

天舟文化 (300148.SZ)

传媒互联网行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

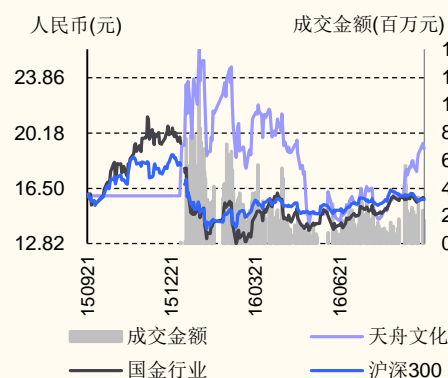
市场价格(人民币): 19.14元

目标价格(人民币): 24.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	505.83
总市值(百万元)	12,440.03
年内股价最高最低(元)	25.76/14.13
沪深300指数	3257.40



“泛娱乐”+“泛教育”，开启综合文化之旅

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.336	0.417	0.415	0.629	0.693
每股净资产(元)	5.01	4.57	5.06	5.87	6.79
每股经营性现金流(元)	0.50	0.51	0.62	1.00	1.13
市盈率(倍)	53.01	42.18	46.88	30.93	28.09
行业优化市盈率(倍)	46.20	61.38	51.30	51.30	51.30
净利润增长率(%)	481.86%	49.01%	53.13%	51.57%	10.08%
净资产收益率(%)	6.70%	9.14%	12.64%	16.49%	15.70%
总股本(百万股)	351.96	422.35	650.00	650.00	650.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- “游戏”+“教育”双引擎驱动公司发展。游戏方面，公司分别完成对神奇时代和游爱网络 100% 股权收购，完善产业链布局。教育方面，完成人民今典 51% 股权收购，参股决胜网，完成线上线下资源对接。
- 产业链全布局，手游研运能力进一步提升。公司于 2014 年收购手游开发商神奇时代 100% 股权，进军手游行业；同年 10 月份，增资境外游戏公司 KEYROUTE GAMES 25% 股权，参股银河数娱 2% 股份；2015 年 12 月，获得初见科技 15% 股权；2016 年 8 月，完成游爱网络 100% 股权收购。神奇时代主要开发的游戏产品包括《卧虎藏龙》、《忘仙》、《三国时代》、《潜龙》、《最西游》等，2015 年《忘仙》收入达 1.17 亿，《卧虎藏龙》收入达 1.096 亿；游爱网络旗下产品涉及多种题材，覆盖策略类、卡牌类、ARPG、动作类、休闲类等各种移动游戏类型，公司产品包括《风云天下 OL》、《武林萌主》、《蜂鸟五虎将》等，其中《风云天下 OL》最高月充值流水超过 3000 万元。
- 布局在线教育，实现教育资源整合和互补。公司于 2015 年 11 月收购决胜网 18.889% 股权，决胜网是国内唯一基于 O2O 的泛教育导购平台；截至 2016 年 3 月，决胜网入驻商家达 25 万，旗下 APP 累计下载量突破 2200 万，用户数量超过 2000 万；2016 年 3 月 22 日，决胜网正式挂牌新三板，成为新三板上市的互联网第一股。同时，公司获得人民今典 51% 的股权，人民今典以教育出版为核心，与公司原主营业务构成协同效应，进一步优化了公司在教育板块的战略布局。

投资建议与估值

- 我们预测，2016E、2017E、2018E 公司归母净利润分别为 2.7 亿、4.09 亿、4.5 亿，对应 EPS 为 0.416 元、0.629 元、0.693 元；预测 2016 年公司出版发行业务贡献净利润约 6000 万，游戏业务贡献净利润约 2.1 亿，根据可比公司估值，我们给予公司出版发行业务 30X16PE，游戏业务 65X16PE，目标市值为 155 亿，对应目标价为 24 元，给予公司“买入”评级。

风险

- 传统出版发行业务增速放缓；游戏收入受到运营周期影响。

石晨曦

联系人
(8621)61038200
shichenxi@gjzq.com.cn

王泽佳

联系人
(8621)61038324
wangzj@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

公司发展历程——“泛娱乐”+“泛教育”开启综合文化之旅	4
“教育”+“游戏”，双轮驱动公司发展	4
并入游戏业务，大幅改善公司营收	4
员工持股计划超额完成，有利于公司长期发展	5
移动游戏——打通产业链，未来盈利爆发点	5
网络游戏市场规模稳定增长，手游占比不断提高	5
产业链全布局，手游研运能力进一步提升	8
收购神奇时代，初步布局移动游戏行业	8
收购游爱网络，增强移动游戏研发实力	10
投资多家游戏公司，不断完善游戏领域布局	14
传统教育出版——布局在线教育，公司根基平稳增长	15
传统教育行业发展现状	15
投资决胜网——布局线上泛教育平台	16
人民今典——教育资源的整合和优势互补	17
盈利预测与估值	18

图表目录

图表 1：公司发展重要事件梳理	4
图表 2：历年主营业务收入情况	5
图表 3：公司历年归母净利润情况	5
图表 4：2011-2018 年国内网络游戏市场规模及增长率	5
图表 5：2011-2018 年国内网络游戏产业占比	5
图表 6：促使移动游戏产业快速发展因素	6
图表 7：2011-2018 年国内移动游戏市场规模及增速	6
图表 8：2011-2015 年国内移动游戏用户规模及增长率	7
图表 9：2015 年国内移动游戏用户日均游戏时长分布	7
图表 10：2015 年国内移动游戏用户游戏次数分布	7
图表 11：国内手机游戏产业链	8
图表 12：2015 年度游戏产品收入情况	8
图表 13：《卧虎藏龙》宣传页面	9
图表 14：《卧虎藏龙》2015~2016H1 主要运营数据	9
图表 15：《忘仙》宣传页面	9
图表 16：《忘仙》2015~2016H1 主要运营数据	10
图表 17：《三国时代》宣传页面	10
图表 18：三款主要产品市场数据	11
图表 19：《风云天下 OL》宣传页面	11
图表 20：《武林萌主》宣传页面	12

图表 21:《蜂鸟五虎将》宣传页面	12
图表 22: 各款游戏营业收入统计	13
图表 23: 公司游戏运营模式.....	13
图表 24: 各业务类型对应的营业收入	14
图表 25: 初见科技旗下产品宣传画.....	14
图表 26: 国内各类书籍市场占有率统计	15
图表 27: 我国历年课本出版总册数.....	15
图表 28: 我国在线教育市场规模及增长情况	16
图表 29: 决胜网首页	17
图表 30: 公司盈利分项预测 (百万)	18
图表 31: 估值比较-平面媒体	18
图表 32: 估值比较-游戏.....	19

公司发展历程——“泛娱乐”+“泛教育”开启综合文化之旅

“教育”+“游戏”，双轮驱动公司发展

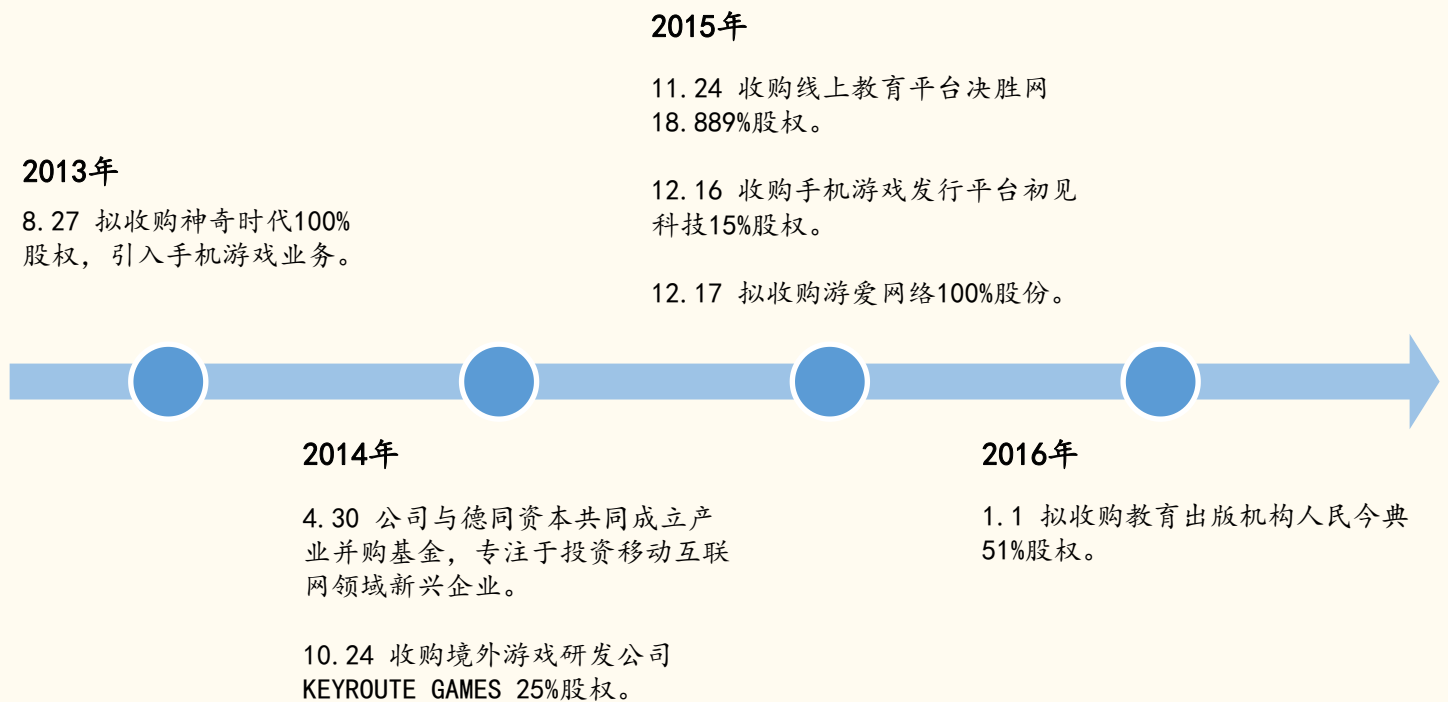
- 公司初期主营业务为青少年图书出版发行，主要产品包括 K12 教辅类、英语学习类和少儿读物类三大类图书，在国内出版行业中具有较强的影响力。从 2014 年开始，公司积极谋求转型，收购神奇时代 100% 股权，引入移动网络游戏业务，开始走“教育”+“游戏”双引擎驱动道路。

游戏方面，公司先后参股移动网络游戏上下游公司，打通手游渠道与内容，完成手游产业链全布局。2016 年 8 月，游爱网络 100% 股权已经过户到公司名下，收购完成后将进一步增强公司手游的研发、发行、运营能力。

教育方面，公司完成了对人民今典 51% 股权收购，增强公司教育教材教辅出版业务实力；参股决胜网布局线上教育，完成线上线下资源对接，进一步优化公司教育业务结构。

至此公司游戏与教育板块布局完整，未来将继续推进对外投资与并购重组，打造“泛娱乐”和“泛教育”的综合文化集团，成长空间广阔。

图表 1：公司发展重要事件梳理



来源：公司公告 国金证券研究所

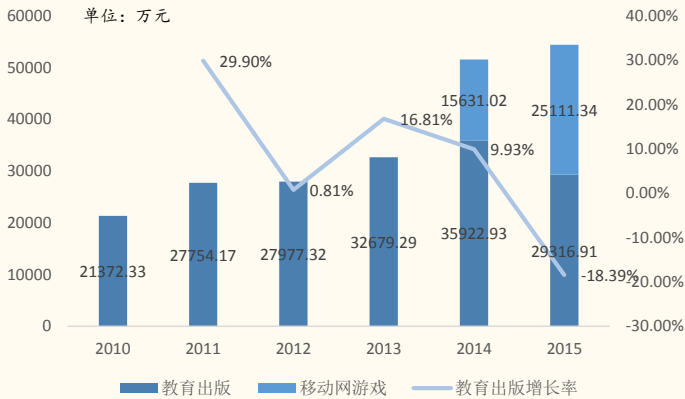
- 游爱网络 100% 股权已与 2016 年 8 月份过户至公司名下。2016 年 9 月份，公司收购及募集配套融资已经完成，公司的实际控制人仍为天鸿投资集团，持股比例为 29.95%，原神奇时代管理层李桂华持股比例为 8.05%，游爱网络管理层袁雄贵持股比例为 5.91%。

并入游戏业务，大幅改善公司营收

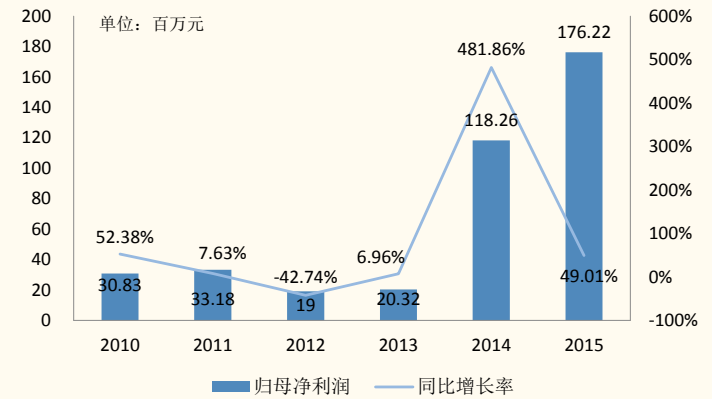
- 主营业务收入方面，2015 年公司实现 5.44 亿元总营业收入，其中 2.51 亿元的收入来自于移动网络游戏业务，2.93 亿元收入来自于传统教育出版业务。传统教育出版行业近年来发展缓慢，2015 年传统出版业务收入同比下降 18.39%，2010 年至 2013 年公司主营业务只有传统出版业务，归母净利润出现下滑；自 2014 年公司引入移动网游戏业务，归母净利润连续上涨，2014 年同比上涨 481.86%，2015 年同比上涨 49.01%，且移动网游戏收入占比逐年提升，完成对游爱网络的收购后公司游戏业务收入将进一

步提高。公司 2015 年末参股决胜网络 18.889% 股权，收购人民今典 51% 股权，做好教育线上线下资源对接，未来教育收入将稳定增长。

图表 2：历年主营业务收入情况



图表 3：公司历年归母净利润情况



来源：公司公告 国金证券研究所

来源：公司公告 国金证券研究所

员工持股计划超额完成，有利于公司长期发展

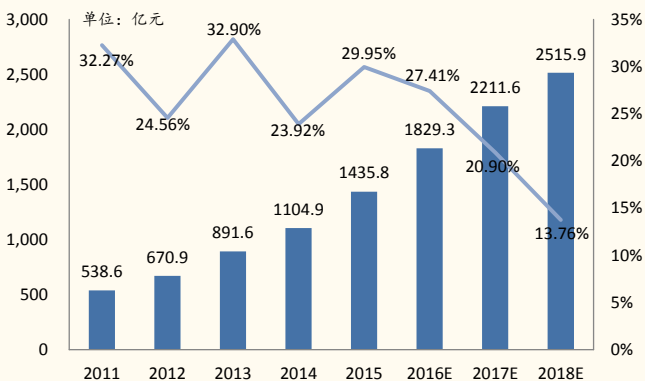
- 公司于 2016 年 3 月公布第一期员工持股计划（草案），计划向包括公司董事、监事和高级管理人员等总人数不超过 150 人实行员工持股计划。员工持股计划筹集资金总额为不低于 4000 万元，其中公司高管占 41.20%，其他公司员工占 58.80%。截至 2016 年 5 月 13 日，公司第一期员工持股计划认购的“国金天舟文化 1 号集合资产管理计划”通过二级市场购买的方式累计买入 553.6 万股，成交均价 17.69 元/股，成交金额为人民币 9795.43 万元。员工持股计划超额完成，体现了公司管理层与员工对公司发展的信心，深度绑定有利于公司长远发展。

移动游戏——打通产业链，未来盈利爆发点

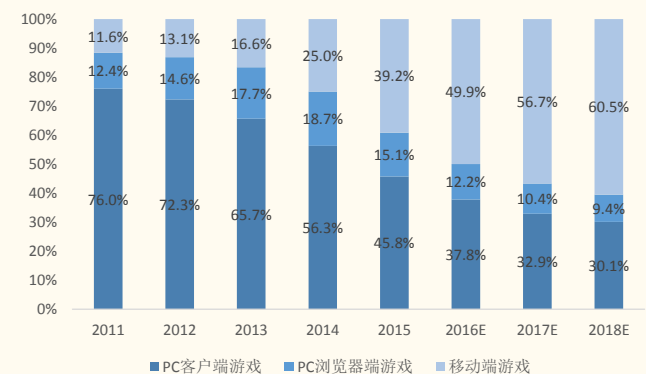
网络游戏市场规模稳定增长，手游占比不断提高

- 国内网络游戏市场规模稳定增长。国内网络游戏市场规模近几年不断增长，2015 年网络游戏市场整体规模达到 1435.8 亿元人民币，2011 年至 2015 年期间达到 28.72% 的年均增长率。根据艾瑞咨询预计，网络游戏未来几年还将继续保持稳定增长。
- 随着智能移动终端设备的不断普及，游戏用户开始从 PC 端向移动端转移。移动网络游戏兴起于移动智能终端的出现，在经过近几年的市场和资本的推动，移动网络游戏的占比由 2011 年的 11.6% 增长至 2015 年的 39.2%。移动智能终端有着便携性的特点，随着硬件技术的不断升级，我们预计移动网络游戏的占比将进一步增长。

图表 4：2011-2018 年国内网络游戏市场规模及增长率



图表 5：2011-2018 年国内网络游戏产业占比

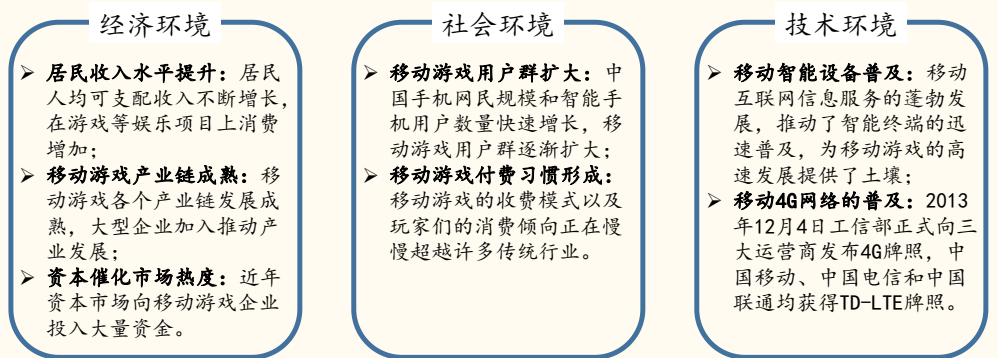


来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

- **移动网络游戏迅猛发展的驱动力。**移动网络游戏快速发展的原因可以归结为以下三个方面：
 - **经济环境：**居民收入水平不断提高，增加了在游戏等娱乐项目上的消费；移动游戏产业链逐渐成熟，完善的产业链驱动移动网络游戏研发发行顺利进行；资本催化市场热度。
 - **社会环境：**手机网民和智能终端用户数量快速增长，移动游戏用户群扩大；移动游戏付费习惯逐渐形成。
 - **技术环境：**移动智能终端近年来迅速普及，且技术不断升级，为移动游戏的高速发展提供了土壤；移动4G网络的普及推动移动网络游戏体验上升，增强了移动网络游戏吸引力。

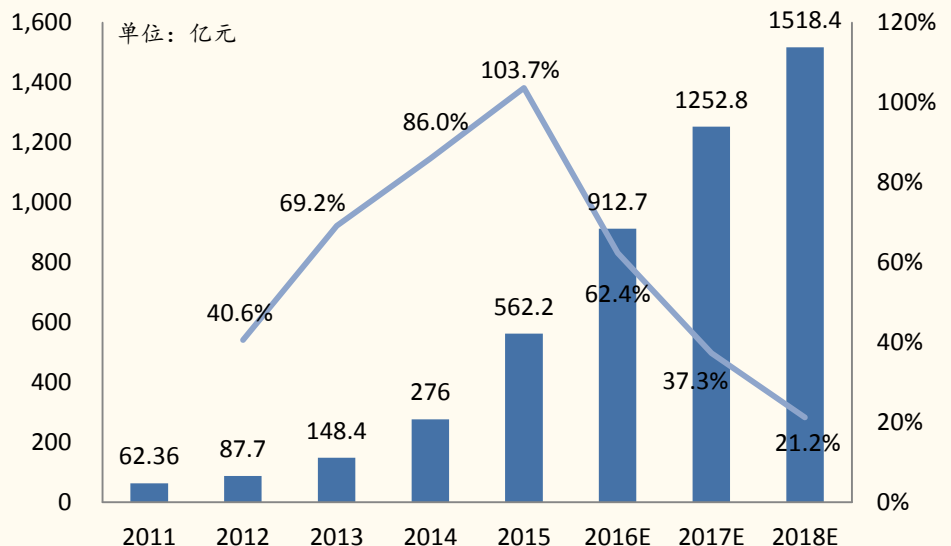
图表 6：促使移动游戏产业快速发展因素



来源：国金证券研究所

- **国内移动网络游戏市场规模迅速扩张，未来将稳定增长。**根据艾瑞咨询统计，2011年移动网络游戏市场规模只有62.36亿元，从2012年至2015年市场规模迅猛增长，2015年增长率高达103.7%，已达到562.2亿元的市场规模。预计未来三年还将保持着高速的发展态势，2018年可达到1500亿元的市场规模，行业发展前景广阔。

图表 7：2011-2018 年国内移动游戏市场规模及增速

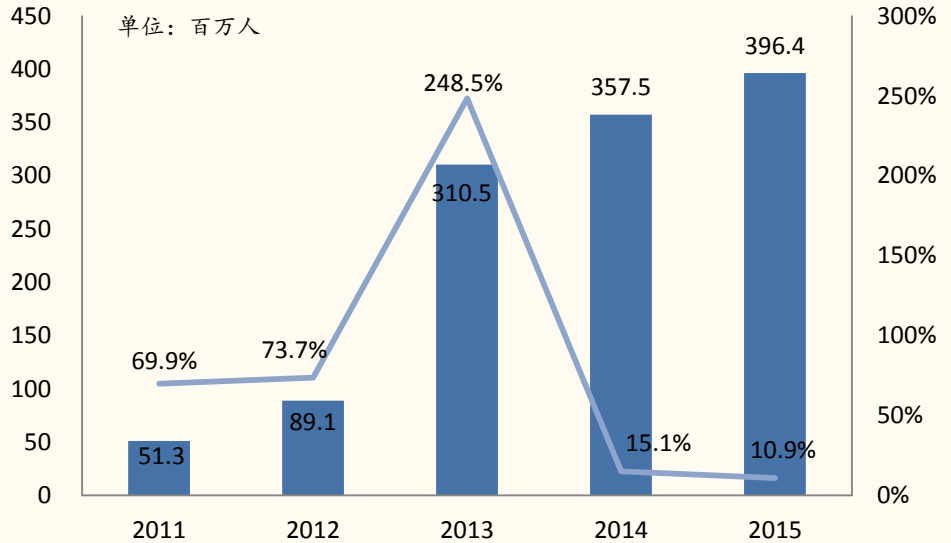


来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

- **移动游戏用户规模接近饱和，开始纵向挖掘手游盈利空间。**移动网络游戏用户经过2012年到2014年的迅猛发展，移动智能终端的普及已基本完成，2014年手游用户增长率开始下降。根据mUserTracker的统计数据显示，移动网络游戏用户规模于2015年1月为4.22亿人，随后逐月小幅下滑，

截止 2015 年 12 月，移动网络游戏月度覆盖人数约为 3.95 亿人。在经过 2013 年、2014 年的持续增长后，人口红利已经基本消失。未来市场将开启纵向挖掘市场深度，寻找行业盈利突破点。

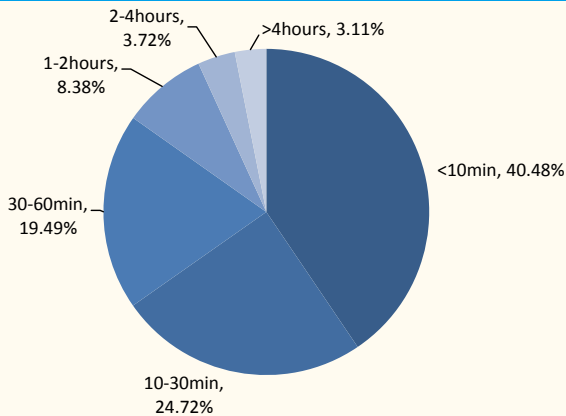
图表 8: 2011-2015 年国内移动游戏用户规模及增长率



来源: DataEye 国金证券研究所

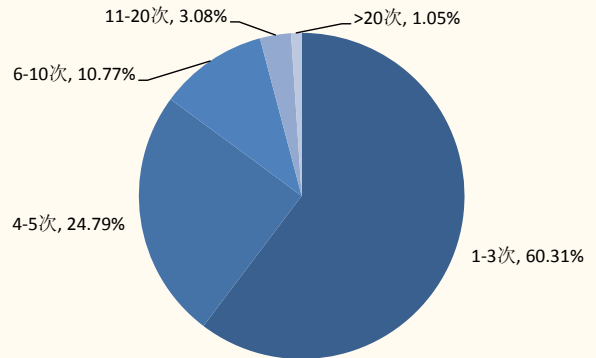
- **移动网络游戏时间碎片化特征有所改善，移动网络游戏用户粘性有所提升。**根据 DataEye 的统计数据显示，2015 年移动网络游戏用户日均使用时长大于 30 分钟的玩家已经超过 30%，日均游戏次数超过 3 次的玩家接近 40%，两项数据较去年均有改善。虽然移动网络游戏用户规模已经达到天花板，但用户的消费游戏的习惯却在逐渐形成，日后随着移动网络游戏的游戏体验进一步提升，用户的游戏粘性将继续增加。

图表 9: 2015 年国内移动游戏用户日均游戏时长分布



来源: DataEye 国金证券研究所

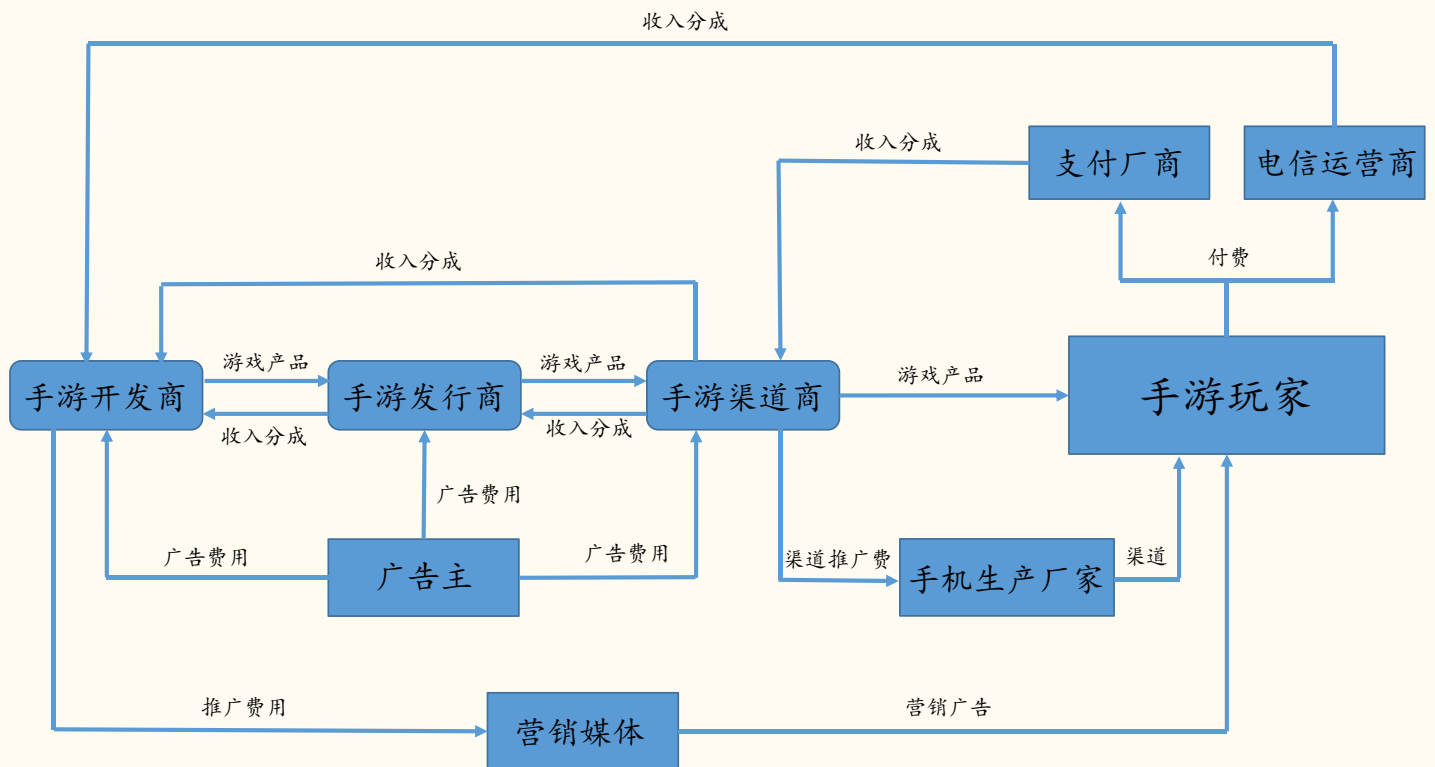
图表 10: 2015 年国内移动游戏用户游戏次数分布



来源: DataEye 国金证券研究所

- **手机游戏产业链趋于完善。**手机游戏产业链上游为游戏开发商和游戏发行商，负责移动网络游戏的研发与运营；中游为游戏渠道商以及各类合作的硬件厂商和支付通道厂商，做好游戏产品与用户的衔接和匹配；下游为手机游戏玩家。产业链条完整，推广通道与付费通道逐渐多样化，进一步做大移动网络游戏市场。

图表 11：国内手机游戏产业链



来源：互联网资料 国金证券研究所

产业链全布局，手游研运能力进一步提升

- 天舟文化于 2014 年收购手游开发商神奇时代 100% 股权，开始进军手机游戏产业。同年 10 月份，公司增资境外游戏公司 KEYROUTE GAMES 25% 股权，参股游戏开发商银河数娱 2% 股份。2015 年 12 月收购手游发行商初见科技 15% 股权。目前，公司定增收购游爱网络 100% 股权已经过户至公司名下，公司手机游戏全产业链布局逐渐完成。

收购神奇时代，初步布局移动游戏行业

- 神奇时代老牌游戏公司，坚持精品游戏的研发。公司前身为旺角科技成立于 2009 年，公司自成立以来主要从事移动网络游戏的开发与运营。作为游戏的开发商，公司自设立以来主要开发的游戏产品为《卧虎藏龙》、《忘仙》、《三国时代》、《潜龙》、《最西游》等。作为游戏运营商，与神奇时代建立稳定合作关系的主要有 Apple Inc、昆仑在线、91 助手、安卓网、360 手机助手、北京当乐、PP 助手、UC 浏览器、九游游戏中心和深圳腾讯等国内外优秀的移动网络游戏推广服务商。神奇时代凭借自身在手游行业里优异的市场表现，已成为中国领先的移动网络游戏企业之一。

图表 12：2015 年度游戏产品收入情况

游戏名称	收入金额 (元)	占比
《卧虎藏龙》	109,638,709.96	43.65%
《忘仙》	117,221,989.44	46.67%
其他游戏	24,304,279.90	9.68%
合计	251,164,979.30	100.00%

来源：国金证券研究所

- 《卧虎藏龙》是一款超高自由度纯 3D 武侠 RPG 手游。游戏的一大亮点为颠覆的手游世界观，在架空的《卧虎藏龙》世界里，武林被划分为三组势力，游戏中不存在“对”或“错”的概念，每个人都可以有自己独特的选择，既可以铲奸除恶名扬天下，也可以无恶不作而被众人皆知。

图表 13:《卧虎藏龙》宣传页面



来源: 互联网 国金证券研究所

图表 14:《卧虎藏龙》2015~2016H1 主要运营数据

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
累计注册用户数 (人)	926,516	1,491,602	772,573	846,437	869,971	571,944
活跃用户数 (人)	1,132,619	1,705,249	1,351,735	1,091,837	1,092,913	726,872
付费用户数 (人)	67,799	71,426	61,058	45,072	47,852	33,771
ARPU (元)	571.63	481.39	580.71	725.72	905.26	1,399.00
充值流水 (元)	38,755,892	34,383,861	35,456,827	32,709,793	43,318,378	47,245,785

来源: 公司公告 国金证券研究所

- 《忘仙》是 2012 年 6 月推出的一款仙侠题材的 MMORPG (大型多人在线角色扮演) 类游戏, 该游戏可以在 IOS、Android 和 Win8 三大主流系统运行。《忘仙》自上线以来, 产品逐步从大陆地区推广至台湾、马来西亚和韩国等地区, 注册人数以月均百万人的速度快速增长至 1,300 万人。截至 2013 年 8 月, 月均付费人数接近 7 万人, 月均最高同时在线近 10 万人, 平均月均 ARPU 值近 300 元/人, 月均流水近 2000 万元, 2013 年 6 月流水接近 3000 万元, 累计充值额接近 3 亿元。

图表 15:《忘仙》宣传页面



来源: 互联网 国金证券研究所

图表 16:《忘仙》2015~2016H1 主要运营数据

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
累计注册用户数 (人)	310,294	284,636	254,633	166,776	764,132	209,899
活跃用户数 (人)	566,042	490,750	541,888	499,087	921,461	330,115
付费用户数 (人)	52,523	61,053	67,438	43,368	35,987	75,861
ARPU (元)	948.35	887.12	792.24	1,073.91	796.57	719.80
充值流水 (元)	49,810,091	54,161,456	53,426,746	46,573,188	28,665,994	54,604,995

来源:公司公告 国金证券研究所

- 《三国时代》是国内首部基于 HTML5 开发并获得规模性收入的移动网游戏，该游戏可以在互联网浏览器和移动网浏览器以及三大运行系统上做到数据完全互通，是 HTML5 开发移动网游戏产品的经典之作。截至 2013 年 8 月，《三国时代》累计注册人数已突破 1000 万人，月均 ARPU 值为 505 元/人，月均流水达到 350 万元，累计充值额超过 6000 万元。

图表 17:《三国时代》宣传页面



来源:国金证券研究所

- 2016 年上半年，神奇时代运营游戏产品共 5 款，其中《卧虎藏龙》和《忘仙》仍保持着一定的营收能力，单款游戏产品营业收入占营业总收入 30% 以上，2016H1《卧虎藏龙》收入为 4055 万元，《忘仙》的收入为 4541.7 万元。2016H1 移动游戏总收入为 9400.72 万元，比去年同期减少 22.55%，主要受游戏运营的周期影响。

收购游爱网络，增强移动游戏研发实力

- 游爱网络专注移动游戏研发，产品题材和类型多样化。公司成立于 2011 年 12 月，专注于移动网络游戏的研发及发行运营。游爱网络经过多年的发展，坚持走产品类型多样化、精品化开发及稳健发行路线，旗下产品涉及科幻战争、奇幻修仙、上古神话、厚重历史等多种题材，覆盖策略类、卡牌类、ARPG、动作类、休闲类等各种移动网络游戏类型。
- 游爱网络研发的移动网络游戏产品主要包括策略类游戏《风云天下 OL》、《武林萌主》、《蜂鸟五虎将》以及其他类型游戏产品，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》的最高月充值流水超过 1000 万元。除运营发行自主研发的游戏之外，游爱网络着力于打造属于自身的运营发行平台，通过在研发、发行运营、渠道拓展的同步发展，整体实现研发、运营、发行合一的综合性游戏公司。自 2013 年末以来，游爱网络开始代理来自其他网络游戏研发商的游戏，并逐步建立自身的发行平台 9133。

图表 18: 三款主要产品市场数据

产品名称		《风云天下 OL》	《武林萌主》	《蜂鸟五虎将》
2015 年度	当期流水合计 (万元)	13,646.78	3,887.70	10,350.20
	期末累计注册角色数 (人)	16,343,286	7,873,394	5,141,720
	当期月均付费角色数 (人)	13,966	6,630	18,186
	当期月均活跃角色数 (人)	198,649	314,494	453,941
	当期月均 ARPU (元)	816.56	498.46	475.17
2014 年度	当期流水合计 (万元)	22,599.54	6,518.42	2,163.14
	期末累计注册角色数 (人)	15,243,558	6,609,697	786,609
	当期月均付费角色数 (人)	21,871	14,305	12,203
	当期月均活跃角色数 (人)	505,424	314,543	156,087
	当期月均 ARPU (元)	867.36	406.21	253.74

来源: 公司公告 国金证券研究所

- 《风云天下 OL》是一款以“三国”历史为题材北京的战争策略型移动网络游戏。截至目前,《风云天下 OL》最高月充值流水达 3,391.77 万元,最高同时在线角色数 334,050 人,并分别获得了“安智 2012 年度优秀游戏奖”、“第三届金鹏奖中国原创 Android 手机游戏网游人气奖”、“腾讯智能机互联网策略类金企鹤奖”等多项荣誉。根据 App Annie 的排名统计,《风云天下 OL》最高在 2013 年 5 月达到大陆地区的第十位。

图表 19: 《风云天下 OL》宣传页面



来源: 互联网 国金证券研究所

- 《武林萌主》是一款完美融合了时尚可爱、武侠题材、真实交友、卡牌对战等多种元素于一体的 Q 版武侠卡牌类手游。《武林萌主》最高月流水达 1,355.81 万元,最高同时在线角色数达 15,084 人。根据 App Annie 的排名统计,《武林萌主》最高在 2013 年 4 月达到大陆地区的第二位。

图表 20:《武林萌主》宣传页面



来源: 互联网 国金证券研究所

- 《蜂鸟五虎将》是一款写实风格的三国策略卡牌游戏，该游戏结合传统的 RPG 角色扮演与 SLG 策略型游戏风格，100 多个可选武将极大地丰富了用户的游戏体验。《蜂鸟五虎将》最高月充值流水达 1,034.99 万元，最高同时在线人数达 13,466 人。根据 ASO100 的排名统计，《蜂鸟五虎将》最高在 2015 年 12 月达到大陆地区的第二位。

图表 21:《蜂鸟五虎将》宣传页面



来源: 国金证券研究所

- 以上三款产品，2014年、2015年为公司贡献70%-80%的营业收入，除此之外公司还运营着《屠龙之刃》、《幻想江湖》、《烈焰遮天》、《我欲独尊》、《塔王之王》等多款游戏。

图表 22：各款游戏营业收入统计

游戏名称	2015 年度		2014 年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
《风云天下 OL》	6,377.77	40.5	9,970.56	63.95
《蜂鸟五虎将》	3,167.12	20.11	814.06	5.22
《屠龙之刃》	1,754.87	11.14	—	—
《武林萌主》	1,661.65	10.55	2,585.66	16.58
《幻想江湖》	770.4	4.89	533.06	3.42
《烈焰遮天》	610.28	3.88	213.21	1.37
《我欲独尊》	340.27	2.16	—	—
《塔王之王》	323.14	2.05	174.73	1.12
其他	740.90	4.71	1,300.18	8.34
合计	15,746.40	100	15,591.46	100

来源：公司公告 国金证券研究所

- 游爱网络的手机游戏业务主要分为自主运营、联合运营、授权运营、代理运营四种运营模式。

图表 23：公司游戏运营模式

运营模式	说明
自主运营模式	游爱网络独立进行移动网络游戏产品的研发与更新，负责游戏运营环境以及服务器构建维护工作，架设并维护游戏产品数据库系统、虚拟货币充值系统以及其支付端口，维持独立的运营管理和客服管理，通过游戏推广服务商进行游戏产品推广的运营模式。
联合运营模式	游爱网络与一个或多个平台商进行合作，共同运营一款移动网络游戏产品。在这种模式下，开发商与平台商分工合作，开发商负责游戏的后续维护更新和部分运营客服工作，平台商负责产品推广和宣传事宜，游戏玩家在平台商处注册、充值。
授权运营模式	游爱网络与合作运营商签署游戏授权经营协议，授权合作运营商在特定区域的发行运营权，由合作运营商承担全部运营责任，负责服务器的架设、支付渠道的建设及维护、市场推广、客户服务等活动，游爱网络为合作运营商提供游戏版本更新等技术支持。游爱网络通过向合作运营商收取一次性版权金及运营收入成分获取收益，合作运营商通过为游戏用户提供充值、道具销售等方式获取游戏运营收益。
代理运营模式	游爱网络作为发行运营商通过与游戏开发商合作取得某款游戏产品在特定区域的代理权，由游爱网络负责该款游戏在特定区域内的推广和运营，包括服务器的架设、支付渠道的建设及维护、市场推广、客户服务等，游爱网络作为发行运营商承担主要运营责任，玩家在游爱网络平台进行注册并通过游爱网络的支付系统进行充值。游戏开发商提供版本更新等服务。游爱网络按协议向游戏开发商支付游戏代理授权金和游戏运营收入分成。

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 24：各业务类型对应的营业收入

运营模式	2015 年度		2014 年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
自主运营	2,506.08	15.92	3,119.75	20.01
联合运营	7,128.59	45.27	7,243.12	46.46
授权运营	6,031.82	38.31	4,210.76	27.01
代理运营	68.37	0.43	78.17	0.5
游戏开发及著作权转让	11.54	0.07	750.97	4.82
其他	—	—	189.69	1.2
合计	15,746.40	100	15,591.46	100

来源：公司公告 国金证券研究所

从公司近两年的业务类型收入占比来看，联合运营一直是公司的主要业务推广模式，每年占到总收入的 45% 左右。授权运营模式从 2014 年占比 27% 增长到 2015 年的 38%，说明公司游戏产品具有着一定的市场认可度，公司也更加专注于产品的研发。

- 截至 2016 年 5 月 19 日，公司正在进行 17 款游戏的研发，其中题材涵盖了三国 SLG、恋爱 RPG、奇幻 SLG、卡牌策略类、武侠题材 ARPG 等，将保证公司游戏上线进度。
- 游爱网络承诺 2016 年、2017 年、2018 年度实现扣非归母净利润分别不低于 1.2 亿、1.5 亿、1.88 亿。

投资多家游戏公司，不断完善游戏领域布局

- 2015 年 12 月公司增资持有初见科技 15% 股份。初见科技成立于 2014 年 5 月，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，拥有的游戏市场推广渠道。其主营业务是手机游戏的推广发行，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。

图表 25：初见科技旗下产品宣传画



来源：互联网 国金证券研究所

收购协议中约定若初见科技 2016 年前三季度实现净利润 5200 万元及以上或 2016 年度实现净利润 7000 万元以上，公司将有权收购初见科技剩余的全部股权，若收购完成，初见科技承诺 2017-2019 年净利润数实现逐年递增 30%。

- 2014 年 10 月，公司增资境外游戏公司 KEYROUTE GAMES 获得其 25% 股权，标的公司为 2014 年成立的游戏制作厂商，所有的团队成员都具有丰富的电子游戏、社交游戏开发与才能；所有的成员都有 10 年以上的游戏行业从业经历，并具备一定的资源来推广发行游戏；公司团队具备开发全球性游戏的能力，其主要开发针对北美和欧洲消费者的游戏。
- 2014 年 10 月，公司以 1400 万元参股游戏开发商银河数娱获得其 2% 股份。银河数娱成立于 2014 年，是一家立足于游戏研发以打造国际化精品游戏

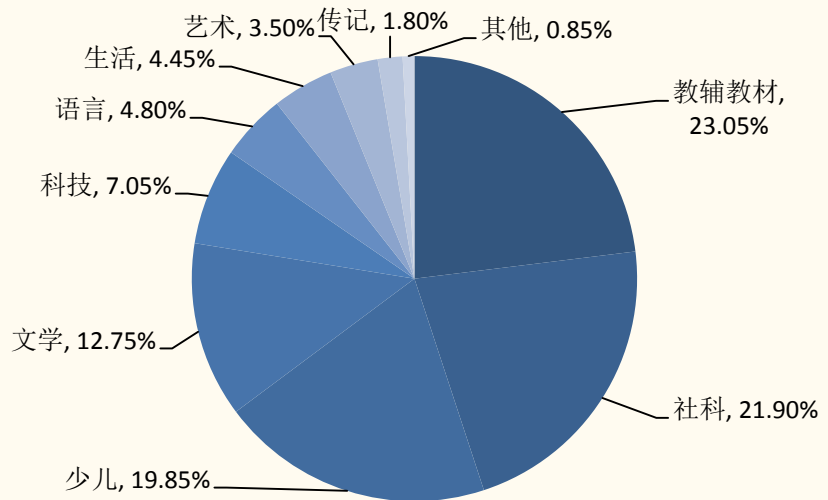
为目标的数字娱乐公司，目前规模已达数百人。银河数娱旗下手游《无间狱》已被中手游代理，于 2015 年 3 月 17 日上线封测；此外，《无双小师妹》、《少女战争》等作品也有望于 2016 年内正式亮相。

传统教育出版——布局在线教育，公司根基平稳增长

传统教育行业发展现状

- 我国的图书出版书籍总量方面，其中教材教辅类、社科类、少儿类的出版书籍占到了整个市场的 64.8%。这几类书籍类型正是天舟文化主业所覆盖的书籍。面对如此庞大的市场，结合公司市场化导向的“策、产、销”一体化运营模式，公司编写发行的书籍在市场上有着一定的影响力，例如公司开发的“天舟学练王”、“红魔英语”、“阅读点亮童年”等已经成为公司的主打长线品牌，在市场上树立了良好的品牌形象。

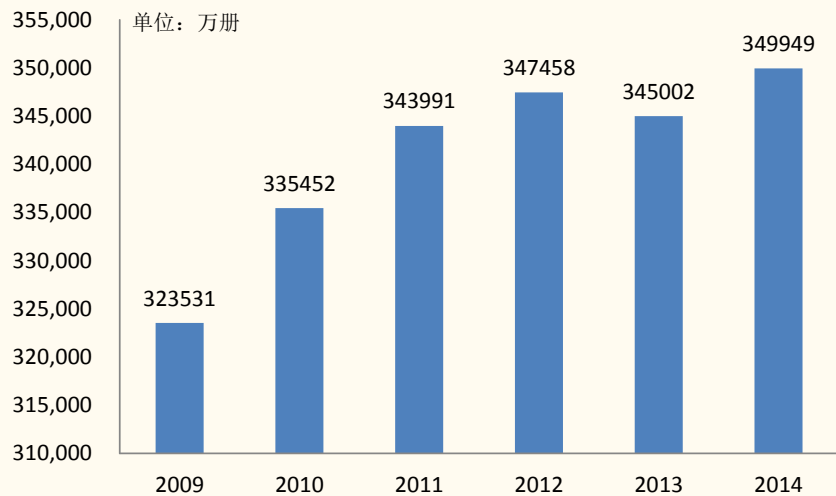
图表 26：国内各类书籍市场占有率统计



来源：互联网资料 国金证券研究所

- 课本出版市场基本保持稳定。根据 wind 的统计数据显示，我国课本出版总册数近年来都比较稳定，我国的图书出版市场已经是存量市场，整体市场规模未来提升幅度不大。

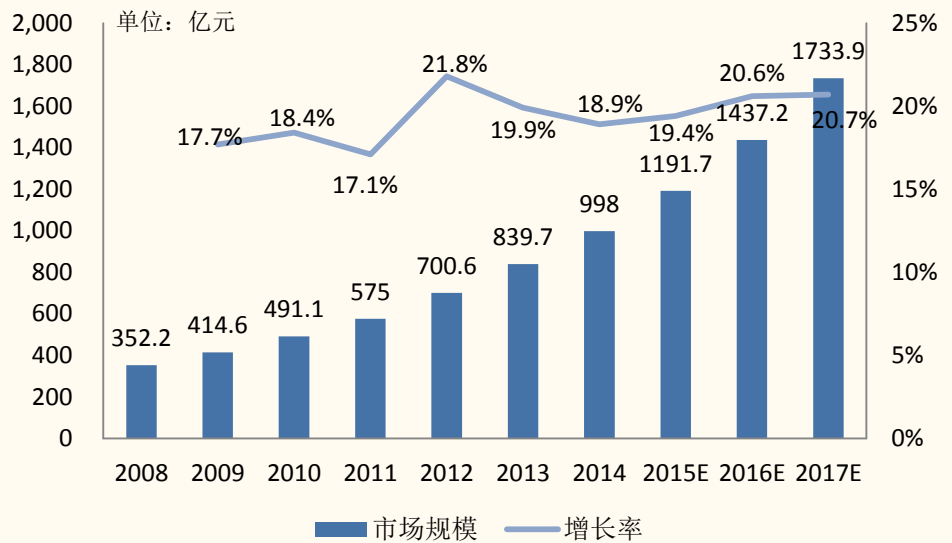
图表 27：我国历年课本出版总册数



来源：wind 国金证券研究所

- **“一教一辅”制度，不利于教辅出版厂商发展。**由于在教辅方面我国的管理政策一向宽松，导致市场上的教辅书籍良莠不齐，许多教辅厂家生产教辅书籍质量低下，错误重重。近年来，我国教育部开始实行“一教一辅”制度，即中小学教育阶段一本教材配发一本同步教辅的制度。该制度实行后，会起到良好地规范国内的教辅书籍市场的效果，同时由于配发的教辅种类在减少，会对绝大多数教辅生产厂家造成一定的打击，被授权生产配套教辅的厂家会得到巨量的市场。
- **在线教育市场前景广阔。**我国在线教育在近十年保持较快的速度增长，复合增长率高达 19.40%，预计到 2017 年，我国在线教育市场规模达到 1733.9 亿元。根据艾瑞咨询的统计数据显示，2013 年中国在线教育市场规模达到 839.7 亿元，同比增长 19.9%；2013 年在线教育用户人数 6720 万人，同比增长 13.8%。

图表 28：我国在线教育市场规模及增长情况



来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

投资决胜网——布局线上泛教育平台

- **公司于 2015 年 11 月投资决胜网获得其 18.889% 股权，决胜网是国内唯一基于 O2O 的泛教育导购平台。**决胜网主站和旗下 APP 覆盖 3~22 岁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。截至 2016 年 3 月，决胜网入驻商家达 25 万，旗下 APP 累计下载量突破 2200 万，用户数量超过 2000 万。2016 年 3 月 22 日，决胜网正式挂牌新三板，成为新三板上市的互联网第一股。

图表 29：决胜网主页



来源：互联网 国金证券研究所

- 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、北京信中利投资股份有限公司等，董事会成员包括俞敏洪、汪潮涌等人。
- 主营业务包括以下两个方面：
 - 决胜云商：决胜网通过互联网与移动互联网的方式，为泛家庭教育消费商家及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，公司向商家或机构收取服务年费、系统使用费、广告推广费；同时，该项业务也衍生部分加盟管理和技术服务收入。
 - 交易佣金：决胜网致力于为消费者提供最合适最具性价比的泛家庭教育和消费产品，消费者通过决胜网主站、决胜网旗下移动端应用程序、决胜网旗下微信公众号、决胜网线下交易平台以及决胜网合作的网站、APP 与微信公众号挑选和购买商家产品。在消费者消费产品后，决胜网与商家之间按照事先约定比例进行交易佣金结算，实现营收。
- 本次投资通过资本合作的模式，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互联网教育平台业务进行优势互补，进一步改善公司现有业务结构。

人民今典——教育资源的整合和优势互补

- 2016 年 4 月 15 日，公司与华育今典、人民东方及人民今典共同签署了《股权交易合作协议》，天舟文化以自有资金 1.06 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 9,836.75 万元增资人民今典，其中 1,500 万元计入人民今典注册资本，剩余部分 8,336.75 万元计入人民今典资本公积金。公司合计投资金额为 2.05 亿元，本次投资完成后，公司共持有人民今典 51% 的股权，人民今典的股权结构变更为：天舟文化占股 51%、华育今典占股 29%、人民东方占股 20%。
- 人民今典主营业务以教育出版为核心，致力于为广大教师及学生提供优质的教育资源与教育服务。人民今典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；教育类一般图书通过直营方式经营。公司现有主要产品分为教材类、教育读本类、期刊及其他类图书。本次收购完成后，人民今典的业务与公司原主营业务构成协同效应，进一步优化公司在教育板块的战略布局。

- 业绩承诺：自天舟文化根据协议的后续约定追加缴付增资价款后的三个会计年度为华育今典的业绩承诺与考核期，华育今典承诺：人民金典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。

盈利预测与估值

- 我们按照公司出版发行和游戏业务分别进行盈利预测，其中人民今典营收并入出版发行业务进行预测，考虑人民今典 2016 年 6 月开始并表，游爱网络 2016 年 8 月开始并表。2016E、2017E、2018E，公司出版发行业务的收入分别为 4.5 亿、5 亿、5.1 亿；神奇时代收入分别为 2.2 亿、2.42 亿、2.66 亿；游爱网络收入分别为 2.17 亿（考虑并表时间）、5.72 亿、6.29 亿。公司实现销售总收入为，8.87 亿、13.14 亿、14.05 亿，平均毛利率为 63%、69%、70%。
- 我们预测，2016E、2017E、2018E 公司归母净利润分别为 2.7 亿、4.09 亿、4.5 亿，对应 EPS 为 0.416 元、0.629 元、0.693 元；预测 2016 年公司出版发行业务贡献净利润约 6000 万，游戏业务贡献净利润约 2.1 亿，根据可比公司估值，我们给予公司出版发行业务 30X16PE，游戏业务 65X16PE，目标市值为 155 亿，对应目标价为 24 元，给予公司“买入”评级。

图表 30：公司盈利分项预测（百万）

	2016E	2017E	2018E
出版发行			
销售收入	450	500	510
销售成本	283.5	315	321.3
毛利	166.5	185	188.7
毛利率	37%	37%	37%
神奇时代			
销售收入	220	242	266.2
销售成本	19.8	21.78	23.958
毛利	200.2	220.22	242.242
毛利率	91%	91%	91%
游爱网络			
销售收入	216.67	572	629.2
销售成本	26.00	68.64	75.50
毛利	190.67	503.36	553.70
毛利率	88%	88%	88%
销售总收入	886.67	1314.00	1405.40
销售总成本	329.30	405.42	420.76
毛利	557.37	908.58	984.64
平均毛利率	63%	69%	70%

来源：国金证券研究所

图表 31：估值比较-平面媒体

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			TTM	16E	17E
601098.SH	中南传媒	336.93	19.28	17.15	14.81
600373.SH	中文传媒	313.07	26.75	22.20	18.19
601928.SH	凤凰传媒	290.88	23.97	23.37	20.74
601811.SH	新华文轩	265.16	55.66	53.99	52.40
601801.SH	皖新传媒	255.61	29.85	26.02	22.18
000793.SZ	华闻传媒	233.81	30.98	31.51	27.44

600633.SH	浙报传媒	183.47	29.02	28.37	24.84
601900.SH	南方传媒	143.67	36.83	--	--
300364.SZ	中文在线	137.21	427.14	167.35	111.31
000719.SZ	大地传媒	113.88	16.63	14.88	14.75
600757.SH	长江传媒	108.01	28.92	20.03	16.00
600551.SH	时代出版	99.75	25.18	24.30	21.28
002181.SZ	粤传媒	93.47	-16.59	--	--
600880.SH	博瑞传播	92.61	1,058.83	49.59	35.66
600825.SH	新华传媒	91.11	179.21	--	--
603999.SH	读者传媒	88.73	96.91	51.59	39.97
600229.SH	城市传媒	83.34	28.48	--	--
601999.SH	出版传媒	57.24	54.96	61.48	55.35
000504.SZ	*ST 生物	46.61	-176.33	--	--

来源：国金证券研究所

图表 32：估值比较-游戏

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			TTM	16E	17E
300315.SZ	掌趣科技	279.58	38.81	31.55	23.19
002555.SZ	三七互娱	416.96	53.75	37.66	30.68
002517.SZ	恺英网络	303.82	33.93	38.51	29.89
300418.SZ	昆仑万维	297.91	65.56	56.91	45.81
002174.SZ	游族网络	244.18	45.86	36.89	26.69
002354.SZ	天神娱乐	215.18	51.07	33.22	25.07
002619.SZ	巨龙管业	202.89	124.96	85.76	61.27
600652.SH	游久游戏	115.50	154.49	158.33	118.85

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

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
主营业务收入	328	516	544	887	1,314	1,405	货币资金	355	496	498	649	1,015	1,441
增长率		57.3%	5.5%	62.9%	48.2%	7.0%	应收款项	51	71	62	109	162	173
主营业务成本	-234	-281	-236	-329	-405	-421	存货	60	40	21	43	53	55
%销售收入	71.4%	54.6%	43.3%	37.1%	30.9%	29.9%	其他流动资产	16	119	44	38	47	48
毛利	94	234	309	557	909	985	流动资产	482	831	625	839	1,277	1,718
%销售收入	28.6%	45.4%	56.7%	62.9%	69.1%	70.1%	%总资产	75.5%	40.9%	30.0%	34.4%	44.1%	51.3%
营业税金及附加	-3	-1	-2	-2	-4	-4	长期投资	111	27	250	250	250	250
%销售收入	0.8%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	38	44	61	73	82	89
营业费用	-41	-44	-42	-98	-171	-183	%总资产	6.0%	2.1%	2.9%	3.0%	2.8%	2.6%
%销售收入	12.4%	8.5%	7.7%	11.0%	13.0%	13.0%	无形资产	0	1,126	1,125	1,273	1,282	1,289
管理费用	-33	-53	-74	-136	-215	-233	非流动资产	156	1,199	1,461	1,598	1,616	1,630
%销售收入	9.9%	10.2%	13.7%	15.3%	16.4%	16.6%	%总资产	24.5%	59.1%	70.0%	65.6%	55.9%	48.7%
息税前利润 (EBIT)	18	137	191	322	518	564	资产总计	639	2,029	2,086	2,438	2,893	3,348
%销售收入	5.5%	26.5%	35.0%	36.3%	39.4%	40.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	8	5	8	12	17	25	应付款项	83	237	123	167	211	220
%销售收入	-2.6%	-1.0%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.8%	其他流动负债	6	15	23	99	115	118
资产减值损失	-5	-8	-18	0	0	0	流动负债	89	253	146	266	326	338
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	3	2	26	32	35	39	其他长期负债	3	0	0	0	0	0
%税前利润	10.9%	1.2%	11.8%	8.7%	6.1%	6.1%	负债	93	254	146	266	326	339
营业利润	25	136	207	366	571	629	普通股股东权益	537	1,765	1,929	2,135	2,481	2,868
营业利润率	7.5%	26.3%	38.0%	41.2%	43.4%	44.7%	少数股东权益	9	10	10	35	85	140
营业外收支	5	8	15	3	3	3	负债股东权益合计	639	2,029	2,086	2,438	2,893	3,348
税前利润	30	144	221	369	574	632							
利润率	9.1%	27.8%	40.7%	41.6%	43.7%	44.9%	比率分析						
所得税	-9	-25	-44	-74	-115	-126		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	31.3%	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股指标						
净利润	20	119	177	295	459	505	每股收益	0.134	0.336	0.417	0.415	0.629	0.693
少数股东损益	0	1	1	25	50	55	每股净资产	3.528	5.014	4.567	5.056	5.874	6.790
归属于母公司的净利润	20	118	176	270	409	450	每股经营现金净流	0.305	0.496	0.508	0.621	0.998	1.128
净利率	6.2%	22.9%	32.4%	30.4%	31.1%	32.0%	每股股利	0.000	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.79%	6.70%	9.14%	12.64%	16.49%	15.70%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	3.18%	5.83%	8.45%	11.07%	14.14%	13.45%
净利润	20	119	177	295	459	505	投入资本收益率	2.27%	6.40%	7.86%	11.86%	16.16%	15.01%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	10	14	25	9	13	16	主营业务收入增长率	17.16%	57.27%	5.53%	62.91%	48.20%	6.96%
非经营收益	-6	-2	-25	-36	-38	-42	EBIT 增长率	-24.11%	657.97%	39.17%	68.83%	61.12%	8.89%
营运资金变动	22	43	38	-6	-12	-3	净利润增长率	6.96%	481.86%	49.01%	53.13%	51.57%	10.08%
经营活动现金净流	46	175	215	262	422	477	总资产增长率	6.30%	217.40%	2.87%	16.87%	18.67%	15.73%
资本开支	3	-4	-24	-143	-27	-27	资产管理能力						
投资	-259	-194	-83	-1	0	0	应收账款周转天数	49.9	37.7	39.5	40.0	40.0	40.0
其他	5	2	2	32	35	39	存货周转天数	87.9	65.0	47.6	48.0	48.0	48.0
投资活动现金净流	-251	-197	-105	-112	8	12	应付账款周转天数	98.1	109.9	157.9	158.0	158.0	158.0
股权募资	0	226	0	0	0	0	固定资产周转天数	42.5	30.8	40.7	29.7	22.5	22.7
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-10	-8	-12	0	-63	-63	净负债/股东权益	-65.12%	-27.95%	-25.67%	-29.88%	-39.56%	-47.87%
筹资活动现金净流	-10	218	-12	0	-63	-62	EBIT 利息保障倍数	-2.1	-25.7	-25.1	-27.1	-30.1	-22.2
现金净流量	-214	196	98	151	367	426	资产负债率	14.54%	12.46%	7.00%	10.93%	11.27%	10.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD