



## 决胜网登陆资本市场

- **事件:** 公司公告称, 公司参股的北京决胜网教育科技有限公司获得全国股转系统的批文, 允许其在全国股转系统(新三板)挂牌交易, 交易方式为协议转让。
- **入股决胜网, 开拓新领域。** 2015年年底, 公司以自有资金1.7亿, 收购决胜网18.89%的股权, 成为其第二大股东。决胜网是一家基于O2O的泛教育产品导购平台, 拥有超过20万的入驻商家, 1000万以上注册用户, 涉及早教、K12教育、非K12教育、职业教育等领域。我们认为, 公司参股决胜网, 将对公司传统业务(包括教材、教辅、青少年图书)等业务形成有力的支撑, 同时也完成公司线下资源和线上平台的对接, 盘活存量业务; 另一方面, 决胜网登陆资本市场, 使得公司在决胜网的股权流动性提高, 从投资的角度而言, 也有利于公司未来的业绩增长; 最后, 决胜网在教育领域资源丰富, 有利于公司进一步整合教育资源, 实现从单纯的教育纸媒体向泛教育领域转型。
- **游戏是公司未来的增长点。** 从2014年开始, 公司就开始转型涉足手游行业, 目前公司除了已经完成收购的神奇时代以外, 在2015年年底, 先后公告拟收购以下游戏资产: 1.派娱科技, 该企业专注于二次元的游戏发行和运营, 2016年的承诺业绩是5500万; 2.爱游网络, 该企业是一家涉及策略、卡牌等多个领域的手游研发和运营公司, 2016年的承诺业绩是1.2亿; 3.初见科技, 该企业是一家专注于手游发行的公司, 和国内主要的游戏平台有非常深厚的合作, 2016年的承诺业绩是7000万。从产业链的角度来看, 天舟文化的游戏业务已经完成整体布局, 未来将形成从研发到发行到运营的闭环; 同时, 也几乎涵盖了所有主流手游模式, 将对公司业绩产生持续的支撑。
- **转型大幅度提高公司盈利能力。** 天舟文化的转型非常成功, 当年收入就由2013年的3.2亿提高到5.1亿(游戏实现收入1.56亿), 利润水平更是从2013年的2040万提高到2014年的1.19亿, 综合净利率由6%提高到23%。2015年, 公司实现收入5.44亿, 同比增长5.5%, 实现利润1.76亿, 同比增长49%, 净利率水平进一步提高32%左右, 加权摊薄后的EPS也从2014年的0.32元提高到2015年的0.41元, 显示出公司转型使得企业盈利能力大幅度提高。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	515.76	541.41	1337.11	1632.71
增长率	57.27%	4.97%	146.97%	22.11%
归属母公司净利润(百万元)	118.26	140.28	319.06	395.21
增长率	481.86%	18.62%	127.45%	23.87%
每股收益EPS(元)	0.28	0.33	0.76	0.94
净资产收益率ROE	6.71%	7.33%	14.28%	15.03%
PE	66.25	55.85	24.56	19.82
PB	4.42	4.09	3.51	2.98

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

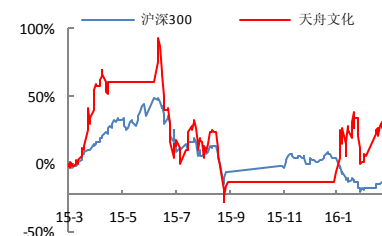
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	4.22
流通A股(亿股)	1.75
52周内股价区间(元)	13.29-39.6
总市值(亿元)	78.35
总资产(亿元)	19.51
每股净资产(元)	4.43

### 相关研究

- **纸媒业务积极拥抱新业态。**虽然，随着国家政策的变化和数字教育的成熟，传统纸媒教育行业面临巨大的挑战，公司也多少受到一些影响，利润水平从 2011 年开始就逐步下滑（公司 2011-2013 年的净利润分别为 0.33 亿、0.2 亿、0.2 亿）。但是近年来，公司一方面积极夯实业务基础（通过收购人民今典），扩大覆盖人群，另一方面积极拥抱互联网，收购决胜网，实现线下教育资源和线上销售平台的结合，未来或迎来老树新芽的契机。
- **下半年重要看点：**我们认为，天舟文化在 2016 年的看点如下：1.公司完成对多个手游公司的收购，产业链整合将发挥巨大的协同效应；2.决胜网在互联网 O2O 模式上取得突破；3.决胜网获得资本市场溢价，为公司带来投资回报；4.除爱游网络以外，其他收购多以现金收购完成，从而购入业绩不会因为股本扩大而稀释，所以 2016 年公司业绩大概率快速增长。
- **关键假设：**1、公司的线下教育资源能够通过决胜网和线上平台完成对接；2、公司对于收购公司的并购能够顺利过会完成；3、对赌业绩能够实现。
- **业绩预测与估值：**我们预测公司 2016、2017 年的利润是 3.19 亿（神奇时代对赌 1.65 亿；传统业务预计实现利润 0.4 亿；人民今典预计实现利润约 0.6 亿；派娱科技完成对赌，贡献利润 0.3 亿；初见科技完成对赌，贡献利润 0.1 亿），对应的 EPS 为 0.76 元，对应的 PE 为 25 倍左右。从目前来看，公司的估值水平明显低于手游行业平均水平；且利润增长明显；再者该业绩评估并未计算爱游网络并入后带来的业绩增量，综上，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**手游或出现行业下滑的风险、并购项目进度或不达预期和实现业绩或不及承诺的风险、纸媒体行业或出现加速下滑的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	515.76	541.41	1337.11	1632.71	净利润	119.04	140.28	319.06	395.21
营业成本	281.44	243.63	681.93	816.35	折旧与摊销	5.74	13.90	111.61	169.42
营业税金及附加	1.06	1.11	2.75	3.36	财务费用	-5.33	-0.49	1.32	1.51
销售费用	43.72	56.20	134.72	161.81	资产减值损失	8.28	25.77	23.38	43.10
管理费用	52.62	35.30	84.27	102.66	经营营运资本变动	-61.27	-241.40	-231.74	-138.40
财务费用	-5.33	-0.49	1.32	1.51	其他	108.27	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	8.28	25.77	23.38	43.10	<b>经营活动现金流净额</b>	174.73	-61.95	223.63	470.83
投资收益	1.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1126.39	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	929.53	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-196.86	-170.18	-190.00	-210.00
<b>营业利润</b>	135.75	179.87	408.75	503.91	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.80	5.72	6.29	6.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	143.56	185.59	415.04	510.26	股权融资	1117.58	0.00	0.00	0.00
所得税	24.52	45.32	95.98	115.06	支付股利	-7.61	0.00	0.00	0.00
净利润	119.04	140.28	319.06	395.21	其他	-892.16	0.49	-1.32	-1.51
少数股东损益	0.78	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	217.82	0.49	-1.32	-1.51
归属母公司股东净利润	118.26	140.28	319.06	395.21	<b>现金流量净额</b>	195.68	-231.64	32.31	259.32
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	495.99	243.22	278.59	507.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	83.78	315.66	561.95	653.36	销售收入增长率	57.27%	4.97%	146.97%	22.11%
存货	40.23	-0.12	3.77	5.62	营业利润增长率	448.53%	32.50%	127.24%	23.28%
其他流动资产	210.81	112.00	276.59	337.74	净利润增长率	483.46%	17.84%	127.45%	23.87%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	542.78%	41.95%	169.91%	29.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	43.51	200.16	278.92	319.87	毛利率	45.43%	55.00%	49.00%	50.00%
无形资产和开发支出	1125.07	1124.79	1124.51	1124.23	三费率	17.65%	16.81%	16.48%	16.29%
其他非流动资产	29.99	29.90	29.81	29.72	净利率	23.08%	25.91%	23.86%	24.21%
<b>资产总计</b>	2029.38	2025.60	2554.14	2978.34	ROE	6.71%	7.33%	14.28%	15.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.19%	5.87%	8.86%	16.06%
应付和预收款项	116.64	65.66	198.89	205.09	ROIC	15.38%	9.05%	16.78%	18.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.40%	35.70%	39.02%	41.33%
其他负债	138.32	45.24	121.49	144.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	254.96	110.90	320.37	349.37	总资产周转率	0.39	0.27	0.58	0.59
股本	351.96	351.96	351.96	351.96	固定资产周转率	11.85	2.93	5.22	5.56
资本公积	1205.96	1205.96	1205.96	1205.96	应收账款周转率	9.01	2.85	3.17	2.82
留存收益	206.98	347.26	666.32	1061.52	存货周转率	5.42	11.58	197.40	132.96
归属母公司股东权益	1764.90	1905.18	2224.24	2619.44	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.63%	--	--	--
少数股东权益	9.53	9.53	9.53	9.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1774.43	1914.70	2233.76	2628.97	资产负债率	12.56%	5.47%	12.54%	11.73%
负债和股东权益合计	2029.38	2025.60	2554.14	2978.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.29	6.18	3.53	4.34
					速动比率	3.13	6.19	3.51	4.32
					股利支付率	6.43%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	136.17	193.28	521.68	674.84	每股收益	0.28	0.33	0.76	0.94
PE	66.25	55.85	24.56	19.82	每股净资产	4.20	4.53	5.29	6.22
PB	4.42	4.09	3.51	2.98	每股经营现金	0.41	-0.15	0.53	1.11
PS	15.19	14.47	5.86	4.80	每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	44.09	32.37	11.93	8.88					
股息率	0.10%	--	--	--					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn