+手游的多元化出口模式。移动网游、浏览器游戏、PC 端网游出口销售收入在近几年不断增加,其中浏览器和 PC 端自 2013 年起增加幅度较为平稳,而移动游戏自 2013 年起呈现爆发式增长。2014 年,移动游戏海外出口实际销售收入达到 12.73 亿美元,同比增长 366.39%。而在 2013 年,该同比增长为 3312.5%,增长势头迅猛。

图 21: 2014 年中国移动网游海外市场销售收入



数据来源: GPC IDC and CNC, 安信证券研究中心

图 22: 2014 年中国页游海外市场销售收入



数据来源: GPC IDC and CNC, 安信证券研究中心

3. 天神互动持续打造精品页游外延布局手游海外发行

3.1. 产品营收结构合理 多元化产品有效降低经营风险

天神互动主营业务收入主要来自自研页游和手游,并主要才有腾讯独代、百度独代、趣游独代以及部分联运等方式获得分成收入。到 2014 年底,天神互动游戏主要有《傲剑》、《傲剑 2》、《天神传奇》、《飞升》等,其中 2013 年之后推出的游戏主要包括《傲剑 2》、《苍穹变》、《梦幻 Q 仙》、《全民破坏神》等。《傲剑》后续产品《傲剑 2》在 2013 年 11 月上市之后迅速火爆,截止 2015 年 3 月底累计开服数达到 3462 组;首款登陆腾讯 3D 微端页游《苍穹变》,2014 年单月流水最高突破 4000 万元,目前流水稳定在 3000 万元人民币以上;首款移动网游《全民破坏神》上线以来累计收入达千万级别。

表 2: 天神互动公告游戏合作情况 (在大陆地区运营)

序号	游戏名称	上线时间	研发方及运营模式	合作方	协议主要内容	天神互动分成比例 (按月结算)	合作期限
1	《傲剑》	2010.12	自主研发+独家授权运营	趣游	授权趣游及其相关渠道独家代理大陆地区运营	500 万及以下部分,扣除 5% 运营渠道成本后的 25%; 500 万以上部分,扣除 5% 运营渠道成本后的 30%	2010.3.26-2015.3.25

2	《飞升》	2012.4	自主研发+独家授权运营	腾讯	腾讯开放平台为大陆地区的独占接入平台	0-10万, 100%; 10-100万, 70%; 100-1,000万, 50%; 1,000-3,000万, 40%; 3,000万以上, 30%	2013.10.1-2014.7.31 可顺延
3	《天神传奇》	2012.12	与无锡七酷联合开发+独家授权运营	腾讯	腾讯开放平台为大陆地区的独占接入平台		2012.12.1-2014.11.30 可顺延
4	《醉剑》	2013.2	自主研发+独家授权运营	腾讯	腾讯开放平台为大陆地区的独占接入平台		2012.11.1-2014.10.31 可顺延
5	《战佛》	2013.5	自主研发+独家授权运营	百度	授权百度独家代理大陆地区运营	月运营收入的30%: 如百度转授权其他运营方联合运营, 天神互动还将获得其他运营方总运营收入的20%	2013.4.16-2016.4.15
6	《苍穹变》	2013.9	自主研发+独家授权运营	腾讯	腾讯开放平台为大陆地区的独占接入平台	0-10万, 100%; 10-100万, 70%; 100-1,000万, 50%; 1,000-3,000万, 40%; 3,000万以上, 30%	2013.5.1-2015.4.30 可顺延
7	《独剑天下》	2013.9	自主研发+联合运营	打卡网	授权打卡网在大陆地区联合运营	100万以下分得35%, 100万以上分得30%	2013.9.24-2015.9.23, 可顺延
				北京世界星辉	授权360在大陆地区联合运营	30%	2013.7.20-2015.7.19
				百度	授权百度在大陆地区联合运营	30%	2013.10.14-2015.10.13
8	《热血战纪》	2013.3	无锡七酷研发、天神互动发行+独家授权百度运营	无锡七酷	无锡七酷独家授权天神互动发行《热血战纪》	运营收入(从百度月份成收入并扣除天神互动发行成本后)的25%, 无锡七酷分得月分成收入的75%	2013.7.31-2018.7.30
				百度	无锡七酷独家授权百度独家代理《热血战纪》在大陆地区运营	月运营收入的25%, 如百度转授权其他运营方联合运营, 天神互动还将获得其他运营方总运营收入的23%	2013.8.1-2018.7.31
9	《暗黑世界》	2013.11	无锡七酷研发、天神互动发行+独家授权百度运营	无锡七酷	无锡七酷独家授权天神互动发行《暗黑世界》	6000万元及以下, 天神互动分(从百度月份成收入并扣除天神互动发行成本后)25%; 月流水超过6000万元, 无锡七酷分100%	2013.10.10-2018.10.9
				百度	无锡七酷独家授权百度独家代理《暗黑世界》在大陆地区运营	月运营收入的30%, 如百度转授权其他运营方联合运营, 天神互动还将获得其他运营方总运营收入的25%	2013.10.12-2016.10.11
10	《梦幻Q仙》	2013.11	自主研发+独家授权运营	腾讯	腾讯开放平台作为大陆地区的独占接入平台	0-10万, 100%; 10-100万, 70%; 100-1,000万, 50%; 1,000-3,000万, 40%; 3,000万以上, 30%	2013.9.1-2014.8.30 可顺延
11	《傲剑2》	2013.12	自主研发+独家授权运营	趣游	授权趣游及其自有渠道独家代理大陆地区运营	500万及以下, 获得收入扣除5%运营渠道成本后的25%; 500万以上获得扣除5%运营渠道成本后的30%	2013.12.3(商业化运营之日)-2018.12.2
12	《江湖外传》	2014.3	自主研发+独家授权运营	百度	授权百度在大陆地区独家代理运营	30%	2014.3.1-2015.2.28

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表3: 天神互动其他游戏产品简介

类别	游戏	上线时间	题材	简介
页游	《武动乾坤》	2013.12	玄幻	大型多人在线 MMORPG 网络游戏
	《飞仙情缘》	即将上线	-	-
	《求魔》	2014.10	玄幻	由网络第一人气同名小说改编, 3D 微端巨制玄幻网游
手机游戏	《飞升手机版》	2013.11(封测)	修真	以修真为背景的 ARPG 手游
	《全民打飞机 OL》	2014.9	射击	2014 年最炫酷的联网打飞机游戏
	《红刃 OL》	2014.10	格斗	日式风格的横版格斗的手机游戏
	《全民破坏神》	2014.11	动作	腾讯首款 3D 暗黑动作 RPG 手游

数据来源: 公司官网, 公司公告, 9K9K, 安信证券研究中心(数据截止到2015年4月16日)

2014 年天神互动共实现营收 4.76 亿元，同比增长 54.29%，其中页游收入 4.36 亿元，同比增长 41.46%，移动终端游戏收入 3,955.58 万元，产品结构更加丰富。从区域分布来看，境内外业务收入持续增长，境内业务收入约 4.07 亿元，同比增长 57.15%，境外收入约 6814.75 万元，同比增长 39.15%。营业收入增加是由于 2014 年《苍穹变》、《天神传奇》、《梦幻 Q 仙》等游戏进入高峰期。毛利率继续保持高水平，达 82.32%，同比微降 3.65%。

表 4：公司 2014 年主营业务数据构成

	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率	营收同比	营业成本同比	毛利率同比
分行业						
网络游戏行业	47,554.12	8407.53	82.32%	54.29%	94.41%	-3.65%
分产品						
网页游戏	43,598.55	8,347.83	80.85%	41.46%	93.03%	-5.12%
移动游戏	3,955.58	59.70	98.49%			98.49%
分地区						
境内	40,739.37	8,308.31	79.61%	57.15%	94.44%	-9.91%
境外	6,814.75	99.22	98.54%	39.15%	91.31%	-0.69%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

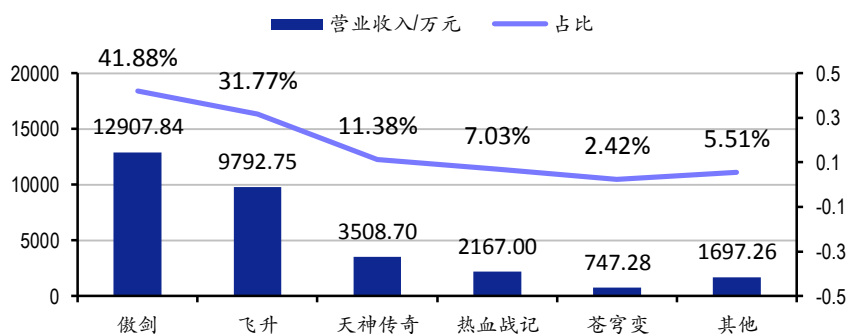
表 5：主要子公司 2014 年营业情况

公司名称	公司类型	所处行业	主要产品或服务	营业收入(万元)	净利润(万元)
北京天神互动科技有限公司	子公司	网络游戏行业	网页网游和移动网游网络游戏的研发与发行	39,013.28	20,539.49
北京水工日辰科技有限公司	子公司	网络游戏行业	网页网游和移动网游网络游戏的研发与发行	5,365.79	2,375.31

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

天神互动报告期内取得较好的经营业绩的原因主要是来自新上线产品《苍穹变》、《傲剑 2》以及《梦幻 Q 仙》等游戏产品的业绩贡献。水工日辰报告期内取得较好的经营业绩的原因主要是来自《梦幻 Q 仙》产品的销售收入。

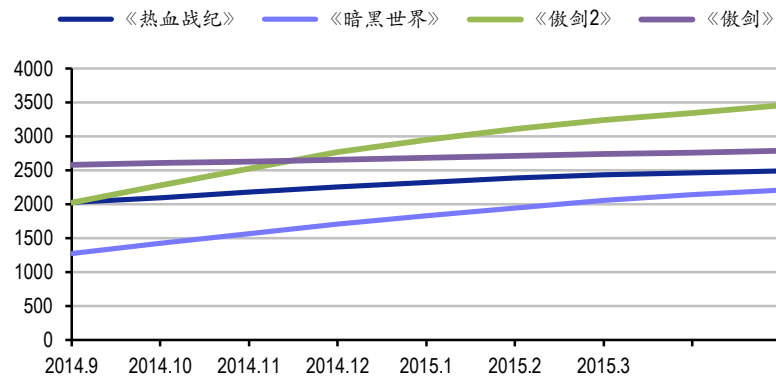
图 23：天神互动 2013 年各产品收入及主营业务收入比例情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

以《热血战纪》、《暗黑世界》、《傲剑 2》这 3 款在 2013 年末上线的游戏和在 2010 年末上线的《傲剑》的累计开服数做一对比，可发现新上线游戏累计开服数已超过《傲剑》。其中，《热血战纪》、《暗黑世界》的累计开服数分别在达到 2492 组和 2206 组，而《傲剑 2》开服总数已达 3462 组，比《傲剑》开服数 2789 多 673 组。

图 24: 天神互动部分重点游戏 2014 年 9 月以来的累计开服数对比



数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心 (截止 2015.03.31)

2014 年公司布局手游市场, 公司首款手机网游《全民破坏神》14 年底上线, 截止目前累计收入已超过千万元级别。另外公司手游产品包括《全民打飞机 OL》和《红刃 OL》等, 同时公司正在研发《傲剑》、《苍穹变》等多款网页网游对应的移动网游产品并已经上线手游《飞升手机版》。2014 年公司积极补充游戏 IP 储备, 取得了影视作品《钟馗伏魔: 雪妖魔灵》、《封神英雄》等游戏的改编权。

公司网游产品主要采取独家授权运营模式或联合运营模式, 主要客户有腾讯、趣游、百度等主要游戏运营平台, 2014 年销售额分别占比 57.99%、16.89%和 7.55%, 集中度较高; 海外市场主要客户为 VNG Corporation(越南), 2014 年销售额占比为 5.56%。

表 6: 公司 2014 年前五大客户

序号	客户名称	销售额 (万元)	占年度销售总额比例
1	深圳市腾讯计算机系统有限公司	27,576.18	57.99%
2	趣游科技集团有限公司	8,033.25	16.89%
3	北京百度网讯科技有限公司	3,591.78	7.55%
4	VNG Corporation(越南)	2,642.63	5.56%
5	北京鸣鹤鸣和文化传媒有限公司	1,886.79	3.97%
合计	--	43,730.64	91.96%

数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

3.2. 重点作品营收能力突出 借力 WCA 打响国际品牌

3.2.1. 《苍穹变》: 创例入选首届 WCA 进入国际视野

创立于 2000 年的 WCG (World Cyber Games, 世界电子竞技大赛) 在 2013 年宣布停办, 这个延续了 13 年的“电子竞技奥运会”至此画上了句号。在这种背景下, 我国银川市人民政府于 2014 年创办了 WCA (World Cyber Arena, 世界电子游戏竞技大赛)。作为一项新的全球性的电子游戏竞技赛事, WCA 不仅会继承和发扬 WCG 世界电竞大赛的竞技体育精神, 在未来还有望成为全球最有影响力的电子竞技大赛。

《苍穹变》是北京天神互动科技有限公司自主研发的网络游戏, 于 2013 年 9 月正式上线, 授权腾讯平台独家运营。2014 年 8 月 6 日, WCA 组委会在举行新闻发布会上正式宣布《苍穹变》作为 WCA2014 正式比赛项目。本届大赛的正式比赛项目共有 7 款游戏, 其中端游 5 款, 页游 1 款, 手游 1 款, 《苍穹变》不仅作为唯一国产自主研发网页游戏入选首届 WCA 正式比赛项目, 其总奖金达与个人冠军奖金也分别达到了 700 万元人民币和 300 万元人民币, 创电竞行业个人职业赛事奖金的世界纪录。

表 7: WCA2014 世界电子竞技大赛入选项目

序号	游戏	发布时间	总奖金 (万元)	开发商	发行商	类型	平台
1	刀塔传奇	2014 年 2 月	700	莉莉丝	龙图游戏	动作卡牌、策略	手游
2	苍穹变	2013 年 9 月	700	天神互动	天神互动	角色扮演	页游
3	DOTA2	2013 年 7 月	290	Valve	完美世界(中),Valve,Nexon(日韩)	单局、对抗、RPG	端游
4	炉石传说	2014 年 3 月	120	暴雪娱乐公司	暴雪娱乐公司	策略类卡牌游戏	端游
5	坦克世界	2011 年 3 月	65	Wargaming	空中网	第三人称射击	端游
6	穿越火线	2007 年 5 月	65	Smile Gate, Neowiz	Neowiz, 腾讯游戏, Gamera 等	动作, 第一人称射击	端游
7	魔兽争霸	2003 年 7 月	60	暴雪娱乐公司	北美: 暴雪娱乐, 大陆: 奥美电子	单人游戏、多人游戏	端游

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

《苍穹变》作为首款登陆腾讯 3D 微端网页游戏, 2013 年 9 月上线后, 当年累计流水约 715.74 万元, 13 年底注册用户达 53.42 万人, 月均用户数达 1.08 万人; 2014 年《苍穹变》开始进入营收高峰期, 月流水稳定在 3000 万元, 单月流水最高突破 4000 万元, 总开服数为 754 组。到 2015 年 4 月, 《苍穹变》仍以 300 万用户在线的高人气, 位列腾讯精品页游最热游戏榜首。

表 8: 《苍穹变》2013 年主要运营数据

指标	2013 年
当期流水合计 (万元)	715.74
期末累计注册用户数 (万人)	53.42
月均付费用户数 (万人)	1.08
月均 ARPU	55.23

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 9: 2015 年 4 月腾讯精品页游最热游戏榜

排名	游戏名称	在线人数 (万人)
1	苍穹变	300
2	暴风王座	280
3	火影忍者	260
4	传奇时代	240
5	枪林弹雨	200
6	英魂之刃	188
7	三国乱世	180
8	植物大战僵尸战略版	170
9	开心消消乐	160
10	楚天之怒	156

 数据来源: 腾讯精品页游官网 <http://1.qq.com/>, 安信证券研究中心

从付费玩家年龄分布来看, 17 岁以下支付能力较弱的群体较少, 玩家主要集中在 18~34 岁支付能力较强的群体, 约占 87.2%, 为《苍穹变》持续高流水奠定基础。

表 10: 《苍穹变》2013 年付费玩家年龄分布

时间	<17 岁	18-24 岁	25-34 岁	35-44 岁	≥45 岁	合计
2013	7.20%	45.20%	42%	4.60%	1.10%	100.00%

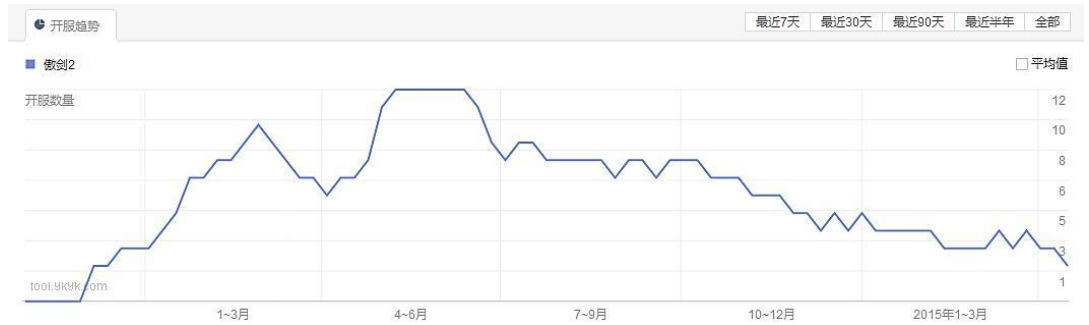
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2.2. 《傲剑 2》: 继《傲剑》之后又一主打产品

