



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 天神娱乐(002354.SZ): 多元布局显成效, 板块协调助发展

——调研简报

2018年2月1日

### 分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

### 研究助理:

王丽丽

执业证书编号: S1380116110015

联系电话: 010-88300857

邮箱: wanglili@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格(1月31日): 17.25

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

### 公司基本数据

总股本(百万股): 936.85

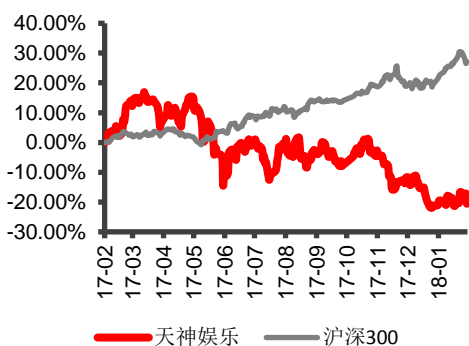
流通股本(百万股): 519.83

流通A股市值(亿元): 89.67

每股净资产(元): 9.2

资产负债率(%): 36.79

### 天神娱乐近一年股价走势



### 内容提要:

天神娱乐是一家集游戏、移动互联网平台、内容营销于一体的泛娱乐互联网企业。近期我们对公司进行了实地调研,形成主要投资观点如下:

- **以精品游戏带动品牌影响,关注创新和细分市场。**公司具有较强的自研能力,在研游戏数量约20款左右,同时具有充足的IP储备,产品形态涵盖MMORPG、卡牌、军事以及益智类棋牌游戏等。2018年,公司将有超过10款新品上线,其中包括多个知名IP改编游戏,如《琅琊榜》、《武动乾坤》等。若产品按计划上线,将对今年公司业绩产生积极影响。
- **内容营销引入新业务,全场景营销引领新趋势。**营销板块凭借公司2016年对合润传媒的收购,业务实力进一步增强。合润传媒在电视剧广告植入领域耕耘十余年,累计拥有500多部成功案例。2017年公司开创了电影全场景营销和音乐全场景营销两条新的业务线。其中,电影全场景营销是国内唯一、有针对性且能充分落地的营销产品。除了决策、购票、观影前、观影中的场景外,特别注意到了映后场景的市场机会,未来其市场规模有望媲美映前广告。音乐全场景营销围绕音乐内容,提供定制化及品牌管理等服务,最大限度地借助音乐市场的传播能力提升其商业价值。
- **多元化集团化布局,业务协同将推进公司发展。**通过对多个泛娱乐节点的投资,公司目前在游戏、互联网渠道平台、营销以及影视方面均有所布局,成效正在逐渐显现。目前公司已经开始建立业务主体之间的联系,通过集团化的管理以及多部门协作的形式提高协同效率。我们认为公司未来的发展将取决于各业务板块协同效率的发挥以及由此产生的内生增长动力对公司业绩的持续贡献作用。
- **风险提示:**新游戏产品上线带来收入增长的不确定性,宏观经济对传媒行业的影响,相关政策变动风险,国内外二级市场系统性风险。

近期我们对天神娱乐进行了实地调研,与公司高管就公司2017年经营情况以及未来发展计划等进行了交流,会议纪要整理如下,供投资者参考。

## 1、公司基本情况

### 1.1 公司主营业务

天神娱乐作为一家泛娱乐互联网企业,其主营业务包括游戏研发、互联网渠道平台、内容全场景营销以及影视投资等。

游戏方面,公司除通过天神互动研发了一系列手游、页游产品外,分别于2015年收购雷尚科技、妙趣横生,2016年收购海外游戏发行公司幻想悦游、棋牌手游一花科技以及投资新游网络、口袋科技和嘉兴乐玩等公司,全面涉足游戏各细分市场以及发行渠道,积极开拓游戏出海市场。

互联网渠道方面,公司通过收购为爱普、投资DotC等平台,为游戏和娱乐端构建流量入口。

内容营销方面,公司于2017并购合润传媒,进一步补足其游戏、影视板块的发展。过去3年公司累计投资或并购超过20%股权企业十余家,外延式发展步伐迅猛。

### 1.2 公司业绩情况

2017年前三季度,受收购子公司并表利好影响,公司实现营业收入22.37亿元,归属于母公司股东的净利润7.5亿元,分别同比增长70.79%和121.66%;扣非后归母净利润6.8亿元,同比增长103.61%;基本每股收益0.85元。

根据公司的业绩预告,2017年预计净利润在9亿元至11.25亿元之间,同比增长64.61%至105.77%。

## 2、投资观点

### 2.1 以精品游戏带动品牌影响,关注创新和细分市场

游戏板块作为公司主要的业务条线,目前涵盖多个业务主体,包括天神互动、雷尚科技、乐玩游戏、妙趣横生、益游网络、一花科技、幻想悦游以及游研社。其中,天神互动、妙趣横生以手游研发为主,雷尚科技以军事类题材游戏见长,乐玩、一花主攻地方棋牌及卡牌类游戏,而幻想悦游则着眼于国外市场的游戏发行。游研社作为公司新的业务主体,目前以新类型游戏开发为主。各业务主体依托于自身的强项领域,力图以精品游戏带动公司品牌影响力的提升。同时,公司积极关注新品类和细分市场,已经着手研发H5游戏以适应小程序带来的新的市场机会。总体来讲,公司具有较强的自研能力,在研游戏数量约20款左右,同时具有充足的IP储备,产品形态涵盖MMORPG、卡牌、军事以及益智类棋牌游戏等。2018年,公司将超过10款新品上线,其中包括多个知名IP改编游戏,如《琅琊榜》、《武动乾坤》等。若产品按计划上线,将对今年公司业绩产生积极影响。

### 2.2 内容营销引入新业务,全场景营销引领新趋势

营销板块凭借公司 2017 年对合润传媒的收购，业务实力进一步增强。合润传媒在电视剧广告植入领域耕耘十余年，累计拥有 500 多部成功案例。2017 年公司开创了电影全场景营销和音乐全场景营销两条新的业务线。其中，电影全场景营销是国内唯一、有针对性且能充分落地的营销产品。除了决策、购票、观影前中的场景外，特别注意到了映后场景的市场机会，未来其市场规模有望媲美映前广告。音乐全场景营销围绕音乐内容，提供定制化及品牌管理等服务，最大限度地借助音乐市场的传播能力提升其商业价值。

### 2.3 多元化集团化布局，业务协同将推进公司发展

通过对多个泛娱乐节点的投资，公司目前在游戏、互联网渠道平台、营销以及影视方面均有所布局，成效正在逐渐显现。互联网渠道方面，爱思助手作为国内首款苹果移动设备管理工具，累计分发游戏总量已超过 45 亿次。其海外版 3uTools 的日活用户也达到 3 万人。整体来看，公司各业务条线各有优势，但协同效力相对较弱。针对这一问题，目前公司已经开始建立业务主体之间的联系，通过集团化的管理以及多部门协作的形式提高协同效率。我们认为公司未来的发展将取决于各业务板块协同效率的发挥以及由此产生的内生增长动力对公司业绩的持续贡献作用。

## 3、调研问答环节

### 3.1 公司对游戏板块整体协同有哪些计划安排？

公司对游戏板块的考虑主要是提高协同力度。以前各子公司协同力度不够，未来一方面会从项目立项阶段就进行协调，成立项目协调委员会，另一方面会提高各子公司间的深入交流，互通有无。此外就是在人才引进方面，公司将由集团牵头，完成整体的招聘计划。

### 3.2 棋牌类游戏目前监管趋严，公司如何看待其对市场影响以及公司的竞争优势包括哪些？

政策不是棋牌类游戏的主要竞争点，公司完全遵守国家法规，政策风险较小。我们认为主要竞争还是来自市场，2017 年下半年基本上超过 80 万人口的县城至少有 2 个以上的公司竞争市场，前期主要以价格战为主。经过价格竞争后，我们认为棋牌类游戏的竞争模式会向品牌壁垒竞争转移。公司在湖南、四川、福建等地区已经开始通过提升游戏品质以及品牌影响力（签约代言人、线下比赛和广告营销等）来增加行业壁垒了。

### 3.3 映后业务能产生多大利润？

这是一个渐进的过程，映后针对的群体就是观影人群，取决于票务平台商业化规模等诸多因素，前期以试水为主。从趋势上看是好的，因为两大票务平台去年年底到今年增长在 100% 以上。如果参考映前广告，头部规模在 50 亿左右。映后市场目前相对有限，未来存在较大潜力，有望达到映前规模。

### 3.4 海外游戏与国内差异以及游戏出海的优势有哪些？

国内游戏用户市场呈现倒三角，头部的付费用户占了大部分，国外是正常三角模

型，因此出海产品要做数据优化。这部分工作是公司强项。至于什么类型的游戏容易被海外用户接受，公司会根据大数据支持匹配数据和海外用户画像，提升公司竞争力和建立竞争壁垒。我们看好海外领域，预计中国产品未来几年出海优势会逐渐增强。

### 3.5 流量红利方面的变化？

2017 年以后买量成本明显提升，公司做细分产品就是注意到市场从人口红利向存量市场转移的趋势。从垂直领域来看，用户获取成本相对较低。因此在存量市场中寻找人口红利机会一直存在。另外目前的竞争还是在拼游戏的品质。好游戏会通过社交关系、朋友圈来传播，这将是未来获取用户的主要途径。

### 3.6 幻想悦游及其他各子公司的业绩承诺完成情况如何？

幻想悦游方面，公司主要产品《火影忍者》目前整体营收稳定符合预期，绿洲是做海外游戏长生命周期的公司，目前逐渐趋于成熟。总体看公司 RPG 产品储备充足、具有开发爆款实力、且除立足欧美市场外还计划进军东南亚市场，基于以上三个因素，公司对今年业绩有信心；此外，其他各子公司盈利能力稳定，均能正常完成业绩承诺。

### 3.7 自媒体方面的广告营销部分有布局吗？

合润传媒更擅长的是整合渠道资源和内容资源。在线票务网站现在也开始邀请客户做评论了，这些都是自发内容的产生。未来的营销都是围绕内容进行的。公司更擅长做搭载式的内容营销，未来会去整合自媒体，会是后面各个场景的内容提供商。因此公司主要做法还是整合，而不是直接去做自媒体广告。

### 3.8 请介绍一下公司影视作品相关的情况

影视剧的播出主要看电视台的档期以及出于网台联动考虑下，网络平台的时间档问题。如果档期匹配适当的话，《将夜》预计会在 2018 年下半年或 2019 年年初上线。

## 4、风险提示

新游戏产品上线带来收入增长的不确定性，宏观经济对传媒行业的影响，相关政策变动风险，国内外二级市场系统性风险。

资产负债表(亿元)					利润表(亿元)				
	2017Q3	2016A	2015A	2014A		2017Q3	2016A	2015A	2014A
流动资产	23.9	11.44	14.01	4.67	营业收入	22.37	16.75	9.41	3.19
固定资产	0.29	0.12	0.11	0.09	同比(%)	70.79	78.02	97.85	30.28
长期股权投资	23.5	0.68	13.95	0.17	营业成本	14.5	11.51	6.16	1.77
资产总计	132.49	73.90	73.06	13.61	营业利润	7.79	5.62	3.67	1.44
同比(%)	117.48	1.16	881.75	57.89	同比(%)	122.33	53.13	43.60	33.33
流动负债	32.91	9.29	9.74	5.55	利润总额	9.02	5.69	3.61	1.44
非流动负债	15.84	7.52	13.63	0.27	同比(%)	155.37	57.60	41.25	33.32
负债合计	48.75	16.81	23.37	5.82	净利润	8.92	5.46	3.56	1.40
同比(%)	432.08	-28.05	2,779.79	45.00	归属母公司股东的净利润	7.5	5.47	3.62	1.43
股东权益	83.74	57.09	49.69	7.79	同比(%)	121.66	50.99	56.25	48.55
归属母公司股东的权益	82.01	57.10	49.74	7.81	非经常性损益	0.71	0.51	-0.02	0.03
同比(%)	58.41	14.81	651.17	69.55	扣非后归属母公司股东的净利润	6.8	4.96	3.64	1.40
资本公积金	49.84	35.57	36.32	-2.14	同比(%)	103.61	36.15	90.80	46.41
盈余公积金	0.16	0.16	0.16	0.16	研发费用	1.62	1.24	0.30	
未分配利润	19.71	12.92	8.18	5.99	EBIT	5.54	3.84	1.52	
					EBITDA	5.72	3.90	1.53	
现金流量表(亿元)					其他指标				
	2017Q3	2016A	2015A	2014A		2017Q3	2016A	2015A	2014A
销售商品提供劳务收到的现金	21.25	17.78	9.29	3.55	ROE(摊薄)(%)	9.15	9.57	7.28	18.28
经营活动现金净流量	6.08	5.02	3.20	1.50	销售毛利率(%)	63.67	59.28	68.69	74.06
购建固定无形长期资产支付的现金	0.1	0.11	0.19	0.01	EPS(稀释)	0.85	1.87	1.59	0.64
投资支付的现金	6.98	4.39	15.04	13.04	P/E(TTM)	21.18	44.12	82.53	70.84
投资活动现金净流量	-11.9	9.28	-24.67	-4.60	P/E(LYR)	32.93	55.79	118.69	93.28
吸收投资收到的现金	-0.9		11.57		P/B(MRQ)	2.2	3.54	5.53	27.68
取得借款收到的现金	6.57	3.17	3.60	3.42	P/S(TTM)	7.52	11.76	41.78	42.57
筹资活动现金净流量	10.53	-16.13	26.38	3.09					
现金净增加额	4.59	-1.66	4.95	0.00					
期末现金余额	10.17	5.57	7.24	2.28					
折旧与摊销		0.18	0.07	0.02					

资料来源: Wind, 国开证券研究部



## 分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师。

王丽丽，CFA，毕业于中央财经大学，管理学学士，曾任标普道琼斯指数高级分析师，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层