

# 天神娱乐 (002354)

—打造“游戏+广告+影视”为核心的泛娱乐生态

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 73.50 元

## 事件:

- 公司于2016年8月31日发布半年财务报告:公司各项业务发展势头良好,营收和净利润均保持高速增长。2016上半年公司实现营业收入85,882.61万元,比上年同期增长了168.99%;归属于母公司股东净利润20,196.94万元,比上年同期增长了41.5%。公司2016年营业收入的主要来源来自平台收入和互联网广告投放,两者营收占比超过七成,其中平台收入主要来自为爱普旗下爱思助手,互联网广告主要来自Avazu。游戏仍是公司重要收入来源,2016年公司加大了对移动游戏业务的投入,移动游戏营收业务比重不断提升,2016年上半年营收15043万元同比增长637.41%,同时网页游戏营收大幅下降至6900万,同期同比下降44%

## 正文:

- 公司简介:** 公司前身是天神互动成立于2010年专注于网页游戏的开发,2014年公司借壳科冕木业登陆A股上市。2015年公司更名天神娱乐,在原有页游业务的基础上,利用资本市场的优势不断并购实现产业升级,逐步打造“游戏+广告+影视”为核心的泛娱乐生态体系。
- 利用资本市场优势,推动产业升级:** 公司上市之后,利用上市公司在资本市场融资的优势,通过外延式并购的方式,并购行业内优质资产、拓展自身业务版图。目前已经形成“游戏内容生产+变现”和“影视内容生产+变现”两大娱乐产业体系。
- 未来公司中期将逐渐向平台化和海外移动互联网方向发展,建立全球范围的泛娱乐平台,为用户提供多元化娱乐产品体验,为企业提供一站式变现和营销服务。
- 长期公司将发展“娱乐+金融+医疗+教育”的稳定的多元化业务体系,目前公司过产业基金在各领域积极布局,已投资互联网教育平台精准教育获得其27.37%的股权。

## 盈利预测和估值

我们预测2016-2018年(暂不考虑非公开发行对2016年业绩与股本带来的影响)EPS为1.82、3.42和4.41元,对应目前股价PE为39倍、21倍和16倍,给予“买入评级”

## 风险提示

海外游戏发行不顺利、新游戏开发低于预期、重组进展不达预期

发布时间:2016年9月9日

## 主要数据

52周最高/最低价(元)	122.05/68.10
上证指数/深圳成指	3095.95/10851.19
50日均成交额(百万元)	191.63
市净率(倍)	4.32
股息率	0.34%

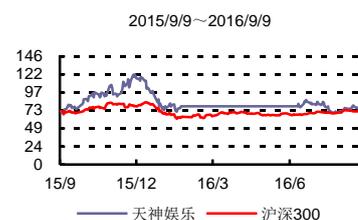
## 基础数据

流通股(百万股)	115.49
总股本(百万股)	292.09
流通市值(百万元)	8488.45
总市值(百万元)	21468.36
每股净资产(元)	17.03
净资产负债率	46.98%

## 股东信息

大股东名称	朱晔
持股比例	15.97%
国元持仓情况	

## 52周行情图



## 相关研究报告

## 联系方式

研究员: 孔蓉  
 执业证书编号: S0020512050001  
 电话: 021-51097188-1872  
 电邮: kongrong@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券(230000)

## 目录

1、公司简介：页游起家，外延式并购打造完整泛娱乐生态体系	4
1.1 公司业务情况	4
1.2 外延式并购迭起，泛娱乐生态体系初步确立	4
1.3 股权结构	5
1.4 公司营业收入构成	6
2. 并购+IP 双管齐下，打造“游戏内容生产+变现”半闭合生态	7
2.1 应对页游市场萎缩，公司积极实施“移动+出海”战略	8
2.2 天神互动立足自身页游积淀，拓展手游研发	10
2.3 收购雷尚科技，抢占移动军事 SLG 类游戏细分市场	11
2.4 收购妙趣横生，拓宽移动游戏产品线增强重度游戏研发能力	12
2.5 依靠 IP 效应，打造精品移动游戏	13
2.6 收购为爱普增强公司发行和渠道核心竞争力	14
2.7 收购“Avazu+初聚科技（拟收购）”增强公司广告变现能力	15
2.8 拟收购幻想悦游助力公司游戏海外发行	17
3. 进军影视产业，“影视内容生产+广告营销”半闭合生态	18
3.1 设立天神影业打造精品化电视剧	19
3.2 拟收购合润传媒扩展营销手段，增强变现能力	20
3.3 投资微影时代，踏足在线票务分发市场	21
4. 设立产业基金积极投资助力长远布局	22
5、拟并购幻想悦游、合润传媒 加码泛娱乐布局	23
6、盈利预测与投资建议	25
7、风险提示	25

## 图片目录

图表 1：公司历程	4
图表 2 天神娱乐发展战略	4
图表 3：天神娱乐下属各关联企业情况	5
图表 4 2015 年公司十大股东	6
图表 5 2016 上半年营业收入构成	6
图表 6 2014-2015 公司主营业务构成	7
图表 7 天神娱乐游戏生态体系	8
图表 8 2008-2015 中国网页游戏销售收入变化	8
图表 9 2008-2015 中国移动游戏销售收入变化	9
图表 10 2008-2015 中国游戏用户规模	9
图表 11 2008-2015 中国游戏市场规模	10
图表 12 天神互动页游产品	10
图表 13 天神互动手游产品	11
图表 14 收购雷尚科技详情	11
图表 15 雷尚科技代表游戏产品	12
图表 16 收购妙趣横生详情	12

图表 17 妙趣横生旗下代表作品 .....	13
图表 18 妙趣横生旗下优秀游戏产品 .....	13
图表 19 天神娱乐拥有的 IP .....	14
图表 20 爱思助手 .....	14
图表 21 收购 Avazu 详情.....	15
图表 22 Avazu 移动广告平台优势 .....	15
图表 23 Avazu 合作伙伴 .....	16
图表 24 初聚科技精准广告业务 .....	16
图表 25 收购幻想悦游详情.....	17
图表 26 幻想悦游代理游戏资料.....	17
图表 27 幻想悦游主要游戏流水、收入情况.....	18
图表 28 幻想悦游用户地域分布 .....	18
图表 29 天神娱乐影视生态体系.....	18
图表 30 2016 全网在播网络剧每日播放量排名.....	19
图表 31 收购合润传媒详情.....	20
图表 32 合润传媒在产业链的定位 .....	20
图表 33 合润传媒内容营销经典案例 .....	20
图表 34 微票儿 .....	21
图表 35 格瓦拉 .....	22
图表 36 公司产业基金详情.....	22
图表 37 本次重组对上市公司股权结构影响 .....	23
图表 38 本次重组对上市公司主要财务指标影响 .....	24

# 1、公司简介：页游起家，外延式并购打造完整泛娱乐生态体系

## 1.1 公司业务情况

- 公司前身是天神互动成立于 2010 年专注于网页游戏的开发，2014 年公司借壳科冕木业登陆 A 股上市。2015 年公司更名天神娱乐，在原有页游业务的基础上，利用资本市场的优势不断并购实现产业升级，逐步打造“游戏+广告+影视”为核心的泛娱乐生态体系。