《傲剑 2》在 2013 年 12 月上市之后迅速火爆。2014 年 2 月, 《傲剑 2》进入开服数前十游戏, 位列第九; 当月《傲剑 2》是哥们网第一主打产品, 开服数占比 37.1%, 月流水超

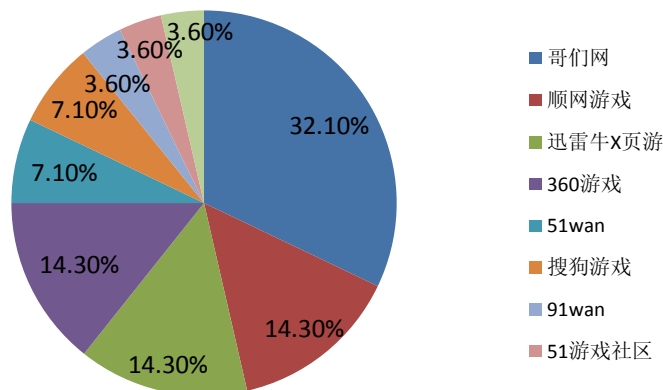
过 3000 万元，同时是 360 游戏第三主打产品，开服数占比 5.5%，360 游戏当月总流水约 1.4 亿。此后《傲剑 2》持续火爆，2014 年累计总开服数为 3018 组，月平均开服数为 252 组，2014 年 5 月达到月开服峰值 360 组；自运营以来，开服总数为 5019 组。《傲剑 2》采用多种优质混服平台开服，其采用的平台为哥们网、顺网游戏、迅雷牛 X 页游、360 游戏、51wan、搜狗游戏、91wan、51 游戏社区和 2144。其中哥们网占比最多，为 32.1%，其次为顺网游戏、迅雷牛 X 页游和 360 游戏，占比均为 14.3%。

图：《傲剑 2》开服趋势



数据来源：9K9K，安信证券研究中心（截至 2015 年 4 月 16 日）

图 25：《傲剑 2》平台分布



数据来源：9K9K，安信证券研究中心

根据 GAMELOOK 发布的 2014 年度网页游戏数据报告，天神互动研发的《傲剑 2》2014 年共入驻了 21 家一线平台，位列年度游戏入驻形势排行榜第 14 位。

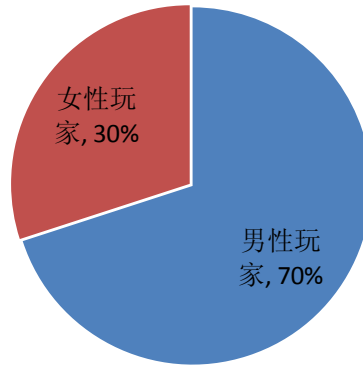
图 26：2014 年度游戏入驻 TOP20 一览

游戏名称	研发商	年度入驻/开服总数	开服前三的平台
风云无双	墨麟集团	39/8904	37游戏 YY游戏 PPS游戏
仙侠道	上海心动	34/2267	迅雷牛X页游 心动游戏 360游戏
万世	大黑科技	29/2834	哥们网 360游戏 37游戏
七杀	广州四三九九	28/8243	4399平台 51游戏社区 PPS游戏
百战天下	广州酷游	27/1726	PPS游戏 37游戏 YY游戏
魅影传说	广州创思	26/2834	9377 360游戏 2144
醉武侠	云游控股	26/1374	4399平台 360游戏 91wan
三国魂	上海易娱	24/3745	37游戏 360游戏 YY游戏
快打西游	巴别时代	24/749	7k7k 360游戏 搜狗游戏
斩龙传奇	上海重剑	23/2677	XY游戏 2144 5399
独步天下	云游控股	22/1742	91wan 4399平台 51wan
风色轨迹	云游控股	22/674	4399平台 新浪游戏 360游戏
深渊	上海心动	22/570	心动游戏 49you 迅雷牛X页游
傲剑2	天神互动	21/3018	哥们网 360游戏 迅雷牛X页游
暗黑屠龙	广州仙海	21/2610	9377 49you YY游戏
暗黑世界	无锡七酷	21/1933	百度游戏 37游戏 迅雷牛X页游
剑影	第七大道	21/889	畅游wan 迅雷牛X页游 乐都网
大天使之剑	上海三七玩	20/11847	37游戏 百度游戏 360游戏
黑暗之光	青果灵动	19/5191	游戏网 360游戏 哥们网
笑傲九天	广州酷游	19/945	YY游戏 7k7k 360游戏

数据来源：GAMELOOK 安信证券研究中心

2014 年上半年,《傲剑 2》女性玩家的数量同游戏上线初始相比,增长了近乎 20 个百分点,由原来的 10%上升为现今的 30%。《傲剑 2》把女性用户列为重点目标,针对不同性别的玩家群体展开市场战略布局,从男女双重方向入手扩充游戏的用户数量。

图 27: 2014H1 《傲剑 2》男女玩家分布



数据来源: 网络公开资料, 安信证券研究中心

3.2.3. 《天神传奇》

《天神传奇》于 2012 年 12 月正式上线,授权腾讯平台独家运营,是一款 MMOARPG 页游。自上线后迅速发展,2013 年底月流水已突破 2000 万元,2013 年全年流水合计 9706.69 万元,累计注册用户突破 733 万人,月均付费人数突破 2.74 万人。根据 9K9K 统计,《天神传奇》是 2013 年 1-11 月腾讯开放平台开服数排名第 4 的页游。

表 11: 《天神传奇》2012-2013 年主要运营数据

指标	2013 年	2012 年
当期流水合计 (万元)	9,706.69	0.98
期末累计注册用户数 (万人)	733.27	1.19
月均付费用户数 (万人)	2.74	0.04
月均 ARPU	295.64	1.89

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

根据 9K9K 统计,在腾讯页游季度排行榜中,《天神传奇》在 2013 年 Q4 以 316 组开服数位居排行榜冠军。进入 14 年后《天神传奇》仍然保持较高火热程度,2014 年 Q1 和 Q2 分别以 226 组、205 组开服数连续位列第 6 名。

表 12: 《天神传奇》在腾讯页游季度排名上榜情况

	2013Q4	2014Q1	2014Q2
当期开服数/组	316	226	205
排名	第一	第六	第六

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

从付费用户来看,付费玩家主要为 18-34 岁年龄段的用户,其占比为 88.20%,为主要消费群体。另外,《天神传奇》受到一部分中年消费群体的追捧,说明其受众人群较为广泛,年龄跨度较大。

表 13: 《天神传奇》2013 年付费玩家年龄分布

时间	<17 岁	18-24 岁	25-34 岁	35-44 岁	≥45 岁	合计
2013 年	4.30%	35.40%	52.80%	6.20%	1.10%	100.00%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2.4. 《梦幻 Q 仙》

《梦幻 Q 仙》于 2013 年 11 月正式上线,授权腾讯平台独家运营,是一款 Q 版即时战斗 ARPG 页游。《梦幻 Q 仙》上线之后迅速发展,从 2014 年开始进入收入高峰期,截至 2014 年 5 月 31 日,在腾讯开放平台累计营收突破三千万。根据 9K9K 公布的网页游戏数据报

告，在腾讯页游季度排行榜中，《梦幻 Q 仙》在 2014 年 Q1 以 251 组开服数位居排行第 3 名，2014 年 Q2 和 Q3 分别以 285 组、275 组开服数连续位列第 4 名；在 2014 年年度腾讯页游开服前十名中，《梦幻 Q 仙》以 901 组开服数位列第 4 名。

表 14: 《梦幻 Q 仙》在腾讯页游季度排名上榜情况

	2014Q1	2014Q2	2014Q3
当期开服数/组	251	285	275
排名	第三	第四	第四

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

图 28: 《梦幻 Q 仙》在 2014 年腾讯页游开服前十名中位列第 4 名

游戏名称	开服数	游戏类型	游戏题材	战斗方式	研发商
六界仙尊	1402	角色扮演	神话题材	即时制	明朝网络
烈火屠龙	1375	角色扮演	奇幻题材	即时制	恺英网络
梵天之怒	1035	角色扮演	仙侠题材	即时制	互爱互动
梦幻Q仙	901	角色扮演	仙侠题材	即时制	水工日辰
战龙三国	849	角色扮演	历史题材	即时制	墨麟集团
三国乱世	806	战争策略	历史题材	回合制	上海锐战
群雄志	763	角色扮演	三国题材	即时制	珠海仟游
飞升	591	角色扮演	仙侠题材	即时制	天神互动
天神传奇	583	角色扮演	神话题材	即时制	天神互动
龙骑士传	548	角色扮演	魔幻题材	回合制	天拓游戏

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

《梦幻 Q 仙》自上线以来累计开服数为 2038 组，其中腾讯游戏开服数为 1056 组，占比为 51.8%，腾讯爱玩的开服数为 982 组，占比为 48.18%，SNS 游戏开服数为 180，占比为 8.83%。

表 15: 截至 2015 年 4 月《梦幻 Q 仙》累计开服情况

排名	平台名称	总开服数	最近 30 天	占比
1	腾讯游戏	1056	15	51.82%
2	腾讯爱玩	982	1	48.18%
3	SNS 游戏	180	1	8.83%
合计	-	2038	17	100.00%

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

3.2.5. 《飞升》: 年收入增长近七成进入规模盈利期

《飞升》于 2012 年 4 月正式上线，授权腾讯平台独家运营（大陆地区），是首款登入腾讯游戏大厅的 MMOARPG 网页游戏。2013 年《飞升》实现营收 3.2 亿元，累计注册用户突破 2500 万人，月均付费人数突破 5 万人，月均 ARPU 值达到 334 元。《飞升》曾获“第四届中国优秀游戏制作人大会”网页游戏组“最佳游戏制作团队大奖第一名”、中国游戏产业年会 2012 年度“十大最受欢迎网页游戏”、“2012 年度中国最具运营价值网页游戏”等荣誉。

表 16: 《飞升》2012~2013 年主要运营数据

指标	2012 年	2013 年
当期流水合计 (万元)	18,867.21	31,892.96
期末累计注册用户数 (万人)	1,441.77	2,500.09
月均付费用户数 (万人)	4.71	5.05
月均 ARPU 值 (元)	525.86	333.86

数据来源：公司公告、安信证券研究中心（注：以上数据包括国内及海外运营数据）

游戏《飞升》自上线后迅速发展，仅在2012年的上线后的8个月累计流水就达1.89亿元，而2013年的流水又增长了69%，达到3.19亿元。从付费用户来看，24岁以下支付能力较弱的群体逐渐减少，随之25-44岁支付能力较强的群体占比上升。预计2014年后，《飞升》的游戏的新增用户数量、活跃用户付费率将进一步提高，付费群体结构将向更成熟和具有更高付费能力的高年龄群体转移。

表 17：《飞升》2012~2013 年付费玩家年龄分布

时间	<17 岁	18-24 岁	25-34 岁	35-44 岁	≥45 岁	合计
2012 年	8.43%	40.93%	41.74%	6.89%	2.01%	100.00%
2013 年	7.30%	33.50%	46.80%	9.80%	2.60%	100.00%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心（注：上表数据不包括海外运营数据）

根据9K9K公布的网页游戏数据报告，在腾讯页游季度排行榜中，《飞升》在2013年Q4以167组开服数位居排行第5名。进入2014年后，《飞升》的热度稍微下滑，但仍然具有较强竞争力，2014年Q1和Q2分别以148组、202组开服数位列腾讯页游季度排行榜第8名和第7名。

表 18：《飞升》在腾讯页游季度排名上榜情况

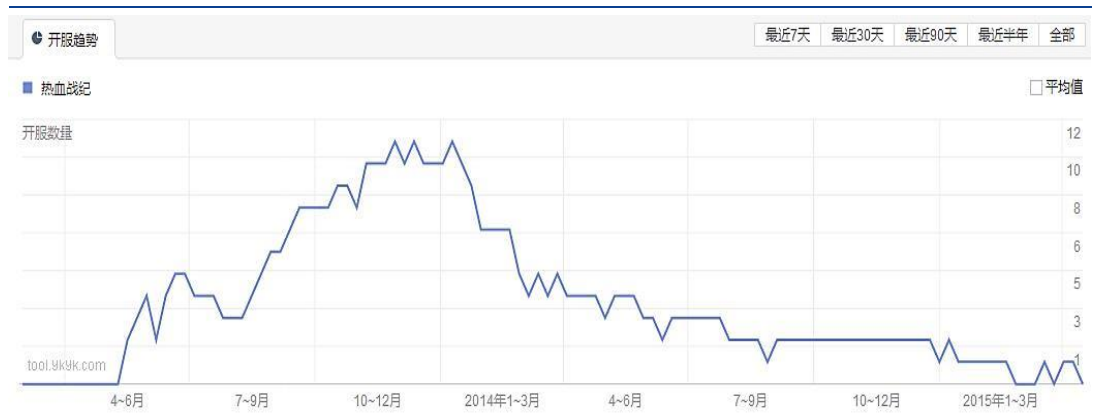
	2013Q4	2014Q1	2014Q2
当期开服数/组	167	148	202
排名	第五	第八	第七

数据来源：9K9K，安信证券研究中心

3.2.6. 《热血战纪》

《热血战纪》自2013年3月上线以来迅速发展，从5月开始进入高速增长期，到2013年08月进入高峰期，月开服数突破100组，2014年1月在百度游戏平台开服数达148组。根据9K9K公布的季度网页游戏数据报告，《热血战纪》在2013年Q3以358组开服数位居百度游戏第二主打游戏，开服占比18.95%，百度游戏当季流水约1.4亿元；2013年Q4以272组开服数继续占据百度游戏第二主打游戏，开服占比16.2%，百度游戏当季流水约1.8亿元，同时以184组开服数位居YY游戏第二主打游戏，开服占比6.9%，YY游戏当季流水约2.5亿元；2014年Q1以281组开服数再度连任百度游戏第二主打游戏，开服占比16.2%，百度游戏当季流水约3亿元。

图 29：《热血战纪》开服趋势



数据来源：9K9K，安信证券研究中心（截至2015年4月16日）

表 19: 《热血战纪》火爆时期进入 9K9K 月度页游排名情况

	2013.8	2013.9	2013.10	2013.11	2013.12	2014.01	2014.02	2014.03
开服平台	百度游戏	百度游戏	YY 游戏	百度游戏	百度游戏	百度游戏	百度游戏	百度游戏
当期开服数/组	110	110	54.00	92	112	148	101	32
开服占比	16.50%	16.90%	7.40%	16.90%	21.20%	21.70%	19.40%	6%
主打游戏名次	第二	第二	第二	第二	第二	第二	第二	第三
平台当期流水/亿元	0.4 +	0.55 +	0.85 +	0.6 +	0.6 +	1.5 +	1.1 +	0.9 +

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

表 20: 《热血战纪》火爆时期进入 9K9K 季度页游排名情况

	2013Q3	2013Q4	2014Q1
开服平台	百度游戏	百度游戏	YY 游戏
当期开服数/组	358	272	184
开服占比	18.95%	16.20%	6.90%
主打游戏名次	第二	第二	第二
平台当期流水/亿元	1.4+	1.8+	2.5+

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

《热血战纪》自 2013 年 3 月上线至今, 总开服数为 4051 组, 主要由百度游戏、37 游戏、YY 游戏和 9377 四大优质平台运营, 占比分别为 33.6%、14%、7.8%和 5.2%。最近 30 天中, 《热血战纪》主要由 9377、37 游戏、百度游戏、YY 游戏开服, 占比分别为 37.9%、31%、17.2%和 13.8%。

表 21: 截至 2015 年 4 月《热血战纪》优质平台累计开服情况

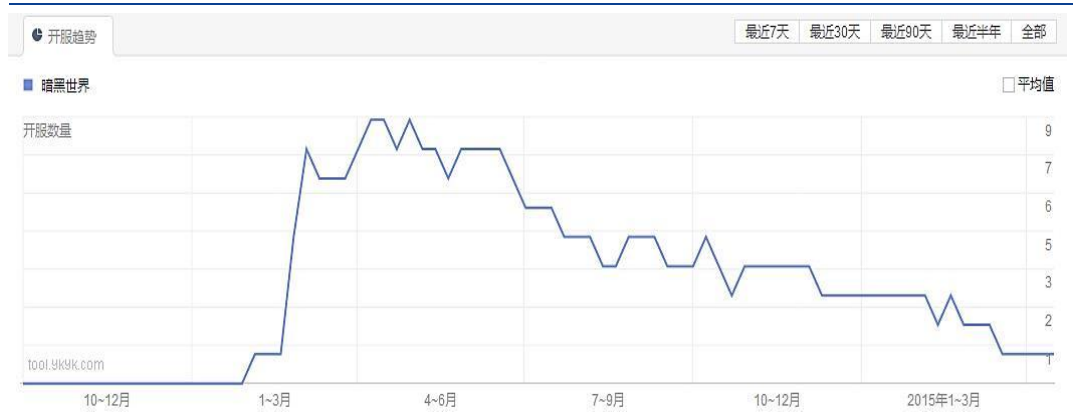
排名	平台名称	总开服数	最近 30 天	占比
1	百度游戏	1359	5	33.55%
2	37 游戏	567	9	14.00%
3	YY 游戏	317	4	7.83%
4	9377	209	11	5.16%
5	PPS 游戏	168	0	4.15%
6	顺网游戏	132	0	3.26%
7	91wan	117	0	2.89%
8	酷狗游戏	90	0	2.22%
9	VS 游戏平台	83	0	2.05%
10	6711	69	0	1.70%
11	快玩游戏	62	0	1.53%
12	金山猎豹	28	0	0.69%
13	凤凰游戏	16	0	0.39%
14	搜狗游戏	1	0	0.02%

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

3.2.7. 《暗黑世界》

《暗黑世界》2013 年底上线后, 从 2014 年初开始迅速火爆, 到 2014 年 3 月进入高峰期, 在百度游戏平台开服数达 148 组。《暗黑世界》自 2014 年 3 月开服放出联运, 该季度新入驻 6 家一线平台, 截至到 2014Q1 联运的一线平台共 17 家。根据 9K9K 公布的季度网页游戏数据报告, 《暗黑世界》在 2014 年 Q1 以 198 组开服数位居百度游戏第三主打游戏, 开服占比 11.40%, 百度游戏当季流水约 3 亿元; 2014 年 Q2 以 111 组开服数位列迅雷牛 X 页游第三主打游戏, 开服占比 4.60%, 迅雷牛 X 页游当季流水约 0.6 亿元; 2014 年 Q4 以 92 组开服数再度成为百度游戏第三主打游戏, 开服占比 4.40%, 百度游戏当季流水约 1.8 亿元。

图 30: 《暗黑世界》开服趋势



数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心 (截至 2015 年 4 月 16 日)

表 22: 《暗黑世界》火爆时期进入 9K9K 月度页游排名情况

	2014.2	2014.3	2014.5	2014.6	2014.7	2014.8
开服平台	百度游戏	百度游戏	百度游戏	迅雷牛 X 页游	百度游戏	百度游戏
当期开服数/组	46	148	78	52	31	31
开服占比	8.80%	27.90%	15.10%	6.30%	4.30%	19.40%
主打游戏名次	第三	第二	第一	第三	第三	第二
平台当期流水/亿元	1.1+	0.9+	0.8+	0.2+	0.6+	0.6+

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

表 23: 《热血战纪》火爆时期进入 9K9K 季度页游排名情况

	2014Q1	2014Q2	2014Q4
开服平台	百度游戏	迅雷牛 X 页游	百度游戏
当期开服数/组	198	111	92
开服占比	11.40%	4.60%	4.40%
主打游戏名次	第三	第三	第三
平台当期流水/亿元	3.0+	0.6+	1.8+

数据来源: 9K9K, 安信证券研究中心

《暗黑世界》自 2013 年 11 月上线以来, 总开服数为 3082 组, 主要由百度游戏、迅雷牛 X 页游、37 游戏和顺网游戏四大优质平台运营, 占比分别为 20.3%、11.7%、10.4%和 6.1%。最近 30 天中, 《热血战纪》主要由迅雷牛 X 页游、2144、百度游戏、顺网游戏、7K7K、91wan、37 游戏和 VS 游戏平台开服, 占比分别为 20.4%、20.4%、16.3%、12.2%、10.2%、10.2%、8.2%和 2.0%。

表 24: 截至 2015 年 4 月 《暗黑世界》优质平台累计开服情况

排名	平台名称	总开服数	最近 30 天	占比
1	百度游戏	627	8	20.34%
2	迅雷牛 X 页游	359	10	11.65%
3	37 游戏	319	4	10.35%
4	顺网游戏	188	6	6.10%
5	2144	165	10	5.35%
6	7K7K	143	5	4.64%
7	PPS 游戏	105	0	3.41%
8	VS 游戏平台	84	1	2.73%
9	PPTV	50	0	1.62%
10	91wan	45	5	1.46%
11	傲游游戏	39	0	1.27%
12	金山猎豹	27	0	0.88%

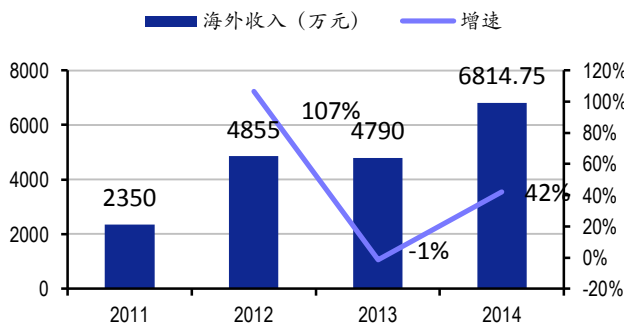
13	酷我游戏	22	0	0.71%
14	凤凰游戏	18	0	0.58%
15	51 游戏社区	13	0	0.42%
16	YY 游戏	6	0	0.19%
17	51wan	5	0	0.16%
18	XY 游戏	4	0	0.13%
19	酷狗游戏	4	0	0.13%
20	搜狗游戏	3	0	0.10%
21	天涯游戏	1	0	0.03%

数据来源：9K9K，安信证券研究中心

3.3. 自研产品布局出海 国际化或迎来新机遇

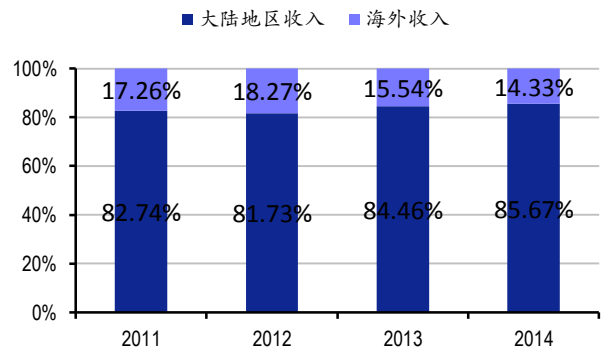
2012-2014 年，天神互动的多款游戏产品上线带来了大陆市场的蓬勃发展。相比而下，海外游戏品类、合作的运营商都还较少，导致了 2013-2014 年天神互动海外市场营业收入占比缩小。总体来看，天神互动最近三年的主要收入来源还是大陆地区，其在海外还有着较大的潜力。

图 31：2011-2014 年天神互动海外营收变化



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 32：2011-2014 年天神互动分地区营业收入情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

截止 2013 年底，在海外地区仅上线了《傲剑》、《飞升》、《战佛》3 款游戏，由来自多个国家的运营商分别代理运营。《苍穹变》入选 WCA 这一事件，不仅肯定了天神互动的产品质量，也必将提升天神互动的知名度，更是天神互动开拓海外市场的重要一步。首款手游《全民破坏神》的北美、英国和澳大利亚地区海外发行权由中国手游获得，并计划 2015 年 1 月推出北美地区安卓版。

表 25：天神互动游戏情况（在海外地区运营）

序号	游戏名称	合作方	运营模式	地区	协议主要内容	分成比例	合作期限
1	《傲剑》	香港绿洲	自主研发+独家授权运营	土耳其、巴西	天神互动授权香港绿洲独家代理《傲剑》在土耳其、巴西地区运营，并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 17%	2013.3.11 起永久
2		趣游	自主研发+独家授权运营	新加坡	天神互动授权趣游独家代理《傲剑》在新加坡地区运营，并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 20%	2012.2.6-2017.2.5
3		昆仑在线（香港）股份有限公司	自主研发+独家授权运营	香港、澳门、台湾	天神互动授权昆仑在线独家代理《傲剑》在香港、澳门、台湾地区运营，并依约获得收益	天神互动获得扣除 30%渠道费的月运营收入的 30%	2010.1.28-2015.1.27
4		昆仑在线（香港）股份有限公司	自主研发+独家授权运营	东南亚（泰文版、印度尼西亚文版）	天神互动授权昆仑在线独家代理《傲剑》泰文版、印度尼西亚文版在东南亚地区运营，并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 25%	2011.3.9-2016.3.8

5		昆仑日本株式会社	自主研发+独家授权运营	日本	天神互动授权昆仑日本株式会社独家代理《傲剑》在日本地区运营, 并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 21%	2011.3.16-2016.3.15
6		RIMASURI SDN BHD	自主研发+独家授权运营	马来西亚	天神互动授权 RIMASURI SDN BHD 独家代理《傲剑》在马来西亚地区运营, 并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 23%	2011.2.11-2016.2.10
7		VNG Corporation	自主研发+独家授权运营	越南	天神互动授权 VNG Corporation 独家代理《傲剑》在越南地区运营, 并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 21%	2011.4.25 起永久
8		北京昆仑万维科技有限公司	自主研发+独家授权运营	韩国	天神互动授权昆仑在线独家代理《傲剑》在韩国地区运营, 并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 21%	2011.3.10-2016.3.9
9	《飞升》	VNG Corporation	自主研发+独家授权运营	越南	天神互动授权 VNG Corporation 独家代理《飞升》在越南地区运营, 并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 21%	2012.5.10-2015.5.9, 到期后可自动续约 3 年
10		Gamewave HK holdings	自主研发+独家授权运营	香港、澳门、台湾	天神互动授权 Gamewave HK holdings 在线独家代理《飞升》在香港、澳门、台湾地区运营, 并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 20%	2013.7.3-2018.7.2
11	《战佛》	MYCNX HOLDINGS(M) SDNBHD	自主研发+独家授权运营	马来西亚	天神互动授权 MYCNX HOLDINGS(M) SDNBHD 独家代理《战佛》马来西亚地区运营, 并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 21%	2013.4.18-2018.4.17
12		广盈贸易有限公司	自主研发+独家授权运营	香港、澳门、台湾	天神互动授权广盈贸易有限公司独家代理《战佛》在香港、澳门、台湾地区运营, 并依约获得收益	天神互动分得月运营收入的 21%	2013.3.11-2015.3.10

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

4. 外延并购增加移动网游实力强化海外移动游戏布局

2015年以来, 天神互动先后收购深圳为爱普、妙趣横生、雷尚科技和Avazu, 实现公司从网页网游向网页网游和移动网游并重的游戏业务转型, 在积极发展国内业务的同时逐步开拓海外市场游戏市场。收购深圳为爱普, 增加移动应用分发业务, 为移动网游产品提供了新的宣传和分发渠道; 收购妙趣横生和雷尚科技, 增加移动网游精品内容, 扩大公司移动网游市场份额, 快速进入军事类SLG策略细分市场; 收购Avazu和上海麦橙, 增加互联网广告全球推广业务, 开拓网络游戏海外发行的新业务增长点。

表 26: 天神娱乐收购外延并购详情

收购时间	收购公司	业务领域	交易价格 (万元)	业务详情
2015.01.06	深圳为爱普	移动应用分发	60,000	IOS 系统移动应用分发平台“爱思助手”
2015.03.24	妙趣横生	移动网游开发	58,900	转型移动网游开发, 拥有 3D 动作移动卡牌网游《神之刃》、《十万个冷笑话》
2015.03.24	雷尚科技	移动网游开发	88,000	军事类 SLG 策略研发商, 转型移动网游开发, 拥有 SLG 策略移动网游《坦克风云》、《战争风云》、《火力全开 HD》
2015.03.24	Avazu Inc. 上海麦橙	互联网广告	207,000 1,000	互联网广告全球化推广, 拥有互联网广告发布系统、监测系统、投放系统和广告交易系统, 互联网广告投放覆盖全球 130 多个国家和地区

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 27: 天神娱乐收购公司业绩承诺

承诺扣非净利润 (万元)	2015	2016	2017
深圳为爱普	2014-2016 年扣非净利润累加不少于 15,250 万元		

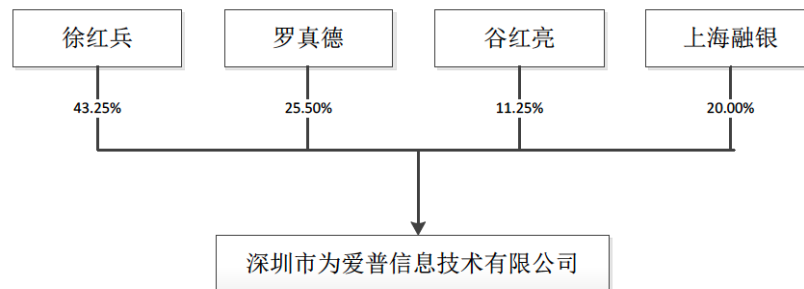
妙趣横生	4,150	5,475	6,769
雷尚科技	6,300	7,875	9,844
Avazu Inc.和上海麦橙	13,000	17,680	23,426
其中: Avazu Inc.	12,899	17,575	23,316
其中: 上海麦橙	101	105	110

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.1. 收购深圳为爱普: 布局移动应用渠道 掌握移动网游用户入口

2015年1月6日, 天神互动以现金方式收购深圳为爱普100%股权, 交易价格为6亿元。深圳为爱普成立于2009年12月, 主营业务为移动应用分发平台的开发和运营业务, 自主应发并运营IOS系统移动应用分发平台“爱思助手”, 为用户提供应用下载、系统维护等服务。

图 33: 收购前深圳为爱普股权结构



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2014年1-8月公司实现营业收入4031万元, 比去年全年增加3467.25%, 实现净利润2981万元, 去年全年净利润为负。2014年较2013年和2012年的营业收入、利润水平发生重大变更主要是因为“爱思助手”上线。

表 28: 深圳为爱普营收情况 (单位: 万元)

项目	2014年1-8月	2013年度	2012年度
营业收入	4,030.86	112.76	38.34
营业利润	2,980.43	-4.78	-23.69
利润总额	2,980.61	-4.78	-23.69
净利润	2,980.61	-13.30	-18.07

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2013年11月, 深圳为爱普上线IOS系统移动端应用“爱思助手”, 集应用下载、系统维护、应急恢复、数据备份、桌面美化等功能于一体。截至2014年11月底, 深圳为爱普的月活跃用户达763.3万, 月分发量超过8,600万次。依靠“爱思助手”产品的优质体验, 用户数量不断攀升, 月分发量持续上涨, 公司主要客户变为国内移动互联网行业的大型公司, 如腾讯、百度、优酷、UC等。深圳为爱普逐渐成长为国内领先的独立应用分发渠道商。

表 29: “爱思助手”用户和收入情况

时间	月有效下载量 (万人)	新增用户数 (万人)	月活跃用户数 (万人)	月收入 (万元)
2013年11月	-	25.7	27.3	19.30
2013年12月	740.58	62.9	79.2	78.64
2014年1月	1,208.16	77.9	119.0	123.00
2014年2月	1,536.87	82.4	151.7	164.89
2014年3月	2,456.50	107.4	198.4	272.34
2014年4月	2,944.47	105.1	240.5	412.98
2014年5月	3,846.50	115.0	265.7	516.54
2014年6月	4,197.19	127.8	310.8	616.12
2014年7月	5,762.86	155.5	385.1	807.84

2014年8月	7,078.73	219.9	501.2	1,117.16
2014年9月	6,304.60	228.1	581.2	1,091.63
2014年10月	7,741.13	255.4	669.1	1,368.12
2014年11月	8,629.10	268.4	763.3	1,893.88

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 30：2014 年 1-8 月深圳为爱普前五名客户

客户名称	销售额 (万元)	销售比例 (%)
百度在线网络技术(北京)有限公司(百度)	795.51	19.74
深圳市腾讯计算机系统有限公司(腾讯)	421.17	10.45
合一信息技术(北京)有限公司(优酷)	120.68	2.99
广州市动景计算机科技有限公司(UC)	120.59	2.99
成都简乐互动科技有限公司	100.42	2.49
合计	1,558.37	38.66

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2. 收购妙趣横生和雷尚科技：增添精品移动网游内容，扩大移动网游市场份额

4.2.1. 妙趣横生：精品移动网游研发商，代表作《神之刃》、《十万个冷笑话》

妙趣横生由左立志、杨琦涛于2010年10月15日设立，主营业务为网络游戏的研究，2013年以来专注于移动网络游戏的研究。2014年1-10月公司实现营业收入4374万元，比去年去年总营收增加121%，实现净利润3280万元，比去年全年增加272%。

表 31：妙趣横生主要财务数据（万元）

项目	2014 年 1-10 月	2013 年度	2012 年度
营业收入	4,373.70	1,978.34	812.29
营业利润	3,271.90	878.05	434.29
利润总额	3,264.35	878.05	434.29
净利润	3,280.46	882.32	325.02
扣非后净利润	3,288.02	882.32	325.02

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2013年以来公司逐渐转向移动游戏研发，2014年1-10月移动游戏实现营收4072万元，占总营收的93.1%，2013年占比仅为0.23%。

表 32：妙趣横生分产品主营业务收入情况

产品类别	2014 年 1-10 月		2013 年度		2012 年度	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
移动网游	4,071.85	93.1	4.56	0.23	-	--
客户端及网页网游	301.84	6.9	1,973.78	99.77	812.29	100
合计	4,373.70	100	1,978.34	100	812.29	100

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2012年妙趣横生推出3D动作类网络游戏《黎明之光》，2013年妙趣横生推出3D动作卡牌移动游戏《神之刃》，授权蓝港互动独家代理发行，推出后月流水迅速达到千万级别，成为蓝港互动发行的最受玩家喜爱的移动游戏之一。2015年3月公司推出第二款3D动作卡牌移动游戏《十万个冷笑话》。

表 33：妙趣横生正在运营的游戏产品概况

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》	3D 动作类	2012.8	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

客户端+网页网游

2	《神之刃》	3D 动作卡牌移动网游	2013.12	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 动作卡牌移动网游	2015.3	自主研发并授权蓝港互动独家发行，在腾讯等平台运营

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

截至2014年12月31日，妙趣横生研发且在线运营的游戏产品累计开服总数达950组，游戏总注册用户逾2,283万人，月均活跃用户超过194万人，游戏产品月平均ARPU值约243元，游戏产品的累计流水近3亿元。

