

2017年08月30日

天神娱乐 (002354.SZ)

游戏营收大幅增长，外延式并购打造泛娱乐聚合平台

事件：

公司发布 2017 年中报：

(1) 上半年公司实现营收 15.89 亿元，同比增长 85.04%；归母净利润 5.05 亿元，同比增长 150.14%；

(2) 上半年页游收入 2.42 亿元，同比增长 250.50%；手游收入 4.99 亿元，同比增长 231.98%；平台服务收入 4.39 亿元，同比增长 70.07%；互联网广告收入 3.23 亿元，同比减少 15.38%；影视广告收入 0.86 亿元；

(3) 主要控股参股子公司上半年业绩：天神互动收入 3.84 亿元，净利润 1.69 亿元；幻想悦游收入 3.68 亿元，净利润 1.14 亿元；Avazu Inc. 收入 3.23 亿元，净利润 0.60 亿元；雷尚科技收入 0.81 亿元，净利润 0.47 亿元；妙趣横生收入 0.39 亿元，净利润 0.28 亿元；合润传媒收入 0.85 亿元，净利润 0.22 亿元；嘉兴乐玩收入 3.01 亿元，净利润 1.74 亿元；

(4) 业绩预告：公司 2017 年 1-9 月归母净利润预计 7.20-8.80 亿元，同比增长 112.68%-159.94%。

点评：

■ 游戏类型扩充与产业链延伸并举，驱动游戏收入持续增长

(1) 公司上半年游戏业务实现营收 7.41 元，同比增长 237.81%，主要源于公司完成对游戏发行商幻想悦游以及棋牌游戏厂商嘉兴乐玩并表；

(2) 布局细分品类，夯实研发实力。公司旗下《苍穹变》、《黎明之光》、《坦克风云》等重点游戏运营稳定，其中《黎明之光》累计充值超过 4 亿元，《坦克风云》用户数突破 3700 万；下半年公司计划推出《琅琊榜》、《坦克风云 2》、《十万个冷笑话番剧版》、《上吧 MT》等精品手游，巩固行业领先地位；

(3) 布局棋牌游戏，丰富产品类型。截止 2017 年 6 月，公司完成收购棋牌游戏厂商一花科技 100% 股权、嘉兴乐玩 42% 股权，并通过并购基金收购无锡新游 64.1% 股权、口袋科技 51% 股权，其中嘉兴乐玩运营 39 款地市级棋牌产品，2017 年 3 月-6 月实现收入 3.01 亿元，净利润 1.74 亿元。

(4) 公司 2017 年 2 月完成收购海外发行商幻想悦游，助力公司游戏产品出海。幻想悦游已在中东、南美、欧洲地区发行渠道，是国内第一家 PS4、STEAM 平台游戏发行商，公司代理页游、手游以及主机

公司快报

证券研究报告

传媒

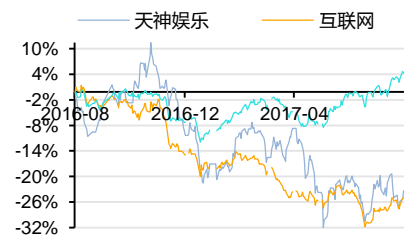
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**28.50 元**
股价 (2017-08-29) **20.99 元**

交易数据

总市值 (百万元)	18,863.24
流通市值 (百万元)	8,904.11
总股本 (百万股)	898.68
流通股本 (百万股)	424.21
12 个月价格区间	18.63/85.97 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.61	-12.5	-32.27
绝对收益	-0.62	0.43	-27.77

焦娟

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

- 天神娱乐：全年业绩符合预期，打造“游戏+广告+影视”泛娱乐平台/焦娟 2017-03-31
- 天神娱乐：天神娱乐：以游戏为核心，持续推进泛娱乐全产业链布局/焦娟 2017-03-15

游戏合计数量超过 50 款，总注册用户超过 1 亿人。

■ 移动分发平台表现良好，海外业务成为新突破口

公司移动分发平台业务上半年实现收入 4.39 亿元，同比增长 70.07%，主打产品爱思助手经营数据良好，上半年实现日新增用户数超过 10 万，日均分发量稳定在 900 万，月活跃超过 2200 万；同时爱思助手推出海外版本 3Utools，成功开拓东南亚、欧美、南美市场，截止 2017 年 6 月，海外用户量突破百万，日活跃用户达 3 万。

■ 移动互联网广告稳定运营，多元化投资影视娱乐业务

(1) 上半年公司以全资子公司 Avazu Inc.100% 股权作价 22.15 亿元投资 DotC 公司，取得 DotC 公司 30.58% 股权，实现资产结构优化；另外幻想悦游旗下北京初聚拥有全球化的高品质流量平台，涵盖 100 多个国家及地区，增强公司移动互联网营销实力；

(2) 公司通过多元化投资逐步渗透影视产业链，后续影视布局值得期待。2015 年以来公司通过并购基金工夫影业、嗨乐影视以及微影时代，2017 年上半年公司完成对合润传媒并表，卡位品牌植入市场，目前公司已获得《琅琊榜》、《遮天》、《将夜》、《武动乾坤》、《妖神记》等重量级 IP，并拟参与筹拍影视项目《将夜》。

(数据来自公司公告)

■ **投资建议：**公司游戏业务营收持续增长，致力于打造“游戏+广告+影视”的泛娱乐聚合平台。我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 10.21/11.95/13.88 亿元，公司股本 8.99 亿股，对应 EPS 为 1.14/1.33/ 1.54 元，给予 2017 年 25X 估值，对应目标价 28.50 元，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**游戏政策监管趋严、新品游戏上线不及预期、商誉减值等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	940.8	1,674.9	2,653.0	3,316.2	4,200.0
净利润	362.1	546.7	1,020.9	1,194.5	1,387.7
每股收益(元)	0.40	0.61	1.14	1.33	1.54
每股净资产(元)	5.53	6.35	6.66	7.90	9.22

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	52.1	34.5	18.5	15.8	13.6
市净率(倍)	3.8	3.3	3.2	2.7	2.3
净利润率	38.5%	32.6%	38.5%	36.0%	33.0%
净资产收益率	7.3%	9.6%	17.0%	16.8%	16.7%
股息收益率	0.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%
ROIC	761.7%	14.8%	27.7%	22.8%	36.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	940.8	1,674.9	2,653.0	3,316.2	4,200.0	成长性					
减:营业成本	294.5	682.0	1,012.9	1,300.0	1,654.8	营业收入增长率	97.8%	78.0%	58.4%	25.0%	26.7%
营业税费	4.0	5.3	10.5	12.6	15.3	营业利润增长率	43.6%	53.1%	89.8%	15.0%	22.3%
销售费用	14.8	76.1	53.1	66.3	84.0	净利润增长率	56.3%	51.0%	86.7%	17.0%	16.2%
管理费用	226.3	343.8	556.6	767.0	953.8	EBITDA 增长率	63.6%	39.5%	87.2%	13.2%	19.4%
财务费用	51.2	14.5	20.3	5.7	-23.2	EBIT 增长率	64.7%	37.8%	88.6%	13.4%	19.8%
资产减值损失	25.4	29.7	18.8	24.6	24.4	NOPLAT 增长率	77.5%	33.9%	87.6%	14.9%	14.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6800.9%	-0.1%	39.9%	-27.8%	9.7%
投资和汇兑收益	42.3	38.4	85.8	86.5	9.0	净资产增长率	649.5%	14.9%	4.8%	18.5%	16.7%
营业利润	366.9	561.9	1,066.7	1,226.5	1,499.9	利润率					
加:营业外净收支	-6.0	7.0	0.3	0.4	2.6	毛利率	68.7%	59.3%	61.8%	60.8%	60.6%
利润总额	360.9	568.8	1,067.0	1,226.9	1,502.5	营业利润率	39.0%	33.5%	40.2%	37.0%	35.7%
减:所得税	4.5	23.3	48.9	40.6	120.2	净利润率	38.5%	32.6%	38.5%	36.0%	33.0%
净利润	362.1	546.7	1,020.9	1,194.5	1,387.7	EBITDA/营业收入	45.0%	35.2%	41.6%	37.7%	35.5%
						EBIT/营业收入	44.4%	34.4%	41.0%	37.2%	35.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	4	3	1	1	0
货币资金	723.5	557.4	212.2	2,212.6	2,933.8	流动营业资本周转天数	13	-29	66	70	13
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	332	274	251	347	377
应收账款	438.2	504.3	909.7	936.1	1,377.2	应收账款周转天数	103	101	96	100	99
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	67	76	31
预付账款	81.0	23.4	378.8	181.5	276.0	总资产周转天数	1,540	1,579	1,053	962	872
存货	-	-	980.8	419.6	292.6	投资资本周转天数	726	804	608	489	339
其他流动资产	158.6	58.9	72.6	96.7	76.1	投资回报率					
可供出售金融资产	739.1	1,463.2	850.3	1,017.5	1,110.3	ROE	7.3%	9.6%	17.0%	16.8%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	7.4%	12.5%	12.4%	12.8%
长期股权投资	1,395.2	67.7	67.7	67.7	67.7	ROIC	761.7%	14.8%	27.7%	22.8%	36.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	11.5	11.8	7.5	3.1	0.3	销售费用率	1.6%	4.5%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	24.0%	20.5%	21.0%	23.1%	22.7%
无形资产	15.2	41.3	27.8	14.3	0.9	财务费用率	5.4%	0.9%	0.8%	0.2%	-0.6%
其他非流动资产	3,743.4	4,662.4	4,624.5	4,634.1	4,636.3	三费/营业收入	31.1%	25.9%	23.7%	25.3%	24.2%
资产总额	7,305.8	7,390.3	8,131.9	9,583.2	10,771.1	偿债能力					
短期债务	317.8	61.0	379.8	-	-	资产负债率	32.0%	22.8%	26.4%	26.0%	23.2%
应付账款	563.9	805.0	981.8	1,511.3	1,626.8	负债权益比	47.0%	29.5%	35.9%	35.2%	30.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.44	1.23	1.74	2.41	2.82
其他流动负债	92.6	63.4	105.8	84.1	128.0	速动比率	1.44	1.23	1.07	2.15	2.66
长期借款	-	99.9	-	-	-	利息保障倍数	8.16	39.77	53.66	215.16	-63.60
其他非流动负债	1,362.6	652.0	680.5	898.3	743.6	分红指标					
负债总额	2,336.8	1,681.3	2,147.8	2,493.8	2,498.4	DPS(元)	0.08	0.15	0.21	0.28	0.32
少数股东权益	-4.5	-1.2	-3.9	-12.0	-17.3	分红比率	20.0%	24.3%	18.1%	20.8%	21.0%
股本	292.1	292.1	898.7	898.7	898.7	股息收益率	0.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%
留存收益	4,466.3	4,865.9	5,089.3	6,202.8	7,391.3						
股东权益	4,969.0	5,709.0	5,984.1	7,089.5	8,272.7						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	356.4	545.6	1,020.9	1,194.5	1,387.7	EPS(元)	0.40	0.61	1.14	1.33	1.54
加:折旧和摊销	6.8	17.8	17.8	17.8	16.3	BVPS(元)	5.53	6.35	6.66	7.90	9.22
资产减值准备	25.4	29.7	-	-	-	PE(X)	52.1	34.5	18.5	15.8	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.3	3.2	2.7	2.3
财务费用	50.8	21.0	20.3	5.7	-23.2	P/FCF	-6.3	48.0	-75.5	8.3	18.5
投资损失	-42.3	-38.4	-85.8	-86.5	-9.0	P/S	20.0	11.3	7.1	5.7	4.5
少数股东损益	-5.7	-1.2	-2.8	-8.2	-5.4	EV/EBITDA	63.4	30.9	16.4	12.4	9.9
营运资金的变动	1,100.1	-766.6	-1,469.6	1,424.9	-386.0	CAGR(%)	49.3%	36.3%	63.2%	49.3%	36.3%
经营活动产生现金流量	319.8	502.2	-499.2	2,548.2	980.3	PEG	1.1	0.9	0.3	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-2,467.2	927.9	698.4	-81.3	-83.3	ROIC/WACC	72.8	1.4	2.7	2.2	3.4
融资活动产生现金流量	2,638.3	-1,613.3	-544.3	-466.5	-175.9	REP	0.1	3.5	1.3	1.9	1.0

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034