图表 1：公司历程

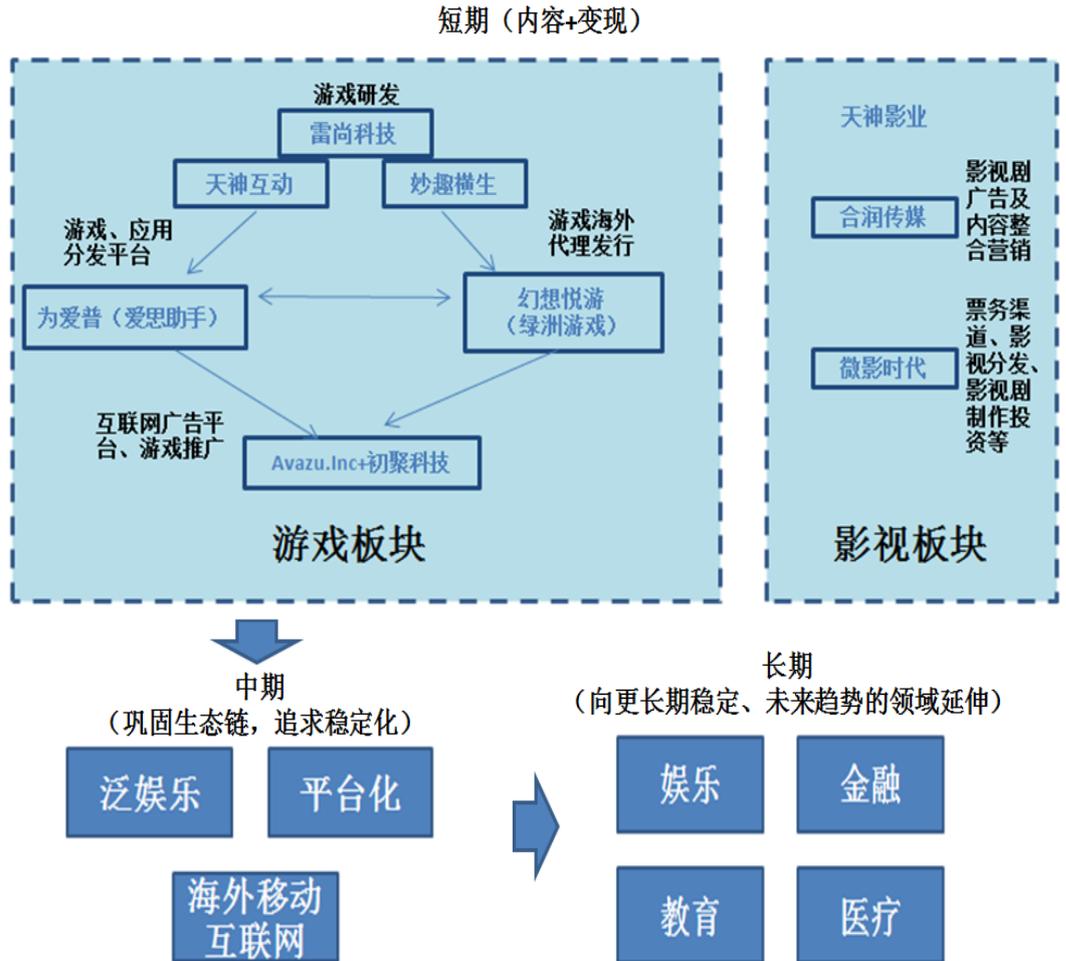
时间	事件
2010 年 3 月	天神互动成立，主营网络游戏开发
2014 年 1 月	借壳科冕木业上市
2015 年 1 月	收购为爱普 收购妙趣横生
2015 年 3 月	收购雷尚科技 收购 Avazu 收购上海麦橙
2015 年 4 月	更名天神娱乐
2015 年 8 月	设立全资子公司乾坤瀚海投资
2015 年 9 月	合作设立天神娱乐文创投资基金
2015 年 10 月	通过文创基金投资儒意影业，获 49% 股权
2016 年 6 月	收购幻想悦游（进行中） 收购合润传媒（进行中）
2015 年 12 月	设立光大富达投资基金
2016 年 3 月	投资在线票务平台微影时代
2016 年 7 月	卖出儒意影业全部股权

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 1.2 外延式并购迭起，泛娱乐生态体系初步确立

- 公司上市之后，利用上市公司在资本市场融资的优势，通过外延式并购的方式，并购行业内优质资产、拓展自身业务版图。目前已经形成“游戏内容生产+变现”和“影视内容生产+变现”两大娱乐产业体系。未来公司将逐渐向平台化和海外移动互联网方向发展，建立全球范围的泛娱乐平台，为用户提供多元化娱乐产品体验，为企业提供一站式变现和营销服务。长期公司将发展“娱乐+金融+医疗+教育”的稳定的多元化业务体系，目前公司过产业基金在各领域积极布局，已投资互联网教育平台精准教育获得其 27.37% 的股权。

图表 2 天神娱乐发展战略



资料来源：国元证券研究中心

图表 3：天神娱乐下属各关联企业情况

公司	股权	公司主营业务	产品
为爱普	100%	移动应用分发平台	爱思助手
Avazu	100%	互联网广告平台	海外投放广告一站式解决方案
幻想悦游	93.54%	网络游戏海外发行	海外游戏代理发行
妙趣横生	95%	游戏研发	十万个冷笑话等
雷尚科技	100%	游戏研发	坦克世界等
天神互动	100%	游戏研发	《苍穹变》、《暗黑破坏神》等
合润传媒	96.36%	品牌内容整合营销	影视剧内容整合营销
微影时代	3.34%	线上票务分发平台	微票儿

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 1.3 股权结构

- 在天神互动时代公司的实际控制人为朱晔、石波涛（一致行动人），朱晔和石波涛前期共持有天神互动 55.92% 的股权，重组后朱晔和石波涛持有科冕木业 38.24% 成为上市公司实际控制人，公司上市后经历了更名和多次重大收购，朱晔、石波涛所掌

握的股权比例不断下降，由最高时的 38.24%下降至 26.42%。目前公司实际控制人不发生变化仍然是朱晔、石波涛。

图表 4 2015 年公司十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	朱晔	46,644,273	15.97
2	为新有限公司	36,544,766	12.51
3	石波涛	30,525,153	10.45
4	上海集观投资中心(有限合伙)	23,489,554	8.04
5	北京光线传媒股份有限公司	15,954,766	5.46
6	刘恒立	6,963,186	2.38
7	北京华晔宝春投管理中心(有限合伙)	6,471,435	2.22
8	石宇	6,186,748	2.12
9	王萌	6,116,459	2.09
10	左立志	5,714,549	1.96

资料来源: Wind、国元证券研究中心

#### 1.4 公司营业收入构成

- 公司各项业务发展势头良好，营收和净利润均保持高速增长。2016上半年公司实现营业收入85,882.61万元，比上年同期增长了168.99%；归属于母公司股东净利润20,196.94万元，比上年同期增长了41.5%。
- 公司2016年营业收入的主要来源来自平台收入和互联网广告投放，两者营收占比超过七成，其中平台收入主要来自为爱普旗下爱思助手，互联网广告主要来自Avazu。游戏仍是公司重要收入来源，2016年公司加大了对移动游戏业务的投入，移动游戏营收业务比重不断提升，2016年上半年营收15043万元同比增长637.41%，同时网页游戏营收大幅下降至6900万，同期同比下降44%。
- 毛利率方面，游戏板块依然是毛利率最高行业，2016上半年网页游戏毛利率84.21%，由于页游用户获取成本下降相比去年同期微增0.75%。移动游戏毛利率92.75%，前期宣传推广费用较高且用户获取成本增大相比去年同期下降5.58%。2016年平台收入毛利率达到63.25%保持较高水平，相比去年同期微降2.06%。公司属于轻资产高科技企业各项业务毛利率普遍较高，