表 34：妙趣横生游戏产品收入情况

产品类别	2014 年 1-10 月		2013 年度		2012 年度	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
黎明之光	301.84	6.9	1,973.78	99.77	812.29	100
神之刃	4,071.85	93.1	4.56	0.23	-	--
合计	4,373.70	100	1,978.34	100	812.29	100

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

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；《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。

表 35：《黎明之光》主要运营数据（2012 年 8 月上线）

指标	2014 年 1-10 月	2013 年	2012 年
当期流水合计（万元）	1,287.19	6,678.84	1,393.45
期末累计注册用户数（人）	5,917,942	5,464,719	1,591,436
月均付费用户数（人）	4,961	21,625	24,519
月均活跃用户数（人）	84,040	422,080	341,580
付费玩家月均消费值 ARPPU（元）	260	266	114
截至 20141031 累计充值消费比	-	97.20%	

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 36：《神之刃》主要运营数据（2013 年 12 月上线）

指标	2014 年 1-10 月	2013 年
当期流水合计（万元）	21,498.11	204.15
期末累计注册用户数（人）	15,819,822	46,807
月均付费用户数（人）	108,980	4,040
月均活跃用户数（人）	2,034,222	46,805
付费玩家月均消费值 ARPPU（元）	208	505
截至 20141031 累计充值消费比	-	94.60%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2.2. 雷尚科技：军事类 SLG 策略游戏研发商，代表作《火力全开》、《坦克风云》

雷尚科技前身为北京鼎沸视觉文化传播有限公司，主营业务为移动网游和网页网游的研发和发行。2014年1-10月雷尚科技实现营业收入6593万元，比2013年全年增长336%，实现净利润4018万元，比2013年全年增长7298%。2013年之后公司转向移动游戏开发，移动网络游戏营收占比达到73.60%，而2013年占比仅为9.4%。

表 37：雷尚科技主要财务数据（万元）

项目	2014 年 1-10 月	2013 年度	2012 年度
营业收入	6,592.65	1,513.20	696.06
营业利润	4,693.19	67.2	55.6

利润总额	4,719.59	67.2	55.6
净利润	4,018.04	50.24	17.85
扣非后净利润	3,994.70	44.8	17.85

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 38：雷尚科技细分产品和业务类别主营业务收入（万元）

项目	2014 年 1-10 月		2013 年度		2012 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
分产品类别						
移动网络游戏	4,850.47	73.60%	142.84	9.40%	-	--
网页游戏	1,742.18	26.40%	1,370.36	90.60%	675.06	100%
分业务类别						
自主研发游戏	5,279.71	80.10%	991.63	65.50%	675.06	100%
代理发行游戏	1,312.95	19.90%	521.57	34.50%	-	--
合计	6,592.65	100%	1,513.20	100%	675.06	100%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

雷尚科技的游戏产品主要集中于**军事类SLG策略游戏**。公司两款主要移动网络游戏为2013年4月推出的《火力全开HD》和2013年12月推出的《坦克风云》。

表 39：雷尚科技正在运营的游戏产品(截至 2014 年 10 月 31 日)

序号	游戏名称	游戏类型	上线时间	研发、发行及运营方
1	《战争风云》	SLG 策略移动网络游戏	2014 年 9 月	自主研发并授权中手游平台运营
2	《坦克风云》	SLG 策略移动网络游戏	2014 年 1 月	自主研发并授权飞流九天、悠然网络、深圳为爱普、百度多酷、当乐、力天无限、拇指玩、闪联云视、卓易讯畅、博瑞网络、指尖跃动、爱贝、腾讯等平台运营
3	《火力全开 HD》	SLG 策略移动网络游戏	2013 年 4 月	自主研发并授权飞流九天、世界星辉等平台运营
4	《战争指挥官》	SLG 策略网页网游	2012 年 7 月	自主研发并授权腾讯运营
5	《玩具战争》	SLG 策略网页网游	2012 年 1 月	自主研发并授权腾讯运营
6	《大航海世界》	SLG 策略网页网游	2013 年 8 月	代理发行并授权腾讯运营
7	《二战传奇》	SLG 策略网页网游	2013 年 5 月	代理发行并授权腾讯运营

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

《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。上线运行10个月时间，月新增注册用户平均数121.10万人，累计注册用户达1210.95万人，日活跃用户数保持在47万人左右。截至2014年10月31日，游戏累计充值额达到1.43亿元，月付费用户突破8.6万人。

《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，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。

表 40：雷尚科技各游戏产品详细业务收入（万元）

游戏产品	2014 年 1-10 月		2013 年度		2012 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
坦克风云	4,041.69	61.30%	12.08	0.80%	-	-
火力全开 HD	661.62	10.00%	130.76	8.60%	-	-
大航海世界	922.24	14.00%	226.08	14.90%	-	-
二战传奇	390.7	5.90%	295.48	19.50%	-	-

战争指挥官	186.33	2.80%	429.78	28.40%	30.76	4.60%
玩具战争	174.89	2.70%	401.88	26.60%	612.67	90.80%
其他游戏	215.19	3.30%	17.12	1.10%	31.63	4.70%
合计	6,592.65	100.00%	1,513.20	100.00%	675.06	100.00%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

目前公司共有7款游戏列入未来计划,其中7款为SLG移动网游,一款为卡牌移动网游;2015年上半年将由《铁血战争》和《开炮吧坦克》两款游戏上线,下半年有《战争狂人》和《重返战场》两款游戏上线。

表 41: 雷尚科技未来游戏计划

序号	游戏名称(暂定名)	研发阶段	游戏类型	预计正式上线时间
1	《铁血战争》	开发阶段	SLG 移动网游	2015 年二季度
2	《开炮吧坦克》	立项阶段	卡牌移动网游	2015 年二季度
3	《战争狂人》	计划阶段	SLG 移动网游	2015 年三季度
4	《重返战场》	计划阶段	SLG 移动网游	2015 年四季度
5	《巅峰对决》	计划阶段	SLG 移动网游	2016 年一季度
6	《重装战队》	计划阶段	SLG 移动网游	2016 年三季度
7	《超级舰长》	计划阶段	SLG 移动网游	2016 年四季度

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3. 收购 Avazu Inc.和上海麦橙：进入互联网广告领域，拓展游戏海外发行业务

Avazu Inc.成立于2009年8月，上海麦橙成立于2012年1月。Avazu Inc.与上海麦橙采用技术服务外包的模式开展合作。Avazu Inc.主要从事互联网广告投放业务，负责与客户和供应商签订合作协议，并通过其互联网广告平台进行互联网广告投放。上海麦橙主要从事互联网广告平台的技术支持、网站运营维护、数据库管理更新、操作界面优化、客户咨询和操作培训服务等支持工作，Avazu Inc.支付上海麦橙相应的服务费用。

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。Avazu主要客户群体覆盖了游戏、生活服务推送，综合互联网服务等行业，并且发展了以百度(香港)、畅游为代表的国内优质互联网客户。

表 42: Avazu 前五大客户销售情况

序号	客户名称	销售额 (万元)	销售比例 (%)
2014 年 1-10 月			
1	Tuguu S.L.U	4,055.84	15.88
2	Beijing Gamease Age Digital Technology Co., Ltd.	2,065.07	8.08
3	Tianjin Qisi Technology Co., Limited	1,524.96	5.97
4	Sam Media	1,663.64	6.51
5	Baidu (Hong Kong) Limited	1,294.95	5.07
合计		10,604.45	41.51
2013 年度			
1	Sam Media	4,119.44	25
2	BECHIRO SL	2,016.10	12.23
3	Mobile Minded BV	1,413.46	8.58
4	Tuguu S.L.U	1,247.62	7.57
5	AppNexus, Inc.	831.27	5.04
合计		9,627.90	58.42

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

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。2014年1-10月Avazu实现营业收入2.55亿元，比2013年全年增长54.54%，

实现净利润6754万元，比2013年全年增长19.14%。

表 43: Avazu Inc.主要财务数据 (万元)

项目	2014 年 1-10 月	2013 年度	2012 年度
营业收入	25,542.59	16,478.52	2,935.38
营业成本	18,091.40	10,735.73	2,490.24
营业利润	6,753.61	5,668.85	451.42
利润总额	6,753.61	5,668.85	451.42
净利润	6,753.61	5,668.85	451.42
归属于母公司所有者的净利润	6,753.61	5,668.85	451.42

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

截至2014年10月31日，Avazu互联网广告平台推广的广告数超过4000个，其中移动端广告数占比超过70%；单月最高广告点击数近10亿次，其中移动端单月最高广告点击数超过8亿次；单月最高广告转化数超过2200万个，其中移动端单月最高广告转化数超过2000万个。

表 44: Avazu 移动端和 PC 端互联网广告业务收入结构

产品名称	2014 年 1-10 月		2013 年度		2012 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
移动端	18,433.89	72.17%	9,687.63	58.79%	-	-
PC 端	7,108.70	27.83%	6,790.89	41.21%	2,935.38	100%
合计	25,542.59	100%	16,478.52	100%	2,935.38	100%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 趋势：整合网游产业链为契机，持续外延打造移动互联网集团

