

2015年10月20日

天神娱乐 (002354.SZ)

## 三季度报点评：游戏业务转型移动端表现优异，泛娱乐战略再明确

■天神娱乐发布 2015 年三季度报，公司前三季度实现营收 5.29 亿元，同比增长 54.3%，归母净利润 2.43 亿元，同比增长 72%，其中 2015Q3 实现营收 2.09 亿元，同比增长 114%，归母净利润 1 亿元，同比增长 122.6%，单季度利润环比二季度（7000 万左右）增长 55%，我们判断除为爱普（爱思助手）较为强劲外，《苍穹变》已经有较为可观的利润贡献。公司预计 2015 年实现归属于上市公司股东的净利润变动区间为 3.2 亿-3.75 亿，同比增长区间为 38%-62%，符合我们并表 3-4 亿、备考 6-6.5 亿的整体预期。

■公司游戏作品流水表现优异，移动端转型效果尤为显著。页游领域《苍穹变》作为腾讯开放平台 3D 微端网页游戏的标杆，保持 2000 万左右的稳定流水。在移动端，公司继 2014 年底在腾讯平台成功推出移动游戏产品《全民破坏神》以来，又于 2015 年 7 月成功推出了《苍穹变手游》，该产品一度挺进 App Store 畅销榜第四位、并长期维持在前十名。

■小天神的 IP 储备已逐渐过度至开发周期。同腾讯平台合作的网页游戏《九天斩魔》已 10 月全面启动开放性测试，知名 IP《凡人修仙传》的改编手游于 9 月 25 日上线测试，《斗罗大陆》的 RPG 手游改编游戏也进入研发期。

■投资建议：近日公司设立的并购基金天神娱乐文创基金拟以 13.23 亿元购买儒意影业 49% 的股权，便是进一步增强多元 IP 运营的重要布局。预计 15 年公司备考净利润 6-6.5 亿，16 年备考业绩 8 亿左右，考虑摊薄后总股本 2.94 亿，10 月 19 日收盘价对应摊薄后市值 280 亿，对应 15-16 年 PE 45 倍和 35 倍左右，考虑公司后续在泛娱乐和互联网两大领域公司仍有充分布局空间，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)	1,912.2	91.4	46.6	36.0	28.5
市净率(倍)	45.3	32.0	6.1	5.2	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%	0.1%	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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

## 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

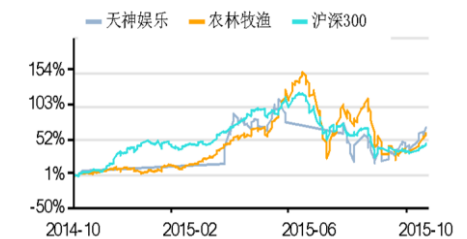
股价 (2015-10-19)

95.00 元

交易数据

总市值 (百万元)	21,178.23
流通市值 (百万元)	8,208.54
总股本 (百万股)	222.93
流通股本 (百万股)	86.41
12 个月价格区间	51.31/115.53 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	17.97	12.84	40.41	
绝对收益	26.67	-2.03	85.15	

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

- 旗下并购基金收购《琅琊榜》 2015-10-08
- 出品方儒意影业 49% 股权，泛娱乐布局进军 IP 影视领域
- 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 2015-08-28
- 一季报点评：研发内生增长不俗，外延落地布局平台 2015-04-23

## 1. 核心观点

1) 天神娱乐发布 2015 年三季报, 公司前三季度实现营收 5.29 亿元, 同比增长 54.3%, 归母净利润 2.43 亿元, 同比增长 72%, 其中 2015Q3 实现营收 2.09 亿元, 同比增长 114%, 归母净利润 1 亿元, 同比增长 122.6%, 单季度利润环比二季度 (7000 万左右) 增长 55%, 我们判断除为爱普 (爱思助手) 较为强劲外, 《苍穹变》已经有较为可观的利润贡献。公司预计 2015 年实现归属于上市公司股东的净利润变动区间为 3.2 亿-3.75 亿, 同比增长区间为 38%-62%。符合我们并表 3-4 亿、备考 6-6.5 亿的整体预期。

2) 公司游戏作品流水表现优异, 移动端转型效果尤为显著。页游领域《苍穹变》作为腾讯开放平台 3D 微端网页游戏的标杆, 保持 2000 万左右的稳定流水。在移动端, 公司继 2014 年底在腾讯平台成功推出移动游戏产品《全民破坏神》以来, 又于 2015 年 7 月成功推出了《苍穹变手游》, 该产品一度挺进 App Store 畅销榜第四位、并长期维持在前十名。

3) 小天神的 IP 储备已逐渐过度至开发周期。同腾讯平台合作的网页游戏《九天斩魔》已 10 月全面启动开放性测试, 知名 IP《凡人修仙传》的改编手游于 9 月 25 日上线测试, 《斗罗大陆》的 RPG 手游改编游戏也进入研发期。