图表 5 2016 上半年营业收入构成

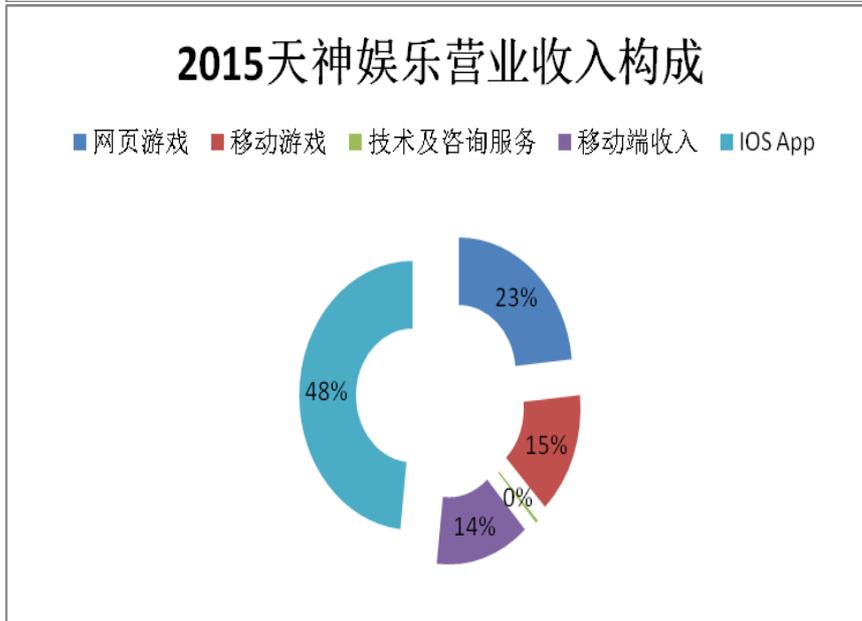
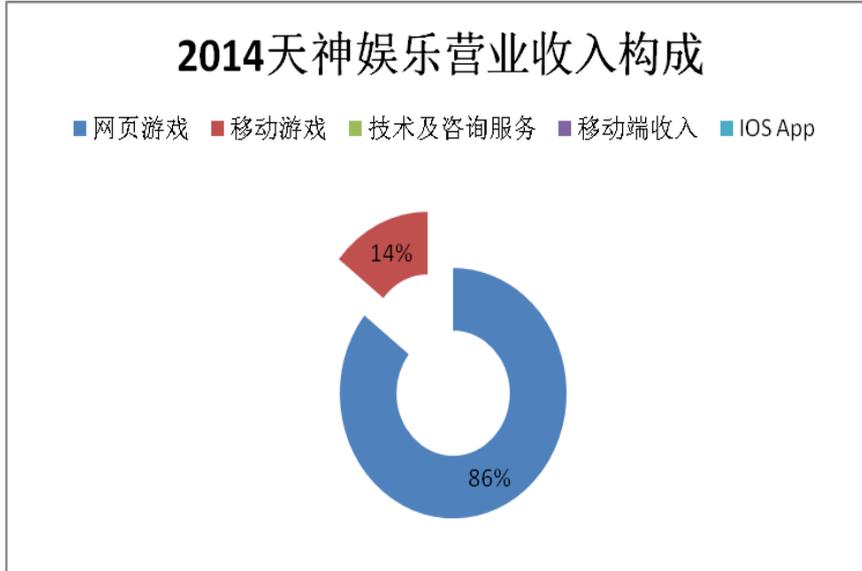
产品分类	营业收入(万元)	占比	营业收入相比上年同期增减	营业成本(万元)	营业成本相比上年同期增减	毛利率	毛利率相比上年同期增减
网页游戏	6900	8.03%	-44.00%	1090	-46.17%	84.21%	0.75%
移动游戏	15043	17.52%	637.41%	1090	2919.91%	92.75%	-5.58%
平台收入服务	25822	30.07%	46.99%	9490	52.52%	63.25%	-2.06%
互联网广告投放	36800	42.85%		27001		26.63%	

技术及咨询服务	1319	1.54%	1296	1.70%
---------	------	-------	------	-------

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

- 随着公司泛娱乐战略不断推进,公司营业收入开始由单一的游戏向游戏、平台、App、技术服务等多元化转型。

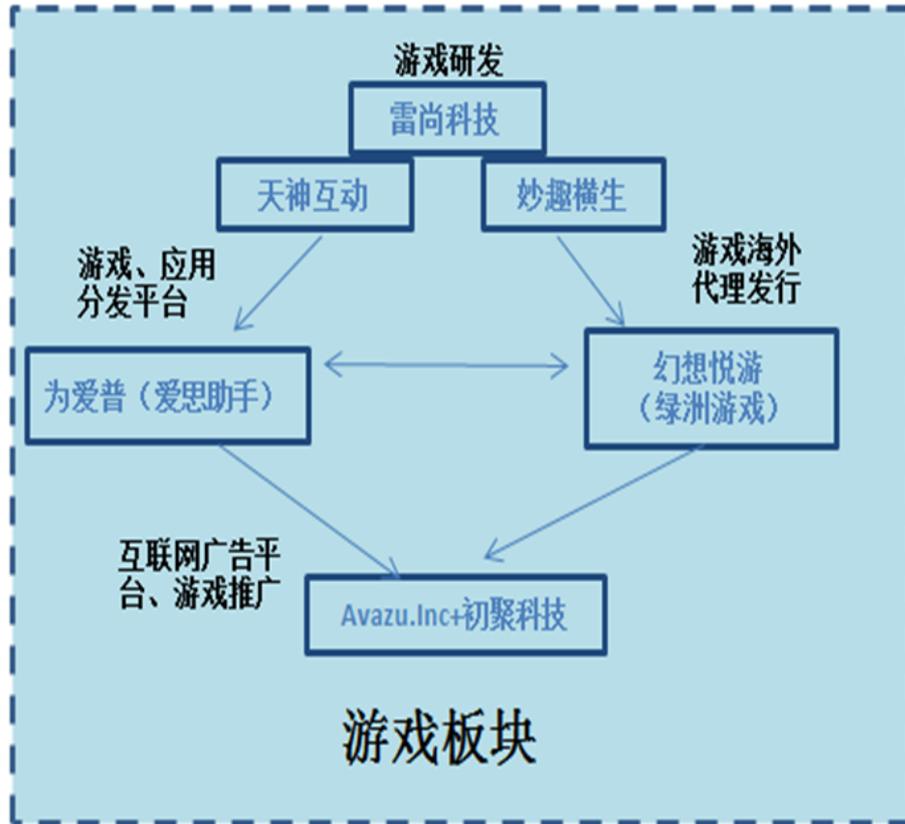
图表 6 2014-2015 公司主营业务构成



资料来源：wind、国元证券研究中心

## 2. 并购+IP 双管齐下，打造“游戏内容生产+变现”半闭合生态

图表 7 天神娱乐游戏生态体系



资料来源：国元证券研究中心

未来公司旗下雷尚科技、天神互动和妙趣横生负责游戏研发、为爱普（爱思助手）负责游戏、应用分发平台，拟收购的幻想悦游负责游戏海外代理发行，而互联网广告平台avazu+初聚科技（拟收购）负责游戏推广，形成了游戏内容+变现的半闭环生态。

