

天神娱乐 (002354)

强烈推荐

行业：传媒

低估值互联网平台，游戏+广告+影视打造泛娱乐生态

天神娱乐 2014 年借壳上市后通过多轮并购，迅速建立起内容平台兼备，游戏+广告+影视三位联动的泛娱乐聚合生态。内容端专注打造精品游戏，业绩表现优异；平台端依托强势市场地位及庞大用户基础，成长空间广阔。中期看好各板块协同带动内生增长；长期期待平台布局不断完善并外延对接更多垂直领域，实现平台价值的释放。公司当前估值较低，且股价低于定增价，具备安全边际，首次覆盖，强烈推荐。

投资要点：

◇ **立足精品夯实游戏研发。**公司起步于页游研发，旗下《傲剑》、《飞升》均为页游经典，2015 年推出的《苍穹变》更是月流水高达 4000 万的现象级作品。2014 年发力手游市场，一举收购雷尚科技（重度军事类）和妙趣横生（精品卡牌类）两家优质 CP。2016 年即将上线重磅 IP 手游《凡人修仙传》、《遮天》预估月均流水 0.45 亿以上，《琅琊榜》预估月均流水 0.4 亿以上。

◇ **外延迭起拓展互联网平台版图。**公司通过资本运作，构建起移动分发（为爱普）+海外游戏发行（幻想悦游）+海外广告营销（Avazu，初聚科技）的互联网平台业务。旗下子公司均为细分领域领军者，助力公司实现多重战略目标：（1）短期依托平台端的用户流量优势助力游戏研发业务变现，形成内容+平台的价值闭环，（2）中期针对国内方兴未艾的互联网出海热潮，公司积极布局海外游戏发行及广告营销，为出海企业搭建优质落地渠道与推广变现平台，同时也为公司旗下产品进军海外奠定基础，（3）长期为公司在教育、金融、医疗等领域的长远布局提供优质导流平台，实现自有用户流量价值的深度发掘。

◇ **布局影视全产业链，提升品牌价值。**公司围绕提升品牌价值的核心目标，致力实现对影视产业链完整覆盖：（1）上游天神影业专注精品影视剧制作，手握多个优质 IP。2016 年出品网剧《余罪》，上线一月播放量突破 20 亿，创造现象级收视热潮。（2）下游渠道环节，入股国内最大在线票务平台微影时代，获得对接上亿用户的流量入口。（3）拟收购国内影视营销龙头合润传媒，掌握内容 B 端变现路径，实现影视领域独立闭环。

◇ **完善内容+平台价值闭环，打造游戏+广告+影视三位一体泛娱版图。**公司目前业务已经形成内容+平台价值闭环，并已经横跨游戏+广告+影视三大领域，各大板块的协同效应明显助力内生增长。公司未来将进一步完善平台搭建，累积用户基数，强化导流能力，并以此为基础对接更多垂直领域，不断释放平台生态价值。

◇ **盈利预测：**考虑此次收购幻想悦游和合润传媒，预计 2016-2018 年备考 EPS 分别为 2.68, 3.21 及 4.16 元，对应当前股价 PE 为 26, 22, 17 倍，当前股价低于定增价格，具备安全边际。给予 16 年整体 38 倍 PE，按增发后股本计算目标价 102 元。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 102

当前股价： 70.15

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	292
流通股本(百万股)	115
总市值(亿元)	205
流通市值(亿元)	81
成交量(百万股)	1.86
成交额(百万元)	128.99

股价表现



相关报告

◇ **风险提示**：潜在侵权风险；业绩承诺未完成的风险；并购不达预期风险；商誉减值风险。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	941	2972	3813	4747
收入同比(%)	98%	216%	28%	24%
归属母公司净利润	362	950	1138	1477
净利润同比(%)	56%	162%	20%	30%
毛利率(%)	68.7%	56.1%	53.4%	53.6%
ROE(%)	7.3%	9.2%	10.1%	11.7%
每股收益(元)	1.02	2.68	3.21	4.17
P/E	68.75	26.20	21.87	16.86
P/B	5.01	2.41	2.20	1.98
EV/EBITDA	42	18	15	12

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

一、 天神娱乐：游戏 CP 转型平台巨头，打造游戏+广告+影视三位一体泛娱乐生态	6
1. 历史沿革：多轮外延形成游戏+广告+影视布局	6
2. 公司战略：打造内容+平台价值闭环	7
3. 公司业绩：子公司并表业绩大幅增厚	8
4. 股权结构：收购完成后实际控制人不变	9
二、 立足精品做强游戏研发	10
1. 打造明星产品，夯实页游研发	10
2. 内生+外延做大手游市场	10
3. 游戏研发规划：挖掘 IP 价值，创作精品手游	11
三、 外延迭起打造互联网平台巨头	12
1. 收购为爱普，切入移动分发市场	12
2. 游戏发行+精准营销，优质平台助力互联网出海热潮	13
2.1 互联网出海方兴未艾，平台与渠道成落地关键	13
2.2 幻想悦游：游戏海外发行平台	14
2.3 收购 Avazu 及上海麦橙，布局海外移动广告平台	17
2.4 初聚科技：加码精准广告平台	18
四、 布局影视全产业链，泛娱乐生态体量初现	19
1. 合润传媒：影视领域整合营销领导者	19
2. 天神影业：挖掘优质 IP，打造精品影视剧	21
3. 微影时代：实现影视版图价值闭环	22
五、 盈利预测与估值	23
六、 风险提示	24

图目录

图 1 天神娱乐历史沿革	6
图 2 公司旗下产业基金布局	7
图 3 天神娱乐战略布局	8
图 2 公司业绩增长情况	8
图 3 公司营收结构 (2015 年)	8
图 6 本次收购后公司股权结构	9
图 7 天神互动《苍穹变》页游版	10
图 8 天神互动《苍穹变》手游版	10
图 9 雷尚科技军事类手游《坦克风云》	11
图 10 妙趣横生动漫 IP 卡牌手游《十万个冷笑话》	11
图 11 天神互动即将上线手游《琅琊榜》	12
图 12 雷尚科技战争类手游《帝国 OL：全面战争》	12
图 13 爱思助手 PC 版客户端	12
图 14 爱思助手移动端 APP	12
图 15 中国 APP 海外覆盖度	13
图 16 中国出海 APP 排行中多为工具类应用	13
图 17 出海市场与中国市场规模对比	14
图 18 不同国家互联网用户增速对比	14
图 19 预估 2015 年全球游戏营收	15
图 20 国内自主研发游戏海外销售情况	15
图 21 幻想悦游在海外发行产业链中位置	16
图 22 AVAZU 在互联网广告行业中的位置	17
图 23 AVAZU 业绩增长情况	18
图 24 AVAZU 移动端营收比重不断上升	18
图 25 初聚科技打造全球化的高品质流量交易平台	19
图 26 中国内容整合营销市场发展情况	19
图 27 中国品牌整合营销媒介细分	19
图 28 合润传媒价值版图	20
图 29 合润传媒业务模式创新	20
图 30 合润传媒部分客户资源	21
图 31 合润传媒制作方资源	21
图 32 微影时代流量入口及移动端 APP	22
图 33 微影时代合作发行影片占据各大档期	23

表目录

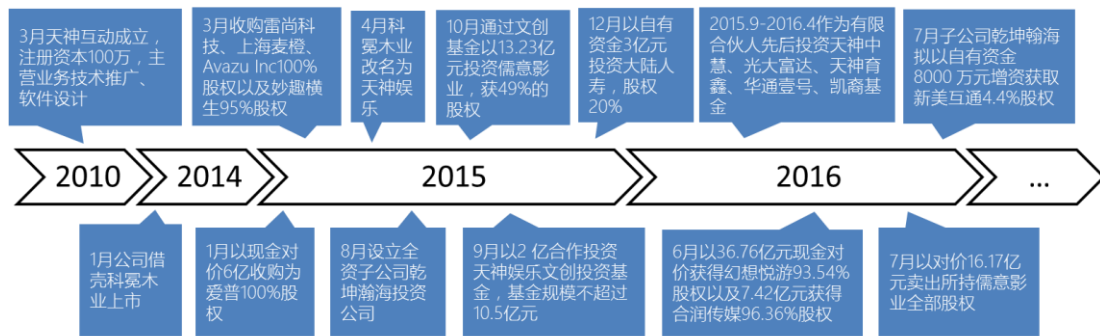
表 1 公司借壳上市后历次收购	6
表 2 收购子公司业绩承诺及 2015 年实际完成情况.....	9
表 3 幻想悦游海外代理产品 2015 运营情况	15
表 4 幻想悦游各平台主要游戏的流水、收入情况.....	16
表 5 2016 上半年网剧播放量 TOP10.....	22
表 6 盈利预测关键假设	23