## 2. 财务情况概览

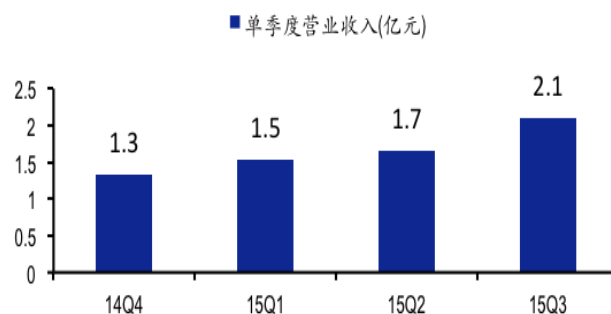
### 2.1. 财务情况

公司业绩强势增长, 2015 前三季度实现营收 5.29 亿元, 同比增长 54.30%; 归属上市公司股东净利润 2.43 亿元, 同比增长 71.88%。主要原因是重大资产重组完成后, 合并报表范围变化所致。

### 2.2. 季度财务指标

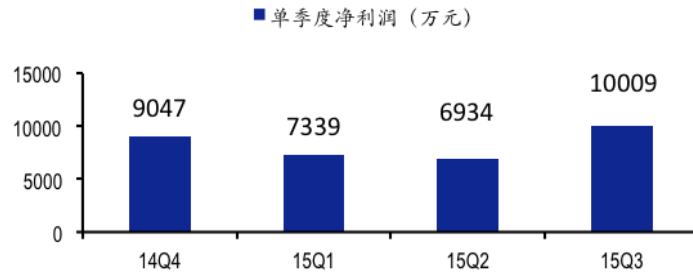
2015Q3 公司实现营收 2.09 亿元, 同比增长 114.44%, 归属上市公司股东净利润 1.00 亿元, 同比增长 122.59%。公司成本控制较好, 单季度营业费用率和管理费用率均有下降, 财务费用率因新增短期借款利息有所提升。

图 1: 天神娱乐单季度营业收入 (亿元)



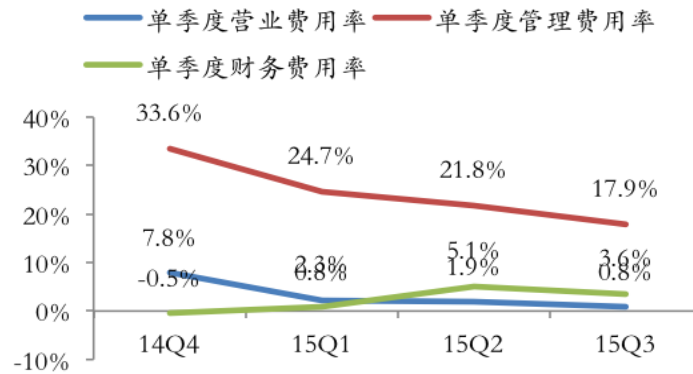
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2：天神娱乐单季度净利润（万元）



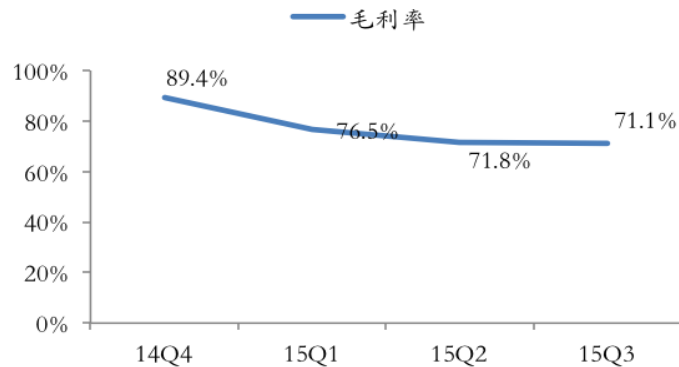
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：天神娱乐单季度费用率情况



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：天神娱乐单季度毛利率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

### 3. 报告期内主要业务

#### 3.1. 主营业务

报告期内，公司凭借丰富的经验以及对游戏行业充分的理解，在稳固传统产品质量的同时，不断推出新产品。在网络游戏方面，公司的明星级产品《苍穹变》作为腾讯开放平台 3D 微端网页游戏的标杆，仍保持 2000 万元人民币左右的稳定流水。

在移动端，公司继 2014 年底在腾讯平台成功推出移动游戏产品《全民破坏神》以来，又

于 2015 年 7 月成功推出了《苍穹变手游》，该产品一度挺进 App Store 畅销榜第四位、并长期维持在前十名，游戏月流水已突破亿元人民币，为公司在移动游戏领域奠定了坚实的基础。

公司在 2015 年下半年及未来，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，同腾讯平台合作的网页游戏《九天斩魔》已 10 月全面启动开放性测试，知名 IP《凡人修仙传》的改编手游于 9 月 25 日上线测试，知名 IP《斗罗大陆》的 RPG 手游改编游戏也进入研发期等等。

### 3.2. 重要事项

表 1: 报告期内重要事项

重要事项概述	披露日期
公司拟通过发行股份及支付现金方式收购妙趣横生 95% 的股权、雷尚科技 100% 的股权、AvazuInc. 和上海麦橙 100% 的股权并募集配套资金	2015 年 3 月 24 日
公司设立投资管理公司及参与投资设立产业并购基金及其对外投资事项	2015 年 8 月 27 日

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 4. 未来展望

表 2: 公司对 2015 年度经营业绩预计

2015 年度归属于上市公司股东的净利润变动幅度	38.09%	至	61.82%
2015 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间(万元)	32000	至	37500
2014 年度归属于上市公司股东的净利润(万元)	23174		
业绩变动的原因说明	公司现有业务保持稳定增长，四季度新公司纳入合并报表范围，预计截至 2015 年 12 月归属于上市公司股东的净利润在 32,000 万元至 37,500 万元之间。		

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

未来公司将会发展泛娱乐战略，一方面通过多种手段加大对优质视频内容版权的投入，增加精品、原创节目内容的资源储备，实现公司差异化的内容服务特色，增强内容竞争力。另一方面天神娱乐将不再满足于之前通过其他第三方授权游戏改编权，而会更积极的探索与作者进行直接合作，打造出一个从小说、出版图书、动漫、影视、游戏全面发展的原创内容优质链条。而这一战略也是当前主流的泛娱乐发展战略。

## 5. 投资建议和风险提示

**投资建议:** 近日公司设立的并购基金天神娱乐文创基金拟以 13.23 亿元购买儒意影业 49% 的股权，便是进一步增强多元 IP 运营的重要布局。预计 15 年公司备考净利润 6-6.5 亿，16 年备考业绩 8 亿左右，考虑摊薄后总股本 2.94 亿，10 月 19 日收盘价对应摊薄后市值 280 亿，对应 15-16 年 PE 45 倍和 35 倍左右，考虑公司后续在泛娱乐和互联网两大领域公司仍有充分布局空间，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10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
<b>营业收入</b>	<b>404.9</b>	<b>475.5</b>	<b>1,393.3</b>	<b>1,861.6</b>	<b>2,415.9</b>	<b>成长性</b>					
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%
<b>营业利润</b>	<b>-0.8</b>	<b>255.5</b>	<b>630.5</b>	<b>817.1</b>	<b>1,033.1</b>	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	<b>15.2</b>	<b>255.5</b>	<b>630.4</b>	<b>817.0</b>	<b>1,033.1</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>11.1</b>	<b>231.7</b>	<b>598.9</b>	<b>776.2</b>	<b>981.4</b>	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%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	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	<b>投资回报率</b>					
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	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>969.5</b>	<b>744.2</b>	<b>6,913.6</b>	<b>5,612.2</b>	<b>7,036.6</b>	<b>偿债能力</b>					
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	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>501.5</b>	<b>81.1</b>	<b>2,308.8</b>	<b>243.0</b>	<b>662.0</b>	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						
<b>股东权益</b>	<b>468.0</b>	<b>663.0</b>	<b>4,604.9</b>	<b>5,369.2</b>	<b>6,374.6</b>						

## 现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	11.1	234.0	598.9	776.2	981.4
加:折旧和摊销	25.4	4.9	8.0	8.0	8.0
资产减值准备	0.8	1.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	28.7	0.1	-10.5	-14.6	-10.8
投资损失	-	-45.0	-	-	-
少数股东损益	-	2.3	-	-	-
营运资金的变动	-36.5	-8.8	-940.3	414.2	-987.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>33.9</b>	<b>130.2</b>	<b>-343.9</b>	<b>1,183.9</b>	<b>-8.9</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-77.3</b>	<b>-17.6</b>	<b>-3,502.1</b>	<b>11.9</b>	<b>-24.0</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>60.9</b>	<b>-27.4</b>	<b>5,219.5</b>	<b>-1,861.8</b>	<b>34.2</b>

## 业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.05	1.04	2.04	2.64	3.34
BVPS(元)	2.10	2.97	15.66	18.26	21.68
PE(X)	1,912.2	91.4	46.6	36.0	28.5
PB(X)	45.3	32.0	6.1	5.2	4.4
P/FCF	-2,500.6	35.2	-13.7	-42.1	5,013.1
P/S	52.3	44.5	20.0	15.0	11.6
EV/EBITDA	32.6	47.2	44.4	32.9	25.9
CAGR(%)	312.3%	61.3%	199.1%	312.3%	61.3%
PEG	6.1	1.5	0.2	0.1	0.5
ROIC/WACC	0.3	44.5	1.3	1.9	2.0
REP	7.8	5.1	4.6	3.4	2.6

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