## 2.1 应对页游市场萎缩，公司积极实施“移动+出海”战略

- 公司以页游起家，是国内领先的网页游戏研发厂商，早期页游收入是公司主要营收来源，2014 年公司网页游戏收入营收占比高达 86%。虽然公司在页游领域发展依然良好，但是中国整个页游市场逐渐渡过快速发展的时期，增速放缓已是不争的事实。2015 年中国网页游戏市场实际销售收入 219.6 亿元，同比增长 8.3%，行业形势不容乐观。

图表 8 2008-2015 中国网页游戏销售收入变化



资料来源：上方网、2015 中国游戏产业报告、国元证券研究中心

- 相比页游，中国手游市场增长依然强劲，2015 年中国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元人民币，同比增长 87.2%。在这种行业背景下，公司开始逐渐向手游领域拓展，主要措施有两个，一是公司下属游戏研发公司天神互动加大对移动游戏的开发投入，二是以并购的方式拟收购军事类 SLG 策略游戏厂商雷尚科技和重度游戏研发商妙趣横生，短期内快速丰富公司移动产品线。

图表 9 2008-2015 中国移动游戏销售收入变化



资料来源：上方网、2015 中国游戏产业报告、国元证券研究中心

- 随着中国游戏市场人口红利的消失，游戏市场竞争日趋激烈，用户成本获取高企，移动出海，向海外用户成本低廉的地区转移，已经是必然的趋势。公司积极向海外市场拓展收购海外广告平台 Avazu 和网络游戏海外发行及移动精准广告商幻想悦游，扩展海外资源协助公司游戏出海运营。

图表 10 2008-2015 中国游戏用户规模



资料来源：上方网、2015 中国游戏产业报告、国元证券研究中心

图表 11 2008-2015 中国游戏市场规模

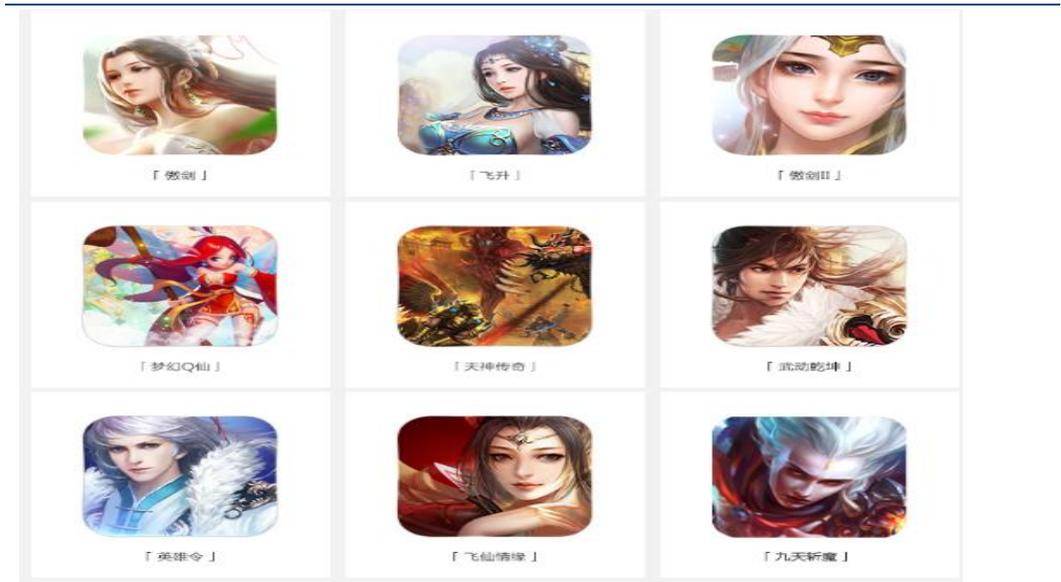


资料来源：上方网、2015 中国游戏产业报告、国元证券研究中心

## 2.2 天神互动立足自身页游积淀，拓展手游研发

- 天神互动起初一直专注网页网游和移动网游的领先研发和发行。出品了《傲剑》、《飞升》、《苍穹变》、《梦幻Q仙》等多款热门网页网游产品，其中，明星级产品《苍穹变》页游作为腾讯开放平台3D微端网页游戏的标杆性产品，收入表现优异，单月流水最高突破4000万，并且成为WCA比赛项目。

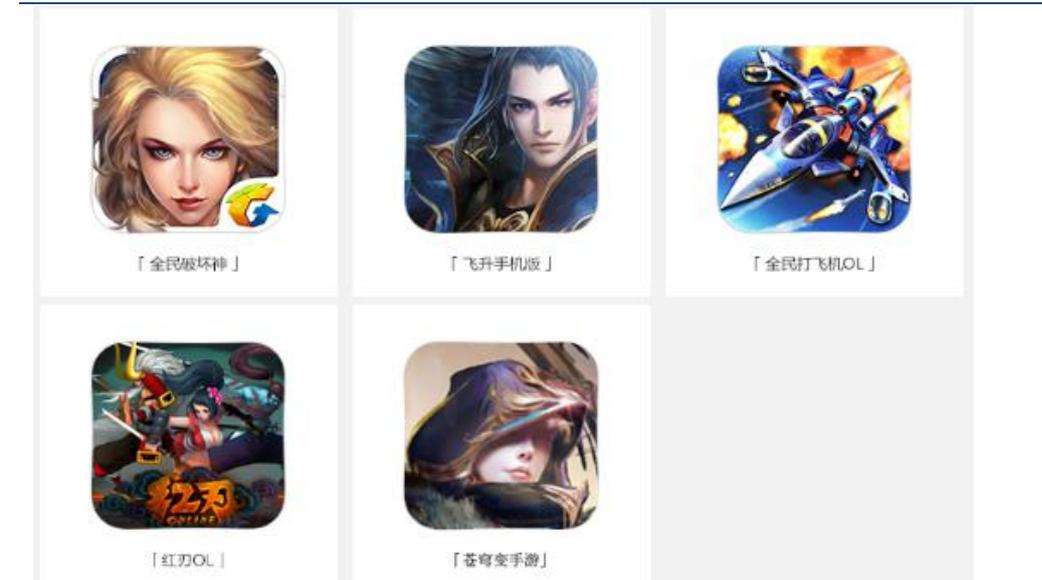
图表 12 天神互动页游产品



资料来源：天神互动官网、国元证券研究中心

- 2013年开始天神互动积极向手游领域扩展, 2014年底推出了手游大作《全民破坏神》, 《全民破坏神》一推出月流水短期内就迅速突破千万。后来公司又推出明星页游产品《苍穹变》的手游版《苍穹变手游》, 上线首日流水即破千万, 展现出强大的市场号召力。

图表 13 天神互动手游产品



资料来源：天神互动官网、国元证券研究中心

### 2.3 收购雷尚科技，抢占移动军事 SLG 类游戏细分市场

- 2015年3月公司拟以通过发行股份及支付现金的方式收购雷尚科技100%的股权, 交易对价8.8亿元, 现金对价2.2亿元, 股份对价6.6亿元, 发行股份价格53.13元/股、发行数量1242.23万股。

图表 14 收购雷尚科技详情

项目	交易价格	现金对价	股份对价	发行股份数量
雷尚科技	88,000 万元	22,000 万元	66,000 万元	12,422,360

100%股权

账面净资产 (万元)	增值率	业绩承诺(万元)				
		2015	实际完 成	2016E	实际完 成	2017E
3139.37	2703.70%	6300	7978.11	7875	略	9844

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 雷尚科技专注军事SLG策略类游戏的移动游戏开发商，拥有《坦克风云》、《战争风云》、《战争指挥官》等十余款优质产品，成功登录中国、北美、日本、韩国等全球大部分国家和地区。其标志性产品《坦克风云》上线后，曾多次取得进入苹果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 名的业绩表现，运营3年总流水过10亿，至今单月流水仍维持在3000万人民币，新产品《超级舰队》自上线一年，月均流水近4000万，并持续创下新高。

图表 15 雷尚科技代表游戏产品



资料来源：雷尚科技官网、国元证券研究中心

- 雷尚科技拥有丰富的 SLG 类型游戏的开发与海外发行经验的游戏厂商，公司收购雷尚科技有助于公司获得明星移动网络游戏产品，迅速切入军事类 SLG 策略细分市场，丰富公司产品线。雷尚科技的海外发行经验与渠道也可以帮助公司加快原有产品在海外市场本土化进程，迅速攻占海外市场。

## 2.4 收购妙趣横生，拓宽移动游戏产品线增强重度游戏研发能力

- 2015 年 3 月公司拟以通过发行股份及支付现金的方式收购妙趣横生 95%的股权，交易对价 5.89 亿元，现金对价 0.35 亿元，股份对价 5.54 亿元，发行股份价格 53.13 元/股、发行数量 1042.73 万股。

图表 16 收购妙趣横生详情

项目	交易价格	现金对价	股份对价	发行股份数量
妙趣横生 95% 股权	58,900 万元	3,500 万元	55,400 万元	10,427,253

账面净资产 (万元)	增值率	业绩承诺(万元)				
		2014	实际完 成	2015	实际完 成	2016E
6818.61	809.45%	4150	4150.56	5475	5787.09	6768.75

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 妙趣横生的主营业务为网络游戏的研发，2013年以来专注于移动网络游戏的研发，尤其擅长重度手游的开发。代表游戏有页游《黎明之光》和手游《神之刃》、《十万个冷笑话》，其中《黎明之光》、《神之刃》、《十万个冷笑话》都是3D MMORPG 手游类产品的精品之作。

图表 17 妙趣横生旗下代表作品



资料来源：公开资料、国元证券研究中心

- 妙趣横生专注重度移动游戏的开发，公司收购妙趣横生有助于增强公司重度精品游戏和卡牌类游戏的研发能力，另外妙趣横生在 3D 游戏领域的研发经验还将帮助公司原有游戏 IP 进行 3D 精品化改编。

图表 18 妙趣横生旗下优秀游戏产品

序号	游戏名称	游戏类型	游戏表现
1	《黎明之光》	2012.08	累计流水 9500 万元 累计注册用户 600 万人
2	《神之刃》	2013.12	累计流水 2.5 亿 累计注册用户 1683 万人
3	《十万个冷笑话》	2015.03	App Store 双榜前十 国内营收 2.4 亿

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

## 2.5 依靠 IP 效应，打造精品移动游戏

- 2015 年公司还取得了著名影视作品《琅琊榜》、文学作品《遮天》和《凡人修仙传》、动漫作品《妖神记》等游戏 IP 改编权，其中《凡人修仙传》手游预计 2016 年 9 月份上线，《遮天》手游预计 2017 年一季度上线，MMO 类手游《琅琊榜》预计 2016 年 3 季度上线。
- 这些 IP 都是拥有强大粉丝群体的头部 IP，未来公司有望通过 IP 效应放大游戏的收益和生命周期，打造出拥有高用户粘性和盈利能力的优秀产品。在获取新 IP 的同时，公司也对原有优秀游戏 IP 进行系列化延展。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》。

图表 19 天神娱乐拥有的 IP



资料来源：公开资料、国元证券研究中心

## 2.6 收购为爱普增强公司发行和渠道核心竞争力

- 为爱普旗下拥有国内领先的互联网分发平台爱思助手，爱思助手作为国内优秀的第三方 iOS 分发平台在活跃用户数、APP 分发指标上都处于行业领先地位，2015 年底爱思助手月活用户数已经突破 1600 万，日新增用户数 10 万以上，全年游戏和应用分发量超过 15 亿次，日分发 400 万以上。根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 MWC 特别版中显示，Avazu Inc. 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。

图表 20 爱思助手





资料来源：公开资料、国元证券研究中心

- 公司收购为爱普不仅获得大量优质的用户群体，拉近了产品与用户之间的距离，还会对公司在移动互联网产品的发行渠道战略层面起到了良好的协同作用，为爱普的并购帮助公司补足渠道环节实现全产业链布局，其平台效应也将和公司广告、游戏等业务形成有效协同。

## 2.7 收购“Avazu+初聚科技（拟收购）”增强公司广告变现能力

- 2015年3月公司以通过发行股份及支付现金的方式收购Avazu100%的股权，交易对价20.7亿元，现金对价5.26亿元，股份对价15.44亿元，发行股份价格53.13元/股、发行数量2906.01万股。

图表 21 收购 Avazu 详情

项目	交易价格	现金对价	股份对价	发行股份数量
Avazu Inc 100%股权	207000 万元	52,599 万元	154,401 万元	29,060,982

账面净资产 (万元)	增值率	业绩承诺(万元)				
		2015	实际完成	2016E	上半年 实际完成	2017E
7590.50	2626.27%	12899.21	12906.31	17574.51	略	23315.74

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- Avazu（艾维邑动）是一家集PC和移动互联网广告全球投放，全球专业移动游戏运营及发行的技术型公司。拥有自主研发的DSP平台自助式移动广告推广平台，帮助广告主自助创建和优化广告；广阔的渠道资源，多达18个广告交易平台已对接或待对接，方便用户进行全球流量采买；100%全透明的实时数据报表和CPM竞价模式，有效提高广告资源配置和利用率。

图表 22 Avazu 移动广告平台优势



跨屏全兼容



无风险定价模式



海量高频次用户源&超千亿覆盖量

资料来源：Avazu 官网、国元证券研究中心

- Avazu 拥有较强的海外互联网广告投放能力，能够将客户的广告活动高效、快速的投放到全球大部分国家和地区，并且了解海外各地区媒体资源的特点。公司收购 Avazu 后，Avazu 可以为公司提供海外媒体流量的相关信息，有助于公司游戏产品进行更好的海外推广，进而提升公司游戏产品的竞争力。同时 Avazu 的互联网广告网络平台，能够帮助公司进一步开拓网络游戏的发行业务，通过 Avazu 的海外互联网广告投放网络，快速提升其网络游戏的海外发行能力，丰富公司游戏发行业务的经验。

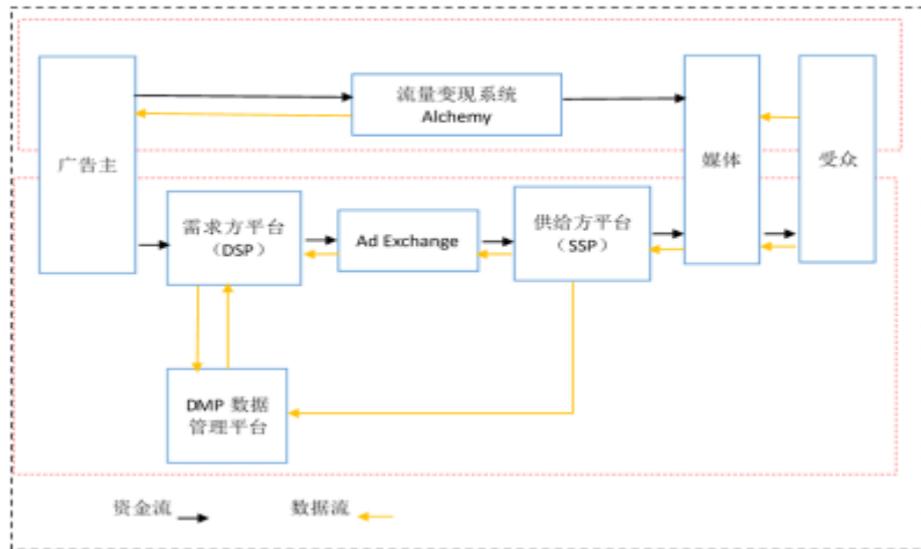
图表 23 Avazu 合作伙伴



资料来源：公开资料、国元证券研究中心

- 初聚科技是幻想悦游旗下公司目前收购仍在进行中，北京初聚专注于移动互联网广告的程序化、精准化投放，目前已在移动互联网广告领域拥有自主开发的智能流量采买系统、流量 Alchemy 变现系统、私有程序化广告交易市场（PMP）、需求方平台 DSP 和数据管理平台 DMP 等。主要业务面向海外市场，客户包含 Lyft、Twitter、Yelp 等知名 APP。

图表 24 初聚科技精准广告业务



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

## 2.8 拟收购幻想悦游助力公司游戏海外发行

- 2016年6月公司拟以通过发行股份及支付现金的方式收购幻想悦游93.5417%的股权，交易对价36.76亿元，现金对价18.41亿元，股份对价18.35亿元，发行股份价格70.63元/股、发行数量2598.18万股，目前收购仍未完成处于进行状态。

图表 25 收购幻想悦游详情

项目	交易价格	现金对价	股份对价	发行股份数量
幻想悦游93.5417%股权	367,618.88 万元	184,109.42 万元	183,509.46 万元	25,981,801

账面净资产(万元)	增值率	业绩承诺(万元)				
		2016E	2017E	同比	2018E	同比
74045.78	430.76%	26900	34970	30%	43712.5	25%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 幻想悦游是国内领先的国产游戏海外发行和运营商及移动精准广告服务商。公司海外游戏代理主要以独代为主，幻想悦游通过自主研发的OAS游戏发行平台，在全球范围内搭建了强大的发行渠道。截至2015年12月31日幻想悦游已代理了总计35款网页游戏及移动网络游戏，并将其本地化为多种语言版本并面向全球40多个国家和地区提供运营服务，代理并且上线运营的游戏产品游戏总注册用户超过7,800万人，2015年幻想悦游代理游戏月均活跃用户数超过390万人，月均付费用户数超过9万人，游戏产品的累计流水超过1.23亿美元。

图表 26 幻想悦游代理游戏资料

产品	类型	授权方	累计流水(万美元)	累计用户数(万)	月均付费人数(人)	ARPPU(美元)
《神曲》	页游	第七大道	5392.27	6910	66071	67.93
《女神联盟》	页游	上海游娱	82.68	191	1595	45.13

《傲剑》	页游	天神互动	49.12	196	271	161.31
《怒火燎原》	页游	上海锐战	57.47	162	826	55.92
《生死狙击》	页游	Clifree	29.48	307	2273	10.62
Technology						
《亚瑟王》	页游	上海江游	32.33	845	457	50.34
《神曲经典版》	手游	Hoolai	172.14	117	3379	43.34
Game						
《战舰帝国》	手游	华清飞扬	67.55	74	2972	47.38

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图表 27 幻想悦游主要游戏流水、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 年度	2014 年度	2015 年度	2014 年度	2015 年度	2014 年度
自主运营模式	官网	4,271.94	3,823.75	4,250.14	3,816.55	78.81%	70.56%
联合运营模式	Facebook	1,283.20	2,073.72	778.10	1,428.42	14.43%	26.41%
	Android 平台	382.05	51.00	267.60	35.48	4.96%	0.66%
	IOS 平台	91.40	75.64	59.62	53.89	1.11%	1.00%
	其他渠道	111.65	164.07	37.22	74.60	0.69%	1.38%
总计		6,140.23	6,188.19	5,392.67	5,408.94	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 公司收购幻想悦游将可以利用幻想悦游精准的用户画像数据库实现对游戏产品的精准、定向推广，有效降低用户获取成本提高转化率，同时幻想悦游丰富的海外渠道资源有助于公司游戏产品迅速本土化，降低初期海外市场拓展的资金成本和时间成本。

图表 28 幻想悦游用户地域分布



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 3. 进军影视产业，“影视内容生产+广告营销”半闭合生态

图表 29 天神娱乐影视生态体系



资料来源：国元证券研究中心

公司以天神影业为影视板块的核心，拟收购的合润传媒负责影视剧广告及内容整合营销，而微影时代负责票务渠道、影视分发构成了天神娱乐的影视板块，成为“影视内容生产+广告营销”的半闭合生态。

### 3.1 设立天神影业打造精品化电视剧

- 公司打造天神影业打造精品影视剧，进军产业上游，提升公司品牌形象的同时，储备优秀影视 IP 为未来影游联动夯实基础。2016 年天神影业与新丽传媒合作出品了改编自同名犯罪小说大热悬疑犯罪网络剧《余罪》的一、二季。该剧单集制作成过百万，两季制作费用超过两千四百万。上线 72 小时移动端播放量超过 6 千万，上线 7 天播放量累计超过 2 亿次，2016 年 6 月 16 日播放量累计超过 10 亿次，2016 年 7 月 14 日，播放量累计超过 30 亿次，市场影响力巨大，充分展示公司强大的运营能力与精品化战略的正确性。

图表 30 2016 全网在播网络剧每日播放量排名

排名	剧名	平台	日播量
1	余罪 2	爱奇艺	5100 万
2	最好的我们	爱奇艺	4400 万
3	怒江之战	腾讯视频	3936 万
4	半妖倾城	多平台	3832 万
5	终极游侠	芒果 TV	1838 万
6	终极一班 4	优酷土豆	1647 万
7	执念师 2	多平台	1498 万
8	六扇门	腾讯视频	1457 万
9	大仙衙门	腾讯视频	1373 万
10	我的朋友陈白露小姐	爱奇艺	1000 万

资料来源：骨朵数据 2016.7.3、国元证券研究中心

- 未来天神影业还计划推出《余罪大电影》和大热网络小说同名改编剧《将夜》和《黑锅》，并基于自有游戏 IP《傲剑》打造同款电影，尝试深度影游结合，提升 IP 影响力和价值。

### 3.2 拟收购合润传媒扩展营销手段，增强变现能力

- 2016年6月公司拟以通过发行股份及支付现金的方式收购合润传媒96.36%的股权，交易对价7.42亿元，现金对价3.59亿元，股份对价3.83亿元，发行股份价格70.63元/股、发行数量542.62万股，目前收购仍未完成处于进行状态。

图表 31 收购合润传媒详情

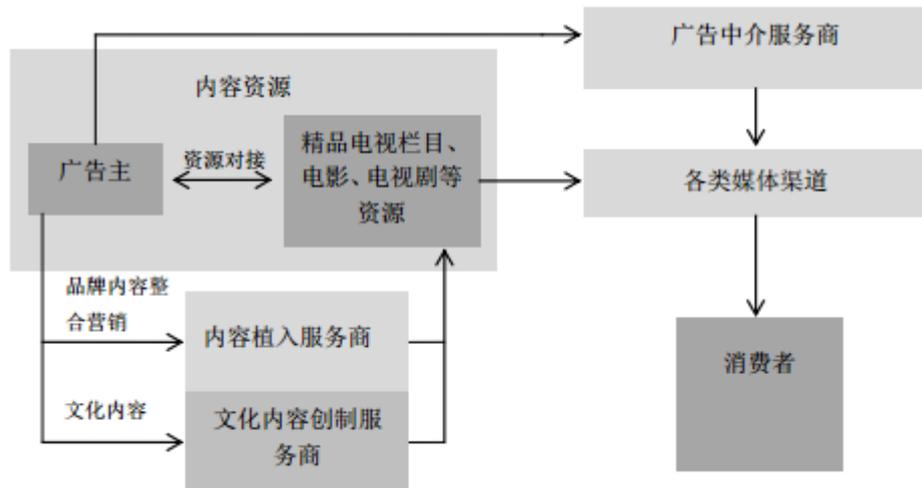
项目	交易价格	现金对价	股份对价	发行股份数量
合润传媒 96.36%股权	74200万元	35,875.04万元	38,324.96万元	5,426,159

账面净资产 (万元)	增值率	业绩承诺(万元)				
		2016E	2017E	同比	2018E	同比
18139.71	325.03%	5500	6875	25%	8594	25%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 合润传媒是中国品牌内容整合营销行业的先驱和领跑者，始于植入广告模式，后来逐步发展到提供通过多元化的内容整合手段进行品牌营销及宣传的服务。包括电视剧植入及授权、国产电影植入及授权、好莱坞电影植入及联合推广、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。

图表 32 合润传媒在产业链的定位



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 合润传媒在品牌植入市场内容资源覆盖方面居于行业领先地位，服务超过200个客户，并保证每年20余部电影、200余部电视剧、80集微电影/BC剧、2部自制剧中为品牌定制或融入品牌内容娱乐营销元素。公司收购合润传媒后，合润传媒将可以通过内容整合营销，为公司游戏产品提供新的营销手段，并且为现有的影视剧资源提供新的变现方式，有助于公司未来切入更多的优质影视内容。

图表 33 合润传媒内容营销经典案例

类别	案例	合作品牌	方式	植入次数或时长
	天猫《何以笙箫默》	天猫	植入及线	500秒

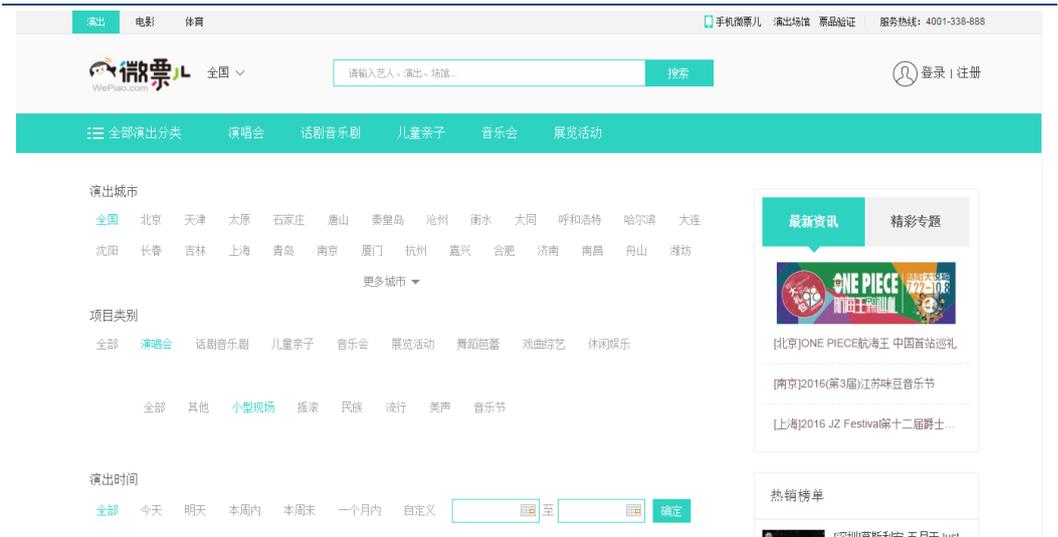
	T2O 案例		上推广	
电视剧	RIO 鸡尾酒《何以笙箫默》案例	RIO	植入	6 个情节展现以及不低于 15 场道具或场景植入
	汉酱酒、仁酒《湄公河大案》品牌内容营销案例	汉酱酒、仁酒	植入	1172 秒
	东阿阿胶《红高粱》案例	东阿阿胶	植入	409 秒
	红牛《杉杉来了》案例	红牛	植入	500 秒
电影	蒙牛谷粒早餐《里约大冒险 2》整合营销	蒙牛谷粒早餐	联合推广	海报、剧照形象等授权
	京东《小时代 3》整合营销	京东商城	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
	OPPO《窃听风云 3》整合营销	OPPO	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
	苏宁易购《致青春》整合营销	苏宁易购	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
	蓝月亮《蓝精灵》整合营销	蓝月亮	植入及联合推广	植入及海报、剧照形象等授权
网络剧	东风日产奇骏《心理罪》案例	东风日产	植入	400 秒
韩剧	京东韩剧《对我而言可爱的她》案例	京东	植入	500 秒
电视栏目	红牛《两天一夜》案例	红牛	冠名及植入	总冠名

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 3.3 投资微影时代，踏足在线票务分发市场

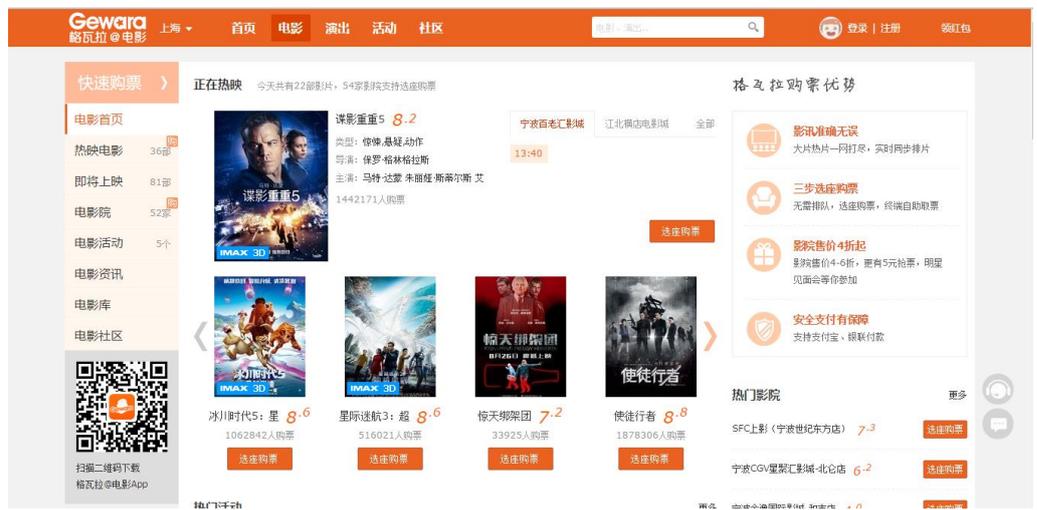
- 2016 年微影时代 C 轮融资公司在领投 4 亿元获得了微影时代 3.43% 的股权。微影时代拥有微票儿和格瓦拉两大票务平台，其中格瓦拉专注电影票务领域、微票儿专注演唱会和话剧等演出票务领域，截止 2016 年 4 月微影时代连接了超过 500 个城市的 5000 多家影院，覆盖 90% 以上的观影人群，进驻 1200 多家剧场、体育馆和展馆，单日出票量峰值 350 万张，是中国最大的娱乐票务平台。

图表 34 微票儿



资料来源：微票儿官网、国元证券研究中心

图表 35 格瓦拉



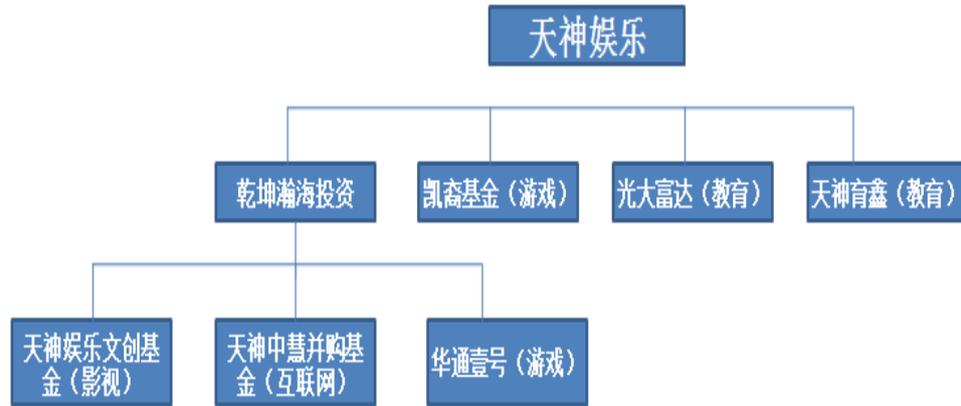
资料来源：格瓦拉官网、国元证券研究中心

- 微影时代除了自有业务之外还积极参与影片的投资与发行，2015 年微影时代参与营销和发行的影片超过 100 部占据全年发行影片总数的近三分之一，微影时代旗下微影资本基金资本总额近 60 亿元，在电影、演出、体育三大域中已投资了近 40 家公司，投资公司总市值超 300 亿元。
- 在投资微影时代后，公司初步实现“天神影业（影视制作）+广告营销（合润传媒）+微影时代（票务分发）”的影视全产业链布局，在构建泛娱乐生态体系的道路上迈出坚实的一步。

## 4. 设立产业基金积极投资助力长远布局

- 公司设立多只产业基金用于投资游戏、影视、教育等领域，在寻找并投资与公司各业务可以协同的标地同时，进行先期产业布局与摸索，助力实现公司长期“金融+医疗+教育+娱乐”多元化战略构想。

图表 36 公司产业基金详情



资料来源：国元证券研究中心

## 5、拟并购幻想悦游、合润传媒 加码泛娱乐布局

- 2016年6月21日公司公布发行股份购买资产并募集配套资金报告书（草案），拟以发行股份及支付现金的方式收购幻想悦游 93.5417%的股权、合润传媒 96.36%的股权，发行股份价格为 70.63 元。2016年7月26日公司公告收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，9月2日公司公告由于反馈意见的核查和回复工作量较大且申请文件财务资料已过有效期，申请延期，目前项目仍处于一次反馈阶段。
- 此次重大资产重组后会对公司股权结构产生一定影响，公司实际控制人朱晔、石波涛（一致行动人）的股权由重组前的 26.42%下降至重组后的 21.46%，股权占比有所下降但实际控制人不发生变化。

图表 37 本次重组对上市公司股权结构影响

股东名称	交易前		交易后	
	持股数量 (股)	持股 比例	持股数量 (股)	持股 比例
朱晔	46,644,273	15.97%	46,644,273	12.97%
为新有限公司	36,544,766	12.51%	36,544,766	10.16%
石波涛	30,525,153	10.45%	30,525,153	8.49%
上海集观投资中心（有限合伙）	23,489,554	8.04%	23,489,554	6.53%
北京光线传媒股份有限公司	15,954,766	5.46%	15,954,766	4.44%

刘恒立	6,963,186	2.38%	6,963,186	1.94%
北京华晔宝春投资管理中心（有限合伙）	6,471,435	2.22%	6,471,435	1.80%
石宇	6,186,748	2.12%	6,186,748	1.72%
王萌	6,116,459	2.09%	6,116,459	1.70%
左力志	5,714,549	1.96%	5,714,549	1.59%
其他公众股东	107,475,622	36.80%	107,475,622	29.88%
王玉辉			13,960,702	3.88%
陈嘉			1,142,616	0.32%
林莹			816,155	0.23%
徐沃坎			652,924	0.18%
张飞雄			489,693	0.14%
德清时义			3,406,446	0.95%
彭小澎			1,223,276	0.34%
文投资基金			424,757	0.12%
丁杰			2,803,352	0.78%
德清初动			1,061,880	0.30%
王倩			1,528,027	0.42%
王一飞			541,150	0.15%
陶瑞娣			484,306	0.13%
刘涛			203,675	0.06%
华策影视			2,180,376	0.61%
同威投资			189,909	0.05%
北京智合联			157,298	0.04%
丁宝权			94,979	0.03%
罗平			20,104	0.01%
陈纪宁			14,830	0.00%
牛林生			11,505	0.00%
配套募集资金投资人			36,245,221	10.08%
合计：	292,086,511	100.00%	359,739,692	100.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

- 本次交易完成后，上市公司总资产规模、收入规模、利润规模等各项财务指标均有大幅增长，资产负债率大幅降低，财务状况得到进一步优化。

图表 38 本次重组对上市公司主要财务指标影响

项目	交易前	交易后	增幅
资产总计	730,584.49	1,201,787.37	64.50%
负债合计	233,680.25	257,601.72	10.24%
所有者权益合计	496,904.24	944,185.65	90.01%
营业收入	94,084.76	162,498.80	72.72%
营业利润	36,692.87	48,309.57	31.66%
利润总额	36,093.56	47,744.95	32.28%
归属于母公司所有者的净利润	36,210.31	46,500.34	28.42%
资产负债率	31.99%	21.43%	-32.99%
流动比率	1.44	1.62	12.83%
速动比率	1.44	1.59	10.53%
每股收益	1.59	1.57	-1.26%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

- 交易完成后，上市公司整体实力将进一步提升。未来幻想悦游和合润传媒在增强公

司海外发行及广告营销能力的同时会和公司原本各项业务形成良好的协同作用，加强公司在泛娱乐产业布局的深度和广度。

## 6、盈利预测与投资建议

我们预测 2016-2018 年（暂不考虑非公开发行对 2016 年业绩与股本带来的影响）EPS 为 1.82、3.42 和 4.41 元，对应目前股价 PE 为 39 倍、21 倍和 16 倍，给予“买入评级”。

## 7、风险提示

海外游戏发行不顺利、新游戏开发低于预期、重组进展不达预期。

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn