

天舟文化 (300148)

2016年10月16日

游戏+文教双擎驱动，启航在即 买入（首次）

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0860514040001

zhanglw@dwzq.com.cn

021-60199740

研究助理 唐思思

执业资格证书号码：S1220116020111

tangss@dwzq.com.cn

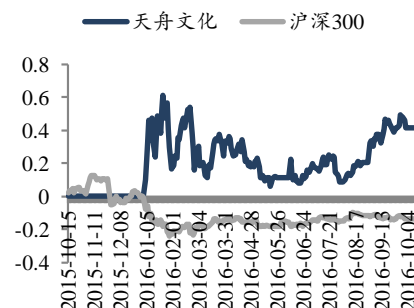
021-60199792

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	544	871	1,393	1,602
同比(+/-%)	6	60	60	15
净利润(百万元)	176	244	393	420
同比(+/-%)	49	38	61	7
毛利率(%)	56.4	62.7	61.7	59.7
ROE(%)	9.1	11.3	15.4	14.2
每股收益(元)	0.27	0.38	0.60	0.65
P/E	71.63	51.73	32.10	30.06
P/B	6.54	5.82	4.94	4.26

投资要点

- **主业稳健，游戏板块带动整体毛利率提高。**2016年上半年公司各项业务稳步发展，实现营收2.4亿元（同比增5.74%）；实现归母净利润7227万元（同比降9.80%）。从盈利能力看，公司自2014年并表游戏业务（神奇时代）以来，毛利和净利率水平提升迅速。截至2016年H1，公司整体毛利率达到61.1%，净利率达到30.2%。
- **不断完善教育板块布局，决胜网挂牌新三板。**2015年11月公司收购O2O泛教育导购平台决胜网18.89%股权，决胜网已于2016年3月挂牌新三板，目前估值9.85亿元。今年4月，公司与人民出版社设立人民天舟对外专项出版业务，成为全国首批获得对外专项出版权的两家非国有文化企业之一；6月，收购人民今典51%的股权，完善教育内容分发渠道，与公司原主营业务构成协同效应。此外，公司还获得衡水中学《衡水同卷》出版发行的唯一授权。
- **加强手游全产业链布局，补全游戏品类。**公司于2014年底收购/投资神奇时代、Keyroute Games，吹向进军手游行业的号角。2015年12月，公司参股手游发行商初见科技15%股权；2016年8月，公司完成手游研发商游爱网络100%股权的收购，天舟文化移动游戏全产业链版图呼之欲出。截至2016年上半年，神奇时代运营的《卧虎藏龙》+《忘仙》合计营收占游戏板块91.45%，占天舟文化营业总收入35%以上。游爱网络正在运营的移动网络游戏达15款，在研游戏共计12款，游戏产出不断档。
- **首次覆盖给予“买入”评级：**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。我们预计公司2016/2017/2018年净利润分别为2.44/3.93/4.2亿，摊薄EPS分别为0.38/0.6/0.65元，现价对应2016-2018年52/32/30倍PE。公司业绩主要来自于游戏行业，参考游戏行业2017年47倍PE，给予天舟文化保守40倍估值，目标价24元。首次覆盖给予“买入”评级！
- **风险提示：**标的承诺不达预期；行业竞争加剧；汇率波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.42
一年最低价/最高价	13.29/39.60
市净率(倍)	3.03
流通A股市值(百万元)	9823.2

基础数据

每股净资产(元)	6.42
资本负债率(%)	6.23
总股本(万股)	649.95
流通A股(百万股)	505.83

相关研究

目录

1. 公司概况：文教+娱乐双擎驱动	5
1.1. 历史沿革：出版商转型泛文化生态战略之路	5
1.2. 财务数据：主业稳健，游戏板块带动整体毛利率提高	6
1.3. 员工持股彰显信心，增发后实际控制人不变	8
2. 游戏板块：手游研、发、运全产业链布局	9
2.1. 行业：手游大势所趋，关注重度游戏	9
2.2. 游戏业务：上中下游协同发展	14
2.2.1. 神奇时代：研运一体的精品游戏公司	14
2.2.2. 游爱网络：擅长 SLG 游戏，补足游戏品类	16
2.3. 参股多家游戏公司，拓展业务版图	21
3. 文教板块：在线教育+教育出版优化线上线下布局	23
3.1. 决胜网：泛教育 O2O 平台，已挂牌新三板	23
3.2. 人民今典：深耕教辅市场，新项目有望带来增量业绩	26
4. 盈利预测	29

图表目录

图表 1: 天舟文化大事记.....	5
图表 2: 天舟文化外延布局一览.....	6
图表 3: 天舟文化近 5 年营收及增长.....	7
图表 4: 天舟文化近 5 年净利及增长.....	7
图表 5: 天舟文化盈利能力变化.....	7
图表 6: 天舟文化近 5 年营收构成 (百万元)	7
图表 7: 天舟文化近 5 年各业务毛利对比.....	7
图表 8: 配套融资完成后公司股权结构.....	8
图表 9: 2011-2018 年中国网络游戏市场规模.....	9
图表 10: 2011-2018 年中国网络游戏产业细分.....	9
图表 11: 中国网民规模和普及率.....	10
图表 12: 全球互联网普及率 (截至 2015 年 1 月)	10
图表 13: 中国手机网民规模及其占网民比例.....	11
图表 14: 新网民互联网接入设备使用情况.....	11
图表 15: 2016H1 国内移动游戏市场份额分布.....	12
图表 16: 2015Q2 中国移动游戏发行商全平台竞争格局.....	12
图表 17: 游戏轻重度分类.....	13
图表 18: 2016 年 Q1 各游戏类型市场热度变化趋势.....	13
图表 19: 游戏产业链.....	14
图表 20: 《卧虎藏龙》+《忘仙》2016 年 H1 产品流水数据.....	14
图表 21: 《忘仙》图片资料.....	15
图表 22: 《忘仙》近期流水数据.....	15
图表 23: 《卧虎藏龙》图片资料.....	15
图表 24: 《卧虎藏龙》近期流水数据.....	15
图表 25: 《卧虎藏龙》iOS 畅销榜排名.....	16
图表 26: 游爱网络主要游戏产品.....	16
图表 27: 《风云天下 OL》主要运营数据.....	17
图表 28: 《风云天下 OL》IOS 畅销榜排名.....	17
图表 29: 《武林萌主》(比武招亲) 主要运营数据.....	18
图表 30: 《武林萌主》(比武招亲) IOS 畅销榜排名.....	18
图表 31: 《蜂鸟五虎将》主要运营数据.....	18
图表 32: 游爱网络在研游戏一览.....	19
图表 33: 9133 平台.....	19
图表 34: 游爱网络 VR/AR 产品项目介绍.....	20
图表 35: 游爱网络 VR/AR 项目计划进度.....	20
图表 36: 初见科技官网.....	21
图表 37: 银河数娱官网.....	22
图表 38: 在线教育产业链.....	23
图表 39: 2013-2018 年中国在线教育市场规模.....	24
图表 40: 2013-2018 年中国在线教育用户规模.....	24
图表 41: 决胜网盈利模式.....	25
图表 42: 决胜网股权结构.....	25

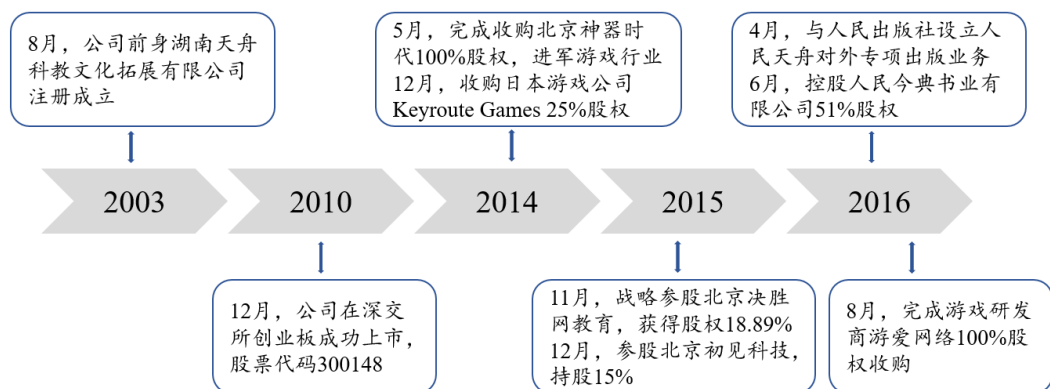
图表 43: 2015 全国图书零售市场销售额.....	26
图表 44: 2015 年图书不同渠道细分市场规对比.....	26
图表 45: 2015 年图书综合零售市场规模结构.....	27
图表 46: 2015 年图书综合零售市场品种结构.....	27
图表 47: 游戏板块 PE 预测 (Wind 一致性预期)	30

1. 公司概况：文教+娱乐双擎驱动

1.1. 历史沿革：出版商转型泛文化生态战略之路

天舟文化成立于 2003 年 8 月，主营教育图书出版发行。2010 年 12 月公司在深交所创业板上市，被誉为“中国民营出版传媒第一股”。为了向其他文化业态延伸，打造全面的文化产业集团，公司先后收购/增资神奇时代、游爱网络和初见科技，布局移动手游全产业链；同时投资决胜网、增资人民今典完善教育板块布局，整合优质教育出版资源，形成文教+娱乐双擎驱动的经营模式。

图表 1：天舟文化大事记



资料来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

- ▲ **聚焦文教+娱乐协同发展，施行泛文化生态战略，打造国内一流的文化产业集团**
- **文教业务方面**，公司在立足出版业务稳健发展的同时，不断完善教育板块布局，拓展互联网教育。2015 年 11 月公司**收购决胜网 18.89%股权**，决胜网为 O2O 泛教育导购平台，于 2016 年 3 月正式挂牌新三板。4 月，公司与人民出版社设立**人民天舟对外专项出版业务**，成为全国首批获得对外专项出版权的两家非公有制文化企业之一；6 月，**收购人民今典 51%的股权**，完善教育内容分发渠道，与公司原主营业务构成协同效应。此外，公司获得衡水中学**《衡中同卷》**出版发行的唯一授权。
- **娱乐业务方面**，公司于 2014 年底收购**神奇时代 100%股权**，吹响进军手游行业的号角。为了加强移动游戏全产业链布局，公司同年增资**日本游戏公司 Keyroute Games 25%股权**；2015 年 12 月，公司参股手游发行商**初见科技 15%股权**；2016 年 8 月，公司完成手游研发商**游爱网络 100%股权**的收购，天舟文化移动游戏全产业链版图呼之欲出。

图表 2：天舟文化外延布局一览

所属板块	标的公司	首次披露	持股比例	交易对价	收购方式	标的主营
文教业务	决胜网	2015 年 11 月	18.89%	1.7 亿元	现金	教育 O2O
	人民今典	2016 年 4 月	51%	2.05 亿元	现金	教育出版
娱乐业务	神奇时代	2013 年 8 月	100%	12.5 亿元	股权 8.9 亿 现金 3.6 亿	手游研运 一体
	Keyroute Games	2014 年 10 月	25%	120 万美元	现金	日本游戏 研发商
		2015/11/1	15%	6000 万元	现金	
	初见科技	若 2016 年前三 季净利润 5200 万及以上或 2016 年度实现 净利润 7000 万 元及以上，公司 拥有其剩余股 权优先收购权	85%	2017 年度 净利润承 诺的 13-14 倍估值基 础上确定	待定	手游推广 发行
	银河数娱	2015 年 12 月	2%	1400 万元	现金	手游研运 一体
	游爱网络	2015 年 12 月	100%	16.2 亿元	股权 10.8 亿 现金 5.4 亿	手游研运 发行

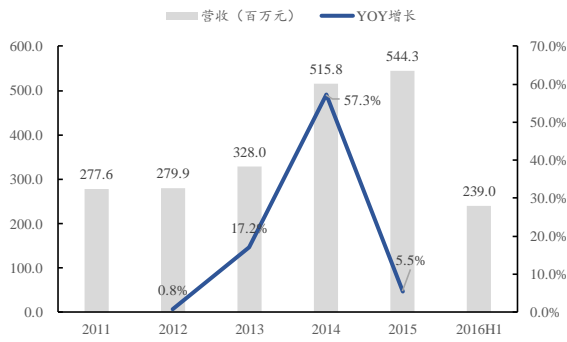
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 财务数据：主业稳健，游戏板块带动整体毛利率提高

2016 年上半年公司各项业务稳步发展，**实现营收 2.4 亿元，同比增长 5.74%；实现归母净利润 7227 万元，同比降 9.80%；实现扣非净利润 7146 万元，同比增 31.16%**。从盈利能力看，公司自 2014 年并表游戏业务（神奇时代）以来，毛利和净利水平提升迅速。**截至 2016 年 H1，公司整体毛利率达到 61.1%，净利率达到 30.2%**。

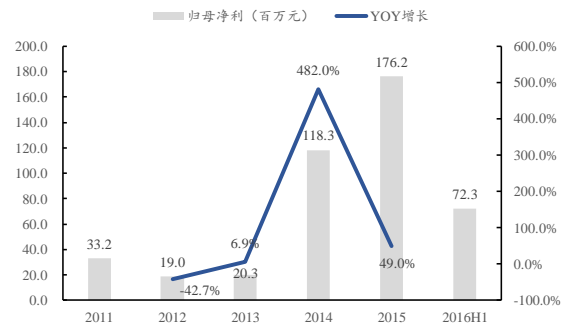
分业务来看，受游戏运营活动周期影响，**游戏板块** 2016 年上半年贡献营收 0.94 亿元（同比降 22.6%），占总营收比 40%；但公司严控成本，毛利率提高 7PCT，达到 92.75%。**文教板块** 表现不俗，2016 H1 实现营收 1.45 亿元（同比增 39.4%），毛利率超 40%（同比增 15.4%）。高毛利图书销售增加和人民今典 6 月并表是公司文教出版业务盈利能力亮眼的主要原因。

图表 3：天舟文化近 5 年营收及增长



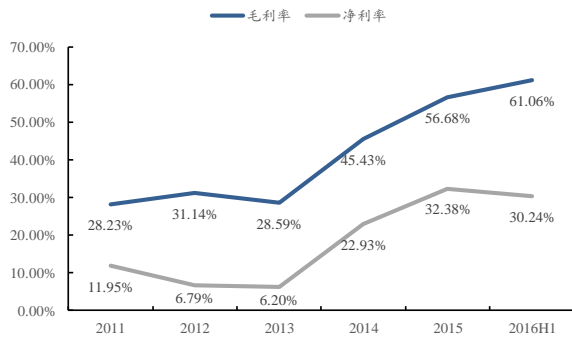
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：天舟文化近 5 年净利及增长



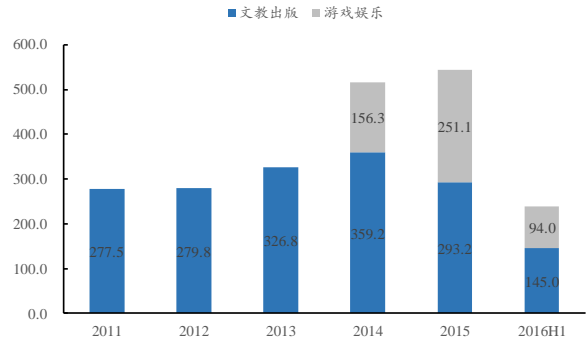
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：天舟文化盈利能力变化



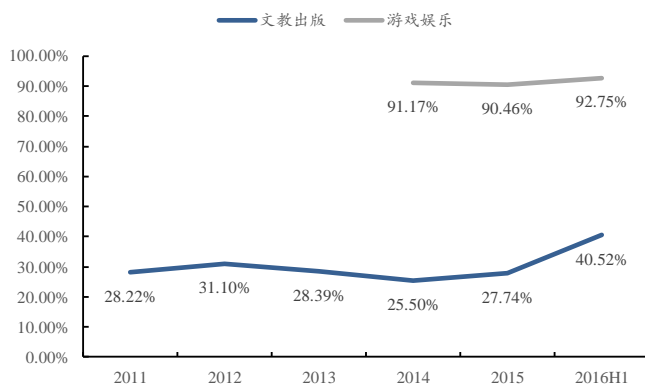
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：天舟文化近 5 年营收构成 (百万元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7：天舟文化近 5 年各业务毛利对比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

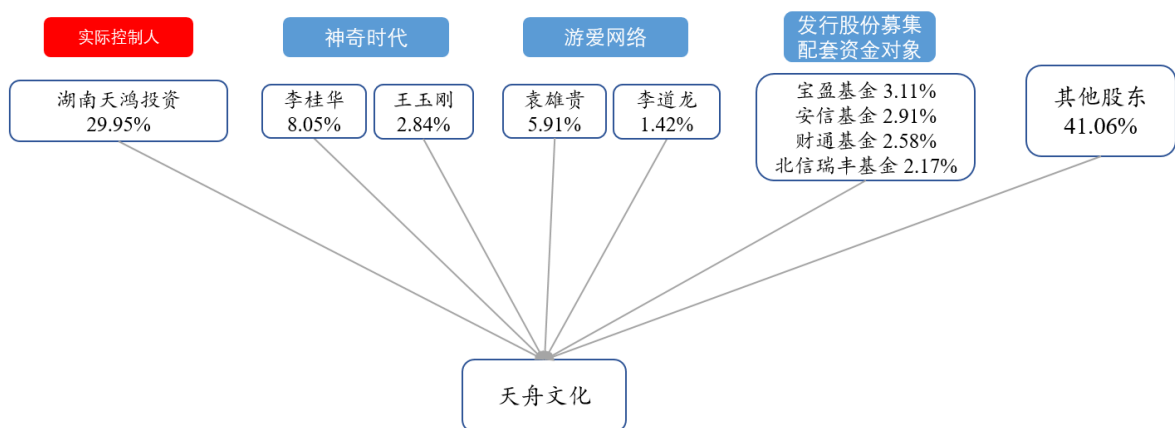
1.3. 员工持股彰显信心，增发后实际控制人不变

公司于 2016 年 3 月公布第一期员工持股计划，向不超过 150 人实行员工持股计划，筹集资金总额不低于 4000 万元。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天舟文化公司股票 553.6 万股，占公司总股本 1.31%，成交均价 17.69 元/股，成交金额达到人民币 9495 万元，超额完成，剩余资金留作结算备付金及保证金。员工持股计划顺利完成有利于提高职工的凝聚力和公司竞争力。

2016 年 8 月，公司以股权+现金方式收购游爱网络 100% 股权交易完成，游爱网络并表，发行股份募集配套资金已经完成。此次交易中，收购游爱网络交易对价为 16.2 亿元，其中，交易对价的 33.3% (5.39 亿元) 以现金方式支付，交易对价的 66.7% (10.81 亿元) 以发行股份支付。发行价格为 14.78 元/股，发行股份数量 7314.6 万股。同时上市公司向宝盈基金、安信基金等 4 名投资者非公开发行股份募集配套资金 11.4 亿元，发行价格为 16.34 元/股，增发数量 6998.2 万股。

本次交易完成后，公司实际控制人仍为天鸿投资集团，持股比例由 33.57% 下降到 29.95%，实际控制人和控股股东未发生变化。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%，为别为公司第二、第三大股东。引入外延公司高管作为大股东，有利于保持高层核心利益一致，维持原有业务团队的稳定，降低并购整合带来的不确定性因素。

图表 8：配套融资完成后公司股权结构



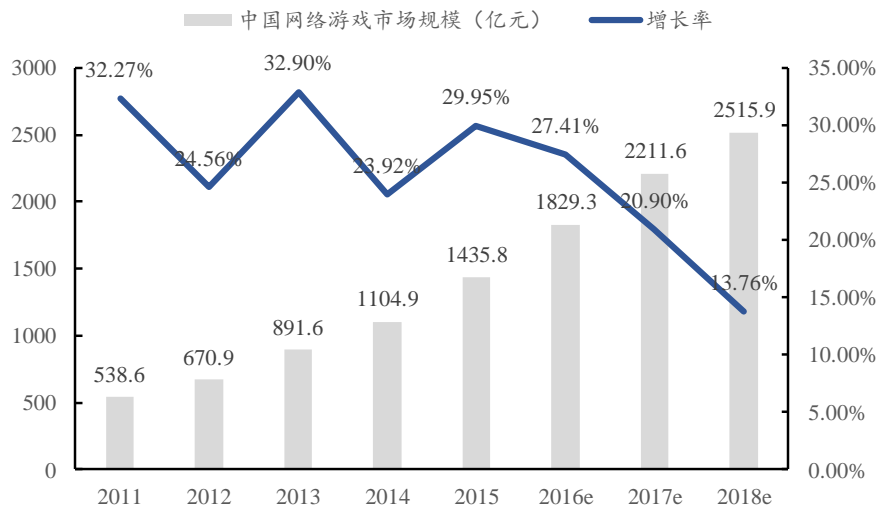
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 游戏板块：手游研、发、运全产业链布局

2.1. 行业：手游大势所趋，关注重度游戏

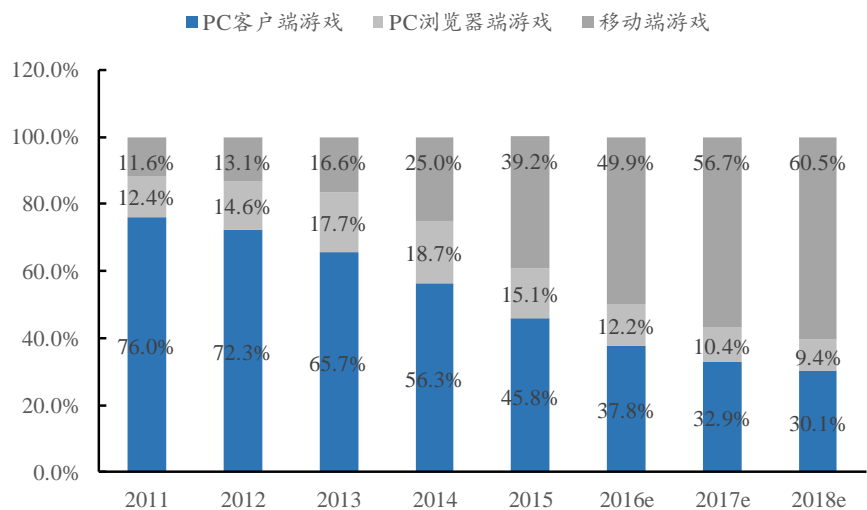
根据艾瑞咨询《2016 中国网络游戏行业研究报告》，**2015 年国内网络游戏市场规模达到 1436 亿元，同比增长 29.95%**，网游市场增速有所放缓。移动端是推动网络游戏增长的主要因素，2015 年移动端份额增长至 39.2%，端游份额则跌落至 50% 以下。预计 2016 年网游市场将出现拐点，移动市场份额将首次超过端游，成为最大的细分市场。

图表 9：2011-2018 年中国网络游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 10：2011-2018 年中国网络游戏产业细分

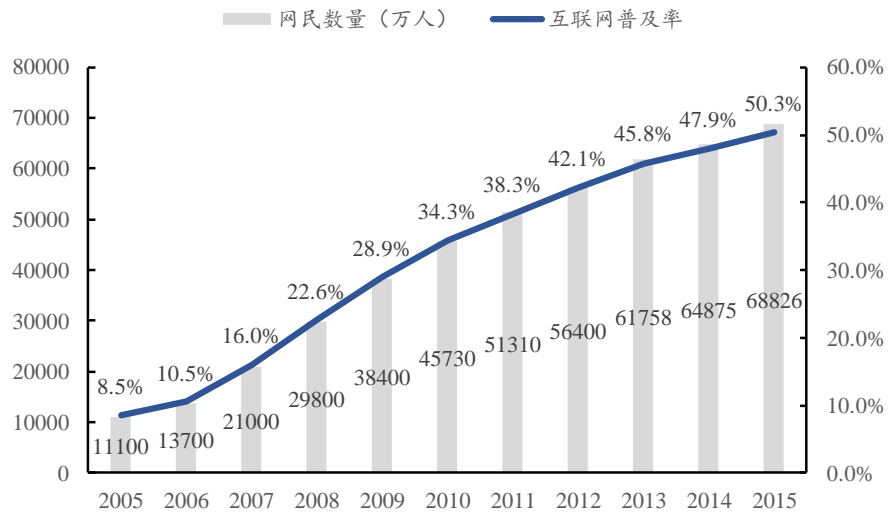


资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

当前中国互联网普及率超 50%，与发达国家仍有差距。根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 发布的《第 37 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2015 年 12 月，我国网民规模达 6.88 亿，互联网普及率为 50.3%，较 2014 年底提高 2.4%。然而对比发达国家和地区，美国、

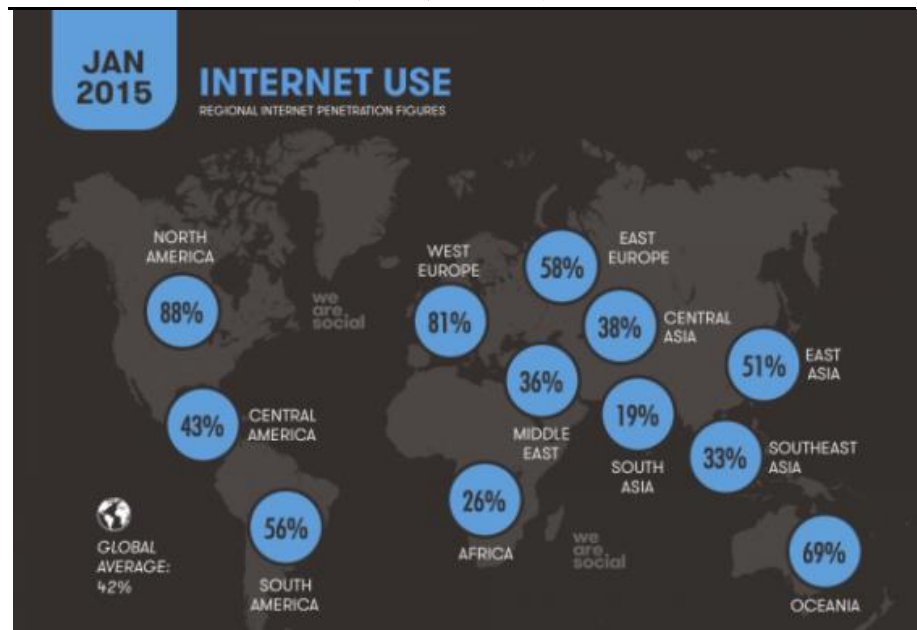
日本互联网普及率分别达到 87%、91%，韩国更是超过 97%。随着经济发展和人口迭代，中国互联网普及率未来仍有较大发展空间。

图表 11：中国网民规模和普及率



资料来源：CNNIC，东吴证券研究所

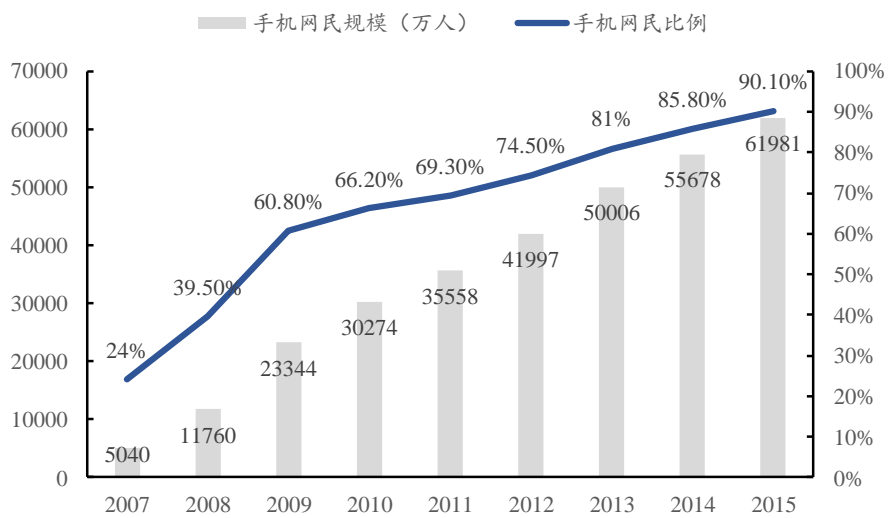
图表 12：全球互联网普及率（截至 2015 年 1 月）



资料来源：We Are Social，东吴证券研究所

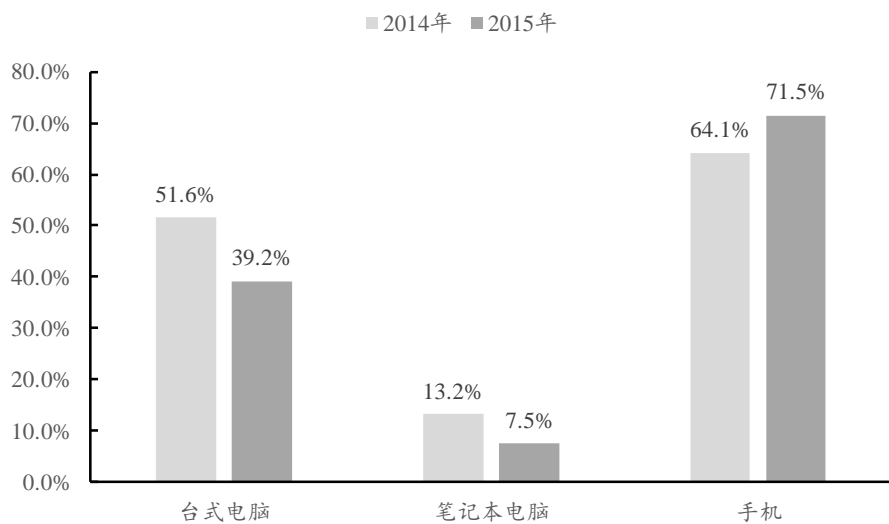
随着智能手机在国内的普及，手机网民占比快速提升。CNNIC 在《第 37 次中国互联网络发展状况统计报告》指出，2015 年中国手机网民规模已达 6.20 亿，较 2014 年底增加 6303 万人。网民中使用手机上网人群占比由 2014 年的 85.8% 提升至 90.1%，手机成为推动网络普及率提高的重要因素。尽管目前网民规模阶段性见顶，但随着未来中国互联网普及率向发达国家水平迈进，手机网民规模有望进一步提高。

图表 13: 中国手机网民规模及其占网民比例



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

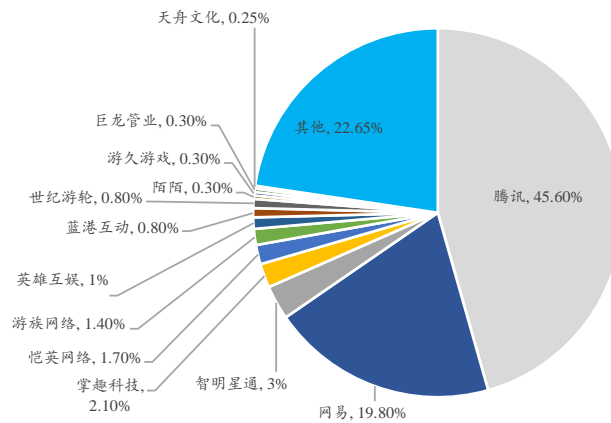
图表 14: 新网民互联网接入设备使用情况



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

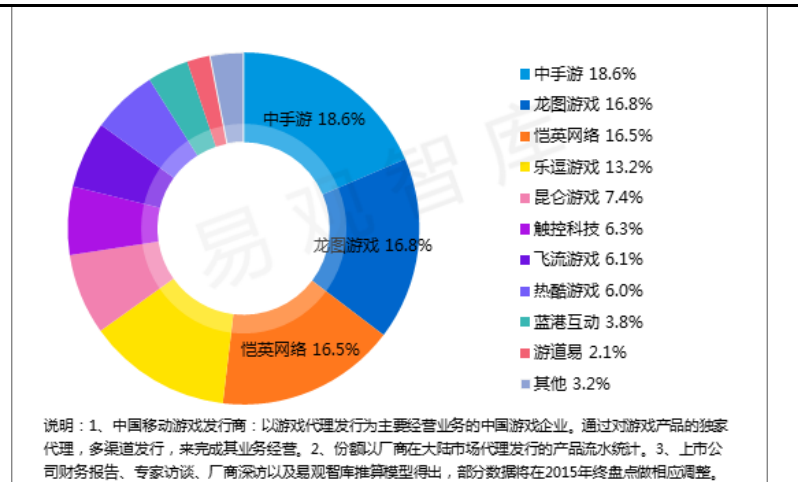
从市场集中度来看，国内手游市场在腾讯、网易等巨头的不断渗透下，二八分化明显。根据游戏葡萄统计，2016年上半年，腾讯和网易市场份额合计占中国移动游戏市场的65%。发行方面，目前中国前十大移动游戏发行商占据了接近97%的市场份额，前三大移动游戏发行商所占的市场份额已经超过了50%。中小CP生存艰难，有研发运营全产业链布局能力的公司有望成为最后赢家。

图表 15: 2016H1 国内移动游戏市场份额分布



资料来源: 游戏葡萄, 东吴证券研究所

图表 16: 2015Q2 中国移动游戏发行商全平台竞争格局



资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

从游戏形式的角度看, 重度手游将成为未来主流。轻度游戏市场在满足玩家轻度娱乐的同时, 能够起到发掘培育游戏玩家的作用; 中度游戏能够在可玩性与手游玩家碎片化游戏需求之间找到平衡, 是最适合手游市场的游戏类型。重度游戏能够满足玩家更多端游化的社交玩法和体验, 有望凭借高生命周期、高付费成为移动游戏领域最赚钱的游戏形式。而随着手游市场集中度提高, 竞争白热化, 精品高质的游戏才能成为市场主流, 而重度手游类型正是提高用户粘性和付费率的最佳形式。

图表 17: 游戏轻重度分类



资料来源: DataEye, 东吴证券研究所

根据 DataEye 发布的《2016 年 Q1 中国手游市场指数报告》，角色扮演类、休闲益智类和卡牌类等类型是市场热度最高的游戏类型。以角色扮演类、卡牌类和策略类等类型为代表的中重度游戏的市场指数呈现持续增长的趋势。休闲益智类、模拟类、养成类等轻度游戏类型增速缓慢，手游市场重度化趋势愈发明显。从角色扮演类、卡牌类和休闲益智类等主流游戏类型上看，头部产品占据的市场指数集中度普遍稳定在 20%~40%之间，对应类型的新游仍存在获得高市场热度的机会。

图表 18: 2016 年 Q1 各游戏类型市场热度变化趋势

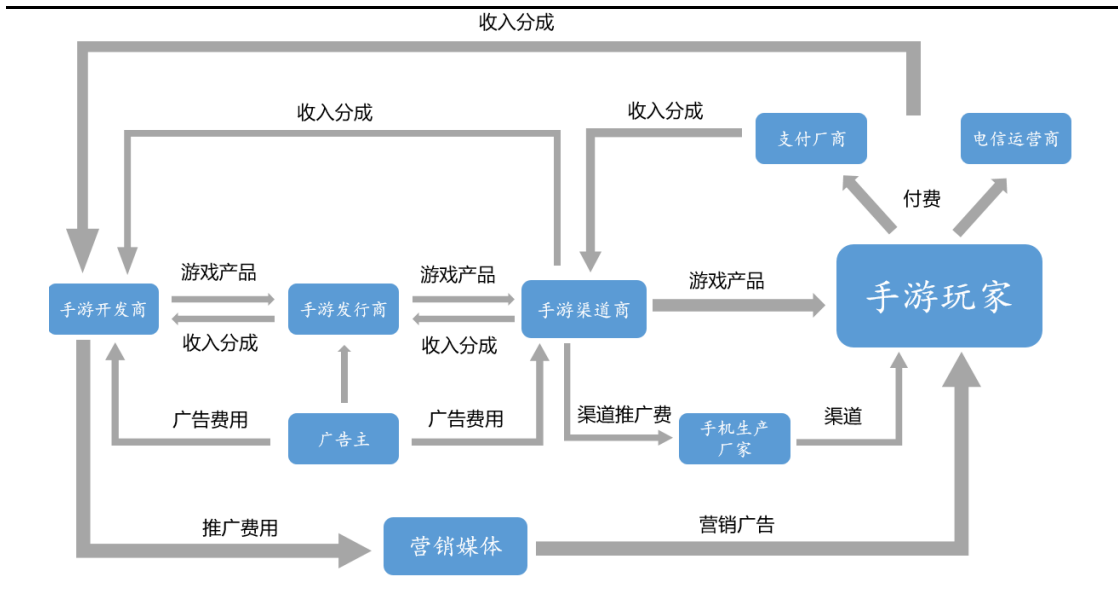


资料来源: DataEye, 东吴证券研究所

2.2. 游戏业务：上中下游协同发展

公司从 2014 年进军游戏板块，至今外延达四起，包括收购神奇时代（手游研运）100% 股权，收购 Keyroute Games（日本游戏研发公司）25% 股权，增资获得初见科技（手游发行）15% 股权，并购游爱网络（手游研运发一体）100% 股权，初步构成了从研发、发行到运营的全产业链布局。

图表 19：游戏产业链



资料来源：东吴证券研究所

2.2.1. 神奇时代：研运一体的精品游戏公司

神奇时代成立于 2009 年，是一家研运一体的游戏公司。**研发方面**，《忘仙》、《卧虎藏龙》、《三国时代》、《潜龙》、《最游记》和《天天世界杯》等均由神奇时代开发的产品；**运营方面**，截至 2016 年上半年，神奇时代运营游戏产品共 5 款，其中《卧虎藏龙》+《忘仙》合计营收占游戏板块 91.45%，占天舟文化营业总收入 35% 以上。《卧虎藏龙》和《忘仙》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、UC 浏览器等国内外优秀的游戏推广服务商进行联合运营，收费方式主要为道具收费。

图表 20：《卧虎藏龙》+《忘仙》2016 年 H1 产品流水数据

游戏名称	收入金额	占游戏业务收入的比例	投入的推广营销费	投入的推广营销费占公司总游戏推广营销费比例	公司总游戏推广营销费	投入的推广营销费占主要游戏收入总额的比例
卧虎藏龙	40,550,331.82	43.14%	366,415.99	48.39%	757,239.87	0.43%
忘仙	45,417,049.50	48.31%	390,823.88	51.61%		0.45%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

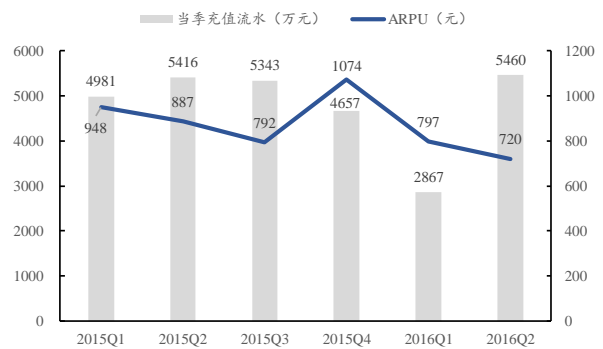
神奇时代于 2012 年 6 月推出大型仙侠题材角色扮演类游戏《忘仙》。
《忘仙》采用了在中国甚至整个亚太地区都有广泛受众的仙侠故事为游戏创作题材，使游戏充满了浓浓的中国仙侠风格。2013 年末游戏累计注册用户已超过 1,600 万人，累计充值金额已逾 4 亿元。2016 年上半年，上线四年的《忘仙》仍然获得了 8327 万充值流水的成绩，ARPU 值超过 720 元，且增长趋势不减。

图表 21:《忘仙》图片资料



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 22:《忘仙》近期流水数据



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

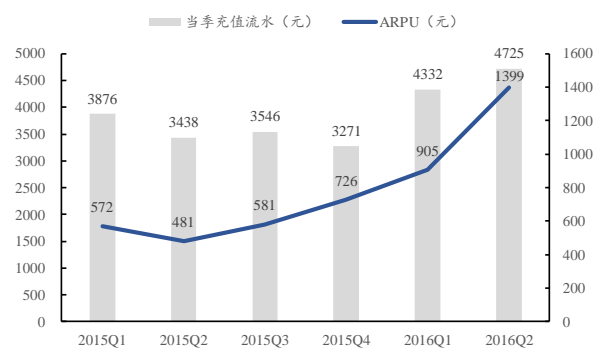
《卧虎藏龙》于 2014 年 4 月上线，由自研 3DSparkle 引擎打造，在实现全 3D 高品质游戏画质的同时，大幅降低手机功耗，成功的在移动设备上构建了一个华丽壮美的武侠世界。《卧虎藏龙》也是是首款 3D 自由视角 MMORPG 手游，获得 2014 年获得“UC 九游”创新游戏奖，2015 年“UC 九游”年度畅销游戏奖。上线两年来游戏流水数据保持稳健，2016 年上半年实现充值流水总额 9056 万，2 季度 ARPU 值接近 1400 元。游戏经历 14-15 年大热后，目前在 IOS 畅销榜上排名较为稳定。

图表 23:《卧虎藏龙》图片资料



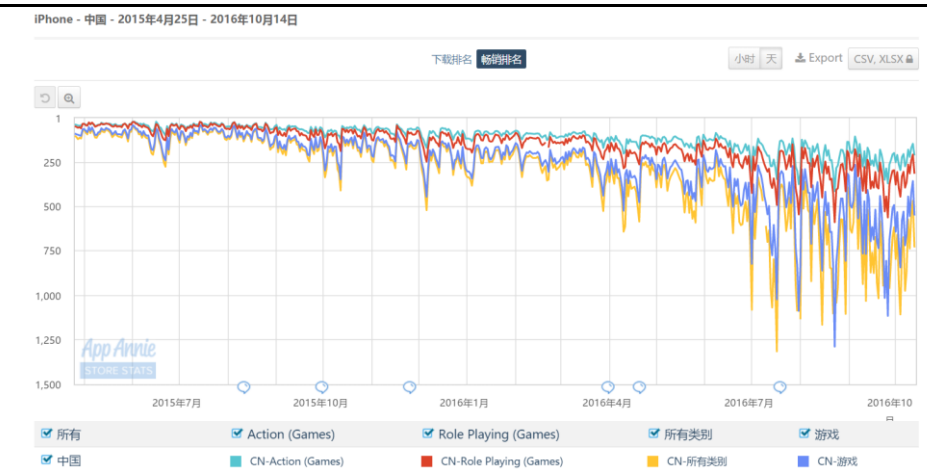
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 24:《卧虎藏龙》近期流水数据



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 25: 《卧虎藏龙》iOS 畅销榜排名



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

2.2.2. 游爱网络: 擅长 SLG 游戏, 补足游戏品类

游爱网络成立于 2011 年 12 月, 主营移动网络游戏的研发以及发行运营。游爱网络凭借高效的研发体系以及精准的游戏推广渠道, 已发展成为集游戏产品开发、游戏运营、海外合作为一体的综合性游戏开发、运营商。

游爱网络坚持走产品类型多样化、精品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、APRG、动作类、休闲类等各种移动网络游戏类型。**2012 年末至今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》(比武招亲)、《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 3,000 万元, 《武林萌主》(比武招亲)、《蜂鸟五虎将》的最高月充值流水超过 1,000 万元。**游爱网络正在运营的移动网络游戏达 15 款, 在研游戏共计 12 款, 计划于 2016 年推出 13 款自研的移动网络游戏。**

图表 26: 游爱网络主要游戏产品

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

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

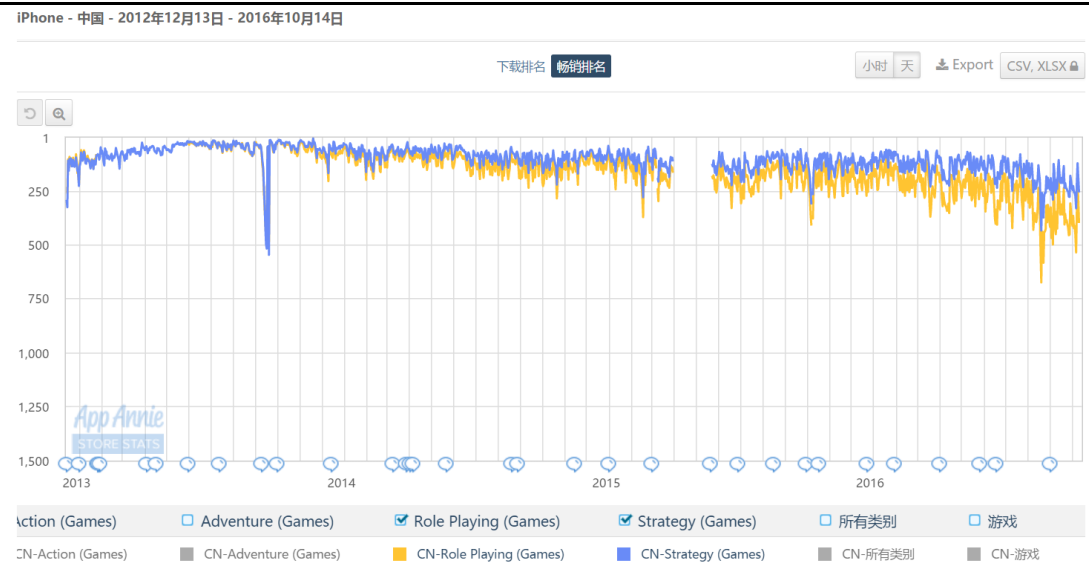
《风云天下 OL》于 2012 年 5 月上线，是一款以“三国”历史为题材背景的战略型移动网络游戏。在移动游戏兴起初期（2012-2013），《风云天下 OL》基本上占领国内 SLG 手游大部分的市场份额，是当时国内手游市场最成功的 SLG 手游。获得了“安智 2012 年度优秀游戏奖”、“第三届金鹏奖中国原创 Android 手机游戏网游人气奖”、“腾讯智能机互联网策略类金企鹅奖”等多项荣誉。截至 2016 年 5 月，《风云天下 OL》最高月充值流水达 3392 万元，最高同时在线角色数达 3.4 万人。游戏在 IOS 排行榜表现稳定，最高排名达到动作类第 10 名。

图表 27: 《风云天下 OL》主要运营数据

指标	2015 年	2014 年
当期流水合计 (万元)	13,646.78	22,599.54
期末累计注册角色数 (人)	16,343,286	15,243,558
当期月均付费角色数 (人)	13,966	21,871
当期月均活跃角色数 (人)	198,649	505,424
当期月均 ARPU (元)	816.56	867.36

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 28: 《风云天下 OL》IOS 畅销榜排名



资料来源：App Annie，东吴证券研究所

《武林萌主》(比武招亲)是游爱网络自主研发并融合武侠题材、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。游戏基于 LBS (地理位置服务) 技术社交系统，画面唯美、Q 萌。截至 2016 年 5 月 19 日，《武林萌主》(比武招亲)最高月充值流水达 1356 万元，最高同时在线角色数达 1.5 万人。游戏在 IOS 排行榜卡牌类最高排名第 2 位。

图表 29:《武林萌主》(比武招亲) 主要运营数据

指标	2015 年	2014 年
当期流水合计 (万元)	3,887.70	6,518.42
期末累计注册角色数 (人)	7,873,394	6,609,697
当期月均付费角色数 (人)	6,630	14,305
当期月均活跃角色数 (人)	314,494	314,543
当期月均 ARPU (元)	498.46	406.21

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 30:《武林萌主》(比武招亲) IOS 畅销榜排名



资料来源: App Annie, 东吴证券研究所

《蜂鸟五虎将》于 2014 年 7 月上线, 一款自主研发的写实风格三国策略卡牌手游。游戏将传统 RPG 角色扮演与 SLG 策略型游戏相结合, 100 多个可选择武将极大地丰富了用户的游戏体验。截至 2016 年 5 月 19 日,《蜂鸟五虎将》最高月充值流水达 1035 万元, 最高同时在线人数达 1.34 万人。

图表 31:《蜂鸟五虎将》主要运营数据

指标	2015 年	2014 年
当期流水合计 (万元)	3,887.70	6,518.42
期末累计注册角色数 (人)	7,873,394	6,609,697
当期月均付费角色数 (人)	6,630	14,305
当期月均活跃角色数 (人)	314,494	314,543
当期月均 ARPU (元)	498.46	406.21

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

截至 2016 年 5 月, 公司在研游戏高达 17 款, 将会成为当前游戏产品的有效补充。公司在研游戏如下:

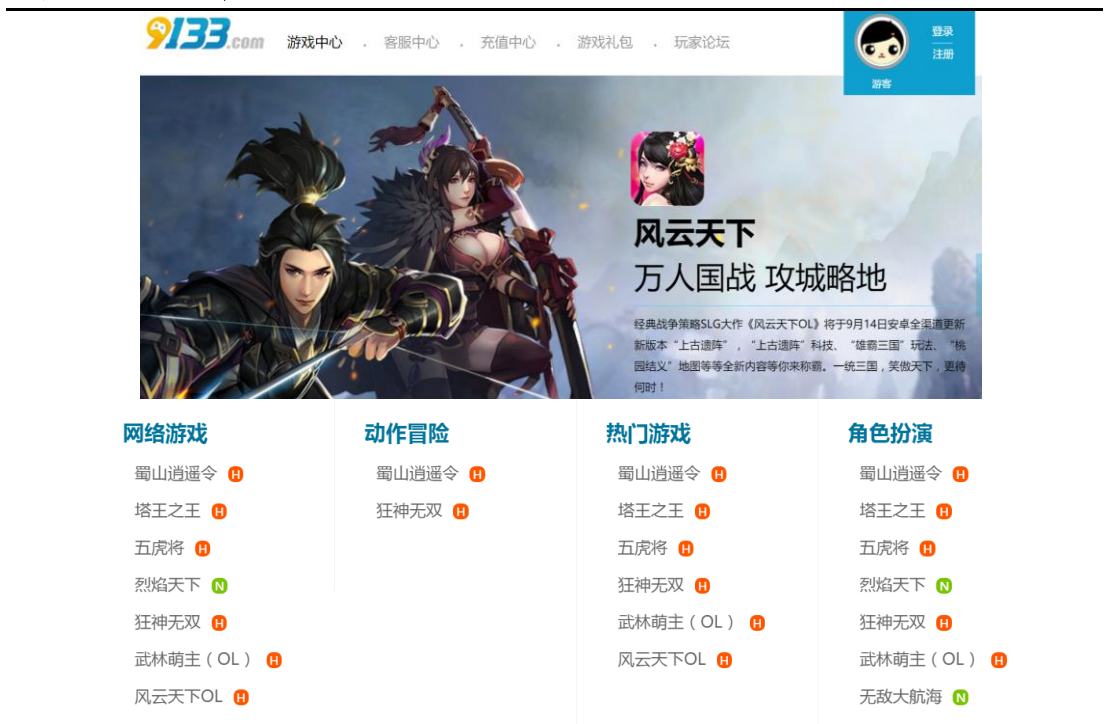
图表 32: 游爱网络在研游戏一览

序号	游戏代号	游戏类型	简要说明
1	FY2	三国题材 SLG	自有 IP
2	OL	恋爱题材 RPG	女性玩家市场
3	LTX	奇幻 SLG	三国、国战
4	DQDG	SLG	国战
5	Noodle	SLG	Q 版国战、PVP
6	BY2	卡牌	自由 IP、武侠、Q 版
7	WH2	卡牌策略	3D 视角
8	DZZ	SLG	战争策略+英雄养成
9	DLA	TV 版	单机、泡泡龙玩法
10	2D 项目	MMORPG	2D 国战
11	JSDG	僵尸题材 SLG	丧尸求生题材
12	DGSD	帝国题材 SLG	罗马帝国题材
13	QYZ	武侠题材 ARPG	即时战斗、副本创关
14	XMB	仙侠题材 ARPG	玄幻小说授权
15	WPZJ	海战题材 SLG	二战题材、多人战舰对战
16	AHFB	ARPG	仙侠题材
17	BWH5	卡牌 RPG	Q 版武侠、H5

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

除游戏自主研发运营外，游爱网络着力于打造属于自身的运营发行平台，成为实现研发、运营、发行合一的综合性游戏公司。**自 2014 年末，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 33: 9133 平台



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

除此之外，天舟文化还将利用募集资金 4050 万元投入游爱网络 **VR/AR 互动游戏研发**。VR/AR 行业覆盖了硬件、系统、平台、开发工具、应用以及消费内容等诸多方面，围绕“下一代计算平台”，从显示设备、输入设备、内容制作工具、应用开发、游戏开发、影视制作、传输技术、云服务、媒介、分发，国内外创业者正在打造日益完整的虚拟现实创业生态。iResearch 权威《中国 VR/AR 市场研究报告》研究分析指出，预测至 2020 年全球 VR 与 AR 市场将达千亿美元规模。随着互联网新一轮创新大风口到来，作为 VR/AR 产业链的重要环节之一的虚拟现实软件开发和内容开发领域市场空间广泛。

图表 34：游爱网络 VR/AR 产品项目介绍

序号	项目名称	类型	产品特点
1	VR 游戏 1	模拟射击对战类	玩家扮演持有枪械的角色，对带有不同属性和 AI 的威胁目标和攻击目标予以打击，需克服游戏中设置的诸多障碍和险阻，挑战玩家的敏捷度和应变能力。
2	VR 游戏 2	强交互 PK 类	强调玩家肢体的协调度和灵活性，玩家之间在线互通，玩家和玩家之间比对装备、实力，在对抗中获得满足感和荣耀。
3	社交应用	基于个性化虚拟形象社交应用	基于个性化虚拟形象的时尚换装、宠物养育和交流、乐趣模仿、成就炫耀的社交应用。
4	教育应用	基于知识需求的教育应用	基于个性化知识需求的教育内容提供，专注细分领域的知识学习、分享和在线交流。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 35：游爱网络 VR/AR 项目计划进度

区域业务开展	第二年				第三年				第四年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
VR 游戏 1		开始研发			上线运营							
VR 游戏 2						开始研发			上线运营			
社交应用							开始研发			上线运营		
教育应用									开始研发			上线运营

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 参股多家游戏公司，拓展业务版图

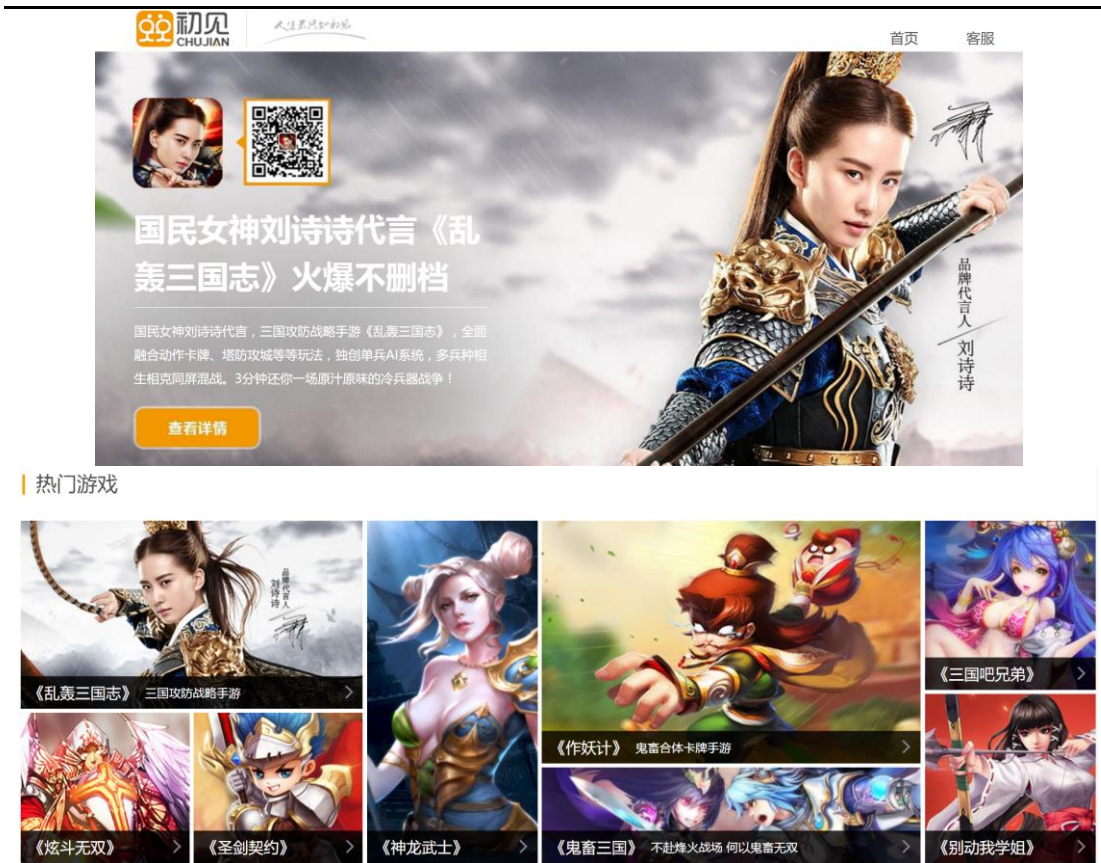
➢ 初见科技 15%股权/6000 万

2015 年 11 月，天舟文化以 6000 万元投资初见科技获得 15% 股权。初见科技成立于 2014 年 5 月，是一家移动游戏全球发行公司，注册资本为 1844 万元人民币。

上游资源方面，初见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及中国知名游戏研发商墨麟科技均为公司股东；**下游资源方面**，初见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。

初见科技拥有专业的产品调优能力，强调产品二次开发。团队内拥有 2 名金牌制作人供职，均主持过月入 5000 万+的产品研发工作，并拥有由 5 名 5000+制作人组成的顾问团队。

图表 36：初见科技官网



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

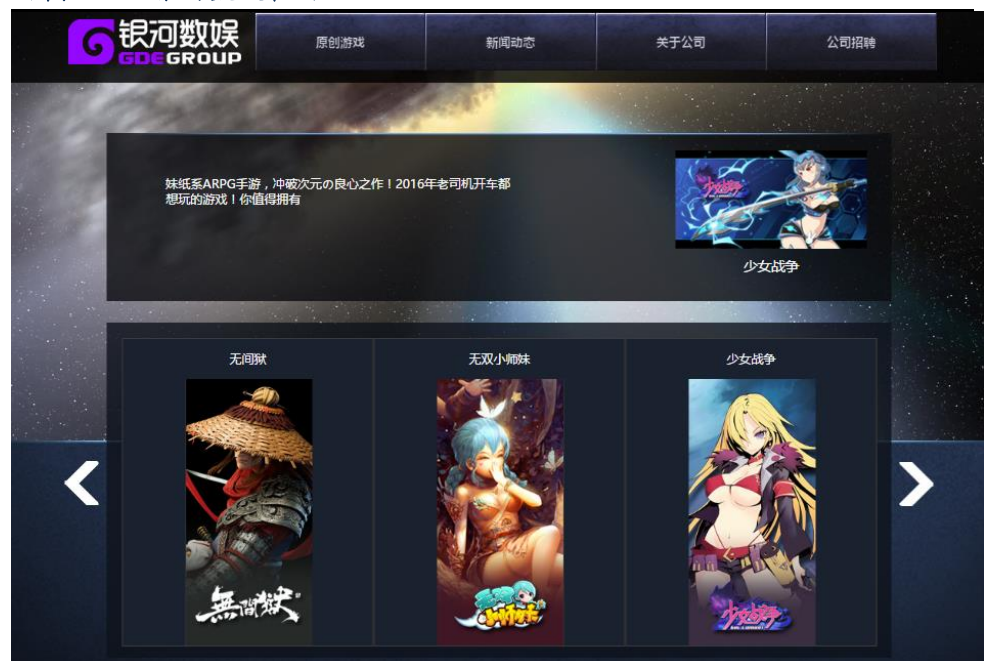
初见科技将为天舟文化游戏业务提供强大的发行支持。天舟文化与初见科技约定，若 2016 年初见科技前三季净利润达 5200 万及以上或 2016 年度实现净利润 7000 万元及以上，则天舟文化有权收购初见科技剩余股权，收购金额以 2017 年度净利润承诺的 13-14 倍估值基础上确定。

➤ 银河数娱 2% 股权/1400 万

2015 年 12 月，天舟文化以 1400 万元投资游戏研发商银河数娱，获得 2% 股权。银河数娱成立于 2014 年，是一家以打造原创 IP 为目标的“研运一体”游戏公司。业务包括手机游戏的自主研发、发行与原创 IP 打造，完成游戏产业链的全方位布局。

银河数娱拥有雄厚的游戏产品开发能力。旗下原创 IP 游戏包含《无间狱》、《巨龙城堡》、《无双小师妹》、《黄金战歌》、《少女战争》等。其中自研 3D ARPG 手游《无间狱》斩获“2014 Unity 游戏与应用大赛”的“最佳 3D 视觉金奖”。2015 年 3 月，银河数娱“10 大原创 IP 计划”首次曝光，以打造走向世界的中国原创 IP 为目标。其中《无间狱》、《巨龙城堡》、《少女战争》、《无双小师妹》等银河“10 大原创 IP”手游产品均被海内外发行商以千万价格代理签约。

图表 37：银河数娱官网



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

➤ Keyroute Games 25% 股权/120 万美元

2014 年 10 月，天舟文化斥资 120 万美元收购日本游戏研发商 Keyroute Games 25% 股权。Keyroute 主要从事游戏的开发与运营，其核心团队成员具有丰富的页游/手游开发经验，游戏行业的从业经历都在 10 年以上。公司团队具备开发全球性游戏的能力，其研发游戏以卡通风格为主，涵盖解谜、消除等休闲游戏类型。

3. 文教板块：在线教育+教育出版优化线上线下载布局

3.1. 决胜网：泛教育 O2O 平台，已挂牌新三板

2014 年我国进入全面深化教育改革的关键时期，多项重量级政策陆续出台，持续刺激教育产业相关领域的发展。2015 年 3 月，国务院《政府工作报告》将“互联网+”概念上升为国家战略，在线教育市场潜力凸显。根据艾瑞咨询数据，2014 年中国在线教育 998 亿元，同比增长 18.9%，预计 2016 将达到 1437 亿规模，同比增速超 20%。到 2018 年有望突破 2000 亿，达 2046.1 亿元。

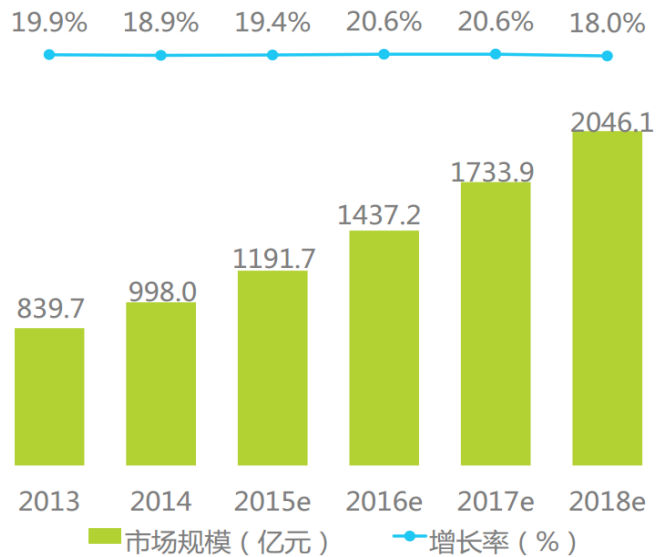
2014 年我国在线教育用户为 5999 万人，随着在线教育公司市场推广的加强，用户对于在线教育的形式接受程度也在提高，之后几年，在线教育用户将会以将近 20% 的速度增长，预计到 2018 年达到 13221.1 万人。

图表 38：在线教育产业链



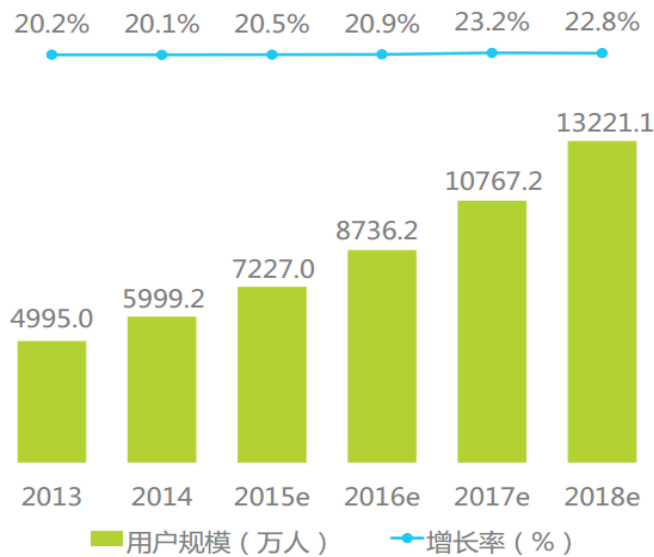
资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 39：2013-2018 年中国在线教育市场规模



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 40：2013-2018 年中国在线教育用户规模

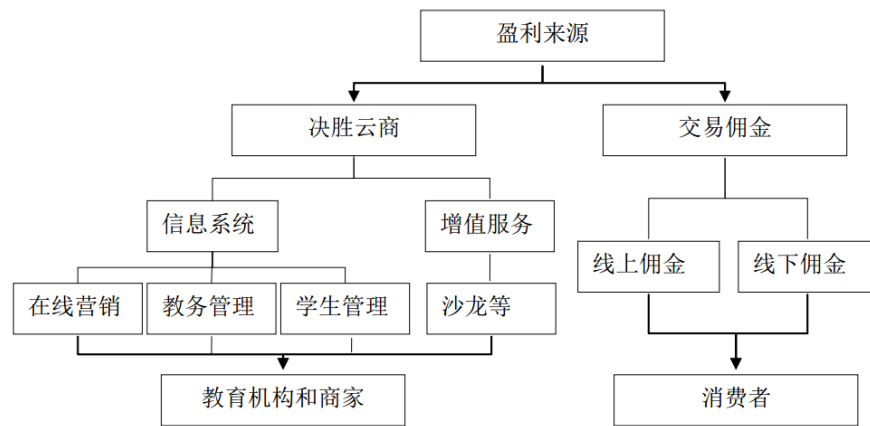


资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2015 年 11 月，天舟文化公告出资 1.7 亿元人民币，获得决胜网增资后 18.89% 的股权。决胜网是国内唯一基于 O2O 的泛教育产品导购平台。决胜网网站和旗下 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。

截止到 2016 年 10 月，决胜网入驻商家达 26 万，旗下 APP 累计下载量突破 2600 万，目前用户量超 2400 万，点评数量超过 520 万。决胜网已经于 2016 年 3 月 22 日正式挂牌新三板，为新三板互联网教育第一股。

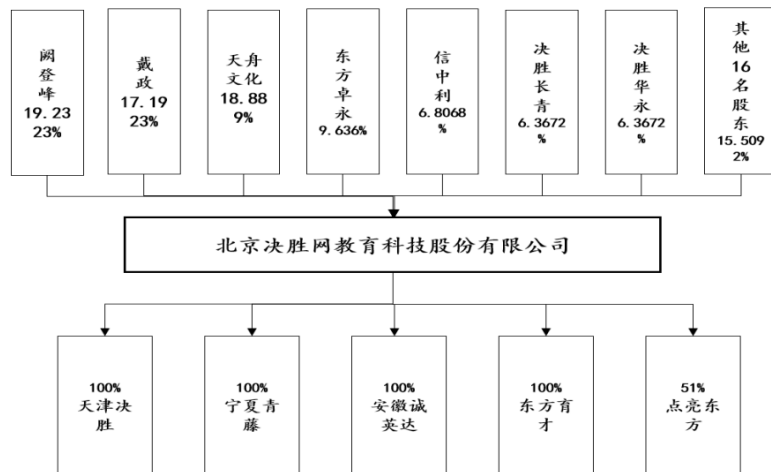
图表 41：决胜网盈利模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

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、信中利等，董事会成员包括俞敏洪、汪潮涌等人。

图表 42：决胜网股权结构



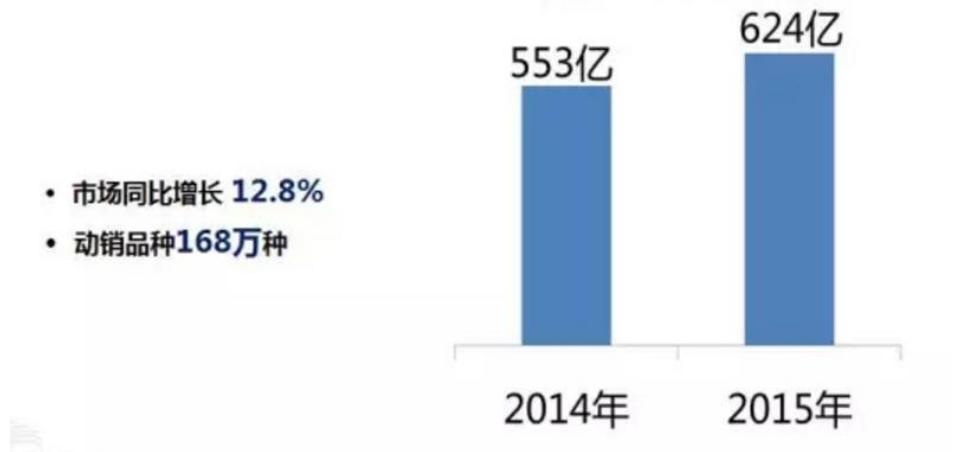
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据决胜网 9 月最新定增情况显示，公司总股本为 6164.39 万股，按最新定增价 15.979 元/股计算，公司目前市值达到 9.85 亿元。天舟文化 18.89% 股权对应价值为 18.61 亿元。

3.2. 人民今典：深耕教辅市场，新项目有望带来增量业绩

根据开卷网数据，2015 年全国图书零售市场同比增长 12.8%，销售额达到 624 亿，动销品种数为 168 万种。从不同渠道细分市场规模对比来看，教辅教材类依然是实体书店渠道码样比重最大的细分类，为 25.38%，其次是社科、少儿和文学，码样比重均在 10% 以上。

图表 43：2015 年全国图书零售市场销售额



资料来源：开卷网，东吴证券研究所

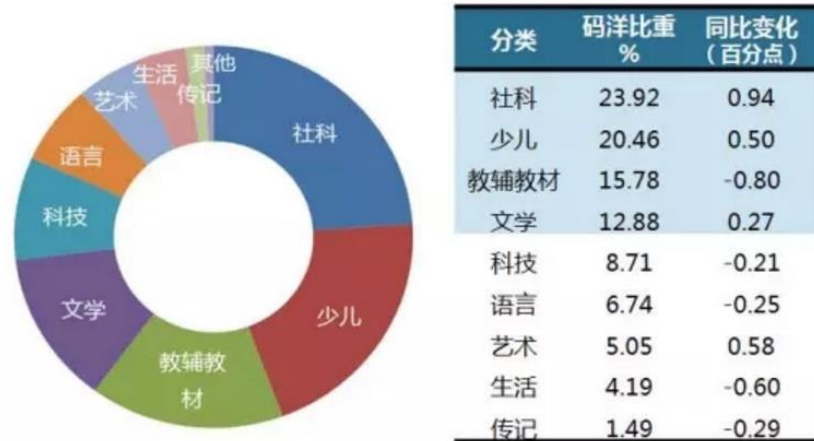
图表 44：2015 年图书不同渠道细分市场规模对比

	实体书店		网上书店	
	码洋比重%	同比变化 (百分点)	码洋比重%	同比变化 (百分点)
社科	19.62	1.66	26.61	-1.29
教辅教材	25.38	-0.25	9.78	2.06
语言	6.91	-0.40	6.63	-0.04
文学	12.10	0.37	13.36	-0.11
艺术	4.42	-0.02	5.45	0.96
传记	1.71	-0.27	1.35	-0.25
科技	6.67	-0.73	9.98	-0.43
少儿	18.17	0.46	21.90	-0.25
生活	4.01	-0.67	4.30	-0.60

资料来源：开卷网，东吴证券研究所

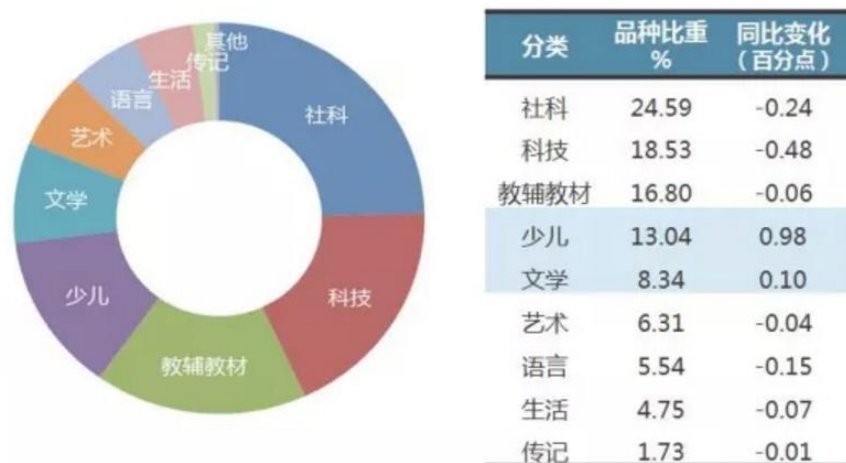
2015 年综合零售市场码洋规模上，社科、少儿、教辅教材和文学合计占据 7 成以上；品种结构上，社科、科技和教辅也占据了大半壁江山。

图表 45：2015 年图书综合零售市场规模结构



资料来源：开卷网，东吴证券研究所

图表 46：2015 年图书综合零售市场品种结构



资料来源：开卷网，东吴证券研究所

为进一步优化在教育板块的战略布局，天舟文化于 2016 年 4 月以自有资金 10.6 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。合计投资金额为 20,476.5 万元。**交易完成后，天舟文化以 51% 股权比例实现对人民今典的控股，华育今典占股 29%、人民东方占股 20%。**

人民今典成立于 2010 年 6 月，是一家集策划、研发、编辑出版、印制、发行于一体专业经营教育类图书的公司，产品内容涵盖国家教材、地方教材、教育读本等；并通过共建及合作出版的方式，拥有国家级权威期刊《基础教育课程》杂志 10 年的运营权和高职中职 385 个品种（包括 34 种国家十二五规划）教材的全国发行权。

目前华育今典、人民东方与人民今典正在共同策划推行的教育资源与教育服务项目，如获得成功，预计该增量业务将增加标的公司年净利

润 4900 万元。待估值调整后，人民今典将履行三年期每年净利润为 0.89 亿/0.99 亿/1.09 亿元的业绩承诺。

此外，公司还获得衡水中学《衡中同卷》出版发行的唯一授权。近年来，衡水中学被清华、北大、985、211 大学录取人数一直稳居全国第一，公司与衡水中学联手推出的《衡中同卷》，市场预热反响良好。下半年起，一整套国内一流的高考辅导用书将向全国推广。

4. 盈利预测

考虑到公司主要盈利来自于游戏版块，我们选取了游戏板块 36 家上市公司，根据 Wind 一致性预期测得到 2017 年游戏板块平均 PE 为 47 倍。

首次覆盖给予“买入”评级：人民今典 2016 年 6 月开始并表，游爱网络 2016 年 8 月开始并表。我们预计公司 2016/2017/2018 年净利润分别为 2.44/3.93/4.2 亿，摊薄 EPS 分别为 0.38/0.6/0.65 元，现价对应 2016-2018 年 52/32/30 倍 PE。公司业绩主要来自于游戏行业参考游戏行业 2017 年 47 倍 PE，给予天舟文化保守 40 倍估值，目标价 24 元。首次覆盖给予“买入”评级！

图表 47: 游戏板块 PE 预测 (Wind 一致性预期)

序号	证券代码	证券简称	2016E	2017E	2018E
1	002348.SZ	高乐股份	127.13	110.21	113.74
2	600652.SH	游久游戏	157.08	117.91	98.36
3	300052.SZ	中青宝	120.62	105.74	82.88
4	300174.SZ	元力股份	92.67	76.78	76.97
5	300518.SZ	盛讯达	93.75	73.66	57.88
6	002558.SZ	世纪游轮	82.31	67.70	54.64
7	300533.SZ	冰川网络	77.33	64.39	54.22
8	002113.SZ	天润数娱	98.09	77.92	53.60
9	002619.SZ	巨龙管业	85.73	61.25	50.84
10	002148.SZ	北纬通信	105.65	66.02	50.16
11	002699.SZ	美盛文化	78.87	58.56	44.24
12	300418.SZ	昆仑万维	55.84	44.95	41.66
13	600576.SH	万家文化	60.89	48.24	40.95
14	600715.SH	文投控股	71.22	53.45	40.62
15	300051.SZ	三五互联	64.50	44.15	32.40
16	002261.SZ	拓维信息	49.94	40.07	32.39
17	002292.SZ	奥飞娱乐	53.29	40.35	32.36
18	002445.SZ	中南文化	47.19	37.21	31.75
19	600880.SH	博瑞传播	48.95	35.20	29.32
20	002624.SZ	完美世界	44.81	34.64	28.51
21	002502.SZ	骅威文化	39.17	30.80	25.62
22	300299.SZ	富春通信	41.33	31.54	24.83
23	300002.SZ	神州泰岳	39.16	31.44	24.74
24	002555.SZ	三七互娱	36.01	29.25	24.56
25	300148.SZ	天舟文化	41.64	29.56	24.40
26	002517.SZ	恺英网络	37.02	28.74	22.79
27	300133.SZ	华策影视	36.13	27.83	22.16
28	600633.SH	浙报传媒	27.87	24.58	20.97
29	300043.SZ	星辉娱乐	32.27	26.86	19.79
30	300027.SZ	华谊兄弟	30.98	25.07	19.77
31	002174.SZ	游族网络	35.06	25.36	18.57
32	002247.SZ	帝龙文化	37.23	23.47	18.38
33	002354.SZ	天神娱乐	32.06	23.19	18.10
34	300315.SZ	掌趣科技	29.27	22.09	17.21
35	600637.SH	东方明珠	23.64	19.32	16.87
36	600373.SH	中文传媒	22.45	18.30	15.11
平均 PE			59.92	46.55	38.37

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

天舟文化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	624.8	836.8	1298.1	1721.8	营业收入	544.3	870.9	1393.4	1602.4
现金	497.7	657.8	1009.9	1385.9	营业成本	235.8	322.2	529.5	640.9
应收款项	61.7	90.7	145.1	166.8	营业税金及附加	1.5	2.6	4.2	4.8
存货	21.3	44.1	72.5	87.8	营业费用	42.0	69.7	139.3	160.2
其他	44.1	44.2	70.7	81.3	管理费用	74.8	113.3	223.0	264.5
非流动资产	1461.0	1543.7	1607.2	1669.0	财务费用	-7.6	-11.6	-16.7	-24.0
长期股权投资	172.9	222.9	272.9	322.9	投资净收益	26.2	30.0	30.0	30.0
固定资产	60.7	93.5	107.2	119.0	其他	-17.2	-100.4	-52.6	-60.9
无形资产	0.8	0.7	0.7	0.6	营业利润	206.7	304.2	491.4	525.0
其他	1226.6	1226.6	1226.6	1226.6	营业外净收支	14.6	2.0	2.0	2.0
资产总计	2085.8	2380.5	2905.4	3390.8	利润总额	221.3	306.2	493.4	527.0
流动负债	146.0	189.4	318.1	383.5	所得税费用	44.3	61.2	98.7	105.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.8	1.0	1.6	1.7
应付账款	108.2	132.4	217.6	263.4	归属母公司净利润	176.2	244.0	393.2	419.9
其他	37.7	56.9	100.5	120.1	EBIT	190.5	363.1	497.4	532.0
非流动负债	0.7	0.7	0.7	0.7	EBITDA	197.3	383.2	517.5	552.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.7	0.7	0.7	0.7	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	146.7	190.1	318.8	384.3	每股收益(元)	0.27	0.38	0.60	0.65
少数股东权益	10.3	11.3	12.8	14.5	每股净资产(元)	2.97	3.34	3.93	4.56
归属母公司股东权益	1928.8	2167.9	2553.2	2964.7	发行在外股份(百万股)	649.9	649.9	649.9	649.9
负债和股东权益总计	2085.8	2369.2	2884.9	3363.4	ROIC(%)	8.6%	15.6%	19.6%	19.3%
					ROE(%)	9.1%	11.3%	15.4%	14.2%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	56.4%	62.7%	61.7%	59.7%
经营活动现金流	214.7	238.9	434.3	459.4	EBIT Margin(%)	35.0%	41.7%	35.7%	33.2%
投资活动现金流	-104.7	-73.9	-74.4	-75.0	销售净利率(%)	32.4%	28.0%	28.2%	26.2%
筹资活动现金流	-12.3	-4.9	-7.9	-8.4	资产负债率(%)	7.0%	8.0%	11.0%	11.3%
现金净增加额	97.7	160.1	352.0	376.0	收入增长率(%)	5.5%	60.0%	60.0%	15.0%
企业自由现金流	217.6	260.6	413.1	438.5	净利润增长率(%)	49.0%	38.5%	61.1%	6.8%

数据来源：东吴证券研究所

免責聲明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