公司未来三年将对网页网游和移动网游进行全面的的产品延展与扩充，加强网页网游和移动网游协同效应，打造系列化、题材化、类型化、跨终端的游戏产品，计划每年推出2-3款精品MMOARPG游戏后续系列产品，每年推出1-2款移动游戏，1-2款休闲类或中度网游产品，同时挖掘和储备优质文学、影视、动漫等作品在网页网游和移动网游领域的改编权。2014年公司取得了著名影视作品《钟馗伏魔：雪妖魔灵》、《封神英雄》等游戏的改编权。

公司目前游戏产品多达十几款，游戏总注册用户已超过1.6亿人，已形成强大的品牌影响力。公司将由“研发”加“发行”向“研发与开放平台并重”升级，深化在游戏产业链核心环节的布局，并进一步巩固和拓展国内外发行渠道。与此同时通过投资、并购整合行业内资源，积极布局移动互联网领域。

表 45: 2014 年公司部分外部收购情况

公司名称	主要业务	主要产品及服务	出资额 (万元)	持股占比
深圳创想天空科技有限公司	移动分发平台	苹果设备同步管理软件 iTools 及其移动端 iTools (iOS)、苹果录屏大师和 Qhome	2500	4.50%
北京妙趣横生网络科技有限公司	手机游戏的研发	手游产品 3D 动作卡牌移动网游《十万个冷笑话》、《神之刃》、3D 动作类《黎明之光》	3100	5.00%
北京神武互动网络技术有限公司	手机游戏的开发和运营	-	800	30.00%
北京奇酷工场科技有限公司	手机游戏的定向研发和代理发行	以 3D 重度手游为主，休闲手游为辅；大型海战策略手游《帝国舰队》，休闲消除手游《水果爆破》，萌宠经营养成手游《龙之牧场》，第一打击感 3D 格斗手游《命运之神》。	1500	10.00%
广州高大尚网络科技有限公司	网页游戏和手机游戏的研发	2014 首款 3D 回合制玄幻三国新游《英雄令》，娘化卡牌神作《西游 MM》	950	13.00%
深圳市云悦科技有限公司	手机游戏的开发和运营	《圣将三国》、《撸啊撸》	400	20.00%

6. 投资建议

公司明确提出通过并购向一流的互联网企业集团的目标迈进，而不局限于游戏公司，收购为爱普和拟收购Avazu是互联网领域布局信号，对无线互联网的后续战略布局也抱有更多期待。考虑前期公司收购深圳为爱普和本次收购的业绩增厚，15年公司业绩备考6亿。考虑到公司的整体布局、游戏市场情绪景气以及公司具有超强盈利能力的游戏龙头地位，给予买入-A评级，目标市值400亿，对应目标价136.05元。

风险提示：游戏行业增速放缓、市场竞争加剧、人才流失风险。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月20日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	404.9	475.5	1,393.3	1,861.6	2,415.9	成长性					
减:营业成本	331.6	84.1	352.6	508.8	644.8	营业收入增长率	9.7%	17.5%	193.0%	33.6%	29.8%
营业税费	0.8	2.1	5.4	6.3	9.4	营业利润增长率	-105.2%	-31.253	146.7%	29.6%	26.4%
销售费用	13.1	39.2	103.8	136.5	185.3	净利润增长率	-48.4%	1,992.4	158.4%	29.6%	26.4%
管理费用	27.2	139.9	310.7	406.6	553.0	EBITDA 增长率	8.4%	356.2%	142.9%	29.1%	27.1%
财务费用	32.1	-1.6	-10.5	-14.6	-10.8	EBIT 增长率	-17.4%	712.2%	144.1%	29.4%	27.4%
资产减值损失	0.8	1.3	0.7	0.9	1.0	NOPLAT 增长率	-22.0%	920.3%	153.2%	29.4%	27.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.2%	-93.6%	8,303.3	-9.3%	23.6%
投资和汇兑收益	-	45.0	-	-	-	净资产增长率	1.8%	41.7%	594.5%	16.6%	18.7%
营业利润	-0.8	255.5	630.5	817.1	1,033.1	利润率					
加:营业外净收支	16.0	-	-0.1	-0.1	-0.1	毛利率	18.1%	82.3%	74.7%	72.7%	73.3%
利润总额	15.2	255.5	630.4	817.0	1,033.1	营业利润率	-0.2%	53.7%	45.3%	43.9%	42.8%
减:所得税	4.1	21.5	31.5	40.9	51.7	净利润率	2.7%	48.7%	43.0%	41.7%	40.6%
净利润	11.1	231.7	598.9	776.2	981.4	EBITDA/营业收入	14.0%	54.4%	45.1%	43.5%	42.7%
						EBIT/营业收入	7.7%	53.4%	44.5%	43.1%	42.3%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	314	137	1	0	-1
货币资金	42.4	228.4	1,602.0	935.9	937.2	流动营业资本周转天数	285	149	135	152	160
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	410	304	435	462	365
应收帐款	118.0	101.8	518.5	343.0	760.4	应收帐款周转天数	96	83	80	83	82
应收票据	-	-	12.6	2.8	6.9	存货周转天数	200	92	84	100	109
预付帐款	59.4	3.7	243.3	79.9	368.5	总资产周转天数	836	649	989	1,211	942
存货	244.2	-	653.1	383.9	1,076.6	投资资本周转天数	710	339	596	840	688
其他流动资产	5.3	0.2	0.5	0.3	0.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	348.7	300.4	288.5	312.6	ROE	2.4%	35.0%	13.0%	14.5%	15.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	31.5%	8.7%	13.8%	13.9%
长期股权投资	-	16.5	192.7	192.7	192.7	ROIC	3.0%	27.7%	1,086.4	16.7%	23.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	353.5	8.8	2.2	-5.8	-13.8	销售费用率	3.2%	8.2%	7.5%	7.3%	7.7%
在建工程	48.3	-	-	-	-	管理费用率	6.7%	29.4%	22.3%	21.8%	22.9%
无形资产	97.7	4.3	4.3	4.2	4.2	财务费用率	7.9%	-0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.4%
其他非流动资产	0.7	31.7	3,384.1	3,386.7	3,391.0	三费/营业收入	17.9%	37.3%	29.0%	28.4%	30.1%
资产总额	969.5	744.2	6,913.6	5,612.2	7,036.6	偿债能力					
短期债务	415.7	-	-	-	-	资产负债率	51.7%	10.9%	33.4%	4.3%	9.4%
应付帐款	89.6	20.0	359.5	198.4	548.5	负债权益比	107.1%	12.2%	50.1%	4.5%	10.4%
应付票据	-	-	16.7	0.2	17.1	流动比率	0.94	6.16	6.96	7.56	4.88
其他流动负债	-3.7	34.3	59.1	32.4	80.4	速动比率	0.45	6.16	5.46	5.90	3.21
长期借款	-	-	1,864.5	-	-	利息保障倍数	0.97	-160.97	-58.97	-55.05	-95.01
其他非流动负债	-	26.9	9.0	12.0	16.0	分红指标					
负债总额	501.5	81.1	2,308.8	243.0	662.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	0.9	0.9	0.9	0.9	分红比率	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	93.5	222.9	293.9	293.9	293.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	374.5	281.5	4,310.0	5,074.3	6,079.8						
股东权益	468.0	663.0	4,604.9	5,369.2	6,374.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	11.1	234.0	598.9	776.2	981.4	EPS(元)	0.05	1.04	2.04	2.64	3.34
加:折旧和摊销	25.4	4.9	8.0	8.0	8.0	BVPS(元)	2.10	2.97	15.66	18.26	21.68
资产减值准备	0.8	1.3	-	-	-	PE(X)	1,940.1	92.7	47.3	36.5	28.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	45.9	32.5	6.2	5.3	4.4
财务费用	28.7	0.1	-10.5	-14.6	-10.8	P/FCF	-2,537.2	35.7	-13.9	-42.7	5,086.5
投资损失	-	-45.0	-	-	-	P/S	53.1	45.2	20.3	15.2	11.7
少数股东损益	-	2.3	-	-	-	EV/EBITDA	32.6	47.2	45.0	33.4	26.3
营运资金的变动	-36.5	-8.8	-940.3	414.2	-987.6	CAGR(%)	312.3%	61.3%	199.1%	312.3%	61.3%
经营活动产生现金流量	33.9	130.2	-343.9	1,183.9	-8.9	PEG	6.2	1.5	0.2	0.1	0.5
投资活动产生现金流量	-77.3	-17.6	-3,502.1	11.9	-24.0	ROIC/WACC	0.3	44.4	1.3	1.9	2.0
融资活动产生现金流量	60.9	-27.4	5,219.5	-1,861.8	34.2	REP	7.8	5.1	4.6	3.4	2.7

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

文浩、许彬分别声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	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： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

