天神娱乐（002354）

影+广+游 泛娱乐平台轮廓渐明

买入（首次）

2016 年 11 月 2 日

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	941	2,943	3,756	4,681
同比(+/-%)	98	213	28	25
净利润(百万元)	362	931	1129	1490
同比(+/-%)	56	157	21	32
毛利率(%)	68.3	68.2	66.5	66.2
ROE(%)	7.3	16.0	16.5	18.2
每股收益（元）	1.24	2.63	3.19	4.21
P/E	62	29	24	18
P/B	5	5	4	3

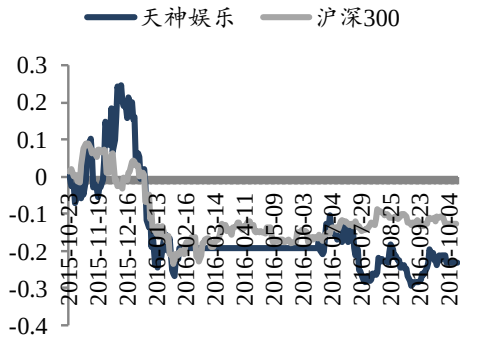
证券分析师 张良卫
执业资格证书号码：S0860514040001
zhanglw@dwzq.com.cn
021-60199740

研究助理 唐思思
执业资格证书号码：S1220116020111
tangss@dwzq.com.cn
021-60199792

投资要点

- **各业务板块齐头并进，营收规模增长迅速。**2016 年前三季度公司实现营业收入 13.10 亿元(同比增 147.76%)，归母净利润 3.39 亿元（同比增 39.42%）。预计公司 2016 年公司实现归母净利润 5.2-6.5 亿元，同比增长 43.61%-79.51%。公司业绩变动主要原因是 2015 年新收购标的报表合并范围增加带来公司业绩较上年同期大幅度增长。
- **聚焦游戏+广告+影视协同发展，施行泛娱乐生态战略：**
- **游戏业务方面**，公司于 2015 年 1 月收购深圳移动应用分发商为爱普 100%股权，旗下爱思助手在第三方 iOS 分发平台上稳居前列。2015 年 3 月公司雷尚科技 100%股权/妙趣横生 95%股权，加强手游的研发运营。**公司定增预案于 11 月 2 日获证监会无条件通过，收购海外游戏代理商完善游戏全产业链布局。**
- **广告业务方面**，公司于 15 年 3 月收购海外数字营销服务商 Avazu Inc.和其技术提供商上海麦橙 100%股权。Avazu 在全球范围内拥有强大的广告媒体资源实力。此次收购标的幻想悦游全资子公司初聚科技是一家海外移动精准广告服务提供商，掌握先进的深度学习算法，主攻游戏领域，面向北美市场，将与天神娱乐其他广告/游戏等业务板块形成协同效应。
- **影视业务方面**，公司 2016 年所投网剧《余罪》在爱奇艺累计播放超 20 亿次；公司积极储备文学、影视、动漫等方面的优质 IP，目前已取得《琅琊榜》、《遮天》、《妖神记》等游戏 IP 改编权，影游协同效应增强；2016 年公司拟收购影视内容整合营销商合润传媒 93.36%股权，合润传媒作为国内品牌内容整合营销行业综合实力最强的公司之一，将有效地在影游营销领域与公司其他业务实现联动。
- **首次覆盖给予“买入”评级：**考虑幻想悦游和合润传媒的并购，预计天神娱乐 2016-18 年备考净利润分别为 9.31/11.29/14.90 亿，按增发后股本计算，摊薄 EPS 分别为 2.63/3.19/4.21 元，现价对应 29/24/18 倍 PE。给予 16 年整体 40 倍估值，目标价 105 元。首次覆盖给予“买入”评级！
- **风险提示：**标的承诺不达预期；行业竞争加剧；汇率波动风险

股价走势



市场数据

收盘价（元）	75.09
一年最低价/最高价	51.04/125.20
市净率（倍）	4.58
流通 A 股市值（百万元）	8874.2

基础数据

每股金资产（元）	16.77
资本负债率（%）	15.94
总股本（万元股）	292.09
流通 A 股（百万股）	115.49

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

目录

1. 公司概况：打造游戏+广告+影视的泛娱乐平台 4
1.1. 历史沿革：游戏公司转型泛娱乐生态战略之路 4
1.2. 财务数据：各业务板块齐头并进，营收规模增长迅速 6
1.3. 调整并购方案，交易完成后实际控制人不变 7
2. 游戏板块：丰富游戏品类，完善全产业链布局 8
2.1. 研发从页游向手游倾斜，侧重海外发行 9
2.2. 收购幻想悦游：加强发行实力，掘金海外市场 12
3. 广告板块：初聚科技夯实移动互联网营销实力 18
3.1. Avazu Inc：全球数字营销领跑者 18
3.2. 初聚科技：移动互联网广告+海外市场扩展 19
4. 影视板块：从上游 IP 到下游营销全链发展 21
4.1. 影视 IP+票务发行：卡位上下游核心资源 21
4.2. 合润传媒：整合营销完善影视板块布局 22
5. 盈利预测 25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

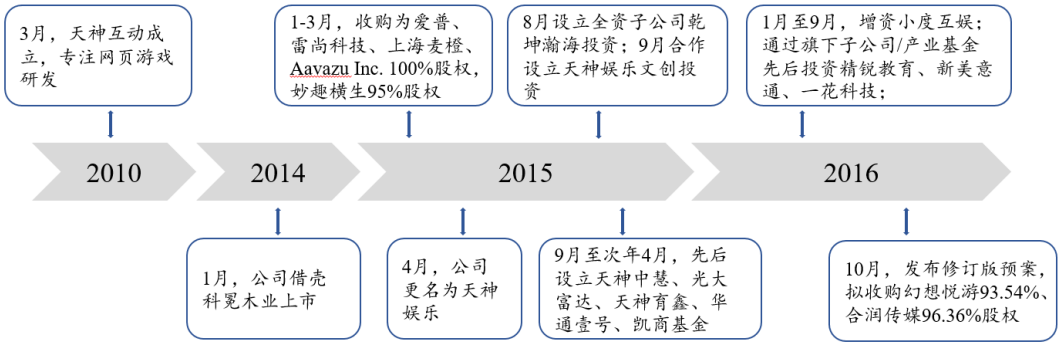
图表 1：天神娱乐大事记.....4
图表 2：天神娱乐外延布局一览.....5
图表 3：天神娱乐近 3 年营收及增长.....6
图表 4：天神娱乐近 3 年净利及增长.....6
图表 5：天神娱乐上市以来盈利能力变化.....6
图表 6：天神娱乐 2016H1 营收构成（百万元）.....6
图表 7：天神娱乐各业务毛利对比.....6
图表 8：交易后公司股权结构（考虑配套融资因素）.....7
图表 9：天神娱乐游戏板块布局.....9
图表 10：2011-2018 年中国网络游戏产业结构细分.....9
图表 11：天神娱乐游戏研发营收构成.....10
图表 12：天神娱乐游戏研发毛利比较.....10
图表 13：《苍穹变》近一年 iOS 畅销榜排名变化.....10
图表 14：《坦克风云》.....11
图表 15：《一花德州扑克》.....11
图表 16：爱思助手.....12
图表 17：游戏业务标的业绩承诺及完成情况.....12
图表 18：幻想悦游经营模式.....13
图表 19：幻想悦游不同经营模式下流水对比.....13
图表 20：幻想悦游主要运营的游戏产品.....14
图表 21：《神曲》及近两年流水数据.....14
图表 22：《火影忍者 Online》2016 年 4-6 月流水数据.....15
图表 23：《战舰帝国》近一年一期流水数据.....16
图表 24：幻想悦游已签约并拟于 2016 上线运营的游戏产品.....16
图表 25：幻想悦游 2016-2018 年页游产品流水预测.....17
图表 26：幻想悦游 2016-2018 年手游产品流水预测.....17
图表 27：互联网广告平台产业链.....18
图表 28：广告业务标的业绩承诺及完成情况.....19
图表 29：初聚科技核心技术.....19
图表 30：儒意影业影视剧作品.....21
图表 31：《余罪》爱奇艺播放量超 21 亿次.....21
图表 32：天神娱乐影视业务版图轮廓清晰.....22
图表 33：合润传媒营销服务发展历程.....23
图表 34：合润传媒近两年整合营销案例.....23
图表 35：合润传媒近两年整合营销案例.....24

