

业绩稳步回暖、后期空间较大

投资要点

- **事件:** 天舟文化发布 2016 年半年报, 上半年公司实现营业收入 2.39 亿, 同比增长 5.74%; 实现归母净利润 7227 万元, 同比下降 9.8%, 若剔除去年上半年处置北洋传媒所获得的 2396 万元等非经常性损益, 公司上半年实现扣非净利润 7147 万元, 同比增长 31.16%。
- **经营担忧解除。** 第一季度, 公司经营情况出现了一定的波动, 业绩有所下滑, 导致市场有所担忧。但从公司上半年的情况来看, 经营已经相对稳定, 各项业务正在稳步推进, 扣非净利润增速明显高于收入增速显示公司在成本控制和毛利率产品推广等方面均取得较好的成果。
- **出版业务盈利能力改善。** 上半年, 公司出版业务实现收入 1.45 亿, 同比增长 39%; 毛利率 40.52%, 较上年同期提高了约 15 个百分点。导致出版业务改善的原因是两个方面: 1) 人民今典并表, 带来了约 1399 万元的收入增量; 2) 根本性原因是公司高毛利率图书在收入中的占比提升。
- **游戏业务稳健发展。** 上半年, 公司游戏业务实现收入 9401 万元, 同比下降 22.55%; 由于营业成本大幅度下滑 60%, 导致毛利率上升 7 个百分点至 92.74% 的水平。目前, 公司游戏主打产品是两款: 1) 《忘仙》上半年实现流水 8327 万元左右, 为公司带来收入 4542 万元; 2) 《卧虎藏龙》上半年实现流水 9056 万元左右, 为公司带来 4056 万元; 如果按照上半年的经营情况, 全年神奇时代完成约 1.6 亿的对赌业绩很有希望。
- **游戏产业链闭环建设已近完成。** 目前, 公司先后整合了游爱网络和初见科技, 从游戏制作到游戏运行、发行等环节的布局已经完善, 未来产业链闭环形成将进一步刺激公司毛利率增长。
- **教育业务想象空间大。** 公司前期参股目前国内最大的 O2O 教育平台决胜网, 除了财务投资目的之外, 天舟文化将在决胜网业务链上扮演重要的导流角色, 即除了投资收益外, 还有流量分红的潜在增量, 这将是公司未来业绩超预期的重要保障。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.55 元、0.72 元、0.9 元, 考虑到: 1) 公司未来资产整合预期较强; 2) 估值相对便宜; 3) 目前股价和增发价格差异不大, 维持前期的“买入”评级。
- **风险提示:** 游戏业务不达预期的风险; 传统业务加速下滑的风险; 资产整合不及预期的风险。

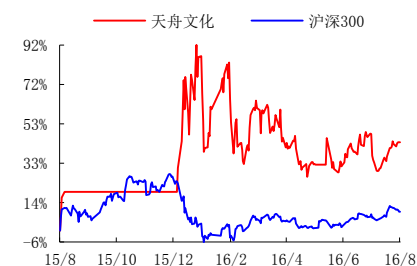
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	544.28	817.06	1411.07	1723.02
增长率	5.53%	50.12%	72.70%	22.11%
归属母公司净利润(百万元)	176.22	321.12	418.91	524.17
增长率	49.01%	82.23%	30.45%	25.13%
每股收益 EPS(元)	0.30	0.55	0.72	0.90
净资产收益率 ROE	9.13%	13.70%	15.16%	15.94%
PE	52.82	28.99	22.22	17.76
PB	4.80	3.97	3.37	2.83

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
联系人: 罗亚珏
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.80
流通 A 股(亿股)	4.36
52 周内股价区间(元)	13.42-25.76
总市值(亿元)	93.08
总资产(亿元)	22.00
每股净资产(元)	3.91

相关研究

1. 天舟文化(300148): 员工持股完成、决胜网布局推进 (2016-05-18)
2. 天舟文化(300148): 出版向泛教育行业切换 (2016-03-29)
3. 天舟文化(300148): 决胜网登陆资本市场 (2016-03-02)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	544.28	817.06	1411.07	1723.02	净利润	177.00	321.12	418.91	524.17
营业成本	235.77	268.48	663.20	775.36	折旧与摊销	7.52	15.86	113.58	171.38
营业税金及附加	1.55	2.32	4.01	4.89	财务费用	-7.60	0.39	1.62	1.00
销售费用	41.98	71.42	117.89	144.34	资产减值损失	17.59	25.77	23.38	43.10
管理费用	74.44	53.28	88.93	108.34	经营营运资本变动	83.14	-401.14	21.52	-100.37
财务费用	-7.60	0.39	1.62	1.00	其他	-62.98	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	17.59	25.77	23.38	43.10	经营活动现金流净额	214.68	-38.01	579.01	639.28
投资收益	26.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-43.61	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-61.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-104.66	-170.18	-190.00	-210.00
营业利润	206.73	395.40	512.04	645.99	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.60	10.73	11.53	11.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	221.33	406.13	523.57	657.76	股权融资	0.00	84.47	0.00	0.00
所得税	44.33	85.01	104.65	133.59	支付股利	-12.32	0.00	0.00	0.00
净利润	177.00	321.12	418.91	524.17	其他	0.00	-0.39	-1.62	-1.00
少数股东损益	0.78	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-12.32	84.08	-1.62	-1.00
归属母公司股东净利润	176.22	321.12	418.91	524.17	现金流量净额	97.70	-124.11	387.38	428.28
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	497.69	365.32	747.98	1148.04	成长能力				
应收和预付款项	89.21	471.65	604.78	704.28	销售收入增长率	5.53%	50.12%	72.70%	22.11%
存货	21.32	1.11	4.72	6.17	营业利润增长率	52.28%	91.26%	29.50%	26.16%
其他流动资产	16.57	24.87	42.96	52.45	净利润增长率	48.69%	81.43%	30.45%	25.13%
长期股权投资	172.88	172.88	172.88	172.88	EBITDA 增长率	51.77%	99.20%	52.37%	30.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	60.75	215.37	292.09	331.01	毛利率	56.68%	67.14%	53.00%	55.00%
无形资产和开发支出	1124.86	1124.57	1124.28	1123.99	三费率	19.99%	15.31%	14.77%	14.72%
其他非流动资产	102.52	102.50	102.49	102.48	净利率	32.52%	39.30%	29.69%	30.42%
资产总计	2085.79	2478.27	3092.18	3641.30	ROE	9.13%	13.70%	15.16%	15.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.87%	8.49%	15.97%	16.61%
应付和预收款项	137.19	85.70	212.08	218.09	ROIC	12.63%	20.82%	22.41%	26.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.97%	50.38%	44.45%	47.50%
其他负债	9.49	47.88	116.49	135.43	营运能力				
负债合计	146.68	133.58	328.57	353.53	总资产周转率	0.26	0.36	0.51	0.51
股本	422.35	579.97	579.97	579.97	固定资产周转率	8.96	4.08	5.23	5.65
资本公积	1135.57	1062.42	1062.42	1062.42	应收账款周转率	8.65	3.10	2.74	2.82
留存收益	370.88	692.00	1110.91	1635.08	存货周转率	7.63	23.01	191.40	131.60
归属母公司股东权益	1928.80	2334.39	2753.30	3277.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.32%	--	--	--
少数股东权益	10.31	10.31	10.31	10.31	资本结构				
股东权益合计	1939.11	2344.69	2763.61	3287.78	资产负债率	7.03%	5.39%	10.63%	9.71%
负债和股东权益合计	2085.79	2478.27	3092.18	3641.30	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.28	6.50	4.27	5.42
					速动比率	4.13	6.49	4.26	5.40
					股利支付率	6.99%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.55	0.72	0.90
					每股净资产	3.34	4.04	4.77	5.67
					每股经营现金	0.37	-0.07	1.00	1.10
					每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	206.65	411.65	627.24	818.38					
PE	52.82	28.99	22.22	17.76					
PB	4.80	3.97	3.37	2.83					
PS	17.10	11.39	6.60	5.40					
EV/EBITDA	29.90	21.48	13.48	9.85					
股息率	0.13%	--	--	--					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn