

## 天舟文化(300148.SZ)

### 坚定转型步伐,“游戏+教育”双轮驱动

评级: **增持**

前次:

目标价(元):

**17.5**

分析师

联系人

康雅雯

熊亚威

S0740515080001

021-20315097

kangyw@r.qlzq.com.cn

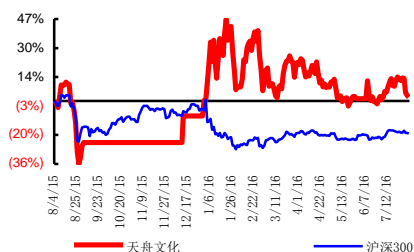
xiongyw@r.qlzq.com.cn

2016年08月04日

#### 基本状况

总股本(百万股)	507
流通股本(百万股)	436
市价(元)	14.92
市值(百万元)	7,562
流通市值(百万元)	6,503

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	515.76	544.28	865.53	1,338.8	1,504.2
营业收入增速	57.27%	5.53%	59.02%	54.68%	12.35%
归属于母公司的净利润	118.26	46.46	80.12	116.39	176.22
净利润增长率	481.86	49.01%	53.08%	61.27%	14.76%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.42	0.48	0.78	0.89
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	53.01	42.18	30.28	18.77	16.36
PEG	0.11	0.86	0.57	0.31	1.11
每股净资产(元)	5.01	4.57	7.27	8.04	8.94
每股现金流量	0.50	0.51	0.46	0.78	0.90
净资产收益率	6.70%	9.14%	6.63%	9.66%	9.98%
市净率	3.55	3.85	2.01	1.81	1.63
总股本(百万股)	351.96	422.35	559.81	559.81	559.81

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **传统主业下行, 坚定转型步伐。**天舟文化传统图书发行起家, 被誉为“民营出版传媒第一股”。近些年由于传统主业下行, 公司坚定转型升级的步伐, 积极布局教育资源与服务、移动互联网娱乐、优秀文化的传承与传播三大领域。通过外延并购, 公司已成功切入游戏与教育领域, 2015 年游戏营收占比已接近 50%。
- **“游戏+教育”双轮驱动, 发挥传统资源优势。**公司通过外延并购投资的方式布局游戏、教育产业, 可以与原有产业形成有效对接。游戏方面, 游戏市场 IP 化、精品化成为趋势, 公司拥有大量的 IP, 可助力公司游戏业务脱颖而出。教育方面, 公司通过教材教辅积累了一批学生资源, 通过互联网教育布局, 可以打通线上线下。
- **多维度布局游戏产业, 保障业绩快速增长。**公司通过收购神奇时代切入手游行业, 通过投资北京初见开拓游戏发行业务, 通过投资银河数娱、KEYROUTE 布局原创 IP, 通过并购游爱网络增强研发实力、扩充游戏品类, 通过不断的运作与整合, 协同性效应有望显现。同时, 神奇时代 2016 年承诺业绩 1.66 亿元, 游爱网络 2016 年承诺业绩 1.2 亿元, 在一定程度上保证了公司业绩的快速增长。
  - 神奇时代是国内较早一批打造精品手游的公司, 拥有较强的研发能力及优秀的人才和团队。其中《忘仙》和《卧虎藏龙》2015 年收入分别为 1.17 亿元和 1.09 亿元, 占 2015 年天舟文化营业收入的 21.54% 和 20.14%。
  - 游爱网络在 SLG 类型、卡牌类型移动网络游戏领域中具有较强的研发和运营能力, 其中《风云天下

OL》最高月充值流水超过 3000 万元；《武林萌主》、《蜂鸟五虎将》最高月充值流水也超过 1000 万元。公司游戏储备丰富，正在运营的移动网络游戏达 17 款，在研游戏共计 17 款。

- **优化传统教育出版业务，拓展在线教育。**公司不断完善教育布局，打通线上线下，充分发挥 5000 万学生的资源优势。
  - 公司在 2015 年 12 月，参股决胜网，是国内唯一基于 O2O 的泛教育产品导购平台，拥有 20 多万入驻商家，1000 万以上的注册用户，董事会成员包括俞敏洪、汪潮涌等人。2016 年 3 月，决胜网正式挂牌新三板。
  - 公司在 2016 年 4 月完成对人民今典 51% 的控股，合计投资金额为 2.048 亿元。华育今典承诺 2016-2018 年净利润为 0.89 亿元、0.99 亿元及 1.09 亿元。公司可以与华育今典、人民东方展开合作，充分发挥各自优势。
- **第一期员工持股完成，活力有望进一步释放。**第一期员工持股计划已于 2016 年 5 月顺利完成，通过资产管理计划在二级市场累计买入天舟文化公司股票 5,536,001 股，占公司总股本 1.31%，除权后成交均价对应为 14.71 元/股，低于目前股票现价。此次员工持股彰显公司对于自身未来发展的看好，员工活力有望进一步释放。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测天舟文化 2016-2018 年预计实现收入分别为 8.66 亿元、13.39 亿元、15.04 亿元，同比增长 59.0%、54.7%、12.4%；实现归母净利润 2.67 亿元、4.28 亿元、4.9 亿元，同比增长 51.39%、60.59%、14.37%；其中游戏业务 2016-2018 年对应收入分别为 3.60 亿元、6.86 亿元、8.01 亿元，净利润分别为 2.02 亿元、3.39 亿元、3.96 亿元。公司 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.48 元、0.77 元、0.88 元，根据当前股价对应 PE 分别为 30.15 倍、18.79 倍、16.44 倍。我们选取 A 股市场涉足公司传统主业以及游戏相关公司进行估值比较，考虑到游戏市场增速放缓，公司并购标的整合存在不确定性，分别按 13 倍与 29 倍予以传统业务和游戏业务进行估值，保守估计公司合理市值为 109.96 亿，对应目标价 17.5 元。首次覆盖，予以增持评级。
- **风险提示：**1) 游戏流水不达预期；2) 公司转型发展不达预期；3) 市场竞争加剧；4) 市场整体风险偏好下行。

## 内容目录

<b>民营出版传媒第一股，转型步伐坚定</b> .....	<b>- 5 -</b>
传统图书发行起家，民营出版传媒第一股.....	- 5 -
积极探索转型之路，打造新型文化传媒企业.....	- 6 -
传统业务下行，结构更趋合理.....	- 6 -
<b>进军移动游戏领域，实现战略转型</b> .....	<b>- 8 -</b>
收购神奇时代，切入移动游戏行业.....	- 8 -
投资日本游戏公司，合作优秀开发团队.....	- 10 -
收购游爱网络，多样化公司游戏产品类型.....	- 10 -
增资初见科技，开拓游戏发行业务.....	- 13 -
<b>教育板块：优化传统教育出版业务，拓展在线教育</b> .....	<b>- 14 -</b>
控股人民今典，优化教育板块布局.....	- 14 -
投资决胜网，拓展在线教育.....	- 14 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 16 -</b>
盈利预测结果.....	- 16 -
首次覆盖，目标价 17.5 元，予以增持评级.....	- 16 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 17 -</b>

## 图表目录

<b>图表 1：天舟文化业务布局</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 2：天舟文化股权结构（按游爱网络收购及配套资金募集完成后测算）</b> ....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 3：天舟文化发展历程</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 4：天舟文化 2012-2015 年营业收入</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 5：天舟文化 2012-2015 年归母净利润</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 6：天舟文化 2011-2015 年出版业务营业收入</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 7：天舟文化 2011-2015 年出版业务毛利率</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 8：天舟文化 2012-2015 年的业务结构</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 9：天舟文化 2012-2015 年的海内外业务占比</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 10：键入图表的标题</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 11：神奇时代业绩承诺及完成情况</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 12：神奇时代 2015 年收入结构</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 13：卧虎藏龙 2015 年运营情况</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>图表 14：忘仙 2015 年运营情况</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>图表 15：游爱网络有代表性的游戏产品</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>图表 16：风云天下 OL 月流水情况</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>图表 17：武林盟主月流水情况</b> .....	<b>- 11 -</b>

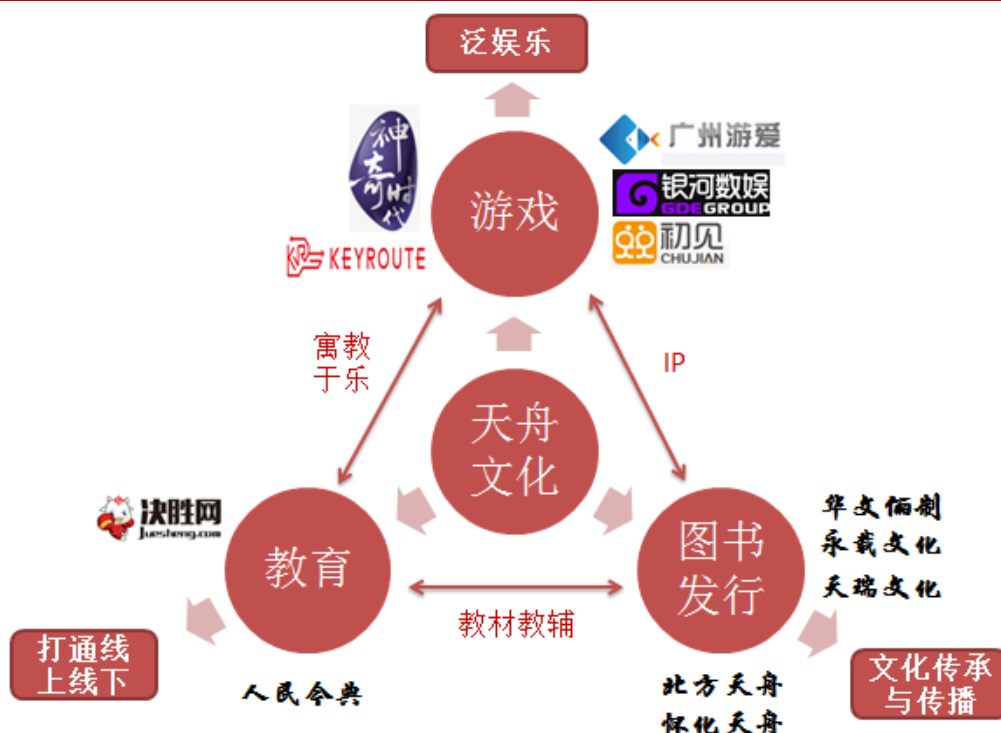
图表 18: 蜂鸟五虎将月流水情况.....	- 12 -
图表 19: 游爱网络在研游戏产品.....	- 12 -
图表 20: 初见科技 2015 年 1-11 月份经营情况.....	- 13 -
图表 21: 初见科技正在运营的产品.....	- 13 -
图表 22: 人民今典 2015 年经营情况.....	- 14 -
图表 23: 决胜网 2013-2015 年营业收入.....	- 15 -
图表 24: 决胜网 2013-2015 年净利润.....	- 15 -
图表 25: 决胜网盈利来源.....	- 15 -
图表 26: 决胜网收入结构.....	- 15 -
图表 27: 天舟文化游戏业务盈利预测.....	- 16 -
图表 28: 可比公司估值比较 (截止 2016 年 8 月 4 日收盘价) .....	- 17 -
图表 29: 财务报表预测.....	- 18 -

## 民营出版传媒第一股，转型步伐坚定

传统图书发行起家，民营出版传媒第一股

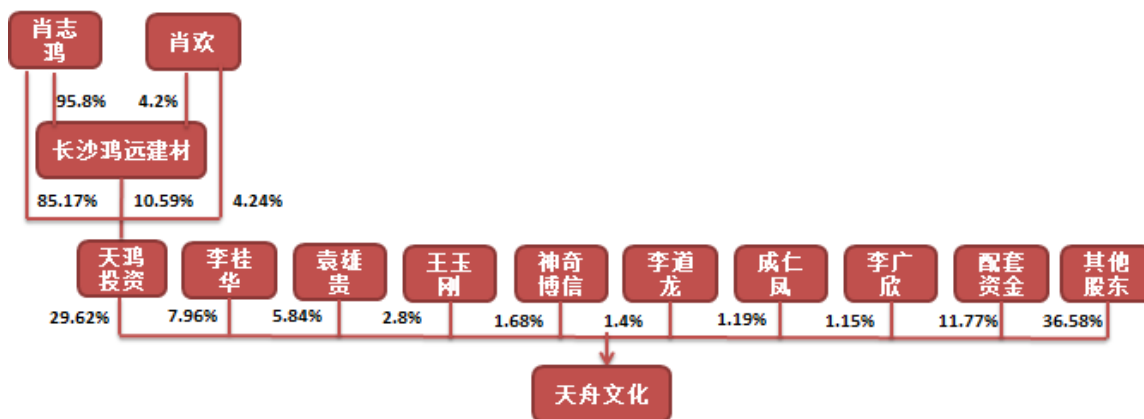
- 天舟文化股份有限公司以从事传统图书发行业起家,2010年12月上市,被誉为“中国民营出版传媒第一股”。近些年,公司坚定转型升级的步伐,积极布局教育资源与服务、移动互联网娱乐、优秀文化的传承与传播三大领域,努力打造传统媒体业态和新媒体业态相结合的新型出版文化传媒企业。

图表 1: 天舟文化业务布局



来源: 中泰证券研究所

图表 2: 天舟文化股权结构 (按游爱网络收购及配套资金募集完成后测算)

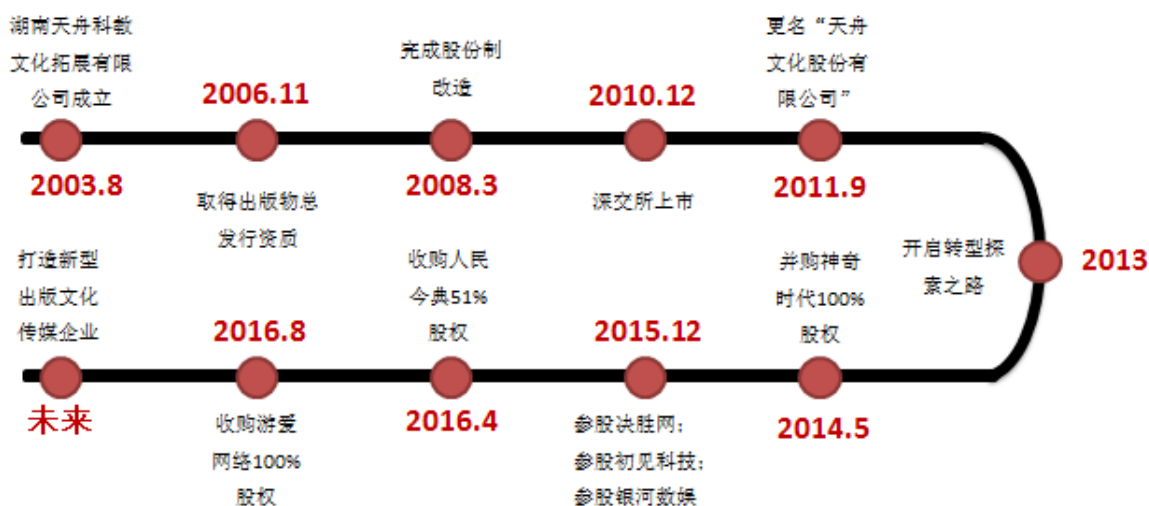


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

积极探索转型之路，打造新型文化传媒企业

- 天舟文化以图书发行起家，随着传统行业萎缩、互联网等新业态冲击，公司近些年开启了转型探索之路。通过并购、参股等形式围绕游戏、教育等领域进行布局，新型的出版文化传媒企业呼之欲出。
  - 天舟文化股份有限公司原名湖南天舟科教文化拓展有限公司，于2003年8月注册成立，2006年11月公司取得出版物总发行资质。2008年03月，公司完成股份制改造，更名为湖南天舟文化股份有限公司，并于2010年12月在深交所成功上市。2011年09月，公司更名为“天舟文化股份有限公司”。
  - 2013年开始，公司以现有业务为基础，积极实施业务转型，探索发展的新模式。2014年05月，出资并购北京神奇时代网络有限公司100%股权。2015年12月，参股北京决胜网教育科技有限公司、北京初见科技有限公司及上海银河数娱网络科技有限公司。2016年04月，收购人民今典（北京）书业有限公司51%股权。目前，公司正积极实施游爱网络的收购，有望于2016年8月完成。

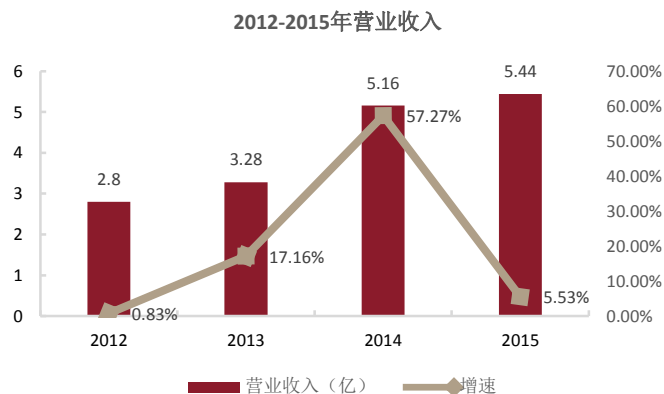
图表 3：天舟文化发展历程



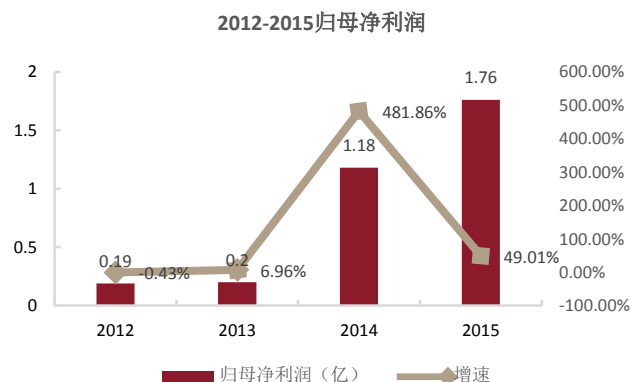
来源：公司官网，中泰证券研究所

传统业务下行，结构更趋合理

- 2015年营业收入5.44亿，归母净利润1.76亿元。营收增速下滑较多，但净利润增速接近50%，主要得益于净利率更高的游戏业务占比提升。

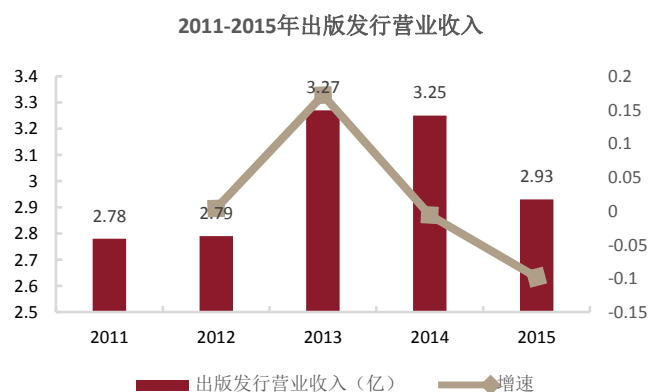
**图表 4：天舟文化 2012-2015 年营业收入**


来源：WIND，中泰证券研究所

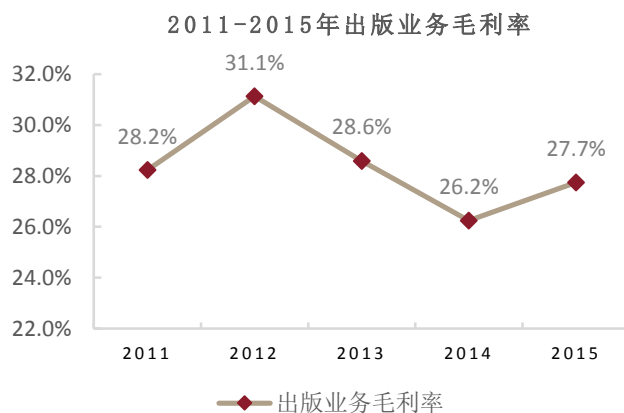
**图表 5：天舟文化 2012-2015 年归母净利润**


来源：WIND，中泰证券研究所

- 公司传统业务主要从事青少年图书的出版发行，包括青少年读物的策划、设计、制作与发行等业务环节。从 2013 年开始，天舟文化传统出版业务开始萎缩，从年 3.27 亿元下降至 2015 年的 2.93 亿元，毛利率基本稳定在 27%-31%之间。

**图表 6：天舟文化 2011-2015 年出版业务营业收入**


来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 7：天舟文化 2011-2015 年出版业务毛利率**


来源：WIND，中泰证券研究所

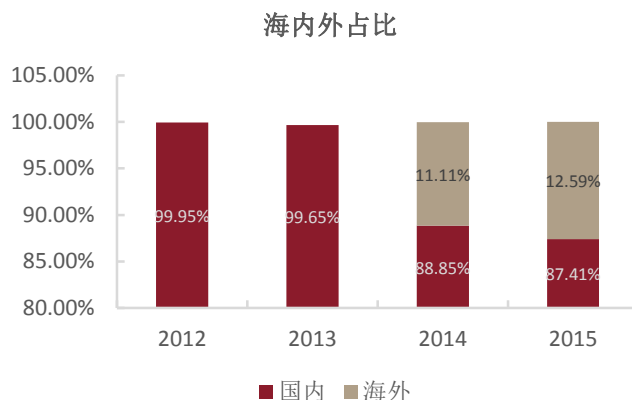
- 从 2014 年，游戏公司神奇时代并表，公司业务结构开始多元化，因游戏海外发行收入的贡献，海外收入占比提高。

图表 8：天舟文化 2012-2015 年的业务结构



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 9：天舟文化 2012-2015 年的海内外业务占比

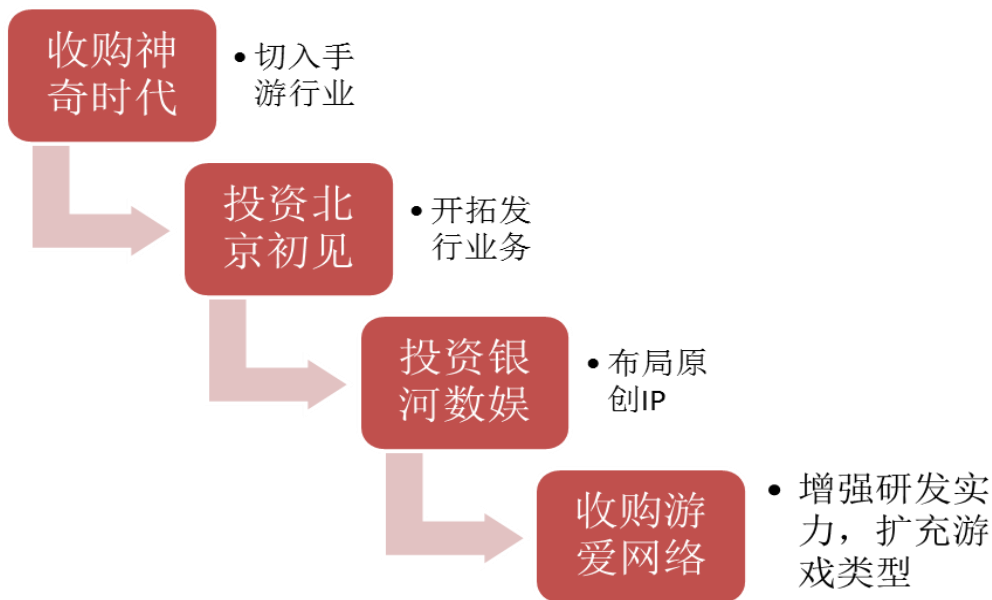


来源：WIND，中泰证券研究所

### 进军移动游戏领域，实现战略转型

- 公司确定战略转型方向以来，通过并购、投资等方式不断完善在游戏产业链的布局，通过一些列的运作与整合，协同性效应有望显现。

图表 10：键入图表的标题



来源：中泰证券研究所

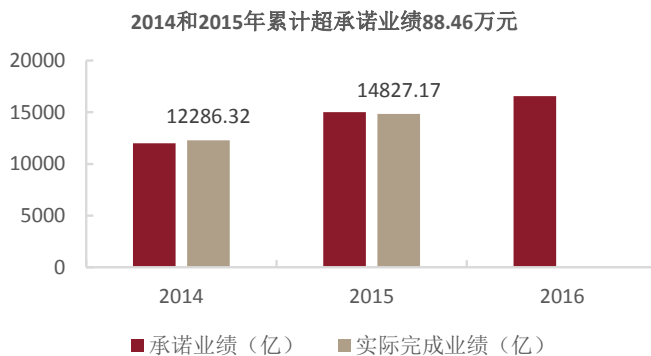
#### 收购神奇时代，切入移动游戏行业

- 2013 年，公司通过向特定对象发行股份和支付现金相结合的方式购买神奇时代 100% 的股权，交易价格为 12.54 亿元。神奇时代承诺：2014 年度、



2015 年度和 2016 年度净利润分别不低于 12010.11 万元、15014.92 万元和 16572.34 万元。截止 2015 年 12 月 31 日，神奇时代 2014 年和 2015 年分别实现净利润 12286.32 万元和 14827.17 万元，累计超额完成业绩承诺 88.46 万元。

**图表 11：神奇时代业绩承诺及完成情况**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 神奇时代 2015 年度主要的游戏产品有《忘仙》和《卧虎藏龙》等，除自主运营外还同时与 Apple Inc、昆仑在线、91 助手、360 手机助手、北京当乐、PP 助手、U 浏览器等国内外优秀的游戏推广服务商进行联合运营。其中《忘仙》和《卧虎藏龙》2015 年收入分别为 1.17 亿元和 1.09 亿元，占 2015 年公司营业收入的 21.54%和 20.14%，在游戏业务中的比例分别为 46.67%和 43.65%。

**图表 12：神奇时代 2015 年收入结构**

游戏名称	收入金额 (元)	占游戏业务收入的比例	投入的推广营销费 (元)	投入的推广营销费占公司总游戏推广营销费比例	投入的推广营销费占公司游戏收入总额比例
卧虎藏龙	109,638,709.96	43.65%	9,468,176.02	92.40%	3.77%
忘仙	117,221,989.44	46.67%	766,299.62	7.48%	0.31%
其他游戏	24,304,279.90	9.68%	12,646.84	0.12%	0.01%
合计	251,164,979.30	100.00%	10,247,122.48	100.00%	4.08%

来源：公司 2015 年年报，中泰证券研究所

**图表 13: 卧虎藏龙 2015 年运营情况**

指标	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
累计注册用户数 (人)	926,516	1,491,602	772,573	846,437
活跃用户数 (人)	1,132,619	1,705,249	1,351,735	1,091,837
付费用户数 (人)	67,799	71,426	61,058	45,072
单个用户平均付费金额 (ARPU) (元)	571.63	481.39	580.71	725.72
充值流水 (元)	38,755,892	34,383,861	35,456,827	32,709,793

来源: 公司 2015 年年报, 中泰证券研究所

**图表 14: 忘仙 2015 年运营情况**

指标	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
累计注册用户数 (人)	310,294	284,636	254,633	166,776
活跃用户数 (人)	566,042	490,750	541,888	499,087
付费用户数 (人)	52,523	61,053	67,438	43,368
单个用户平均付费金额 (ARPU) (元)	948.35	887.12	792.24	1,073.91
充值流水 (元)	49,810,091	54,161,456	53,426,746	46,573,188

来源: 公司 2015 年年报, 中泰证券研究所

### 投资日本游戏公司, 合作优秀开发团队

- 2014 年 9 月, 公司通过孙公司 APPNODE 向 KEYROUTE 增资 120 万美元, 获取 25% 的股权。根据协议约定, 该笔资金将用于 KEYROUTE (日本游戏公司) 的日常运营与业务发展。标的公司所有成员都有 10 年以上的游戏行业从业经历, 能够开发多种类型的原创游戏, 也能根据现有的影视作品开发衍生游戏产品。通过此次投资, 一方面, 公司可以与 KEYROUTE 旗下游戏公司展开深度合作, 加强双方的技术、产品交流, 提升游戏产品的品质; 另一方面, 可以借助公司现有的市场资源与知名度, 开拓中国市场。

### 收购游爱网络, 多样化公司游戏产品类型

- 公司于 2015 年 12 月发布公告, 拟以非公开发行股票及支付现金的方式购买游爱网络 100% 的股权, 交易价格为 16.2 亿元, 同时向 5 名特定投资者募集不超过 11.44 亿元的配套资金。游爱网络承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不 1.2 亿元、1.5 亿元、1.875 亿元。公司于 2016 年 7 月拿到证监会的正式批文, 目前正积极推动并购的相关工作, 有望于 2016 年三季度完成。

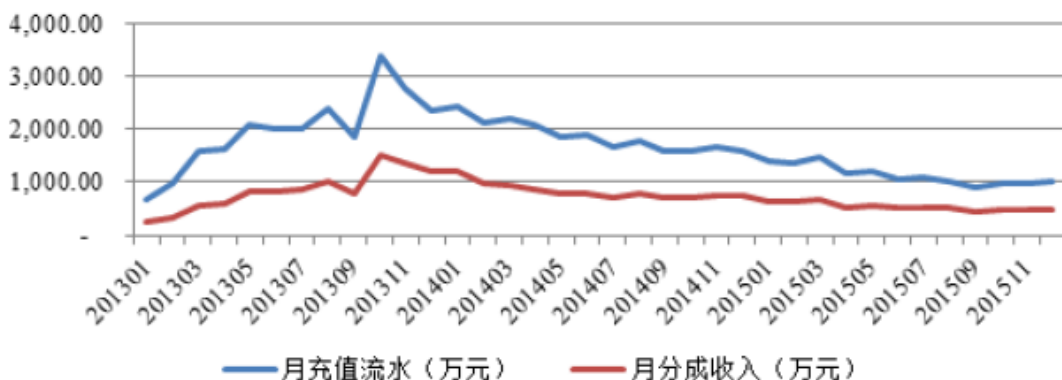
- 游爱网络在 SLG 类型、卡牌类型移动网络游戏领域中具有较强的研发和运营能力。游爱网络现有产品主要以 SLG 类型游戏为主，其中《风云天下 OL》最高月充值流水超过 3000 万元；《武林萌主》、《蜂鸟五虎将》最高月充值流水也超过 1000 万元。

图表 15：游爱网络有代表性的游戏产品

游戏名称	游戏来源	版本语言明细	发行方式	运营平台
《风云天下 OL》	自主研发	简体中文版、繁体版、韩文版	自主运营、授权运营、联合运营	Efun、豆玩、乐逗、3K 玩、易蛙、AppStore、PPTV、龙旗、有米、PPS、九游、腾讯开放平台、PPTV、冒泡、酷狗、虫虫、小米、宝软、百度等
《武林萌主》（比武招亲）	自主研发	简体中文版、繁体版、泰文版	自主运营、授权运营、联合运营	豆玩、3K 玩、豌豆荚、九游、百度、上上签、PPTV、华为开发者联盟、9133、有米、乐逗等
《蜂鸟五虎将》	自主研发	简体中文版、繁体版、泰文版、印尼版、越南版、韩文版	自主运营、授权运营、联合运营	3K 玩、Efun、7725、麟游互动、AppStore、九游、360、小米、豌豆荚、腾讯应用宝、有米等

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16：风云天下 OL 月流水情况

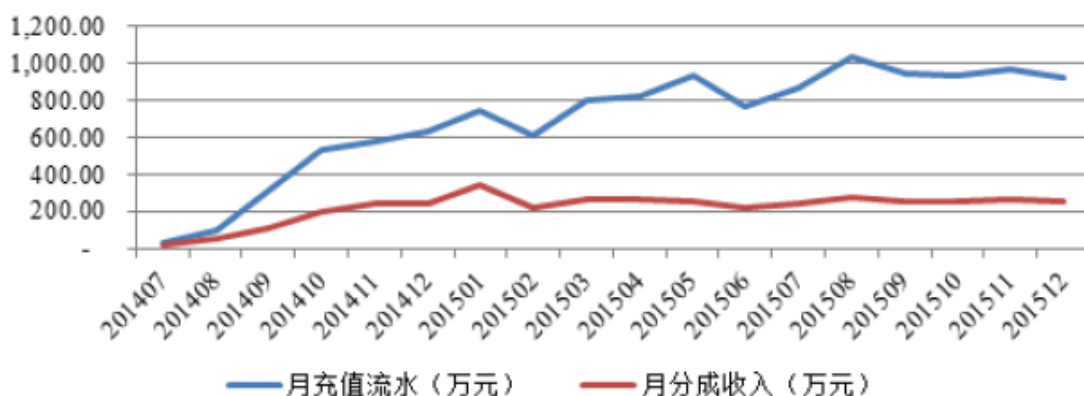


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：武林盟主月流水情况



来源：中泰证券研究所

**图表 18: 蜂鸟五虎将月流水情况**


来源: 中泰证券研究所

- 游爱网络游戏储备丰富, 为稳定高速增长打下坚实基础。在研产品数量众多, 新游戏上线可期。截至 2016 年 5 月, 游爱网络正在运营的移动网络游戏达 17 款, 在研游戏共计 17 款, 计划于 2016 年推出 17 款自研的移动网络游戏。

**图表 19: 游爱网络在研游戏产品**

序号	代号	游戏类型	游戏简介
1	FY2	三国题材 SLG	根据游爱网络自有 IP 游戏成熟引擎技术研发, 是一款以三国为题材的战略游戏
2	OL	恋爱题材 RPG	休闲游戏, 校园恋爱题材, 撬动手游领域广大女性玩家市场
3	LTX	奇幻 SLG	简略而严谨的基地建设, 是游戏中个人经营玩点
4	DQD G	SLG	游戏“纯国战”模式, 将运筹帷幄的顶尖策略与残酷的灭国战争相结合融入到游戏中
5	Noodl e	SLG	三国题材 SLG, 着重强化玩家 PVP、公会交流以激烈竞争
6	BY2	卡牌游戏	继承游爱网络自有 IP, 以武侠题材为背景, 以卡通 Q 萌为侠客造型
7	WH2	卡牌策略游戏	精美的卡牌原画加上 3D 的战场表现, 赋予卡牌更多的收集意义
8	DZZ	SLG	将战争策略和英雄养成两大经典玩法完美融合。
9	DLA	TV 版、单机版休	单机类型游戏, 泡泡龙玩法, 回味经典的童年乐趣
10	2D 项 目	MMORPG	2D 国战类型游戏, 酣畅淋漓的战斗画面, 万人群战的刺激感觉, 满足玩家国战体验的感觉。
11	JSDG	僵尸题材 SLG	玩家积累资源, 建设基地, 研究科技, 不断壮大实力, 抵御僵尸来袭。
12	DGSD	帝国题材 SLG	罗马帝国时代为题材, 侧重玩家个体及个体之间的交互, 依靠策略取胜, 或者资源提升实力。
13	QYZ	武侠题材 ARPG	即时战斗游戏。活动副本玩家可组队前往, 自由对抗, 多种模式闯关带来丰富体验。
14	XMB	仙侠题材 ARPG	玄幻小说授权, 各种技能的释放时机, 战斗中的各种走位, 赋予游戏极高的可玩性。
15	BWH5	RPG 卡牌游戏	Q 版武侠卡牌类 H5 游戏, 融合时尚 Q 版、武侠题材、真实交友、卡牌对战等多种元素于一体
16	AHFB	ARPG	一款西方魔幻风格的 3D ARPG 游戏, 玩家扮演使者代表着力量与光明使者对抗魔鬼的代身
17	WPZL	海战题材 SLG	力求还原二战战舰的真实性能, 拥有多人战舰对战, 世界各地经典战役等丰富玩法。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 增资初见科技，开拓游戏发行业务

- 公司以自有资金 6000 万元对初见科技进行增资扩股，增资完成后公司将持有其 15% 的股权。根据《增资扩股协议书》约定，在本次增资完成后，若标的公司经审计的 2016 年前三季度实现净利润 0.52 亿元及以上或 2016 年度实现净利润达 0.7 亿元及以上的，则天舟文化将有权以现金或发行股份的方式收购标的公司剩余的全部股权。
- 初见科技是国内优秀的手机游戏发行商，与国内众多知名网络平台保持着密切的合作关系，拥有良好的游戏市场推广渠道。其主营业务是手机游戏推广发行，其他业务主要为投资手机游戏研发、IP 经营和孵化，并布局影游互动及泛娱乐产业。2015 年初见科技处于业务投入期，为获得游戏的代理权投入了较多的代理费用。根据计划，所获得代理权的各款游戏将于 2016 年分期推出，预计将产生较好的收益。初见科技现正在发行月收入上千万的手机游戏产品一款，同时根据初见科技的预测，其在研游戏中有 3 款游戏预计 2016 年月收入分别都将超过千万。
  - 上游资源：拥有较强的上游资源，与国内多家优秀的研发团队形成战略合作，其中 A 股上市公司游族网络股份有限公司及中国知名游戏研发公司深圳市墨麟科技有限公司均为公司股东；
  - 下游资源：同时拥有强大的下游资源，与国内优秀渠道形成深度战略合作，如应用宝、小米、UC、360、百度、华为、OPPO、联想、乐视、优酷、爱奇艺等；

图表 20：初见科技 2015 年 1-11 月份经营情况

项目	2015 年 11 月 30 日	项目	2015 年 1-11 月
资产总额	21,974,294.07	营业收入	7,562,070.46
负债总额	1,226,173.95	利润总额	-13,638,705.16
净资产	20,748,120.12	净利润	-13,638,705.16

来源：中泰证券研究所

图表 21：初见科技正在运营的产品



作妖记：卡牌策略游戏



魔王萌将：卡牌策略游戏



三国吧兄弟：卡牌策略游戏

来源：初见科技官网，中泰证券研究所

## 教育板块：优化传统教育出版业务，拓展在线教育

### 控股人民今典，优化教育板块布局

- 文化以自有资金 1.064 亿元收购华育今典持有的人民今典 26.5% 的股权，并以自有资金 0.9837 亿元向人民今典增资人民今典，实现对人民今典 51% 的控股，合计投资金额为 2.048 亿元。根据公司公告显示，2015 年 1-9 月份人民今典营业收入 652.79 万元，净亏损 100.89 万元。股东人民东方和华育今典策划推行新教育项目，预计该业务将增加标的公司净利润 0.66 亿元。人民今典在完成以上交易后，标的公司股权结构变更为：天舟文化占股 51%、华育今典占股 29%、人民东方占股 20%。标的公司取得对华育今典和人民东方所有教育项目的运营管理权。
- 华育今典承诺：标的公司业绩承诺期内每年度应实现的净利润为 0.89 亿元、0.99 亿元及 1.09 亿元。在华育今典完成各年业绩承诺的前提下，对华育今典业绩承诺期满进行整体核算时，如合计实现净利润超出合计华育今典承诺净利润的，则天舟文化应对华育今典予以奖励，奖励数额=业绩承诺期累计超额完成的利润\*41%\*50%。
- 人民今典主营业务为以教育出版为核心。产品经营模式分为代理和直营两种方式：系列教材、教育读本和专项教育项目通过代理的方式，在全国各省份以独家代理的合作方式经营，或者直接征订发行；期刊经营模式以代理为主，直营为辅（读者通过杂志社发行部直接订阅）；教育类一般图书通过直营方式经营。人民今典现有主要产品分为教材类、教育读本类、期刊及其他类图书。

图表 22：人民今典 2015 年经营情况

项目	2015 年 9 月 30 日	项目	2015 年 1-9 月
资产总额	34,775,188.43	营业收入	6,527,902.42
负债总额	3,285,841.25	利润总额	-1,008,866.04
净资产	31,489,347.18	净利润	-1,008,866.04

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 投资决胜网，拓展在线教育

- 2015 年 11 月 23 日，天舟文化拟使用自有资金出资 1.7 亿元人民币投资决胜网获得其经增资后的 18.889% 的股权，2016 年 3 月，决胜网正式挂牌新三板。决胜网（www.juesheng.com）是国内唯一基于 O2O 的泛教育产品导购平台，拥有 20 多万入驻商家，1000 万以上的注册用户，决胜网主站和旗下 APP 覆盖 3~22 岁年龄阶段的学生及其家长与老师，包括早教、K12 教育、非 K12 教育、职业教育全产业链，是全产业链的“互联网+教育”公司，并已经切入“泛教育”市场。
- 通过此次投资，充分挖掘和发挥公司教材教辅等图书出版发行业务在内容、发行渠道、覆盖的客户群体等各个方面与（移动）互联网教育平台

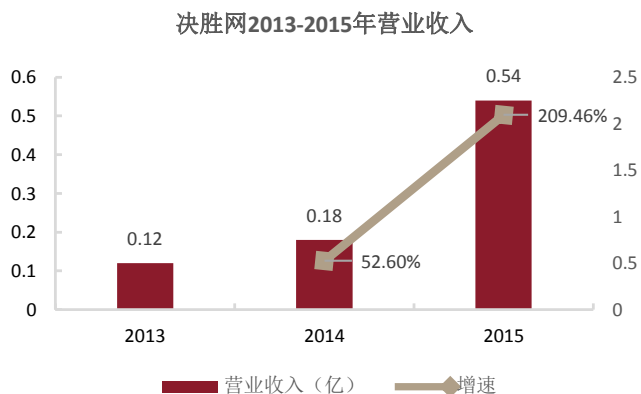
的合作机会，将公司线下的教育资源与新兴的（移动）互联网教育平台业务进行优势互补。此外，通过与投资标的战略合作，将加强公司在（移动）互联网教育平台、教育大数据等领域的拓展。

- 决胜网控股股东、核心管理人员均为教育及互联网行业拥有多年管理经验、从业经验的专家，现有股东中包括新东方教育科技集团、北京信利投资股份有限公司等，董事会成员包括俞敏洪、汪潮涌（信利董事长，也为汪超涌）等人。

■ **决胜网主营业务：**

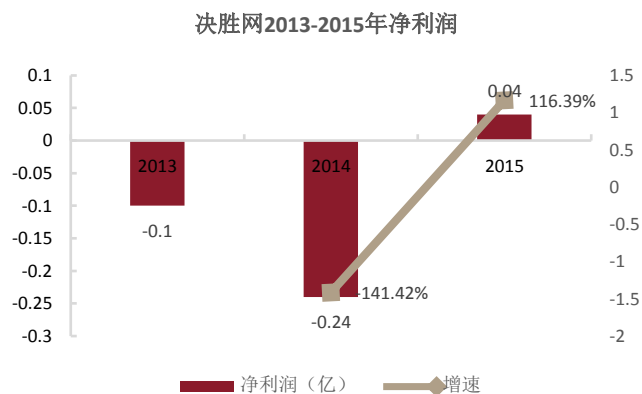
- **决胜云商：**通过互联网与移动互联网的方式，为泛家庭教育和消费商家或机构提供包括在线营销系统、教务管理系统、教学管理系统、微信运营助手在内的各种服务和工具；
- **交易佣金：**消费者通过决胜网网站、旗下移动端应用程序、旗下微信公众号、线下交易平台以及其合作的网站 APP 与微信公众号挑选和购买商家产品，决胜网从中抽取佣金。

图表 23：决胜网 2013-2015 年营业收入



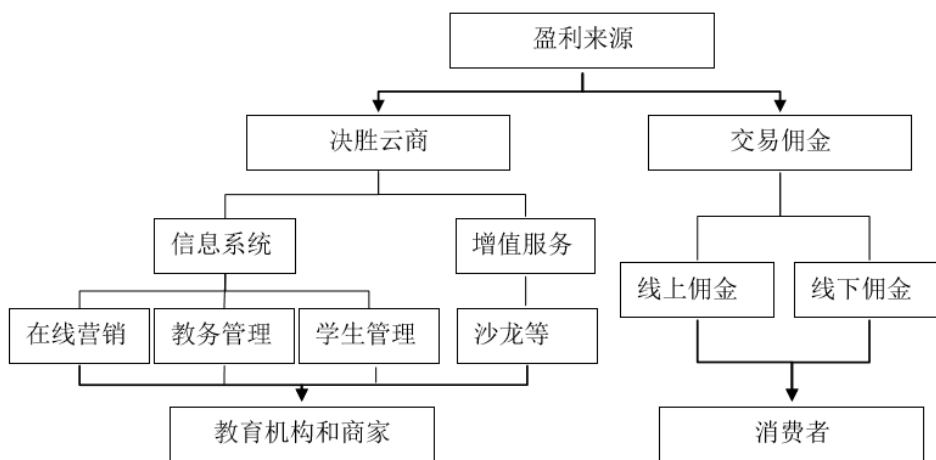
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 24：决胜网 2013-2015 年净利润



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 25：决胜网盈利来源



来源：决胜网公开转让说明书，中泰证券研究所

图表 26：决胜网收入结构

类别	2015 年收入 (万)	占营业收入比例	上期收入金额	占营业收入比例
交易佣金	3547.22	65.19%	1525	86.73%
加盟管理	7.96	0.15%	169.98	9.67%
决胜云商	1346.66	24.75%	49.97	2.84%
技术服务及其他	539.45	9.91%	13.35	0.76%

来源：决胜网 2015 年年报，中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测结果

- 天舟文化预计 2016-2018 年预计实现收入分别为 8.66 亿元、13.39 亿元、15.04 亿元，同比增长 59.0%、54.7%、12.4%；实现归母净利润 2.67 亿元、4.28 亿元、4.9 亿元，同比增长 51.39%、60.59%、14.37%；对应 2016-2018 年 EPS 分别为 0.48 元、0.77 元、0.88 元。
- 其中游戏业务 2016-2018 年对应收入分别为 3.60 亿元、6.86 亿元、8.01 亿元，净利润分别为 2.02 亿元、3.39 亿元、3.96 亿元。

图表 27：天舟文化游戏业务盈利预测（百万元）

游戏业务盈利预测	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	251.16	360.17	685.84	801.40
营业成本	22.60	34.32	69.30	81.23
营业税金及附加	1.10	1.47	2.70	3.07
销售费用	10.25	18.49	44.09	51.86
管理费用	40.97	76.35	179.14	209.63
财务费用	0.00	0.40	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支	0.70	0.00	0.00	0.00
所得税	23.31	26.27	50.14	58.49
净利润	153.63	202.71	339.17	395.63

来源：中泰证券研究所

### 首次覆盖，目标价 17.5 元，予以增持评级

- 根据公司当前股价，对应 2016-2018 年 PE 分别为 30.15 倍、18.79 倍、16.44 倍。我们选取 A 股市场涉足公司传统主业以及游戏相关公司进行估值比较，传统主业相关公司 2017 年平均 PE 为 19.7 倍、游戏公司平均为 37.09 倍。考虑到游戏市场增速放缓，公司并购标的整合存在不确定性，分别按 13 倍与 29 倍予以估值，保守估计公司合理市值为 109.96 亿，对应目标价 17.5 元。予以增持评级。



**图表 28：可比公司估值比较（截止 2016 年 8 月 4 日收盘价）**

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
<b>游戏相关</b>										
300418	昆仑万维	11.27	0.00	26.75	0.46	0.57	0.62	58.55	47.19	42.98
300315	掌趣科技	27.71	0.00	10.46	0.32	0.44	0.56	32.96	23.97	18.60
300113	顺网科技	6.81	0.00	34.40	0.72	0.95	1.21	47.64	36.10	28.39
002174	游族网络	8.61	0.00	28.42	0.79	0.95	1.11	36.03	29.97	25.52
002558	世纪游轮	5.62	0.00	149.16	1.81	2.20	2.95	82.31	67.70	50.56
002354	天神娱乐	2.92	0.00	70.10	2.26	2.95	3.99	30.96	23.79	17.58
002555	三七互娱	20.85	0.00	18.10	0.49	0.59	0.72	37.08	30.89	25.16
平均 PE								46.50	37.09	29.83
<b>传统媒体相关</b>										
601098	中南传媒	17.96	0.00	18.32	1.11	1.29	1.48	16.50	14.22	12.35
601801	皖新传媒	18.20	0.00	12.56	0.49	0.58	0.68	25.46	21.54	18.57
600757	长江传媒	12.14	0.00	8.50	0.40	0.50	0.59	21.32	16.97	14.41
601928	凤凰传媒	25.45	0.00	10.62	0.49	0.54	0.59	21.79	19.80	17.95
600551	时代出版	5.06	0.00	19.18	0.81	0.92	1.06	23.80	20.87	18.13
600373	中文传媒	13.78	0.00	22.62	1.02	1.26	1.56	22.17	17.97	14.51
601900	南方传媒	8.19	0.00	17.54	0.57	0.66	-	30.77	26.51	-
平均 PE								23.12	19.70	15.99

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

- **游戏流水不达预期。**一款游戏是否能够成为爆款，被大众接受和喜爱存在一定的偶然性。公司所承诺的业绩也是建立在游戏产品达到一定的流水基础上，存在不确定性。
- **公司转型发展不达预期。**公司的发展会根据具体的情况进行调整，存在不确定性。
- **市场竞争加剧。**游戏市场近几年快速发展，吸引众多的竞争者参与，使竞争加剧。
- **市场风险偏好下行风险。**现阶段，A 股市场震荡加剧，分歧较大，风险偏好有不断下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

**图表 29：财务报表预测**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>328</b>	<b>516</b>	<b>544</b>	<b>866</b>	<b>1,339</b>	<b>1,504</b>	货币资金	355	496	498	1,107	1,551	2,088
增长率	17.16%	57.3%	5.5%	59.0%	54.7%	12.4%	应收款项	51	71	62	104	158	169
营业成本	-234	-281	-236	-363	-476	-517	存货	60	40	21	45	56	58
%销售收入	71.4%	54.6%	43.3%	41.9%	35.5%	34.4%	其他流动资产	16	221	44	56	64	68
毛利	94	234	309	503	863	987	流动资产	482	829	625	1,312	1,829	2,383
%销售收入	28.6%	45.4%	56.7%	58.1%	64.5%	65.6%	%总资产	75.5%	40.9%	30.0%	30.3%	37.8%	44.2%
营业税金及附加	-3	-1	-2	-5	-5	-6	长期投资	111	27	250	294	294	294
%销售收入	0.8%	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	固定资产	38	44	61	57	49	41
营业费用	-41	-44	-42	-60	-100	-112	%总资产	6.0%	2.1%	2.9%	1.3%	1.0%	0.8%
%销售收入	12.4%	8.5%	7.7%	6.9%	7.4%	7.4%	无形资产	0	1,126	1,125	2,642	2,642	2,642
管理费用	-33	-53	-74	-115	-232	-266	非流动资产	156	1,199	1,461	3,018	3,010	3,003
%销售收入	9.9%	10.2%	13.7%	13.2%	17.3%	17.7%	%总资产	24.5%	59.1%	70.0%	69.7%	62.2%	55.8%
息税前利润 (EBIT)	18	137	191	324	527	603	<b>资产总计</b>	<b>639</b>	<b>2,027</b>	<b>2,086</b>	<b>4,331</b>	<b>4,840</b>	<b>5,386</b>
%销售收入	5.5%	26.5%	35.0%	37.4%	39.3%	40.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	8	5	8	4	8	12	应付款项	83	237	123	182	244	266
%销售收入	-2.6%	-1.0%	-1.4%	-0.4%	-0.6%	-0.8%	其他流动负债	6	15	23	58	54	60
资产减值损失	-5	-8	-18	0	0	0	流动负债	89	253	146	241	298	326
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	26	10	10	10	其他长期负债	3	2	1	1	1	1
%税前利润	10.9%	1.2%	11.8%	2.9%	1.8%	1.5%	<b>负债</b>	<b>93</b>	<b>255</b>	<b>147</b>	<b>241</b>	<b>298</b>	<b>327</b>
营业利润	25	136	207	337	545	625	<b>普通股股东权益</b>	<b>537</b>	<b>1,765</b>	<b>1,929</b>	<b>4,068</b>	<b>4,503</b>	<b>5,003</b>
营业利润率	7.5%	26.3%	38.0%	39.0%	40.7%	41.5%	少数股东权益	9	10	10	21	38	56
营业外收支	5	8	15	13	20	23	<b>负债股东权益合计</b>	<b>639</b>	<b>2,029</b>	<b>2,086</b>	<b>4,331</b>	<b>4,840</b>	<b>5,386</b>
税前利润	<b>30</b>	<b>144</b>	<b>221</b>	<b>350</b>	<b>565</b>	<b>647</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	9.1%	27.8%	40.7%	40.5%	42.2%	43.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-9	-25	-44	-70	-113	-129	<b>每股指标</b>						
所得税率	31.3%	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益(元)	0.134	0.336	0.417	0.482	0.777	0.892
净利润	20	119	177	280	452	518	每股净资产(元)	3.528	5.014	4.567	7.268	8.045	8.936
少数股东损益	0	1	1	10	17	19	每股经营现金净流(元)	0.305	0.496	0.508	0.462	0.780	0.900
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>20</b>	<b>118</b>	<b>176</b>	<b>270</b>	<b>435</b>	<b>499</b>	每股股利(元)	0.000	0.000	0.040	0.040	0.000	0.000
净利率	6.2%	22.9%	32.4%	31.2%	32.5%	33.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	3.79%	6.70%	9.14%	6.63%	9.66%	9.98%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	3.18%	5.83%	8.45%	6.23%	8.99%	9.27%
净利润	20	119	177	280	452	518	投入资本收益率	15.56%	9.07%	12.79%	9.63%	15.63%	18.02%
少数股东损益	0	0	0	10	17	19	<b>增长率</b>						
非现金支出	10	14	25	8	8	8	营业总收入增长率	17.16%	57.27%	5.53%	59.02%	54.68%	12.35%
非经营收益	-6	-2	-25	-23	-30	-33	EBIT增长率	-24.11%	657.97%	39.17%	69.81%	62.75%	14.53%
营运资金变动	22	43	38	-6	7	11	净利润增长率	6.96%	481.86%	49.01%	53.08%	61.27%	14.76%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>46</b>	<b>175</b>	<b>215</b>	<b>269</b>	<b>454</b>	<b>523</b>	总资产增长率	6.30%	217.78%	2.78%	107.62%	11.76%	11.29%
资本开支	-3	4	24	1,508	-20	-23	<b>资产管理能力</b>						
投资	-259	-194	-83	-44	0	0	应收账款周转天数	49.9	37.7	39.5	40.0	39.0	37.0
其他	5	2	2	10	10	10	存货周转天数	87.9	65.0	47.6	45.0	43.0	41.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-251</b>	<b>-197</b>	<b>-105</b>	<b>-1,542</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	应付账款周转天数	98.1	109.9	157.9	160.0	160.0	160.0
股权募资	0	226	0	1,892	0	0	固定资产周转天数	46.4	28.9	35.0	24.8	14.4	11.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-10	-8	-12	0	-22	0	净负债/股东权益	-65.12%	-27.95%	-25.67%	-27.07%	-34.16%	-41.27%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-10</b>	<b>218</b>	<b>-12</b>	<b>1,892</b>	<b>-22</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	-2.1	-25.7	-25.1	-86.7	-63.4	-51.8
<b>现金净流量</b>	<b>-214</b>	<b>196</b>	<b>98</b>	<b>620</b>	<b>461</b>	<b>555</b>	资产负债率	14.54%	12.56%	7.03%	5.57%	6.17%	6.07%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。