1. 公司概况：打造游戏+广告+影视的泛娱乐平台

1.1. 历史沿革：游戏公司转型泛娱乐生态战略之路

天神娱乐前身天神互动成立于 2010 年 3 月，主营网页游戏研发，2014 年 1 月借壳科冕木业上市。上市后，公司在保持游戏研发业务优势的基础上，借助资本市场平台，不断进行业务整合和拓展，已经从单一的游戏公司向泛娱乐化集团公司转型。目前天神娱乐通过收购、投资妙趣横生、雷尚科技、为爱普（爱思助手）、Avazu Inc.，以及正在进行中幻想悦游（含初聚科技）、合润传媒等公司，**已经形成游戏研发与发行、IOS 应用分发平台、移动互联网广告平台、影视制作与营销等全方位的泛娱乐产业布局。**

图表 1：天神娱乐大事记



资料来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

▲ **聚焦游戏+广告+影视协同发展，施行泛娱乐生态战略，打造新一代互联网娱乐领军企业**

- **游戏业务方面**，公司在立足自身网页游戏研发优势的同时，不断开拓网游市场，完善上下游产业链布局。2015 年 1 月收购移动应用分发商为爱普 100%股权，旗下爱思助手在第三方 iOS 分发平台用户量上稳居前列。2015 年 3 月公司收购雷尚科技 100%股权/妙趣横生 95%股权，加强移动游戏的研发运营。雷尚科技和妙趣横生已贡献出《坦克风云》、《十万个冷笑话》等佳作。为了进一步拓展市场，公司于 2016 年 6 月首次披露收购海外游戏代理发行商幻想悦游 93.54%股权；**10 月 18 日，公司发布幻想悦游修订版并购预案，坚定推进游戏领域全产业链布局，并于 11 月 2 日获证监会无条件通过。**

- **广告业务方面**，公司于 2015 年 3 月收购海外数字营销服务商 Avazu Inc.和其技术提供商上海麦橙 100%股权。Avazu 在全球范围内拥有强大的广告媒体资源实力，卫冕全球“Power Ranking”

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亚洲公司 TOP 1。**同时，幻想悦游全资子公司初聚科技是一家海外移动精准广告服务提供商，**掌握先进的深度学习算法，主攻游戏领域，面向北美市场，将与天神娱乐其他广告/游戏等业务板块形成协同效应。

- **影视业务方面，**公司于 2015 年 10 月收购儒意影业 49%股权，后于 2016 年 7 月退出；公司 2016 年所投网剧《余罪》在爱奇艺累计播放超 20 亿次；公司积极储备文学、影视、动漫等方面的优质 IP，目前已取得《琅琊榜》、《遮天》、《妖神记》等游戏 IP 改编权，影游协同效应增强；**2016 年公司拟收购影视内容整合营销商合润传媒 93.36%股权**，合润传媒作为国内品牌内容整合营销行业综合实力最强的公司之一，依托于好莱坞和国内影视文化作品，构建了国内品牌内容创制服务大平台。

图表 2：天神娱乐外延布局一览

所属板块	标的公司	首次披露	持股比例	交易对价	收购方式	标的主营
游戏业务	为爱普	2015 年 1 月	100%	6 亿元	现金	移动应用分发
	雷尚科技	2015 年 3 月	100%	8.8 亿元	股权 6.6 亿 现金 2.2 亿	手游研发
	妙趣横生	2015 年 3 月	85%	5.89 亿元	股权 5.54 亿 现金 0.35 亿	手游研发
	一花科技	2016 年 9 月	100%	9.86 亿元	现金	德扑手游
	幻想悦游（进行中）	2016 年 6 月	93.54%	34.16 亿	股权 17.05 亿 现金 17.11 亿	游戏海外发行/移动精准营销
广告业务	Avazu Inc.	2015 年 3 月	100%	20.7 亿元	股权 15.44 亿 现金 5.26 亿	数字广告营销
	上海麦橙	2015 年 3 月	100%	0.1 亿	现金	广告技术支持
	初聚科技	2016 年 6 月	100%	幻想悦游全资子公司		移动精准营销
影视业务	合润传媒（进行中）	2015 年 6 月	96.36%	7.42 亿	股权 3.83 亿 现金 3.59 亿	影视整合营销

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

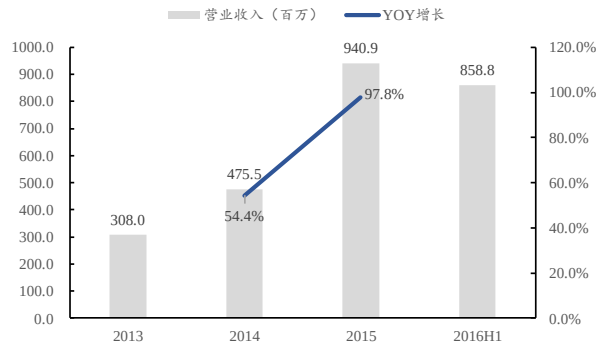
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2. 财务数据：各业务板块齐头并进，营收规模增长迅速

标的并表大幅增厚公司业绩。2016 年前三季度公司实现营业收入 13.10 亿元，比上年同期增长了 147.76%；归母净利润 3.39 亿元，比上年同期增长了 39.42%。业绩增厚主要是标的合并范围扩大所致。不容忽视的是，泛娱乐业务展现了强劲的变现实力，公司经营活动产生的现金流量净额达到 2.73 亿元，比上年同期增长 28.66%。**公告预计 2016 年归母净利润 5.2-6.5 亿元，同比增长 43.61%-79.51%。**

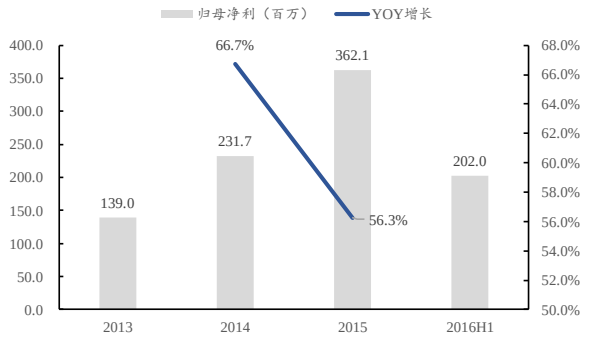
公司各业务板块快速发展，协同并进。2016 年上半年主营业务分类中网络游戏（手游+页游）收入 2.19 亿元，占比 25.55%；平台服务（为爱普）收入 2.58 亿元，占比 30.07%；互联网广告投放（Avazu Inc +上海麦橙.）收入 3.81 亿元，占比 42.85%。**各业务都展现了较强的盈利能力，其中网游板块毛利率最高，超过 90%。**

图表 3：天神娱乐近 3 年营收及增长



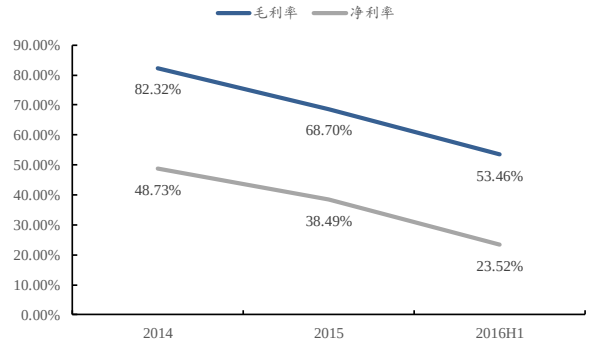
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：天神娱乐近 3 年净利及增长



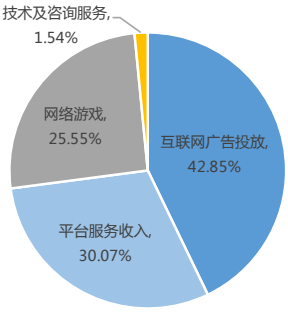
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：天神娱乐上市以来盈利能力变化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

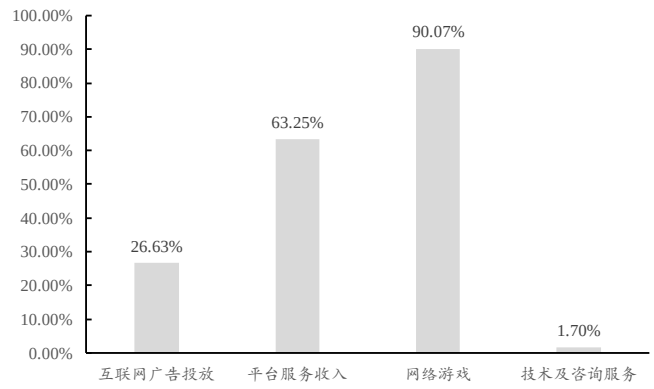
图表 6：天神娱乐 2016H1 营收构成（百万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7：天神娱乐各业务毛利对比

请务必阅读正文之后的免责声明部分



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 调整并购方案，交易完成后实际控制人不变

2016 年 6 月，公司首次披露以股权+现金方式收购幻想悦游 93.54%和合润传媒 93.36%股权的并购方案。在 10 月 14 日申请中止重组后，**2016 年 10 月 18 日，公司发布了新修订的并购方案：**

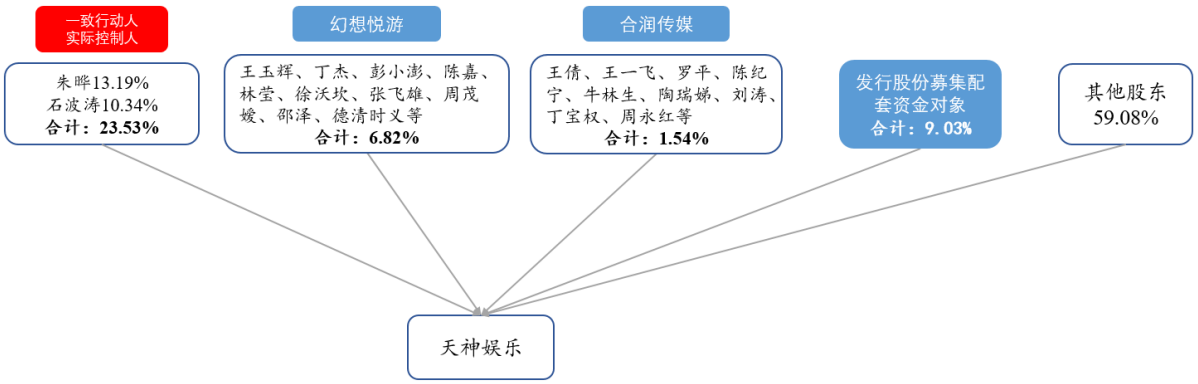
新方案主要调整了幻想悦游的交易对价：幻想悦游 93.5417%股权交易对价由 36.76 亿元下调为 34.16 亿元，交易对价的 50.1%（17.11 亿）以现金方式支付，交易对价的 49.9%（17.05 亿）以股权方式支付。合润传媒交易对价保持不变，为 7.42 亿元，其中 48.4%（3.59 亿）以现金支付，51.6%（3.83 亿）以股权支付。

本次交易总价为 41.585 亿元，其中现金支付总额为 20.7 亿元(49.78)，股份对价 22.18 亿元（53.33%）。预计**发行价格为 70.63 元/股，发行股份数量 2957 万股**。同时上市公司拟向不超过 10 名特定投资者**定增募集配套资金 20.88 亿元**以支付交易对价，**发行价格不低于 65.38 元/股，增发数量不超过 3193.6 万股。**

本次交易完成后，公司实际控制人仍为朱晔、石波涛（一致行动人），合计持股比例由 26.42%下降到 23.53%，实际控制人和控股股东未发生变化。幻想悦游与何润传媒股东持股比例分别占 6.82%和 1.54%。

图表 8：交易后公司股权结构（考虑配套融资因素）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

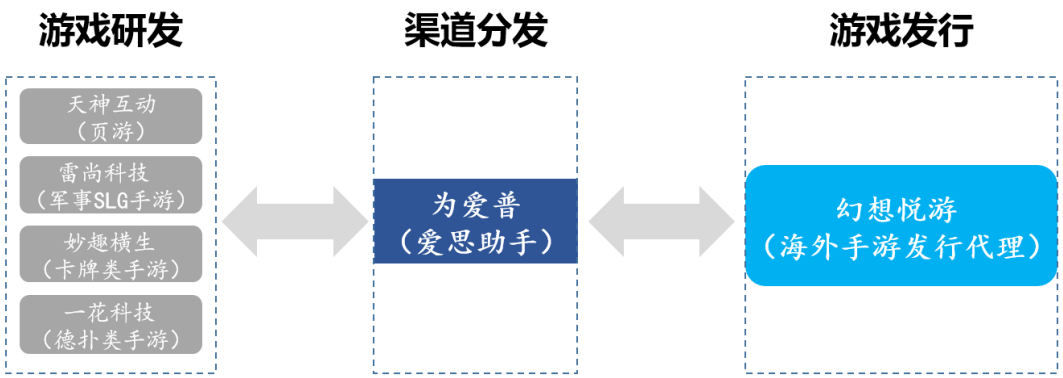
2. 游戏板块：丰富游戏品类，完善全产业链布局

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1. 研发从页游向手游倾斜，侧重海外发行

公司从页游研发起家，游戏产品研发深入公司的发展基因。**上市后天神娱乐于 2015 年收购雷尚科技（军事类 SLG）100%股权，妙趣横生（卡牌类）95%股权**，将公司研发重点从页游转向更具发展前景的移动手游。**同时公司收购移动应用分发平台为爱普**，利用其旗下**爱思助手**扩宽自身游戏产品分发渠道，加强发行能力。2016 年 6 月，**公司开启了收购海外移动游戏发行商幻想悦游的并购进程**，以完善公司游戏产品的海外发行渠道；2016 年 9 月，**子公司天神互动以 9.8 亿元现金收购一花科技（德州扑克类）100%股权，补足游戏类型。**

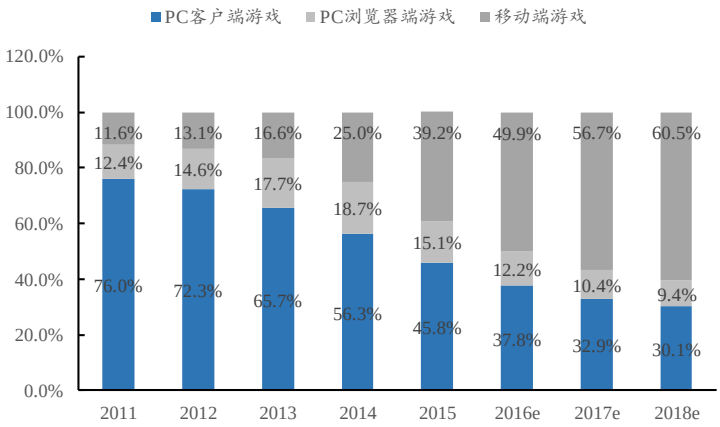
图表 9：天神娱乐游戏板块布局



资料来源：东吴证券研究所

根据艾瑞咨询《2016 中国移动游戏行业研究报告》，**2015 年国内网络游戏市场规模达到 1436 亿元，同比增长 29.95%**，网游市场增速有所放缓。移动端是推动网络游戏增长的主要因素，2015 年移动端份额增长至 39.2%，端游份额则跌落至 50%以下。**预计 2016 年网游市场将出现拐点，移动市场份额将首次超过端游，成为最大的细分市场。**

图表 10：2011-2018 年中国网络游戏产业结构细分

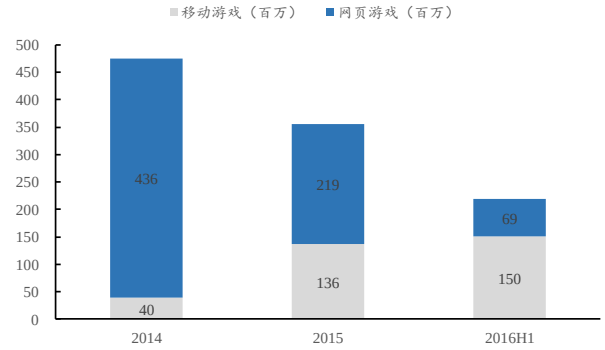


资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

在移动游戏快速发展的大环境下，**天神娱乐旗下游戏板块营收结构**

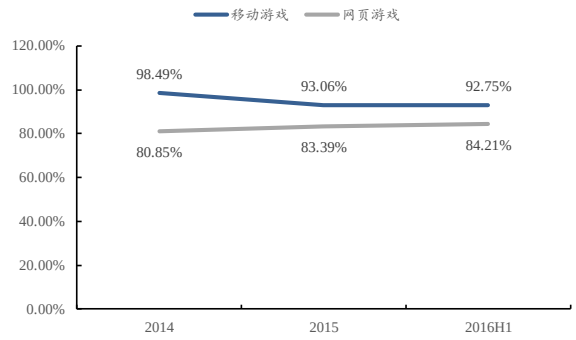
呈现手游与页游反向增长的趋势。页游占比已从 2014 年的 91.6%下降为如今的 31.5%。

图表 11：天神娱乐游戏研发营收构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12：天神娱乐游戏研发毛利比较



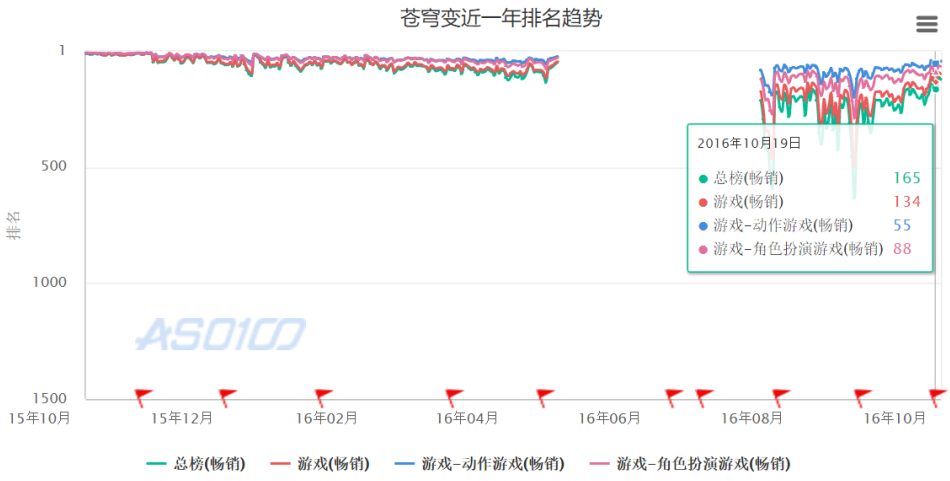
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

- **天神互动：页游研发向手游研发转型**

天神互动已有 10 余款页游产品与趣游、腾讯、百度等平台建立合作，获得运营商大量资源的倾斜支持。同时，公司代理发行了《热血战纪》、《暗黑世界》、《天神传奇》等页游，并且在现有精品 MMOARPG 游戏产品线的基础上，开发同类型或系列的后续游戏产品，如《凡人修仙传》、《遮天》等系列，确保现有精品游戏得到较好的延续。

天神互动着重提升手游研发比重，推出了《全民破坏神》、《苍穹变手游版》等移动网游，《全民破坏神》在腾讯平台运营，2014 年底推出以来流水迅速突破千万；《苍穹变手游版》2015 年 8 月上线，3 日流水突破 4000 万，首月流水超过 1 亿。

图表 13：《苍穹变》近一年 iOS 畅销榜排名变化



资料来源：ASO 100，东吴证券研究所

- **妙趣横生/雷尚科技/一花科技：军事 SLG/卡牌/德扑，补全游戏品类**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

妙趣横生是目前国内少数几家能够引领网络游戏技术发展方向的游戏研发商之一，其产品《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。2016 年，妙趣横生在卡牌细分领域推出新 IP 游戏产品，以期保持在这个细分市场的持续发展。新 IP 产品《封神英雄榜》已在腾讯平台进行了第三轮测试，取得了优秀的成绩。此外，备受期待的次时代动作手游《黎明之光》也正在准备大推阶段。

雷尚科技是一家专注于军事类 SLG 策略游戏且具备海外市场发行优势的移动游戏研发商，其标志性产品《坦克风云》截止 2016 年 6 月运营近 3 年，实现总流水 10 亿，在多个国家与区域取得畅销榜前 10 好成绩，至今月均单月流水 3000 万元人民币。新产品《超级舰队》自上线至今近一年，月均流水近 4000 万，并持续创下新高。2016 年新推产品《帝国争霸》，于 5 月上线且表现不俗。

一花科技的核心业务为设计、开发和运营以德州扑克网络游戏为主的休闲棋牌网络游戏。公司自成立以来一直专注于德州扑克手机终端游戏和软件产品的研发，在各类手机平台终端和服务器开发方面拥有深厚的技术积累。主要产品有一花德州扑克、一花斗牛、一花赢三张、Teenpatti 等，公司在德州扑克网络游戏行业已具有一定知名度。公司运营模式包括合营与自营。合营模式下，公司与如腾讯、百度、爱思助手、APPLE STORE 等各大平台商建立了良好的联合运营关系；自营模式下，公司建设了产品页面及运营平台，运营自有开发游戏产品。

图表 14:《坦克风云》

资料来源：互联网公开资料，东吴证券研究所

图表 15:《一花德州扑克》

资料来源：互联网公开资料，东吴证券研究所

➢ **为爱普：爱思助手**

为爱普旗下主要产品为爱思助手，主营移动应用分发。**2016 年上半年爱思助手平台月活跃用户量已突破 2000 万，日分发量达到 500 万以上，在国内第三方 iOS 分发平台中稳居前列。**同时为爱普积极拓展海外市场，去年 10 月推出的海外版本表现强劲，在全新的海外市场以强大而免费的手机设备管理功能累积海外用户，不断巩固和提升公司在移动互联网领域的实力及品牌影响力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 16：爱思助手

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司游戏业务板块中，天神互动、为爱普、雷尚科技、妙趣横生、一花科技、幻想悦游等都进行了业绩承诺。各收购标的业绩承诺完成情况良好。

图表 17：游戏业务标的业绩承诺及完成情况

游戏板块	持股比例	业绩承诺（万元）						2015 年实际实现业绩	完成情况
		2014	2015	2016	2017	2018	2019		
天神互动	100%	18610	24320	30300				29089	超 20%
为爱普	100%	2014-16 累计 15250						天神互动旗下	-
妙趣横生	95%	4150	5475	6769				5787	超 6%
雷尚科技	100%		6300	7875	9844			7678	超 22%
一花科技	100%			6000	7800	10140	12675	天神互动旗下	-
幻想悦游	100%			25000	32500	40625		-	-

