

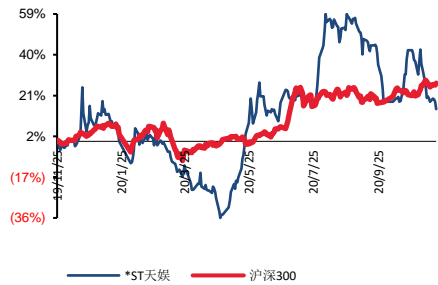
*ST 天娱(002354)

昨收盘: 3.07

传媒

*ST 天娱 (002354): 重组方案获批执行, 退市风险消除迎来拐点

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	932/714
总市值/流通(百万元)	2,862/2,192
12 个月最高/最低(元)	4.25/1.72

证券分析师: 倪爽

电话: 010-88321715

E-MAIL: nis@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030005

报告摘要

公司有望在年底内完成重组程序, 迎来发展拐点。公司上市以来, 受到过度并购与市场变化的双重影响, 爆发债务与退市危机。新管理层上任以来, 对内整合业务, 对外化解债务。公司自 2020 年 4 月进入重整程序, 目前重整方案已获得表决通过, 11 月 6 日, 已收到大连市中级人民法院裁定批准《重整计划》的《民事裁定书》。根据重整计划, 将对现有债务进行全额转股, 预计年内完成重整程序。重组完成后, 将根本解决公司的债务问题, 改善财务状况, 实现扭亏; 同时债转股还将产生大约 26-34 亿元的重组收益, 可用于一次性解决高额减值问题, 不再拖累业绩, 摆脱退市风险。公司将建立正面的市场形象, 实现业务与融资的良性循环; 扭亏之后, 根据相关规定, 2021 年可去掉“*ST”的交易限制。

公司致力于搭建包含自有流量业务、代理流量业务及流量需求业务相关流量生态链。广告方面, 公司拥有第三方手机应用商店爱思助手, 月活用户超 2,000 万, 是公司自有的流量平台; 拥有代理流量平台初聚科技, 专营海外广告; 拥有内容广告营销平台合润传媒, 进军直播电商领域。游戏方面, 公司重点发展游戏出海发行, 并通过“棋牌+电竞”的方式探索电子棋牌行业绿色经营模式。直播电商方面, 公司开拓短剧带货模式, 并布局明星直播带货业务。同时公司在山西建设数据流量生态园, 搭建全国价格最低的买量洼地。公司希望围绕流量产业上下游, 在业务之间形成联动, 实现协同发展。

风险提示: 重组无法按时完成的退市风险; 业务发展不及预期的风险; 公司股东较为分散的风险。

盈利预测和财务指标:

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1334.91	1398.66	2644.18	4051.66
(+/-%)	-49%	5%	89%	53%
归母净利润(百万元)	-1197.68	48.91	339.98	431.85
(+/-%)	83%	104%	595%	27%
EPS(元/股)	-1.28	0.05	0.36	0.46
市盈率(PE)	—	59.28	8.53	6.71

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

1 公司现状: 目前处于历史低谷, 但曙光已现.....	3
1.1 主营业务: 电竞游戏+数据流量双引擎发展模式.....	3
1.2 发展历程: 激进扩张引发债务危机.....	4
1.3 治理结构: 管理团队换血、股权激励改善公司治理.....	5
1.4 破产重整: 积极自救, 全力解决公司债务问题.....	7
1.4.1 债务违约经过: 受大额减值拖累, 业绩连续亏损, 并发债务违约.....	7
1.4.2 重整进度: 重整计划已获法院批准, 预计 2020 年末前执行完毕.....	8
2 行业环境: 广告、游戏、直播电商行业持续增长, 各地政策扶持助推新经济.....	9
2.1 广告行业将伴随全球疫情恢复逐渐回暖, 移动短视频广告占比不断提升.....	9
2.1.1 全球广告行业待疫情恢复后将逐渐回暖.....	9
2.1.2 广告形式从传统的杂志、报纸持续向网络渠道迁移.....	10
2.1.3 短视频平台的崛起带动短视频广告规模不断提升.....	10
2.1.4 未来广告行业的增量将从流量获取到流量运营的思路转变.....	11
2.2 中国游戏出海势头强劲, 电竞游戏顺势而起.....	12
2.2.1 国内及海外游戏市场规模持续扩大.....	12
2.2.2 中国自研游戏多出海美日韩, 海外玩家偏好重度游戏.....	13
2.2.3 我国电竞游戏行业随游戏市场发展而崛起.....	15
2.3 万亿市场预期下, 我国电商直播行业正值爆发期.....	15
2.4 各地政府出台优惠政策支持产业园区建设.....	16
3 竞争优势: 布局上下游, 构建完整流量生态链.....	17
3.1 广告流量业务: 自有流量平台、代理流量平台及内容广告平台并行发展.....	17
3.1.1 旗下爱思助手作为自有 IOS 流量平台, MAU 超 2000 万.....	17
3.1.2 代理流量平台初聚科技(ALTAMOB), 提供全面程序化营销服务.....	19
3.1.3 品牌内容整合营销平台合润传媒, 合作大量当红影视剧及优质品牌.....	20
3.2 游戏业务: “电竞+棋牌”新模式引导棋牌游戏回归娱乐竞技本源.....	21
3.3 直播电商业务: 借内容营销优势拓展新业态.....	22
3.4 产业园区业务: 以山西项目为战略支点打造“流量运营专家”.....	24
4 风险提示.....	26

1 公司现况：目前处于历史低谷，但曙光已现

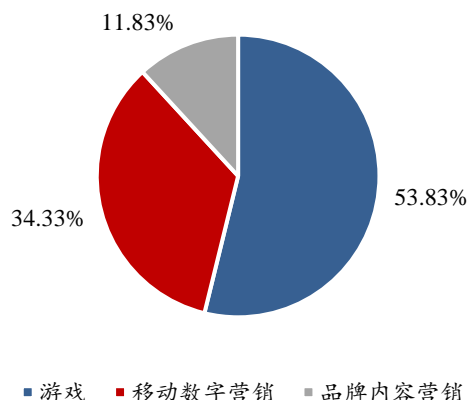
1.1 主营业务：电竞游戏+数据流量双引擎发展模式

公司此前业务涉及游戏、影视、广告等多领域，参股企业数十家，2019年以来，公司对自身业务进行了整合和精简，确立了“电竞驱动游戏，数据流量驱动实体经济”的发展理念，构筑了游戏运营与电子竞技互促共进、品牌内容营销与数字效果营销多维推广、自有流量平台与移动应用分发同步增强的产品矩阵和流量生态。

电竞游戏方面，公司精简了研发团队后，对自研游戏基本仅保留了存量的维护，经营的重心放在游戏发行和棋牌电竞业务。公司强化海外发行能力，在欧美市场保持优势地位的同时，通过具有竞争力的精品游戏以及本地化的营销手段持续开拓日本、港澳台、韩国、东南亚等潜力市场；同时，公司率先采用“电竞+棋牌”模式，在旗下的电子棋牌产品中嫁接了电竞赛事模块，融合了电子棋牌的娱乐属性和竞技属性，通过电竞赋能引领棋牌游戏回归娱乐竞技本源。

数据流量业务方面，公司实行数字效果流量与品牌内容流量协同并举。公司旗下拥有移动应用分发平台爱思助手，作为互联网流量入口，可提供手机游戏联运和APP应用广告等服务；拥有专营出海广告营销的移动互联网流量科技平台Altamob，以及参股程序化流量营销平台DotC，为出海互联网公司提供广告营销服务。公司旗下合润传媒构建了品牌内容制作及营销服务平台，提供包括电视剧、电影、网剧、综艺节目广告植入、电影圈场景营销、社区媒体、艺人商务合作等服务。

图表 1：天神娱乐主营业务构成



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 2: 天神娱乐流量产业链布局

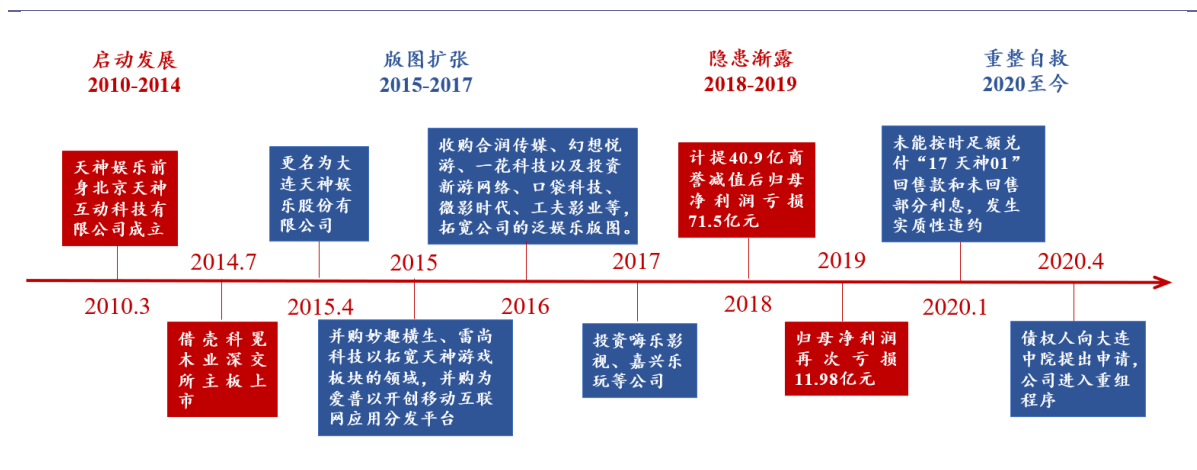


资料来源: 公司财报, 太平洋证券研究院

1.2 发展历程: 激进扩张引发债务危机

天神娱乐的前身北京天神互动科技有限公司成立于2010年3月, 2014年7月借壳科冕木业登陆深交所主板, 并于2015年4月更名为大连天神娱乐股份有限公司。2015年至2017年, 公司为打造泛娱乐集团收购/投资了十余家公司。2015年通过收购妙趣横生、雷尚科技来拓宽其游戏板块, 收购为爱普开创了移动互联网应用分发平台; 2016年收购了广告营销平台合润传媒, 海外游戏发行公司幻想悦游、棋牌手游一花科技, 投资了无锡新游、口袋科技、微影时代、工夫影业等公司。2017年投资了嗨乐影视、嘉兴乐玩等公司。因前期的过度扩张, 公司上市三年收购/参股公司十余家, 累积商誉一度在2017年半年报中高达84.8亿元。2018年以来公司受游戏、影视行业政策调整以及市场环境变化等因素的影响, 陷入严重债务危机, 2018年计提40.9亿元商誉后, 公司归母净利润亏损71.51亿元, 2019年再次亏损11.98亿元。在2019年年报发布后, 公司股票被实施“退市风险警示”处理。2020年1月, 公司因未能按时足额兑付“17天神01”回售款和未回售部分利息, 发生实质性违约。2020年4月, 债权人向大连中院提出申请, 公司进入重组程序。2020年11月6日, 收到大连中级人民法院裁定批准《重整计划》和《民事裁定书》。预计顺利将于2020年年内完成资本公积转增及股份备案登记。

图表 3: 天神娱乐发展历程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 太平洋证券研究院

1.3 治理结构: 管理团队换血、股权激励改善公司治理

管理层换血并进行战略改革。公司前董事长朱晔由于被证监会立案调查, 且全部股份被冻结, 于2018年9月辞去董事长、总经理等职, 公司同时因债务危机而陷入经营困境; 2019年8月公司中小股东发起提议召开临时股东大会, 改选董事会和监事会成员。根据公司公告, 2019年9月27日, 沈中华任公司第五届董事会董事长; 2019年10月8日, 刘笛任公司第五届监事会主席, 徐德伟任公司总经理, 郭柏春、刘玉萍、贺晗、李燕飞为公司副总经理。新管理层上任后, 提出了“化解债务”、“盘活存量”和“发展增量”三大战略, 目前各项工作均取得实质进展。

图表 4: 天神娱乐现任董监高简介

姓名	职位	职业背景
沈中华	董事长	曾任南京财经大学教师、北京市工程咨询公司项目评估师、华夏证券股份有限公司内核办副主任、中信建投证券股份有限公司投资银行部董事总经理, 现任中信建投资本管理有限公司副董事长。
刘笛	监事会主席	历任中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计员、北京利德曼生化股份有限公司审计部经理、酒仙网电子商务股份有限公司证券事务部总监、证券事务代表。现任大连天神娱乐股份有限公司证券事务代表。
徐德伟	总经理	曾任银川市武警支队政治部干事、银川市人民政府办公厅秘书主管、北京年富投资管理有限公司总经理、广州东凌国际投资股份有限公司常务副总经理。
郭柏春	副总经理	曾就职于中国农业银行黑龙江省信托投资公司、中国人民银行广州分行外汇管理局、黑龙江省牡丹江市人民政府、中航资本控股股份有限公司、中航安盟财产保险有限公司、宁夏回族自治区银川市市人民政府、北京年富投资管理有限公司, 曾任牡丹江市市长助理、中航资本控股股份有限公司副总经理、中航安盟财产保险有限公司董事长、银川市副市长、北京年富投资管理有限公司副董事长。
刘玉萍	董事、副总经理、董事会秘书	自 2009 年起就职于黑龙江国中水务股份有限公司, 曾任副总裁、董事会秘书。曾荣获第十三届新财富金牌董秘、中国上市公司投资者关系天马奖优秀董秘奖, 第十二届新财富优秀董秘等诸多荣誉。现任大连天神娱乐股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。
贺晗	副总经理	曾任广州广电运通金融电子股份有限公司投资经理、深圳凯木资本管理有限公司投资总监、银川市产城资本投资控股有限公司副总经理、大连天神娱乐股份有限公司资本运营中心总经理。
李燕飞	副总经理	曾就职于内蒙古电视台、GTV 游戏竞技频道、银川圣地国际游戏投资有限公司、WCA (世界电子竞技大赛) 赛事中心等, 曾任内蒙古电视台财经频道责任编辑、GTV 游戏竞技频道节目部主编、银川圣地国际游戏投资有限公司副总裁、WCA (世界电子竞技大赛) 赛事中心执行总裁。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 太平洋证券研究院

目前公司处于无实际控制人状态。依照公司的重整方案, 根据债权金额计算的转股价, 债转股完成后公司无持股 30% 以上股东, 公司无控股股东、无实际控制人, 原董事长朱晔股份被全部冻结, 公司由职业经理人团队运营管理。借鉴美国的上市公司公司治理发展历程, 以及我国 A 股上市公司股权集中度不断分散的趋势, 未来上市公司无实际控制人, 由职业经理人团队来管理, 是一种发展趋势。

图表 5: 2020 年 9 月天神娱乐普通股前十大股东持股情况

朱晔	为新有限公司	石波涛	王玉辉	北京光线传媒股份有限公司	上海集观投资中心(有限合伙)	上海诚自投资中心(有限合伙)	方永中	北京华晔宝春投资管理中心	北京光线影业有限公司	其他股东
14.01%	7.20%	6.36%	2.89%	2.64%	2.54%	1.67%	1.63%	1.27%	0.97%	58.82%
<div style="background-color: red; color: white; padding: 5px; display: inline-block;">大连天神娱乐股份有限公司</div>										

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

以股权激励绑定核心管理团队。2020 年 6 月 2 日, 公司发布了股权激励计划草案, 拟对公司新高管层和各业务板块核心骨干等合计 41 名激励对象授予 4,340 万份股票期权, 约占公司总股本的 4.66%。根据公告, 股票期权的行权价格为每份 3.18 元, 期权计划为期两年, 两个行权期业绩考核目标分别为 2020 年归母净利润为正数、2021 年归母净利润不低于 3 亿元, 该目标相对符合公司实际, 且具有一定的挑战性, 将较大程度激发管理团队的积极性, 绑定个人收益与公司共成长。

1.4 破产重整: 积极自救, 全力解决公司债务问题

公司因债务危机陷入经营困境并面临退市风险, 自新管理层上任以来, 一方面立足于整合原有业务, 发展新业务; 另一方面全力推进公司的债务化解工作。公司自 2020 年 4 月进入重整程序, 目前重整方案已获得表决通过, 11 月 6 日, 已收到大连市中级人民法院裁定批准的《重整计划》的《民事裁定书》, 预计顺利将在年内完成重整。

1.4.1 债务违约经过: 受大额减值拖累, 业绩连续亏损, 并发债务违约

2018年5月9日, 公司时任董事长兼总经理朱晔因涉嫌违反证券法律法规被证监会立案调查, 随后半年内, 其所持公司股份被全部冻结, 并辞去董事长、总经理等职, 辞职后仅担任公司战略顾问。随后, 原第二大股东石波涛自2018年10月起因股票质押式回购交易涉及违约, 不断被动减持。2018年9月22日, 公司发布公告称其因资金状况紧张, 部分银行贷款未能如期偿还或续贷。2019年4月30日, 公司发布2018年年报, 归母净利润亏损71.51亿元, 其中包括商誉、长投及坏账等共减值损失超过68亿, 并购基金承担损失超过15亿, 财务费用高达1.5亿; 2019年继续亏损11.98亿元, 其中各项减值超过7亿, 财务费用攀升至3.6亿, 公司正常业务受到严重阻碍。2020年1月19日, 公司因无法按时足额兑付债券“17天神01”回售款和未回售部分利息, 发生实质性违约, 随后被下

调公司主体信用评级至C。

1.4.2 重整进度: 重整计划已获法院批准, 预计 2020 年末前执行完毕

2020年4月23日, 公司债权人周永红以公司不能清偿到期债务, 且明显缺乏清偿能力为由, 向辽宁省大连市中级人民法院申请对公司进行重整。2020年4月26日, 公司收到辽宁省大连市中级人民法院(2020)辽02破申5-1号《通知书》, 公司正式进入重整程序。

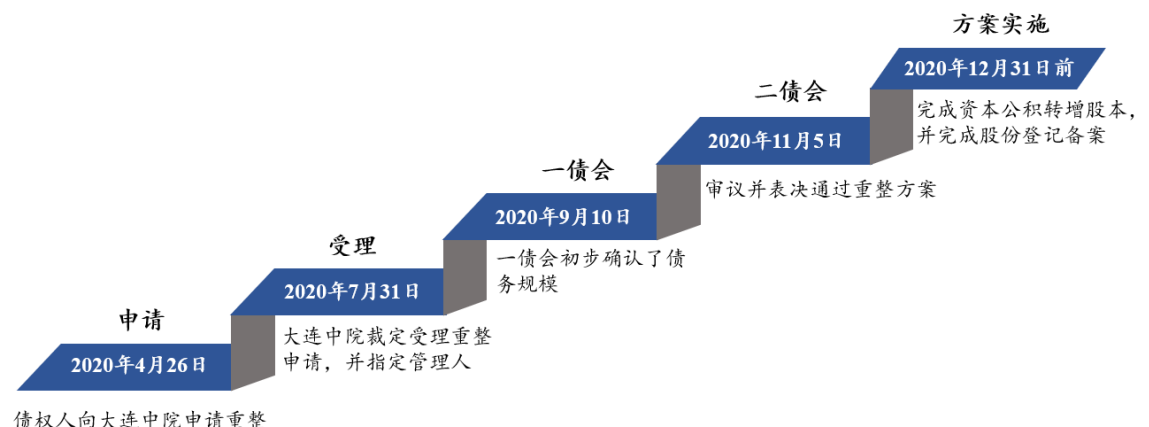
2020年7月31日, 公司收到大连中院送达的《民事裁定书》, 大连中院裁定受理申请人周永红对公司的重整申请, 并指定辽宁恒信律师事务所和辽宁法大律师事务所担任公司管理人。

2020年9月10日, 公司第一次债权人会议召开。截至第一次债权人会议前, 经管理人审查并确认的债权102笔, 确认债权总额为人民币44.77亿元; 暂缓确认的债权43笔, 申报总额为人民币11.67亿元。

2020年11月5日, 公司召开第二次债权人会议及出资人组会议, 并表决通过了《大连天神娱乐股份有限公司重整计划(草案)》、《大连天神娱乐股份有限公司重整计划(草案)之出资人权益调整方案》。

2020年11月6日, 公司收到大连市中级人民法院裁定批准《重整计划》的《民事裁定书》。根据重整计划, 公司将以现有总股本932,142,900股为基数实施资本公积金转增股本, 转增股票抵债价格为二债会召开日前20个交易日公司股票交易均价*2.20, 资本公积金转增的股票不向原股东分配, 预留40,000,000股根据本重整计划的规定在二级市场处置变现用于支付破产费用、偿还共益债务以及补充公司流动资金等, 剩余股票全部按照重整计划之债权受偿方案的规定用于直接抵偿债务。

图表 6: 公司重整程序重要时间节点一览



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

截至 2020 年 10 月 19 日, 共有 146 家债权人向管理人申报 157 笔债权, 申报的债权总额为人民币 62.87 亿元, 其中管理人已完成审查、确认的债权 (含 2 笔部分确认部分暂缓债权) 104 笔, 确认债权总额为 48.44 亿元 (最终债权的金额及性质将以债权人会议核查且经大连中院裁定确认的结果为准)。重整计划还说明, 在本次重整中, 有担保债权将优先受偿, 普通债权清偿率为 100%, 即本次重整计划为全额清偿, 也就意味着重整计划执行完毕后, 公司将彻底解决债务危机, 根本改善财务状况, 同时债转股将产生大约 26-34 亿元的重组收益, 可用于一次性解决高额减值问题。同时, 由于本次资本公积转增股本的转股价将大于公司目前股票价格, 本次转股将无需除权, 原有股东的权益将不受影响。

债务的化解将令公司避免退市的风险, 重新回到良性的发展轨道。完成债务重整后, 公司现有债务将全部得到解决, 不再有巨额财务费用拖累。且通过债务重整实现公司盈利后, 公司将去掉“*ST”的交易限制, 重新取得上市公司相应的融资资质, 便于公司根据业务发展需要灵活通过股票增发、贷款等形式取得外部资金, 同时建立正面的市场形象, 实现业务与融资的良性循环。

我国自 2007 年引入破产重整制度以来, 在绝大多数案例中, 成功实现重整的上市公司都是重资产公司。而轻资产公司由于对外股权投资较高, 存在难以变现、收益较低, 且无形资产评估困难等问题, 获得重整受理的门槛较高。*ST 天娱作为第一家进行重整的互联网轻资产民营上市公司, 同时作为一家无实际控制人的重整企业, 在多个方面, 都做出了标杆性探索和尝试。

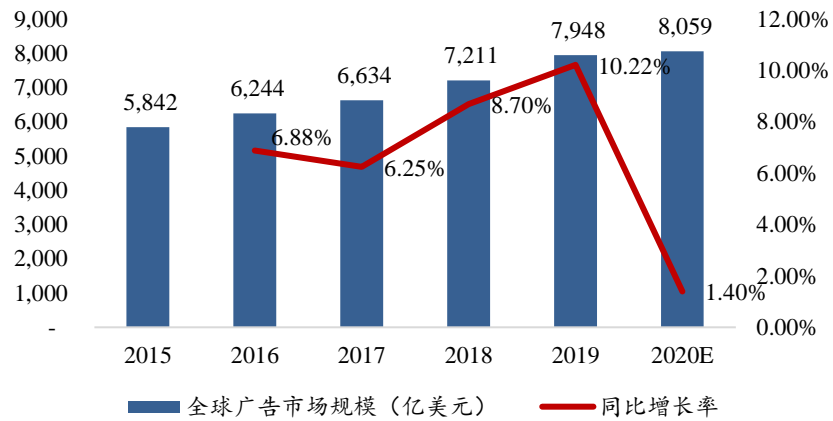
2 行业环境: 广告、游戏、直播电商行业持续增长, 各地政策扶持助推新经济

2.1 广告行业将伴随全球疫情恢复逐渐回暖, 移动短视频广告占比不断提升

2.1.1 全球广告行业待疫情恢复后将逐渐回暖

全球广告营销市场近五年来规模不断增加, 2019 年市场规模达到 7948 亿元, 且同比增速处于上升趋势。2020 年受新冠疫情影响, 很多行业由于销售和利润的增长放缓, 从而削减了营销和广告支出, 根据艾瑞咨询的预测, 全球广告营销市场规模同比将增速下滑至 1.4%。随着疫苗研发和生产的落地, 待未来全球疫情好转后, 全球广告营销市场规模增速将逐渐恢复。

图表 7: 全球广告营销市场规模及增速

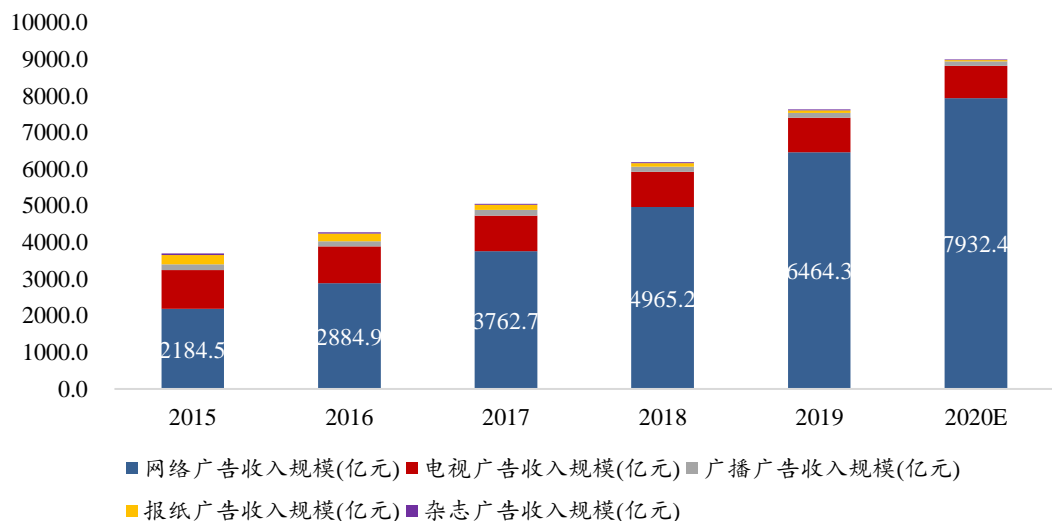


资料来源: 艾瑞咨询, 太平洋证券研究院

2.1.2 广告形式从传统的杂志、报纸持续向网络渠道迁移

根据艾瑞咨询的数据, 我国杂志广告的收入规模从 2015 年的 41 亿元下降到 2019 年的 26 亿元, 而同期网络广告收入规模从 2184.5 亿元增长至 6464.3 亿元, 占中国广告营销市场规模的 84.81%, 依然保持高速增长, 且中国网络广告的市场增速远高于整体广告市场规模增速。

图表 8: 2015-2022 年中国五大媒体广告收入规模及预测



资料来源: 艾瑞咨询, 太平洋证券研究院

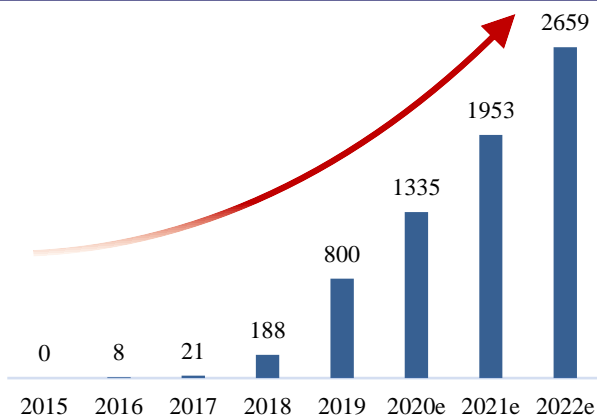
2.1.3 短视频平台的崛起带动短视频广告规模不断提升

抖音、快手为代表的短视频巨头迅速崛起。随着抖音、快手等短视频 APP 用户数的不断积累,

短视频在移动广告领域的重要性日益凸显。数据显示, 2020年9月, 抖音和快手的月活跃用户数分别高达5.2亿人和4.1亿人, 合计接近10亿人。另外, 快手极速版、西瓜视频和抖音极速版的月活用户数也过亿, 成为重要的流量平台。

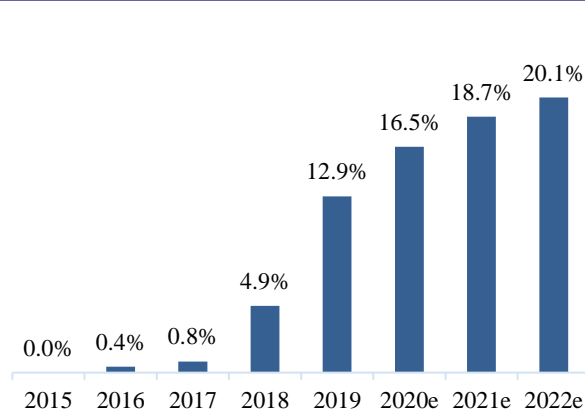
在短视频浪潮推动下, 短视频广告的市场规模持续扩张。艾瑞咨询数据显示, 2019年短视频广告市场规模达到800亿元, 占移动广告的比重已经上升至12.9%; 未来几年仍保持高速增长, 预计2022年这一比例将超过20%。

图表 9: 2015 年以来短视频广告市场规模(亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 太平洋证券研究院