一、 天神娱乐：游戏 CP 转型平台巨头，打造游戏+广告+影视三位一体泛娱乐生态

1. 历史沿革：多轮外延形成游戏+广告+影视布局

公司前身天神互动成立于 2010 年，于 2014 年借壳科冕木业登陆 A 股并于 2015 年更名天神娱乐。公司上市前长期专注于网页游戏的研发，上市后积极通过并购运作拓展业务版图，仅 2015 年就收购了为爱普（现为子公司天神互动旗下孙公司）、雷尚科技、妙趣横生、Avazu Inc.（艾维昂动）以及上海麦橙五家极具竞争力的优质标的，在完善游戏研发这一核心业务的同时，强势进军移动分发及广告营销领域。2016 年 6 月宣布收购幻想悦游和合润传媒，布局海外游戏发行，加码精准营销，同时切入影视整合营销市场，其游戏+广告+影视的泛娱乐生态布局逐渐成型。

图 1 天神娱乐历史沿革



资料来源：中国中投证券研究总部

表 1 公司借壳上市后历次收购

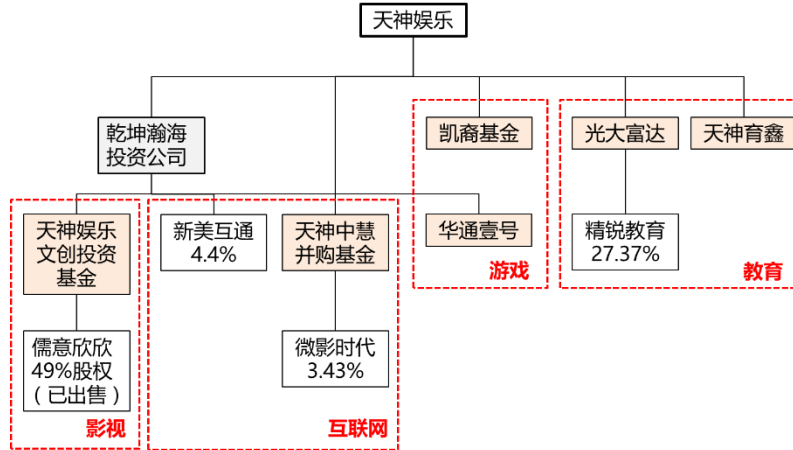
时间	收购标的	收购股权	交易对价 (百万)	对价详细		公司主营业务	交易进展
				现金	股份		
2015 年 1 月	为爱普	100%	600	100%	—	移动应用分发平台	已完成
2015 年 3 月	妙趣横生	95%	589	5.94%	94.06%	游戏研发	已完成
2015 年 3 月	雷尚科技	100%	880	25%	75%	游戏研发	已完成
2015 年 3 月	Avazu Inc	100%	2070	25.41%	74.59%	互联网广告平台	已完成
2015 年 3 月	上海麦橙	100%	10	100%	—	广告投放技术支持	已完成
2016 年 6 月	幻想悦游	93.54%	3676	50.08%	49.92%	网络游戏海外发行, 移动精准营销	进行中
2016 年 6 月	合润传媒	96.36%	742	48.38%	51.62%	品牌内容整合营销	进行中

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

并购运作之外，公司还设立了多个产业基金进行更广泛的互联网娱乐业务延伸，涉及游戏、影视、教育等诸多领域。2015 年 10 月通过自有资金“天神娱乐文创基金”收购儒意影业 49% 的股权，进军影视制作，尽管该项投资已于 2016 年 7 月退出，但公司剑指影视行业、构筑泛娱乐生态的雄心清晰可辨；2015 年 12 月发起设立的文化

教育产业基金“北京光大富达投资中心”O2O教育平台精锐教育，布局互联网教育领域；2016年3月通过“天神中慧投资中心”投资在线票务平台微影时代，强化了影视领域用户入口端的布局。

图 2 公司旗下产业基金布局



注：灰色填充表示为公司全资子公司，粉色填充表示为公司投资基金，无填充表示基金对外投资公司

资料来源：中国中投证券研究总部

2. 公司战略：打造内容+平台价值闭环

公司上市以来，通过一系列外延运作，从单一的精品游戏研发商迅速成长为互联网平台巨头，未来将继续完善内容+平台的互联网闭环生态，同时将立足“互联网+”思路，深入探索并提前布局教育、金融、医疗等传统领域在互联网助力下的增长机会。

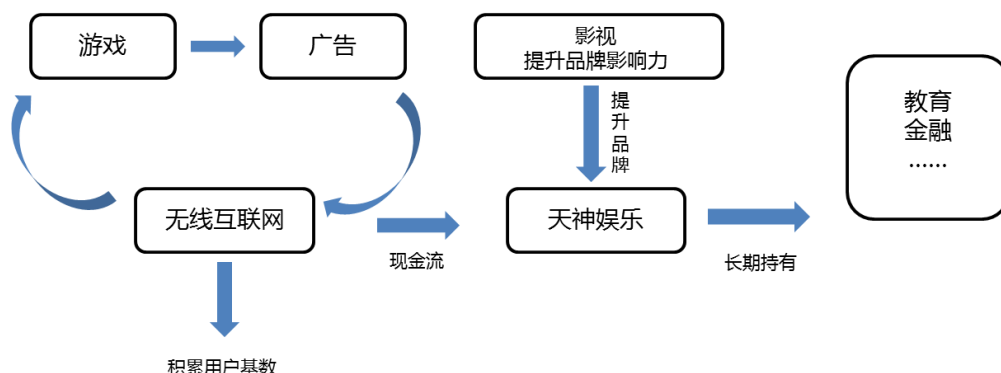
从所在行业看，公司已形成覆盖游戏+广告+影视三大板块的泛娱乐版图，从业务模式来看，公司的战略逻辑可进一步概括为三个方面：

1) 完善内容+平台的互联网价值闭环。通过“游戏研发+互联网平台（移动分发+游戏海外发行+广告营销）”的协同发展，形成内容生产能力、渠道铺设能力兼备的产业链生态，使内容端与平台端在用户聚合及流量变现上互为支撑，相互借力，打造公司盈利的主要来源。

2) 覆盖影视行业完整产业链。公司已提升品牌价值为核心，在上游影视制作、中游影视营销以及下游在线票务等领域加强投资，形成独立的影视产业完整闭环，进而深入挖掘影视游戏联动、影视营销互动的泛娱乐生态价值。

3) 布局长期产业投资，释放自有平台流量价值。公司积极寻找产业长期增长点，现已投资 O2O 教育平台精锐教育以及国内 VR 领先品牌暴风魔镜，以提前布局在线教育、VR 等极具成长潜力的领域。未来公司还将探索金融、医疗等传统行业在“互联网+”助力下的全新增长潜力，充分发挥自有平台的强大导流能力，实现平台端用户流量价值的持续释放。

图 3 天神娱乐战略布局

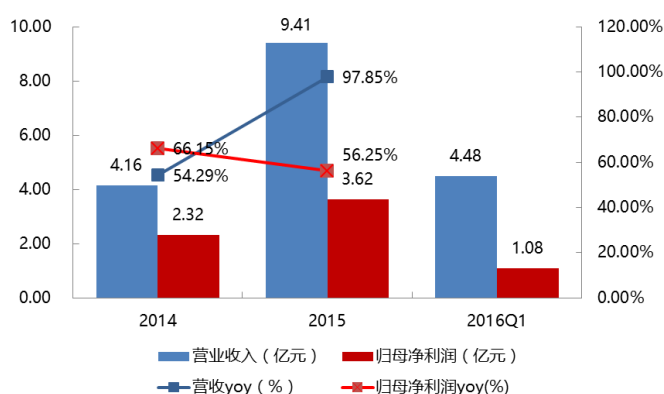


资料来源：公司发布会、中国中投证券研究总部

3. 公司业绩：子公司并表业绩大幅增厚

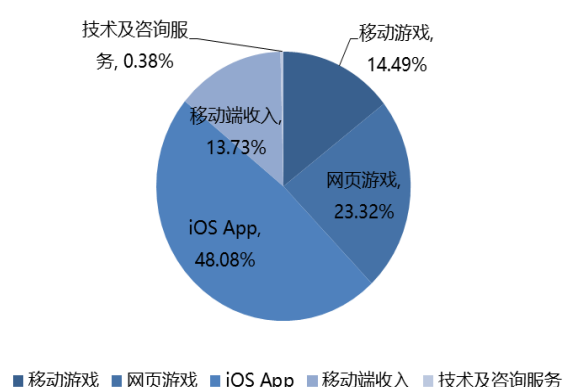
公司 2015 年实现营收 9.41 亿元，同比增长 97.85%，扣非净利润 3.64 亿元，增长 90.80%。从营收构成来看，主要来自 iOS APP，网页游戏，移动游戏及移动端收入四大板块，其中 iOS APP（移动平分发平台业务）作为新增项目为公司贡献近半营收。业绩增长主要是因为收购公司雷尚科技、妙趣横生、Avazu 及上海麦橙并表使得利润大幅增厚，同时旗下天神互动也因并表为爱普从而大幅提升业绩。2015 年天神互动承诺业绩 2.43 亿元，实际业绩 2.91 亿元；雷尚科技承诺业绩 0.63 亿元，实际业绩 0.77 亿元；妙趣横生承诺业绩 0.55 亿元，实际业绩 0.58 亿元；Avazu 和上海麦橙合计承诺业绩 1.29 亿元，实际业绩 1.30 亿元。

图 2 公司业绩增长情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 公司营收结构 (2015 年)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2016 年一季度，公司实现营收 4.48 亿元，同比大增 191.91%，扣非净利润 1.08 亿元，同比增长 48.88%，业绩大增同样由于子公司并表因素。同时公司预计 2016 年上半年净利达 1.95-2.50 亿元，相比上年同期增长 36.62%-75.16%。

2016 年子公司业绩承诺：子公司天神互动 2016 年合计对赌净利润为 3.03 亿，而旗下孙公司为爱普 2014-2016 三年累计对赌 1.525 亿（2015 年已超额完成）；妙趣横

生 2016 年对赌为 6769 万元；雷尚科技对赌 7875 万；Avazu 对赌 1.768 亿。本次收购标的幻想悦游对赌业绩为 2.69 亿，合润传媒对赌业绩 0.55 亿。假设本次收购完成的情况下，各子公司 2016 年整体合计业绩承诺为 9.50 亿。

表 2 收购子公司业绩承诺及 2015 年实际完成情况

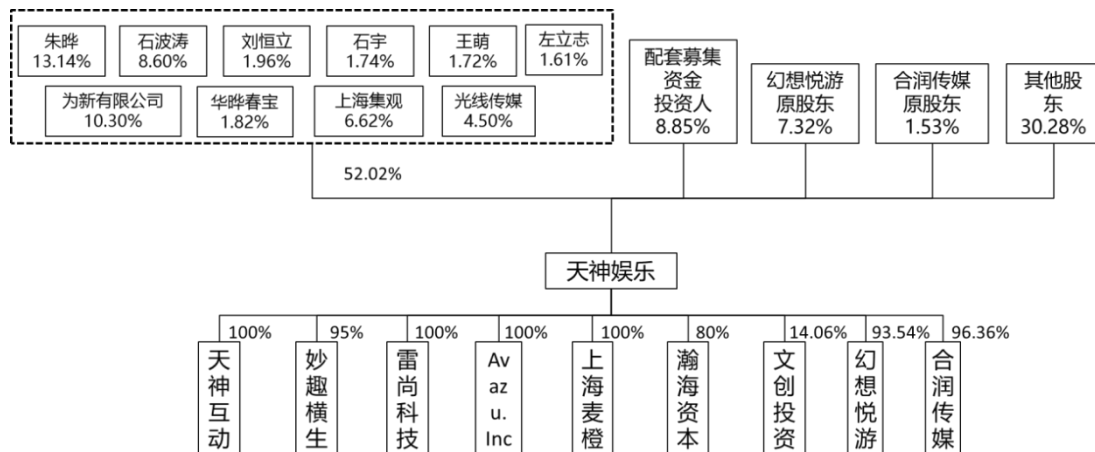
子公司	持股比例	承诺净利润（万元）					完成情况 （万元）	完成比例	复合增速
		2014	2015	2016	2017	2018	2015	2015	
天神互动	100%	18610	24320	30300	-	-	29089.05	119.61%	27.60%
其中：为爱普	100%	14-16 年累计 15250			-	-	36210		
Avazu	100%	-	12899.21	17574.51	23315.74	-	12906.31	100.06%	34.44%
上海麦橙	100%	-	100.79	105.49	110.26	-	136.65	135.58%	4.59%
妙趣横生	95%	4150	5475	6768.75	-	-	5787.09	105.70%	27.71%
雷尚科技	100%	-	6300	7875	9844	-	7678.11	121.87%	25.00%
幻想悦游	93.54%	-	-	26900	34970	43712.5	-	-	25.00%
合润传媒	96.36%	-	-	5500	6875	8594	-	-	27.48%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

4. 股权结构：收购完成后实际控制人不变

本次公司通过发行股份和支付现金方式收购幻想悦游 93.5417%以及合润传媒 96.36%的股权，合计交易价格 44.18 亿元，其中发行股份 3140.80 万股支付对价 22.18 亿元。另拟向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 22.18 亿元，合计发行股份不超过 3140.31 万股。收购完成前，公司控股股东及实际控制人朱晔、石波涛（一致行动人）合计持有公司 26.42%的股份，收购完成后实际控制人不发生变更，朱晔、石波涛持股比例变为 21.74%。

图 6 本次收购后公司股权结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、立足精品做强游戏研发

根据《2015 年中国游戏产业报告》，2015 全年中国游戏市场（包括客户端游戏、网页游戏、移动游戏、单机游戏等）实际销售收入达到 1407 亿元人民币，同比增长 22.0%。其中网页游戏市场实际销售收入达到 219.6 亿元，同比增长 8.3%，移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元，同比增长 87.2%。页游已进入平稳增长期，手游成为游戏产业增长的最大引擎。

1. 打造明星产品，夯实页游研发

公司旗下天神互动长期专注网页游戏开发，具有强大技术优势和丰富市场经验，成立以来相继推出《飞升》、《傲剑》等月流水过千万的现象级页游产品，在国内页游市场占据稳固地位。2015 年继续发力，在原有经典产品流水保持稳定的同时，相继推出《傲剑 2》、《苍穹变》等优秀作品。其中明星产品《苍穹变》作为公司登陆腾讯 3D 微端的首款页游作品，单月流水最高突破 4000 万，并已成为 WCA 正式比赛项目。

2. 内生+外延做大手游市场

在页游增长逐渐放缓的背景下，公司于 2013 年底开始布局手游市场。

1) 内生发展：公司旗下页游巨头天神互动基于自身研发优势开展手游研发，于 2014 年底推出手游大作《全民破坏神》，月流水迅速突破千万，2015 年进一步推出爆款产品《苍穹变》手游版，上线首日即收获千万流水，为公司进军手游市场打下极佳基础。

图 7 天神互动《苍穹变》页游版



资料来源：《苍穹变》页游官网、中国中投证券研究总部

图 8 天神互动《苍穹变》手游版



资料来源：《苍穹变》手游官网、中国中投证券研究总部

2) 外延拓展：在依靠自有团队进行手游开发的同时，公司积极收购优质研发企业。2015 年公司一次性收购雷尚科技和妙趣横生两家优质 CP，实现手游布局跨越发展，在游戏类别覆盖及盈利能力上得到极大提升。

其中雷尚科技专注于军事类 SLG 游戏的研发，在国内及海外市场均建立了稳定的盈利基础。旗舰产品《坦克风云》上线两年来已在中国及东南亚、南美、欧洲等数十个国家上线运营，成为国内军事游戏累计营收最高的单品，至 2015 年底单月收入仍维持

4000 万，充分体现军事类重度游戏用户粘性高、盈利能力强的优势。军事题材新品《超级舰队》于 2015 年 6 月上线后收入保持稳定增长，迅速取得 App Store 畅销榜 16 名的佳绩，App Store 单渠道月收入超 1700 万元。

图 9 雷尚科技军事类手游《坦克风云》



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

图 10 妙趣横生动漫 IP 卡牌手游《十万个冷笑话》



资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

妙趣横生专注卡牌类手游研发，旗下产品《神之刃》、《十万个冷笑话》等都是 3D MMORPG 类型的精品之作。其中《十万个冷笑话》作为热门动漫 IP 改变游戏，上线以来市场表现优异，从 2015 年 3 月至年末已取得 2.4 亿流水，盈利能力极强。

3. 游戏研发规划：挖掘 IP 价值，创作精品手游

面对当前手游市场普遍存在的生命周期短、用户粘性低的情况，公司始终坚持厚积薄发，打造精品手游，基于在 MMO，SLG，RPG，动作卡牌等领域的丰富经验，推出拥有更强用户粘性 & 盈利能力的优秀作品。

公司在 2016 年产品发布会上推出多款重磅游戏产品。其中天神互动围绕优质 IP 打造数款史诗级手游巨作：

- 《凡人修仙传》改编自著名网络仙侠小说，原作在百度贴吧得到几千万转载量，拥有广泛的读者基础。**预计 2016 年 9 月上线，月均流水 4500 万。**

- 《遮天》同样是改编自仙侠类文学 IP 的 MMO 手游，运用漫画式的渲染技术，突破传统仙侠游戏的写实风格，形成动漫风格与仙侠主题完美结合。**预计 2017 年 1 季度上线，月均流水 4500 万。**

- 《琅琊榜》改编自同名现象级影视剧，打造无缝社交类休闲网游，突破传统游戏打副本、PVP 的单一模式，实现类似微信的社交模式，是公司在 MMO 游戏上的一次大胆尝试。**游戏预计 2016 年 3 季度上线，月均流水 4000 万。**

- 《Project-T》(暂未命名) 是国内首款沙盒 MMOARPG，《Deep》为一款多平台沙盒类冒险游戏，两款游戏都将布局海外发行，成为公司海外游戏市场的未来盈利点。其中《Project-T》预计 2017 年 2 季度上线，海外+国内月均流水 4500-5000 万。

同时雷尚科技于 2016 年 5 月上线了战争类 SLG 手游《帝国 OL：全面战争》，下半

年还将推出军事类续作《坦克风 2》；妙趣横生研发的《封神英雄榜》、《黎明之光》两款游戏也在积极运作。

图 11 天神互动即将上线手游《琅琊榜》



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

图 12 雷尚科技战争类手游《帝国 OL :全面战争》



资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

三、 外延迭起打造互联网平台巨头

1. 收购为爱普，切入移动分发市场

公司全资子公司天神互动于 2015 年初完成对深圳为爱普的收购，获得其旗下移动分发平台爱思助手。

专注 iOS 生态应用分发服务，用户基础广泛，使用粘性强。爱思助手是国内优秀的 iOS 越狱及 APP 分发手机助手，致力于为广大果粉提供越狱破解、程序下载、安装管理、数据存数备份等服务。iOS 的封闭生态使得系统越狱和应用破解成为大量用户的刚需，从而大大提高了对爱思助手这样的越狱+分发平台的需求和粘性。爱思助手移动端自 2013 年 11 月上线以来用户量迅速攀升，2014 年底月活跃用户已达 440 万，2015 年底月活更突破 1600 万，日分发量达到 400 万以上，并继续保持稳定增长，在国内 iOS 分发平台中稳居前列，具备庞大的用户基数和变现基础。同时爱思助手借助强大技术实力迅速解决因 iOS 系统更新带来的越狱破解障碍，有效保持了用户使用粘性。

图 13 爱思助手 PC 版客户端



资料来源：爱思助手、中国中投证券研究总部

图 14 爱思助手移动端 APP



资料来源：爱思助手，中国中投证券研究总部

广告+游戏运营双模式，盈利能力突出。爱思助手主要收入模式为 CPA 和 CPT 模式的广告业务，以及 CPS 模式的游戏联运业务，当前毛利更高的广告类收入已贡献超过一半营收，客户包括百度、腾讯、优酷、UC 等互联网巨头。与同类产品相比，爱思助手依靠自身更为稳定的流量和口碑，有效控制了推广成本，从而在同样的流水基础上获得更高净利润。收购以来为爱普业绩远超对赌，收购时承诺 2014-2016 年累计利润 1.53 亿元，但 2015 年净利已达 2 亿元，显示出爱思助手平台突出的盈利能力。

尽管 2015 年业绩经历超预期增长，但预计爱思助手未来还可继续维持当前的盈利水平，成为公司稳定的利润来源。而在业务方面，爱思助手一方面为公司补足了游戏链条中的渠道环节，有助于内容端产品的高效推广，成为公司在游戏板块上的又一重要布局；另一方面为公司提供了大量自有流量及用户平台，使公司可以充分利用其广告、营销等价值，与其他业务形成为有效协同，深入挖掘用户变现潜力。

2. 游戏发行+精准营销，优质平台助力互联网出海热潮

2.1 互联网出海方兴未艾，平台与渠道成落地关键

(1) 内因+外因催生互联网出海热潮。自 2012 年起，国内互联网企业开始进军海外市场，推动优质产品在国外推广。截至今年，中国累计出海的 APP 已覆盖北美、南美、欧洲、俄罗斯、中东、印度、东南亚等地区，在海外 50 个主要国家和地区的覆盖度超过 40%。催生这一出海大潮的，既有国内供给端的驱动，也有国外需求端的吸引：

图 15 中国 APP 海外覆盖度



资料来源：猎豹全球智库、中国中投证券研究总部

图 16 中国出海 App 排行中多为工具类应用

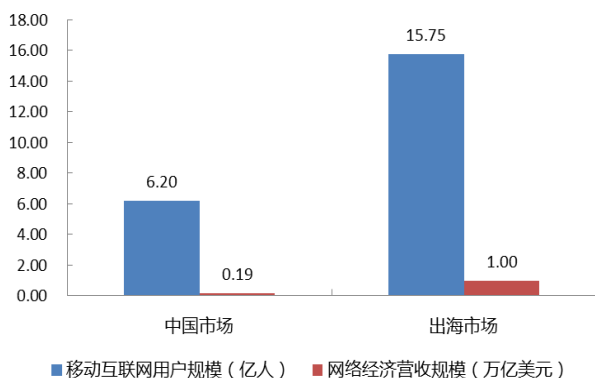
App排名	应用名称
1	猎豹安全大师
2	金山电池医生
3	UC浏览器
4	茄子快传
5	点心省电
6	猎豹锁屏大师
7	360安全
8	微信
9	相机360
10	ES文件浏览器

资料来源：猎豹全球智库，中国中投证券研究总部

内因：政策支持+技术优势。政策层面，国家于 2014 年前后大力推行“一带一路”和“互联网+”战略，鼓励国内互联网企业抱团出海，拓展海外用户，推动国内优质产品在海外推广应用，为国内互联网企业迈出国门提供了坚定的政策支持。企业自身层面，国内互联网领域的激烈竞争促使中国的互联网企业积累了先进的技术优势和丰富的运营经验，同时国内市场的快速发展也培育了大量高素质的互联网人才，从而为中国企业出海奠定了坚实的软硬件基础。

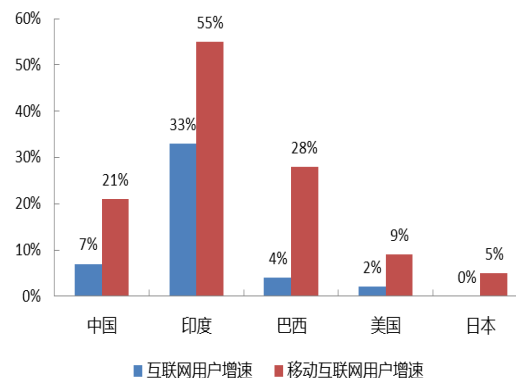
外因：广阔市场+错位竞争。从市场空间角度，国内互联网企业出海，首先是为了突破国内市场局限，扩大用户基础。存量上看，目前已出海国家的人口总数达到 35 亿，潜在用户规模为国内的 2.5 倍；增量上看，尽管欧美等成熟市场用户规模增长放缓，但印度等新兴市场用户正以超高速增长，市场潜力极大。从市场竞争角度，中国企业擅长的工具类应用是海外企业，尤其是欧美市场企业不乐意从事的，从而为中国产品填补海外市场空白、形成错位竞争带来可能。

图 17 出海市场与中国市场规模对比



资料来源：猎豹全球智库、中国中投证券研究总部

图 18 不同国家互联网用户增速对比



资料来源：猎豹全球智库，中国中投证券研究总部

(2) 平台+渠道搭建互联网出海最后一公里。从出海产品类型看，工具类 APP 由于受地域文化限制相对较少，得以高速发展，积累大量用户，如微信、猎豹移动、阿里的 UC 浏览器、百度的点心省电、联想的茄子快传等；同时部分游戏产品也成功走向海外，如《列王的纷争》、《城堡争霸》等。

从产品推广和落地的角度，APP 和游戏都需要相应平台资源进行推广发行，海外移动广告平台以及海外游戏发行运营平台应运而生。其中移动广告平台致力于对客户产品进行精准推广，从而扩大用户基础，实现进一步的流量变现；而游戏发行运营平台主要解决国产游戏的本地化难题，使其适应于海外市场不同的文化和玩法。

公司 2015 年至今的诸多并购活动均围绕搭建海外推广发行平台进行，其中包括近期拟收购的游戏海外发行平台幻想悦游，以及海外广告平台 Avazu 和初聚科技（幻想悦游子公司），在实现业务版图由内容端向平台端进一步拓展的同时，致力于在海外市场形成推广合力，助力中国优质企业顺利走出国门。

2.2 幻想悦游：游戏海外发行平台

海外游戏市场空间广阔，国内厂商积极布局。近年中国游戏厂商出海势头强劲，海外市场，尤其新兴市场不断增长的游戏需求成为国内厂商重要的盈利来源。根据 Newzoo 发布的《2015 全球游戏市场报告》，北美地区整体市场规模达到 238 亿美元，同比增长 3%。欧洲、中东和非洲市场规模达到 205 亿美元，同比增长 5%。拉丁美洲市场规模达到 40 亿美元，同比增长 18%。从游戏类别而言，个人平台游戏（包括智能手机和智能手表）全球市场规模增长最为迅速，预计将从 2015 年的 300 亿美元增长至 442 亿美元，年均复合增长率达到 15.9%，成为全球游戏市场增长

的主要动力。

图 19 预估 2015 年全球游戏营收

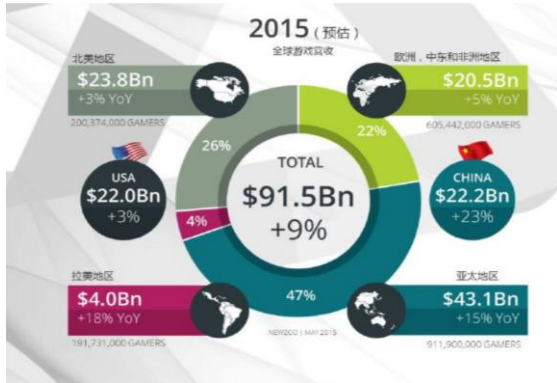
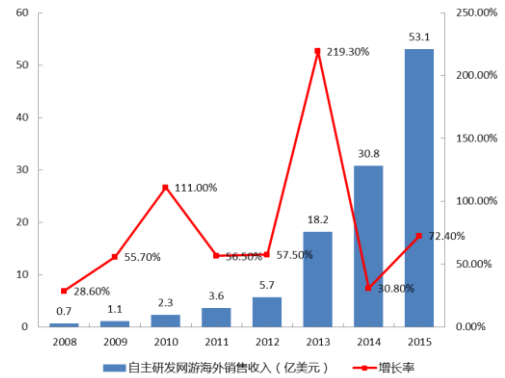


图 20 国内自主研发游戏海外销售情况



资料来源：Newzoo、公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：GPC、IDC&CNG、中国中投证券研究总部

幻想悦游是领先的国产游戏海外发行和运营商，长期致力于协助优秀页游及手游产品海外推广。公司于 2016 年 6 月宣布收购幻想悦游，作为进一步打开海外市场的关键布局。

标准化多语言发行能力，助力国内优秀游戏全球推广。幻想悦游自成立伊始即战略性布局海外游戏市场，协助国内优秀产品全球推广，积累了丰富市场经验。幻想悦游的核心优势在于低成本快速覆盖多语言市场，使其区别于其他海外发行公司仅专注某一地区的局限性，从而更大程度挖掘小语言地区的长尾市场。幻想悦游业务主要分布在广泛使用土耳其语、葡萄牙语、西班牙语、阿拉伯语、波兰语及英语的国家和地区，截至 2015 年底已代理总计 35 款网页游戏及移动游戏，翻译成 12 种语言并在 40 多个国家和地区推广，现已在土耳其、拉美、中东等多个细分地域取得优势市场地位。截至 2015 年 12 月 31 日，幻想悦游代理并且上线运营的游戏产品游戏总注册用户超过 7800 万人，报告期内月均活跃用户数超过 390 万人，月均付费用户数超过 9 万人，报告期内游戏产品的累计流水超过 1.23 亿美元。

表 3 幻想悦游海外代理产品 2015 运营情况

产品	类型	流水合计(万美元)	累计用户(人)	月均付费用户(人)	月均活跃用户(人)	付费玩家月均 ARPPU(美元)	玩家充值消费比
神曲	页游	5392.27	69101858	66017	2678389	67.93	98.18%
女神联盟	页游	82.68	1913776	1595	118543	45.13	98.16%
傲剑	页游	49.12	1962279	271	24885	161.31	99.77%
怒火燎原	页游	57.47	1622013	826	142357	55.92	96.94%
生死狙击	页游	29.48	3077526	2273	321678	10.62	93.93%
亚瑟王	页游	32.33	844856	457	80.989	50.34	83.78%
神曲经典版	手游	172.14	1172564	3379	124736	43.34	94.98%
战舰帝国	手游	67.55	737791	2972	214313	47.38	92.87%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

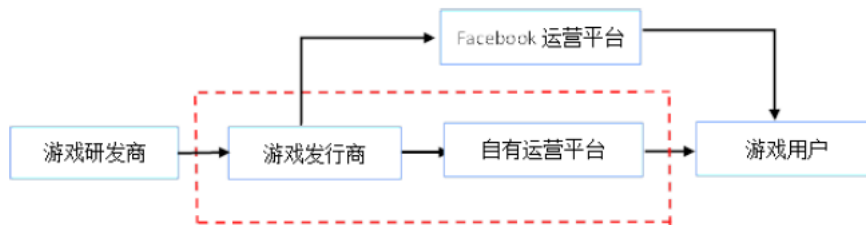
运营能力优秀，平台渠道畅通，有效解决国内产品海外落地难题。尽管海外市场对国内游戏厂商有很大吸引力，但由于在文化及玩法方面与国内存在较大差异，以及渠道

不够通畅，导致国内优秀游戏出海往往面临较大困难。幻想悦游致力于在运营和渠道两方面解决国内游戏的海外落地难题。

(1) 在运营层面，幻想悦游丰富的本地化运作经验可以将多元化、全题材的网络游戏产品迅速推广。幻想拥有高效的运营团队，擅长分析海外用户的需求特征，在人物设定、故事情节、数值模型等方面对游戏进行深入的本地化定制，并结合当地人文风俗，开展卓有成效的游戏运营推广活动，充分发掘网络游戏海外发行及运营的巨大市场及增长潜力。

2) 在平台及渠道层面，公司通过自主研发的 OAS 游戏发行平台，在全球范围内搭建了强大的发行渠道。公司的运营平台接入了 Paypal、Skrill 等合计 30 余家面向全球或深植本地的支付渠道，为代理游戏提供了坚实的运营基础以及顺畅的支付体验。公司代理的网页游戏主要通过自有官网平台开展运营活动，并与 Facebook 等大型社交网络平台开展联合运营，移动网络游戏则主要通过 AppStore 及 GooglePlay 发行。

图 21 幻想悦游在海外发行产业链中位置



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司各平台发行或运营的主要游戏的流水、收入情况如下：

表 4 幻想悦游各平台主要游戏的流水、收入情况

运营模式	二级渠道	运营流水 (万美元)		收入 (万美元)		收入占比	
		2015	2014	2015	2014	2015	2014
自主运营模式	官网	4271.94	3823.75	4250.14	3816.55	78.81%	70.56%
	Facebook	1283.2	2073.72	778.1	1428.42	14.43%	26.41%
联合运营模式	Android 平台	382.05	51	267.6	35.48	4.96%	0.66%
	iOS 平台	91.4	75.64	59.62	53.89	1.11%	1.00%
	其他渠道	111.65	164.07	37.22	74.6	0.69%	1.38%
总计		6140.24	6188.18	5392.68	5408.94	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

未来幻想悦游将重点协助国内优秀厂商打造顶级 IP，基于欧美市场特点制作长周期经典作品。目前已独家代理腾讯旗下重磅 IP《火影忍者 OL》的海外发行，未来还将致力于发掘国产 IP 的海外推广价值。

公司与幻想悦游此前已有合作，旗下精品页游《傲剑》经由幻想悦游进行海外推广。本次收购将进一步助力公司产品出海，目前已计划上线雷尚科技出品的《超级舰队》、《开炮吧坦克》等多款手游。强势产品与优势渠道的结合，将充分刺激公司游戏业务在

海外的高效增长。

2.3 收购 Avazu 及上海麦橙，布局海外移动广告平台

公司于 2015 年 3 月收购移动广告投放平台 Avazu Inc. 及配套技术服务商上海麦橙，进军互联网广告市场，实现了从内容端向平台端延伸的关键布局。

Avazu 是全球领先的互联网广告投放平台，在全球范围开展移动广告精准投放业务。近年来 Avazu 大力开拓国内市场，协助国内客户进行海外推广，已发展为国内最大的海外移动广告投放平台，拥有稳定的市场基础及强大的盈利能力。

表 5 2016 全球移动广告发行商排名中的中国企业

编号	发行商	全球排名
1	艾维昂动 (Avazu)	2
2	汇量科技 (Mobvista)	7
3	猎豹移动 (Cheetah Mobile)	9
4	易点天下 (Yeahmobi)	21

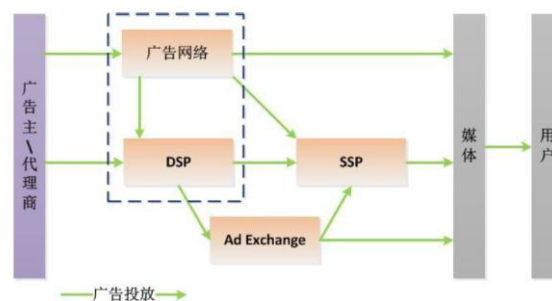
资料来源：AppsFlyer，中国中投证券研究总部

1) **业务模式**：Avazu 作为互联网广告平台商为客户提供领先的广告网络平台及 DSP 平台（需求方平台），实现广告精准投放。

广告网络平台：在广告主提出广告投放需求后，Avazu 一方面整合和对接互联网媒体资源，另一方面将相关投放效果数据反馈给广告主，并进行优化，帮助广告主实现更高效、精准、便捷的规模化广告投放。

DSP 平台：Avazu 的 DSP 平台服务于广告主，是集媒体资源购买、投放策略制定、投放实施优化到出具分析报告等功能为一体的一站式、自助化广告需求方平台，在接入的 Ad Exchange（广告交易平台）中运用 RTB（Real Time Bidding，实时竞价）技术，在极短的时间内通过对目标受众竞价的方式获得该次广告展示，实现对目标类型受众的广告精准投放。

图 22 Avazu 在互联网广告行业中的位置



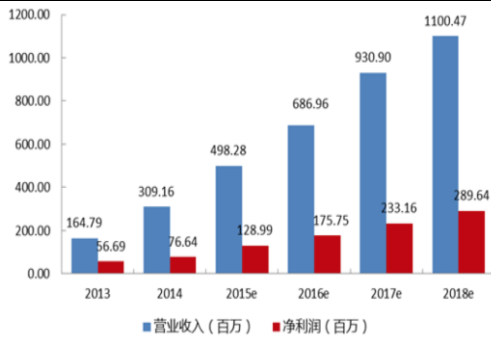
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2) **业务覆盖**：立足移动端，立足海外。

PC 端延伸移动端，迅速建立行业优势。Avazu 创立之初专注于 PC 互联网广告投放，在移动互联网行业快速发展的大背景下，Avazu 迅速向移动互联网广告领域拓展，并建立了适合移动互联网的程序化广告平台。目前 Avazu 营业收入主要来源于移动广告业务，截至 2014 年 10 月 31 日，Avazu 平台推广的广告数超过 4000 个，移动端广告数占比超过 70%；单月最高广告转化数超过 2200 万个，移动端贡献 2000 万个。据第三方移动广告监测和分析机构 AppsFlyer 的全球移动广告媒体资源实力排行榜，Avazu 凭借其在 Android 平台巨大的规模，获得了综合排名第二的名次，仅次于 Facebook，这也是亚太公司第一次进入全球前三的排名。

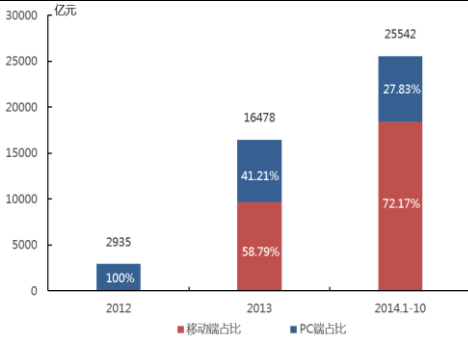
立足海外回溯国内，服务中国企业出海需求。Avazu 2012 年以前主要专注海外市场及客户，业务覆盖 130 多个国家和地区。2013 年以来，国内互联网企业出海热潮渐起，海外推广需求不断增长，Avazu 顺势拓展国内市场，与百度、畅游等优质客户建立合作，树立了良好的业内口碑和企业形象，现已发展为出海移动营销领域的龙头企业，市场地位稳固。

图 234 Avazu 业绩增长情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 24 Avazu 移动端营收比重不断上升



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

Avazu 被纳入公司版图，能够在游戏发行推广、渠道平台搭建等方面同公司旗下其他业务形成联动，助力公司业务及产品向海外市场的加速延伸。

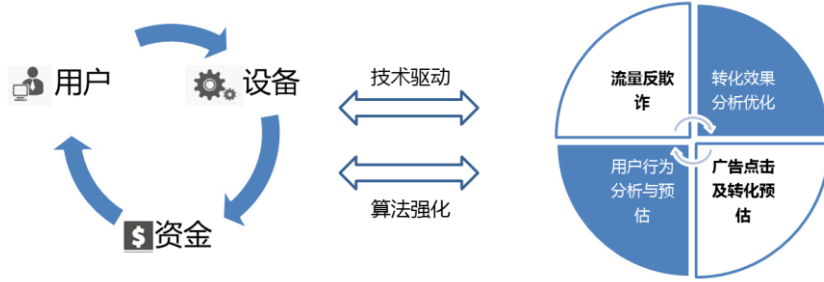
2.4 初聚科技：加码精准广告平台

公司拟收购的幻想悦游除海外游戏分发业务，还于 2015 年末通过收购北京初聚科技进军移动精准营销市场。公司此次收购进一步拓展了其在海外广告平台领域，尤其是移动游戏广告细分市场的布局。

先进算法+大数据实现移动广告精准直达。初聚科技专注于垂直领域营销市场，主要为移动游戏及各类手机应用软件客户提供广程序化、精准化广告投放，拥有自主搭建的需求方平台 DSP 和数据管理平台 DMP 等广告系统。通过对消费者静态属性及上网行为等信息进行大数据分析，为其构建精确画像，同时通过深度学习算法，实现广告内容与用户特征的精确匹配，帮助客户提高在移动端的广告投放效率及转化效果，以获取超额利润。截至 2015 年 12 月 31 日，北京初聚的互联网广告平台实现单月最高广告展示 18.25 亿次，月均广告展示 11.66 亿次；单月最高点击数近 2498.01 万次，月均点击数 1619.28 万次；单月最高广告转化数超过 83.48 万个，月均广告转化数 54.81

万个

图 25 初聚科技打造全球化的高质量流量交易平台



资料来源：公司发布会、中国中投证券研究总部

立足海外助力中国企业出海。初聚科技自 2014 年成立以来便专注开拓海外市场，尤其是北美市场，合作客户包括美国、亚太的众多知名广告公司、游戏客户和应用开发客户，如 Lyft、Twitter、Yelp 等知名 APP。近年随着国内互联网企业不断出海，初聚科技也开始协助 360、APUS 等国内开发商在海外落地，通过广告推广形式实现商业变现。

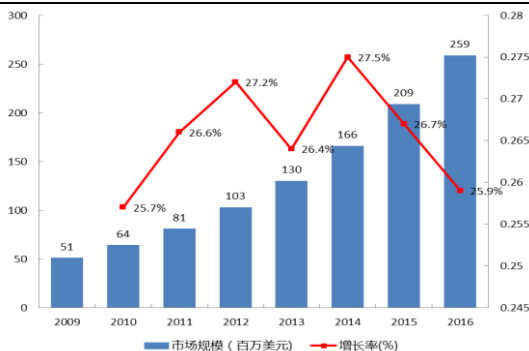
丰富游戏推广经验与公司业务有效协同。游戏广告投放是初聚科技的重要业务之一，游戏收入占比超过 35%。公司通过收购幻想悦游获得初聚科技营销平台资源，有助于旗下游戏资源在海外拓展，更与幻游科技、Avazu 的海外业务实现高度协同，为公司海外业务布局再添靓丽一笔。

四、 布局影视全产业链，泛娱乐生态体量初现

1. 合润传媒：影视领域整合营销领导者

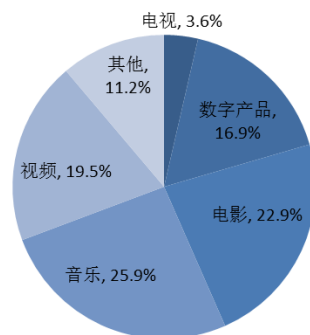
目前我国整合营销市场保持稳定高速增长，根据 PQ Media 发布的行业研究报告《Global Branded Entertainment Marketing Forecast 2015-19》，2014 年，我国品牌内容整合营销市场规模约 1.66 亿美元，行业增速约 27.50%，预计至 2018 年，行业规模有望突破 4 亿美元。从覆盖媒介的细分看，影视剧植入及电视栏目品牌植入是国内整合营销市场最重要的领域。

图 26 中国内容整合营销市场发展情况



资料来源：PQ Media、中国中投证券研究总部

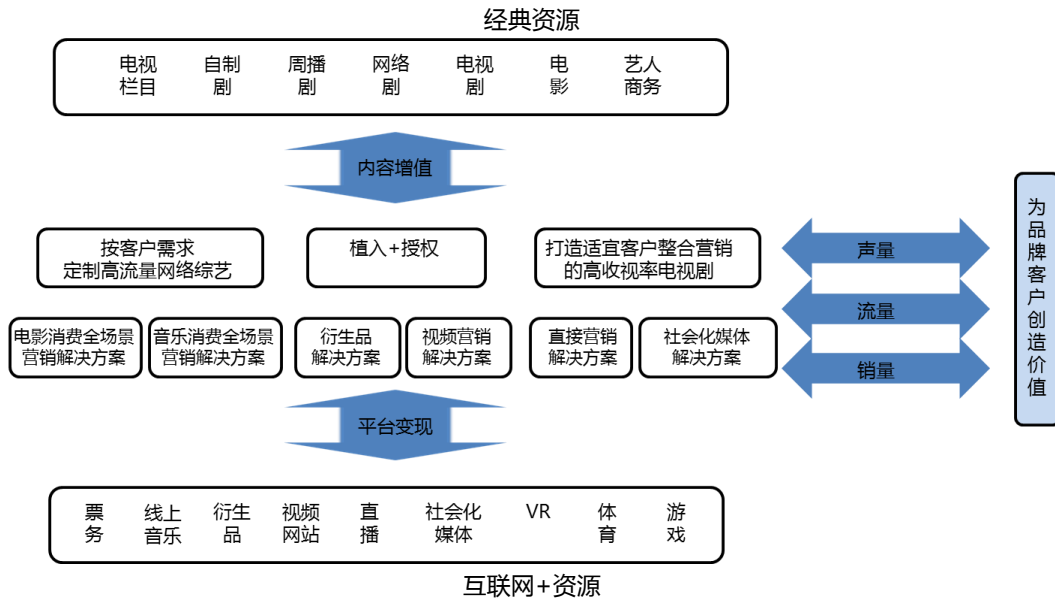
图 27 中国品牌整合营销媒介细分



资料来源：PQ Media、中国中投证券研究总部

合润传媒为国内整合营销领域的领导者，围绕影视行业提供多元化内容整合手段进行品牌营销及宣传，拥有稳固的市场地位以及丰富的影视领域上下游资源。服务内容包
括电视剧/电影植入及授权、综艺节目冠名及植入、网络剧植入及整合营销推广、韩剧
植入、基于内容合作的整合营销推广、艺人商务合作等。

图 28 合润传媒价值版图



资料来源：公司发布会、中国中投证券研究总部

持续创新造就整合营销先行者。合润传媒是国内首家专门的影视剧植入执行公司，成立以来始终注重产品与服务模式创新，走在行业发展方向的最前沿。合润传媒从最初的影视广告植入 1.0 模式，发展到以品牌植入为核心的多模式、多媒体、多渠道整合营销 2.0 模式，再到现在业务内容全面线上化的全平台整合营销 3.0 时代，通过服务模式的不断提升为客户提供更完善的整合营销解决方案，巩固行业领先地位。

图 29 合润传媒业务模式创新



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

联结上下游储备优质市场资源。合润传媒对接上游广告商与下游影视内容供应商，凭借行业优势地位累积大量优质客户资源与制作资源。合润成立以来已服务超过 1000

家客户，操作超过 500 部作品，市场上 90% 的作品均有合润的参与，合作电影票房超过 200 亿。合润客户资源覆盖各个行业的诸多龙头企业，同时在影视剧制作公司及强势媒体方面也拥有业内顶级资源储备。合润为华谊兄弟、华策影视、克顿传媒、中视影视、爱奇艺、湖南卫视等六大国内顶尖内容供应方担任重要代理，同时与国内多数顶级片方建立了战略合作关系，覆盖了业内大量优质影视资源；此外，合润传媒还与好莱坞 7 大影业及顶级品牌内容合作商全面合作，使得公司在好莱坞影视企业这一海外电影产业最强资源群落中，具备了业内其他竞争者极少具有的独特优势。

图 30 合润传媒部分客户资源

酒类	电商/网站	金融/地产	车类	3C	...
RIO 锐澳鸡尾酒	京东	玖富时代 9Fbank.com	宝马 MINI	OPPO	...
I♥RIO 锐澳鸡尾酒	京东商城	玖富	MINI	OPPO	...
金六福集团 金六福	百合网	中国平安	北汽汽车、轿车	Veaka 手机	...
泸州老窖 泸州老窖	百合网	中国平安 PING AN	北汽汽车	veaka	...
茅台股份	当当网	中国人寿	东风日产 (启辰)	小米集团	...
贵州茅台集团	当当网	中国人寿	启辰	小米集团	...
百加得冰锐 BACARDI BREEZER	窝窝团	英大泰和财产保险	海马汽车	苹果	...
...	窝窝团	英大财险 YDPIC	Hama 海马汽车	苹果	...
...	窝窝团	民生银行信用卡中心	一汽奥迪	钛客手机	...
...	窝窝团	中国民生银行	Audi	takee	...

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 31 合润传媒制作方资源

华策影视、克顿传媒、华谊兄弟等顶级片方独家代理	与国内顶级片方战略合作，垄断 70 强优质影视资源	与好莱坞 7 大影业全面合作 (植入+联合推广+衍生品等)
华策影视 HUACE FILM&TV	HORUN 冠程	SONY PICTURES
克顿传媒 CROTON	完美时空 PERFECT WORLD	AMBLIN ENTERTAINMENT
H.B.R. THERS MEDIA 华谊兄弟	光线传媒 GUILTY PARTNER	WALT DISNEY PICTURES
	小马奔腾 XIAOMABENTENG	20TH CENTURY FOX
	HBN 华录百纳	PARAMOUNT PICTURES
.....

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司并购合润传媒，影视版图再扩张。公司对合润传媒的收购，不仅在广告营销领域再下关键一城，更借由合润多年深耕影视行业的资源优势实现了泛娱乐布局的重要一步。合润对于影视行业运作的深刻理解及丰富的内容商资源，将为公司在该领域布局内容制作及品牌推广提供重要助力。

2. 天神影业：挖掘优质 IP，打造精品影视剧

在上游影视制作领域，公司全力打造天神影业，围绕优质 IP 制作优秀影视剧。与公司在游戏领域的发展思路类似，天神影业同样致力于打造精品作品，求质不求量，力争每年制作 1-2 部话题级影视剧，以提升公司品牌价值。

2016 年天神影业与新丽传媒合作出品了改编自同名小说的罪案题材网络剧《余罪》一、二季，收获广泛关注和如潮好评，两季豆瓣评分分别达到 8.4 和 7.0，主演张一山等新生代演员更凭借此剧收获超高人气。截至 6 月末，两季累计播放量已近 22 亿，其中《余罪》第二季上线三天便收获 2 亿点击率，创造网络播放记录，成为 2016 上半年最成功的网剧之一，充分展现了公司对于优质 IP 的运作实力。

表 5 2016 上半年网剧播放量 Top10

排名	剧名	平台	上线时间	累计播放量 (万)	版权来源
1	我的奇妙男友	腾讯视频	2016/4/25	253323	小说
2	重生之名流巨星	腾讯视频	2016/3/24	204339	小说
3	最好的我们	爱奇艺	2016/4/8	196700	小说
4	余罪	爱奇艺	2016/5/23	127600	小说
5	乡村爱情 8 (下)	腾讯视频	2016/1/12	102499	原创
6	余罪 2	爱奇艺	2016/6/12	90400	小说
7	终极游侠	芒果 TV	2016/4/28	78372	原创
8	怒江之战	腾讯视频	2016/6/17	71217	小说
9	老师晚上好	爱奇艺	2016/1/25	66000	原创
10	睡在我上铺的兄弟	乐视视频	2016/1/17	52000	歌曲

资料来源：骨朵传媒，中国中投证券研究总部

接下来天神影业还将陆续推出《余罪》大电影以及文学 IP 改编剧集《将夜》、《黑锅》等作品。同时，天神影业还积极挖掘游戏 IP 创作空间，目前已计划打造自有重磅 IP《傲剑》，通过电影提升 IP 影响力和变现潜力，探索影游互动的制作模式。

3. 微影时代：实现影视版图价值闭环

公司通过旗下产业基金投资 4 亿元获得了微影时代 3.43% 的股权，与腾讯、万达等娱乐巨头共同作为微影时代股东。微影时代拥有国内最大的在线票务平台，同时参与影视剧制作，并积极投资于影视、演出、体育三大领域。入股微影时代使公司打通了影视行业的上下游产业链，构建起影视市场价值闭环。

(1) 强势入口助力打造移动票务平台龙头。微影时代背靠微信钱包和 QQ 钱包两大全民性流量入口，对接 10 亿移动社交用户，入口优势无出其右。旗下拥有电影票务 APP 微票儿、格瓦拉，以及演出票务 APP 小格、体育票务 APP 微赛等四大移动端平台。目前各平台消费的累计购票用户超 1 亿，覆盖全国 500 个城市、连接 5500 家影院以及 1200 家演出和体育场馆，是移动端电影、演出、体育票务第一名，单日出票峰值 600 万张。

图 32 微影时代流量入口及移动端 APP



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

(2) **积极参与电影投资发行。**微影时代投资发行优秀电影作品，其对于下游用户端的强势覆盖也使其成为电影出品方积极争取的合作资源。2015 年微影合作超过 200 部影片，其中联合投资和发行了《夏洛特烦恼》、《寻龙诀》、《老炮儿》等优质影片 40 部，合计票房总额超 92 亿，占据整个电影市场超过五分之一的份额，在每个重要的电影档期都有头部电影的深入合作。

图 33 微影时代合作发行影片占据各大档期



资料来源：公司发布会、中国中投证券研究总部

(3) **自有基金投资布局泛娱产业链。**微影在自有业务外，还成立了近 60 亿的产业基金，投资于电影、演出、体育三大产业。比较有知名度的投资项目包括开心麻花，贾樟柯导演的“暖流电影公司”，《熊出没》出品方华强文化等。微影致力于通过资本连接行业优质内容，从而实现对泛娱乐产业链的全面布局。

公司通过合润传媒、天神影业和微影时代实现了在影视领域的全面布局，未来三家公司将在上游制作、中下游营销和推广方面形成合力，拓展影视业务的增值空间。同时通过进一步的影视游戏联动、影视营销互动、优质 IP 运作等多维协同，有效实现内部资源的借力发展，极大拓展公司泛娱乐版图的价值成长空间。

五、盈利预测与估值

若不考虑对幻想悦游和合润传媒的收购，预计公司 2016-2018 年备考利润分别为 7.33, 8.56, 10.54 亿元，EPS 分别为 2.51, 2.93, 3.61 元，对应当前股价 PE 为 28, 24, 19 倍。考虑此次收购交易后，预计 2016-2018 年备考利润为 9.50, 11.38, 14.77 亿元，按增发后股本计算的 EPS 为 2.68, 3.21, 4.16 元，对应 PE 26, 22, 17 倍。

表 6 盈利预测关键假设

子公司	项目	2015A	2016E	2017E	2018E
天神互动 (包括为爱普)	营业收入 (百万)	723.16	827.01	938.76	1001.82
	增长率		14%	14%	7%
	毛利率	81%	82%	80%	80%
雷尚科技	营业收入 (百万)	113.44	153.15	191.43	229.72
	增长率		35%	25%	20%

	毛利率	95%	97%	97%	98%
	营业收入(百万)	75.47	94.65	109.56	126.00
妙趣横生	增长率		25%	16%	15%
	毛利率	99%	99%	99%	99%
	营业收入(百万)	511.72	711.66	945.60	1179.00
Avazu & 上海麦橙	增长率		39%	33%	25%
	毛利率	25%	25%	25%	25%
	营业收入(百万)	362.14	717.24	1042.64	1479.94
幻想悦游	增长率		98%	45%	42%
	毛利率	58%	60%	57%	57%
	营业收入(百万)	322.00	468.07	584.71	730.03
合润传媒	增长率		45%	25%	25%
	毛利率	28%	28%	28%	28%

资料来源：中国中投证券研究总部

公司通过一系列集中并购已形成游戏+广告+影视的泛娱版图，构建了内容+平台的闭环生态。我们认为公司旗下游戏研发业务将立足精品保持稳定增长，平台类各子公司亦将凭借行业领先地位，继续巩固扩大市场基础和盈利能力，而影视领域的全面布局将进一步释放产业链价值。未来通过各业务板块的相互协同可以有效强化内生增长，充分享受行业成长空间。因此我们给予公司 2016 年整体 PE 38 倍，按增发后股本的目标价为 102 元。当前公司估值相对较低，具备安全边际，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

六、 风险提示

潜在侵权风险：公司旗下移动分发平台爱思助手针对 iOS 生态提供系统及软件的越狱破解服务。与国内其他手机助手软件类似，该类服务未获苹果公司授权，且与苹果公司的 App Store 存在竞争关系，未来存在被认定为侵权的风险。

业绩承诺未完成的风险：公司所收购子公司均作出相应业绩承诺，在行业变化或经营不当的情况下，存在业绩承诺无法兑现的风险。

并购不达预期的风险：本次收购幻想悦游和合润传媒能否过会尚存在不确定性，鉴于近期传媒行业有并购事项未通过审批的情况，本次交易存在因监管因素而取消的风险。

商誉减值风险：收购幻想悦游及合润传媒前，公司已有商誉 36.64 亿元，预计收购完成后将继续确认商誉 41.22 亿元，商誉规模进一步扩大。未来因子公司业绩不达预期从而导致资产组合的公允价值净额和资产组合预计未来现金流量的现值低于账面价值时，会在当期确认商誉损失，从而对合并报表后的公司经营业绩造成不利影响。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1401	3302	4470	5571
现金	724	1999	2687	3295
应收账款	416	928	1272	1637
其它应收款	22	81	99	124
预付账款	81	205	315	412
存货	0	0	0	0
其他	159	89	96	103
非流动资产	5905	10033	10041	10048
长期投资	1395	1395	1395	1395
固定资产	11	10	9	8
无形资产	15	22	30	38
其他	4483	8605	8606	8607
资产总计	7306	13335	14511	15619
流动负债	974	2210	2578	2886
短期借款	318	1439	1620	1782
应付账款	90	336	442	575
其他	566	436	517	528
非流动负债	1363	780	589	87
长期借款	0	0	0	0
其他	1363	780	589	87
负债合计	2337	2990	3168	2973
少数股东权益	-5	10	29	57
股本	292	355	355	355
资本公积	3632	7784	7784	7784
留存收益	834	2196	3176	4450
归属母公司股东权益	4974	10334	11314	12589
负债和股东权益	7306	13335	14511	15619

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	320	-155	655	632
净利润	356	964	1157	1505
折旧摊销	7	3	3	3
财务费用	51	11	20	14
投资损失	-42	-37	-40	-39
营运资金变动	-73	-1098	-520	-871
其它	20	2	35	19
投资活动现金流	-2467	-4090	30	30
资本支出	19	0	0	0
长期投资	-1488	0	0	0
其他	-3936	-4090	30	30
筹资活动现金流	2638	5521	3	-54
短期借款	318	1121	181	162
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	69	63	0	0
资本公积增加	3846	4152	0	0
其他	-1595	185	-178	-217
现金净增加额	495	1276	688	607

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	941	2972	3813	4747
营业成本	295	1305	1777	2202
营业税金及附加	4	13	16	20
营业费用	15	276	367	470
管理费用	226	397	470	525
财务费用	51	11	20	14
资产减值损失	25	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	42	37	40	39
营业利润	367	981	1177	1529
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	7	4	5	5
利润总额	361	977	1172	1524
所得税	5	12	15	19
净利润	356	964	1157	1505
少数股东损益	-6	14	19	29
归属母公司净利润	362	950	1138	1477
EBITDA	425	995	1200	1546
EPS (元)	1.24	2.68	3.21	4.16

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	97.8%	215.9%	28.3%	24.5%
营业利润	43.6%	167.3%	20.0%	29.9%
归属于母公司净利润	56.3%	162.4%	19.8%	29.8%
获利能力				
毛利率	68.7%	56.1%	53.4%	53.6%
净利率	38.5%	32.0%	29.9%	31.1%
ROE	7.3%	9.2%	10.1%	11.7%
ROIC	16.8%	12.8%	14.5%	16.9%
偿债能力				
资产负债率	32.0%	22.4%	21.8%	19.0%
净负债比率	13.60%	48.12%	51.14%	59.96%
流动比率	1.44	1.49	1.73	1.93
速动比率	1.44	1.49	1.73	1.93
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.29	0.27	0.32
应收账款周转率	4	4	3	3
应付账款周转率	5.94	6.12	4.57	4.33
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.02	2.68	3.21	4.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	-0.44	1.85	1.78
每股净资产(最新摊薄)	14.01	29.12	31.88	35.47
估值比率				
P/E	68.75	26.20	21.87	16.86
P/B	5.01	2.41	2.20	1.98
EV/EBITDA	42	18	15	12

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

- 张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士。
李磊,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434