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

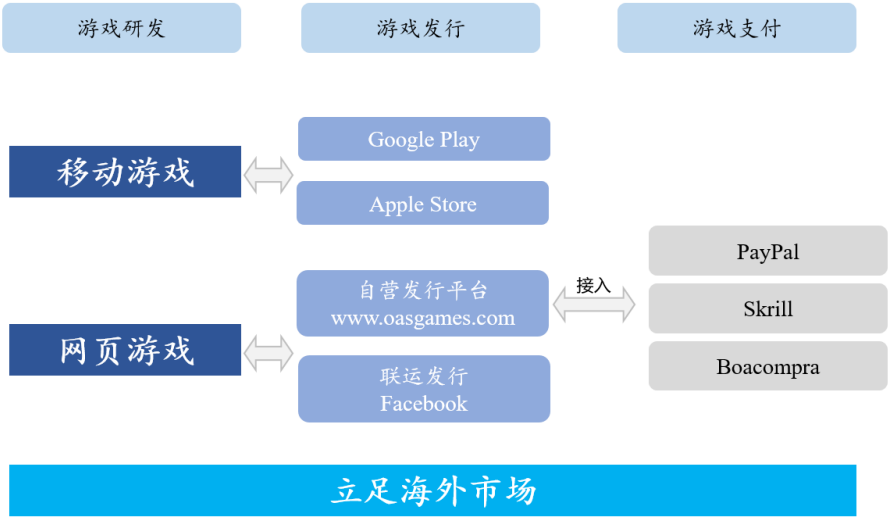
2.2. 收购幻想悦游：加强发行实力，掘金海外市场

幻想悦游是国内领先的国产游戏海外发行和运营商。在游戏发行和运营领域，幻想悦游与多家国内知名游戏研发商建立了合作关系，截至 2016 年 6 月 30 日已代理了总计 45 款网页游戏及移动网络游戏，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，并已经在土耳其、拉美、中东等多个细分地域已经取得优势地位。公司国产游戏海外发行成绩斐然。**截至 2016 年 6 月 30 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 9000 万人，2016 上半年月均活跃用户数超过 390 万人，月均付费用户数超过 8.8 万人，游戏产品的累计流水超过 1.62 亿美元。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

幻想悦游主要通过 **Facebook 及自营官网 www.oasgames.com** 获取用户并运营其代理的**网页游戏**。从 2014 年开始，公司利用其在游戏发行行业积累运营和推广经验，逐步将业务拓展到移动网络游戏领域，积极布局全球移动端游戏市场，**在 App Store 及 Google Play** 两大应用市场推出了多款**移动网络游戏**。

图表 18：幻想悦游经营模式



资料来源：东吴证券研究所

以自营OAS页游发行平台为核心的自主运营模式公司是近两年游戏营收来源大头，**2016 年上半年自主运营模式收入占总收入比接近 60%。**但随着公司手游项目流水增加，页游市场走弱，以安卓渠道（Google Play）为代表的联运模式将成为公司重要的收入来源。

图表 19：幻想悦游不同经营模式下流水对比

运营模式	二级渠道	运营流水（万美元）			收入（万美元）			收入占比		
		2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度	**2016 年 1-6 月**	2015 年度	2014 年度	**2016 年 1-6 月**	2015 年度	2014 年度
自主运营模式	官网	**1,679.60**	4,271.94	3,823.75	**1,715.53**	4,250.14	3,816.55	**59.83%**	78.81%	70.56%
联合运营模式	Facebook	**257.11**	1,283.20	2,073.72	**159.41**	778.10	1,428.42	**5.56%**	14.43%	26.41%
	Android 平台	**1,032.01**	382.05	51.00	**700.37**	267.60	35.48	**24.43%**	4.96%	0.66%
	IOS 平台	**394.30**	91.40	75.64	**236.00**	59.62	53.89	**8.23%**	1.11%	1.00%
	其他渠道	**91.58**	111.65	164.07	**56.03**	37.22	74.60	**1.95%**	0.69%	1.38%
总计		**3,454.60**	6,140.23	6,188.19	**2,867.34**	5,392.67	5,408.94	**100.00%**	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

幻想悦游目前运营的游戏包括大型 RPG 网页游戏、模拟养成网页游戏、休闲社交网页游戏、卡牌类移动网络游戏、战争策略类移动网络游戏以及休闲社交类移动网络游戏。主要游戏产品有《神曲》、《女神联盟》、《生死狙击》、《傲剑》、《怒火燎原》、《亚瑟王》、《神曲经典》、《战舰帝国》等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 20：幻想悦游主要运营的游戏产品

序号	游戏名称	游戏类型	授权方	运营方式	授权语言版本
1	《神曲》	页游	第七大道	独家代理	葡萄牙语、土耳其语、荷兰语、瑞典语、希腊语、捷克语、阿拉伯语、西班牙语、波兰语版
2	《女神联盟》	页游	上海游娱	独家代理	土耳其语、波兰语、西班牙语
3	《傲剑》	页游	天神互动	独家代理	土耳其语、葡萄牙语
4	《怒火燎原》	页游	上海锐战	独家代理	西班牙语、波兰语、阿拉伯语
5	《生死狙击》	页游	Wizard Games Global Limited	独家代理	土耳其语
6	《亚瑟王》	页游	上海江游	独家代理	土耳其语
7	《神曲经典版》	手游	Hoolai Game	独家代理	土耳其语、葡萄牙语
8	《战舰帝国》	手游	华清飞扬	独家代理	德语、俄语、法语、
9	《火影忍者 Online》	页游	腾讯	独家代理	英语（美国、加拿大、英国、澳大利亚、新西兰、新加坡、印度尼西亚）、德语、法语、葡语
10	《众神之神》	页游	御和信息	独家代理	除亚洲以外的全球范围内其他地区
11	《超级舰队》	手游	RayJoy Holdings Limited	独家代理	英语版
12	《开炮吧坦克》	手游	RayJoy Holdings Limited	独家代理	英语、土耳其语、葡萄牙语、西班牙语、法语、意大利语、俄语版
13	《觉醒吧麦伦》	手游	幻想悦游	买断自营	英语版

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2011 年上线的**《神曲》**是幻想悦游发行及运营的旗舰产品。《神曲》已经上线阿拉伯语、波兰语、德语等 9 个语言版本，在土耳其、巴西、西班牙、波兰、荷兰、瑞典、德国、阿拉伯地区等国家和地区运营并取得良好的收入。截至 2016 年 6 月 30 日，幻想悦游自主运营的各语言版本《神曲》累计注册用户超过 7200 万人，月均活跃用户数超过 270 万人，月均付费用户数超过 6.8 万人，2016 上半年累计流水超过 1.33 亿美元。**2014 年、2015 年及 2016 年 1-6 月，《神曲》收入占幻想悦游收入的比例分别为 95.65%、90.05%和 57.24%。**

图表 21：《神曲》及近两年流水数据

指标	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
当期流水合计（万美元）	1,696.84	5,392.27	5,890.14
期末累计注册用户数（人）	72,079,722	69,101,858	49,529,164
当期月均付费用户数（人）	37,737	66,071	87,715
当期月均活跃用户数（人）	1,330,410	2,678,389	3,434,482
付费玩家月均消费值 ARPPU（美元）	75.05	67.93	56.26
玩家充值消费比	98.58%	98.18%	98.45%

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

《神曲》已经运营了 5 年，为了继承《神曲》的优异表现，**2016 年幻想悦游陆续上线腾讯旗下魔方工作室出品的页游《火影忍者 Online》。**《火影忍者》是一款回合制 MMORPG 页游，该游戏具备正版 IP 版权，高度还原漫画的场景、人物、战技、音乐等设定，在全世界范围内均具有较为强大的吸引力。2014 年，腾讯运营的国内版《火影忍者》曾取得单月流水突破 8000 万元人民币的运营佳绩。腾讯与幻想悦游均为《火影忍者》海外版的上线运营投入了大量的人力及资源。**《火影忍者》已于 2016 年 4 月上线，其已取得的流水表现已经超过《神曲》同期水平。**

图表 22：《火影忍者 Online》2016 年 4-6 月流水数据

运营期间	新增注册用户数	累计注册用户数	当月活跃用户数	当月付费用户数	运营流水（万美元）	ARPPU（美元）
201604	110,909	110,909	113,270	2,426	16.96	69.91
201605	390,198	501,107	411,303	3,894	41.07	105.48
201606	1,331,839	1,832,946	1,429,646	10,742	66.33	61.75

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

在手游方面，幻想悦游 2013 年开始设立移动网络游戏部门，并基于网页网络游戏的强大发行及成功运营经验，成功发行了移动网络游戏**《神曲经典版》。**幻想悦游 2015-2016 已上线或将要上线多款符合欧美市场用户偏好及习惯的 **SLG 策略类游戏**。策略类游戏相较于 RPG 类游戏，具有用户生命周期相对较长，充值流水较为平缓稳定的特点。代表作有雷尚科技的《坦克风云》。2016 幻想悦游年将代理雷尚科技的《超级舰队》、《开炮吧坦克》两款 SLG 手游大作，其 2015 年底已上线的《战舰帝国》等手游也将持续增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 23：《战舰帝国》近一年一期流水数据

指标	2016 年 1-6 月	2015 年
当期流水合计（万美元）	442.74	67.55
期末累计注册用户数（人）	2,047,891	737,791
当期月均付费用户数（人）	5,874	2,972
当期月均活跃用户数（人）	279,873	214,313
付费玩家月均消费值 ARPPU（美元）	128.06	47.38
玩家充值消费比	88.83%	92.87%

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

根据管理层的预测，**至 2016 年年末，幻想悦游将形成《神曲》占比 1/3、《火影忍者》占比 1/3，手游占比 1/3 的多元化收入结构，对公司未来的运营和发展形成更加稳健的支撑。**

未来幻想悦游还储备了多款页游/手游，包括《剑刃风暴》、《诸神黄昏》等，实现发行不断档。

图表 24：幻想悦游已签约并拟于 2016 上线运营的游戏产品

游戏类型	游戏名称	授权范围	研发公司名称	游戏描述	已上线语言版本	2016 拟上线语言版本
页游	众神之神	除亚洲以外全球范围内独家代理	御和信息	魔神风格策略类 RPG	西、波	土、意、俄、英
页游	火影忍者	德、法、葡、英	腾讯	正版授权，格斗类 MMORPG	德、葡	英、法
页游	剑刃风暴	除中国大陆地区以外全球范围内独家代理	高大尚科技	西方魔幻题材半自动回合制游戏	德	俄
页游	诸神黄昏	东欧	灵耀网络	魔幻题材	未上线	葡
手游	战舰帝国	德、法、葡、英、俄、土、意	华清飞扬	互动型海战游戏	德、法、俄	英、意、葡、土
手游	开炮吧坦克	英、土、葡、西、法、意、俄	雷尚科技	卡牌策略类	英、俄	法
手游	超级舰队	北美地区	雷尚科技	海战题材策略类	英语	-

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 25：幻想悦游 2016-2018 年页游产品流水预测

单位：美元

类型	游戏名称	上线日期	预测 2016 年流水	预测 2017 年流水	预测 2018 年流水
页游	神曲	2012.7	32,165,227	22,060,582	12,843,934
页游	火影忍者	2016.5	15,723,396	45,062,881	17,394,986
页游	核金弹头	2016.2	484,860	373,668	229,750
页游	众神之神	2016.5	176,683	1,404,425	3,179,037
页游	怒火燎原	2014.12	309,069	37,326	-
页游	傲剑	2013.12	429,286	14,560	-
页游	女神联盟	2014.4	244,353	-	-
页游	生死狙击	2014.5	776,600	267,731	-
页游	弹弹堂	2015.8	118,506	751	-
页游	页游新 1	2017.12	-	3,768,982	9,953,812
页游	页游新 2	2018.1	-	1,142,861	12,990,290
页游	页游新 3	2018.1	-	-	12,691,779
页游	页游新 4	2018.1	-	-	5,924,071
页游	页游新 5	2018.4	-	-	5,536,732
页游	页游新 6	2018.4	-	-	2,604,036
页游	页游新 7	2018.4	-	-	4,562,581
页游	页游新 8	2018.6	-	-	1,696,911
页游	页游新 9	2018.1			370,393
页游	页游新 10	2018.6			430,936
合计			50,427,980	74,133,767	90,409,248

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 26：幻想悦游 2016-2018 年手游产品流水预测

单位：美元

类型	游戏名称	上线日期	预测 2016 年流水	预测 2017 年流水	预测 2018 年流水
手游	战舰帝国	2015.9	8,642,812	12,304,951	7,966,928
手游	觉醒吧麦伦	2016.1	4,480,480	8,212,716	3,724,519
手游	开炮吧坦克	2016.1	1,289,770	4,296,823	894,954
手游	超级舰队	2016.1	5,030,115	8,031,068	4,005,096
手游	经典神曲	2014.8	1,551,756	55,712	-
手游	手游新 1	2017.6	-	4,050,636	4,266,596
手游	手游新 2	2018.1	-	6,809,109	8,616,917
手游	手游新 3	2018.1	-	3,798,260	16,717,145
手游	手游新 4	2018.2	-	1,771,167	16,304,748
手游	手游新 5	2018.4	-	828,652	18,603,859
手游	手游新 6	2018.5	-	-	8,378,991
手游	手游新 7	2018.6	-	-	1,737,164
小计			20,994,933	50,159,094	91,216,917

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

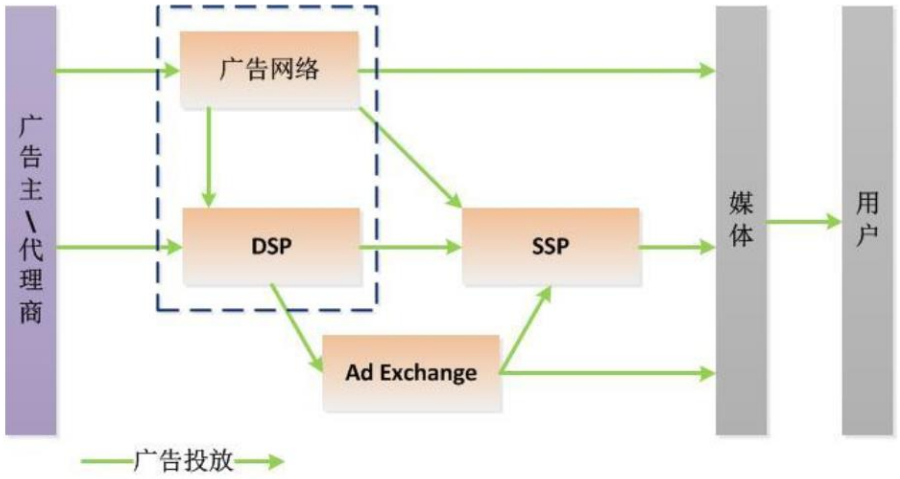
3. 广告板块：初聚科技夯实移动互联网营销实力

3.1. Avazu Inc：全球数字营销领跑者

天神娱乐于 2015 年 3 月通过收购 Avazu Inc.及其技术服务提供方上海麦橙 100%股权切入数字营销领域。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。旗下拥有 4 大业务板块:全球发行平台 Teebik，全球广告平台 Avazu，全球创业平台 aFund

