

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

联系人：陶斯然 S0350114090005

联系方式：18616354001, taosr@ghzq.com.cn

联系人：邵伟 S0350115070032

联系方式：18817875606, shaow@ghzq.com.cn

## 泛娱乐+泛教育齐头并进

### ——天舟文化（300148）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
天舟文化	11.9	23.1	17.6
沪深300	-21.0	-19.8	-11.0

市场数据

2016/2/3

当前价格(元)	19.69
52周价格区间(元)	13.29-39.6
总市值(百万)	8316.10
流通市值(百万)	6645.75
总股本(万股)	42235.15
流通股(万股)	33751.90
日均成交额(百万)	385.50
近一月换手(%)	161.52

事件：

1. 公司2015年12月30日发布对外投资公告称拟以现金1.805亿元收购出让方持有的杭州派娱科技有限公司（简称派娱科技）40.11%股权并以自有资金向其增资1亿元，增资完成后公司将持有派娱科技51%股权，股权收购对价及增资款总金额2.805亿元。在派娱科技完成2017年净利润7000万元，2018、2019年年度业绩在2017年利润承诺基础上分别逐年增长30%以上（9100万元、1.183亿元），公司拟以现金或发行股份方式收购公司全部股权。
2. 2015年12月31日公司发布对外投资公告称拟以自有资金1.1434亿元收购华育今典（天津）版权服务合伙企业、人民东方出版传媒有限公司持有的人民今典（北京）书业有限公司（简称人民今典）26.5%股权同时以自有资金向人民今典增资1.0572亿元取得其51%的控股，合计投资2.2亿元。华育今典及人民东方承诺人民今典2017年至2019年年度实现净利润分别为1.09亿元、1.19亿元和1.29亿元。
3. 2015年12月31日日发布重大资产重组公告称拟以发行股票及支付现金方式购买袁雄贵等11名交易对方合计持有的游爱网络100%股份，预估值为16.2亿元其中现金方式支付5.389亿元，以股份方式支付10.81亿元（按发行价格17.78元/股计算，折合约为6080.4万股）；并向李琳、天舟文化员工持股计划（筹）等不超过5名特定对象非公开发行不超过6431.4股（含）募集配套资金不超过11.435亿元用于支付本次交易的现金对价及游爱网络投资项目等费用。其中，拟筹建的天舟文化员工持股计划由公司部分董事、监事、高级管理人员参与认购。  
游爱网络业绩承诺2016年、2017年及2018年三个会计年度实现的净利润（扣非后）分别不低于1.2亿元、1.5亿元和1.875亿元（对应收购PE为13.5/10.8/8.64倍）。

我们的观点：

■ **移动游戏布局再下一城，微笑曲线前端优势凸显：**2014年公司已通过收购专注于开发精品MMORPG类移动终端互联网游戏公司神奇时代实现了“教辅材料出版发行+移动游戏”的双轮驱动，此次拟再收购移动网络游戏开发运营发行商游爱网络，增加了公司在卡牌类、SLG类多样移动游戏的研发运营能力，目前游爱网络正在运营移动网络游戏达15款，在研游戏共计12款，预计2016年推出自研移动游戏13款，极大丰富了公司移动游戏产品类别并培育了新利润增长点，夯实了公司在移动游戏内容开发运营的市场竞争力。借

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

助具备移动游戏全球发行能力，运营《圣剑契约》《三国吧兄弟》等精品游戏的初见科技，两家移动游戏品种互为补充同时利于同一 IP 在用户及渠道等环节共享，降低了内容开发、运营成本和风险，助力实现商业价值的最大化。2015 年中国游戏市场收入规模达到 1407.0 亿元，同比增长 22.9%；其中移动游戏市场规模达到 514.6 亿元，同比增长到 87.2%，已成为行业增长主要驱动力；虽在行业成本增加及端游大厂冲击寡头竞争下，部分游戏产商快速聚焦二次元、军事策略、女性游戏等细分市场，开辟新疆土，同样占据先发优势。

■ **完善泛娱乐产业链整合，掘金二次元市场：**派娱科技主要从事动漫游戏研发、制作和运营，致力打造以 ACGN（动画、漫画、游戏、轻小说）为主要互动方式聚集动漫游戏玩家的二次元垂直领域社群生态圈，建立国内领先的动漫游戏互联网娱乐产业平台。旗下的派趣游戏专注于二次元动漫游戏领域，现已成功发行二次元萌娘海战养成收集游戏《战舰少女》、《机战坦克》等多款游戏、推出全 IP 孵化的《男神执事团》网剧及同名手游和漫画。派娱科技立足于内部孵化新 IP 经营开放交互平台，外部吸引优质 IP 资源，提供玩家高品质的移动游戏娱乐体验。基于派娱科技实际控制人及核心管理人员在该领域累积了一定用户基础、丰富从业经验及市场知名度，公司拟未来与派娱科技共同合作成立动漫二次元产业投资并购基金，利用公司自身出版教育等资源与派娱科技进行泛娱乐产业链整合及生态建设，有望分享 2.19 亿二次元人群点燃的二次元手游市场。

■ **蓄力线上线下碎片化教育产品，泛教育平台模式初显：**公司作为拥有图书电子出版物等全国总发行资质的民营企业之一，是湖南省民营出版发行企业中发行量及影响力最强企业，在教辅材料出版保持稳定增长下，公司外延增资参股人民今典继续强化线下教育产品实力。人民今典以教育出版为核心，致力于为广大教师及学生提供优质教育资源和服务，将与公司教辅材料出版、教育等业务进行有效整合协同，助力公司获取更多教育业务项目的教材著作权及版权，图书版权及具有一定经验的教育资源，通过加码线下教育出版有望与公司参股的国内唯一一家线上教育产品分销平台决胜网形成线上线下导流，开发培养出潜在的目标用户，泛教育平台初步显现，后续发展可期。

■ **盈利预测及估值：**不考虑本次游爱网络收购，我们预计公司 15-17 年将实现归属母公司的净利润 1.76 亿元、3.00 亿元、4.25 亿元，对应的 EPS 为 0.41 元、0.71 元、1.00 元，以 2 月 3 日收盘价计算对应 16-17 年 PE 分别为 27.7 倍、19.5 倍。若考虑收购本次游爱网络 16 年并表，我们预计公司 16-17 年将实现归属母公司的净利润 4.20 亿元、5.75 亿元，对应的 EPS 为 0.76 元、1.05 元，以 2 月 3 日收盘价计算对应 PE 分别为 25.6 倍、18.7 倍。我们看好公司布局优质游戏上游开发公司及专业运营商完善产业链，通过动漫产业基金孵化储备项目；以图书出版为阶梯，不断深耕文化产业取得天然线下入口竞争优势输送至泛教育平台，并通过外延并购优化产业形态，实现泛娱乐与泛教育双轮驱前，有望在未来增量业绩得到释放，首次覆盖，给予公司买入评级。

■ **风险提示：**收购实施的不确定性风险；市场与行业竞争加剧风险；收购带来的核心人员及研发人才流失风险及整合风险；新游戏新产品开发风险，标的资产业绩承诺无法实现。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	515.76	743.10	1083.89	1582.58
增长率 (%)	57.27%	44.08%	45.86%	46.01%
净利润 (百万元)	118.26	176.43	300.34	425.54
增长率 (%)	481.86%	49.19%	70.23%	41.69%
摊薄每股收益 (元)	0.280	0.418	0.711	1.008
ROE (%)	6.70%	9.47%	15.77%	19.87%

表 1: 盈利预测表

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	6.70%	9.47%	15.77%	19.87%	EPS	0.280	0.418	0.711	1.008
销售毛利率	45.43%	48.23%	47.00%	46.02%	P/E	70.32	47.14	27.69	19.54
销售净利率	23.08%	24.88%	27.73%	27.30%	P/B	4.71	4.46	4.37	3.88
<b>成长能力</b>					P/S	16.12	17.37	17.28	17.43
收入增长率	57.27%	44.08%	45.86%	46.01%					
利润增长率	483.46%	55.32%	62.55%	43.74%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>营运能力</b>					货币资金	482.18	784.09	857.50	1104.41
总资产周转率	0.26	0.35	0.50	0.65	应收和预付款项	83.78	110.74	92.84	98.56
应收账款周转率	8.08	9.52	17.27	22.60	存货	40.23	31.90	25.09	24.29
存货周转率	7.00	12.06	22.90	35.17	其他流动资产	207.60	1.38	1.20	1.13
<b>偿债能力</b>					长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	11.79%	10.91%	11.40%	10.46%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比	3.43	4.08	3.99	4.91	固定资产和在建工程	43.51	57.12	68.54	65.58
速动比	2.39	3.94	3.89	4.81	无形资产和开发支出	1125.07	1124.65	1124.23	1124.04
					其他非流动资产	29.27	1.46	1.00	1.00
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2011.62</b>	<b>2111.34</b>	<b>2170.41</b>	<b>2419.00</b>
营业收入	515.76	743.10	1083.89	1582.58	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	281.44	384.70	574.46	854.28	应付和预收款项	237.19	227.31	241.51	247.09
营业税金及附加	1.06	1.97	2.57	3.91	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	43.72	49.59	55.89	69.34	其他负债	0.00	3.09	5.98	6.06
管理费用	52.62	59.09	66.99	79.93	<b>负债合计</b>	<b>237.19</b>	<b>230.41</b>	<b>247.50</b>	<b>253.15</b>
财务费用	-5.33	-6.03	-10.65	-12.64	股本	351.96	422.35	422.35	422.35
资产减值损失	8.28	19.92	13.09	20.97	资本公积	1205.96	1135.57	1010.45	1010.45
投资收益	1.79	0.00	0.00	0.00	留存收益	206.98	305.02	471.92	708.39
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1764.90</b>	<b>1862.94</b>	<b>1904.72</b>	<b>2141.19</b>
其他经营损益	0.00	10.12	9.10	8.13	少数股东权益	9.53	17.99	18.19	24.66
<b>营业利润</b>	<b>135.75</b>	<b>243.98</b>	<b>390.63</b>	<b>574.92</b>	股东权益合计	1774.43	1880.93	1922.91	2165.85
其他非经营损益	7.80	2.54	10.10	1.10	<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2011.62</b>	<b>2111.34</b>	<b>2170.41</b>	<b>2419.00</b>
<b>利润总额</b>	<b>143.56</b>	<b>246.52</b>	<b>400.73</b>	<b>576.02</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
所得税	24.52	61.63	100.18	144.00	经营性现金净流量	176.07	373.72	339.64	442.20
<b>净利润</b>	<b>119.04</b>	<b>184.89</b>	<b>300.54</b>	<b>432.01</b>	投资性现金净流量	-196.86	-7.66	-27.54	-31.11
少数股东损益	0.78	8.46	0.20	6.47	筹资性现金净流量	217.82	-64.14	-113.57	-164.19
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>118.26</b>	<b>176.43</b>	<b>300.34</b>	<b>425.54</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>197.03</b>	<b>301.92</b>	<b>198.53</b>	<b>246.90</b>

## 【分析师承诺】

孔令峰，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为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的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。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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。