图表 10: 2015 年以来短视频广告占移动广告比例

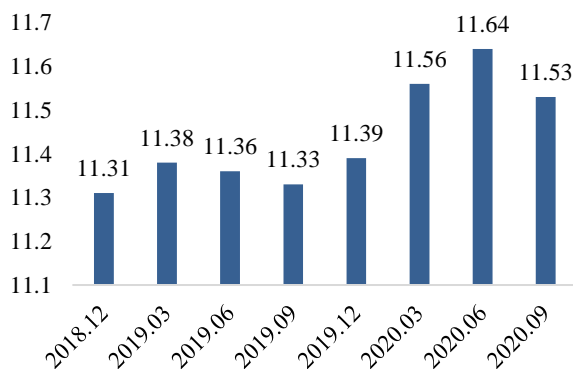


资料来源: 艾瑞咨询, 太平洋证券研究院

2.1.4 未来广告行业的增量将从流量获取到流量运营的思路转变

任何用户和流量的红利都有上限, 近三年无论是从移动互联网活跃用户规模, 还是从人均单日使用时长来看, 我国移动互联网的流量红利已不再显著, 除今年上半年受疫情影响有一定增长外, 其他时间点的数值变动不大, 且增速不断降低。用户规模稳定在 11.5 亿左右, 人均单日使用时长稳定在 6.1 小时左右。

图表 11: 移动互联网活跃用户规模(亿人)



资料来源: QuestMobile, 太平洋证券研究院

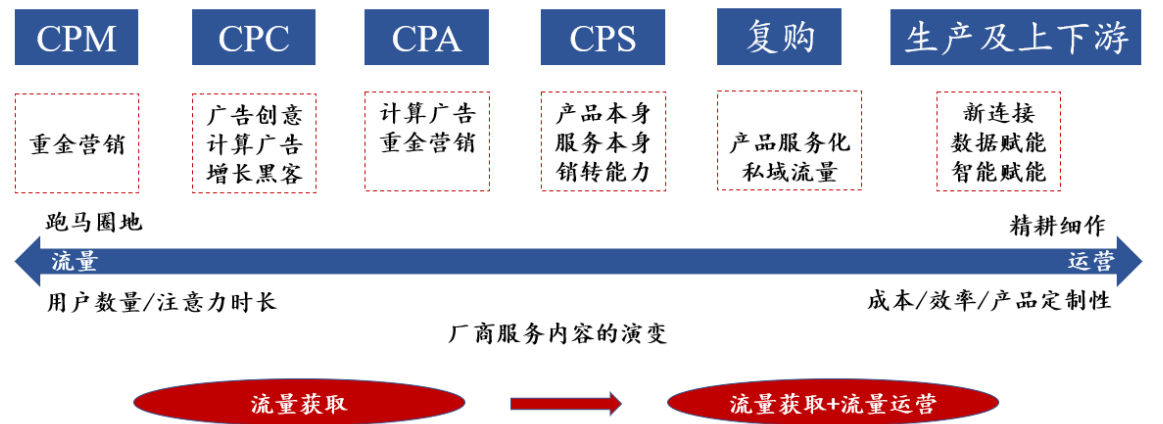
图表 12: 移动互联网用户单日使用时长(小时)



资料来源: QuestMobile, 太平洋证券研究院

当未来的流量红利消退后, 高效率 and 低成本将成为企业的重要诉求, 企业运营将被重视。尽管流量优势和运营优势无法完全区分, 但一定时期内总有一个要素最为重要。在运营优势主导时, 甲方将开始重视成本和效率, 广告营销商的服务内容也将从流量获取为主, 转为流量获取和流量运营并驾齐驱。

图表 13: 从流量获取到流量运营转变的逻辑



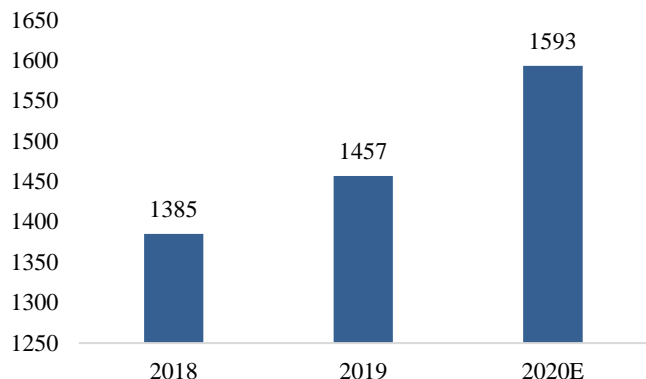
资料来源: 艾瑞咨询, 太平洋证券研究院

2.2 中国游戏出海势头强劲, 电竞游戏顺势而起

2.2.1 国内及海外游戏市场规模持续扩大

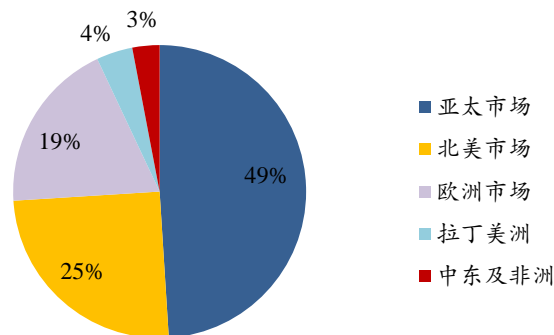
全球游戏市场规模逐渐扩大。根据荷兰市场研究机构 Newzoo 的数据, 2019 年全球游戏收入为 1457 亿美元, 预计 2020 年, 全球游戏将产生 1593 亿美元的收入, 同比增长 9.33%。其中**亚太地区**的游戏市场规模将达到 784 亿美元, 同比增长 9.9%, 占全球总收入的 49%, 中国仍将是亚太地区最重要的游戏市场; **北美地区**是全球第二大游戏市场, 2020 年收入预计为 400 亿美元, 占全球游戏市场总份额的四分之一; **东南亚和印度**等新兴市场将成为增长最快的游戏市场。**欧洲市场**约占全球游戏市场份额的五分之一, 2020 年市场规模预计约为 296 亿美元; **拉丁美洲**预计仍维持 4% 的市场份额, 收入预计约 60 亿美元; **中东和非洲**约占 3% 的市场份额, 2020 年收入预计约 54 亿美元。2020 年全球游戏收入增长主要来自新型冠状病毒疫情防控措施衍生的“宅经济”的拉动; 另一方面索尼和微软在今年推出的下一代游戏主机也吸引了众多用户的关注。

图表 14: 2018-2020 年全球游戏市场规模及预测(亿美元)



资料来源: Newzoo, 太平洋证券研究院

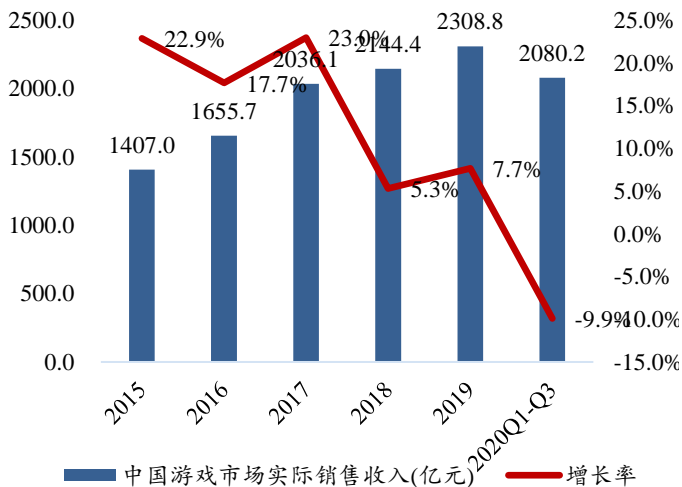
图表 15: 2020 年全球各区域游戏市场收入份额占比



资料来源: Newzoo, 太平洋证券研究院

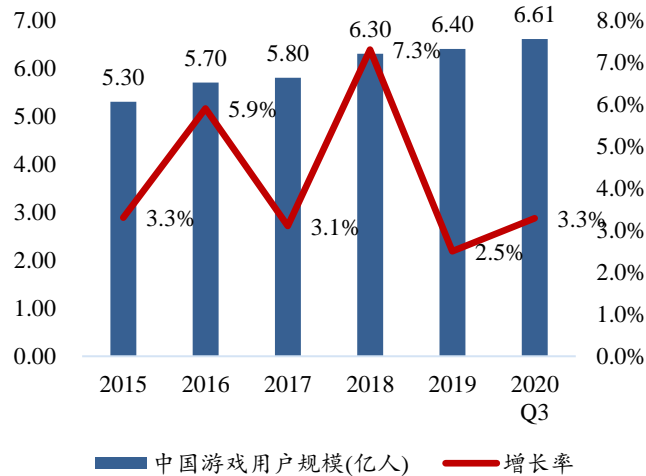
国内因版号恢复审批, 游戏行业发展逐渐回暖。2019 年中国游戏市场实际销售收入为 2308.8 亿元, 同比增长 7.7%。2020 年前三季度, 中国游戏市场实际销售收入进一步增长达到 2080.15 亿元, 同比 2019 年前三季度增长了 20.09%。用户方面, 经过前些年的快速扩张, 中国游戏用户规模的增长已趋于平稳, 进入存量竞争阶段。2019 年和 2020 年用户规模增加了分别 0.1 亿人和 0.21 亿人, 对应 2.5%和 3.3%的增速, 增速明显放缓。

图表 16: 中国游戏产业实际销售收入及增长率



资料来源: 游戏工委, 太平洋证券研究院

图表 17: 中国游戏用户规模及增长率



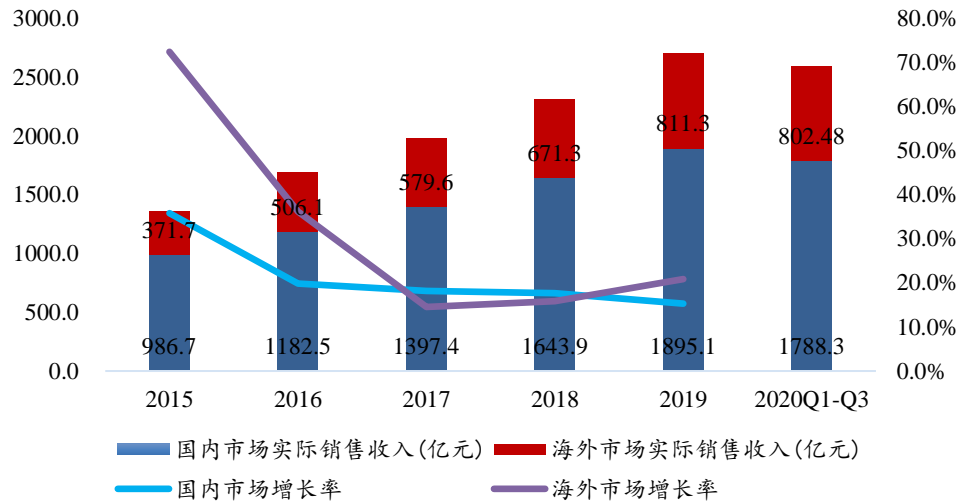
资料来源: 游戏工委, 太平洋证券研究院

2.2.2 中国自研游戏多出海美日韩, 海外玩家偏好重度游戏

美日韩为出海主力市场。随着国内游戏市场逐渐趋于成熟, 中国游戏企业深耕自主研发, 如今, 中国自研游戏在海内外的竞争力不断增强, 已成为中国游戏行业增长的主要动力。2019 年, 中国自研游戏海外市场实际销售收入折人民币约 811.3 亿元(汇率按 7 折算), 同比增长 21.0%;2020

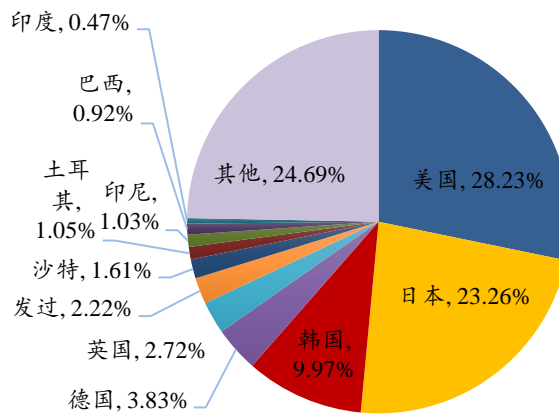
年前三季度海外收入达 802.48 亿元(汇率按 7 折算), 与 2019 年全年收入水平接近持平, 实现快速增长。从出海的地区来看, 2019 年中国自研游戏的海外实际销售收入中, 美国占比 28.23%, 日本占比 23.26%, 韩国占比 9.97%, 三地占比合计达到 61.46%。

图表 18: 中国自研游戏海内外市场实际销售收入及增长率



资料来源: 游戏工委, 太平洋证券研究院

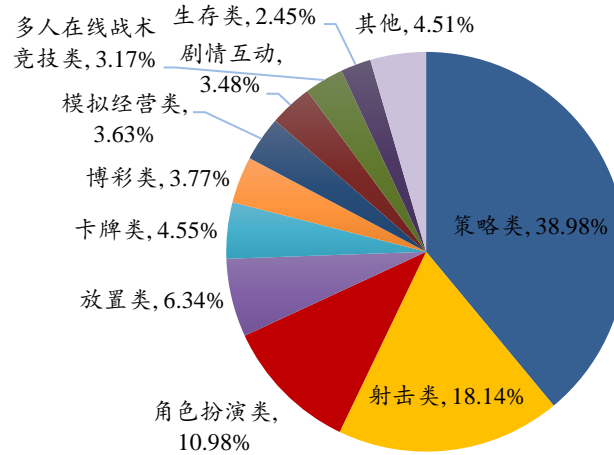
图表 19: 2020 年 1-6 月中国自研游戏海外市场实际销售收入地区分布



资料来源: 游戏工委, 太平洋证券研究院

国内自研移动游戏出海游戏中策略类、射击类、角色扮演类游戏最受欢迎。2020 年 1-6 月, 中国自主研发移动游戏出海类型分布中, 策略类游戏占比 38.98%, 射击类游戏占比 18.14%, 角色扮演类游戏占比 10.98%, 多人在线战术竞技类 (MOBA) 游戏占比为 3.17%。

图表 20: 2020 年 1 月-6 月中国自研移动游戏出海类型分布

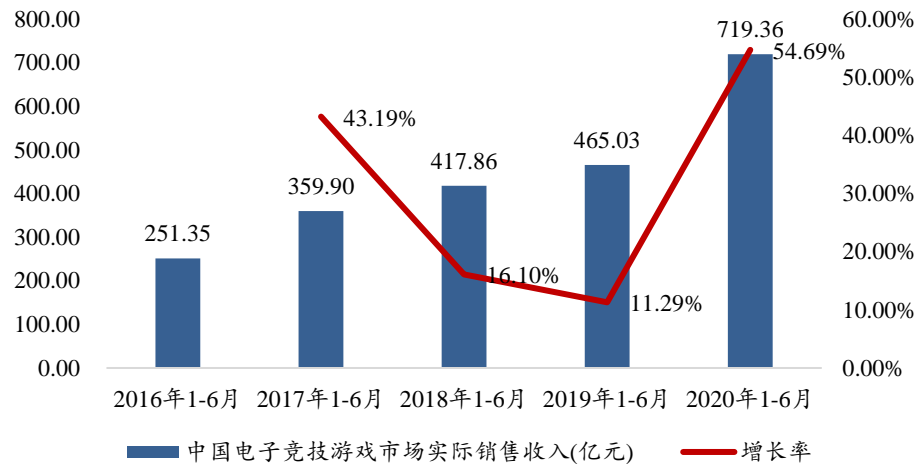


资料来源: 游戏工委, 太平洋证券研究院

2.2.3 我国电竞游戏行业随游戏市场发展而崛起

2020 年 1-6 月, 中国电子竞技游戏市场实际销售收入为 719.36 亿元, 同比增长 54.69%, 持续保持较快增速, 电子竞技产业发展迅速, 已成为中国游戏行业的主要驱动力。

图表 21: 中国电竞游戏市场实际销售收入



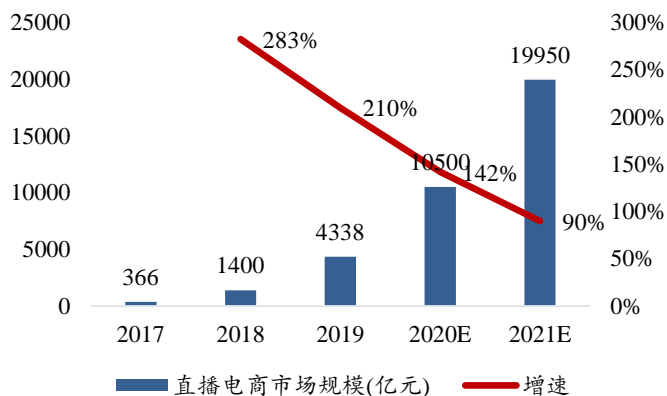
资料来源: 游戏工委, 太平洋证券研究院

2.3 万亿市场预期下, 我国电商直播行业正值爆发期

中国电商直播起始于 2016 年, 以内容建设与流量变现起步, 至今产业链逐步完整多元化, 目

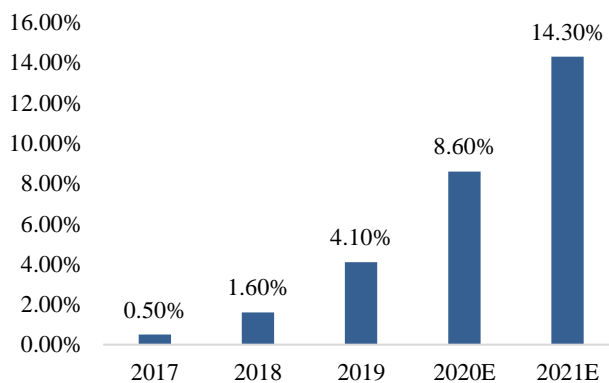
前行业处于爆发式增长阶段, 交易额陡增。2019 年直播电商整体市场规模达到 4338 亿元, 同比增长 210%;在电商市场中的渗透率为 4.3%, 仍有很大的增长空间。随着内容平台与电商交易的融合程度加深, 预计未来两年仍会保持较高的增长态势, 2020 年直播电商整体市场规模预计将突破万亿, 渗透率达到 8.6%。

图表 22: 直播电商市场规模及同比增速



资料来源: 阿里研究院, 太平洋证券研究院

图表 23: 直播电商渗透率预测



资料来源: 阿里研究院, 太平洋证券研究院

2.4 各地政府出台优惠政策支持产业园区建设

产业园区是产业聚集的载体, 是发展区域经济、优化产业格局的空间承载形式, 担负着汇聚创新资源、孵化新兴产业、推进城市化建设等重要使命。近年来, 随着新兴产业的迅速发展, 各地快速落成各类产业园区。在运营的初期, 为了促进招商的顺利展开, 江苏、重庆、上海崇明等地均出台了各类税收优惠政策, 返还或奖励比例最高可达 85% 以上。

图表 24: 各地产业园区税收优惠政策

地点	税收优惠政策内容
江苏新沂开发区	在新沂经开区年纳税额在 500 万元以上 的总部经济企业, 按所征企业增值税、所得税地方财政留成部分 80% 奖励 ; 年纳税额在 1000 万元以上 的总部经济企业, 按所征企业增值税、所得税地方财政留成部分 85% 奖励 。年纳税额在 3000 万元以上的总部经济企业, 一事一议。
重庆总部基地	对新引进的总部企业, 自设立年度起第 1-5 年, 根据企业缴纳的增值税、企业所得税对地方经济发展贡献为基数, 按季度给予企业税收扶持奖励: (1) 增值税: 给予 70%-80% 比例的奖励 ; (2) 企业所得税: 给予 70%-80% 比例的奖励 ; (3) 个人独资企业: 可核定征收, 征收税率 0.5%-3.1% 。
华夏幸福基业股份有限公司固安工业园区	企业所得税: 第 1 年由财政奖励其纳税所得税额县级留存部分的 100% , 第 2-3 年由财政奖励其纳税所得税额县级留存部分的 50% ; 个人所得税 (地方财政直接奖励个人): 年纳税总额达 300 万元以上, 以征代奖, 免征 3 名高管个人所得税, 年纳税总额达 500 万元以上, 以征代奖, 免征 5 名高管个人所得税, 年纳税总额达 1000 万元以上, 以征代奖, 免征 10 名高管个人所得税。
上海崇明经济园区	企业享受扶持的税种有增值税、企业所得税、个人所得税、城建税四个税种, 对四个税种的上海实得税总额分级计算。 I、实得税 10 万元以下 (不含), 给予 最高 50% 扶助 ; II、实得税 10 万元 (含) — 50 万元 , 给予 最高 60% 扶助 ; III、实得税 50 万元 (含) — 100 万元 , 给予 最高 65% 扶助 ; IV、实得税 100 万元 (含) 以上 , 给予 最高 70% 扶助 。
天津京滨工业园园区	引进的总部经济企业年纳税总额 100 万 (含 100 万) 以下 的, 给予地方留成的 75% 的补贴 ; 年纳税总额 100 万元以上, 300 万元 (含 300 万) 以下 的企业, 给予地方留成的 80% 的补贴 ; 年纳税总额 300 万元以上 的企业, 给予地方留成的 85% 的补贴 ; 对于特殊贡献企业, 可申请“一事一议”。
浙江工业园园区	增值税留存比例 40%, 企业所得税留存比例 32%, 个人所得税留存比例 32%, 三税奖励比例 70%-90%。

资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

3 竞争优势: 布局上下游, 构建完整流量生态链

3.1 广告流量业务: 自有流量平台、代理流量平台及内容广告平台并行发展

3.1.1 旗下爱思助手作为自有 iOS 流量平台, MAU 超 2000 万

互联网超级流量入口, 在 iOS 第三方手机助手市场占有较大份额。公司旗下爱思助手为独立运营的移动应用分发渠道商, 为手机用户提供软件、游戏、铃声、壁纸下载等服务, 目前占据国内 iOS 第三方手机助手市场份额约 30%, 是国内知名移动应用分发和游戏联运平台之一。对标安卓手机应用商店, 爱思助手 2020 年 1 月的月活跃人数为 2130 万人, 接近 MM 应用市场和 PP 助手, 在第三方应用市场中处于应用宝、360 和百度之后的第二梯队。

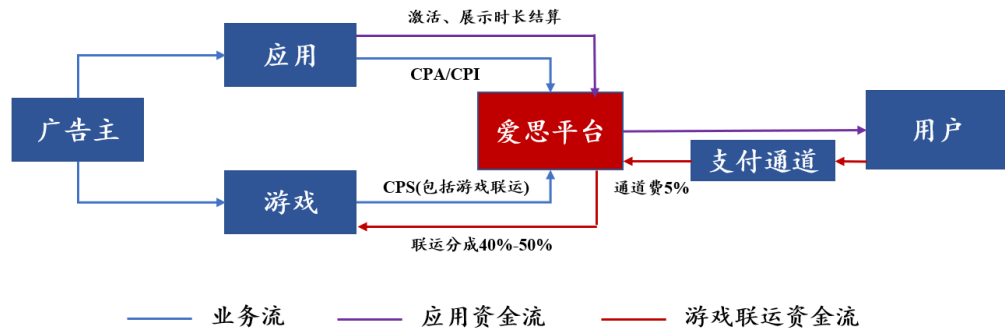
图表 25: 2020 年 1 月安卓手机应用商店月活人数排名

硬件分发渠道			第三方渠道 (包括运营商)		
APP	MAU	同比	APP	MAU	同比
华为应用市场	17,338	33.95%	应用宝	27,516	7.15%
OPPO 软件市场	11,395	-6.50%	360 手机助手	11,087	20.68%
小米应用市场	8,608	-0.31%	百度手机助手	8,757	-2.72%
vivo 应用商店	8,520	17.16%	安卓市场	2,750	49.07%
酷派应用商店	652	8.21%	PP 助手	2,742	11.21%
联想乐商店	641	10.78%	MM 应用商场	2,201	8.31%
三星应用商店	587	31.96%	搜狗手机助手	1,600	23.49%
中兴应用商店	357	-4.55%	安卓市场	1,261	3.01%
金立软件商店	19	420.35%	豌豆荚	1,159	-2.58%
nubia 应用中心	5	40.12%	沃商店	456	38.57%

资料来源: 易观千帆, 太平洋证券研究院

爱思助手的经营模式主要为手机游戏联运分成合作与 APP 应用广告合作。爱思助手作为流量中枢, 通过海量应用的分发, 能够精确触达用户、感知需求, 使得游戏产品在测试、上线初期便能获取更准确和完善的市场与用户需求反馈, 进而对产品做出调整, 确保研发出高质量的游戏产品。同时, 爱思助手在游戏渠道上的影响力不断提高, 海外版本平台 3uTools 成功拓展了东南亚、欧美、南美市场, 目前海外用户量已突破百万。2019 年游戏联运分成收入占公司总收入近 50%。除了游戏联运收入, 还有 APP 应用广告合作业务, 按照 CPA、CPT 方式结算。截至目前, 爱思助手平台内应用下载量累计已达 60 亿次, 平台总注册用户数超过 2 亿, 拥有腾讯、字节跳动、爱奇艺、快手、拼多多等互联网头部客户。

图表 26: 爱思助手业务模式



CPA: 按照新增下载并有效激活用户数量取得推广收入, 该结算模式收入占比26.03%
CPI: 按照应用投放展示位和时间取得收入, 该结算模式收入占比24.23%
CPS: 按照应用的实际销售收入的一定比例获得收入, 该结算模式收入占比49.73%

资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

基于爱思平台, 推出米橙和米橙省购两款程序。爱思助手为公司积累了丰富的研发经验及庞大的用户资源, 公司以此为基础拓展出工具类应用米橙和省钱购物应用“米橙省购”。米橙是一款集天气、万年历、记账、便签、任务管理、照片管理、通讯录备份、智能提醒、智能闹钟、生日管家、经期管家、领优惠券、轻聊于一身的多功能一体化生活管理工具。米橙已于2020年初开始进入产品纵深研发和市场推广阶段。米橙省购则聚合了海量的购物信息资源, 通过搜索商品名称, 可以对比京东、天猫淘宝和拼多多等购物网站的优惠信息; 另外, 通过购买或者分享可以获得收益, 调动了用户转发的积极性。目前该应用安装量已经突破百万次 (其中华为应用市场安装量超过46万次), 且维持较高增速。

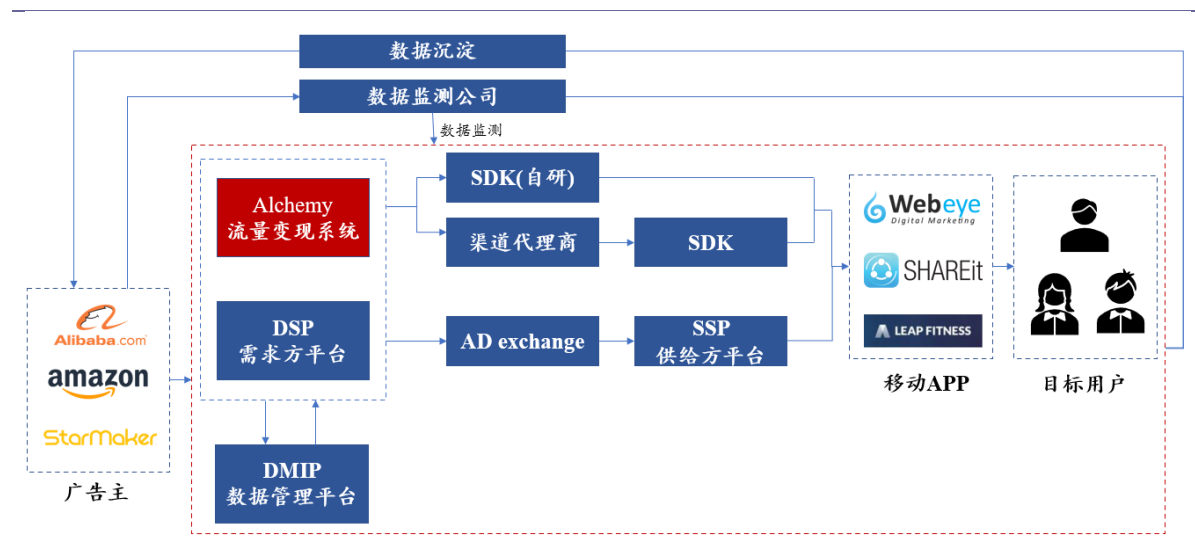
3.1.2 代理流量平台初聚科技(Altamob), 提供全面程序化营销服务

出海广告营销业务由天神娱乐初聚科技平台负责运营和管理。Altamob 通过自有技术和广告资源, 帮助广告主和移动互联网开发者投放广告实现流量变现, 并获得一定溢价。目前 Altamob 合作关系已拓展至北美、欧洲和亚太地区的众多代理公司、游戏和 APP 开发公司, 涵盖 100 多个国家和地区, 为多家知名广告主如 Alibaba、Bilibili、Amazon、游族、龙图等执行投放方案, 知名合作渠道包括 Webeye、Shareit、Leapfitness 等, 流量覆盖全球超 10 亿台独立设备。

自研广告系统 Alchemy, 专注移动广告程序化。初聚科技自行研发的 Alchemy 流量变现系统, 帮助 APP 开发者接入公司广告后台, 成为私有程序化广告交易市场 (PMP) 参与者, 实现广告主与 APP 开发者之间的直接交易, 一方面帮助广告主实现对媒体流量有计划的管理优化, 另一方面

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, 获得更好的流量变现价格。Alchemy 主要以 PMP 交易模式为主, 约占业务量的 90%, 其中以自研 SDK 嵌入到 APP 内部投放广告的模式为主, 占整体 PMP 业务量的 80%, 其余 20% 与渠道代理商合作, 该部分使用外部 SDK 进行对接。

图表 27: 初聚科技精准营销业务流程



资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

引入流量内容创意团队, 助推广告出海营销。数据流量内容创意业务专注于出海移动数字营销, 为出海互联网公司提供推广方案、买量投放、素材和创意制作、数据服务等广告营销服务。初聚科技引入外部成熟的 12 人数字营销业务团队, 负责对接广告主客户端销售、广告投放方案制作、投放素材和创意制作、投放调优、广告投放消耗核算对账、协调内外部合作等全流程营销业务。目前主要服务国内互联网游戏类客户的出海, 已经合作的客户包括游族、Bilibili、快手、YY、紫龙、盛趣等国内游戏厂商, 与公司现有针对腰尾媒体的程序化广告业务形成优势互补, 完善了出海数据流量业务矩阵。

3.1.3 品牌内容整合营销平台合润传媒, 合作大量当红影视剧及优质品牌

公司品牌内容营销业务由旗下合润传媒负责管理。合润传媒拥有涵盖影视、媒体、营销、广告、公关、数据等各行业的专业队伍, 包括内容营销专家、分析师团队、策划团队等在内的近 200 人的团队。依托于影视剧文化产业、综艺节目、互联网视听内容等文化作品, 包括头部电视剧、电影、网剧、综艺节目广告植入、电影圈场景营销、社区媒体、艺人商务合作等业务, 构建了品牌与内容融合的创意及制作服务大平台。公司通过 13 年的行业积淀, 凭借行业优势地位积淀了大量优质品牌客户和成功案例。合作央企、国内外一线品牌客户超 1,000 家, 数量行业第一; 累计

操盘 600 余部作品、3000 多个成功案例。合作的电影总票房 400 亿元、平均票房 7 亿以上, 每年合作数十部电视剧和电影。

图表 28: 合润传媒在品牌内容营销领域部分代表作

新潮电梯广告	电视剧植入广告	电影授权及贴片	艺人代言广告	电竞赛事广告
与京东、国美、君乐宝、习酒、快手、双汇等大客户战略合作, 根据需求进行精准电梯广告内容投放。	操盘了热门连续剧《甄嬛传》中东阿阿胶、《少年派》中纯享酸奶、《精英律师》中礼橙专车、《完美关系》中贝壳找房植入等。	操盘了热门电影《攀登者》中自然堂、《我和我的祖国》中科大讯飞、《钢铁侠 3》中中联重科、《雪人奇缘》中自然堂等广告植入或授权活动。	操盘了何炅和刘昊然代言幸福西饼、张若昀代言国美手机、杨洋代言森马、陈飞宇代言法兰琳卡等艺人的广告活动。	WCAA 国际高校对抗赛合作, 作为 WCAA 广告独家代理商, 成功操盘电竞赛事的全场景营销活动。

资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

3.2 游戏业务: “电竞+棋牌”新模式引导棋牌游戏回归娱乐竞技本源

游戏研发方面, 公司近年来受债务的拖累, 对研发的投入较为保守, 对研发团队也进行了精简。为了优化产品布局, 公司对《傲剑》、《飞升》、《苍穹变》等存量游戏持续进行低成本运营维护, 不断延长游戏生命周期; 对《坦克风云》、《超级舰队》、《极品大官人》等已至衰退期的游戏产品进行出售用以回笼资金; 对《黎明之光》、《十万个冷笑话》、《神之刃》等游戏产品的运营维护进行了外包。

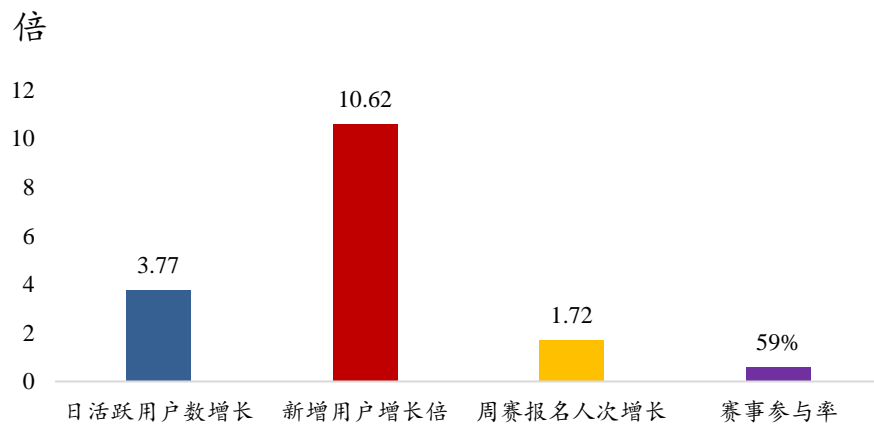
游戏发行方面, 公司持续推进全球化布局, 在欧美市场保持优势地位的同时, 通过具有竞争力的精品游戏以及本地化的营销手段持续开拓日本、港澳台、韩国、东南亚等潜力市场。在持续运营《火影忍者》、《神曲》、《战国少女》、《异世界》、《轩辕传奇》、《攻城三国》、《无敌舰队》等存量游戏的基础上, 公司重点针对《死神》、《雪鹰领主》、《一拳超人》等新游戏产品进行了推广与宣发。公司发行的新游戏中不乏众多知名的重磅 IP, 全球范围内拥有庞大粉丝量, 涵盖 RPG、SLG、MMO 等不同品类。

开创“棋牌+电竞”商业模式。棋牌游戏由于开发门槛不高、自有渠道成本较低, 一直保有较高的吸金能力。但由于传统的金币模式和房卡模式均存在一定的涉赌风险, 近两年监管对棋牌游戏的政策收紧, 棋牌类游戏较难取得版号, 2019 年取得版号的 1500 余款游戏中没有棋牌游戏。很多棋牌游戏公司意识到监管风向的变化后, 都在努力尝试着改变原有的盈利模式, 努力将营收多元化, 如通过广告变现等方式来发掘新的盈利点。天神娱乐在集团层面成立了棋牌运营中心, 并于 2020 年 1 月与 WCAA 合作, 将旗下的棋牌产品——德州扑克大师和约战吧斗地主率先嫁接了 WCAA 的电竞赛事模块, 通过“棋牌+电竞”的商业模式为公司棋牌业务回暖提供了有力支撑, 也

为处于低谷中的电子棋牌游戏行业探索出了一条绿色可持续发展新路径。公司按照“云电竞”对游戏产品的要求, 重点对产品设计、赛事嵌入、交互体验、服务器保障等方面作了加强。公司先后举办了“WCAA 斗地主大师赛”、“WCAA 春节十万红包赛”、“WCAA2020 季前赛”、“WCAA2020 春季赛”、“WCAA2020 夏季赛”和“WCAA 百万大奖赛”等系列电竞赛事。

“棋牌+电竞”创新模式充分融合了电子棋牌的娱乐属性和竞技属性, 通过电竞赋能引领棋牌游戏回归娱乐竞技本源, 在电竞赛事的推动下, 产品的活跃度不断提升, 吸引了众多玩家的广泛参与。公司 2020 年半年报披露, 自开赛以来, 日活跃用户数增长 3.77 倍, 新增用户增长 10.62 倍, 周赛报名人数增长 1.72 倍, 赛事参与率稳定在 59% 以上, 为棋牌业务回暖提供了有力支撑。

图表 29: “棋牌+电竞”模式对公司产品表现的拉动明显

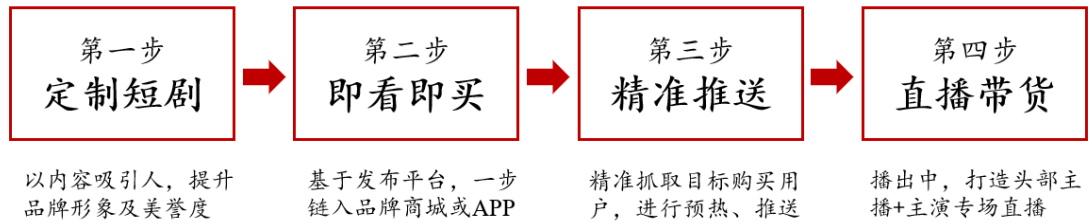


资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

3.3 直播电商业务: 借内容营销优势拓展新业态

合润传媒发力内容流量领域, 创新短剧内容带货新模式。流量和内容的关系可以概括为三个阶段, 第一阶段是内容+场景, 即在电影、电视剧场景里植入好内容进行产品服务的宣传、销售来获取流量, 是天神娱乐品牌内容广告营销的模式; 第二个阶段, 即内容+流量, 是当前直播带货的模式, 李佳琦、薇娅已经变成了能够取得大家好感的 IP, 能够吸引流量; 第三个阶段是内容=流量, 未来优质的内容能够吸引并带来流量, 内容就是流量。基于内容能够吸引并带来流量, 天神娱乐依托于原有的品牌内容营销基因及行业资源积淀, 借助媒体平台的流量优势及技术优势尝试短剧带货业务, 布局依靠内容吸引流量的短剧带货模式。具体发展分为四个步骤, 用内容吸引用户, 用数据抓取用户, 边看边买导流, 高峰时期开启直播带货, 实现品效合一。

图表 30: 短剧带货模式环节步骤



资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

2020 年合润传媒联合快手、自然堂打造业内首部内容流量定制短剧《住在我家的花美男》, 开创国内“内容驱动+平台导流+精准推送”模式的短剧内容带货。共 20 集, 其中 17 集有品牌植入, 5 集为品牌的深入定制。截至目前, 快手评级 S+级 (最高评级), 累计播放量 4,000 多万, 平均单集播放量 300 万, 快手内容流量加持 1.5 亿曝光, 获得快手短剧同期播放量排名第一的成绩。

图表 31: 自然堂植入《住在我家的花美男》上线快手



资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

借助艺人资源优势 and 品牌客户资源优势, 布局艺人直播带货业务。2020 年 9 月 12 日, 公司与亚洲星光合作促成的张韶涵抖音直播带货首秀, 共销售包括宠物用品、美妆产品、零食产品和 3C 产品在内共四大类目的 40+爆款产品。2020 年 9 月 24 日, “星直播”杨坤抖音直播带货交易额超过 5,000 万。

图表 32: 合润传媒“星直播”杨坤、张韶涵带货首秀

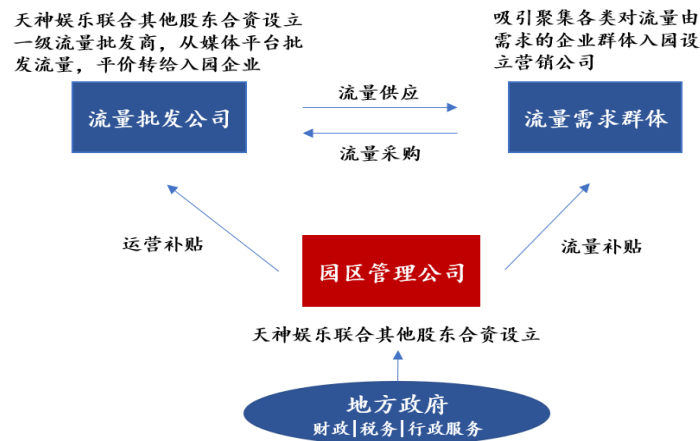


资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

3.4 产业园区业务: 以山西项目为战略支点打造“流量运营专家”

牵头多家行业龙头, 落地山西成立首个数据流量生态园。为帮助流量需求方降低买量成本, 提升买量效率, 挖掘新的业务增长机会, 天神娱乐尝试在商业模式上进行创新。2020 年 10 月 19 日, 由天神娱乐牵头的首个“数据流量生态园”落地山西, 引进北京北投教育科技集团、华阳新材料科技集团有限公司、山西晋商民营联合投资控股有限公司三家综合实力雄厚的企业联合投资, 拟投资 4.9 亿元, 成立园区运营管理平台, 采用市场化产业化的运营模式, 打造全国互联网流量价格洼地。

图表 33: 天神娱乐山西数据流量生态园区基础架构



资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

以增量财政收入做运营补贴, 打造数据流量价格洼地。山西数据流量生态园利用山西省政府即将出台的数据流量生态园运营补贴政策, 在入园企业税收贡献范围内, 对园区企业进行运营补贴, 补贴资金由园区运营管理平台统筹规划, 针对入园企业的互联网流量这一核心生产要素进行补贴, 补贴力度略大于其他省份给予的奖补政策, 同等条件下可降低入园企业约 11.3% 的流量成本, 以此驱动生态园成为全国最低成本的数据流量基地。山西数据流量生态园的成立, 将一定程度上解决当下中小企业流量营销成本高企的问题, 同时缩减天神娱乐自身业务发展的营销推广费用, 有利于未来天神娱乐与入园企业开展更多的业务合作。

图表 34: 山西数据流量生态园财政奖补政策

入园单位	财政奖补政策
数字经济领域企业增值税及企业所得税	年度纳税总额(含所有税种)在 500 万(不含)以下的, 给予省、区级地方留存部分的 70% 补贴
	年度纳税总额达到 500 万(含)至 1000 万元的, 给予省、区级地方留存部分的 80% 补贴
	年度纳税总额达到 1000 万(含)以上的, 给予省、区级地方留存部分的 90% 补贴
网红达人、大学生创业群体增值税及所得税	年度纳税总额(含所有税种)在 10 万(不含)以下的, 给予省、区级地方留存部分的 70% 补贴
	年度纳税总额达到 10 万(含)至 20 万元的, 给予省、区级地方留存部分的 80% 补贴
	年度纳税总额达到 20 万(含)以上的, 给予省、区级地方留存部分的 90% 补贴
流量需求企业的个人所得税	对税前年薪 25 万以上且签订 3 年以上劳动合同的, 给予省、区级地方留存部分的 80% 补贴

资料来源: 山西数据流量生态园招商手册, 太平洋证券研究院

围绕园区数据流量生态需求构建完整业务生态。以天神娱乐为主运营的园区管理平台还将在园区构建服务于流量批发公司和流量需求群体的广告策划、精准投放、网红管理等服务, 配套金融、税务、法律服务公司和投资基金, 形成数据智能融合、产业链条完善、人才集聚的数据流量生态体系。在这一闭环中, 公司既是园区的运营主导方, 又通过公司最完整的流量业务布局, 在园区开展业务, 公司现有业务将与园区生态对接; 同时公司将重点发力直播电商、短视频广告代理等新业态, 实现园区的发展壮大和公司业务快速扩张的良性互动, 借助园区实现业务进阶, 致力于将公司打造成为“数据流量运营专家”。

图表 35: 山西数据流量生态园拟引进主要公司类型及业务

序号	公司类型	业务概览
1	广告策划服务公司	开展以短视频内容为核心的全案广告策划, 服务于对视频流量有需求的企业群体
2	流量精准投放公司	通过 AI 精准营销科技进行用户洞察、创意优化, 实现“千人千面”的广告投放效果, 协助广告主提高流量投放效率, 实现流量精细化运营
3	网红管理公司	通过网红管理平台实现网红主播、大学生创业者的批量线上入园注册、业务对接、线上报税、构建虚实结合的园区运营模式
4	金融服务公司	梳理数据流量产业链, 运用金融科技协助金融机构对产业链企业进行征信与贷款管理
5	税务服务公司	对入园企业群体、网红主播和大学生创业者进行税务筹划
6	法律服务公司	通过区块链技术对入园消费金融公司业务涉及的电子证据进行分布式存储, 实现互联网消费金融违约案件的批量诉讼、批量判决、批量执行、批量对接信用评级公司
7	投资基金	对头部电商带货服务等新业态公司进行投资, 推动企业入园, 聚合流量需求形成流量规模经济

资料来源: 公开资料, 太平洋证券研究院

园区预计未来收益可观。根据山西数据流量生态园项目揭牌的相关报导, 未来园区有望引入企业 3000 余家, 园区年均营业收入可达 270 亿元、年均贡献税收总额 30 亿元, 新增就业岗位 5 万余人, 园区将成为驱动地方经济提质扩容的强大引擎, 也将成为天神娱乐未来内生增长的重要布局。

4 风险提示

按照正常程序, 公司重组计划将于年内完成, 如因其他未知原因, 重组延缓, 导致公司 2020 年无法如期扭亏, 将产生退市风险。

公司目前没有实际控制人, 重组完成后, 大量债权人将成为公司股东, 存在股权分散的风险。

现有业务发展与开拓不及预期的风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	789	401	194	394	668	营业收入	2599	1335	1399	2644	4052
应收和预付款项	0	0	822	1163	1315	营业成本	907	676	781	1788	2962
存货	31	42	48	110	183	营业税金及附加	9	7	8	15	22
其他流动资产	2023	1107	331	628	1206	销售费用	331	219	224	264	324
流动资产合计	2843	1550	1394	2295	3371	管理费用	345	306	154	185	243
长期股权投资	1939	2210	1410	1410	1410	财务费用	156	360	211	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-6375	537	2400	0	0
固定资产	94	88	88	88	88	投资收益	79	13	2810	110	110
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	463	9	0	0	0
无形资产开发支出	0	0	0	0	0	营业利润	-5345	-1160	94	410	509
商誉	2618	1856	256	256	256	其他非经营损益	-1506	-41	0	0	0
其他非流动资产	1076	653	653	653	653	利润总额	-6851	-1201	94	410	509
资产总计	8570	6358	3802	4703	5779	所得税	127	-69	5	24	29
短期借款	569	195	0	0	0	净利润	-6978	-1131	89	386	480
应付和预收款项	0	0	465	657	743	少数股东损益	173	66	40	46	48
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	-7151	-1198	49	340	432
其他负债	-569	-195	104	146	166						
负债合计	0	0	569	803	909	预测指标					
股本	932	932	1662	1662	1662		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	5887	5886	7555	7555	7555	毛利率	65.09%	49.3%	44.19%	32.40%	26.91%
留存收益	0	0	166	453	770	销售净利率	-275.15%	-89.7%	3.50%	12.86%	10.66%
归母公司股东权益	2017	776	3224	3564	3996	销售收入增长率	-16.20%	-48.6%	4.78%	89.05%	53.23%
少数股东权益	326	69	109	155	203	EBIT 增长率	-43.6%	-114%	238.2%	115.6%	30.01%
股东权益合计	2344	845	3333	3719	4199	净利润增长率	-803.5%	83.3%	104.1%	595.2%	27.02%
负债和股东权益	8570	6358	3802	4703	5779	ROE	-354.5%	-154%	1.52%	9.54%	10.81%
						ROA	-83.44%	-18.8%	1.29%	7.23%	7.47%
						ROIC	16.40%	-3.7%	3.41%	6.60%	7.59%
现金流量表(百万)						EPS(X)	-7.67	-1.28	0.05	0.36	0.46
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	PE(X)	—	—	59.28	8.53	6.71
经营性现金流	275	465	-3501	90	164	PB(X)	2.42	3.43	0.90	0.81	0.73
投资性现金流	-538	82	2810	110	110	PS(X)	—	—	70.44	5.36	2.75
融资性现金流	-920	-809	484	0	0	EV/EBITDA(X)	7.72	-814.06	41.21	18.35	13.30
现金增加额	-1165	-263	-207	200	274						

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。