Avazu 的互联网广告平台包括广告网络平台和 DSP 平台（Demand Side Platform，需求方平台）。Avazu 的**广告网络平台**在广告主提出广告投放需求后，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。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。

图表 27：互联网广告平台产业链



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

Avazu 创立之初即专注于互联网广告的精准投放，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，并相应建立了适合移动互联网广告精准投放的程序化广告平台。**目前 Avazu 营业收入主要来源于移动互联网广告业务，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 2,200 万个，其中移动端单月最高广告转化数超过 2,000 万个。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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

根据全球排名第一的移动广告效果监测和分析平台 AppsFlyer 对 2016 年上半年全球超过数亿次的游戏和非游戏类 App 用户安装进行跟踪，**Avazu 在安卓流量综合排名中位居全球非游戏类“PowerRanking”TOP3，仅次于 Facebook 和 GoogleAdWords，这已是 Avazu 再次荣获 AppsFlyer 全球影响力排行榜前三名，同时，Avazu 也卫冕了全球“PowerRanking”亚洲公司 TOP1。**AppsFlyer 此份报告涵盖了 2016 年上半年全球超过15亿安装数据所对应的按平台细分的全球数据和区域数据，显示了 Avazu 在全球移动广告市场的强大实力。

图表 28：广告业务标的业绩承诺及完成情况

游戏板块	持股比例	业绩承诺			2015 年实际实现业绩	完成情况
		2015	2016	2017		
上海麦橙	100%	101	105	110	137	超 36%
Avazu Inc.	100%	12899	17574	23316	12906	达标

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 初聚科技：移动互联网广告+海外市场扩展

初聚科技于 2015 年末被幻想悦游收购，成为其全资子公司。**初聚科技主营业务为移动游戏及各类手机应用软件客户提供广告投放、精准营销等服务。**面向海外市场，主要包括美国、香港、台湾、新加坡等国家和地区。初聚科技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、变现系统、需求方平台 DSP 和数据管理平台 DMP 等**。

初聚科技从多个维度对用户在移动互联网中的静态数据及动态数据进行搜集分析，采用协同过滤、深度学习等各类先进算法，对用户特征及行为进行学习、提炼、标识和匹配，并进一步构建精确的用户画像。结合用户画像，通过公司 DSP 平台，使用程序化的实时竞价（RTB）广告投放方式，实现广告内容、属性与用户特征的匹配和分析，帮助公司在移动端广告投放时能够实现更高的 CTR 和 CVR。

图表 29：初聚科技核心技术

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

在 RTB 业务之外，公司还自行建立了 Alchemy 流量变现系统，帮助 APP 开发者直接接入公司广告后台，成为私有程序化广告交易市场（PMP）。PMP 能够打通移动互联网广告交易流程中的中间环节，实现广告主与 APP 开发者之间的直接交易。与 RTB 模式下完全根据用户特征进行交易不同，PMP 可以通过 PDB（Private Direct Buy 私有直接购买）、PD（Preferred Deal 优先交易）以及 PA（Private Auction 私有拍卖）等多种方式帮助广告主实现更有计划性的对媒体流量进行管理优化，也可以帮助拥有优势流量资源的 APP 开发者对广告内容进行筛选过滤，并取得更好的流量变现价格。

截至 2016 年 06 月 30 日，初聚科技的互联网广告平台实现单月最高广告展示 69.95 亿次，月均广告展示 54.76 亿次；单月最高点击数近 7,274.20 万次，月均点击数 5,812.09 万次；单月最高广告转化数超过 122.66 万个，月均广告转化数 103.72 万个。目前初聚科技正在快速拓展海外市场，合作关系已包括北美、亚太的众多知名广告公司、游戏客户和应用开发客户。客户包含 Lyft、Twitter、Yelp 等知名 APP。

初聚掌握的精准广告技术能够极大的帮助游戏开发者和发行商提高推广效率。**游戏行业相关客户的广告投放收入是北京初聚收入的重要来源之一，游戏收入占比超过 35%；**由于初聚科技的移动广告投放区域主要为海外市场，未来将有助于幻想悦游在北美市场实现快速拓展，与天神娱乐各业务也拥有良好的协同效应。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 影视板块：从上游 IP 到下游营销全链发展

4.1. 影视 IP+票务发行：卡位上下游核心资源

天神娱乐在影视板块布局较早。公司于 2015 年 10 月收购儒意影业 49%股权，后于 2016 年 7 月退出，获利近 3 亿元。**儒意影业**主营影视剧的策划、制作及其衍生业务，是国内主要的基于互联网数据分析基础上进行电影和电视剧内容研发、制作的公司。

儒意影业参与策划制作影视剧作《北平无战事》豆瓣评分 8.8，口碑收视双丰收；大热的《琅琊榜》豆瓣评分 9.2，爱奇艺播放已超 10 亿。电影方面，儒意影业推出过多部票房佳作，如《致我们终将逝去的青春》(7.2 亿)、《老男孩之猛龙过江》(2.1 亿)、《小时代 3》、《小时代 4》(两部合计 10 亿)、《一个勺子》等。

图表 30：儒意影业影视剧作品

资料来源：公司官网、东吴证券研究所

近年来优质 IP 成为稀缺资源，受到业内激烈的争夺，版权费也频频暴涨。天神娱乐着手储备优质网文 IP 资源，2016 年所投自有 IP 网剧**《余罪》**在爱奇艺累计播放超 20 亿次，成为现象级作品；拥有强大粉丝基础的玄幻剧作**《将夜》**项目也已正式启动，未来公司计划每年推出一至两部精品影视剧。如今天神娱乐旗下成立了天神影业，**将陆续开发《将夜》/《黑锅》/《余罪》大电影、原创 IP《傲剑》等。**

图表 31：《余罪》爱奇艺播放量超 21 亿次

资料来源：爱奇艺、东吴证券研究所

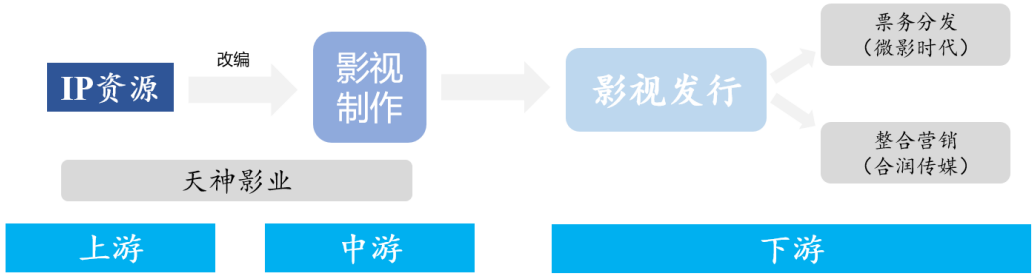
请务必阅读正文之后的免责声明部分

通过不断挖掘和储备文学、影视、动漫等方面的优质 IP，天神娱乐希望充分发挥优秀 IP 与页游、手游之间的联动效应。公司已经取得了著名影视作品《琅琊榜》、文学作品《遮天》、动漫作品《妖神记》等游戏 IP 改编权，影游协同效应显著增强。

下游影视票务领域，**天神娱乐于 2016 年 4 月通过设立并购基金天神中慧的方式，现金增资微影时代，投资金额为 4 亿，获得微影时代 3.43%股权。**

微影时代以在线票务销售为切入点，致力于以互联网的方式重塑电影、演出等娱乐产业链，成为拥有最广大娱乐消费用户的互联网娱乐内容发行、营销、众筹及数据平台。目前，微影时代拥有微信、QQ 及 APP “微票儿”三大入口，并且是微信、QQ 钱包下唯一的电影演出票务服务商。微信电影票于 2013 年 12 月 12 日上线，随后持续高速发展；截至 2015 年 7 月，宣称可购票影院覆盖约 3,500 家，累计付费用户 1,105 万人，已经签约合作的剧场剧院约 600 家。

图表 32：天神娱乐影视业务版图轮廓清晰



资料来源：爱奇艺、东吴证券研究所

4.2. 合润传媒：整合营销完善影视板块布局

在最新的收购方案中，合润传媒的交易对价没有变化：7.4 亿（现金 3.59 亿+股权 3.83 亿）收购合润传媒 93.36%股权。合润传媒是一家拥有自主知识产权的创新型文化产业公司，也是中国品牌内容整合营销行业的先驱和领跑者。公司的主营业务为品牌内容整合营销，始于植入广告模式，并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。**代表作品包括《北京爱情故事》、《步步惊心 2》、《窃听风云 3》、《里约大冒险 2》、《小时代 3》、《变形金刚 4》、《一年级》、《何以笙箫默》、《小时代 4》、《老炮儿》、《乡村爱情 7》、《使徒行者》、《欢乐颂》、《柠檬初上》《微微一笑很倾城》等多部影视剧品牌内容整合营销项目

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 33：合润传媒营销服务发展历程

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

自 2007 年成立以来，合润传媒依托于好莱坞和国内影视剧、互联网视听内容等影视文化作品，构建了国内品牌内容创制（即品牌与内容融合的创意及制作）服务大平台，是国内品牌内容整合营销行业综合实力最强的公司之一。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。

图表 34：合润传媒近两年整合营销案例

类别	案例名称	合作品牌	合作方式	植入次数或时长
电视剧	天猫《何以笙箫默》T2O 案例	天猫	植入及线上推广	500 秒
	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、任酒	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、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

合润传媒多年来专注于主营业务“品牌内容整合营销”，是国内内容品牌整合营销领域进入市场最早、发展时间最长、经验最为丰富的公司。**品牌内容整合营销其占营业收入比例达 90%以上，且保持快速增长。**公司 2015 年获得的奖项包括：

图表 35：合润传媒近两年整合营销案例

获奖产品/服务	获奖时间	荣誉名称	授予单位/承办单位	获奖主体	备注
公司级奖项	2015 年 5 月	金远奖最具营销创新力企业大奖	《广告主》杂志及中国传媒大学 MBA 学院	合润传媒	大中华区唯一一项基于整合营销传播理念的全媒体奖项体系
HI 内容		金远奖最具市场价值创意营销工具/平台奖			
红牛品牌内容营销服务		金远奖“红牛品牌内容整合营销”综合类金奖			
京东品牌营销服务		金远奖“京东商城品牌内容整合营销”综合类金奖			
《何以笙箫默》边看边买 T20 新营销模式	2015 年 4 月	品牌案例金鼠标移动营销互动类金奖	中国商务广告协会特别指导、北大新传学院、网赢天下、《国际品牌观察》联合主办	合润传媒	金鼠标奖表彰为行业发展做出突出贡献的营销人物和团队、网络媒体、代理机构等，推动行业更好地利用互联网应对新营销挑战
光明莫斯利安《一年级》深度营销案例		2014 年度视频整合营销奖银奖			

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

合润传媒**承诺 2016-2018 年扣非净利润不低于 5500/6875/8594 万元，承诺业绩复合增长率为 25%**，显示出较高的成长性。合润传媒 2016 年 1-6 月已实现的未经审计的营业收入及净利润分别为 1.24 亿元、2234 万元，**净利润已达到 2016 年承诺净利润的 40.62%**。由于 2016 年确认收入的项目大部分在 2015 年及之前已签订，2016 年完成利润承诺的可能性较高。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 盈利预测

公司主要盈利来源于游戏和广告板块。如果幻想悦游与合润传媒并购 2016 年顺利完成，则 2016 年游戏/广告/影视板块备考净利润分别为 7.01/1.75/0.55 亿元。我们结合万得游戏板块与营销板块公司一致性估值预期，给予天神娱乐 2016 年 40 倍估值。

首次覆盖给予“买入”评级：考虑幻想悦游和合润传媒的并购，预计天神娱乐 2016/2017/2018 年备考净利润分别为 9.31/11.29/14.90 亿，按增发后股本计算，摊薄 EPS 分别为 2.63/3.19/4.21 元，现价对应 2016-2018 年 29/24/18 倍 PE。给予 16 年整体 40 倍估值，目标价 105 元。首次覆盖给予“买入”评级！

请务必阅读正文之后的免责声明部分

天神娱乐三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	**1401.3**	**2673.0**	**3032.4**	**4486.4**
现金	723.5	724.0	724.0	1785.6
应收款项	438.2	1209.3	1440.6	1667.0
存货	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	239.6	739.7	867.8	1033.7
非流动资产	**5904.5**	**5933.7**	**5934.4**	**5932.7**
长期股权投资	1395.2	1395.2	1395.2	1395.2
固定资产	11.5	42.2	44.3	43.8
无形资产	15.2	13.7	12.3	11.1
其他	4482.6	4482.6	4482.6	4482.6
资产总计	**7305.8**	**8606.7**	**8966.8**	**10419.1**
流动负债	**974.2**	**1429.6**	**768.9**	**876.3**
短期借款	317.8	938.8	56.4	0.0
应付账款	90.4	202.6	272.5	342.5
其他	566.0	288.2	439.9	533.8
非流动负债	**1362.6**	**1362.6**	**1362.6**	**1362.6**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	1362.6	1362.6	1362.6	1362.6
负债总计	**2336.8**	**2792.1**	**2131.4**	**2238.9**
少数股东权益	-4.5	-1.1	2.9	8.3
归属母公司股东权益	4973.5	5811.3	6826.9	8167.9
负债和股东权益总计	**7305.8**	**8602.3**	**8961.3**	**10415.1**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	319.8	-517.2	1003.2	1273.1
投资活动现金流	-2467.2	-10.3	-8.0	-6.1
筹资活动现金流	2638.3	527.9	-995.2	-205.4
现金净增加额	495.2	0.5	0.0	1061.6
企业自由现金流	-2309.4	-243.5	998.6	1271.6

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**940.8**	**2942.7**	**3755.8**	**4680.5**
营业成本	294.5	924.3	1243.3	1562.7
营业税金及附加	4.0	12.9	16.5	20.6
营业费用	14.8	64.7	150.2	182.5
管理费用	226.8	707.8	1195.7	1396.0
财务费用	51.2	-11.0	-20.0	-14.0
投资净收益	42.3	45.0	45.0	45.0
其他	-24.9	-342.7	-67.6	-62.8
营业利润	**366.9**	**946.4**	**1147.4**	**1514.9**
营业外净收支	-6.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	**360.9**	**946.4**	**1147.4**	**1514.9**
所得税费用	4.5	11.8	14.3	18.9
少数股东损益	-5.7	3.7	4.5	6.0
归属母公司净利润	**362.1**	**930.8**	**1128.5**	**1490.0**
EBIT	401.3	1234.6	1151.4	1519.9
EBITDA	406.2	1244.6	1158.8	1525.1

重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益(元)	1.24	2.63	3.19	4.21
每股净资产(元)	17.03	16.43	19.31	23.10
发行在外股份(百万股)	292.1	353.6	353.6	353.6
ROIC(%)	17.5%	26.3%	21.0%	26.8%
ROE(%)	7.3%	16.0%	16.5%	18.2%
毛利率(%)	68.3%	68.2%	66.5%	66.2%
EBIT Margin(%)	42.6%	42.0%	30.7%	32.5%
销售净利率(%)	38.5%	31.6%	30.0%	31.8%
资产负债率(%)	32.0%	32.4%	23.8%	21.5%
收入增长率(%)	97.8%	212.8%	27.6%	24.6%
净利润增长率(%)	56.3%	157.0%	21.2%	32.0%

数据来源：东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn