

2015年08月28日

天神娱乐 (002354.SZ)

中报点评:《苍穹变》成为移动游戏新开端 期待泛娱乐和互联网持续布局

■爱普并表增厚业绩，业务重心调整导致本体利润略低于预期。上半年公司实现净利润1.43亿元，其中为爱普（爱思助手）2月12日起并表，贡献利润1.07亿元，再次体现公司产业布局前瞻性。天神本体利润略低于预期，我们认为主要原因是将重心从页游调整至移动游戏带来的空档期。

■《苍穹变》成为公司移动游戏新开端，本体盈利能力有望获得持续改善。7月推出的手游《苍穹变》月流水突破4000万，下半年仍有页游《九天斩魔》和手游《凡人修仙传》测试，知名IP《斗罗大陆》的RPG手游改编游戏也进入研发期，天神本体的盈利能力有望获得持续改善。

■资源整合和对外投资坚定推进。公司收购妙趣横生95%的股权、雷尚科技100%的股权、AvazuInc.和上海麦橙100%的股权已获得证监会无条件通过，公司备考利润中平台性业务（爱思+Avazu）有望贡献过半。报告期除为爱普外，还有多笔现金投资项目落地。

■投资建议：我们给出公司15年6-6.5亿备考利润，期待《苍穹变》的稳定表现，及当前在测的大IP游戏产品，不排除上调业绩预测。考虑股本摊薄当前市值210亿左右，后续在泛娱乐和互联网两大领域公司仍有充分布局空间，第一目标市值300亿，维持买入-A评级。

■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)	1,438.8	68.8	35.1	27.1	21.4
市净率(倍)	34.0	24.1	4.6	3.9	3.3
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%	0.1%	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

公司动态分析

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

136.05元

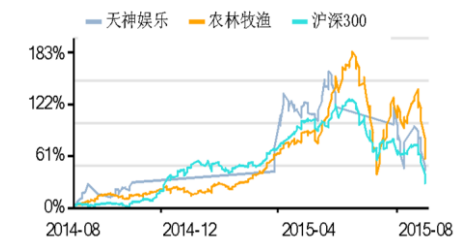
股价(2015-08-27)

71.48元

交易数据

总市值(百万元)	15,934.94
流通市值(百万元)	4,325.96
总股本(百万股)	222.93
流通股本(百万股)	60.52
12个月价格区间	43.82/115.53元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.77	11.84	24.73
绝对收益	-17.82	-26.29	62.45

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

一季报点评：研发内生增长 不俗，外延落地布局平台	2015-04-23
立足顶尖研发商 向互联网集团进军	2015-04-21

1. 核心观点

- 1) 上半年公司实现净利润 1.43 亿元，其中为爱普（爱思助手）2 月 12 日起并表，贡献利润 1.07 亿元，再次体现公司产业布局前瞻性。天神本体利润略低于预期，我们认为主要原因是将重心从页游调整至移动游戏带来的空档期。7 月推出的手游《苍穹变》月流水突破 4000 万，下半年仍有页游《九天斩魔》和手游《凡人修仙传》测试，知名 IP《斗罗大陆》的 RPG 手游改编游戏也进入研发期，天神本体的盈利能力有望获得持续改善。
- 2) 资源整合和对外投资坚定推进。公司收购妙趣横生 95% 的股权、雷尚科技 100% 的股权、AvazuInc. 和上海麦橙 100% 的股权已获得证监会无条件通过，公司备考利润中平台性业务（爱思+Avazu）有望贡献过半。报告期除为爱普外，还有多笔现金投资项目落地。

2. 中报业绩概述

公司实现营业收入 3.19 亿元，比上年同期增长了 30.28%；归属于母公司股东净利润 14273.04 万元，比上年同期增长 48.55%。同时预告 1-9 月公司净利润 1.8-2.3 亿元，同比增长 27.66%-63.12%。

表 1: 核心财务指标

	本报告期	上年同期	同比增减
营业收入 (亿元)	3.19	2.45	30.28%
归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	1.43	0.96	48.55%
扣非后净利润 (亿元)	1.40	0.96	46.41%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2: 收入结构

	营业收入	营业成本	毛利率
网页游戏	123,207,461.36	20,235,666.23	83.58%
移动网络游戏	20,399,247.04	360,920.04	98.23%
平台服务收入	175,674,711.13	62,224,588.46	64.58%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1. 现有游戏

2014 年底在腾讯移动游戏平台推出《全民破坏神》。前期推出的微端游戏《苍穹变》能够保持月营收 2000 万元左右，公司仍然会争取保持每年推出 2-3 款后续系列产品。7 月推出的《苍穹变手游》一度位居苹果应用商店游戏类畅销榜榜首，截止 8 月 28 日仍然排名第十，月流水突破 4000 万。

2.2. 游戏与 IP 储备

公司陆续会有《苍穹变越南版》、《求魔韩国版》、《傲剑 2 韩国版》等海外版本上线运营。同时也储备了多款产品在研和测试，其中包括下半年同腾讯平台合作的网页游戏《九天斩魔》测试，知名 IP《凡人修仙传》的改编手游上线测试，知名 IP《斗罗大陆》的 RPG 手游改编游戏也进入研发期。公司现已取得了著名影视作品《钟馗伏魔：雪妖魔灵》、《封神英雄》等游戏 IP，将通过合作进一步深度开发作品内容。

2.3. 爱思手机助手

旗下拥有爱思助手的深圳为爱普于2月12日并表，4个多月实现并表利润1.07亿元。作为移动端重要的用户平台入口，注册用户也已突破4000万人，提供分发和第三方联运同时，还为公司内部游戏产品提供了测试期运营服务。稳步运营和开发海外版本是下半年的重点工作。

2.4. 对外投资

上半年公司投资额6.26亿元，除为爱普之外，还有任趣、繁星互动等六个投资案例。

表3：上半年对外投资

公司名称	主要业务	占被投资公司权益比例
深圳市为爱普信息技术有限公司	移动应用分发平台的开发和运营业务	100.00%
任趣游戏工场（深圳）有限公司	软件开发	40.00%
北京繁星互动科技有限公司	技术开发、技术推广	20.00%
北京开天创世科技有限公司	移动网游研发	1.60%
上海绚游网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	100.00%
北京格斗侠科技有限公司	移动游戏研发	100.00%
北京黑帆科技有限公司	移动游戏研发	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 投资建议与风险提示

我们给出公司15年6-6.5亿备考利润，期待《苍穹变》的稳定表现，及当前在测的大IP游戏产品，不排除上调业绩预测。考虑股本摊薄当前市值210亿左右，后续在泛娱乐和互联网两大领域公司仍有充分布局空间，第一目标市值300亿，维持买入-A评级。

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08月28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)	-	0.10	-	-	-
少数股东权益	-	0.9	0.9	0.9	0.9	分红比率	8.4%	10.0%	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%	0.1%	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					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.05	1.04	2.04	2.64	3.34
净利润	11.1	234.0	598.9	776.2	981.4	BVPS(元)	2.10	2.97	15.66	18.26	21.68
加:折旧和摊销	25.4	4.9	8.0	8.0	8.0	PE(X)	1,438.8	68.8	35.1	27.1	21.4
资产减值准备	0.8	1.3	-	-	-	PB(X)	34.0	24.1	4.6	3.9	3.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-1,881.5	26.5	-10.3	-31.7	3,772.0
财务费用	28.7	0.1	-10.5	-14.6	-10.8	P/S	39.4	33.5	15.1	11.3	8.7
投资损失	-	-45.0	-	-	-	EV/EBITDA	32.6	47.2	33.4	24.4	19.2
少数股东损益	-	2.3	-	-	-	CAGR(%)	312.3%	61.3%	199.1%	312.3%	61.3%
营运资金的变动	-36.5	-8.8	-940.3	414.2	-987.6	PEG	4.6	1.1	0.2	0.1	0.3
经营活动产生现金流量	33.9	130.2	-343.9	1,183.9	-8.9	ROIC/WACC	0.3	45.6	1.4	2.0	2.0
投资活动产生现金流量	-77.3	-17.6	-3,502.1	11.9	-24.0	REP	7.6	4.9	3.3	2.4	1.9
融资活动产生现金流量	60.9	-27.4	5,219.5	-1,861.8	34.2						

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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	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	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

