



2016年07月20日

天舟文化(300148.SZ)

天舟文化 (300148.SZ) 调研纪要

-并购持续推进中

投资要点

无评级

当前价：16.37 元

目标价：

分析师：郭佳楠

执业编号：S0300515080001

电话：010-64814022

邮箱：guojianan@lxsec.com

研究助理：陈铮娴

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

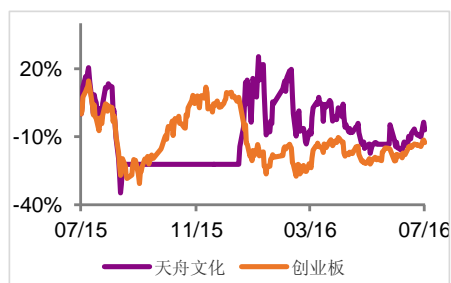
◇ 事件

我们于近日在广州拜访了天舟文化的管理层，出席会议的有董事会秘书杨灏先生和游爱游戏董事长袁雄贵先生，会议主要就公司战略、近况以及游爱游戏的经营情况等进行了交流，如下为调研的主要内容。

◇ 轻资产为公司战略，回报率将指引教育和游戏的布局权重

杨灏先生表示，公司将秉承轻资产的发展路径，天舟 2003 年涉足教育行业，对该行业了解较为深入，对经营风险点也有较好的理解，认为教育行业前景广阔。游戏行业同为轻资产模式，为并行的两条业务线。公司表示在教育和游戏两个领域均沉淀有较好的资源和能力，布局权重将视乎行业因素和投资回报率等因素综合考量。

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：联讯证券研究所

◇ 估值

目前 Wind 平均预估 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 10.7 亿、14.5 亿和 17.2 亿，同比增速分别为 96%、36%和 19%，归属母公司净利润分别为 3.36 亿、4.64 亿和 6.07 亿，同比增速分别为 90%、38%和 31%，



对应 EPS (摊薄) 分别为 0.66 元、0.91 元和 1.20 元。目前股价分别对应 2016 年、2017 年和 2018 年 PE 为 24.0x、17.4x 和 13.3x，暂未评级。

◇ 风险提示

并购标的承诺业绩不达预期。

以下为调研的主要内容。



Q&A 环节

杨灏先生的部分

Q：对公司收购标的业绩达成的看法？

A：一般而言，没有完成业绩对赌主要基于如下三类原因，(1) 行业因素：行业景气度较之前有较大幅度下滑；(2) 公司因素：公司自身原因无法完成业绩承诺；(3) 上市公司和标的公司存在磨合问题。就天舟而言，2013 年收购神奇时代时，手游行业约 10 至 20 亿的市场规模，如今市场规模已达几百亿，规模仍将持续增长。认为能否达成对赌业绩的关键在于如何规避风险。展望未来，能生存下来的公司会越来越少，监管趋严为主因，小公司的生存空间将被不断压缩。认为游戏公司类似创意公司，人才是核心竞争力。当前部分从业者体会到资本市场的魔力，存在一夜暴富的现象，便不顾自身实力效仿和上市公司对赌，较为浮躁，不少标的公司因为这个原因才没有完成对赌。认为完成对赌业绩关键点有如下两个，(1) 不能急功近利；(2) 上市公司和标的公司的控制人要携手共进。

Q：在教育文化和游戏方面的并购思路是什么？

A：目前在教育领域，没有发现合适的标的，目前公司以看项目为主。建议关注内生增长，游爱的内生增长是比较强劲的。

Q：神奇时代目前有无新游戏准备上线？



A：神奇时代明年将推出三款游戏，其中一款为《卧虎藏龙 2》。

Q：关于并购派娱科技的想法？

A：派娱科技主攻二次元方向，前景看好。由于派娱科技及其关联方与上海幻萌网络科技有限公司关于计算机软件著作权许可使用的合同纠纷事宜尚未有明确结论，该事项给后续并购的顺利推进带来较大不确定性。公司不会因为放弃和派娱科技的合作而放弃尝试二次元方向，二次元方向是游戏的一个细分。

Q：人民今典何时并表？

A：今年上半年已完成投资。

Q：天舟对于教育行业的理解？

A：由于政策和意识形态的原因，教育领域一定是国有唱主角，这种格局短期不会有大的改变。K12 前景很好，但因为天舟民营企业的身份，只能有所为有所不为，但不会放弃。天舟已开始和国有企业合作，选择了决胜平台。天舟和人民今典的合作，线下覆盖了 4,000 万至 5,000 万的学生，这些学生通过互联网方式有可能给天舟带来额外增值。在风险可控的情况下，天舟会与决胜进一步合作，因为我们决定投资决胜的时候决胜已经不烧钱了（决胜去年已有 400 万的盈利）。考量新东方（EDU.US）也是决胜的股东，戴政先生做为创始人兼 CEO，有足够的互联网经验。决胜和天舟的线下资源有机会形成共鸣，来做互联网教育布局的。



Q：教育方面是否有上升空间？

A：公司和人民今典合作的原因有如下两点，(1)简单的加法，并利润；(2)利用国有企业身份做一些民营企业做不了的市场，实现市场份额的增长，营收的同比增速希望达到10%。

Q：教育领域线下融合的机会？

A：天舟对自身线下布局十分有信心，会做食物链上层的尝试。

袁雄贵先生的部分

Q：简要介绍游爱游戏？

A：游爱游戏成立至今已逾5年，这也是手游行业快速发展的5年，公司立志于做平台化的公司。公司秉承多产品策略，而非像一些大公司，大制作大发行集中资源做一个爆款。

Q：对中国游戏行业的简要回顾并分享对行业的理解？

A：从现在火爆的手游，到之前的页游、端游乃至最开始的单机游戏，认为PC端的游戏规律仍适用于手游。用户需求和渠道需求共同驱动行业发展。

2001至2005是端游发展前期，用户接触电脑时间有限，当开始接触网络及手游时，用



户也不太了解自身需求，因此当时商业模式并不清晰，各类玩家都有参与，不同类型的玩家都获得了成功。2005 年进入中期，源源不断的用户涌入，终端红利持续上升，商业模式逐渐清晰。到了这个节点，端游只剩下几家大公司，盛大、巨人（002558.SZ，未评级）和网易（NTES.US）等，最成功的也只有几款产品：《传奇》、《征途》、《魔兽》、《梦幻西游》和《大话西游》等，这是市场和用户共同选择的结果。

2008 年页游出现，高峰时期市场规模逾 200 亿，特征也十分明显，没有一家大型端游公司在其中，除了畅游收购的第七大道。因为端游公司无法革自己的命，这是端游领导者在页游领域缺乏作为的原因。譬如盛大不可能把游戏周期压缩得太短，也不会廉价的去卖，因为很多用户在老游戏上，这是中小型公司的机会。

用户需求驱动。譬如，游戏用户的需求可以理解为一种综合的服务体验，单机游戏可以给出有创意的玩法体验。体验可以理解为获得的乐趣除以获取成本，而不是单纯好玩，这个体系需要综合考量可玩性、成长性和功能系统等。成本包括时间成本、学习操作花费的心力的复杂程度以及花掉的钱，且同一用户不同时期的时间成本是不一样的（譬如，同一玩家学生时代和工作后的时间成本不一样）。现在的时间成本比过去飙升许多，与此对应的是游戏版本更为的频繁升级，早期的《天龙八部》和《风云》，在畅游平台上 3 到 6 个月才更新一次（因为端游体系较为庞大），页游时期每周更新，现在有的游戏刚下载系统就会提示更新了。如果仍按以前的更新频率，用户会觉得一滩死水，缺乏乐趣，节奏变快了。

渠道需求驱动。互联网从早期的浏览网页到软件园，如天空网站和驱动之家等，再到搜狐（SOHU.US）、网易邮箱和雅虎（YHOO.US）邮箱等，现在越来越多产品跟用户联系日趋紧密。最直接的驱动是赚钱，如广告，360（QIHU.US）广告收入过亿，YY（YY.US）逾 5,000 万，酷狗约 1,000 万至 2,000 万，这些公司可以把大量的用户变现，同时 YY



和 360 还开辟了一些新的变现模式，类似的事情也会发生在手游领域。

2010 年至 2013 年是手游的发展前期，如早期的《忘仙》、《风云天下》、《刀塔传奇》及《时空猎人》等。2013 年至 2015 年手游行业进入一个新时期，该时期有个显著特点，即所有端游公司进手游都获得了成功，只是程度不一样，这对新公司是挑战也是机会，挑战在于新公司好像绝望了，机会少，都是以前的大公司大 IP，比如之前掌趣科技（300315.SZ，未评级）的《大掌门》和《刀塔传奇》。即便偶尔一两个获得成功，但和腾讯（0700.HK）和网易的产品相比都是小制作，这个规律和 PC 端类似，手游市场的七八成仍被大公司占据，小公司颠覆上位是小概率的事件，这个格局已经确定。我的理解，网游类似服务业，《梦幻西游》和《传奇》这类产品为已有用户建立了服务体系，实践经验告诉我们这些用户的需求与 PC 端用户无本质区别，所以顺利的迁徙了，再想打破该等格局是非常困难的，这对小公司是较为绝望的事情。

以端游经验为例，游戏讲求可玩性和成长性。可玩性就是要有成就感，这需要烧钱，拿大量的钱养用户和员工，中小公司不容易做好。目前可玩性最好的是《英雄联盟》，这类公司往往一开始不赚钱，这样门槛就提高了，只有腾讯这类大公司可以做出来，之前很多公司尝试过，但基本都死掉了，现在也有一些公司在做，但如果不和腾讯合作基本很难成功。就游爱本身而言，为了获得可玩性，我们投了几千万但没有出一个产品，不是没有做完，而是在市场看不到产品，试过不行后就死掉了，因此我们现在放弃了这个方向改为选择成长性。这个市场相对较小，但游爱做的不错，排名居前。

Q：游爱的产品策略？

A：游爱的产品都赚钱，2013 年就出过爆款，达到 3,000 万的流水。在策略上我们选择



持续投入，最多同时进行 20 多个项目，从单机、棋牌、RPG、动作游戏到竞技游戏，后来发现管理上存在问题，缺少人才尤其缺少策划人才，如果产品规律把握不准，很多项目的投入都打水漂，因此现在只做三类，分别是 SLG(不容易做，但如成功收益较大)、ARPG 和塔牌。

Q：介绍一下产品的表现和新产品？

A：老产品的实际流水优于预估，新产品其中一个三个月流水已破 3,000 万，2H16 还有三款游戏推出，其中一款已上线，流水约 300 万，代理的《风云天下 2》预计 8 月上线，百度有一个游戏年底上线。今年有三款 SLG 游戏和两款 RPG 游戏。

Q：手游政策调整对公司的影响？

A：影响相对有限，会导致推出产品的时间晚 1 至 2 个月。

Q：游戏新规对行业的影响？

A：影响较大，这直接导致一些创业公司放弃，对小公司利空，对存活下来的公司是利好的。

Q：公司关于 AR 和 VR 的想法？

A：AR 和 VR 会投资相关公司，自己的团队不会去做。认为行业三年之内不会有大的改善，因为体验不好、成本较高，加之目前还是免费。公司会等有技术突破后再介入，会



在该领域持续对外保持接触。

Q：公司 2014 年净利润率约 14%，2015 年为 25%，最新数据为 47%，公司承诺未来三年净利润不低于 40%，如何做到？

A：公司业务构成对净利润影响较大。用户花 100 元购买游戏，经过 360 或其他代理商后，公司基本只能拿到 30 元，赚的钱会拿去投入。公司 30 多个项目，几百人做的时候 20 个产品可能成功 6 个，而现在公司 10 个产品成功的可能就有 6 到 7 个，因为剩下的产品都是精华。后续我们保持现在的研发模式，利润率还有上升空间，早期盛大和巨人的毛利率都是非常高的。

Q：公司的毛利率变化没有净利润率变化明显的原因？

A：人员有精简。

Q：公司的产品研发模式？

A：按产品线划分研发部，这样很多资源可以共享。

Q：公司成立之初赶上手游行业崛起，现在行业增速放缓，公司的应对措施是什么？如何看待游戏出海？

A：我们认为未来三年手游行业的复合增长率约为 30%至 50%。游戏出海其实并不容易，因为不同市场的用户和产品差别较大，需要花时间和资金去探索，机会有但需要较长时



间准备。

风险提示

1. 并购标的承诺业绩不达预期。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰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接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；



卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司(以下简称“联讯证券”)提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相



应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。